

顶上智能：集成吊顶生产商

——新三板公司商业模式研究之一百一十一

2017 年 07 月 31 日

新三板

商业模式

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001	
	hongyi0214@qq.com	010-66554046	
岳鹏	联系人		
	yuepeng@dxzq.net.cn	010-66554013	
韩宇	联系人		
	hanyu@dxzq.net.cn	010-66554131	
张高艳	联系人		
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	010-66554030	

1. 公司情况

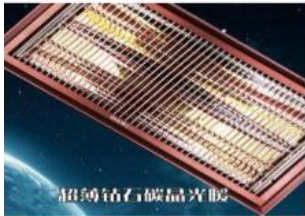
1.1 主营业务

浙江顶上智能家居股份有限公司主要从事集成吊顶的研发、生产和销售。集成吊顶是 HUV 金属方板（扣板）与电器的组合，具有安装简单、布置灵活、维修方便、美观多样等特点，集成吊顶出现之初主要应用于厨房、卫生间的吊顶，后来，随着集成吊顶业的日益发展，阳台吊顶、餐厅吊顶、客厅吊顶、走廊吊顶等都逐渐成为家装的主流。公司产品通过经销商开设专卖店销售至终端消费者，公司经销商客户广泛覆盖全国 30 多个省、自治区和直辖市。

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成的一体化吊顶产品。公司集成吊顶产品按照模块划分，可以分为基础模块产品、功能模块（功能电器）产品和定制模块产品，其中基础模块产品主要指以铝为原料制成的扣板，规格各式，花色多样，是吊顶实现整体设计风格的主要载体；功能模块产品主要指提供取暖、换气、照明等功能的电器；定制模块产品主要指公司根据客户的需求提供定制画和定制型材服务。

表 1: 主要产品类型

产品分类	产品名称	产品介绍		使用领域
基础模块	扣板		主要为铝扣板，系室内顶层空间装饰处理的基板，以实现遮掩梁柱、管线并为照明、换气、取暖等功能电器提供支撑平台，同时兼具隔热、隔音、装饰等效果	厨房、卫生间、客厅、走廊等

功能模块	取暖器		公司研发 LED 双核动力取暖器，集照明、取暖、换气、吹风于一体；以铝合金型材为边框、防护罩、面板，具有防锈耐高温功能；LED 照明采用进口三菱导光板，照明亮度高；采用空调专用 PTC 发热机芯，热效率高，表面不带电，温控和熔断双重保护，又避免金属 PTC 电热丝发热体表面温度无限升高的安全隐患，使用更安全；表面不带电，温控和熔断双重保护，又避免金属 PTC 电热丝发热体表面温度无限升高的安全隐患，使用更安全	浴室卫生间等
	换气扇		采用太空铝格栅，防锈美观；机箱采用 ABS 新料，健康安全；180°自由转换百叶，风量更大；采用贯流风轮，静音效果更佳	厨房、浴室、卫生间等
	照明灯		采用金属拉丝边框，镜面外观设计美观；进口高散热铝基覆铜板，导热效果好；17 毫米超薄设计、进口光学材料，低闪频、亮度高、节电、护眼、安全稳定、寿命长	阳台、客厅、卧室、厨房、走廊、卫生间等
定制模块	定制画		根据客户提供的照片或图案，在不同的扣板表面喷绘，一定数量扣板组合成完整图案，可用作吊顶，也可用作电视背景墙、沙发背景墙等墙面 DIY 装饰	厨房、卫生间、客厅、餐厅、走廊灯等
			整块大面积钛锌板表面 DIY 不同图案，然后四周再镶嵌上铝镁锰合金材质的相框，相框表面采用先进的热转印技术，各种花色、图案、纹理可以自由选择，且经久耐用	卫生间、阳台、走廊客厅等墙面

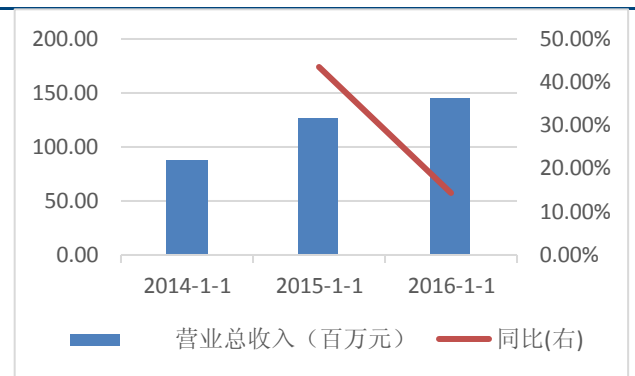
	定制型材		基材采用铝镁锰合金材质，表面高端热转印，彻底杜绝了油漆/板材等污染源，且零污染施工，无任何有害物质散发；各种图案、花色、纹理 DIY 自由选择，打破了石膏线条一成不变的白色，以满足不同的家装需求；不退色、不掉色，经久耐用；在安装结构上，设计成快装结构，工期短；高低梁包含了现代，欧式，中式等不同风格	卫生间、阳台、走廊客厅等
--	------	---	--	--------------

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 业绩表现

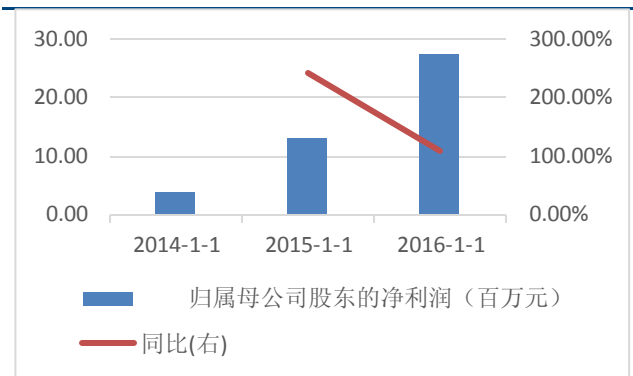
2016 年公司营业收入 1.46 亿元，同比增长 14.58%；2015 年公司营业收入 1.27 亿元，同比增长 43.74%；2014 年公司营业收入 0.89 亿元；2016 年归属母公司股东的净利润为 2734.06 万元，同比增长 108.03%；2015 年归属母公司股东的净利润为 1314.23 万元，同比增长 2430.97%；2014 年归属母公司股东的净利润为 385.44 万元；公司业绩向好。

图 2：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



1.3 发展战略

公司将继续巩固并加强在技术研发、产品设计、产品质量、营销渠道等方面的先发优势，同时将进一步加大在技术研发和产品设计方面的投入力度，不断提升产品的附加值和品牌知名度，以及加快拓展经销商服务网络，提高对终端市场的市占率，从而增强公司的核心竞争力。

2. 公司亮点

2.1 销售模式

公司从事集成吊顶产品的研发、生产和销售业务。公司的商业模式分为采购、生产、销售、研发、盈利部分。公司拥有专业化的销售模式：

公司产品主要通过经销商销售，公司与经销商按年度签订《集成吊顶战略合作协议》，由经销商自建专卖店面面向消费者，公司负责对经销商进行培训，并对其开设专卖店予以指导，公司不直接向消费者销售产品。经销商根据消费者的需求，为消费者设计集成吊顶装修方案，向公司下达采购订单，公司根据经销商的订单安排生产，将产品销售给经销商，公司对经销商的产品售价一般是根据公司实际生产成本及市场需求情况加上一定利润来确定，并由经销商结合公司提供的建议零售价根据其自身经营成本自主定价销售给最终消费者，并提供安装与售后服务。公司与经销商之间为买断式销售。

2.2 关键资源要素

- **DIY 个性化定制技术。**公司可根据终端消费者的需求，将消费者提供的照片、风景画等图案通过设计师利用软件裁好所需的规格尺寸，通过先进打印机设备印制在扣板上，使图案色彩或浓重或艳丽，并且具有较强的立体感，其特点在于使集成吊顶的图案与消费者整体家装风格相匹配，避免单一化设计，也可对印制图案的扣板随意组装，充分体现个人追求和个人品味，同时也使公司产品独树一帜，更具个性化。
- **扣板抗油污技术和 3D 活性炭表面加工技术。**公司的纳米抗油污抗菌自清洁涂料具有优良的加工成型性能、抗菌性能和高效的抗油污能力，使得公司扣板具有高抗油污功能，厨房及油烟涉及的空间的优选品；同时采用美国惠普先进的平面喷绘设备，对扣板进行 3D 活性炭表面加工，使扣板表面图案更具有立体感，提高了图案的色彩对比度和清晰度，表面具有抗腐蚀性，可保证产品 20 年不褪色，避免了短时间内反复装修的繁琐。
- **LED 照明技术。**公司可根据市场需求设计不同的色温，通过改变灯条的灯珠，使灯光多彩多变，满足多种环境的色彩需求；也可自行调节照明功率，通过调节灯珠的数量及型号来调节灯光的明暗度，满足不同环境对灯光明暗度的需求。

3. 同行业标的对比

目前在吊顶行业，友邦吊顶（002718.SZ）属于公司同行业标的。浙江友邦集成吊顶股份有限公司自 2007 年 12 月成立以来，一直从事集成吊顶的研发、生产和销售，系首家集成吊顶行业的上市企业，目前已经成长为中国集成吊顶行业领军者和龙头企业，在集成吊顶行业和终端市场享有盛誉。公司的业务类型相近，上下游需求来源一致性较高，具有较强可比性。

表 3：公司与同行业相关标的对比

	友邦吊顶（002718.SZ）	顶上智能（839431.OC）
一、财务指标		
2014-2016 年营收（百万元）	378.62/410.71/508.10	88.70/127.50/146.08
2014-2016 年增长率（%）	22.67%/8.47%/23.71%	-/43.74%/14.58%
2014-2016 年净利润（百万元）	104.68/120.79/126.48	3.85/13.14/27.34
2014-2016 年增长率（%）	21.65%/15.38%/4.72%	-/240.97%/108.03%
净资产收益率（%）（平均）	6.63%	51.20%
每股收益(元)	0.20	0.90
PE	36.28	-

PB	4.76	-
二、产品特点		
主营业务	从事集成吊顶的研发、生产和销售。	从事集成吊顶产品的研发、生产和销售
主营业务优势	公司注重研发设计和技术创新,形成了“销售一代、开发一代、研制一代、构思一代”的研发层次,拥有一支 40 多人的高素质研发设计团队,并与专业研发设计机构及陈绍华、邹伟军等著名设计师建立了良好的合作关系,研发设计能力居于行业前列。2009 年公司被浙江省科学技术厅认定为高新技术企业。公司拥有 195 项专利,其中发明专利 2 项、实用新型专利 74 项、外观设计专利 119 项。	公司经过多年经营,在全国集成吊顶行业的市场认可度和品牌形象迅速提升。从经销商覆盖范围来看,公司的经销商网络及专卖店已经覆盖至全国大部分省、市、自治区、直辖市,销售网络方面的竞争实力较强;公司已取得 53 项专利,其中外观设计 44 项、实用新型 9 项,拥有研发及技术人员 57 人,配备有齐全完备的技术研发和产品设计团队。
三、业务布局新方向		
未来发展战略	充分发挥在集成吊顶行业所积累和沉淀的技术、产品、市场及品牌优势,用创新和设计不断提升消费者价值围绕室内吊顶与墙面一体化整体解决方案,从厨卫空间拓展到其他家居空间、商业装修、公共建筑装修领域,并通过技术提升、完善服务等手段,持续扩大市场份额,增强公司盈利能力。	继续巩固并加强在技术研发、产品设计、产品质量、营销渠道等方面的先发优势,同时将进一步加大在技术研发和产品设计方面的投入力度,不断提升产品的附加值和品牌知名度,以及加快拓展经销商服务网络,提高对终端市场的市占率,从而增强公司的核心竞争力。

资料来源: Wind, 东兴证券研究所(注: 截止 2017 年 7 月 21 日)

4. 竞争能力分析

公司经过多年经营, 在全国集成吊顶行业中积累了多项优势:

- **品牌优势。**公司自成立以来一直专注于从事集成吊顶的研发、生产和销售, 经过多年的发展经营, 目前在集成吊顶行业亦具备了一定的知名度和品牌形象。公司集成吊顶产品中的扣板、取暖器等电器和 LED 照明灯均为自主生产, 形成了良好的市场口碑。
- **自主研发和产品设计优势。**公司设立有专门的技术研发中心, 共拥有研发及技术人员 57 人, 占比 19.52%。公司配备有强大的设计团队, 特别是优秀的室内设计和 3D 设计, 共设计了上千套各种风格的精美的集成吊顶全屋装修效果图, 并创建了具有行业创造性的顶上宅配网站, 将所有精美的效果图上传至该网站, 由全国范围内的经销商和意向客户参考选择, 大大提高了销售的成功率和便利性。
- **定制化产品优势。**公司可以根据用户的特定需求将各类图画照片、摄影作品等通过一定的加工工艺贴合到集成吊顶里面, 从而使得公司提供的集成吊顶产品更具艺术性和观赏性, 同时亦极具个性化, 能满足不同消费者的不同需求。

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析, 每个维度满分为 5 分, 总计 25 分, 公司总得分为 18.5 分, 核心竞争力较强。

表 4：公司波特五力模型分析

顶上智能（839431.OC）：波特五力模型分析	
潜在进入者 (4.0)	集成吊顶行业作为我国一个新兴行业，目前该行业发展尚未完全成熟，仍具备较为广阔的市场潜能。目前，国内吊顶行业普遍采用专卖店模式，建设相应的销售网络需要投入大量的人力财力，。此外，销售终端存在许多不可复制的因素。因此销售网络形成了行业的进入壁垒。潜在的进入者会对公司造成的影响较小。
买方议价能力 (3.5)	公司产品主要通过经销商销售，不直接对消费者出售产品。因此公司的买方议价能力略有不足。
卖方议价能力 (4.0)	公司没有向单一供应商的采购比例超过50%的情况发生。公司不存在对单一供应商有重大依赖的情形。公司的卖方议价能力尚可。
替代品的威胁 (4.0)	公司所处该行业集中程度不高，市场上存在众多同质产品。随着消费者品牌意识的提高，未来行业集中化，产品差异化。
同业竞争程度 (3.0)	目前，集成吊顶行业的利润水平较高，吸引了大量企业进入集成吊顶行业。据不完全统计，全国集成吊顶生产企业已上千家，未来仍可能不断增加，这将在一定程度上加剧行业竞争。
总分（18.5）	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

房地产行业宏观调控带来的风险。

作为一个新兴的细分行业，目前，集成吊顶的市场主要来源于住宅装修市场。住宅装修市场受商品住宅销售、商品房交收和二手房交易市场的影响较大。房地产市场成交量的显著下降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较大不利影响，也将对公司的业务发展及经营业绩形成较大压力。

6. 总体结论

浙江顶上智能家居股份有限公司经过多年经营，在全国集成吊顶行业的市场认可度和品牌形象迅速提升。从经销商覆盖范围来看，公司的经销商网络及专卖店已经覆盖至全国大部分省、市、自治区、直辖市，销售网络方面的竞争实力较强；从公司营业收入、净利润等财务指标来看，公司 2014 年度营业收入 88,700,971.68 元、净利润 3,577,697.75 元，2015 年营业收入为 127,496,417.87 元、净利润 13,142,313.13 元，在集成吊顶行业中其营收规模和盈利能力亦较为强劲；从公司的研发和技术实力上来看，公司已取得 53 项专利，其中外观设计 44 项、实用新型 9 项，拥有研发及技术人员 57 人，配备有齐全完备的技术研发和产品设计团队。因此，公司在所处的集成吊顶行业具有较强的竞争实力。公司未来前景向好，值得投资者关注。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

CIIA, 中山大学金融硕士，2 年新三板投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

联系人简介

岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注电力设备与新能源领域、新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。