

德才股份(605287)

报告日期: 2022年10月27日

# 建筑全产业链高成长企业，未来成长性高、业绩确定性强

## ——德才股份四问四答深度分析

### 投资要点

- **德才股份是一家建筑全产业链高成长企业，公司以装饰装修起家，公建装饰装修基本盘稳健，三大新业务驱动业绩超预期增长。**
- **一、如何看待德才股份相对传统建筑板块的  $\alpha$  属性？**
  - 1) **资质优势：**公司全产业链布局，且是业内唯一拥有建筑设计+施工、装饰设计+施工、新材料生产的全资质公司，截至 2022H1 共计取得 27 项覆盖建筑全产业链的甲级（壹级）资质。全产业链布局及齐全资质有助于公司转型 EPC 总承包模式及发力新城建、新基建等业务领域，提升公司获单能力和机会。
  - 2) **业务优势：**受房地产影响较小，公司基石业务以公建为主，主要客户包括政府机构、公共设施开发企业等，受房地产影响相对较小。2017-2021 年，公司营收由 22.0 亿元增至 50.4 亿元，CAGR+23.0%；净利润由 0.65 亿元增至 1.40 亿元，CAGR 高达+21.1%。公司  $\alpha$  属性凸显，业绩增长确定性强。
  - 3) **成长优势：**老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高端系统门窗制造三大新引擎业务市场空间广阔，有望打开公司新的利润成长空间，业绩高增确定性强。
- **二、公司未来业绩的确定性如何看？**
  - 1) **订单角度：**存量方面，截至 22H1，公司在手订单合计 84.94 亿元，订单保障倍数约 1.4。增量方面，截至 22Q3，公司累计新签合同额 77.7 亿元，同比大幅增长 70%。公司在手订单充裕、新签订单维持高增速，未来业绩保障足，有效保证了业绩高增长确定性。
  - 2) **资质+新业务发力角度：**从新签订单结构看，22Q1-3 房建/市政工程累计新签高增 297%/266%，大额订单承接能力持续凸显。从新业务情况看，22Q1-3 老旧小区改造/历史风貌建筑修缮/市政基础设施等新业务订单分别实现 5.80/6.13/17.60 亿元，同比高增 30%/2580%/231%，三类业务累计同比高增 195%，占比提升至 38%，大幅提升 16 个百分点。公司以公共建筑+市政业务为业务发展基石，整体经营安全系数高，新业务发力势头强劲，未来成长动能充沛，伴随订单高增，公司业绩增长确定性强。
- **三、公司未来的成长性如何看？**
  - 1) **基本盘业务订单稳增长，以 EPC 总承包模式承接多项大额订单、并带动利润率提升。**22Q1-3，房建/市政工程新签订单同比增速分别保持在 180%/100%以上，项目承接势头强劲；同时，转型 EPC 总承包模式有效拉动利润率提升。**2021 年公司 EPC 项目收入同比大增 278%，2022 H1 公司 EPC 项目收入同比 +166%。**
  - 2) **三大新引擎业务拉动业绩高成长。**山东省内十四五期间老旧小区改造潜在市场规模超 2000 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；公司持有稀缺古建筑工程壹级资质，赛道竞争格局优质，我们分析项目利润率远超传统建筑工程施工项目，有望拉动公司业务盈利能力提升；依托存量房精装修市场，高档门窗市场预计持续朝阳；公司高性能系统门窗制造生产线将在 2023 年底投产，预计可为公司带来年均 3.55 亿元的营收增量。
- **四、我们对于德才股份估值的思考？**
  - 1) **从当前估值看，**公司当前估值相对板块过去两年平均估值低估超 30%，且考虑到公司经营稳健性、未来业务高成长性及业绩确定性高增长，我们认为应当从成长性角度给予公司一定估值溢价，因此公司价值当前严重低估。
  - 2) **从合理估值角度看，**公司未来业务高成长确定性强，我们保守估测，22-24 年业绩复合增速 38%，从 PEG 角度给予 35 倍 PE，**预计 22 年对应合理市值 53 亿元。**

### 投资评级：买入(维持)

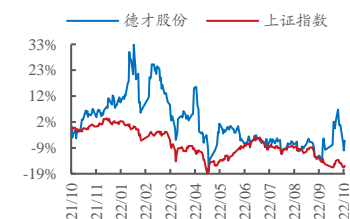
分析师：匡培钦  
 执业证书号：S1230520070003  
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：陈依晗  
 chenyanhan@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 24.47
总市值(百万元)	2,447.00
总股本(百万股)	100.00

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《前三季度新签订单 78 亿元，同比大增 70%，看好公司业绩高增——德才股份 2022 年三季度经营数据点评报告》2022.10.10
- 2 《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》2022.09.26

#### □ 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司归母净利 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 16.03 倍、11.43 倍、8.44 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 0.42，估值水平处于低估区间，价值亟待发现，**维持“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。**

### 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
(+/-) (%)	-23.79	9.25	40.26	35.45
每股收益(元)	1.40	1.53	2.14	2.90
P/E	17.51	16.03	11.43	8.44

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 如何看待德才股份相对传统建筑板块的 <math>\alpha</math> 属性?</b>	<b>5</b>
1.1 资质优势: 全产业链布局, 资质齐全, 业务模式及业务转型顺利	5
1.2 业务优势: 基石业务以公建为主, 相对板块、公司与地产链相关度低, 业绩增长确定性强	7
1.3 成长优势: 三大新引擎业务成长空间广阔, 相对板块、公司业绩具备高增长属性	8
<b>2 公司未来业绩的确定性如何看?</b>	<b>9</b>
2.1 存量订单保障&增量新签发力足, 业绩确定性强	9
2.2 资质齐全+新业务开辟, 助力获取新订单, 保障未来业绩确定性增量	9
<b>3 公司未来的成长性如何看?</b>	<b>11</b>
3.1 基本盘业务订单稳增, 转型 EPC 总包模式带动利润率提升	11
3.2 三大新引擎业务有望拉动业绩高成长	12
<b>4 我们对于德才股份估值的思考?</b>	<b>17</b>
4.1 公司当前价值低估, 强 $\alpha$ 属性带来一定估值溢价	17
4.2 公司未来业务高成长确定性强, 22 年对应合理市值 53 亿元	17
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 公司的全产业链业务模式布局.....	5
图 2: 公司在行业内率先打造工程全生命周期服务.....	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: 2021 年内装业务占公司装饰装修业务比例超七成.....	8
图 6: 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 7: 2017-2021 年, 公司营收 CAGR 达+23.0%.....	8
图 8: 2017-2021 年, 公司归母净利润 CAGR 达+21.1%.....	8
图 9: 22Q1-3, 公司累计新签合同额 78 亿元, 同比大增 70%.....	9
图 10: 22Q3 新签合同额同比+10.9%, 两年 CAGR+42%.....	9
图 11: 22Q1-3, 公司房建/市政工程业务新签订单实现大幅提升.....	10
图 12: 22Q1-3, 房建/装饰/市政累计新签分占 40%/33%/24%.....	10
图 13: 22Q1-3 三类重点发力业务累计同比高增 195%.....	10
图 14: 装饰装修业务订单结构持续调整, 订单增速有所放缓.....	11
图 15: 22Q1-3 房建工程订单持续高增, 增速保持在 180%以上.....	11
图 16: 22Q1-3 市政工程订单持续高增, 增速保持在 100%以上.....	11
图 17: 22Q3 设计业务新签有所回落, 上半年保持高增速.....	11
图 18: 近年来老旧小区改造政策逐渐演进.....	12
图 19: 十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预测.....	13
图 20: 公司打造老旧小区建设改造“1+3+N”模式.....	13
图 21: 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.....	14
图 22: 以青岛市四方路历史文化街区改造项目详解公司“历史风貌建筑保护修缮”业务.....	15
图 23: 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.....	16
图 24: 装饰装修板块过去五年、过去两年 PE 分别平均在 24.6、23.7 倍左右.....	17
表 1: 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.....	6
表 2: “十四五”期间, 山东省老旧小区改造市场规模约 2086 亿元, 市场空间巨大.....	12
表 3: 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.....	14
表 4: 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.....	16
表 5: 公司 2022-2024 年 PEG 测算 (单位: 亿元, 2022/10/26).....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

## 1 如何看待德才股份相对传统建筑板块的 $\alpha$ 属性?

德才股份是山东省首家 A 股上市建筑企业，曾荣获 2020 年度中国建筑装饰行业百强企业第 2 名，并连续 16 年位列山东首位。公司上市于 2021 年 7 月，作为次新股标的，市场对公司的认识程度不够。

**市场认为：**市场基于公司以装饰装修起家，仍然以传统装饰装修业务来看待公司的未来发展，认为公司处于地产链强相关行业存较大经营风险，未来成长性或将受限。

**我们认为：**公司在业务模式、经营情况、发展战略上与传统建筑装饰企业有着显著区别。公司从 2020 年开始收缩地产链业务，在收入规模维稳的同时，完成了业务转型升级。公司当前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、公建、市政等多业务板块，涵盖数字化、智慧建造、绿色新材料、EPC 等多种业务形态。

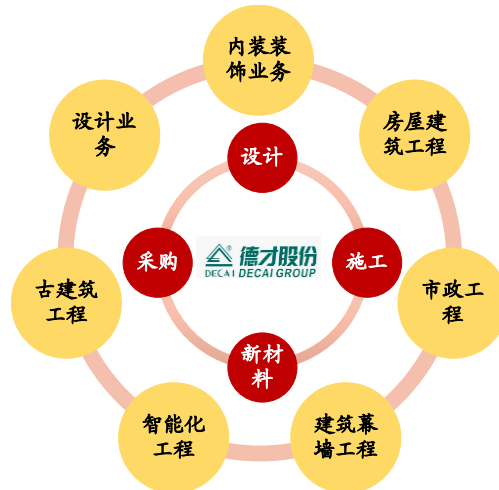
总体看，公司是建筑行业高成长型小而美标的，对比传统建筑装饰板块公司具备：**资质优势、业务结构优势、成长优势**三大  $\alpha$  属性。

### 1.1 资质优势：全产业链布局，资质齐全，业务模式及业务转型顺利

#### ➤ 全产业链布局，可提供建筑工程及内装工程的全生命周期服务

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。

图1：公司的全产业链业务模式布局

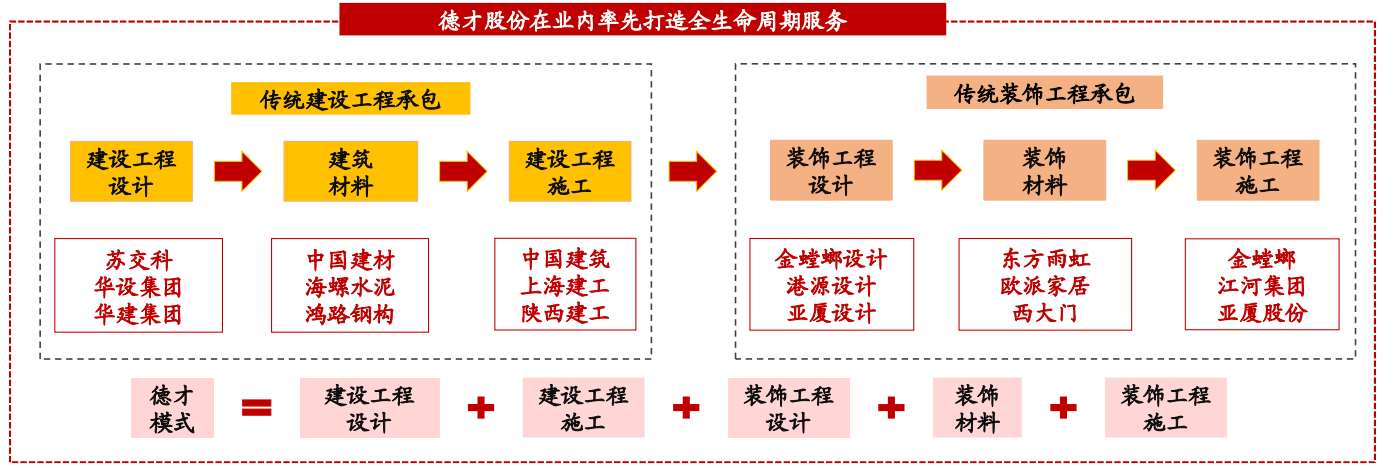


资料来源：公司公告，公司公众号，浙商证券研究所

- **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，甚至在设计和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2: 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

➤ **资质广且精, 保证了提供建筑全产业链一体化服务的能力**

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公司, 同时所持资质齐全且高精。截至2022H1, 公司及分子公司共计取得27项甲级(壹级)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, 业务布局范围由单一装饰工程拓展至建筑装饰全产业链。

相对传统建筑装饰企业, 公司承接业务范围更加广泛, 具备综合竞争优势。相比之下, 公司能够有效平抑地产行业波动影响, 未来有望继续凭借独特的资质优势, 继续横向拓展业务覆盖范围, 保持强劲的业务实力。

表1: 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

全产业链布局及齐全资质为公司业务模式及业务转型提供了得天独厚的优势。

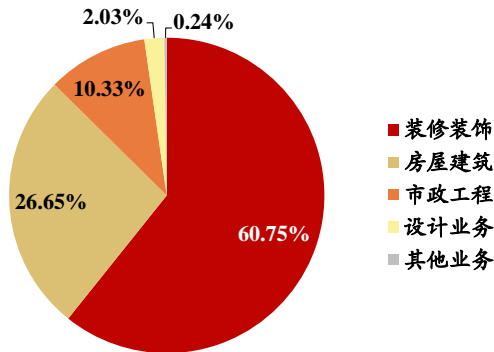
从业务模式转型来看，当前建筑业工程总承包模式已成为行业发展大趋势。公司拥有设计、新材料、采购和施工一体化的服务能力，可提供项目全生命周期服务。这使得公司在转型 EPC 总包模式上具备天然优势，业务模式转型将更为顺畅。通过 EPC 总包模式，公司能最大程度实现施工过程优化、降低成本、提升项目品质，并获取更高额利润。

从业务转型来看，全产业链资质及服务能力的保证为公司推动业务转型，发力新城建、新基建等领域提供了基础。公建类项目客户多为地方政府、国企等，对项目品质、施工工期要求高、组织协调上要求尽量精简。全产业链一体化服务的提供能为公司转型承接新城建、新基建领域项目创造有利条件，有效增加公司获取订单的机会，保证业绩可持续增长。

## 1.2 业务优势：基石业务以公建为主，相对板块、公司与地产链相关度低，业绩增长确定性强

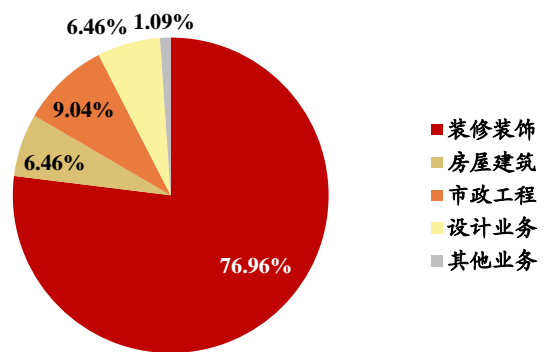
公司基石业务以公建为主，主要客户包括政府机构、公共设施开发企业等。业务结构上以装饰为主导，房建、市政、设计构成辅助，覆盖建筑全产业链。拆分看，2021 年公司装修/房建/市政/设计四大板块分别实现营收 30.6/13.4/5.2/1.0 亿元，占总营收比例分别为 60.8%/26.7%/10.3%/2.0%，毛利率分别录得 17.74%/3.40%/12.26%/44.48%。

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%



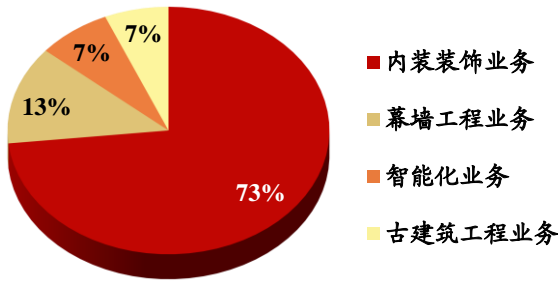
资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体业务看，装饰装修业务以公共建筑类项目为主，房屋建筑业务承接的均为公建类项目，包含优质公建以及老旧小区改造等重点民生项目。

**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 年板块实现营收 30.61 亿元，yoy+8.5%，毛利率录得 17.74%，同比提升 1.77 个 pct。其中内装装饰工程主要聚焦公用建筑的高端装修工程。业务包含高端星级酒店、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、地铁等交通设施项目。公司主业以公建类项目为主，业务细分方向毛利率呈逆势上升，平抑行业波动。

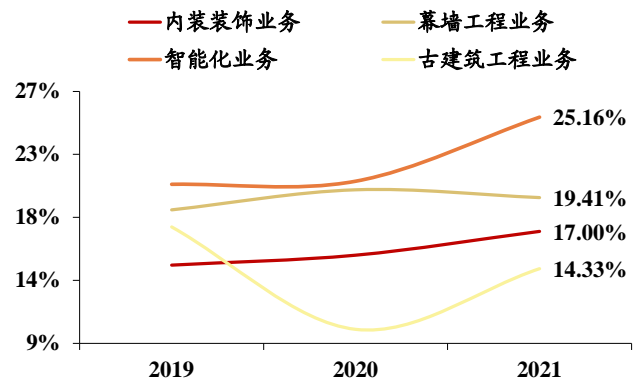
**房屋建筑及市政工程业务：**业务包括优质公建及老旧小区改造等重点民生项目，道桥建设、电力管廊等市政项目。2021 年公司房建业务实现营收 13.4 亿元，yoy+8.4%，毛利率录得 3.40%；市政工程业务实现营收 5.2 亿元，yoy+7.3%，对应毛利率 12.26%。公司积极开拓新城建和新基建领域业务，两大业务将持续发力。

图5：2021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

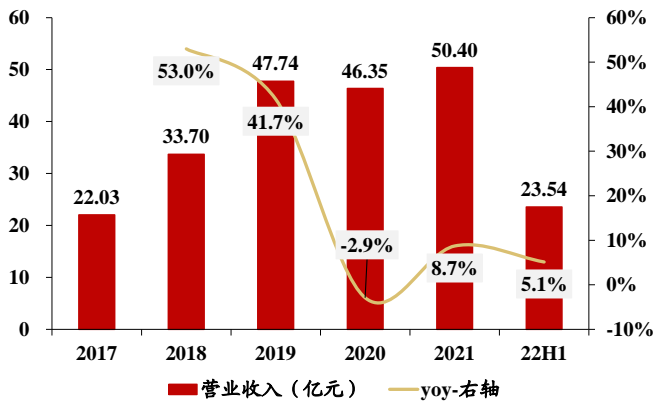
图6：装饰业务多个细分方向毛利率呈逆势上升，平抑行业波动



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

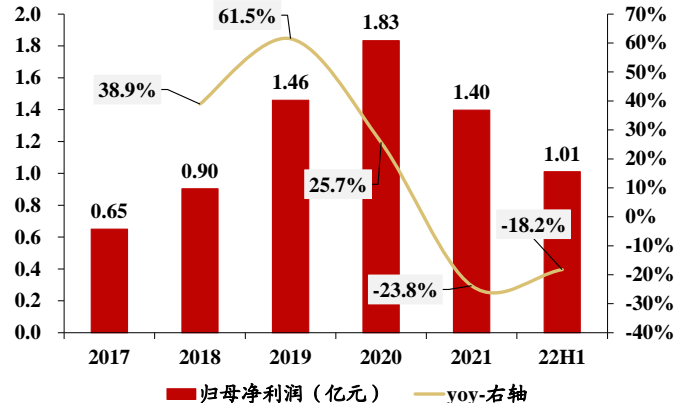
凭借主业稳健经营及前瞻行业研判，公司业绩实现良好增长，经营情况显著优于同行。2017-2021年，公司营收由22.0亿元增至50.4亿元，CAGR+23.0%；净利润由0.65亿元增至1.40亿元，CAGR高达+21.1%。对比装修装饰II（申万）板块：2021年装饰板块整体收入/业绩同比-1.8%/-775%；2022H1板块整体收入/业绩同比-18%/-125%，公司 $\alpha$ 属性凸显，业绩增长确定性强。

图7：2017-2021年，公司营收CAGR达+23.0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2017-2021年，公司归母净利润CAGR达+21.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3 成长优势：三大新引擎业务成长空间广阔，相对板块、公司业绩具备高增长属性

三大新引擎业务——老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高端系统门窗制造市场空间广阔，有望打开公司新的利润成长空间，业绩高增确定性强。公司立足于公建类装饰装修业务基本盘，积极布局建筑全产业链，紧跟国家战略规划，重点发力新城建、新基建领域项目，加速打造全建筑产业链精品企业。

具体规划上，公司着力于老旧小区改造、历史风貌建筑保护修缮及高档系统门窗制造三大新业务，以EPC总承包模式承接订单，带动订单结构持续优化，新城建和新基建领域订单占比持续提升。较传统基本盘业务而言，新业务利润空间大、成长动能强，且新业务领域竞争格局仍较为分散。公司布局前瞻、业务基础深厚、竞争优势显著，有望将新业务快速培育为业绩新增点，相对板块，公司业绩高增长属性凸显。



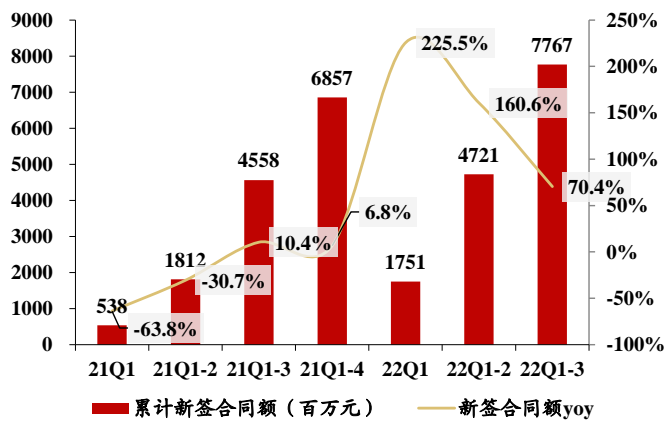
## 2 公司未来业绩的确定性如何看？

### 2.1 存量订单保障&增量新签发力足，业绩确定性强

我们认为公司未来业绩确定性看两个方面：

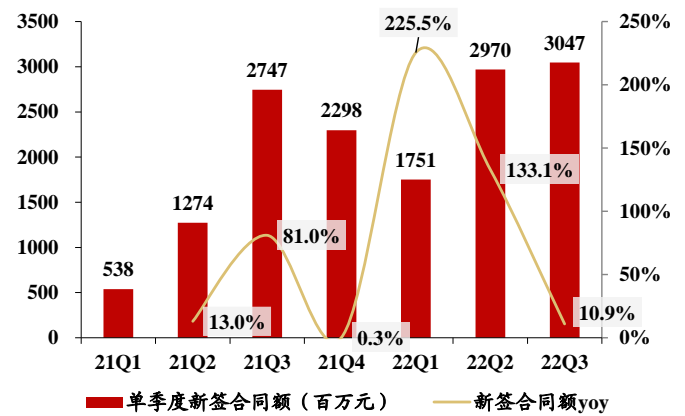
- 1) 存量角度：截至 22H1，公司在手订单合计 84.94 亿元，订单保障倍数约 1.4。此前 2021 年末，公司在手订单金额合计 65.32 亿元，订单保障倍数 1.3。公司在手订单充裕、持续稳增，对未来业绩构成有效保障，短期业绩无虞。
- 2) 增量角度：截至 22Q3，公司累计新签合同额 77.7 亿元，同比大幅增长 70%。单季度看，22Q1/Q2/Q3 新签订单合同额分别为 17.51/29.70/30.47 亿元，同比分别增长 225.53%/133.13%/10.92%。今年单三季度新签金额在去年同比高增 81%的基数上，仍录得 10.9%的增长，两年复合增速高达 42%。公司业务端持续发力，新签订单维持高增速，有效补充在手订单，保证了业绩高增长确定性。

图9：22Q1-3，公司累计新签合同额 78 亿元，同比大增 70%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：22Q3 新签合同额同比+10.9%，两年 CAGR+42%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.2 资质齐全+新业务开辟，助力获取新订单，保障未来业绩确定性增量

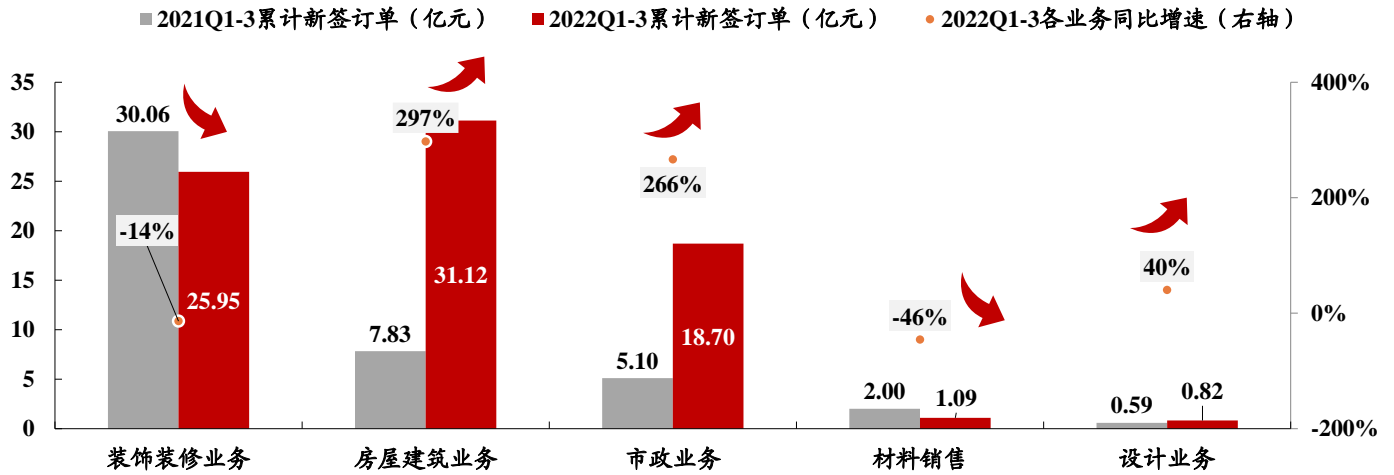
公司是业内唯一拥有建筑设计+施工、装饰设计+施工、新材料生产的全资质企业，现已具备 27 项甲（壹）级资质，有助于增加公司获单机会。此外，公司重点发力老旧小区改造、历史风貌建筑修缮及高端系统门窗制造三大新业务，业务订单持续放量，利润贡献将显著高于传统主业，拉动公司业绩实现新高增。

从新签订单结构看，22Q1-3 累计新签订单中，装饰装修/房建/市政/材料销售/设计业务累计实现新签合同额 25.95/31.12/18.70/1.09/0.82 亿元，同比分别-13.7%/+297.5%/+266.4%/-45.7%/+40.2%。其中房屋建筑业务（主要为公建类 EPC 项目）占比最大，达到 40%；装饰装修业务（主要聚焦公建类项目）占比 33%位居第二；市政业务新签大幅提升，占比达到 24%。公司深耕新城建和新基建领域，22Q1-3 房建/市政工程累计新签同比高增 297%/266%，大额订单承接能力持续凸显。

从新业务情况看，2022 年前三季度老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、市政基础设施等新业务订单分别实现 5.80/6.13/17.60 亿元，同比高增 30%/2580%/231%，三类业务累计同比高增 195%，占比提升至 38%，大幅提升 16 个百分点。逻辑开始兑现，新业务发力势头强劲。

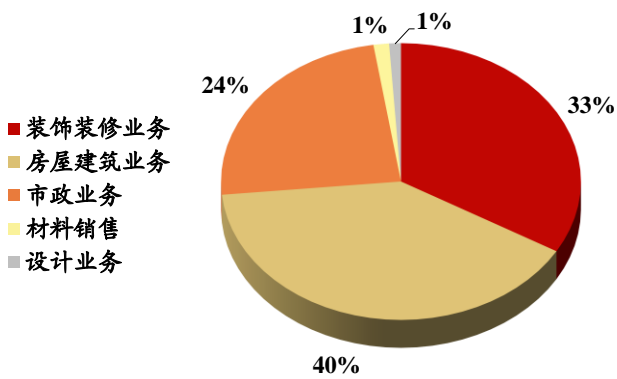
公司以公共建筑+市政业务为业务发展基石，整体经营安全系数高，未来成长动能充沛，伴随订单高增，公司业绩增长确定性强。

图11: 22Q1-3, 公司房建/市政工程业务新签订单实现大幅提升



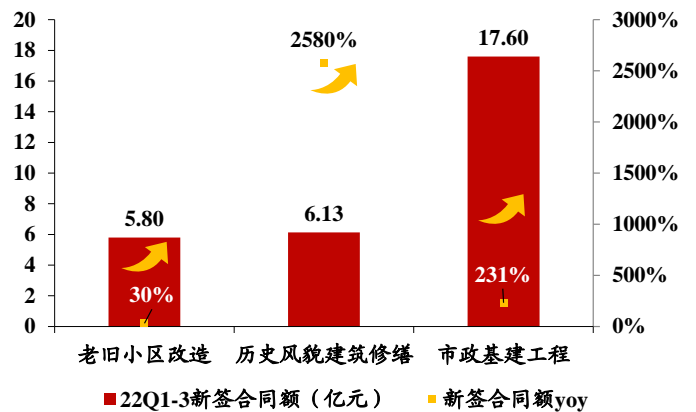
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图12: 22Q1-3, 房建/装饰/市政累计新签分占 40%/33%/24%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 22Q1-3 三类重点发力业务累计同比高增 195%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 公司未来的成长性如何看？

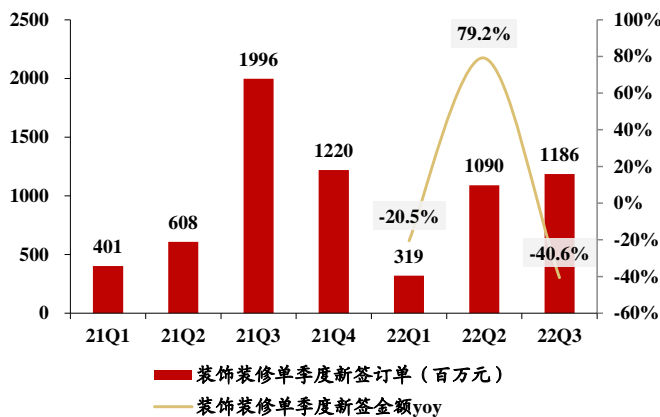
新老业务并驾齐驱，三大引擎有望拉动业绩超预期增长。公司在保持公建装饰 EPC 业务及市政总承包业务平稳增长外，重点发力老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高档系统门窗制造三大新业务，有望拉动业绩超预期增长。

#### 3.1 基本盘业务订单稳增长，转型 EPC 总包模式带动利润率提升

公司基本盘业务订单稳增长，以 EPC 总承包模式承接多项大额订单。房建、市政工程业务新签订单保持高增速，经营稳健；22Q1-3，房建/市政工程单季度新签订单同比增速分别保持在 180%/100% 以上，项目承接势头强劲。装饰装修业务订单结构持续调整，继 22Q2 同比 79% 高增速后，增速有所放缓，22Q3 同比增速 -41%。

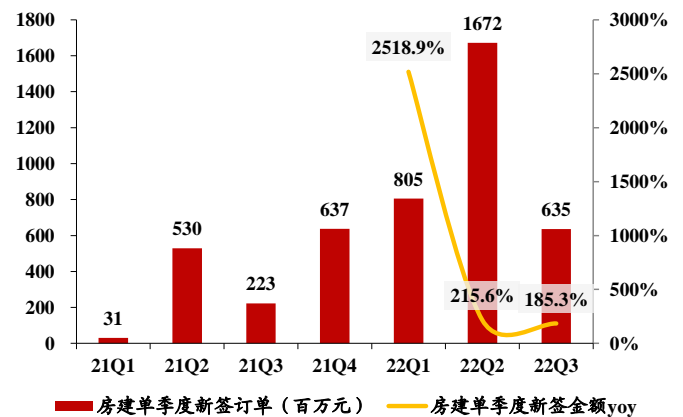
转型 EPC 总承包模式带动利润率提升。相对传统项目承接模式，EPC 总包项目能最大程度优化施工过程、提升项目品质、有效降低成本，从而带动利润率提升。公司凭借其天然设计优势，在 EPC 总包领域不断发力。近年来持续深耕新城建和新基建 EPC 工程领域，不断累积总包工程承包经验，承接项目多为老旧小区改造、公共卫生、学校教育、光伏发电等重要城市建设工程。2021 年公司 EPC 项目收入同比增加约 278%，2022 H1，公司 EPC 项目收入同比增长 166%，延续高增态势，充分展现公司大型项目订单承接能力。

图 14：装饰装修业务订单结构持续调整，订单增速有所放缓



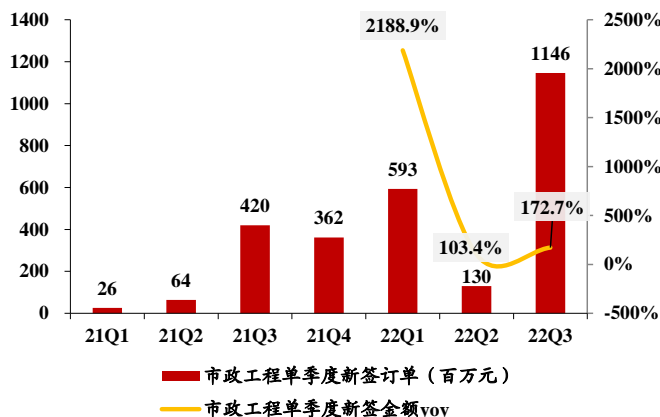
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：22Q1-3 房建工程订单持续高增，增速保持在 180% 以上



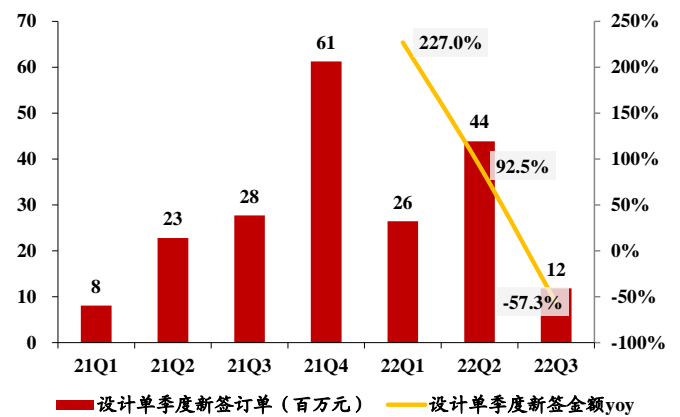
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：22Q1-3 市政工程订单持续高增，增速保持在 100% 以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：22Q3 设计业务新签有所回落，上半年保持高增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2 三大新引擎业务有望拉动业绩高成长

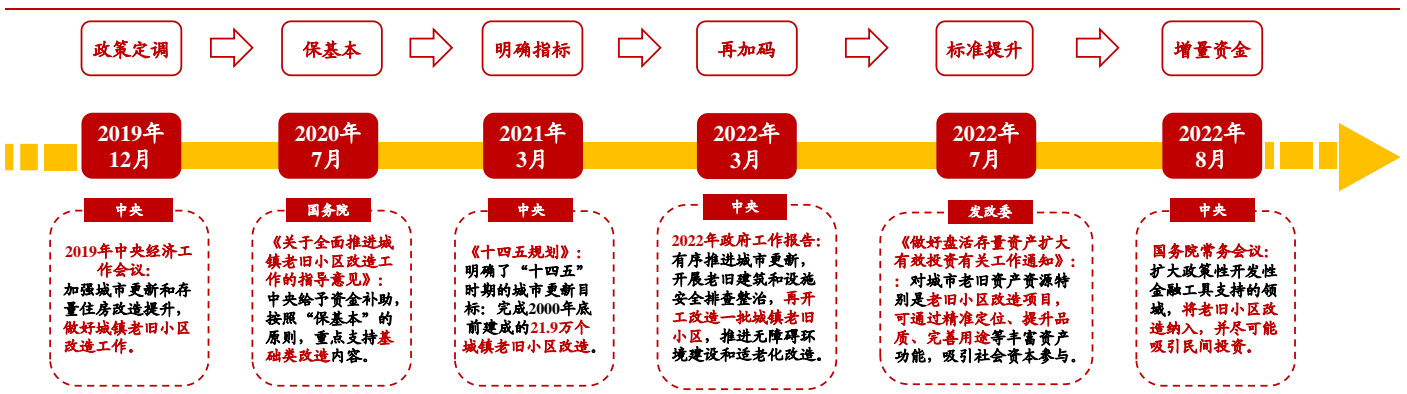
公司的成长引擎主要在三方面：**老旧小区改造、历史风貌建筑修缮、高档系统门窗制造**。我们认为，未来公司在保持公建装饰 EPC 业务及市政总承包业务平稳增长外，随着公司三大新业务的深入布局，有望打开公司成长空间，拉动业绩超预期增长。

➤ **老旧小区改造：政策持续加码，8月国常会引入增量资金，顶层设计明确；山东是全国小区改造主阵地，十四五市场规模可达2086亿元；公司抢先发力，市占率有望持续提升。**

**政策方面：**2021年3月，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”期间加快实施城市更新行动，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。

**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18：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

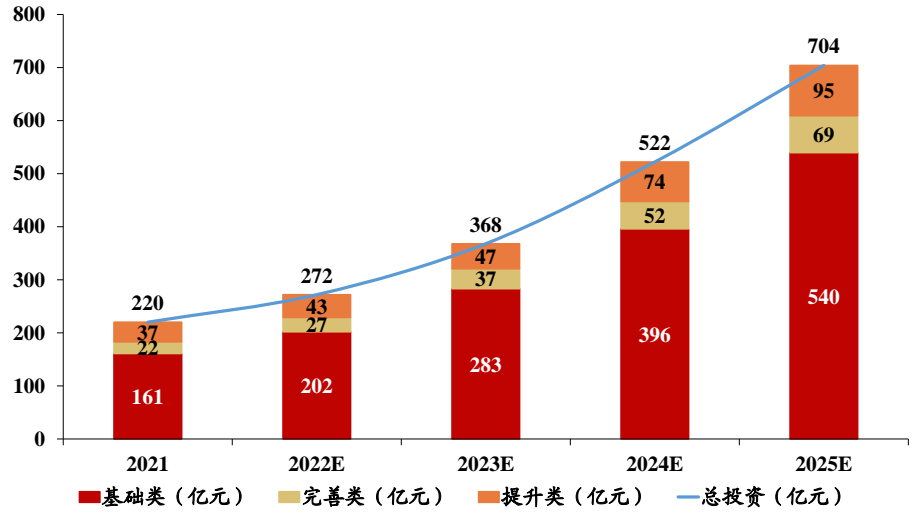
根据山东省住建厅披露，2021年省内老旧小区改造总量位居全国首位，2022年1-8月老旧小区开工数量也位居全国第一，山东省是我国老旧小区的改造主阵地。在我们外发的首次覆盖深度报告《德才股份（605287.SH）：建筑全产业链精品企业，三大新引擎拉动业绩高增长》中，我们将城镇老旧小区改造内容分为基础类、完善类、提升类3类，通过详细且合理的测算方式，估算得到：十四五期间山东省老旧小区改造市场将达2086亿元，市场空间巨大。

表2：“十四五”期间，山东省老旧小区改造市场规模约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

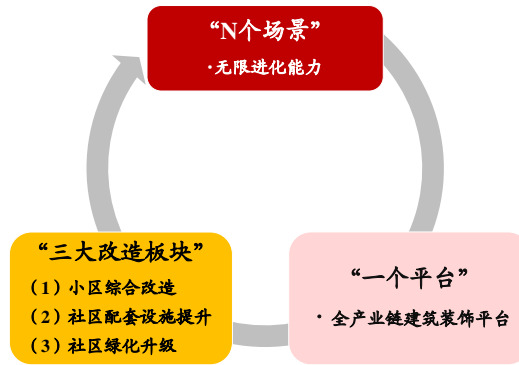
图19: 十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预测



资料来源: 省住建厅, 浙商证券研究所

**德才股份抢先发力:** 公司依托 EPC 总承包的优势和“1+3+N”的模式(即全产业链建筑装饰平台“一个平台”, 老旧小区综合改造、老旧小区配套设施提升、老旧小区绿化升级“三大改造板块”, 以及向“N 个场景”无限进化的能力), 打造智慧社区, 为市民提供宜居宜业生活环境。2022H1 公司深度参与青岛市南区、胶州市、莱西市等多个老旧小区改造项目, 在重点民生工程领域持续深耕。公司业务布局涉及老旧小区改造的几乎所有领域, 拥有设计施工总包资质优势, 具备精细化施工优势, 差异性竞争优势明显。

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

截止 2022Q3, 公司新签老旧小区改造订单已达 5.8 亿元, 同比高增 30%, 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。

- **历史风貌建筑修缮工程：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，赛道竞争格局清晰。并且，该类项目需要较高专业性和极高的精细度，公司作为小而美建筑装饰企业差异性竞争优势明显。**

**工程特点鲜明，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、高精细度的工程项目，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3：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

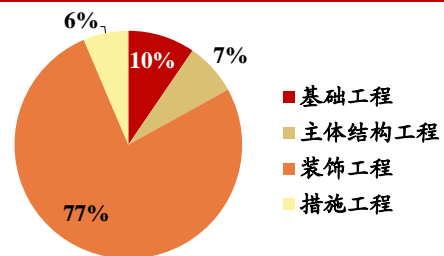
公司名称	古建筑工程专业承包资质等级	所属申万行业分类
德才股份	壹级	装修装饰
龙元建设	壹级	房屋建设
金螳螂	壹级	装修装饰
汇绿生态	壹级	园林工程
金埔园林	叁级	园林工程
农尚环境	叁级	园林工程
江河集团	叁级	装修装饰
亚厦股份	叁级	装修装饰

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。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21：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

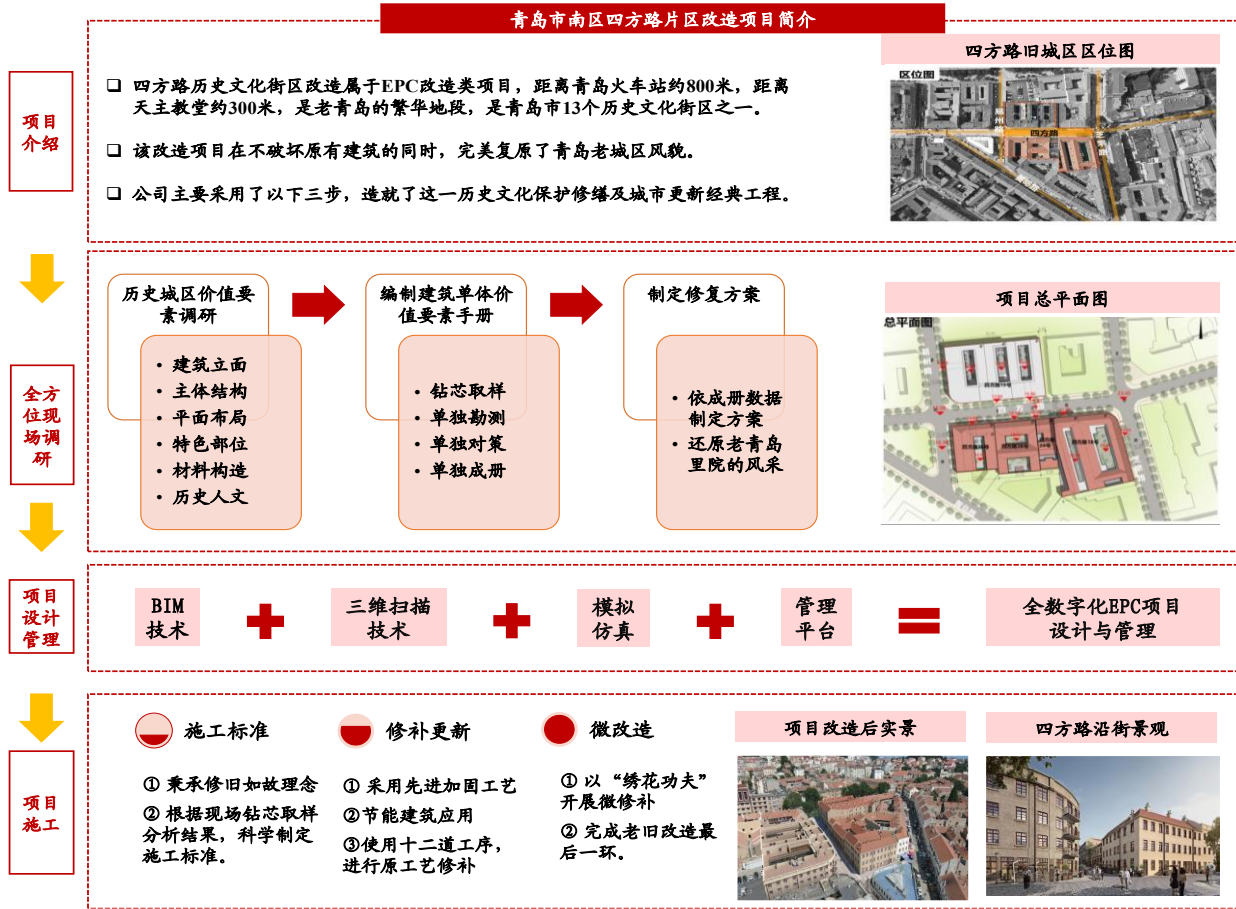
成本拆分	工程造价（元）	占比
基础工程	360113	10%
主体结构工程	280865	7%
木作工程	1029016	27%
水作工程	1077489	29%
石作工程	60593	2%
油漆工程	725429	19%
措施工程	241653	6%
合计	3775159	100%



资料来源：CNKI《仿古建筑施工及古建筑修缮的成本控制》，浙商证券研究所

公司谨遵“修旧如故”的设计理念，通过历史城价值要素调研，结合 BIM+三维激光扫描技术对建筑各层面细节进行深度剖析，通过模拟仿真，编制价值要素手册，制定详尽的修复方案，力求还原老建筑的风采。2021 年承接青岛市重点历史城市更新项目一四方路片区改造工程，持续深耕新城建业务。2022 年 H1，公司参与的中山路外墙整治项目成功入围 2022 届 RICS 中国奖的最终提名名单。

图22: 以青岛市四方路历史文化街区改造项目详解公司“历史风貌建筑保护修缮”业务



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

总体看，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，有望进一步拉动公司整体盈利能力。同时，该业务种类系公司 2021 年下半年起新发力方向，截至 2022 Q3，公司新签历史建筑保护修缮工程订单累计已达 6.13 亿元，同比增长 2579%，业务开拓卓有成效，有望成为公司未来业务新增长极。

- **高档系统门窗制造：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。**

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。根据测算，中性预测下2025年存量房精装修市场规模将达到7500亿元，五年CAGR+20.1%，十四五期间我国存量房精装修市场总体规模将达3万亿元。

表4：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
<b>分项测算</b>	<b>保守</b>	<b>悲观</b>	<b>中性</b>	<b>乐观</b>
存量房装修供给（万户）	900	1500	1500	1500
套均面积（平方米）	100	100	100	100
存量房精装渗透率	20%	20%	25%	30%
精装标准（元/平方米）	2000	1800	2000	2200
<b>存量房精装修市场规模</b>	<b>3600</b>	<b>5400</b>	<b>7500</b>	<b>9900</b>

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

存量建筑市场带来的二次装修需求将为系统门窗行业提供良好发展空间，系统门窗产品需求将持续增长，行业未来发展空间广阔。考虑到行业发展前景，公司积极布局高档系统门窗赛道。

目前，公司已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。公司门窗业务已覆盖华北、华东地区，并先后与青岛港、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，积累了丰富客户资源，奠定了良好的竞争基础。

具体业务项目看，根据公告显示，公司将对原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，建设标准生产厂房并打造数字化生产线。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，预计能为公司带来年3.55亿元的营收增量。随着系统门窗生产线建成，产能持续放大，公司未来成长动能将持续加码，市场想象空间巨大。

图23：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



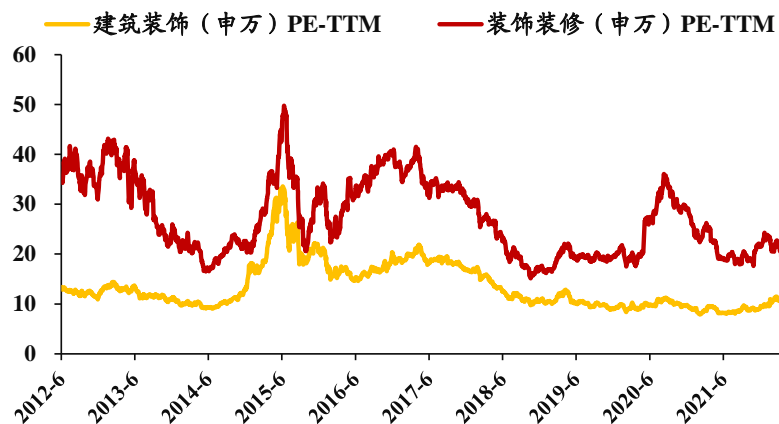
## 4 我们对于德才股份估值的思考？

### 4.1 公司当前价值低估，强 $\alpha$ 属性带来一定估值溢价

#### ➤ 当前估值低于过去装饰装修板块估值平均水平

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别 1.53 亿元、2.14 亿元、2.90 亿元，同比增长 9.25%、40.26%、35.45%。从当前估值来看，对应 PE 分别 16.0 倍、11.4 倍、8.4 倍。根据板块以往历史估值情况，装饰装修板块过去十年、过去五年、过去两年 PE 分别平均为 27.6 倍、24.6 倍、23.7 倍左右，公司当前估值相对板块过去两年平均估值低估 32%。公司作为装饰装修板块小巨头，基本盘稳健增长，结合板块情况，当前公司价值水平存在低估。

图24： 装饰装修板块过去五年、过去两年 PE 分别平均在 24.6、23.7 倍左右



资料来源：公司公告，公司公众号，浙商证券研究所

#### ➤ 公司相对板块而言具备强 $\alpha$ 属性，可享受估值溢价

从合理估值角度看，一方面公司基本盘经营业绩稳健，公共建筑类装饰装修业务保持稳增长，订单持续发力；另一方面，三大新引擎业务持续赋能、有望给公司打开新的利润成长空间。考虑到公司经营稳健性、未来业务高成长性及业绩确定性高增长，我们认为应当从成长性角度给予公司一定估值溢价。

### 4.2 公司未来业务高成长确定性强，22 年对应合理市值 53 亿元

2022 年前三季度公司新签订单同比高增 70%，新业务占比大幅提升，逻辑已初步兑现。叠加公司全国性布局战略及优化后 IPO 募投项目顺利投产，预计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 16.03 倍，对应 PEG=0.42 < 1，估值水平处于低估区间，具备较高投资安全边际。

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 118% 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。

表5: 公司 2022-2024 年 PEG 测算 (单位: 亿元, 2022/10/26)

单位: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	50.40	62.17	79.19	93.87
YOY	8.73%	23.36%	27.39%	18.53%
归母净利润	1.40	1.53	2.14	2.90
YOY	-23.79%	9.25%	40.26%	35.45%
PE	17.51	16.03	11.43	8.44
2022-2024CAGR				<b>37.83%</b>
PEG				<b>0.42</b>
PEG 估值法下合理 PE				<b>35.0</b>
对应 2022 年业绩下合理市值				<b>53.43</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	8396	9750	11722	13482
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	19	21	23	25
长期借款	0	0	0	0
其他	19	21	23	25
<b>负债合计</b>	6818	8013	9760	11217
少数股东权益	56	62	73	86
归属母公司股东权益	1522	1675	1889	2179
<b>负债和股东权益</b>	8396	9750	11722	13482

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	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)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	616	649	454	545

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	195	209	296	398
营业外收支	(16)	(6)	(7)	(10)
<b>利润总额</b>	179	203	288	388
所得税	31	45	63	85
<b>净利润</b>	148	159	225	303
少数股东损益	9	6	11	13
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	17.51	16.03	11.43	8.44
P/B	1.61	1.46	1.30	1.12
EV/EBITDA	10.27	7.23	5.29	4.11

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>