

## 业绩稳健，费用率下降、现金流向好

### 投资要点

- **整体业绩稳健，疫情影响逐步消除：**公司 2020 年前三季度实现营业收入 220.7 亿元，同比下滑 3.0%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比下降 2.1%；扣非后净利润 16.7 亿元，同比下滑 2.4%。EPS 为 0.64 元。其中 Q3 收入 88.5 亿元，同比下滑 1.0%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比增长 10.1%。
- **毛利率下滑，期间费用率下降：**公司 2020 年前三季度毛利率 17.0%，同比下降 1.56 个百分点；归母净利率 7.8%，同比上升 0.07 个百分点；期间费用率 7.1%，同比下降 1.72 个百分点，其中销售及管理费用率因人员减少而下降 0.98、1.09 个百分点。公司资产负债率 61.0%，同比增长 2.0 个百分点。公司优化审计回款，精细化管理措施，现金流状况向好，经营活动产生的现金流-6.7 亿元，同比收窄 1.4 亿元。
- **狠抓内部管理，持续提升核心竞争力：**国内建设高峰期已过，建筑企业未来的核心在于管理，提升业绩和估值的核心因素已经从行业红利转变为内部效率的提升。公司在装饰板块内盈利能力位于第一，管控能力出色。公司建立 ERP 系统、BI 管理驾驶舱，运用 BIM、VR、对项目的工期、质量的关键节点进行准确计划管理，提升管理效率；同时建有信息化管理平台，实现数据、资金、信息的精确管理和共享，并建立了从营销端到供应链端到施工端的完整业务标准化流程，使内部管控能力得到进一步的增强。
- **在手订单充沛，未来业绩有保障：**公司第三季度新签订单 108.8 亿元，同比下降 0.6%，较第二季度 82.1 亿订单环比大幅上升 32.5%，其中公装、住宅分别新签 66.5、36.1 亿元，同增增长 14%、-16%，住宅订单下滑源于地产政策趋紧。公司在手未完工订单 667.9 亿元，在手订单充沛。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94 元、1.05 元、1.21 元，对应 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。同行业可比公司 2021 年平均估值 16 倍，考虑到金螳螂是装饰行业龙头，且在行业内具有较强品牌影响力及内部管理能力，股价具有向上空间，给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标价为 15.75 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观投资下行风险，业务开展不达预期风险，地产政策调控风险。

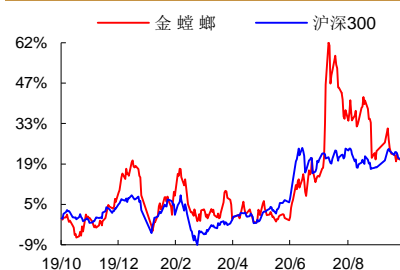
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30834.65	32376.39	35614.03	40514.00
增长率	22.90%	5.00%	10.00%	13.76%
归属母公司净利润(百万元)	2349.40	2509.06	2822.97	3240.27
增长率	10.64%	6.80%	12.51%	14.78%
每股收益 EPS(元)	0.88	0.94	1.05	1.21
净资产收益率 ROE	14.68%	9.59%	9.92%	10.41%
PE	11	11	9	8
PB	1.75	1.06	0.97	0.88

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
 执业证号: S1250517090004  
 电话: 021-58351883  
 邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	26.83
流通 A 股(亿股)	26.05
52 周内股价区间(元)	7.49-12.65
总市值(亿元)	264.58
总资产(亿元)	425.38
每股净资产(元)	6.12

### 相关研究

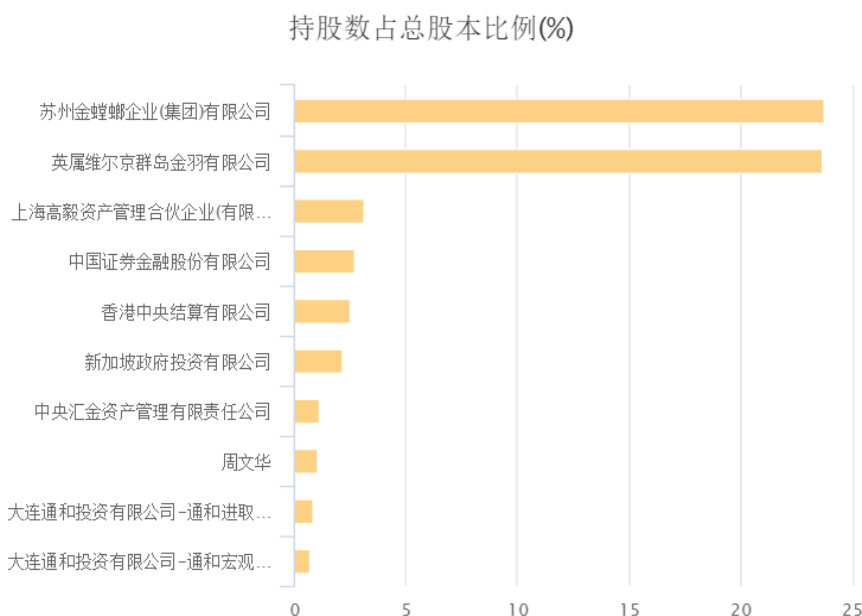
## 公司是装饰行业龙头

苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司成立于 1993 年,总部设在中国苏州,经过二十多年的发展,形成了以"装饰产业为主体、电子商务与金融为两翼"的现代化企业集团,集团拥有海内外控股子公司 100 余家,公司员工 20000 多人,是绿色、环保、健康的公共与家庭装饰产业的集团。公司的主营业务为承接酒店、写字楼、图书馆、医院、体育场馆等公共装饰工程的设计及施工;建筑幕墙工程的制作和施工;木制品制作等。

苏州金螳螂企业(集团)有限公司和英属维尔京群岛金羽有限公司为公司最大的两个股东,各持有金螳螂 23.7%和 23.7%的股份,共计 47.4%。

**图 1: 公司十大股东明细**

2020年三季报



数据来源: Choice, 西南证券整理

公司连续 17 年被中装协评为中国装饰百强第一名,截至 2019 年,金螳螂集团已获得鲁班奖 113 项,全国装饰奖 405 项,是中国民营企业 500 强、中国服务业企业 500 强企业、ENR 中国承包商 80 强、中国工程设计企业 60 强,被评选为中国受尊敬上市公司 10 强和中国企业公民商德奖,连续三年被美国福布斯杂志授予亚太地区上市公司 50 强,连续多年被评为中小板上市公司 50 强管理团队。

近年来,金螳螂围绕主业,在转型升级和多元业务中扎实推进。金螳螂家装方面以"精装科技"、"品宅"、"金螳螂·家"三个品牌,在智能家装、互联网家装、住宅装饰及定制精装等领域取得突破。

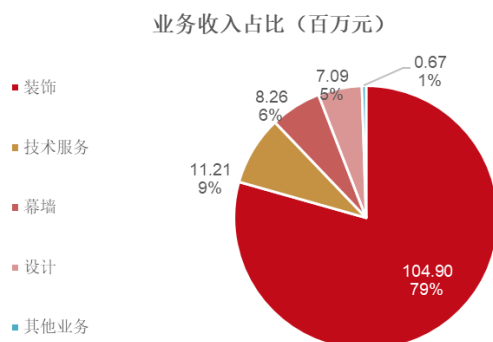
图 2：公司家装施工案例



数据来源：公司网页，西南证券整理

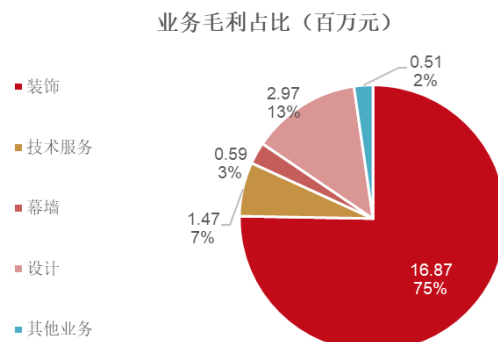
从营收结构来看，公司主要业务有装饰工程、技术服务、幕墙、设计及其他，2020 年中报营收分别占比约为 79%、9%、6%、5%、1%，毛利率分别为 16.1%、13.1%、7.2%、41.8%、76.0%。

图 3：公司 2020 中报各业务占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2020 中报各业务毛利占比

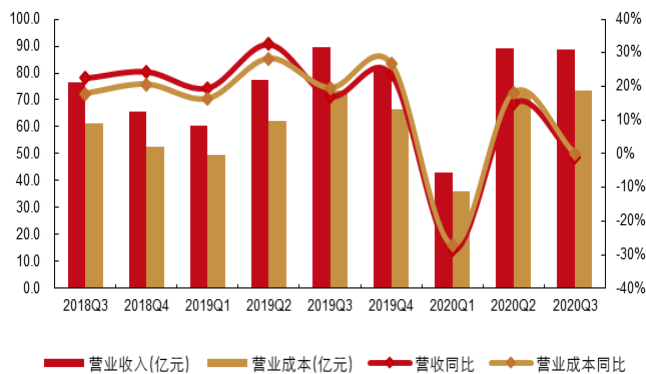


数据来源：Wind，西南证券整理

公司营收稳步增长，利润稳步增长。金螳螂 2020 年前三季度内实现营业收入 220.7 亿元，同比下滑 3.0%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比下降 2.1%；扣非后净利润 16.7 亿元，同比下滑 2.4%。EPS 为 0.64 元。

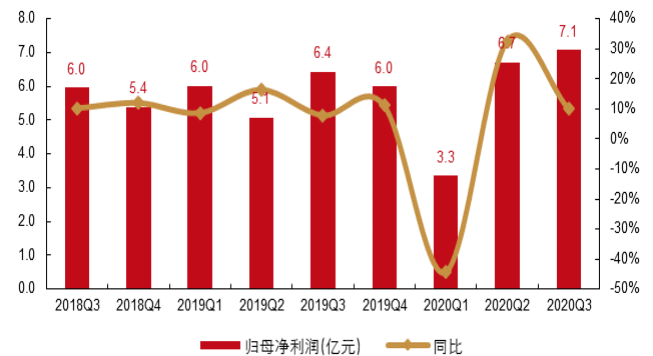
2020 年前三季度公司营业收入同比下滑 2.96%，归母净利润同比下降 2.10%。其中 Q3 收入 88.5 亿元，同比下滑 1.0%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比增长 10.1%。近年来公司营业收入持续增长，增速存在波动但始终处于正增长，且有逐渐提升的趋势；受疫情影响较小，2020 年下半年已重新实现营收的同比增长。

图 5：公司近年营业及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

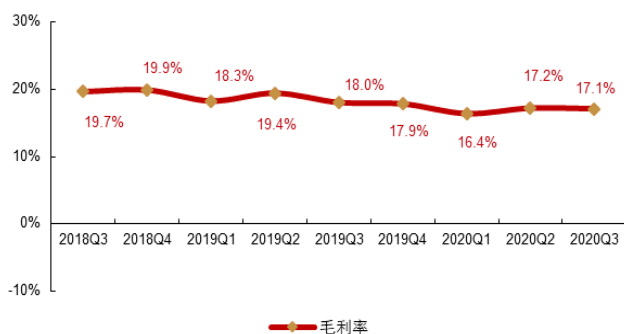
图 6：公司近年归母净利润及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

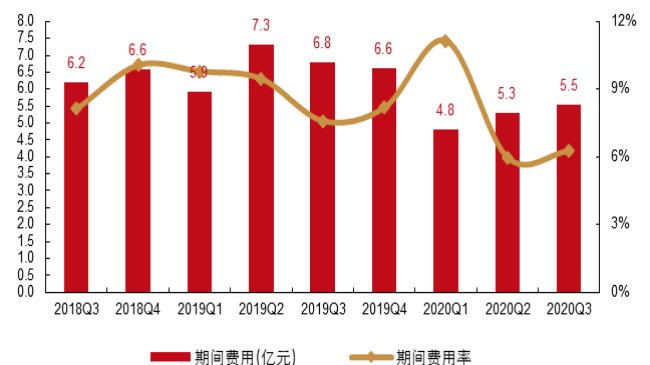
公司 2020 年前三季度毛利率 17.0%，同比下降 1.56 个百分点；归母净利率 7.8%，同比上升 0.07 个百分点；期间费用率 7.1%，同比下降 1.72 个百分点。公司资产负债率 61.0%，同比增长 2.0 个百分点。经营活动产生的现金流-6.7 亿元，同比增加 1.4 亿元。

图 7：公司近年毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司近年三项费用及三项费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司主营业务受到疫情冲击影响，公司 2020 年整体经营增速放缓；

假设 2：公司装饰毛利率因家装端贡献率下降而略有下滑，维持在 15%；

假设 3：公司其他业务稳定推进，毛利率维持在 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
装饰	收入	23178.7	24337.7	26771.4	30787.1
	增速	27.2%	5.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	7655.9	8038.7	8842.6	9726.9
	增速	11.6%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	30834.7	32376.4	35614.0	40514.0
	增速	22.9%	5.0%	10.0%	13.8%
	毛利率	18.4%	17.5%	17.5%	17.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94 元、1.05 元、1.21 元，对应 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。

同行业可比公司 2021 年平均估值 16 倍，考虑到金螳螂是装饰行业龙头，且在行业内具有较强品牌影响力及内部管理能力，股价具有向上空间，给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标价为 15.75 元，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

代码	证券简称	总市值(亿元)	PE (20E)	PE (21E)
002375.SZ	亚厦股份	120.2	29	24
002482.SZ	广田集团	50.3	21	18
002325.SZ	洪涛股份	36.2	42	28
002713.SZ	东易日盛	29.5	94	18
603030.SH	全筑股份	28.4	11	9
002822.SZ	中装建设	52.3	17	14

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30834.65	32376.39	35614.03	40514.00	净利润	2260.70	2414.34	2716.40	3117.95
营业成本	25164.79	26716.06	29387.66	33464.21	折旧与摊销	151.11	96.30	96.30	96.30
营业税金及附加	94.61	103.43	112.27	128.28	财务费用	134.89	137.64	152.87	173.35
销售费用	650.79	647.53	731.97	821.48	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1881.65	1968.48	2065.61	2309.30	经营营运资本变动	2440.39	-707.22	-76.42	-861.71
财务费用	134.89	137.64	152.87	173.35	其他	-3231.87	-36.08	-29.25	-50.84
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1755.22</b>	<b>1904.98</b>	<b>2859.91</b>	<b>2475.05</b>
投资收益	33.20	65.94	65.94	87.31	资本支出	-75.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-59.79	-29.89	-34.88	-37.37	其他	1443.53	67.43	31.06	49.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1368.53</b>	<b>67.43</b>	<b>31.06</b>	<b>49.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>2694.67</b>	<b>2839.30</b>	<b>3194.70</b>	<b>3667.31</b>	短期借款	180.33	-875.69	0.00	0.00
其他非经营损益	0.42	1.10	1.07	0.86	长期借款	609.41	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2695.09</b>	<b>2840.40</b>	<b>3195.77</b>	<b>3668.18</b>	股权融资	85.49	7887.13	0.00	0.00
所得税	434.39	426.06	479.37	550.23	支付股利	-535.28	-469.88	-501.81	-564.59
净利润	2260.70	2414.34	2716.40	3117.95	其他	-488.76	-217.15	-152.87	-173.35
少数股东损益	-88.69	-94.72	-106.57	-122.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-148.80</b>	<b>6324.41</b>	<b>-654.68</b>	<b>-737.94</b>
归属母公司股东净利润	2349.40	2509.06	2822.97	3240.27	<b>现金流量净额</b>	<b>2982.29</b>	<b>8296.81</b>	<b>2236.29</b>	<b>1787.05</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6077.76	14374.57	16610.86	18397.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	26904.98	29433.09	31915.64	36328.95	销售收入增长率	22.90%	5.00%	10.00%	13.76%
存货	101.34	107.64	116.61	133.96	营业利润增长率	6.06%	5.37%	12.52%	14.79%
其他流动资产	2103.95	1816.85	1829.07	1847.57	净利润增长率	4.11%	6.80%	12.51%	14.78%
长期股权投资	22.84	22.84	22.84	22.84	EBITDA 增长率	8.86%	3.11%	12.06%	14.32%
投资性房地产	78.25	78.25	78.25	78.25	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	982.08	919.21	856.34	793.47	毛利率	18.39%	17.48%	17.48%	17.40%
无形资产和开发支出	544.92	527.24	509.55	491.86	三费率	8.65%	8.51%	8.28%	8.16%
其他非流动资产	2657.27	2641.52	2625.78	2610.03	净利率	7.33%	7.46%	7.63%	7.70%
<b>资产总计</b>	<b>39473.39</b>	<b>49921.22</b>	<b>54564.95</b>	<b>60704.85</b>	ROE	14.68%	9.59%	9.92%	10.41%
短期借款	875.69	0.00	0.00	0.00	ROA	5.73%	4.84%	4.98%	5.14%
应付和预收款项	20677.69	22147.02	24400.29	27718.49	ROIC	22.16%	24.79%	26.46%	28.27%
长期借款	838.56	838.56	838.56	838.56	EBITDA/销售收入	9.67%	9.49%	9.67%	9.72%
其他负债	1681.45	1761.56	1937.43	2205.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>24073.40</b>	<b>24747.15</b>	<b>27176.28</b>	<b>30762.83</b>	总资产周转率	0.85	0.72	0.68	0.70
股本	2676.41	2683.36	2683.36	2683.36	固定资产周转率	34.82	36.84	43.65	53.80
资本公积	342.18	8222.35	8222.35	8222.35	应收账款周转率	1.52	1.40	1.41	1.45
留存收益	12212.07	14251.25	16572.41	19248.09	存货周转率	176.53	255.18	259.57	263.84
归属母公司股东权益	15156.09	25024.89	27346.05	30021.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.95%	—	—	—
少数股东权益	243.90	149.18	42.62	-79.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15400.00</b>	<b>25174.08</b>	<b>27388.67</b>	<b>29942.02</b>	资产负债率	60.99%	49.57%	49.81%	50.68%
负债和股东权益合计	39473.39	49921.22	54564.95	60704.85	带息债务/总负债	7.12%	3.39%	3.09%	2.73%
					流动比率	1.51	1.91	1.92	1.90
					速动比率	1.51	1.91	1.91	1.89
					股利支付率	22.78%	18.73%	17.78%	17.42%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.88	0.94	1.05	1.21
					每股净资产	5.65	9.33	10.19	11.19
					每股经营现金	0.65	0.71	1.07	0.92
					每股股利	0.20	0.18	0.19	0.21
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2980.67	3073.24	3443.87	3936.96					
PE	11.26	10.54	9.37	8.17					
PB	1.75	1.06	0.97	0.88					
PS	0.86	0.82	0.74	0.65					
EV/EBITDA	5.91	2.76	1.82	1.14					
股息率	2.02%	1.78%	1.90%	2.13%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn