

# 建筑装饰

## 至暗已过，否极泰来

**需求端：“至暗时刻”已过，短期拐点已现。**公装：消费回暖，酒店、旅游、商铺等需求有望加速恢复；“稳增长”推动科教文体民生基建发力；地产政策优化，竣工加速有望带动住宅精装修业务修复。商业、基建、地产三大下游发力促公装需求拐点向上。家装：受益消费+竣工“双修复”，新房装修、二手房及旧房翻新需求有望回暖。中长期看装饰行业具备消费属性，赛道长坡厚雪：存量项目8-10年后进入更新改造周期，2010年前后房地产市场经历了一轮高峰，目前逐步进入二次装修需求加速释放期。

**供给端：加速出清，龙头“剩者为王”。**近两年受地产信用风险冲击，装饰行业大幅波动，抗风险能力差的企业大量退出市场。上市装饰公司作为行业龙头，多数在2021-2022年业绩也出现大额亏损，部分企业收缩或退出装饰主业，行业供给侧加速优化。龙头企业抗风险能力强，行业波动及减值冲击下竞争优势仍得到较好保存，随行业需求回暖，有望显著受益竞争格局优化，市占率有望持续提升，业绩有望走出低谷加速向上。

**行业调整较为充分，预期极低。**装饰行业总市值由2020年年初的1065亿元下降至776亿元，跌幅高达27%。随着行业的深度调整，机构持仓持续走低，截至2022年末，板块内公司的基金重仓持股数量基本为0，仅宝鹰股份、金螳螂、江河集团三家公司仍保留少量基金持股。总体来看，行业预期已基本见底，预计随着装饰行业后续需求回暖，优质龙头企业经营及市值均有较大修复弹性。

**重点关注“实力龙头”与“变身国资”两类企业。**实力龙头：公装行业部分优质龙头企业自身资本实力较强，客户结构相对健康，不依赖单一大客户，经营受到地产信用风险冲击较小，未来市占率有望持续提升。家装龙头客户极为分散，现金流较健康，不存在单一大客户集中减值风险，所受影响主要来自行业需求下滑及并购商誉减值冲击，预计跟随行业需求修复速度较快。变身国资：部分装饰企业在引入国资控股后，信用将显著修复，主业经营有望回归正轨。同时在国资股东资源支持下，有望积极转型，打造新增长点。

**投资建议：**从需求端看，装饰行业“至暗时刻”已过，短期拐点已经出现；从供给端看，在地产信用冲击下，行业大幅出清，竞争格局改善，龙头企业有望“剩者为王”。当前行业预期及机构持仓极低，预计龙头企业后续经营及市值向上弹性较大。重点推荐公装龙头**金螳螂**（PE10X）、**亚厦股份**（PE10X）、**江河集团**（PE10X）以及家装龙头**东易日盛**（PE23X）。此外可以关注引入国资控股的**宝鹰股份**、**建艺集团**等企业。

**风险提示：**应收款项继续计提大额减值风险、地产政策不及预期风险、需求恢复不达预期风险。

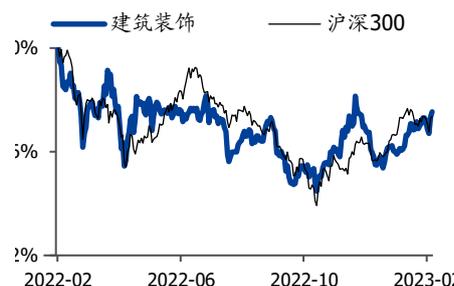
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002081.SZ	金螳螂	买入	-1.86	0.46	0.58	0.65	-	12.2	9.8	8.8
002713.SZ	东易日盛	买入	0.18	-1.74	0.36	0.52	44.6	-4.7	23.0	15.7
002375.SZ	亚厦股份	买入	-0.66	0.34	0.49	0.60	-	14.8	10.3	8.3
601886.SH	江河集团	买入	-0.89	0.72	0.82	0.94	-9.0	11.2	9.8	8.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号：S0680122060010

邮箱：lifengting3@gszq.com

#### 相关研究

- 《建筑装饰：开复工明显加快，基建开门红可期》2023-02-19
- 《建筑装饰：建筑央企新开工系列调研总结》2023-02-12
- 《建筑装饰：节后开复工偏慢原因几何？》2023-02-05

## 内容目录

1. 需求端：“至暗时刻”已过，短期拐点显现 .....	4
1.1. 公装：商业、基建、地产三支柱共促需求回升 .....	4
1.1.1. 商业领域：消费回暖，酒店、餐厅、商铺需求有望加速恢复 .....	4
1.1.2. 基建领域：“稳增长”推动科教文体卫民生基建发力 .....	5
1.1.3. 地产领域：竣工端回升，有望带动住宅精装修业务修复 .....	7
1.2. 家装：市场规模近3万亿，受益消费+竣工“双修复” .....	8
1.3. 长期视角看，装饰具备消费属性，长坡厚雪 .....	10
2. 供给端：加速出清，两类企业“剩者为王” .....	11
2.1. 剩者为王，供给侧改革加速 .....	11
2.2. 重点关注“实力龙头”与“变身国资”两类企业 .....	12
2.2.1 实力龙头代表企业 .....	12
2.2.2 变身国资代表企业 .....	17
3. 行业调整较为充分，预期极低 .....	19
4. 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 北上广深四个城市总计地铁出行人数与同期对比 (万人次) .....	4
图表 2: 北上广深平均拥堵延时指数与同期对比 .....	4
图表 3: 北上广深日度地铁客运量 (万人次) .....	4
图表 4: 北上广深日度拥堵延时指数 .....	4
图表 5: 四星级、五星级酒店数量变化 (单位: 家) .....	5
图表 6: 我国商业及服务用房竣工面积 .....	5
图表 7: 固定资产投资中三大投资走势 .....	6
图表 8: 我国教育用房竣工面积及增速 .....	6
图表 9: 我国医疗用房竣工面积及增速 .....	6
图表 10: 我国历史房屋新开工面积 .....	7
图表 11: 我国历史房屋新开工、竣工面积增速 .....	7
图表 12: 家装行业市场规模及同比增速 (单位: 亿元) .....	8
图表 13: 家装市场增长动力拆解 .....	8
图表 14: 新房销售面积及同比增速 .....	9
图表 15: 新房销售套数及同比增速 .....	9
图表 16: 中国家装用户消费动机分布 .....	9
图表 17: 14城二手房成交面积 (MA7, 万平方米) .....	10
图表 18: 14城新房成交面积 (MA7, 万平方米) .....	10
图表 19: 我国装饰行业市场规模 .....	10
图表 20: 人民法院公告网发布破产文书装饰企业数量 .....	11
图表 21: 2020-2022Q3 上市装饰企业营业总收入及增速 .....	11
图表 22: 2020-2022Q3 上市装饰企业归母净利润 .....	12
图表 23: 金螳螂单季营收 (亿元) .....	13
图表 24: 金螳螂单季归母净利润 (亿元) .....	13
图表 25: 金螳螂单季订单 (亿元) .....	13
图表 26: 上市装企中金螳螂营收占比 .....	14

图表 27: 亚厦股份单季营收 (亿元) .....	14
图表 28: 亚厦股份单季归母净利润 (亿元) .....	15
图表 29: 亚厦股份单季度新签订单 .....	15
图表 30: 上市装企中亚厦股份营收占比.....	15
图表 31: 东易日盛毛利率及同业对比.....	16
图表 32: 东易日盛经营性现金流与同业对比.....	16
图表 33: 东易日盛科技家装体系.....	17
图表 34: 上市装企实控人变更国资汇总.....	17
图表 35: 上市装企 2020 年以来股权转让事件汇总 .....	17
图表 36: 上市装企市值变化 .....	19
图表 37: 上市装企年末基金持股数量 (单位: 百万股) .....	20
图表 38: 重点公司估值.....	21

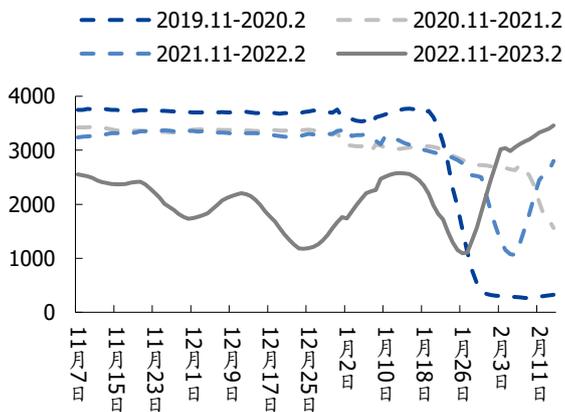
## 1. 需求端：“至暗时刻”已过，短期拐点显现

### 1.1. 公装：商业、基建、地产三支柱共促需求回升

#### 1.1.1. 商业领域：消费回暖，酒店、餐厅、商铺需求有望加速恢复

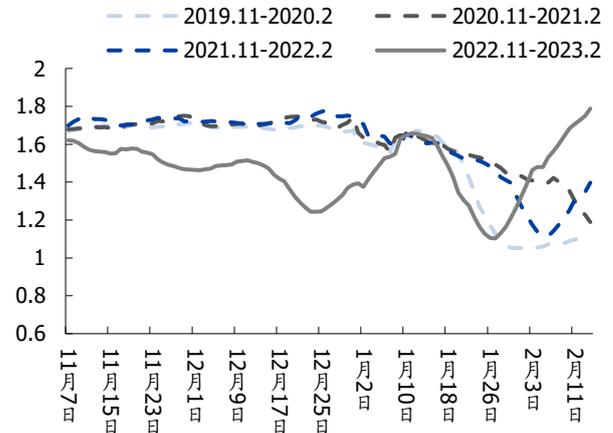
疫后消费复苏带动商业新建及更新改造需求提升。随着疫情管控优化，旅游、酒店、餐饮、商铺等各类线下消费活动有望加快恢复，根据 Wind 数据，进入 2022 年 12 月下旬至 2023 年 1 月初，北上广深日度地铁客运量已较前期明显增加，后续有望延续向上恢复态势。线下商业活动恢复一方面将会带动商业场所新建项目增多，另一方面前期大量线下门店关停变更处置后，新商家入驻会带来较多装饰更新改造需求。其中旅游和酒店领域有望展现出较大弹性，随着人们前期挤压的旅游需求持续释放，有望驱动酒店需求明显提升，酒店装修业务占比较大的上市装企有望核心受益。

图表 1：北上广深四个城市总计地铁出行人数与同期对比（万人次）



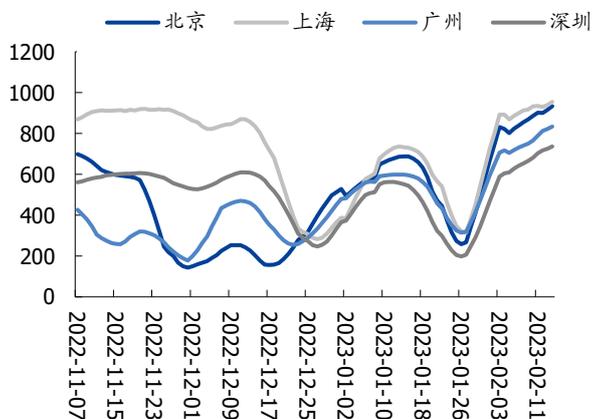
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：北上广深平均拥堵延时指数与同期对比



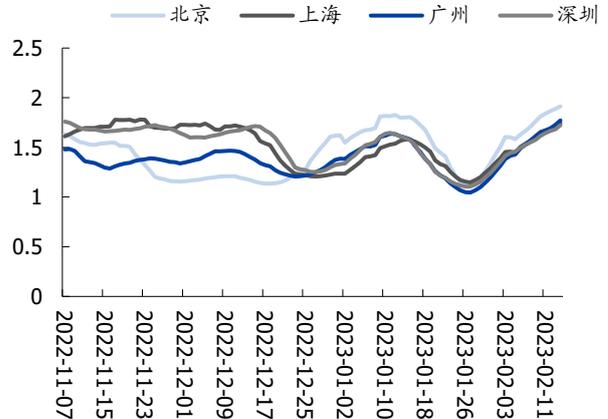
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：北上广深日度地铁客运量（万人次）



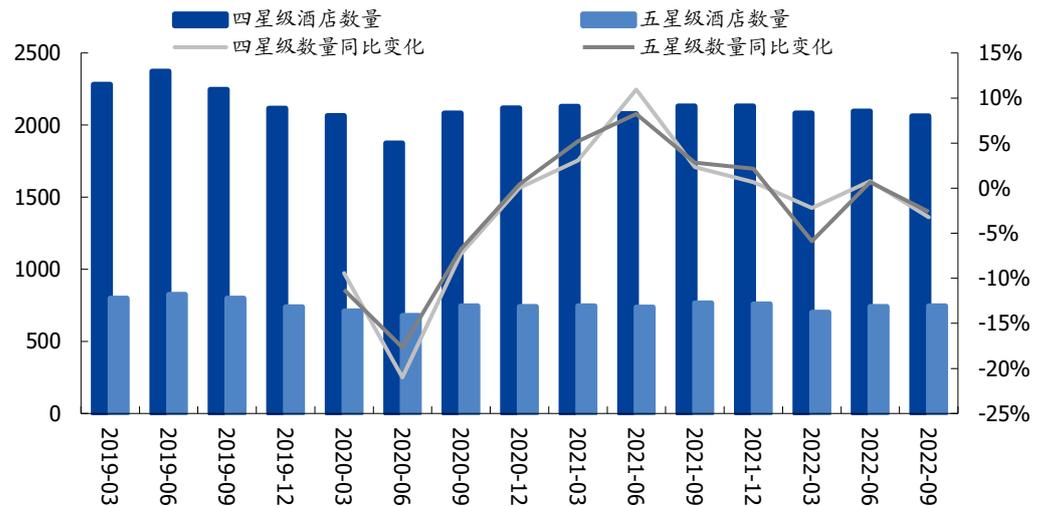
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：北上广深日度拥堵延时指数



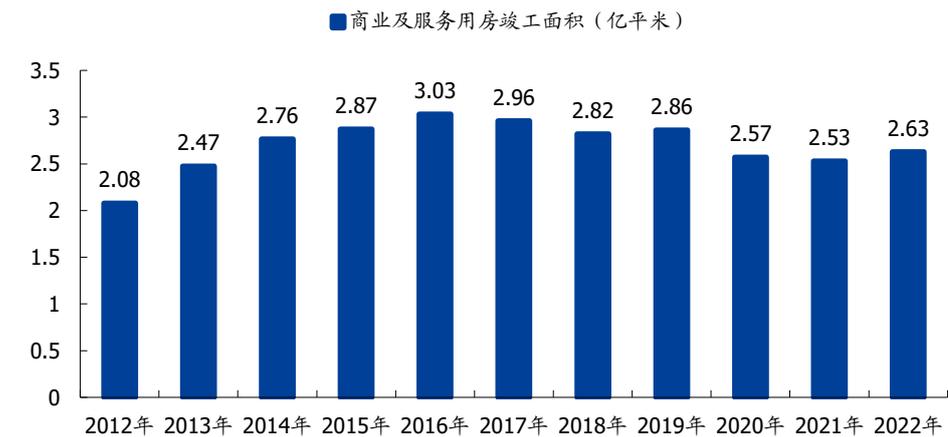
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 5: 四星级、五星级酒店数量变化 (单位: 家)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 我国商业及服务用房竣工面积

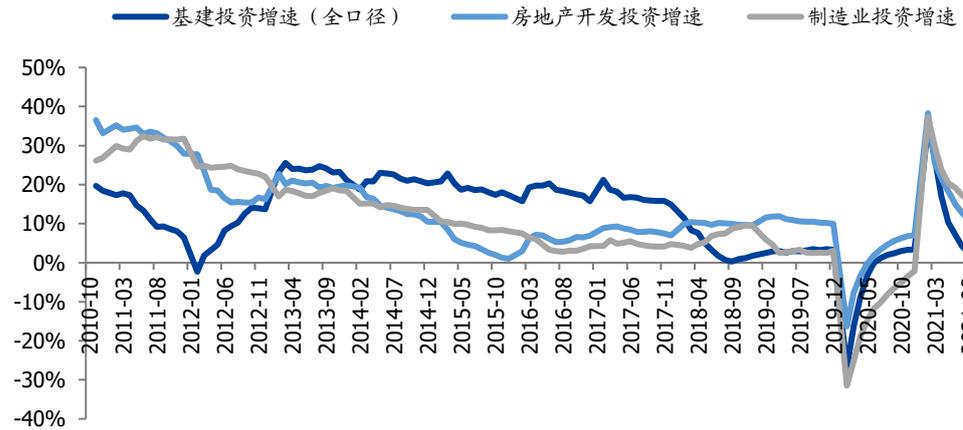


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.1.2. 基建领域: “稳增长” 推动科教文体卫民生基建发力

今年基建投资有望保持强度, 驱动科教文体卫等民生基建装饰需求稳健增长。预计 2023 年经济有望走出谷底, 但复苏基础并不牢固, 在外需走弱的情况下, 内需中投资和消费需要更强支撑。基建投资作为由政府主导的调控工具, 仍需发挥“稳定器”作用, 预计将保持较高强度, 参考我们此前外发的 2023 年度策略《把握景气, 布局反转》, 我们预计基建全口径投资 2022 年同增 11%, 2023 年同增 8%。基建投资保持强度, 其中教育、医疗、文化、体育等民生基建将是重点发力方向, 预计将驱动相关公装需求保持稳健增长。

图表7: 固定资产投资中三大投资走势



资料来源: 统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表8: 我国教育用房竣工面积及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 我国医疗用房竣工面积及增速

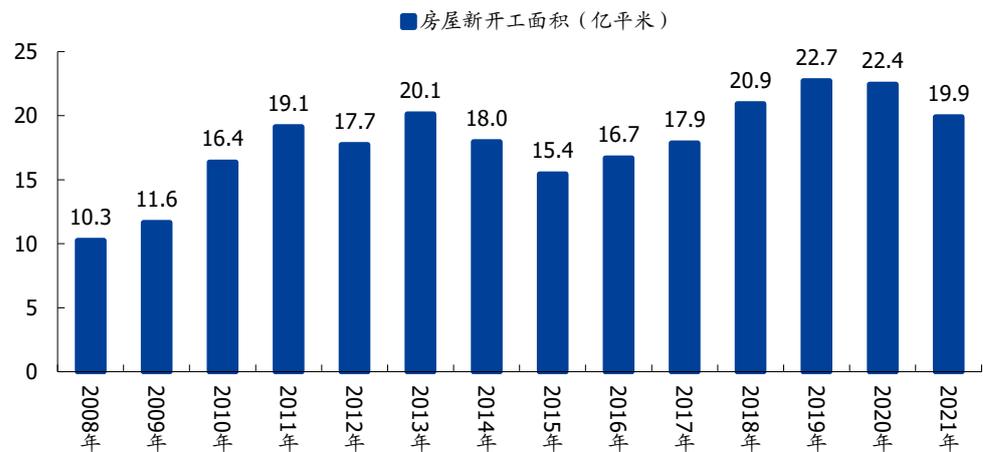


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.1.3. 地产领域：竣工端回升，有望带动住宅精装修业务修复

**2023年地产竣工有望回升，带动地产装饰需求好转。**2022年9月底开始，地产融资端政策持续发力，融资支持“三支箭”加快落地，显著扭转之前行业季度悲观预期。近期央行表示在房地产领域指出要扎实做好保交楼工作，满足行业合理融资需求，推动重组并购，改善优质头部房企资产负债状况。政策正积极促地产供给端企稳改善，后续保交楼有望提速，推动竣工景气度修复。我国2019-2020年房屋新开工面积连续2年维持22亿平方米以上，为近年来新开工高峰，而商品房竣工周期约3年，因此2022-2023年应为房屋密集竣工年份。受地产信用快速收缩影响，2022年前11月房屋竣工面积同比下滑19%，2022年有较多2019年新开工房屋未及时竣工，在当前“保交楼”提速背景下有望结转至2023年，同时考虑到2023年本身房屋竣工量也较大（对应2020年新开工），2023年竣工房屋规模较为可观，竣工增速有望显著回升，带动住宅精装修等业务需求回暖。

图表 10: 我国历史房屋新开工面积



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 我国历史房屋新开工、竣工面积增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2. 家装：市场规模近3万亿，受益消费+竣工“双修复”

**个人家装：万亿级 B2C 市场，需求广阔。**住宅装修属刚性消费需求，下游 C 端消费群体孕育庞大市场空间：根据中国装饰行业协会数据显示，2020 年我国家装市场规模达 26163 亿元，预计到 2025 年将达 37817 亿元，年复合增长率 7.6%，空间广阔。

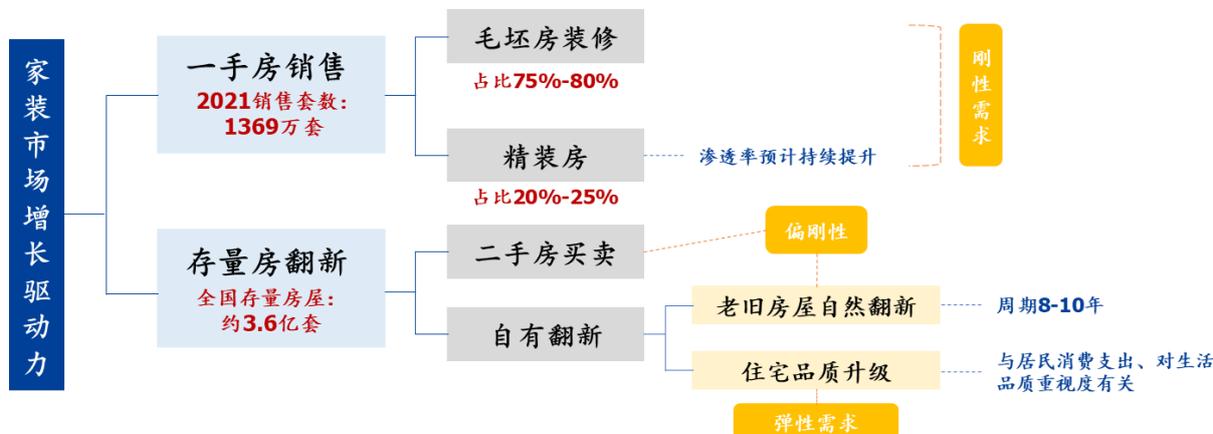
图表 12: 家装行业市场规模及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源：建科股份年报、艾瑞咨询、国盛证券研究所 \*注：2025 年增速系 2020-2025 年复合增速

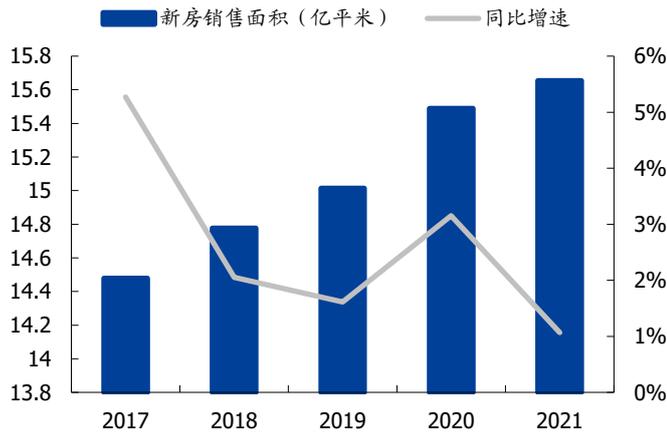
**新房套数趋于收缩，存量翻新贡献主要增长动力。**个人家装需求主要来源于：1) 一手毛坯房装修或精装房改造；2) 存量二手房翻新或自有住房品质升级。在中长期人口增长承压、城镇化增速放缓背景下，一手新房交易预计将持续收缩（且受益精装政策推动，毛坯房占比预计将明显下降），存量房翻新带来的装修需求有望成为家装市场主要增长动力；根据艾瑞调研显示，新房装修的刚性需求当前仅占用户装修动机的 34%，旧房改造（14.6%）、审美变化（10.2%）、改善居住环境（10.2%）等与生活品质提升相关的弹性需求比例已超 50%，逐步成为家装市场增长新动能。

图表 13: 家装市场增长动力拆解



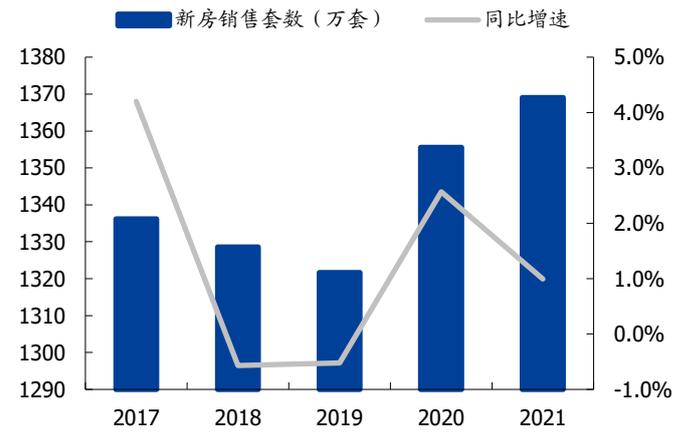
资料来源：Wind、国家统计局、奥维云网、《中国住房存量研究报告》，国盛证券研究所

图表 14: 新房销售面积及同比增速



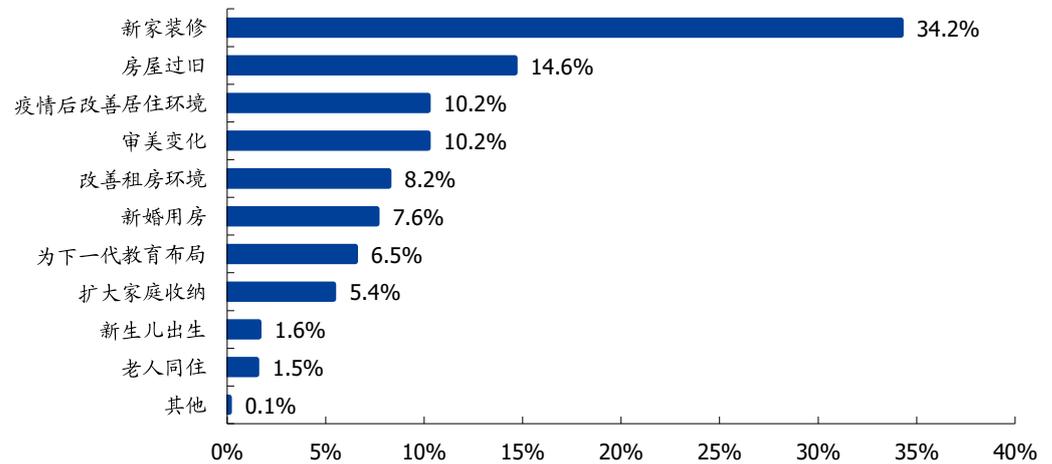
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 新房销售套数及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

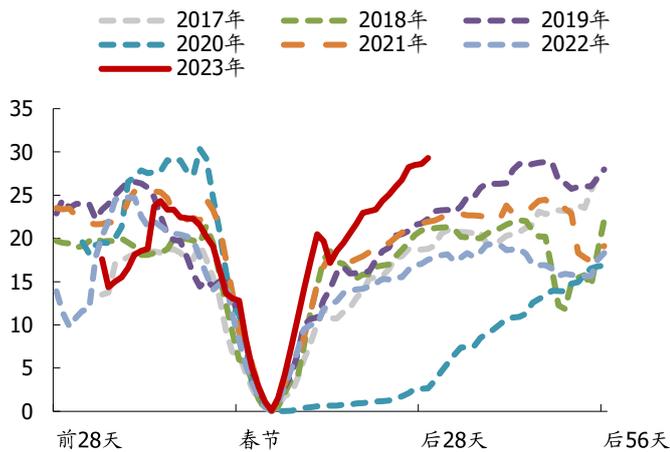
图表 16: 中国家装用户消费动机分布



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所, \*注: 调研时间为 2021 年 6 月

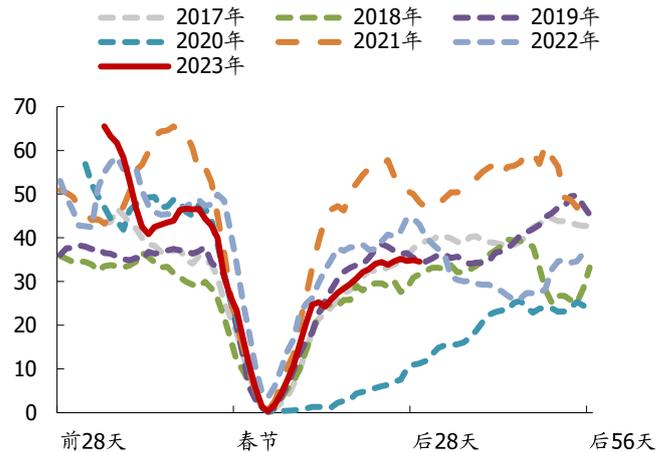
**二手房交易回暖, 家装需求有望显著恢复。**从今年春节后数据显示, 14 城二手房面积快速攀升, 目前已接近 2018 年以来农历同期的最高值, 然可比口径下新房成交仍较疲软。二手房交易落地后一般 3-6 个月迎来装修期, 叠加保交楼推进下 2023 年竣工数据回暖, 受疫情影响延后的装修需求释放, 预计今年家装行业需求将显著恢复。

图表 17: 14 城二手房成交面积 (MA7, 万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 14 城新房成交面积 (MA7, 万平方米)

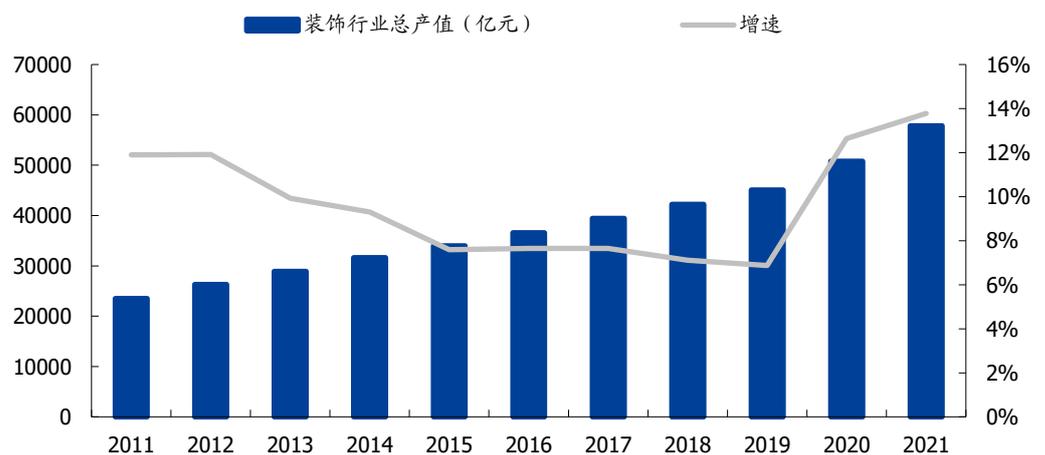


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 长期视角看，装饰具备消费属性，长坡厚雪

我国装饰行业市场规模已十分庞大，行业开始进入存量经济时代，更新改造需求有望逐步释放。装饰本质上具备一定的消费属性，一般而言，装饰使用 8-10 年后，房屋（尤其是酒店）即需进入装饰更新周期，二次装修需求开始出现。2010 年前后我国房地产市场经历了一轮高峰，这些房屋截至当前时点预计已踏入第一轮更新周期，行业存量更新改造需求有望逐步涌现。

图表 19: 我国装饰行业市场规模



资料来源: 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

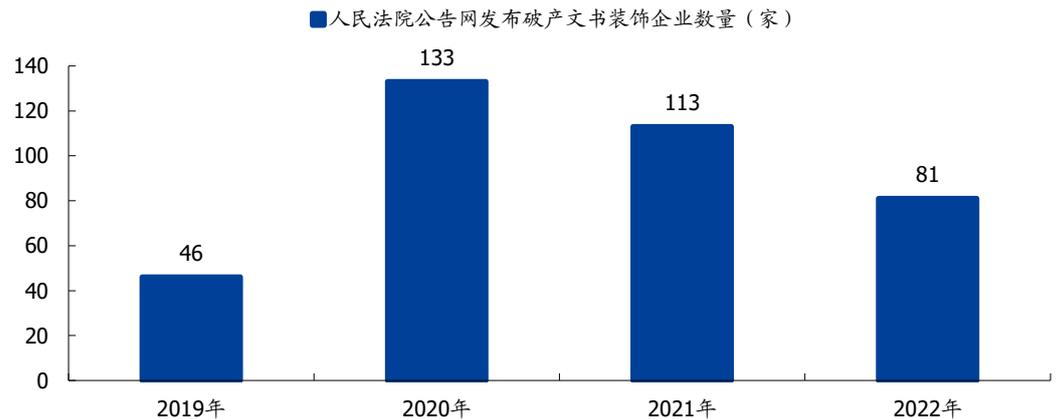
地产从“高周转”到“竞品质”时代，增强品质差异需装饰，未来地产商有望加大投资。由于我国城镇化已经进入中后期阶段，地产投资总量增长放缓，“房住不炒”总基调下，房地产的金融属性减弱，居住属性增强，行业有望告别原先仅注重资金高周转而忽视产品品质的时代，只有提供具备较强差异性的优质产品，才能在“竞品质”的时代存活。而对于消费者而言，房屋装修是最能直观感受产品品质的渠道之一，增强产品居住的属性离不开装饰。因此预计未来地产开发商将加大装饰方面的投资，以提供更高品质的产品。装饰行业长期看仍具备广阔的发展空间。

## 2. 供给端：加速出清，两类企业“剩者为王”

### 2.1. 剩者为王，供给侧改革加速

**装饰行业供给持续收缩。**经历 2020 年疫情及 2021 年以来的地产行业风险冲击，装饰行业供给端已明显收缩，过去依赖于单一客户、资本实力弱、抗风险能力差的企业大量退出市场，据人民法院公告网公开信息，2020-2022 年分别有 133/113/81 家装饰企业被发布破产文书，较 2019 年明显增多。

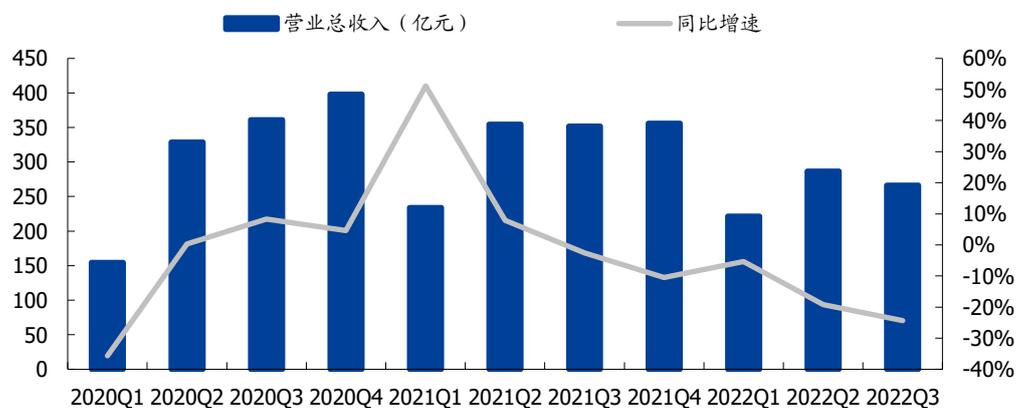
图表 20: 人民法院公告网发布破产文书装饰企业数量



资料来源: 人民法院公告网, 新浪家居, 国盛证券研究所

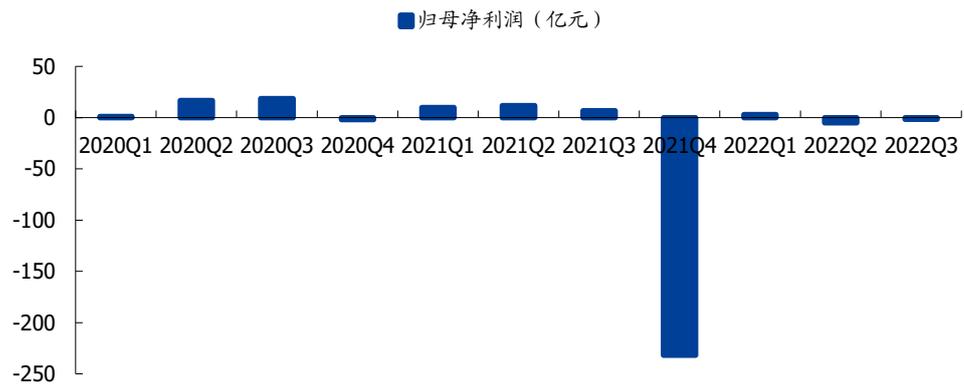
**行业加速出清，两类企业有望“剩者为王”。**受地产需求下行及信用风险冲击影响，装饰板块业绩自 2021Q1 以来持续探底，2022Q1-3 板块营收和业绩分别同降 18%/114%(Q3 单季分别同比下降 24%/126%)，大额减值计提及刚性费用占比上行双重压力下，亏损冲击较大、业务依赖单一客户的企业有望加速出清，促行业格局优化。未来两类企业有望“剩者为王”：**1) 经受住行业波动及减值冲击的龙头企业：**不依赖单一客户且资本实力较强的企业在计提大额减值后主业经营受到影响较小。后续随着地产竣工回暖、疫后消费复苏，行业需求有望迎来边际恢复，这类龙头企业有望显著受益地产+消费“双修复”及竞争格局优化，市占率有望加速提升。**2) 引入国资控股股东后信用显著修复的企业：**这类企业在引入国资控股股东后，信用显著修复，主业经营有望回归正轨。同时在国资股东资源支持下，有望开拓新业务，打造新增长点。

图表 21: 2020-2022Q3 上市装饰企业营业总收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2020-2022Q3 上市装饰企业归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 重点关注“实力龙头”与“变身国资”两类企业

### 2.2.1 实力龙头代表企业

**公装行业**部分优质龙头企业自身资本实力较强,客户结构相对健康,不依赖单一大客户,在经历行业波动及大额减值冲击后,主业经营受到影响有限,且自身核心优势得到保存,后续行业需求恢复后,有望享受竞争格局的改善,市占率有望加速提升。重点推荐**金螳螂**,关注**亚厦股份**、**江河集团**。**家装行业**直面C端客户,头部溢价能力强,盈利质量优异,回款及减值风险低。2022年受地产下行及疫情影响,居民装修需求下降,龙头经营短期承压;2023年随着疫后消费复苏,叠加二手房交易大幅回暖,行业需求有望显著恢复。重点推荐数字家装品牌龙头**东易日盛**。

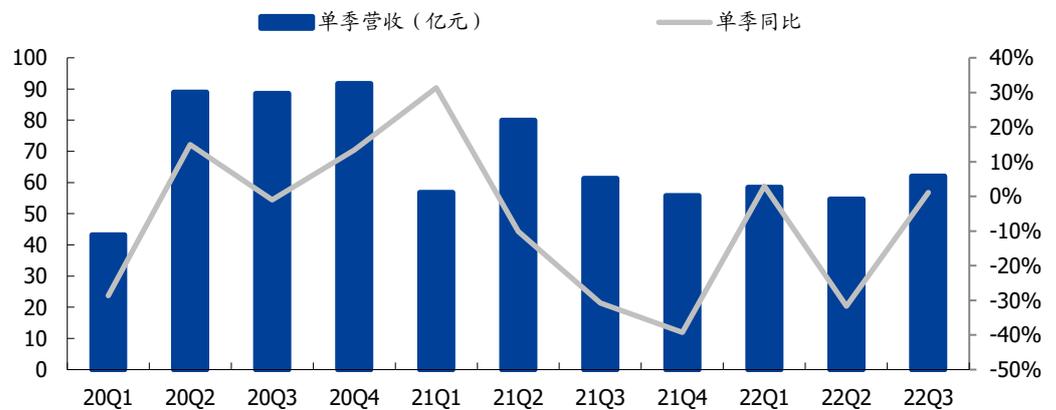
**金螳螂: 品牌、管理、EPC 核心优势未变,市占率有望持续提升。**公司持续蝉联中国建筑装饰行业百强第1名,常年保持国内装饰龙头地位,品牌实力强劲。近年来,公司陆续成立了大工管平台、营销大平台和专业设计平台,提升业务各环节规模优势,持续降本增效。其中,营销大平台主要用于市场分析和项目跟踪;设计专业平台主要用于塑造品牌和挖掘细分高景气专业化领域;大工管平台则是用于集中招标、集中采购和集中调拨的一体化平台,平台一方面对公司项目在质量、工期、安全和收款等维度进行监督和管理;另一方面通过资源整合,对原材料进行集中招标、集中采购和集中调拨,尽可能去除中间环节成本,在实现规模经济的同时提升公司在供应链中的话语权。

此外,公司拥有超过6000名海内外设计师组成的全球最大室内设计团队,旗下包含全球最大的酒店室内设计公司——美国HBA Internationnal,公司设计业务营收规模常年领跑装饰全行业。公司通过打造具有较强影响力的精品工程,提升公司品牌影响力,并从设计业务向施工业务拓展,从产业链前端持续为各业务板块赋能。同时公司利用BIM技术进行协同,满足从设计到施工全流程的信息化要求,实现设计施工一体化,减少中间环节的摩擦和碰撞,带动盈利能力上升。

**公司自身实力雄厚,抗风险能力强,在减值冲击后业绩开始恢复。**2022Q3 营收为 61.97 亿元,同增 1.09%,归母净利润为 3.36 亿元,同增 0.26%,成功实现业绩反转向上。公司作为装饰行业龙头,在供给侧明显收缩背景下,依然保持品牌、管理、EPC 等核心优势未变,市占率有望提升,订单、收入与盈利有望持续恢复。

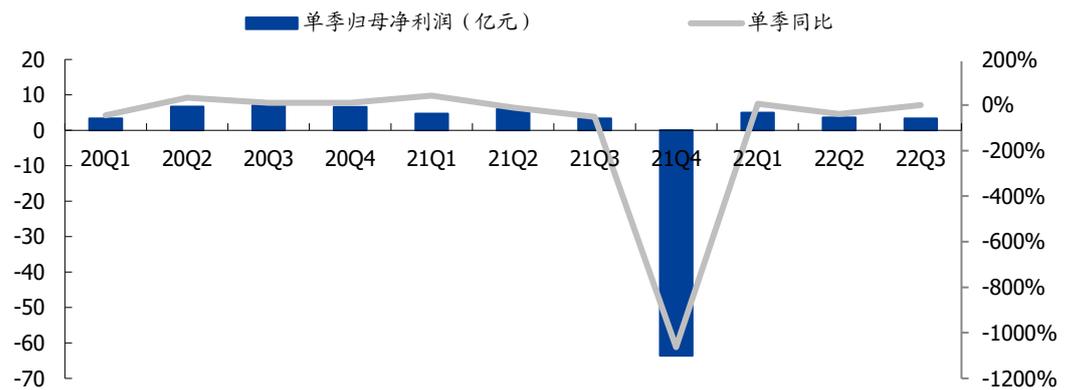
**风险提示：**应收款项继续计提大额减值风险、地产政策不及预期风险、工装需求恢复不达预期风险、估值方法存在误差风险。

图表 23: 金螳螂单季营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 金螳螂单季归母净利润 (亿元)



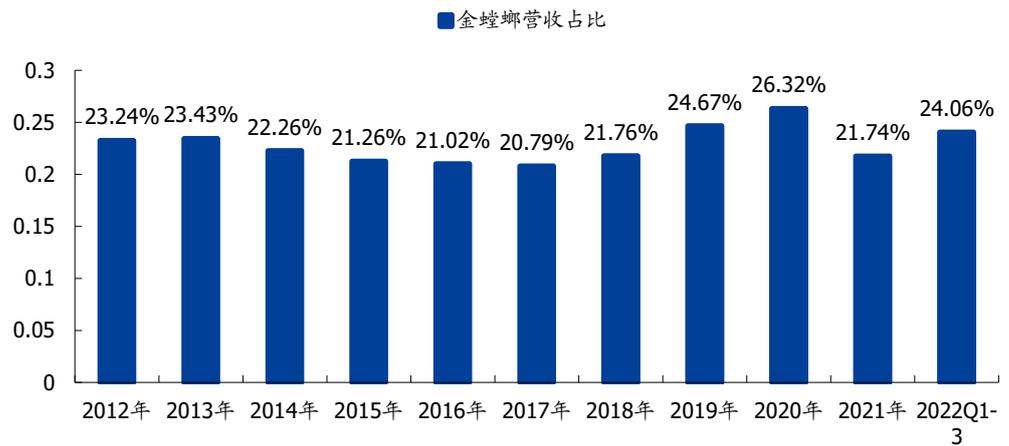
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 金螳螂单季订单 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 上市装企中金螳螂营收占比



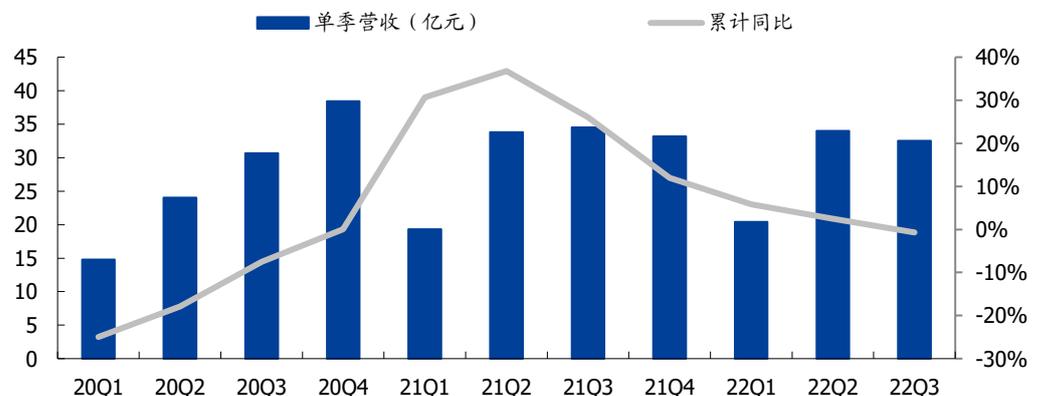
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**亚厦股份: 装配式装修领军企业, 开拓 BIPV 打造新增长点。**公司系行业内唯一一家同时拥有国家住宅产业化基地和国家装配式建筑产业基地的企业, 连续 16 年蝉联“中国建筑装饰百强企业第二名”, 亚厦幕墙连续 4 年获得“中国建筑幕墙行业百强企业第二名”。2022 年, 公司积极开拓 BIPV 新业务, 与碲化镉光伏薄膜龙头企业龙焱能源科技签订战略合作协议, 双方将分别发挥建筑施工领域、光伏发电领域优势, 共同成立“亚厦-龙焱建筑光伏一体化联合实验室”, 并借此对产业链上下游资源进行整合, 借国家双碳战略的东风, 有望打造新增长点。2022 年, 公司光伏建筑业务进展顺利, 分别中标中芬合作建筑光伏一体化项目、上海市自贸区临港新片区 PDC1-0401 单元顶尖科学家社区 H07-1A 地块项目幕墙工程项目, 累计金额 1.58 亿元, 与原有的幕墙业务形成协同效应, 有望提升公司幕墙项目附加值, 增厚业绩。

**新签订单增速恢复明显, 市占率逐步提升。**公司 2022Q1-Q4 新签订单分别为 33.45/35.14/25.38/46.16 亿元, 同比变化分别为-31.62%/-19.81%/-19.56%/-4.71%, Q4 单季增速环比 Q3 已明显恢复。2020-2022 年公司市占率分别为 9.09%/10.34%/11.95%, 头部效应逐步显现。

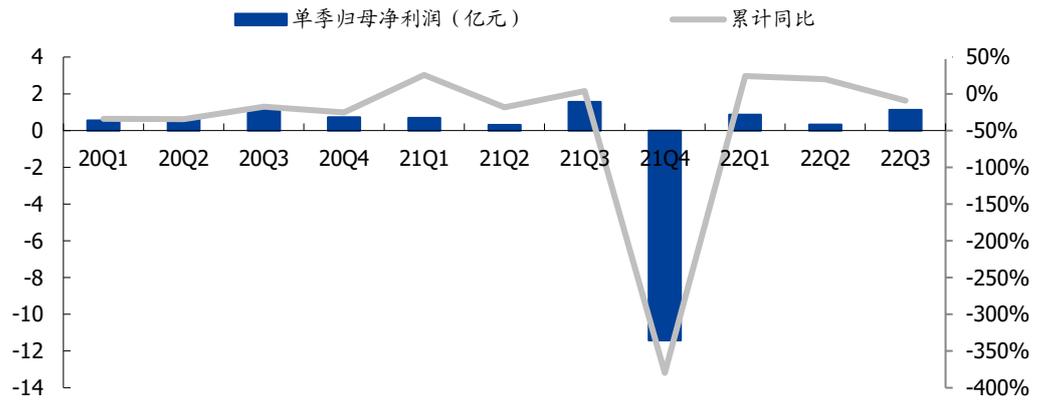
**风险提示: BIPV 业务推广不及预期风险, 应收账款产生坏账风险。**

图表 27: 亚厦股份单季营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 亚厦股份单季归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 亚厦股份单季度新签订单



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 上市装企中亚厦股份营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**东易日盛：数字家装品牌龙头，受益消费+竣工“双修复”。**公司始创于1997年，成立26年以来持续引领家装家居产业革新，2020年起公司全面执行“科技家装战略”，当前已打通家装业务全链路数字化，系业内少数具备该能力的家装企业之一。公司作为头部家装品牌，C端溢价能力强，毛利率大幅优于同业可比，现金流持续优异，盈利质量较高。展望2023年，预计随着居民消费与竣工链景气“双修复”，新房装修、二手房及旧房翻新需求有望企稳回升，叠加近年来疫情及地产下行对中小装企造成较大冲击，行业加速出清，竞争格局已优化，公司作为龙头经营有望显著恢复，市占率有望加快提升。

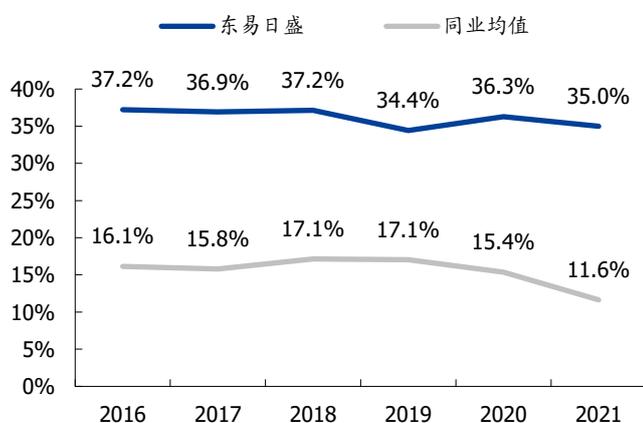
**家装万亿红海市场，数字化为破局关键。**家装市场规模近3万亿，空间广阔，但竞争格局极度分散，头部市占率仅约0.1%。其核心原因在于：家装业务链冗长复杂、且用户需求高度非标，导致企业难以快速、均质化地扩张高品质施工供给能力，规模提升存在瓶颈。数字化技术作为提升业务标准化及实现管控一体化的重要工具，可有效提升项目管理效率、扩张管理半径，有望成为家装企业破局关键。

**“十年磨一剑”：持续深化数字化应用，实现全链路数字化打通。**公司数字化技术沉淀近10年，业务磨合期超3年，数字化已覆盖家装前端营销、中端管理、后端交付全流程：1) 客资转化：“DIM+”平台通过内置案例模板及SKU库实现模块化高效设计，结合“真家”3D系统快速呈现全屋渲染图，以实现用户“所见即所得”，提升客户资源转化率。2) 材料供应：主材实行总对总集采降低成本；配套家居自研自产，木作工厂配备智能生产系统；运输环节依托“易日通”SaaS平台根据工期进度匹配项目用料配送。3) 施工管理：搭建严格施工标准体系，自有工长与核心技术工人，清晰划定责任边界。用户端“360天眼系统”实时采集记录施工关键验收节点，提升交付质量。4) 交付运营：依托“星耀”SaaS平台打通各数字化平台数据，减少内部沟通成本，实现业务全流程数字化管理。

**“转型正当时”：数字家装龙头启航，引领行业生态重构。**依托全链路数字闭环，公司有望：1) 快速打开管理半径，扩张高品质施工供给，突破规模化瓶颈；2) 通过降本增效提高盈利水平，实现家装业务“量质齐升”；3) 依托数装品牌升级，提升客户满意度，打造从“营销-获客-用户沉淀”到品牌影响力提升的正向循环，实现万亿红海率先破局，中长期市占率有望加速提升，推动整体经营迈入高质量发展新阶段。

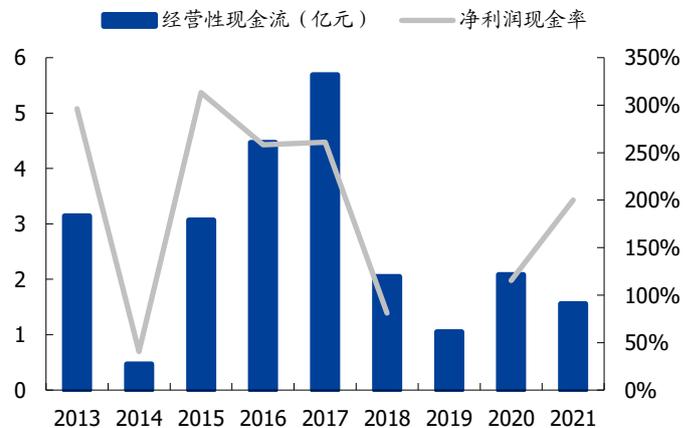
**风险提示：**数装推广不及预期，地产销售大幅下滑风险等。

图表 31: 东易日盛毛利率及同业对比



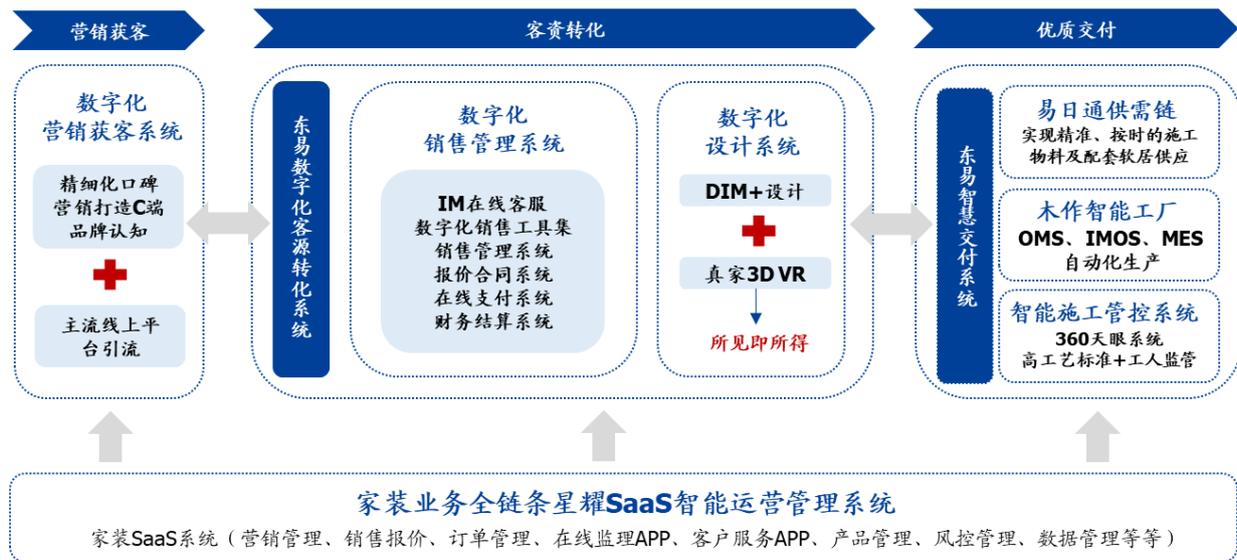
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 32: 东易日盛经营性现金流与同业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 33: 东易日盛科技家装体系



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.2.2 变身国资代表企业

多家上市装饰公司因经营困难，股权接连转让国资，宝鹰股份、美芝股份、建艺集团、维业股份、\*ST奇信 5 家装企实控人变更国资。变身国资控股后，公司信用预计明显改善，筹资融资能力得到增强，装饰主业经营有望逐步修复，同时可能得到新股东资源支持，部分企业积极转型新业务方向，有望获得新的成长点。

图表 34: 上市装企实控人变更国资汇总

装饰公司	原实控人	原实控人背景	目前实控人
宝鹰股份	古少明	自然人	珠海市国资委
美芝股份	李苏华、杨水森、李碧君、李文深	自然人	佛山市南海区国资委
建艺集团	刘海云	自然人	珠海市香洲区国资委
维业股份	张汉青	自然人	珠海市国资委
*ST奇信	叶家豪	自然人	新余市国资委

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 上市装企 2020 年以来股权转让事件汇总

时间	装饰公司	转让股权	转让对象	背景	目前实控人
2020Q1	宝鹰股份	22.00%	珠海航空城发展集团有限公司	国有	珠海市国资委
2020Q4	东易日盛	5.01%	小米科技（武汉）有限公司	民营	陈辉;杨劲
2022Q1	东易日盛	5.99%	上海玖鹏资产管理中心（有限合伙）	民营	
2020Q4	美芝股份	29.99%	广东怡建股权投资合伙企业	国有	佛山市南海区国资委
2021Q1	美芝股份	4.88%	唐彦海	个人	
2021Q3	美芝股份	2.22%	赖星宇	个人	
2022Q1	美芝股份	4.99%	高峰	个人	

2021Q4	建艺集团	9.39%	珠海正方集团有限公司	国有	珠海市香洲区国资委
2022Q1	建艺集团	7.04%	珠海正方集团有限公司	国有	
2020Q3	维业股份	29.99%	珠海华发实体产业投资控股有限公司	国有	珠海市国资委
2022Q3	全筑股份	2.21%	国信证券股份有限公司	国有	朱斌
2020Q1	柯利达	5.10%	陈正华	个人	顾佳;顾龙棣;顾益明;朱彩珍
2020Q1	柯利达	5.30%	中泰证券(上海)资产管理有限公司	国有	
2020Q3	*ST 奇信	29.99%	新余市投资控股集团有限公司	国有	新余市国资委

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 宝鹰股份: 国资控股多方支持, BIPV 贡献新增长点

**装饰工程龙头, 业内影响力强。**公司为大型综合建筑装饰承建商, 资质体系完备, 可提供装饰设计、施工全产业链服务, 在交通运输、医疗康养、智能家居、幕墙门窗等九大核心领域落地多项示范性精品工程, 区域布局由深圳持续向全国及海外市场拓宽, 多年蝉联中国建筑装饰行业 100 强企业前三, 行业影响力突出。

**国资控股股东全额认购定增, 提供融资+业务开拓多方支持。**公司于 2020 年完成混合所有制改革, 引入控股股东珠海航空城发展集团有限公司, 珠海市国资委成公司实际控制人。2022 年 1 月定增落地后航空城集团持股比例由 22% 进一步增至 31% (注入资金 7.07 亿元), 原实控人古少明持股比例 4.05%。航空城集团下属产业资源丰富, 除民航运输、通用航空运营、航空产业园三大核心业务板块外, 在城市开发建设、房地产开发建设、市政工程等领域亦有布局, 有望为公司提供市场开拓、外部融资、工程建设业务协同等多方支持, 具体来看主要包括: 1) 提供资金支持 (2021 关联借款 5.8 亿); 2) 助力公司在装饰主业基础上开拓“新基建”、机场建设、轨道交通等细分领域; 3) 为 BIPV 等新业务开拓提供资源支持 (2021 年 12 月航空城集团与公司签署战略合作协议, 支持公司利用其屋面资源进行整体性开发分布式光伏电站项目)。

**恒大债务风险基本释放, 业绩有望逐步恢复。**2021 年公司归母净利润-16.52 亿元, 主要系恒大违约计提大额信用减值损失 (2021 年公司对单项计提预期信用损失 17.87 亿元, 计提比例 53.96%)。2021 年 12 月, 公司公告拟将恒大集团 4.5 亿到期待偿付的商业承兑汇票债权按原价转让给航城置地 (航空城集团全资孙公司); 2022 年 4 月公告拟将账面价值为 23.9 亿的恒大应收款按 11.9 亿元作为出资资产对珠海建赢进行增资, 增资完毕后公司持有珠海建赢 44.3% 股权。扣除已转让债权及拟增资债权后, 公司现持有恒大集团及其成员企业剩余债权账面价值约为 3.69 亿元, 债权风险已基本得到释放。

**与亿晶光电签署战略合作协议, 联合开拓建筑光伏市场。**2021 年 1 月, 公司与亿晶光电签署《战略合作框架协议》, 双方拟在分布式光伏电站、地面光伏电站或储能等新能源项目领域进行合作开发、建设或推广应用。亿晶光电为国内率先实现垂直一体化生产的光伏企业, 拥有完整光伏产业链。双方合作方式包括: 1) 由亿晶光电协助公司获得相关项目 EPC 业务, 公司优先采用亿晶光电光伏组件; 2) 双方合作开发或合作持有光伏电站等。

**公司渠道资源丰富, BIPV 业务规模化潜力大。**公司下游积累丰富幕墙及屋面资源, 叠加大股东背景支持, 有望快速开拓省内建筑光伏市场 (广东省十四五规划年均新增光伏装机 400 万千瓦), 实现 BIPV 业务从 0 到 1、1 到 N 的规模化突破。同时若后续公司公告参与战略合作伙伴亿晶光电的电池产线布局, 有望将 BIPV 进一步向上游电池组件延伸, 增厚项目利润, 打开盈利增长空间。

**风险提示:** 需求恢复不及预期, BIPV 业务开拓不及预期, 应收账款坏账风险。

### 建艺集团：国资控股资金、业务、管理三方赋能，“3+X”平台培育新增增长点

**装饰施工设计龙头，品牌优势明显。**公司为以装饰施工设计为主的综合性建筑装饰企业，系中国建筑装饰行业百强企业第五名，资质齐全，设计实力突出，承接的项目多次荣获鲁班奖、全国建筑工程装饰奖等国家级、省级奖项，品牌优势凸显。

**引入国资控股股东，资金、业务、管理三方赋能。**公司于2021年12月引入正方集团为控股股东，实控人为珠海市国资委。2022年1月5日，正方集团通过协议转让，持股比例由22.91%进一步增至29.95%。正方集团为珠海市香洲区国有企业，核心业务版块为城市发展，覆盖城市更新、建设咨询、房地产开发、资产运营、工程监理等领域，实力雄厚，分别从资金、业务、管理三个方面赋能建艺集团：**1) 资金方面：**一方面，正方集团为公司提供直接借款，2021年提供借款5亿元，2022年3月/12月分别追加借款3/1.5亿元，为公司流动性提供有力支持；另一方面，公司为建艺融资提供连带担保22亿额度，全面恢复公司融资能力。**2) 业务方面：**正方集团在城市发展领域产业资源丰富，现有项目139个，积极为公司业务赋能，2021年双方发生关联交易6亿元，2022年预计为30亿元。**3) 管理方面：**正方集团入驻后，积极改组董事会，全面梳理公司组织架构，搭建了三级管控模式，即设置集团总公司为一级管理机构、平台公司为二级管理机构、下属公司为业务实施单位，有望提升集团整体运作效率。

**国资控股支持战略升级，“3+X”平台培育新增点。**在控股股东支持下，公司战略升级为“成为以建筑全产业链为核心、适度多元发展的上市集团企业”。公司谋划打造“3+X”业务平台，分别系：1) 打造沿建筑产业链包含设计业务、建筑施工、建筑装饰、建筑材料科技等的“**建工平台**”；2) 打造**新能源科技平台**来开展能源研究及提供能源解决方案，承接新能源基建及城市智慧信息化业务；3) 打造服务政府、服务企业的优质“**产投+运营**”**二合一平台**，专注于产业投资与资本运营、整合产业投资和招商服务。建工平台将推动公司业务向建筑施工上下游产业链纵向延伸，新能源科技平台和“产投+运营”二合一平台将推动公司在新能源科技、产业投资和城市运营等新型领域横向扩展，**纵横双向拓展**有望加快培育公司新的利润增长点。

**风险提示：**新业务开拓不及预期，业务回款不及预期风险。

## 3. 行业调整较为充分，预期极低

2020年以来，装饰行业经历了深度调整。行业总市值由2020年年初的1065亿元下降至776亿元，跌幅高达27%。随着行业的深度调整，机构持仓持续走低，截至2022年末，板块内公司的基金重仓持股数量基本为0，仅宝鹰股份、金螳螂、江河集团三家公司仍保留少量基金持股。总体来看，行业预期已基本见底。随着装饰行业后续需求回暖，优质龙头企业经营及市值均有较大向上弹性。

图表 36: 上市装企市值变化

证券代码	证券简称	现市值(亿元)	2020年年初市值(亿元)	跌幅
002047.SZ	宝鹰股份	62.17	77.39	-19.67%
002081.SZ	金螳螂	145.78	236.06	-38.25%
002325.SZ	洪涛股份	38.29	40.11	-4.53%
002375.SZ	亚厦股份	65.26	77.72	-16.03%
002482.SZ	ST广田	29.67	67.33	-55.94%
002504.SZ	ST弘高	14.67	32.83	-55.31%

002620.SZ	瑞和股份	23.22	23.13	0.35%
002713.SZ	东易日盛	30.84	29.83	3.38%
002781.SZ	*ST 奇信	8.62	36.59	-76.45%
002789.SZ	建艺集团	26.18	22.85	14.59%
002811.SZ	郑中设计	22.23	28.67	-22.49%
002822.SZ	中装建设	35.97	67.58	-46.78%
002830.SZ	名雕股份	17.80	18.85	-5.59%
002856.SZ	美芝股份	14.82	22.75	-34.88%
601886.SH	江河集团	89.39	83.78	6.70%
603030.SH	全筑股份	15.84	31.05	-49.01%
603828.SH	柯利达	22.16	28.66	-22.69%
300621.SZ	维业股份	19.64	21.66	-9.31%
603081.SH	大丰实业	61.17	65.53	-6.65%
002989.SZ	中天精装	32.61	53.46	-38.99%
<b>总市值</b>		<b>776.31</b>	<b>1065.85</b>	<b>-27.17%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 \*现市值截至 2023/2/15

图表 37: 上市装企年末基金持股数量 (单位: 百万股)

证券代码	证券简称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
002047.SZ	宝鹰股份	2	7	0	26
002081.SZ	金螳螂	91	97	35	7
002325.SZ	洪涛股份	2	0	0	0
002375.SZ	亚厦股份	34	124	117	0
002482.SZ	ST 广田	15	1	1	0
002504.SZ	ST 弘高	0	0	0	0
002620.SZ	瑞和股份	1	1	0	0
002713.SZ	东易日盛	24	19	12	0
002781.SZ	*ST 奇信	0	0	0	0
002789.SZ	建艺集团	0	0	0	0
002811.SZ	郑中设计	0	0	0	0
002822.SZ	中装建设	6	4	0	0
002830.SZ	名雕股份	0	1	0	0
002856.SZ	美芝股份	0	0	0	0
601886.SH	江河集团	1	2	8	28
603030.SH	全筑股份	15	3	0	0
603828.SH	柯利达	4	0	5	0
300621.SZ	维业股份	0	3	0	0
603081.SH	大丰实业	0	0	0	0
002989.SZ	中天精装	0	14	1	0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 投资建议

**投资建议：**从需求端看，装饰行业“至暗时刻”已过，短期拐点已经出现；从供给端看，在地产信用冲击下，行业大幅出清，竞争格局改善，龙头企业有望“剩者为王”。当前行业预期及机构持仓极低，预计龙头企业后续经营及市值向上弹性较大。重点推荐工装龙头**金螳螂 (PE10X)**、**亚厦股份 (PE10X)**、**江河集团 (PE10X)**以及家装龙头**东易日盛 (PE23X)**。此外可以关注引入国资控股的**宝鹰股份**、**建艺集团**等企业。

图表 38: 重点公司估值

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
金螳螂	5.65	-1.86	0.46	0.58	0.65	-	12.2	9.8	8.8	1.21
亚厦股份	4.98	-0.66	0.34	0.49	0.60	-	14.8	10.3	8.3	0.86
江河集团	8.03	-0.89	0.72	0.82	0.94	-9.0	11.2	9.8	8.5	1.44
东易日盛	8.24	0.18	-1.74	0.36	0.52	44.6	-4.7	23.0	15.7	7.16

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, \*股价数据截至 2023/2/21

## 5. 风险提示

**风险提示：**应收款项继续计提大额减值风险、地产政策不及预期风险、需求恢复不达预期风险。

**应收款项继续计提大额减值风险：**装饰企业多数已经对应收账款进行了大额计提，部分应收款也寻求了保全及抵押措施减少损失。但如果后续保全抵押资产无法处理，无法足额覆盖公司损失，可能仍然会计提减值，对业绩造成冲击。

**地产政策不及预期风险：**目前地产政策持续调整优化，预计后续仍会出台需求端等措施帮助行业尽快恢复正常运行。如果后续地产政策出台力度低于预期，可能会影响行业修复的进度，对公司业绩恢复造成影响。

**需求恢复不达预期风险：**随着疫情防控政策的调整，后续酒店、旅游等相关需求预计加速恢复，基建稳增长下，政府类项目需求也加快释放，地产政策优化精装修及家装业务也有望恢复，预计后续装饰行业整体需求处于回暖态势。如果后续领域因疫情变化、政府政策变化等原因恢复不及预期，可能会对公司业绩产生较大影响。

### 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

#### 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

#### 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：021-38124100

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