

评级：买入 维持评级

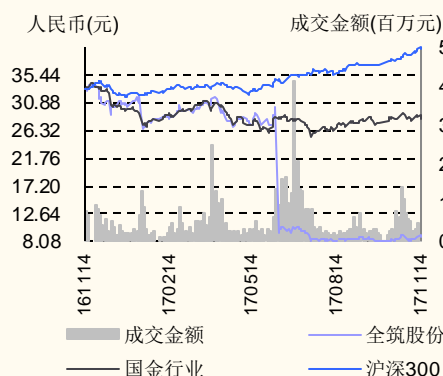
公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.92 元
 目标价格 (人民币): 11.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	245.15
总市值(百万元)	4,804.84
年内股价最高最低(元)	33.78/8.08
沪深 300 指数	4099.35
上证指数	3429.55



长租公寓/全装修大势到来, B 端家装龙头乘势起飞

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.516	0.566	0.283	0.397	0.558
每股净资产(元)	5.31	8.06	8.77	9.82	11.31
每股经营性现金流(元)	-0.05	-1.49	-0.24	-0.70	-0.57
市盈率(倍)	71.83	53.55	31.51	22.47	15.99
行业优化市盈率(倍)	40.83	40.83	40.83	40.83	40.83
净利润增长率(%)	10.03%	21.64%	51.87%	40.22%	40.57%
净资产收益率(%)	9.72%	7.02%	9.80%	12.27%	14.98%
总股本(百万股)	160.00	177.36	538.66	538.66	538.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **长租公寓+新房“全装修”家装市场规模达万亿, 四大路径提振龙头集中度:** 1) “租售并举”时代到来, 长租公寓推行促使私房租赁/购房消费者转入长租公寓为 B 端家装公司扩容, 现目前我国长租公寓渗透率仅 2% 相较于发达国家 35% 的渗透率未来空间广阔。2) 现目前我国全装修市场尚处于成长期渗透率不足 20% 相较于发达国家 80% 的渗透率成长空间巨大; 十三五规划明确 2020 年新开工全装修成品住宅面积达 30%。3) 考虑长租公寓对购房需求的挤出效应, 预计 2020 年全装修市场规模达 6000 亿元, 四年 CAGR 达 26%, 2025 年全装修市场规模有望达万亿; 4) 现目前装修行业集中度较低, 2016 年全筑全装修业务营收占全装修市场规模不足 2%, 四大路径促 B 端家装龙头集中度提升, 定制精装符合消费需求助力全装修公司切入 C 端促使财务报表良性扩张。
- **大客户恒大业绩稳健保障公司业绩, 合作伙伴集中度提升+布局长租公寓有望深度受益:** 1) 公司重大客户恒大销售面积三年 CAGR 达 36%, 2017 年 H1 新开工面积同增 74%, 作为恒大战略合作伙伴, 深度绑定利益 (2016 应收账款 45% 来自于恒大), 恒大业绩高增利好公司。2) 公司下游地产客户销售面积市占率由 2014 年的 7.7% 提升至 2017 年前第三季度的 13.8%, 其中 23 家为地产 100 强, 15 家为地产 30 强, 实力雄厚将深度受益地产集中度提升。3) 公司合作伙伴纷纷布局长租公寓, 包括万科、旭辉、远洋、绿城等企业, 凭借与房企的长期合作关系和标准化装修业务的丰富经验, 有望成功切入长租公寓。
- **全产业链布局+定制精装, 切入 C 端保障公司未来高增:** 1) 现阶段公司已顺利搭建集设计、施工、家具生产、软装配套、装修后服务为一体的装修生态圈, 2017 年 9 月公司拟收购澳洲橱柜名企 GOS60% 股权, 同时拟成立江苏赫斯帝橱柜有限公司, 积极进军橱柜业务。2) 公司以楼盘为入口, 通过 B2B2C 整合供应链, 四大产品线+五大增值包+九大软装包+多渠道场景化体验打造个性化定制精装, 定制精装改善企业财务报表, 增厚营收提升毛利率, 加速回款改善现金流; 3) 同时公司通过定制精装切入 C 端用户与其建立更加紧密的联系, 三定一智模式 (楼盘定制精装+收纳系统定制+软装定制+智能家居) 可期, 旗下家具生产+软装配套业务有望扩容传统装修业务, 同时凭借与 C 端用户的紧密联系未来或走向服务业 (保洁业务、维修业务等)。

相关报告

1. 《装配式建筑东风吹, 全装修营收稳步推进-全筑股份公司点评》, 2017.8.29
2. 《“全”装修保障业绩高增, 新业务“筑”梦未来可期-全筑股份》, 2017.6.10

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

投资建议

- 预计公司 2017/2018 年归母净利 1.5/2.1/3 亿元：1) 公司 2017 年 Q3 新签合同 54 亿元，考虑公司 2015/2016 年 Q3 营收占全年总营收比例为 65%/66%，预计 2017 年新签合同达 83 亿元；2) ①预测方法一：公司新签合同三年 CAGR 达 45%，预计 2018/2019 年合同金额同增 40%/40%，预计 2018/2019 年合同额达 116/162 亿元；②预测方法二：2016 年恒大占公司应收账款的 45%，恒大地产销售面积三年 CAGR 达 36%，假设恒大订单占比不变，预计 2018/2019 年合同金额达 112/152 亿元；3) 按最低值预计公司 2017/2018/2019 年实现营收 46/66/90 亿元，预计公司 2017/2018/2019 年归母净利润达 1.5/2.1/3 亿，同比增长 52%/40%/40%。
- 我们判断 B 端家装市场将迎来 5-10 年高速增长时期，考虑到公司目前处于周期早期阶段，同时公司与 B 端利益深度绑定受益地产集中度提升，定制精装切入 C 端人居生活服务提供者可期，给予相对较高估值，对应明年给予 30 倍 PE，目标价 11.9 元，对应 2017/2018/2019 年 PE 估值水平 42/30/21 倍。

风险

- 地产投资下行风险，全装修业务毛利率下降风险，应收账款坏账风险。

内容目录

一、住宅全装修领军企业，全方位发展业绩高增	6
1.1 民营控股灵活思变，逐步完善全产业链布局	6
1.2 立足华东辐射全国，全装修主业务树大根深	6
1.3 三费控制成效大+业务变现能力提升，前三季净经营现金流扭负转正	8
二、全装修/长租公寓大幅扩充市场规模，叠加集中度提升营收料高速增长 ...	11
2.1 需求端：市场规模快速上升，长租公寓带来新增量	11
2.1.1 政策密集出台+直击消费需求三大升级，全装修渗透率有望快速提升	11
2.1.2 “租售同权”大时代来临，扩容房屋租赁 B 端家装市场	12
2.1.3 全装修市场规模 2017-2020 年四年 CAGR 达 26%，2025 年有望破万 亿	13
2.2 供给端：四大路径促 B 端家装龙头集中度提升，定制精装促财务报表良 性扩张	15
三、合作房企集中度上升公司受益，多元化优势分散风险	16
3.1 打造大房企客户群，长期合作伙伴利益深度捆绑	16
3.2 合作房企业绩增长集中度上升，公司有望受益	18
3.3 多元化优势客户群分散风险保障可持续发展	19
四、定制精装蓝海新征途，全产业链布局完善实力超群	19
4.1 全产业链布局完善实力超群，子板块战略发展各显神通	19
4.2 与时代同行，定制精装蓝海新征途	22
4.3 长租公寓兴起，静待全产业链布局+定制精装的化学反应	24
五、盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 采用 PE 估值法，给予目标价 11.9 元（33%空间）	27
六、风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程：2015 年实现上市，未来开启二次创业新征程	6
图表 2：股权结构：董事长朱斌、总经理陈文持股比例最大	6
图表 3：2016 年年报：公装施工为绝对主营，占比超过 9 成	7
图表 4：公司住宅全装修占公装施工比例超过 90%	7
图表 5：公司住宅全装修占总营收比例超过 80%	7
图表 6：公司市场覆盖范围达 20 多省、50 多市	8
图表 7：华东区域营收占比接近 5 成	8
图表 8：营收/业绩保持高增长	8
图表 9：公司三费率低于行业平均	9
图表 10：全筑应收账款周转率高于行业平均	9
图表 11：前三季业务扩张致存货周转率首次低于平均	9

图表 12: 公司速动比率稳健低于行业平均.....	10
图表 13: 公司流动比率总体稳健.....	10
图表 14: 公司资产负债率略高于行业平均.....	10
图表 15: 17 前三季经营性现金流扭负转正.....	11
图表 16: 收现比逐步跟上同业.....	11
图表 17: 付现比随同行业趋势稳中有升.....	11
图表 18: 我国和美、日全装修行业发展对比: 发展晚, 渗透率低.....	11
图表 19: 全装修完美匹配家装消费需求三大升级, 直击消费痛点.....	12
图表 20: 长租公寓为装修市场带来结构性变化, 为全装修企业带来增量.....	13
图表 21: 住宅新开工面积增速预计将逐渐回落.....	13
图表 22: 房地产销售面积增速预计将逐渐回落.....	13
图表 23: 预计 2025 年全装修市场规模超 7 千亿元.....	14
图表 24: 2017-2025 年间长租公寓为 B 端家装市场带来 1.8-2.1 万亿元.....	14
图表 25: 考虑长租公寓对于购房需求的挤占, 预计 2020 年全装修市场规模超 5000 亿元, 四年 CAGR 达 26%, 2025 年全装修市场规模有望破万亿.....	15
图表 26: 21 家上市公司市占率五年 CAGR 达 7.63%.....	16
图表 27: 四大引擎促行业集中度提升.....	16
图表 28: 公司 2016 年应收账款主要来源于大房企, 与大房企合作密切.....	16
图表 29: 公司与恒大地产的营收占公司总营收比重从 12 年 28% 上升至 14 年 45%.....	17
图表 30: 公司向城开集团销售货物、提供劳务 (亿元).....	17
图表 31: 十大房企 2017 年 1-10 月销售金额增速较快.....	18
图表 32: 十大房企 2017 年 1-10 月销售面积增速较快.....	18
图表 33: 合作房企销售金额/销售面积市占率提升证实集中度上升.....	19
图表 34: 全筑股份客户群体更为分散.....	19
图表 35: 竞争企业产业链布局对比, 公司率先完成全产业链布局.....	19
图表 36: 公司全装修产业链布局.....	20
图表 37: 设计一体化优势.....	20
图表 38: 设计集团 (全筑“D”集团) 下属 8 个分支机构及其业务范围.....	21
图表 39: 装修后市场互联网平台各有特点, 全筑作为上市公司率先入驻“装修后服务市场”.....	22
图表 40: 公司 17 年精装布局.....	22
图表 41: B2B2C 模式搭台优势多.....	23
图表 42: 标准化组合=个性化选择.....	24
图表 43: 主要合作房企布局长租公寓情况.....	24
图表 44: 预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/116/162.....	25
图表 45: 预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/112/152 亿元.....	25
图表 46: 2017 年毛利率略有提升.....	26
图表 47: 2016 年公装施工占比达 96%.....	26

图表 48: 公装施工毛利率持续下滑.....	26
图表 49: 2017 年 Q3 非施工业务订单额占比近 8%.....	26
图表 50: 预计 2017/2018/2019 年归母净利达 1.5/2.1/3.0 亿元.....	27
图表 51: 公司 2018 年 PE30 倍	27

一.住宅全装修领军企业，全方位发展业绩高增

1.1 民营控股灵活思变，逐步完善全产业链布局

- **灵活面对市场变动，上市开启二次创业新征程：**上海全筑建筑装饰集团股份有限公司前身为上海全筑建筑装饰工程有限公司，从 1998 年成立以来，以中国住宅装饰行业全产业链领军企业为目标，以人居环境塑造和人居生活服务为愿景，不断适应行业变化、用户需求进行战略调整。在经历了 2000 年跨入全装修大门、2008 年加速全球化布局战略升级之后，公司成功于 2015 年在上海证券交易所上市，上市后集团开始了二次创业新征程，旨在发现可用新科技、新模式，开拓全产业链发展领军之路。

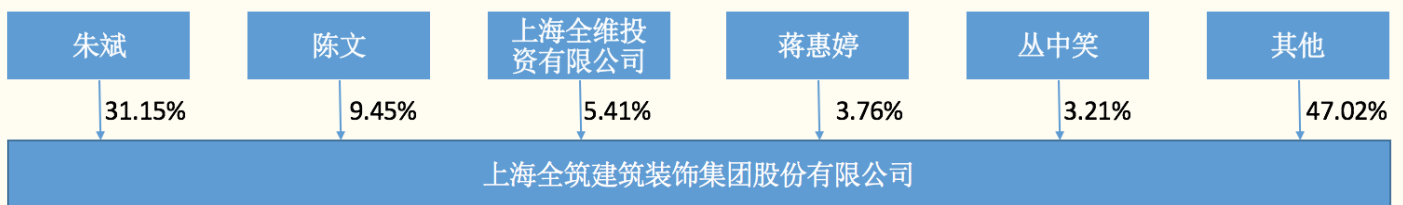
图表 1：公司发展历程：2015 年实现上市，未来开启二次创业新征程



来源：公司官网、国金证券研究所

- **领导层专业化，激发全公司创造活力：**公司董事长、总经理朱斌先生持股 30.76%，为公司控股股东、实际控制人。朱斌先生毕业于同济大学建筑学专业，硕士研究生学历，国家一级注册建造师、上海市装饰装修行业协会副会长，曾获中国设计业十大杰出青年、全国建筑装饰优秀企业家等多项荣誉称号，代表作品有虹口现代公寓、世博主题馆绍兴饭店等。自 1998 年起，朱斌先生担任全筑公司的董事长/总经理，与公司一同成长，引领公司不断创新，布局全产业链，树立行业标杆。

图表 2：股权结构：董事长朱斌、总经理陈文持股比例最大

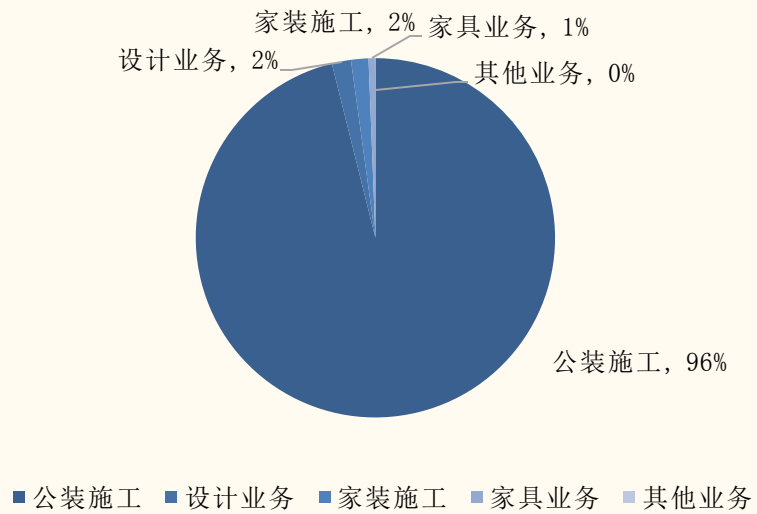


来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 立足华东辐射全国，全装修主营业务树大根深

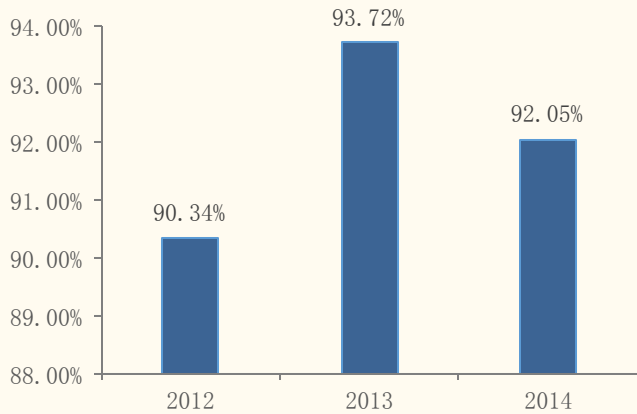
- **全装修占大头，长期合作保障业务发展：**1) 建设部指出全装修是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完毕，厨房与卫生间的基本设备全部安装完成；2) 住宅全装修业务近三年收入均占公司总收入 80% 以上，公司通过提供设计、施工、配套家具生产、软装配饰等全系列完整服务，为客户提供装修解决方案与服务；公司 2014 年招股说明书中表明，公司的“公装施工”业务包含住宅全装修以及传统意义上的公共建筑装修，而“家装施工业务”则是针对私人个体客户的装修，2014 年住宅全装修占到公装施工的 92%，占主营收入 86%；3) 其客户主要为房地产开发企业，经过十几年的发展，公司已经与全国上百家房地产企业建立了长期合作关系，其中包括恒大、绿地等房地产龙头企业。
- **市场份额尚低，未来空间广阔：**按照现阶段我国全装修渗透率 17.5% 计算，我们估算 2016 年全装修市场规模为 2028-2434 亿元；2016 年公司公装业务营收 32 亿，我们按公装业务衡量公司全装修业务营收，则公司在全装修市场规模占比仅 1.3%-1.6%，尚不足 2%，未来空间广阔。

图表 3：2016 年年报：公装施工为绝对主营，占比超过 9 成



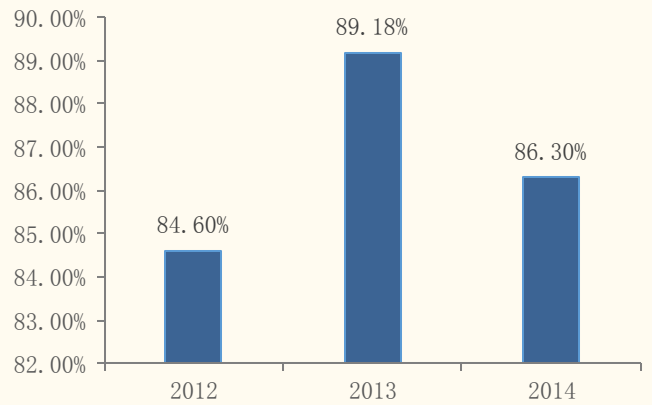
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 4：公司住宅全装修占公装施工比例超过 90%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：公司住宅全装修占总营收比例超过 80%



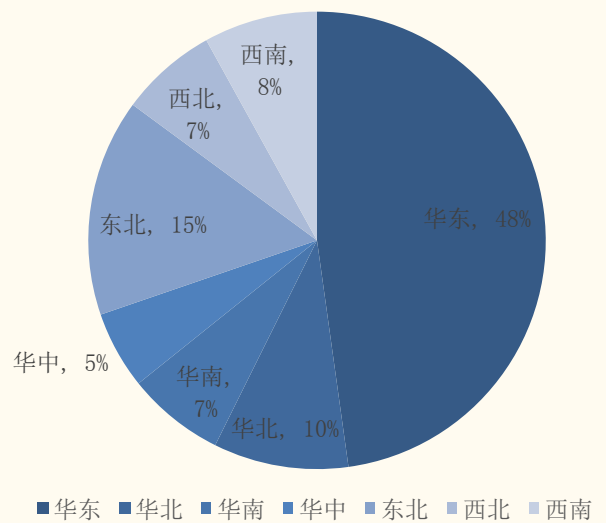
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **以华东为中心向外辐射，业务版图延伸至海外市场：**公司始建于上海，以华东地区作为业务根基和业务中心，逐步向全国辐射，走向海外。现在，公司业务遍及国内 20 余省、50 余市，澳大利亚及马来西亚子公司也逐渐步入正轨。2016 年，华东地区仍然为公司主要收入来源，占到总营收的 47.08%，紧随其后的是东北、华北、华南地区，分别占比 15.36%、9.54%、6.90%。

图表 6：公司市场覆盖范围达 20 多省、50 多市



图表 7：华东区域营收占比接近 5 成



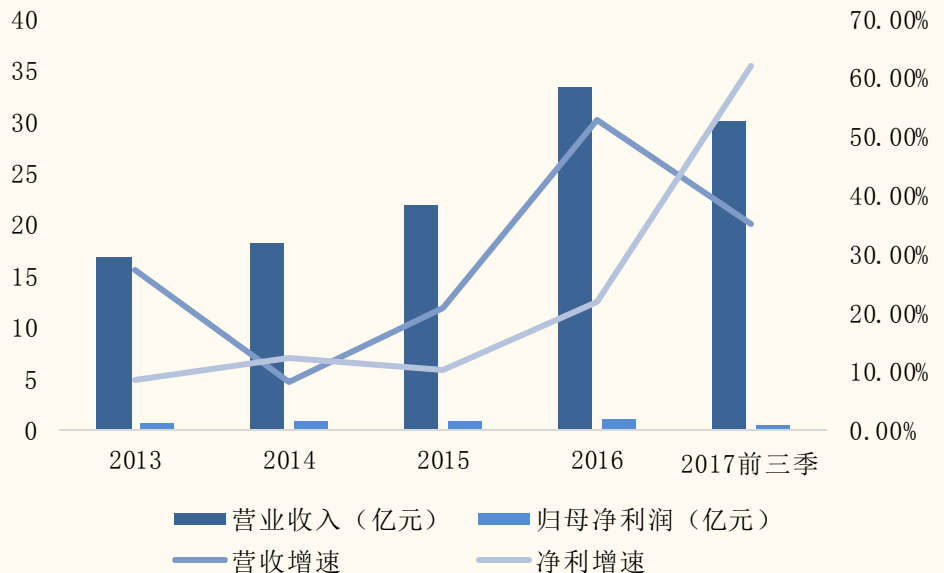
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

1.3 三费控制成效大+业务变现能力提升，前三季净经营现金流扭负转正

- 营收业绩稳步增长，2017 年前三季毛利率、净利率齐回升：1) 2016 年/2017 年前三季，实现营收 33/30 亿元，同比+53%/+35%，归母净利润 1.00/0.49 亿元，同比+22%/+62%；2) 2016 年受营改增和工装施工低毛利率的双边影响，毛利率为 10.24%，下降 3.30pct。2016 年业务扩大拉高应收账款和存货量，期间费用率为 4.99%，同比上升 0.73pct，最终净利率下降 1.01pct 到 2.74%。2017 年三季度报显示，业务扩展效益开始体现，毛利率、净利率开始回升，分别为 10.96%和 1.59%，同比上涨 0.94pct 和 0.51pct。

图表 8：营收/业绩保持高增长

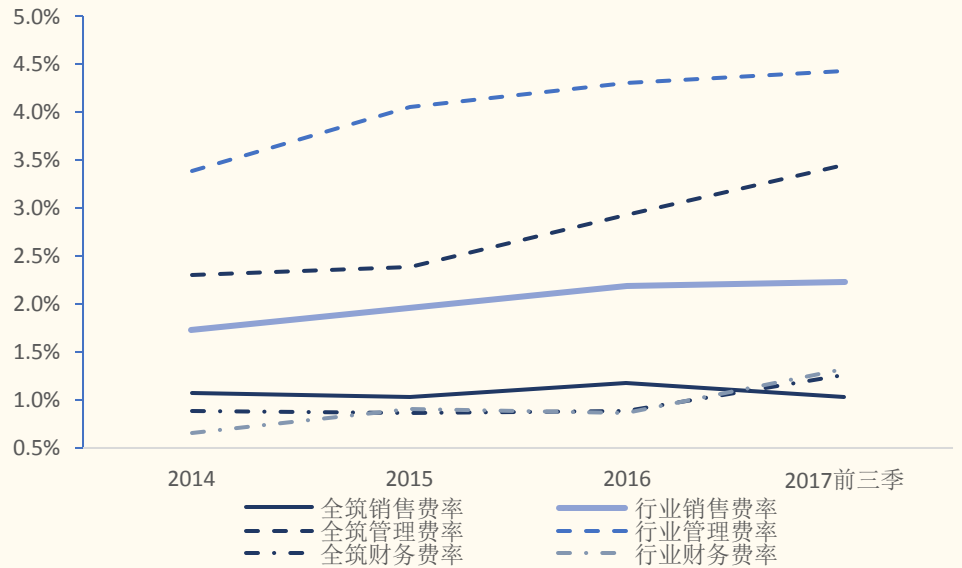


来源：Wind、国金证券研究所

- 成本管理能力强，并购/贷款致前三季三费支出上升：1) 横向对比，显著低于行业平均的三费率体现出公司突出的成本管理和高效的费用控制：公司销售、管理费率均显著低于申万装修装饰行业的平均水平；2015 年财务费率较 2014 年有所下降，2016-2017 年前三季保持紧贴并略低于平均水平；2) 纵向对比，三费率同比略增：公司 2017 前三季度销售/管理

财务费率分别为 1.04%/3.44%/1.24%，比去年同期增长 -0.23pct/+0.28pct/+0.42pct，管理费用增加主要系折旧增加，限制性股票费用计提及新增并购公司等所致，财务费用增长主要系贷款增加所致。

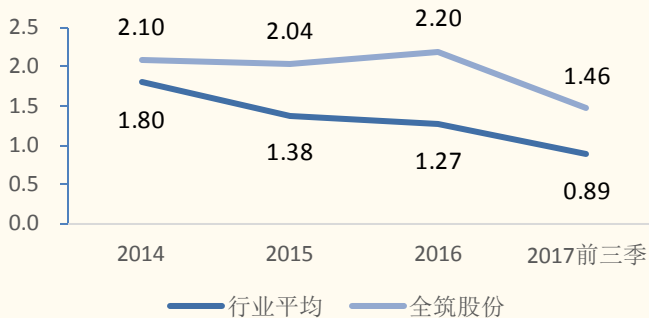
图表 9：公司三费率低于行业平均



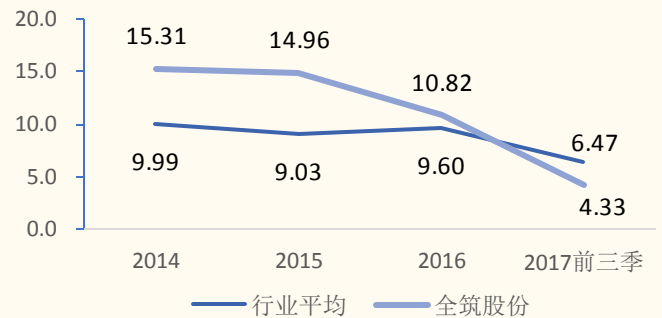
来源：wind，国金证券研究所

- **应收账款管理能力强，资产利用效率较高：**1) 应收账款管理能力较强：2014-2017 年前三季，公司应收账款周转率远远高于行业平均水平，虽然 2017 年前三季与 2014-2016 年相比回款速度有所下滑，但是在行业应收账款周转率下滑的整体趋势下依然保持高于平均的回款速度；2) 业务扩张下资产利用效率较高：2014-2016 年，公司维持高于行业平均水平的存货周转率，显示出较高的资产利用效率。2017 年前三季，因项目预投入增加，存货比期初增加 97%，存货周转率因而下滑至 4.33 首次低于行业平均，或系今年业务大幅扩张所致。

图表 10：全筑应收账款周转率高于行业平均



图表 11：前三季业务扩张致存货周转率首次低于平均

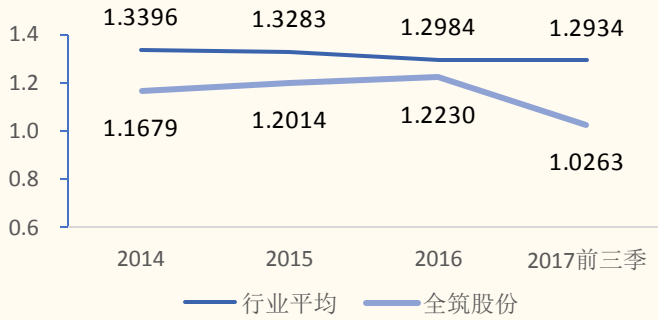


来源：wind，国金证券研究所

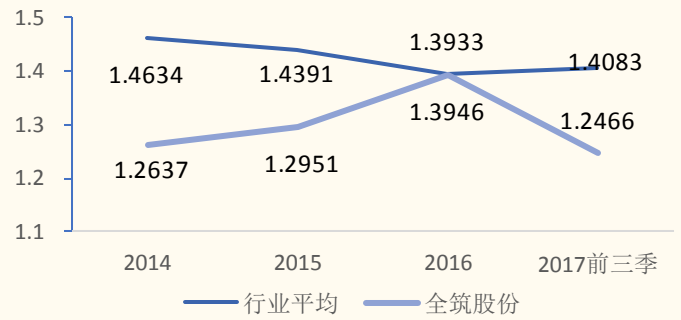
来源：wind，国金证券研究所

- **偿债能力维持稳健，前三季流动/速动比率首现下滑系业务扩张所致：**1) 公司流动比率、速动比率略低于行业平均，近年来总体保持稳健，偿债能力维持较好水平，有助于外部融资进一步推进业务发展；2) 据公司三季报，2017 年前三季短期借款较 2016 年年末增加 88%主要系恒大项目委托贷款增加所致，流动负债增加导致 2017 年前三季速动、流动比率首次下滑，显示公司业务规模扩大；3) 与行业平均水平相比，公司资产负债率与同业大致看齐略偏高，资本结构稳健，兼具成长型公司负债率偏高的特点。

图表 12: 公司速动比率稳健低于行业平均



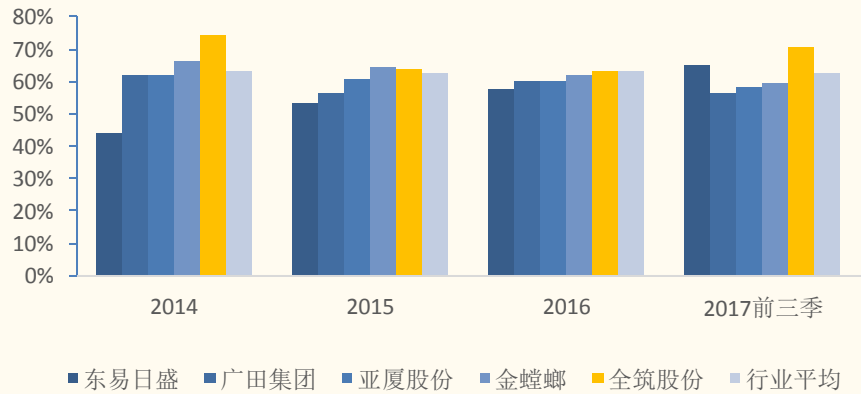
图表 13: 公司流动比率总体稳健



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

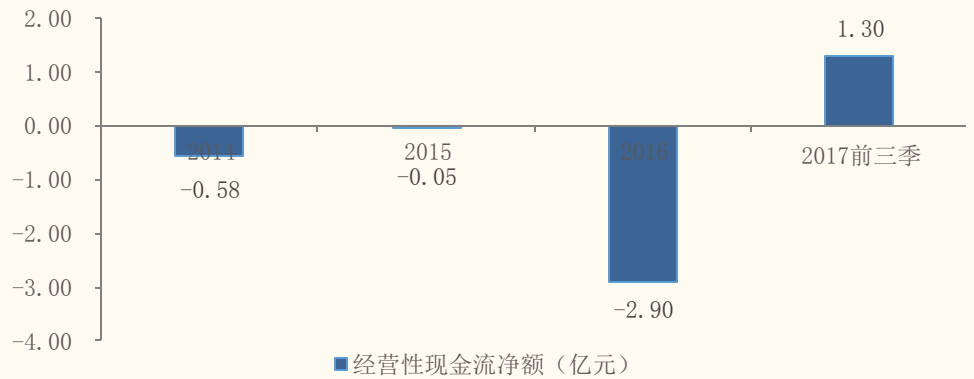
图表 14: 公司资产负债率略高于行业平均



来源: wind, 国金证券研究所

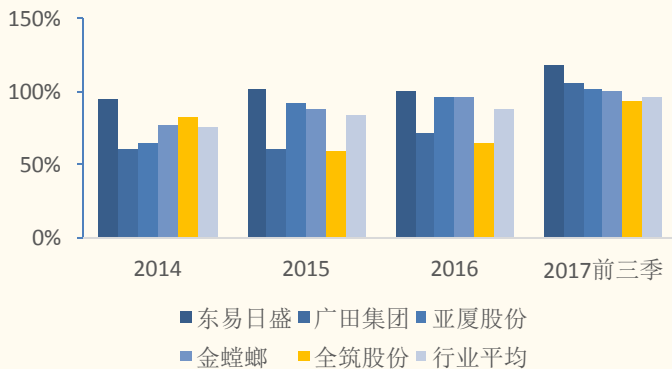
- 业务变现能力提升, 前三季经营现金流由负转正:** 1) 2017 年前三季, 公司经营性现金流扭负转正, 在项目规模扩张的前提下显示项目回款能力回升, 现金流状况大幅改善支撑后续业务开拓; 2) 2017 年前三季, 公司收现比自 2015、2016 年下滑后大幅回升至 93.7%, 达 2014 年以来最高水平, 显示前期业务回款力度加大; 3) 横向比较, 2017 年前三季公司收现比与行业平均差距大幅缩小, 体现公司业务变现能力逐步提升; 4) 公司近年付现比大致稳定符合行业趋势, 2015-2017 年前三季有所上升, 显示新债务形成速度下降, 债务压力有所减轻。

图表 15: 17 前三季经营性现金流扭负转正



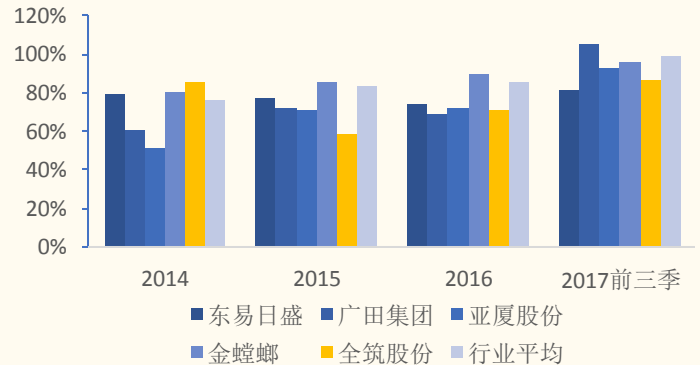
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 收现比逐步跟上同业



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 付现比随同行业趋势稳中有升



来源: wind, 国金证券研究所

二、全装修/长租公寓大幅扩充市场规模，叠加集中度提升营收料高速增长

2.1 需求端：市场规模快速上升，长租公寓带来新增量

2.1.1 政策密集出台+直击消费需求三大升级，全装修渗透率有望快速提升

- 我国全装修市场发展晚，空间巨大：1) 我国住宅全装修政策发展始于 2002 年《商品住宅装修一次到位实施细则》，和日本（20 世纪 60 年代）等发达国家相比，起步较晚，发展滞后，全装修市场正处成长期；2) 现阶段我国全装修渗透率不足 20%，北上等一线城市渗透率可达 50%，单相较于发达国家 80% 的渗透率成长空间巨大。

图表 18: 我国和美、日全装修行业发展对比：发展晚，渗透率低

	中国	日本	美国
开始阶段	20 世纪末	20 世纪 60 年代	20 世纪 60 年代
首部政策发布时间	2002	1959	——
当下渗透率	15%-20%	>80%	>80%

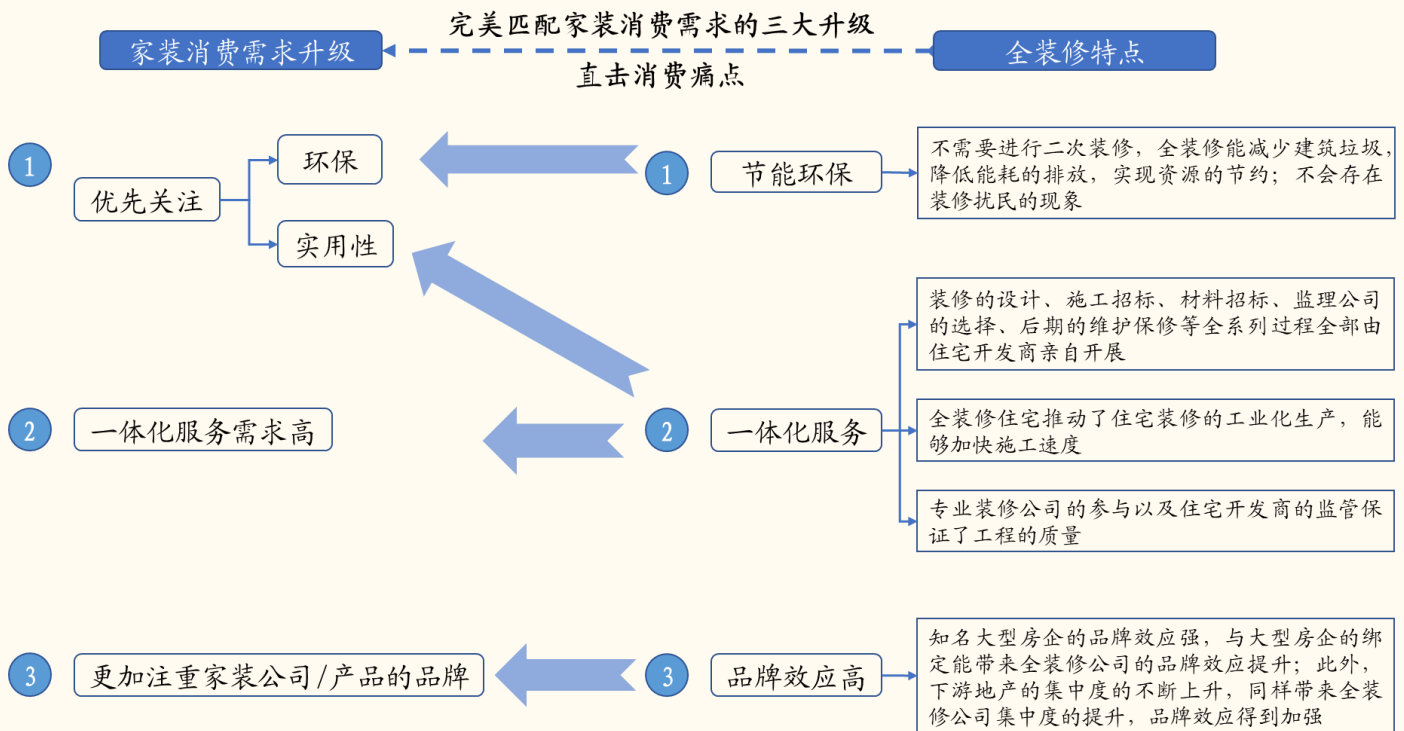
来源: 产业信息网、国金证券研究所

- 政策端“30%”硬指标下，供需两段发力：2) 2017 年 5 月 4 日，中国住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%；3) 各省市配合国家方针的对应政策出台时间较晚，普遍集中在 2015 和 2016 两年，距今历史较短，但推广力度大，其中安徽、辽宁、四川、上海和广西

等多地对全装修比例提出了明确的年限目标要求，其中不少省市对特定类型的新开工建筑全装修覆盖率要求更是超过了国家 30% 的统一标准。4) 除制定 30% 的渗透率外，需求端房贷优惠刺激助推消费者偏好向全装修倾斜，同时对下游地产商附以税收优惠+拿地政策鞭策，促使开发商倾向全装修模式。

- **全装修完美匹配家装消费需求的三大升级：**现阶段我国购房群体呈现年轻化，8090 后成为主力军，相比于“上一代”的消费理念，“新世代”学历更高消费观更加成熟、品牌意识更强。“新世代”群体的消费理念的不同直接导致家装消费群体的需求出现变化：**1) 环保与实用性优先关注；2) 一体化服务需求高；3) 注重家装公司/产品的品牌。**我们认为全装修具有三大特点：**节能环保/一体化服务/品牌效应高，完美匹配家装消费需求的三大升级。**

图表 19：全装修完美匹配家装消费需求三大升级，直击消费痛点



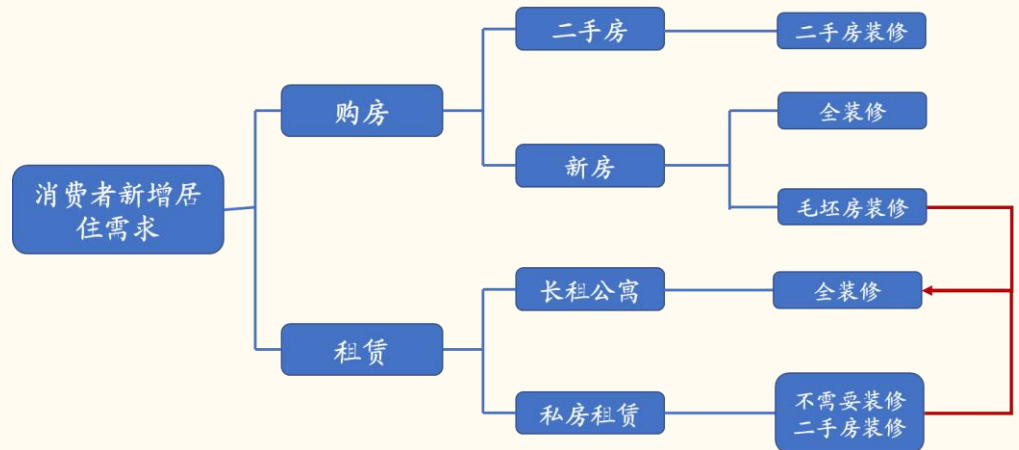
来源：国金证券研究所

2.1.2 “租售同权”大时代来临，扩容房屋租赁 B 端家装市场

- **“租售并举”政策频出，我国房屋租赁“大时代”来临：**2016 年国务院印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》从顶层设计明确提出培育住房租赁市场供应方，此后，提出的“租售同权”更是缩小了租房与购房的福利差异，满足了消费者的权利需求，有利于提高租房的租期稳定性，将推动长租公寓及其它住房租赁市场的稳健发展。
- **我国租赁市场的机构渗透率目前仅为 2%，远低于发达国家 35% 的比例，未来提升空间巨大。**根据中国饭店协会公寓委员会统计，到 2015 年底，国内拥有规模公寓企业超过 500 家，估计全国的长租公寓规模大概在 300-500 万间之间，**预测到 2020 年，长租公寓数量能达到 1000 万间。**
- **长租公寓为扩容全装修 B 端市场：**1) 市场认为长租公寓的兴起将挤占部分新房的销售，但是由于长租公寓的家装市场不过是下游地产开发商和长租公寓供应商的需求端切换，所以对家装市场并无影响；2) 我们认为，**由于小户型以及集中式的特点，长租公寓非常适合进行全装修，这对于 B 端家装公司来讲是一个新的业务领域。**新增的消费者居住需求一般通过两类方式解决：购房和租赁。“租售同权”政策推行后，对于消费者居住需求有两个方面的影响：**①原来在私房租赁领域的消费者选择长租公寓；②准备**

购房的消费者选择长租公寓。若原来在私房租赁领域的房客选择长租公寓，由于原来私房租赁几乎没有装饰需求，即便有装饰需求也是散装市场（或可以称为 C 端家装市场），对于 B 端家装公司来讲不是目标客户。因此从私房租赁转为长租公寓将会为 B 端家装公司带来增量市场。若准备购房的消费者选择长租公寓，由于购买的房屋有可能是全装修房屋（B 端家装公司目标市场），也有可能是毛坯房（C 端家装公司目标市场），但若选择长租公寓后则全部是 B 端家装市场，因此准备购房的消费者选择长租公寓也会带来 B 端家装公司市场规模扩张。**私房出租（二手房翻新市场）和新房毛坯房装修向长租公寓的切换，对全装修企业市场份额带来新的增量。**

图表 20：长租公寓为装修市场带来结构性变化，为全装修企业带来增量

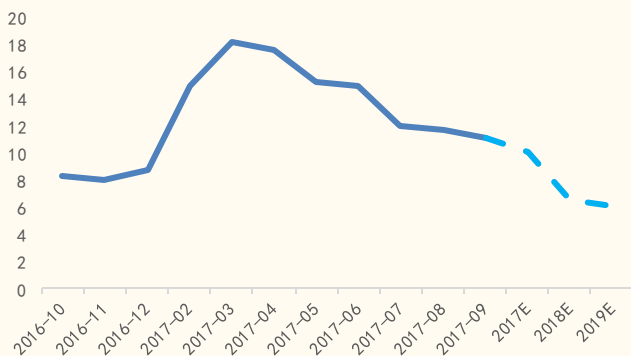


来源：国金证券研究所

2.1.3 全装修市场规模 2017-2020 年四年 CAGR 达 26%，2025 年有望破万亿

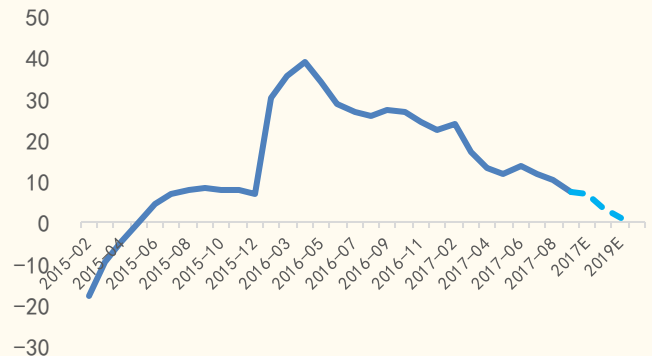
- **①购房/全装修：预计全装修市场规模 2020 年达 5000 亿元，四年 CAGR 达 20%，2025 年市场规模超 7 千亿。**
- **预计 2017/2018/2019 年住宅新开工面积同增 10%/6.5%/6%：**1) 为了预测新房全装修未来市场规模，我们首先必须判断新房新开工面积增速趋势。截止到 2017 年 9 月，今年的土地购置面积仍保持在 12% 以上的同比增速。从拿地到新开工的周期时间看，未来新开工增速有一定保证，17 年年底预期住宅新开工增速 10%。2) 销售方面，截至 9 月住宅销售面积增速 7.6%，2017 全年住宅销售面积预期增速 7%。在未来房地产长效机制的推行下，地产销售增速仍将逐渐回落，保持较平稳的增长，我们预期 2018/2019 年住宅销售面积同增 3.5%/1%。3) 考虑到明后年开发商对销售预期谨慎，预测 2018/2019 年新开工面积同增 6.5%/6%，而在 2020-2025 年，我们假设地产新开工面积维持 0 增长。

图表 21：住宅新开工面积增速预计将逐渐回落



来源：wind、国金证券研究所

图表 22：房地产销售面积增速预计将逐渐回落



来源：wind、国金证券研究所

- **预计 2020 年全装修市场规模达 5 千亿元（四年 CAGR 达 20%），预计 2025 年全装修市场规模超 7 千亿元：**根据十三五规划，2020 年新开工全装修成品住宅面积达 30%。1) 根据地产团队的预测，2017/2018/2019 年住宅新开工面积同增 10%/6.5%/6%，2020-2025 年，地产新开工面积维持 0 增长，2016 年地产新开工面积为 11.59 亿平米，则 2020/2025 年地产新开工面积均为 14.39 亿平米；2) 估计现阶段全装修渗透率 17.5%，全装修每平米 1000-1200 元的装修价格，预计 2020 年全装修市场规模达 4318-5181 亿元，2016-2020 年四年 CAGR 达 20%；3) 假设 2025 年全装修渗透率达 50%，预计 2025 年全装修市场规模达 7196-8635 亿元。

图表 23：预计 2025 年全装修市场规模超 7 千亿元

	2016		2020		2025	
全装修价格（元/平米）	1000	1200	1000	1200	1000	1200
全装修渗透率	17.5%	17.5%	30%	30%	50%	50%
住宅新开工面积（亿平米）	11.59	11.59	14.39	14.39	14.39	14.39
全装修市场规模（亿元）	2028	2434	4318	5181	7196	8635

来源：wind，国金证券研究所

- **②租赁/长租公寓：未来 2017-2025 年将累计带来 B 端家装市场规模约 2 万亿：**1) 政策助推下，长租公寓发展前景巨大，现阶段长租公寓供求缺口较大为家装公司创造巨大增量需求；2) 预计未来我国每年租房人口达 1.79 亿人，假设 2020 年我国长租公寓新开工面积可满足 10%的租房人口的需求，参考社科院的《中国经济体制改革报告 2013》预计到 2020 年我国城市人均住宅面积积达 35 平米，保守预计租客人均住宅面积约 30 平米；3) 假设 2025 年我国长租公寓新开工面积可满足 30%的租房人口的需求，预计租客人均住宅面积约 35 平米；4) 考虑长租公寓装修以全装修/精装修为主，精装修价格更高，下面我们按照全装修价格预估长租公寓为装饰市场贡献市场空间，假设全装修每平米装修价格在 1000-1200 元，预计 2017-2020 年间长租公寓为 B 端家装市场带来 4290-5148 亿元市场空间，预计 2017-2025 年间长租公寓为 B 端家装市场带来 17517-21020 亿元。

图表 24：2017-2025 年间长租公寓为 B 端家装市场带来 1.8-2.1 万亿元

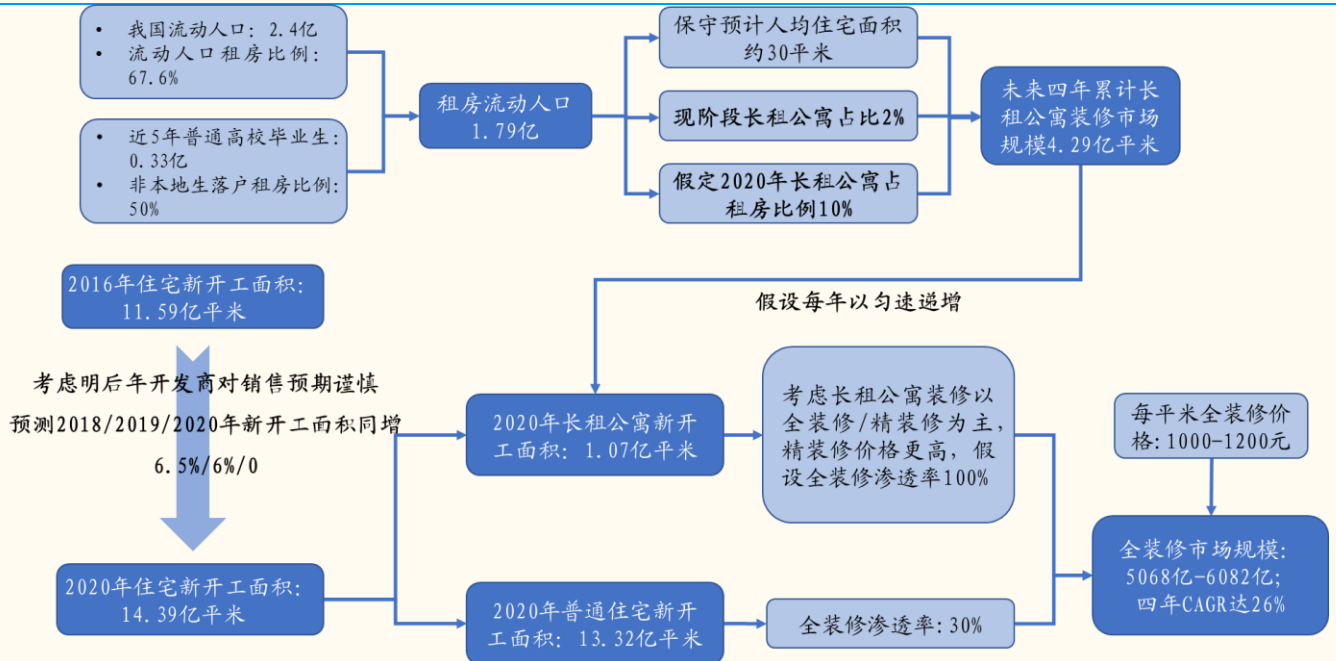
	2020		2025	
每平米全装修价格（元）	1000	1200	1000	1200
我国流动人口（亿）	2.4	2.4	2.4	2.4
流动人口租房比例	68%	68%	68%	68%
五年高校毕业生	0.33	0.33	0.33	0.33
非本地生源且落户	50%	50%	50%	50%
租房流动人口（亿）	1.79	1.79	1.79	1.79
人均住宅面积（平米）	30	30	35	35
现阶段长租公寓占比	2%	2%	2%	2%
长租公寓占租房比例（假定）	10%	10%	30%	30%
累计长租公寓装修市场规模（亿元）	4290	5148	17517	21020

来源：wind，国金证券研究所

- **③考虑长租公寓对于购房需求的挤出效应，2020 年全装修市场规模超 5000 亿元，四年 CAGR 达 26%，2025 年全装修市场规模有望破万亿：**我们将住宅新开工面积分为普通住宅（购房需求）新开工和长租公寓（租赁需求）新开工面积，①考虑 2017-2020 年长租公寓新开工满足 10%的租客需求（现阶段满足 2%的租客需求），2021-2025 年长租公寓新开工面积满足 30%的租客需求，则 2017-2020/2021-2025 年新开工面积达 4.29/13.4 亿平米，假设每年以匀速递增，则 2017-2020 年/2021-2025 年均长租公寓新开工面积为 1.07/2.68 亿平米，②根据 2020/2025 年住宅新开工面积分别为 14.39 亿平米，则 2020/2025 年普通住宅新开工为 13.32/11.71 亿平米；2) 2020/2025 年普通住宅全装修比例按 30%/50%预计，假设长租公

寓全装修比例达 100%，按全装修 1000-1200 元/平米的价格测算，预计 2020 年全装修市场规模为 5068-6082 亿元，四年 CAGR 达 26%，预计 2025 年全装修市场规模达 8536-10244 亿元，九年 CAGR 达 17%。

图表 25：考虑长租公寓对于购房需求的挤占，预计 2020 年全装修市场规模超 5000 亿元，四年 CAGR 达 26%，2025 年全装修市场规模有望破万亿

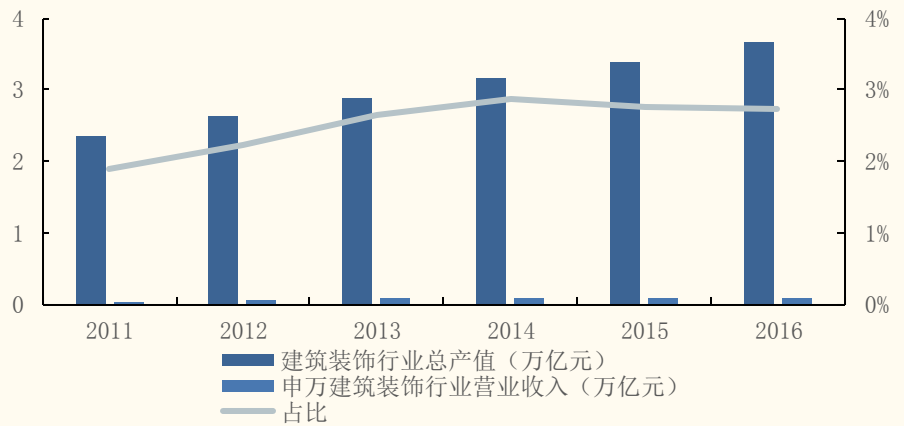


来源：国金证券研究所

2.2 供给端：四大路径促 B 端家装龙头集中度提升，定制精装促财务报表良性扩张

- **大行业小公司格局明显，行业集中度低竞争充分：**1) 建筑装饰行业由于进入门槛较低，存在“大行业，小公司”的局面。相较公装市场，家装市场门槛更低，中小企业偏多，行业离散度较高，目前“游击队”式的装修占整个装修容量的 65%左右；2) 2016 年全国建筑装饰行业完成总产值 3.66 万亿，而 2016 年申万装修装饰行业 25 家上市公司总营收 1039 亿，占全国建筑装饰行业完成工程总产值的 2.84%，总营收第一的金螳螂占比也仅为 0.54%，意味着有领先优势的上市公司仍有广阔的发展空间。
- **市占率总体呈稳步上升，集中度提升趋势已现：**现目前，行业仍呈现大行业小公司竞争格局，但行业营收集中度呈现稳步提升的趋势，我们以申万装修装饰行业上市公司总营收/全国建筑装饰行业总产值衡量上市公司市占率，现目前，21 家上市公司市占率已由 2011 年的 1.89% 提升至 2016 年的 2.74%，五年 CAGR 达 7.63%。

图表 26: 21 家上市公司市占率五年 CAGR 达 7.63%



来源: wind, 国金证券研究所

- 现阶段家装行业竞争充分，集中度有提升趋势，我们认为，**下游地产集中度提升+净利率提升+资金壁垒+全产业链布局四大引擎下，家装市场集中度有望进一步提升**：1) 下游地产集中度逐步提升，未来将保持强者恒强的格局，带动 2B 型家装公司集中度提升；2) 大型家装企业盈利能力远超行业平均水平，在营改增助推带来的政策红利叠加大型企业在上游材料供应商议价能力更强，净利率有望进一步提升；3) 大型项目资金需求高，资金实力弱的中小企业将举步维艰；4) 全产业链布局向向上下游整合资源有望进一步拓宽市场增厚营收。

图表 27: 四大引擎促行业集中度提升



来源: 国金证券研究所

三、合作房企集中度上升公司受益，多元化优势分散风险

3.1 打造大房企客户群，长期合作伙伴利益深度捆绑

- **深度绑定大房企，经营抗风险能力强**：目前公司与全国上百家房地产企业建立了长期合作关系，包括恒大、复地、绿地、绿城、上海城开等知名大型房地产企业，根据公司 2016 年报，公司应收账款主要来源于大房企，大型房地产企业经营稳定、抗风险能力强，在资金交付实力方面也更有保障。

图表 28: 公司 2016 年应收账款主要来源于大房企，与大房企合作密切

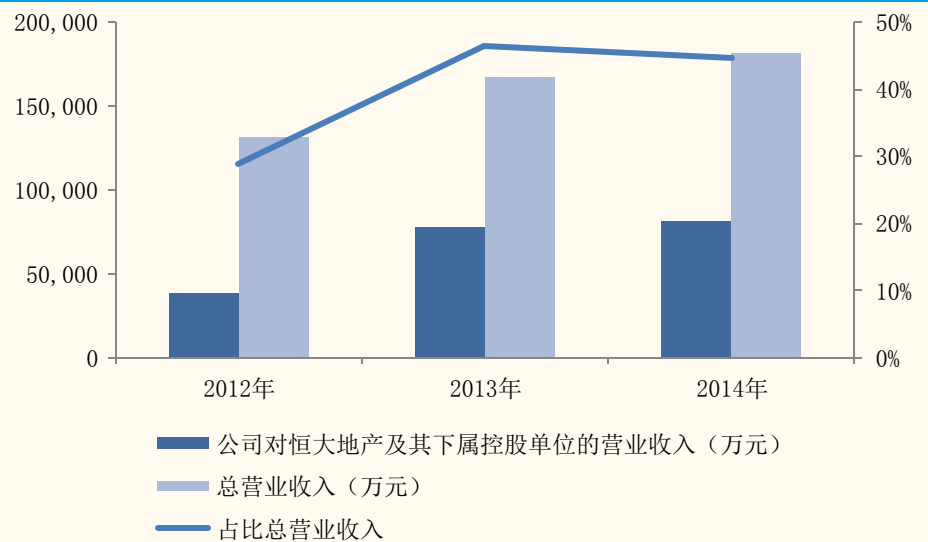
单位名称	金额 (亿元)	占应收账款总额比例
恒大地产集团有限公司及其下属控股单位	8.83	45.38%
上海北蔡房地产发展有限公司及其下属控股单位	0.64	3.28%

单位名称	金额 (亿元)	占应收账款总额比例
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司及其下属控股单位	0.63	3.24%
上海城开 (集团) 有限公司及其下属控股单位	0.59	3.02%
复地 (集团) 股份有限公司及其下属控股单位	0.51	2.63%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **公司为重大客户恒大地产的战略合作伙伴:** 1) 公司为恒大地产战略合作伙伴, 根据公司招股说明书, 恒大地产选择装饰施工企业未采取公开招标或邀标形式而是对合作商实行标准化管理, 在建筑装饰百强企业中选取优质企业作为战略合作伙伴。公司作为恒大地产认定的战略合作伙伴优势突出, 2017 年下半年全筑股份荣获“恒大集团海南公司优秀合作伙伴”和“恒大旅游集团优秀合作伙伴”两项荣誉称号; 2) 恒大业绩持续高速增长。2015/2016/2017H1 新开工面积达 4256/5138/4130, 同增 40%/21%/74%, 恒大 2017 年 1-10 月销售金额 4208 亿, 同比增长 33%; 1-10 月销售面积 4227 万平方米, 同比增长 8%。恒大于 2016 年已经实现全装修占公司销售面积的 100%, 完成全装修全覆盖, 近三年销售金额复合增速高达 68%, 超过万科、碧桂园、保利等同等等级地产, 公司作为恒大的长久战略合作伙伴有望从中进一步受益。

图表 29: 公司与恒大地产的营收占公司总营收比重从 12 年 28% 上升至 14 年 45%



来源: 招股说明书、国金证券研究所

- **区域性领军企业城开集团系公司发起人之一, 持有公司股份 2.92%:** 1) 2010 年 11 月, 公司新增注册资本均由新增投资者城开集团和棋盘投资认缴, 每 1 元出资额对应增资价格为 43.50 元; 2011 年, 公司整体变更为股份有限公司, 城开集团作为发起人之一, 持股 4.37%; 经过公司多次增发, 截止 2017 年 10 月, 城开集团持股 2.92%; 2) 城开集团委派原城开集团战略投资中心总经理王亚民为公司董事, 任期至 2017 年 3 月; 3) 公司通过参与城开集团的公开招投标或邀请招投标方式获得城开集团的全装修施工业务, 2014 年, 公司向城开集团及其下属控股单位提供装修、家具和设计服务, 占同类交易金额的比例分别为 14.78%、1.97% 和 5.86%。

图表 30: 公司向城开集团销售货物、提供劳务 (亿元)

单位	定价原则	交易内容	2014 年度	2013 年度	2012 年度
城开集团及其下属控股单位	参考市场价格	装修/家具/设计	1.06	0.33	1.95

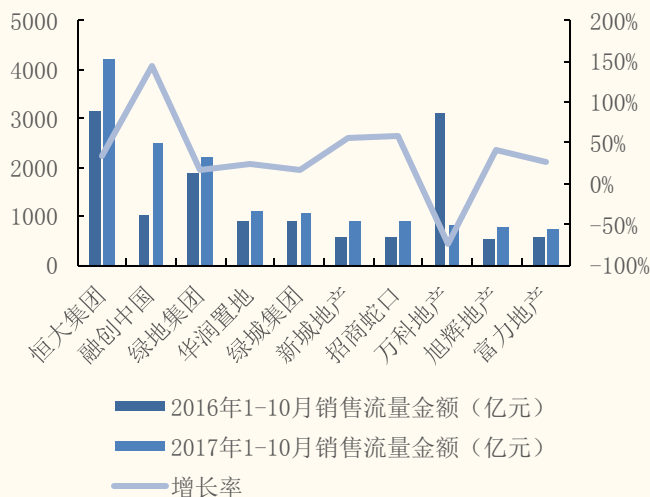
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **战略牵手金大地，契合公司海外发展需求：**1) 2016年11月，公司和金大地签订战略合作框架协议，预计未来三年将产生30~50亿元订单，为公司未来业绩提供保障；2) 扩宽海外业务：金大地专注于城市综合体开发与运营，开发项目遍及中国各大中心城市，海外业务范围还延伸到了北美、东南亚、非洲等地区。牵手金大地除了给公司带来稳定的营收外，也深度契合公司海外布局需求。
- **公司与万科互利共赢，合作时间长：**自2008年建设部《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》大力推广和扶持全装修房后，万科与全筑之间的全装修合作开始驶入快车道，合作形式从最初简单的装修合作，发展到多城市多项目全产业化装修的合作模式。全筑集团作为国内知名的装饰装修企业集团，在品牌知名度、全装修质量和服务理念方面与作为房地产领军企业的万科有着极高的契合度，而且全筑从装饰装修角度研发的全装修系统与万科集团从房产开发角度总结的全装修标准互为补充互相借鉴，促进了企业双方互利共赢。

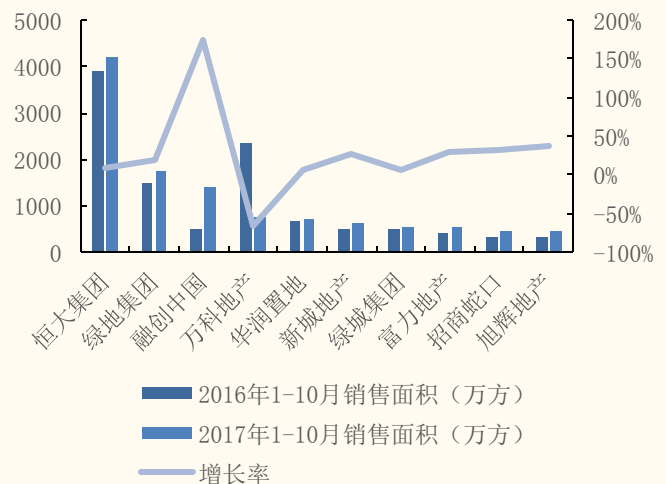
3.2 合作房企业绩增长集中度上升，公司有望受益

- **合作大房企业绩同比攀升，公司坐享红利：**2017年1-10月房地产企业销售金额排名top20中有10家公司与全筑是合作伙伴关系，彰显了全筑坚持推行大客户战略的价值。这十家房企2017年1-10月销售流量金额和销售面积同比增速较快，其中融创业绩攀升速度最快，增幅超过140%/170%。全筑作为大房企的合作伙伴，将从中受益。

图表 31：十大房企 2017 年 1-10 月销售金额增速较快



图表 32：十大房企 2017 年 1-10 月销售面积增速较快

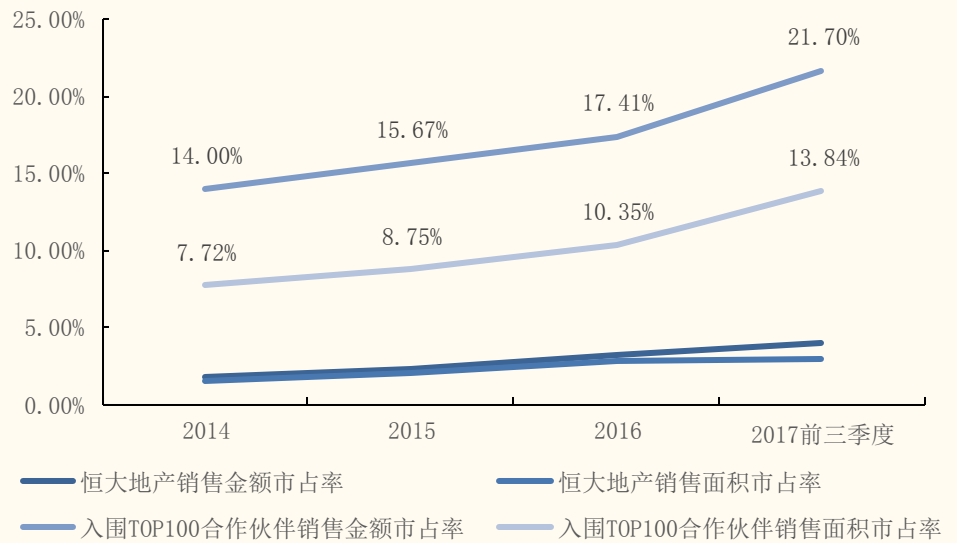


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **销售金额/销售面积市占率视角看合作房企的集中度上升，全筑股份有望受益：**1) 根据公司官网公布的全筑合作伙伴，并参照克而瑞研究中心发布的系列中国房地产企业销售 TOP100 名单：①按销售金额评比，合作伙伴入围 2014、2015、2016、2017 前三季度的数量分别为 20/22/21/21；②按销售面积评比，合作伙伴入围 2014、2015、2016、2017 前三季度的数量分别为 19/21/22/21；合作伙伴整体入围数量保持稳定；2) 我们根据入围 TOP100 的合作伙伴的 销售金额/销售面积在全国商品房销售金额/面积的占比来分析合作房企的市占率变化情况，数据显示，入围合作伙伴的销售金额市占率从 2014 年的 14%提高至 2017 年前三季度的 22%，入围合作伙伴的销售面积市占率从 2014 年的 7.7%提高至 2017 年前三季度的 13.8%，合作伙伴的入围数量保持稳定且市占率的显著提高证实了集中度的上升；3) 公司的最大合作伙伴恒大地产的销售金额市占率由 2014 年的 1.8%提升至 2017 年前三季度的 4%，销售面积市占率由 2014 年的 1.6%提升至 2017 年前三季度的 3%，最大合作伙伴市占率上升显著；4) 合作房企市占率上升利于带动全筑股份装饰装修业务规模的增大，公司未来市占率有望提升。

图表 33: 合作房企销售金额/销售面积市占率提升证实集中度上升



来源: wind、克而瑞研究中心、全筑股份公司官网、国金证券研究所

3.3 多元化优势客户群分散风险保障可持续发展

- **客户资源多元化分散客户风险:** 根据公司官网显示, 全筑股份主要合作伙伴为 43 家, 主要包括恒大集团、三盛集团、富力地产、陆家嘴地产、旭辉地产等, 其中进入 2017 年 1-10 月全国销售排行榜前 100 的共 23 家, 通过客户资源多元化实现分散客户风险。

图表 34: 全筑股份客户群体更为分散



来源: 公司官网, 国金证券研究所

四、定制精装蓝海新征途, 全产业链布局完善实力超群

4.1 全产业链布局完善实力超群, 子板块战略发展各显神通

- **装修产业链布局完成, 多业务模式扩张:** 同类竞争企业之中, 公司装修全产业链链条已率先完成, 提前布局装修后服务市场; 通过近年来的外延发展, 公司已顺利搭建出集建筑装饰研发与设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的装修生态圈。

图表 35: 竞争企业产业链布局对比, 公司率先完成全产业链布局

	设计	施工	家具生产	配套软装	装修后服务
全筑股份	√	√	√	√	√
金螳螂	√	√	√	√	×

	设计	施工	家具生产	配套软装	装修后服务
广田集团	√	√	√	√	×
亚厦股份	√	√	√	√	×
东易日盛	√	√	√	√	×
洪涛股份	√	√	×	√	×

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 36：公司全装修产业链布局

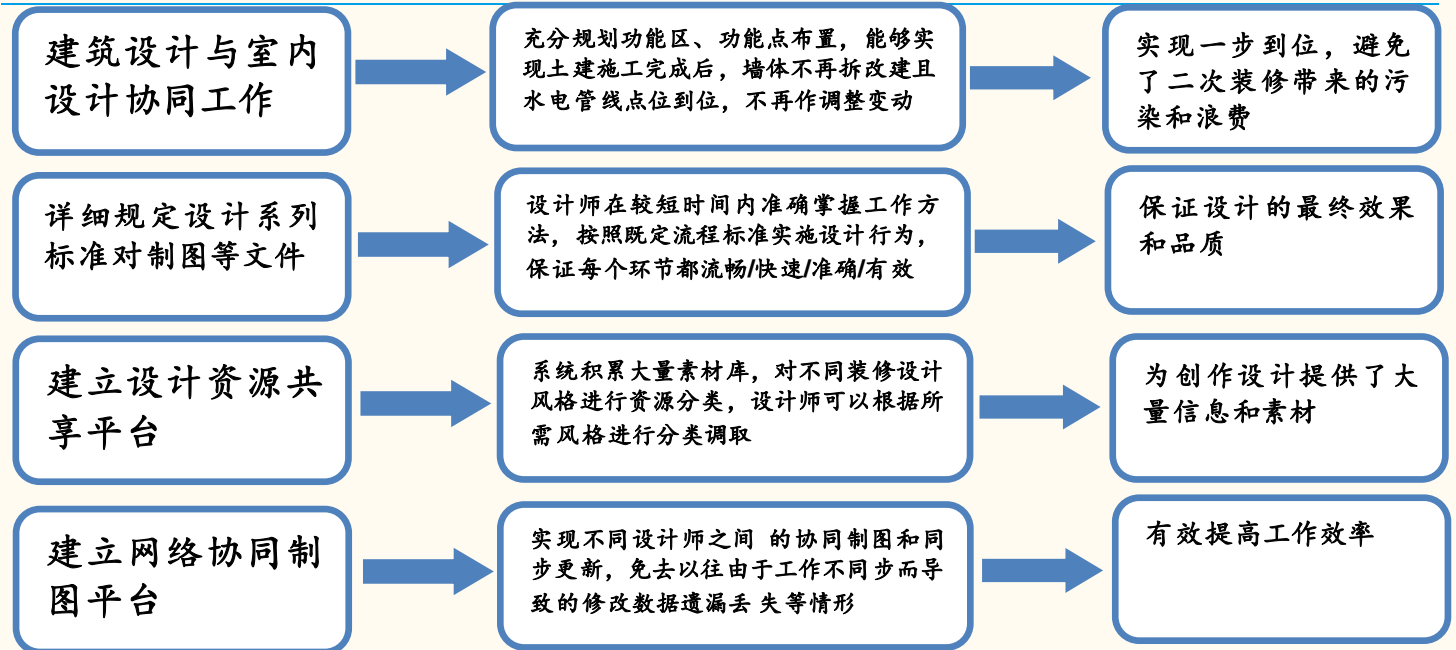
设计	施工	家具生产	软装配套	装修后服务
<ul style="list-style-type: none"> • 伍洲设计 • 全筑设计 • 地东设计 • 贝恩设计 	<ul style="list-style-type: none"> • 全筑住宅 • 新军住宅 	<ul style="list-style-type: none"> • 全筑家具 	<ul style="list-style-type: none"> • 全品装饰 	<ul style="list-style-type: none"> • 全筑易

来源：公司官网、国金证券研究所

■ 设计一体化，全筑“D”集团打造完整设计链

- 设计一体化，协同作业提高设计效率：①公司倡导推行设计一体化模式，通过建筑设计与室内设计协同工作，从源头解决装修带来的环境污染/资源浪费等问题，建造环保绿色住宅。②同时通过深入推行协同作业平台，建立设计资源共享平台，建立网络协同制图平台实现设计师间的协同制图和同步更新，有效提高工作效率。

图表 37：设计一体化优势



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- 全筑“D”集团全力完善设计链优势，打造品牌设计：2017年11月9日全筑设计集团成立，设计集团涵盖全筑股份旗下所有的设计业务板块，由几十位享誉境外的资深合伙人构建而成，专业背景卓越，提供完善的设计链优势和先进的设计技术。设计集团下8个分支机构全

面覆盖城市规划、文旅特色小镇、商业地产综合体、高端住宅地产等各个领域设计咨询业务，未来公司设计业务与施工业务有望深度融合。

图表 38：设计集团（全筑“D”集团）下属 8 个分支机构及其业务范围



来源：公司设计集团成立庆典、国金证券研究所

- **施工工业化，外延并购推动全装修/精装修并进，硬装/软装并举：**1) 全装修：作为公司主营，全装修一直是公司的核心业务，借助内生外延进行在全国范围内进行更深入局部；2) 精装修：近年来，公司紧跟随时代脚步，在装配式建筑加速渗透的预期下，公司积极加大力度布局精装修市场：①.2016 年 12 月，设立上海全筑新军住宅科技公司，主要定位于精装修市场；②.2017 年，上海全筑新军住宅科技公司投资参股 4 家定制精装公司，范围覆盖上海、成都、河南、湖北；③.2017 年 4 月，通过设立合资公司“中梁全筑”，通过强强战略联合，深入布局精装修市场；3) 硬装布局：公司主营业务主要依靠硬装拉动，是公司当下的主营核心所在。近年来，公司通过并购方式，深入硬装市场：①.2016 年 7 月，参股高昕节能，进军幕墙领域；②.2017 年 6 月，受让艾尔门窗 30% 股权，进军门窗业务；4) 软装布局：①.全筑家具：建有 20000 m²现代化的厂房和全套先进的生产流水线，从事家具、整体橱柜等各类装饰部品制造，位于软装最上游；②.全品装饰：集团旗下专业软装配饰公司，提供软装整体配套服务；③.GOS 战略合作布局橱柜业务：于与澳大利亚橱柜企业 GOS 签订意向合作协议，为公司在橱柜业务深度布局提供方向。
- **配套装饰生产工厂化，适应全装修工业化进程：**随着以工厂化生产/现场装配为基础的住宅全装修工业化的推进，部品工厂化率将以较快速率增长。公司拥有木制品加工生产基地/新增装配式工厂为住宅全装修进行工程配套，助力全装修业务规模扩大，加快全装修工业化进程。
- **装修后服务互联网化，存量翻新市场不可忽视**

 - **装修后服务互联网化，从传统转型重要一步：**由于装修后服务提供的是产品服务，产品可以互联网化，因而公司认为装修后服务可以互联网化。公司控股子公司全筑易目前正在提供线上线下装修后服务的公

司。装修后服务互联网化，激发公司在坚守主业不变的大前提下焕发新活力，是公司实现从传统转型的重要一步。

- **存量翻新时代另辟蹊径，开拓布局装修后服务：**根据我们的测算，预计未来五年间装修后市场规模近千亿元，存量翻新市场不可忽视；且经济下行压力逐渐显现，一手房若供需减小，开拓装修后服务可对冲新房交易萎缩对传统装修的影响；2) 公司将产业链时间轴拉伸至装修之后，通过与房地产和物业公司的积极合作，为衍生客户提供软装、维护、家居等装修后服务，打通装修市场和装修后市场通道。

图表 39：装修后市场互联网平台各有特点，全筑作为上市公司率先入驻“装修后服务市场”

名称	成立日期	特点
多彩饰家	2013 年 7 月	把住房拆分成各种零件，为其换新，涵盖近 20 类的服务项目
神工 007	2014 年 3 月	平台通过聚合大量的行业工人、合作商家、覆盖城市广，根据服务派出合适的工人，模式类似 uber
万能小哥	2015 年 5 月	围绕家庭的安装维修业务，平台不提供配件

来源：公司官网、国金证券研究所

4.2 与时代同行，定制精装蓝海新征途

- **定制精装符合消费者需求，全装修公司切入 C 端，将使得未来财务报表持续良性扩张：**根据我们在家装行业深度报告《“租售并举”开启 B 端家装市场进入新时代》的内容我们认为：1) 对消费者而言，定制精装兼具省时省力省钱满足个性化需求四重优势，消费升级助推下未来可期；2) 对企业而言，定制精装改善企业报表：定制精装准确定位消费者需求，着眼高端楼盘/与大房企深入合作提高营收规模；高附加值设计提升业务毛利率；B2B2C 模式下直接与业主签约付款，加速回款改善现金流。3) 大型家装企业已顺利搭建出集建筑装饰研发与设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的装修生态圈，扩宽目标市场进一步增厚营收。

■ 深度布局定制精装

- 公司于 2016 年 12 月设立了全资子公司——上海全筑新军住宅科技公司，旨在**以楼盘为入口面向 C 端提供定制精装服务**。2017 年，公司已通过上海全筑新军住宅科技公司投资参股 4 家定制精装公司。
- **强强联手“梁筑”跨界融合未来可期：**2017 年 4 月，公司控股子公司全筑新军与上海中梁地产共同出资打造定制精装业务，设立子公司上海中梁全筑住宅科技有限公司。在服务模型上，未来合资公司的线下服务平台为中梁地产所有的项目的售楼处，线上平台为全筑定制精装网站。“梁筑”融合专业房地产商基因+专业定制精装企业基因，旨在为住宅消费升级时代的购房者，提供超越传统精装房的产品附加值和高品质生活场景体验。伴随未来“梁筑”的发展，全筑定制精装的产业版图也将进一步扩张。
- **定制精装业务备受青睐：**全筑定制精装自推出以来，紧随政府全装修政策导向，在全国范围内广受开发商青睐。目前全筑定制精装业务已经迅速在长三角区域打开局面，并顺利进军武汉、成都、郑州、合肥、南昌等十多个城市，截止 2017 年 10 月，全筑定制精装业务已签约落地四十多个项目，成为中国定制精装行业的强力开拓者和产品打造专家。

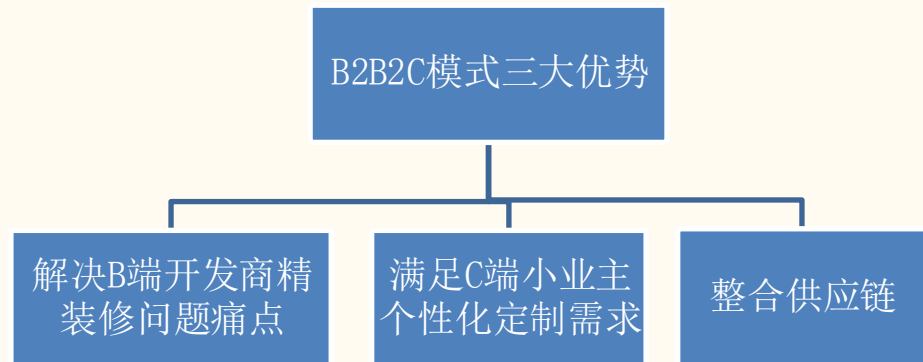
图表 40：公司 17 年精装布局

	公司名称	注册资 本(万 元)	间接持 股	业务性质
2017/4/26	上海中梁全筑住宅科技有限公司	1000	50%	定制精装
2017/4/19	成都全筑新军住宅科技有限公司	500	90%	定制精装
2017/4/19	河南全筑新军住宅科技有限公司	1000	70%	定制精装
2017/4/19	湖北全筑新军住宅科技有限公司	500	80%	定制精装

来源：公司公告、国金证券研究所

- B2B2C 模式搭台优势多：**1) B2B2C 主要强调通过房地产开发商(TO B)资源平台实现向最终端即个人小业主(TO C)的导入,打通全产业链,为个人小业主提供个性化定制装修服务,通过“后台标准化、前台多样化、双轨定制、柔性生产”的创新业务模式全营销周期解决开发商(B 端)及消费者(C 端)痛点; 2) 开发商: 服务全面适配所有在售楼盘+助力售前营销+解决售后痛点。①定制精装服务全面适配所有在售楼盘: 针对毛坯交付楼盘提供集“基础包+增值包+软装套餐”于一体的整体精装解决方案;针对精装交付楼盘提供集“硬装增值+软装套餐”于一体的精装后增值服务解决方案。②**五大手段助力营销增值:**全筑定制精装通过场景样板间、VR 虚拟样板间、全筑定制精装网站、营销活动、微营销五大手段提供线上线下全方位的营销助力系统,与开发商营销节点无缝对接配合开发商营销工作。③**两次交房解决售后痛点:**B2B2C 模式通过两次签约两次法律主体变更两次交房,成功解决 B 端开发商精装修售后问题痛点; 3) C 端小业主: 满足个性化定制需求+性价比需求; 4) B2B2C 整合供应链,充分将企业和个人需求整合在一起,既节约了成本,又降低企业拓展业务时的管理难度。

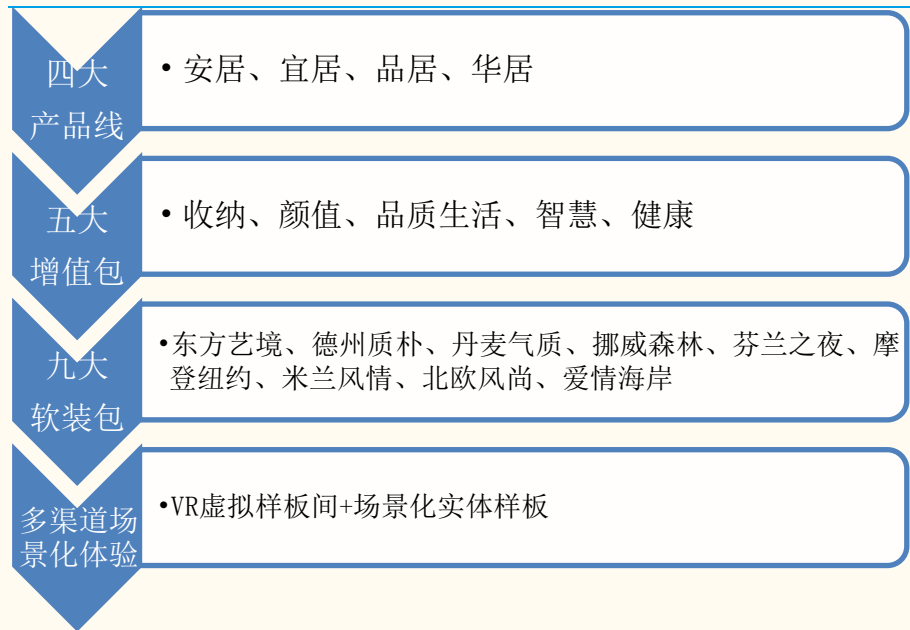
图表 41: B2B2C 模式搭台优势多



来源：公司官网、国金证券研究所

- 四大产品线+五大增值包+九大软装包+多渠道场景化体验打造个性化定制精装：**全筑定制精装主打安居、宜居、品居、华居四大产品线,附增收纳、颜值、品质生活、智慧、健康五大增值包以及九大软装包。相较于传统精装,标准化降低成本,同时通过标准化产品的组合满足业主从基础硬装到个性升级的不同需求。

图表 42： 标准化组合=个性化选择



来源：公司官网、国金证券研究所

4.3 长租公寓兴起，静待全产业链布局+定制精装的化学反应

- **保障房全装修布局七年经验丰富，助力抢占长租公寓市场先机：**1) 公司自2010年就介入到保障房和公租房全装修的实施方案中，参建了上海市保障房的标准和建设导则；2) 公司通过研发新产品和工艺提高装修效率，通过定制产品降低中间销售和仓储成本，解决了保障房全装修成本高、利润低的问题；3) 保障房和长租公寓装修有着规范性、标准性和规模性的共同特点，公司凭借在保障房全装修领域深耕七年的丰富经验和研发成果，在兴起的长租公寓市场中具备先发优势。
- **下游地产纷纷布局长租公寓，公司有望深度受益：**1) 目前房企切入长租公寓领域主要有两种方式，一种是单独成立长租公寓品牌，即自营长租公寓品牌，如万科、龙湖、金地、招商蛇口、旭辉、远洋等；另一种是和专业的长租公寓运营公司合作，如保利、绿城、阳光城、复星等等，其中自营方式是主要方式；2) 全筑的合作伙伴纷纷布局长租公寓市场，包括万科、旭辉、远洋、绿城等企业；3) 作为业务与下游房地产商深度绑定的全装修供应商，公司借力合作房企已顺利切入保障房市场，未来在下游房企大力布局长租公寓的趋势下，公司凭借与房企的长期合作关系和标准化装修业务的丰富经验，有望继续成为大房企的首选合作伙伴，顺利切入长租公寓市场分享大蛋糕。

图表 43： 主要合作房企布局长租公寓情况

企业名称	品牌名称	创办时间	方式	类型	布局城市
招商蛇口	壹栈、壹间、壹棠	2012.08	自营	精装/服务式公寓	深圳
万科地产	泊寓	2014.12 开始， 2016.08 更名为泊寓	自营	租赁服务品牌、精装集中式公寓为主	广州、上海、北京、深圳、厦门、合肥、重庆、沈阳、福州、佛山、济南、乌鲁木齐等
金地集团	自在遇、荣尚荟、草莓社区	2016.07	自营	国际青年公寓	武汉、苏州、深圳
龙湖地产	冠寓	2016.08	自营	青年生活社区	重庆、成都、苏州
旭辉集团	领寓、旭派	2016.06	自营	国际社区、青年社交公寓	重庆
保利地产	UOKO 公寓	2015.07	合作	青年社交平台	成都
远洋地产	擎峯&橡树	2015.08	合作	服务式公寓	杭州、大连
绿城服务	绿城优客	2015.12	合作	青年公寓	成都、武汉、杭州、北京

来源：亿欧、国金证券研究所

- **全产业链布局+定制精装，人居环境塑造者渐成，人居生活服务提供者可期：**1) 考虑消费者“一体化”服务需求更加强烈，公司通过定制精装切入 C 端用户与其建立更加紧密的联系+全产业链布局，旗下家具生产+软装配套业务扩容传统装修业务；2) 考虑公司宗旨为“人居环保塑造与人居生活服务的提供者”，我们认为公司凭借与 C 端用户的紧密联系未来或走向服务业（保洁业务、维修业务等）。
- **长租公寓+定制精装+全产业链布局，岂止千亿蛋糕：**1) 现阶段长租公寓参与者主要模式为以租赁方式取得房屋使用权投入资金进行整装，统一配置设施，考虑长租公寓消费者对个性化需求更低，更适合标准化，定制精装优势明显，同时在公司全产业链布局下可提供“一站式”服务，长租公寓参与者或更倾向于向装修公司购买对应家具及软装配套；2) 现阶段长租公寓中小户型居多，以万科为例，2017 年 5 月万科旗下的长租公寓品牌“泊寓”于北京推出两种户型分别为 20 平米和 30 平米，中小户型对空间利用率要求更高，定制家居根据室内空间布局特点进行产品设计可以更加充分地利用有效空间，为定制家居带来更多机遇；3) 我们认为公司凭借全产业链布局，有望扩容其装修施工业务，快速打开其家具生产及软装配套业务，一旦打开公司面向的市场将不止于长租公寓千亿级装修市场，而是更大的蛋糕。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- **根据历史新签订单增速，预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/116/162 亿元：**1) 根据 2017 年 Q3 经营情况简报，2017 年 Q3 公司新签合同 54 亿元，考虑装修装饰行业合同额呈现上少下多的分布，公司 2015/2016 年 Q3 营收占总全年营收比例为 65%/66%，预计 2017 年 Q3 合同占全年合同总额的 65%，则 2017 年合同金额达 83 亿元；2) 根据公司招股说明书，2014 年公司新签合同 27 亿元，新签合同金额三年 CAGR 达 45%，假设 2015/2016 年订单增速保持不变，同增 45%，则 2015/2016 年新签合同额为 39/57 亿元；3) 考虑市场需求增长+集中度提升，考虑公司 2016 年与金大地签署的框架协议，预计 2017-2019 年将于金大地达成 30-50 亿元合同订单；保守预计 2018/2019 年合同金额同增 40%/40%，预计 2018/2019 年合同金额达 116/162 亿元。

图表 44：预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/116/162

	2012	2013	2014	2015	2016	20171-9月	2017E	2018E	2019E
新签合同额	21.68	26.30	27.28	39.24	56.90	53.63	82.51	115.51	161.72
合同额同比		21%	4%	44%	45%		45%	40%	40%

来源：公司公告、招股说明书、历年年报、国金证券研究所

- **根据第一合作开发商恒大销售面积历史增速，预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/112/152 亿元：**1) 恒大地产作为公司第一大合作开发商，2016 年应收账款占到公司总应收账款的 45%；2) 根据《中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》，恒大地产 2017 年前三季度销售面积为 3479.5 万平方米，2014-2017 四年前三季度平均复合增速为 35.83%；3) 以 2017 年为基期（2017 年订单预测金额与公司整体角度预测方法一致为 83 亿），考虑恒大地产与公司的长期合作，我们假设未来两年公司和恒大签订订单增速与恒大销售面积增速保持一致，恒大与公司订单在公司总订单占比保持不变，全筑股份 Q3 合同占全年合同总额的 65%，预计 2018/2019 合同金额达 112/152 亿元。

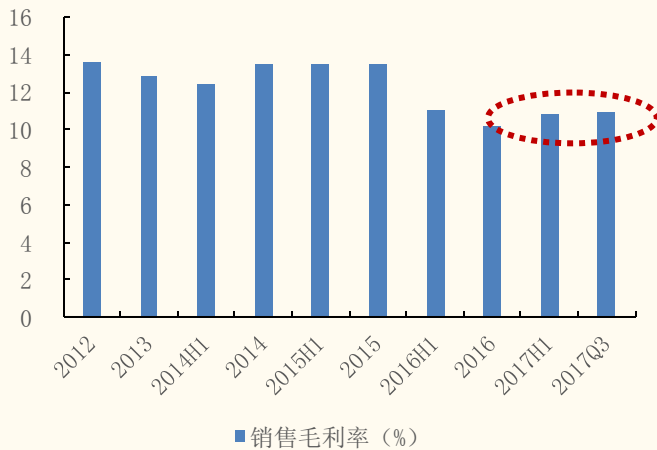
图表 45：预计 2017/2018/2019 年合同金额达 83/112/152 亿元

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
1-9 月恒大销售面积（万平方米）	1388	1670	3904	3480	4726	6420
全筑合同额（亿元）				82.51	112.07	152.24

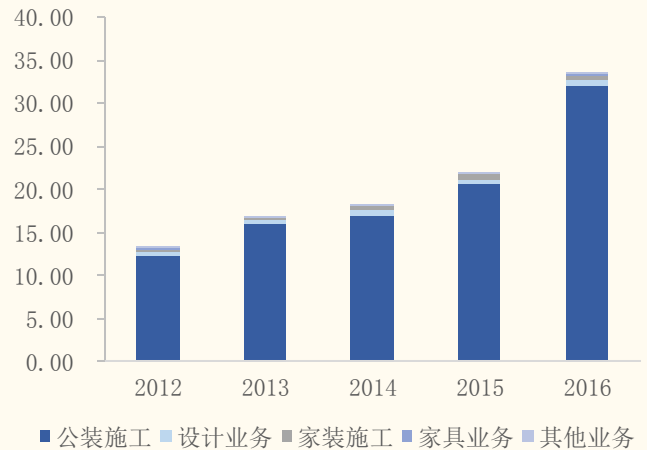
来源：公司公告、CRIC 网、国金证券研究所

- **预计 2017/2018/2019 年营收达 46/66/90 亿元：**1) 我们以两种预测方法的最低值为公司未来三年订单额来估算未来营收，即 2017/2018/2019 年合同金额达 83/112/152 亿元；2) 根据公司针对金大地框架协议事项对证监会问询函回复公告，“公司预计 2017-2019 年获得金大地合同订单为 8/10/12 亿元，由此 2017-2021 年将实现营收 1.6/7.1/10/9.2/1.8 亿元”，根据推算，公司第 N 年合同结转营收=第 N-2 年合同额*20%+第 N-1 年合同额*64%+第 N 年合同额 16%；3) 根据订单结转营收情况按 80%比例保守估计，预计公司 2017/2018/2019 年实现营收 46/66/90 亿元。
- **预计 2017/2018/2019 年毛利率分别为 10.9%/11%/11.1%：**1) 近年来，公司毛利率持续下滑，2017 年略有回升，2017 年 Q3 毛利率达 10.96%，相对去年同期提升 0.94pct；2) 从业务结构来看，近年来，公司主营公装施工，2016 年公装施工营收占比达 96%，但公装施工毛利率呈现持续下滑，预计在下游地产集中度逐步提升的情况下，下游议价能力更强，公司公装业务毛利率将持续下滑，但考虑其他业务增长较快，根据公司 2017 年 Q3 经营情况简报，2017 年 Q3 新签合同 54 亿元，其中施工合同 49 亿元，占比仅 92%，预计未来高毛利率的其他业务占比提升，保守估计 2017/2018/2019 年毛利率略有提升，分别为 10.9%/11%/11.1%。

图表 46：2017 年毛利率略有提升



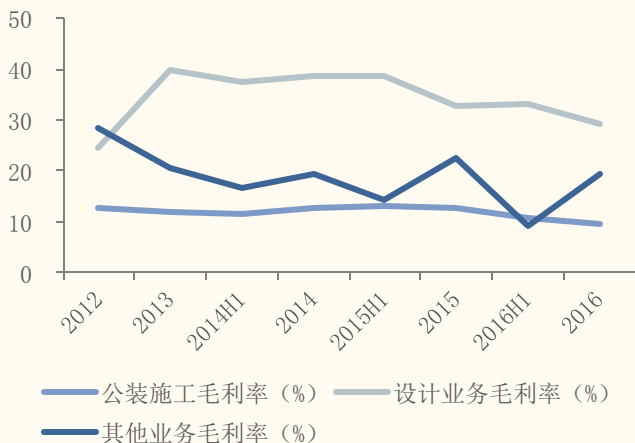
图表 47：2016 年公装施工占比达 96%



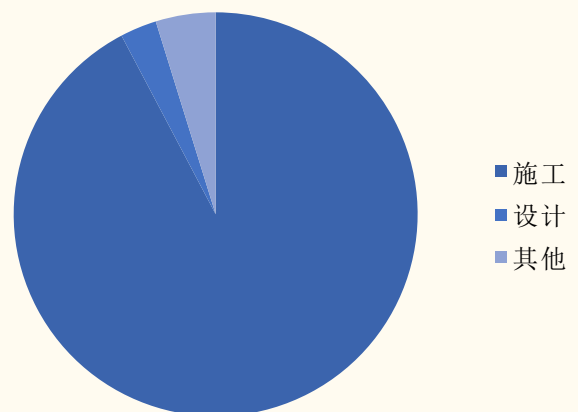
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 48：公装施工毛利率持续下滑



图表 49：2017 年 Q3 非施工业务订单额占比近 8%



来源：wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **预计 2017/2018/2019 年归母净利润达 1.5/2.1/3.0 亿元：**考虑公司进行第二期股权激励，未来管理费率逐年递增，其他费率参考历史水平，预计公司 2017/2018/2019 年归母净利润达 1.5/2.1/3.0 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.40/0.56 元。

图表 50: 预计 2017/2018/2019 年归母净利达 1.5/2.1/3.0 亿元

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万)	2,185	3,336	4,587	6,569	9,007
增长率	20.60%	52.70%	37.50%	42.90%	37.11%
毛利率	13.50%	10.20%	10.90%	11.00%	11.10%
营业税金占比	3.30%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
销售费率	1.00%	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费率	2.40%	2.90%	3.10%	3.30%	3.50%
财务费率	0.90%	0.90%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	24.50%	19.70%	20.00%	20.00%	20.00%
归母净利润 (百万)	83	100	152	214	301
EPS	0.516	0.566	0.283	0.397	0.558

来源: wind, 国金证券研究所

5.2 采用 PE 估值法, 给予目标价 11.9 元 (33%空间)

- 公司主营装修施工, 占主营业务的 97%以上, 考虑到公司体量小弹性大, 我们选取装修装饰业务营收占比 98%以上、与公司规模相对较为接近的奇信股份、瑞和股份、东易日盛作为可比公司估值, 三家公司 18 年的 PE 平均估值为 26。
- 我们判断 B 端家装市场将迎来 5-10 年高速增长时期, 考虑到公司目前处于周期早期阶段, 同时公司与 B 端利益深度绑定受益地产集中度提升, 定制精装切入 C 端人居生活服务提供者可期, 给予相对较高估值, 对应明年给予 30 倍 PE, 则对应股票价格 11.9 元, 对应 2017/2018 年 PE 估值水平 42/30 倍。

图表 51: 公司 2018 年 PE30 倍

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS		PE	
			2017E	2018E	2017E	2018E
002781.SZ	奇信股份	62	0.71	0.92	39	30
002620.SZ	瑞和股份	43	0.38	0.49	31	24
002713.SZ	东易日盛	58	0.89	1.19	26	19
				平均 PE	32	24
603030.SH	全筑股份	48	0.283	0.397	42	30

来源: wind, 国金证券研究所

六. 风险提示

- **房地产投资下行:** 自 2016 年 10 月以来, 各省市密集出台相关文件, 防止房地产过度投资, 投资下行削弱需求动力对公司业绩产生负面影响。
- **全装修业务毛利率下降:** 多家大型企业在鼓励全装修政策出台后开始加入行业竞争, 竞争压力可能导致毛利毛利率下降。
- **应收账款坏账风险:** 下游地产商集中度提升, 应收账款或进一步增大, 警惕坏账风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,812	2,185	3,336	4,597	6,569	9,007
增长率		20.6%	52.7%	37.8%	42.9%	37.1%
主营业务成本	-1,567	-1,889	-2,994	-4,096	-5,846	-8,007
%销售收入	86.5%	86.5%	89.8%	89.1%	89.0%	88.9%
毛利	245	296	341	501	723	1,000
%销售收入	13.5%	13.5%	10.2%	10.9%	11.0%	11.1%
营业税金及附加	-58	-72	-18	-14	-33	-45
%销售收入	3.2%	3.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%
营业费用	-19	-22	-39	-51	-72	-99
%销售收入	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-42	-52	-98	-143	-217	-315
%销售收入	2.3%	2.4%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	125	150	187	294	401	540
%销售收入	6.9%	6.8%	5.6%	6.4%	6.1%	6.0%
财务费用	-16	-19	-29	-44	-66	-90
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-11	-31	-79	-66	-74	-82
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	96	101	79	185	260	369
营业利润率	5.3%	4.6%	2.4%	4.0%	4.0%	4.1%
营业外收支	8	8	35	8	8	8
税前利润	105	109	114	193	268	377
利润率	5.8%	5.0%	3.4%	4.2%	4.1%	4.2%
所得税	-28	-27	-22	-39	-54	-75
所得税率	26.5%	24.5%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	77	82	91	154	215	302
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1
归属于母公司的净利润	75	83	100	152	214	301
净利率	4.1%	3.8%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	75	82	91	154	215	302
少数股东损益	2	-1	-9	2	1	1
非现金支出	16	36	99	106	119	134
非经营收益	14	24	24	33	71	95
营运资金变动	-167	-149	-478	-335	-528	-631
经营活动现金净流	-62	-7	-264	-42	-123	-101
资本开支	-57	-368	-63	-205	-100	-121
投资	-2	-6	-118	-1	0	0
其他	0	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-59	-372	-181	-205	-100	-121
股权募资	0	409	509	0	0	0
债权募资	216	58	304	337	366	375
其他	-17	-66	-50	-82	-107	-139
筹资活动现金净流	199	401	764	255	259	236
现金净流量	78	22	319	8	36	15

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	197	220	577	585	621	636
应收款项	1,183	1,531	2,227	2,383	3,252	4,286
存货	114	139	415	770	1,119	1,643
其他流动资产	9	28	173	212	276	329
流动资产	1,503	1,918	3,392	3,950	5,268	6,894
%总资产	91.6%	79.4%	85.7%	84.0%	86.6%	88.6%
长期投资	2	13	13	14	13	13
固定资产	75	426	461	493	549	618
%总资产	4.6%	17.7%	11.7%	10.5%	9.0%	7.9%
无形资产	39	40	48	185	193	200
非流动资产	137	497	565	752	815	891
%总资产	8.4%	20.6%	14.3%	16.0%	13.4%	11.4%
资产总计	1,640	2,415	3,956	4,702	6,083	7,785
短期借款	300	318	616	953	1,319	1,693
应付款项	829	1,097	1,716	1,952	2,754	3,707
其他流动负债	60	65	103	148	173	282
流动负债	1,189	1,481	2,434	3,052	4,247	5,682
长期贷款	27	67	74	74	74	75
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,216	1,548	2,508	3,126	4,320	5,757
普通股股东权益	420	849	1,430	1,556	1,742	2,007
少数股东权益	4	18	18	20	21	22
负债股东权益合计	1,640	2,415	3,956	4,702	6,083	7,785

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.625	0.516	0.566	0.283	0.397	0.558
每股净资产	3.498	5.308	8.065	8.774	9.820	11.314
每股经营现金净流	-0.515	-0.045	-1.488	-0.237	-0.695	-0.567
每股股利	0.000	0.060	0.060	0.150	0.160	0.200
回报率						
净资产收益率	17.87%	9.72%	7.02%	9.80%	12.27%	14.98%
总资产收益率	4.57%	3.42%	2.54%	3.24%	3.51%	3.86%
投入资本收益率	12.29%	9.02%	7.01%	9.04%	10.16%	11.39%
增长率						
主营业务收入增长率	8.12%	20.59%	52.68%	37.80%	42.90%	37.11%
EBIT增长率	17.72%	19.16%	24.81%	57.65%	36.20%	34.87%
净利润增长率	12.02%	10.03%	21.64%	51.87%	40.22%	40.57%
总资产增长率	41.23%	47.23%	63.84%	18.85%	29.37%	27.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	174.1	178.7	165.9	160.0	158.0	155.0
存货周转天数	23.8	24.4	33.7	70.0	72.0	78.0
应付账款周转天数	148.3	153.8	139.5	130.0	128.0	125.0
固定资产周转天数	4.2	1.2	50.1	37.3	28.1	22.5
偿债能力						
净负债/股东权益	30.68%	19.04%	7.72%	28.02%	43.79%	55.79%
EBIT利息保障倍数	7.8	8.0	6.4	6.7	6.0	6.0
资产负债率	74.17%	64.10%	63.39%	66.48%	71.02%	73.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	2	2
增持	0	2	2	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.67	1.67	1.60	1.67

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

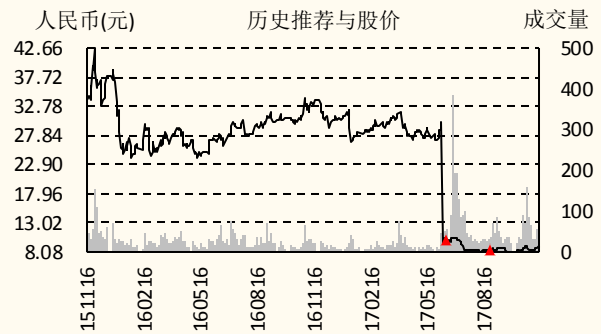
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-19	买入	31.06	39.00~40.00
2	2017-08-29	买入	8.51	11.00~11.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH