

建筑装饰

证券研究报告
2019年05月11日

装饰行业 2018 年报及 19Q1 汇总分析：2018 年营收延续增长，集中度提升背景下看好龙头公司扩张能力

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

装饰行业订单维持高位，工装、家装公司订单情况有所分化

2018 年装饰行业上市公司订单依然维持高位。从整体订单增速来看，2018Q4 订单增速企稳，而 2019Q1 订单增速较 2018Q1 变动较大。

行业内少数公司 2018 年的新签订单对于当期收入的保障情况较 2017 年有所好转，预示着可能仅少数公司 2018 年收入具有更好保障。2019Q1 行业内多数公司延续了之前的订单收入比趋势，其中偏工装的公司多数在 2019Q1 订单收入保障更进一步；偏家装的公司订单收入比呈现出程度不同的变动特征，分化较为明显。

我们认为在 2019 年整体经济有可能步入结构性宽松阶段的情况下，未来上市装饰企业的订单增速仍然有望维持。中期内在基建投资相对强势下，工装行业有望实现稳健增长，家装行业内马太效应也将逐渐显现。

2018 年多数公司营收增速提升，行业毛利率有所改善

2018 年装饰行业营收增速较 2017 年持续提升，行业整体营收增速持续抬升，各个公司间增速变化有所分化。2019Q1 行业营收增速多数有所下滑。结合历史营收增速趋势和 2019 年经济可能步入结构性宽松阶段的外部环境变化，我们预计中期内营收增速企稳或持续提升。

互联网家装方面，行业内两大巨头（金螳螂、东易日盛）在此领域的拓展持续推进。我们预计金螳螂家在 2019 年或将战略性保持微利；东易日盛在经历了近三年的探索后，旗下速美超级家有望在 2019 年减少利润亏损。

毛利率方面，2018 年装饰行业多数公司均有所上升。我们认为，装饰行业的毛利率上升或与近年来装饰行业总产值增加、行业内企业减少所引起的行业集中度提升有关。我们预计随着行业集中度逐步提升，拥有资金、人才、规模等优势的公司竞争力凸显，行业龙头和细分子行业龙头更有可能受益，这些公司能更好做到营业成本控制，对于其毛利率的提升具有积极作用。

行业整体资产减值占收入比例有所增加，2019Q1 净利润回升

2018 年财务费用率的提升或因流动性趋紧因素导致。我们认为，在 2019Q1 行业整体流动性边际向好的趋势下，多数公司因拓展业务的需要而利用各种融资工具进行融资，这或是 2019Q1 财务费用率有所增加的原因。管理费用率方面，我们认为研发费用归集或为行业管理费用率提升的主要因素之一。

2018 年装饰行业资产减值损失占收入比值有所增加，2019Q1 有所好转，我们预计行业整体资产减值风险仍将维持在较低水平。装饰行业的净利润增速从 2018Q2 起有所下滑，2019Q1 净利润增速有所好转。

行业经营现金流仍然吃紧，收入撬动系数基本稳定

2018 年较 2017 年行业整体的现金流情况略有恶化，但 2019Q1 有所改善。从每一单位净营运资本撬动的收入来看（此处称为收入撬动系数），2018 年装饰行业该值依然较为稳定。

2018 年行业整体资产负债率较前值上升，2019 年 3 月底为 60.49%。应收账款周转率方面，在剔除家装企业后，行业内多家公司应收账款周转率和存货周转率较 2017 年存在提升或小幅变动。存货周转率的提升存在公司间的显著分化，部分公司两项周转率差异较大的现象存在。

投资建议

我们认为在 2019 年整体经济有可能步入结构性宽松阶段的情况下，未来上市装饰企业的订单增速仍然有望维持。中期内在基建投资相对强势下，工装行业有望实现稳健增长，家装行业内马太效应也将逐渐显现。此外，在 2019 年地产整体竣工面积预期较高的情况下，全装修以及家装相关企业有望迎来业绩的稳健提升。综上，我们维持对装饰行业的“强于大市”评级。

风险提示：行业融资成本超预期提升，政策落实不及预期

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业专题研究:多因素助力行业持续高景气-2018 年及 2019Q1 钢结构行业财报汇总分析》 2019-05-09
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:“一带一路”推进有望拉动订单增长，未来或持续加大国内布局--2018 年和 2019Q1 对外工程财报汇总分析》 2019-05-08
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:营收稳健增长凸显经营稳定性，资产负债结构持续优化——建筑央企 2018 年年报及一季报汇总分析》 2019-05-08

内容目录

1. 装饰行业订单维持高位，工装、家装公司订单情况有所分化.....	4
2. 2018 年行业整体增速持续提升，行业毛利率有所改善.....	5
2.1. 2018 年营收增速整体较 2017 年抬升，互联网家装业务逐步推进.....	5
2.2. 行业整体毛利率有所提升，行业集中度使其仍存上升空间.....	6
3. 2018 年资产减值占收入比有所增加，2019Q1 净利润回升.....	7
3.1. 期间费用率小幅提升，同口径管理费用率或归因为研发力度加大.....	7
3.2. 资产减值占收入比值 2019Q1 有所好转，整体净利润增速有所下滑.....	10
4. 行业经营现金流仍然吃紧，收入撬动系数基本稳定.....	11
4.1. 收现比降幅大于付现比，行业经营现金流略有恶化.....	11
4.2. 行业资产负债率有所上升，收入撬动系数基本稳定.....	12
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 2019Q1 新签订单（单位：左-亿元）；该值与 2019Q1 营收比.....	4
图 2: 累计新签订单同比增速对比.....	4
图 3: 装饰行业公司订单总体情况一览（亿元）.....	4
图 4: 行业营收增速.....	5
图 5: 营收增速对比.....	6
图 6: 东易日盛互联网家装品牌（速美）业绩状况（单位：万）.....	6
图 7: “金螳螂家”业绩状况（单位：亿）.....	6
图 8: 行业毛利率对比.....	7
图 9: 建筑装饰行业工程总产值（单位：左-亿元）.....	7
图 10: 建筑装饰行业企业数（单位：左-万家）.....	7
图 11: 期间费用率对比（2017 年与 2018 年对比）.....	8
图 12: 期间费用率对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）.....	8
图 13: 财务费用率对比（2017 年与 2018 年对比）.....	8
图 14: 财务费用率对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）.....	8
图 15: 管理费用率对比（已剔除研发费用因素）.....	9
图 16: 销售费用率对比（2017 年与 2018 年对比）.....	9
图 17: 销售费用率对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）.....	9
图 18: 建筑装饰行业从业人员（单位-左：万人）.....	9
图 19: 部分公司研发费用率与研发人员数量（单位：人）.....	9
图 20: 资产减值损失/收入对比（2017 年与 2018 年对比）.....	10
图 21: 资产减值损失/收入对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）.....	10
图 22: 行业净利润增速.....	10
图 23: 净利润增速对比.....	10
图 24: 净利率对比.....	11

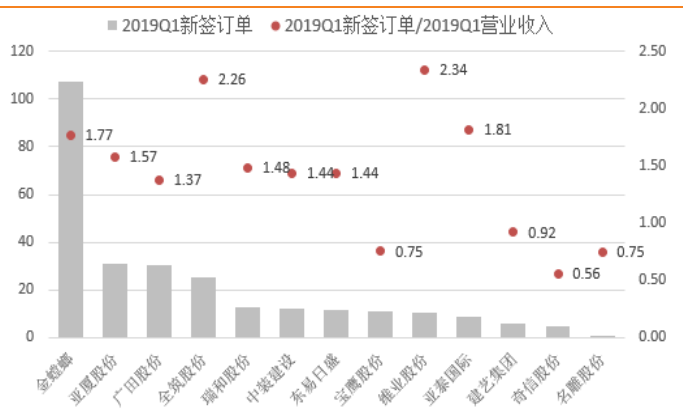
图 25: 收现比和付现比	11
图 26: 经营活动现金流净额 (单位: 百万人民币)	11
图 27: 2017 年与 2018 年各公司经营活动现金流变化 (百万)	12
图 28: 2018Q1 与 2019Q1 各公司经营活动现金流变化 (百万)	12
图 29: 投资活动现金流变化 (百万)	12
图 30: 筹资活动现金流变化 (百万)	12
图 31: 2017 年与 2018 年各公司投资活动现金流变化 (百万)	12
图 32: 2018Q1 与 2019Q1 各公司筹资活动现金流变化 (百万)	12
图 33: 行业资产负债率	13
图 34: 资产负债率对比	13
图 35: 应收账款周转率对比	13
图 36: 存货周转率对比	13

1. 装饰行业订单维持高位，工装、家装公司订单情况有所分化

我们以 17 家主要上市装饰行业公司的数据进行汇总，作为装饰行业数据指标。2018 年装饰行业上市公司订单依然维持高位。从新增订单角度来看，金螳螂以 392.30 亿的订单量，远超其它公司；作为行业龙头，其 2018 累计新签订单较 2017 年增长 23.85%。从整体订单增速来看，2018Q4 订单增速企稳，而 2019Q1 订单增速较 2018Q1 变动较大。

较多偏家装方面的公司订单增速有所放缓。To C 家装方面，东易日盛 2019Q1 新签家装订单同比增长 3.68%，然而其工装新签订单金额增加 41.42%。To B 精装方面，全筑股份定制精装新签订单金额下降 93.21%。

图 1：2019Q1 新签订单（单位：左-亿元）；该值与 2019Q1 营收比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：累计新签订单同比增速对比

	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
亚泰国际	320.85%	4.07%	-0.09%	11.61%	-56.67%
维业股份	121.00%	-18.85%	7.02%	15.47%	-22.92%
亚厦股份	119.41%	8.38%	24.47%	26.48%	57.77%
瑞和股份	94.51%	8.33%	10.23%	23.11%	17.14%
洪涛股份	32.80%	-20.20%	-12.28%	-0.79%	-31.88%
金螳螂	30.43%	23.85%	22.15%	18.72%	15.92%
全筑股份	16.09%	38.89%	61.55%	124.00%	135.73%
东易日盛	8.79%	-1.21%	6.72%	9.48%	16.48%
名雕股份	-7.00%	-13.32%	-15.39%	-17.25%	-9.91%
广田股份	-24.67%	46.44%	86.02%	146.54%	87.25%
中装建设	-26.89%	32.91%	50.88%	62.08%	119.69%
建艺集团	-29.86%	6.17%	14.25%	39.88%	51.21%
奇信股份	-51.43%	-5.15%	-1.51%	11.04%	-25.40%
宝鹰股份	-65.02%	34.21%	91.22%	134.00%	122.35%

资料来源：Wind，天风证券研究所

新签订单/当期收入的比值可以反映新签订单对于当期收入的保障情况，其比值一般越高越好。在 2018 年新签订单/2018 年收入的比较中，除了东易日盛和名雕股份之外（家装业务模式因素），大部分可比公司该值在 1.00 以上。另外，有 5 家公司（金螳螂、亚厦股份、广田集团、宝鹰股份、中装建设）2018 年的新签订单对于当期收入的保障情况较 2017 年有所好转，多数公司该比例有所减少，预示着可能仅少数公司 2018 年收入具有更好保障。名雕股份由 2017 年订单收入比 0.93 下降到 0.79，再下降到 2019Q1 的 0.75，主要是由于订单增速放缓所致。

图 3：装饰行业公司订单总体情况一览（亿元）

	2017年累计新签订单金额	2018年累计新签订单金额	2019Q1新签订单金额	2017年累计新签订单金额/2017年收入	2018年累计新签订单金额/2018年收入	2019Q1新签订单金额/2019Q1收入
维业股份	29.76	24.15	10.63	1.52	1.01	2.34
全筑股份	77.61	107.79	25.03	1.68	1.65	2.26
亚泰国际	29.92	31.14	8.88	1.64	1.35	1.81
金螳螂	316.75	392.30	107.04	1.51	1.56	1.77
亚厦股份	108.07	117.13	30.98	1.19	1.27	1.57
瑞和股份	44.67	48.39	12.76	1.49	1.34	1.48
东易日盛	40.55	40.06	11.46	1.12	0.95	1.44
中装建设	44.03	58.52	12.40	1.39	1.41	1.44
广田股份	143.52	210.17	30.20	1.14	1.46	1.37
建艺集团	31.70	33.66	6.13	1.30	1.14	0.92
宝鹰股份	86.83	116.53	11.17	1.21	1.70	0.75
名雕股份	6.92	6.00	0.93	0.93	0.79	0.75
奇信股份	56.17	53.28	4.75	1.43	1.07	0.56

资料来源：Wind，天风证券研究所

在 2019Q1 新签订单/2019Q1 收入的比较中，东易日盛和名雕股份等大部分可比公司该值在 1.00 以上，其中维业股份、全筑股份该值较高，分别为 2.34 和 2.26。

能够看出于 2019Q1 行业内多数公司延续了之前的订单收入比趋势。其中较多偏工装的公司（如亚厦股份订单收入比由 2018 年的 1.27 提升至 2019Q1 的 1.57）2019Q1 订单收入保障更进一步。偏家装的公司订单收入比呈现出程度不同的变动特征，如东易日盛订单

收入比由 2018 年的 0.95 提升至 2019Q1 的 1.44，但是仍有部分公司的订单收入比变化并无明显向好趋势。

行业层面上，在下游房地产和基建集中度逐步提升的背景下，相关上市装饰公司承接订单的优势愈发明显，从竞争格局变化上，订单向上市装饰公司集中的趋势有望持续。在**目前市场集中度逐步提升的背景下，行业龙头和细分子行业龙头更有可能受益。**

宏观层面上，近期国家统计局公告固定资产投资数据，显示 2019 Q1 我国固定资产投资累计增速为 6.3%，较前两个月提升 0.2 个百分点，较去年全年提升 0.4 个百分点。其中房地产开发投资起到了较为显著的支撑作用，同期房地产开发投资增速为 11.8%，较去年全年提升 2.3 个百分点，除了土地购置面积外，与地产相关的各项主要指标均有所好转。在 2019Q1 房地产相关各项数据好转的情况下，房建施工的推进或具有较好持续性，从而或使装饰装修、室内设计等后地产周期的相关细分行业受益。

我们认为在 2019 年整体经济有可能步入结构性宽松阶段的情况下，未来上市装饰企业的订单增速仍然有望维持。中期内在基建投资相对强势下，公装行业有望实现稳健增长，家装行业内马太效应也将逐渐显现。此外，在 2019 年地产整体竣工面积预期较高的情况下，全装修相关企业有望迎来营业收入的稳健提升。

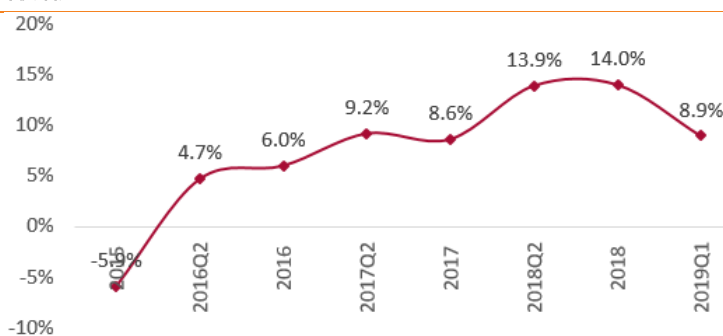
2. 2018 年行业整体增速持续提升，行业毛利率有所改善

2.1. 2018 年营收增速整体较 2017 年抬升，互联网家装业务逐步推进

由于各公司对于订单数据的披露情况存在差异，下文分析选择的装饰行业公司的数目有所差异。2018 年装饰行业营收增速为 14.0%，较 2017 年增加 5.4 个百分点，行业整体营收增速持续抬升。各个公司间增速变化有所分化，其中全筑股份、中装建设、奇信股份、洪涛股份等 10 家公司增速抬升，其余 8 家公司增速有所下降，下降标的中有三家为家装相关标的。

2019Q1 行业营收增速多数有所下滑，营收增速保持相对稳健态势，值得注意的是宝鹰股份、洪涛股份、金螳螂、名雕股份等 6 家公司有不同程度的提升。2018 年下半年或因流动性趋紧等原因，收入增速有所下滑，并且由前文可知，2018Q4 订单增速也有所放缓；2019Q1 营收增速有所延续 2018Q4 趋势，叠加 2018Q1 营收增速呈现高位（与历史 Q1 营收增速数据明显不同，以往 Q1 营收增速多处于低位），基数较大等原因使 2019Q1 增速不够显著。结合历史营收增速趋势和 2019 年经济可能步入结构性宽松阶段的外部环境变化，我们预计中期内营收增速企稳或持续提升。

图 4：行业营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：营收增速对比

	2017年	2018年	2019Q1
全筑股份	38.65%	40.98%	7.30%
中装建设	17.88%	30.66%	8.19%
奇信股份	19.04%	27.66%	0.74%
亚泰国际	9.69%	26.06%	8.09%
维业股份	22.62%	22.31%	-10.84%
建艺集团	14.96%	21.21%	7.55%
瑞和股份	23.38%	20.20%	7.85%
金螳螂	7.12%	19.49%	19.57%
洪涛股份	15.77%	17.86%	38.56%
柯利达	24.32%	17.21%	-8.10%
东易日盛	20.46%	16.36%	11.09%
广田集团	23.96%	14.86%	-5.68%
装饰行业	8.62%	13.96%	8.92%
江河集团	0.37%	4.84%	0.84%
名雕股份	7.72%	2.64%	12.51%
亚厦股份	1.48%	1.44%	5.30%
美芝股份	-0.58%	-1.29%	-29.96%
宝鹰股份	5.12%	-4.31%	24.57%
弘高创意	-51.31%	-18.49%	7.09%

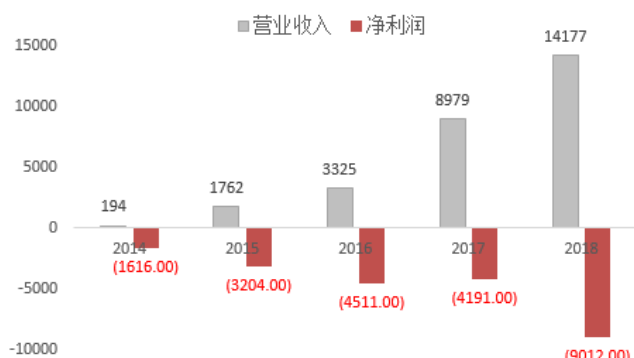
资料来源：Wind，天风证券研究所

互联网家装方面，行业内两大巨头（金螳螂、东易日盛）在此领域的拓展持续推进。从下图中可以看到，东易日盛的互联网家装品牌（速美）仍未扭亏为盈，或由于2018年直营店高速扩张背景下前期投入增加；而金螳螂旗下的金螳螂电子商务有限公司于2018年实现1.05亿净利润。

C端家装金螳螂家业务（实施主体为金螳螂电子商务有限公司）实现营收34.8亿，同比增长79.28%，金螳螂电子商务有限公司净利润为1.09亿，而去年同期仅为0.15亿。根据金螳螂家官网披露，公司2017年12月中旬C端家装店面数量为130家左右（2018年年底超过170家），而2016年年底仅为60家左右，2018年年初较高店面数量推动当年住宅订单高速增长。而东易日盛的速美业务或因目前正在进行业务调整与商业模式的重塑，因此导致该项目盈利延后。

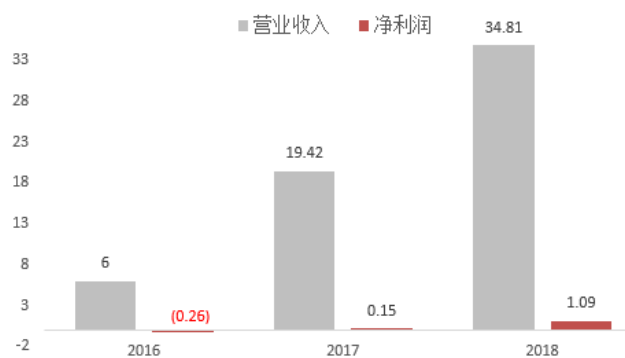
我们预计金螳螂家在2019年或将战略性保持微利；东易日盛在经历了近三年的探索后，旗下速美超级家有望在2019年减少利润亏损。

图 6：东易日盛互联网家装品牌（速美）业绩状况（单位：万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：“金螳螂家”业绩状况（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 行业整体毛利率有所提升，行业集中度使其仍存上升空间

毛利率方面，2018年装饰行业整体毛利率为17.68%，较2017年提升0.93个百分点，行业多数公司均有所上升。18家公司中有11家有所提升，其中亚泰国际、江河集团等五家业务组合多元化或专攻高端装饰业务的公司毛利率提升超过2个百分点；弘高创意、亚厦股份、洪涛股份等公司毛利率有所下滑。

图 8：行业毛利率对比

	2017年	2018年	差额
东易日盛	36.91%	37.16%	0.25%
名雕股份	31.09%	32.17%	1.08%
亚泰国际	17.21%	21.97%	4.76%
洪涛股份	22.88%	20.21%	-2.67%
金螳螂（同口径）	0.20	19.51%	-0.04%
江河集团	15.12%	18.46%	3.34%
装饰行业	16.75%	17.68%	0.93%
宝鹰股份	15.44%	17.18%	1.75%
柯利达	14.19%	16.85%	2.65%
瑞和股份	12.93%	15.59%	2.67%
建艺集团	12.80%	15.54%	2.74%
弘高创意	16.28%	15.14%	-1.14%
广田集团（同口径）	13.22%	14.65%	1.43%
中装建设	14.65%	14.58%	-0.07%
奇信股份	14.20%	14.53%	0.33%
全筑股份	13.49%	14.49%	1.00%
亚厦股份（同口径）	15.05%	13.53%	-1.52%
美芝股份	13.44%	12.79%	-0.65%
维业股份	12.88%	12.65%	-0.24%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于金螳螂、亚厦股份、广田集团在 2017 年的营业成本中均含有全部或部分研发费用，此处已转换为同口径。

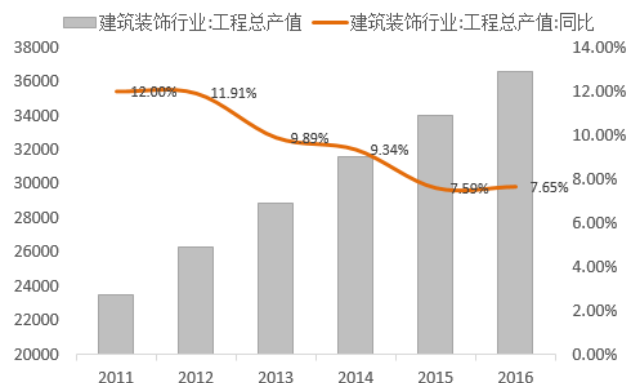
我们认为，装饰行业的毛利率上升或与近年来装饰行业总产值增加、行业内企业减少所引起的行业集中度提升有关。

(1) 装饰行业总产值方面：2016 年全国建筑装饰行业完成总产值 3.67 万亿元，较 2015 年同比增长 7.65%，虽然近年来产值增速有所下滑，但总体呈稳步上升趋势。

(2) 装饰企业数目方面：中国建筑装饰市场的企业数量从 2011 年的 14.5 万家减少至 2016 年的 13.2 万家，5 年内共有 1.3 万家企业退出了市场，其中中小企业数量比重较高。

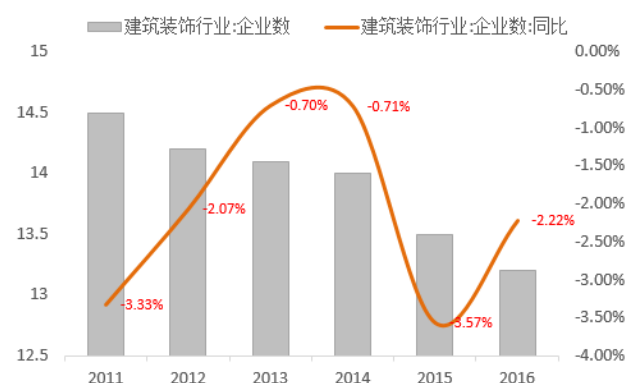
我们预计随着行业集中度逐步提升，拥有资金、人才、规模等优势的公司竞争力凸显，这些公司能更好做到营业成本控制，对于其毛利率的提升具有积极作用。

图 9：建筑装饰行业工程总产值（单位：左-亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：2016 年之后数据 Wind 暂不可得）

图 10：建筑装饰行业企业数（单位：左-万家）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：2016 年之后数据 Wind 暂不可得）

3. 2018 年资产减值占收入比有所增加，2019Q1 净利润回升

3.1. 期间费用率小幅提升，同口径管理费用率或归因为研发力度加大

2018 年行业整体期间费用率为 9.91%，较 2017 年上升 0.86 个百分点，其中管理费用率提升 0.25 个百分点，研发费用率提升 0.26 个百分点。此外需要注意的是，由于业务模式具有显著差异，家装公司东易日盛和名雕股份与其他公司期间费用率有显著差异，在此

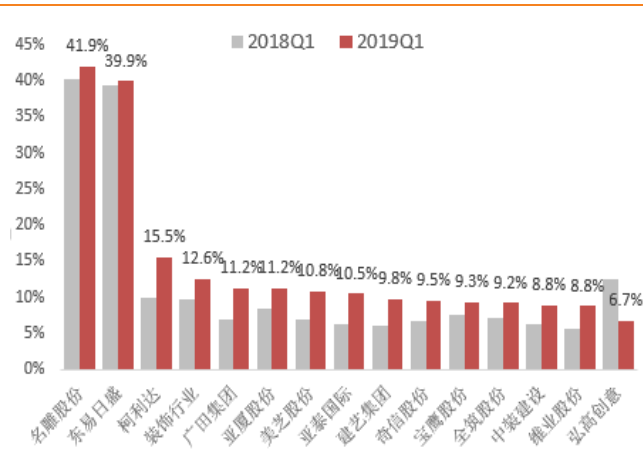
我们主要关注各项费用率的变化。

图 11: 期间费用率对比 (2017 年与 2018 年对比)

期间费用	2017年	2018年	差额
东易日盛	27.47%	28.10%	0.63%
洪涛股份	18.12%	17.96%	-0.17%
江河集团	10.67%	12.01%	1.34%
亚泰国际	6.29%	10.34%	4.05%
柯利达	7.07%	10.29%	3.22%
装饰行业	9.04%	9.91%	0.86%
金螳螂	9.24%	9.34%	0.11%
建艺集团	8.76%	9.18%	0.42%
广田集团	7.18%	9.18%	2.00%
亚厦股份	8.77%	8.29%	-0.48%
宝鹰股份	6.37%	7.94%	1.57%
弘高创意	6.78%	7.39%	0.61%
全筑股份	8.11%	7.03%	-1.07%
维业股份	5.40%	6.63%	1.23%
瑞和股份	7.17%	6.20%	-0.97%
美芝股份	4.90%	5.94%	1.04%
奇信股份	5.31%	5.41%	0.10%
中装建设	5.43%	5.36%	-0.07%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 期间费用率对比 (2018Q1 与 2019Q1 对比)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

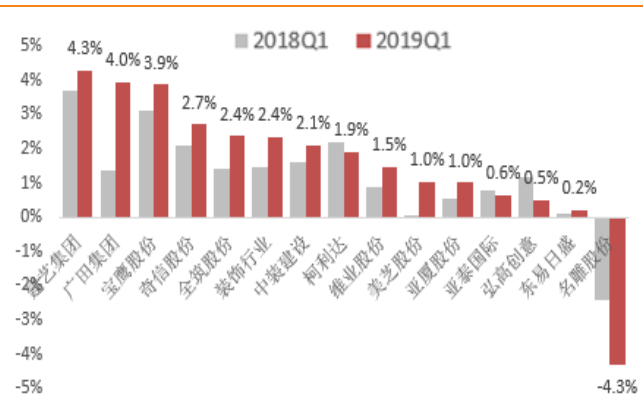
财务费用率方面,多数公司有所增加,仅4家公司出现小幅下滑。财务费用率的提升或因2018年流动性趋紧因素导致,再叠加广田集团的财务费用率提升1.80个百分点至2.81%,从数据上看,或是带动装饰行业整体财务费用率小幅上升的原因。2019Q1广田集团的财务费用率也存在显著提升,2019Q1长期借款同比上升166.67%,其财务费用增加主因业务扩展的需要使其债券及银行借款的金额、利息增加所致。我们认为,在2019Q1行业整体流动性边际向好的趋势下,多数公司因拓展业务的需要而利用各种融资工具进行融资,这或是财务费用率有所增加的原因。

图 13: 财务费用率对比 (2017 年与 2018 年对比)

财务费用	2017年	2018年	差额
洪涛股份	4.66%	5.14%	0.48%
建艺集团	3.32%	3.91%	0.58%
广田集团	1.01%	2.81%	1.80%
宝鹰股份	2.47%	2.68%	0.21%
奇信股份	1.56%	1.93%	0.38%
中装建设	1.36%	1.74%	0.38%
江河集团	2.08%	1.48%	-0.60%
装饰行业	1.34%	1.46%	0.12%
柯利达	1.09%	1.42%	0.33%
弘高创意	0.77%	1.07%	0.30%
全筑股份	1.39%	1.04%	-0.35%
维业股份	0.81%	0.96%	0.15%
亚泰国际	1.39%	0.95%	-0.45%
瑞和股份	0.69%	0.89%	0.19%
亚厦股份	0.59%	0.66%	0.07%
美芝股份	0.23%	0.31%	0.08%
金螳螂	0.61%	0.21%	-0.40%
东易日盛	0.02%	0.16%	0.15%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 财务费用率对比 (2018Q1 与 2019Q1 对比)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

管理费用率方面(已调整为同口径,剔除研发费用因素),半数以上公司有所上升,18家公司中仅有8家公司(全筑股份、东易日盛、奇信股份、中装建设)有所下滑。员工人数方面,随着建筑装饰行业的规模增加和建筑行业升级趋势越发显著,行业内员工数目呈现逐年增加趋势,员工人数的增多会导致研发和管理方面的开销增加,故我们认为研发费用(从成本端)的归集或为行业管理费用率提升的主要因素之一,但具体到各个公司层面,研发人员数量有所分化。

图 15：管理费用率对比（已剔除研发费用因素）

管理费用	2017年	2018年	差额
东易日盛	8.34%	7.97%	-0.37%
江河集团	5.48%	6.68%	1.20%
洪涛股份	6.66%	6.25%	-0.41%
弘高创意	5.53%	5.84%	0.31%
柯利达	1.16%	4.44%	3.28%
美芝股份	3.18%	4.07%	0.89%
亚泰国际	0.32%	3.98%	3.66%
维业股份	3.18%	3.81%	0.62%
装饰行业	3.39%	3.66%	0.26%
金螳螂	3.28%	3.58%	0.30%
亚厦股份	3.68%	2.69%	-0.98%
全筑股份	2.75%	2.60%	-0.14%
中装建设	2.74%	2.39%	-0.35%
奇信股份	2.47%	2.13%	-0.34%
广田集团	2.03%	1.84%	-0.19%
宝鹰股份	0.64%	1.84%	1.20%
瑞和股份	2.33%	1.66%	-0.67%
建艺集团	1.26%	1.35%	0.09%

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：金螳螂、亚厦股份、广田集团、洪涛股份在 2017 年并未或仅将部分研发费用计入管理费用中）

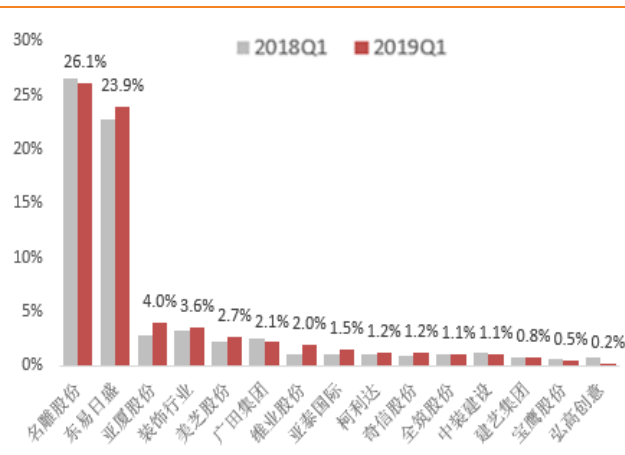
销售费用率方面，偏家装的公司和偏工装的公司销售费用率呈现明显差异，主要是由业务模式不同导致。2019Q1 多数公司销售费用率较 2018Q1 和 2018 全年均有所扩大，我们认为，主因与前文已分析的业务拓展有关。

图 16：销售费用率对比（2017 年与 2018 年对比）

销售费用	2017年	2018年	差额
东易日盛	16.12%	16.87%	0.75%
洪涛股份	6.67%	3.75%	-2.92%
金螳螂	2.42%	2.69%	0.27%
亚厦股份	1.69%	2.32%	0.63%
装饰行业	2.22%	2.24%	0.02%
广田集团	1.91%	1.84%	-0.07%
美芝股份	1.49%	1.57%	0.07%
亚泰国际	1.04%	1.40%	0.36%
维业股份	1.34%	1.38%	0.04%
江河集团	1.24%	1.12%	-0.12%
中装建设	1.02%	0.95%	-0.08%
奇信股份	0.97%	0.88%	-0.09%
柯利达	0.92%	0.85%	-0.08%
建艺集团	0.81%	0.81%	0.00%
瑞和股份	0.97%	0.71%	-0.25%
全筑股份	0.76%	0.65%	-0.11%
弘高创意	0.49%	0.48%	-0.01%
宝鹰股份	0.45%	0.40%	-0.05%

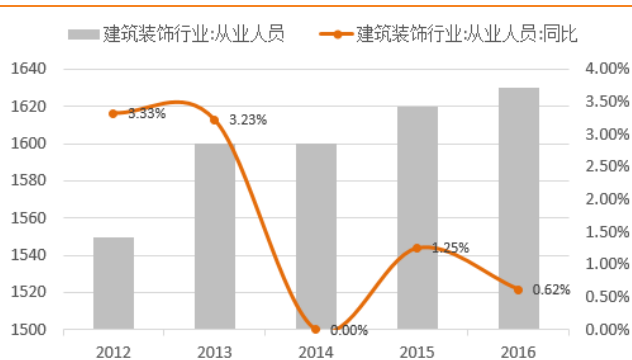
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：销售费用率对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：建筑装饰行业从业人员（单位-左：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：部分公司研发费用率与研发人员数量（单位：人）

研发费用	2017年	2018年	差额
亚泰国际	3.54%	4.02%	0.47%
柯利达	3.90%	3.58%	-0.32%
建艺集团	3.37%	3.12%	-0.25%
东易日盛	2.99%	3.09%	0.11%
宝鹰股份	2.81%	3.02%	0.21%
瑞和股份	3.19%	2.94%	-0.24%
金螳螂	2.93%	2.86%	-0.06%
洪涛股份	0.14%	2.81%	2.68%
全筑股份	3.21%	2.74%	-0.47%
江河集团	1.86%	2.73%	0.87%
广田集团	2.23%	2.68%	0.46%
亚厦股份	2.81%	2.62%	-0.19%
装饰行业	2.29%	2.54%	0.25%
维业股份	0.07%	0.48%	0.41%
奇信股份	0.31%	0.46%	0.15%
中装建设	0.31%	0.29%	-0.02%
弘高创意	0.00%	0.00%	0.00%
美芝股份	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 资产减值占收入比值 2019Q1 有所好转，整体净利润增速有所下滑

2018 年行业资产减值损失占收入比值为 2.41%，增加 0.94 个百分点，为行业净利润增速低于营收增速的原因之一。拉高资产减值损失占收入比值的公司，如洪涛股份、广田集团等主因坏账损失带动资产减值损失超预期。2019Q1 行业整体资产减值损失占收入比值为-0.70%，与 2018 年同期类似，我们预计行业整体资产减值风险仍将维持在较低水平。

图 20：资产减值损失/收入对比（2017 年与 2018 年对比）

	2017年	2018年	差额
洪涛股份	1.95%	14.43%	12.48%
弘高创意	19.09%	6.86%	-12.23%
亚泰国际	2.43%	5.45%	3.02%
奇信股份	3.41%	4.33%	0.93%
宝鹰股份	2.61%	3.95%	1.34%
广田集团	0.87%	3.42%	2.55%
瑞和股份	2.78%	3.25%	0.46%
建艺集团	0.02%	3.06%	0.56%
美芝股份	2.43%	3.01%	0.58%
柯利达	3.75%	2.97%	-0.77%
中装建设	1.97%	2.86%	0.89%
装饰行业	1.48%	2.41%	0.94%
全筑股份	0.96%	1.74%	0.78%
江河集团	0.19%	1.28%	1.09%
亚厦股份	2.08%	1.12%	-0.96%
维业股份	1.77%	0.78%	-1.00%
东易日盛	0.24%	0.55%	0.31%
金螳螂	-0.17%	0.19%	0.36%
名雕股份	0.09%	0.09%	0.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

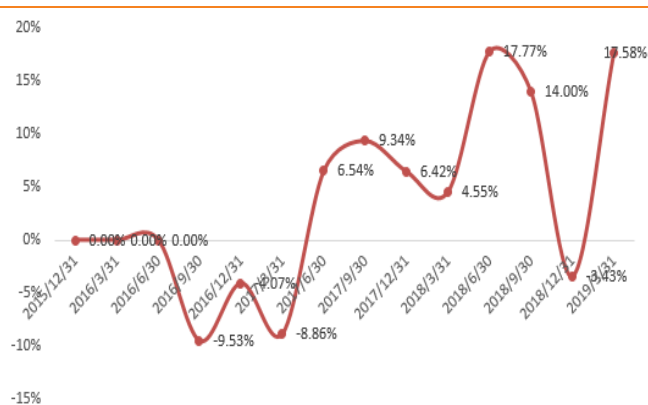
图 21：资产减值损失/收入对比（2018Q1 与 2019Q1 对比）

	2018Q1	2019Q1	差额
弘高创意	0.37	5.49%	-31.17%
亚泰国际	3.98%	3.97%	-0.01%
中装建设	2.69%	2.01%	-0.68%
广田集团	1.30%	1.10%	-0.19%
宝鹰股份	1.18%	1.02%	-0.16%
瑞和股份	1.13%	0.91%	-0.22%
奇信股份	0.70%	0.79%	0.09%
洪涛股份	-3.64%	0.74%	4.38%
东易日盛	-0.13%	0.34%	0.48%
建艺集团	0.05%	0.16%	0.11%
名雕股份	0.00%	0.00%	0.00%
装饰行业	-0.65%	-0.70%	-0.05%
亚厦股份	0.15%	-1.21%	-1.36%
江河集团	-1.34%	-1.43%	-0.09%
全筑股份	-1.82%	-1.96%	-0.14%
金螳螂	-3.77%	-2.11%	1.66%
美芝股份	1.87%	-2.26%	-4.14%
维业股份	-3.18%	-3.55%	-0.37%
柯利达	-9.75%	-13.36%	-3.61%

资料来源：Wind，天风证券研究所

装饰行业的净利润增速从 2018 年下半年起有所下滑，2017 年为 6.42%，2018 年为 -3.43%，同比下降 9.85 个百分点。在所选取的公司中，仅中装建设、弘高创意有微弱改善。此外，装饰行业 2019Q1 净利润增速相对 2018Q1 上升 13.03 个百分点，部分归因于弘高创意净利润增速好转拉动。公司层面有所分化，东易日盛、亚泰国际等业绩增速较 2018Q1 增速有所提升，其余公司存在不同程度的下降。由历史趋势来看预计 2019Q2 后净利润增速会出现小幅回落。

图 22：行业净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：净利润增速对比

	2017年	2018年	2019Q1
全筑股份	64.11%	58.10%	32.45%
江河集团	32.68%	30.47%	20.35%
东易日盛	25.86%	16.12%	28.38%
奇信股份	37.56%	12.65%	4.34%
瑞和股份	39.58%	11.45%	11.20%
金螳螂	13.97%	10.68%	8.65%
亚泰国际	33.16%	6.02%	22.75%
中装建设	2.92%	3.94%	4.98%
亚厦股份	12.02%	3.12%	0.75%
柯利达	19.02%	1.31%	6.46%
建艺集团	11.19%	0.84%	12.13%
名雕股份	1.98%	-10.94%	-3.66%
维业股份	42.90%	-12.69%	-19.31%
宝鹰股份	8.03%	-22.26%	6.62%
美芝股份	-18.54%	-37.53%	-33.18%
广田集团	60.58%	-46.13%	-27.62%
弘高创意	-163.33%	-105.10%	-108.57%
洪涛股份	4.88%	-407.58%	23.11%

资料来源：Wind，天风证券研究所

装饰行业净利率方面，大部分公司存在小幅下降，东易日盛净利率基本不变、江河集团净利率有所上升。江河集团 2018 年实现营业收入 160.37 亿，同比增长 4.84%；实现归母净利润 6.09 亿，同比增长 30.47%，其取得的净利率与公司控制速度、追求订单质量和高毛利率的医疗业务持续推进有关。

图 24：净利率对比

	2018年	2019年	差额
金螳螂	9.14%	8.46%	-0.67%
名雕股份	6.93%	6.01%	-0.92%
东易日盛	6.02%	6.01%	-0.01%
亚泰国际	5.90%	4.97%	-0.94%
装饰行业	5.08%	4.21%	-0.87%
宝鹰股份	5.12%	4.16%	-0.96%
瑞和股份	4.41%	4.09%	-0.32%
中装建设	5.07%	4.03%	-1.04%
亚厦股份	3.94%	4.01%	0.07%
全筑股份	3.56%	3.99%	0.43%
江河集团	3.05%	3.79%	0.75%
奇信股份	3.82%	3.37%	-0.45%
建艺集团	3.74%	3.11%	-0.63%
维业股份	4.02%	2.87%	-1.15%
美芝股份	4.50%	2.77%	-1.72%
柯利达	0.03%	2.45%	-0.38%
广田集团	5.16%	2.42%	-2.74%
弘高创意	-8.38%	0.52%	8.90%
洪涛股份	4.12%	-10.75%	-14.87%

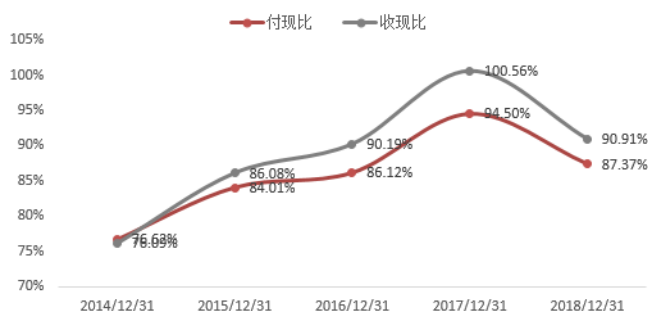
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 行业经营现金流仍然吃紧，收入撬动系数基本稳定

4.1. 收现比降幅大于付现比，行业经营现金流略有恶化

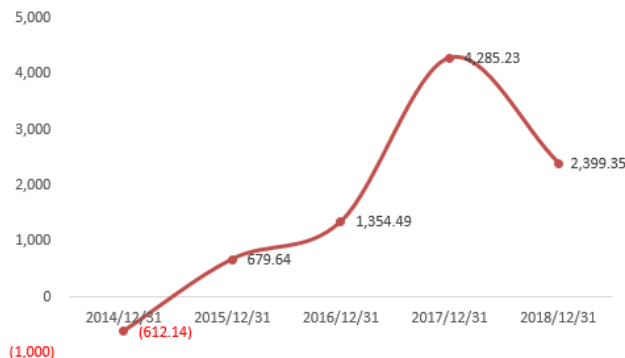
2018 年装饰行业收现比为 0.9091，较前值下降 9.65 个百分点；付现比为 0.8737，较前值下降 7.13 个百分点，下降幅度略低于收现比。经营活动现金流方面，2018 年较 2017 年行业整体的现金流情况略有恶化，但 2019Q1 有所改善。东易日盛 2018 年经营性现金流量净流入 2.05 亿，较上年净流入 5.69 亿同减 64.01%，主因支付给职工以及为职工支付的现金和税费增幅较大，导致经营性现金流入增速不及流出。2019Q1 东易日盛现金流有所好转，较 2018Q1 实现由负转正。

图 25：收现比和付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：经营活动现金流净额（单位：百万人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2017 年与 2018 年各公司经营活动现金流变化（百万）

	2017	2018	相差额
全筑股份	(279.01)	192.27	471.28
江河集团	1389.30	1408.60	19.29
建艺集团	61.69	62.51	0.82
亚泰国际	26.34	(23.92)	(50.27)
名雕股份	180.52	125.84	(54.69)
中装建设	(178.30)	(245.51)	(67.21)
奇信股份	(138.89)	(248.91)	(110.02)
金螳螂	1777.25	1649.42	(127.83)
亚厦股份	158.82	(128.31)	(287.13)
瑞和股份	63.43	(247.48)	(310.90)
东易日盛	569.39	204.90	(364.49)
宝鹰股份	(396.72)	(799.35)	(402.64)
广田集团	1051.39	449.29	(602.10)

资料来源：Wind，天风证券研究所

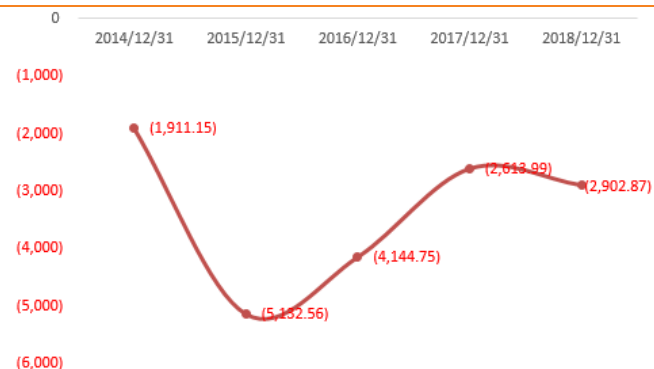
图 28：2018Q1 与 2019Q1 各公司经营活动现金流变化（百万）

	2018Q1	2019Q1	相差额
宝鹰股份	(699.61)	(344.25)	355.36
中装建设	(278.14)	18.43	296.57
奇信股份	(273.64)	(18.52)	255.12
亚厦股份	(864.96)	(645.50)	219.46
建艺集团	(88.93)	112.18	201.11
金螳螂	(1074.09)	(940.52)	133.57
全筑股份	(420.30)	(334.69)	85.60
东易日盛	(19.73)	13.60	33.33
瑞和股份	(119.16)	(99.06)	20.10
名雕股份	(50.17)	(53.12)	(2.96)
亚泰国际	43.17	0.24	(42.93)
江河集团	(804.44)	(992.64)	(188.20)
广田集团	(416.71)	(1148.56)	(731.85)

资料来源：Wind，天风证券研究所

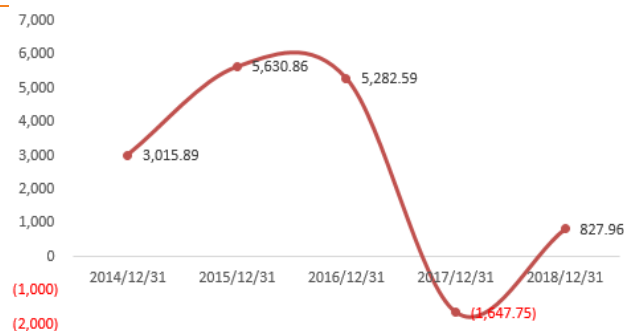
投资活动现金流和筹资活动现金流公司分化显著，筹资活动现金流有所好转。另外，全筑股份 2018 年经营活动现金流和投资活动现金流双双好转，但筹资活动现金流有所恶化；而江河集团 2018 年经营活动现金流和筹资活动现金流有所好转，但投资活动现金流依旧堪忧。

图 29：投资活动现金流变化（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：筹资活动现金流变化（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2017 年与 2018 年各公司投资活动现金流变化（百万）

	2017	2018	相差额
全筑股份	(422.94)	132.26	555.20
名雕股份	(296.60)	110.01	406.60
瑞和股份	(226.40)	7.71	234.12
建艺集团	(338.20)	(120.94)	217.26
东易日盛	(367.72)	(173.41)	194.32
宝鹰股份	(40.81)	98.53	139.34
奇信股份	(110.26)	(130.92)	(20.66)
广田集团	(421.12)	(549.39)	(128.27)
中装建设	(116.08)	(247.69)	(131.61)
亚泰国际	(38.07)	(181.54)	(143.46)
亚厦股份	(58.69)	(243.43)	(184.75)
金螳螂	59.11	(527.11)	(586.22)
江河集团	(236.21)	(1076.95)	(840.74)

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2018Q1 与 2019Q1 各公司筹资活动现金流变化（百万）

	2018Q1	2019Q1	相差额
江河集团	(2457.52)	107.08	2564.59
广田集团	(621.11)	946.39	1567.50
亚厦股份	(271.89)	784.99	1056.88
金螳螂	(1005.20)	(737.86)	267.34
瑞和股份	143.25	295.41	152.16
名雕股份	(9.11)	(9.10)	0.01
中装建设	282.55	245.74	(36.81)
亚泰国际	135.09	39.37	(95.71)
奇信股份	399.67	76.14	(323.53)
东易日盛	(11.84)	(423.04)	(411.21)
建艺集团	312.25	(113.35)	(425.60)
全筑股份	574.51	(231.14)	(805.65)
宝鹰股份	881.59	(152.68)	(1034.27)

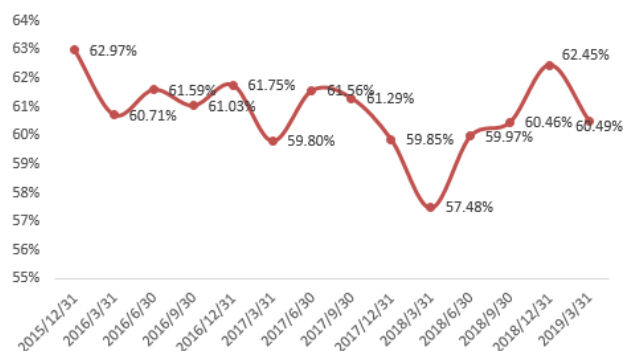
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 行业资产负债率有所上升，收入撬动系数基本稳定

2018 年行业整体资产负债率为 62.45%，较前值上升 2.59 个百分点，2019 年 3 月底为 60.49%。分公司来看，2018 年 18 家公司中有 15 家资产负债率有所提升，之后在 2019 年 3 月底，多数公司有所下降。此外，也需要注意到在高增速下，部分公司出现资产负债

率上升过快的迹象。2019Q1 资产负债率的下降符合历史数据 Q1 多为低位的大体趋势。

图 33：行业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：资产负债率对比

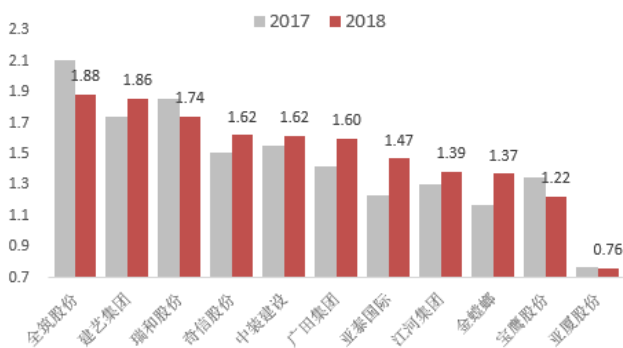
	2017年	2018年	2019Q1
弘高创意	80.63%	78.99%	79.51%
全筑股份	67.84%	76.13%	76.40%
洪涛股份	66.25%	68.51%	69.04%
建艺集团	67.93%	69.01%	67.17%
柯利达	69.60%	71.57%	66.01%
江河集团	68.38%	67.45%	64.63%
广田集团	56.64%	65.98%	64.02%
东易日盛	59.29%	60.55%	62.75%
维业股份	61.76%	63.36%	60.64%
亚厦股份	60.94%	61.17%	59.07%
宝鹰股份	54.09%	56.65%	59.05%
奇信股份	57.97%	60.26%	56.76%
金螳螂	58.31%	59.15%	55.53%
中装建设	50.73%	54.22%	53.97%
瑞和股份	44.32%	53.69%	53.35%
美芝股份	53.42%	54.27%	51.32%
亚泰国际	49.56%	49.51%	46.00%
名雕股份	44.55%	46.02%	44.60%

资料来源：Wind，天风证券研究所

结合上文对于现金流指标的相关分析，行业目前的整体发展情况并未出现明显的短期预警信号。资产负债率变化和行业增速较为匹配，在部分公司有高在手订单以及较低资产负债率的背景下，行业部分标的业绩仍有望维持稳健增长。

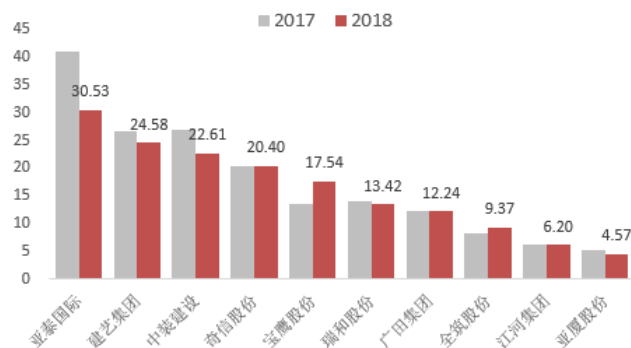
应收账款周转率方面，在剔除家装企业后，我们发现，2018 年行业内多家公司应收账款周转率和存货周转率较 2017 年存在提升或小幅变动。但是从下图来看，存货周转率的提升存在公司间的显著分化，部分公司两周转率差异较大的现象存在，例如全筑股份应收账款周转率领跑但是存货周转率处于低位。另外，我们预计部分公司（如广田集团）拟开展应收账款资产证券化的举措有望使周转率有所好转。

图 35：应收账款周转率对比（单位：倍）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：存货周转率对比（单位：倍）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

我们认为在 2019 年整体经济有可能步入结构性宽松阶段的情况下，未来上市装饰企业的订单增速仍然有望维持。中期内在基建投资相对强势下，工装行业有望实现稳健增长，家装行业内马太效应也将逐渐显现。此外，在 2019 年地产整体竣工面积预期较高的情况下，全装修相关企业有望迎来业绩的稳健提升。综上，我们维持对装饰行业的“强于大市”评级。

6. 风险提示

行业融资成本超预期提升，政策落实不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com