

德才股份 (605287.SH)

三季度营收+34.3%，新签订单结构持续优化

买入

核心观点

三季度营收+34.3%，归母净利+6.0%。2023年前三季度公司实现营业收入39.26亿元，同比+16.2%，实现归母净利润1.47亿元，同比+6.1%。单三季度实现营业收入13.77亿元，同比+34.3%，实现归母净利0.39亿元，同比+6.0%。三季度公司营收继续保持高增长，受项目执行周期影响，单季度业绩增速略有放缓。

单季毛利率或受季节性影响，前三季度毛利率同比提升。2023年前三季度公司毛利率为13.0%，较上年同期提升1.0pct，单三季度毛利率10.0%，较上年同期下滑1.2pct。受业务结构转型影响，公司毛利率季节性波动增强，但总体毛利率稳步提升，全年毛利率增幅有望继续扩大。

新签合同同比下滑，城市更新类占比持续提升。2023年前三季度公司新签合同额60.8亿元，同比-21.8%，其中新签装饰装修/房建/市政合同分别为23.3/20.7/15.2亿元，同比-10.3%/-33.6%/-18.6%。单三季度公司新签合同额13.0亿元，同比-57.3%。公司持续优化订单结构和业务布局，在订单筛选方面提高了准入门槛，严格识别和抵制付款差、有风险的订单，城市更新相关合同额占比持续提升，新签老旧小区改造类/历史风貌建筑保护修缮类/市政基础设施建设类合同额同比+96.27%/+46.51%/-25.5%，三类项目合计新签占比55.1%，较上年同期提升17.1pct。

现金流阶段性净流出，四季度有望迎来集中回款。2022年11月央行和银保监会发布《商业汇票新规》后，商业汇票最长期限由1年调整至6个月，导致公司现金流季节性波动加大，Q3单季度经营性现金流净流出3.76亿元，同比上年同期多流出3.83亿元，前三季度经营性现金流累计流入39.9亿元，同比+2.2%，经营性现金流累计流出39.78亿元，同比+11.8%，四季度进入回款季，现金流入有望明显增加。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司长期深耕青岛市场，立足本土优势，打造城市更新特色品牌，有望持续受益于市场需求快速增长。预测公司归母净利润2.33/2.82/3.26亿元，每股收益1.67/2.01/2.33元，对应当前股价9.8/8.1/7.0x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、政策变化的风险、市场竞争的风险、价、资产负债率较高的风险、应收款回收的风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,638	6,176	7,446	8,651
(+/-%)	8.7%	11.9%	9.5%	20.6%	16.2%
净利润(百万元)	140	200	233	282	326
(+/-%)	-23.8%	43.1%	16.8%	20.8%	15.7%
每股收益(元)	1.40	2.00	1.67	2.01	2.33
EBIT Margin	6.6%	7.5%	7.6%	7.3%	7.1%
净资产收益率(ROE)	9.2%	11.7%	12.2%	13.1%	13.5%
市盈率(PE)	12.5	8.7	10.4	8.6	7.5
EV/EBITDA	24.1	22.4	22.8	23.1	23.2
市净率(PB)	1.14	1.02	1.28	1.14	1.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·装修装饰II

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	22.07 - 23.38元
收盘价	17.26元
总市值/流通市值	2416/1518百万元
52周最高价/最低价	25.96/15.83元
近3个月日均成交额	36.16百万元

市场走势



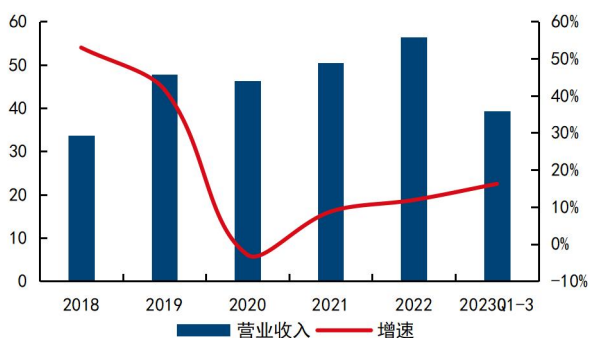
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《德才股份(605287.SH)-深耕青岛市场，开拓城市更新蓝海》
——2023-10-22

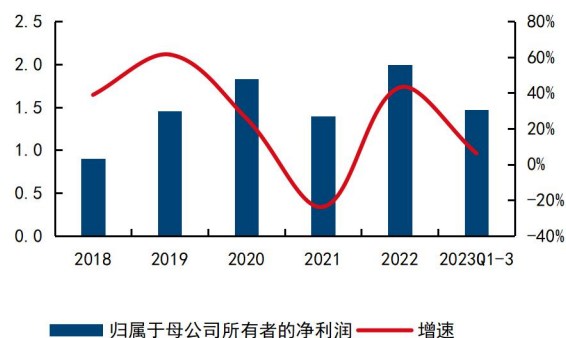
三季度营收+34.3%，归母净利+6.0%。2023年前三季度公司实现营业收入39.26亿元，同比+16.2%，实现归母净利润1.47亿元，同比+6.1%。单三季度实现营业收入13.77亿元，同比+34.3%，实现归母净利0.39亿元，同比+6.0%。三季度公司营收继续保持高增长，受项目执行周期影响，单季度业绩增速略有放缓。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



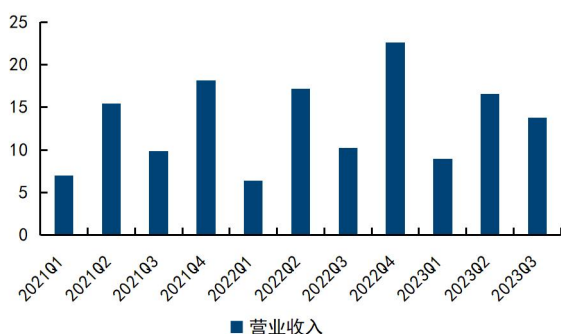
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



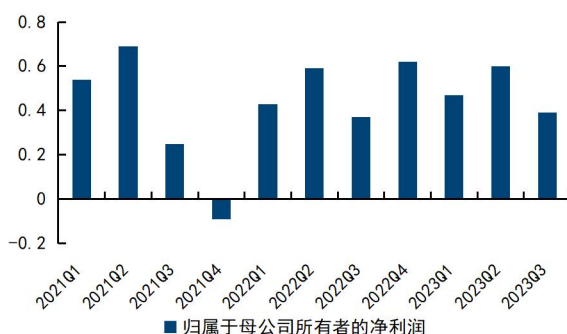
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

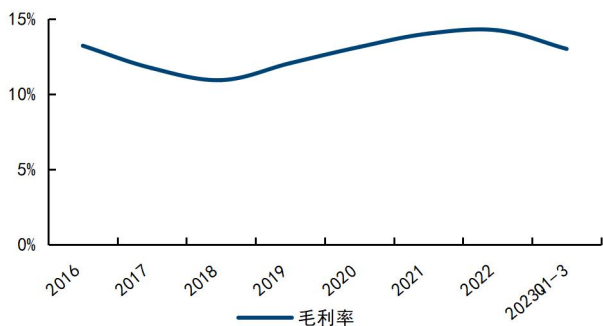
图4: 公司单季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

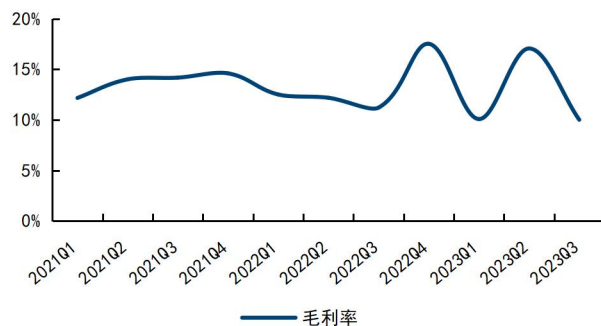
单季毛利率或受季节性影响, 前三季度毛利率同比提升。2023年前三季度公司毛利率为13.0%，较上年同期提升1.0pct，单三季度毛利率10.0%，较上年同期下滑1.2pct。受业务结构转型影响，公司毛利率季节性波动增强，但总体毛利率稳步提升，全年毛利率增幅有望继续扩大。

图5: 公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

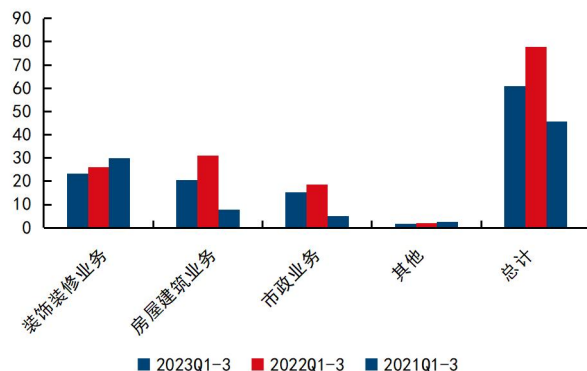
新签合同同比下滑，城市更新类占比继续提升。2023 年前三季度公司新签合同额 60.8 亿元，同比-21.8%，其中新签装饰装修/房建/市政合同分别为 23.3/20.7/15.2 亿元，同比-10.3%/-33.6%/-18.6%。单三季度公司新签合同额 13.0 亿元，同比-57.3%。公司持续优化订单结构和业务布局，在订单筛选方面提高了准入门槛，严格识别和抵制付款差、有风险的订单，城市更新相关合同额占比持续提升，新签老旧小区改造类/历史风貌建筑保护修缮类/市政基础设施建设类合同额同比+96.27%/+46.51%/-25.5%，三类项目合计新签占比 55.1%，较上年同期提升 17.1pct。

图7：公司分季度新签合同结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

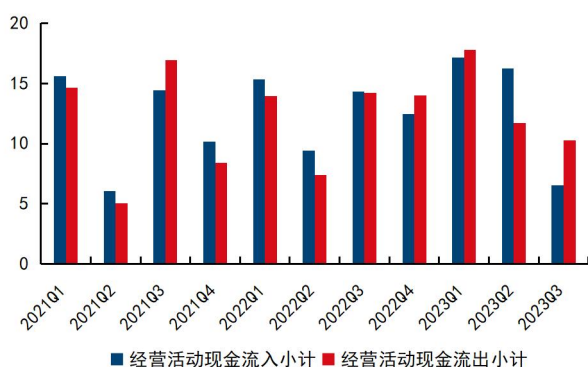
图8：公司分业务新签合同额变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

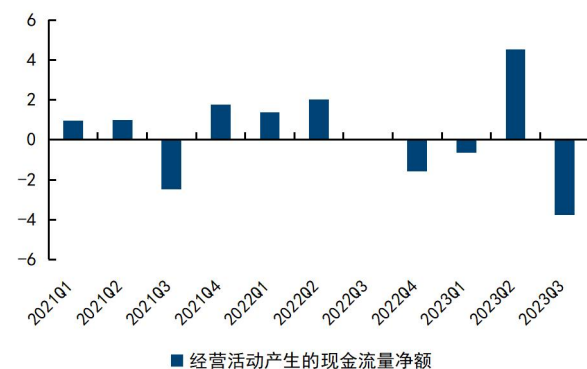
现金流阶段性净流出，四季度有望迎来集中回款。2022 年 11 月央行和银保监会发布《商业汇票新规》后，商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月，导致公司现金流季节性波动加大，Q3 单季度经营性现金流净流出 3.76 亿元，同比上年同期多流出 3.83 亿元，前三季度经营性现金累计流入 39.9 亿元，同比+2.2%，经营性现金累计流出 39.78 亿元，同比+11.8%，四季度进入回款季，现金流入有望明显增加。

图9：公司经营性现金流入流出规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司经营性现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司长期深耕青岛市场，立足本土优势，打造城市更新特色品牌，有望持续受益于市场需求快速增长。预测公司归母净利润 2.33/2.82/3.26 亿元，每股收益 1.67/2.01/2.33 元，对应当前股 10.4/8.6/7.5x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价	总市值	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
002081.SZ	金螳螂	4.14	109.9	0.56	0.64	7.42	6.49
002375.SZ	亚厦股份	5.10	68.3	0.24	0.33	21.70	15.45
601886.SH	江河集团	6.88	78.0	0.60	0.76	11.52	9.00
605287.SH	德才股份	17.40	24.4	1.67	2.01	10.42	8.66

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1623	1995	2551	3293	4095	营业收入	5040	5638	6176	7446	8651
应收款项	3770	3963	4172	4887	5583	营业成本	4334	4836	5256	6336	7359
存货净额	45	48	49	58	67	营业税金及附加	23	30	31	37	43
其他流动资产	2217	3040	3370	4168	4842	销售费用	23	36	40	52	61
流动资产合计	7655	9046	10142	12406	14587	管理费用	172	200	218	263	304
固定资产	359	724	683	648	616	研发费用	157	115	161	217	269
无形资产及其他	52	58	57	55	54	财务费用	50	56	57	64	74
投资性房地产	330	246	246	246	246	投资收益	1	2	1	1	1
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	(0)	资产减值及公允价值变动	(9)	(36)	(10)	(12)	(14)
资产总计	8396	10073	11128	13355	15502	其他收入	(235)	(205)	(277)	(339)	(397)
短期借款及交易性金融负债	1229	1559	1708	2059	2393	营业利润	194	241	287	344	400
应付款项	4748	5786	6417	7858	9210	营业外净收支	(16)	5	0	2	1
其他流动负债	821	840	912	1100	1277	利润总额	178	246	287	346	401
流动负债合计	6798	8185	9036	11017	12880	所得税费用	31	41	47	57	66
长期借款及应付债券	0	79	79	79	79	少数股东损益	9	5	6	7	8
其他长期负债	19	6	6	6	6	归属于母公司净利润	140	200	233	282	326
长期负债合计	19	85	85	85	85	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6818	8270	9122	11102	12965	净利润	140	200	233	282	326
少数股东权益	56	96	101	107	114	资产减值准备	10	47	25	13	5
股东权益	1522	1707	1906	2145	2423	折旧摊销	23	26	38	44	48
负债和股东权益总计	8396	10073	11128	13355	15502	公允价值变动损失	9	36	10	12	14
关键财务与估值指标						财务费用	50	56	57	64	74
每股收益	1.40	2.00	1.67	2.01	2.33	营运资本变动	(208)	156	187	121	156
每股红利	0.22	0.29	0.25	0.30	0.35	其它	(2)	(43)	(20)	(7)	2
每股净资产	15.22	17.07	13.61	15.32	17.30	经营活动现金流	(29)	422	474	465	552
ROIC	10.28%	9.84%	10%	11%	12%	资本开支	(83)	(399)	(31)	(33)	(34)
ROE	9.18%	11.71%	12.25%	13.14%	13.47%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	14%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(83)	(399)	(31)	(33)	(34)
EBIT Margin	7%	7%	8%	7%	7%	权益性融资	(0)	34	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	0	79	0	0	0
收入增长	9%	12%	10%	21%	16%	支付股利、利息	(22)	(29)	(35)	(42)	(49)
净利润增长率	-24%	43%	17%	21%	16%	其它融资现金流	920	213	149	351	333
资产负债率	82%	83%	83%	84%	84%	融资活动现金流	877	349	114	309	284
股息率	1.2%	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%	现金净变动	765	372	556	742	802
P/E	12.5	8.7	10.4	8.6	7.5	货币资金的期初余额	858	1623	1995	2551	3293
P/B	1.1	1.0	1.3	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1623	1995	2551	3293	4095
EV/EBITDA	24.1	22.4	22.8	23.1	23.2	企业自由现金流	6	134	586	584	684
						权益自由现金流	926	427	687	882	955

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032