

建筑材料行业+公司首次覆盖

房地产周期拐点可期，有望激活建筑设计与地产链需求

增持（维持）

2024年12月31日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

投资要点

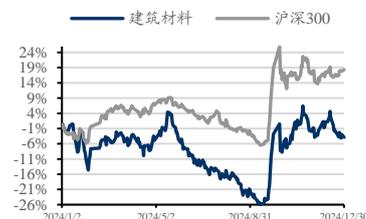
■ **房地产周期拐点可期，二手房有望率先修复带动新房市场企稳：**（1）城镇化率的提升是促进房地产市场规模增长的重要动能。相较于发达国家，我国城镇化的起步阶段较晚，根据联合国数据，我国2024年城镇化率预测数据为65.5%，仍有一定的成长空间；（2）2024年1-11月，全国商品房和商品住宅销售面积分别为86118/72224万平方米，同比下滑14.3%/16.0%，全国商品房和商品住宅销售额分别为85125/74871亿元，同比下滑19.2%/20.0%；今年5月以来多地陆续出台房地产新政，涉及优化限购、首付比例、商业贷款利率等方面，10月单月销售数据同比跌幅大幅好转已接近转正，11月单月商品房销售面积和销售额同比转正，分别为3.2%/1.0%。9月政治局会议首提止跌回稳，传达了政府坚定维稳的决心；（3）根据东吴证券地产组预测，2025年全国商品房销售面积乐观、中性、悲观预期下增速分别为-3.7%、-6.7%、-10.4%，对应的绝对值分别为9.3亿平方米、9.1亿平方米、8.7亿平方米；中性预测下，2025年新房/二手房成交面积分别为7.6亿平方米、6.3亿平方米，则对应全国住房成交面积的总量为13.9亿平方米，其中新房和二手房占比分别为54.6%/45.4%。

■ **地产收储框架逐步清晰，有望带动销售温和复苏：**2023年末开始，各地陆续推出“以旧换新”政策，对比收储新房和二手房的优劣势，总体而言，收购新房政策的落地操作性和可复制性更强，而收购二手房对市场需求的提振作用更强。**收储模式的作用主要有：**（1）为保障性租赁住房提供增量；（2）消化库存改善供需关系，稳定房价预期；（3）缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼。收储政策可以缓解被收储房企的现金流压力，从而助力保交楼进程推进；且收储价格一定程度上能够成为周边区域的价格底限，构成一定的价格锚定作用，稳定民众的房价预期。整体而言，地产收储框架逐步清晰，有望带动销售的温和复苏。

■ **投资建议：**我国房地产市场已出现局部复苏，在过去几年的房地产下行阶段中，市场信心严重受损，行业预期持续悲观，今年9月政治局会议首提止跌回稳，政策导向较此前更为积极，市场出现局部复苏，行业周期拐点可期。且本轮行业复苏中，二手房的修复速度明显领先于新房。近年来多个城市的二手房成交占比迅速提升并超过新房，今年以来一线城市和核心二线城市如成都、西安、武汉、大连等，二手房成交复苏态势明显。今年5月推出的收储正常着力于供给端，同时助力保交楼和保障房工作，收购二手房对市场的提振作用较强。**从产业链的角度，我们认为以下几类标的值得关注：**（1）前端设计环节，主营业务为设计规划类的标的；（2）中端土建与新开工环节的标的；（3）后端竣工与装修环节，例如主营业务中包含防水、涂料、PVC及PPR管等业务的标的。

■ **风险提示：**行业下行压力超预期；政策放松不及预期；收储政策后续落地进度不及预期。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 房地产周期拐点可期，二手房有望率先修复带动新房市场企稳	4
2. 地产收储框架逐步清晰，有望带动销售温和复苏	10
3. 投资建议	12
4. 风险提示	12

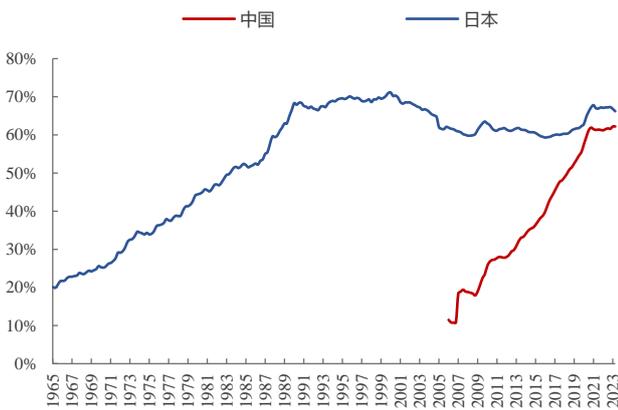
图表目录

图 1: 中国和日本居民杠杆率对比.....	4
图 2: 中国和日本城镇化率对比.....	4
图 3: 2023 年以来月度商品房销售面积及同比增速.....	5
图 4: 2023 年以来月度商品房销售额及同比增速.....	5
图 5: 2014 年以来商品房月度销售面积 (万平方米)	5
图 6: 2014 年以来商品房月度销售额 (亿元)	5
图 7: 2017 年以来新房和二手房销售面积及增速.....	8
图 8: 2017 年以来新房和二手房销售额及增速.....	8
图 9: 重点 16 城和全国新建住宅单月销售增速.....	8
图 10: 重点 16 城和全国新建住宅单月销售增速.....	8
图 11: 2022 年以来新房成交结构.....	9
图 12: 24H170 个实得率超 100%项目的城市分布情况	9
图 13: 多个重点城市今年以来二手房成交面积已经同比回正.....	9
图 14: 全国住房销售规模预测.....	10
图 15: 3000 亿保障性住房再贷款收储流程图.....	11
图 16: 收购新房及二手房的优劣势对比.....	11
表 1: 2024 年以来中央层面房地产政策.....	5
表 2: 2024 年以来地方层面房地产政策.....	7

1. 房地产周期拐点可期，二手房有望率先修复带动新房市场企稳

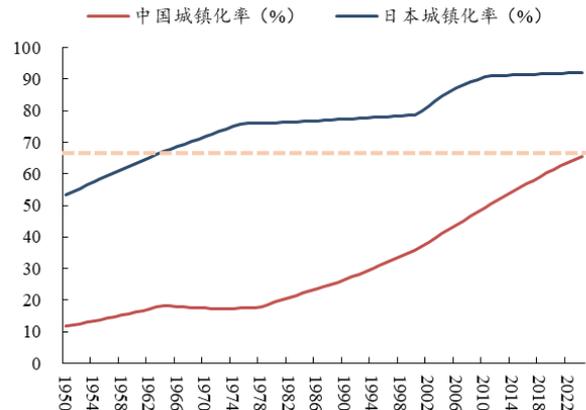
我国城镇化率与日本上世纪 60 年代初接近，仍有一定提升空间。城镇化率的提升是促进房地产市场规模增长的重要动能。相较于发达国家，我国城镇化的起步阶段较晚，根据联合国数据，我国 2024 年城镇化率预测数据为 65.5%，相当于日本的 1962 年的城镇化率水平，而日本 2024 年城镇化率预测数据为 92.1%，较中国高出 29pct，我国城镇化率仍有一定的增长空间。

图1：中国和日本居民杠杆率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：中国和日本城镇化率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年全国商品房市场销售仍然低迷，但 5 月房地产新政出台后成交跌幅收窄，11 月单月销售数据已转正。2024 年 1-11 月，全国商品房和商品住宅销售面积分别为 86118/72224 万平方米，同比下滑 14.3%/16.0%，全国商品房和商品住宅销售额分别为 85125/74871 亿元，同比下滑 19.2%/20.0%。

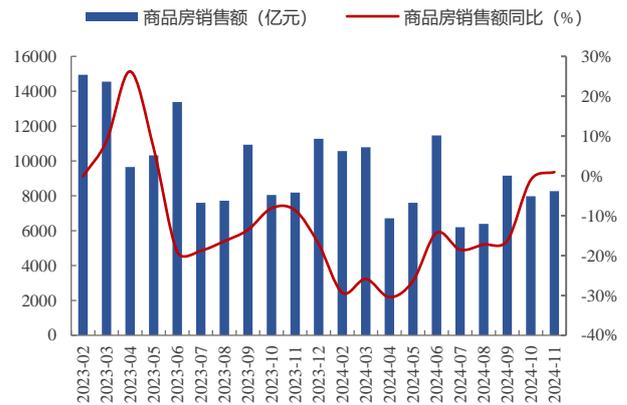
今年 5 月以来多地陆续出台房地产新政，涉及优化限购、首付比例、商业贷款利率等方面，6 月单月商品房销售额创年内新高，同比跌幅出现明显收窄；7-8 月受政策效果淡化及季节性因素影响，销售数据出现回调；9 月政治局会议首提促进房地产市场止跌回稳的目标，上海、深圳、广州等城市陆续出台政策，进一步放松购房资质、优化税费等，10 月单月销售数据同比跌幅大幅好转已接近转正，11 月单月商品房销售面积和销售额同比转正，分别为 3.2%/1.0%。

图3: 2023 年以来月度商品房销售面积及同比增速



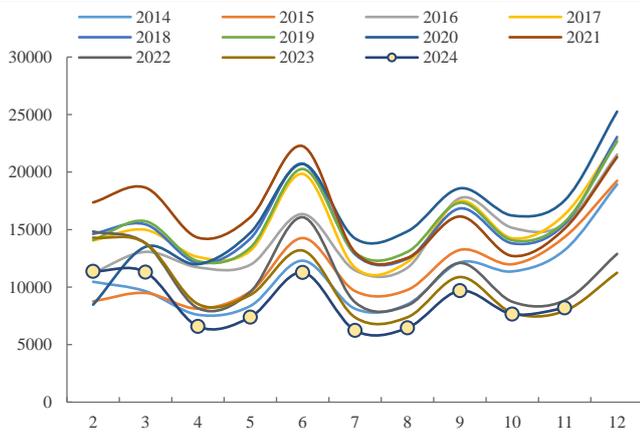
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年以来月度商品房销售额及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

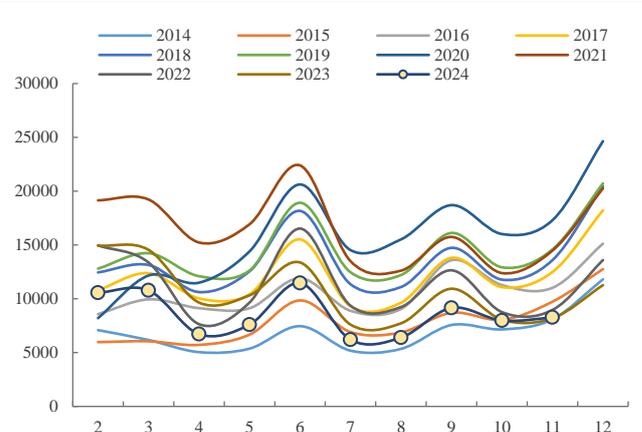
图5: 2014 年以来商品房月度销售面积 (万平方米)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 横轴为月份, “2” 为对应年份 1-2 月数据

图6: 2014 年以来商品房月度销售额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 横轴为月份, “2” 为对应年份 1-2 月数据

政治局会议首提止跌回稳, 彰显政府促进房地产市场平稳运行的决心。2024 年以来房地产政策持续出台, 较本轮房地产周期前期政策而言, 2024 年以来政策定调明显发生转变, 9 月政治局会议首提止跌回稳, 传达了政府坚定维稳的决心。政策力度不断加码, 在降低存量房贷利率、减免税费等市场期待较多政策落地的同时, 也出台了收储、保障房再贷款等此前政策框架之外的政策。受益于今年以来更为积极的政策心态, 本轮行业的修复路径更加清晰, 周期拐点可期。

表1: 2024 年以来中央层面房地产政策

时间	出台部门/会议	政策/会议要点	政策内容
2024/4/30	政治局会议	消化存量房产, 优化增量房产	要持续防范化解重点领域风险, 继续坚持因城施策, 压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任, 切实做好保交房工作, 保障购房人合法权益; 要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待, 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 , 抓紧构建房地产发展新模式, 促进房地产高质量发展

2024/5/17	央行、金融监管总局	设立 3000 亿元保障性住房再贷款	设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房 ，预计将带动银行贷款 5000 亿元；降低全国层面个人住房贷款最低首付比例；取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点
2024/9/26	政治局会议	首提促进房地产市场止跌回稳	要促进房地产市场止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地；要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式
2024/10/12	财政部	运用专项债、专项资金、税收政策等工具推动市场止跌回稳	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具 ，支持推动房地产市场止跌回稳；积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施，允许专项债券用于土地储备；及时优化完善相关税收政策，正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策；支持收购存量房，加大保障性住房供给，考虑到当前已建待售住房较多，将采取用好专项债收购存量商品房，并继续用好保障性安居工程补助资金，支持方向进一步优化调整，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房方式收购
2024/10/17	住建部等 5 部委	四个取消、四个降低、两个增加	提出“四个取消、四个降低、两个增加”。四个取消：取消限购、限售、限价、非普宅标准；四个降低：降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量房贷利率、税费负担；两个增加：新增实施城中村改造规模，新增白名单项目信贷规模
2024/11/22	住建部、财政部、税务总局等	房地产税收制度优化	全国范围内，购买 140 m ² 及以下住房契税税率为 1%，不区分首套及二套住宅，购买 140 m ² 以上二套住宅契税税率为 2%，不区分一线城市及非一线城市；取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，交易满 2 年及以上对外出售免征增值税；各地区增值率下限统一下调 0.5pct；普宅增值额未超过扣除项目金额 20%的，继续免征土地增值税。
2024/11/8	人大常委会	化债	着力化解地方债务风险，房地产行业相关的地方债务情况梳理与应对措施探讨等 ，通过合理规划财政收支、债务重组等多种方式来缓解地方在房地产领域的债务压力，以促进房地产市场与地方财政金融体系的稳定协调发展。
2024/11/15	住建部、财政部	城中村改造	明确城中村改造政策支持范围由最初的 35 个超大特大城市进一步扩大到近 300 个地级及以上城市 。两部门在通知中明确，地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持，例如纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。
2024/11/20	央行	优化房地产金融政策执行机制	优化房地产金融政策执行机制 ，要求金融机构在满足合理住房需求的前提下，进一步优化贷款审批流程，提高贷款发放效率，合理确定房贷利率定价，既要防范金融风险，又要支持房地产市场平稳运行。同时，加强对房地产企业资金流向的监测，确保资金用于项目建设与合理运营，避免资金违规挪用。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

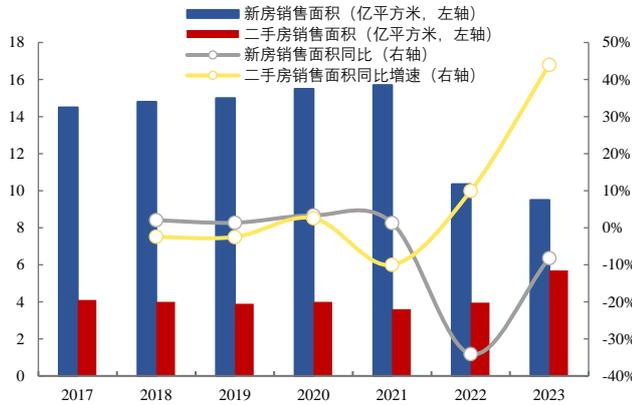
表2: 2024年以来地方层面房地产政策

城市	政策调整内容
北京	<p>商业性个人住房贷款政策调整:</p> <p>首套住房最低首付款比例调整为不低于 20%，贷款利率下限调整为不低于 LPR 减 45bp;</p> <p>二套房五环以内最低首付款比例调整为不低于 35%，贷款利率下限调整为不低于相应 LPR 减 5bp，五环以外最低首付款比例调整为不低于 30%，贷款利率下限调整为不低于相应 LPR 减 25bp。</p> <p>取消普通住房和非普通住房标准，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税；个人购买家庭首套/二套住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税，面积为 140 平方米以上的，首套/二套减按 1.5%/2% 的税率征收契税。</p>
上海	<p>出台“沪七条”，包括调整住房限购政策，如非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的，社保或个税年限调整为购房之日前连续缴纳满 1 年及以上；持《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市缴纳社保或个税满 3 年及以上的非本市户籍居民家庭，享受沪籍居民家庭购房待遇；在自贸区临港新片区实施差异化购房政策等。</p> <p>优化住房信贷政策，落实降低存量房贷利率政策，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，实行差异化政策区域的二套房贷最低首付款比例调整为不低于 20%，住房公积金二套房贷最低首付比例相应调整</p> <p>调整住房税收政策，将个人对外销售住房增值税征免年限从 5 年调整为 2 年，取消普通住房标准和非普通住房标准。</p>
广州	<p>取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。</p>
深圳	<p>优化分区住房限购政策，本市户籍居民家庭限购 2 套住房，本市户籍成年单身人士限购 1 套住房，在盐田区等部分区域可再购买 1 套住房；非本市户籍居民家庭及成年单身人士限购 1 套住房，在福田区等部分区域购买需提供社保或个税证明，在盐田区等部分区域无需提供。</p> <p>取消商品住房和商务公寓转让限制。</p> <p>优化商品住房和商务公寓价格备案流程，由房地产开发企业自主合理确定销售价格，并报市场监管部门备案，抄报区级住房建设部门</p> <p>调整个人住房转让增值税征免年限，由 5 年调整到 2 年</p> <p>优化个人住房贷款政策，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 20%；有两个及以上未成年子女的居民家庭，购买第二套住房可适用首套住房贷款政策。</p> <p>取消普通住房和非普通住房标准，个人销售住房涉及的增值税、个人购买住房涉及的契税按照相关规定执行</p>

数据来源：中国政府网、北京市住房和城乡建设委员会、上海市房屋管理局、广州市人民政府、深圳市住房和建设局、东吴证券研究所

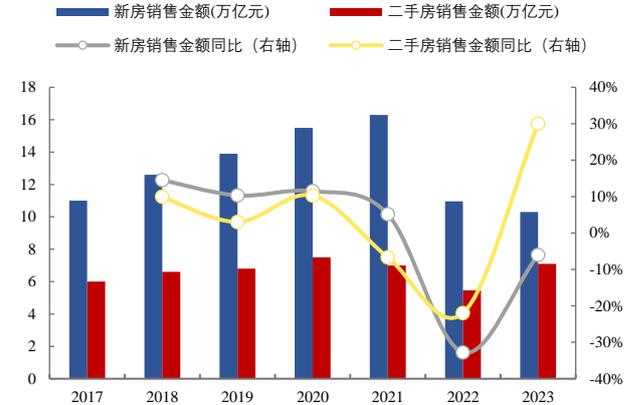
二手房方面，年内二手住房销售表现优于新房，重点 16 城二手住房累计交易面积同比回正。本轮房地产周期中，二手房成交修复领先于新房，销售面积和销售额分别于 2022 年、2023 年回正，而新房销售面积和销售额仍然负增。自今年 3 月以来，重点 16 城累计二手住房成交面积同比跌幅逐渐收窄，8 月已经同比回正，截至 10 月，重点 16 城二手住房成交面积同比增长 2.9%，明显优于全国新建住房同比下滑 17.7% 的销售表现。在新房交付质量预期下降、存量住房规模增长、多城市二手房具备明显价格优势的背景下，二手房的成交逐渐成为主要的市场动能，我国正逐步迈向存量房时代。

图7：2017年以来新房和二手房销售面积及增速



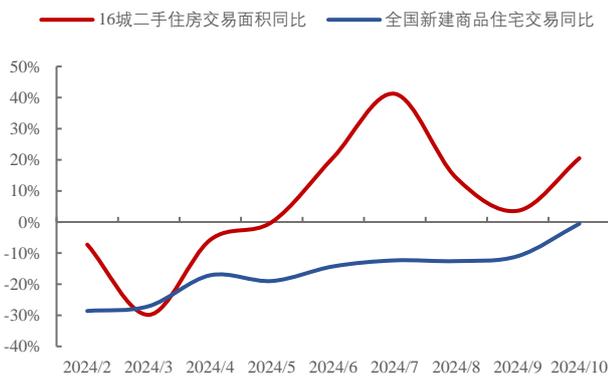
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2017年以来新房和二手房销售金额及增速



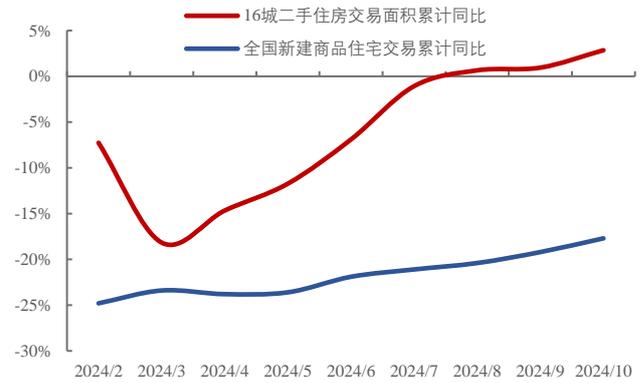
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：重点16城和全国新建住宅单月销售增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

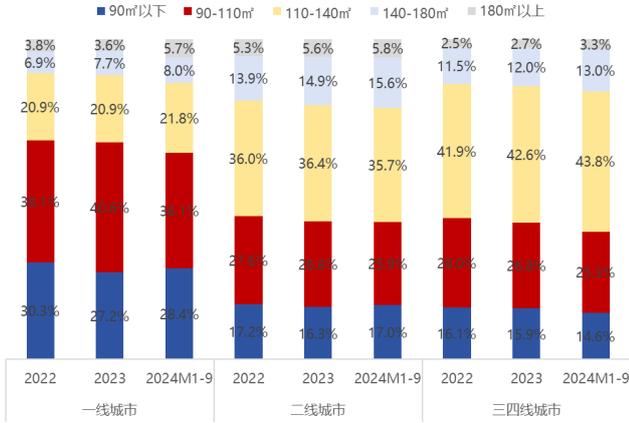
图10：重点16城和全国新建住宅单月销售增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

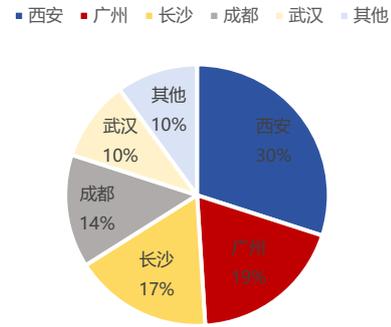
“刚需买二手、改善买新房”有望成为未来房地产市场的成交特征。随多地房地产规范的陆续放松以及开发商在产品设计上的迭代升级，新房在得房率、户型结构等方面更具优势，根据克而瑞数据，2024H1全国70余个项目得房率超过100%，长沙、成都、珠海等城市新盘项目实得率接近甚至超过110%，随开发商在产品品质方面的逐步提升，新房更能够满足改善客群居住需求并产生一定溢价，而刚需客群可能会选择更具价格优势的二手住房。当前部分城市二手房市场已逐步修复，叠加改善需求刺激政策，有望带动置换链条运转，延续复苏态势，促进行业走出周期底部。

图11: 2022年以来新房成交结构



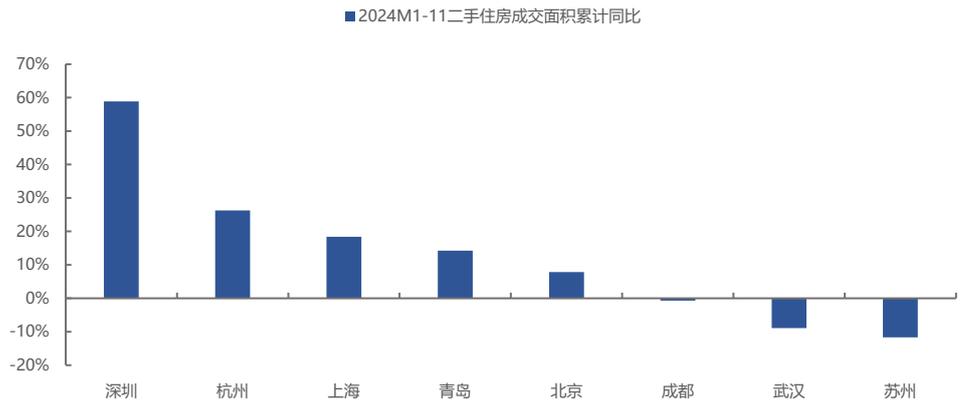
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 24H170个实得率超100%项目的城市分布情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

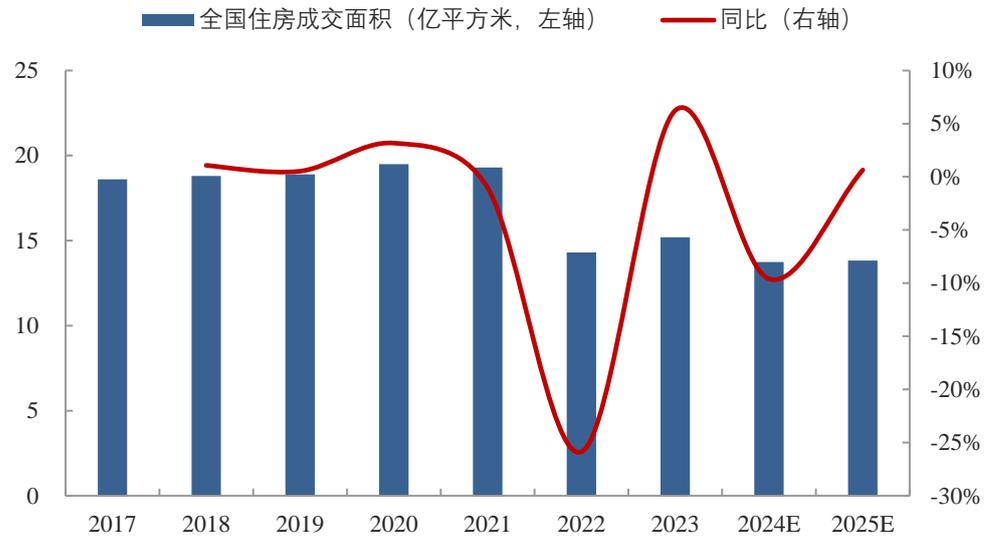
图13: 多个重点城市今年以来二手房成交面积已经同比回正



数据来源: wind, 东吴证券研究所

根据东吴证券地产组预测, 2025年全国商品房销售面积乐观、中性、悲观预期下增速分别为-3.7%、-6.7%、-10.4%, 对应的绝对值分别为9.3亿平方米、9.1亿平方米、8.7亿平方米; 中性预测下, 2025年新房/二手房成交面积分别为7.6亿平方米、6.3亿平方米, 则对应全国住房成交面积的总量为13.9亿平方米, 其中新房和二手房占比分别为54.6%/45.4%。

图14: 全国住房销售规模预测



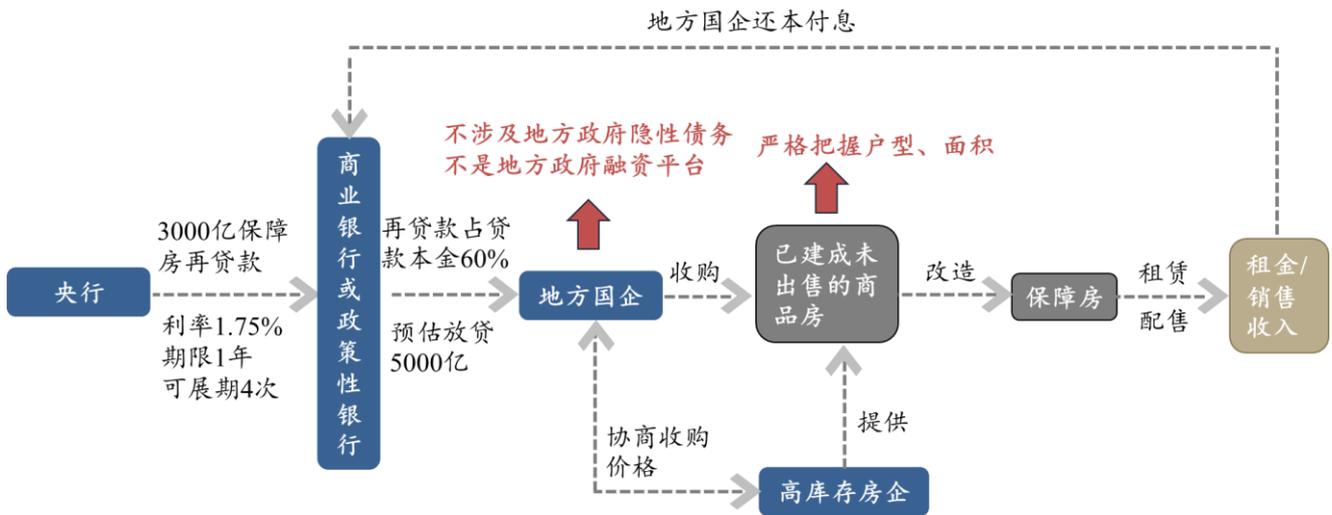
数据来源: wind, 贝壳研究院, 东吴证券研究所

2. 地产收储框架逐步清晰, 有望带动销售温和复苏

5月17日, 国务院举行政策例行吹风会, 住建部、自然资源部、央行、金融监管总局有关领导介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。会议中提到: 央行将设立3000亿元保障性住房再贷款(利率1.75%, 期限1年, 可展期4次), 鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则, 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房, 用作配售型或配租型保障性住房, 收购主体不得涉及地方政府隐性债务, 不得是地方政府融资平台, 预计将带动银行贷款5000亿元。此后政策不断升级, 央行将保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%; 财政部亦表态支持地方用专项债“收储”。

收储的具体流程是: 21家商业银行按照自主决策、风险自担的原则向有需求的地方国有企业发放贷款, 央行将按照贷款本金的60%发放利率为1.75%的再贷款。地方国企获得贷款后, 与高库存房企自主协商价格收购已建成未出售的商品房(即现房), 用作配售型或配租型保障房。按照保障房用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则, 严格把握户型和面积标准(通常在70-90平左右)。后续配售和租赁的收入将变成地方国企向商业银行还本付息的来源。

图15: 3000 亿保障性住房再贷款收储流程图



数据来源：国务院，东吴证券研究所绘制

2023 年末开始，各地陆续推出“以旧换新”政策。2023 年 11 月 21 日，苏州城发集团率先在太仓市启动“以旧换新”试点，近千位房东参与报名申请置换；2024 年 4 月 20 日，郑州城市发展集团和郑州房地产协会在金水区和郑东新区启动“以旧换新”试点工作，限额 500 套。5 月 10 日，在市内八区全面开展，全年计划完成 5000 套。4 月 27 日，南京安居建设集团开展收购存量房试点活动，首批限额 2000 套；5 月 1 日，南通市崇川建发集团启动收购存量房试点，凡是崇川区域内可上市交易的商品住房均可参与置换。对比收储新房和二手房的优劣势，总体而言，收购新房政策的落地操作性和可复制性更强，而收购二手房对市场需求的提振作用更强。

图16: 收购新房及二手房的优劣势对比

	收购存量新房	收购二手房
优势	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 可实现整栋/整单元的批量收购 ✓ 收购折价空间大，后续投资回报率较高 ✓ 利于给新房市场锚定底价 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 稳定创造新的置换购房需求 ✓ 利于给二手房市场锚定底价
劣势	<ul style="list-style-type: none"> • 没有直接创造购房需求； • 收购价格较低可能导致短期房价预期下降 	<ul style="list-style-type: none"> • 一事一议导致效率较低 • 房源分布零散，后续管理成本较高 • 收购折价空间小，后续投资回报率较低

数据来源：东吴证券研究所绘制

收储模式的作用主要有：（1）为保障性租赁住房提供增量；“十四五”期间，全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套间。由于近年来地产市场的下行，地方财政收入下降，新建保租房的模式受到一定阻力。收储存量房转化为保租房可以加快保租房的筹集进度，填补 2024-2025 年的保租房缺口。（2）消化库存改善供需关系，稳定房价预期；

2022年初以来，房价不断下降。房价预期的改变很大程度上制约了购房需求：投资需求显著减少，刚性需求观望情绪严重。考虑到部分新房项目尾盘销售的价格也在备案价8折左右甚至更低，我们认为收储价格一定程度上能够成为周边区域的价格底限，构成一定的价格锚定作用，稳定民众的房价预期。**(3) 缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼**；随着近年来地产景气度下行以及部分民企开发商暴雷影响，部分开发商已经逐步丧失信用融资的能力，经营性现金流也受制于销售下滑，收储政策可以缓解被收储房企的现金流压力，从而助力保交楼进程推进。

3. 投资建议

我国房地产市场已出现局部复苏，在过去几年的房地产下行阶段中，市场信心严重受损，行业预期持续悲观，今年9月政治局会议首提止跌回稳，政策导向较此前更为积极，市场出现局部复苏，行业周期拐点可期。且本轮行业复苏中，二手房的修复速度明显领先于新房。近年来多个城市的二手房成交占比迅速提升并超过新房，今年以来一线城市和核心二线城市如成都、西安、武汉、大连等，二手房成交复苏态势明显。今年5月推出的收储正常着力于供给端，同时助力保交楼和保障房工作，收购二手房对市场的提振作用较强。从产业链的角度，我们认为以下几类标的值得关注：**(1) 前端设计环节**，主营业务为设计规划类的标的；**(2) 中端土建与新开工环节的标的**；**(3) 后端竣工与装修环节**，例如主营业务中包含防水、涂料、PVC及PPR管等业务的标的。

4. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期**：若供给端政策优化不足，将可能造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) 政策放松不及预期**：宏观政策和房地产调控政策放松不及预期、收紧超预期；
- 3) 收储政策后续落地进度不及预期**：若各商业银行和各地方政府参与动力不足，可能导致政策效果不及预期；

罗普斯金 (002333)

建筑铝型材龙头，积极推动系统窗及铝合金边框业务

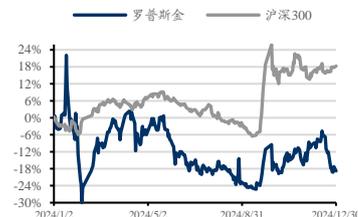
增持 (维持)

2024年12月31日

证券分析师 黄诗涛
执业证书: S0600521120004
huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1380	1643	1904	2236	2564
同比 (%)	(4.39)	19.08	15.92	17.40	14.67
归母净利润 (百万元)	(49.25)	52.23	59.68	76.33	94.62
同比 (%)	(246.37)	206.05	14.26	27.90	23.96
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.07)	0.08	0.09	0.11	0.14
P/E (现价&最新摊薄)	(73.04)	68.87	60.28	47.13	38.02

股价走势



投资要点

- 公司主要业务包含铝合金型材、铝合金系统门窗及新型铝合金铸棒材料的研发、设计、生产和销售，光伏铝合金边框加工和销售业务，围绕智慧城市开展的建筑智能化施工等业务及与建筑领域相关的检测业务。2023年公司营收16.4亿元，同比增长19.1%，建筑型材/智能工程施工/太阳能边框营收占比分别为26.2%/17.6%/30.4%。
- 品牌及技术优势突出，业务多元化发展。1) 品牌优势突出，“罗普斯金”品牌在门窗行业深耕三十余年，打造了针对不同市场的细分品牌，分别为：(1) 罗普斯金门窗：以系统门窗的型材批发及设计方案标准化输出为主营品牌的品牌；(2) 建筑型材：针对住宅、商业体、公共设施项目的甲方、建筑承包商以及建筑设计院提供工程铝型材；(3) 罗普斯金因诺高端门窗：契合家装风格的艺术门窗品牌。2) 技术研发优势突出：公司拥有江苏省高性能门窗工程技术研究中心、苏州市建筑门窗职业技能培训中心，截至24H1先后参与国家门窗标准制定15项，拥有国家认证的CNAS实验室，获评为江苏省专精特新中小企业。公司2020年起围绕建筑领域产业，通过并购引入检测检验（包括建设工程检测、环境检测等）、智慧城市智能化施工等业务；2022年成立了光伏边框事业部，承接光伏铝合金边框加工制作及销售业务，业务多元化发展。
- 积极发展系统门窗及高端成品窗业务。公司旗下“罗普斯金”品牌系统门窗主要通过经销商渠道销售，向经销商提供铝合金型材并提供配套的门窗方案设计、配件材料和加工安装工艺；“因诺”品牌高端成品窗主要是自行销售。2024H1公司铝合金门窗收入5924万元，同比增长0.7%。
- 大力发展光伏铝合金边框业务，打造新利润增长点。公司成立了光伏事业部，逐步开拓光伏铝合金边框业务，2022年引进5条太阳能边框加工生产线，对应每月80万套的光伏边框产能，2022/2023年公司光伏铝合金边框业务分别实现营收1.59/5.00亿元，2024H1实现营业收入2.34亿元，同比+35.1%，预计未来光伏铝合金边框业务的收入占比将持续提升，成为公司的新利润增长点。
- 盈利预测与投资评级：公司深耕门窗行业30余年，品牌优势突出。行业短期调整导致公司业绩承压，我们调整公司2024-2025年归母净利润预测至0.60/0.76亿元（前值为0.85/1.1亿元），新增2026年预测为0.95亿元，对应PE分别为60/47/38倍，公司积极发展系统门窗及高端成品窗业务，有望受益于地产周期调整，维持“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格波动风险，应收账款较高的风险，房地产行业景气下行的风险。

市场数据

收盘价(元)	5.23
一年最低/最高价	4.46/8.70
市净率(倍)	1.89
流通A股市值(百万元)	3,412.91
总市值(百万元)	3,529.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.77
资产负债率(% ,LF)	39.53
总股本(百万股)	674.92
流通A股(百万股)	652.56

相关研究

罗普斯金三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,161	2,324	2,535	2,771	营业总收入	1,643	1,904	2,236	2,564
货币资金及交易性金融资产	473	422	324	258	营业成本(含金融类)	1,412	1,661	1,943	2,220
经营性应收款项	1,220	1,406	1,640	1,869	税金及附加	10	12	14	16
存货	274	312	357	401	销售费用	31	35	42	48
合同资产	121	140	165	189	管理费用	76	76	89	103
其他流动资产	73	43	49	55	研发费用	33	38	44	51
非流动资产	1,089	1,041	984	910	财务费用	14	17	20	23
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	11	13	15
固定资产及使用权资产	727	639	549	457	投资净收益	14	16	19	22
在建工程	39	45	52	45	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	93	102	107	111	减值损失	(25)	(18)	(22)	(25)
商誉	142	162	182	204	资产处置收益	(3)	(3)	(4)	(4)
长期待摊费用	42	42	42	42	营业利润	63	72	91	112
其他非流动资产	47	52	52	52	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
资产总计	3,250	3,365	3,518	3,682	利润总额	60	69	88	109
流动负债	1,189	1,300	1,405	1,509	减:所得税	4	4	6	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	471	489	489	489	净利润	56	64	82	102
经营性应付款项	378	444	520	594	减:少数股东损益	4	5	6	7
合同负债	27	32	37	43	归属母公司净利润	52	60	76	95
其他流动负债	313	335	359	383	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.08	0.09	0.11	0.14
非流动负债	147	146	146	146	EBIT	69	86	108	132
长期借款	124	124	124	124	EBITDA	168	182	207	234
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.06	12.77	13.11	13.40
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	3.18	3.13	3.41	3.69
其他非流动负债	19	18	18	18	收入增长率(%)	19.08	15.92	17.40	14.67
负债合计	1,336	1,446	1,551	1,655	归母净利润增长率(%)	206.05	14.26	27.90	23.96
归属母公司股东权益	1,880	1,881	1,923	1,975					
少数股东权益	34	39	45	52					
所有者权益合计	1,914	1,920	1,968	2,027					
负债和股东权益	3,250	3,365	3,518	3,682					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(190)	24	(34)	(8)	每股净资产(元)	2.79	2.79	2.85	2.93
投资活动现金流	(148)	(33)	(30)	(15)	最新发行在外股份(百万股)	675	675	675	675
筹资活动现金流	445	(42)	(35)	(43)	ROIC(%)	2.79	3.17	3.93	4.71
现金净增加额	107	(51)	(98)	(66)	ROE-摊薄(%)	2.78	3.17	3.97	4.79
折旧和摊销	99	96	99	103	资产负债率(%)	41.11	42.95	44.08	44.95
资本开支	(161)	(49)	(49)	(36)	P/E(现价&最新股本摊薄)	68.87	60.28	47.13	38.02
营运资本变动	(371)	(140)	(226)	(223)	P/B(现价)	1.91	1.91	1.87	1.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

苏州规划（301505）

深耕苏州的设计公司，持续打造新增长点

增持（维持）

2024年12月31日

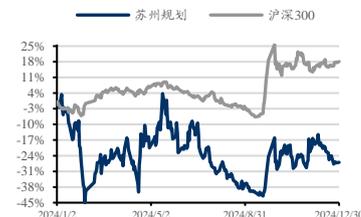
证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	404.37	390.82	377.96	394.03	416.06
同比（%）	4.45	(3.35)	(3.29)	4.25	5.59
归母净利润（百万元）	79.55	78.05	70.87	74.13	78.24
同比（%）	8.85	(1.88)	(9.21)	4.61	5.54
EPS-最新摊薄（元/股）	0.90	0.89	0.81	0.84	0.89
P/E（现价&最新摊薄）	28.32	28.86	31.79	30.39	28.79

股价走势



投资要点

- 苏州规划成立于1992年，深耕苏州三十余载，深度参与了古城保护、城市更新、规划修编等各项工作。公司以规划设计与工程设计为核心业务，进一步延伸至工程总承包及管理 and 智慧城市领域。2023年公司实现营业收入3.91亿元，同比小幅下滑3.4%；归母净利润7805万元，同比下滑1.9%。
- 城镇化稳步推进，城市更新、智慧城市等为规划设计行业带来新增长点：
 - 1) 城镇化建设稳步推进，城市更新成为了城市未来发展的新增长点。2018年至2023年，全国城镇化率由61.50%上升至66.16%，江苏省城镇化率由71.19%上升至75.00%，均呈现稳定上升的趋势，持续释放相应的规划设计及工程设计市场需求。城市开发建设重点逐步转向以提升城市品质为主的存量提质改造，预计未来城市规划市场的需求仍将稳定上升。
 - 2) 智慧城市逐步兴起：加快推进基于信息化、数字化、智能化的新型城市基础设施建设和改造，加快推进城市信息模型（CIM）平台建设，打造智慧城市基础操作平台，全面提升城市建设水平和运行效率，是未来的发展重点，智慧城市逐步兴起。
 - 3) “多规合一”推动之下规划设计行业有望迎来整合。国家推动“多规合一”政策，规划设计行业将迎来新一轮整合与变革，部分业态较为单一、技术手段较为落后、人员储备较为薄弱的企业将被逐渐淘汰，资质齐全、综合类的规划设计企业有望取得更大的发展。
- 业务资质齐全，持续开拓新业务增长点。在业务资质方面，公司拥有城乡规划甲级、建筑工程设计甲级、市政工程（道路、桥梁）设计甲级、市政工程（给水、排水）设计乙级、风景园林乙级、土地规划乙级、文物保护勘察设计乙级、测绘乙级、市政公用工程咨询乙级等多项业务资质，资质序列较为齐全。在业务区域方面，公司长期服务于苏州市、区、县级市各级不同政府部门、大量城镇社区及国内大中型企业。未来公司将继续立足传统优势区域，同时加强粤港澳大湾区的业务布局。在业务范围方面，公司业务以规划设计和工程设计为主，2019年开始，公司致力打造新的营收增长点，开拓了工程总承包及管理 and 智慧城市业务，智慧城市业务占比从2020年的0.26%提升至2023年的4.46%。
- 盈利预测与投资评级：公司深耕苏州市场30余载，深度参与了古城保护、城市更新、规划修编等各项工作，项目经验丰富，在此轮地产政策刺激以及收储政策推广中有望率先受益。短期由于行业内调整，影响公司营收增速和毛利率水平，因此我们调整公司2024-2025年归母净利润预测至0.71/0.74亿元（前值为0.78/1.1亿元），新增2026年预测为0.78亿元，对应PE分别为31.8/30.4/28.8倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；应收账款回款风险。

市场数据

收盘价(元)	25.66
一年最低/最高价	18.63/37.83
市净率(倍)	2.30
流通A股市值(百万元)	1,492.93
总市值(百万元)	2,258.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.13
资产负债率(%，LF)	25.26
总股本(百万股)	88.00
流通A股(百万股)	58.18

相关研究

苏州规划三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	993	989	1,014	1,048	营业总收入	391	378	394	416
货币资金及交易性金融资产	501	508	520	536	营业成本(含金融类)	210	202	210	222
经营性应收款项	304	294	307	324	税金及附加	3	3	3	3
存货	0	0	0	0	销售费用	8	8	8	9
合同资产	0	0	0	0	管理费用	45	43	45	48
其他流动资产	187	187	187	188	研发费用	28	27	28	30
非流动资产	354	416	471	525	财务费用	(5)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	2	2	2	2
固定资产及使用权资产	49	58	69	80	投资净收益	4	4	4	4
在建工程	141	162	186	208	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	49	48	48	47	减值损失	(24)	(24)	(25)	(26)
商誉	11	31	51	73	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	84	82	86	90
其他非流动资产	96	109	109	109	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	1,347	1,405	1,485	1,573	利润总额	90	82	86	90
流动负债	302	293	303	317	减:所得税	12	11	11	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	48	48	48	48	净利润	79	71	75	79
经营性应付款项	135	130	135	143	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	21	20	21	23	归属母公司净利润	78	71	74	78
其他流动负债	98	94	98	104	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	0.81	0.84	0.89
非流动负债	39	40	40	40	EBIT	74	77	81	85
长期借款	31	31	31	31	EBITDA	87	89	94	101
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.35	46.66	46.73	46.72
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	19.97	18.75	18.81	18.80
其他非流动负债	1	3	3	3	收入增长率(%)	(3.35)	(3.29)	4.25	5.59
负债合计	341	333	343	357	归母净利润增长率(%)	(1.88)	(9.21)	4.61	5.54
归属母公司股东权益	1,002	1,068	1,137	1,210					
少数股东权益	4	5	5	6					
所有者权益合计	1,006	1,073	1,142	1,216					
负债和股东权益	1,347	1,405	1,485	1,573					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	40	105	111	117	每股净资产(元)	11.38	12.14	12.92	13.75
投资活动现金流	(531)	(66)	(64)	(66)	最新发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	491	(33)	(34)	(36)	ROIC(%)	8.08	5.97	5.89	5.87
现金净增加额	0	6	13	15	ROE-摊薄(%)	7.79	6.64	6.52	6.47
折旧和摊销	13	12	14	15	资产负债率(%)	25.31	23.67	23.07	22.69
资本开支	(85)	(62)	(68)	(70)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.86	31.79	30.39	28.79
营运资本变动	(67)	1	(3)	(4)	P/B (现价)	2.25	2.11	1.98	1.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

中衡设计（603017）

装配式建筑经验丰富，持续巩固人才优势

增持（维持）

2024年12月31日

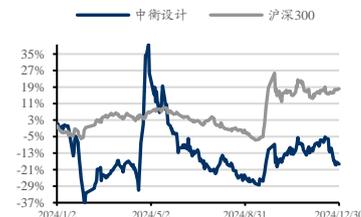
证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1760	1730	1827	1920	2019
同比（%）	(1.88)	(1.73)	5.62	5.11	5.16
归母净利润（百万元）	86.91	106.60	117.66	125.29	133.44
同比（%）	120.76	22.65	10.38	6.49	6.50
EPS-最新摊薄（元/股）	0.32	0.39	0.43	0.45	0.48
P/E（现价&最新摊薄）	26.35	21.48	19.46	18.28	17.16

股价走势



投资要点

- 国内建筑设计首家 IPO 上市公司：**中衡设计创建于 1995 年，2014 年于上交所挂牌上市；截至 2024 年三季报公司第一大股东为苏州赛普成长（持股比例 36.77%），公司实控人、董事长、首席总建筑师冯正功共持有公司 20.7% 股权。公司立足于国内重要城市，从事公共建筑、高端工业建筑和民用建筑的工程设计、工程总承包、项目管理及工程监理服务，2023 年/24H1 分别实现营业收入 17.3/6.7 亿元，同比分别-1.7%/-11.7%，实现归母净利润 1.1 亿元/7106 万元，同比分别+22.7%/-12.9%；2023 年公司设计咨询/工程总承包业务在总营收中占比分别为 52.1%/27.1%。
- 公司是首批装配式建筑产业基地、首批全过程咨询试点企业，技术实力雄厚。**（1）公司拥有丰富的装配式建筑设计实施经验，能够提供装配式建筑集成设计一体化的解决方案，从事的约 80% 以上的项目均包含装配式建筑设计，近 100% 混凝土住宅项目采用装配式技术，2017 年下半年成为首批获得认定的“国家装配式建筑产业基地”之一，此外还承担了包括《钢结构住宅新结构体系研究》等多项部、省和市级装配式相关课题研究；（2）公司 2017 年上半年被住建部选定为全国首批 40 家全过程工程咨询试点企业，可为客户提供一站式服务；（3）公司积极跟踪和探索建筑设计行业理论前沿和科技实践，截至 24H1 拥有“中衡设计 Revit 族库管理软件”、“中衡设计 Midas_To_Revit 模型转换软件”、“中衡设计工程数据管理软件”等相关软件著作权 100 余件，子公司自主研发的建筑 VR 云平台 Mars 为全国超过 1500 家设计院和 380 所建筑景观高校提供了软件云服务。
- 重视人才培养，多元化激励机制有助于提升骨干人才认同感。**2020 年 1 月公司董事长、首席总建筑师冯正功当选全国工程勘察设计大师（江苏省近 16 年来第一人），公司获取的部分重大项目乃业主通过直接委托或邀标的方式委托以冯正功大师为代表的团队实施，为业务开展创造有利条件；此外，公司形成了城市设计、产业园区、文体教育等学科带头人集群，截至 24H1 汇集有全国工程勘察设计大师 1 人，国务院特殊津贴享受者 2 人，省级大师 4 人，89 人次获省级优秀总监专监荣誉称号；公司于 2022 年实施股权激励计划和员工持股计划，股权激励计划向 146 位员工授予股票期权 505 万份，授予额度约占总股本的 1.81%；员工持股计划向 105 位员工受让股份 543 万股，约占总股本的 1.95%，持续巩固人才资源优势。
- 盈利预测与投资评级：**公司是江苏省最大的建筑设计企业，装配式建筑应用广泛，实施员工持股计划和股权激励计划持续巩固人才优势。由于建筑设计行业短期调整，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测至 1.18/1.25 亿元（前值为 1.22/1.35 亿元），新增 2026 年预测为 1.33 亿元，对应 PE 分别为 19/18/17 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**房地产行业修复不及预期，房企信用风险暴露。

市场数据

收盘价(元)	8.21
一年最低/最高价	6.12/15.03
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	2,265.19
总市值(百万元)	2,265.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债率(%，LF)	54.44
总股本(百万股)	275.91
流通 A 股(百万股)	275.91

相关研究

中衡设计三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,048	2,116	2,304	2,506	营业总收入	1,730	1,827	1,920	2,019
货币资金及交易性金融资产	807	807	928	1,061	营业成本(含金融类)	1,278	1,350	1,417	1,488
经营性应收款项	825	871	916	963	税金及附加	14	15	16	16
存货	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0
合同资产	336	355	373	393	管理费用	137	145	152	160
其他流动资产	80	82	86	89	研发费用	94	99	104	109
非流动资产	1,344	1,516	1,578	1,639	财务费用	7	8	8	9
长期股权投资	70	75	80	85	加:其他收益	9	9	10	10
固定资产及使用权资产	385	392	400	411	投资净收益	43	45	48	50
在建工程	136	167	196	221	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	226	266	306	346	减值损失	(111)	(118)	(124)	(130)
商誉	191	171	151	131	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	138	148	158	168
其他非流动资产	331	440	440	440	营业外净收支	(4)	0	0	0
资产总计	3,392	3,632	3,881	4,145	利润总额	134	148	158	168
流动负债	1,874	1,961	2,045	2,134	减:所得税	23	26	28	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	255	253	253	253	净利润	111	122	130	139
经营性应付款项	878	928	974	1,022	减:少数股东损益	4	5	5	5
合同负债	304	321	337	355	归属母公司净利润	107	118	125	133
其他流动负债	437	460	481	504	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.43	0.45	0.48
非流动负债	34	25	25	25	EBIT	132	156	166	177
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	179	178	189	200
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.12	26.10	26.20	26.31
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	6.16	6.44	6.53	6.61
其他非流动负债	25	17	17	17	收入增长率(%)	(1.73)	5.62	5.11	5.16
负债合计	1,908	1,987	2,070	2,159	归母净利润增长率(%)	22.65	10.38	6.49	6.50
归属母公司股东权益	1,460	1,617	1,778	1,948					
少数股东权益	24	28	33	38					
所有者权益合计	1,484	1,645	1,811	1,986					
负债和股东权益	3,392	3,632	3,881	4,145					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	207	237	246	260	每股净资产(元)	5.29	5.86	6.44	7.06
投资活动现金流	(35)	(147)	(37)	(34)	最新发行在外股份(百万股)	276	276	276	276
筹资活动现金流	(125)	(89)	(88)	(93)	ROIC(%)	6.28	7.05	6.89	6.75
现金净增加额	46	(1)	122	133	ROE-摊薄(%)	7.30	7.28	7.05	6.85
折旧和摊销	47	22	23	24	资产负债率(%)	56.25	54.70	53.34	52.09
资本开支	(60)	(80)	(80)	(79)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.48	19.46	18.28	17.16
营运资本变动	(19)	21	18	19	P/B(现价)	1.57	1.42	1.29	1.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

金螳螂 (002081)

装饰龙头，高质量发展为发展主线

增持 (维持)

2024 年 12 月 31 日

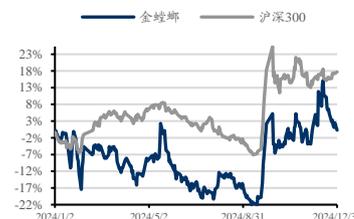
证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21813	20187	17915	17227	17776
同比 (%)	(14.03)	(7.46)	(11.25)	(3.84)	3.19
归母净利润 (百万元)	1,273.81	1,024.08	687.87	690.39	717.68
同比 (%)	125.73	(19.61)	(32.83)	0.37	3.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.48	0.39	0.26	0.26	0.27
P/E (现价&最新摊薄)	7.80	9.70	14.44	14.38	13.84

股价走势



投资要点

- 金螳螂成立于 1993 年，经过近 30 年的发展，成为一家以室内装饰为主体，融幕墙、景观、软装、家具、机电设备安装等为一体的综合性专业化装饰集团。截至 2024 年三季报公司第一大股东为金螳螂集团，持股比例 24.6%，实控人为朱兴良；2023 年公司实现营收 202 亿元，同比下滑 7.5%，归母净利润 10.2 亿元，其中装饰/幕墙/设计业务分别实现收入 168.1/17.7/14.6 亿元，毛利率分别为 13.2%/5.8%/39.5%。
- 行业触底，竞争格局有望优化。2023 年公司公装/住宅/设计订单规模分别为 189.53/25.43/21.74 亿元，同比分别变动+5%/+2%/+36%。2024Q1-3 公装/住宅/设计订单分别同比变动+8.55%/-26.03%/-26.80%。近年来，部分低毛利企业亏损并退出市场，市场份额向龙头企业集中；公司城市更新业务全面展开，EPC 业务稳步推进，且成立洁净科技事业部，培育医养板块业务，强化竞争壁垒。
- 公司设计能力突出，广受业内好评。公司是中国建筑装饰行业首家上市公司，在高端酒店、商业空间、办公空间、洁净医疗、文化观演、宗教文旅等细分领域处于拥有业内领先的设计水平和专业优势，截至 2024H1 累计荣获 144 项“鲁班奖”，559 项“全国建筑工程装饰奖”等，荣获“全国优秀施工企业”、“江苏省优秀装饰企业”等。
- 严控应收风险，改善经营质量。公司未来将以高质量发展为主要发展战略，通过承接高质量项目，同时以精细化管理、大平台建设、研发创新、属地深耕、新业务拓展、供应链优化等为主要战术，重点打造公司高质量、高科技、稳工期、低成本的市场竞争力。
- 拓展新兴业务类型，引领行业变革。在公司 2021 年大额信用减值计提后，公司主动控风险，减少了风险性地产类等相关业务的承接。同时公司主动适应市场变化、持续优化业务结构，积极布局总承包 (EPC)、装配式建筑、医养净化、教育、新能源、芯片、制造业等装饰工程细分市场。另一方面，公司加大装配式研发和推广力度，尝试改变行业内套定额的模式，使装配式产品具备超越定额的工艺、低于定额的成本，引领行业发展变革。
- 盈利预测与投资评级：公司为综合性专业化装饰集团，近年来严控应收风险，改善经营质量，持续优化业务结构，地产风险充分计提。短期内受到行业调整影响，公司业绩承压，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润为 6.9/6.9 亿元 (前值为 17.6/20.1 亿元)，新增 2026 年预测为 7.2 亿元，对应 PE 分别为 14.4/14.4/13.8 倍，由于房地产行业迎来拐点有望催化工程建设需求，公司作为装饰类标的有望收益，维持“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济下行的风险；订单落地不及预期的风险；应收账款回款风险等。

市场数据

收盘价(元)	3.66
一年最低/最高价	2.81/4.29
市净率(倍)	0.72
流通 A 股市值(百万元)	9,674.99
总市值(百万元)	9,718.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.10
资产负债率(% ,LF)	60.39
总股本(百万股)	2,655.32
流通 A 股(百万股)	2,643.44

相关研究

金螳螂三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32,270	30,408	30,323	31,591	营业总收入	20,187	17,915	17,227	17,776
货币资金及交易性金融资产	7,254	8,125	8,883	9,482	营业成本(含金融类)	17,197	15,482	14,855	15,322
经营性应收款项	14,629	12,987	12,487	12,885	税金及附加	60	53	51	53
存货	1,954	1,759	1,688	1,741	销售费用	344	322	310	320
合同资产	7,741	6,870	6,606	6,816	管理费用	601	573	551	569
其他流动资产	692	668	659	666	研发费用	668	593	570	588
非流动资产	4,812	4,943	4,905	4,850	财务费用	54	48	46	47
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	17	15	15	15
固定资产及使用权资产	1,380	1,313	1,242	1,167	投资净收益	44	39	37	39
在建工程	8	15	23	16	公允价值变动	(28)	0	0	0
无形资产	102	111	116	120	减值损失	(123)	(109)	(105)	(108)
商誉	194	214	234	256	资产处置收益	(6)	(6)	(5)	(6)
长期待摊费用	72	72	72	72	营业利润	1,167	782	785	816
其他非流动资产	3,055	3,218	3,218	3,218	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	37,082	35,351	35,227	36,440	利润总额	1,165	782	785	816
流动负债	22,706	20,611	19,860	20,422	减:所得税	125	84	84	88
短期借款及一年内到期的非流动负债	443	433	433	433	净利润	1,040	698	701	729
经营性应付款项	17,320	15,593	14,961	15,432	减:少数股东损益	16	11	11	11
合同负债	1,551	1,376	1,323	1,365	归属母公司净利润	1,024	688	690	718
其他流动负债	3,393	3,209	3,142	3,192	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.26	0.26	0.27
非流动负债	754	748	748	748	EBIT	1,197	830	831	864
长期借款	587	587	587	587	EBITDA	1,364	920	924	960
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.81	13.58	13.77	13.80
租赁负债	118	118	118	118	归母净利率(%)	5.07	3.84	4.01	4.04
其他非流动负债	49	43	43	43	收入增长率(%)	(7.46)	(11.25)	(3.84)	3.19
负债合计	23,460	21,359	20,608	21,171	归母净利润增长率(%)	(19.61)	(32.83)	0.37	3.95
归属母公司股东权益	13,307	13,666	14,282	14,922					
少数股东权益	315	326	337	348					
所有者权益合计	13,622	13,992	14,619	15,270					
负债和股东权益	37,082	35,351	35,227	36,440					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	344	1,468	959	794	每股净资产(元)	5.01	5.15	5.38	5.62
投资活动现金流	104	(151)	(22)	(8)	最新发行在外股份(百万股)	2,655	2,655	2,655	2,655
筹资活动现金流	(394)	(409)	(179)	(186)	ROIC(%)	7.42	4.96	4.80	4.79
现金净增加额	95	870	758	599	ROE-摊薄(%)	7.70	5.03	4.83	4.81
折旧和摊销	167	89	93	96	资产负债率(%)	63.27	60.42	58.50	58.10
资本开支	(34)	(64)	(59)	(47)	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.70	14.44	14.38	13.84
营运资本变动	(1,024)	653	93	(106)	P/B(现价)	0.75	0.73	0.70	0.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>