

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

新签订单大幅增长, 电商家装放量在即

报告摘要:

B2B 装饰业务订单大增, 业绩增长保障性较强。我们预期公装领域及房地产装饰领域在中短期将保持相对稳定的增长趋势, 公司是 B2B 装饰领域的绝对龙头, 受益于装配式建筑、全装修等政策的大力推行, 新建工程中精装修的比例将有所抬升, 房地产行业集中化趋势将带动 B2B 装饰领域的集中度提升。公司 17 年前三季度 B2B 装饰业务订单大增, 未来收入保障倍数较高, 各业务协同显现良性效果, 我们认为公司 B2B 装饰业绩稳定增长的确信性较强。

长租公寓带动装饰业务, 提供新增长的想象空间。我们估计长租公寓装饰市场每年可为龙头企业带来约 5.21~15.63 亿元的收入, 当前长租公寓仍在布局阶段, 尚未到订单的确认时点, 保守起见, 对公司的估值中并未考虑此部分的增量, 但仍为未来提供了一些想象空间, 建议对行业及公司动态保持关注。

电商家装业务发展态势良好, 有望对未来几年业绩增长提速起到关键作用。金螳螂家发展势头良好, 直营+合伙人的经营模式已逐渐成熟, 2 年左右的时间便已处于电商家装的领先地位。公司以每年新开 60~70 家直营店的速度迅速扩张, 预期明后年该趋势将继续保持, 且单店收入随着更多门店落地, 增强客户体验, 知名度及市场认可度有望进一步提升, 故单店年收入仍有上升空间。我们估算金螳螂家 17~19 年为公司贡献收入可达 21.5/40.4/64.3 亿元。

盈利预测及估值: 预计公司 17~19 年营收分别为 226.6/262.9/306.7 亿元, 归母净利润 17.8/23.2/28.0 亿元, EPS 0.67/0.88/1.06, 对应当前股价 PE 分别为 22.6X/17.3X/14.3X。公司当前 PE 估值在行业内仍处于低位, 2018 年 B2B 装饰类公司 PE 估值平均为 27.2X, 可比电商家装公司 PE 估值平均为 19.0X, 我们认为公司作为行业绝对龙头, 在订单大增以及金螳螂家业绩预期良好的前提下, 18 年可以享受 20~25 倍的 PE, 合理目标价 17.6~22.0 元。

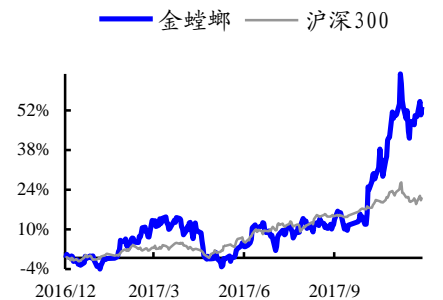
风险提示: B2B 装饰业务发展不及预期, 电商家装发展不及预期

股票数据

2017/12/13

6 个月目标价 (元)	17.60
收盘价 (元)	15.18
近 1 年股价区间 (元)	9.21 ~ 16.40
总市值 (百万元)	40,125
总股本 (百万股)	2,643
A 股 (百万股)	2,643
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	19

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	38%	51%
相对收益	3%	32%	32%

相关报告

《金螳螂 (002081.SZ): 营收小幅增长, 现金流有所好转》 2017-08-29

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18654	19601	22659	26290	30670
(+/-)%	-9.8%	5.1%	15.6%	16.0%	16.7%
归属母公司净利润	1602	1683	1779	2321	2802
(+/-)%	-14.6%	5.1%	5.7%	30.5%	20.7%
每股收益 (元)	0.61	0.64	0.67	0.88	1.06
市盈率	25	24	23	17	14
市净率	5	4	4	3	3
净资产收益率 (%)	18.6%	16.9%	15.6%	17.6%	18.1%
股息收益率 (%)	0.4%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%
总股本 (百万股)	1762	2643	2643	2643	2643

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

研究助理: 王玉

执业证书编号: S0550117110019

(021)20363233 wangyu_6425@nesc.cn

目录

1. 装饰行业概述	4
1.1. 装饰行业细分领域.....	4
1.2. 装饰行业整体增速逐渐企稳.....	5
2. 工装龙头优势持续发挥，长租公寓增量可期	6
2.1. 金螳螂工装领域优势明显，业绩稳定增长.....	6
2.1.1. 工装行业增速维持稳定，多产业融合未来可期.....	6
2.1.2. 龙头优势利于公司市占率的提升，业务协同助力 PPP 布局.....	8
2.2. 房地产住宅及长租公寓装修将向 B 端集中.....	8
2.2.1. 房地产新建住宅中精装修占比提升.....	8
2.2.2. 装配式与全装修天然契合.....	10
2.2.3. 房地产集中度提升有利于装饰单位在房地产住宅精装修领域的集中度提升.....	12
2.2.4. 长租公寓的推进为类房地产住宅精装修提供增量空间.....	13
2.3. 金螳螂 B2B 装饰业务收入预测.....	16
3. 积极布局家装电商，转化收入放量在即	18
3.1. 金螳螂家快速布局，合伙人制度共享万亿市场.....	18
3.1.1. 传统家装面临洗牌，开启家转电商时代.....	18
3.1.2. 直营+城市合伙人模式.....	19
3.1.3. 金螳螂进军电商家装的优势.....	20
3.2. 金螳螂家收入预测.....	22
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1. 关键假设及盈利预测.....	24
4.2. 可比公司估值及建议.....	24
4.3. 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 装饰行业细分	4
图 2: 固定资产投资完成额及同比	5
图 3: 装饰行业总产值及同比	5
图 4: 商办开发投资完成额及同比	6
图 5: 教育固定资产完成额及同比	6
图 6: 卫生及社会工作固定资产投资额及同比	6
图 7: 文体娱固定资产完成额及同比	6
图 8: 住宿及餐饮业固定资产投资额及同比	7
图 9: 公装总产值及同比	7
图 10: 杭州 G20 会场	8
图 11: 中国国家博物馆	8
图 12: 房地产开发投资完成额及同比	9
图 13: 房屋新开工面积及同比	9
图 14: 商品房待售面积及同比	9
图 15: 公装与家装总产值对比	10
图 16: 房地产住宅精装修总产值及同比	10
图 17: 地产精装修与新建毛坯房精装修占比	10
图 18: 金螳螂“产品化装饰”管理体系	12
图 19: 新建毛坯与改造装修合计产值及同比	18
图 20: 金螳螂家门店分布	19
图 21: 金螳螂家放线及开槽布管工艺	20
图 22: 金螳螂 50/80 系统	20
图 23: 金螳螂苏州中心仓	20
图 24: 金螳螂家套餐包组合	21
图 25: 金螳螂家 by Delos 及智能家居体验	21
图 26: 金螳螂家虚拟渲染体验	22
表 1: 部分省市装配式政策目标	11
表 2: TOP100 房地产企业销售金额集中度	12
表 3: TOP100 房地产企业销售面积集中度	13
表 4: 部分上市装饰企业合作伙伴	13
表 5: 部分关于住房租赁的出台政策	13
表 6: 北京、上海、广州五年供地计划	14
表 7: 租赁住房供应量占租赁市场比例测算	15
表 8: 龙头装饰企业年均租赁住房装饰额增量测算	16
表 9: 金螳螂新签订单情况	17
表 10: 新建住宅毛坯房和存量住房装修工程市场空间测算	18
表 11: 传统加盟模式与直营合作模式对比	19
表 12: 金螳螂家门店折算	22
表 13: 金螳螂家收入预测	23
表 14: B2B 装饰公司盈利预测及估值情况	24
表 15: 电商家装公司盈利预测及估值情况	25

1. 装饰行业概述

1.1. 装饰行业细分领域

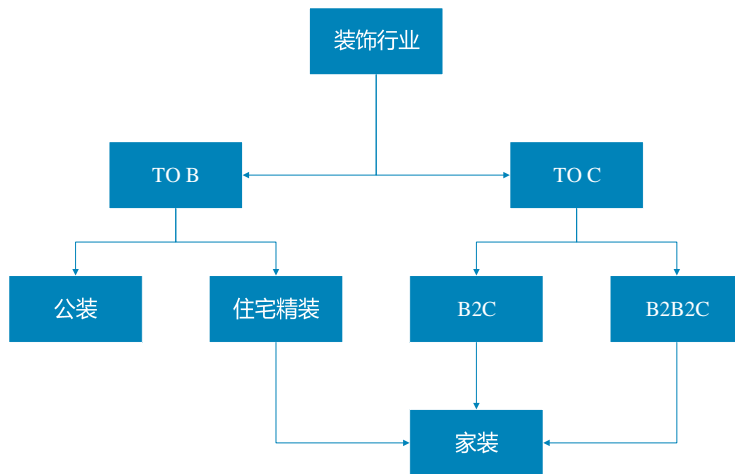
建筑装饰行业传统上可分为公装和家装两个细分领域。

公装，即公共建筑装饰装修，主要客体包括商业、办公、酒店、机场、医院、学校等公共场所以及传统住宅的公共部分。公装领域由于建筑空间形态多样，使用功能各异，设计水平及项目管理水平要求高，工程复杂多变，施工专业性及规范性要求高，行业进入壁垒相比家装而言较高。一般情况公装项目的获取均需通过正规招投标程序，除了投标企业需要拥有必要的相关资质外，更是对企业设计或施工技术水平、进度质量及成本的管控能力、概预算准确程度、短时间内对大量图纸及文档的审阅能力、BIM 技术应用的熟练程度、合约议价能力及商务报价竞争力、施工中与其他各专业工程之间的穿插搭接作业及冲突处理能力、垫资承受能力、商誉等方面综合考量、择优选择的结果。以上诸多因素的客观存在使得大部分小型装饰装修公司难以承接公装项目，而只能更多地专注于行业壁垒较低的家装领域。

家装，即家庭住宅装饰装修，根据项目渠道的不同可再分为**房地产住宅精装修、定制精装、居民住宅装修**三个再细分领域。其中房地产住宅精装修主要指由房地产开发商负责招标施工的精装修工程，其实这一类家装与公装在商业模式上基本相同，均属于 B2B 模式，虽复杂程度不如公装，但仍可发挥大企业在竞标过程中的综合优势；定制精装是指装饰企业以地产开发商或运营商为媒介，利用其丰富的项目及客户资源，打开拓客渠道，与小业主直接签约，并承担精装修施工交房责任和后期维保服务，属于 B2B2C 模式；居民住宅装修则是指新建毛坯房装修及存量住房改造装修等，主要由装饰公司直接对接消费者，属于 B2C 模式，此类细分领域行业集中度最为分散，准入门槛在装饰领域内最低，然而由于市场上住房更新、改造需求持续旺盛，故居民住宅精装修也是造成家装乃至整个建筑装饰行业形成“大行业、小公司”局面的重要因素之一。

综上所述，我们认为可将建筑装饰行业按照商业模式重新定义为 TO B 和 TO C 两大类。TO B 细分为公装和房地产住宅精装两个子类，TO C 细分为定制精装(B2B2C)和居民住宅装修(B2C)两个子类，而房地产住宅精装修、定制精装、居民住宅装修统归属为家装。

图 1：装饰行业细分



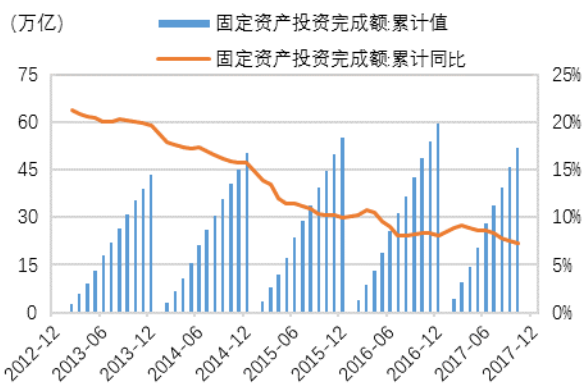
数据来源：东北证券

1.2. 装饰行业整体增速逐渐企稳

全行业固定资产投资增速下滑趋势逐渐转稳。从最近五年全国固定资产投资完成额来看，增速呈现出逐年下滑的表现，据国家统计局发布数据，2017年1-10月固定资产投资完成累计值约为51.78万亿，同比增速下滑至7.3%，创近五年新低，但最近两年下滑幅度明显驱缓，我们认为固定资产投资增速下滑有望放缓，后续随着制造业投资转暖发力，以及房地产补库存的需求，未来有望进一步维持稳定。

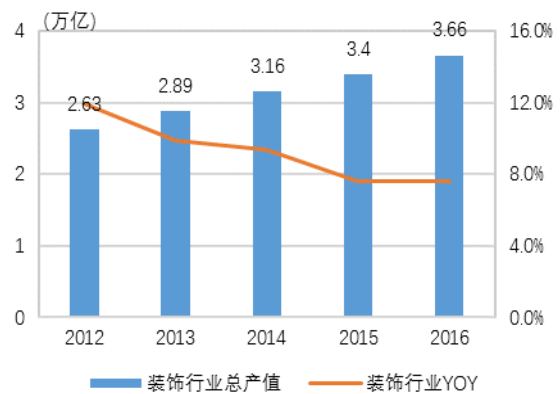
建筑装饰行业总体产值增速与固定资产投资增速趋势高度契合。根据中国建筑装饰协会发布的行业发展报告，2016年我国建筑装饰行业完成总产值3.66万亿，增长幅度已稳中微升，随着我国社会主义新阶段的快速发展，人们对美好生活品质提升需求的不断深化，未来家装市场有望进一步升温，而当前行业集中度水平很低，龙头企业的市场占有率尚不足1%，未来随着家装电商O2O模式的快速发展，行业集中度有望快速提升，品牌效应将会更加凸显，市场资源将面临重新分配，对于单个企业而言，面对如此庞大的市场体量，未来由行业集中带来的增长空间是十分巨大的。

图 2: 固定资产投资完成额及同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 装饰行业总产值及同比



数据来源: 东北证券, 中国建筑装饰协会

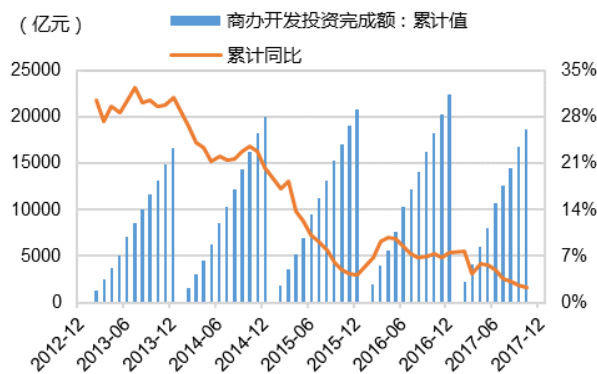
2. 工装龙头优势持续发挥，长租公寓增量可期

2.1. 金螳螂工装领域优势明显，业绩稳定增长

2.1.1. 工装行业增速维持稳定，多产业融合未来可期

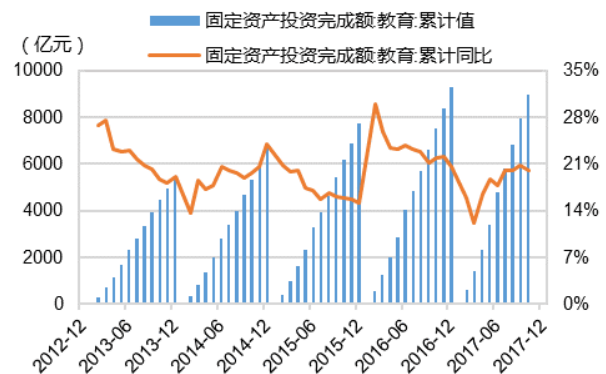
我国经济结构转型升级，影响工装市场的各领域投资增速出现分化迹象，下行领域增速企稳叠加局部领域增速回暖，我们认为各领域叠加后的综合投资增速有望维持相对平稳。随着我国城镇化水平不断提高，对建筑业的需求起到拉动作用，进而对建筑装饰业起到有力的传导带动作用，在中国制造 2025 和制造强国的发展浪潮中，产业园区及工业建筑的需求有望增长。随着各地新城、新区的规划建设以及旧城改造，协调当地特色与周边环境统一做长远规划，周边相关配套设施如商业、办公、教育、医疗、文艺、体育、娱乐等设施的需求将大大提升，对于工装行业而言，技术、品质和档次的要求更是与日俱升，都将为其今后发展提供广阔的空间。此外随着我国生态文明建设的有序推进，以及国民精神文明建设的快速发展，在产业结构转型升级的强力驱动下，文旅产业逐渐得到市场及投资者的高度重视，未来十到三十年可能会是文旅产业的黄金时期，有机会因此诞生一个万亿级市场，将带动特色小镇、酒店等一系列文旅产业及配套设施的需求随之增长，对工装市场的增长提供动能。

图 4: 商办开发投资完成额及同比



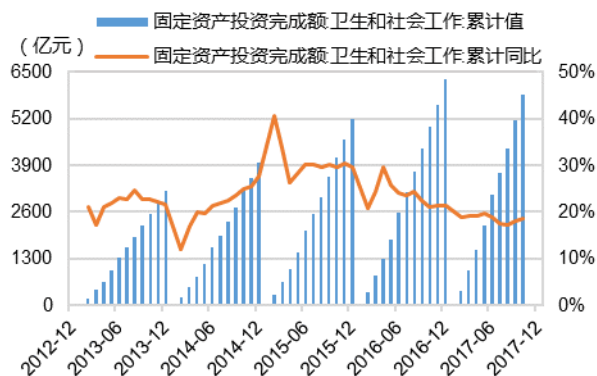
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 教育固定资产完成额及同比



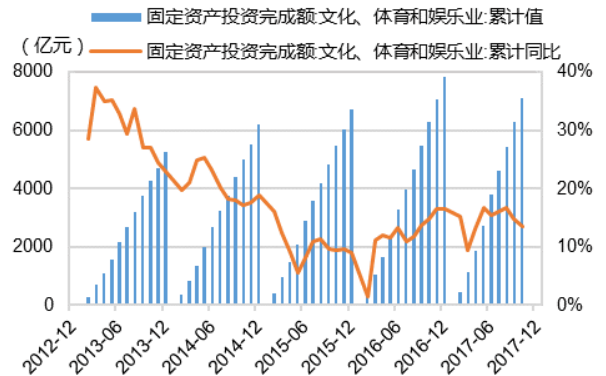
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 卫生及社会工作固定资产投资额及同比



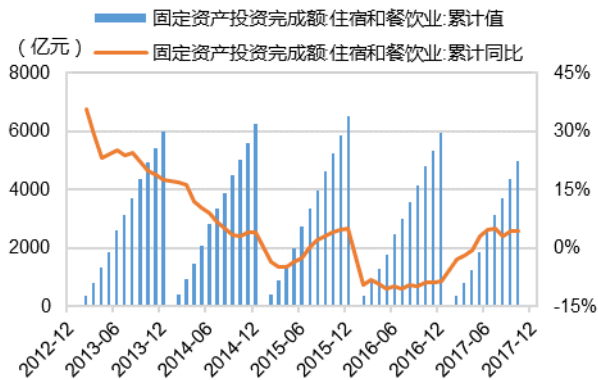
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 文体娱固定资产完成额及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 住宿及餐饮业固定资产投资额及同比

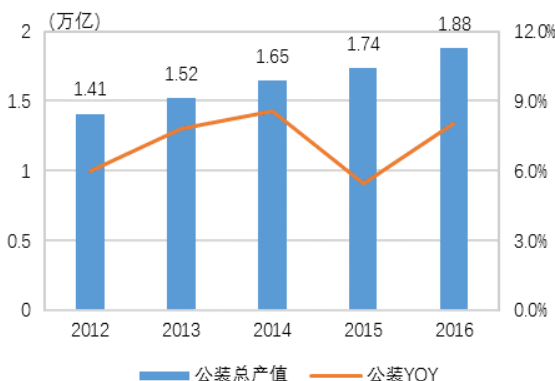


数据来源: 东北证券, Wind

房地产企业的主动转型对公装市场起到一定程度的促进作用。房地产行业在过去的一年中经历了销售住宅销售增速的大幅下滑，楼市调控政策的进一步紧缩让房企认识到传统粗放地依靠住宅销售保持业绩快速增长的风险与瓶颈，虽然每年住宅板块为房企提供的收入仍然占据较高的比例，但一些具有前瞻性的房地产企业早已不把住宅销售作为旗下唯一盈利板块，而通过自身优势外延拓展，在医养、教育、物流、长租、园区等多方向谋求新的增长点，同时价值区域内的商业、办公项目也逐渐被房企重新认识，经营模式逐渐寻求加深运营的成分，公装需求有望在房企转型升级的过程中得到充实。

公装市场总产值增速在中短期同样将维持在相对稳定的水平。根据中国建筑装饰协会统计，2016 年我国公共建筑装饰装饰全年完成工程总产值 1.88 万亿元，比 2015 年增加了 1400 亿元，增速在 8.0% 左右。近五年来看，公装行业在经历了 15 年的增速 (5.5%) 下滑之后，16 年取得小幅回暖态势，但增速仍未能超过 14 年水平 (8.6%)，我们认为公装产值增速在中短期内快速上升的可能性不是很大，稳定增长态势应属大概率事件。

图 9: 公装总产值及同比



数据来源: 东北证券, 中国建筑装饰协会

2.1.2. 龙头优势利于公司市占率的提升，业务协同助力 PPP 布局

龙头优势有利于公司在公装领域进一步提升市场占有率。根据中国建筑装饰行业协会组织的建筑装饰行业百强评选结果，金螳螂连续 14 年蝉联中国建筑装饰行业百强企业第 1 名，通过在公装领域的多年积累，整合了产业链丰富的资源，培养了大批经验丰富的管理人员，锻炼了队伍实战能力，建立了自身管理水平、设计能力、成本优势、研发能力以及品牌优势等诸多分方面的核心竞争力，在市场上形成了良好的口碑。截至目前金螳螂已累计获得 95 项鲁班奖，在今年第十五届中国土木工程詹天佑奖、2016-2017 年度国家优质工程奖评选中，金螳螂又获得了 4 项中国土木工程詹天佑奖及 4 项国家优质工程奖，是装饰行业获得这几项国优大奖最多的企业，不仅展示了金螳螂的雄厚实力，体现了行业龙头的地位，进一步增强公司竞争力，也树立了公司良好的品牌形象，吸引客户慕名前来，在承接项目上占据先发优势，有利于公司市占率的提升。

图 10: 杭州 G20 会场



数据来源：东北证券，公司官网

图 11: 中国国家博物馆



数据来源：东北证券，公司官网

业务协同助力公司 PPP 项目布局，带动公司公装业务增长。公司于 2016/12/01 发布公告，全资子公司苏州金螳螂园林绿化景观有限公司与贵州省镇宁布依族苗族自治县人民政府签署了《贵州省镇宁县特色旅游项目合作框架协议》，推进镇宁县旅游小镇和美丽乡村项目的建设，总投资额约为 36 亿元人民币；后于 2017/02/07 公告与台州市椒江区绿色药都投资开发有限公司签署了《浙江省台州市椒江绿色药都小镇项目 PPP 框架协议》推进台州市椒江区绿色药都小镇项目总投资额约为 26.5 亿元人民币。从今年陆续下发的 50 号文、87 号文、92 号文、192 号文，到发改委下发的 2059 号文来看，对央企和民间资本参与 PPP 的一抑一扬态度明显，未来对规范操作参与 PPP 的民营企业利好较为确定。金螳螂旗下除了装饰业务之外，还涉足园林景观、幕墙以及城市智能等领域，园林景观在某种意义上可以理解为室外装饰，这种室内外装饰协同作用，使得公司在参与 PPP 项目中具备一定优势。公司作为装饰领域布局 PPP 的先锋军，有望为公司公装业务提供打开新窗口。

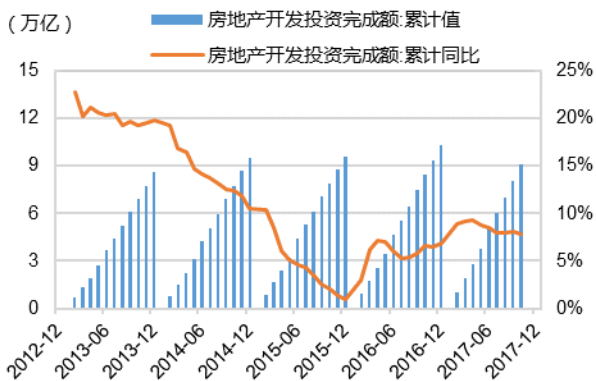
2.2. 房地产住宅及长租公寓装修将向 B 端集中

2.2.1. 房地产新建住宅中精装修占比提升

近五年来看，我国房地产开发投资增速经历了 13-15 年的快速下滑之后，导致 14-15 年房屋新开工面积负增长；16 年起房地产开发投资增速呈现回升趋势，带动房屋新

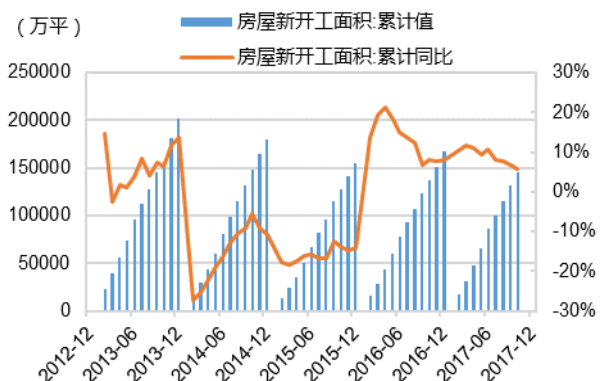
开工面积增速回正，我们预计明年仍可保持正增长。

图 12: 房地产开发投资完成额及同比



数据来源：东北证券，Wind

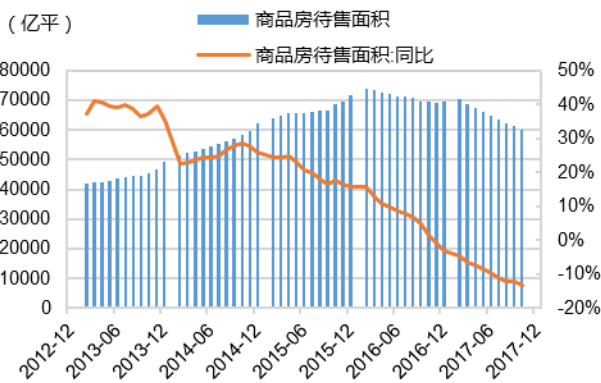
图 13: 房屋新开工面积及同比



数据来源：东北证券，Wind

当前房地产企业库存处于低位，补库存意愿增强将带动未来开发投资。2015年年底在北京举行的中央城市工作会议上指出，16年经济社会发展五大任务之一就是化解房地产库存。在国家大力推动房地产市场去库存的背景下，16年我国商品房待售面积呈现下降势头，16年底同比增速已为负值，下降趋势进一步加深。我们认为一二线城市由于商品房去化较快，库存水平相对较低，开发商补库存的意愿将会有所增强。

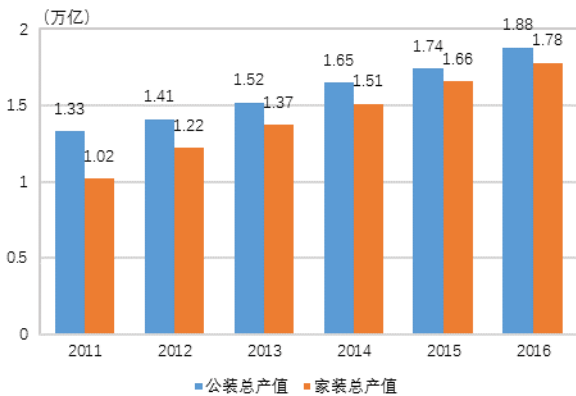
图 14: 商品房待售面积及同比



数据来源：东北证券，Wind

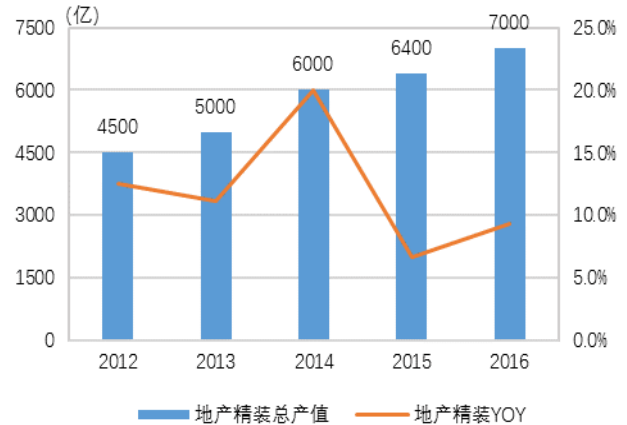
家装市场发力，总产值与公装市场的差距逐年缩小。根据中国建筑装饰协会统计，我国家装领域全年完成工程总产值1.78万亿元，比2015年增加了1200亿元，增长幅度为7.2%，此前六年与公装产值相比差距呈现缩窄态势。家装总产值中，地产精装修全年完成工程总产值约占7000亿元，比2015年增加了600亿元，增长幅度为9.38%，有所回升；新建住宅毛坯房装修装饰工程总量5500亿元，比2015年增加100亿元，增长幅度为1.85%；改造性住宅装修装饰工程总产值5300亿元，比2015年增加了800亿元，增长幅度为17.78%。

图 15: 公装与家装总产值对比



数据来源: 东北证券, 中国建筑装饰协会

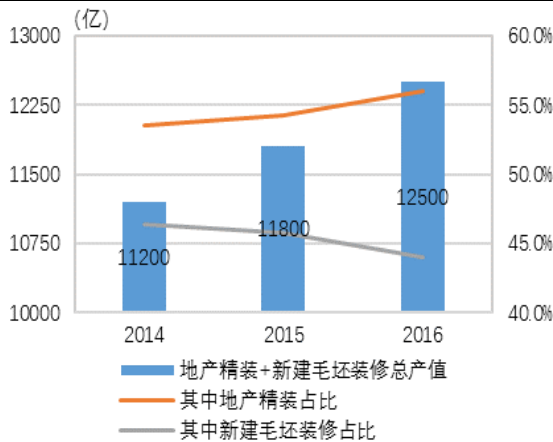
图 16: 房地产住宅精装修总产值及同比



数据来源: 东北证券, 中国建筑装饰协会

虽然房地产住宅精装修近年增速有所波动, 但地产精装修在新建住宅中的占比逐年提升。近三年, 与房地产开发及销售活动紧密相关的地产精装修及新建毛坯精装修二者总量呈现稳定上升的态势, 而受到全装修、装配式、绿色建筑等大趋势的推动, 其中新建毛坯房的装修产值增速呈现下滑趋势, 此消彼长, 地产精装修增速上扬, 为总量抬升做出主要贡献。

图 17: 地产精装修与新建毛坯房精装修占比



数据来源: 东北证券, 中国建筑装饰协会

2.2.2. 装配式与全装修天然契合

2016年9月30日国务院颁发国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见(国办发〔2016〕71号), 各省市也先后颁发了各类加快推进装配式建筑发展的实施意见及发展规划, 装配式建筑是建筑行业发展的必然趋势, 也是社会发展文明进步的必然要求。

表 1: 部分省市装配式政策目标

城市	文件	目标
北京	《北京市人民政府办公厅关于加快发展装配式建筑的实施意见》	2018 年, 装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20% 以上; 2020 年, 装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30% 以上。
上海	《上海市装配式建筑 2016-2020 发展规划》	“十三五”期间, 全市装配式建筑的单体预制率达到 40% 以上或装配率达到 60% 以上。 外环线以内采用装配式建筑的新建商品住宅、公租房和廉租房项目 100% 采用全装修。
天津	《天津市人民政府办公厅印发关于大力发展装配式建筑实施方案》	2017 年底前, 政府投资项目、保障性住房和 5 万平方米及以上公共建筑应采用装配式建筑, 建筑面积 10 万平方米及以上新建商品房采用装配式建筑的比例不低于总面积的 30%; 2018 至 2020 年, 新建的公共建筑具备条件的应全部采用装配式建筑, 中心城区、滨海新区核心区和中新生态城商品住宅应全部采用装配式建筑; 采用装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%; 2021 至 2025 年, 全市范围内国有建设用地新建项目具备条件的全部采用装配式建筑;
重庆	《关于加快推进建筑产业现代化的意见》	到 2017 年, 全市新开工的保障性住房必须采用装配式施工技术; 建筑产业现代化试点项目预制装配率达到 15% 以上; 到 2020 年, 全市新开工建筑预制装配率达到 20% 以上;
安徽	《安徽省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的通知》	到 2020 年, 装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 15%; 到 2025 年, 力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
江苏	《江苏省“十三五”建筑产业现代化发展规划》 《江苏省关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	到 2020 年, 全省装配式建筑占新建建筑比例将达到 30% 以上。 到 2025 年年末, 建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式。全省建筑产业现代化施工的建筑面积占同期新开工建筑面积的比例、新建建筑装配化率达到 50% 以上, 装饰装修装配化率达到 60% 以上。
江西	《江西省人民政府关于推进装配式建筑发展的指导意见》	2018 年, 全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例达到 10%, 其中, 政府投资项目达到 30%。2020 年, 全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例达到 30%, 其中, 政府投资项目达到 50%。到 2025 年底, 全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例力争达到 50%, 符合条件的政府投资项目全部采用装配式施工。
辽宁	《辽宁省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2020 年底, 全省装配式建筑占新建建筑面积的比例力争达到 20% 以上, 其中沈阳市力争达到 35% 以上, 大连市力争达到 25% 以上, 其他城市力争达到 10% 以上。到 2025 年底, 全省装配式建筑占新建建筑面积比例力争达到 35% 以上, 其中沈阳市力争达到 50% 以上, 大连市力争达到 40% 以上, 其他城市力争达到 30% 以上。
浙江	《浙江省人民政府办公厅关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	到 2020 年, 浙江省装配式建筑占新建建筑的比重达到 30%。
湖南	《湖南省人民政府办公厅关于加快推进装配式建筑发展的实施意见》	到 2020 年, 全省市州中心城市装配式建筑占新建建筑比例达到 30% 以上, 其中: 长沙市、株洲市、湘潭市三市中心城区达到 50% 以上。

数据来源: 东北证券, 预制建筑网

全装修的推动完美融合装配式的发展,行业趋势引动全装修比例提升。2016 年以来,多个地区加快了推进全装修住宅的进程,也陆续发布了相关政策。《建筑产业现代化发展纲要》要求,到 2020 年,新开工全装修成品住宅面积比率 30%以上,直辖市、计划单列市及省会城市保障性住房的全装修成品房面积比率达到 50%以上。

全装修逐渐引起开发商重视,新建住宅精装修比例有望提升。从技术层面来讲,在传统的商品房施工过程中,因人员、材料、设备、管控、气候等诸多复杂因素共同影响,导致施工质量或成品效果不可避免地存在不同程度的参差性,精装修是室内工程最接近消费者的外观工序,故而不管是隐蔽问题还是外在缺陷,最终将通过装修饰面反映到消费者的眼中,在住宅小业主投诉中,精装修问题占据了其中较高的比例,所以早期对于管控能力较差的开发商将尽可能地避免精装修作业。但精装修是一把双刃剑,在存在投诉风险的同时,又可以使房地产企业在地产行业竞争加剧、行业利润空间被逐渐压缩的形势下,通过精装修工程打造更美观、更具吸引力的产品,促进销售量上升的同时也因精装修使产品溢价达到更高的利润空间,扩大销售规模,提升市场占有率,用好全精装这把利剑逐渐成为房企头排兵的必修课。

金螳螂被住建部认定为首批“国家装配式建筑产业基地”,在装配式装修领域占据先发优势。公司在标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理及智能化应用等方面积极进展、潜心发展,作为建筑装饰行业龙头企业起到带头示范作用,投身装配式建筑产业升级的春风中,首创“产品化装饰”管理体系,布局建筑智能化设计与施工,未来在装配式住宅、绿色建筑、智慧建筑、政策驱动的共同催化下,以 BIM 技术作为强大工具,未来业绩的成长可期。

图 18: 金螳螂“产品化装饰”管理体系



数据来源: 东北证券, 公司官网

2.2.3. 房地产集中度提升有利于装饰单位在房地产住宅精装修领域的集中度提升

房地产行业趋于集中化将成为常态。克而瑞研究数据显示从 15 年至今年 9 月份, TOP100 房地产企业在销售金额和销售面积方面呈现双集中趋势, 我们认为, 随着热门城市土地市场竞争日趋激烈, 对房企的综合考量要求越来越高, 而综合实力较强的企业在项目获取上根据优势, 行业集中度有望持续升高。

表 2: TOP100 房地产企业销售金额集中度

	2015	2016	2017 年 1-9 月
TOP3	7.7%	8.9%	12.6%
TOP10	17.0%	18.7%	24.4%
TOP20	23.1%	25.2%	32.5%
TOP30	26.6%	29.4%	37.9%
TOP50	32.1%	35.3%	44.7%
TOP100	40.0%	44.8%	53.2%

数据来源: 东北证券, CRIC, 中国房地产测评中心

表 3: TOP100 房地产企业销售面积集中度

	2015	2016	2017 年 1-9 月
TOP3	5.4%	7.0%	9.4%
TOP10	11.4%	12.5%	15.8%
TOP20	14.7%	16.2%	20.3%
TOP30	17.0%	18.6%	23.6%
TOP50	20.1%	22.1%	27.4%
TOP100	24.9%	27.5%	32.1%

数据来源：东北证券，CRIC，中国房地产测评中心

房地产行业的集中将带动住宅及长租公寓的精装修集中度提升。作为住宅精装修和长租公寓精装的主要发包端，一般大型房地产企业与优质合作对象会签署长期合作的框架协议，因此与装饰企业长期合作的房地产企业都存在一定的粘性。金螳螂等一些精装修企业通过多年经营，保持了与诸多房地产企业良好的合作关系，随着房地产行业集中度的提升必将使此类精装龙头在住宅精装和长租公寓精装的占有率。

表 4: 部分上市装饰企业合作伙伴

装饰企业	合作房地产企业
金螳螂	中海、中信、万科、恒大、碧桂园、龙湖、招商、万达、朗诗、绿城、雨润、中粮、合生创展、鲁能、世茂、建业、富力、雅居乐、协信、新鸿基、五矿等
广田集团	保利、招商、恒大、绿地、龙湖、中信、中天、中粮、印力、万科、万达、鲁能、凯德、花样年、富力、复星、碧桂园、宝能、宝龙等
全筑股份	恒大、陆家嘴、复地、上海城开等
亚夏股份	恒大、滨江集团等
东易日盛	中海、华润等
奇信股份	金地等

数据来源：东北证券，公司官网，Wind

2.2.4. 长租公寓的推进为类房地产住宅精装修提供增量空间

政策陆续出台，长租公寓成地产开发商竞相争逐的领域。在“房住不炒”与“租购并举”的大基调下，中央各部门陆续出台了一系列相关政策支持，各地区积极响应，结合自身规划细化住房租赁发展指导方针，并在未来土地出让计划中，大幅提高租赁用地的配置比例，并鼓励房地产开发企业积极参与开展住房租赁业务。

表 5: 部分关于住房租赁的出台政策

时间	城市或机构	政策文件	要点
2016-06	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	到 2020 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系，基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系，推动实现城镇居民住有所居的目标；鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务。

2016-10	四川	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	到 2020 年，全省基本形成以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系。
2016-12	国务院	《中央经济工作会议》	加快住房租赁市场立法加快机构化、规模化租赁企业发展；建设政府住房租赁交易服务平台；增加租赁住房有效供应；创新住房租赁管理和服务体制
2017-01	广东	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	到 2018 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系；基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系；基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系，推动实现城镇居民住有所居的目标。
2017-07	住建部	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	培育机构化、规模化住房租赁企业；鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务；支持物业服务企业开展住房租赁经营；规范发展住房租赁中介机构；支持和规范个人出租住房；
2017-09	上海	《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》	增加各类租赁住房供应，促进购租并举住房体系建设，多层次、多品种、多渠道发展住房租赁市场，充分发挥租赁住房高效、精准、灵活的特点，满足不同层次、不同人群住有所居的需求。到 2020 年，基本形成多主体参与、多品种供应、规范化管理的住房租赁市场体系。
2017-09	北京	《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》	强化住房租赁管理服务，增加租赁住房供应；建立住房租赁监管平台，提供便捷公共服务；明确住房租赁行为规范，维护当事人合法权益；加强市场主体监管，提升住房租赁服务水平。
2017-10	山东	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	培育机构化、规模化住房租赁企业；鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务；支持物业服务企业开展住房租赁经营；规范发展住房租赁中介机构；支持和规范个人出租住房；
2017-10	深圳	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	进一步完善住房租赁监管机制，保障市场主体从事住房租赁经营的合法权益；完善住房租赁法规规章和行业管理体系，维护依法经营、诚实守信、公平交易的市场秩序；培育和规范住房租赁行业，提升住房租赁企业的规模化、专业化、规范化水平。

数据来源：东北证券，政府官方网站

表 6: 北京、上海、广州五年供地计划

	北京			上海			广州		
	总供给	租赁住房供给	占比	总供给	租赁住房供给	占比	总供给	租赁住房供给	占比
计划供地量 (万平方米)	6000	1300	21.7%	5500	1700	30.9%	3200	825	25.8%
计划供应套数 (万套)	150	50	33.3%	170	70	41.2%	75	15	20.0%
年均计划供地量 (万平方米)	1200	260	21.7%	1100	340	30.9%	640	165	25.8%
年均供应套数 (万套)	30	10	33.3%	34	14	41.2%	15	3	20.0%

数据来源：《北京市 2017-2021 年及 2017 年度住宅用地供应计划》《上海市住房发展“十三五”规划》《广州 2017-2021 年住宅用地供应计划》

房企将成为发展集中式长租机构的主力军，与地产开发商保持长期良好合作关系的装饰企业更易于在其中受益。根据中国指数研究院研究，当前租赁市场以职业二房东和个人房东为主，机构渗透率还不足 2%，以美国租赁市场作为对比，2016 年美国租赁市场机构渗透率已在 30% 以上。我们认为大型房地产企业在地产开发、商业运营、物业服务等方面成熟度领先，在资金、专业性、产业链资源、经验积累等方面具有先天优势，随着长租公寓业务的推进发展，规模成型有机会叠加各种线上、线下的各类增值服务，激发企业创新拓展创造新的利润增长点，综合多元发展将充分发挥大型房企的业务协同效应与规模优势。与传统的房地产住宅精装修类似，由长租公寓带来的精装修工程增量大部分应该流入与其长期合作经营关系良好的装饰企业，因此这类装饰龙头在租赁住房新建装修的拓展中更具优势。

长租公寓装饰市场巨大，未来有望为装饰企业提供增量空间。长租公寓的性质结合当前行业的政策导向，我们认为长租公寓采用全装修是高概率事件，因此租赁住房市场的兴起将有助于加速提高我国整体新建住房的精装修比例。

我们估计租赁住房年计划供应量占目前租赁住房面积的比例大概在 2% 左右。推理逻辑如下：以北京/上海/广州三市为例，根据各市未来土地供应计划，城市租赁用地年均计划供应量分别为 260/340/165 万方，假设长租公寓建设平均容积率为 2，则城市租赁住房年均计划供应建筑面积分别为 520/340/165 万方；北京/上海/广州三市 2016 年常住人口分别约为 2173/2420/1404 万人，常住人口的租房比例大概在 34%/35%/34% 的水平，租房人口分别约为 739/847/477 万人，因长租公寓主要建设于城市，国家统计局统计 2016 年我国城市人均住房面积为 36.6 平方米，则北上广三市租赁住房面积分别约为 2.7/3.1/1.7 亿平方米；由以上数据算得北京/上海/广州租赁住房年均计划供应建筑面积占该市租赁面积的比例分别为 1.9%/2.2%/1.9%，我们假设全国范围各地政府租赁用地供应思想较为统一，故全国整体租赁租房供应量与租房面积的比例为 2% 左右。

表 7: 租赁住房供应量占租赁市场比例测算

	北京	上海	广州
城市租赁用地年均计划供应量 (万平方米)	260	340	165
假设容积率	2	2	2
城市租赁住房年均计划供应量 (万平方米)	520	680	330
城市常住人口 (万人)	2173	2420	1404
城市常住人口租房比例	34%	35%	34%
城市租房人口 (万人)	739	847	477
人均住房面积 (平方米)	36.6	36.6	36.6
城市租赁住房面积 (亿平方米)	2.7	3.1	1.7
城市租赁租房年计划供应量占租赁住房比例	1.9%	2.2%	1.9%

数据来源：东北证券，政府官网，链家研究院

按照我国当前租赁用地的供应速度，我们测算每年新建长租公寓装饰工程可为龙头装饰企业提供约 5.21~15.63 亿收入的增量。我们假设全国租房人群主要有流动人口及近五年已落户工作所在地的毕业生组成，根据《中国流动人口发展报告》数据显示，2016 年我国流动人口规模为 2.45 亿，假设流动人口租住私房比例 67.3% 的历史水平不发生大幅变化，则流动人口租房人数约为 1.65 亿，根据中国指数研究院测算

近五年已落户毕业生租房人数约为 0.13 亿，故租房群体总人数约为 1.78 亿，按人均住房面积 36.6 平方米计算，全国租赁住房总面积约为 65.1 亿平方米；根据我们之前估算，租赁租房供应量与租房面积的比例为 2% 左右，我们将年新建长租公寓建筑面积与总租房面积比例设置 1%/2%/3% 三个情景假设，三种假设下年新建长租公寓建筑面积分别为 0.7/1.3/2.0 亿平方米，假设长租公寓装修单价为 800 元/平方米，则年新增长租公寓装修需求额为 521/1042/1563 亿元；我们假设龙头装饰企业的市场占有率为 1%，则测算出每年新建长租公寓装饰工程谓龙头装饰公司提供的收入增量约为 5.21/10.42/15.63 亿元。

据中国指数研究院数据显示，2016 年我国租赁市场规模为 1.38 万亿，租房人口占总人口比例约 13%，而美国租房市场规模达 3.54 万亿，租房人口占总人口比例约 35%。随着我国人口基数逐年增长，人民对房屋租购思想的转变，未来房屋租赁市场具有广阔的发展空间，且随着经济发展，人民对生活质量的要求越来越高，装饰工程单价也有望进一步提升，对装饰工程产值总量起到助推作用，另外随着长租公寓的持续推行，长租公寓的面积总量将持续走高，中远期长租公寓装修翻新在测算中并未考虑进去，故我们测算还是相对保守的。

表 8: 龙头装饰企业年均租赁住房装饰额增量测算

流动人口	亿	2.45		
流动人口租房比		67.3%		
流动人口租房人数	亿	1.65		
近五年已落户毕业生租房人数	亿	0.13		
合计租房人口	亿	1.78		
人均租房面积	平方米	36.6		
租赁房屋总面积	亿平方米	65.1		
假设年新建长租公寓的比例		1%	2%	3%
年新建长租公寓建筑面积	亿平方米	0.7	1.3	2.0
假设装修单价	元/平方米	800	800	800
年新增长租公寓装修需求额	亿元	521	1042	1563
假设龙头装饰企业市场占有率		1%	1%	1%
龙头装饰企业年均装饰额增量	亿元	5.21	10.42	15.63

数据来源：东北证券，中国流动人口发展报告，Wind

2.3. 金螳螂 B2B 装饰业务收入预测

影响公装领域的商业及写字楼项目投资增速下降趋势放缓趋稳，而教育、文旅、体育、娱乐等行业的发展带动固定资产投资小幅回升，使得整体公装领域的需求增速相对保持稳中向暖，金螳螂作为公装领域的龙头企业可以保持市场上领先的占有率；由于同属 B2B 的商业模式，住宅精装修的业务承接方式与公装类似，房地产开发投资增速自 2016 年始有所回升，在装配式建筑、长租公寓以及全装修的大力推行下，2B 家装的精装修比例将逐渐提高，随着房地产行业集中度的提升，金螳螂有望凭借优质的品牌服务和与开发商长期合作的良好关系，创造 2B 家装业绩提升的空间。

B2B 装饰业务新签订单高增，未来收入增长有较强的保障。今年前三季度在公装项目上累计新签订单额约为 154.19 亿元，单季度与去年四季度相比均有较高幅度增长，房地产住宅装修和设计业务订单相对平稳微增。2016 年公司营收 196.01 亿，累计已签约未完工订单金额为 362.95 亿，为营收的 1.9 倍；截止 2017 年三季度，公司营收 157.31 亿，累计已签约未完工订单金额为 475.82 亿，为营收的 3.0 倍，业绩保障倍数大增，明年公司在 B2B 装饰业务上的业绩保障性较强。

我们预测公司 B2B 业务公装、房地产住宅精装增速稳定在 8%~9%。公装领域随着固定资产投资增速见底，未来有望保持稳定态势，住宅精装修领域受到全装修及长租公寓等多方政策驱动下，市场空间有望进一步提高，房地产行业集中度提高对装饰行业公司的集中度起到带动作用，尤其住宅精装修领域趋势将更为明显。在 2016 年全国公装与住宅精装修的总产值增速分别回升至 8.0% 和 9.4% 的基础上，金螳螂 2017 年新签订单额、业绩保障倍数均有明显提升，我们假设公司 2B 装饰业务收入增速与行业产值增速基本保持一致，且保守认为在短期内公司市场占有率仍保持稳定，则预计 17~19 年公司收入增速分别为 8%/8.5%/9.0%。因长租公寓市场仍处于起步阶段，由此带来的装饰市场尚未全面启动，故收入预测中并未考虑此部分增量，故我们的预测应该是相对保守的。

表 9: 金螳螂新签订单情况

单位(亿)	2016-12	2017-03	2017-06	2017-09
单季度新签订单金额	56.04	70.8	80.2	82.27
公装	32.29	43.73	57.32	53.14
住宅	19.6	21.83	18.97	23.86
设计	4.15	5.24	3.91	5.27
单季度中标未签订单金额	16.23	22.09	26.14	32.69
公装	12.08	17.08	24.29	23.1
住宅	4.15	5.01	1.83	9.57
设计	-	-	0.02	0.02
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	362.95	416.78	460.39	475.82
公装	246.97	274.88	300.08	305.3
住宅	94.03	118.39	134.43	140.15
设计	21.95	23.51	25.88	30.37

数据来源：东北证券，公司季度经营情况简报

3. 积极布局家装电商，转化收入放量在即

公司 B2C 的装饰业务主要来自于新建住宅毛坯房装修工程和存量住房改造装修工程，具有较强的可持续性，市场空间巨大。根据国家统计局数据，我国 2016 年城镇常住人口为 7.93 亿人，假设其中 50% 对装修较为敏感，按人均住房面积 36.6 平方米计算，我国装修活跃的城镇住宅面积约为 145 亿平方米，假设居民平均装修周期为 10 年，平摊到单年的装修需求面积约为 14.5 亿平方米，按照 800 元/平方米的单价测算，存量房的翻新需求年均约为 11600 亿元，市场空间是十分巨大的。

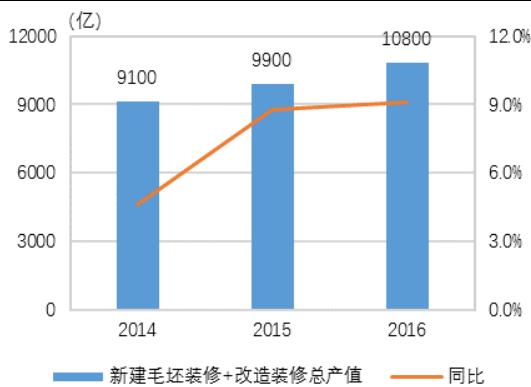
表 10: 新建住宅毛坯房和存量住房装修工程市场空间测算

2016 城镇常住人口 (亿)	假设装修敏感度	人均住房面积 (平方米)	装修活跃的城镇住宅面积 (亿平方米)	装修周期 (年)	平摊每年改造装修面积 (亿平方米)	假设装修单价 (元/平方米)	年均改造装修额需求 (亿元)
7.93	50%	36.6	145	10	14.5	800	11610

数据来源：东北证券，Wind

新建住宅毛坯房装修与存量住房改造装修合计值增速维持加速上升态势。虽然近三年新建毛坯房装修增速放缓，但由于改造性住宅装修产值连年加速上涨，使得二者合计值仍保持提速上升的态势，这也是美好生活的需求催动下，居民消费升级的必然结果。

图 19: 新建毛坯与改造装修合计产值及同比



数据来源：东北证券，中国建筑装饰协会

3.1. 金螳螂家快速布局，合伙人制度共享万亿市场

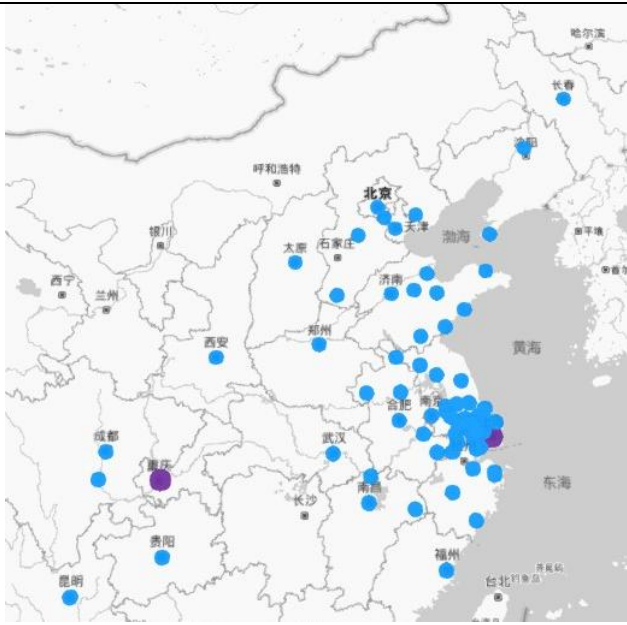
3.1.1. 传统家装面临洗牌，开启家转电商时代

2C 家装面临转型升级，电商 O2O 模式优势凸显。传统家装具有分散性、区域性的特点，难以形成全国性的品牌服务商，行业进入壁垒低，竞争激烈，行业集中度低。在互联网+的大时代中，家装电商逐渐体现出大平台化的趋势，龙头企业的在品牌、管理、研发、产业链整合等方面具备明显优势，随着家装电商的扩张，为行业集中度提升提供强劲推力。

金螳螂快速布局 2C 电商家装市场，并持续扩张。金螳螂在 2015 年与家装 E 站分手之后，开始独立搭建互联网平台金螳螂家，总结加盟商模式开店的经验教训，以全

新的直营+合伙人模式强势进军家装电商市场，2015 年首开 4 家直营店，2016 年扩张至 64 家，2017 年直营店已达 134 家，扩张势头猛，已形成“百城百店”新格局。目前，除新疆、西藏、海南和港澳台外，金螳螂家在全国各省市及直辖市均设有门店，累计服务的客户已超过 10000 家。

图 20: 金螳螂家门店分布



数据来源：东北证券，公司年度审计报告（截至 2016 年）

3.1.2. 直营+城市合伙人模式

城市合伙人共同注资、共同成长、共享收益。金螳螂家在门店布局、经营方面采用合伙人制度，与城市合伙人共同出资，金螳螂占股不低于 51%，掌握经营控制主导权，并且减轻了城市合伙人的资金压力，不仅可以加强公司对门店的管控力，也可以充分调动门店管理团队的积极性和主观能动性。城市合伙人入伙后可享有金螳螂的优质品牌背书、成熟专业的管理机制、BIM+VR+云设计的研发成果、F2C 全球集采、全渠道的营销体系以及按持股比例的分红收益。

表 11: 传统加盟模式与直营合作模式对比

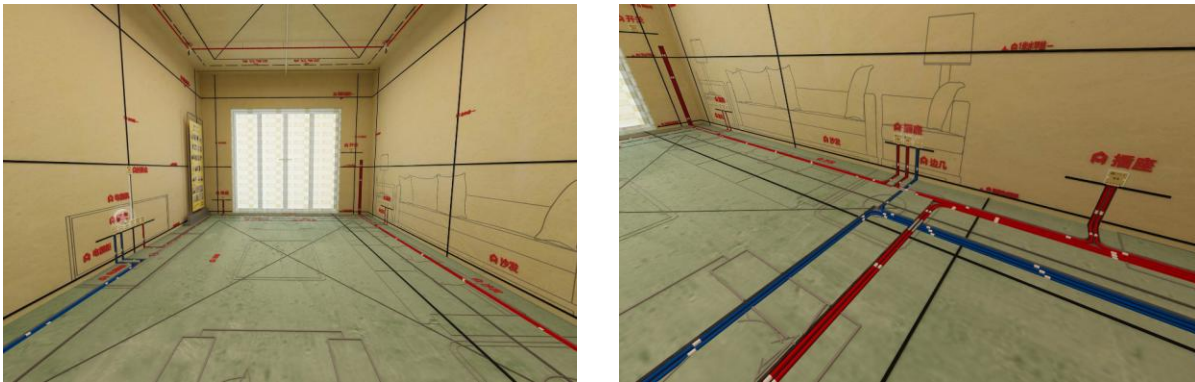
项目	传统加盟	直营合作
经营支持	品牌一旦回收之前努力白费	入股共同成长
资金支持	加盟费 无资金支持	共同注册 帮助合伙人成长
产品支持	无支持	产品迭代随市场需求升级
材料支持	无支持	F2C 供应链集采 中心仓物流配送主材
管理支持	无支持	成熟的管理体系

数据来源：东北证券，公司官网

3.1.3. 金螳螂进军电商家装的优势

传承公装品牌与品质，严格施工管控。金螳螂作为国内首家建筑装饰行业上市公司，公装领域的龙头企业，进军家装领域，品牌自身具有天然优势。公司 24 年施工经验的积累，为家装的施工管理提供有力支撑，独创的“50/80”施工管理体系以施工进度和时间轴为主线，实现标准化施工、过程管控，重点关注工程管理、项目落地、后期服务等内容，安全施工，并加强对一线施工人员的管理，实行五星质检体系规范施工。

图 21: 金螳螂家放线及开槽布管工艺



数据来源：东北证券

物流系统配合供应链管理系统，基于产业链打造竞争优势。公司通过多年公装领域合作关系，与大量一线高端建材、家居品牌签署战略协议，八大主材形成百亿级规模集采，价格优势明显。目前公司与苏宁合作的物流系统主要包括两个层级：干线物流（工厂到中心仓，目前全国有 16 个中心仓），支线物流（中心仓到小区，负责将全部物流送达每一户），同时公司自主研发了独有的供应链管理系统，使用电子信息技术实现集成化管理，通过产品需求计划进行供应链的优化设计，有效地实现物料供需最优对接，优化库存，降低成本，产生规模效应，提升企业的竞争优势。

图 22: 金螳螂 50/80 系统



数据来源：东北证券，互联网

图 23: 金螳螂苏州中心仓



数据来源：东北证券，互联网

金螳螂·家首创“3+1+N”模式，布局室内健康与智能系统，兼顾个性化与标准化。目前公司推出的全包套餐 3.1 包含，“3”是指基准包（3 档）、厨房包（4 档）、卫浴包（8 档），消费者可以通过不同档次的选定做出丰富的可选组合，套餐包组合的形式兼顾了生产施工标准化与消费端个性化的需求，在提升效果品质的同时更有利于成本及质量的管控；“1”是金螳螂·家根据家装服务的调研及数据分析，研发出更多标准的个性化需求，作为“3”的个性化补充；“N”是公司在健康家居、智能家居领域对家装的进一步拓展，金螳螂于 16 年牵手美国 Delos，后者是国际健康房地产巨头，研发了全球第一部 WELL 建筑标准，是全球唯一专门关注室内环境对人体健康影响的、以建筑实际表现为依据、并经第三方独立认证的健康建筑标准。公司将领先、可靠的的健康科技以及解决方案精心植入家居环境的设计、施工与配置中，全方位改善家居健康状况。

图 24: 金螳螂家套餐包组合



数据来源：东北证券，公司官网

图 25: 金螳螂家 by Delos 及智能家居体验



数据来源：东北证券

科技带动消费全新体验，提高客户参与度。公司自主研发了结合了 VR 技术与云技术的“Qu+云”平台，通过该平台，可以在三十分钟内完成户型图绘制并一键渲染，大大提升了效率，不仅可据此生成报价清单，还可以使消费者在装修前通过 VR 技术进行实景体验，根据体验反馈，在装修前做合理调整。施工过程中通过金螳螂家 APP 可随时了解现场施工情况，掌握施工节点，保障整个过程透明可控。

图 26: 金螳螂家虚拟渲染体验



数据来源: 东北证券

3.2. 金螳螂家收入预测

金螳螂家 2016 年新增直营店 68 家, 其中上、下半年分别 27、41 家, 2017 年已新增直营店 62 家, 其中上、下半年分别 23、39 家。

18~19 年电商家装业务仍将保持快速扩张趋势, 我们预计每年将新开直营店数分别为 70/80 家左右, 其中上、下半年分别 30/30、40/50 家。因开店时间点不同, 为了与全年收入情况对应进行估算, 我们将其门店数按照经营时间进行折算: 上半年新增门店平均时点为 3 月份, 假设开店后一个月为蓄客期无收入, 按照当年经营时间为 8 个月进行折算, 折算系数 8/12; 下半年新增门店平均时点为 9 月份, 假设开店后一个月为蓄客期无收入, 按照当年经营时间为 2 个月进行折算, 折算系数 2/12; 上一年累计已开设的门店认为全年经营, 折算系数为 1。按此法计算 2016~2019 折算门店数分别为 29/94/161/232。

$$\text{折算门店数} = \text{上一年累计已开店数} \times 1 + \text{当年上半年开店数} \times \frac{8}{12} + \text{当年下半年开店数} \times \frac{2}{12}$$

表 12: 金螳螂家门店折算

	预计门店总数	新增门店数	折算门店数
2015	4	4	
2016H1	31	27	
2016H2	72	41	29
2017H1	95	23	
2017H2	134	39	94
2018H1	164	30	
2018H2	214	40	161
2019H1	244	30	
2019H2	294	50	232

数据来源: 东北证券, 公司官网

我们测算公司 17~19 年金螳螂家收入分别为 21.5/40.4/64.3 亿元。因 2015 年金螳螂家仅开四店, 且经营时间较短, 我们以 2016 年为基准估算单店年收入额, 2016 年

折算门店数为 29，全年家装电商收入约 5.99 亿，单店年均收入为 2079 万。市场上成熟门店年收入额大概在 2500~3000 万左右，我们认为金螳螂家随着新开门店的积累日益成熟，品牌效应的成功扩散，产品包及服务的不断升级，单店的客单数量及客单单价仍有进一步增长的空间，我们预测平均单店年收入 17~19 年可保持 10% 的增长，2017-2019 单店年收入可达 2286/2515/2767 万，折算门店数分别为 94/161/232，预计年收入分别为 21.5/40.4/64.3 亿元。

表 13: 金螳螂家收入预测

	2016	2017E	2018E	2019E
新开门店数	68	62	80	80
门店总数	72	134	214	294
折算门店数	29	94	161	232
收入(亿)	5.99			
单店收入(万)	2079	2286	2515	2767
收入预计(亿)		21.5	40.4	64.3

数据来源：东北证券，公司公告

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设及盈利预测

公司公装及房地产住宅装修业务增速企稳回升，预计收入稳定增长。在装饰行业整体增速预期稳定的前提下，暂不考虑长租公寓市场可能带来的增量影响，公司 17 年新签订单额高增，但由于公装行业订单施工周期一般较长，回款效率相对较低，我们认为订单将在未来几年相对稳定平缓地消化，预计公司 2B 业务 17~19 年收入增速分别为 8.0%/8.5%/9.0%。

金螳螂家快速扩张，电商家装业务收入放量确定性较强。金螳螂家是公司面向 C 端家装业务的主战场，未来两年，金螳螂家仍将保持扩张趋势，我们预计 17~19 年每年新开直营店数分别为 62/70/80 家，平均单店年收入额分别为 2286/2515/2767 万元。**电商家装的收入放量抬高公司整体毛利率水平。**公司历史上 2B 装饰业务毛利率约在 15%~18% 之间，而电商家装行业毛利率约在 30% 左右，公司在面向 C 端的家装市场比面向 B 端市场的议价能力方面具有明显优势，我们认为公司 17~19 年公装及房地产住宅装饰业务毛利率仍将维持在 15%~18% 范围，电商家装业务毛利率维持在 30% 的水平，随着电商家装业务收入占比的逐年提高，对公司整体毛利率抬升效应将越发显著，预计 17~19 年公司整体毛利率分别约为 16.9%/19.2%/20.5%。

我们对公司盈利预测如下：预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 226.6/262.9/306.7 亿元，归母净利润分别为 17.8/23.2/28.0 亿元，EPS 分别为 0.67/0.88/1.06，对应当前股价 PE 分别为 22.6X/17.3X/14.3X。

4.2. 可比公司估值及建议

采用 PE 相对估值对公司价值进行评判，公司当前 PE 估值在装饰行业内位于低位。2018 年 B2B 装饰类公司 PE 估值平均为 27.2X，可比电商家装公司 PE 估值平均为 19.0X，考虑到公司在整个装饰行业处于绝对龙头的地位，近两年强势进军电商家装领域，在品牌、实力、模式、管理等方面均具有优势，市场认可度高，发展前景较为广阔，我们认为公司 18 年可以享受 20~25X 的 PE，合理股价区间为 17.6~22.0 元，给予买入评级。

表 14: B2B 装饰公司盈利预测及估值情况

	股价(元) 总市值(亿元)		EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
神州长城	7.0	108.8	0.4	0.6	0.8	17.4	12.5	9.0
宝鹰股份	7.7	103.3	0.3	0.4	0.4	25.4	21.4	19.2
洪涛股份	4.8	60.1	0.2	0.2	0.3	26.5	21.2	18.0
亚厦股份	8.0	107.2	0.3	0.4	0.5	24.7	20.0	16.6
广田集团	8.0	122.5	0.4	0.4	0.6	22.8	17.8	14.5
瑞和股份	10.1	36.5	0.4	0.5	0.6	26.5	20.4	15.7
奇信股份	23.3	52.5	0.7	0.9	1.1	32.9	25.3	20.3
美芝股份	41.6	42.2	0.5	0.5	0.5	84.3	82.7	81.1
江河集团	8.9	102.8	0.4	0.5	0.6	23.9	19.5	16.1
全筑股份	7.9	42.7	0.3	0.4	0.5	28.6	20.5	15.1
大丰实业	24.2	97.1	0.7	0.8	1.0	35.8	28.8	24.1

风语筑	50.5	72.8	1.5	2.1	2.8	32.8	24.6	17.9
柯利达	9.8	32.3	0.2	0.3	0.3	54.0	38.2	29.8
算术平均值						33.5	27.2	22.9

数据来源：东北证券，Wind（截至 2017 年 12 月 10 日）

表 15: 电商家装公司盈利预测及估值情况

	股价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
东易日盛	21.8	55.2	0.9	1.2	1.6	24.0	17.8	13.7
亚厦股份	8.0	107.2	0.3	0.4	0.5	24.7	20.0	16.6
广田集团	8.0	122.5	0.4	0.4	0.6	22.8	17.8	14.5
全筑股份	7.9	42.7	0.3	0.4	0.5	28.6	20.5	15.1
算术平均值						25.0	19.0	15.0

数据来源：东北证券，Wind（截至 2017 年 12 月 10 日）

4.3. 风险提示

B2B 装饰业务发展不及预期。公装及房地产住宅装修受到宏观经济、产业结构调整的影响较为严重，若商办项目投资热度无法持续回暖，同时教育、医养、文化、体育、旅游等领域有无法带来新建或存量翻修的增量，公司公装业务将会受到影响；全装修、长租公寓等政策的推广力度、落地程度也将对公司房地产精装业务产生影响。

电商家装业务发展不及预期。在全装修的政策推行下，精装修商品房比例势必将有所提高，未来公司家装来自新建毛坯房的业务量有可能会受到影响；金螳螂门店快速扩张的趋势下，公司的直营管理能力将会受到考验，管理不力有可能直接对金螳螂的品牌造成负面影响。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1087	2266	2629	3067
交易性金融资产	0	0	0	0
应收和预付款项	19330	22889	26085	31043
存货	195	207	247	274
其他流动资产	661	661	661	661
流动资产合计	21273	26024	29622	35045
可供出售金融资产	2707	2707	2707	2707
长期投资净额	1	187	374	561
固定资产	1004	950	881	811
无形资产	91	76	62	47
商誉	408	408	408	408
其他	174	95	32	31
非流动资产合计	4384	4423	4462	4565
资产总计	25657	30447	34084	39610
短期借款	1160	2857	2831	3815
应付款项	12328	13535	15666	17827
预收款项	389	314	502	450
其他	1627	1627	1627	1627
流动负债合计	15504	18332	20625	23719
长期借款	10	544	0	123
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	10	544	0	123
负债合计	15515	18876	20625	23842
归属于母公司股东权益合计	9969	11380	13221	15443
少数股东权益	173	191	238	325
负债和股东权益总计	25657	30447	34084	39610

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	19601	22659	26290	30670
营业成本	16358	18819	21248	24371
营业税金及附加	216	250	290	338
资产减值损失	388	392	392	392
销售费用	310	566	789	1073
管理费用	475	680	920	1227
财务费用	65	79	106	112
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	187	185	185	185
营业利润	1975	2058	2731	3343
营业外收支净额	23	23	23	23
利润总额	1997	2081	2753	3365
所得税	302	284	385	477
净利润	1696	1797	2368	2888
归属于母公司净利润	1683	1779	2321	2802
少数股东损益	12	18	47	87

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1683	1779	2321	2802
资产减值损失	0	0	0	0
折旧及摊销	110	148	148	84
公允价值变动收益	0	0	0	0
财务费用	65	79	106	112
投资收益	187	185	185	185
运营资本变动	-808	2747	1279	3314
其他	-77	0	0	0
经营活动净现金流量	1094	-618	1506	10
投资活动净现金流量	-49	18	18	18
融资活动净现金流量	-407	1779	-1161	410
现金净增加值	644	1179	363	438

财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标				
每股收益 (元)	0.64	0.67	0.88	1.06
每股净资产 (元)	3.77	4.31	5.00	5.84
每股经营性现金流量 (元)	0.41	-0.23	0.57	0.00
成长性指标				
营业收入增长率	5.1%	15.6%	16.0%	16.7%
净利润增长率	5.1%	5.7%	30.5%	20.7%
盈利能力指标				
毛利率	16.5%	16.9%	19.2%	20.5%
净利率	8.7%	7.9%	9.0%	9.4%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	1.04	1.01	1.03	1.01
存货周转率 (次)	83.99	90.70	86.14	88.87
偿债能力指标				
资产负债率	60.5%	62.0%	60.5%	60.2%
流动比率	1.37	1.42	1.44	1.48
速动比率	1.32	1.37	1.39	1.44
费用率指标				
销售费用率	1.58%	2.50%	3.00%	3.50%
管理费用率	2.43%	3.00%	3.50%	4.00%
财务费用率	0.33%	0.35%	0.40%	0.36%
分红指标				
分红比例	21%	21%	21%	21%
股息收益率	0.87%	0.92%	1.20%	1.44%
估值指标				
P/E (倍)	23.8	22.6	17.3	14.3
P/B (倍)	4.0	3.5	3.0	2.6
P/S (倍)	2.0	1.8	1.5	1.3
净资产收益率	16.89%	15.63%	17.55%	18.14%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王玉, 建筑行业研究助理, 房地产行业3年工作经验, 同济大学土木工程学士、岩土工程硕士。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王一	021-20361267	13761867866	wangyi@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyin@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
刘睿	021-20361112	13120728563	liurui@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
李流奇	021-20361102	13120758587	lilq@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
夏一然	010-58034561	15811140346	xiayiran@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
金婷	010-58034559	13439651862	jinting@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu-xuan@nesc.cn
王之明	0755-33975865	15999555916	wangzm@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn