

友邦吊顶 (002718.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

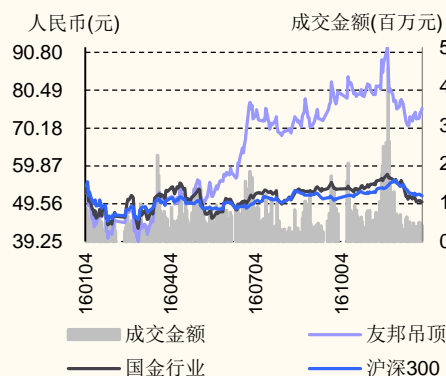
市场价格 (人民币): 75.41 元

行业缔造者，产能再腾飞

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)	20.96
总市值 (百万元)	6,617.08
年内股价最高最低 (元)	92.17/39.25
沪深 300 指数	3297.76
深证成指	10159.45



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	2.03	1.46	1.66	2.43	3.15
每股净资产 (元)	10.21	7.53	12.04	13.67	15.77
每股经营性现金流 (元)	2.28	1.59	1.64	2.62	3.33
市盈率 (倍)	35	41	45	31	24
行业优化市盈率 (倍)	44	65	56	56	56
净利润增长率 (%)	21.65%	15.38%	20.46%	46.33%	29.56%
净资产收益率 (%)	19.87%	19.43%	13.79%	17.78%	19.96%
总股本 (百万股)	51.60	82.56	87.63	87.63	87.63

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国集成吊顶行业缔造者**：公司主要从事集成吊顶的研发、生产和销售，多年来始终占据集成吊顶行业龙头地位。公司分产品收入主要包括功能模块、基础模块、辅助模块及 ACOLL，其中三大模块是公司盈利性最强且收入占比最高的业务，ACOLL 成套家饰产品于 2014 年推出，该部分业务成长性较高，未来有望通过全屋空间延伸实现业务放量。
- **多因素推动行业持续快速发展，行业龙头市占率有望大幅提升**。1) 集成吊顶从美观、实用、功能及经济性等各方面都显著优于传统吊顶，不仅顺应消费升级大趋势，也符合国家工业化建筑产业政策。2) 集成吊顶目前占整个吊顶行业渗透率约为 30%-40%，行业规模不超过 200 亿元，未来预计在行业消费升级、全装修政策推广、二次装修及婚育高峰等因素的驱动下，行业将迎来新一轮快速成长期。3) 行业内目前具有较高品牌影响力的只有友邦和奥普，两者的市占率都仅在 2% 左右，行业集中度低、产品技术功能性要求高及产业集群优势多重促进龙头市占率提升。
- **研发设计及品牌渠道共铸友邦核心竞争力。产品好**：公司人员队伍及专利数量都极具优势，设计能力及品牌形象俱佳，业内唯一亮相米兰展；ACOLL 通过将吊顶产品与成套家饰的风格相融，实现了“1+X”销售模式，公司有望发展成为一体化家居生态系统。**服务优**：集成吊顶是完全原创的民族产业，公司秉承工匠精神在领域内深耕细作，品牌获得多项殊荣；落地服务能力上，一方面，公司在线下核心商圈开店布局，为消费者提供优质消费体验；另一方面，公司通过对经销商持续培训及指导提高终端设计服务能力。
- **“内生+外延”双轮激发公司中长期发展动力**。1) 内生：为满足终端消费需求，公司通过募投及定增项目大幅扩充产能，预计募投项目将在明年年初全部达产；定增项目方面，根据测算，乐观情况下 2017/2018 年公司基础模块、功能模块及公装吊顶三部分业务合计平均收入增速将达 86%/33%；公司积极推进上市以来首次股权激励，充分彰显未来经营发展信心。2) 外延：一方面，公司积极推进与 B 端、家装公司和开发商的合作，拓宽互联网家装销售渠道，同时切入精装房工程这一巨大潜力市场；另一方面，公司设立多个专业子公司，推进智能家居、集成墙面及石膏吊顶多项业务，充分彰显了公司向全屋和智能集成吊顶方向拓展，继续引领行业发展的决心。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 1.66/2.43/3.15 元。考虑到吊顶行业发展空间大和集中度低的市场格局，公司 IPO 和非公开发项目产能即将陆续释放，在装配式建筑、全装修政策强力推行的背景下，或有望引领行业快速增长。我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 97.2 元/股，首次给予“买入”评级。

风险

- 原材料价格上涨风险；募投项目风险；生产规模快速发展导致的管理风险。

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级	4
公司概况：中国集成吊顶行业缔造者	4
财务分析：利润率水平较高，偿债能力强，流动资产效益逐步兑现	7
集成吊顶行业：空间广阔，集中度持续提升，全屋化和智能化或成发展趋势 ..	8
吊顶行业新贵——集成吊顶	8
下游需求保障及集中度提升双重利好龙头企业	11
全屋定制化及智能化引领行业发展变革	16
研发设计及品牌渠道共铸友邦核心竞争力	17
产品好：具备卓越研发设计能力，积极丰富产品品类	17
服务优：集成吊顶第一品牌，渠道广泛铺设全国	20
“内生+外延”双轮激发公司中长期发展动力	22
内生：大幅扩充产能，员工持股绑定利益	22
外延：加强多方投资合作，业务拓展有序推进	23
风险因素	25
房地产行业宏观调控风险	25
原材料价格波动风险	25
生产规模快速发展导致的管理风险	25
募投资金项目风险	25
盈利预测	25
关键假设	25
盈利预测	25

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：友邦吊顶 2015 年主营收入分解	5
图表 3：友邦吊顶历史营运表现	5
图表 4：友邦吊顶 2015 年营业利润分解	5
图表 5：友邦吊顶近年盈利表现	5
图表 6：友邦吊顶近年经营效率	5
图表 7：友邦吊顶近年现金流和盈利能力	5
图表 8：友邦吊顶收入主要为模块和功能模块	6
图表 9：友邦吊顶基础模块和功能模块毛利率较高	6
图表 10：友邦吊顶产品不断升级换代	6
图表 11：友邦吊顶股权结构	7
图表 12：公司毛利率处于行业较高水平	8
图表 13：公司近年 ROE(%)有所下滑	8
图表 14：公司财务杜邦拆解	8

图表 15: 吊顶分类详情	8
图表 16: 集成吊顶结构示意图	9
图表 17: 集成吊顶整体效果与模块分解图	9
图表 18: 集成吊顶相对于传统吊顶优势明显	10
图表 19: 集成吊顶拆卸简便	10
图表 20: 传统吊顶不易拆卸和改装	10
图表 21: 家装消费者消费能力及选择	11
图表 22: 家装消费者非常注重家居产品功能性	11
图表 23: 集成吊顶行业处于竞争整合初级阶段	12
图表 24: 产业集群优势的交互作用	12
图表 25: 百步·中国集成吊顶发展指数	13
图表 26: 百步·中国集成吊顶价格指数	13
图表 27: 铝价（元/吨）触底反弹	13
图表 28: 公司前五大供应商采购占比逐渐降低	13
图表 29: 我国具有较大的住宅存量房市场	14
图表 30: 我国城镇居民人均可支配收入不断提升	15
图表 31: 我国历年人口出生率（%）	15
图表 32: 吊顶及集成吊顶行业市场容量测算	15
图表 33: 友邦与奥普业务对比	16
图表 34: 全屋吊顶可以充分实现装修风格一体化	16
图表 35: 我国智能家居市场规模预测	17
图表 36: 友邦吊顶研发费用逐年攀升	17
图表 37: 友邦吊顶历年累计所获专利数量	17
图表 38: 友邦吊顶历年主要专利技术研发	17
图表 39: 友邦吊顶“设计邦”汇集世界名设计师	18
图表 40: 公司“1+X”销售模式	19
图表 41: ACOLL 成套家饰空间	20
图表 42: 公司经销商甄选、加盟流程图	21
图表 43: 公司经销商扶持政策	21
图表 44: 公司全国业务布局情况	21
图表 45: 公司 O2O 服务流程	22
图表 46: 友邦吊顶预期新增产能敏感性测算	22
图表 47: 第一期员工持股计划主要参与对象	23
图表 48: 公司将通过与 B 端合作拓宽销售渠道	24
图表 49: 公司对外投资情况	24
图表 50: 友邦吊顶盈利预测	25

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司的核心业务是吊顶的研发、生产和销售。我们认为其估值应该参考 A 股中从事提供与装修相关部品的公司，我们选取了海鸥卫浴、帝王洁具、索菲亚、好莱客、顾家家居和曲美家居作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 平均值分别为 56/44/32 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 1.66/2.43/3.15 元/股。考虑到吊顶行业发展空间大和集中度低的市场格局，公司 IPO 和非公开发项目产能即将陆续释放，在装配式建筑、全装修政策强力推行的背景下，有望引领行业快速成长。我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 97.2 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E		(%)	(倍)
002084	海鸥卫浴	10.75	49.05	0.11	0.15	0.24	0.37	98	71	45	29	4.8		50.1	1.9
002572	索菲亚	54.16	250.06	1.04	1.45	1.98	2.63	52	37	27	21	10.1		36.2	1.4
002798	帝王洁具	67.00	57.87	0.82	0.62	0.66	0.94	82	109	102	71	0.0		4.7	17.5
603898	好莱客	32.37	97.08	0.58	0.77	1.06	1.42	56	42	30	23	9.3		34.8	1.6
603816	顾家家居	47.34	195.28	1.51	1.48	1.79	1.97	31	32	26	24	0.0		9.3	3.4
603818	曲美家居	17.45	84.48	0.26	0.39	0.51	0.66	67	45	34	26	0.0		36.7	1.8
平均								64	56	44	32	4.0		28.6	4.6
002718	友邦吊顶	74.44	66.08	1.46	1.66	2.43	3.15	51	45	31	24	6.2		29.1	1.7

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2016 年 12 月 30 日收盘价计算

公司概况：中国集成吊顶行业缔造者

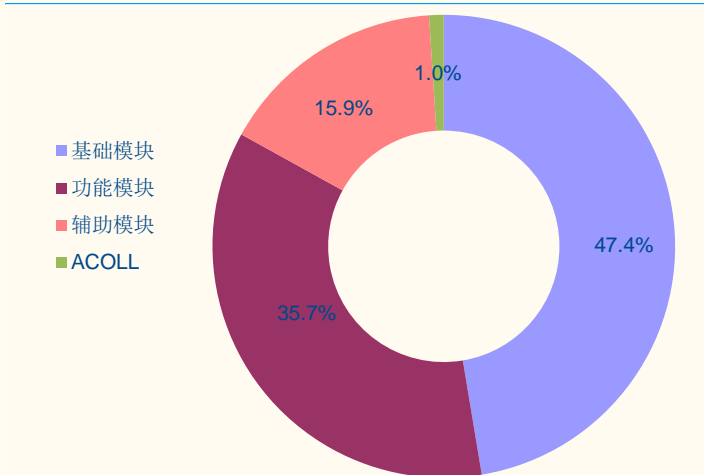
公司沿革：友邦吊顶成立于 2007 年，位于海盐县百步工业区。2004 年，公司通过应用 MSO 模块化技术原创发明了集成吊顶，开创了国内吊顶行业的全新领域。目前公司主要从事集成吊顶的研发、生产和销售，凭借研发、渠道及品牌等核心竞争优势，公司始终引领集成吊顶行业潮流，占据市场龙头地位。

管理层简介：时沈祥先生为公司创始人，曾担任任汇利水胶器材厂厂长、友邦电器总经理及友邦有限执行董事。现任本公司董事长、全国工商联家具装饰业商会天花吊顶专业委员会会长。时先生是公司研发设计团队核心人物，其所发明的 2 项专利发明是公司的产品技术基础。

股权结构：公司董事长时沈祥和董事骆莲琴为夫妻关系，分别持股 35.32% 和 28.45%，为公司共同实际控制人。2016 年 12 月，公司第一期员工持股计划通过二级市场购买的方式购入公司股票 572,922 股（占公司总股本的 0.6538%），成交均价 73.54 元/股。目前公司第一期员工持股计划已完成股票购买，锁定期自 2016 年 12 月 28 日起至 2017 年 12 月 27 日。

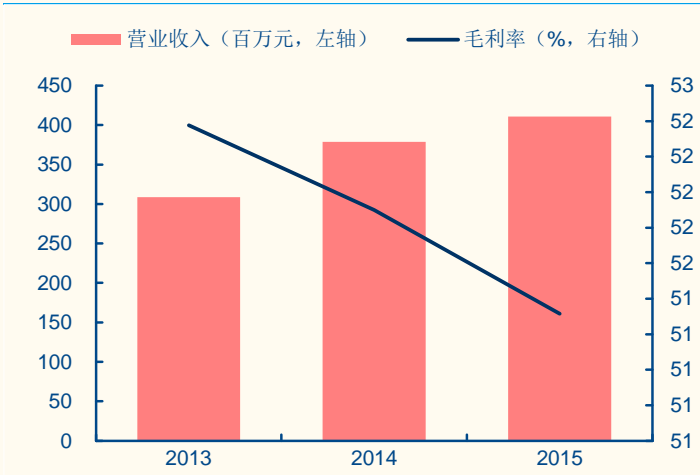
融资历史与大小非情况：公司于 2014 年 1 月 28 日上市，共发行 1,310 万股，发行价 28.02 元/股。发行后总股本为 5,160 万股。2015 年 5 月 29 日，公司实施 2014 年每 10 股派 5 元转增 6 股的权益分派方案，总股本扩至 8,256 万股。2016 年 7 月 22 日，公司以 66.20 元/股非公开发行的 507.18 万股上市流通，公司总股本扩至 8,763.18 万股。

图表 2：友邦吊顶 2015 年主营收入分解



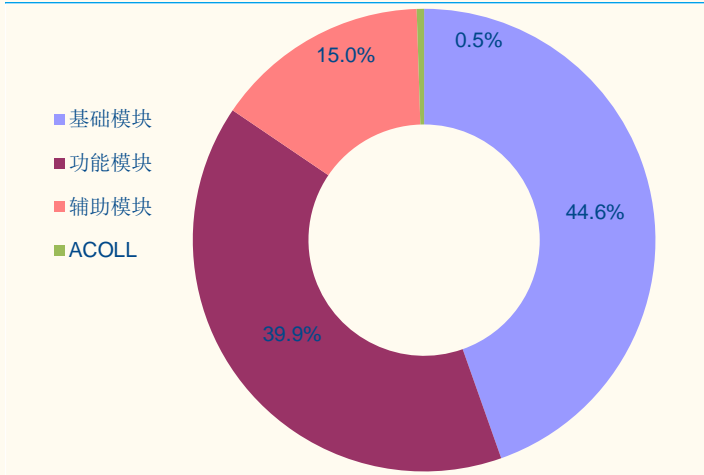
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：友邦吊顶历史营运表现



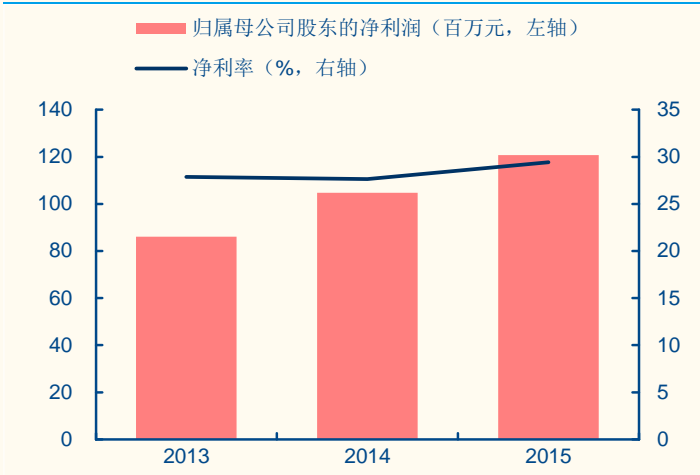
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：友邦吊顶 2015 年营业利润分解



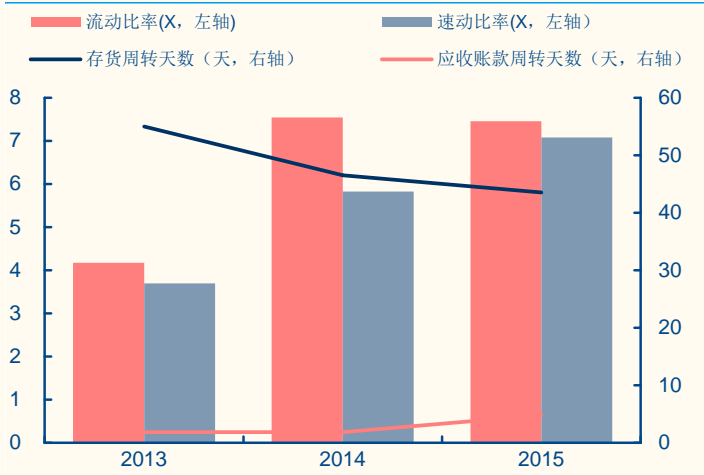
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：友邦吊顶近年盈利表现



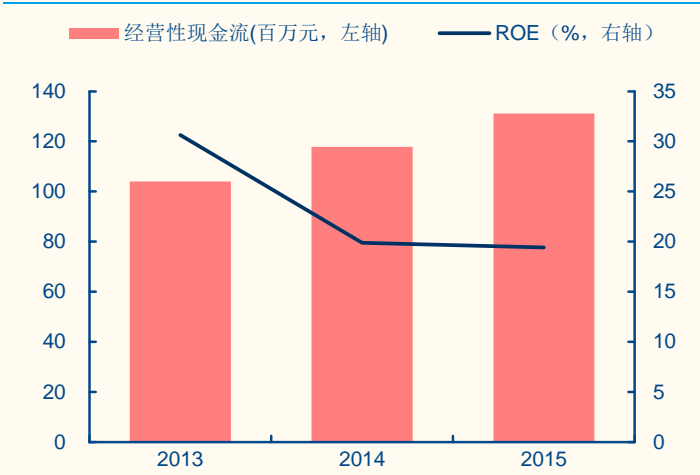
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：友邦吊顶近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

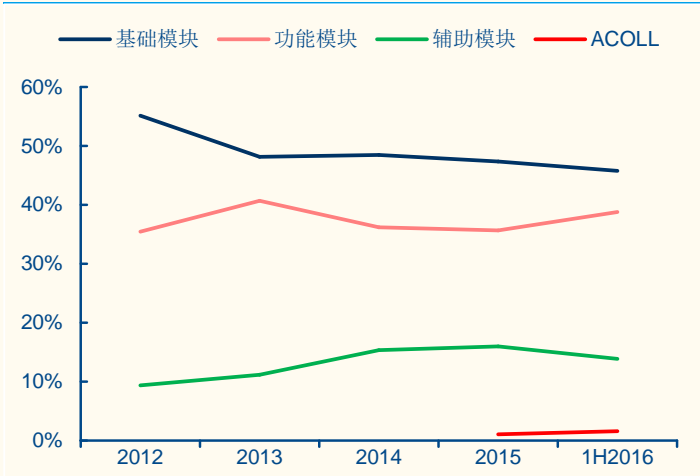
图表 7：友邦吊顶近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

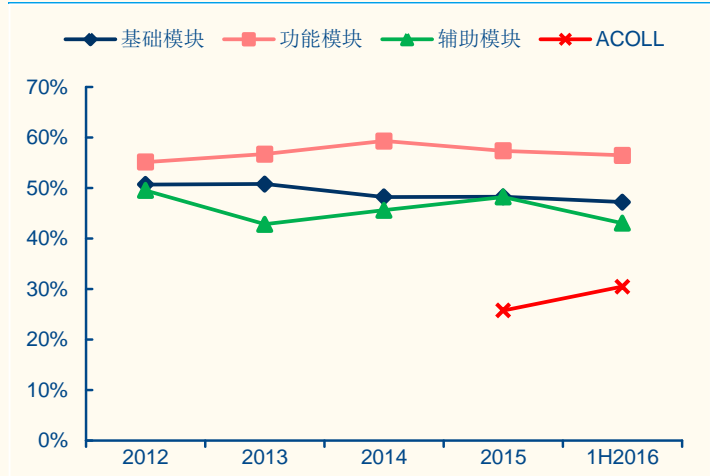
- 公司主要产品是集成吊顶，目前已形成涵盖多样应用场景及空间风格的产品系列。公司分产品收入主要包括功能模块、基础模块、辅助模块及ACOLL。其中，功能模块及基础模块作为集成吊顶的主要模块部件，收入占比最高，合计约占总营收 85%，同时该部分业务平均毛利率也较高，为公司贡献了主要的盈利来源。辅助模块包括吊杆、龙骨及修边条等，公司该部分产品以外购为主，收入占比呈上升趋势。此外，公司于 2015 年推出 ACOLL 成套家饰系列产品。目前 ACOLL 收入占比还不高，未来随着公司业务不断向全屋空间延伸，该部分业务也有望逐步放量。

图表 8：友邦吊顶收入主要为功能模块和基础模块



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：友邦吊顶基础模块和功能模块毛利率较高



来源：Wind，国金证券研究所

- 友邦有限成立于 2007 年，前身可追溯到 2004 年，时沈祥先生发明了独有的 MSO 模块化技术，并将这一模块化、自组式的产品命名为集成吊顶，由此开创我国集成吊顶行业。后经过十多年的发展，公司产品迭代更新，从技术及外观层面共同升级，公司集成吊顶产品现已发展成为能够全方位满足消费者高品质舒适生活需求的家居产品。

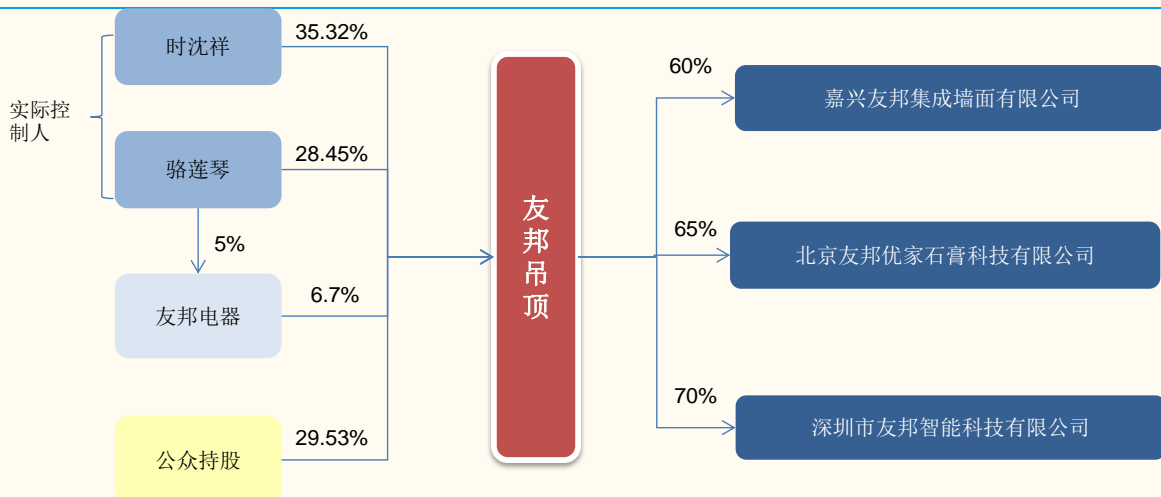
图表 10：友邦吊顶产品不断升级换代



来源：www.chinayoubang.com，国金证券研究所

- **实际控制人控股比例高，员工持股彰显发展信心。**公司实际控制人时沈祥先生与骆莲琴女士系夫妻，直接和间接合计持有 64.105%股份，公司股权结构较集中。2016 年 8 月，公司公告第一期员工持股计划，参与对象包括董事总经理、董事副总经理及财务负责人等在内的 408 名员工，目前第一期员工持股计划已完成股票购买。员工持股计划不仅有助于充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，同时也彰显了公司对未来长期发展的信心，确保公司的长期、稳定发展。

图表 11：友邦吊顶股权结构

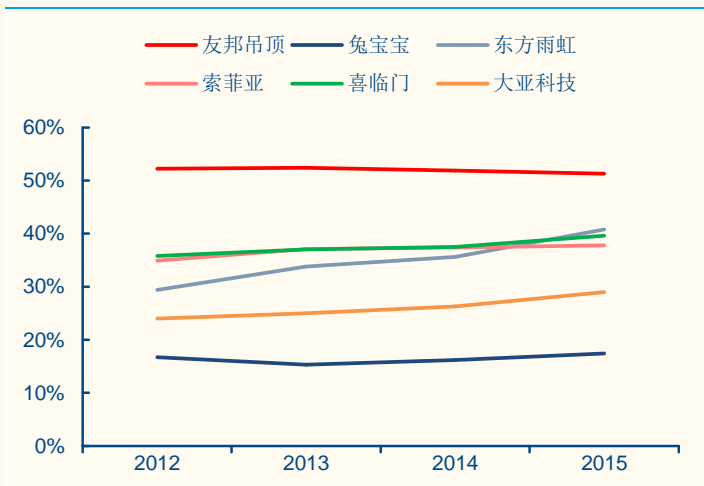


来源：Wind，国金证券研究所

财务分析：利润率水平较高，偿债能力强，流动资产效益逐步兑现

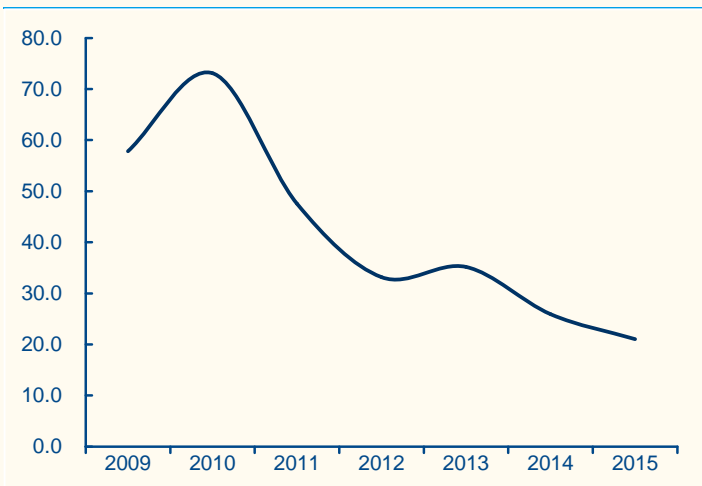
- **家居建材板块稀缺标的，毛利率及净利率水平均处行业高水平。**一方面，行业现有主流集成吊顶结构较为简单，行业盈利点更多来自于设计与服务，因此公司虽然属于制造行业，但仍是轻资产模式，毛利率较高；另一方面，作为家居板块唯一的集成吊顶标的，公司的品牌效应明显，这是公司保持多年较强盈利能力的重要基础。总体而言，集成吊顶行业的进入壁垒较低，毛利率较高，众多中小企业纷纷加入这一市场，但是由于品牌和服务等问题，中小企业只能依靠价格优势挤占部分低端市场。随着集成吊顶功能性需求不断提升，未来行业竞争将是品牌与技术的竞争，公司的品牌和规模优势将进一步凸显。
- **偿债能力较强，资产运用效率仍有提升空间。**公司近年 ROE 呈现下滑趋势。通过杜邦拆解可以发现，主要系由于公司资产逐年大幅增加，且增速远高于收入增速。从公司资产构成来看，流动资产占据较大比例，这虽保障了公司较高的流动性及较强的偿债能力，但也导致了公司整体资产运用效率不高。我们认为，公司近年正积极探索业务转型及多元化，较高的流动资产比例将为公司业务转型升级提供资金保障。未来随着公司产能逐渐释放、业务持续渗透同时产品技术壁垒进一步提高，现有流动资产有望转化为效益，公司保持中长期业绩高成长可以期待。

图表 12：公司毛利率处于行业较高水平



来源：Wind，国金证券研究所 注：缺少同类业务可比公司，选取家居建材各细分行业龙头对比毛利率情况

图表 13：公司近年 ROE(%) 有所下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：公司财务杜邦拆解

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROE (%)	57.81	52.61	39.49	29.37	30.63	19.87	19.43
利润率 (%)	20.13	27.91	27.97	26.57	27.88	27.65	29.41
资产周转率	2.14	1.53	1.20	0.93	0.93	0.65	0.59
财务杠杆	1.34	1.23	1.18	1.18	1.19	1.11	1.11

来源：Wind，国金证券研究所

集成吊顶行业：空间广阔，集中度持续提升，全屋化和智能化或成发展趋势

吊顶行业新贵—集成吊顶

■ **传统吊顶产品概况：**吊顶是对室内顶层空间的装饰处理方式，通过布设基板设置隔层，实现遮掩梁柱、管线，兼具隔热、隔音及装饰效果，同时为照明、换气及取暖等功能电器提供支撑平台。吊顶构造主要有三部分：支撑部分—吊杆，是骨架与饰面的中间连接件；基层部分—龙骨，承重并固定装饰板；面层部分—饰面板，用于室内装饰。根据所用基板材质不同，传统吊顶通常可分为石膏板吊顶、PVC 吊顶及金属板吊顶。其中采用较多的是石膏板吊顶及金属板吊顶，石膏板吊顶多用于客厅及卧室，金属板吊顶通常采用铝扣板为基板，主要应用于浴室及厨房。

图表 15：吊顶分类详情

分类方式	类别	说明	图示
按骨架材料分类	木龙骨吊顶	小面积，特殊造型	
	轻钢龙骨吊顶	硬度高，多运用于需要承重的吊顶中	
	铝合金龙骨	自重轻，性能优越，外露或隐蔽龙骨	

按饰面材料分类

胶合板 木制多层板，方便造型

石膏板 防火、隔音、隔热、轻质，稳定性好，防虫蛀

矿棉装饰吸声板 防火、隔热，多用于温度高、需要隔音的场合

金属装饰板 包括不锈钢板及铝扣板，安装简单，质地轻盈

按结构形式分类

活动式吊顶 装饰板直接搁置在龙骨上

固定式吊顶 装饰板固定在龙骨上，龙骨隐蔽不露

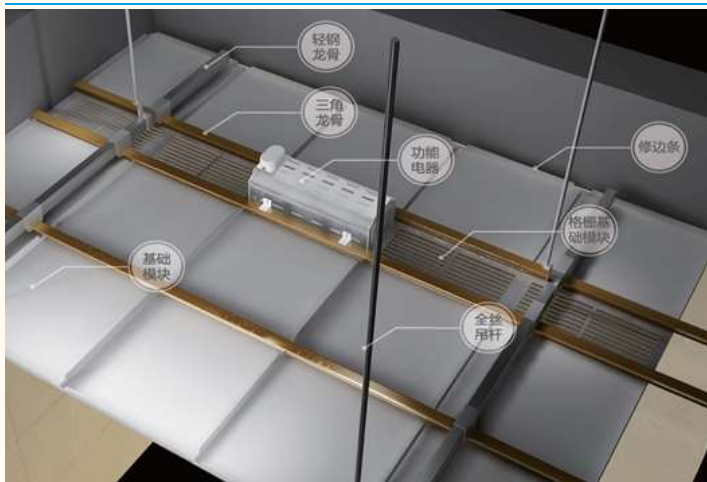
开敞式吊顶 吊顶开敞，有金属和木制构件式



来源：国金证券研究所整理

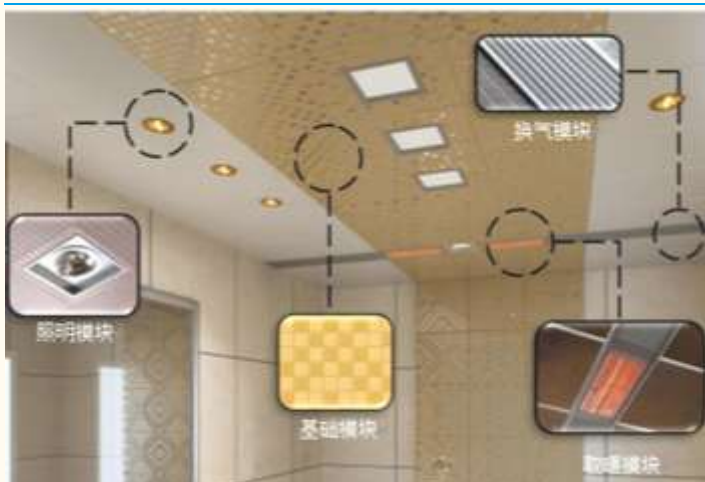
- 传统吊顶功能电器未经模块化处理，安装拆卸过程复杂，电器维修与更换升级极为麻烦，且很难避免对基板的损坏，特别是功能电器部分悬吊于基板之下，在外观上无法与基板相互融合，因而**难以实现吊顶的整体装饰效果**。为解决这一行业痛点，公司于 2004 年研发出集成吊顶，并获得国家发明专利。
- **什么是集成吊顶？**集成吊顶是通过模块化设计将吊顶基板与功能电器融合形的一体化吊顶产品，由基础模块、功能模块和辅助模块组成。其中辅助模块包括吊杆、龙骨好修边条等，是集成吊顶的支撑结构，并兼具辅助修饰作用；基础模块为相同规格的装饰基板，是集成吊顶实现整体设计风格的主要载体；功能模块包括功能电器、面板和连接件等，是功能电器经模块化处理而来，装卸简便，并与基础模块保持外观一致性。

图表 16：集成吊顶结构示意图



来源：公司公开资料，国金证券研究所

图表 17：集成吊顶整体效果与模块分解图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **相较于传统吊顶而言，集成吊顶优势明显。**集成吊顶无论从美观角度、装配拆卸简便性还是耐用角度都明显优于传统吊顶。同时，集成吊顶还具有模块化快装的结构特点，能够轻松完成装修设计上的特殊造型，从而用标准化产品解决用户的个性化需求。从经济效益角度看，虽然集成吊顶初装

造价高于多数传统吊顶，但两者费用结构有较大差别。根据我们的草根调研，安装传统石膏吊顶费用的 70% 为人工成本，而材料费用不足 30%，而安装集成吊顶的材料费用占比约占 75%。消费者选择集成吊顶可以获得更高的直接效用，并且在后续的维护、使用和改造上更加便利。另外随着人工费用的持续上涨，传统吊顶的价格优势也将不断弱化。

图表 18：集成吊顶相对于传统吊顶优势明显

比较	传统吊顶			集成吊顶
	石膏板	PVC 板	金属板	
整体美观性	整体效果好； 可塑性强，高端产品层次感强	整体效果差； 基板花纹单调	整体效果差； 基板花纹丰富	整体效果好； 基础模块设计丰富； 层次感略逊于高端石膏板
安装工期	安装流程较复杂：顶部打丝杆-安装龙骨-吊板-刮腻子-一次涂料-二次涂料-完工，一般一户人家装一个石膏客厅吊顶约需要 5-7 天的时间			基材生产出厂前已经完成，现场施工只是安装上的程序，安装只需数小时
购买简便性	须分别购买吊顶和电器，增加消费者时间和精力负担； 电器与吊顶分别设计，采购中匹配难度大			一次性购买，采购方便； 整体设计，自然匹配
装卸简便性	电器安装过程复杂，需在用户家中对基板进行处理； 电器不方便拆卸、维修、更换，不能随意改变位置			模块化设计，装卸简便； 电器易于维修、更换
维护简便性	清洗困难	易沾油，难清洗	易清洗	易清洗，不易变形
满足个性化	功能电器“三合一”，且为通用件，难以满足照明色温、换气扇位置等个性化需求； 安装后，难以调换电器位置或增减电器			可依个性化需求选择不同电器、 调整电器位置； 安装后，可随意调换电器位置或 增减电器
基板耐用性	使用寿命短； 易受潮、老化	使用寿命较短； 易氧化变形	使用寿命长； 防火、防潮	使用寿命长 防火、防潮
电器运行安全性	多个功能电器集中运行，散热慢，易形成局部高温，存在一定安全隐患			各电器分体式安装，增加散热空间，减少安全隐患
节能环保与舒适性	电器“三合一”布局，照明、取暖不均匀，舒适性差，并造成能源浪费； 电器拆卸时将破坏基板，无法继续使用，浪费较大			电器可按空间合理布局，使用舒适，减少浪费； 基础模块在电器拆卸、更换中可反复使用
售后	出现质量问题需更换整个顶，线路、电器等出现问题，也必须更换吊顶。			更换线路，或者有单片氧化变色，随时更换，取暖器，灯具等维修十分方便
产品价格	价格两极分化，高端产品昂贵	价格较低	价格适中	虽然每平米售价相对较高，但不需要涂料油漆等额外的费用，且使用后的废铝价值依旧很高，长远来看集成吊顶划算

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：集成吊顶拆卸简便



图表 20：传统吊顶不易拆卸和改装

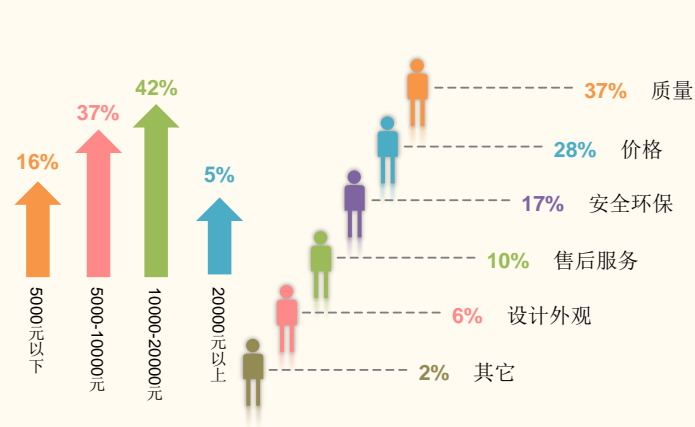


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

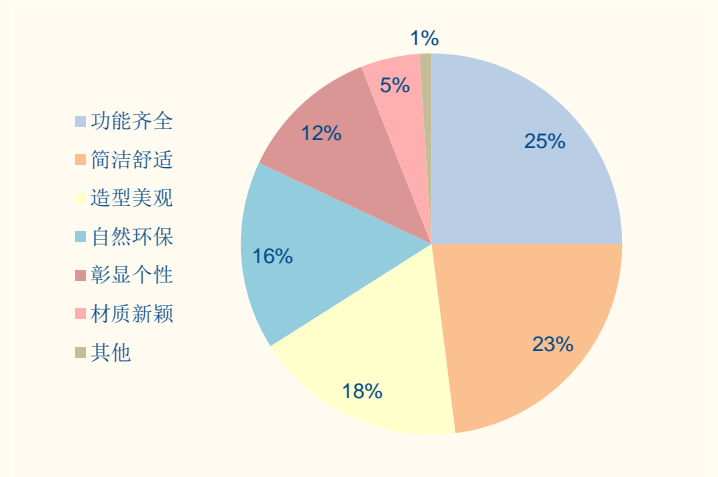
- 除了上述集成吊顶相对于传统吊顶的诸多优势，集成吊顶也很好地顺应了消费升级的趋势。在消费者消费能力及选择上，价格已不是最主要考量因素，消费者最多关注产品质量问题，同时消费者也日益关注安全环保问题。在消费期待问题上，消费者更加注重产品的功能性，这也正是集成吊顶未来发展的主要方向之一，即更加强调吊顶功能性，从而进一步提高产品的使用率和附加值。

图表 21：家装消费者消费能力及选择



来源：《家居年度消费趋势报告数据》，国金证券研究所

图表 22：家装消费者非常注重家居产品功能性



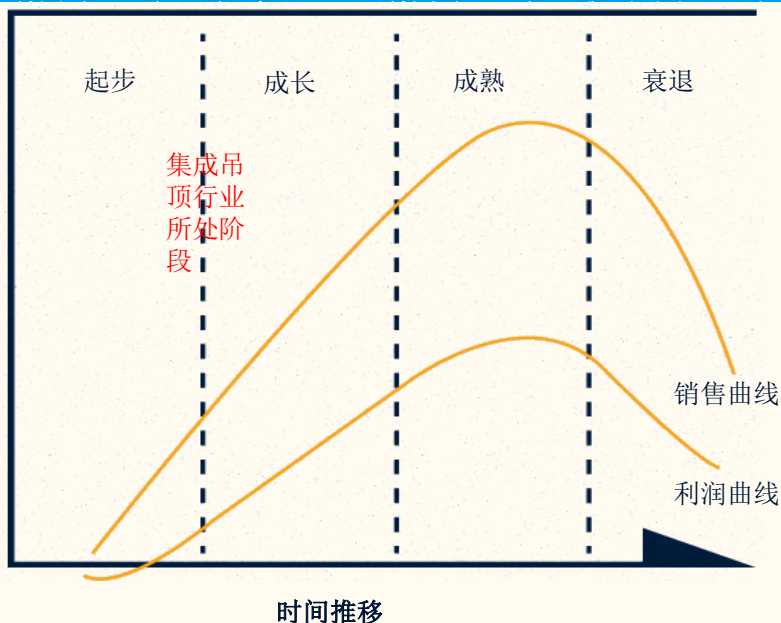
来源：《家居年度消费趋势报告数据》，国金证券研究所

- 集成吊顶符合国家产业发展政策。集成吊顶采用模块化组装，工厂生产后现场安装，较少产生建筑垃圾，符合国家环保及建筑产业化政策。以上海为例，2016年8月18日上海市住建委发布的《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》中明确指出，要推广支撑体与填充体分离SI内装技术，鼓励整体卫浴和厨房等部品模块化以及集成吊顶、设备管线等内装工业化生产方式应用。在国家倡导绿色建筑及装配式工业建筑的政策背景下，集成吊顶也将迎来新一轮快速发展期。

下游需求保障及集中度提升双重利好龙头企业

- 行业集中度较低，企业资质参差不齐。集成吊顶自推向市场以来即受到消费者的广泛认可，市场需求激增，同时行业较高的利润率以及较低的进入壁垒吸引了大量企业进入行业。目前全国从事集成吊顶生产的企业有上千家。除了以友邦和奥普等为代表的企业具备较强的自主研发及产品设计能力，其他多数企业甚至还处于作坊式生产阶段，行业竞争秩序较为混乱。未来随着龙头企业品牌、研发和渠道竞争力不断加强，以及消费者认知程度进一步提高，行业发展也将成熟化，弱势企业和弱势品牌在竞争中将被不断淘汰或被整合，优势企业强者愈强。

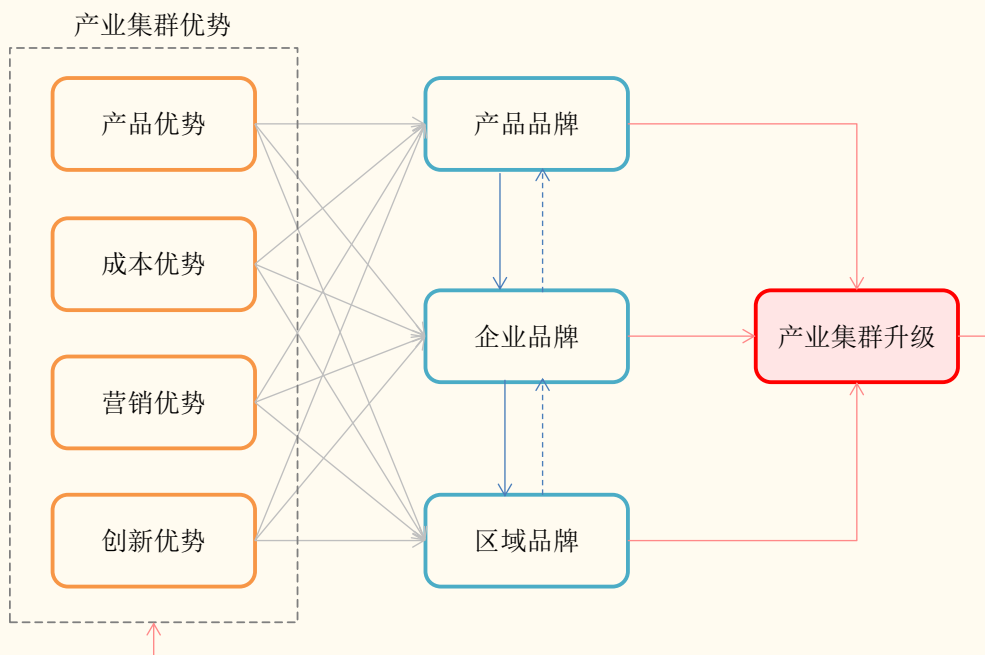
图表 23：集成吊顶行业处于竞争整合初级阶段



来源：国金证券研究所

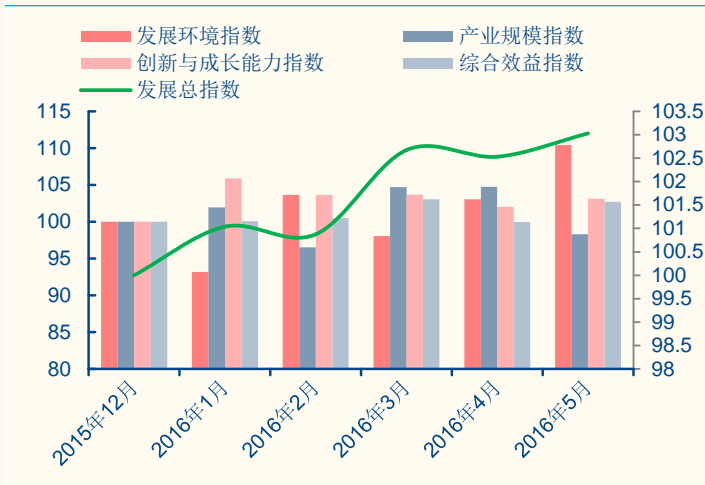
- **产业集群效应显著，集群优势进一步利好龙头。**集成吊顶行业已形成以浙江嘉兴为中心的长三角生产基地和以广州和佛山为中心的珠三角生产基地。其中，浙江嘉兴是集成吊顶行业的发源地，也是浴霸产品的生产基地，而广州和佛山则是传统吊顶（铝扣板）的生产基地。目前，长三角生产基地的产销量约占全行业的 60%，珠三角生产基地约占 30%，行业集群效应非常显著。而对于集群效应行业来说，首先由于地理集中优势，企业间易形成既有竞争又有合作的合作竞争机制；此外，产业集群可以带来规模经济和效益，利于加强产品品牌、企业品牌及区域品牌竞争力。2016 年 7 月，“百步·中国集成吊顶产业指数”已正式发布，这充分说明了浙江嘉兴市百步镇对于集成吊顶产业发展的行业地位及意义。公司作为百步集成吊顶龙头品牌，将持续受益于产业集群效应带来的优势。

图表 24：产业集群优势的交互作用



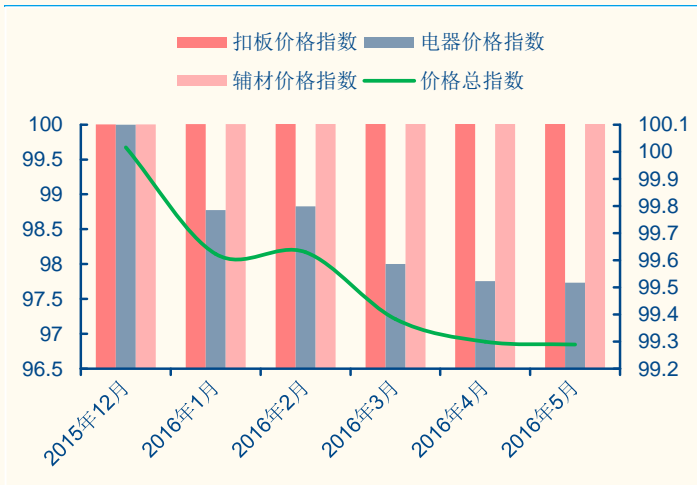
来源：《产业集群优势与区域品牌关系研究》，国金证券研究所

图表 25：百步·中国集成吊顶发展指数



来源：中国吊顶网，国金证券研究所

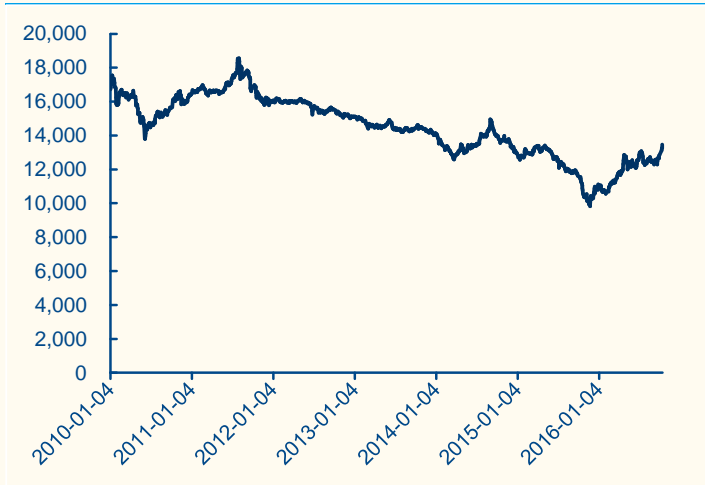
图表 26：百步·中国集成吊顶价格指数



来源：中国吊顶网，国金证券研究所

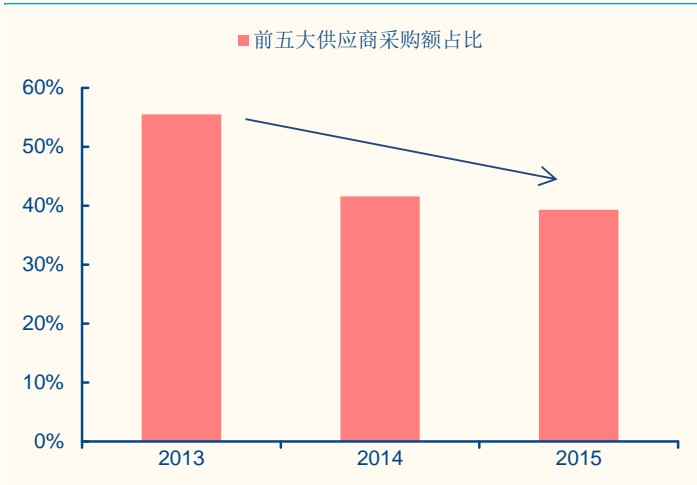
- **上游：铝价触底反弹，预计暂对公司毛利率影响不大。**公司上游原材料主要包括用于生产基础模块的铝板和钢板等、用于生产功能模块的 ABS 粒子、电机、镇流器、荧光灯、取暖泡、金管、面板、铝材以及外架等。其中，功能模块的电器构件占比相对较小且价格较稳定，对公司综合成本波动影响较小。基础模块目前主要以铝板为主。虽然今年年初以来铝价呈现触底反弹的走势，但我们认为短期暂不会对公司盈利造成太大影响，主要原因有：1) 公司前五大供应商采购占比逐渐降低，采购比例结构不断优化，公司议价能力也有望进一步加强；2) 公司自 2011 年已开始自行完成部分铝制品的表面氧化工序，对铝材、外架等部件也由外购改为自行加工，公司原材料自主加工能力较强，受上游提价影响较小；3) 公司业务主要面向 C 端客户，相对 B 端业务而言，C 端业务的成本传导能力较强。

图表 27：铝价（元/吨）触底反弹



来源：上海期货交易所，国金证券研究所

图表 28：公司前五大供应商采购占比逐渐降低



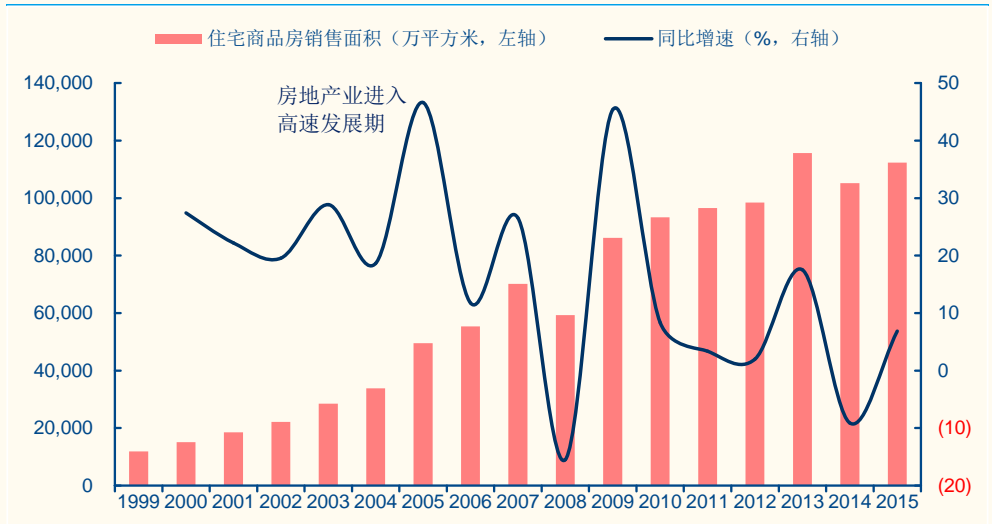
来源：公司公告，国金证券研究所

- **下游：多因素驱动行业成长。**吊顶作为隐蔽工程的关键步骤，已经基本成为了装修过程中的刚性需求。我们估计，集成吊顶目前占整个吊顶行业渗透率约为 30%-40%，行业规模不超过 200 亿元。未来预计在行业消费升级、全装修政策推广、二次装修及婚育高峰等因素的驱动下，行业将迎来新一轮快速成长期。

1) 二次装修成为行业增长新需求

2005 年开始，我国进入地产业高速发展的黄金时代。截至 2015 年，十年间我国商品房销售面积已高达近 100 亿平方米。根据行业一般规律，居住 5 年以上房屋即出现翻新需求，居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看，今年起旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。另一方面，根据新闻数据显示，2015 年我国住宅存量房面积达到 4.3-4.5 亿平方米，这些空置毛坯或是简装的二手房，同样存在装饰和翻新需求。对于旧房翻新来说，由于装修进度及空间完好性的要求相较新房装修来说更高，而集成吊顶由于安装、拆卸方便，且很少产生建筑垃圾，环保、安全性较高，因此我们认为集成吊顶在旧房翻新市场尤其具有竞争力，这部分需求也将独立于上游房产景气度之外，成为行业需求持续增长的强劲动力。

图表 29：我国具有较大的住宅存量房市场



来源：国家统计局，国金证券研究所

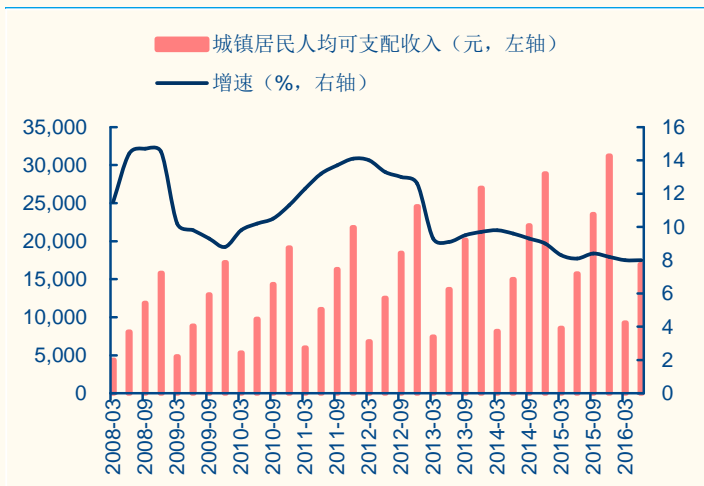
2) 居民可支配收入持续增长和消费升级加速集成吊顶对传统吊顶替代

随着居民收入提高不断推动消费升级，居民更加注重提高生活质量，对家居环境的美观性、舒适性和个性化提出更高要求，对改善家居环境的诉求日益强烈，集成吊顶将不断替代传统吊顶成为市场首选。

3) 婚育人口高峰期及二孩政策下需求扩容

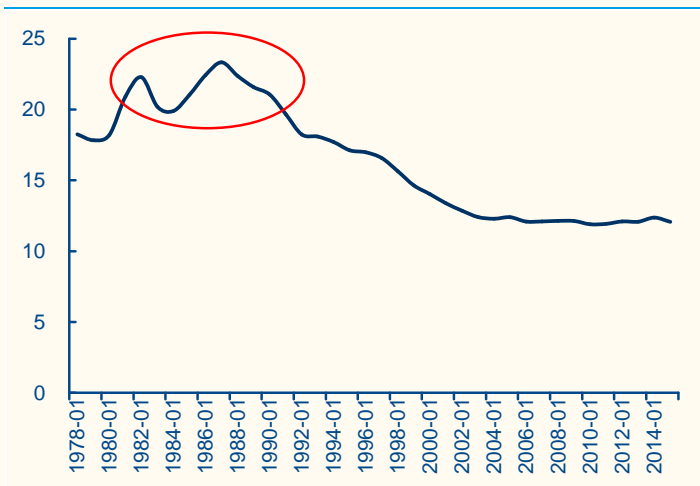
我国第三次生育高峰期出生的人口已经进入婚育适龄阶段。通常，结婚催生首次置业需求且婚房装修较为讲究，而接下来家庭生育下一代可能刺激改善性住房需求。可以说，我国家居消费的主力已经切换，80 及 90 后更倾向于选择美观实用的集成吊顶，同时在二孩政策催化下，集成吊顶需求将快速扩容。

图表 30：我国城镇居民人均可支配收入不断提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：我国历年人口出生率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

4) 公装和精装房市场同样对应庞大市场需求

除住宅装修外，公装和精装房市场未来将同样成为行业快速成长的主力驱动因素。近几年，受城镇化、政府投资以及消费升级等因素驱动，我国公装市场发展速度逐步加快。根据前瞻网数据，2012 年我国公装市场产值已达 1.41 万亿元，公共装饰在建筑装饰行业中的占比也越来越大。除了公装市场，精装房市场也正逐渐成为房地产市场的主流，各地新近出台的政策都反映了这一必然趋势。例如，今年上海和浙江先后分别出台了外环线以内和所有县市主城区实行 100% 全装修的政策。此外，公装市场及精装房市场通常订单体量较大，交货集中且需要相当的资金占用，开发商或装修公司对供应商的生产能力也会提出更高要求，因而具有品牌及规模优势的企业更易获得成功。

图表 32：吊顶及集成吊顶行业市场容量测算

分类	项目	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
全国商品房住宅	吊顶市场容量	345.60	382.92	415.09	447.88	476.10
	同比增速		10.8%	8.4%	7.9%	6.3%
	占比	80%	68%	60%	55%	52%
普通住宅市场 (包括新毛坯房 及二手房翻新)	吊顶市场容量	276.48	260.39	249.05	246.34	247.57
	同比增速		-5.8%	-4.4%	-1.1%	0.5%
	渗透率	32%	38%	45%	52%	60%
精装房市场	集成吊顶市场容量	88.47	98.95	112.07	128.09	148.54
	同比增速		11.8%	13.3%	14.3%	16.0%
	占比	20%	32%	40%	45%	48%
公装市场	吊顶市场容量	69.12	122.54	166.04	201.55	228.53
	同比增速		77.3%	35.5%	21.4%	13.4%
	渗透率	12%	18.00%	38.00%	56.00%	62.00%
合计	集成吊顶市场容量	8.29	22.06	63.09	112.87	141.69
	同比增速		165.9%	186.1%	78.9%	25.5%
	吊顶市场容量	360.20	401.98	436.96	473.22	502.56
合计	同比增速		11.6%	8.7%	8.3%	6.2%
	渗透率	6%	12%	17%	21%	25%
	集成吊顶市场容量	21.61	48.24	74.28	99.38	125.64
	同比增速		123.2%	54.0%	33.8%	26.4%
合计		118.38	169.24	249.45	340.34	415.87

来源：国金证券研究所

- 行业竞争格局：友邦与奥普最具品牌影响力，集中度提升是必然趋势。集成吊顶行业呈现高度分散，参与企业多而弱的格局，行业内具有较高品牌影响力的只有友邦和奥普，两者的市占率都仅在 2% 左右。其中，友邦最早提出集成吊顶概念，是行业的缔造者。对比这两大品牌，友邦更加倾向

于集成吊顶本身的设计与完善，奥普则可通过浴霸实现与集成吊顶的联动销售。随着行业高速发展，我们认为未来行业集中度提升将是必然趋势，龙头企业的份额将显著提升。

图表 33：友邦与奥普业务对比

	友邦吊顶	奥普集团
营业额（2016 上半年）	2.15 亿元	2.19 亿元
经销商	800 多家	388 家
专卖店	1,200 多家	790 家
概况	行业缔造者，品牌+技术奠定行业龙头地位	浴霸第一品牌，拥有“1+N 浴顶”品牌

来源：公司公告，国金证券研究所

全屋定制化及智能化引领行业发展变革

- **全屋定制实现装修风格一体化，最大化攫取产业链价值。**全屋吊顶安装的空间从厨房和卫生间等小空间吊顶走向客厅、餐厅和卧室等全屋空间。与一般集成吊顶相比，全屋吊顶最大的特点是可以满足不同装修风格的需求，包括或欧式或中式，或传统或现代的装修需求，完成以自身的产品升级蜕变打通家庭吊顶风格之路的最后一公里。除此之外，全屋吊顶与目前装修工程中常常遇到中央空调、新风系统和影音系统等项目也能很好地结合。如能顺利推进全屋定制，那么一方面，客厅、餐厅和卧室吊顶客单价更高；另一方面，还可以实现多品类的协同销售，最大化获取产业链价值。

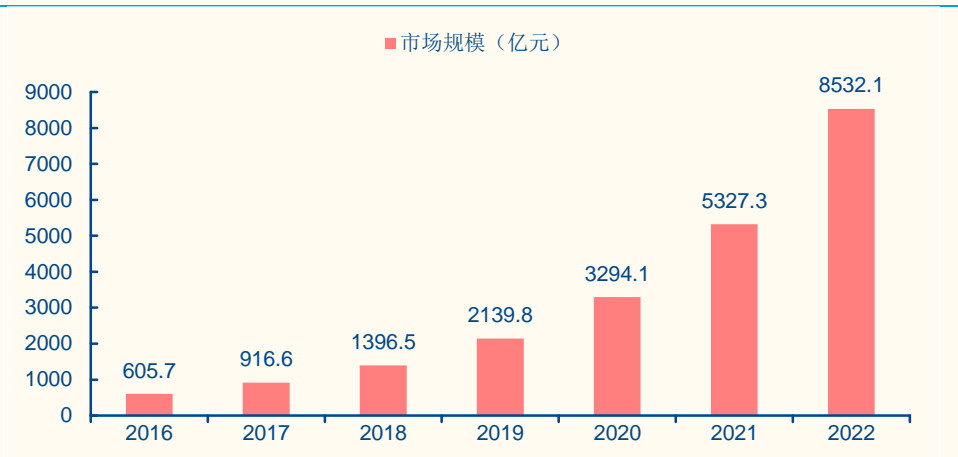
图表 34：全屋吊顶可以充分实现装修风格一体化



来源：公司公开资料，国金证券研究所

- **站上智能家居风口，强化集成吊顶功能性。**随着智能科技的进步和互联网+的发展，智能家居类产品已经走进大众现实生活。根据 Juniper Research 的研究数据显示，到 2018 年，全球智能家居市场总规模将达到 1,396.5 亿元。至 2020 年，我国的智能家居市场规模将达到 3,294.1 亿元，约占全球智能家居市场的 32%，我国将成为全球最重要的智能家居市场之一。集成吊顶行业可以通过植入先进智能技术，开发智能集成吊顶，强化集成吊顶功能性，从而优化用户体验。具体来说，集成吊顶可以与全屋智能硬件产生交互，达到通风、换气、检测空气质量、控制灯光、温度以及湿度等目的。

图表 35：我国智能家居市场规模预测



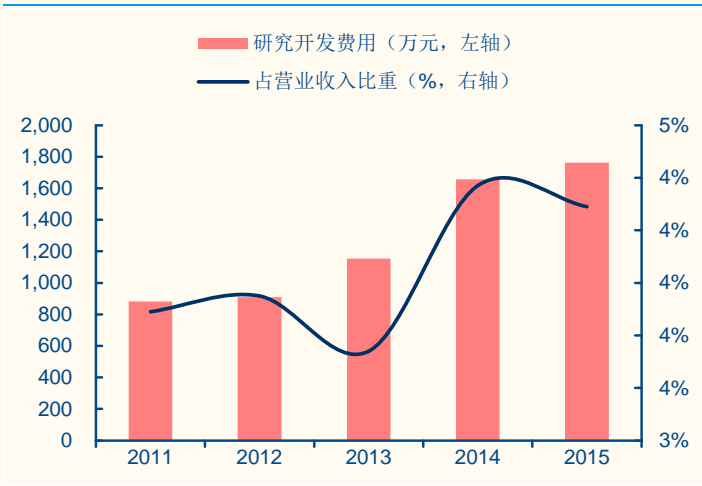
来源：Juniper Research，国金证券研究所

研发设计及品牌渠道共铸友邦核心竞争力

产品好：具备卓越研发设计能力，积极丰富产品品类

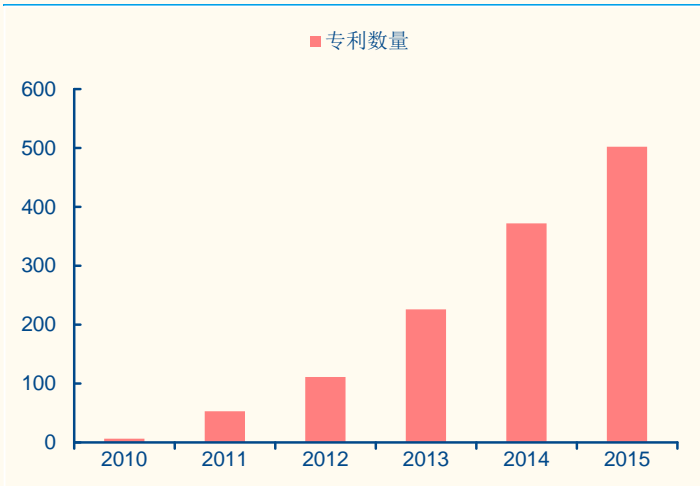
- 公司以集成吊顶产品为核心，多年深耕于产品技术和设计更新。公司拥有一支高素质的研发设计团队，研发设计能力 & 新产品研发速度居行业前列。公司目前研发设计人员共 71 人，占总员工数 15%，公司研发设计人员占比逐年攀升。公司近五年来所获得新增专利数也大幅增长，截至 2015 年，公司累计已获得授权专利 502 项。此外，公司还荣获浙江省工业设计协会颁发的“2015 浙江省十佳工业设计企业”荣誉称号，并再次被认定为“国家高新技术企业”。

图表 36：友邦吊顶研发费用逐年攀升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：友邦吊顶历年累计所获专利数量



来源：国家知识产权局，国金证券研究所

图表 38：友邦吊顶历年主要专利技术研发

年份	技术创新成果
2005	银 S 铝表面处理工艺
2006	金属表面微雕工艺、朗格威特金属表面处理工艺
2007	盛唐祥纹铝表面处理工艺、乐森板处理工艺
2008	赛丽耐复合铝处理技术
2009	铝表面彩色处理技术
2010	铝表面彩色压印技术
2011	金属表面彩色热转印技术、基础模块材料-吸音隔热板

年份	技术创新成果
2012	高分子立体面板材料运用技术、木塑面板材料运用技术
2013	面板浮雕工艺、面板蚀刻冲压组合工艺
2014	一体化压铸成型技术
2015	纳米压印技术

来源：公司公告，国金证券研究所

- “设计邦”汇集世界名设计师，友邦产品惊艳亮相米兰展。除了公司自有的强大研发设计团队以外，公司“设计邦”还汇集了世界各地名设计师，设计出的产品囊括了多种文化与风格。公司凭借极具竞争优势的设计能力和品牌形象，不断推出新产品并成功投放市场，在一定程度上避免了同质化产品的激烈竞争，从而保证了公司的较高毛利率水平。2016年4月，由公司与知名设计师林琮然先生携手打造的“《回合 INNINGS》空间”作品亮相“2016 第二十一届米兰国际三年展”。米兰国际三年展，作为全球公认的世界高级别展览会，具有强烈的跨学科性与极高的学术权威性，历史可追溯至 1923 年，是由非营利的同名文化基金会主办的每三年一次的国际性展览，专门举办展览和其他有关建筑、设计、装饰艺术、时尚、新媒体和城市设计的活动。此次公司开创了集成吊顶企业亮相米兰展的先河，充分证明了公司卓越的设计研发能力。

图表 39：友邦吊顶“设计邦”汇集世界名设计师

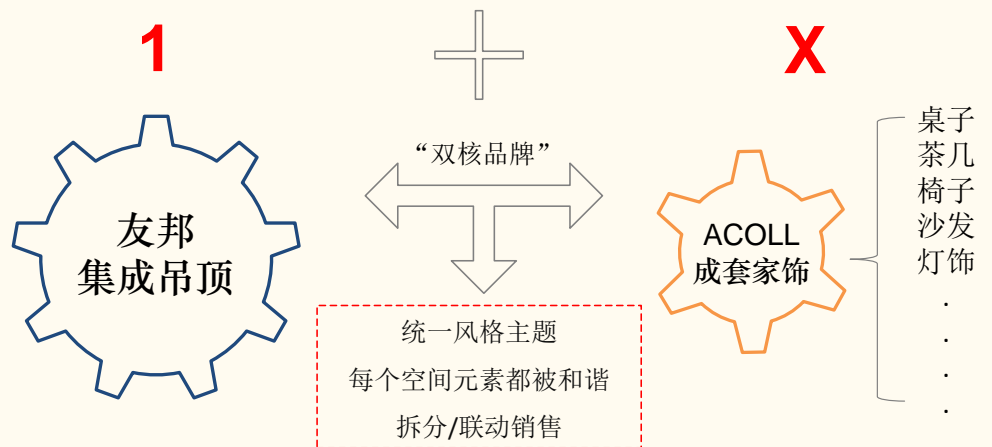
设计师	简介	代表作品
EMBT 建筑事务所	国际知名建筑事务所米拉耶斯/塔格里亚布 EMBT 的负责人，于 1994 年成立	苏格兰会议大厦，上海世博会西班牙国家馆
如恩设计研究室	郭锡恩先生和胡如珊女士于 2004 年共同创立，是一家立足于中国上海的多元化建筑设计研究室	北京万科赢嘉会所销售会所，新加坡重叠房，看步 (Camper) 展厅/办公区，创明岛上海办公室
AZPML	亚历杭德罗·札拉波罗为世界知名的西班牙建筑师，与 Maider Llaguno 共同创建了 AZPML 闻名国际的新锐设计工作室	维也纳办公楼
丹尼尔里伯斯金	是一位世界知名的波兰、犹太裔美国建筑师，也是建筑理论界著名学者，多年任教从事理论研究，在柏林犹太博物馆一案以后，其独特的型体与概念闻名国际，其作品具有鲜明的风格与强烈的律动感	映水苑住宅，德国德累斯顿军事历史博物馆，奥斯纳布吕克博物馆，Ascent 住宅
武重义	世界知名越南建筑师，取得东京大学的土木工程设计硕士学位后，重返越南于 2006 年开始设立自己的建筑事务所	山顶餐厅，越南馆
藤本壮介	日本新生代最有才华的建筑师之一，2000 年创建了藤本壮介建筑师事务所。曾获得《建筑评论》大奖、巴塞罗那世界建筑节一等奖、Wallpaper 奖	NA 住宅 (House NA)，台湾塔，武藏野美术大学图书馆新馆，北海道登别银发族之家
承孝相	师从金寿根 15 年，1989 年开创建建筑师事务所履露斋，参加了引领韩国建筑界新风气的<4+3 集团>，现任韩国首尔市总建筑师	360° 地水花风乡村俱乐部，某轩和史野园，平度万科住宅文化馆，数码士公社
黄志达	亚洲新生代最具才华的室内设计大师，独特的构思和巧妙的设计风格自成一派，其作品备受业内外关注，大量作品在香港、大陆及海外知名媒体上选登	紫韵会所，香港皇冠假日酒店，万科·东方尊峪会所，东莞绿茵温莎堡会所
程绍正韬	台湾著名室内设计大师，新东方主义风格代表人物，作品横跨台湾各类专业设计领域，屡获国际设计大奖	M-House
黄书恒	ANDREW MARTIN 安德鲁马丁全球百大设计师 (室内设计奥斯卡奖)，完美结合现代科技与东方哲学的设计风格，优秀作品遍布全球	金华苑接待中心，远雄新未来样品屋，台北国际花卉博览会梦想馆，中央公园样板房

来源：www.chinayoubang.com，国金证券研究所

- 强化集成吊顶功能性，实现设计感与功能性并重。集成吊顶功能模块是将功能电器依照基础模块的规格进行模块化处理制成的集成吊顶模块，在实现电器功能的同时与基础模块形成整体装饰效果。公司在先发设计优势基础上，不断优化产品功能性。公司通过不断改善功能电器性能，使其使用寿命、节能效率和稳定性上更加优良。未来，随着集成吊顶产品设计能力不断提高，功能模块将向系统化和智能化方向发展，包括声控、红外控温及背景音乐智能系统等。

- “厨卫空间设计”向“全屋空间设计”转变，结合 ACOLL 成套家饰打造 1+X 销售模式。集成吊顶经过合理设计，可以契合其他家居空间的装饰需求，打入整体家居市场。公司于 2014 年已经开始积极探索由厨卫空间吊顶向全屋空间的拓展，实现“从顶开始，向下延伸全屋；以顶为主，打造梦想家居”的全屋家居理念。2014 年 9 月，公司 ACOLL 成套家饰正式上线，ACOLL 通过打破软装和硬装的传统界限，颠覆了用户传统的“零散式的产品购买”和“拼凑式的风格设计”模式，实现了“1+X”销售模式，即通过将吊顶产品与成套家饰的风格相融，实现吊顶与全屋家饰的联动销售，保证“顶、墙、地—三个维度为一体”的同时又可以各自拆分而被不影响。2016 年上半年，公司 ACOLL 产品收入 333.29 万元，占总营收 1.55%，同比增长 83.14%，实现了快速增长。未来，公司将继续以吊顶为核心，逐步实现集全屋集成吊顶、集成墙面、成套家饰及智能家居为一体的家居生态系统。

图表 40：公司“1+X”销售模式



来源：国金证券研究所

图表 41: ACOLL 成套家饰空间

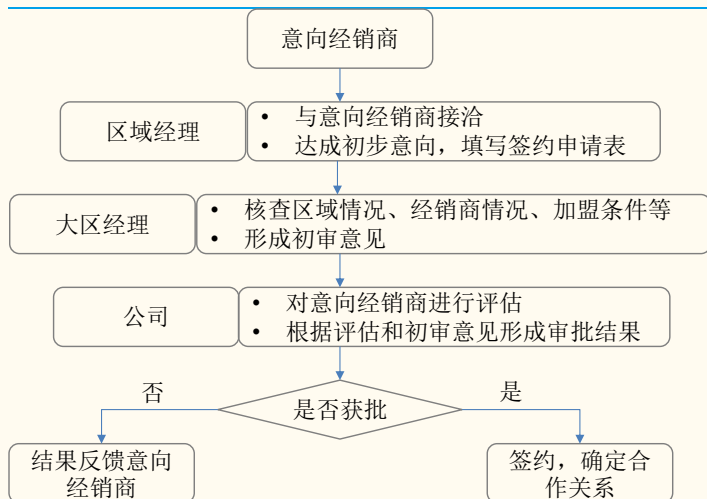


来源：公司公开资料，国金证券研究所

服务优：集成吊顶第一品牌，渠道广泛铺设全国

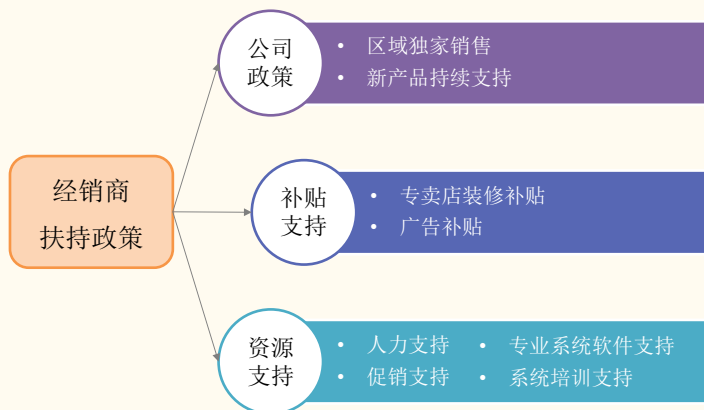
- **传承工匠精神，深耕细作铸就民族品牌。**集成吊顶是一个完全原创的民族产业。作为行业缔造者，公司秉承“集大成，邦天下”企业文化，用优质产品和服务展现新时代工匠精神。事实上，在行业内，全屋集成吊顶的概念早有提出，众多品牌也早有涉足。作为集成吊顶行业的缔造者，公司并未选择最早进入全屋集成吊顶。相反地，公司继续深耕产品研发设计，在充分保证了技术及市场成熟之后才将相关产品推向市场，这也正是公司品牌多年极具竞争优势的原因之一。
- **加强经销商管理，严格把控落地服务能力。**公司采用经销商销售模式，经销商以买断方式向公司进货，因此对经销商的管理能力直接决定了公司的落地服务能力。至 2016 年上半年，公司已经在全国拥有 800 多家经销商及 1,200 余家专卖店，构建了覆盖全国主要市场的销售网络。以定制家具龙头企业索菲亚为参照，我们预计公司未来 3-5 年内还将进一步加密现有区域布局并且开拓新市场，从而将专卖店总数增加到 1,800 至 2,000 家。同时，已经有个别经销商开始尝试开拓国外市场。公司对于经销商的选择和管理已经建立一套完整体系。首先，公司严格按照甄选标准，选择具有较强经营能力的经销商；同时，公司所有的经销商和分销商均由公司垂直管理，由公司总部直接提供业务支持和培训；为了充分激励经销商，公司还建立了相关鼓励和淘汰机制。公司整套成熟完善的经销商管理体系充分保障了终端服务能力。

图表 42：公司经销商甄选、加盟流程图



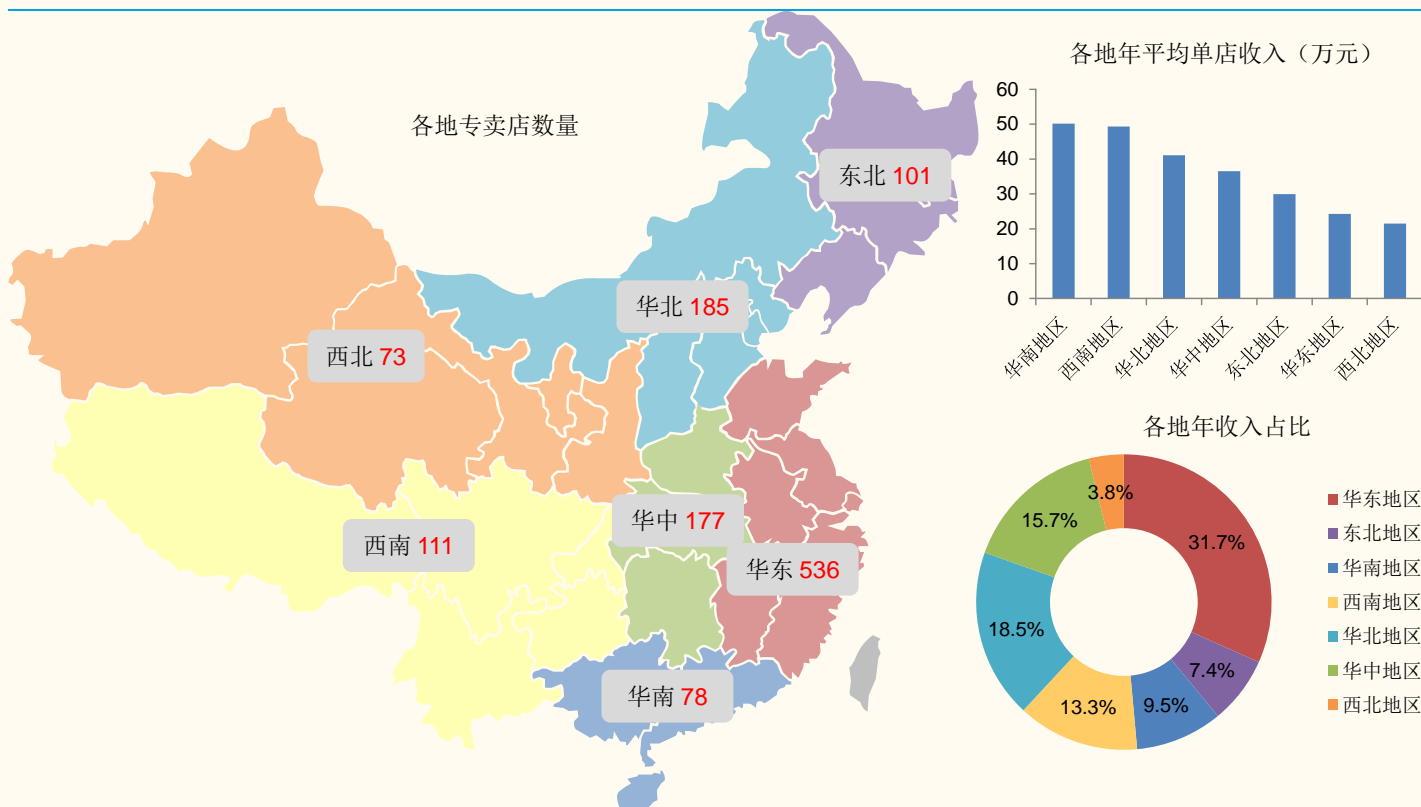
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：公司经销商扶持政策



来源：公司公告，国金证券研究所

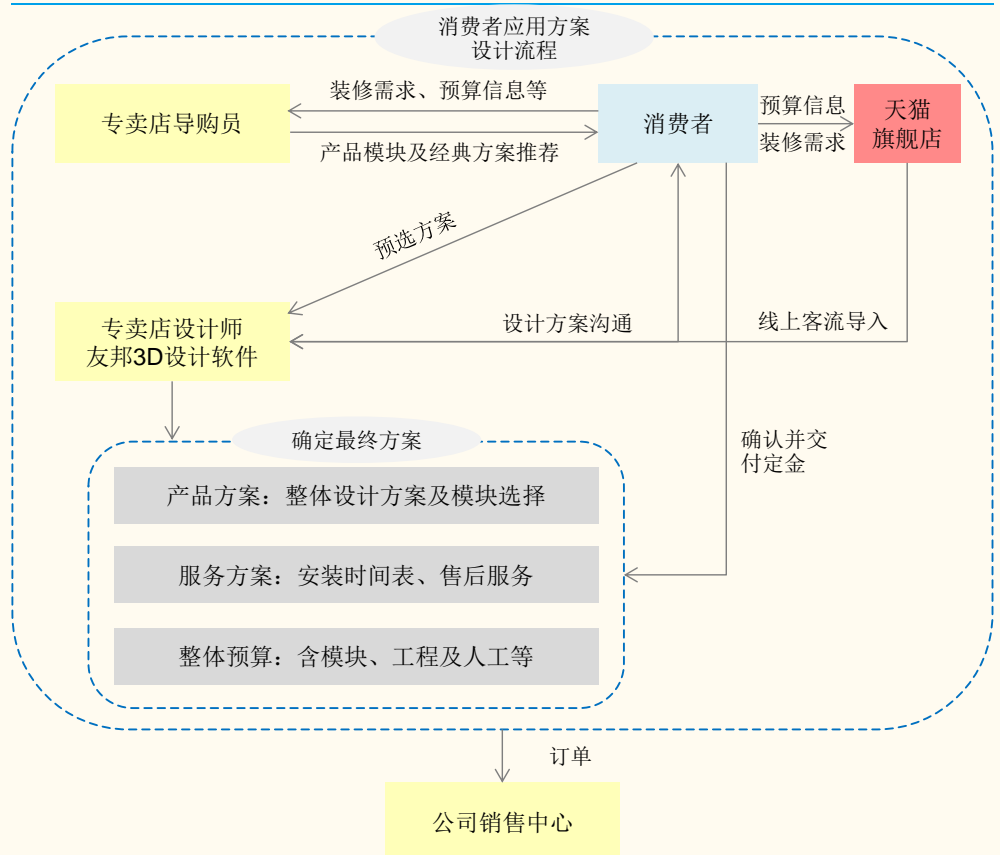
图表 44：公司全国业务布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **积极布局电商 O2O，线上线下齐发力。**专卖店作为公司“最后一个总装车间”，决定了公司线下服务能力。一方面，公司在线下核心商圈开店布局，为消费者提供优质消费体验；另一方面，公司通过对经销商持续培训及指导提高终端设计服务能力。同时公司多次策划大型品牌活动，以加强品牌推广力度及单店运营能力。2015 年下半年，公司开始积极布局 O2O，成立了天猫旗舰店。2016 年“双十一天猫全球狂欢节”中，友邦天猫旗舰店交易额突破 2.42 亿元，刷新了天猫集成吊顶类目新纪录，位列集成吊顶类销售额第 1 名及“家装主材”类目销售额第 2 名。

图表 45：公司 O2O 服务流程



来源：国金证券研究所

- **品牌价值凸显，多项殊荣奠定领跑地位。**自成立以来，公司多次斩获优秀品牌殊荣。除了入围厨卫吊顶企业十强、浙江省名牌产品以及福布斯中国上市潜力企业 100 强等，公司还在 2016 年中国 3.15 年度评选中获得《全国吊顶行业质量领先品牌》和《全国产品和服务质量诚信示范企业》两项殊荣。

“内生+外延”双轮激发公司中长期发展动力

内生：大幅扩充产能，员工持股绑定利益

- **募投及定增项目大幅扩充产能，业绩即将迎来向上拐点。**公司于 2014 年 1 月完成首发上市融资，募资 18,493.20 万元，主要用于百步工业区集成吊顶生产基地建设项目，计划新增基础模块产能 1,500 万片，功能模块产能 68 万套。截至 2016 年 6 月 30 日，募投项目投资进度约为 66.97%，增加基础模块年产能约 1,300 万片，增加功能模块年产能约 35 万套，公司基础模块产能增加至约 2,500 万片（原有产能约 1,200 万片），功能模块增加至约 95 万套（原有产能约 60 万套）。2016 年 7 月，公司完成首次非公开发行，募资 33,575.89 万元，用于集成吊顶生产基地扩建项目。项目投产后，将可新增 2,100 万片基础模块、80 万套功能模块及 50 万平方米公装吊顶生产产能。我们假设：1) 募投项目中剩余部分 2016 年全部建成达产；2) 定增项目从 2017 年下半年开始逐步建设投产；3) 定增新增产能部分在悲观、中性、乐观情况下分别 5 年、4 年、3 年达产。根据我们测算，**乐观情况下**，2017/2018 年公司基础模块、功能模块及公装吊顶三部分业务合计平均收入增速将达 86%/33%。

图表 46：友邦吊顶预期新增产能敏感性测算

年份	2014	2015	2016E	悲观		中性		乐观	
				2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E

基础模块 (万片)	2,500	2,500	2,700	3,120	3,540	3,225	3,750	3,400	4,100
产量 (万片)	2,542	2,950	3,240	3,120	3,540	3,709	4,313	4,080	4,920
产能利用率 (%)	101.7%	118.0%	120.0%	100.0%	100.0%	115.0%	115.0%	120.0%	120.0%
销量 (万片)	2,540	2,890	3,240	3,058	3,469	4,080	4,744	4,692	5,658
产销率 (%)	99.9%	98.0%	100.0%	98.0%	98.0%	110.0%	110.0%	115.0%	115.0%
单价 (元)	7.21	6.73	7.20	7.80	8.00	7.90	8.10	8.00	8.20
收入 (万元)	18,324	19,440	23,328	23,849	27,754	32,229	38,424	37,536	46,396
增速 (%)	23.4%	6.1%	20.0%	2.2%	16.4%	38.2%	19.2%	60.9%	23.6%
功能模块 (万套)	95	95	128	144	160	148	168	155	181
产量 (万套)	87	110	127	137	152	155	176	170	199
产能利用率 (%)	91.6%	115.8%	99.0%	95.0%	95.0%	105.0%	105.0%	110.0%	110.0%
销量 (万套)	88	108	125	134	149	163	185	187	219
产销率 (%)	101.1%	98.2%	99.0%	98.0%	98.0%	105.0%	105.0%	110.0%	110.0%
单价 (元)	155.52	135.48	148.00	150.00	152.00	155.00	160.00	160.00	165.00
收入 (万元)	13,686	14,632	18,567	20,110	22,642	25,291	29,635	29,943	36,203
增速 (%)	9.0%	6.9%	26.9%	8.3%	12.6%	36.2%	17.2%	61.3%	20.9%
公装吊顶 (万平方米)				10	20	13	25	17	33
产量 (万平方米)				10	20	13	26	18	37
产能利用率 (%)				100.0%	100.0%	105.0%	105.0%	110.0%	110.0%
销量 (万平方米)				10	20	13	26	18	37
产销率 (%)				100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
单价 (元)				500.00	500.00	550.00	550.00	580.00	580.00
收入 (万元)				5,000	10,000	7,219	14,438	10,633	21,267
增速 (%)					100.0%		100.0%		100.0%

来源：国金证券研究所

- **员工持股绑定利益，保障公司中长期发展。**2016 年 12 月，公司第一期员工持股计划已完成股票购买，第一期员工持股计划通过二级市场购买的方式购入公司股票 572,922 股，参与对象包括董事总经理、董事副总经理和财务负责人等在内的 408 名员工。此次员工持股计划作为上市以来首次股权激励，对于公司长远发展具有重要意义，员工持股计划不仅彰显了公司管理层对于未来经营发展的信心，也充分绑定了公司与管理者利益，将成为公司保持强劲发展动力的一个重要因素。

图表 47：第一期员工持股计划主要参与对象

持有人	参与人数 (人)	金额 (万元)	比例 (%)
董事总经理王吴良	1	200	5.09%
董事副总经理吴伟江	1	100	2.55%
财务负责人郁海风	1	80	2.04%
监事顾沈华	1	50	1.27%
监事杜全芬	1	30	0.76%
其他员工	403	3,467	88.29%
合计	408	3,927	100%

来源：国金证券研究所

外延：加强多方投资合作，业务拓展有序推进

- **加强 B 端合作，拓宽销售渠道。**根据公司规划，公司未来将在 B 端与家装公司和开发商合作积极推进业务。一方面，公司将通过与恒大和万科等大型地产商的战略合作，拓展精装房工程市场。举例来说，2015 年，恒大与万科合计实现商品房销售面积 4,618.3 万平方米，假设厨卫空间面积占总面积的 10%，则所需集成吊顶面积可达 461.83 万平方米，以 300*300 规格计算，约折合模块 5,000 万片，由此可见 B 端市场巨大的潜在容量，若再考虑客厅、餐厅及卧室的集成吊顶安装，则市场将会数倍于现有厨卫空间。另一方面，公司将通过与东易日盛和业之峰等全国性家装公司及小米

爱空间、有住网“百变加”、土巴兔以及金螳螂家等互联网家装渠道合作，拓宽销售渠道。我们认为，乘着国家大力推进装配式建筑和全装修的东风，未来公司大概率将加速大力推进与 B 端客户的合作，从而实现 B 端与 C 端共同发力，实现业务规模的快速增长。

图表 48：公司将通过与 B 端合作拓宽销售渠道



来源：国金证券研究所

- 投资设立子公司，有序推进新业务拓展。从 2016 年 3 月开始，公司通过接连合资方式设立专业子公司，推进智能家居、集成墙面及石膏吊顶业务，充分彰显了公司向全屋和智能集成吊顶方向拓展，继续引领行业发展的决心，进一步优化公司业务布局，提升整体竞争力。

图表 49：公司对外投资情况

时间	合作公司	注册资本	股权比例	主营业务	投资目的
2016.3.26	睿祺公司	500 万元	70%	智能家居产品制造及研发	以现有业务为依托，投资于智能家居产业，整合集成吊顶与家居智能系统，进一步提升公司的综合竞争实力
2016.05.09	正普森公司	500 万元	65%	石膏板异型吊顶产品的研发、生产和销售	满足用户的多元化需求，实现更好的整体装饰效果，提供更丰富的室内吊顶整体解决方案，使公司产业布局得到进一步优化
2016.06.03	全嘉公司	750 万元	60%	集成墙面制造、加工、批发、零售、研发	推出集成墙面系统是由顶到空间的延伸，将为消费者提供便捷、高效、环保的集成化全屋室内装饰整体解决方案，更高层次地满足消费者对整体家居环境感受的需求

来源：公司公告，国金证券研究所

风险因素

房地产行业宏观调控风险

- 集成吊顶的市场需求主要来源于住宅装修市场，房地产市场成交量的显著下降将导致住宅装修市场明显下滑，对包括集成吊顶在内的建筑材料及装饰装修材料行业有不利影响，也将对公司业务发展及经营业绩形成较大压力。

原材料价格波动风险

- 公司的主要原材料是铝板及钢板。铝板和钢板属于金属铝和钢的深加工产品，价格主要由铝和钢的市场价格决定，波动范围较大。铝板和钢板价格如在短期内大幅上涨，将对公司毛利率和经营业绩造成不利影响。

生产规模快速发展导致的管理风险

- 公司正处于规模及产能快速扩张期，若公司管理能力不能适应未来公司规模快速扩张的需要，将会影响公司市场竞争力，存在经营规模迅速扩展而引致的管理风险。

募投项目风险

- 公司募投项目涉及的扩产幅度较大，且公司还涉入公装市场领域，若出现市场推广不力或行业竞争加剧的情况，将会在一定程度上影响项目预期实施效益，公司存在募投资金投资项目的风险。

盈利预测

关键假设

- IPO 募投项目在 2016 年内完成建设，2017 年上半年前达产。
- 非公发项目自 2017 年起建设期 3 年，逐步达产。

盈利预测

图表 50：友邦吊顶盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	23,037.7	30,864.1	37,862.2	41,070.8	50,277.2	75,023.7	95,061.2
基础模块	12,695.0	14,874.5	18,324.3	19,439.6	23,328.0	32,229.0	38,424.4
功能模块	8,161.0	12,552.8	13,685.7	14,631.8	18,567.0	25,291.4	29,635.2
辅助模块	2,154.0	3,432.0	5,805.0	6,545.0	7,526.8	8,731.0	10,058.1
ACOLL	0.0	0.0	0.0	418.0	817.2	1,513.4	2,463.9
公装吊顶	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7,218.8	14,437.5
其他	27.7	4.8	47.1	36.4	38.2	40.1	42.1
营业成本（万元）	11,004.9	14,698.5	18,211.6	19,995.1	25,042.1	37,580.9	47,141.0
基础模块	6,259.0	7,304.0	9,486.0	10,058.0	12,200.5	16,501.3	19,404.3
功能模块	3,659.0	5,432.0	5,568.0	6,238.0	8,021.0	10,622.4	12,091.2
辅助模块	1,087.0	1,962.0	3,157.0	3,388.0	4,252.6	4,758.4	5,381.1
ACOLL	0.0	0.0	0.0	310.0	567.9	1,006.4	1,601.5
公装吊顶	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4,692.2	8,662.5
其他	-0.1	0.5	0.6	1.1	0.0	0.2	0.4
业务利润（万元）	12,032.8	16,165.6	19,650.6	21,075.7	25,235.1	37,442.9	47,920.2
基础模块	6,436.0	7,570.5	8,838.3	9,381.6	11,127.5	15,727.8	19,020.1
功能模块	4,502.0	7,120.8	8,117.7	8,393.8	10,546.1	14,669.0	17,544.0
辅助模块	1,067.0	1,470.0	2,648.0	3,157.0	3,274.1	3,972.6	4,677.0
ACOLL	0.0	0.0	0.0	108.0	249.2	507.0	862.4

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
公装吊顶	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2,526.6	5,775.0
其他	27.8	4.3	46.5	35.3	38.2	39.9	41.7
毛利率 (%)	52.2	52.4	51.9	51.3	50.2	49.9	50.4
基础模块	50.7	50.9	48.2	48.3	47.7	48.8	49.5
功能模块	55.2	56.7	59.3	57.4	56.8	58.0	59.2
辅助模块	49.5	42.8	45.6	48.2	43.5	45.5	46.5
ACOLL	-	-	-	25.8	30.5	33.5	35.0
公装吊顶	-	-	-	-	-	35.0	40.0
其他	100.4	90.5	98.7	97.1	100.0	99.5	99.0
增速 (%)	1.8	34.0	22.7	8.5	22.4	49.2	26.7
基础模块	2.4	17.2	23.2	6.1	20.0	38.2	19.2
功能模块	1.9	53.8	9.0	6.9	26.9	36.2	17.2
辅助模块	-3.6	59.3	69.1	12.7	15.0	16.0	15.2
ACOLL	-	-	-	-	95.5	85.2	62.8
公装吊顶	-	-	-	-	-	-	100.0
其他	-	-82.8	891.5	-22.8	5.0	5.0	5.0

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 1.45/2.13/2.76 亿元, 三年 CAGR 为 31.7%, 全面摊薄后每股收益为 1.66/2.43/3.15 元/股。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	309	379	411	503	750	951
增长率		22.7%	8.5%	22.4%	49.2%	26.7%
主营业务成本	-147	-182	-200	-250	-376	-471
%销售收入	47.6%	48.1%	48.7%	49.8%	50.1%	49.6%
毛利	162	197	211	252	374	479
%销售收入	52.4%	51.9%	51.3%	50.2%	49.9%	50.4%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-4	-5	-6
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
营业费用	-29	-36	-36	-43	-62	-72
%销售收入	9.5%	9.4%	8.9%	8.5%	8.3%	7.6%
管理费用	-34	-42	-48	-55	-79	-97
%销售收入	11.2%	11.2%	11.6%	11.0%	10.5%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	96	115	123	150	228	304
%销售收入	31.0%	30.4%	29.9%	29.9%	30.4%	32.0%
财务费用	2	5	9	14	15	13
%销售收入	-0.7%	-1.2%	-2.2%	-2.9%	-2.0%	-1.3%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.2%	2.4%	1.9%	1.3%	1.0%
营业利润	98	120	135	168	246	320
营业利润率	31.7%	31.6%	32.8%	33.4%	32.8%	33.7%
营业外收支	3	3	6	3	3	3
税前利润	101	122	141	171	249	323
利润率	32.6%	32.3%	34.3%	34.0%	33.2%	34.0%
所得税	-15	-18	-20	-25	-36	-47
所得税率	14.5%	14.4%	14.1%	14.9%	14.5%	14.6%
净利润	86	105	121	145	213	276
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	86	105	121	145	213	276
净利率	27.9%	27.6%	29.4%	28.9%	28.4%	29.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	86	105	121	145	213	276
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	11	10	12	13
非经营收益	-3	0	-3	-7	-6	-6
营运资金变动	14	4	2	-4	11	9
经营活动现金净流	104	118	131	144	230	292
资本开支	-5	-49	-28	-23	-20	-22
投资	-25	-75	75	-1	-576	0
其他	0	-2	3	3	3	3
投资活动现金净流	-30	-126	51	-21	-593	-19
股权募资	0	168	0	336	0	0
债权募资	0	0	0	-1	0	1
其他	-15	-25	-26	0	-48	-70
筹资活动现金净流	-15	143	-26	334	-48	-69
现金净流量	60	136	156	457	-411	204

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	181	317	473	930	519	723
应收款项	1	6	11	7	11	14
存货	24	22	26	36	54	67
其他流动资产	7	82	5	14	19	24
流动资产	214	426	515	987	603	828
%总资产	64.3%	72.9%	74.4%	83.5%	43.5%	51.1%
长期投资	0	0	2	3	578	578
固定资产	91	98	110	115	119	121
%总资产	27.4%	16.7%	15.9%	9.8%	8.6%	7.5%
无形资产	28	61	65	75	84	93
非流动资产	119	158	177	195	782	794
%总资产	35.7%	27.1%	25.6%	16.5%	56.5%	48.9%
资产总计	333	585	692	1,181	1,385	1,622
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	35	38	50	53	79	99
其他流动负债	17	18	19	74	109	139
流动负债	51	57	69	126	187	238
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	2	1	0	0	0
负债	52	58	70	126	187	239
普通股股东权益	281	527	622	1,055	1,198	1,382
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	333	585	692	1,181	1,385	1,622

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.91	2.03	1.46	1.66	2.43	3.15
每股净资产	6.24	10.21	7.53	12.04	13.67	15.77
每股经营现金净流	2.31	2.28	1.59	1.64	2.62	3.33
每股股利	0.37	0.50	0.50	0.55	0.80	1.04
回报率						
净资产收益率	30.63%	19.87%	19.43%	13.79%	17.78%	19.96%
总资产收益率	25.84%	17.90%	17.45%	12.32%	15.37%	17.01%
投入资本收益率	29.07%	18.70%	16.98%	12.13%	16.27%	18.77%
增长率						
主营业务收入增长率	33.97%	22.67%	8.47%	22.42%	49.22%	26.71%
EBIT 增长率	42.94%	20.46%	6.84%	22.29%	51.55%	33.39%
净利润增长率	40.58%	21.65%	15.38%	20.46%	46.33%	29.56%
总资产增长率	34.98%	75.61%	18.36%	70.64%	17.25%	17.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2	2	5	3	3	3
存货周转天数	55	46	44	52	52	52
应付账款周转天数	55	55	59	55	55	55
固定资产周转天数	108	93	81	71	51	42
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.50%	-60.12%	-76.00%	-88.15%	-43.31%	-52.22%
EBIT 利息保障倍数	-44.8	-24.6	-13.8	-10.5	-15.4	-24.0
资产负债率	15.64%	9.93%	10.18%	10.70%	13.54%	14.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

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。

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 7BD