

德才股份（605287.SH）

深耕青岛市场，开拓城市更新蓝海

买入

核心观点

“小而美”的特色建筑装饰公司。公司全称德才装饰股份有限公司，成立于1999年，总部位于山东青岛。公司主营装饰装修、房建、市政业务，能够提供设计、采购和施工一体化服务。2023年上半年公司装饰装修/房屋建筑/市政业务收入占比分别为47.4%/33.9%/15.1%。公司持续深耕城市更新领域，形成老旧小区改造、历史风貌建筑保护修缮、市政基础设施建设业务“三驾马车”，2023年上半年以上三类项目新签合同额占比达到53.3%。

青岛市城市更新及城市建设需求快速释放。2022年青岛市提出城市更新和城市建设三年攻坚行动方案，重点开展历史城区保护更新、重点低效片区(园)开发建设、旧城旧村改造建设、市政设施建设、交通基础设施建设、地铁建设及地铁沿线开发建设、停车设施建设、公园城市建设八大行动。2023年青岛市计划改造老旧小区473个，同比+48.7%，计划完成投资64.8亿元，同比+63.6%，计划推进城中村改造项目85个，同比+193.1%，计划完成投资175亿元，同比+42.7%。

公司紧抓政策机遇，打造城市更新特色品牌。公司凭借全产业链优势，积极开拓城市更新业务。公司在手资质覆盖老旧小区改造各个领域，能够独立承接老旧小区改造项目，2023H1公司新签老旧小区改造类项目9.57亿元，同比+106.7%；新签历史风貌建筑保护修缮类项目3.90亿元，同比+43.0%，估算公司老旧小区改造类项目本地市占率可以达到20%左右。

充分开发已有渠道，积极布局系统门窗。2022年，公司变更部分募集资金投资项目为“系统门窗研发及智能制造产业化项目”。2023年，公司旗下德才高科二期二号车间两条生产线落成并试运行。公司门窗业务起步较早，拥有自己的研发设计团队和检测中心，且能够对接公司传统装饰客户的系统门窗采购需求，同时公司布局建设C端渠道，切入存量房精装修消费领域。

估值与投资建议：基建面临“缺项目”问题，“扩内需”呼唤改造类项目发力，“广义城市更新”成为基建重点投资领域。公司长期深耕青岛市场，立足本土优势，打造城市更新特色品牌，有望持续受益于市场需求快速增长。预测公司归母净利润2.33/2.82/3.26亿元，每股收益1.67/2.01/2.33元，对应当前股价9.8/8.1/7.0x。结合绝对估值法和相对估值法，公司合理每股价值区间为22.07-23.38元，较当前股价有35.65%-43.70%的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、政策变化的风险、市场竞争的风险、价、资产负债率较高的风险、应收款回收的风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,638	6,176	7,446	8,651
(+/-%)	8.7%	11.9%	9.5%	20.6%	16.2%
净利润(百万元)	140	200	233	282	326
(+/-%)	-23.8%	43.1%	16.8%	20.8%	15.7%
每股收益(元)	1.40	2.00	1.67	2.01	2.33
EBIT Margin	6.6%	7.5%	7.6%	7.3%	7.1%
净资产收益率(ROE)	9.2%	11.7%	12.2%	13.1%	13.5%
市盈率(PE)	11.7	8.2	9.8	8.1	7.0
EV/EBITDA	23.8	22.2	22.5	22.9	23.0
市净率(PB)	1.07	0.96	1.20	1.07	0.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

建筑装饰·装修装饰II

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

联系人：朱家琪

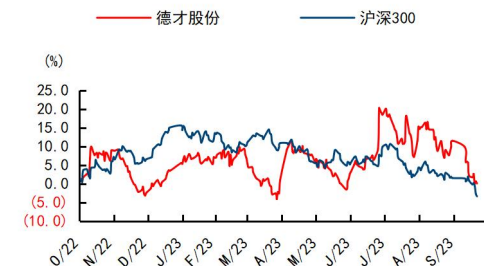
021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.07 - 23.38 元
收盘价	16.27 元
总市值/流通市值	2278/1431 百万元
52周最高价/最低价	25.96/16.13 元
近3个月日均成交额	47.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

德才股份：“小而美”的特色建筑装饰公司	5
行业：进入存量时代，城市更新需求加速释放	7
装饰装修：地产红利退潮，进入存量竞争时代	7
城市更新：万亿存量改造市场有望加速释放	10
公司：深耕青岛市场，开拓城市更新蓝海	14
公建装饰稳健，本地资源实力强	14
立足本土优势开拓城市更新蓝海市场	16
充分开发已有渠道，积极布局系统门窗	17
业务结构优化重塑财务指标，周转放缓但回款改善	19
盈利预测	22
核心假设	22
未来 3 年业绩预测	23
估值与投资建议	24
绝对估值：22.07-26.13 元	24
相对估值：20.04-23.38 元	25
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 德才股份股权结构图	5
图 2: 2023H1 公司业务收入结构 (单位: %)	5
图 3: 2023H1 公司装饰装修业务细分收入结构 (单位: %)	5
图 4: 公司承接典型老旧小区改造和历史风貌建筑保护修缮项目	6
图 5: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 6: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	6
图 7: 装饰装修产值及增速变化 (单位: 万元, %)	7
图 8: 建筑装饰企业数量 (单位: 万家)	7
图 9: 全国房地产销售面积及同比增速 (单位: 万平方米, %)	7
图 10: 中国恒大销售面积及增速 (单位: 万平方米, %)	7
图 11: 2018 年精装修开发商集中度 (单位: %)	8
图 12: 2017 年 500 强房企建筑装饰品牌首选率 (单位: %)	8
图 13: 龙头建筑装饰公司第一大客户销售额占比 (单位: %)	8
图 14: 金螳螂第一大客户销售占比和营收增速 (单位: %)	8
图 15: 2021 年中国家装用户消费动机分布 (单位: %)	9
图 16: 2021 年 26-45 岁用户改善型需求的家装动机 (单位: %)	9
图 17: 公共建筑房屋竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)	9
图 18: 公共建筑投资额及近五年增速 (单位: 亿元, %)	9
图 19: 专项债发行额和新增规模变化 (单位: 亿元)	11
图 20: 2022-2023 单月项目开工投资额对比 (单位: 亿元)	11
图 21: 城中村改造市场规模及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 22: 部分城市 2023 年计划实施城中村改造和城市更新项目数 (单位: 项)	11
图 23: 公司分领域营业收入变化 (单位: 亿元)	14
图 24: 公司各业务毛利率变化 (单位: %)	14
图 25: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 26: 公司分领域新签合同构成 (单位: %)	14
图 27: 公司对前五大客户销售额变化 (单位: 亿元, %)	15
图 28: 公司对海尔系客户销售额及占比 (单位: 亿元, %)	15
图 29: 公司新签合同不同类型客户结构变化 (单位: 亿元)	15
图 30: 公司向青岛城投和青岛地铁销售额 (单位: 亿元)	15
图 31: 公司设计业务收入及同比增速 (单位: 亿元, %)	16
图 32: 公司设计业务毛利率变化 (单位: %)	16
图 33: 青岛市近年老旧小区和城中村改造项目数 (单位: 个)	16
图 34: 青岛市近年老旧小区和城中村改造计划投资额 (单位: 亿元)	16
图 35: 公司老旧小区改造和历史风貌建筑保护类新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 36: 公司老旧小区改造新签合同额和本地市占率估算 (单位: 亿元, %)	17
图 37: 系统门窗成品图及零部件分解图	17

图 38: 公司系统门窗产品截面细节图	17
图 39: 调查样本中家庭门窗已使用时长 (单位: %)	18
图 40: 调查样本中家庭门窗更换需求迫切程度 (单位: %)	18
图 41: 公司系统门窗智能生产车间	18
图 42: 公司旗下幕墙门窗检测中心	18
图 43: 公司毛利率及净利率变化 (单位: %)	19
图 44: 公司 ROE 变化 (单位: %)	19
图 45: 公司期间费用率变化 (单位: %)	19
图 46: 公司各项费用率变化情况 (单位: %)	19
图 47: 公司应收账款和总资产周转率变化 (单位: 次)	20
图 48: 公司应收款项规模变动 (单位: 亿元)	20
图 49: 公司收现比和付现比变化 (单位: %)	20
图 50: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (单位: 亿元)	20
图 51: 公司资产负债率变化 (单位: %)	21
图 52: 公司带息债务规模变化 (单位: 亿元)	21
表 1: 城中村改造、老旧小区改造、城市更新相关政策表述梳理	10
表 2: 部分改造类项目信息梳理	12
表 3: 城中村改造、老旧小区改造、城市更新相关地方政策梳理	12
表 4: 部分老旧小区改造项目信息	13
表 5: 分业务营业收入预测 (单位: 亿元)	22
表 6: 未来三年分业务收入及毛利预测 (单位: 亿元)	23
表 7: 未来三年费用率预测	23
表 8: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	23
表 9: 公司盈利预测假设条件	24
表 10: 资本成本假设	24
表 11: 公司 FCFF 估值表 (单位: 百万元)	24
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元)	25
表 13: 可比公司估值情况 (截止 10 月 20 日)	25

德才股份：“小而美”的特色建筑装饰公司

深耕青岛，在本地市场品牌竞争力强。公司全称德才装饰股份有限公司，成立于1999年，总部位于山东青岛，2021年在上海证券交易所上市。公司现居中国建筑装饰行业百强企业第2名，全国建筑装饰设计行业第3名，全国建筑幕墙行业第4名，连续17年位列山东首位，在区域内拥有较强的品牌竞争力。董事长叶德才先生直接和间接通过德才君合共计持股32.11%，为公司的实际控制人，青岛市国资委通过间接持有公司9.48%的股权。

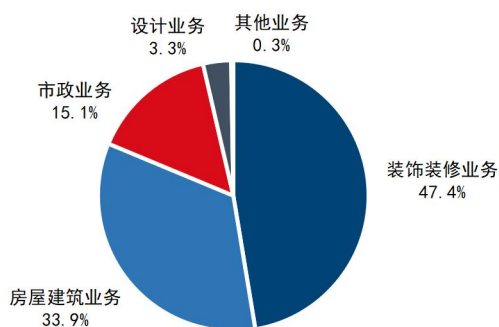
图1：德才股份股权结构图



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

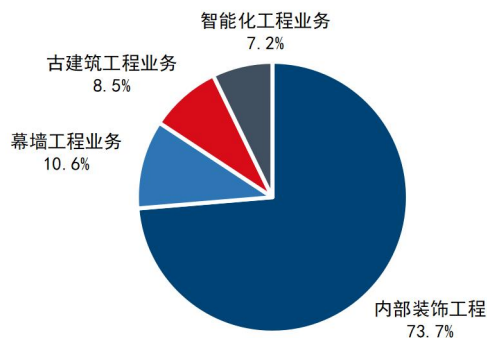
主营装饰、房建、市政业务，持续降低地产占比。公司主营装饰装修、房建、市政业务，能够提供设计、采购和施工一体化服务。2023年上半年公司装饰装修/房屋建筑/市政业务收入占比分别为47.4%/33.9%/15.1%。公司装饰装修业务包括内装装饰工程、建筑幕墙工程、智能化工程、古建筑工程四个细分，2023年上半年在装饰装修业务中收入占比分别为73.7%/10.6%/8.5%/7.2%。公司持续降低地产相关业务占比，2023H1新签地产类项目占比低于10%。

图2：2023H1 公司业务收入结构（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图3：2023H1 公司装饰装修业务细分收入结构（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

在城市更新领域范围内多元化布局，“三驾马车”驱动高质量发展。公司持续深耕新型城市建设领域，形成老旧小区改造、历史风貌建筑保护修缮、市政基础设施建设业务“三驾马车”。2023年上半年公司新签老旧小区改造类项目9.57亿元，同比增长106.7%；新签历史风貌建筑保护修缮类项目3.90亿元，同比增长43.0%；新签市政基础设施项目12.0亿元，同比增长86.9%，以上三类新签合同合计占上半年新签合同总额的53.3%。

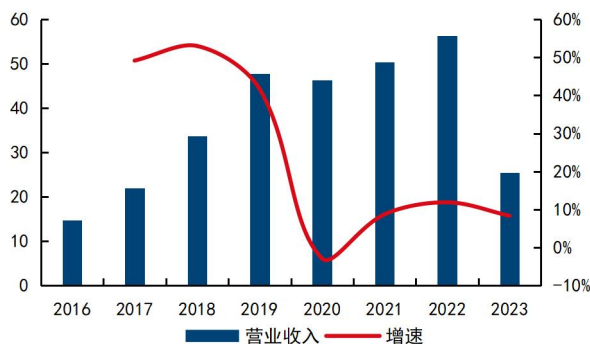
图4：公司承接典型老旧小区改造和历史风貌建筑保护修缮项目



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

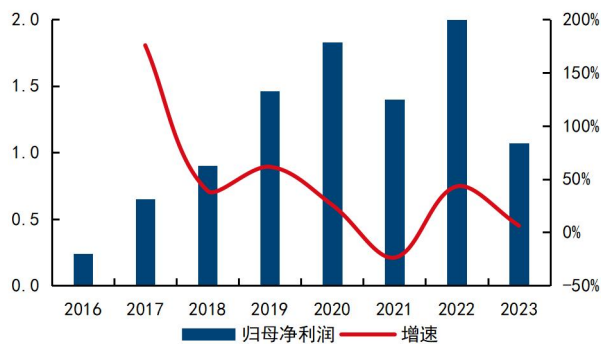
营收业绩保持快速增长。2023年上半年公司实现营收25.5亿元，同比+8.3%，实现归母净利1.07亿元，同比+6.2%，扣非归母净利1.09亿元，同比+32.2%。2022年公司实现营收25.5亿元，归母净利2.0亿元，2017-2022年营收和业绩复合增长率分别达到20.7%和25.2%，在行业整体增速放缓的时期仍然保持较快增长。

图5：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

行业：进入存量时代，城市更新需求加速释放

装饰装修：地产红利退潮，进入存量竞争时代

建筑装饰行业集中度低，呈现“大行业、小公司”的特点。建筑装饰行业虽然总体市场规模大，2022 年行业总产值达到 1.29 万亿元，但由于其轻资产、进入壁垒低的特性，龙头企业规模优势难以体现，小型装饰装修公司分布广泛。目前国内建筑装饰企业数量较多，而且装饰市场趋于成熟，市场产品同质化现象严重，导致现有建筑装饰企业的存量竞争尤为激烈。近年，国家大力发展装配式建筑、绿色建筑，加强了建筑业对智能生产、绿色发展的高质量要求，行业的准入门槛逐渐提升，市场集中度亦有提升趋势。其中相较于公装市场，家装市场的门槛更低，中小企业更多，行业离散度更大。

图7：装饰装修产值及增速变化（单位：万元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8：建筑装饰企业数量（单位：万家）



资料来源：艾瑞咨询，建筑装饰协会，国信证券经济研究所整理

受益于地产行业发展红利，过去十年装饰行业快速增长。过去十年，尤其在2015-2017 年地产行业进入快速增长阶段，驱动装饰装修行业市场需求快速增长。采用高周转模式的大型开发商增速更快，对装饰装修的需求也更大，2015 年中国恒大销售面积为 2551 万平方米，到 2017 年即增长至 5030 万平方米。

图9：全国房地产销售面积及同比增速（单位：万平方米，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：中国恒大销售面积及增速（单位：万平方米，%）

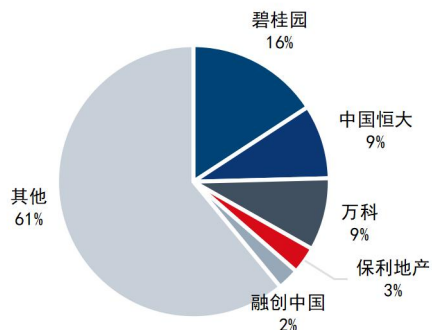


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

全装修比例提升，龙头装饰企业充分受益。建筑业发展十三五规划指出，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，各地方也积极出台相关全装修政策。大型房地产开发商开发规模大，对标准化装修有较大需求，更倾向于与装饰装修龙

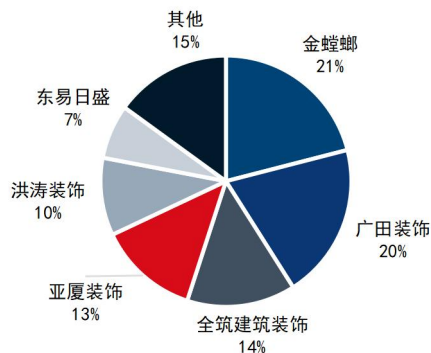
龙头企业建立稳定合作关系，2018 年碧桂园、中国恒大、万科、保利地产、融创中国五家房企的精装修需求占有所有开发商的 39%。

图11：2018 年精装开发商集中度（单位：%）



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

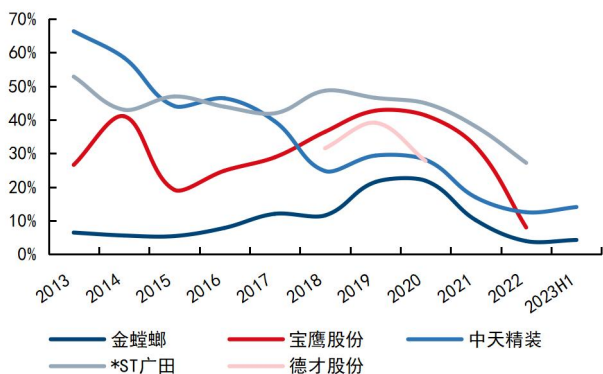
图12：2017 年 500 强房企建筑装饰品牌首选率（单位：%）



资料来源：中国房地产协会，国信证券经济研究所整理

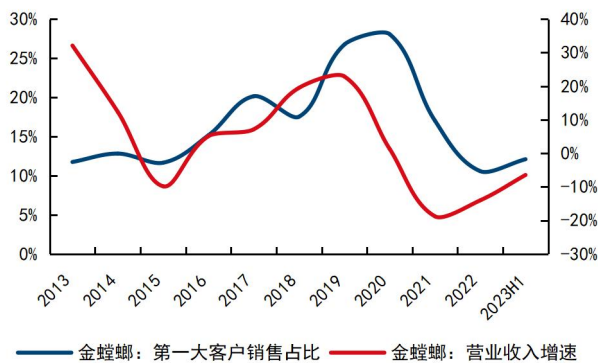
龙头企业深度绑定开发商，收入跟随大客户投资强度而起落。2015 年后，龙头开发商全国布局需求强烈，住宅精装修市场快速增长，龙头建筑装饰企业普遍选择销售成本最低、扩张最快的“大客户战略”。2020 年以前龙头建筑装饰公司第一大客户销售占比平均在 30%以上，前五大客户销售占比平均在 50%左右，彼时恒大成为金螳螂、宝鹰股份、广田装饰的第一大客户，万科成为中天精装的第一大客户。而随着 2020 年后大型开发商风险暴露，深度绑定开发商的建筑装饰公司大幅缩减对大客户的销售规模，收入规模也受到较大影响。

图13：龙头建筑装饰公司第一大客户销售额占比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

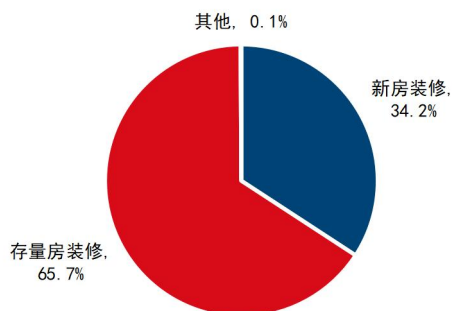
图14：金螳螂第一大客户销售占比和营收增速（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

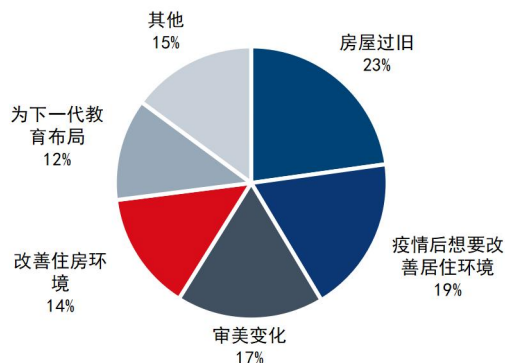
一手精装修住宅退潮，存量市场仍有增长空间。随着恒大、融创等龙头房企相继出现信用风险，以房地产开发商为主要客户，精装修为主业的装饰公司面临较大的业绩压力。但是除新房装修外，存量住宅翻新仍有较大空间。根据艾瑞咨询，新房装修的刚性需求当前仅占用户装修动机的 34%，居民基于旧房改造、审美变化、改善居住环境产生的装修需求驱动存量房装修市场增长。

图15: 2021 年中国家装用户消费动机分布 (单位: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图16: 2021 年 26-45 岁用户改善型需求的家装动机 (单位: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

公装需求相对平稳, 科教文卫投资额稳定增长。2022 年全国办公、商业、科教、文化房屋竣工面积 6.57 亿平方米, 同比-1.8%, 同期房地产竣工面积 8.62 亿平方米, 同比-15.0%, 公共建筑竣工受到的冲击相对较小, 整体需求相对稳定。过去五年教育业/文体娱乐/卫生和社会福利/科技领域公共建筑投资额复合增速分别为 10.8%/8.0%/13.9%/16.9%。

图17: 公共建筑房屋竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图18: 公共建筑投资额及近五年增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

城市更新：万亿存量改造市场有望加速释放

从城中村改造到城市更新，“存量改造”有望成为新主线。2020 年起关于存量改造的相关政策即开始密集出台，老旧小区年内计划改造数量由 2020 年的 3.9 万个大幅提升到 2023 年的 16.7 万个，2022 年 3 月国家发改委在新型城镇化任务重提出“因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村”，2023 年 7 月国务院提出关于城中村改造的专项指导意见。从政策脉络上可以看出，城中村改造、老旧小区改造、城市更新将会遵循由“最旧”到“次旧”，由住宅到公共建筑和工业建筑再到城市建设全领域的改造顺序，城市“存量改造”需求有望加速释放。

表1：城中村改造、老旧小区改造、城市更新相关政策表述梳理

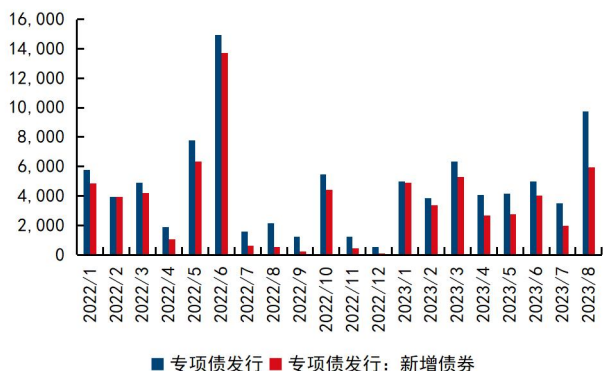
时间	文件名称	部门	相关主要内容
2020 年 5 月	《2020 年政府工作报告》	国务院	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。
2020 年 7 月	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	住建部	各地要结合实际，合理界定本地区改造对象范围，重点改造 2000 年底前建成的老旧小区。“十四五”期末，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。为专业经营单位的工程实施提供支持便利，禁止收取不合理费用。鼓励选用经济适用、绿色环保的技术、工艺、材料、产品。改造项目涉及历史文化街区、历史建筑的，应严格落实相关保护修缮要求。
2021 年 3 月	《2021 年政府工作报告》	国务院	政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。
2022 年 3 月	《2022 年政府工作报告》	国务院	有序推进城市更新，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，支持加装电梯等设施，推进无障碍环境建设和公共设施适老化改造。健全常住地提供基本公共服务制度。加强县城基础设施建设。稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展。推进成渝地区双城经济圈建设。严控撤县建市设区。在城乡规划建设中做好历史文化保护传承，节约集约用地。要深入推进以人为核心的新型城镇化，不断提高人民生活质量。
2022 年 3 月	《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	国家发改委	有序推进城市更新。加快改造城镇老旧小区，推进水电路气信等配套设施建设及小区内建筑物屋面、外墙、楼梯等公共部位维修，有条件的加装电梯，力争改善 840 万户居民基本居住条件。更多采用市场化方式推进大城市老旧厂区改造，培育新产业、发展新功能。因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村。注重修缮改造既有建筑，防止大拆大建。
2023 年 3 月	《2023 年政府工作报告》	国务院	实施城市更新行动，改造城镇老旧小区 16.7 万个，惠及 2900 多万家庭。
2023 年 7 月	《关于积极稳妥推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》	国务院	在超大特大城市积极稳妥推进“平急两用”公共基础设施建设，是统筹发展和安全、推动城市高质量发展的重要举措。实施中要注重统筹新建增量与盘活存量，积极盘活城市低效和闲置资源，依法依规、因地制宜按需新建相关设施。要充分发挥市场机制作用，加强标准引导和政策支持，充分调动民间投资积极性，鼓励吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护。
2023 年 7 月	关于扎实推进 2023 年城镇老旧小区改造工作的通知	住建部	扎实抓好“楼道革命”“环境革命”“管理革命”等 3 个重点。加强“一老一小”等适老化及适儿化改造。大力改造提升建成年代较早、失养失修失管、设施短板明显、居民改造意愿强烈的住宅小区（含单栋住宅楼），重点改造 2000 年底前建成需改造的城镇老旧小区。按照“实施一批、谋划一批、储备一批”原则，尽快自下而上研究确定 2024 年改造计划，于 2023 年启动居民意愿征询、项目立项审批、改造资金筹措等前期工作，鼓励具备条件的项目提前至 2023 年开工实施。
2023 年 7 月	《关于在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》	国务院	在超大特大城市积极稳妥实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。

资料来源：住建部，中国政府网，国信证券经济研究所整理

基建面临“缺项目”问题，“扩内需”呼唤改造类项目发力。2023 年 1-8 月专项债净新增 3.09 万亿元，同比-12.2%。基建项目端看，1-8 月，全国开工项目投资额 37.18 万亿元，同比-9.7%。当前具备自身造血能力，收益性较好的项目不足，导致专项债发行和项目开工滞后，在“缺项目”和“投资扩内需”的矛盾下，可以期待更多由政府主导的，公益性更强的项目加速审批落地。而改造类项目投资空间大，惠及范围广，政策支持可有效刺激地产链行业需求，且兼具公益性和一

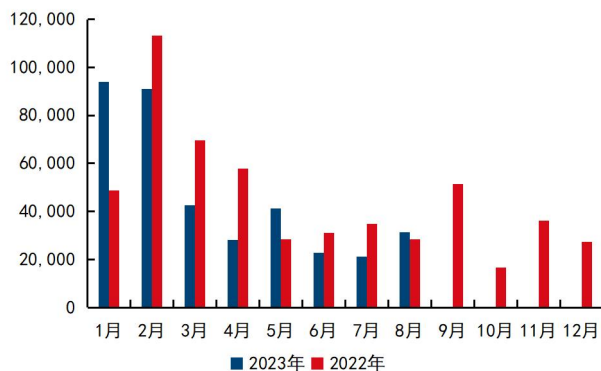
定的收益性，是当前最具必要性和可行性的基建投资方向之一。7月《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》发布后，相应资金支持政策亦加快出台，9月监管部门明确将城中村改造纳入专项债支持范围，符合条件的项目将得到专项银行贷款的支持，改造类项目将有望成为基建投资的重点发力环节。

图19：专项债发行额和新增规模变化（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

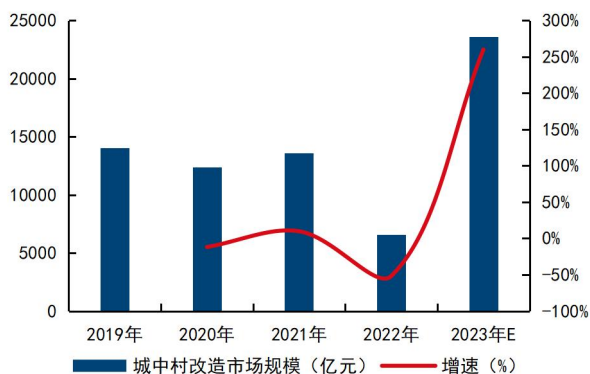
图20：2022-2023 单月项目开工投资额对比（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

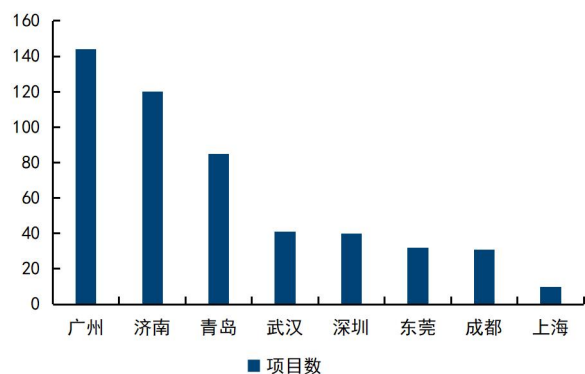
估算城中村改造和城市更新年均投资额接近 2 万亿元。根据观研网数据，2019-2021 年全国城中村改造市场规模每年都能够保持在 1.2-1.4 万亿之间，2022 年城中村改造规模下降为 6559 亿元。根据部分城市公布的项目推进计划，8 座样本城市 2023 年计划实施项目 524 项城中村改造和城市更新项目，其中济南、广州、深圳分别计划年内完成相关投资额 3000 亿元、2000 亿元、2000 亿元。我们假设未来单个城市年均实施 40-50 个项目，单个项目投资额平均为 20-30 亿元，则 21 个超大特大型城市年均投资额合计可达到 1.68-3.15 万亿元。

图21：城中村改造市场规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：观研网，国信证券经济研究所整理

图22：部分城市 2023 年计划实施城中村改造和城市更新项目数（单位：项）



资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

表2: 部分改造类项目信息梳理

项目类型	项目名称	项目投资 (亿元)	涉及户数 (户)	建筑面积 (平方米)	户均投资 (万元/户)	单位面积投资 (元/平方米)
城中村改造	武汉东湖新技术开发区滨湖街城中村改造项目	59.07	9528	1,427,000	62.0	4,139
	长沙芙蓉区东湖村城中村改造项目	25.76	628	280,261	410.2	9,191
	天津宝坻区大口巷片区棚户区(城中村)改造项目	19.78	1569	185,720	126.1	10,650
城市更新	西部(重庆)科学城城市更新二期建设项目	135.55	-	800,000	-	16,944
	荆州大学城(城市更新)科创园项目	59.29	-	974,320	-	6,085
	青岛济南路片区历史文化街区城市更新项目	11.61	-	76,543	-	15,168

资料来源: 企业预警通, 国信证券经济研究所整理

表3: 城中村改造、老旧小区改造、城市更新相关地方政策梳理

城市	时间	文件或会议	表述
济南	2022年12月	《济南市城市更新专项规划(2021-2035年)》	到2025年, 计划实施 63个旧村庄改造(包含55个城中村和8个城边村) , 涉及建筑面积约 933万平方米 , 居民约3.01万户。
广州	2023年1月	广州召开全市高质量发展大会	2023年全年要推进 127个城中村改造项目的建设 , 重点推进 17个城市更新项目 , 力争完成 2000亿元 城市更新固定资产投资目标。
深圳	2023年2月	《深圳市城市更新和土地整备“十四五”规划》	2021-2025年完成城市更新和土地整备固定资产投资总额不少于1万亿元(含各类城市更新以及土地整备项目) 。全是城市更新和土地整备实施规模不少于95平方公里。 2023年启动首批40个城中村统筹规划和整治提升试点。
济南	2023年2月	济南城市更新新政银企对接暨项目推介会	济南市2023年将加快实施以“中优”战略为引爆点的城市更新行动, 启动城市更新项目120个, 总投资近3000亿元。
青岛	2023年3月	2023年青岛市“城市更新和城市建设”攻坚行动主题系列发布会	2023年计划推进 城中村改造项目85个, 计划完成投资175亿元 。其中: 新启动项目19个, 计划年度完成投资31亿元, 惠及居民1.46万户; 续建项目66个, 计划年度完成投资144亿元。
珠海	2023年4月	《珠海市城市更新(全面改造)2023-2025年中长期计划》	要科学有序推进城中村旧村全面改造。逐步消除城中村安全隐患, 改善居住环境和配套服务, 推动实现“村村有物业”, 助力城中村高质量发展; 注重完善公共服务体系, 促进城市功能提升。2023-2025年力争通过城市更新实现违法建筑存量减少不少于18万平方米。
合肥	2023年5月	《合肥市规委会2023年第5次主任办公会》	当前正是城中村改造全面攻坚期, 越是难干, 越要抓紧往前干; 越是硬骨头, 越要排在前面啃, 绝不允许把“容易做的”放前两年, 把“难度大的”放在后一年, 确保全市现有104个城中村改造三年内基本完成。
厦门	2023年5月	《厦门市城中村现代化治理三年行动方案(2023-2025年)》	自2023年启动试点, 利用3年时间实现108个行政村治理全覆盖 。2023年是打造样板年。筛选条件较为成熟的25个城中村作为治理试点, 精心策划治理项目, 打造首批精品村。《行动方案》详细部署了十项主要工作内容, 涵盖治理规划、道路提升、市政提升、消防安全、环境提升、公共服务、产业提升、文化传承、社会治理以及公共安全等方面。探索将城中村范围内的“市政物业”委托专业经营单位实施物业管理, 探索形成规模化、市场化、产业化的物业管理模式。
杭州	2023年6月	《关于全面推进城市更新的实施意见》	深化城中村改造工作, 打造生活便利、环境优美、管理有序的新型城市社区。
东莞	2023年6月	城中村改造工作动员部署会	同步铺开 4个街道和28个镇的城中村改造。
成都	2023年6月	《成都市城市更新建设规划(2022-2025)》	稳步推进规划范围内已列入计划的 31片城中村改造。
武汉	2023年6月	《2023年度全市中心城区城市更新及房屋征收计划》	2023年全面推进 41处基础设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造 , 全年完成城市更新1421.02万平方米, 包括城市村和集体土地33项, 189.16万平方米。
上海	2023年7月	民心工程推进会	2023-2025年计划安排 新启动30个“城中村”改造项目, 每年启动10个改造项目 , 截至2022年底, 全市已批准的62个城中村改造项目引进社会资金达5500多亿元。
广州	2023年7月	《进一步优化审批服务机制惠企利民促进经济社会发展若干措施(第三批)》	探索城中村改造复建物业性质留白, 在编制城中村改造项目的国土空间详细规划时, 鼓励针对村集体复建物业用地探索设置新的用地类型——综合产业用地(M/A/B)。灵活分片办理规划条件和设计方案审查, 支持城中村改造分期分片实施。优化城中村改造用地报批, 缩短报批时间。简化建设工程规划许可申办材料, 提升城中村改造业务办理便利度。
南京	2023年8月	《南京市征收集体土地涉及住宅房屋票安置暂行办法》(征求意见稿)	征收集体土地涉及住宅房屋的补偿安置方式主要为货币补偿。 实行货币补偿的, 符合条件的被征收人可以申购集体土地征收安置房。具备条件的区域可以在国土空间规划确定的居民点范围内采用重新安排宅基地建房的方式予以补偿安置。非住宅房屋的补偿方式为货币补偿。
郑州	2023年8月	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	稳妥推进城中村改造和城市更新。城中村改造、城市更新中涉及的房屋征收, 通过购买商品住房、发放安置房票等货币化为主的方式实施安置。未开工建设的安置房, 原则上以货币化

天津	2023 年 8 月	天津市城市更新行动计划 (2022-2025 年)	安置为主。 分区推进城区城中村改造更新。古城片区以保护优先，维护古城整体格局与历史街区现状肌理，提升旅游服务功能与综合接待能力。老城片区根据现状城中村特点，提升居住生活环境、完善公共服务设施，优化基础设施配套。 做好城中村改造复盘工作，坚持先易后难、尽力而为、量力而行，制定好城中村改造规划和计划，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，年内完成二环内城中村改造，扎实推进二环至三环之间具备条件的城中村改造。要健全完善学校、医院、商业以及交通路网、地下管网、垃圾处置等配套设施，加强周边环境整治，着力打造宜居宜业美好家园，让居民享受更高品质城市生活。要树立经营城市理念，坚持政府主导、市场运作，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，算好经济账、城市账，算好当前账、长远账，彻底断开土地市场一二级市场，创新投融资模式，实现可持续发展。
石家庄	2023 年 8 月	石家庄市委专题会议	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》(以下简称《通知》)，决定在 43 个城市开展为期 4 年的低效用地再开发试点 。《通知》强调，要坚持最严格的耕地保护制度、最严格的节约集约用地制度和最严格的生态环境保护制度，以国土空间规划为统领，以城中村和低效工业用地改造为重点，以政策创新为支撑，推动各类低效用地再开发，推动城乡发展从增量依赖向存量挖潜转变，促进形成节约资源和保护环境的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式。
全国 43 城	2023 年 9 月	自然资源部《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

估算老旧小区改造年均市场规模超 2000 亿元。根据住建部统计数据，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4,200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。通过梳理部分旧改项目信息，我们假设全国老旧小区户均投资为 4.0-5.0 万元，单位平方米建筑面积投资 400-600 元，**估算全国老旧小区改造投资规模约为 1.6-2.4 万亿元。**根据住建部披露，2019 年完成改造城镇老旧小区 1.9 万个，涉及居民 352 万户；2020 年改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；2021 年开工改造城镇老旧小区 5.56 万个，涉及居民 965 万户。剔除 2019、2020 年和 2021 年改造的户数，**2022-2025 年需要完成改造 2,183 万户，即平均每年改造约 546 万户，对应投资规模约为 2100-2700 亿元。**

表4: 部分老旧小区改造项目信息

	幢数	户数	建筑面积(平方米)	项目投资(亿元)	户均投资(万元/户)	单位面积投资(元/平方米)	单幢投资(万元/幢)
常州市天宁区天宁街道项目	162	5278	380000	2.11	4.0	555.3	130.2
南昌市西湖区改造项目	116	6028	444900	1.46	2.4	328.2	125.9
福州市台江区改造项目	129	6701	600931	1.55	2.3	257.9	120.2
常州市钟楼区荷花池街道项目	116	4079	496700	1.96	4.8	394.6	169.0
长治市太东街道改造项目	21	636	66379	0.45	7.1	677.9	214.3
西安市临潼区改造项目	44	1560	126000	1.22	7.8	968.3	277.3
铜陵市铜官区老旧小区改造工程	873	40752	2147000	4.28	1.1	199.3	49.0
青岛市市北区镇江路、宁夏路等街道老旧小区改造工程项目	225	12464	907400	3.36	2.7	370.3	149.3
平度市老旧小区改造工程	190	4918	410000	2.75	5.6	670.7	144.7
平均					4.2	491.4	153.3

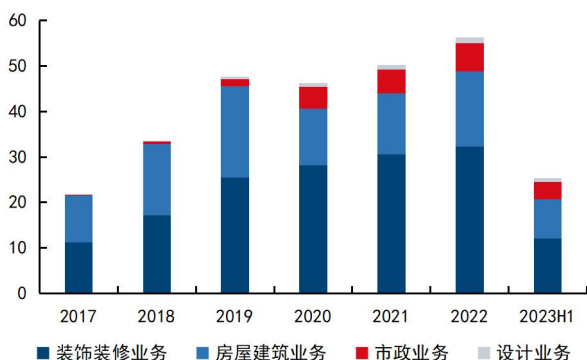
资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

公司：深耕青岛市场，开拓城市更新蓝海

公建筑装饰稳健，本地资源实力强

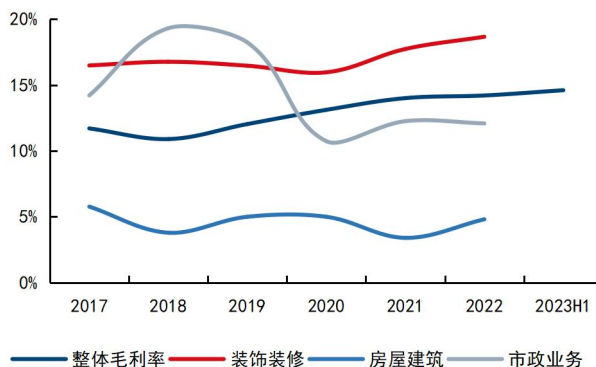
装饰装修稳健发展，毛利率持续提升。公司装饰装修业务和房屋建筑业务在行业景气度下行期依然保持了稳步增长，夯实了公司的基本盘，2022 年公司装饰装修业务实现收入 32.3 亿元，房建业务实现收入 16.5 亿元，分别占比 57.3%和 29.2%。2022 年装饰装修/房屋建筑/市政业务毛利率分别为 18.7%/4.8%/12.1%，公司整体毛利率由 2018 年的 10.9%持续提升至 2023H1 的 14.6%。

图23：公司分领域营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

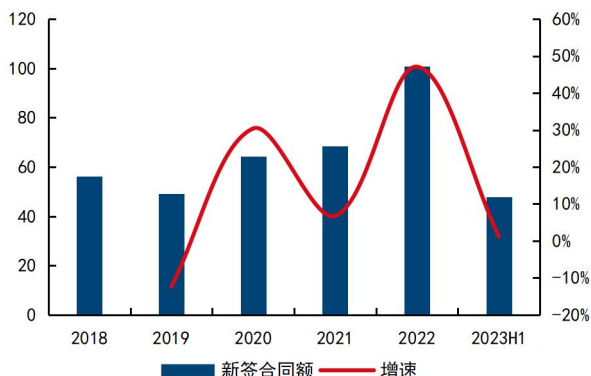
图24：公司各业务毛利率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

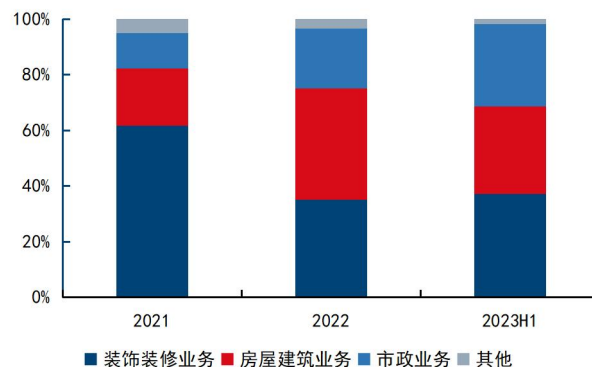
市政业务新签订单高增，推动公司业务结构转型。2023H1 公司新签合同额 47.8 亿元，同比+1.2%，其中装饰装修/房屋建筑/市政业务新签合同额分别同比+26.1%/-39.4%/+94.7%。随着地产相关需求下滑，公司装饰装修占比下降而市政业务占比快速提升，装饰装修新签合同额占比由 2021 年的 61.6%下降至 2023H1 的 37.2%，市政业务新签合同额占比由 2021 年的 12.7%上升至 2023H1 的 29.5%。

图25：公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图26：公司分领域新签合同构成（单位：%）

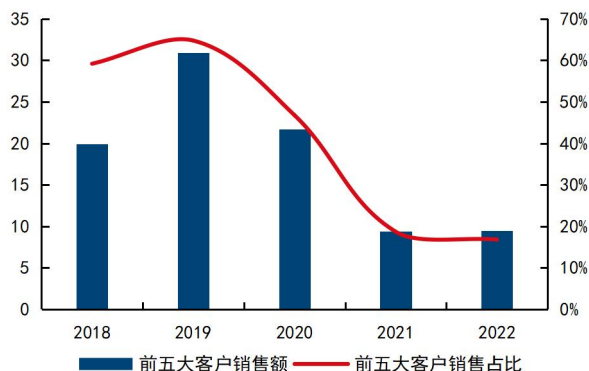


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

对大客户依赖度减弱，对政府类客户销售占比提升。海尔地产（青岛君一控股集团）2018-2020 年均为公司的第一大客户，2019 年公司海尔地产销售额最高达到 18.7 亿元，占当年总收入的 39.1%。而后公司客户集中度快速下降，公司前五

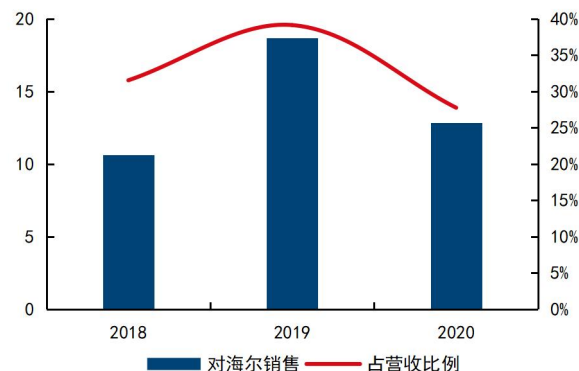
大客户销售占比由 2019 年的 64.7% 大幅下降至 2022 年的 16.8%。公司在青岛本地资源实力较强，股东城高世纪基金和青铁金汇具有国资属性，2018 年以来公司对青岛城投系和青岛地铁系客户销售额持续上升，2022 年公司对青岛城投系客户合同额 10.0 亿元，对青岛地铁系客户新签合同额 2.9 亿元，合计相当于当年营收规模的 22.8%。

图27：公司对前五大客户销售额变化（单位：亿元，%）



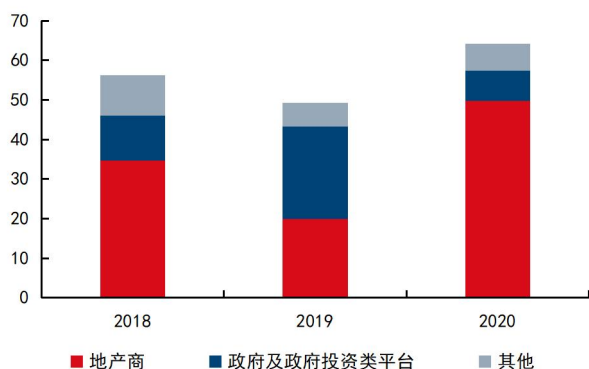
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司对海尔系客户销售额及占比（单位：亿元，%）



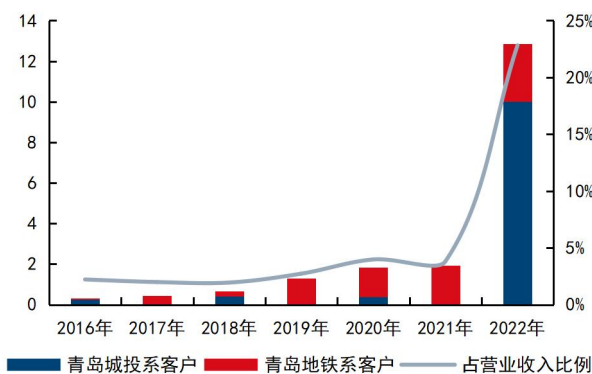
资料来源：德才股份招股书，国信证券经济研究所整理

图29：公司新签合同不同类型客户结构变化（单位：亿元）



资料来源：德才股份招股书，国信证券经济研究所整理

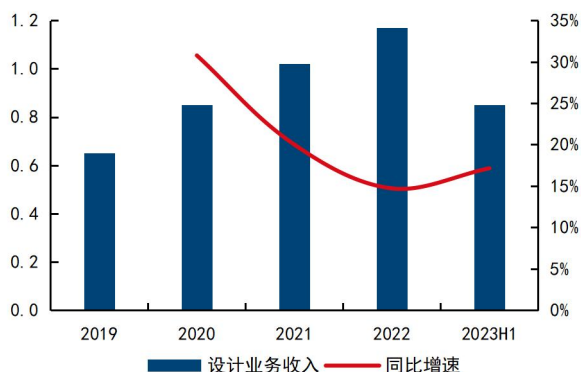
图30：公司向青岛城投和青岛地铁销售额（单位：亿元）



资料来源：德才股份招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

融合国际设计理念，积极推动设计为龙头的 EPC 模式。公司于 2013 年与英国 HDDA 公司合资成立伦敦 DC-HD 设计公司，公司为 DC-HD 引荐设计项目，由 HDDA 提供设计和咨询，公司借此引进世界先进的设计理念为公司工程业务赋能。2023 年上半年，公司设计业务实现营业收入 0.85 亿元，同比+17.1%；2022 年公司设计业务毛利率为 34.9%。同时，公司积极推动以设计为龙头的 EPC 总承包模式，**2022 年公司 EPC 总承包项目收入同比增加约 321%。**

图31: 公司设计业务收入及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司设计业务毛利率变化 (单位: %)

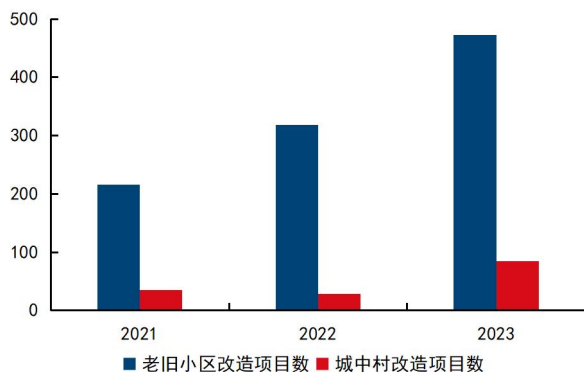


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

立足本土优势开拓城市更新蓝海市场

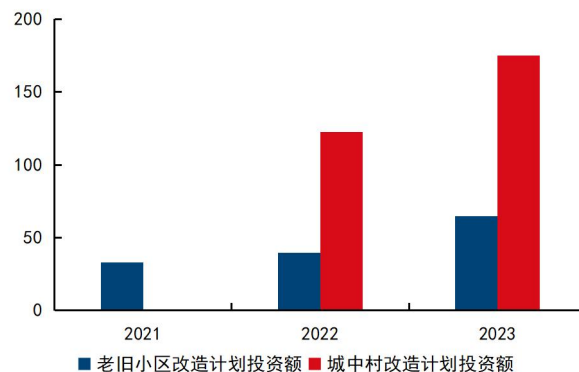
青岛市城市更新及城市建设需求快速释放。2022 年青岛市提出城市更新和城市建设三年攻坚行动方案, 重点开展历史城区保护更新、重点低效片区(园区)开发建设、旧城旧村改造建设、市政设施建设、交通基础设施建设、地铁建设及地铁沿线开发建设、停车设施建设、公园城市建设八大行动。**2023 年青岛市计划改造老旧小区 473 个, 同比+48.7%, 计划完成投资 64.8 亿元, 同比+63.6%, 计划推进城中村改造项目 85 个, 同比+193.1%, 计划完成投资 175 亿元, 同比+42.7%。**

图33: 青岛市近年老旧小区和城中村改造项目数 (单位: 个)



资料来源: 青岛市政府, 国信证券经济研究所整理

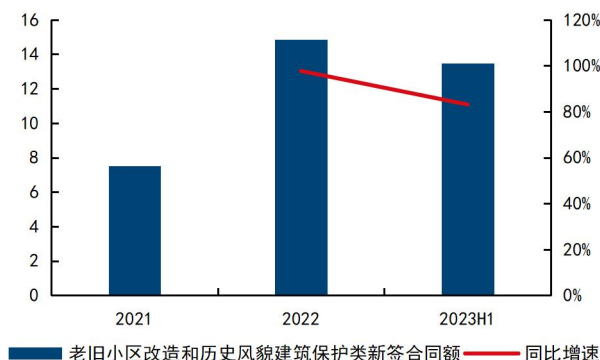
图34: 青岛市近年老旧小区和城中村改造计划投资额 (单位: 亿元)



资料来源: 青岛市政府, 国信证券经济研究所整理

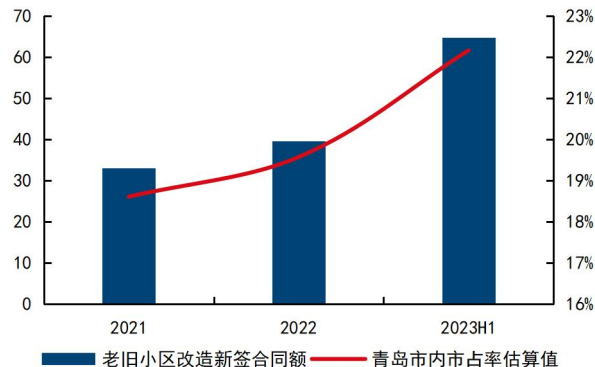
公司紧抓政策机遇, 打造城市更新特色品牌。公司凭借全产业链优势, 搭建起“1+3+N”的城市更新及老旧小区改造模式(全产业链建筑装饰平台“一个平台”, 老旧社区综合改造、老旧社区配套设施提升、老旧社区绿化升级“三大改造板块”, 以及向“N个场景”无限进化的能力)。公司在手资质覆盖老旧小区改造各个领域, 能够独立承接老旧小区改造项目, 2023H1 公司新签老旧小区改造类项目 9.57 亿元, 同比+106.7%; 新签历史风貌建筑保护修缮类项目 3.90 亿元, 同比+43.0%, 估算公司改造类项目本地市占率可以达到 20%左右。

图35: 公司老旧小区改造和历史风貌建筑保护类新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36: 公司老旧小区改造新签合同额和本地市占率估算（单位：亿元，%）



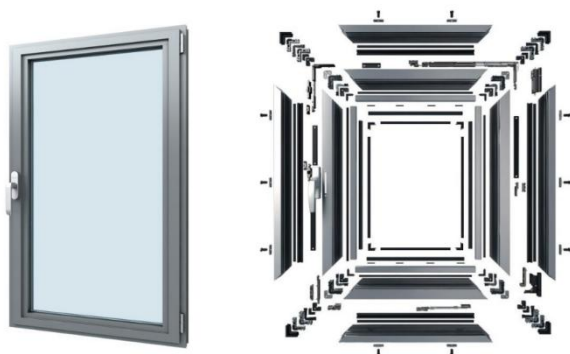
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

强化特色能力建设，积极开展全国化布局。公司在青岛、北京、上海、深圳、重庆等城市布局重点营销中心，因地制宜，不断强化各区域营销中心特色方向的能力建设，形成了北京为新城建、上海为展览展陈与创意设计、深圳为城市及道路照明、重庆为古建筑的特色发展方向。2023H1 公司中标北京市西三旗砖窑里项目室内装修工程，实现历史风貌建筑保护业务在北京地区的首个项目落地，后续公司有望借助本地标杆项目经验，以城市更新业务为特色加快开拓全国市场。

充分开发已有渠道，积极布局系统门窗

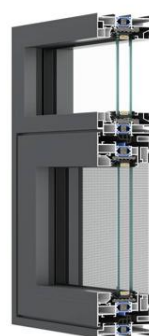
系统门窗是更高端、综合性能更好的门窗产品。系统门窗是采用系统化技术设计制造、满足功能和性能要求、可直接选用的定型门窗产品（GB/T39529-2020）。系统门窗的核心特点是经过系统研发，具备优秀性能，高度产品化的门窗产品。基于目前系统门窗的发展阶段，在一定程度上可以将系统门窗理解为更高端、综合性能更好的门窗。

图37: 系统门窗成品图及零部件分解图



资料来源：豪美新材招股书，国信证券经济研究所整理

图38: 公司系统门窗产品截面细节图

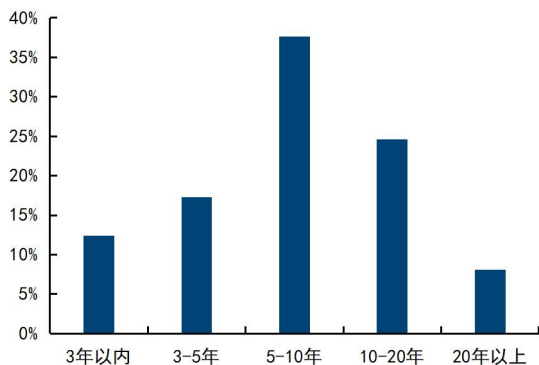


资料来源：德才高科官网，国信证券经济研究所整理

中国系统门窗渗透率较低，B端+C端需求有望持续释放。系统门窗在欧洲市场的渗透率已经达到了70%，而在国内仅处于初步推广阶段，渗透率仅2%-5%。在房地产市场回归理性的大背景下，房企间的竞争逐渐从规模上的竞争回归到产品力上的竞争，房企采购也将更倾向于选择单价较高但性能更好的系统门窗；根据优居

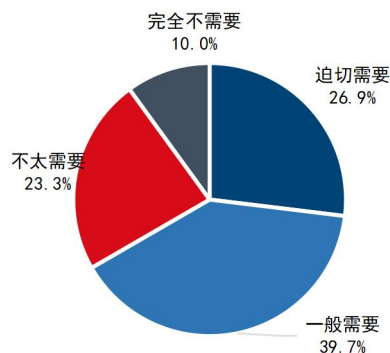
研究院统计，我国家庭门窗的使用年限在 5 年以上的占比已超过 70%，消费者认为旧门窗性能存在的多种问题影响使用体验，超过 2/3 的消费者有潜在换窗需求。

图39: 调查样本中家庭门窗已使用时长（单位：%）



资料来源：优居研究院，国信证券经济研究所整理

图40: 调查样本中家庭门窗更换需求迫切程度（单位：%）



资料来源：优居研究院，国信证券经济研究所整理

系统门窗行业集中度不高，品牌认知处于初步建立阶段。根据优居研究院，系统门窗行业尚处在成长阶段，收入规模超过 2 个亿以上在 10 家左右，超过 5 个亿有 5 家，超过 10 个亿仅有 2 家。由于重体验、重服务、品牌背书等特性，门窗的体验、购买、成交，依然以线下主流家居商场、传统经销商渠道为主，系统门窗企业的研发、渠道、产业链管理能力构筑竞争壁垒。

公司充分开发已有渠道，积极布局系统门窗。公司 2012 年在胶州基地通过引进德国耶鲁、意大利飞幕自动加工中心等一流生产线，专业从事构件幕墙、单元幕墙、高端系统门窗、节能环保型材料等产品的设计、研发与生产。2022 年，公司变更部分募集资金投资项目为“系统门窗研发及智能制造产业化项目”。旗下德才高科投入 4 条国际先进、符合中国门窗特点的柔性制造生产线，用于生产工程类和家装类系统门窗。2023 年，德才高科二期二号车间两条生产线落成并试运行。公司门窗业务起步较早，拥有自己的研发设计团队和检测中心，且能够对接公司传统装饰客户的系统门窗采购需求，同时公司布局建设 C 端渠道，切入存量房精装修消费领域。

图41: 公司系统门窗智能生产车间



资料来源：德才高科官网，国信证券经济研究所整理

图42: 公司旗下幕墙门窗检测中心

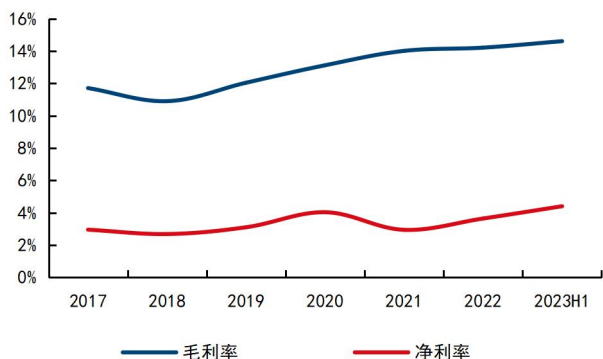


资料来源：德才高科官网，国信证券经济研究所整理

业务结构优化重塑财务指标，周转放缓但回款改善

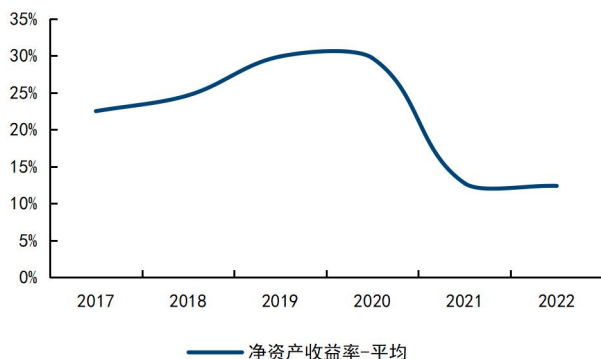
毛利率持续提升，上市募资导致 ROE 有所下滑。公司主营业务毛利率近年来持续提升，2022 年整体毛利率为 14.2%，较 2018 年提升了 3.3 个百分点，而同期装饰装修行业毛利率由 2018 年的 18.5% 下降至 2022 年的 10.9%。由于 2021 年公司上市募资 7.1 亿元，同时加大资本性支出，导致 ROE 有所下降，2022 年公司 ROE 为 12.4%。

图43：公司毛利率及净利率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

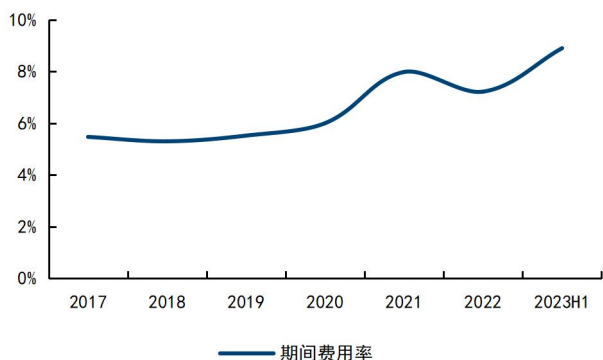
图44：公司 ROE 变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

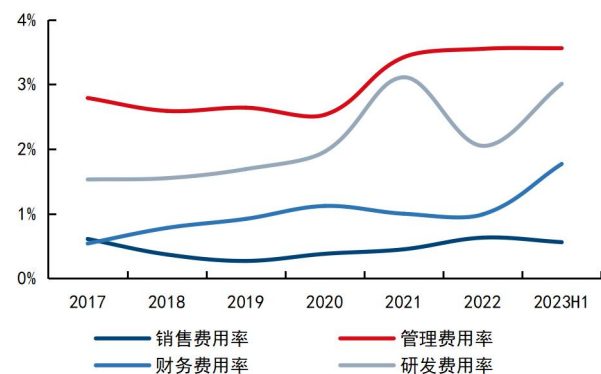
管理和研发费用增加推动期间费用率上升。2022 年公司期间费用率为 7.2%，较 2018 年的 5.3% 上升了 1.9 个百分点，但是仍明显低于装饰装修上市公司中位数 11.9%。2021 年公司积极开拓青岛外市场，在多地设立子公司，并且加大研发投入，导致管理费用率和研发费用率均有明显上升，也推升了整体的期间费用率水平。2022 年公司管理费用率 3.6%，亦明显低于装饰装修上市公司中位数 5.4% 的水平。

图45：公司期间费用率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

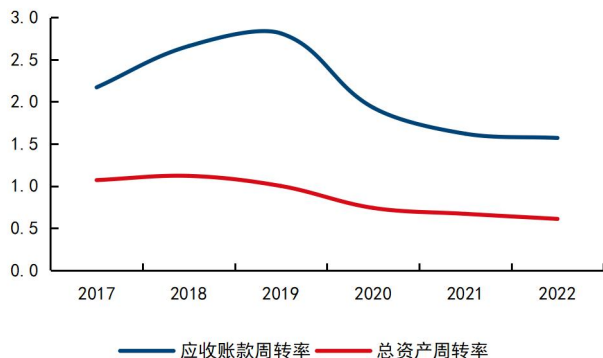
图46：公司各项费用率变化情况（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

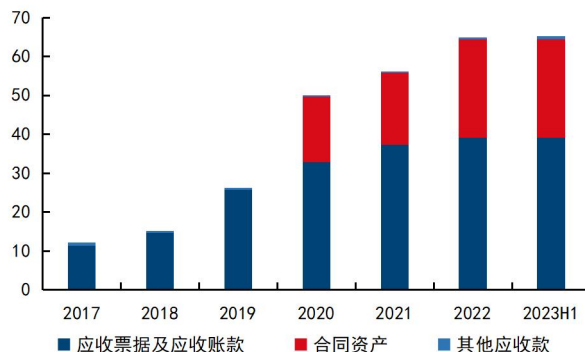
房建市政业务占比提升，资产周转速度有所下降。由于房建和市政业务回款周期相对较长，积累在手的应收款项更多，公司资产周转率呈持续下降趋势，应收账款周转率由 2018 年的 2.66 下降至 2022 年的 1.57，总资产周转率由 2018 年的 1.12 下降至 2022 年的 0.61。

图47: 公司应收账款和总资产周转率变化 (单位: 次)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

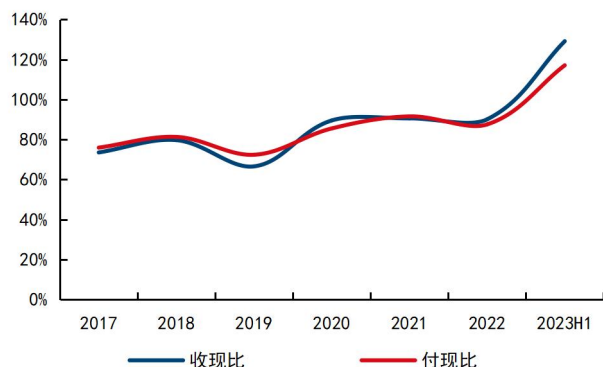
图48: 公司应收款项规模变动 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

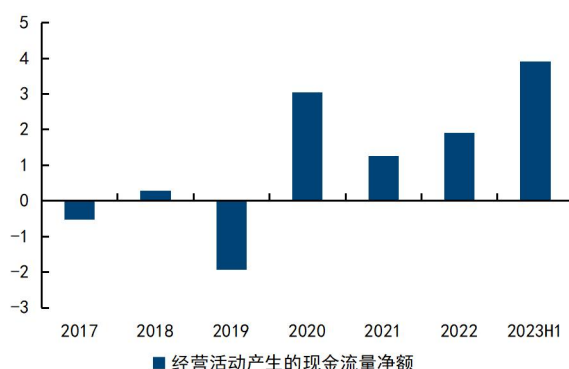
业务结构优化带来回款明显改善, 经营性现金流持续为正。公司持续弱化回款条件较差的地产相关业务, 加强与回款相对较好的政府类客户的对接, 收现比和付现比均明显提升。2022 年公司收现比 90.1%, 付现比 87.6%。受益于回款情况改善, 2020 年至 2023 年上半年公司现金流持续为正, 除公司外同期装饰装修行业仅 3 家保持经营性现金流净额持续为正。2023H1 公司实现经营活动产生的现金流量净额 3.9 亿元, 同比增长 14.4%。

图49: 公司收现比和付现比变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

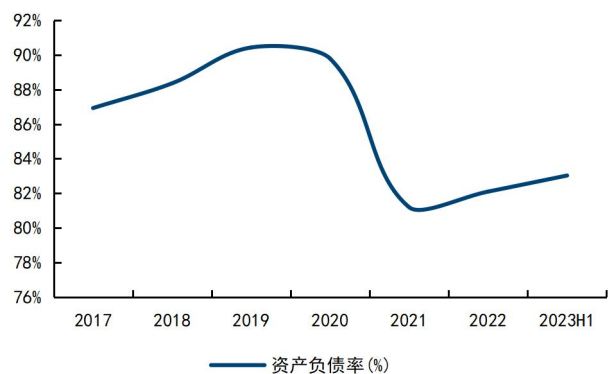
图50: 公司经营活动产生的现金流量净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

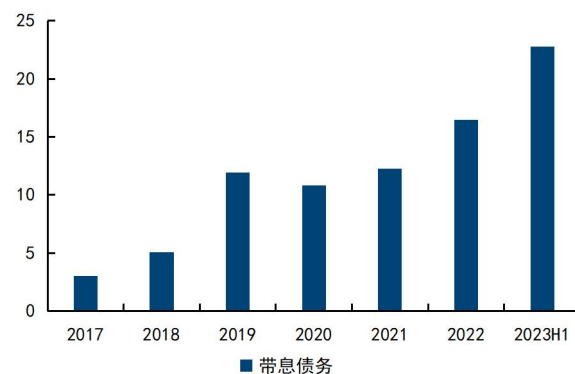
公司资产负债率较高, 但融资成本处于同业较低水平。公司资产负债率较高, 2023 上半年末资产负债率为 83.0%。公司扩大房建和市政业务占比, 对应的资金需求增加, 需要多渠道补充运营资金, 带息债务规模也有明显增加, 2023 上半年末公司带息债务规模 22.8 亿元。2022 年公司利息费用 0.50 亿元, 测算带息债务利率仅 2.05%, 在同业内处于较低水平 (装饰装修行业平均 8.5%, 中位数 6.8%)。

图51：公司资产负债率变化（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图52：公司带息债务规模变化（单位：亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设

预测未来3年营收61.8/74.5/86.5亿元，同比增长+9.5%/+20.6%/+16.2%，总体毛利率为14.89%/14.91%/14.93%，毛利润为9.20/11.10/12.92亿元，同比增长+14.8%/+20.7%/+16.3%。

- ◆ **装饰装修业务：**未来三年收入增长+5%/+10%/+10%，毛利率提升+1.0/+0.4/0pct。老旧小区改造和城市更新需求驱动公司装饰装修业务持续增长。装饰装修业务内部结构持续优化，对接地产开发商的精装房占比下降，古建筑工程和智能化工程占比稳步提升，驱动毛利率提升，但开拓省外市场承接的项目毛利率可能相对较低，综合预测装饰装修业务毛利率保持平稳。
- ◆ **房屋建筑业务：**未来三年收入增长3.0%/30.0%/15.0%，毛利率提升+0.7/-0.1/-0.2pct。城中村改造、城市更新的拆迁重建需求有望驱动公司房建订单快速增长，进而推动房建业务收入快速增长，受益于更多的政府合作改造项目，房建毛利率有望提升。
- ◆ **市政业务：**未来三年收入增长50.0%/20.0%/20.0%，毛利率提升0/-1.0/-0.2pct。广义城市更新范畴内的市政配套工程有望迎来高景气，驱动公司市政业务快速增长，公司立足本土优势，打造城市更新特色品牌，市政业务毛利率有望小幅提升。
- ◆ **设计业务：**未来三年收入增长+10.0%/+15.0%/+15.0%，毛利率提升-3.4/-2.3/-3.1pct。公司设计业务受益于改造类业务建设需求的增长，预计收入稳步提升。公司持续强化全产业链优势，设计作为前端环节将更多发挥营销和赋能作用，预计毛利率将回归到行业平均水平。
- ◆ **其他业务：**未来三年收入增长+10.0%/+1500.0%/+110.0%，毛利率提升+3.8/+7.0/0pct。公司系统门窗生产线预计2023年年底正式投产，投产后有望充分挖掘已有客户渠道，同时开拓C端渠道，驱动其他业务收入快速增长，随着产能爬坡，毛利率逐步提升至行业平均水平。

表5：分业务营业收入预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
装饰装修	28.2	30.6	32.3	33.9	37.3	41.1
增速	10.9%	8.5%	5.6%	5.0%	10%	10%
房屋建筑	12.4	13.4	16.5	17.0	22.1	25.4
增速	-38.5%	8.4%	22.7%	3.0%	30.0%	15.0%
市政业务	4.9	5.2	6.3	9.4	11.3	13.6
增速	230.4%	7.3%	20.7%	50.0%	20.0%	20.0%
设计业务	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	1.7
增速	30.7%	20.3%	13.8%	10.0%	15.0%	15.0%
其他业务	0.0	0.1	0.1	0.1	2.3	4.8
增速	44.1%	253.9%	4.3%	10.0%	1500.0%	110.0%
合计	46.35	50.38	56.39	61.77	74.48	86.52
增速	-2.9%	8.7%	11.9%	9.54%	20.57%	16.17%

资料来源：iFind，国信证券经济研究所预测

表6: 未来三年分业务收入及毛利预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	46.35	50.38	56.39	61.76	74.46	86.51
增速	-2.9%	8.7%	11.9%	9.5%	20.6%	16.2%
装饰装修	28.2	30.6	32.3	33.9	37.3	41.1
房屋建筑	12.4	13.4	16.5	17.0	22.1	25.4
市政业务	4.9	5.2	6.3	9.4	11.3	13.6
设计业务	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	1.7
其他业务	0.0	0.1	0.1	0.1	2.3	4.8
毛利率	13.12%	14.01%	14.21%	14.89%	14.91%	14.93%
装饰装修	16.0%	17.7%	18.7%	19.7%	20.1%	20.1%
房屋建筑	5.0%	3.4%	4.8%	5.5%	5.4%	5.2%
市政业务	10.7%	12.3%	12.1%	12.1%	12.0%	11.8%
设计业务	48.1%	44.5%	34.9%	31.5%	29.2%	26.1%
其他业务	63.2%	62.8%	16.2%	20.0%	27.0%	27.0%
毛利	6.08	7.06	8.01	9.20	11.10	12.92
增速	5.8%	16.1%	13.5%	14.8%	20.7%	16.3%

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

预测未来三年公司研发费用率和销售费用率有所提升, 期间费用率上升。预计公司未来将加大 BIM 技术、系统门窗、节能环保新型材料等领域的研发投入, 加大力度开拓全国市场, 相应研发费用和销售费用将有所提升, 带动期间费用率上升。

表7: 未来三年费用率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
管理费用率	2.50%	3.38%	3.49%	3.50%	3.50%	3.49%
研发费用率	1.96%	3.11%	2.04%	2.61%	2.91%	3.11%
销售费用率	0.38%	0.45%	0.63%	0.65%	0.70%	0.70%
财务费用率	1.12%	1.00%	0.99%	0.93%	0.86%	0.85%
期间费用率	5.96%	7.94%	7.15%	7.69%	7.97%	8.16%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 61.8/74.5/86.5 亿元, 归属母公司净利润 2.33/2.82/3.26 亿元, 归母净利增速分别为 +16.8%/+20.8%/+15.7%。每股收益 2023-2025 年分别为 1.67/2.01/2.33 元。

表8: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5040	5638	6176	7446	8651
营业成本	4334	4836	5256	6336	7359
销售费用	23	36	40	52	61
管理费用	172	200	218	263	304
研发费用	157	115	161	217	269
财务费用	50	56	57	64	74
营业利润	194	241	287	344	400
利润总额	178	246	287	346	401
归属于母公司净利润	140	200	233	282	326
EPS (元/股)	1.40	2.00	1.67	2.01	2.33
ROE	9.18%	11.71%	12.25%	13.14%	13.47%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 22.07-23.38 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 22.07-26.13 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表9: 公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-2.91%	8.73%	11.87%	9.5%	20.6%	16.2%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	86.88%	85.99%	85.79%	85.11%	85.09%	85.07%	85.07%	85.07%
管理费用/营业收入	2.50%	3.38%	3.49%	3.50%	3.50%	3.49%	3.49%	3.48%
研发费用/营业收入	1.96%	3.11%	2.04%	2.61%	2.91%	3.11%	3.14%	3.17%
销售费用/销售收入	0.38%	0.45%	0.63%	0.65%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
营业税及附加/营业收入	0.43%	0.45%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	17.13%	17.12%	16.49%	16.49%	16.49%	16.49%	16.49%	16.49%
股利分配比率	10.74%	15.47%	14.38%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	16.49%
无风险利率	3.00%	Ka	14.00%
股票风险溢价	10.00%	有杠杆 Beta	1.82
公司股价 (元)	16.27	Ke	21.21%
发行在外股数 (百万)	140	E/(D+E)	56.03%
股票市值 (E, 百万元)	2278	D/(D+E)	43.97%
债务总额 (D, 百万元)	1787	WACC	13.72%
Kd	5.00%	永续增长率 (10 年后)	0.5%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司每股价值为 23.91 元。

表11: 公司 FCFF 估值表 (单位: 百万元)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	468.9	541.6	614.3	642.8	672.5	
所得税税率	16.49%	16.49%	16.49%	16.49%	16.49%	
EBIT*(1-所得税税率)	391.6	452.3	513.0	536.8	561.6	
折旧与摊销	37.8	43.7	48.3	51.9	54.8	
营运资金的净变动	187.4	121.1	156.2	(2.2)	(5.0)	
资本性投资	(31.1)	(32.6)	(33.9)	(34.3)	(34.7)	
FCFF	585.7	584.5	683.6	552.2	576.7	
PV (FCFF)	515.0	452.0	464.8	330.2	303.3	2,703.1
核心企业价值	4,768.4					
减: 净债务	1,421.4					
股票价值	3,347.0					
每股价值	23.91					

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析，综合得出合理每股价值区间为 22.07-26.13 元。

表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元）

		WACC 变化				
		13.3%	13.5%	13.72%	13.9%	14.1%
永续 增长 率变 化	1.5%	26.13	25.51	24.91	24.33	23.77
	1.0%	25.56	24.96	24.39	23.83	23.30
	0.5%	25.03	24.46	23.91	23.37	22.86
	0.0%	24.54	23.99	23.46	22.95	22.45
	-0.5%	24.08	23.56	23.05	22.55	22.07

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：20.04-23.38 元

在装饰装修板块中选取可比公司：建筑装饰龙头企业金螳螂，装饰、幕墙和智能化工程龙头亚厦股份，建筑幕墙工程龙头江河集团。

表13：可比公司估值情况(截止 10 月 20 日)

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
金螳螂	4.12	109.4	0.56	0.64	7.38	6.46
亚厦股份	4.93	66.1	0.24	0.33	21.11	14.91
江河集团	7.23	81.9	0.60	0.76	12.10	9.44
平均					13.53	10.27
德才股份	16.27	22.8	1.67	2.01	9.74	8.09

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

可比公司 2023/2024 年平均预期市盈率为 13.53x/10.27x，高于德才股份的 9.74x/8.09x。若给予德才股份 2023 年 12x-14x 的市盈率，则公司总市值合理区间为 28.06-32.73 亿元，相对估值法下目标股价 20.04-23.38 元。

结合绝对估值法和相对估值法，公司每股合理估值区间为 22.07-23.38 元，较当前股价有 35.65%-43.70%的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

基建面临“缺项目”问题，“扩内需”呼唤改造类项目发力，“广义城市更新”成为基建重点投资领域。公司长期深耕青岛市场，立足本土优势，打造城市更新特色品牌，有望持续受益于市场需求快速增长。预测公司归母净利润 2.33/2.82/3.26 亿元，每股收益 1.67/2.01/2.33 元，对应当前股价 9.8/8.1/7.0x。结合绝对估值法和相对估值法，公司合理每股价值区间为 22.07-23.38 元，较当前股价有 35.65%-43.70%的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 22.07-23.38 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了主观判断，因此存在估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.00%、风险溢价 10.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 0.5%，不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司，但公司自身业务仍然具有一定的特殊性，可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测城中村改造和城市更新需求将驱动公司新签订单快速增长，但存在后续订单增速不及预期，导致收入增长不及预期的风险。
- ◆ 我们预测公司长期深耕青岛市场，装饰、房建、市政业务均可受益于本土优势，毛利率保持高位稳定，但存在市场竞争加剧，毛利率下行的风险。
- ◆ 公司系统门窗生产线预计 2023 年年底正式投产，我们预计 2024-2025 年年包含系统门窗业务在内的其他业务实现收入 2.3 亿元和 4.8 亿元，存在系统门窗生产线爬坡不及预期，渠道开拓不及预期，盈利能力不及预期的风险。

宏观经济形势变化的风险

公司系全建筑产业链企业，能够提供设计、新材料、采购和施工一体化服务。该市场需求受国家宏观经济、全社会固定资产投资及相关政策影响，公司存在由于宏观经济波动及相关政策变化而导致公共建筑建设投资规模受到影响的风险；房屋建筑及装饰工程项目工期较长、行业客户如房地产公司支付能力受宏观经济波动影响的风险，甚至所承建项目推迟开工或停建、在建项目款项支付进度受影响等风险。

政策变化的风险

城中村改造、老旧小区改造、城市更新类业务在很大程度上受益于国家相关政策引导和政府投资。如果未来国家的相关政策发生变化，改造类项目投资可能缩减，项目利润率和回款进度均可能受到影响。

市场竞争加剧的风险

工程设计行业竞争激烈，尽管公司长期深耕青岛市场，在本地品牌优势突出，但仍不排除其他潜在竞争对手进入，综合性央企加大在公司核心区域的营销力度的可能性，公司存在由于竞争加剧盈利能力下滑的风险。

资产负债率较高的风险

2023 年上半年末，公司资产负债率为 83.0%，带息债务规模 22.8 亿元，均处于较高水平，公司扩大房建和市政业务占比，对应的资金需求增加，存在资金周转压力增加，利息负担增加持续挤压利润的风险。

应收款回收的风险

2023 年上半年末，公司应收票据及应收账款余额 39.1 亿元，合同资产余额 25.3 亿元，合计占总资产的 57%。随着公司业务规模的扩大，公司应收款余额总体上呈增加趋势，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，若后续计提较多减值，则可能对公司未来的业绩表现造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1623	1995	2551	3293	4095	营业收入	5040	5638	6176	7446	8651
应收款项	3770	3963	4172	4887	5583	营业成本	4334	4836	5256	6336	7359
存货净额	45	48	49	58	67	营业税金及附加	23	30	31	37	43
其他流动资产	2217	3040	3370	4168	4842	销售费用	23	36	40	52	61
流动资产合计	7655	9046	10142	12406	14587	管理费用	172	200	218	263	304
固定资产	359	724	683	648	616	研发费用	157	115	161	217	269
无形资产及其他	52	58	57	55	54	财务费用	50	56	57	64	74
投资性房地产	330	246	246	246	246	投资收益	1	2	1	1	1
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	(0)	资产减值及公允价值变动	(9)	(36)	(10)	(12)	(14)
资产总计	8396	10073	11128	13355	15502	其他收入	(235)	(205)	(277)	(339)	(397)
短期借款及交易性金融负债	1229	1559	1708	2059	2393	营业利润	194	241	287	344	400
应付款项	4748	5786	6417	7858	9210	营业外净收支	(16)	5	0	2	1
其他流动负债	821	840	912	1100	1277	利润总额	178	246	287	346	401
流动负债合计	6798	8185	9036	11017	12880	所得税费用	31	41	47	57	66
长期借款及应付债券	0	79	79	79	79	少数股东损益	9	5	6	7	8
其他长期负债	19	6	6	6	6	归属于母公司净利润	140	200	233	282	326
长期负债合计	19	85	85	85	85	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6818	8270	9122	11102	12965	净利润	140	200	233	282	326
少数股东权益	56	96	101	107	114	资产减值准备	10	47	25	13	5
股东权益	1522	1707	1906	2145	2423	折旧摊销	23	26	38	44	48
负债和股东权益总计	8396	10073	11128	13355	15502	公允价值变动损失	9	36	10	12	14
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	50	56	57	64	74
每股收益	1.40	2.00	1.67	2.01	2.33	营运资本变动	(208)	156	187	121	156
每股红利	0.22	0.29	0.25	0.30	0.35	其它	(2)	(43)	(20)	(7)	2
每股净资产	15.22	17.07	13.61	15.32	17.30	经营活动现金流	(29)	422	474	465	552
ROIC	10.28%	9.84%	10%	11%	12%	资本开支	(83)	(399)	(31)	(33)	(34)
ROE	9.18%	11.71%	12.25%	13.14%	13.47%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	14%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(83)	(399)	(31)	(33)	(34)
EBIT Margin	7%	7%	8%	7%	7%	权益性融资	(0)	34	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	0	79	0	0	0
收入增长	9%	12%	10%	21%	16%	支付股利、利息	(22)	(29)	(35)	(42)	(49)
净利润增长率	-24%	43%	17%	21%	16%	其它融资现金流	920	213	149	351	333
资产负债率	82%	83%	83%	84%	84%	融资活动现金流	877	349	114	309	284
股息率	1.3%	1.8%	2.1%	2.6%	3.0%	现金净变动	765	372	556	742	802
P/E	11.7	8.2	9.8	8.1	7.0	货币资金的期初余额	858	1623	1995	2551	3293
P/B	1.1	1.0	1.2	1.1	0.9	货币资金的期末余额	1623	1995	2551	3293	4095
EV/EBITDA	23.8	22.2	22.5	22.9	23.0	企业自由现金流	6	134	586	584	684
						权益自由现金流	926	427	687	882	955

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032