

金螳螂 (002081)
推荐
行业：装修装饰

“家装+互联网”系列专题之一：

强者恒强，寒冬里的一缕阳光

金螳螂是装饰装修的龙头企业，连续 12 年蝉联装饰百强企业第一名，是行业中的绝对白马。在上游房地产行业，尤其是商业地产增速下滑之后，公司家装业务承压严重。金螳螂已经开始以互联网思维布局家装业务，这将会成为未来几年公司成长的主要引擎。

投资要点：

- ✧ 公司已从一个区域性装饰装修企业成长为全国性行业龙头。从营收占比来看，从最初的省外业务占比仅 22.43%，发展到目前省外业务占比 70%左右。
- ✧ 行业博弈相对充分市场占有率相对分散，未来有望进一步提升，整个建筑装饰行业是以民营企业为主导。根据 2013 年数据，建筑装饰百强企业占行业总产值仅为 9.68%，上市公司营收仅占行业总产值的 1.66%。
- ✧ 总体来看，消费性需求的稳步增长不能抵消投资性需求增速的下滑，行业整体增速下滑。房地产投资增速持续下降，建筑装饰的投资属性所带动的装修需求增速正在下降。另一方面，随着住房以及商业地产的存量逐步增大，使用年限逐步提高，消费属性所带动的建筑装饰需求正稳步升高。
- ✧ 2015 上半年营收承压，现金流出现恶化，但是好于行业平均。2015 年上半年公司经营性现金流净流出 9.16 亿元，相比 2014 年上半年多流出 3.22 亿元，而营收与去年基本持平。
- ✧ 斥资 2.7 亿自建电商品牌“金螳螂•家”，切入万亿家装蓝海。能够被互联网模式整合的市场规模为 1.23 万亿，前景广阔，成长空间大。公司凭借品牌、规模、效率优势三位一体切入家装市场，未来增长可期。
- ✧ 风险提示：上游房地产行业继续下行，家装业务营收不达预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	20688.60	20584.00	22069.06	23662.56
收入同比(%)	12.35%	-0.51%	7.21%	7.22%
归属母公司净利润	1877.26	1799.97	2057.54	2262.38
净利润同比(%)	20.06%	-4.12%	14.31%	9.96%
毛利率(%)	18.43%	17.70%	17.71%	17.74%
ROE(%)	26.16%	20.45%	18.95%	17.24%
每股收益(元)	1.07	1.02	1.17	1.28
P/E	13.95	14.55	12.73	11.57
P/B	3.65	2.98	2.41	2.00
EV/EBITDA	10.80	12.17	11.22	10.33

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 16.2

当前股价： 13.39

评级调整： 下调

基本资料

总股本(百万股)	1,762
流通股本(百万股)	1,679
总市值(亿元)	236
流通市值(亿元)	225
成交量(百万股)	37.44
成交额(百万元)	510.10

股价表现

相关报告

目 录

一、公司简介：老牌公装龙头，布局海外，引领家装互联网重塑	4
二、行业分析：大行业小龙头，三万亿蓝海市场未来整合空间巨大	7
三、主营分析：公装业务维持业内领先，强者恒强度过寒冬	12
四、互联网家装—让金螳螂成为巨人的增长点.....	17
五、金螳螂整体估值.....	22
六、风险提示	22

表目录

表格 1 中国建筑装饰行业百强企业历年排名	4
表格 2 公司子公司列表（按成立时间排列）	5
表格 3 根据城镇化规划匡算建筑装饰投资性市场需求	9
表格 4 互联网家装与公装业务对比	19
表格 5 互联网家装估值概算	21
表格 6 现有业务营收以及净利预测归总（剔除互联网家装业务影响）(单位：亿元)	22

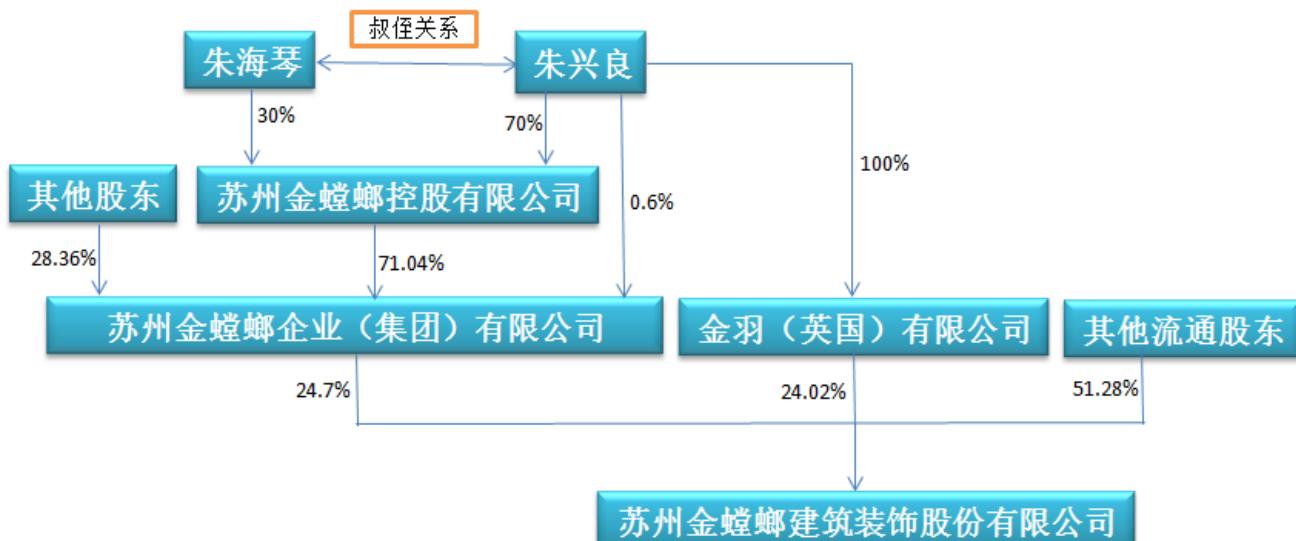
图目录

图 1 金螳螂股权关系图	4
图 2 公司历年省内业务与省外业务营收占比 (单位 : 亿元 , %)	5
图 3 建筑装饰行业历年总产值及增速 (单位 : 万亿)	7
图 4 2014 年建筑装饰行业子行业产值占比	7
图 5 历年公装市场的产值及增速 (单位 : 亿元)	7
图 6 历年家装市场的产值及增速 (单位 : 亿元)	7
图 7 2013 建筑装饰百强企业产值占比	8
图 8 2013 年上市建筑装饰产值占比	8
图 9 建筑装饰行业投资与消费属性	8
图 10 建筑装饰行业整体格局以及 2015 年市场空间分布	9
图 11 利率变化、商业地产投资增速以及公装增速的关系	10
图 12 商业地产与高档住宅投资完成额增速 (月)	10
图 13 全国星级酒店数量增速 (年度)	10
图 14 历年全国房屋竣工面积及增速 (单位 : 万平方米)	11
图 15 GDP 增速与建筑装饰行业增速	11
图 16 历年公司营收以及增速 (单位 : 亿元)	12
图 17 2014 年公司各项业务占比 (单位 : %)	12
图 18 公司各项业务历年毛利率分析	12
图 19 装修龙头企业应收账款周转率情况	13
图 20 投标书中各项目大体占比	13
图 21 金螳螂利润来源	13
图 22 50/80 管理方法图解	14
图 23 传统方式施工与 “产品化装饰” 施工的对比图	15
图 24 装饰业务历年营收以及增速 (单位 : 亿元)	15
图 25 历年装饰毛利以及毛利率水平 (单位 : 亿元)	15
图 26 幕墙业务历年营收以及增速 (单位 : 亿元)	16
图 27 设计业务历年营收以及增速 (单位 : 亿元)	16
图 28 互联网家装市场空间概算	17
图 29 传统家庭装修的三方关系以及行业痛点	18
图 30 整合者从各个环节切入	18
图 31 整合者从各个环节切入	19
图 32 “金螳螂•家” 互联网家装模式图	20
图 33 金螳螂模式与小型公司的净利率对比	20
图 34 互联网家装布局进度	21

一、公司简介：老牌公装龙头，布局海外，引领家装互联网重塑

金螳螂是一家老牌公共建筑设计施工企业。2006年11月在深交所挂牌上市，是业内第一家上市公司。公司拥有八项施工一级资质，四项设计甲级资质，能够承揽所有类型的建筑装饰业务。

图 1 金螳螂股权关系图



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司现任董事长倪林、总经理杨震以及总设计师王琼均是在公司上市之前的初创期加入公司，担任现职均已超过十年，公司核心领导班子稳定。公司实际控制人为朱兴良先生，通过关联人持股朱兴良总计控制上市公司 48.72%的股权，是公司第一大股东。公司自上市以来实行职业经理人制度，实现公司所有权与经营权脱钩。

表格 1 中国建筑装饰行业百强企业历年排名

公司	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
金螳螂	1	1	1	1	1	1	1	1	1
亚厦股份	2	2	2	2	2	2	2	2	3
广田股份	3	3	3	3	4	6	6	8	10
洪涛股份	4	4	5	5	3	5	5	5	11
瑞和股份	7	6	8	8	9	10	10	6	5

资料来源：中国建筑装饰行业协会 中国中投证券研究总部

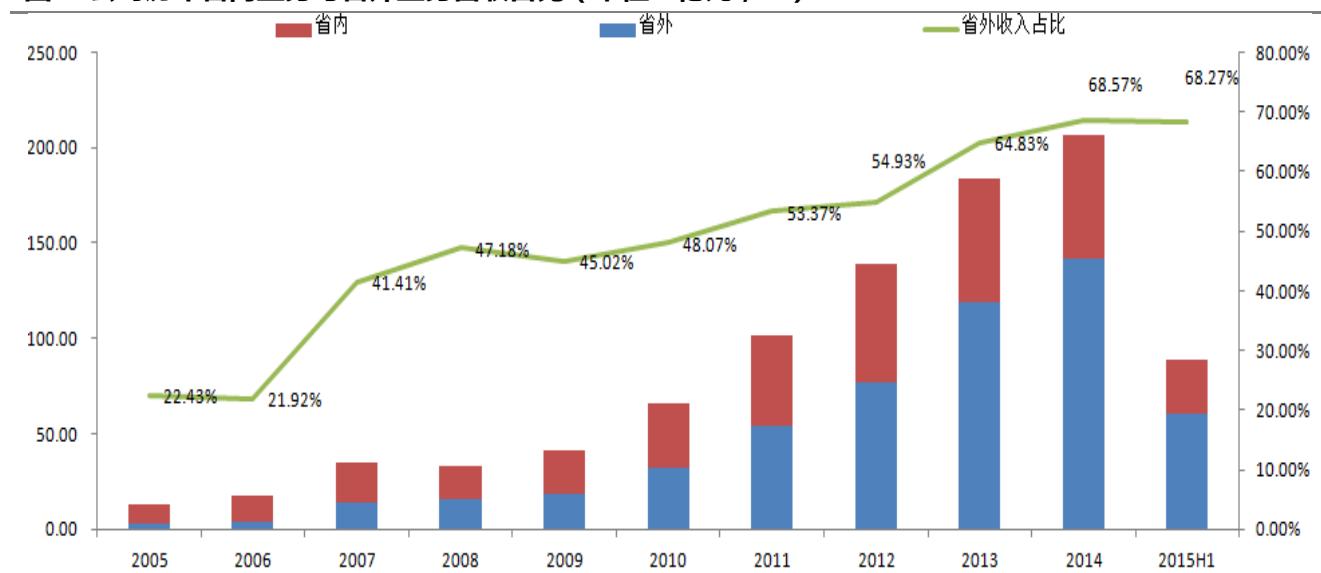
连续 12 年蝉联中国建筑装饰百强企业第一名，行业龙头地位稳固。与同类上市公司相比，金螳螂拥有多个第一。第一个业内上市公司，第一个营收过百亿企业，第一个走向海外的建筑装饰公司，第一个实现工厂化、产品化的企业。

表格 2 公司子公司列表（按成立时间排列）

子公司全称	持股比例	备注
苏州美瑞德建筑装饰有限公司	100%	地方子公司
芜湖美瑞德建筑装饰有限公司	100%	地方子公司
苏州工业园区金螳螂家具设计制造有限公司	100%	家具制造
苏州建筑装饰设计研究院有限公司	100%	设计公司
苏州金螳螂幕墙有限公司	100%	地方子公司
启东金螳螂幕墙有限公司	100%	地方幕墙
苏州金螳螂园林绿化景观有限公司	100%	景观园林
江苏金螳螂苗艺有限公司	100%	苗艺
苏州金螳螂市政景观有限公司	100%	地方市政工程
苏州金让狼资产管理有限公司	100%	资产管理
苏州金螳螂住宅集成有限公司	100%	住宅精装修
辽宁金螳螂建筑装饰有限公司	100%	地方子公司
大连金螳螂建筑装饰有限公司	100%	地方子公司
吉林金螳螂建筑装饰有限公司	100%	地方子公司
辽宁金螳螂幕墙装饰有限公司	60%	地方子公司
金螳螂（天津）电子商务有限公司	100%	电商子公司
云家通商贸有限公司	100%	建材物流
新加坡金螳螂有限公司	100%	海外子公司
HBA International Inc.	70%	海外高端设计公司
金螳螂（国际）建筑装饰有限公司	100%	海外子公司
上海世旗股权投资基金管理有限公司	70%	股权投资公司
澳门金螳螂建筑装饰有限公司	100%	海外子公司
俄罗斯金螳螂建筑装饰有限公司	100%	海外子公司
金螳螂装饰中东有限责任公司	49%	海外子公司
云贤通（苏州）科技服务有限公司	70%	咨询服务

资料来源：公司半年报 中国中投证券研究总部

图 2 公司历年省内业务与省外业务营收占比（单位：亿元，%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司已从一个区域性装饰装修企业成长为全国性行业龙头。公司拥有 47 家分公司，25 家子公司，全国主要省均有分公司或子公司覆盖。从营收占比来看，从最初的省外业务占比仅 22.43%，发展到目前省外业务占比 70%左右。经过上市 8 年的努力，金螳螂已经从一个江苏省区域性装饰装修企业逐渐转变为全国装饰装修行业的龙头企业。

公司在完成从一个区域级企业转变成为一个全国性装饰装修企业之后，开始迈出国门成立了海外运营公司进军海外市场。由于近些年国内宏观经济增速换挡，国内的公装订单增速有所放缓，公司成立新加坡金螳螂以开拓海外工装市场并收购 HBA（设计公司）以分担国内增速压力。2014 年新加坡子公司营收已经达到 6400 万人民币，占公司总体净利仅为 3.4%，出去的海外全球化战略已经初见成效。今年上半年，公司相继成立“澳门金螳螂”、“俄罗斯金螳螂”、“中东金螳螂”等海外子公司，将新加坡金螳螂的成功经验逐步复制到海外。

与 E 家装分手，自建互联网家装体系，引领家装市场的互联网重塑。公司 8 月 19 日发布公告宣布出售“金螳螂（苏州）电子商务有限公司”41%的股权，交易完成后公司不再持有电商公司的任何股权，交易对价为 4100 万人民币（与购入股权价格相同）。同日公司宣布出资 2.7 亿元自建电商，推出互联网家装品牌“金螳螂●家”。新的电商主体在客户定位上更加高端，主要为中产阶级提供 5 星级的家装服务。曾经的电商经历会帮助金螳螂少走弯路更快的切入家装的万亿市场，成为公司业绩增长的新引擎。

二 行业分析：大行业小龙头，三万亿蓝海市场未来整合空间巨大

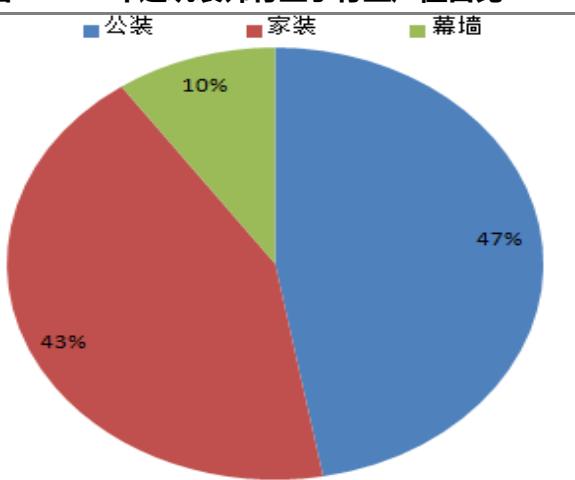
1. 三万亿的蓝海市场，公装家装占比各半，市场集中度分散

图3 建筑装饰行业历年总产值及增速（单位：万亿）



资料来源：中装网、中国中投证券研究总部

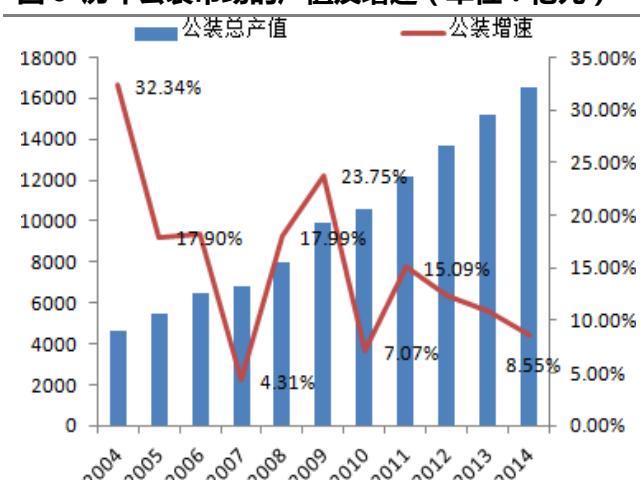
图4 2014年建筑装饰行业子行业产值占比



资料来源：中装网、中国中投证券研究总部

建筑装饰行业有三个子行业分别是：公装、家装以及幕墙。近几年来三个子行业的比例稳定在 1:1:0.2 左右。截止 2014 年，这三个子行业总产值达到了 3.5 万亿，其中公装 1.65 万亿、家装 1.51 万亿、幕墙 0.34 万亿。近 9 年来，行业的复合增长率为 11.99%，跑赢 GPD2-3% 点。如果剔除 2005/2006/2007 这增速较快的 3 年，则复合增长率为 10.95%。

图5 历年公装市场的产值及增速（单位：亿元）



资料来源：中装网、中国中投证券研究总部

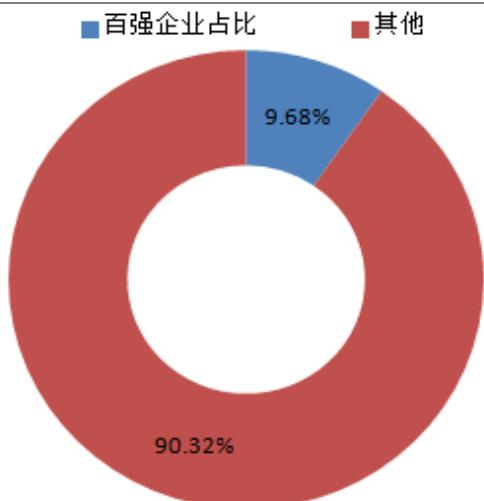
图6 历年家装市场的产值及增速（单位：亿元）



资料来源：中装网、中国中投证券研究总部

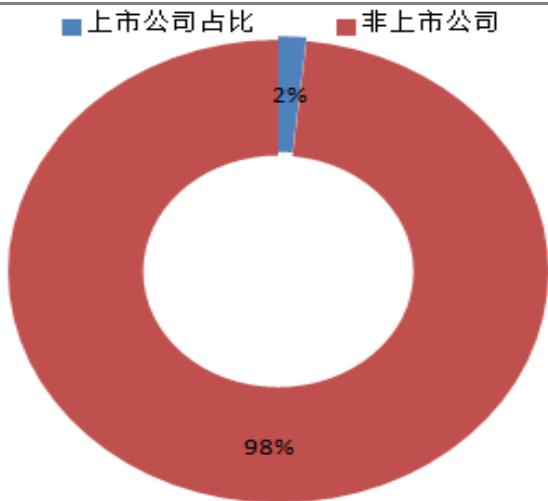
如果将公装市场与家装市场拆分来看，近几年，两个细分市场的增速呈现一种此消彼长的态势。这主要是由于家装市场受宏观经济的影响较大，而公装市场受政府直接投资的影响较大。在宏观经济不好的 08 年末 09 年初，家装市场比较疲软，政府的 4 万亿美元政策将公装市场的需求释放了出来。

图 7 2013 建筑装饰百强企业产值占比



资料来源：中国建筑装饰业协会、中国中投证券研究总部

图 8 2013 年上市建筑装饰产值占比

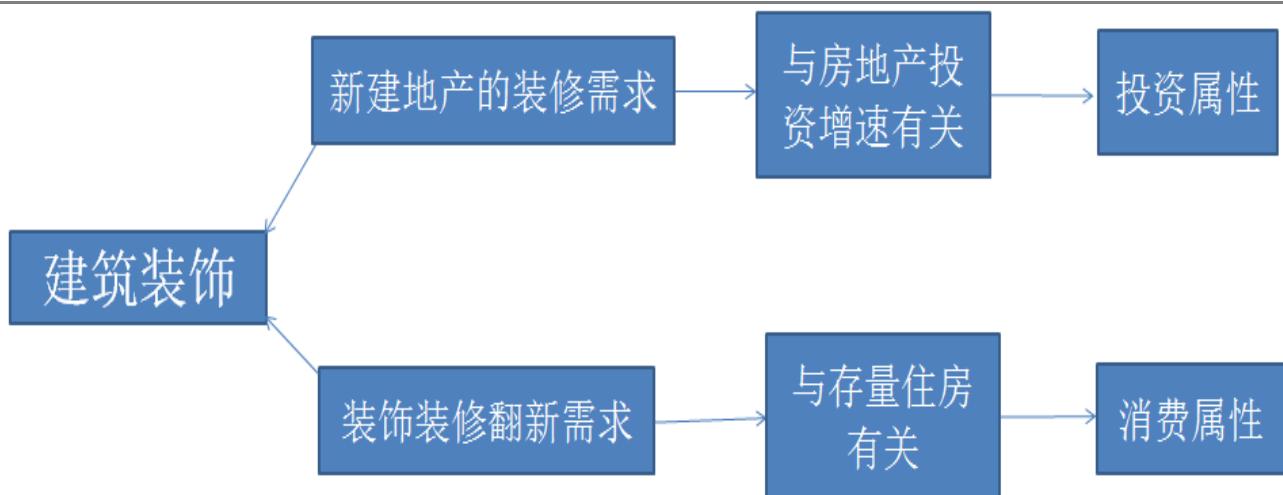


资料来源：中国建筑装饰业协会、中国中投证券研究总部

行业博弈相对充分市场占有率相对分散，未来有望进一步提升，整个建筑装饰行业是以民营企业为主导。根据 2013 年数据，建筑装饰百强企业占行业总产值仅为 9.68%，上市公司营收仅占行业总体产值的 1.66%。在公装领域出现了一系列的区域性龙头企业，如金螳螂、亚厦股份、广田股份等，但是总体市场集中度仍然很低。家装行业相比公装行业则更加分散，纯粹家装领域的上市公司有东易日盛、友邦吊顶等。在行业整体景气程度下降的情况下，市场集中度有望进一步提高。

2. 建筑装饰行业投资性需求增速放缓，消费性需求逐步放量

图 9 建筑装饰行业投资与消费属性



资料来源：中国中投证券研究总部

建筑装饰行业具有“投资”与“消费”的双重属性。其中新房建成所必需的装饰装修具有投资属性与房地产投资有着密切的关系，这部分需求波动性较大。而二次翻新的装饰装修需求则具有消费属性与存量房屋总量有着较强的相关性。

图 10 建筑装饰行业整体格局以及 2015 年市场空间分布



资料来源：建筑装饰百强装饰报告 中国中投证券研究总部

投资属性与消费属性的市场占比呈现了 1:1 的格局。金螳螂目前主要的营收集中在第一象限到第三象限，而第四象限的市场则是未来金螳螂主要营收增长点。第一到第三象限的市场订单，单笔较大，适合公装类上市公司承揽业务，而第四象限的单笔订单额度一般较小，市场更加分散。但是第四象限的回款情况好，不存在压资金的问题。互联网模式需要整合的就是第四象限分散的长尾订单。

表格 3 根据城镇化规划匡算建筑装饰投资性市场需求

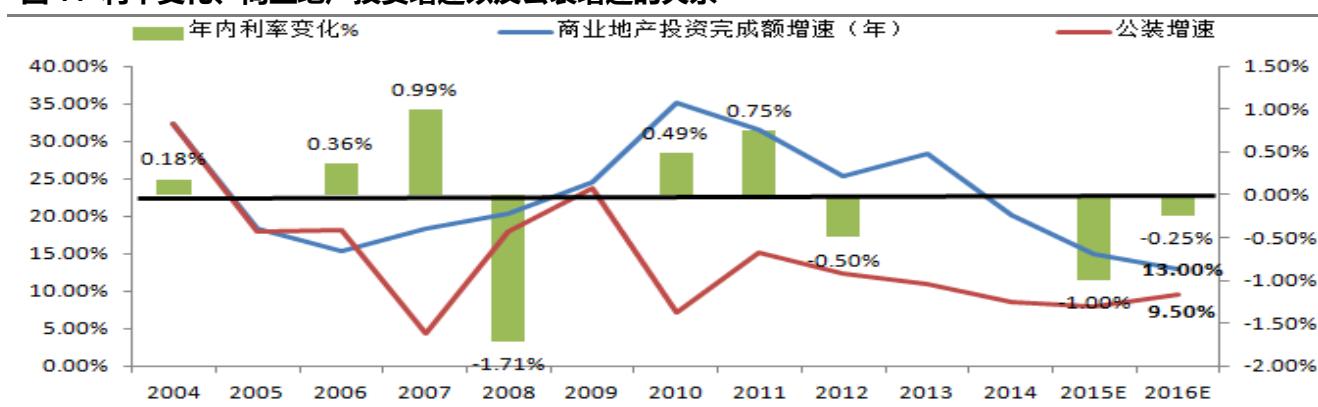
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
城镇化率	54%	55%	56%	57%	58%	59%
新增城市化人口（万人）	1400	1400	1400	1400	1400	1400
城镇人均住宅面积（平方米）	34.04	34.7	35.36	35.56	35.76	35.96
新增住宅面积（万平方米）	47656	48580	49504	49784	50064	50344
新增家装面积（万平方米）	95312	97160	99008	99568	100128	100688
精装家装市场空间(亿元)	2859.36	2914.8	2970.24	2987.04	3003.84	3020.64
简装家装市场空间（亿元）	3812.48	3886.4	3960.32	3982.72	4005.12	4027.52
投资性家装市场空间（亿元）	6671.8	6801.2	6930.56	6969.76	7008.96	7048.16
公建/住宅比率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
新增公共建筑面积	23828	24290	24752	24892	25032	25172
投资性公装市场空间（亿元）	8339.8	8501.5	8663.2	8712.2	8761.2	8810.2
投资属性市场空间（亿元）	15011.6	15302.7	15593.8	15682	15770.2	15858.4
增速	2.31%	1.94%	1.90%	0.57%	0.56%	0.56%

资料来源：《中国装饰百强发展报告》、《新城镇化发展计划纲要》、中国中投证券研究总部

城镇化进程是拉动投资性建筑装饰需求的根本动力，预计家装市场空间为 6800 亿，公装市场空间为 8500 亿，投资性增速降至 2% 左右。由于城镇化水平进程放缓，导致投资属性市场空间增速放缓。经过改革开发的发展我国城镇化水平已经较高，从规划来看城镇化进程相比之前有所放缓。2014 年 3 月 16 日，《国家新型城镇化规划（2014

- 2020 年》(简称《规划》)正式出台。《规划》提出，到 2020 年，我国常住人口城镇化率要达到 60%左右，截止 2014 年 3 月我国城镇化率在 53.7%。城镇化水平每提高 1%，则增加 1400 万城镇人口。目前人均城镇住宅面积 34.04 平方米，预计每年以 1%-2%的速度递增。假设建筑面积与装修面积比值为 1:2，家装单价为 400-1000 元/平，公装单价为 1500-5000 元/平，则未来三年市场空间家装与公装合计为 1.5 万亿左右，投资属性建筑装饰市场增速在 2%左右，与 2004-2007 年峰值时回落 7%-8%，未来投资性的新增需求呈现了放缓的趋势。

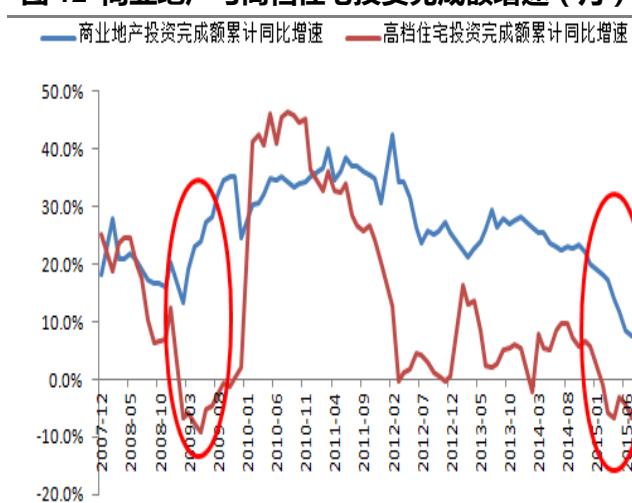
图 11 利率变化、商业地产投资增速以及公装增速的关系



资料来源：WIND 中国中投证券研究总部

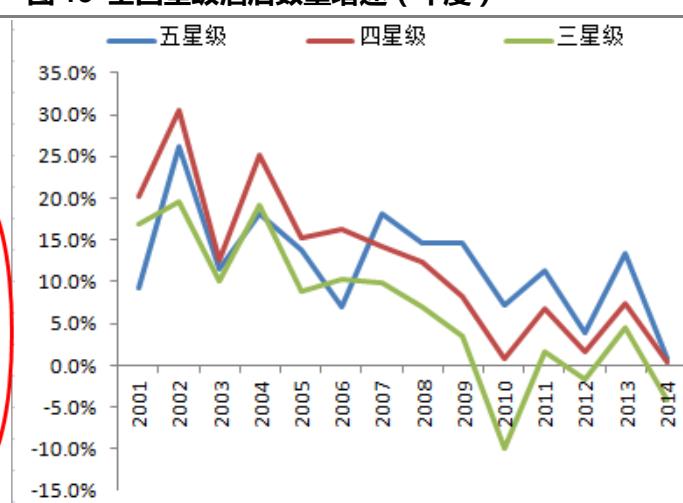
近年来，商业地产投资完成额增速与公装增速（代替投资性增速，在存量房较小的时候，投资性增速与公装增速一致）呈现同增同涨的趋势，而历史上最大的两次背离，2007 年与 2010 年都伴随着大量烂尾楼的出现（货币收紧，利率上涨）。公装产值增速表现出了更大的弹性。今年货币宽松，商业地产产值回落，逻辑关系与 2008 年类似，公装增速向商业地产完成额增速靠近，（但随着存量房的增多，公装增速与投资性增速替代关系正在减弱）。

图 12 商业地产与高档住宅投资完成额增速（月）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 13 全国星级酒店数量增速（年度）

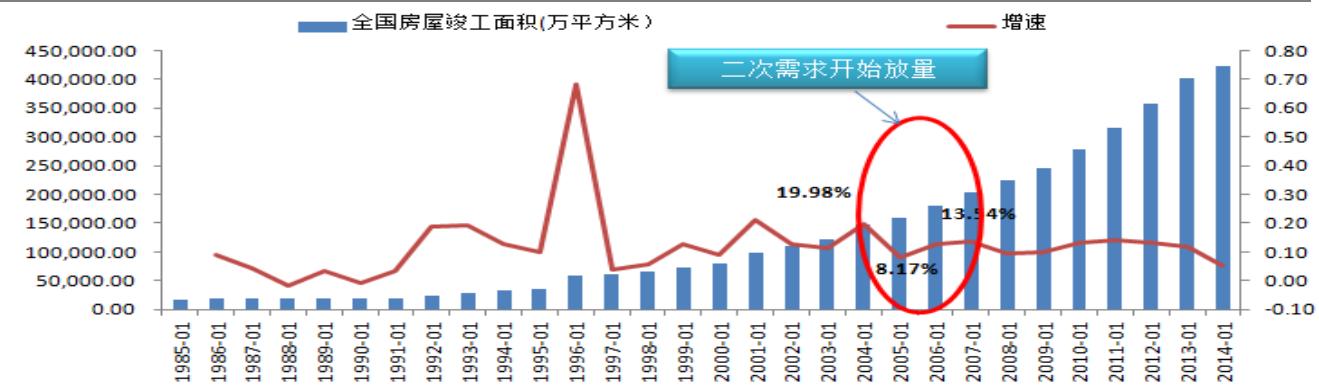


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

上游商业地产数据印证投资属性装饰需求正在逐步放缓，预计投资属性产值增速在 2%左右。建筑装饰行业受上游景气度影响较大，商业地产投资额以及星级酒店的增速

已经到了 2008 年以来的低点，2015 年整个建筑建材行业增速将会受到较大程度影响。2015 年再出现 4 万亿投资来拉动经济的可能性极低，投资拉动的装饰装修需求正在逐步放缓。

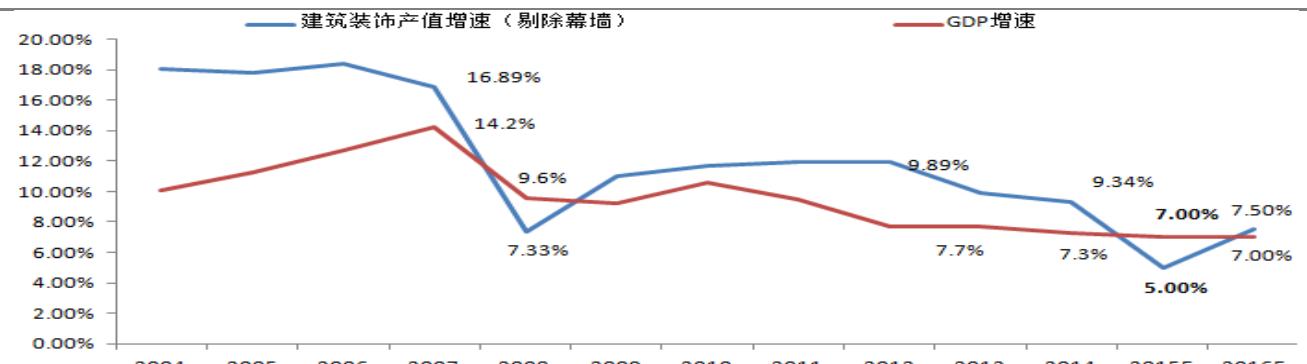
图 14 历年全国房屋竣工面积及增速 (单位：万平方米)



资料来源：WIND 中国中投证券研究总部

地产黄金十年为装饰行业积累了大量的存量，消费型属性的需求正在逐步放量，根据《建筑装饰百强报告》的预计，未来二次装修的年化需求将达到 15000 亿元，增速 8%-10%。公共装饰更新周期大概是 6-8 年，而住宅更新周期大概是 8-12 年。目前正是 2004-2007 新建成住宅二次装修的逐步释放期，根据装饰装修行业协会的估算国内存量市场（公装+家装）需求将会达到 12,000-15,000 亿元，假设二次需求释放的百分比不变，则消费需求市场规模增速为 8%-10% 左右。

图 15 GDP 增速与建筑装饰行业增速



资料来源：WIND 中国中投证券研究总部

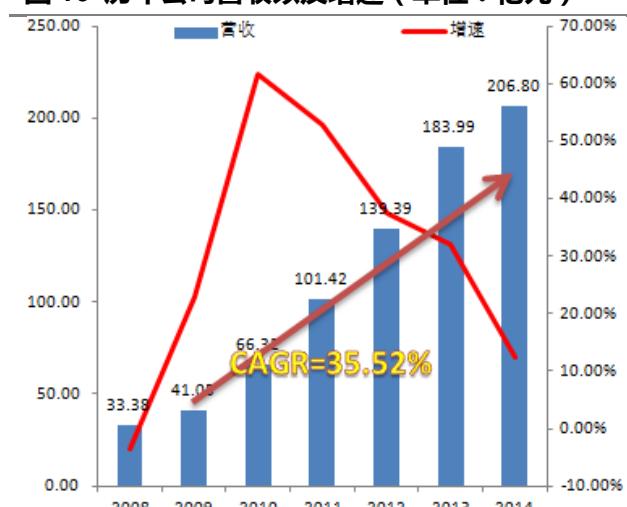
总体来看，消费需求的稳步增长不能抵消投资性需求增速的下滑，行业整体增速下滑至 5% 左右。保守粗略概算，投资性需求增长 2%，消费需求增长 8%，两者产值 1:1，装饰行业产值增速今年大概在 5% 左右。2016 年随着消费属性逐步放量，商业地产的投资增速企稳会出现小幅反弹，伴随着通缩问题的解决，行业增速预计恢复到 7.5% 左右。

三、主营分析：公装业务维持业内领先，强者恒强度过寒冬

1、营收跑赢行业增速，装饰业务占比最大，营收质量好于同行

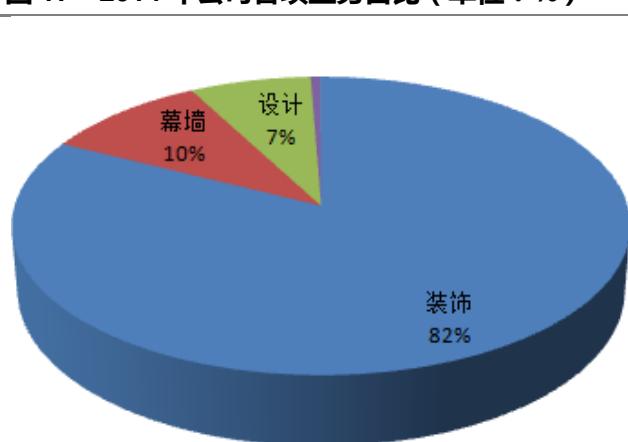
公司营收按照产品条线来分共有 5 块业务，分别是装饰、幕墙、设计、家具与技术服务。其中装饰业务营收占比最大稳定在 80%左右，幕墙业务为 10%左右，设计业务为 7%左右。目前的装饰业务主要是公装，家装占比较小。

图 16 历年公司营收以及增速（单位：亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

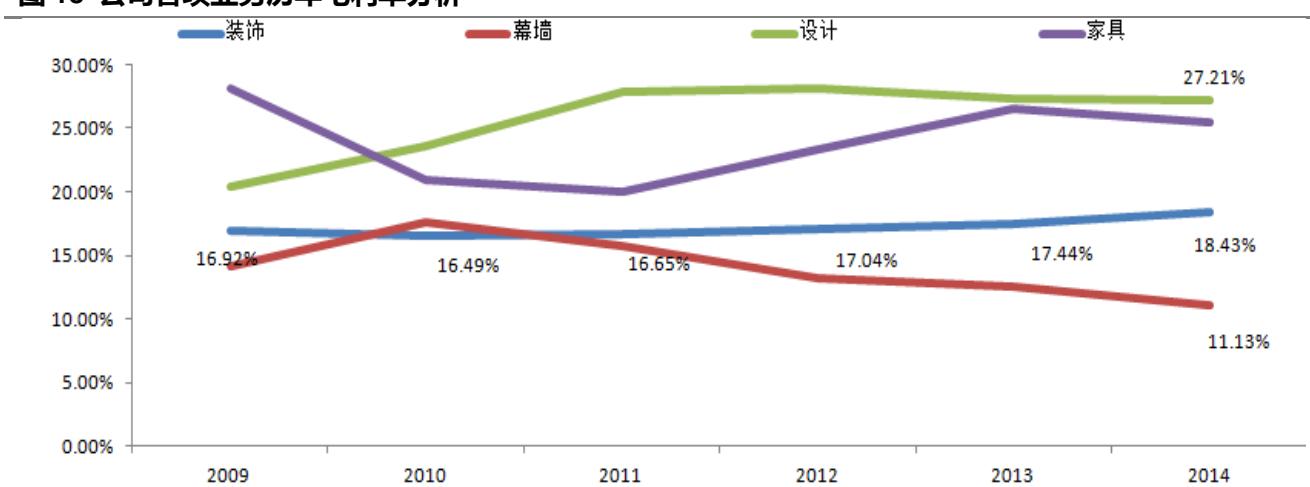
图 17 2014 年公司各项业务占比（单位：%）



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司自上市以来营收稳健增长，营收自 2008 年的 33 亿增长至 2014 年的 206.8 亿复合增长率为 35.52%，跑赢行业增速 24.62%。

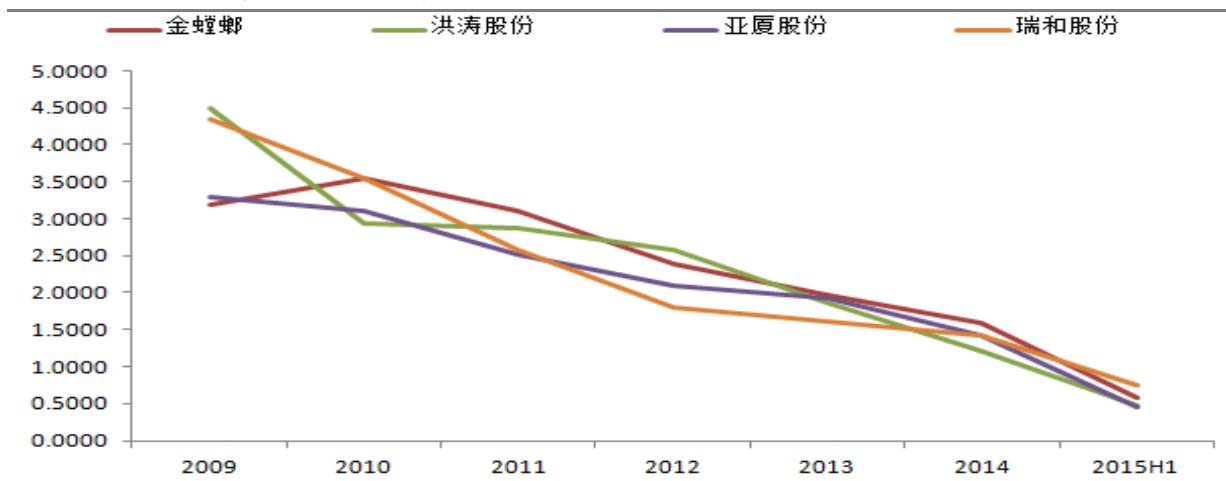
图 18 公司各项业务历年毛利率分析



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司毛利率最高的业务为设计业务，稳定在 25% 左右。占比最大装饰装修业务毛利率呈现稳步上升的态势，每年以 0.5% 的速度递增，主要原因因为公司规模效应显现，对建材商的议价能力逐步增强导致。目前公司的综合毛利率为 18.4%，在同类上市公司中处于平均水平。

图 19 装饰装修龙头企业应收账款周转率情况



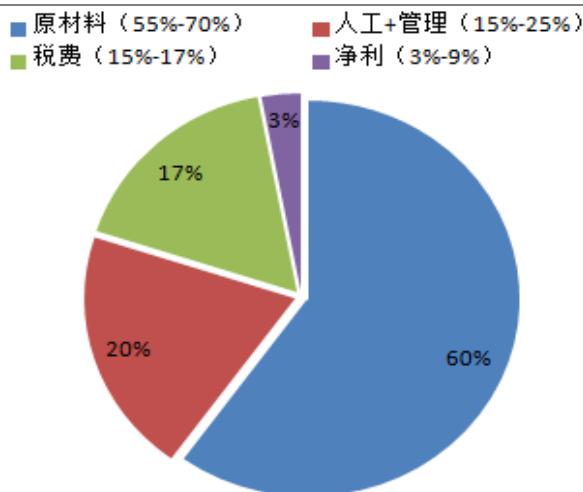
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2015年上半年公司经营性现金流净流出9.16亿元，相比2014年上半年多流出3.22亿元，而营收与去年基本持平，公司的现金流出现恶化。从应收账款周转率来看仍然好于行业均值。恶化的主要原因是过往客户以票据代替现金支付工程费用。09年到15年行业龙头的应收账款周转率一直在下滑，由应收账款驱动的粗放型高增长模式已经过去。随着宏观经济降温，行业迎来寒冬，下半年不排除发生应收账款计提坏账的可能性。

2、 行业口碑、规模优势与高效管理助力装饰业务度过行业低谷

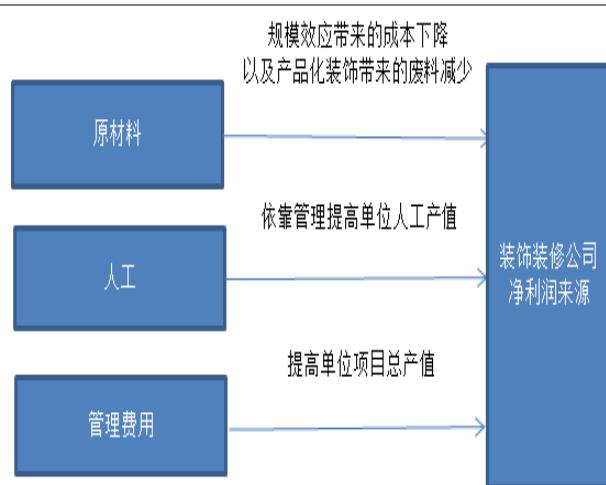
公司在大型项目的招投标中具有一定资质与口碑优势。公共装饰行业中的项目一般是靠招投标得来的，每个招标单位对投标企业有不同程度的门槛，一般常见的门槛有施工资质，过往施工经历，实缴资本总数以及公司获奖情况。作为行业龙头，金螳螂拥有全部施工一级资质，累计获得鲁班奖61座，202项全国工程装饰奖。

图 20 投标书中各项目大体占比



资料来源：中国中投证券研究总部

图 21 金螳螂利润来源

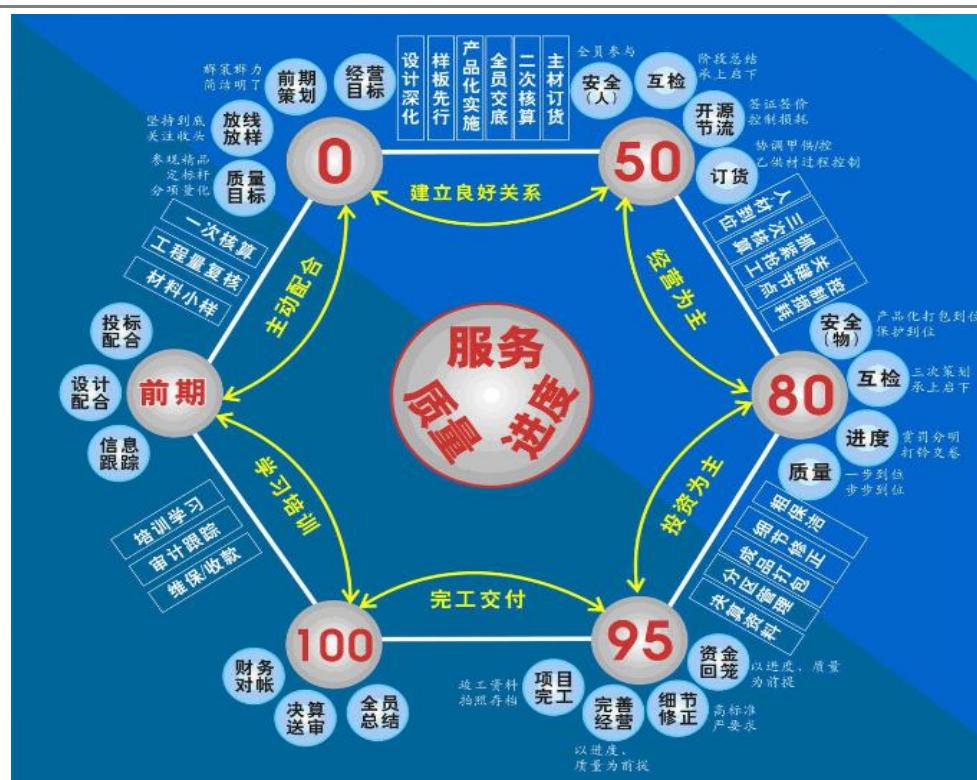


资料来源：中国中投证券研究总部

建筑装饰公司的主要净利来源依靠三个方面：建材大规模采购带来的规模效应、单位人工产值的提高，以及随着总产值提高摊薄的管理费用。在工程项目招标过程中，采取的报价方式为“定额+取费”。定额相当于公司中的营业成本为材料成本与直接的人工成本（工程主管部门每年出具单位建材以及人工的指导价格的参数手册，称为定额手册）。而取费相当于公司中的三费与利润之和，主要包括各项税费以及管理人员工资。

以节点验收方式（50/80 管理）实现品质与工期把控，以“产品化装饰”节省建材与人工，以定期培训与分段化施工提升单位人工产值。公司经过多年的运营整合已经形成了一套行之有效的管理方法，其中最主要的是“50/80 管理”与“产品化装饰”。

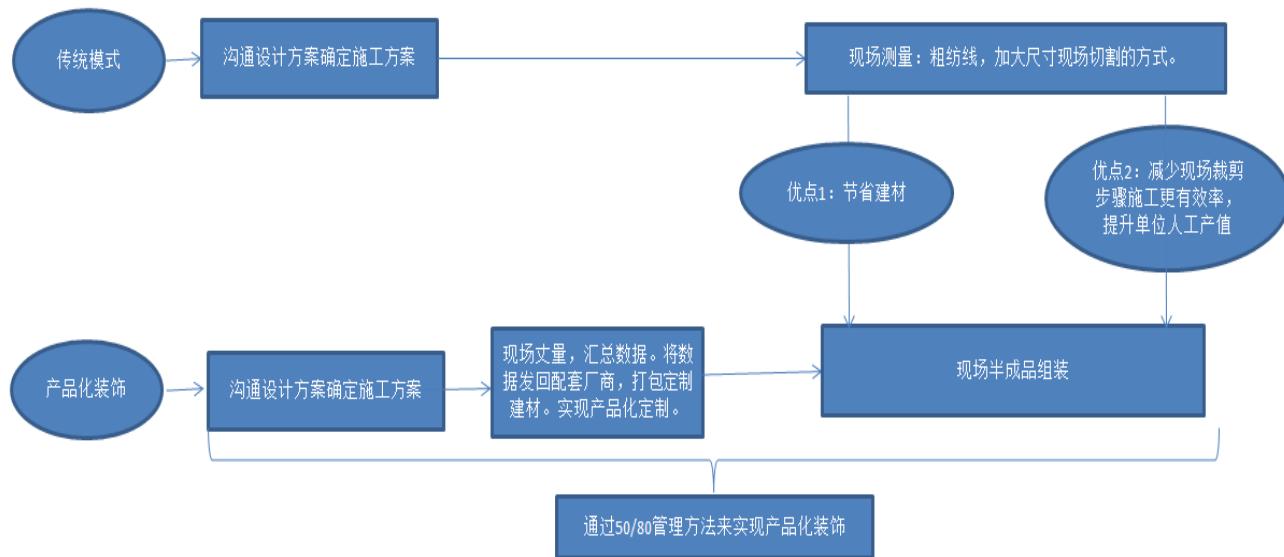
图 22 50/80 管理方法图解



资料来源：公司培训资料、中国中投证券研究总部

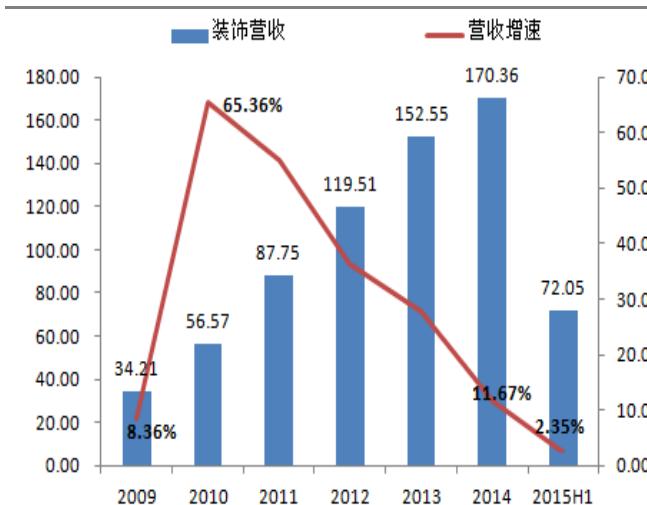
50/80 项目管理法主要理念是多点验收保证工程的进度与质量。此管理方法将整个装饰装修流程切割为 4 段，每个阶段一验收保证工程质量。而“产品化装饰”是将施工现场当做“工厂”，项目经理好比“厂长”，施工员好比“车间主任”。而生产所需的主要零部件—主材，已经在配套工厂进行了初步的裁剪加工，到现场只需要安装施工即可。

“50/80 管理”与“产品化装饰”两者相互融合，一个侧重于施工效率与质量的管控，一个侧重于建材的有效利用。其中最重要的为 0-50, 50-80 阶段。0-50 阶段是设计定稿与主材订货阶段，根据测量结果，打包进行主材定制在配套厂商进行初加工。50-80 阶段进行材料推送以及安装阶段。标准化的流程帮助金螳螂提升了单位人工的使用效率，对每一节点提出施工时间踩点验收。

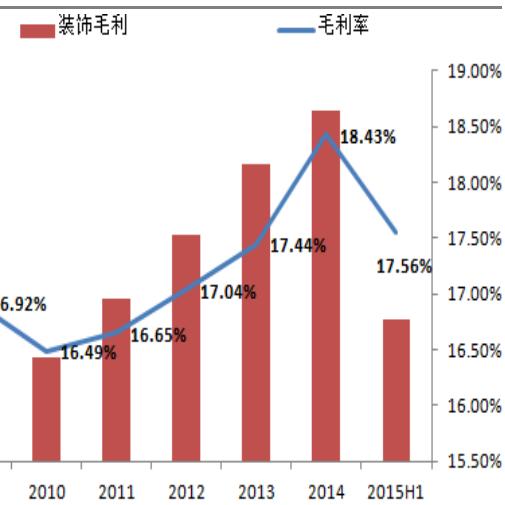
图 23 传统方式施工与“产品化装饰”施工的对比图


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

产品化装饰与传统施工方式最大的不同在于材料的初步加工前移至配套厂商，降低了建材的废料率以及提升了现场的施工效率。产品化装饰的前提是具有一定量级才能够对后端配套厂商进行定制，一般单手订单不低于 1000 万，组合订单不低于 3000 万。

图 24 装饰业务历年营收以及增速 (单位：亿元)


资料来源：中国中投证券研究总部

图 25 历年装饰毛利以及毛利率水平 (单位：亿元)


资料来源：中国中投证券研究总部

行业寒冬，装饰业务营收增速继续回落，毛利率承压。以金螳螂的品牌影响力保持较高的营收增速是没有问题的，但是公司目前更加注意对回款风险的把控，营收的增速已经将为次要矛盾。2015 上半年公司录得 72.05 亿元的装饰业务营收，同比增长 2.35% 是自 2009 年以来最低的一年。毛利率是 2010 年以来的首次降低。2010 年的毛利率降低是伴随着营收与毛利的高速增长的，是以单笔订单额较大甲方议价能力较强为背景的，是以价换量的结果。而今年上半年的增速下滑，是由于上游地产不景气以及宏观环境较差的原因，短期内业绩会继续承压。预计 2015 年全年装饰业务营收与 2014 年持平为 170.36 亿元，毛利率水平维持上半年 17.56% 的水平，全年装饰业务贡献毛利

29.91 亿元同比微降 4.71%。

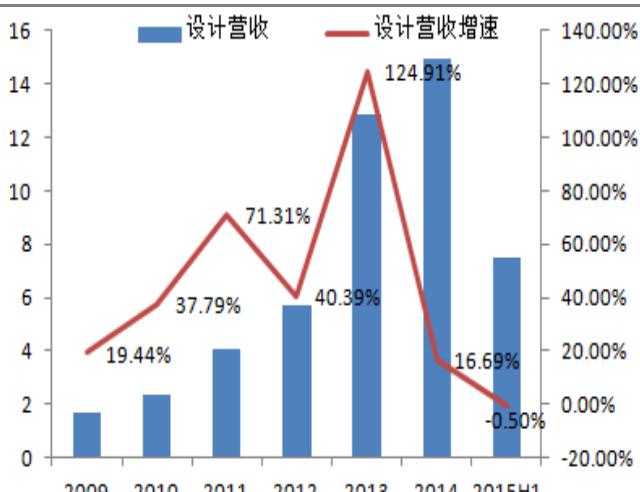
3、幕墙、设计营收同比微减，家具业务微增，全年延续上半年情况

图 26 幕墙业务历年营收以及增速（单位：亿元）



资料来源：公司半年报、中国中投证券研究总部

图 27 设计业务历年营收以及增速（单位：亿元）



资料来源：公司半年报、中国中投证券研究总部

幕墙、设计以及家具总体占营收 20%左右，对整体营收影响较小。幕墙业务受投资影响较大，2015年上半年首次出现了负增长的情况。预计 2015 全年幕墙业务营收 19.2 亿，相比去年微降 5%，毛利维持上半年 9.94%的水平，幕墙业务全年贡献毛利 1.91 亿。

设计业务在收购 HBA 设计公司后有了突飞猛进的发展，目前处于行业低谷期。预计 2015 年设计业务营收 14.96 亿元与去年持平，毛利率维持上半年 28.48%的水平，幕墙业务 2015 年贡献毛利 4.26 亿。

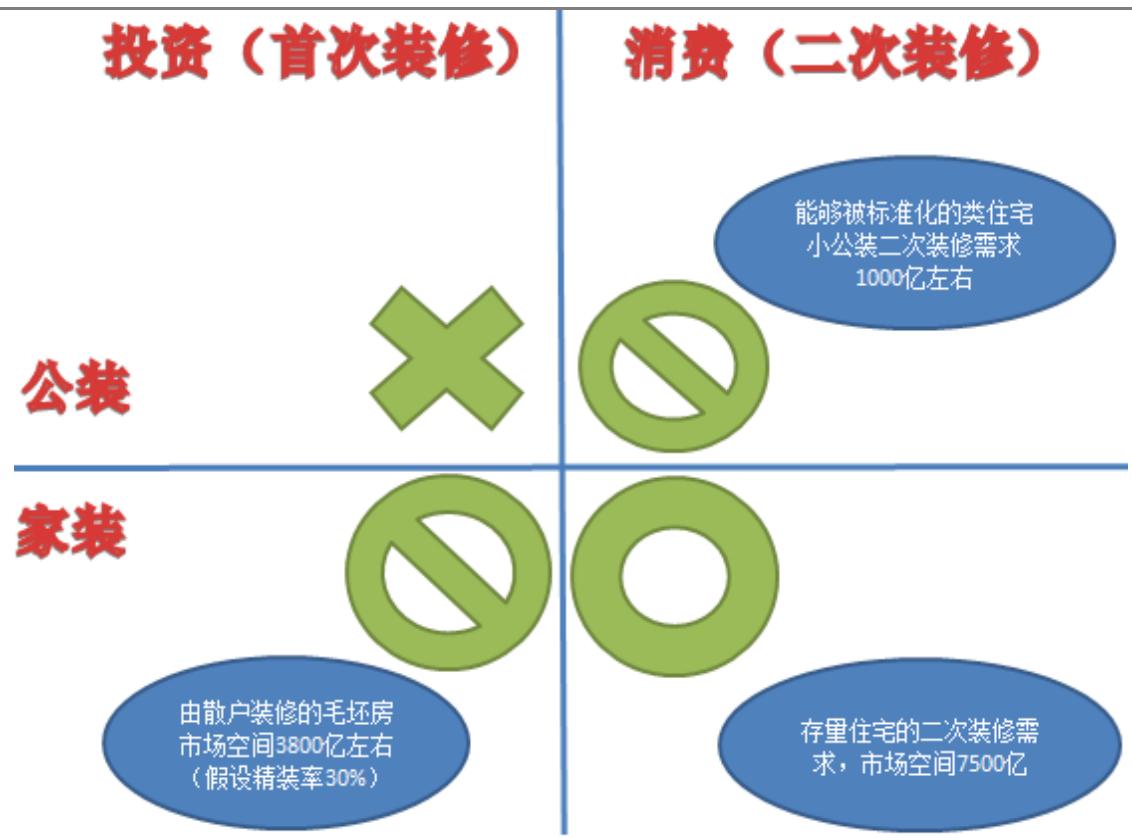
家具业务上半年营收同比微增 0.27% 预计 2015 年营收与去年持平为 1.22 亿元，毛利率维持上半年 21.05% 水平，预计 2015 家具业务贡献毛利 0.26 亿元。

四、互联网家装—让金螳螂成为巨人的增长点

1、万亿市场空间，或将诞生千亿级公司

这里讲的家装领域包括住宅二次装修与住户对毛坯房的一次装修，并不包括房地产商直接出售的精装修房的市场。

图 28 互联网家装市场空间概算



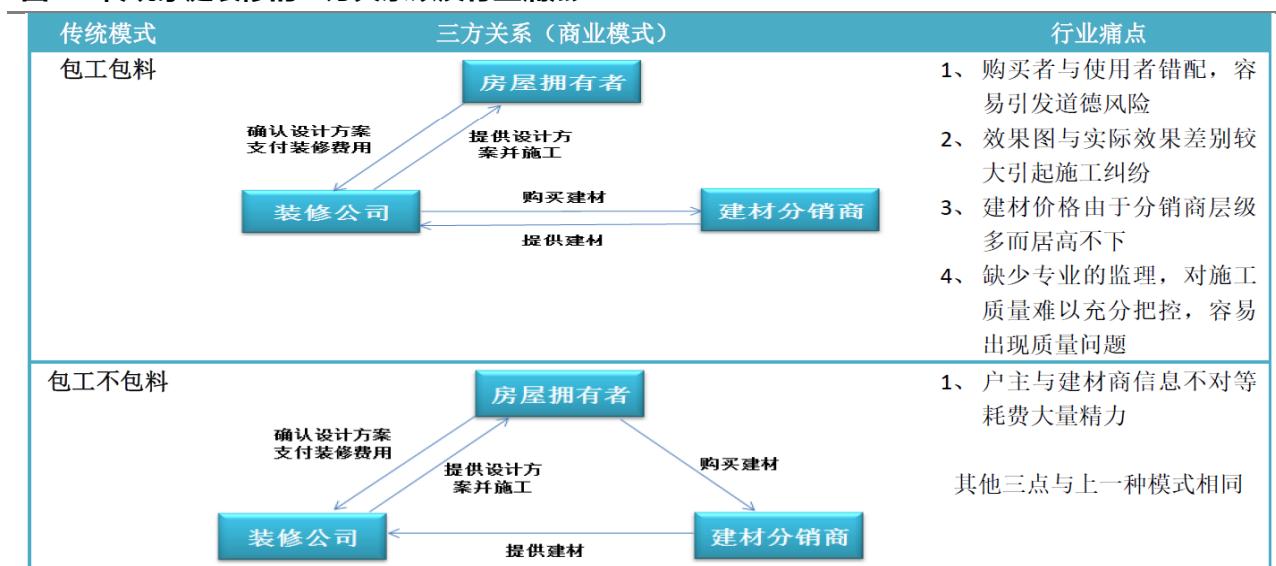
资料来源：中装协、中国中投证券研究总部

互联网思维要整合的目标市场是单笔订单额度较小，市场极其分散的长尾客户。保守估计能够被互联网家装的市场空间为 12300 亿元。第一象限的小公装（单笔订单在 1000 万以下），第三象限的散户毛坯，第四象限的存量二手房都符合订单额度小，地理分布分散等特点；是互联网家装的目标市场。

按照 5%的净利率（公装类上市公司净利率在 8%-9%）概算，这是一个每年能够产生 1845 亿元现金流的细分市场，假设未来五年互联网模式能够整合整个行业的 10%，则为 180 亿的现金流。按照 20 倍 PE 估算，所有参与互联网整合的公司总体市值可以达到 3600 亿，未来在这个细分市场诞生 1-2 家千亿级公司是可以预见的。

2、以消除信息不对等来重塑行业的重装互联网家装模式

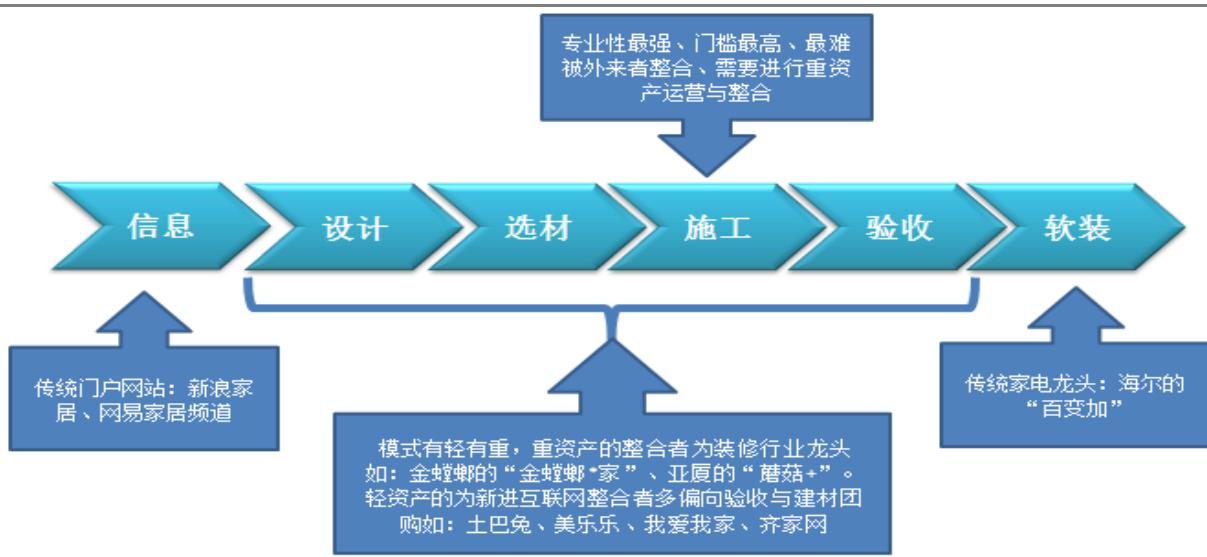
图 29 传统家庭装修的三方关系以及行业痛点



资料来源：中国中投证券研究总部

传统的家装模式所带来的痛点都源于最终消费者与施工者的信息不对等。包工包料模式会引起购买者与最终使用者的错配，造成“利润出在材料里”的乱象。包工不包料模式会耗费户主大量精力，还不一定能够买到性价比较高的建材。小型家装公司施工质量参差不齐造成“货不对板”的情况也时有发生。缺乏第三方监理，施工质量与进度都很难保证，只依靠职业道德维系质量的模式必会造成“劣币驱除良币”的窘境。

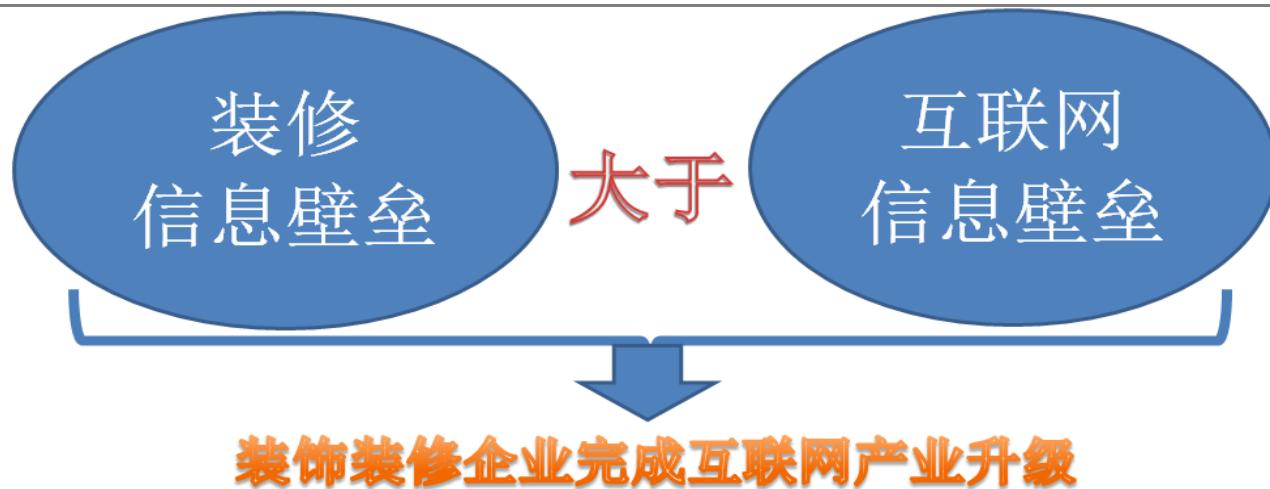
图 30 整合者从各个环节切入



资料来源：中国中投证券研究总部

我们将家装拆成六大环节，每一个环节都有相应的颠覆者切入。这六个环节当中技术含量最高，整合难度最大的是施工环节。对家装行业进行整者来自于多个领域，产生了多种模式。如齐家网的建材团购、土巴兔的监理、“金螳螂●家”垂直全环节整合。

图 31 整合者从各个环节切入



资料来源：中国中投证券研究总部

只有来源于装修企业垂直重资产互联网模式才能够一揽子解决所有痛点，才是家装未来发展的方向。绕开施工环节的轻资产模式不能够一揽子解决所有痛点，比如“货不对板”问题，建材价格居高不下等问题。行业最终的整合者将会来源于行业内部，因为装修行业的信息不对等大于互联网行业的信息不对等。

本质上互联网帮助装修企业对长尾多样的客户进行了筛选分类。如果没有互联网只靠线下的门店或者口碑，很难短时间内聚集起足够数量同样装修偏好的需求。在数量基数足够大的情况下才能够筛选出足够多的目标客户形成量级效应，互联网帮助装修企业以较低的成本完成了这一必要条件。以前的模式是以客户定设计的家装，有了互联网，未来就是以设计来吸引客户的家装。

表格 4 互联网家装与公装业务对比

	家装互联网	原有公装业务
市场属性	B2C	B2B
利润来源	品牌+规模	口碑+资质
潜在瓶颈	市场深度	资金链
运营难点	需求多样化、质量把控	甲方回款质量

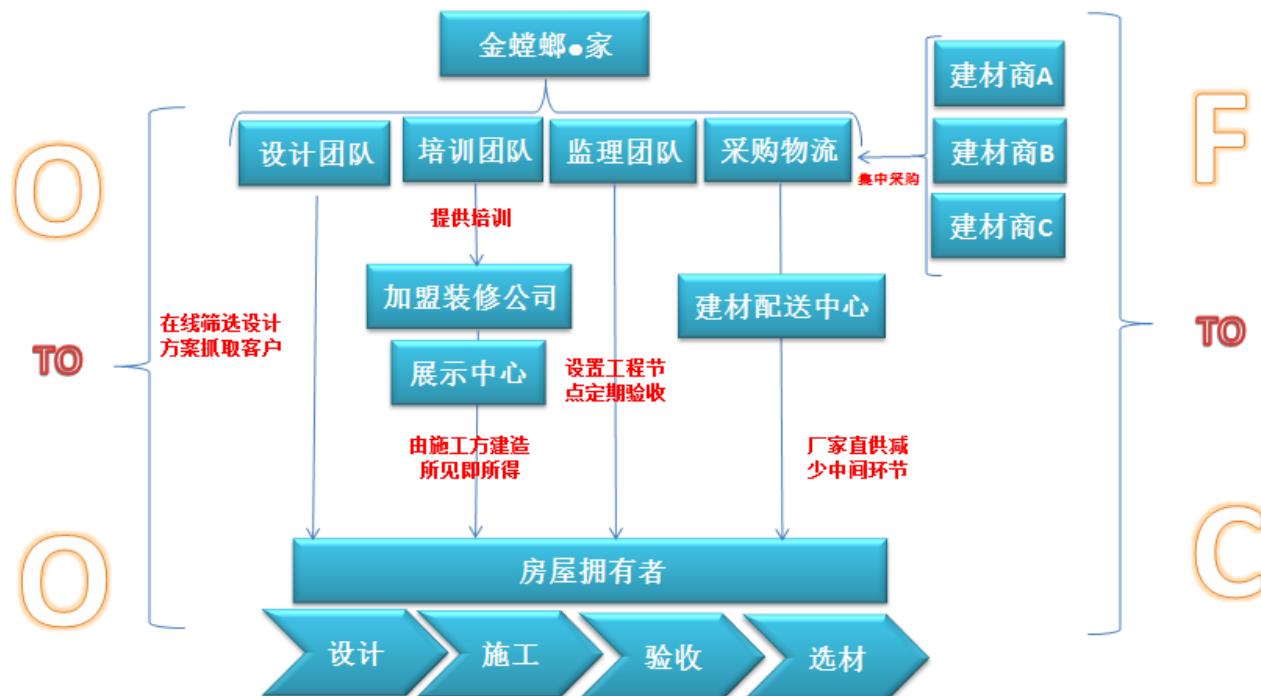
资料来源：中国中投证券研究总部

对于 C 端市场金螳螂品牌将会有更强的议价能力，未来市场占有率也会更高。公装业务中甲方（招标单位）对乙方（施工单位）的议价能力较强，由于担心资金回款的问题，很多装修企业有单不敢接，业务扩张的瓶颈多是自身押款太多而出现周转问题。在家装市场是有可能树立自己的品牌从而提升自身的议价能力，树立品牌的关键在于质量的把控。两个业务对比，家装互联网的运营问题可以通过提升量级以及管理水平的提高来解决，而公装运营问题的解决取决于外部经济环境以及对甲方的筛选。**在品牌的成功建立的前提下，我们认为金螳螂在家装的市场占有率会超过其在公装领域的占比。**

3、“金螳螂•家”以品牌、规模、效率三位一体降维切入家装市场

8月中旬与“家装E站”分手，源于“先质与先量”之争。金螳螂以壮士断腕之举，力保品牌质量之举是注重长期价值企业文化的延伸。短期来看虽然拖累了切入家装市场的时间，但是长期来看理顺了发展思路，为将来的整合之路铺平了道路。

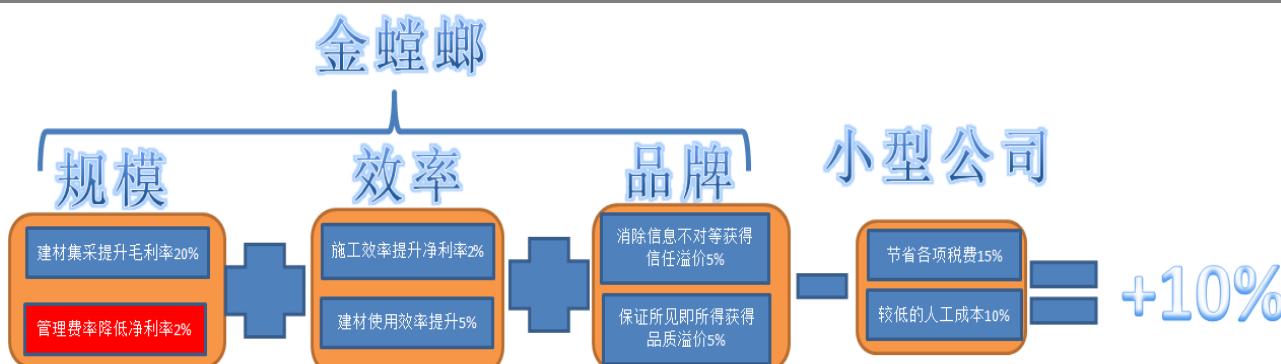
图 32 “金螳螂•家”互联网家装模式图



资料来源：中国中投证券研究总部

以集中采购降低成本消除信息不对称，以专业培训与监理服务保证施工质量，以展示中心制度保证所见即所得，以加盟方式帮助装修公司树立长远的利益取向。金螳螂将主要装修步骤拆散，然后针对每一个步骤进行标准化管理，形成两个闭环模式。以 O2O 模式将设计方案落地，在每一个覆盖城市建立展示中心，保证所见即所得。以 F2C 模式实现建材集中采购，去除中间代理商，实现模式的货币化。

图 33 金螳螂模式与小型公司的净利率对比



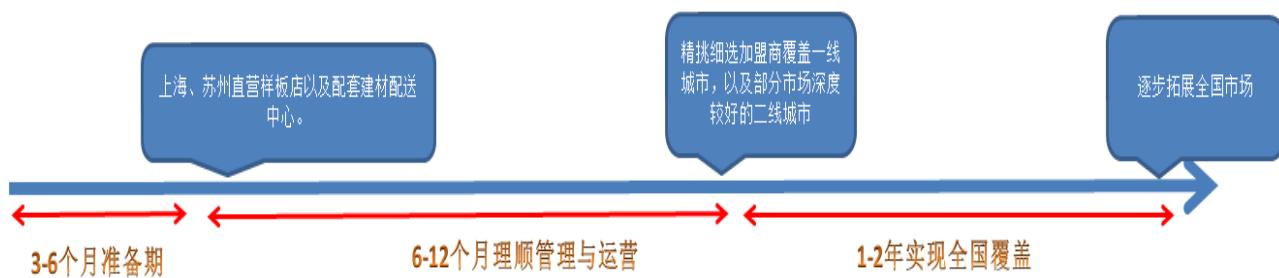
资料来源：中国中投证券研究总部

金螳螂最大的利润来源其实是建材渠道的脱媒效应，而中小型公司具有最大的优势是不交税以及更廉价的劳动力成本。施工质量上金螳螂会比其他中小型公司拉开较大的档次，所以金螳螂走的是一条品质之路而不是价格战，目标群体定位为中高端。

品牌、规模与效率是金螳螂最大的护城河。支撑金螳螂核心竞争力的短中期是规模效应带来的建材集采脱媒效应。而长期来看品牌与效率是维持规模的根本保证。装修行业的长尾客户与一般互联网 C 端客户有着本质不同。装修的重复采购率极低，粘性差，真正能够吸引大量客户的口碑。从品质到口碑再到品牌，金螳螂用了 20 年，这是后入者所难以跨越的鸿沟。整个金螳螂家的模式是将“金螳螂”品牌、规模优势以及运营管理效率变现的渠道，公司的净利来源于此。

4、预计家装业绩明年年底爆发保守估值百亿

图 34 互联网家装布局进度



资料来源：中国中投证券研究总部

今年 8 月中旬，公司开始自建电商。按照公司规划，“金螳螂家”共分为三个发展阶段，准备期、运营磨合期以及扩张期。明年一季度，样板直营店以及搭配的建材配送中心将会开张，运维磨合需要半年到一年时间，之后便会逐步开始扩张。预计覆盖所有满足市场深度要求的城市需要 1-2 年，在扩张过程中会享受开店数目与现存分站盈利双升的蜜月期。这个指类型业绩增长的起点大约是 2017 年的第二季度。

表格 5 互联网家装估值概算

家装市场总体净利	1845 亿
4 年后家装业务净利	18.45 亿
4 年后 PE 值	10 倍
风险折现率	15%
折现后估值	105.49 亿

资料来源：中国中投证券研究总部

预计公司对细分家装行业的整合完成期需要 2-4 年的时间，整合完成后约占市场份额的 1% 左右（2014 年金螳螂公装市场占有率为 1% 左右），即每年净利 18.45 亿元。保守假设，公司将在 4 年内完成对家装市场的布局与整合，市场份额在 4 年时间里不增长，风险折价率为 15%，四年后 PE 估值为 10 倍。则互联网家装部分现在估值为 105.49 亿元。

五、金螳螂整体估值

表格 6 现有业务营收以及净利预测归总（剔除互联网家装业务影响）（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
装饰	119.51	152.55	170.36	170.36	182.29	195.05
幕墙	13.59	17.79	20.21	19.20	20.54	21.98
设计	5.70	12.82	14.96	14.96	16.46	18.10
家具	0.60	0.83	1.22	1.22	1.31	1.40
技术服务	0.00	0.00	0.05	0.10	0.10	0.10
营收合计	139.40	183.99	206.80	205.84	220.69	236.63
营收增速	37.45%	31.99%	12.40%	-0.46%	7.21%	7.22%
净利合计	11.16	15.88	18.98	18.00	20.58	22.62
净利增速	50.80%	42.34%	19.54%	-5.18%	14.31%	9.96%

资料来源：中国中投证券研究总部

2015 年受到宏观经济的影响，家装行业整体承压，我们预计净利会出现负增长。主要由于营收增长乏力，应收账款坏账的计提增多所致。但是公司的质地仍然是整个行业中最好的，品牌优势也会随着规模的扩大日益凸显。

我们认为 PEG 估值法对目前的市场状况较为合适。展望未来在 2015 年行业寒冬之后，装饰装修行业有望迎来新一轮缓慢复苏。按照中装协的预计，未来三年行业复合增长率在 7% 左右。金螳螂作为行业中的龙头企业，整合效应会进一步延续，预计在未来三年复合增长率继续领跑全行业，保守估计未来三年复合增长率为 10%。按照 PEG 为 1 的水平，金螳螂剔除互联网家装的估值为 180 亿市值。**整体估值为 285.49 亿元，总股本 17.62 亿，对应股价为 16.20 元，给予推荐评级。**

六、风险提示

目前我国正处于增速换挡，经济结构调整时期，装饰装修行业受宏观经济以及上游房地产行业影响较大。在整体行业不景气的情况下，单个公司，即使是龙头公司也会发生坏账以及营收增速放缓的情况。

另外，本报告对家装互联网估值部分具有重大不确定性，是基于一部分主观判断而给出的估值，希望广大投资者注意相关风险。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	19581	21345	24286	27509
现金	1983	7283	8330	9701
应收账款	14843	12425	14074	15601
其它应收款	356	316	348	381
预付账款	128	154	160	165
存货	107	107	115	123
其他	2165	1060	1260	1538
非流动资产	2127	2036	1971	1889
长期投资	0	3	1	2
固定资产	975	936	879	813
无形资产	91	80	68	57
其他	1060	1016	1021	1017
资产总计	21708	23381	26257	29398
流动负债	13647	13696	14515	15394
短期借款	20	20	20	20
应付账款	10738	10780	11555	12386
其他	2889	2896	2940	2987
非流动负债	735	735	735	735
长期借款	31	31	31	31
其他	704	704	704	704
负债合计	14382	14431	15250	16128
少数股东权益	149	149	149	149
股本	1762	1762	1762	1762
资本公积	159	159	159	159
留存收益	5273	6880	8937	11200
归属母公司股东权益	7177	8801	10858	13121
负债和股东权益	21708	23381	26257	29398

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-346	5189	680	928
净利润	1898	1800	2058	2262
折旧摊销	83	91	93	93
财务费用	19	-153	-285	-335
投资损失	-76	-95	-100	-110
营运资金变动	-2649	3451	-1089	-987
其它	379	95	3	4
投资活动现金流	-1004	133	83	108
资本支出	234	0	0	0
长期投资	-802	6	-3	-0
其他	-1572	140	80	108
筹资活动现金流	-269	-23	284	335
短期借款	5	0	0	0
长期借款	-396	0	0	0
普通股增加	587	0	0	0
资本公积增加	-587	0	0	0
其他	123	-23	284	335
现金净增加额	-1624	5300	1047	1371

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	20689	20584	22069	23663
营业成本	16875	16942	18160	19466
营业税金及附加	556	553	593	636
营业费用	237	298	320	343
管理费用	411	504	541	580
财务费用	19	-153	-285	-335
资产减值损失	432	400	400	400
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	76	95	100	110
营业利润	2234	2135	2440	2683
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	2250	2135	2440	2683
所得税	351	335	383	420
净利润	1898	1800	2058	2262
少数股东损益	21	0	0	0
归属母公司净利润	1877	1800	2058	2262
EBITDA	2337	2072	2248	2441
EPS (元)	1.07	1.02	1.17	1.28
主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	12.4%	-0.5%	7.2%	7.2%
营业利润	19.8%	-4.5%	14.3%	9.9%
归属于母公司净利润	20.1%	-4.1%	14.3%	10.0%
获利能力				
毛利率	18.4%	17.7%	17.7%	17.7%
净利率	9.1%	8.7%	9.3%	9.6%
ROE	26.2%	20.5%	18.9%	17.2%
ROIC	31.7%	70.8%	53.7%	46.2%
偿债能力				
资产负债率	66.3%	61.7%	58.1%	54.9%
净负债比率	3.44%	3.42%	3.24%	3.06%
流动比率	1.43	1.56	1.67	1.79
速动比率	1.43	1.55	1.67	1.78
营运能力				
总资产周转率	1.05	0.91	0.89	0.85
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	1.72	1.57	1.63	1.63
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.02	1.17	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	2.94	0.39	0.53
每股净资产(最新摊薄)	4.07	4.99	6.16	7.45
估值比率				
P/E	13.95	14.55	12.73	11.57
P/B	3.65	2.98	2.41	2.00
EV/EBITDA	11	12	11	10

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4年行业从业经验,10年证券行业从业经验。

焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员,墨尔本大学金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434