

坚定中高端路线，打造一体化家装综合服务提供商

首次覆盖报告

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 深耕中高端家装十九载，稳扎稳打扩大规模：

名雕股份主要为中大户型住宅客户提供专业、高品质的一体化装饰服务，经过十余年的稳健发展，已成为国内知名的以设计为特色的“一体化家居解决方案”服务商。公司财务状况稳定，根据2017年度业绩快报，实现未经审计营收7.45亿元，较上年同期增加7.83%；归母净利润0.52亿元，同比增加3.66%。

● 一体化家装势不可挡，名雕领跑行业发展：

公司作为行业内领先的一体化家装企业，其一体化理念体现在五个方面：(1)一体化业务覆盖：提供针对不同细分市场的齐全品牌，优质的木制品定制服务，便捷的装饰材料选购服务和标准化物流配送服务。(2)一体化信息平台：通过一体化的信息平台对各项业务环节进行管理，实现设计、施工和配套服务之间的无缝衔接。(3)一体化营销模式：构建独具特色的“体验式营销+顾问式营销”和“直营分公司及其配套连锁式拓展市场”的营销模式。(4)一体化服务标准：率先推出行业内领先的一体化服务标准“金钻工程”。(5)一体化售前售后服务：推行“24小时金牌服务”。

● 紧跟行业发展主线，坚定高端路线：

公司自成立之初即高度重视品牌发展，针对不同消费人群的差异化需求制定多个子品牌，创立“名雕设计”、“名雕丹迪”、“名雕墅派”及“名雕盛邦”四大品牌以满足不同客户群的需求。公司通过不断严控施工流程、提升自身设计能力、施工水平及全方位服务来打造品牌核心竞争力。其作品目前已荣获上百项奖项，并形成“金钻工程”质量管理体系，高品质保障使其获得同行及市场的高度认可。

● 财务预测与估值：

预计公司2017~2019年实现归母净利0.52/0.60/0.72亿元，同比增长3.7%/14.7%/20.4%，对应EPS为0.39/0.45/0.54元。当前股价对应2017~2019年的PE为53.8/46.9/38.9倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**地产行业景气度下行、募投项目推进不及预期、劳动力成本上升等。

财务摘要和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	673	691	745	850	1,009
增长率(%)	-4.5	2.6	7.8	14.2	18.7
净利润(百万元)	48.1	51	52	60	72
增长率(%)	-4.1	5.2	3.7	14.7	20.4
毛利率(%)	33.6	32.2	32.8	32.8	32.9
净利率(%)	7.1	7.3	7.0	7.1	7.2
ROE(%)	7.5	8.9	7.8	8.5	9.5
EPS(摊薄/元)	0.96	0.76	0.39	0.45	0.54
P/E(倍)	21.98	27.9	53.8	46.9	38.9
P/B(倍)	1.65	2.5	4.2	4.0	3.7

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.04.13

收盘价(元):	21.14
一年最低/最高(元):	15.15/69.0
总股本(亿股):	1.33
总市值(亿元):	28.19
流通股本(亿股):	0.4
流通市值(亿元):	8.42
近3月换手率:	446.61%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.74	2.5	-45.71
绝对	9.36	-5.88	-35.56

相关报告

目 录

1、 名雕股份：深耕中高端家装十九载.....	3
1.1、 稳扎稳打扩大规模，股权结构稳固	3
1.2、 主营业务突出，盈利能力强劲	4
2、 一体化家装势不可挡，名雕领跑行业发展.....	6
2.1、 “一体化”和“大家居”引领家装行业新风尚	6
2.2、 全方位贯彻一体化战略，提供一站式服务.....	7
3、 紧跟行业发展主线，坚定高端路线.....	11
3.1、 消费结构升级及存量住宅成为行业新动力.....	11
3.2、 服务中高端客户，打造品牌优势	12
4、 财务预测与估值.....	15
5、 风险提示	15
附： 财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 公司发展简史.....	3
图 2： 公司股权结构图	4
图 3： 公司 2017 半年度分行业营收占比.....	4
图 4： 公司 2017 半年度分地区营收占比.....	4
图 5： 公司近年分季度营业收入及增速	5
图 6： 公司近年分季度净利润及增速	5
图 7： 公司近年分季度毛利率及净利率	5
图 8： 公司近年分季度期间费用率	5
图 9： 公司近年分季度经营性现金流净额	5
图 10： 公司近年分季度收现比.....	6
图 11： 公司近年分季度资产负债率	6
图 12： 住宅装饰行业的历史发展阶段.....	6
图 13： 一体化家装模式的优势.....	7
图 14： 公司的经营模式.....	8
图 15： 公司的一体化业务覆盖.....	8
图 16： 公司的一体化信息平台	9
图 17： 公司的一体化营销模式.....	10
图 18： 公司一体化服务标准——“金钻工程”	10
图 19： 公司的一体化售前售后服务	11
图 20： “名雕设计”作品	13
图 21： “名雕丹迪”作品	13
图 22： “名雕墅派”作品	14
图 23： “名雕盛邦”作品	14
表 1： 公司近年分季度新签订单情况（单位：万元）	12
表 2： 公司四大子品牌简介.....	13
表 3： 公司所获主要奖项及荣誉.....	14

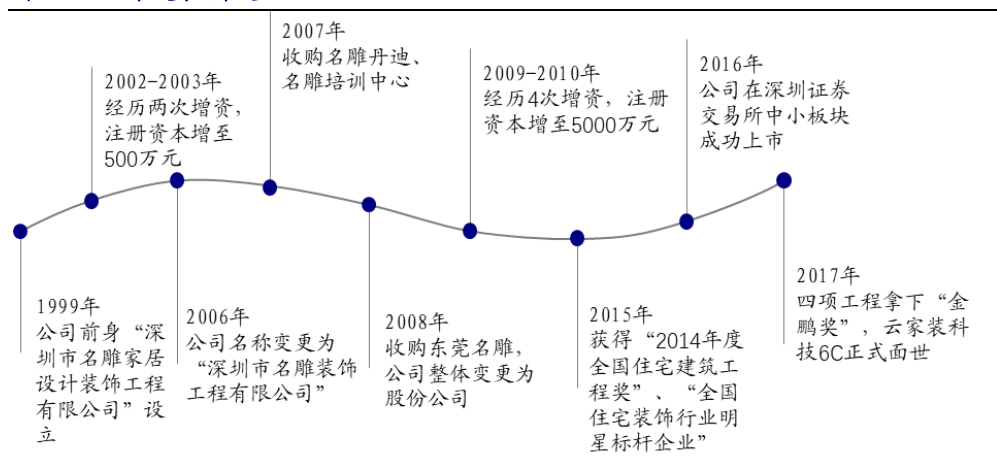
1、名雕股份：深耕中高端家装十九载

1.1、稳扎稳打扩大规模，股权结构稳固

深圳市名雕装饰股份有限公司是一家集家居设计服务、工程施工服务、公共装饰设计服务、材料物流配送、家私生产、售后服务、专业教育培训于一体的家居装饰企业，股票代码：002830。公司主营业务是为中大户型住宅客户提供专业、高品质的一体化装饰服务，经过十余年的稳健发展，已成为国内知名的以设计为特色的“一体化家居解决方案”服务商，拥有“中国驰名商标”、国家工程设计与施工壹级资质、中国装饰行业十大品牌等众多荣誉。

公司前身为深圳市名雕家居设计装饰工程有限公司，设立于1999年，注册资本50万元。2002、2003年分别经历两次增资，注册资本增至500万元。2006年公司名称变更为“深圳市名雕装饰工程有限公司”，2008年公司整体变更为股份有限公司。2009年7月至2010年3月经历4次增资后，公司注册资本增至5000万元。2016年，公司正式在深圳证券交易所中小板块成功挂牌上市。公司在发展历程中获得“全国住宅建筑工程奖”、“全国住宅装饰行业明星标杆企业”、“金鹏奖”等多项荣誉。

图1：公司发展简史

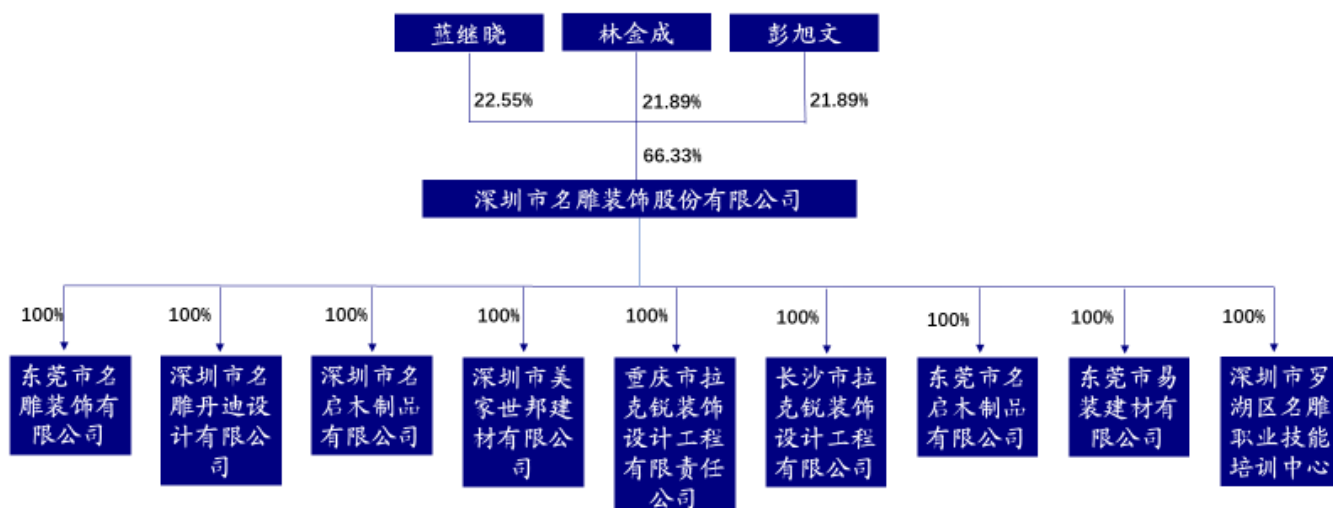


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司实际控制人为蓝继晓先生、林金成先生和彭旭文先生，持股比例分别为22.55%/21.89%/21.89%，三人合计持有公司66.33%的股份。

公司目前拥有9家全资子公司：东莞名雕目前主要从事东莞地区的室内装饰服务业务；名雕丹迪主要为高端住宅装饰客户提供不可复制的高品质个性化家居解决方案及配套服务；名启木制品目前主要从事公司住宅装饰业务中配套木制品的研发及工厂化生产；东莞名启是公司为满足不断增加的木制品定制需求，提升公司住宅装饰业务中配套木制品的工厂化生产能力，而在东莞设立的木制品研发、生产企业；美家世邦目前主要为住宅装饰客户提供主材、配饰等家居产品的选购服务，是公司“一站式服务”的重要组成部分；重庆拉克锐主要从事重庆地区的室内装饰服务业务；长沙拉克锐目前主要从事湖南地区的室内装饰服务业务；新设全资子公司东莞市易装建材主要对公司装饰主材销售业务进行拓展，探索融合线上线下家居主材销售新模式；名雕培训中心以培养装饰行业适用性、专业型优秀人才，为本公司及装饰行业输送人才为办学目的，为公司一体化运营模式提供重要支撑。

图2： 公司股权结构图



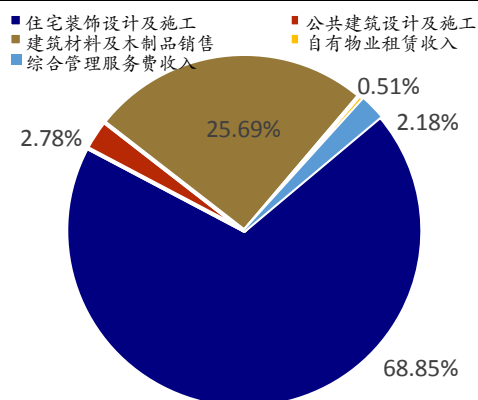
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、 主营业务突出，盈利能力强劲

公司致力于提供一体化家居服务生态系统，业务范围涵盖设计、施工、材料、家私、软装及售后服务等。根据 2017 年半年报分行业营收构成，公司的住宅装饰设计施工业务收入达 2.04 亿元，营收占比 68.85%；位列第二的是建筑材料及木制品销售业务，营业收入为 0.76 亿元，占比 25.69%；此外，公共建筑装饰设计施工收入 0.08 亿元，占比 2.78%。

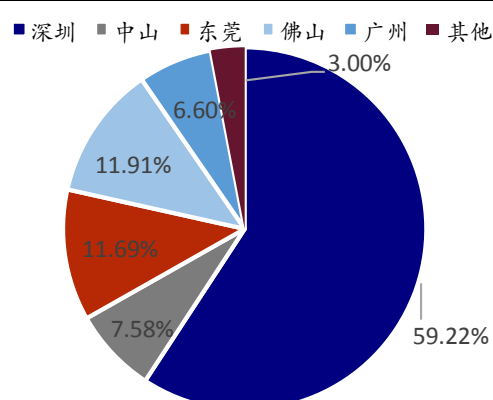
从地区分布来看，公司业务主要集中在广东地区，深圳营收居于首位，占比高达 59.22%；其次为佛山地区和东莞地区，占比分别为 11.91%和 11.69%；中山、广州和其他地区占比为 7.58%/6.6%/3%。

图3： 公司 2017 半年度分行业营收占比



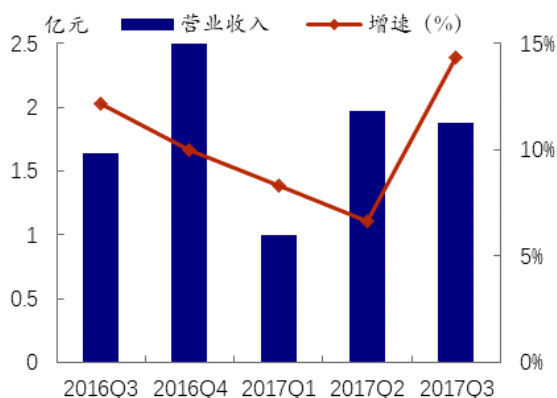
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图4： 公司 2017 半年度分地区营收占比

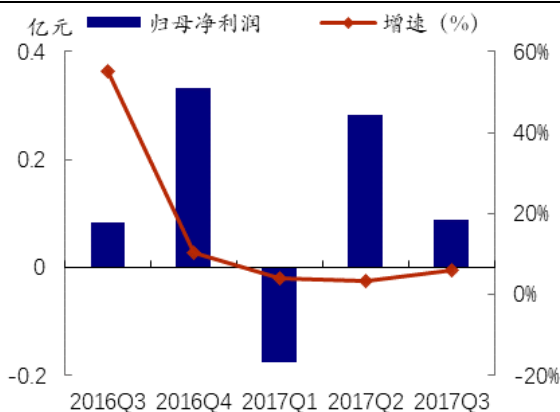


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

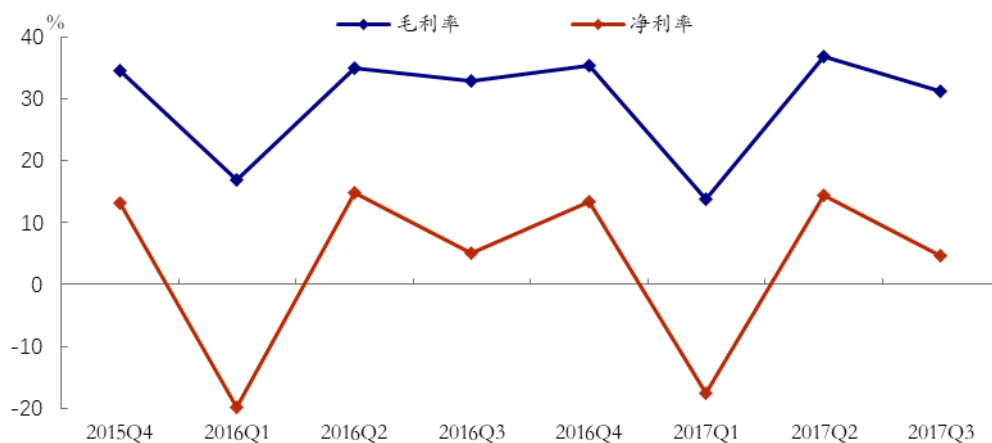
公司财务状况稳定，根据 2017 年度业绩快报，公司实现未经审计营收 7.45 亿元，较上年同期增加 7.83%；归母净利润 0.52 亿元，同比增加 3.66%。根据 2018 年第一季度业绩预告，公司实现归母净利润亏损 2108.56 万元至 1581.42 万元，主要是季节性因素导致，为装饰行业正常现象。春节假期及梅雨季节等因素影响下客户很少选择在一季度装修施工，因此一季度成为全年最淡季，造成利润亏损。公司毛利率稳定在 30%左右，表现远高于行业中位值，主要原因是公司已具备较强的品牌优势及较大的市场份额，拥有一定的定价权，因此毛利率可维持在稳定水平。

图5： 公司近年分季度营业收入及增速

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

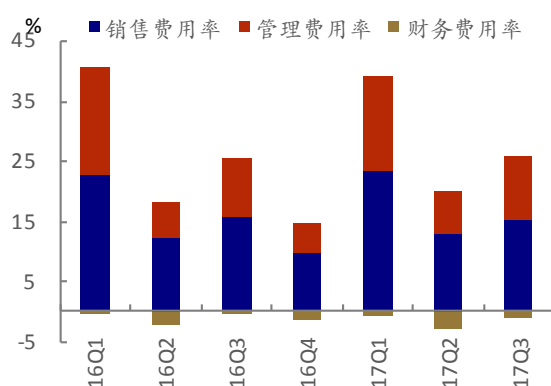
图6： 公司近年分季度净利润及增速

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

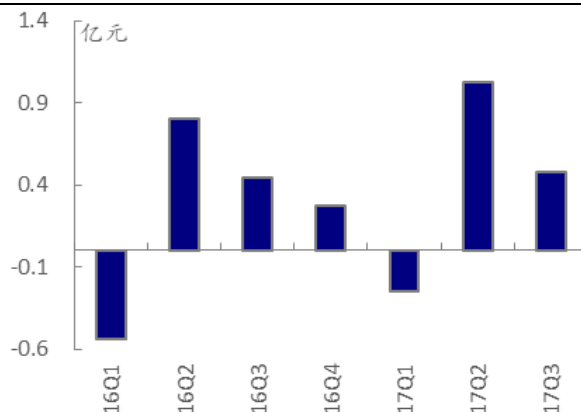
图7： 公司近年分季度毛利率及净利率

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司期间费率中，管理费用率和销售费用率占比较高，财务费用率占比最低且基本保持为负。2017年三季度，公司销售费用率15.32%，管理费用率10.40%；财务费用率-1.25%。公司每年一季度期间费用率较高，其中16年一季度期间费用率较高的主要原因是公司东莞市大岭山镇厂房及宿舍的折旧摊销费用上升导致管理费用增加。

图8： 公司近年分季度期间费用率

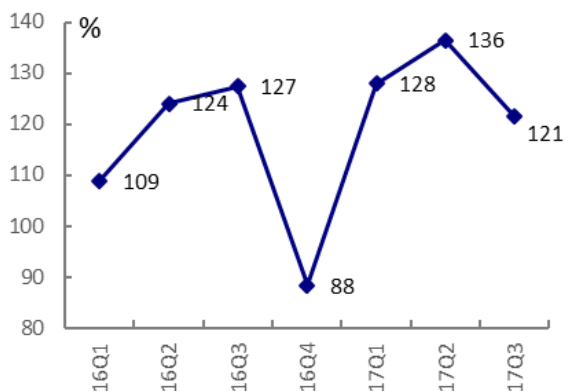
资料来源：wind，新时代证券研究所

图9： 公司近年分季度经营性现金流净额

资料来源：wind，新时代证券研究所

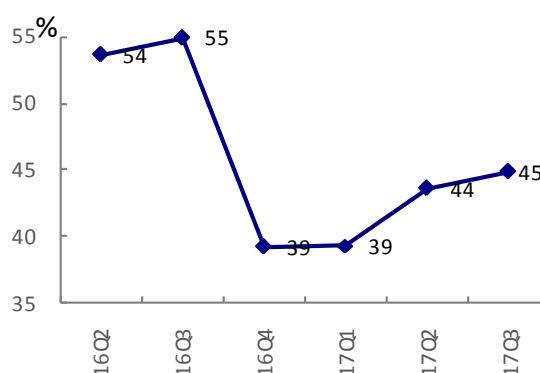
受季节性影响，公司每年一季度经营性现金流为负，其他季度均能回正，17年第二季度达到上市以来的峰值 1.02 亿元，17 年第三季度为 0.48 亿元。公司收现比除 16 年末出现小幅跌落，其余均保持在 1 以上，17 年二季度比例更是高达 1.36，收入变现能力强。此外，公司近年来资产负债率维持在较低水平，尤其在 16 年第四季度有大幅回落，17 年第三季度逐渐回升至 45%。

图10： 公司近年分季度收现比



资料来源：wind，新时代证券研究所

图11： 公司近年分季度资产负债率



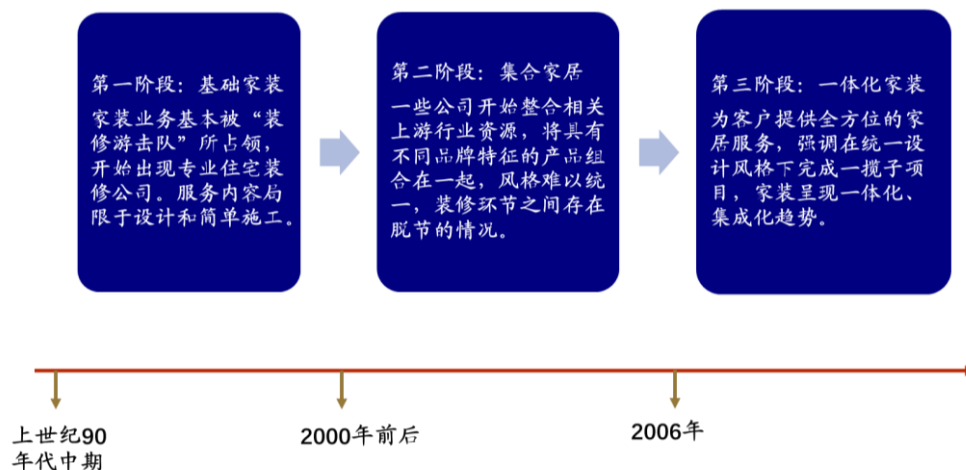
资料来源：wind，新时代证券研究所

2、一体化家装势不可挡，名雕领跑行业发展

2.1、“一体化”和“大家居”引领家装行业新风尚

我国建筑装饰行业从上世纪八十年代开始起步，住宅装饰行业则是随着上世纪九十年代中期住房制度改革、住宅商品化和货币化分房等制度的实施后真正形成和兴起的。随着国民经济快速增长，我国国民收入有了较大提高，且得益于城镇化持续推进，住宅产业不断升级，人们对住宅装修的要求也逐渐提升。在二十多年发展历程中，家装行业的发展经历基础家装、集合家居、一体化家装三个具有代表性的阶段。家装行业的业务内容不断丰富，品质与效率得到提升。第一阶段为上世纪 90 年代中期到 2000 年前后，以基础家装模式为典型代表。第二阶段为 2000 至 2006 年前后，以集合家居模式为典型代表。第三阶段为 2006 年后至今，代表性家装模式是一体化服务模式。

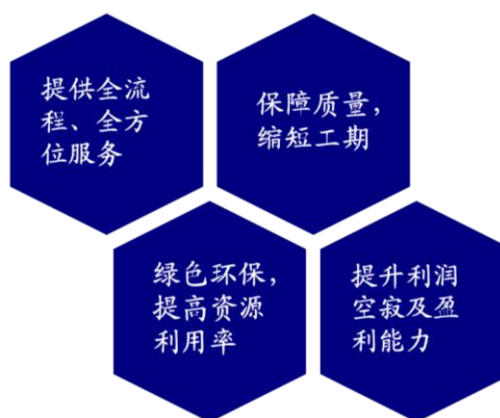
图12： 住宅装饰行业的历史发展阶段



资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

与其他家装模式相比，一体化家装优势显著，具体表现在四个方面。（1）提供全流程、全方位服务。解决传统家装服务不能覆盖家装全过程，导致部分环节缺失，需要消费者付出额外时间进行解决完善的问题。（2）保障质量、缩短工期。通过环环相扣的服务链，业务流程可以得到统筹安排，不会因材料配送未能跟上进度而影响工期。（3）绿色环保、提高资源利用率。工厂化生产和装配式施工改变现场施工的落后流程，可以减少污染，提高利用率。（4）提升利润空间及盈利能力。全方位服务可以在设计、采购、家私定制等方面形成增值，使利润空间和盈利能力等到提升。

图13： 一体化家装模式的优势



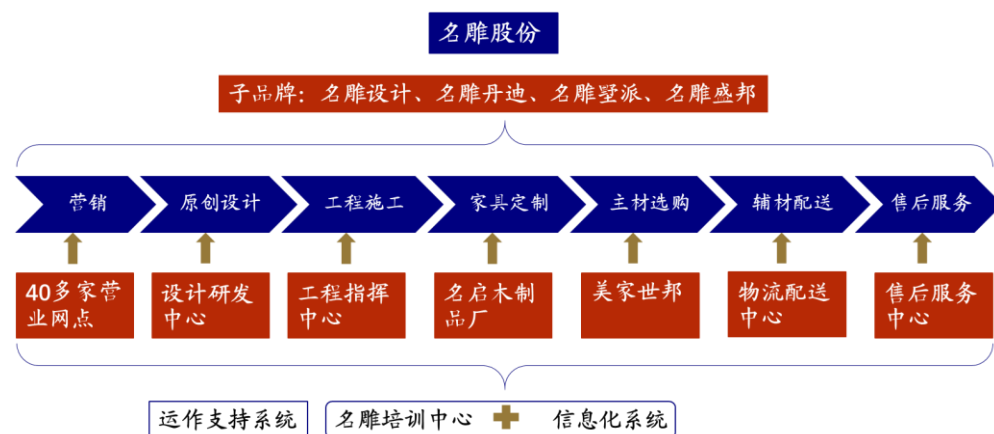
资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

随着市场的发展及消费者的观念提升，家装市场已开始形成“大家居概念”。家装公司不断地提升服务内容和产品线来满足客户越来越多层次的需求，从以前的提供设计、施工、主材服务，延伸到提供软装、家居智能化等服务，也通过提高质保年限、提供免费维修和后期居家服务等方式，来提高客户的满意度和粘性。市场消费驱动和企业转型升级需求迫切两方面因素催生“大家居”模式的兴起。除了消费升级带来的市场驱动，“大家居”也可为企业本身带来“提销量”、“扩内需”。根据中国建筑装饰协会数据，国内布局大家居的企业已经从2014年的125家扩大到2017年的239家，产业扩容的脚步加快。大家居时代已然开启，“一站式服务”的“大家居”战略已是大势所趋。

2.2、全方位贯彻一体化战略，提供一站式服务

公司是一家为客户提供集原创设计、工程施工、辅材配送、木制品定制、主材及配饰选购、售后服务为一体的中高端家居综合服务商。通过多年精细化管理和运作，公司已逐步发展成为在品牌知名度、专业能力、配套服务及运营管理等方面领先的一体化住宅装饰企业，市场渗透能力和影响力日益增强。在“设计”与“品质”这两大核心优势的基础之上，公司在经营过程中逐步建立了家装及家居综合服务的完整产业链。经过十多年的发展，公司形成了一整套具有名雕特色的经营模式。

图14: 公司的经营模式



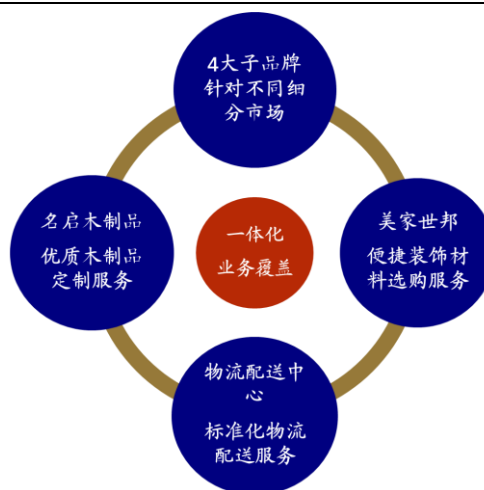
资料来源: 公司招股说明书、新时代证券研究所

公司作为行业领先的一体化家装企业,其一体化理念体现在五个方面:(1)一体化业务覆盖;(2)一体化信息平台;(3)一体化营销模式;(4)一体化服务标准;(5)一体化售前售后服务。

(1) 一体化业务覆盖

公司业务覆盖一体化主要体现为:提供针对不同细分市场的齐全品牌,优质的木制品定制服务,便捷的装饰材料选购服务和标准化物流配送服务。为更有针对性的满足不同消费人群对空间装饰的差异化需求,公司推行多品牌运营战略,旗下拥有“名雕设计”、“名雕丹迪”、“名雕墅派”、“名雕盛邦”4个子品牌。木制品定制化生产完善公司实现一体化家居综合服务,公司通过名启木制品为客户提供木制品的个性化定制服务,目前已形成“御公馆”、“巴赛洛”和“尚百家”三个家具产品系列,实现了家居风格的整体和谐、产品质量的标准化与环保性。公司建立了美家世邦建材体验馆提高一体化家居综合服务能力,整合符合名雕主流设计风格的优质品牌,快速有效地统筹主材方面的设计与规划。目前公司已在深圳、东莞、中山、重庆和长沙建立了5个物流配送中心,主要辅材和木制品生产所需的板材通过物流配送中心统一采购、统一配送、统一“名雕”标识,便于产品管理与质量追踪。

图15: 公司的一体化业务覆盖



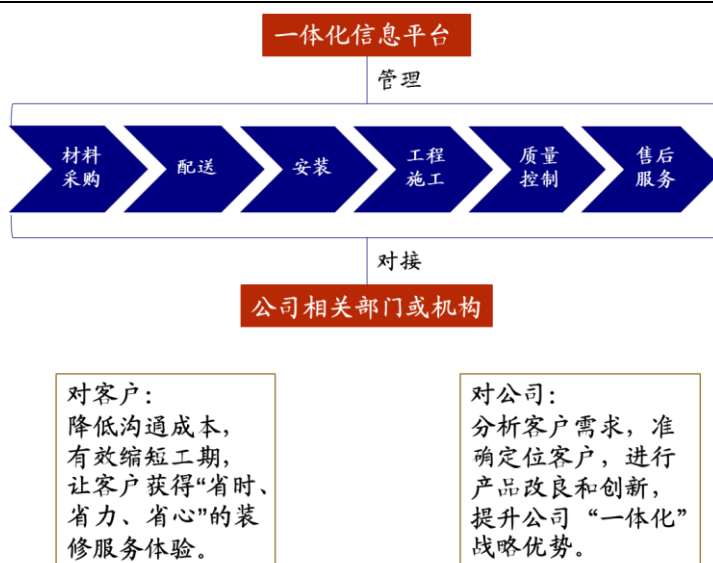
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

（2）一体化信息平台

公司从 2008 年起开始建设一体化信息平台。以信息化为依托，对每一个工程项目采取“团队作战”的模式。公司通过一体化的信息平台对各项业务环节进行管理，材料采购、配送、安装、工程施工、质量控制、售后服务等环节通过后台运作，直接对接公司各个相关部门或机构，实现节约沟通成本、提高效率，设计、施工和配套服务之间的无缝衔接。

一体化信息平台既可以保障工程质量标准化，又能极大降低客户的沟通成本，可以有效缩短工期，真正让客户获得“省时、省力、省心”的装修服务体验。另一方面，通过一体化信息平台，公司能够搜集并整理历史工程信息，分析客户关于设计、材料、工艺、配套服务和价格等要素的需求，准确定位客户，有针对性地进行产品改良和创新。信息化的应用，使公司“一体化”战略优势得到极大提升。

图16： 公司的一体化信息平台



资料来源：新时代证券研究所整理

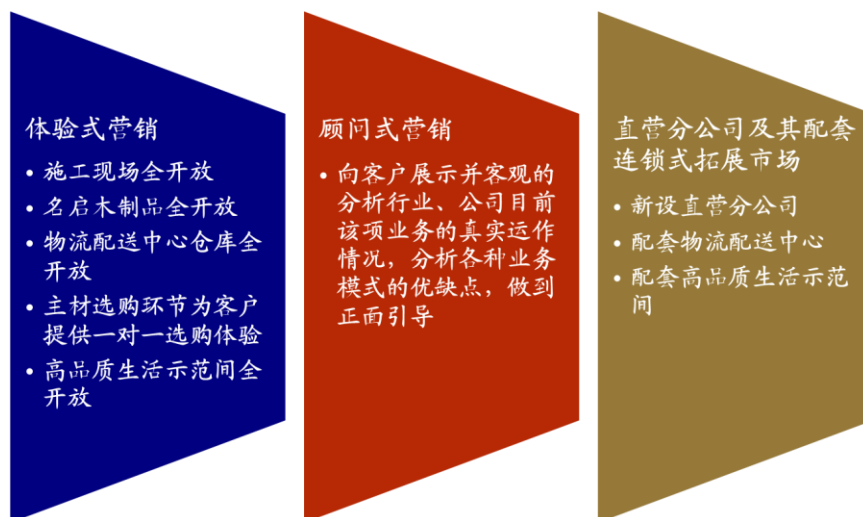
（3）一体化营销模式

公司在发展历程中，形成了独具名雕特色的“体验式营销+顾问式营销”和“直营分公司及其配套连锁式拓展市场”的营销模式。

公司构建了五重体验式营销体系，将施工现场、名启木制品、物流配送中心仓库、高品质生活示范间全部开放，在主材及配饰选购环节配备主材及配饰配购专家为客户提供一对一的选购体验。将各个环节和整体装修质量全部透明化，更直观向客户展示公司整体服务水平。面对消费者不能完全把握装修工程的难题，公司创造性地提出“顾问式营销模式”，向客户展示并客观的分析行业、公司业务真实运作情况，分析各种业务模式的优缺点。

公司的跨区域扩张主要采用新设直营分公司的方式并配套物流配送中心和高品质生活示范间。通过物流配送中心，将主要装饰辅材统一配送至每个直营分公司的工地现场；设立多套户型、装饰风格不同的高品质生活示范间，向客户全面、直观地展示公司在设计、工艺、材料、工程管理等方面的优势。以直营分公司为基础，配套物流配送中心和高品质示范间的营销模式使公司的营销得到很好的市场深度和广度。

图17: 公司的一体化营销模式



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

(4) 一体化服务标准

公司沉淀名雕十余年精良的施工工艺，率先在行业内提炼出装饰工程质量验收的各项标准，推出行业内领先的一体化服务标准——“金钻工程”。“金钻工程”的内涵包括六重 TQM 质量管理体系、八大行业特色工艺、十项核心专利技术、二十款创新型环保低碳材料、十个分项行业高标准验收。公司的质量管控、工艺和材料应用均严格按照“金钻工程”的体系运作，全方位严格保障每一项工程的质量和环保。

图18: 公司一体化服务标准——“金钻工程”

六重 TQM 质量管理体系	八大行业特色工艺	十项核心专业技术	二十款创新型环保低碳材料（部分）	十个分项行业高标准验收（部分）
<ul style="list-style-type: none"> • 行业一流工程团队 • 工程管理制度化 • 专业研发部创新工艺技术 • 专业材料配送中心 • 高精密质量监控体系 • 全程化跟踪服务体系 	<ul style="list-style-type: none"> • 防开裂天花吊顶工艺 • 防空鼓防脱落瓷砖薄贴法 • 防变形衣柜工艺 • 抗裂环保墙面批灰工艺 • 防潮抗碱地面处理工艺 • 独创木线条收口工艺 • 独创艺术油漆工艺 • 特色放样体验 	<ul style="list-style-type: none"> • 安全施工开料工艺（2项） • 防开裂吊顶工艺 • 排水管道结构工艺 • 排水管道隔音工艺（2项） • 卫生间防开裂工艺 • 地面保护工艺 • 安全用电工艺 • 螺纹钉安装工艺 	<ul style="list-style-type: none"> • “名启”牌家私裱固板 • “名启”牌防蛀功能板 • “名启”牌房门专用板 • “名启”牌纯樟木柜门专用板 • 名雕装饰面板 • “名启”牌改性造型板 • 名雕木线收口胶 • 名雕专用柏迪森涂料 	<ul style="list-style-type: none"> • 水电工程验收标准 • 泥水工程验收标准 • 木工工程验收标准 • 批灰乳胶漆验收标准 • 家私油漆验收标准

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

(5) 一体化售前售后服务

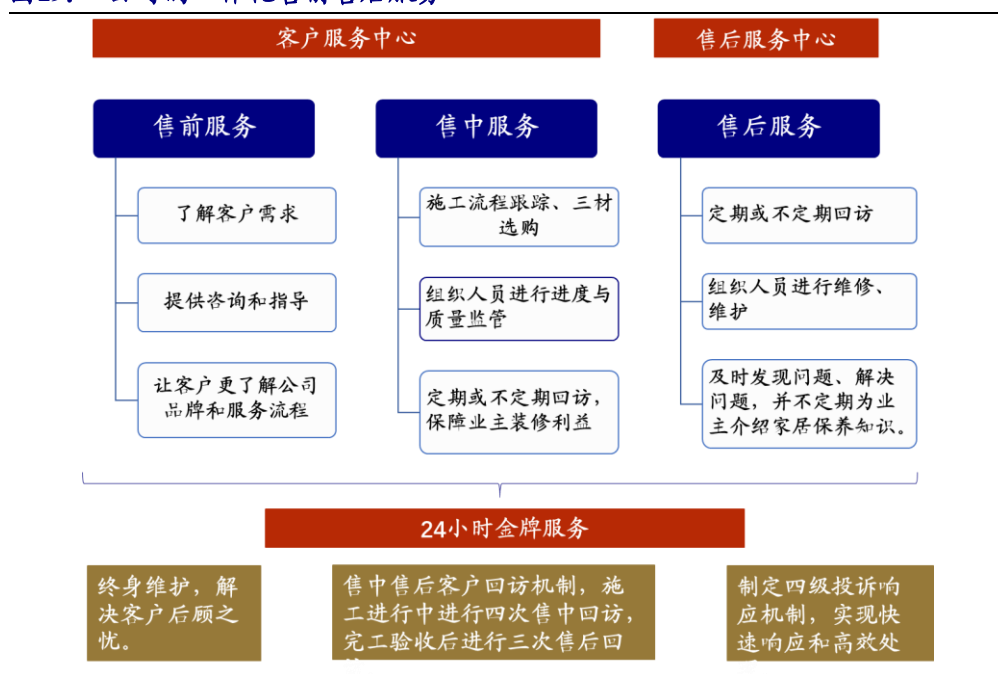
公司设有客户服务中心负责售前、售中服务，并受理客户投诉；售后服务中心负责推行与维护公司售后服务体系和售后各项事宜。公司实行“24小时金牌服务”：

终身维护，解决客户后顾之忧；售中售后客户回访机制，施工过程中进行四次售中回访，完工验收后进行三次售后回访；制定四级投诉响应机制，实现快速响应和高效处理。

公司建立了全面的售后服务制度，设立了全国统一的 400 售后服务电话热线。公司的售后服务分两个阶段，一是工程完工后的工程保修两年，其中防水、防潮、防渗漏工程保修五年，在保修期内，结算项目所出现的问题公司均全免费上门处理；二是保修期过后的终身维护，公司对这一阶段内的装饰维护一般只收取成本费。从公司主动回访或客户来电过程中发现质量问题开始，公司进入规范的售后服务流程，整个流程包括了人员安排、现场查看、维修方案确定、维修实施、客户反馈、公司再度回访等环节。

公司通过完善的服务，给客户带来良好体验，提高了客户的满意度，同时增强了客户对名雕品牌的忠诚度与客户黏性，为公司品牌积累了美誉度。

图19： 公司的一体化售前售后服务



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

3、紧跟行业发展主线，坚定高端路线

3.1、消费结构升级及存量住宅成为行业新动力

住宅装饰行业上游为建筑装饰材料行业，下游对接终端消费者，因此消费者的经济状况及消费选择直接影响整个行业的发展。人均收入水平的提高带动消费结构的升级，在满足基本居住属性的基础上，消费者对住宅装饰的品质保证及个性化需求越来越高，配套服务的标准也在不断提升。住宅装饰需求由简单的满足基本居住属性向家居文化转移，由此不仅增加了建筑装饰的市场需求规模，而且对装饰的工艺、材料、质量、档次、精细化程度提出了更高的要求。消费结构升级将大大缩短装饰更新周期，直接推动建筑装饰行业向更高水平发展。

存量住宅装饰需求将为住宅装饰行业注入持久动力。地产行业历经“黄金十年”与“白银十年”，过去积累的大量存量房的改善性装修需求，将在未来呈递增式释放，这将大大平滑房地产市场波动对住宅装饰行业的影响。根据住建部的数据，当前中国城镇人均住房面积已超 36.6 平米，结合 2017 年中国城镇常住人口为 81347 万人，可估算我国目前住宅面积约为 298 亿平米。相比于 2017 年房地产 16.9 亿的销售面积增量，地产存量房面积约为增量房的 18 倍。住宅装饰耐用年限通常为 8-10 年，住宅在整个使用寿命周期中，存在进行多次装修的需要。只要每年有 5.7% 的存量房进行二次装修，就会带来与一次装修相当的市场份额。随着存量住宅装修耐用年限的到来，大量住房的二次装修需求将会逐步释放。同时，家庭人口逐步增长，因换房而引致二次装饰需求也将为装饰行业带来市场。2017 年以来已有 12 个城市二手房交易超过或接近新房的 50%，二手房再次装修市场空间亦不容小觑。因此，可以说住宅装饰行业是一个“资源永续、业态常青”的行业。

住宅装饰行业竞争激烈，根据中国建筑装饰协会数据显示，我国建筑装饰行业企业中住宅装饰企业高达七成以上，而行业中百强企业所占市场份额不足 10%，行业呈现“大市场、小企业”的特征；同时，在上下游产业链带动效应及广阔的存量房空间等因素推动下，低门槛使得潜在进入者及现有同业竞争者越来越多，加剧行业集中度偏低的现状。但是，随着行业吸引力的不断提升，企业在品牌、资质、专业水平及配套服务等方面均给予高度重视，较为激烈的竞争环境在一定程度上保障企业向更高水平发展，同时为客户提供更高质量的产品及服务，行业发展潜力巨大。

3.2、服务中高端客户，打造品牌优势

公司是一家以中高端客户为服务对象、具备完整产业链的家装及家居综合服务提供商，在开展多品牌运营战略的同时注重提升设计水平与品质保障。近年来公司不断加大研发力度，采用“名雕智装”系统引领家装行业信息化潮流。公司立足于为大户型住宅消费者提供服务，该客户群体收入水平高，对个性化需求及品质具备很高的要求而对价格敏感度不高，因此与公司对“设计”和“品质”的高关注度相契合。凭借自身专业经验积累、市场认可的优秀设计实力及一体化与智能化的结合，公司在行业内具备极高的竞争力。

公司着力打造品牌竞争力，同时在环保、技术、质量、及资质等方面不断加以完善，从而带来订单稳定增长。根据 2017 年第四季度经营情况简报，公司第四季度新签订单 1.84 亿元。全年累计已签约未完工订单 9.01 亿元，其中住宅装饰业务 8.82 亿元，公共装饰业务 0.19 亿元。高额订单量将为业绩增长奠定坚实基础。

表1：公司近年分季度新签订单情况（单位：万元）

项目类型	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
住宅装饰设计与施工	22303.75	10882.61	22170.65	16399.67	17548.08
公共装饰设计与施工	--	240.00	904.13	225.00	841.11
合计	22303.75	11122.61	23074.78	16624.67	18389.19

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

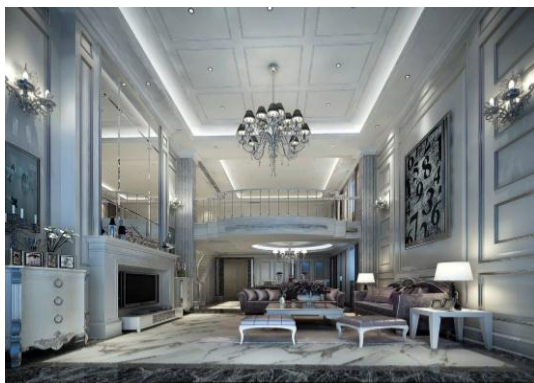
身处竞争激烈的住宅装饰行业，品牌影响力已成为影响消费者选择的重要因素之一。公司自成立之初即高度重视品牌发展，针对不同消费人群的差异化需求制定多个子品牌，创立“名雕设计”、“名雕丹迪”、“名雕墅派”及“名雕盛邦”四大品牌以满足不同客户群的需求。

表2： 公司四大子品牌简介

品牌名称	品牌定位	品牌特点
名雕设计	90 平米以上中大户型住宅	“名雕设计”是公司旗下第一大子品牌，拥有十余年历史沉淀。自创立以来，该品牌已创造了大量备受业界和客户赞誉的经典案例，成功的将卓越的设计能力与对客户需求的精准把握相结合，令“名雕设计”成为住宅装饰行业的领先者。
名雕丹迪	别墅、豪宅	别墅装饰对个性化需求要求较高，设计师需对不同风格的设计理念和设计元素有更深刻的理解，同时需在空间格局、楼层通行、空气交换、灯光布局等系统及其之间的协同配合有更深入的研究。别墅设计需要空间设计师、灯饰设计师、软配饰设计师等各方面专业设计师的相互配合，目前行业内仅有少数住宅装饰公司具备在这一领域全面的能力。名雕丹迪凭借多年积累的设计优势，在行业内享有“别墅、豪宅设计专家”的美誉。该品牌已打造了一系列如中信红树湾别墅、观澜长堤别墅、兰乔圣菲别墅等在业内享有高知名度的经典项目。
名雕墅派	大宅、别墅	名雕墅派以“整装定制、享受装修”为核心宗旨，以专属顾问的全程贴心服务，整合装修、主材、配饰、家具电器等的全方位规划设计，并提供全程材料的选配、代购、售后的一体化服务，客户装修的全程均通过名雕墅派来落实和执行，真正实现了“全包”的服务模式，打造家装行业高端“整装定制”新服务模式。客户可实现装修整体效果可控、全部资金可控、各项工期可控、所有质量可控目的。
名雕盛邦	中小型高端公装项目 (写字楼、地产商样板间、售楼处、连锁专卖店、酒店酒楼等)	名雕盛邦是公司在住宅装饰领域经验积累的基础上延伸发展的精致商业空间装饰品牌，由于公司在住宅装饰领域积累了丰富经验，因此名雕盛邦的设计理念定位于糅合个性化、商业价值、艺术品位于一体的新型精致商业空间设计，与传统的普通公共建筑装饰设计存在明显区别。

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图20：“名雕设计”作品



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图21：“名雕丹迪”作品



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图22: “名雕墅派”作品



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图23: “名雕盛邦”作品



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

品牌已成为公司核心竞争力之一, 公司不断通过严控施工流程、提升自身设计能力、施工水平及全方位服务来打造品牌核心竞争力。“名雕设计”作为公司旗下第一大子品牌, 已被国家工商总局认定为“中国驰名商标”, 是住宅装饰行业为数不多的获得该项认定的企业之一。公司在中国建筑装饰协会发布的“2015 中国家居产业百强企业榜单”中位列十强。公司在提高设计水平的同时整合国际先进环保理念和技术标准, 其作品目前已荣获上百项奖项, 并形成“金钻工程”质量管理体系, 连续五届荣获代表深圳装饰行业工程类最高荣誉的“金鹏奖”桂冠, 高品质保障使其获得同行及市场的高度认可。同时, 公司具备高资质等级, 目前已取得住房和城乡建设部颁发的《建筑装饰装修工程设计与施工(壹级)》资质, 可从事各类建设工程中的建筑装饰装修项目的咨询、设计、施工以及设计与施工一体化工程。公司在其品牌、设计、质量及资质等各方实力均获社会认可。

表3: 公司所获主要奖项及荣誉

年度	奖项名称	颁奖单位
2013 年	全国住宅装饰装修行业质量、服务、诚信五星企业;	中国建筑装饰协会
	全国住宅装饰装修行业百强企业;	中国建筑装饰协会
	2012-2013 年全国室内装饰优秀设计机构;	中国室内装饰协会
2014 年	深圳建筑装饰设计十年功勋企业;	深圳室内设计师协会
	2011-2013 年度“广东省守合同重信用企业”	深圳市市场监督管理局
	广东省装饰行业知名品牌;	广东省装饰行业协会
2015 年	2014 年度全国建筑工程装饰奖;	中国建筑装饰协会
	全国住宅装饰装修行业明星标杆企业;	中国建筑装饰协会
	2015 年度装饰领跑大奖;	南方都市报、奥一网
2016 年	2015 年罗湖区区长质量奖;	深圳市罗湖区人民政府
	2016 年度最佳室内设计公司;	深圳市室内设计师协会
2017 年	2016 年深圳百姓十大家装设计公司;	深圳市家装家居行业协会
	2016 中国家居产业家装领军品牌;	中国家居产业组委会
2018 年	2017 中国家居产业“大雁奖”;	中国家居产业组委会
	最具影响力高端家装品牌	房天下

资料来源: 招股说明书、公司官网、新时代证券研究所

公司紧跟行业发展趋势，着力打造智能家装并研发“名雕智装”系统引领信息化潮流。“名雕智装”是公司在整合原有 ERP、OA 系统基础上研发出的家装工程现场智能管理系统，实现全项目周期的集成管理。“名雕智装”诞生于多年的经验积淀，将施工过程分成 11 个大阶段，118 个小节点，对每个节点建立数据模型，系统自动生成施工计划，所有人、财、物都根据节点由系统自动调配。同时对各种项目相关信息进行整合，在项目实施过程中进行信息共享和传递，确保客户可以实时了解项目进展、查看合同账务信息、客户端签字验收、对服务人员及物流配送评分、发起实时会谈解决现场问题等，在保证全过程透明化和信息传递及时性的同时实现消费者“一键统管”模式，最大程度提升客户满意度。公司自 13 年开展系统研发，目前已基本完成管理功能构建，并推出移动端 APP。未来将进一步延展该系统，增强客户与公司的互动，提升消费者参与感，结合 O2O 等互联网模式建造包括客户、供应商及第三方监理在内的完整、透明且具质量保障的一体化、信息化家装系统。

4、财务预测与估值

预计公司 2017~2019 年实现归母净利 0.52/0.60/0.72 亿元，同比增长 3.7%/14.7%/20.4%，对应 EPS 为 0.39/0.45/0.54 元。当前股价对应 2017~2019 年的 PE 为 53.8/46.9/38.9 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、风险提示

地产行业景气度下行、募投项目推进不及预期、劳动力成本上升等。

资产负债表(百万元)						利润表（百万元）					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	448	747	882	982	1114	营业收入	673	691	745	850	1009
现金	408	616	744	824	926	营业成本	447	469	501	571	677
应收账款	3	3	2	3	3	营业税金及附加	18	12	13	15	18
其他应收款	3	4	4	4	5	营业费用	100	93	100	115	136
预付账款	7	2	2	2	2	管理费用	51	56	60	69	82
存货	26	24	25	29	34	财务费用	-9	-9	-2	-3	-3
其他流动资产	0	98	106	121	143	资产减值损失	2	1	1	1	1
非流动资产	193	189	178	168	159	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	109	103	106	101	96	营业利润	66	69	71	82	99
无形资产	27	26	23	21	19	营业外收入	1	1	1	1	1
其他非流动资产	57	61	49	46	44	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	640	936	1061	1150	1272	利润总额	66	69	72	82	99
流动负债	337	367	390	439	513	所得税	18	19	19	22	26
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	48	51	52	60	72
应付账款	29	25	27	31	37	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	308	342	363	408	476	归属母公司净利润	48	51	52	60	72
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	66	70	86	95	110
长期借款	0	0	0	0	0	EPS（元）	0.96	0.76	0.39	0.45	0.54
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	337	367	390	439	513	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-335	0	0	0	0	成长能力					
股本	50	67	133	133	133	营业收入(%)	(4.5)	2.6	7.8	14.2	18.7
资本公积	10	223	223	223	223	营业利润(%)	(4.4)	4.9	3.5	14.8	20.4
留存收益	578	279	314	355	403	归属于母公司净利润(%)	(4.1)	5.2	3.7	14.7	20.4
归属母公司股东权益	639	569	671	711	760	获利能力					
负债和股东权益	640	936	1060	1150	1272	毛利率(%)	33.6	32.2	32.8	32.8	32.9
						净利率(%)	7.1	7.3	7.0	7.1	7.2
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.5	8.9	7.8	8.5	9.5
经营活动现金流	121	97	81	103	128	ROIC(%)	13.6	7.7	7.6	8.2	9.2
净利润	48	51	52	60	72	偿债能力					
折旧摊销	10	10	16	15	14	资产负债率(%)	52.6	39.2	36.7	38.2	40.3
财务费用	-9	-9	-2	-3	-3	净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	1.3	2.0	2.3	2.2	2.2
营运资金变动	51	-61	15	30	44	速动比率	1.3	2.0	2.2	2.2	2.1
其他经营现金流	21	107	-0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-2	-16	-5	-5	-5	总资产周转率	1.1	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	-6	-13	-5	-5	-5	应收账款周转率	196.3	224.0	288.6	351.3	357.6
长期投资	-15	2	0	0	0	应付账款周转率	19.5	17.3	19.1	19.7	20.1
其他投资现金流	-24	-27	-10	-10	-10	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-16	221	52	-17	-21	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.76	0.39	0.45	0.54
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	1.46	0.61	0.77	0.96
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	12.78	8.54	5.03	5.33	5.70
普通股增加											

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>