

德才股份(605287)

报告日期: 2022年09月26日

建筑全产业链精品企业，三大新引擎拉动业绩高增长

——德才股份深度报告

投资要点

□ 公司布局建筑全产业链，经营表现 α 属性凸显，22H1新签倍增/在手充裕

1) 公司居2020年度中国建筑装饰行业百强企业第2名，主业覆盖装饰(内装、幕墙、古建筑、智能化)、房建、市政、设计建筑全产业链，四大领域均持有甲(壹)级资质。近年来公司积极转型，大幅缩减房建、住宅内装比例，有效平抑行业波动。2021年公司实现归母净利润1.40亿元，居板块首位，五年CAGR+21%，2022年H1经营表现显著优于装饰装修板块同行。公司基本盘稳健， α 属性凸显。

2) 新签倍增/在手充裕，“设计驱动”保证获单能力。22H1新签订单47亿元，同比高增161%；当前在手订单85亿元，成长动能充足。公司依托旗下伦敦DC-HD设计公司等专业设计机构，着力打造“设计驱动”获单模式，2022年9月与TJAD开展校企合作，不断扩展业务边界。公司凭借天然设计优势发力工程总包业务，2021年/2022H1 EPC收入同增278%/166%，充分彰显公司大单承接能力。

□ 新老业务并驾齐驱，三大引擎拉动业绩超预期增长

公司在保持公建装饰 EPC 业务及市政总承包业务平稳增长外，重点发力老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高档系统门窗制造三大新业务，有望打开公司成长空间，拉动业绩超预期增长：

1) 老旧小区改造：十四五时期全国小区旧改市场规模超3.5万亿元，年均规模超过7000亿元，山东省内十四五期间老旧小区改造潜在市场规模约2086亿元；同时小区旧改项目回款条件优秀、客户信用高，有望成为公司业务新增长极。

2) 历史风貌建筑修缮：赛道准入门槛高，竞争格局明确；公司以技术起家，持有稀缺壹级资质，具备差异化竞争优势，此类项目利润率接近传统建筑工程施工项目的2倍，有望拉动公司业务盈利能力。

3) 高档系统门窗市场：中性预测下，十四五存量房精装市场达3万亿元，年复合增长率在20%以上，有望带动高档门窗市场持续朝阳。公司是华东区域规模较大的幕墙门窗综合产业中心，先后与青岛港、海尔、保利、华润、金地、中建、中铁等国内知名企业实现战略合作。同时，公司计划依托当前优化后募投项目(系统门窗在建生产线)切入高端门窗 ToC 业务领域，市场想象空间巨大。

□ 全产业链布局模式独特，集团式发展做大做强

1) 全建筑产业链业务布局完善。公司是业内唯一拥有建筑设计、建筑施工、装饰设计、装饰施工、新材料生产的全资质企业，具备27项甲(壹)级资质，在新市政业务总包方面具有独家优势。伴随全业务链条协同发展，公司有望集团式做大做强。

2) 积极转型新市政。公司区别于传统装饰企业，其装饰业务以公建 EPC 总包为主，能够带来公司盈利能力的提升及业务经营的稳健增长，同时公司发力新建、新基建、绿色建材业务，成长性凸显。

3) 立足山东辐射全国。公司从山东起家，借助省内优势打造市政类品牌项目，以品牌项目经验拓展全国，有望助推公司孵化为全国性综合建筑全产业链企业。

□ 盈利预测与估值

我们预计2022-2024年公司归母净利润1.53亿元、2.14亿元、2.90亿元，同比增长9.25%、40.26%、35.45%，对应PE分别14.96倍、10.67倍、7.88倍，我们保守估测，22-24年业绩复合增速38%。基于PEG估值视角，公司当前对应PEG仅为0.40，估值水平处于低估区间，价值亟待发现，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

在手订单执行不及预期、新业务开展不及预期、未来资产和信用减值风险、资产负债率较高风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：匡培钦
执业证书号：S1230520070003
kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：陈依晗
chenyihan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.84
总市值(百万元)	2,284.00
总股本(百万股)	100.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5040	6217	7919	9387
(+/-) (%)	8.73	23.36	27.39	18.53
归母净利润	140	153	214	290
(+/-) (%)	-23.78	9.25	40.26	35.45
每股收益(元)	1.40	1.53	2.14	2.90
P/E	16.35	14.96	10.67	7.88

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测：**预计 2022-2024 年公司归母净利润 1.53、2.14、2.90 亿元，对应 EPS 1.53、2.14、2.90 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 14.96、10.67、7.88 倍。
- 2) PEG 视角：**我们保守测算，公司归母净利润 22-24 年复合增速达 38%，按当前市值计算，2022 年对应 PE 为 14.96 倍，对应 PEG=0.40 < 1，估值水平处于低估区间，具备较高投资安全边际。
- 3) 目标市值 53 亿元。**基于公司业务模式独特性、经营稳健性、未来成长性，叠加 2023 年底公司在建高档系统门窗生产线投产，市场想象空间巨大。考虑到公司未来业绩复合增速 38% 左右，同时结合新业务成长空间，我们给予公司 2022 年对应 35 倍 PE，得出公司合理市值约为 53 亿元，对比当前市值有 134% 上涨空间，成长价值亟待发现。考虑公司十四五期间业绩预计进一步提升，未来估值中枢有望持续上升。
- 4) 投资评级：**首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

2022-2024 年，公司装饰业务新签订单增速分别 19%/20%/20%；房建业务新签订单增速分别 121%/25%/15%；市政业务新签订单增速分别 94%/10%/10%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：市场基于公司以装饰装修起家，仍然从传统装饰装修业务角度看待公司发展，认为公司未来成长具有局限性。

我们认为：1) 公司以 EPC 模式开展公建装修、新市政业务的同时，大力发展新旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高档系统门窗制造，成长动能充沛。2) 公司基本盘稳健，近年来减值损失显著少于板块同行，且当前商业地产新签订单已降至 20% 以下，经营主要聚焦高信用客户，未来风险可控。3) 公司当前订单新签高增/在手订单充裕，EPC 收入持续高增，大单承接能力逐步加强，叠加全国布点经营推进，有望带来业绩持续高增长，公司成长性有保障。

● 股价上涨的催化因素

订单超预期；所处赛道政策支持力度超预期；募投项目产能投建营速度超预期。

正文目录

1 建筑全产业链精品企业，多板块布局经营 α 属性凸显	6
1.1 股权结构明确，多家国资投资机构现身前十大股东	6
1.2 主业覆盖建筑全产业链，设计驱动修炼深厚内功	7
1.3 经营表现优于同行 α 属性凸显，22H1 新签订单倍增/在手充裕	10
2 全产业链布局模式独特，集团化发展蕴涵巨大空间	14
2.1 服务模式独树一帜，资质技术延拓利润链条	14
2.1.1 主业内功深厚打造全生命周期服务，逐步突破传统束缚	14
2.1.2 横向对比公司综合竞争优势明显，资质/技术延拓利润空间	15
2.2 拥抱“新城建、新基建、绿色建筑”大时代，积极转型赋能城市建设	16
2.3 立足山东辐射全国，集团化发展有望复刻龙头扩张模式	19
3 新老业务并驾齐驱，三大引擎拉动新增长	21
3.1 老旧小区改造：城市更新发力主向，3.5 万亿赛道打开利润新增长极	21
3.2 历史风貌建筑修缮：赛道竞争格局明确，公司差异化竞争优势显现	26
3.3 高档门窗：存量房精装空间广阔，公司积极布局系统门窗领域	28
4 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测	30
4.2 估值分析	32
4.3 投资建议	33
5 风险提示	34

图表目录

图 1: 公司成立于 1999 年, 于 2021 年正式上市, 系山东省首家 A 股上市建筑企业	6
图 2: 板块式运营股权明确, 多家国资投资机构现身前十大股东	6
图 3: 2021 年, 装饰装修业务营收占比 60.7%	7
图 4: 2021 年, 装饰装修业务毛利占比 77.0%	7
图 5: 公司主业内功深厚, 覆盖建筑全产业链	7
图 6: 2021 年内装业务占公司装饰装修业务比例超七成	8
图 7: 装饰业务多个细分方向毛利率呈逆势上升, 平抑行业波动	8
图 8: 2017-2021 年, 公司营收 CAGR 达+23.0%	10
图 9: 2017-2021 年, 公司归母净利润 CAGR 达+21.1%	10
图 10: 2017-2022H1 公司毛利率及净利率情况	11
图 11: 2017-2022H1 公司期间费用率情况	11
图 12: 2021 年公司资产负债率为 81.2%, 同比高位下降	11
图 13: 2017-2021 年 ROE 杜邦拆分	11
图 14: 22H1 现金流大幅流入, 总体与利润适配 (百万元)	12
图 15: 22H1 收现比已达 103%, 公司收入变现能力渐强	12
图 16: 2022 年 H1, 公司新签订单持续放量同比增加 161%	12
图 17: 2022 年 H1, 公司各细分业务新签订单均大幅提升	13
图 18: 公司在行业内率先打造工程全生命周期服务	14
图 19: 公司 BIM 技术助力 Haier 智谷项目 (总建面 34 万平米), 聚智赋能打造精品工程	15
图 20: 公司打造老旧小区建设改造“1+3+N”模式	17
图 21: 以青岛市四方路历史文化街区改造项目详解公司“新城建”业务	17
图 22: 公司首个光伏发电绿色建筑项目-印象平度项目一览	18
图 23: 公司立足山东辐射全国, 多区域中心业务发展各具特色	19
图 24: 全产业链布局孵化集团型综合企业, 各业务发展空间巨大	19
图 25: 公司有望复制 2010 年-2013 年金螳螂的全国布点经营战略, 规模有望迅速扩张	20
图 26: 近年来老旧小区改造政策逐渐演进	22
图 27: 十四五期间山东省老旧小区改造将迎来 3.0 时代	22
图 28: 十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预测	24
图 29: 2022 年 H1, 专项债投入老旧小区改造金额占投入保障性住房工程金额占比提升 2.5 个 pct	25
图 30: 装饰装修工程是历史风貌建筑修缮工程造价的主要组成部分	27
图 31: 公司具备丰富的古建筑工程经验, 完成众多经典工程案例	27
图 32: 我国住宅装修市场供给规模 (单位: 万户)	28
图 33: IPO 募投资金新投向为系统门窗产能扩张, 右图为德才高科生产线	29
表 1: 2017-2022H1 年, 德才股份营收拆分一览 (单位: 百万元)	9
表 2: 21 年/22H1 装饰板块重要公司经营情况对比 (按业绩排名, 各公司市值取自 22 年 9 月 23 日)	10
表 3: 横向对比多家民营上市装饰企业具备明显优势, 几乎能够对标大型地方建筑国企	15
表 4: 近年来国家层面出台的“新城建”、“新基建”政策一览	16
表 5: 近年来德才股份承接的重点新基建项目	18
表 6: 重要子公司复盘一览	20
表 7: 近年来国家层面关于城市更新/老旧小区改造政策一览	21
表 8: “十四五”期间, 山东省老旧小区改造潜在市场规模约 2086 亿元, 市场空间巨大	23

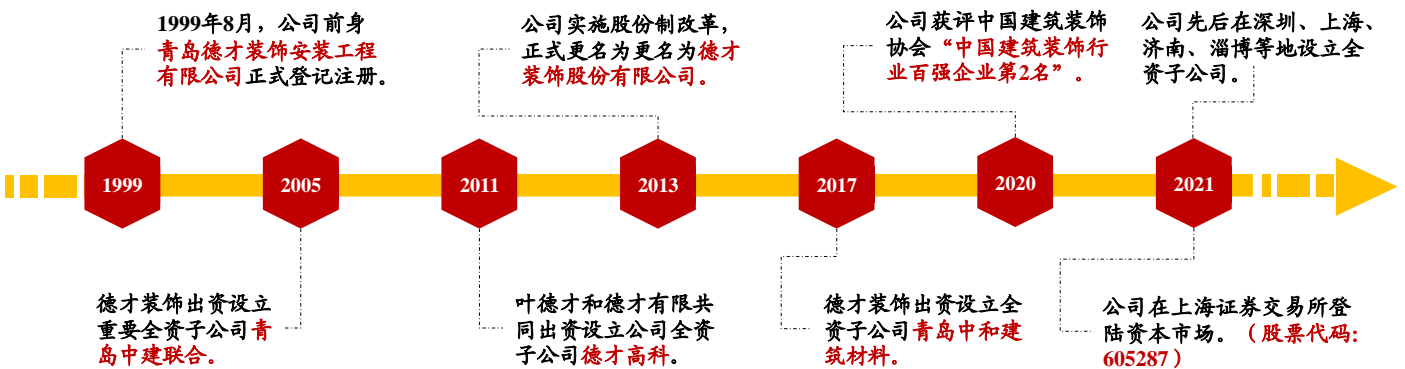
表 9: “十四五”期间,我国老旧小区改造市场规模超过 3.5 万亿元,年均投资规模超 7000 亿	24
表 10: 2022 年山东省政府交通水利及市政产业园区发展专项债券(四期)投入老旧小区项目一览	25
表 11: 近年来国家关于历史风貌建筑修缮的重要政策	26
表 12: 全国范围内持有古建筑工程专业承包壹级资质的企业数量较少	26
表 13: 按悲观/中性/乐观测算,2025 年我国存量房精装修市场规模分别预计达到 5400/7500/9900 亿元	29
表 14: 公司各业务新签订单预测表(单位:百万元)	30
表 15: 公司各业务板块营收预测表(单位:亿元)	31
表 16: 简易盈利预测表(单位:亿元)	31
表 17: 公司 2022-2024 年 PEG 测算(单位:亿元,2022/09/23)	32
表 18: 公司对应行业可比公司估值表(2022/09/23)	32
表附录: 三大报表预测值	35

1 建筑全产业链精品企业，多板块布局经营α属性凸显

山东省首家 A 股上市建筑企业，持续打造建筑全产业链优势。德才股份成立于 1999 年，总部位于山东青岛。2005 年起，公司采取梯次化策略展开全国布局，通过在重点城市成立分子公司，以及与当地国企成立合资公司等方式，进入快速发展阶段，先后成立中建联合、德才高科、上海德才实业、山东德才建设、淄博德才城运等多家重要子公司，积极开拓国内市场。2021 年 7 月，公司在上交所正式上市，成为山东省首家 A 股上市的建筑业企业。

公司荣获 2020 年度中国建筑装饰行业百强企业第 2 名，装饰设计行业第 4 名，幕墙行业第 5 名，连续 16 年位列山东首位。公司现已建成青岛、北京、上海、深圳、重庆、伦敦 6 大业务中心，布局覆盖京津冀、长三角、珠三角和成渝四大经济圈。发展至今，公司已形成集规划设计、工程建设、装饰装修、新材料研发生产为一体的建筑全产业链优势。

图1：公司成立于 1999 年，于 2021 年正式上市，系山东省首家 A 股上市建筑企业

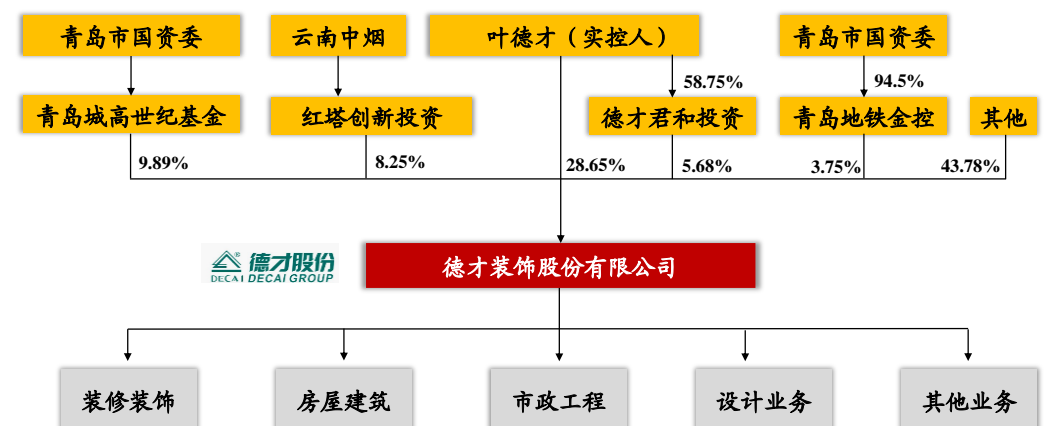


资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

1.1 股权结构明确，多家国资投资机构现身前十大股东

公司实际控制人为董事长兼总经理叶德才先生。叶德才直接持有公司 28.65% 股权，通过德才君和投资间接持有公司 3.34% 股份，股权结构明确。公司前十大股东包含青岛城高世纪基金、云南中烟红塔创投、青岛地铁金控、保利发展西藏和泰、中信证券金石投资等多家具有国资背景的投资机构。公司采用板块式运营模式，旗下拥有多家专业全资子公司，负责开展装饰、房建、市政、设计等多条业务线。

图2：板块式运营股权明确，多家国资投资机构现身前十大股东

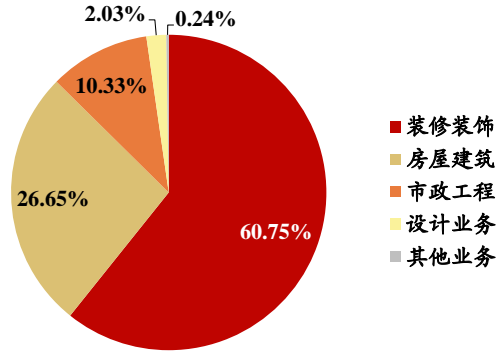


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 主业覆盖建筑全产业链，设计驱动修炼深厚内功

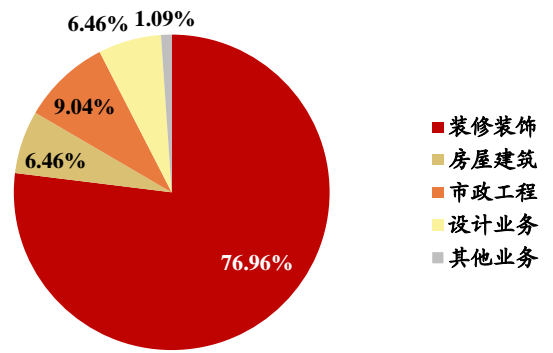
公司业务结构以装饰为主导，房建、市政、设计构成辅助，覆盖建筑全产业链。拆分看，2021年公司装修/房建/市政/设计四大板块分别实现营收30.6/13.4/5.2/1.0亿元，占总营收比例分别为60.8%/26.7%/10.3%/2.0%，毛利率分别录得17.74%/3.40%/12.26%/44.48%，其中设计业务盈利能力最高，装饰业务位居第二。

图3：2021年，装饰装修业务营收占比60.7%



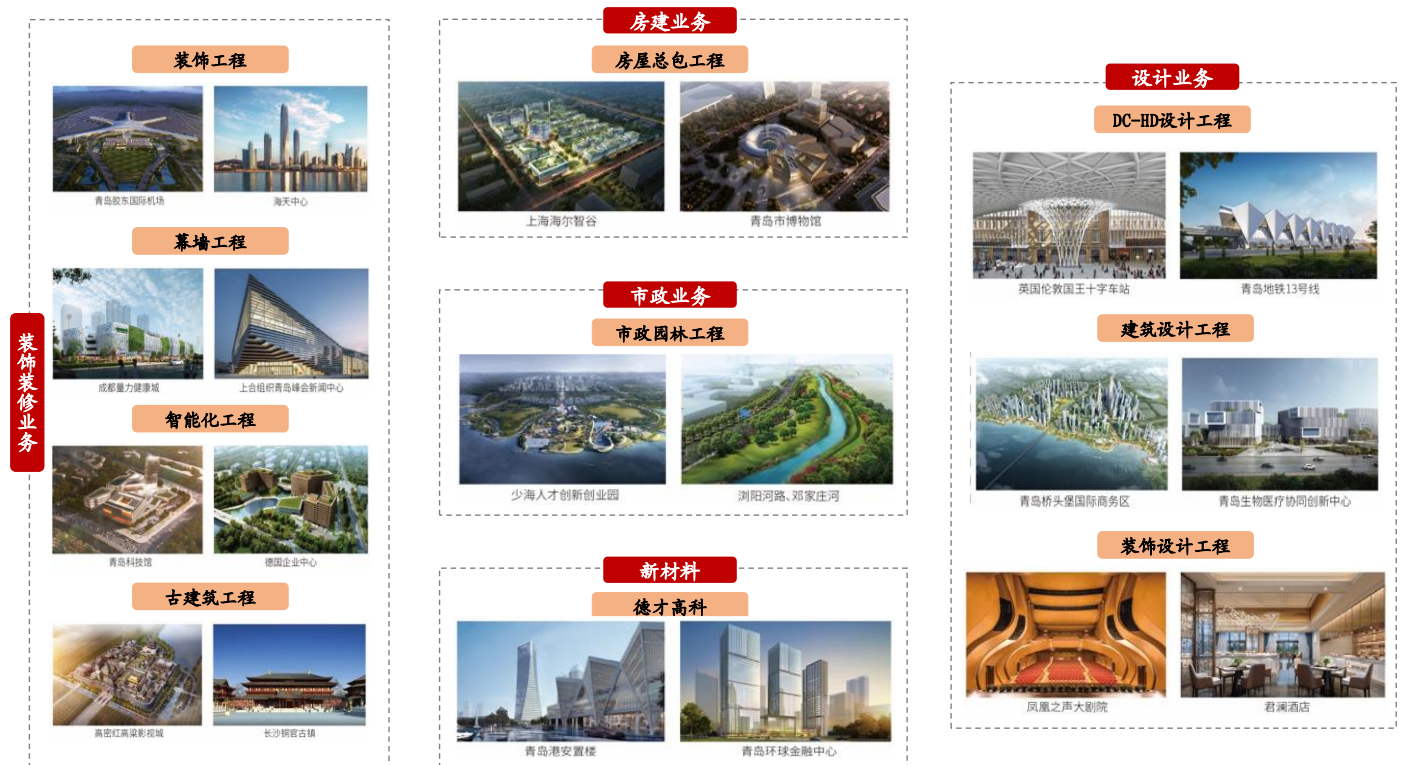
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2021年，装饰装修业务毛利占比77.0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

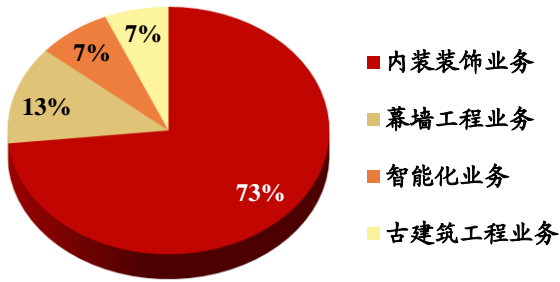
图5：公司主业内功深厚，覆盖建筑全产业链



资料来源：公司年报、公司公众号，浙商证券研究所

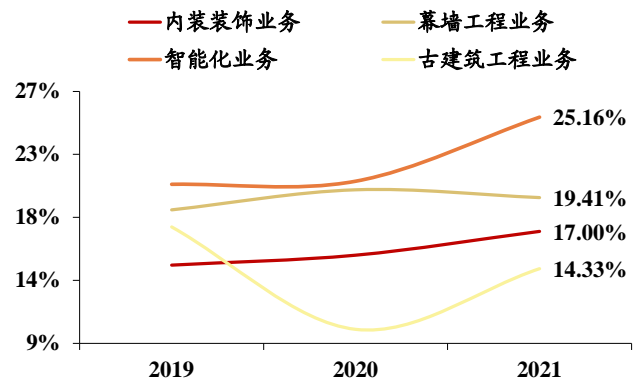
- **装饰装修业务**：业务包括内装装饰工程、建筑幕墙工程、智能化工程和古建筑工程四类，2021年该板块实现营收30.61亿元，yoy+8.5%，系公司主要营收来源；毛利率录得17.74%，同比提升1.77个pct，主要得益于装饰业务多个细分方向毛利率呈逆势上升所致；毛利占比76.96%，是公司主要盈利板块。

图6: 2021年内装业务占公司装饰装修业务比例超七成



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图7: 装饰业务多个细分方向毛利率呈逆势上升, 平抑行业波动



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1) **内装装饰工程:** 公司聚焦公用建筑的高端装修以及住宅建筑精装修工程, 主要承接高端星级酒店、行政办公写字楼、文教体卫建筑、商业展馆等大型公共建筑, 机场、地铁等交通设施, 以及室内空间精装修项目。公司具有建筑装修装饰工程专业承包壹级、中国博物馆陈列展览施工壹级、展览陈列工程设计与施工一体化壹级等资质。

2) **建筑幕墙工程:** 公司幕墙业务致力于为客户提供设计、制造、施工与服务一体的系统整体解决方案, 主要承接高档写字楼、酒店、机场、文体场馆、医院、企事业单位和高层住宅的幕墙工程项目。公司具有建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑幕墙工程设计专项甲级等资质。

3) **智能化工程:** 公司主要承接智能建筑、能源管理系统、智慧医疗、智慧城市系统工程的研究、设计与施工, 为客户提供智能化系统的完整解决方案。公司承接了德国企业中心、烟台山医院、扬州市科技馆、青岛市民中心、歌尔 MOS 办公楼、中环渤海药物高等研究院等多个代表性项目, 公司具有电子与智能化工程专业承包壹级等资质。

4) **古建筑工程:** 公司通过 BIM 和三维扫描等多维技术应用, 致力为客户提供设计+施工的全数字化 EPC 项目管理服务。近年来主要承接园林景观、合院、影视基地、文旅古城等仿古建筑和近现代建筑保护及修缮。公司具有古建筑工程专业承包壹级等资质。

➤ **房屋建筑工程业务:** 2021 年公司房建业务实现营收 13.4 亿元, 占总营收比例 26.7%, 近五年占比有所降低, 主要系公司优化业务结构收缩地产相关业务有关。近年来, 公司不断承接优质公建以及老旧小区改造等重点民生项目, 积极打造新动能, 未来营收占比有望回升 (22H1 收入占比环提升 8 个 pct)。公司具有房屋建筑工程施工总承包壹级等资质。

➤ **市政工程业务:** 2021 年公司市政工程业务实现营收 5.2 亿元, 占总营收比例 10.3%, 系 2020 年以来公司重点发力方向。公司主要承接地下管线、综合管廊、道路桥梁、景观园林等市政工程项目。公司具有市政公用工程施工总承包壹级等资质。

➤ **设计业务:** 公司设计业务毛利率高达 44.48%, 系盈利能力最强板块, 旗下拥有伦敦 DC-HD 建筑设计公司、青岛中房建筑设计院、装饰设计院、古建设计院等多家优质设计机构。公司依托强大的 BIM、VR 等数字化技术, 为建筑、幕墙、景观、装饰等各领域客户提供可研论证、规划设计、方案策划等多维度服务。公司具备建筑装饰工程设计甲级、建筑行业 (建筑工程) 设计甲级等资质。

表1: 2017-2022H1年, 德才股份营收拆分一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
总营业收入	2,202.51	3,369.62	4,773.73	4,635.04	5,039.51	2,353.59
YoY	-	52.99%	41.67%	-2.91%	8.73%	5.14%
综合毛利率	11.71%	10.90%	12.04%	13.12%	14.01%	12.33%
装修装饰业务	1,127.06	1,722.52	2,544.16	2,822.60	3,061.27	1,195.92
营收占比 (%)	51.17%	51.12%	53.30%	60.90%	60.75%	50.81%
YoY	-	52.83%	47.70%	10.94%	8.46%	-
毛利率	16.49%	16.77%	16.47%	15.97%	17.74%	-
其中: 内部装饰	782.80	975.40	1,457.26	1,840.04	2,244.78	800.41
营收占比 (%)	35.54%	28.95%	30.53%	39.70%	44.54%	34.01%
YoY	-	24.60%	49.40%	26.27%	22.00%	-
毛利率	15.62%	15.71%	14.59%	15.30%	17.00%	-
其中: 幕墙工程	260.83	542.77	397.81	406.43	392.98	178.78
营收占比 (%)	11.84%	16.11%	8.33%	8.77%	7.80%	7.60%
YoY	-	108.09%	-26.71%	2.17%	-3.31%	-
毛利率	16.67%	17.96%	18.53%	19.97%	19.41%	-
其中: 智能化工程	35.10	78.95	443.39	286.85	226.34	109.42
营收占比 (%)	1.59%	2.34%	9.29%	6.19%	4.49%	4.65%
YoY	-	124.93%	461.61%	-35.31%	-21.09%	-
毛利率	14.05%	18.79%	20.36%	20.58%	25.16%	-
其中: 古建筑工程	48.34	125.40	245.69	289.29	197.16	107.31
营收占比 (%)	2.19%	3.72%	5.15%	6.24%	3.91%	4.56%
YoY	-	159.41%	95.93%	17.75%	-31.85%	-
毛利率	31.33%	18.56%	17.31%	10.00%	14.33%	-
房屋建筑工程业务	1,028.43	1,556.91	2,015.17	1,238.79	1,343.14	819.16
营收占比 (%)	46.69%	46.20%	42.21%	26.73%	26.65%	34.80%
YoY	-	51.39%	29.43%	-38.53%	8.42%	-
毛利率	5.77%	3.79%	5.00%	5.00%	3.40%	-
市政工程业务	11.79	54.69	146.80	485.00	520.41	262.71
营收占比 (%)	0.54%	1.62%	3.08%	10.46%	10.33%	11.16%
YoY	-	363.87%	168.42%	230.38%	7.30%	-
毛利率	14.22%	19.32%	18.24%	10.74%	12.26%	-
设计业务	19.67	22.33	65.21	85.20	102.47	72.86
营收占比 (%)	0.89%	0.66%	1.37%	1.84%	2.03%	3.10%
YoY	-	13.52%	192.03%	30.65%	20.27%	-
毛利率	53.51%	37.38%	40.33%	48.08%	44.48%	-
材料销售	15.02	12.74				
营收占比 (%)	0.68%	0.38%				
YoY	-	-15.18%				
毛利率	0.56%	0.36%				
其他业务	0.54	0.43	2.39	3.45	12.21	2.95
营收占比 (%)	0.02%	0.01%	0.05%	0.07%	0.24%	0.13%
YoY	-	-20.37%	455.81%	44.35%	253.91%	-
毛利率	100.01%	-	75.36%	63.22%	62.84%	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

设计驱动获单促发展, EPC 发力彰显大型项目承接能力

公司打造“以设计为龙头、以设计驱动订单”的营销模式, 在行业内率先打造设计一体化全产业链服务, 持续赋能城市建设。在设计领域多次获得国家级重磅奖项, 公司是“中国建筑装饰设计机构五十强”企业, 曾获得过中国国际空间环境艺术设计大赛筑巢奖、中国建筑工程装饰奖(公共建筑装饰设计类)、中国装饰设计奖(CBDA 设计奖)。2022年9月, 公司与国内建筑大型甲级设计单位同济大学建筑设计研究院(TJAD)签署战略合作协议, 将在城市更新、公建项目、城市设计等多个领域开展合作, 通过校企联合模式突破设计业务领域边界, 开拓华东区域市场。

公司凭借其天然设计优势, 在 EPC 总包领域不断发力。近年来持续深耕新城建和新基建 EPC 工程领域, 不断累积总包工程承包经验, 承接项目多为老旧小区改造、公共卫生、学校教育、光伏发电等重要城市建设工程。EPC 总包项目相对传统的承接模式, 能够最大程度优化施工过程、提升项目品质、有效降低成本。2021 年公司 EPC 项目收入同比增加约 278%, 2022 年 H1 公司 EPC 项目收入同比增长 166%, 延续高增态势, 充分展现公司大型项目订单承接能力。

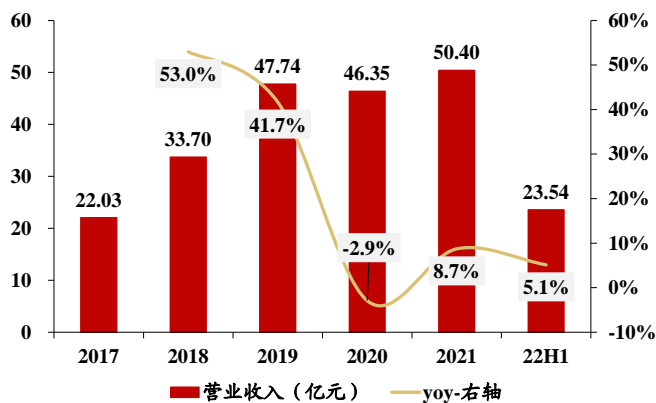
1.3 经营表现优于同行 α 属性凸显，22H1 新签订单倍增/在手充裕

营收端：2017-2021 年，公司营收由 22.0 亿元增至 50.4 亿元，CAGR+23.0%，在 2021 年及 2022 年 H1 建筑行业受到地产链冲击的大背景下，公司凭借业务全面性平抑行业波动，规模实现稳增，2021/2022H1 实现收入 50.4/23.5 亿元，分别同增 8.7%/5.1%，规模逆势上升。

利润端：2017-2021 年，公司净利润由 0.65 亿元增至 1.40 亿元，CAGR 高达+21.1%。公司 2021/2022H1 年净利润同比减少 23.8%/18.2%，主要系公司处于扩张期，近两年先后在深圳、上海、济南、淄博等地设立全资子公司，加速青岛市外的全国市场布局，致使销售/管理/研发费用增加所致。下滑原因与同行企业受到大额减值拖累导致业绩下滑显著不同。

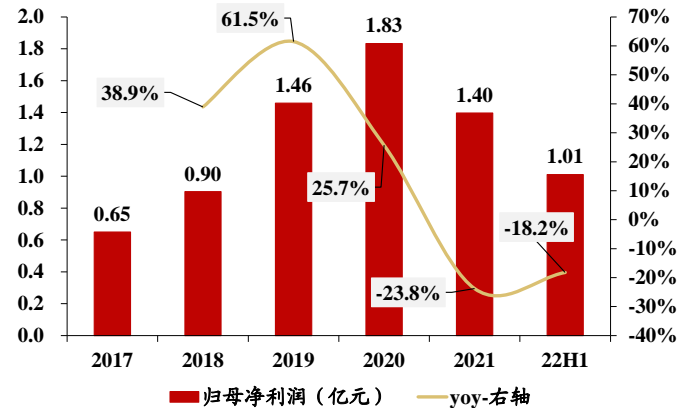
对比装修装饰 II（申万）板块：2021 年装饰板块整体收入/业绩同比-1.8%/-775%；2022H1 板块整体收入/业绩同比-18%/-125%，公司经营受益于多板块运营， α 属性凸显。

图8：2017-2022 年，公司营收 CAGR 达+23.0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2017-2021 年，公司归母净利润 CAGR 达+21.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

减值损失端：公司近年来持续降低地产依赖度，管理层凭借准确的行业研判，前瞻性地弱化地产链相关业务，有效增强风险抵御能力，2021 年公司业绩排名装饰板块第一名，减值损失显著低于同行。

整体看：近年来公司经营表现与同行有显著差异，在保持规模成长同时兼顾安全性。22H1 公司地产业务占比持续降低，新签商业地产类项目占比已降至 20%以下，业务转型顺利，预计未来资产及信用减值影响将逐步减弱。

表2：21 年/22H1 装饰板块重要公司经营情况对比（按业绩排名，各公司市值取自 22 年 9 月 23 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	21 年营收同比	22H1 营收同比	归母净利润 (亿元)	资产和信用减值准备 (亿元)
605287.SH	德才股份	23	9%	5%	1.40	-1.11
002989.SZ	中天精装	32	0%	-5%	1.08	-0.84
002713.SZ	东易日盛	32	25%	-46%	0.78	-0.49
002375.SZ	亚厦股份	63	12%	3%	-8.88	-7.52
601886.SH	江河集团	103	15%	-11%	-10.07	-24.62
603030.SH	全筑股份	20	-25%	-56%	-12.93	-7.90
002047.SZ	宝鹰股份	72	-22%	-24%	-16.52	-19.84
002620.SZ	瑞和股份	27	-7%	-35%	-18.43	-19.59
002081.SZ	金螳螂	127	-19%	-17%	-49.50	-76.93

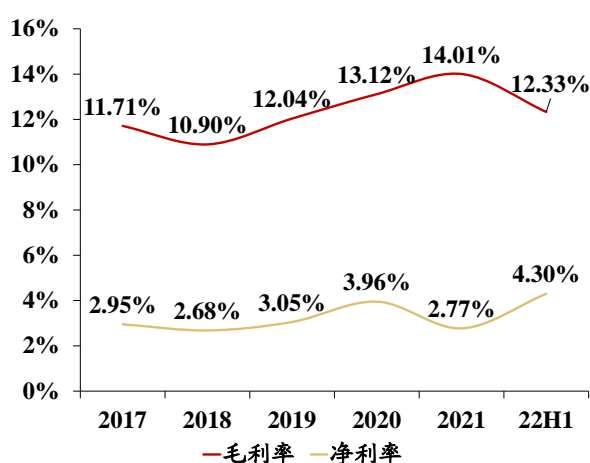
资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合毛利率持续提升，公司扩张期费用短期提升净利率略有下滑

在行业人工、材料成本上涨背景下，2021年公司整体毛利率仍录得14.01%，逆势提升0.89个pct，主要系公司通过信息化技术强化项目管理，减少质量事故和返修率，并通过使用BPM系统应用追溯成本支出，进一步加强成本管控能力。2022H1公司毛利率约为12.33%，较2021H1下降1.12pct，主要系公司业务结构调整所致。

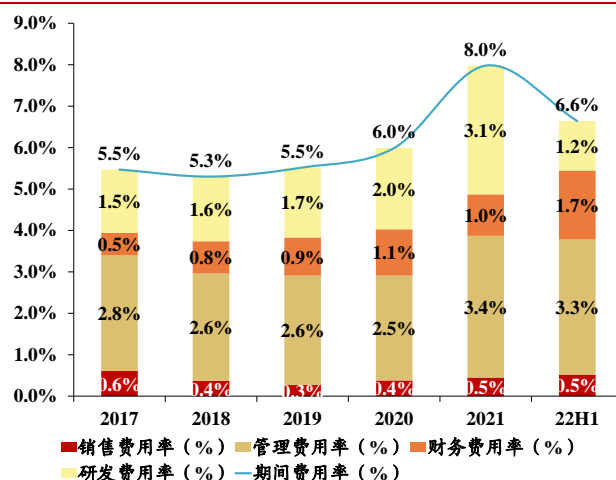
2021年公司净利率约为2.77%，同比降低1.13个pct，主要系公司处于扩张期，在全国各主要城市培育市场、加大科技研发导致管理费用及研发费用增加所致。2022H1净利率录得4.30%，环比2021年末大幅提升，主要系公司2022H1资产及信用减值损失较少所致。2021年公司期间费用率约8.0%，其中管理/研发费用分别达到3.4%/3.1%，同比提升0.9/1.1个pct；2022H1费用率约6.6%，较2021H1提升0.26pct。

图10：2017-2022H1公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：2017-2022H1公司期间费用率情况

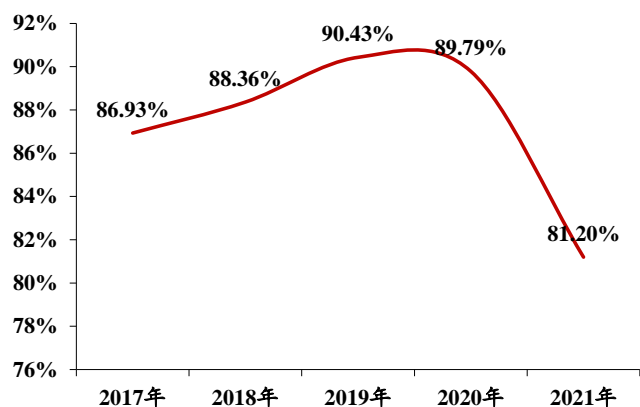


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司负债率高位下滑，ROE短期下降仍处高水平

2021年公司资产负债率为81.2%，同比大幅降低8.6个pct，经营情况趋于健康，但仍处于较高区间。受公司权益乘数降低和净利率下滑影响，公司ROE水平出现大幅下滑，2021年公司平均归母ROE约为12.7%，仍处于装饰行业较高水平。随公司未来净利率和总资产周转率的恢复提升，未来ROE有望回升。

图12：2021年公司资产负债率为81.2%，同比高位下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2017-2021年ROE杜邦拆分

杜邦分析拆解				
时间	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
2017年	22.5%	2.95%	1.07	7.15
2018年	24.6%	2.68%	1.12	8.22
2019年	29.9%	3.05%	1.00	9.75
2020年	29.7%	3.96%	0.74	10.20
2021年	12.7%	2.77%	0.67	6.86

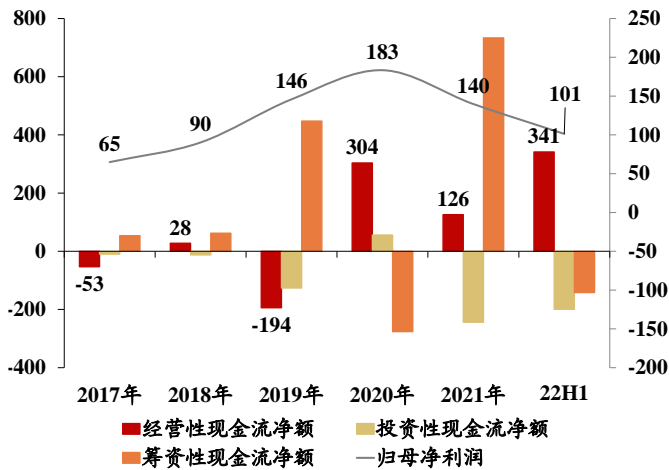
资料来源：Wind，浙商证券研究所

现金流表现整体稳定，公司收入变现能力渐强

公司经营性现金流净额由 2017 年-0.53 亿元稳增至 2021 年 1.26 亿元，2021 年略有回落但仍保持正向流入，主要系 2021 年公司积极经营，规模持续扩张所致，拉长时维度看，公司现金流表现与净利润增长趋势总体适配。2021 年投资性现金流净流出 2.44 亿元，主要系公司加大资本开支所致；筹资资金大幅流入系 IPO 募集资金到账所致。

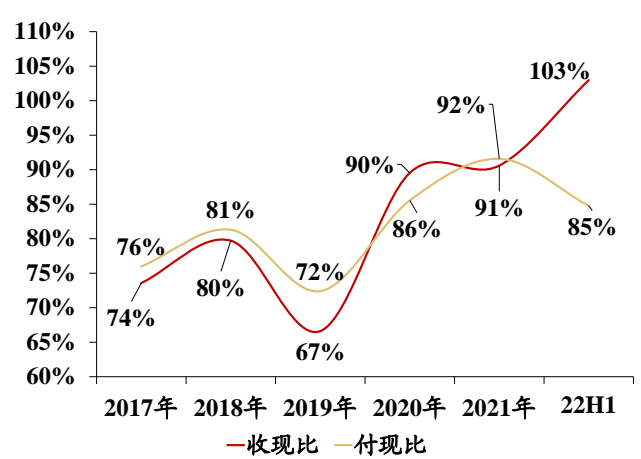
2022 年 H1 公司实现经营现金流净流入 3.41 亿元，同比增长 73.6%，回款能力持续提升。2021 年公司收现比/付现比为 91%/92%，分别同比提升 1.06/6.03 个 pct，近年来呈现上升趋势，2022 年 H1 公司收现比已达 103%，公司收入变现能力渐强。

图 14：22H1 现金流大幅流入，总体与利润适配（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：22H1 收现比已达 103%，公司收入变现能力渐强

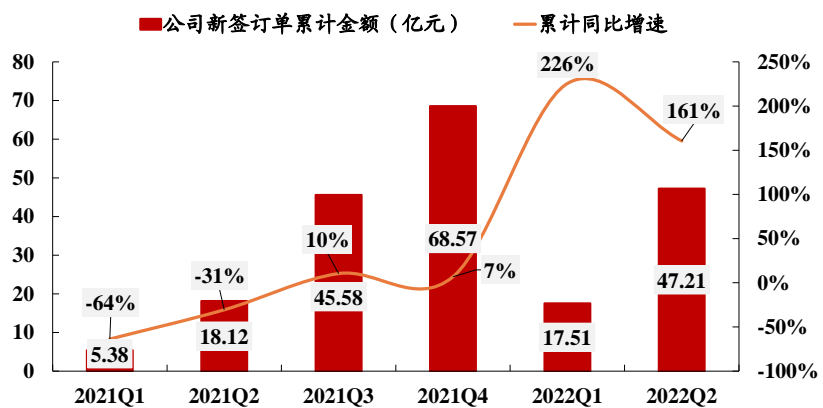


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2022 上半年公司新签订单高增 161%/在手订单充裕保证未来发展

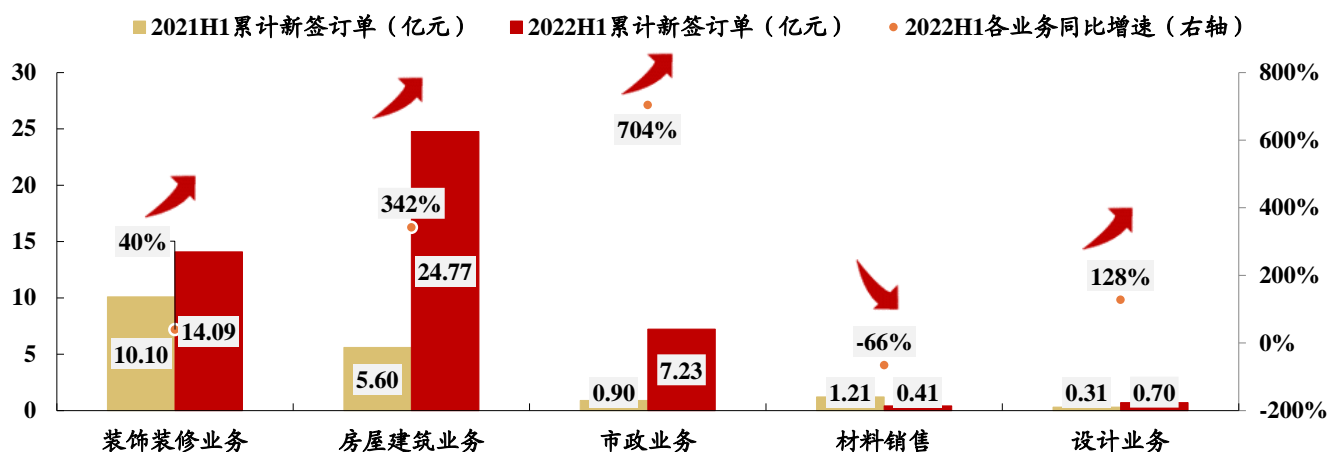
2022H1 公司累计新签订单达到 47.21 亿元，同比大幅增长 161%，装饰、房建、市政、设计各业务领域订单均呈现放量态势，同比分别增长 40%/342%/704%/128%，总承接金额已超 2021 年 Q3，2022 年全年订单有望高增；公司当前在手订单已达 84.94 亿元，在手订单储备充裕，叠加公司订单平均完工周期短，公司未来收入业绩成长可期。

图 16：2022 年 H1，公司新签订单持续放量同比增加 161%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17: 2022年H1, 公司各细分业务新签订单均大幅提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 全产业链布局模式独特，集团化发展蕴涵巨大空间

公司从 2020 年开始收缩地产链业务，聚焦建筑全产业链布局，凭借其独有的业务模式，为客户提供全生命周期服务，业务覆盖面已从单一的内部装修扩展到设计、装饰、房建、市政等多个业务板块，涵盖数字化、智慧建造、绿色新型材料、EPC 等业务形态。近年来，公司深耕“新城建、新基建、绿色建筑”领域，持续赋能城市建设，业务结构顺利转型升级，2021 年实现正向盈利，同时依托资质和技术优势，不断延拓利润链条，叠加近年来公司的全国化经营战略加速布局，集团化发展未来可期。

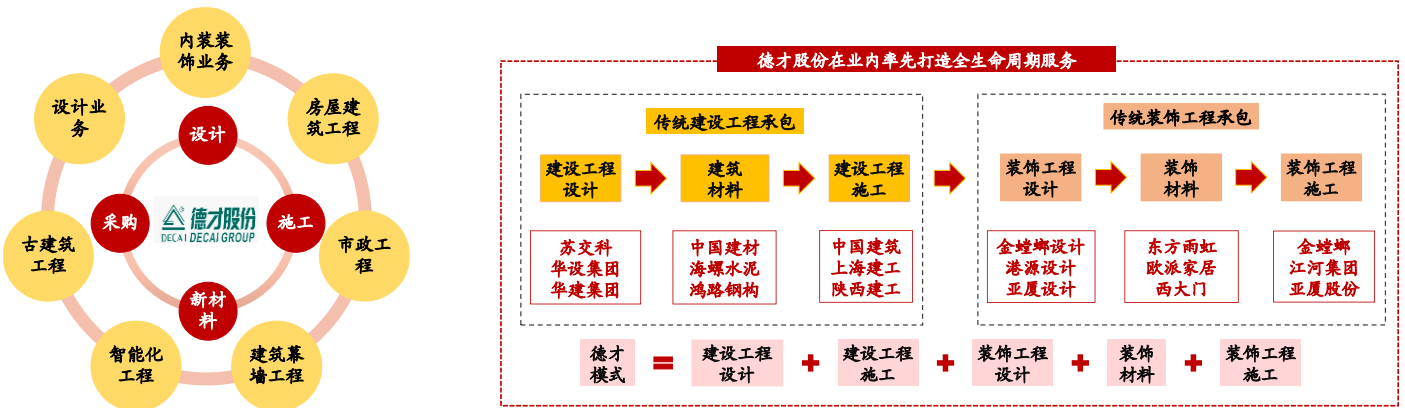
2.1 服务模式独树一帜，资质技术延拓利润链条

2.1.1 主业内功深厚打造全生命周期服务，逐步突破传统束缚

公司全建筑产业链业务布局完善，涵盖内装装饰工程、建筑幕墙工程、智能化工程、古建筑工程、房屋建筑工程、市政工程、设计业务等领域。公司是行业内率先打造全产业链一体化服务的建筑企业，能够为客户提供设计、新材料、采购、总包施工的工程项目全生命周期服务，业务模式逐步突破传统束缚，显著区别于传统单一工程建设公司以及传统装饰装修公司，全产业链优势得以充分体现，极大提升公司获单能力和机会。

- **传统工程模式：**通常单体工程项目的建设或装饰工作会由两家建筑企业负责，甚至在设计 and 施工阶段又由两家公司负责，对于业主客户来说，至少与 2 到 4 家不同企业对接工作，极大增加了沟通交流成本；同时设计理念的差异也会导致工程最终交付阶段，产品质量出现下降甚至需要全盘更改，变相增加工程成本费用。
- **公司全生命周期服务：**该业务模式能够将成本前置，进一步缩减项目整体工期，有效集约控制各阶段成本费用，优化施工工程、提升项目品质、增加获单机会，在最大程度上增加工程施工利润，提升项目盈利能力，保证业绩可持续增长。

图 18：公司在行业内率先打造工程全生命周期服务



资料来源：公司公告，公司公众号，浙商证券研究所

全生命周期服务对于承包商的技术、经验、资质要求极高，横向对比多家国内建筑装饰行业龙头企业，公司业务模式差异性显著。此外，公司多年来使用 BIM 技术赋能工程项目全过程管理，在大型建筑工程项目承接方面具备丰富经验，叠加公司广且精的建设+装饰建筑全产业链资质，构筑起公司全产业链布局的独特优势，具备较强行业风险抵抗力。

2.1.2 横向对比公司综合竞争优势明显，资质/技术延拓利润空间

公司资质齐全且高精，截至 2022H1，公司及分子公司共计取得 27 项壹级（甲级）资质，涉及装饰、幕墙、施工、设计、古建、建筑智能化、展陈、城市及道路照明等多个专业领域。对比多家民营上市装饰企业，公司具备明显优势，几乎能够对标大型地方建筑国企。公司承接业务范围对比传统装饰公司更加广泛，具备综合竞争优势。未来公司有望继续凭借独特的资质优势，扩展公司业务范围，实现利润横向拓宽。

表3：横向对比多家民营上市装饰企业具备明显优势，几乎能够对标大型地方建筑国企

资质名称	德才股份	金螳螂	江河集团	亚厦股份	宝鹰股份	上海建工	陕西建工	浦东建设
建筑装修装饰工程专业承包	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	-	壹级
建筑幕墙工程专业承包	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	壹级	-	-
房屋建筑工程施工总承包	壹级	壹级	贰级	叁级	贰级	特级	特级	壹级
市政公用工程施工总承包	壹级	壹级	-	叁级	-	特级	特级	壹级
钢结构工程专业承包	壹级	贰级	贰级	贰级	贰级	壹级	壹级	-
古建筑工程专业承包	壹级	壹级	叁级	叁级	-	-	-	-
城市及道路照明工程专业承包	壹级	叁级	-	叁级	-	-	-	-
建筑行业（建筑工程）设计	甲级	甲级	-	-	-	甲级	甲级	甲级
建筑幕墙工程设计专项	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	-
建筑装饰工程设计专项	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	-

资料来源：各公司年报，各公司官网，浙商证券研究所

“BIM+VR/AR” 数字技术有望帮助公司利润链条实现纵向延伸

公司是行业最早走向国外引入先进数字化技术的建企，于 2013 年和英国 HDDA 公司共同出资成立 DC-HD 设计院，正式开启 BIM 技术的深度研发应用。近年来，公司参编《青岛市 BIM 技术应用导则》、《古建筑及仿古建筑工程 BIM 技术应用标准》等重要规范；先后获得 BIM 奖项 41 项，其中国家级奖项 12 项，具备深厚技术实力。2020 年公司完成 BIM 设计代表作上海 Haier 智谷精品工程项目，积累充分项目经验。

图19：公司 BIM 技术助力 Haier 智谷项目（总建面 34 万平米），聚智赋能打造精品工程



资料来源：公司公众号、澎湃新闻，浙商证券研究所

公司以 BIM 技术为基础，充分结合三维扫描仪、无人机等智能设备，形成“BIM+VR/AR”的全数字化设计模式，通过智能交互、传感技术实现观察三维空间效果，有效解决业务分块割裂问题。公司的全数字化技术有望进一步缩短项目建设周期，减少施工阶段的错误损失和返工，保证施工质量，提升建设效率，实现利润链条纵向延伸。

2.2 拥抱“新城建、新基建、绿色建筑”大时代，积极转型赋能城市建设

近年来国家提出新城建、新基建概念，并将二者逐步提升至“十四五”战略规划层面，同时中央及各地政府出台了一系列配套政策助力“新城建+新基建”城市发展顶层战略。

- **新城建**：主要涉及城市更新、旧改等存量领域，具体包涵开展基于信息化、数字化、智能化的新型城市基础设施建设，致力于提升城镇化发展质量，全面提升城市品质。
- **新基建**：主要涉及智慧交通基础设施、城市地下综合管廊等领域，具体打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。

表4：近年来国家层面出台的“新城建”、“新基建”政策一览

时间	部门	政策/文件	内容
2020年8月	住建部等6部门	《关于加快推进新型城市基础设施建设的指导意见》	提出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，以“新城建”对接“新基建”，引领城市转型升级，推进城市现代化，首次提及“新城建”概念。
2020年10月	住建部	《关于开展新型城市基础设施建设试点工作函》	确定首批入选全国新城建试点城市，山东省济南市、青岛市在列。
2021年3月	中央	十四五规划	要提升城镇化发展质量，全面提升城市品质，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升。
2022年2月	住建部	国新办发布会	住建部部长王蒙徽再次介绍城市更新、老旧小区改造、“新城建”等存量领域的任务，并督促各地大力推进“新城建”项目落地。
2022年7月	发改委、住建部	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	到2025年，城市建设方式和生产生活方式绿色转型成效显著，基础设施体系化水平、运行效率和防风险能力显著提升。到2035年，全面建成完备、高效、绿色、安全现代化城市基础设施体系。
2020年4月	发改委	新闻发布会	明确了新型基础设施的定义：新型基础设施是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系
2021年3月	中央	十四五规划	提出：统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设，打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2021年12月	中央	中央经济工作会议	适度超前开展基础设施建设投资，基建将成为2022年做好“六稳、六保”工作的主要抓手。
2021年12月	交通部	《数字交通“十四五”规划》	强调加强交通领域新型基础设施的建设，持续向交通强国迈进。
2022年3月	中央	十一次中央财经委员会会议	习近平总书记强调，基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为建设社会主义现代化国家打下坚实基础；
2022年6月	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	加快推动交通基础设施投资，继续推进城市地下综合管廊建设，稳定和扩大民间投资。

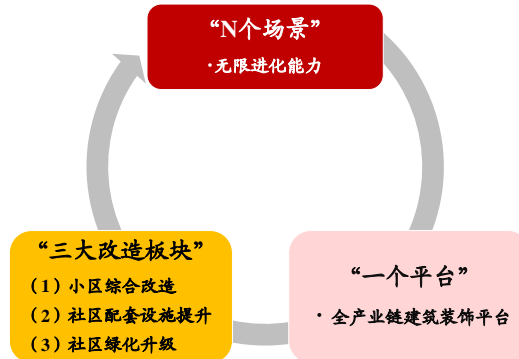
资料来源：国务院，各部委官网，浙商证券研究所

“新城建+新基建”业务链条长、范围广，对承包商实力和资质都有着较高的要求，公司作为建筑全产业链企业，积极响应国家“新城建+新基建”的城市发展顶层战略，依托全生命周期服务模式，深入推进业务横向拓展，成功转型打造增长新驱动力。

1) 在“新城建”方面：公司涉足市政、老旧小区、古建筑和城市公共建筑等业务领域，布局城市管廊、海绵城市、城市桥梁、老旧小区改造等重大工程项目。公司曾参与青岛空港综合保税区服务中心道路、胶州市南坦片区老旧小区改造工程设计施工 EPC 工程总承包、青岛市中山路与四方路历史文化街区改造、青岛市博物馆扩建等金额过亿的重点项目。2021年公司新城建领域收入增速超过100%，系公司业务重点发力方向。

- **老旧小区建设改造：**公司打造“1+3+N”模式，以 EPC 模式为载体，将老旧小区改造的各方面连接为有机整体，实现设计、施工和装饰等多场景全覆盖。2022 年 H1 公司新签老旧小区改造类订单已达 4.63 亿元，同比高增 95%，业务开拓卓有成效。

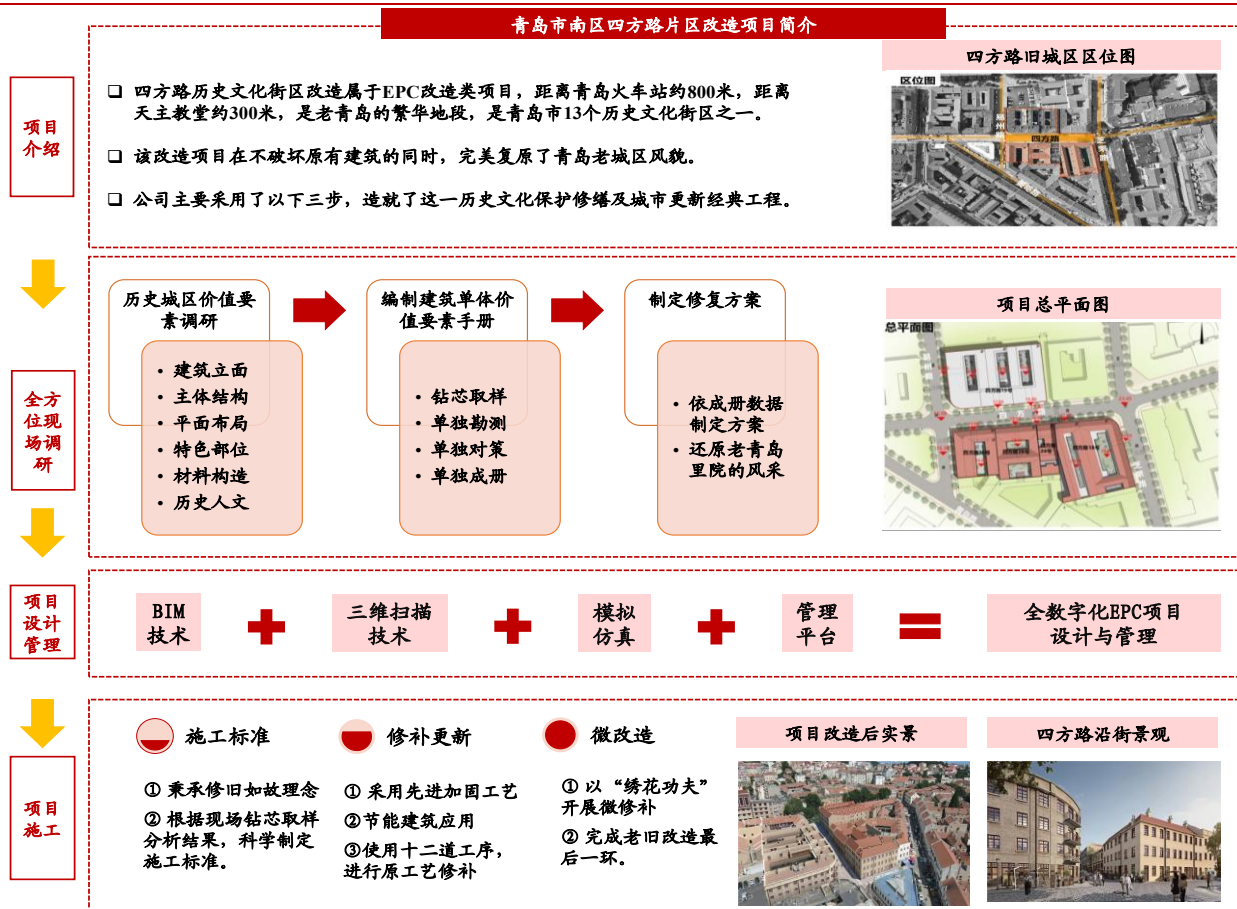
图20：公司打造老旧小区建设改造“1+3+N”模式



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

- **历史风貌建筑保护修缮：**公司发挥公司设计起家的独特优势，在项目建造中精益求精，能够充分复原城市的历史文化风貌。2022 年 H1 公司新签历史风貌建筑保护修缮类订单已达 2.73 亿元，占上半年新签订单的 5.8%，系公司 2021 年下半年开拓的全新细分领域。

图21：以青岛市四方路历史文化街区改造项目详解公司“新城建”业务



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

2) 在“新基建”方面：公司顺应“适度超前开展基础设施投资”政策红利，与大型国企展开合作，积极承接城际/城市轨道交通等业务领域的重大工程项目。2021年公司引入青岛地铁作为股东，并与济南轨道交通集团成立合资公司，有效疏通业务路径，拓展青岛市外基建业务。

公司曾参与青岛市地铁 1/2/3/8/13 号线的建设，运用 BIM 技术构建地铁数据库，为后期地铁运维奠定了坚实的基础，助力智慧城市的发展。2021年，公司参与青岛市地铁 4 号线项目建设，并作为联合体成员中标济南城市轨道交通 6 号线项目，积极承接城市轨道交通领域重大工程项目。

表5：近年来德才股份承接的重点新基建项目

项目名称	项目金额（亿元）	项目领域	项目工期
青岛胶东国际机场临空经济区北片区电力管廊建设工程土建工程设计施工	1.12	电力管廊	185天
济南城市轨道交通 6 号线工程施工总承包	1.06	轨道交通	2009天

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) “绿色建筑”方面：绿色低碳是现阶段建筑行业发展必然趋势，公司近年来积极响应国家双碳战略，在节能降碳新材料、装配式建造、超低能耗建筑、光伏建筑一体化等多个绿色建筑领域不断开拓。2021年公司完成首个光伏发电生态环保项目“印象平度”的施工建设；同年 12 月，公司中标 3.88 亿崂山区公共卫生中心工程，拟采用被动房、低能耗建筑设计技术提供舒适室内环境，充分利用建筑平屋顶作为光伏发电场所，打造标杆工程。

2022 年 5 月，公司承接青岛奇瑞汽车产业园综合能源项目工程总承包项目。该项目计划建设 12.5MWp 光伏发电系统（含屋面光伏与厂前区车棚光伏）、厂区充电桩、储能系统。其中，分布式光伏储能项目占用产业园厂房屋顶面积 10 多万平方米，并新建 5000 平方米停车棚加装光伏，进一步深入布局绿色建筑领域。

图22：公司首个光伏发电绿色建筑项目-印象平度项目一览

“印象平度”总承包EPC项目	
指标	简介
承接单位	德才股份项目团队、德才装饰设计院、中房建筑设计院
承接内容	光伏发电、土建、钢结构、管网、通风空调、消防、智能化、内装、外幕墙、道路、园林景观、设备安装等诸多业务板块。
装饰材料	木塑方通、铝方通、石膏板等绿色新型材料。
光伏设备建设模式	产销建一体化
系统构成	光伏组件、逆变器、并网箱、双向电表
屋顶利用面积	4000平方米
光伏总装机容量	753KW
日均发电量	2259度

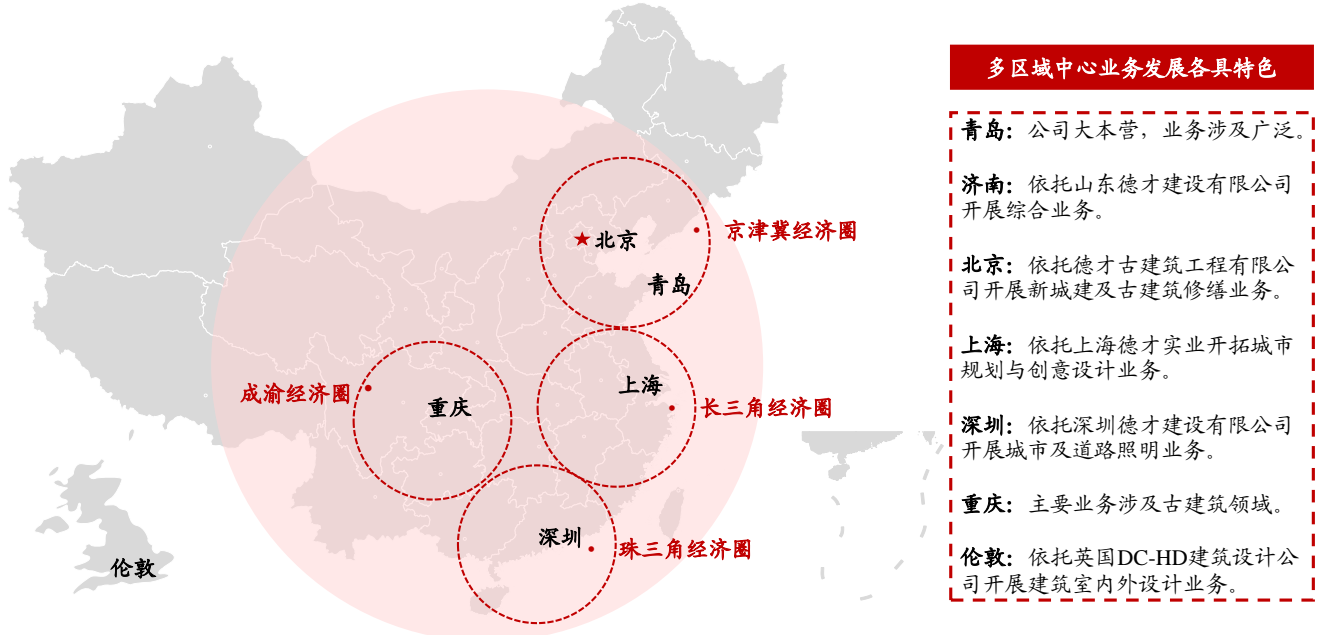
资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

近年来，公司从技术研发、资源整合、加工制造、客户服务等多维度发力，在光伏幕墙、节能门窗等绿色建筑领域开展布局。我们认为：公司有望凭借多年形成的绿色建筑全产业链体系，在双碳时代以其优异的设计能力为主导，加速公司业务绿色、智慧化转型。

2.3 立足山东辐射全国，集团化发展有望复刻龙头扩张模式

公司秉承“立足山东，辐射全国”发展理念，不断扩充经营版图。目前，公司以青岛、济南、北京、上海、深圳、重庆为主要业务中心，覆盖京津冀、长三角、珠三角和成渝全国四大经济圈，并依托区域中心城市辐射周边地区，业务发展各有特色。

图23：公司立足山东辐射全国，多区域中心业务发展各具特色



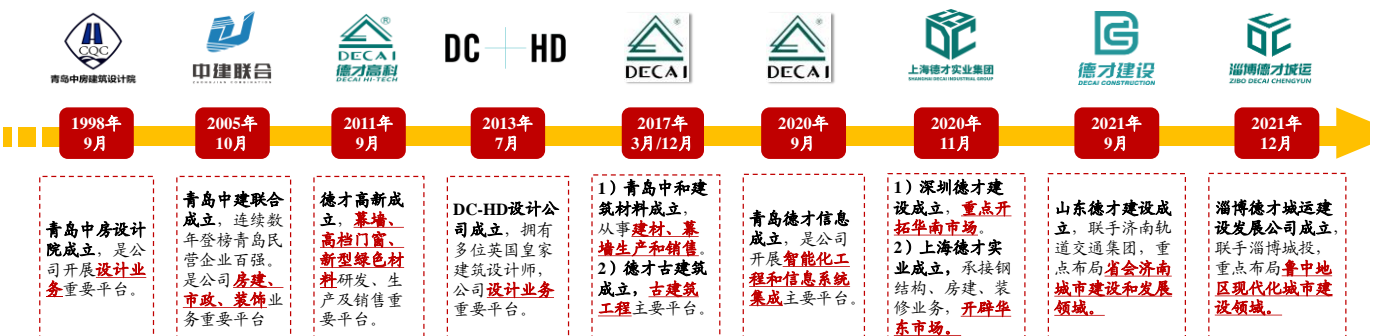
资料来源：公司年报，公司招股说明书，浙商证券研究所

重要子公司复盘：公司采取集团运营模式，拥有多家实力/潜力分支机构全资子公司

公司各业务板块由多家子企业负责开展，分别涉及装饰、施工、市政、设计等四大领域，其中青岛中房设计院、DC-HD设计院、中建联合、德才高新已深耕各自领域近十年，中和建筑材料和德才古建筑成立时间五年以上，均具备成熟的工程设计和施工经验。近年来，公司采用设立潜力分支机构方式，在全国培育市场，2020年公司扩充经营版图先后成立深圳德才建设和上海德才实业；2021年9月、12月公司分别联手济南轨交集团、淄博城投成立山东德才建设、淄博城运公司，持续深耕山东省内城市建设领域。

公司聚焦全产业链布局战略，致力于为客户提供全生命周期服务。我们认为公司有望孵化出多家具备强劲实力的分支机构，各条业务线均有望做大做强，有望助推公司成为全国性综合建筑企业，集团化发展空间巨大。

图24：全产业链布局孵化集团型综合企业，各业务发展空间巨大



资料来源：Wind，公司年报，公司招股说明书，公司公众号，浙商证券研究所

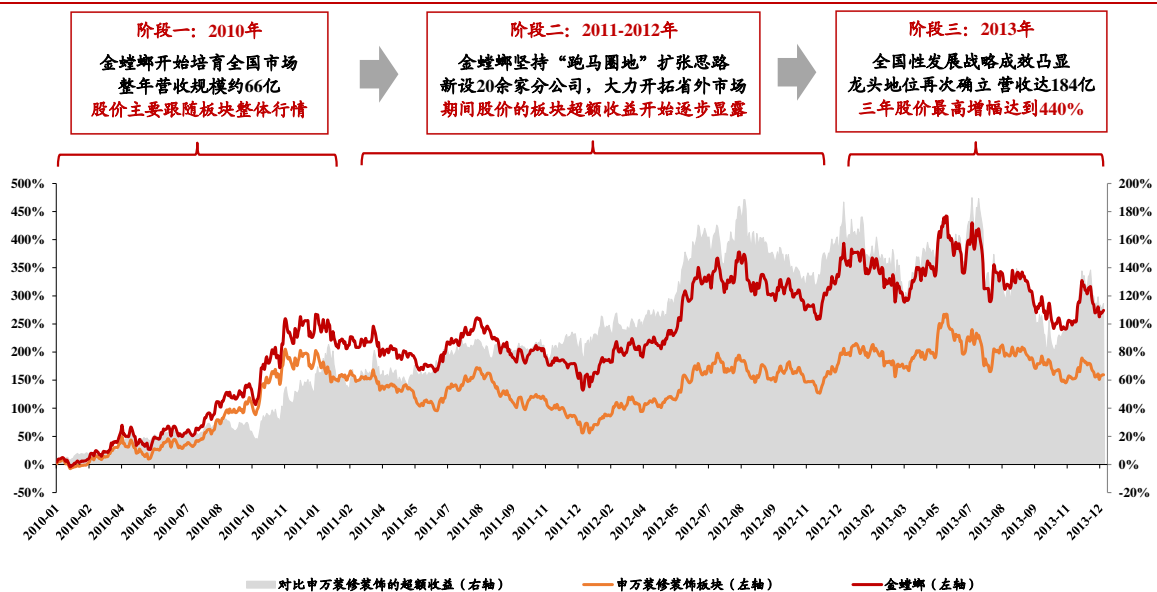
表6: 重要子公司复盘一览

子公司名称	注册资本(万元)	各子公司简介	主要业务布局
青岛中房设计	5000	1988年成立, 公司设计业务重要平台。	从事建筑工程及装饰设计, 晒图业务。
青岛中建联合	32000	2005年成立, 2021年获“青岛市民营企业100强”, 公司资质涵盖总承包、各项专业承包。	业务布局主要涉及: 房建工程、市政工程、装饰设计。
青岛德才高科	20000	2011年成立, 国家高新技术企业和青岛专精特新企业、住建部授予的国家绿色环保基地。	产品包括幕墙、高档门窗等, 加工精度、品质、效率均达到先进水平。
英国DC-HD设计公司	-	2013年由德才和HDDA公司出资70%/30%共同成立, 德才系中国代理公司。	拥有多位英国皇家建筑设计师, 业务遍布全球。
青岛中和建筑材料	1000	2017年成立的全资子公司, 2020年营收9.5亿元, 是公司开展建筑材料业务的主要平台。	主营业务包括: 建筑材料生产、建筑装饰材料、幕墙材料的销售。
北京德才古建筑	1000	2017年成立, 公司开展城市绿化、园林景观设计、古建筑工程主要平台。	业务涵盖: 城市园林绿化、室内装饰设计、园林景观设计、雕塑设计等领域。
青岛德才信息	2000	2020年成立的全资子公司, 系公司建筑智能化工程 and 信息系统集成的主要平台。	具备机电安装工程专业承包最高资质, 主要开展建筑智能化、消防设施工程施工。
上海德才实业	3000	2020年成立的全资子公司, 华东总部中心, 是松江区重点引进企业和行业领军企业。	立足上海, 面向华东, 积极承接钢结构工程、建筑设计、房建总包、装修装饰。
深圳德才建设	2000	2020年成立, 总部位于深圳市南山区	开拓华南地区城市建设及建筑安装市场。
山东德才建设	10000	2021年成立, 与济南轨道交通集团合作, 公司持股41%, 总部位于山东济南。	开展综合城市建设工作, 从事建筑施工、材料销售、装修装饰等全产业链领域。
淄博德才城运	5000	2021年成立, 与淄博城投合作, 公司持股51%, 总部位于山东淄博。	主要从事投资活动、土地整治服务、市政设施, 开展鲁中地区城市建设业务。

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司官网, 公司年报, 公司公众号, 浙商证券研究所

德才股份采用全国化布点经营战略有望复刻行业龙头公司-金螳螂于2010年至2013年期间的发展扩张模式。彼时苏州金螳螂坚持“跑马圈地”的扩张思路, 重点开拓江苏省外市场, 2010年已在全国设立28家分支机构, 于2011年再度新设山西、长沙、重庆等8个分公司。得益于其“立足苏州, 辐射全国”的发展战略, 营收规模提升三倍, 期间股价最高涨幅达到440%, 对比申万装饰装修板块超额收益最高达到189%。

图25: 公司有望复制2010年-2013年金螳螂的全国布点经营战略, 规模有望迅速扩张



资料来源: Wind, 金螳螂历年年报, 浙商证券研究所

3 新老业务并驾齐驱，三大引擎拉动新增长

3.1 老旧小区改造：城市更新发力主向，3.5 万亿赛道打开利润新增长极

国家政策层面：在 2019 年中央年终经济工作会议中，城市更新获得国家政策支持，明确发力城镇老旧小区等存量住房改造；2021 年中央发布《“十四五”规划》，明确设立城市更新量化数据指标，提出十四五时期 21.9 万套小区改造计划；2021 年政府工作报告再次重点提及城市更新：强调“十四五”期间要加快转变城市发展方式，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升，城市更新逐步上升至国家重要战略层面。

表7：近年来国家层面关于城市更新/老旧小区改造政策一览

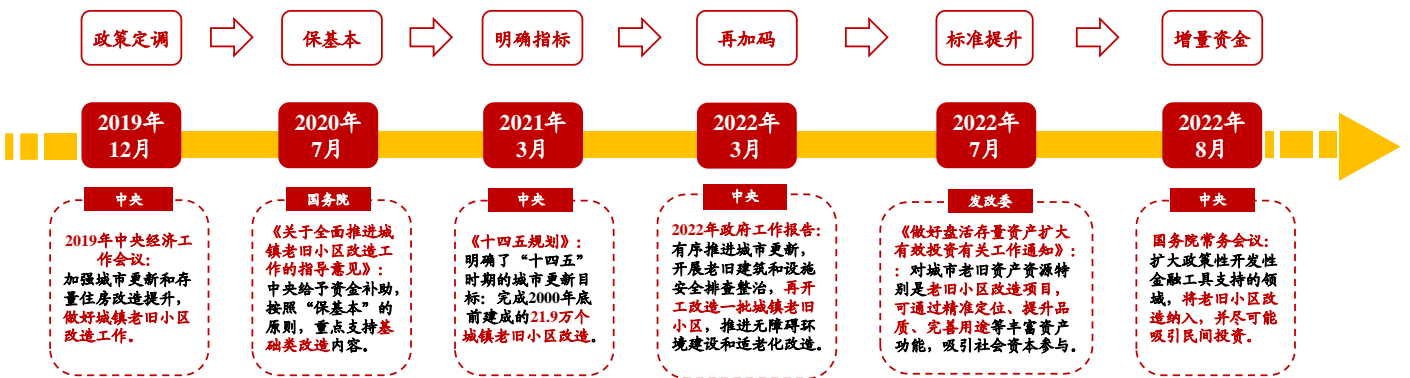
时间	部门	政策/文件	内容
2019 年 12 月	中央	2019 年中央经济工作会议	加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造。
2020 年 7 月	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，中央给予资金补助，按照“保基本”的原则，重点支持基础类改造内容。
2021 年 3 月	中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升；同时明确了“十四五”时期的城市更新目标：完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。
2021 年 8 月	住建部	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题通知》	指出“各地在城市更新推进过程中，出现继续沿用过度房地产化的开发建设方式，大拆大建，急功近利的倾向”，并要求“城市更新项目内拆除建筑面积不应大于已有面积的 20%”、“项目拆建比不应大于 2”。
2021 年 9 月	中央	《关于在城乡建设中加强历史文化保护传承的意见》	再次划定城市更新中“禁止大拆大建”的底线要求，强调城市更新应以“绣花织补等微改造方式”进行，尽可能保留当地历史文化特色。
2022 年 3 月	中央	2022 年政府工作报告	国务院总理李克强在政府工作报告中提出，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，推进无障碍环境建设和适老化改造。
2022 年 7 月	发改委	《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作通知》	对城市老旧资产资源特别是老旧小区改造等项目，可通过精准定位、提升品质、完善用途等丰富资产功能，吸引社会资本参与。
2022 年 7 月	发改委	《“十四五”新型城镇化实施方案》	有序推进城市更新改造，强调推进老旧小区、厂区、街区、城中村等，防止大拆大建，进一步约束城市更新的改造方式。
2022 年 8 月	中央	国务院常务会议	国常会指出，稳经济接续政策细则 9 月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，并尽可能吸引民间投资。

资料来源：国务院，中央各部委，浙商证券研究所

各部委配套政策梳理：在城市更新正式成为国家十四五顶层设计后，发改委、住建部等多部委迅速跟进出台配套措施，主要围绕三点展开指导：(1) 全面开展城市更新试点工作，各地应因地制宜出台具体投资计划。(2) 禁止大拆大建，谨防出现继续采用过度房地产化的开发建设方式。(2) 采取“绣花织补”等微改造方式，尽可能保留当地历史文化特色。同时，中央及地方明确提出小区改造计划，老旧小区改造成为城市更新的主要发力方向。

2022 年老旧小区改造政策逐渐演进，支持力度逐步加大。2022 年 3 月，政府工作报告中提出再开工改造一批城镇老旧小区，推进无障碍环境建设和适老化改造；2022 年 7 月，发改委指出对老旧小区改造项目，可以通过精准定位、提升品质、完善用途等方式，吸引社会资本参与，进一步盘活存量资产；2022 年 8 月，国常会指出：将老旧小区改造纳入政策性开发性金融工具支持领域，并尽可能吸引民间投资。

图26: 近年来老旧小区改造政策逐渐演进



资料来源: 国务院, 中央各部委, 浙商证券研究所

老旧小区改造分类梳理: 2020年7月国务院出台《城镇老旧小区改造工作的指导意见》, 文中指出城镇老旧小区改造内容可分为基础类、完善类、提升类3类; 2020年10月, 山东省住建厅发布《山东省城镇老旧小区改造技术导则(JD 14-051-2020)》, 进一步细化老旧小区改造目标, 并明确指出山东省具体改造内容:

- 1) 基础类:** 主要包括建筑物修缮、水电气暖、管线规整、光纤、排水、道路、绿化、照明、环卫、消防、安防、拆违拆临等, 旨在满足居民安全需要和基本生活需求, 突出解决基础设施老化、环境脏乱差问题。
- 2) 完善类:** 主要包括加装电梯、停车场(库、位)、无障碍及适老化改造、建筑节能改造、社区服务中心、社区和物业用房、文化休闲设施、体育健身设施等, 旨在满足居民改善型生活需求和生活便利性。
- 3) 提升类:** 主要包括养老、托育、医疗、家政、商业设施以及智慧住区等, 旨在丰富社会服务供给和提升居民生活品质。

山东省作为我国老旧小区改造主阵地, 2021年全省改造总量位居全国首位。根据山东省历年政府工作报告改造计划及省住建厅发布的改造情况, 山东省老旧小区改造发展大致可以分为以下三个阶段, 十四五期间山东省老旧小区改造将迎来3.0时代。

图27: 十四五期间山东省老旧小区改造将迎来3.0时代



资料来源: 山东省历年政府工作报告, 省住建厅, 城市更新和城市建设总指挥部, 浙商证券研究所

山东省十四五老旧小区改造3.0时期市场规模测算：按照省住建厅发布的十四五规划以及技术导则开展测算，十四五期间山东省老旧小区改造潜在市场规模估计约 2086 亿元，核心假设及测算过程如下：

➤ **单位成本测算：**我们按照老旧小区改造的三大细分类别开展测算，依据北京市出台的《老旧小区综合改造技术经济指标》，按 30%比例保守折算为山东省水平。得到：

1) **基础类改造：**我们考虑建筑物修缮、水电气暖、排水三项，保守估算基础改造单位建筑面积成本约 568 元/平米。

2) **完善类改造：**选取建筑节能改造、加装电梯和加装停车位三项考虑，其中建筑节能单位建面成本约 60 元/平米；假设单个电梯土建安装成本 30 万，并按半数小区加装，一梯 12 户、每栋 6 层考虑；单个停车位改造建设成本 3000 元，并按 6 户 1 车位估算，电梯和停车场合计单位户均成本约 1550 元/户。

3) **提升类改造：**按照按单个小区投入进行估算，假设改造成本为 230 万元/小区。

➤ **改造计划测算：**

1) **十四五改造小区数约 2.36 万个：**考虑到下半年以来相关政策持续推进，后续老旧小区改造完工速度进一步加快，我们按照 2022 年山东省单个小区容纳户数 170 户进行测算，十四五期间改造小区需求数约为 2.36 万个。

2) **十四五老旧小区改造建筑面积 4.38 亿平米：**根据山东省住建厅公布的 2022 年城镇老旧小区改造计划，省内城镇户均住房建面约 90 平方米；考虑到改造前期多为户型较小的老小区，改造后期小区户型有所加大，改造户均面积将逐年增加。假设每年 7%增速增长，结合改造需求得到总改造面积约 4.38 亿平米。

3) **十四五改造标准持续提升：**结合 2021 年 9 月，国家发改委发布的《关于加强城镇老旧小区改造配套设施建设的通知》指出：重点安排消除城镇老旧小区各类安全隐患、提高排水防涝能力、完善养老托育设施、建设停车场和便民设施等城镇老旧小区配套设施改造内容。考虑十四五期间山东省老旧小区改造将迎来 3.0 时代，改造力度将不断加大，改造的完善程度及标准将有所提升，同时考虑到原材料、人工等成本增长，假设平均每年改造费率提升 10%左右。

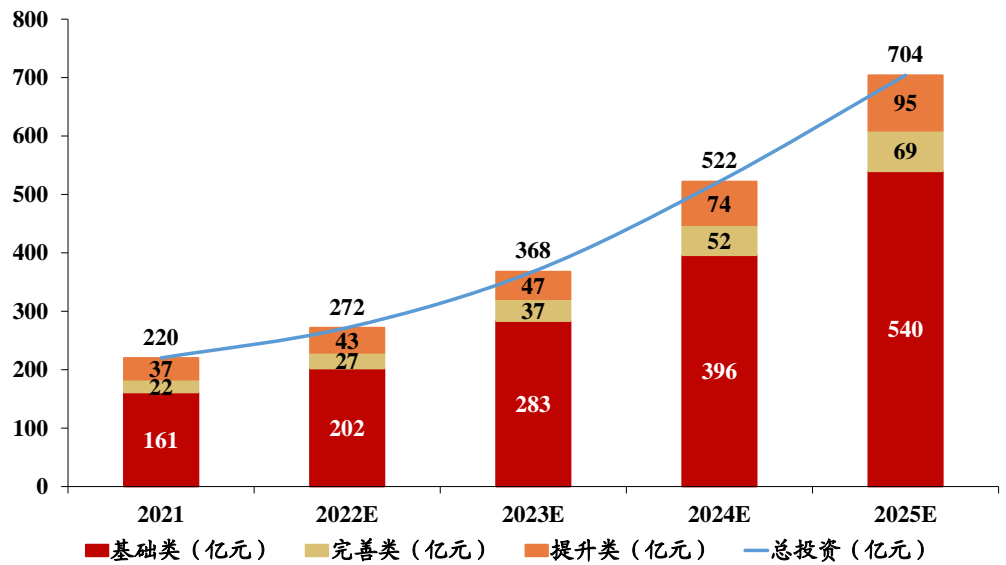
基于以上核心假设，**山东省十四五期间小区改造市场将达 2086 亿元，市场空间巨大。**

表8：“十四五”期间，山东省老旧小区改造潜在市场规模约 2086 亿元，市场空间巨大

年份	小区数 (个)	户数 (万户)	建筑面积 (万平方米)	基础类 (亿元)	完善类 (亿元)	提升类 (亿元)	总投资 (亿元)
2021	3706	63.0	5670	161	22	37	220
2022E	3889	67.1	6465	202	27	43	272
2023E	3898	80.0	8243	283	37	47	368
2024E	5588	95.0	10474	396	52	74	522
2025E	6471	110.0	12977	540	69	95	704
十四五合计	23551.7	415.1	43830	1582	207	296	2086

资料来源：省住建厅（2022 年 1 月省住建厅披露 2021 年山东老旧小区改造完工为 63 万户），浙商证券研究所

图28：十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预测



资料来源：省住建厅，浙商证券研究所

全国范围看：2021年3月我国《十四五规划》中指出：要加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升；同时明确了“十四五”时期的城市更新目标之一：完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造；根据住建部摸排结果，全国2000年以前建成的老旧小区近17万个、将涉及居民上亿人、超4200万户、建面约40亿平。按照比例结算，“十四五”时期老旧小区改造户数约5000万户，建面约50亿平米。

全国老旧小区改造市场规模测算：我们按照单位改造成本和国家城市更新顶层设计要求，按50%比例保守折算全国平均改造水平，测算得出：十四五期间，我国老旧小区改造的建筑工程市场规模超3.5万亿元，年均市场规模超过7000亿，空间广阔。

表9：“十四五”期间，我国老旧小区改造市场规模超过3.5万亿元，年均投资规模超7000亿

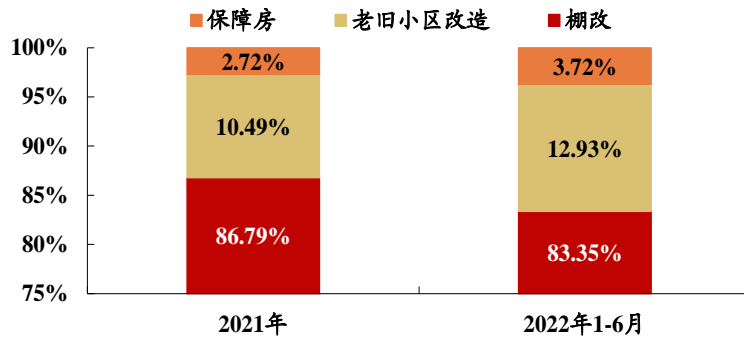
时期	小区数 (万个)	户数 (万户)	建筑面积 (亿平方米)	基础类 (亿元)	完善类 (亿元)	提升类 (亿元)	总投资 (亿元)
2020	4.0	920	9.2	4356	582	403	5341
2021	5.6	1279	12.8	6053	669	560	7282
2022E	5.1	1164	11.6	5513	594	510	6616
十四五总计	21.9	5000	50	28730	3640	3189	35558

资料来源：政府工作报告，住建部，浙商证券研究所

注：改造小区个数来自政府工作报告当年计划，建筑面积来自根据住建部摸排结果预测

2019年以来，政府主动收缩棚户区改造货币化安置投资力度，棚改热度逐步退潮，老旧小区改造、保障房投资逐步接力棚改。从专项债支持角度看，投向保障性住房安居工程的主要可以分为：棚户区、老旧小区改造、保障房三类。2020年3月国常会明确将老旧小区改造纳入专项债券支持领域。根据我们的专项债细拆模型，2021年全年全国发行专项债投向586个老旧小区改造项目，投入金额占保障性住房安居工程比例约10.5%；2022年1-6月投向673个项目，投入金额占保障性住房安居工程比例提升2.44pct达到12.9%。

图29： 2022年H1，专项债投入老旧小区改造金额占投入保障性住房工程金额占比提升2.5个pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

近年来中央愈加重视城镇老旧小区改造工作总体情况，强调要积极利用专项债券与老旧小区改造有效结合，不断优化城镇发展格局，为项目资金筹措拓宽渠道，进一步发挥专项债资金对社会资本的撬动作用。以 2022 年山东省政府交通水利及市政产业园区发展专项债券四期（2022 年山东省政府专项债券十四期）为例（债券代码为 2205320.IB），该债券信用评级报告中披露了老旧小区改造的相关投向项目，经测算，投入老旧小区改造项目的专项债金额平均可带动 4.8 倍项目总投资规模，有效拉动投资。

表10： 2022年山东省政府交通水利及市政产业园区发展专项债券（四期）投入老旧小区项目一览

投向项目名称	项目投资规模(亿元)	专项债投入金额(亿元)
薛城区 2022 年中央省补助支持城镇老旧小区改造项目	1.92	0.95
薛城区老旧小区供水改造工程	2.5	0.54
邹城市 2022 年老旧小区综合改造项目	4.4	0.21
泗水县 2022 年老旧小区改造项目	2.1	0.3
梁山县老旧小区雨污管网改造工程项目	2.8	0.2
泰安高新区凤凰老旧小区改造一期工程项目	0.54	0.26
2022 年度泰山区城镇老旧小区改造综合片区项目	2.1	0.6
2022 年度泰山区财源街道城镇老旧小区改造项目	3.03	0.82
2022 年度泰山区上高街道城镇老旧小区改造项目	0.48	0.15
2022 年度泰山区泰前街道城镇老旧小区改造项目	3.55	0.97
2022 年度泰山区岱庙街道城镇老旧小区改造项目	3.73	1.02
兰山区 2021 年当年开工老旧小区改造项目	5.42	0.15
合计	38.75	8.07

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

老旧小区改造项目系综合整治类的城市更新工程，主要由地方政府负责审批、实施、竣工验收和后续监管，项目模式多为“政府主导、居民参与”的 ToB 类业务模式，主要融资渠道为财政资金、政府专项债券、区属国有企业投资等，是回款条件优渥，模式可批量复制，施工周期短的优质精细化城市更新项目。

德才股份抢先发力：德才股份涉及老旧小区改造的几乎所有领域，拥有设计施工总承包资质优势，具备精细化施工优势，差异性竞争优势明显。2022H1 新签改造订单已达 4.6 亿元，同比高增 95%，系重点发力领域。我们认为，公司在山东省内小区改造市占率有望持续提升，叠加小区改造具备回款优秀、客户信用高的业务属性，伴随未来山东省及全国老旧小区改造政策逐步演进，基础、完善、提升三类改造标准预计稳步提升，潜在市场空间逐步释放，老旧小区改造成为公司未来业务新增长极。

3.2 历史风貌建筑修缮：赛道竞争格局明确，公司差异化竞争优势显现

政策支持：近年来，中央和国家多部委陆续出台关于历史风貌建筑保护修缮的相关政策，主要强调以下三点：（1）加强历史文化名城名镇名村、历史文化街区、名人故居保护和城市特色风貌管理，在不改变原有风格基础上开展精细改造。（2）通过文物保护补偿、公益性基金等方式支持古建筑修缮。（3）有序实施文物安全防护工程，主要涉及：消防、安防、防雷、安全设施等工程。

表11：近年来国家关于历史风貌建筑修缮的重要政策

时间	部门	政策/文件	内容
2016年2月	国务院	《关于进一步加强文物工作的指导意见》	重视城市改造和新农村建设中的文物保护， 加强历史文化名城、村镇、街区和传统村落整体格局和历史风貌保护 。通过文物保护补偿、公益性基金等，加强私人产权不可移动文物保护维修。
2017年1月	中央	《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》	加强历史文化名城名镇名村、历史文化街区和城市特色风貌管理，实施中国传统村落保护工程 ，做好传统民居、历史建筑、革命文化纪念地、农业、工业遗产保护工作。规划建设一批文化公园，成为中华文化重要标识。
2021年3月	中央	《十四五规划》	强化重要文化和自然遗产、非物质文化遗产系统性保护，推进革命文物和红色遗址保护。建设长城、大运河、长征、黄河等国家文化公园， 加强世界文化遗产、文物保护单位、考古遗址公园、历史文化名城名镇名村保护 。
2022年4月	文物局	《文物安全防控“十四五”专项规划》	提出：文物安全防护工程有序实施，博物馆、重点古文化遗址、古墓葬、石窟寺和古建筑安全防护设施建设全覆盖，文博单位安全防护基础更加牢固。 主要涉及领域为：消防、安防、防雷、安全设施等 。

资料来源：国务院，中央各部委，国家文物局，浙商证券研究所

历史风貌建筑修缮工程赛道格局明确：此类工程具备以下三大特点：（1）具有公共产品的特征：项目多牵涉到国家文物保护甚至历史传承问题，同时修缮保护资金来源多为政府出资，因此各地政府对工程承包方资质、信用要求极高；（2）分布分散：古建筑从总体上看分布较为分散，除长城、故宫、颐和园、圆明园以外，大规模成片历史建筑群较少；（3）单体项目规模较小：就技术精细度和设计艺术性要求较高，因此擅长大规模机械化施工的大型建筑企业优势并不显著，而一些以技术起家、小而美的优质装饰企业能够承接此类高专业性、高精度的工程项目，体现差异化竞争优势。

从全国范围看，持有古建筑工程壹级承包资质的企业数量较少，具备综合竞争能力和规模性的上市装饰企业更是凤毛麟角，总体看，**历史风貌建筑修缮工程赛道格局明确。**

表12：全国范围内持有古建筑工程专业承包壹级资质的企业数量较少

公司名称	古建筑工程专业承包资质等级	所属申万行业名称
德才股份	壹级	装修装饰
龙元建设	壹级	房屋建设
金螳螂	壹级	装修装饰
汇绿生态	壹级	园林工程
金埔园林	叁级	园林工程
农尚环境	叁级	园林工程
江河集团	叁级	装修装饰
亚厦股份	叁级	装修装饰

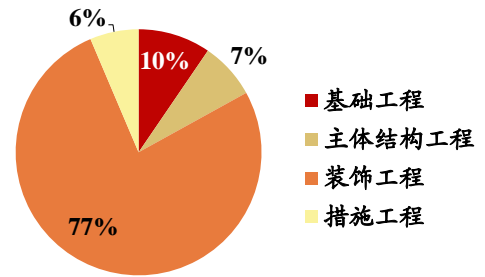
资料来源：Wind，各公司年报、浙商证券研究所

历史风貌建筑修缮案例分析：以安徽淮北市现存历史最久的古建筑-相山庙内的大雄宝殿工程改扩建项目为例，新建大雄宝殿的建筑面积达 999 平方米，集南北古寺设计风格于一体，是淮北重要的人文景观。总工程造价约为 377.5 万元，单位造价约 3779 元/平方米，远高于住宅工程单位造价。根据博思数据公布的《中国古建筑行业市场运行态势与投资前景评估报告》显示，历史风貌建筑修缮工程利润率约为传统建筑工程利润率的两倍。

我们对该单体古建筑工程营建成本进行拆分，其中与装修装饰工程合计成本占项目总工程造价的比例约 77%，是该类工程造价的主要组成部分。

图30： 装修装饰工程是历史风貌建筑修缮工程造价的主要组成部分

成本拆分	工程造价（元）	占比
基础工程	360113	10%
主体结构工程	280865	7%
木作工程	1029016	27%
水作工程	1077489	29%
石作工程	60593	2%
油漆工程	725429	19%
措施工程	241653	6%
合计	3775159	100%



资料来源：CNKI《仿古建筑营造及古建筑修缮的成本控制》，浙商证券研究所

德才股份经验丰富，技术优势明显：公司采取“人文德才”发展战略，积极响应政策要求，加大古建项目承接力度。公司早在 2017 年便整合古建筑项目团队，成立全资子公司德才古建筑，参与众多古建筑修缮工程以及仿古建筑项目，并主编国家《古建筑及仿古建筑工程 BIM 技术应用标准》，具备先进的技术优势；同时拥有业界稀缺资质，差异性竞争优势明显。2022H1，公司新签历史风貌建筑保护修缮类项目金额约 2.73 亿元。我们认为，历史风貌建筑修缮工程具备施工周期短、客户信用高、回款安全、利润率高的业务属性，有望大幅提升公司施工业务利润率。

图31： 公司具备丰富的古建筑工程经验，完成众多经典工程案例

公司完成的古建及文物保护工程案例



长沙铜官窑古楼



铜官窑古楼全景



山东潍坊高密红高粱影视城



红高粱影视城全景



重庆市绍龙观白云观



鲁商·蒙山天蒙旅游区蒙山寺



重庆市渝中十八梯

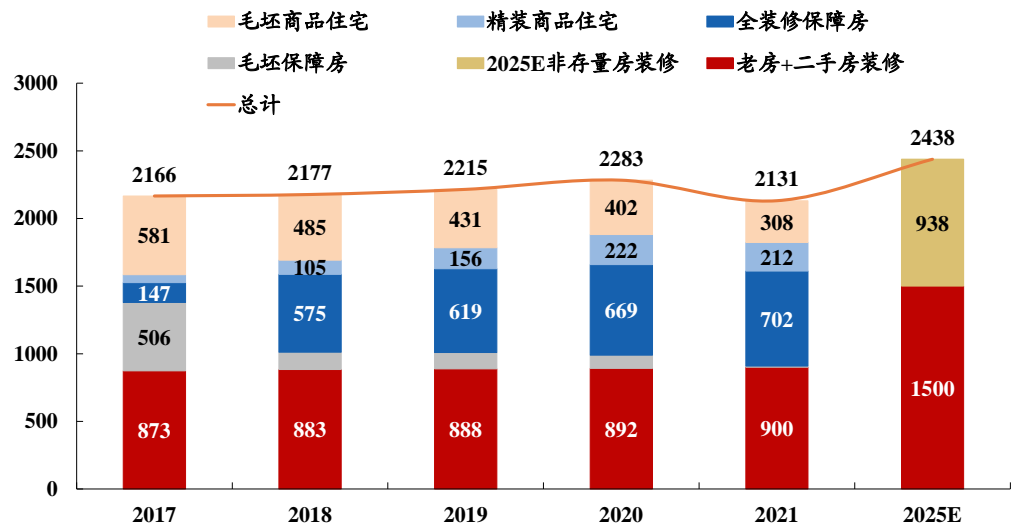
资料来源：公司公告，公司公众号，浙商证券研究所

3.3 高档门窗：存量房精装空间广阔，公司积极布局系统门窗领域

未来新建房装修市场预计承压，针对存量建筑的装修/精装修市场将成为主要发展方向，蕴涵巨大空间，有望带动 ToC 端高档门窗市场持续朝阳。

- **新建房装修现状：**2022 年 1-8 月全国房屋新开工面积同降 37%，已连续 14 个月负增长，考虑地产景气度仍处于筑底期，新开工数据预计继续承压，新建房增量规模或将逐步减小。**新房精修方面：**2022 年 H1，我国新开盘商品住宅精装项目套数约 70.5 万套，同比下降 48.9%。尽管精装套数总量大幅下滑，但精装渗透率以及精装标准持续提升，根据 CRIC 克而瑞发布的头部房企在全国 22 个重点城市的精装修推盘数据显示，2022 年 H1 一/二/三四线城市的精装修渗透率分别达到 86%/62%/60%，精装标准分别约为 2612/2603/2730 元每平方米，22 城的平均精装成本几乎占到新房购买成本的 10%。
- **存量房装修现状：**我国住宅装修周期约为 8-12 年，2010 年以来我国开发建成的大量存量房屋已经达到了二次装修年限，未来存量房精装需求仍然旺盛，市场规模巨大。根据奥维云网（AVC）监测大数据，我国 2021 年住宅装修市场（新房+保障房+二手房+老房）供给总规模约为 2131 万户，其中存量房（老房+二手房）装修市场呈现逆势上升趋势，存量房装修市场供给总规模达 900 万户，占比已超 40%，住宅装修市场逐步进入存量装修时代。

图32：我国住宅装修市场供给规模（单位：万户）



资料来源：奥维云网地产大数据（AVC），浙商证券研究所

存量房精装市场规模测算：核心假设：1) 存量房户均面积 100 平方米，单户假设 3 人，据《2021 年中国住房存量报告》我国城镇人均住房建面约 34.7 平方米；2) 存量房精装渗透率 20%；3) 精装标准 2000 元/平米；测算得：2021 年存量精装市场约 3600 亿元。

按照奥维云网（AVC）预测，2025 年我国住宅装修市场供给总规模将达到 2438 万户，存量房户数占比将达到 60%，存量房装修市场供给规模将超 1500 万户。我们按照存量房户均面积 100 平方米维持不变推算，分别假设悲观/中性/乐观三种场景（渗透率/精装修标准分别为 20%/1800、25%/2000、30%/2200），测算得到 2025 年存量房精装修市场规模将分别达到 5400/7500/9900 亿元，存量房精装每年市场规模中性预测下 CAGR+20.1%，十四五我国存量房精装修市场总体规模将超 3 万亿元。

表13: 按悲观/中性/乐观测算, 2025年我国存量房精装修市场规模分别预计达到 5400/7500/9900 亿元

预测步骤	2021年	2025年E			
		保守	悲观	中性	乐观
分项测算					
存量房装修供给(万户)	900	1500	1500	1500	1500
套均面积(平方米)	100	100	100	100	100
存量房精装渗透率	20%	20%	25%	30%	30%
精装标准(元/平方米)	2000	1800	2000	2200	2200
存量房精装修市场规模	3600	5400	7500	9900	9900

资料来源: 奥维云网(存量房供给、精装渗透率), 贝壳(户均面积), 浙商证券研究所

近年来公司积极布局高档门窗赛道: 公司曾参编过《系统门窗通用技术条件》、《中式仿古节能门窗》等多项国家标准, 在产品生产制造方面具备深厚技术优势, 并在系统门窗领域持续加码。

根据公司 2022 年 4 月披露公告显示, 公司将原 IPO 募投计划(原项目为铝合金门窗产品扩产)进行优化, 计划发力系统门窗研发及智能制造方向, 通过建设标准生产厂房, 引入德国先进生产设备及优秀管理人才, 打造数字化生产线。德才高科系统门窗在隔热性、隔音性、抗风压性、水密性、气密性等方面优势明显, 新项目于 2023 年年底投产后, 预计能够为公司带来年均 3.55 亿元的营收增量。

图33: IPO 募投资金新投向为系统门窗产能扩张, 右图为德才高科生产线

分项	指标
项目名称	系统门窗研发及智能制造产业化项目
建设地点	青岛胶州市李哥庄镇工业园3区
项目总投资	17133万元
建设期	24个月
达产时间	2023年底
建成后年均收入	35524万元



资料来源: 公司公告, 公司公众号, 浙商证券研究所

公司已经成为华东区域规模较大的建筑幕墙门窗研发、加工综合产业中心, 产品遍布华北、华东地区, 先后与青岛港、海尔、保利、华润、融创、金地、中建、中铁等国内知名企业实现战略合作, 积累了丰富的客户资源, 获得了良好的市场口碑。

公司计划扩大业务版图, 欲依托当前高档系统门窗(ToB 端室内精装)的产品和技术优势, 切入存量房精装领域, 布局高档门窗 ToC 端市场。对比 ToB 业务来看, C 端产品能最终触及个人消费者, 具备一定零售属性, 同时此类业务客户预付款项较少, 项目现金流情况较好。我们认为, 随着公司系统门窗生产线建成, 产能持续放大, 未来公司有望加速切入存量房精装修 ToC 业务领域, 对公司的客户黏性提升、品牌力塑造将起到显著作用。ToC 业务有望成为未来公司强大成长动能, 市场想象空间巨大。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

➤ **订单端：**基于公司发展战略规划及 2022 年 H1 实际订单承接情况，我们估计 2022-2024 年各业务板块新签订单情况如下：

- 1) **装饰：**作为公司主要业务版图，近年来公司聚焦发展精装修、新城建、幕墙门窗、智能化等多元业务板块，十四五期间老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、存量房精装修均系行业内优质赛道，给予未来三年装饰业务新签订单预测增速分别 19%/20%/20%。
- 2) **房建：**今年 H1 公司房屋建筑业务新签金额达到 24.77 亿元，同比增幅 342%，已经超过去年全年房建订单承接金额，主要得益于公司大力开拓公共建筑业务所致，我们保守给予未来三年房建业务新签订单预测增速分别 121%/25%/15%。
- 3) **市政：**新基建系公司重点聚焦领域，近年来承接的大型基建订单持续增多，主要集中在轨道交通以及市政道路项目，今年 H1 市政业务承接订单约 7.23 亿元，几乎相当于去年全年承接额，我们保守给予未来三年市政新签订单预测增速分别 94%/10%/10%。
- 4) **材料销售：**基于公司新打造的数字化智能系统门窗项目，将于 2023 年年底投产，随着公司高档门窗市场产能逐步释放，我们保守给予未来三年材料销售新签订单预测增速分别-46%/10%/50%。
- 5) **设计：**系公司起家业务。我们认为“十四五”期间公司设计类订单将与房建订单承接节奏保持一致，故假设三年设计新签订单增速分别 41%/25%/15%；

从而得到 2022-2024 年，公司新签合同额分别 101/121/142 亿元，同比分别增加 48.0%/19.6%/17.0%。

表14：公司各业务新签订单预测表（单位：百万元）

单位：亿元	装饰装修	房屋建筑	市政	材料销售	设计	合计	增速
2021	422586	142038	87242	21820	11983	685669	6.8%
2022E	503659	313606	168914	11741	16953	1014874	48.0%
2023E	604391	392008	185806	12915	18648	1213768	19.6%
2024E	725269	450809	204386	19372	20513	1420350	17.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

➤ **营收、成本端：**我们对各业务板块营业收入及同比增速进行预测，如下表所示，对应得到 2022-2024 年公司总营收分别 62.17、79.19、93.87 亿元，yoy 分别 23.36%、27.39%、18.53%，三年复合增速 23.04%；对应综合毛利率分别 12.88%、13.07%、13.78%。我们基于订单转结法，充分考虑各业务工期差异以及发展情况，针对装饰（将材料销售计在装饰口径）、市政、房建、设计等四大板块营收及毛利润进行量化测算，核心假设如下：

- 1) **装饰业务：**2022 年建筑装饰行业经营承压，短期毛利率预计承压；未来随着精装修、老旧小区改造、历史风貌建筑订单的持续承接，公司装饰业务盈利能力预计逐步复苏，故预计未来三年毛利率分别 15.92%、17.00%、17.85%；
- 2) **房建业务：**考虑 2022 年房建行业短期承压，毛利率保守预计将所有下行；未来公司将继续发力公建项目，叠加承包模式向 EPC 模式持续转向，预计有效提升房建业务盈利能力，故我们预计未来三年毛利率分别 3.10%、3.28%、3.43%。

3) 市政业务: 我们预计未来三年毛利率分别 11.90%、12.14%、12.58%。

4) 设计业务: 我们预计未来三年毛利率分别 40.00%、42.21%、44.85%。

表15: 公司各业务板块营收预测表 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023 E	2024 E
总营业收入	46.35	50.40	62.17	79.19	93.87
YoY	-2.91%	8.73%	23.36%	27.39%	18.53%
综合毛利率 (%)	13.12%	14.01%	12.88%	13.07%	13.78%
毛利润	6.08	7.06	8.00	10.35	12.94
其中: 装修、装饰业务	28.23	30.61	37.27	43.80	52.94
YoY	10.94%	8.46%	21.73%	17.53%	20.88%
毛利率 (%)	15.97%	17.74%	15.92%	17.00%	17.85%
装修、装饰业务毛利润	4.51	5.43	5.93	7.45	9.45
其中: 建筑工程业务	12.39	13.43	15.49	22.47	26.41
YoY	-38.53%	8.42%	15.36%	45.02%	17.53%
毛利率 (%)	5.00%	3.40%	3.10%	3.28%	3.43%
建筑工程业务毛利润	0.62	0.46	0.48	0.74	0.91
其中: 市政工程业务	4.85	5.20	7.82	11.02	12.24
YoY	1.85%	3.70%	50.23%	41.01%	11.03%
毛利率 (%)	10.74%	12.26%	11.90%	12.14%	12.58%
市政工程业务毛利润	0.52	0.64	0.93	1.34	1.54
其中: 设计业务	0.85	1.02	1.46	1.77	2.13
YoY	34.56%	10.62%	42.41%	21.15%	20.55%
毛利率 (%)	48.08%	44.48%	40.00%	42.21%	44.85%
设计业务毛利润	0.41	0.46	0.58	0.75	0.96
其中: 其他业务	0.03	0.12	0.13	0.14	0.14
YoY	48.67%	225.51%	6.00%	5.00%	4.00%
毛利率 (%)	63.22%	62.84%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务毛利润	0.02	0.08	0.08	0.08	0.08

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

- **净利润端:** 我们考虑公司承接订单中地产链工程项目占比持续减少, 未来资产和信用减值损失将降低, 考虑公司正处于成长扩展期, 期间费用率或所有增加, 综合前述营收毛利端增速测算, 估算得到公司 2022-2024 年归母净利分别 1.53、2.14、2.90 亿元, 同比分别增长 9.25%、40.26%、35.45%, 公司归母净利润 22-24 年复合增速达 38%。

表16: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	46.35	50.40	62.17	79.19	93.87
YOY	-2.91%	8.73%	23.36%	27.39%	18.53%
营业成本	40.27	43.33	54.16	68.85	80.93
YOY	-4.10%	7.61%	24.98%	27.11%	17.55%
综合毛利率 (%)	13.12%	14.01%	12.88%	13.07%	13.78%
归母净利润	1.83	1.40	1.53	2.14	2.90
YOY	25.72%	-23.78%	9.25%	40.26%	35.45%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 估值分析

2022H1 公司承接订单已放量增长 161%，叠加公司的全国性布局战略以及优化后 IPO 募投项目顺利投产，十四五期间公司经营将步入高速发展阶段，具备高成长确定性。

从 PEG 视角看：我们保守测算，公司归母净利润 22-24 年复合增速达 38%，同时考虑到公司前五年营收和业绩复合增速均超过 20%，我们认为公司系成熟期行业内的优质成长股，可以采取 PEG 估值法分析。按当前市值计算，2022 年对应 PE 为 14.96 倍，对应 $PEG=0.40 < 1$ ，估值水平处于低估区间，具备较高投资安全边际。

表17：公司 2022-2024 年 PEG 测算（单位：亿元，2022/09/23）

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	50	62	79	94
YOY	8.73%	23.36%	27.39%	18.53%
归母净利润	1.40	1.53	2.14	2.90
YOY	-23.78%	9.25%	40.26%	35.45%
PE	15.62	14.96	10.67	7.88
2022-2024CAGR	37.83%			
PEG	0.40			
PEG 估值法下合理 PE	35.0			
对应 2022 年业绩下合理市值	53.43			

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表18：公司对应行业可比公司估值表（2022/09/23）

证券代码	证券简称	市值	PE					LF
		亿元	2021A	TTM	2022E	2023E	2024E	
601886.SH	江河集团	103	8.0	-8.7	14.5	11.3	9.1	1.7
002713.SZ	维业股份	18	41.2	57.1	18.0	14.3	11.2	2.1
600502.SH	安徽建工	90	8.8	7.9	6.8	5.6	4.7	1.1
600284.SH	浦东建设	60	13.8	10.8	9.6	7.9	6.7	0.9
	加权平均	-	11.8	5.5	11.1	8.9	7.2	1.3
605287.SH	德才股份	22.8	15.6	19.5	15.0	10.7	7.9	1.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所，可比公司均采用 Wind 一致预期

公司属于建筑全产业链企业，业务覆盖装修装饰、房屋工程建设、市政工程以及设计业务，具备优异的行业波动抵御能力。2021 年及 2022 年 H1 公司经营表现显著有别于同行， α 属性凸显。我们考虑到，一方面公司正积极切入老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高档门窗等多条优质赛道，新增长驱动力充足；另一方面公司具备独特的工程项目全生命周期服务能力，逐步突破传统束缚，应享受较高估值。

在国家“新城建”、“新基建”政策的持续推进下，公司有望率先受益于城市建设新浪潮。基于公司业务模式的独特性以及公司经营的稳健性和成长性，叠加 2023 年底公司在建高档门窗生产线投产，市场想象空间巨大。考虑到公司未来业绩复合增速 38% 左右，同时考虑新业务空间，我们给予公司 2022 年对应 35 倍 PE，得出公司合理市值约为 53 亿元，对应当前市值有 134% 上涨空间，成长价值亟待发现。考虑公司十四五期间业绩预计进一步提升，未来估值中枢有望持续上升。

4.3 投资建议

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 62.17、79.19、93.87 亿元，同比增加 23.36%、27.39%、18.53%，实现归母净利润 1.53、2.14、2.90 亿元，同比增长 9.25%、40.26%、35.45%，对应 EPS 为 1.53、2.14、2.90 元。现价对应 PE 为 14.96、10.67、7.88 倍。基于 PEG 估值视角，公司当前对应 PEG 仅为 0.40，估值水平处于低估区间。同时，我们基于公司业务模式的独特性、经营稳健性、未来成长性，给予公司 2022 年对应 35 倍 PE，得出公司合理市值约为 53 亿元，对应当前市值有 134% 的上涨空间，**公司价值亟待发现，首次覆盖，给予“买入”评级。**

5 风险提示

1、在手订单执行不及预期。截止 2022H1 公司在手订单已达 84.94 亿元，随着公司承接的大型项目订单持续增多，项目平均工期也有逐步增长趋势。在公司订单执行期间，项目工程可能会受到设计变更、资金到位不及时等多重不利因素影响，导致工程进度不及预期，将拉长公司订单转化营收周期，影响业绩增长速度。

2、新业务开展不及预期。当前公司积极开拓“新城建+新基建+绿色建筑”业务，在老旧小区改造、历史风貌建筑修缮以及高档门窗等多领域持续开辟新业务，同时公司正处于规模扩张期，采取全国性布局战略，新业务开展进度将影响公司未来成长质量和幅度。

3、未来资产和信用减值风险。受所处行业特点影响，公司应收款项金额较大，随着公司收入规模逐步扩张，应收科目金额或将持续增长。若宏观经济出现严重不利因素或货币政策环境趋紧甚至出现恶化，将影响公司账款回款情况，进而影响公司资金周转速度以及经营性现金流，产生资产或信用减值损失，对公司业绩水平产生影响。

4、资产负债率较高风险。公司资产负债率较高，应付科目金额较高，可能会导致公司阶段性支付压力较大；如遇银行压缩对公司的信贷规模或出现借款、票据集中兑付情况，则会给公司资金管理带来一定的压力，若不能通过其他融资方式获得资金，则可能存在资金短缺的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7655	8890	10662	12250
现金	1623	2272	2726	3272
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3735	4435	5660	6714
其它应收款	35	43	55	66
预付账款	43	53	68	79
存货	45	47	46	47
其他	2175	2039	2107	2073
非流动资产	741	860	1060	1232
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	308	417	582	733
无形资产	52	52	52	52
在建工程	51	88	112	131
其他	330	304	314	316
资产总计	8396	9750	11722	13482
流动负债	6798	7992	9737	11192
短期借款	1198	1787	2289	2899
应付款项	4748	5416	6609	7446
预收账款	0	0	0	0
其他	853	789	838	847
非流动负债	19	21	23	25
长期借款	0	0	0	0
其他	19	21	23	25
负债合计	6818	8013	9760	11217
少数股东权益	56	62	73	86
归属母公司股东权	1522	1675	1889	2179
负债和股东权益	8396	9750	11722	13482

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	126	317	260	257
净利润	148	159	225	303
折旧摊销	24	24	29	35
财务费用	50	67	93	122
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(52)	63	(64)	(190)
其它	(44)	5	(23)	(12)
投资活动现金流	(244)	(169)	(217)	(204)
资本支出	(61)	(167)	(216)	(202)
长期投资	2	(1)	0	(0)
其他	(184)	(1)	(2)	(2)
筹资活动现金流	733	502	412	492
短期借款	116	590	502	610
长期借款	0	0	0	0
其他	617	(88)	(90)	(118)
现金净增加额	616	649	454	545

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5040	6217	7919	9387
营业成本	4334	5416	6885	8093
营业税金及附加	23	37	48	56
营业费用	23	37	55	75
管理费用	172	236	283	327
研发费用	157	186	238	300
财务费用	50	67	93	122
资产减值损失	(9)	(22)	(16)	(12)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	24	20	22	21
营业利润	195	209	296	398
营业外收支	(16)	(6)	(7)	(10)
利润总额	179	203	288	388
所得税	31	45	63	85
净利润	148	159	225	303
少数股东损益	9	6	11	13
归属母公司净利润	140	153	214	290
EBITDA	248	284	400	535
EPS (最新摊薄)	1.40	1.53	2.14	2.90

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	8.73%	23.36%	27.39%	18.53%
营业利润	-13.76%	7.49%	41.33%	34.63%
归属母公司净利润	-23.79%	9.25%	40.26%	35.45%
获利能力				
毛利率	14.01%	12.88%	13.07%	13.78%
净利率	2.94%	2.55%	2.84%	3.23%
ROE	12.74%	9.11%	11.33%	13.31%
ROIC	6.71%	5.82%	6.88%	7.63%
偿债能力				
资产负债率	81.20%	82.18%	83.26%	83.20%
净负债比率	18.03%	22.43%	23.60%	26.01%
流动比率	1.13	1.11	1.10	1.09
速动比率	1.12	1.11	1.09	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.69	0.74	0.74
应收账款周转率	1.62	1.66	1.72	1.67
应付账款周转率	1.21	1.36	1.44	1.40
每股指标(元)				
每股收益	1.40	1.53	2.14	2.90
每股经营现金	1.26	3.17	2.60	2.57
每股净资产	15.22	16.75	18.89	21.79
估值比率				
P/E	16.35	14.96	10.67	7.88
P/B	1.50	1.36	1.21	1.05
EV/EBITDA	10.27	6.65	4.88	3.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>