

金螳螂 (002081.SZ)

疫后龙头迎复苏，长期价值待重估

经济复苏驱动装饰需求迎修复，供给环境改善促行业向龙头集中。需求端：随着疫情控制下经济持续复苏，预计后续酒店、商业等装饰需求有望迎来修复。中长期看，装饰具有消费属性，消费升级、存量建筑翻修需求保障了高端装饰需求的持续性。同时，装饰 EPC 模式应用增加使得项目综合化、大型化趋势更加明显，为龙头企业带来机遇。**供给端：**从长周期看装饰企业不断分化，龙头企业利润率、现金流较中小型装企优势不断扩大，弱者逐渐淡出市场。疫情更加速了行业供给侧收缩，而 EPC 模式、装配式装修推广将进一步驱动市场向龙头企业集中。

金螳螂四大核心优势突出：1) 设计实力：公司设计业务实力和体量大幅领跑同行，从产业链前端持续为施工端导流，获单能力优于同行。**2) 直营模式：**公司多年来坚持直营、无挂靠，以保障工程质量与施工效率，项目利润率与周转率显著高于同业多数公司，经营风险小于后者。**3) 管理体系：**公司具有业内领先的管理体系，并在近年来持续推动信息化建设以完善精细化管理能力、提升管控半径。**4) 业务规模：**利用规模优势创建大工管平台，对主辅材、人力进行集中招标、采购与调拨，去除中间环节成本，实现规模效应、强化成本优势。

市占率提升、盈利能力强化驱动业绩持续增长，装配式业务布局未来。公司凭借品牌、设计导流、EPC 综合能力、驻地市场网络、政企客户关系等多方面领先优势，持续开拓市场，实现市占率提升。另一方面，公司持续完善大工管集采平台与审计核算平台，强化企业“内功”，持续提升盈利与回款能力。此外，公司快速、大力布局装配式业务，依托优秀的设计研发、供应链管理 with 整合能力、落地安装能力，打造具备较好市场前景的装配式装修产品，布局未来装配式市场发展，值得期待。

处价值洼地的稀缺龙头，极具投资性价比。2011 年以来金螳螂净利率均处于 7% 以上，远高于同业公司，且领先优势持续扩大。同时公司现金流与净利润匹配度高，对于现金流有较强把控能力。产业链纵向比较看，近年来公司 ROIC 持续高于建材、家居龙头均值水平，而 EV/现金流、PE、PB 等估值指标却低于建材、家居龙头。当前公司极具性价比。

投资建议：预测公司 2020-2022 年归母净利润为 23.5/27.1/31.4 亿元，同比增长 0%/15%/16%，EPS 分别为 0.88/1.01/1.17 元（2019-2022 年 CAGR 为 10%），当前股价对应 PE 分别为 10/9/8 倍。我们认为，随着市场对装饰行业竞争格局及公司龙头优势地位的再认识，公司估值存较大修复空间。给予 20.2 元目标价（对应 2021 年 20 倍 PE），维持“买入”评级。

风险提示：地产政策调控风险，EPC 及装配式业务拓展不及预期，原材料及人工成本快速上涨风险，应收账款坏账风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	25,089	30,835	30,836	35,418	40,856
增长率 yoy (%)	19.5	22.9	0.0	14.9	15.4
归母净利润 (百万元)	2,123	2,349	2,350	2,712	3,137
增长率 yoy (%)	10.7	10.6	0.0	15.4	15.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	0.88	0.88	1.01	1.17
净资产收益率 (%)	16.0	14.7	13.6	13.9	14.1
P/E (倍)	11.3	10.2	10.2	8.8	7.6
P/B (倍)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1

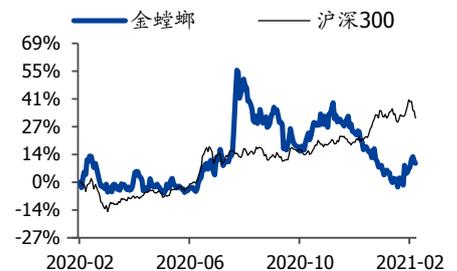
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	8.91
总市值(百万元)	23,908.73
总股本(百万股)	2,683.36
其中自由流通股(%)	97.23
30 日日均成交量(百万股)	19.74

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《金螳螂 (002081.SZ)：传统公装驱动订单改善，装配式装修加速布局》2021-01-30
- 2、《金螳螂 (002081.SZ)：与成都城投战略合作，装配式装修稳步推进》2021-01-05
- 3、《金螳螂 (002081.SZ)：Q3 稳健增长符合预期，订单增速大幅回升》2020-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29025	35188	33694	44049	44021
现金	3069	6078	7368	8681	10312
应收票据及应收账款	22497	26369	23447	32418	30583
其他应收款	269	249	269	326	360
预付账款	323	288	323	378	431
存货	183	101	183	143	232
其他流动资产	2683	2104	2104	2104	2104
非流动资产	4279	4285	4211	4315	4408
长期投资	29	23	14	5	-5
固定资产	861	910	870	1012	1165
无形资产	111	109	101	93	86
其他非流动资产	3278	3243	3225	3204	3163
资产总计	33304	39473	37904	48364	48429
流动负债	19465	23232	20026	28404	25989
短期借款	695	876	800	750	700
应付票据及应付账款	15062	17882	14994	22682	20639
其他流动负债	3708	4474	4232	4972	4650
非流动负债	233	841	660	509	355
长期借款	229	839	657	506	353
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	19698	24073	20686	28913	26345
少数股东权益	372	244	241	231	214
股本	2676	2676	2683	2683	2683
资本公积	257	342	342	342	342
留存收益	10398	12212	14018	16100	18487
归属母公司股东权益	13233	15156	16978	19220	21871
负债和股东权益	33304	39473	37904	48364	48429

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1649	1755	1956	2166	2513
净利润	2172	2261	2347	2702	3120
折旧摊销	146	151	119	135	154
财务费用	52	135	83	34	18
投资损失	-99	-33	-123	-107	-90
营运资金变动	-637	-1043	-491	-619	-710
其他经营现金流	16	284	21	20	20
投资活动现金流	-527	1369	57	-153	-177
资本支出	223	235	-66	114	103
长期投资	-469	1482	9	10	10
其他投资现金流	-773	3085	0	-29	-64
筹资活动现金流	-738	-149	-723	-701	-704
短期借款	-486	180	-76	-50	-50
长期借款	-180	609	-182	-151	-154
普通股增加	33	0	7	0	0
资本公积增加	97	85	0	0	0
其他筹资现金流	-202	-1024	-473	-500	-500
现金净增加额	400	2982	1290	1312	1631

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25089	30835	30836	35418	40856
营业成本	20194	25165	25113	28779	33092
营业税金及附加	86	95	166	140	162
营业费用	676	651	678	850	1013
管理费用	897	1002	1132	1364	1577
研发费用	718	880	928	1063	1262
财务费用	52	135	83	34	18
资产减值损失	47	0	56	60	106
其他收益	21	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	-60	-21	-20	-20
投资净收益	99	33	123	107	90
资产处置收益	3	-1	0	0	0
营业利润	2541	2695	2782	3215	3695
营业外收入	2	5	8	4	5
营业外支出	2	5	2	2	3
利润总额	2541	2695	2788	3216	3697
所得税	369	434	441	514	577
净利润	2172	2261	2347	2702	3120
少数股东损益	48	-89	-3	-10	-17
归属母公司净利润	2123	2349	2350	2712	3137
EBITDA	2652	2772	2781	3177	3625
EPS (元)	0.79	0.88	0.88	1.01	1.17

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	22.9	0.0	14.9	15.4
营业利润(%)	8.8	6.1	3.2	15.6	14.9
归属于母公司净利润(%)	10.7	10.6	0.0	15.4	15.7
获利能力					
毛利率(%)	19.5	18.4	18.6	18.7	19.0
净利率(%)	8.5	7.6	7.6	7.7	7.7
ROE(%)	16.0	14.7	13.6	13.9	14.1
ROIC(%)	14.9	13.0	12.0	12.4	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	59.1	61.0	54.6	59.8	54.4
净负债比率(%)	-14.0	-28.2	-33.4	-37.3	-41.1
流动比率	1.5	1.5	1.7	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.88	0.88	1.01	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.65	0.73	0.81	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.65	6.32	7.16	8.15
估值比率					
P/E	11.3	10.2	10.2	8.8	7.6
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.4	6.5	6.0	4.8	3.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 行业分析：需求修复、供给收缩	5
1.1. 需求端：将迎疫后加快恢复，中长期高端装饰需求无虞，EPC 或成趋势	5
1.2. 供给端：持续收缩，市场份额向龙头集中	8
2. 竞争力分析：四大核心优势建立坚固壁垒	10
2.1. 设计实力：领跑行业，持续向施工导流	10
2.2. 直营模式：项目直管不挂靠，盈利能力优异	11
2.3. 精细化管理：持续提升管控半径与盈利质量	11
2.4. 规模优势：打造集采体系，成本优势逐步增强	13
3. 未来增长点：市占率提升、盈利能力强化驱动业绩稳健增长，装配式业务布局未来	14
3.1. 市占率提升驱动收入加快增长	14
3.2. 持续提升“内功”，助力改善盈利能力与质量	14
3.3. 快速、大力布局装配式，未来发展值得期待	15
4. 龙头稀缺性突显，极具投资性价比	15
5. 盈利预测、估值与投资建议	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 估值与投资建议	18
6. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 三大细分子行业投资增速	5
图表 2: 我国历年新增五星级、四星级酒店数量	6
图表 3: 我国经济性连锁酒店数（家）	6
图表 4: 我国中端、高端及豪华连锁酒店数（家）	6
图表 5: 我国历年新增医院数量（个）	7
图表 6: 我国历年新增三甲医院数量（个）	7
图表 7: 我国历年房屋新开工面积	7
图表 8: 国家推动老旧小区改造政策汇总	8
图表 9: 装饰行业公司归母净利率对比	9
图表 10: 装饰行业公司（资产减值+信用减值）/营收对比	9
图表 11: 金螳螂与装饰行业（剔除金螳螂）经营性现金流量净额对比	9
图表 12: 装饰行业企业数量及增速	10
图表 13: 装饰行业从业人数及增速	10
图表 14: 金螳螂设计业务营收及增速	11
图表 15: 金螳螂设计业务规模与同业对比	11
图表 16: 金螳螂人均产值与同业对比（万元）	11
图表 17: 金螳螂管理费用率与同业对比	12
图表 18: 金螳螂应收账款周转率	12
图表 19: 金螳螂收现比与同业对比	12
图表 20: 金螳螂与行业可比公司材料采购款/购买商品接受劳务支付的现金	13
图表 21: 金螳螂大工管平台图示	13
图表 22: 装饰上市企业中金螳螂营收占比	14
图表 23: 金螳螂装配式装修发展历程	15

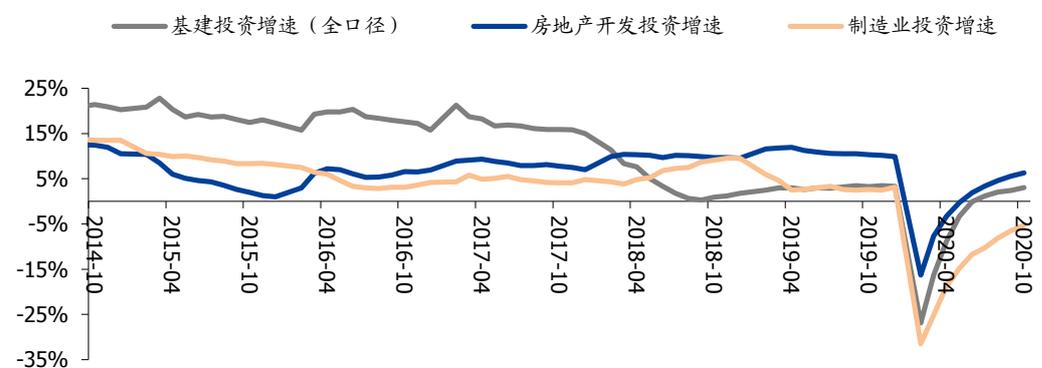
图表 24: 公司与建材、轻工优秀龙头 ROIC 对比.....	16
图表 25: 公司与建材、轻工优秀龙头 EV/经营现金流对比	16
图表 26: 可比公司 PE 对比	17
图表 27: 可比公司 PB 对比	17
图表 28: 公司营收、增速预测及拆解.....	18
图表 29: 公司毛利率预测及拆解	18
图表 30: 金螳螂历史 PE (TTM)	19
图表 31: 金螳螂历史 PB (LF)	19
图表 32: 金螳螂 PE/沪深 300PE	19
图表 33: 金螳螂 PB/沪深 300PB.....	19
图表 34: 装饰行业重点公司估值表	20

1. 行业分析：需求修复、供给收缩

1.1. 需求端：将迎疫后加快恢复，中长期高端装饰需求无虞，EPC 或成趋势

公装处于经济与固投后周期，2021年有望加快修复。2020年下半年以来，国内疫情得到较好控制，经济逐步复苏、固定资产投资逐步改善，其中地产投资表现较强、基建投资平稳、制造业投资快速恢复。由于公装行业处于经济与固投后周期环节，随着当前经济景气度与固定资产投资的不断改善，预计2021年公装行业需求有望加快修复，其中酒店、民生基建（学校、医院）等领域的装饰需求正处于加速增长阶段。与此同时，EPC模式越来越多的应用使得项目综合化、大型化趋势更加明显，为龙头企业带来机遇。

图表 1：三大细分子行业投资增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

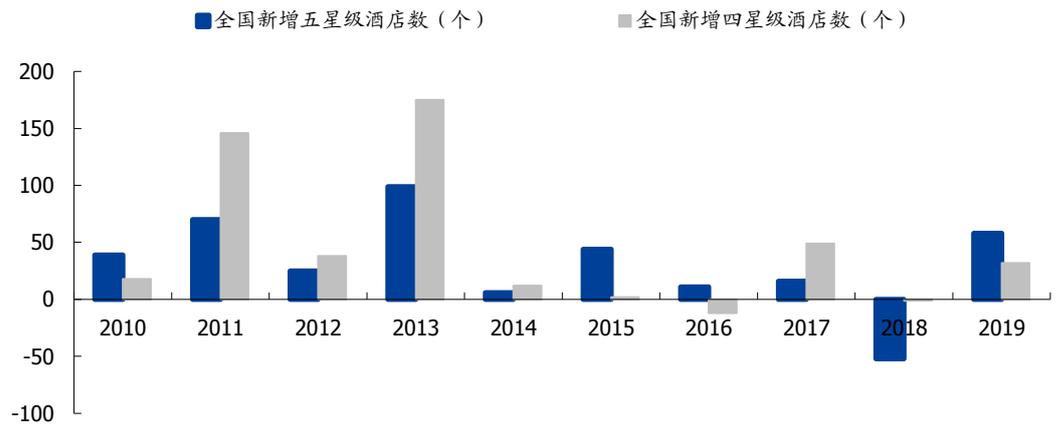
酒店：高星级酒店更新、旅游配套酒店装饰需求提升

对于公装企业来说，高端酒店是一个极为重要的市场，许多上市装饰公司酒店装修业务占比可达40%以上（如金螳螂、洪涛股份），这一市场的主要驱动力包括新城开发（房地产商投资的商业中心配套酒店或楼盘边的配套酒店）和旅游配套。

高星级酒店步入更新周期，中高端连锁酒店快速崛起。高星级酒店（四、五星级）在2010-2013年经历了一轮新建高峰，2014年后高星级酒店新增量较少，目前高星级酒店建设高峰已过去8-10年，这些酒店陆续进入装修更新周期。同时，2019年以来国内酒店市场虽然总量变化不大，但内部结构随着人们观念和住宿需求的提升而发生重要变化，本土酒店纷纷推动产品升级，着重布局中高端连锁酒店市场，2019年我国经济型连锁酒店数量增长趋于平缓，而中端、高端及豪华连锁酒店合计已达1.54万家，连续两年同比大增50%以上，我们预计我国未来酒店行业连锁化、中高端化趋势将延续，带动中高端公装需求持续提升。

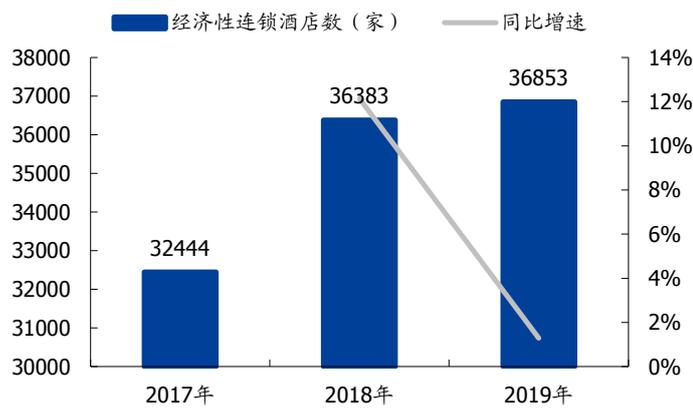
疫情环境下境外旅游需求转移国内，提振短期酒店装修需求。在目前海外疫情并未得到明显控制情况下，赴境外旅游的需求部分转回到国内旅游市场，短期内国内旅游业迎来一轮景气提升，有望带动国内旅游配套酒店开发及相关装修需求改善。

图表2: 我国历年新增五星级、四星级酒店数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 我国经济性连锁酒店数(家)



资料来源: 中国饭店协会, 国盛证券研究所

图表4: 我国中端、高端及豪华连锁酒店数(家)



资料来源: 中国饭店协会, 国盛证券研究所

医院: 疫情冲击后建设及装饰有望明显加速

受疫情因素影响, 2020年以来医疗体系建设力度持续提升。我们预计今后几年不仅新建医院的公装需求持续提升, 同时医院装修改造升级需求亦会较快增长, 医院建设及相关公装领域将保持较高景气度。

图表 5: 我国历年新增医院数量(个)



资料来源: 卫计委, 国盛证券研究所

图表 6: 我国历年新增三甲医院数量(个)

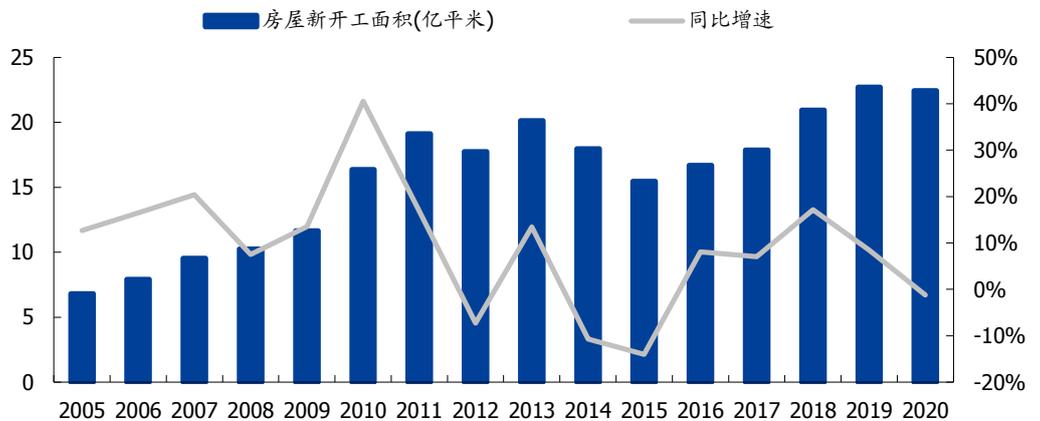


资料来源: 卫计委, 国盛证券研究所

中长期来看: 装饰行业步入存量经济时代, 二次装修迎需求高峰

我国装饰行业市场规模已十分庞大, 随着增速逐步下降, 行业开始进入存量经济时代。装饰本质上具备一定的消费属性, 一般而言, 装饰使用 8-10 年后, 房屋(尤其是酒店)即需进入装饰更新周期, 二次装修需求开始出现。2010 年前后我国房地产市场经历了一轮高峰, 这些房屋截至当前时点已踏入第一轮更新周期, 行业需求逐步涌现。

图表 7: 我国历年房屋新开工面积



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

旧城改造为公司二次装修 EPC 打开运用空间。2015 年中央城市工作会议中首次提出要“有序推进老旧住宅小区综合整治”, 2017 年开始组织试点工作, 2019 年后政策推进提速, 相关政策举措密集出现。2020 年 7 月国务院出台重磅政策《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》, 指出城镇老旧小区改造是重大民生工程和发展工程, 提出 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个, 涉及居民近 700 万户; 到 2022 年, 基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制; 到“十四五”期末, 结合各地实际, 力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。由于老旧小区改造或旧城改造装饰工程所涉及的细分工程极为广泛, 且项目规模往往较大, 中小型装饰企业难以胜任, 具备 EPC 能力的装饰龙头企业有望核心受益。

图表 8: 国家推动老旧小区改造政策汇总

时间	部委	会议/文件	内容
2015年12月	中央	中央城市工作会议	提出有序推进老旧小区综合整治。
2016年2月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	有序推进老旧小区综合整治、危房和非成套住房改造。
2017年12月	住建部	老旧小区改造试点工作座谈会	提出将在 15 个城市开展老旧小区改造试点。
2019年3月	国务院	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。
2019年4月	住建部、发改委及财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	肯定了 15 个试点城市的工作进展，并决定自 2019 年开始将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程中，给予中央补助资金支持。
2019年6月	国务院	国务院常务会议	重点推进城镇老旧小区改造。将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金，同时鼓励金融机构和地方积极探索可持续金融支持方式。
2019年12月	中央	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2020年4月	国务院	国务院常务会议	推进城镇老旧小区改造，当年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比上年增加一倍，重点是 2000 年底前建成的住宅区。
2020年7月	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

1.2. 供给端：持续收缩，市场份额向龙头集中

装饰行业净利率、现金流等指标全面向龙头集中。剔除掉家装、已转型其他行业的装饰类企业，在公装领域对比来看：

金螳螂净利率历年基本保持行业最高水平，历年均处于 7% 以上，远高于多数上市同业可比公司，且与行业平均值的差额持续扩大，2012 年差额约 2.9 个 pct，而 2019 年已扩大至 5.4 个 pct，公司减值损失占营收的比明显低于行业平均水平，彰显行业龙头高质量项目获取、项目精细化管理与回款能力。

金螳螂是 A 股装饰板块经营性现金流最主要提供方，自 2016 年以来，金螳螂现金流表现持续优异，2016-2019 年经营性现金流占归母净利润的比分别为 65%/93%/78%/75%，现金流与净利润匹配度高；在此期间，金螳螂贡献了装饰行业内现金流的 127%/47%/81%/44%，是对 A 股装饰板块经营性现金流量净额正向贡献最大企业，凸显公司优异的现金流把控能力。

图表 9: 装饰行业公司归母净利率对比

证券简称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
金螳螂	8.0%	8.5%	9.1%	8.6%	8.6%	9.1%	8.5%	7.6%
亚厦股份	6.6%	7.4%	8.0%	6.4%	3.6%	3.9%	4.0%	3.9%
广田集团	5.6%	6.0%	5.5%	3.5%	4.0%	5.2%	2.4%	1.1%
宝鹰股份	-2.7%	5.9%	5.0%	4.9%	5.0%	5.1%	4.2%	3.1%
奇信股份	5.4%	4.9%	4.6%	3.9%	3.3%	3.8%	3.4%	2.1%
洪涛股份	7.2%	7.9%	8.7%	11.9%	4.5%	4.1%	10.7%	0.9%
瑞和股份	5.5%	5.4%	3.6%	3.6%	3.9%	4.4%	4.1%	4.1%
建艺集团	4.3%	5.2%	4.8%	4.3%	3.9%	3.7%	3.1%	0.7%
郑中设计	7.3%	6.7%	6.3%	6.1%	4.9%	5.9%	5.0%	5.3%
美芝股份	4.9%	4.8%	4.9%	4.4%	5.5%	4.5%	2.8%	-2.0%
江河集团	5.3%	2.4%	1.7%	1.9%	2.3%	3.0%	3.8%	1.9%
柯利达	5.7%	5.7%	5.2%	3.4%	3.0%	2.8%	2.4%	1.6%
维业股份	2.3%	3.1%	2.6%	2.7%	3.5%	4.0%	2.9%	3.5%
行业平均	5.0%	5.7%	5.4%	5.0%	4.3%	4.6%	2.7%	2.6%

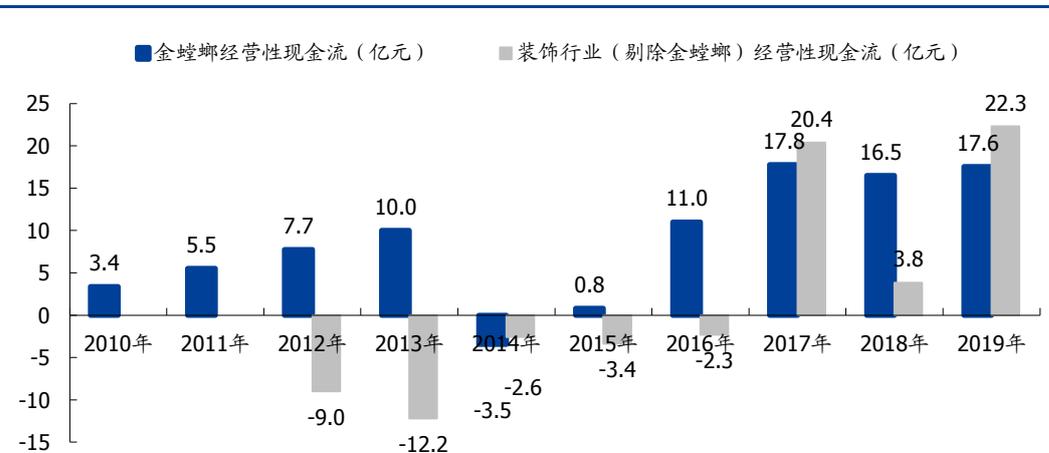
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 装饰行业公司(资产减值+信用减值)/营收对比

证券简称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
金螳螂	1.9%	1.8%	2.1%	1.9%	2.0%	-0.2%	0.2%	0.7%
亚厦股份	1.6%	2.5%	2.9%	-0.9%	0.8%	2.1%	1.1%	1.2%
广田集团	1.1%	1.3%	2.3%	2.8%	0.7%	0.9%	3.4%	3.7%
宝鹰股份	4.2%	1.6%	2.1%	3.0%	3.0%	2.6%	4.0%	4.1%
奇信股份	1.7%	2.1%	2.4%	3.0%	4.4%	3.4%	4.3%	4.9%
洪涛股份	1.0%	1.8%	0.9%	1.3%	3.5%	1.9%	14.4%	2.3%
瑞和股份	2.6%	1.0%	2.0%	2.2%	3.5%	2.8%	3.2%	3.0%
建艺集团	0.6%	1.3%	1.9%	1.8%	1.8%	2.5%	3.1%	5.5%
郑中设计	1.6%	2.5%	2.8%	3.1%	5.3%	2.4%	5.4%	1.6%
美芝股份	1.7%	2.0%	2.7%	3.5%	2.8%	2.4%	3.0%	5.9%
江河集团	2.0%	1.7%	2.3%	2.5%	1.9%	0.2%	1.3%	3.8%
柯利达	1.1%	1.9%	2.2%	3.4%	5.0%	0.2%	3.0%	3.8%
维业股份	2.0%	2.0%	3.3%	2.4%	2.1%	1.8%	0.8%	1.0%
行业平均	1.8%	1.8%	2.3%	2.3%	2.8%	2.0%	3.6%	3.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 金螳螂与装饰行业(剔除金螳螂)经营性现金流量净额对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 装饰行业指A股全部装饰公司

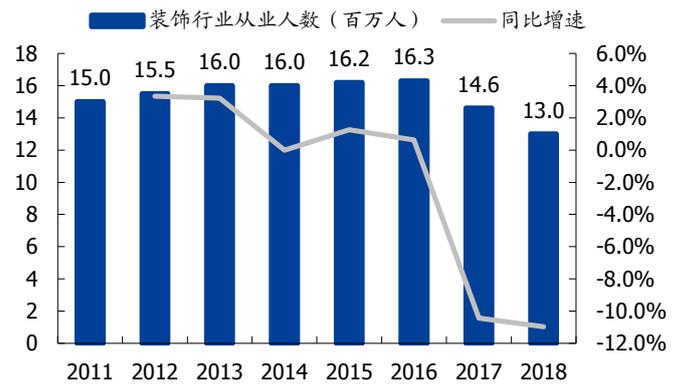
装饰行业供给侧持续收缩，集中度提升，疫情亦加速市场出清。根据中国建筑装饰协会数据，近年来我国装饰行业企业数量、从业人数均持续减少，而装饰行业规模却逐年增加，装饰行业内企业平均产值正逐年提升，2018年平均产值3376万元，同增11%。同时装饰行业CR3持续提升（市占率前三企业为金螳螂、亚厦股份、广田集团），2019年CR3为1.22%，较2010年提升0.49个pct，装饰行业供给侧正持续收缩，龙头市场集中度不断提升。而2020年以来新冠疫情亦成为低利润率、竞争激烈的装饰市场的出清加速器，一批经营能力差、风险承受能力低的装饰企业正被淘汰出局（或主业转型、或股权出售），龙头企业市占率持续提升。

图表 12: 装饰行业企业数量及增速



资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

图表 13: 装饰行业从业人数及增速



资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

2. 竞争力分析: 四大核心优势建立坚固壁垒

2.1. 设计实力: 领跑行业, 持续向施工导流

金螳螂设计实力领跑装饰行业。公司拥有超过 6000 名海内外设计师组成的全球最大室内设计团队，旗下包含全球最大的酒店室内设计公司——美国 HBA International。公司 2019/2020H1 设计业务收入为 18.24/7.09 亿元，设计营收额领跑全行业。

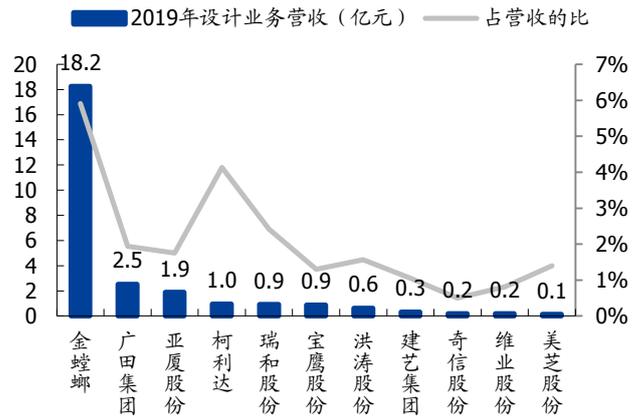
设计端可向施工端持续引流，一体化能力不断增强。公司通过打造具有较强影响力的精品工程，提升公司品牌影响力，并从设计业务向施工业务拓展，从产业链前端持续为各业务板块赋能。同时公司利用 BIM 技术进行协同，满足从设计到施工全流程的信息化要求，实现设计施工一体化，减少中间环节的摩擦和碰撞，带动盈利能力上升。

图表 14: 金螳螂设计业务营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 金螳螂设计业务规模与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 直营模式: 项目直管不挂靠, 盈利能力优异

金螳螂采取无挂靠的直营模式, 账面人均产值低但利润率高。相比多数同业公司或多或少有挂靠业务, 金螳螂基本无挂靠, 公司雇佣更多项目管理人员, 以确保项目施工管理质量, 因此从账面上看公司人均产值低, 但从净利率来看, 公司盈利能力显著高于同行。

图表 16: 金螳螂人均产值与同业对比 (万元)

证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
金螳螂	151	145	139	121	126	179
亚厦股份	230	155	161	166	150	158
广田集团	306	238	261	262	256	326
全筑股份	189	191	206	247	265	339
奇信股份	374	345	286	260	322	330
宝鹰股份	400	403	371	407	328	322
中装建设	389	388	414	389	426	363
建艺集团	458	444	523	562	619	734
同业平均	312	289	295	302	311	344

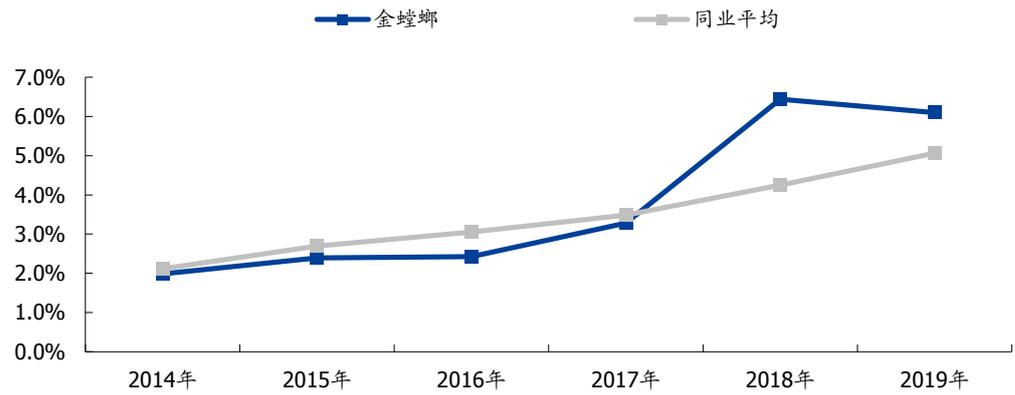
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. 精细化管理: 持续提升管控半径与盈利质量

金螳螂具备业内公认的顶级装饰项目管理能力, 叠加公司近年来持续推动信息化系统建设, 加大信息化技术在项目中的推广使用, 以实现各项目、各部门的数据流、资金流、信息流管理和共享, 提升各管理模块衔接流畅度, 扩大管控半径与提升执行效率, 继续夯实精细化管理优势。

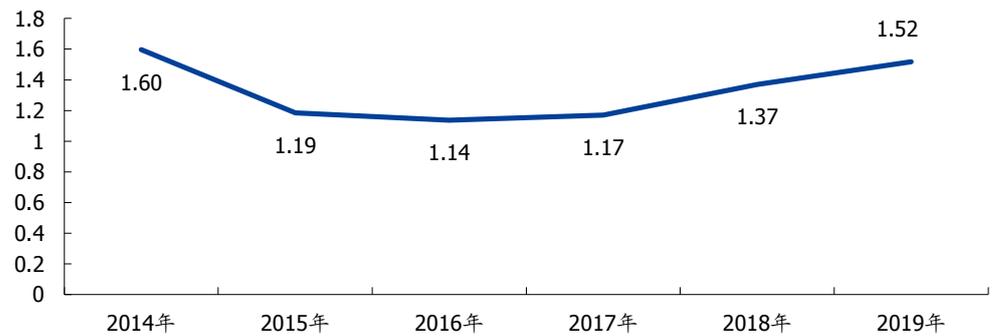
从财务表现来看, 2018年以来由于公司在管理方面投入进一步加强, 管理费用率开始高于同业平均水平, 基于增强的管理能力, 公司获取了明显高于同业平均水平的毛利率、净利率。同时公司收款能力亦明显增强, 2019年应收账款周转率提升至1.52次, 较2017年提升0.35次, 2019年公司收现比92%, 同业平均仅83%。

图表 17: 金螳螂管理费用率与同业对比



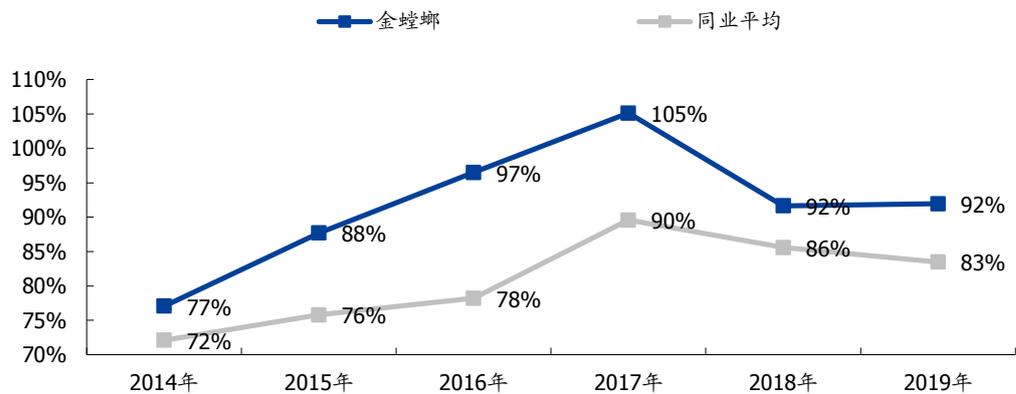
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 金螳螂应收账款周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 金螳螂收现比与同业对比

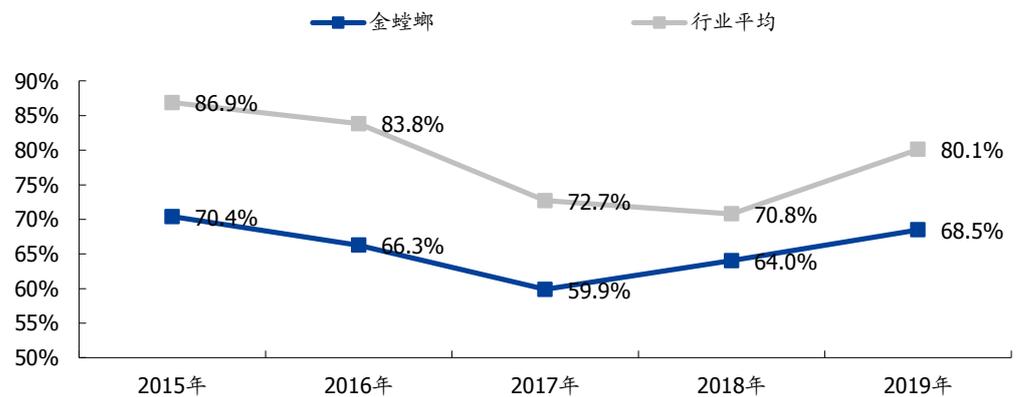


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4. 规模优势：打造集采体系，成本优势逐步增强

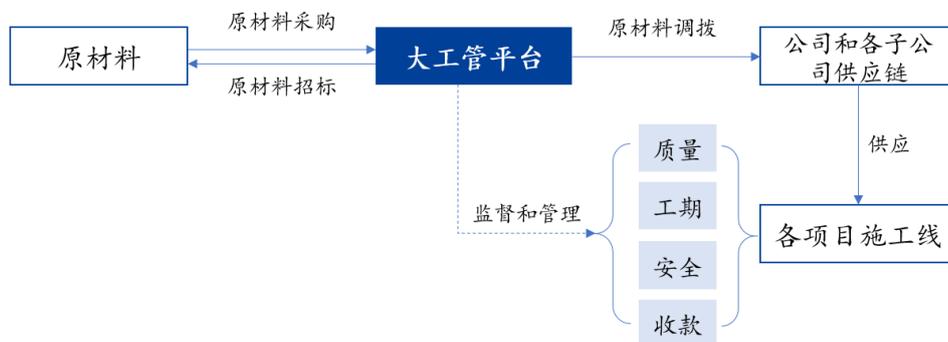
平台建设进一步提升规模化优势，持续降本增效。公司材料采购款占“购买商品接受劳务支付的现金”比例常年大幅低于行业平均水平，具备一定的原材料规模采购优势。在此基础上，公司近年来陆续成立了大工管平台、营销大平台和专业设计平台，提升业务各环节规模优势。其中，**营销大平台**主要用于市场分析和项目跟踪；**设计专业平台**主要用于塑造品牌和挖掘细分高景气专业化领域；**大工管平台**则是公司于2019年业创立，集中招标、集中采购和集中调拨的一体化平台，平台一方面对公司项目在质量、工期、安全和收款等维度进行监督和管理；另一方面通过资源整合，对原材料进行集中招标、集中采购和集中调拨，尽可能去除中间环节成本，在实现规模经济的同时提升公司在供应链中的话语权。

图表 20: 金螳螂与行业可比公司材料采购款/购买商品接受劳务支付的现金



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表 21: 金螳螂大工管平台图示



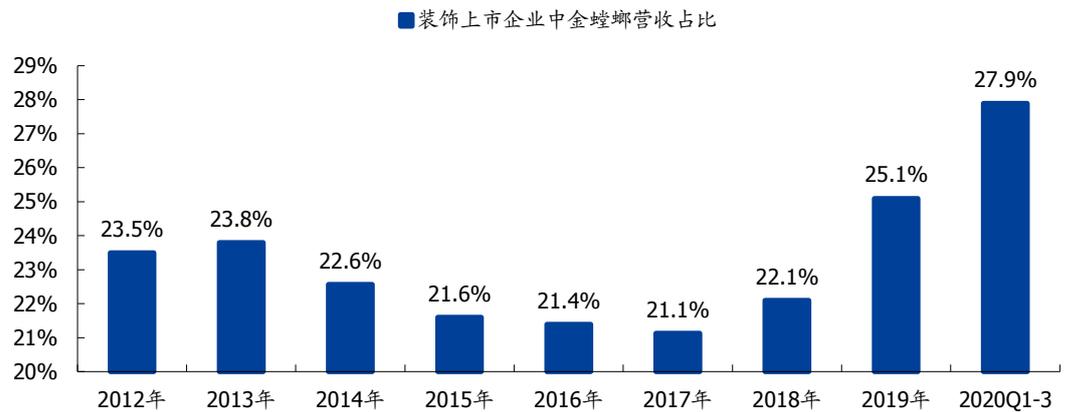
资料来源：公司公告整理，国盛证券研究所

3. 未来增长点：市占率提升、盈利能力强化驱动业绩稳健增长，装配式业务布局未来

3.1. 市占率提升驱动收入加快增长

在行业需求修复、供给收缩之际，金螳螂作为行业盈利龙头，生存环境将优于同行，市占率将持续提升，驱动订单、收入与盈利加速增长。

图表 22: 装饰上市企业中金螳螂营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

驻地市场是公司拓展全国市场、增强订单稳定性的重要手段。前期公司虽然省外业务占比超过 70%，业务遍布全国，对各地客户粘性不强，后期在当地产生订单的持续性不强。公司近年来通过大力推行驻地市场战略，通过将销售派驻当地，加强与地方政府、企业的合作，在提升行业市占率的同时，加强区域订单增长的持续性和稳定性。

设计导流 EPC，进一步加快市占率提升。依托装饰行业顶级的设计实力导流，公司近年来 EPC 业务新签订单占比逐步提升，2021 年有望进一步提升。当前公司订单主要都为大型装饰订单，若在全市场内只考虑单体 2000 万元以上的装饰订单市场，我们预计整体市场规模约 5000-6000 亿元，金螳螂市占率约 5.6%，EPC 项目相比传统装饰项目具有更大的业务体量、更高的利润率，有助于公司进一步提升市占率，随着公司 EPC 业务不断放量，未来有望成为公司重要增长点。

3.2. 持续提升“内功”，助力改善盈利能力与质量

大工管平台不断完善，推动公司提质增效。公司自 2019 年创立大工管平台以来，管理持续取得显著效果，2020 年进一步完善大工管平台，着力推进集采 2.0，并将各子公司的供应链统一纳入大工管平台进行管理。我们预计后续公司会持续加大大工管平台建设，持续推动公司提质增效。

持续强化审计收款，财务质量持续提升。经历 2020 年疫情冲击，公司进一步提升审计收款核心地位，通过打造核算支撑平台、加大审计收款力度和建立收款管理长效机制等举措持续增强审计收款能力。其中，核算平台的建立能够对任务进行统筹分配，使得审

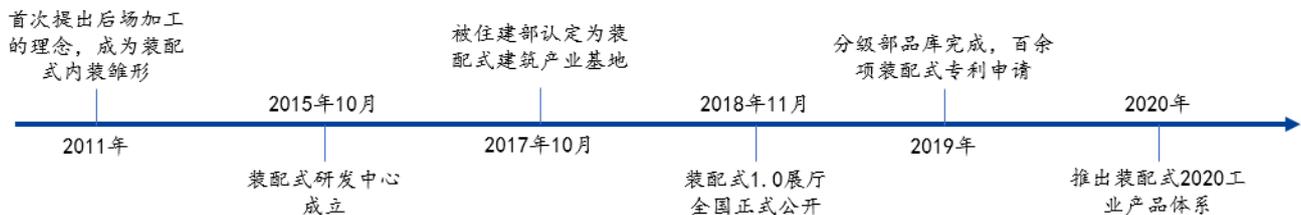
计支撑工作前置，加快审计收款节奏；收款措施方面，公司组建了一支由营销、施工、审计、法务等多部门联合作战的专项团队，提高收款工作的效率与针对性；收款机制方面，公司构建了一套涵盖事前、事中、事后的收款管理模块，事前从订单筛选抓起，事中对各项目状态进行实时监控和过程管理，事后及时推进审计收款。公司当前已建立的审计收款机制促进公司财务质量持续提升，行稳致远。

3.3. 快速、大力布局装配式，未来发展值得期待

公司装配式产品已历经多代革新，持续积累业务实力，2015年10月，金螳螂“装配式研发中心”正式成立，专注于装配式内装体系开发及应用；2017年10月，金螳螂被住建部认定为首批“装配式建筑产业基地”；2018年11月17日，金螳螂装配式内装1.0研发成果正式发布，其中植入了装配式内装十个子体系，包含隔墙系统、墙面系统、地面系统、厨房系统、卫浴系统、吊顶系统、管线系统、生态门窗系统、智能舒适健康体系、人性化体系等。目前金螳螂推出装配式2021工业产品体系，包括住宅、公寓、酒店、医疗康养四大类产品，体系相对完备且具备落地能力。

随着近年来公司装配式技术与产品逐步完善与多元，公司目前已建立标准化设计、工业化生产、部品化组装、数字化集成运营四维一体的数字化装配式体系，构建覆盖了项目全生命周期的管理体系，以提升产品交付能力。依托优秀的产业链管理与整合能力，以及领先的BIM技术实力，公司未来装配式装修业务未来发展值得期待。

图表 23: 金螳螂装配式装修发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 龙头稀缺性突显，极具投资性价比

投资资本回报率（ROIC）高于同业平均水平，价值创造能力强，且常年稳定。公司的ROIC值自2016年起稳定维持在15%附近，近两年分别为15.8%/14.8%，与建材、家居行业的龙头公司相比，位于中上游水平，2018/2019年分别高出可比公司平均值2.1%/0.2%，金螳螂作为装饰龙头企业，与建材、家具龙头企业具备类似的价值创造能力，能够为股东和债权人均提供较高的回报率，且公司的ROIC更具稳定性，从ROIC角度看公司具备较强投资吸引力。

图表 24: 公司与建材、轻工优秀龙头 ROIC 对比

证券简称	2016年	2017年	2018年	2019年
金螳螂	15.1%	15.5%	15.8%	14.8%
东方雨虹	19.8%	16.6%	14.1%	16.5%
坚朗五金	12.4%	7.2%	6.0%	14.6%
中国巨石	8.5%	11.4%	11.5%	9.1%
亚士创能	16.1%	9.4%	4.4%	9.0%
旗滨集团	10.5%	13.1%	13.5%	13.7%
索菲亚	18.9%	18.9%	17.0%	18.0%
欧派家居	36.3%	27.6%	22.1%	18.8%
顾家家居	23.2%	21.6%	18.7%	17.1%
平均值	17.8%	15.7%	13.7%	14.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流角度看金螳螂企业价值被明显低估。金螳螂及建材、家居龙头公司的现金流整体均较为优异，我们可以以 EV 与经营性现金流的比值来从现金流角度对企业进行相对估值，从这个角度看金螳螂企业价值被明显低估，2018/2019 年公司该比值分别为 13.7/14.4，分别低于可比公司平均值 14.6/2.2。

图表 25: 公司与建材、轻工优秀龙头 EV/经营现金流对比

证券简称	2016年	2017年	2018年	2019年
金螳螂	25.5	23.7	13.7	14.4
东方雨虹	34.2	1586.5	24.2	27.8
坚朗五金	49.3	-143.7	99.8	15.9
中国巨石	10.9	14.9	11.7	18.6
亚士创能		-48.7	38.1	11.0
旗滨集团	8.4	8.1	6.1	8.8
索菲亚	21.1	27.8	14.7	15.1
欧派家居		26.5	16.7	23.6
顾家家居	20.2	22.2	21.2	13.9
平均值	24.2	168.6	27.3	16.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

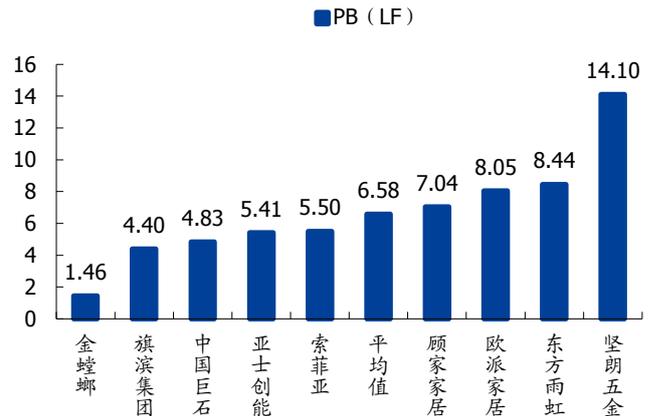
PE、PB 角度金螳螂低估值优势更为明显。截至最新，金螳螂 PE (TTM) /PB (LF) 分别为 10.3/1.46 倍，位于建材及家居龙头可比公司中最低，PE 大幅低于可比公司估值平均值 27 倍，PB 大幅低于可比公司估值平均值 5 倍。

图表 26: 可比公司 PE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 可比公司 PB 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总结看, 金螳螂不仅是装饰行业盈利龙头, 同时也跟建材、家居龙头公司的 ROIC 站在同一水平, 能够持续为股东和债权人创造稳定收益。但金螳螂从 EV/现金流、PE、PB 估值角度看, 均被明显低估。公司当前经营环境边际改善, 设计、管理、规模化优势突出, 逆境下市占率持续提升, 盈利能力和质量不断加强, 公司已处价值洼地, 极具投资性价比。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

2020 年受到疫情的影响, 我们预计公司全年各项子业务增长均相对平缓, 预计全年公司整体营收体量与 2019 年基本持平, 但 2021-2022 年营收增速有望明显回升。其中我们将公司 EPC 业务从传统装饰中拆分出来, 假设公司 EPC 业务持续开拓, 2020-2022 年分别实现营收 30/60/90 亿元; 同时预计装配式装修业务将快速成长, 我们预计公司 2020-2022 年装配式装修业务营收规模分别为 0.3/5/10 亿元。除上述两项外, 假设公司其余传统装饰业务平稳回升, 预计 2020-2022 年分别增长-7%/4%/7%。基于上述假设, 我们预计公司 2020-2022 年营收增速分别为 0%/15%/15%。

图表 28: 公司营收、增速预测及拆解

	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20996	25089	30835	30836	35418	40856
增长率	7%	19%	23%	0.0%	14.9%	15.4%
传统装饰(百万元)	20996	25089	29835	27806	28918	30856
增长率	7%	19%	19%	-7%	4%	7%
装配式(百万元)				30	500	1000
增长率				-	1567%	100%
EPC(百万元)			1000	3000	6000	9000
增长率				200%	100%	50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率上看, 我们预测传统装饰主业后续盈利能力有望稳步回升, 未来三年毛利率分别预测为 18.4%/18.6%/18.8%; 装配式业务则因为还处在早期成长阶段, 毛利率短期可能较低, 但后续有望逐步提升, 未来三年毛利率分别预测为 2%/6%/10%; EPC 业务毛利率整体高于传统装饰 1-2 个百分点, 预计未来三年分别为 20.2%/20.5%/20.7%。基于上述假设, 我们预计未来公司未来三年毛利率为 18.6%/18.7%/19.0%。

图表 29: 公司毛利率预测及拆解

	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
毛利率	16.8%	19.5%	18.4%	18.6%	18.7%	19.0%
传统装饰	16.8%	19.5%	18.3%	18.4%	18.6%	18.8%
装配式				2.0%	6.0%	10.0%
EPC			20.0%	20.2%	20.5%	20.7%

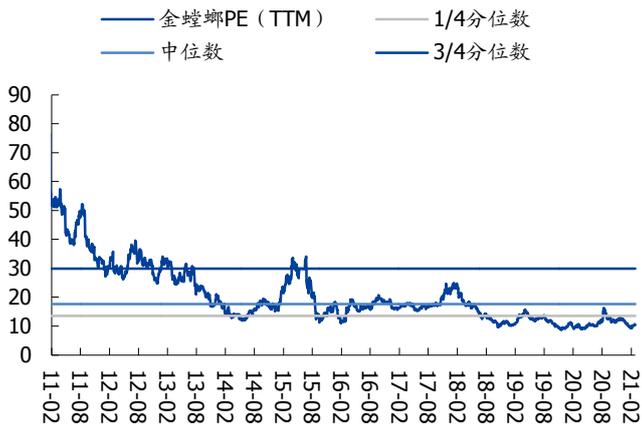
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 估值与投资建议

公司当前估值水平已处历史底部区域。当前金螳螂 PE(TTM)/PB(LF)分别仅为 10.3/1.46 倍, 均处历史最低值附近, 与沪深 300 的比值亦处于历史最低值附近, 纵向看金螳螂目前估值水平已处于历史极低位置。

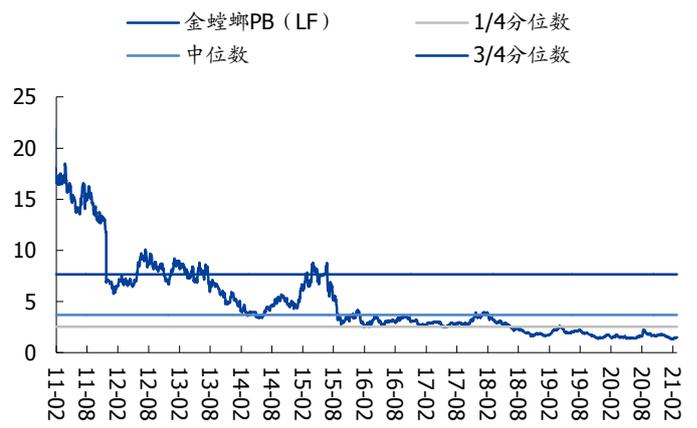
逆境成长, 公司估值有望从折价向溢价转换。当前公司经营业绩持续恢复, 随着行业供给收缩、需求边际改善, 公司依托设计、管理、规模化优势, 在逆境下持续提升市占率、增强盈利能力与质量, 未来业绩增速中枢有望上移, 带动公司估值中枢上移。我们认为, 当前市场对金螳螂市占率与盈利能力提升趋势预期不足, 估值折价严重, 后续随着公司经营成果不断显现, 有望逐步扭转市场预期, 完成从估值折价到估值溢价的转换。

图表 30: 金螳螂历史 PE (TTM)



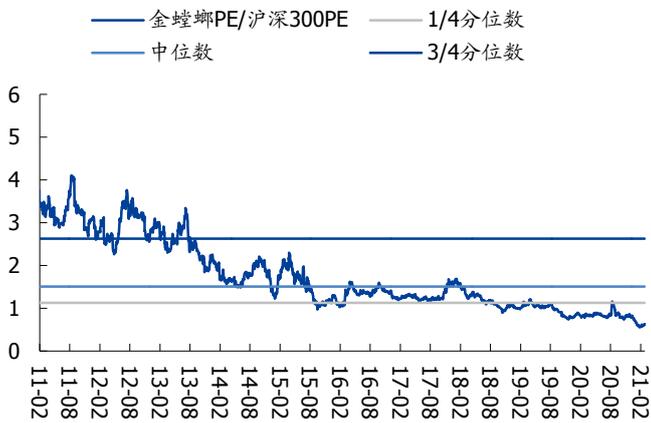
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 金螳螂历史 PB (LF)



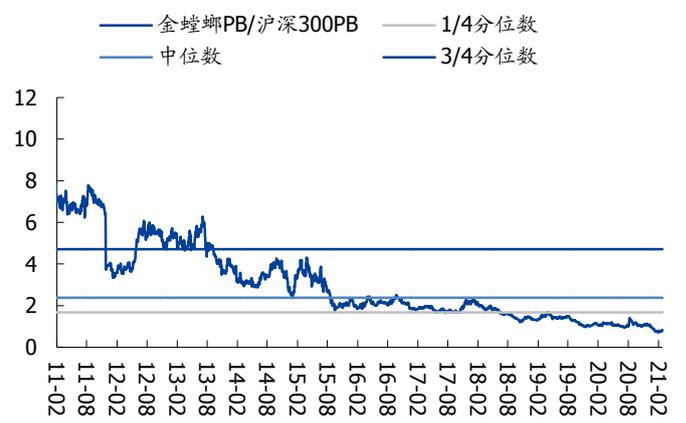
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 金螳螂 PE/沪深 300PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 金螳螂 PB/沪深 300PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 23.5/27.1/31.4 亿元, 同比增长 0%/15%/16%, 对应 EPS 分别为 0.88/1.01/1.17 元 (2019-2022 年 CAGR 为 10%), 当前股价对应 PE 分别为 10/9/8 倍。我们认为, 随着市场对装饰行业竞争格局及公司龙头优势地位的再认识, 公司估值存较大修复空间。给予 20.2 元目标价 (对应 2021 年 20 倍 PE), 维持“买入”评级。

图表 34: 装饰行业重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
金螳螂	8.91	0.88	0.88	1.01	1.17	10.2	10.2	8.8	7.6	1.46
亚厦股份	8.63	0.32	0.24	0.37	0.52	27.2	36.0	23.3	16.6	1.41
广田集团	2.71	0.09	0.16	0.18	0.21	29.0	17.4	15.4	13.0	0.58
宝鹰股份	3.17	0.16	0.16	0.17	0.20	20.4	20.0	18.1	15.8	1.00
瑞和股份	5.33	0.41	0.42	0.46	0.53	12.9	12.7	11.5	10.0	0.82
郑中设计	9.26	0.49	0.50	0.55	0.64	18.8	18.4	16.7	14.5	1.70
江河集团	6.30	0.31	0.64	0.73	0.85	20.6	9.8	8.6	7.4	0.90
柯利达	4.34	0.06	0.13	0.28	0.41	71.1	33.1	15.4	10.5	1.61
维业股份	8.02	0.42	0.15	0.34	0.40	19.0	53.8	23.5	19.9	1.73
平均值						25.4	23.5	15.8	12.9	1.25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 2 月 24 日收盘价, 除亚厦股份外其余公司 EPS 数据取自 Wind 一致预期

6. 风险提示

地产政策调控风险, EPC 及装配式业务拓展不及预期, 原材料及人工成本快速上涨风险, 应收账款坏账风险等。

1) 地产政策调控风险

公司所处装饰行业被市场认为是地产后周期行业, 若地产政策出现超预期收紧调控, 则对于装饰行业而言, 订单可能会减少, 并进一步制约收入及业绩增长。

2) EPC 及装配式业务拓展不及预期

当前公司正积极开展 EPC 业务, EPC 业务订单和收入占比可能会逐步提升, 若后续扩张速度较慢, 或无法对公司利润率、现金流产生正面作用, 则会对公司经营情况及市场预期产生不利影响。

3) 原材料及人工成本快速上涨风险

近年来建筑行业原材料价格整体处于上升过程中, 同时施工工人数量有所减少, 工人工资有所提升, 未来若原材料价格持续上涨, 工人成本提升, 则对于公司成本管控而言将带来一定压力。

4) 应收账款坏账风险

公司应收账款余额较大, 这是由所处行业的特点决定的。如果未来宏观经济发生不利变化或者货币资金环境趋紧等因素导致公司应收账款不能及时回收将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量, 从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com