金螳螂（002081.SZ）

Q2 营收及业绩显著加速，现金流持续改善

Q2 收入及盈利显著加速，下半年有望进一步加速。公司 2019H1 实现营收 138.0 亿元，同比增长 27%（剔除电商家装业务后同比增长 25%）；实现业绩 11.1 亿元，同比增长 12%符合预期。其中装饰（公装）/互联网家装/幕墙/设计业务分别实现营收 103/17/9/8 亿元，同比增长 26%/35%/35%/17%；装饰（公装）/互联网家装业务分别实现毛利润 18/4 亿元，同比增长 40%/3%，公装业务利润贡献占比显著提升。公司 2019Q1/Q2 分别实现营收 61/77 亿元，同比增长 20%/33%；分别实现业绩 6/5 亿元，同比增长 9%/16%，营收及业绩均显著加速。预计随着公司前期公装订单不断转化、家装业务稳健增长，下半年有望持续加速增长。

毛利率小幅下降，现金流持续改善。2019H1 公司毛利率 18.9%，同比小幅下降 0.3 个 pct，其中装饰（公装）/互联网家装业务毛利率分别为 17.2%/23.2%，较上年同期分别变动+1.8/-7.2 个 pct，公装业务毛利率上升可能系持有部分商票所获贴息由“利息收入”确认为“营业收入”财报科目，家装业务毛利率下降可能系较低利润率精装科技业务贡献收入占比提升所致。期间费用率 9.61%，较上年下降 0.19 个 pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动-0.41/+0.06/+0.33/-0.17 个 pct，销售费用率下降预计主要系金螳螂家业务营销费用下降所致；财务费用率上升可能系持有部分商票所获贴息由“利息收入”确认为“营业收入”财报科目。经营性现金净流出 5.4 亿元，同比少流出 15%，在紧信用环境下公司现金流持续改善难能可贵。2019H1 净利率下降 0.5 个 pct，为 8.7%。收现比/付现比分别为 96%/118%，较上年同期分别变动-4/-1 个 pct。

持续提升管控与服务能力，强化核心竞争力。上半年公司主动适应市场变化，提升管理水平和服务能力，具体来看：1）凭借突出的设计优势，加大 EPC 业务承接力度，相关合同产值增长较快；2）完善供应链管理机制，通过集中招标、集中采购、集中调拨，提升供应链话语权，实现规模经济效应；3）推出针对公共建筑的 BIM 系统，实现工程信息云端同步，推进工业化、信息化转型；4）建立完整的事前、事中、事后现金流管理体系，审计收款已见成效；5）探索全屋定制 OEM+ODM 模式，通过主材、辅材与海外 ODM 供应商资源整合，以实现全屋定制产品优势。公司持续提升管控能力，针对市场新需求主动研发产品，未来核心竞争力有望不断提升。

持续经营稳健，历史现金流优异，被忽视的核心资产。装饰行业规模庞大且具有消费属性，公司作为行业龙头：1）经营持续稳健，2016-2018 年营收分别增长 5%/7%/20%，业绩分别增长 5%/14%/11%；2）历史现金流优异，2016-2018 年经营性现金流净额分别为 11.0/17.8/16.5 亿元，堪称核心资产。在外资趋势流入、前期核心资产整体估值大幅提升之际，公司具有较强的配置价值。

投资建议：目前估值已处历史较低水平，重点推荐。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 24.4/27.6/31.0 亿元，同比增长 15%/13%/12%，对应 EPS 分别为 0.91/1.03/1.16 元（18-21 年 CAGR 为 13.4%），当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产政策调控风险，公装订单大幅下滑风险，家装门店盈利不及预期风险，原材料及劳动力成本快速上涨风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	20,996	25,089	30,101	35,132	40,158
增长率 yoy（%）	7.1	19.5	20.0	16.7	14.3
归母净利润（百万元）	1,918	2,123	2,443	2,762	3,095
增长率 yoy（%）	14.0	10.7	15.0	13.1	12.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.72	0.79	0.91	1.03	1.16
净资产收益率（%）	16.4	16.0	15.9	15.6	15.2
P/E（倍）	13.7	12.4	10.7	9.5	8.5
P/B（倍）	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3

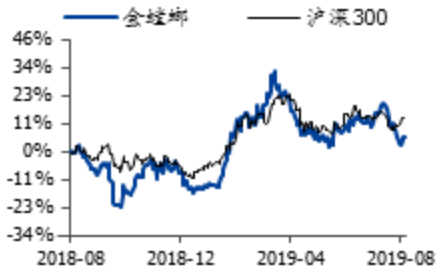
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	9.80
总市值(百万元)	26,228.81
总股本(百万股)	2,676.41
其中自由流通股(%)	96.25
30 日日均成交量(百万股)	6.48

股价走势



作者

分析师 夏天
执业证书编号：S0680518010001
邮箱：xiatian@gszq.com
分析师 杨涛
执业证书编号：S0680518010002
邮箱：yangtao1@gszq.com
分析师 何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

1、《金螳螂（002081.SZ）：订单持续快速增长，竣工加快业绩转化》2019-07-30
2、《金螳螂（002081.SZ）：业绩稳健增长，订单呈加快趋势》2019-04-27
3、《金螳螂（002081.SZ）：Q4 业绩加速增长 14%，未来成长有望加快》2019-02-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	24183	29025	37186	41733	47921
现金	2677	3069	7079	8262	9444
应收账款	18024	18609	24088	24877	31210
其他应收款	281	0	338	56	394
预付账款	239	323	352	436	464
存货	195	183	277	261	357
其他流动资产	2766	6840	5053	7841	6053
非流动资产	4001	4279	4453	4604	4722
长期投资	12	29	45	61	76
固定投资	967	861	1050	1224	1370
无形资产	122	111	102	95	87
其他非流动资产	2900	3278	3256	3225	3188
资产总计	28184	33304	41640	46337	52643
流动负债	16023	19465	25889	28295	31967
短期借款	1182	695	3872	3832	3936
应付账款	11676	12892	17062	17918	22201
其他流动负债	3165	5878	4954	6545	5830
非流动负债	411	233	216	183	137
长期借款	409	229	213	179	134
其他非流动负债	2	3	3	3	3
负债合计	16434	19698	26105	28478	32105
少数股东权益	263	372	394	424	460
股本	2643	2676	2676	2676	2676
资本公积	160	257	257	257	257
留存收益	8671	10398	12299	14447	16860
归属母公司股东收益	11487	13233	15141	17435	20078
负债和股东权益	28184	33304	41640	46337	52643

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1777	1649	1864	2055	1900
净利润	1927	2172	2465	2792	3131
折旧摊销	120	146	141	169	199
财务费用	128	52	129	168	156
投资损失	-173	-99	-151	-152	-144
营运资金变动	-177	-637	-719	-921	-1442
其他经营现金流	-48	16	0	0	0
投资活动现金流	59	-527	-164	-167	-173
资本支出	256	223	159	135	102
长期投资	129	-469	-16	-15	-15
其他投资现金流	444	-773	-22	-48	-86
筹资活动现金流	-1005	-738	-867	-665	-650
短期借款	22	-486	0	0	0
长期借款	399	-180	-17	-33	-45
普通股增加	0	33	0	0	0
资本公积增加	1	97	0	0	0
其他筹资现金流	-1426	-202	-851	-631	-604
现金净增加额	809	400	833	1224	1077

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20996	25089	30101	35132	40158
营业成本	17468	20194	24621	28753	32976
营业税金及附加	83	86	332	460	522
营业费用	508	676	1114	1335	1526
管理费用	688	897	1144	1265	1406
财务费用	128	52	129	168	156
资产减值损失	-36	47	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	173	99	151	152	144
营业利润	2335	2541	2912	3304	3716
营业外收入	0	2	9	9	5
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	2335	2541	2920	3312	3720
所得税	408	369	456	519	589
净利润	1927	2172	2465	2792	3131
少数股东收益	8	48	22	30	36
归属母公司净利润	1918	2123	2443	2762	3095
EBITDA	2474	2652	3055	3490	3894
EPS（元/股）	0.72	0.79	0.91	1.03	1.16

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	7.1	19.5	20.0	16.7	14.3
营业利润（%）	18.3	8.8	14.6	13.4	12.5
归属母公司净利润（%）	14.0	10.7	15.0	13.1	12.0
盈利能力					
毛利率（%）	16.8	19.5	18.2	18.2	17.9
净利率（%）	9.1	8.5	8.1	7.9	7.7
ROE（%）	16.4	16.0	15.9	15.6	15.2
ROIC	14.8	14.9	12.8	13.0	12.8
偿债能力					
资产负债率（%）	58.3	59.1	62.7	61.5	61.0
净负债比率（%）	-9.2	-14.0	-18.9	-23.5	-25.9
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	0.72	0.79	0.91	1.03	1.16
每股经营现金流（最新摊薄）	0.21	0.56	0.70	0.77	0.71
每股净资产（最新摊薄）	4.29	4.94	5.66	6.51	7.50
估值指标（倍）					
P/E	13.7	12.4	10.7	9.5	8.5
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.2	9.3	7.8	6.4	5.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1：公司主要财务数据（百万元）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2018上半年	2019上半年	2019一季单季	2018二季单季	2019二季单季
营业收入	18,654	19,601	20,996	25,089	10,904	13,796	6,057	5,839	7,739
营业成本	15,332	16,358	17,468	20,194	9,115	11,185	4,950	4,861	6,234
毛利率	17.81%	16.55%	16.80%	19.51%	16.41%	18.92%	18.27%	16.75%	19.44%
销售费用	258	310	508	676	339	372	153	189	220
管理费用	447	475	688	897	391	503	254	210	249
财务费用	33	65	128	52	11	60	26	-25	34
研发费用	0	0	0	718	327	390	161	0	229
销售费用率	1.39%	1.58%	2.42%	2.69%	3.11%	2.70%	2.53%	3.23%	2.84%
管理费用率	2.40%	2.43%	3.28%	3.58%	3.59%	3.65%	4.19%	3.60%	3.22%
财务费用率	0.18%	0.33%	0.61%	0.21%	0.11%	0.44%	0.43%	-0.42%	0.44%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	2.86%	3.00%	2.83%	2.66%	0.00%	2.96%
期间费用率	3.96%	4.34%	6.31%	9.34%	9.79%	9.61%	9.79%	6.41%	9.46%
资产减值损失	356	388	-36	47	-119	0	-128	72	0
投资收益	146	187	173	99	67	42	25	29	17
营业外收入	10	24	0	2	3	2	1	3	1
营业外支出	1	2	0	2	1	0	0	1	0
税前利润	1,896	1,997	2,335	2,541	1,181	1,275	641	551	634
所得税	290	302	408	369	186	192	88	90	103
所得税率	15.29%	15.11%	17.49%	14.54%	15.76%	15.03%	13.75%	16.32%	16.32%
少数股东权益占比	0.21%	0.72%	0.42%	2.22%	0.62%	-2.25%	-8.75%	5.53%	4.52%
归母净利润	1,602	1,683	1,918	2,123	989	1,108	601	435	507
净利率	8.59%	8.59%	9.14%	8.46%	9.07%	8.03%	9.92%	7.46%	6.55%
摊薄EPS（元）	0.5987	0.6290	0.7168	0.7934	0.3694	0.4139	0.2246	0.1647	0.1893
经营性现金流净额	82	1,101	1,777	1,649	-641	-543	-941	433	397
收现比	87.70%	96.51%	105.13%	91.66%	100.41%	96.26%	123.84%	77.00%	74.67%
付现比	98.80%	101.90%	107.66%	98.41%	118.49%	117.82%	161.72%	76.31%	82.97%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：2016Q4-2019Q2 公司逐季订单情况（亿元）

项目	2016年Q4	2017年Q1	2017年Q2	2017年Q3	2017年Q4	2018年Q1	2018年Q2	2018年Q3	2018年Q4	2019年Q1	2019年Q2
单季度新签订单金额	56.04	70.80	80.20	82.27	83.48	82.07	97.19	105.68	107.36	107.04	117.66
单季度新签订单金额:公装	32.29	43.73	57.32	53.14	44.89	43.57	59.47	57.56	52.82	63.25	64.19
单季度新签订单金额:住宅	19.60	21.83	18.97	23.86	34.01	33.92	31.78	41.60	48.52	38.31	45.26
单季度新签订单金额:设计	4.15	5.24	3.91	5.27	4.58	4.58	5.94	6.52	6.02	5.48	8.21
单季度中标未签订单金额	16.23	22.09	26.14	32.69	32.35	35.04	43.48	43.76	43.27	60.67	67.27
单季度中标未签订单金额:公装	12.08	17.08	24.29	23.10	20.48	27.39	28.47	25.48	23.85	31.53	35.94
单季度中标未签订单金额:住宅	4.15	5.01	1.83	9.57	11.80	7.63	15.00	18.28	19.41	29.13	31.33
单季度中标未签订单金额:设计			0.02	0.02	0.07	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00
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	473.13	457.84	506.22	553.08	572.04	602.59	621.67
截至报告期末累计已签约未完工订单金额:公装	246.97	274.88	300.08	305.30	298.09	288.46	317.83	334.15	352.31	376.51	406.43
截至报告期末累计已签约未完工订单金额:住宅	94.03	118.39	134.43	140.15	146.34	140.15	155.56	183.33	187.20	193.21	181.87
截至报告期末累计已签约未完工订单金额:设计	21.95	23.51	25.88	30.37	28.70	29.23	32.83	35.60	32.53	32.87	33.37

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

免责声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com