

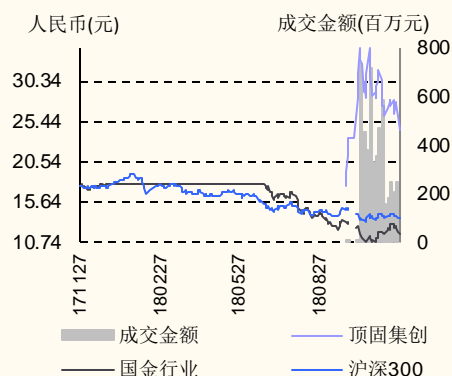
顶固集创 (300749.SZ) 中性 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.50 元
 目标价格 (人民币): 26.10-26.10 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	28.50
总市值(百万元)	2,792.58
年内股价最高最低(元)	34.31/17.60
沪深 300 指数	3141.24



定制家居新成员，三大业务稳健增长

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.47	0.87	1.04	1.30	1.57
每股净资产(元)	3.30	4.08	7.35	8.23	9.28
每股经营性现金流(元)	1.32	1.18	0.80	1.45	1.77
市盈率(倍)	N/A	N/A	24	19	16
净利润增长率(%)	114.12%	83.88%	19.38%	25.51%	20.37%
净资产收益率(%)	14.33%	21.29%	14.11%	15.84%	16.90%
总股本(百万股)	85.48	85.48	85.48	85.48	85.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **定制家居新成员**: 公司主营定制衣柜及配套家具、精品五金和生态门三大产品体系, 以经销商为主要销售渠道。
- **三大产品体系均处快速成长赛道**: 1) 定制衣柜及配套家具: 目前国内定制家居市场规模约 2700 亿元, 行业平均增速约 30%, 市场竞争日趋激烈。其中定制衣柜市场规模超 800 亿元, 但市场渗透率较低仅 30%, 行业增速仍能继续保持在较高水平。2) 精品五金: 智能锁方面, 国内智能锁销量预计到 2020 年突破 3200 万套, CAGR 达到 74%。智能晾衣架方面, 当前晾衣架市场规模在 130 亿元左右, 电动晾衣架市约占其中 23%, 智能晾衣架作为电动晾衣架的集大优者未来有机会替代更多传统晾衣架以扩大市场份额。3) 木门: 目前国内木门市场规模近 1500 亿元, 但市场中大多为中小企业, 集中度有待提升。同时在定制家居企业带动下, 定制木门逐渐成为一个重要品类, 其中的生态门系列也逐渐活跃于市场。
- **生产销售提升, 未来三年业绩稳健**: 1) 经销渠道稳健发展: 2017 年经销商贡献公司 91.36% 的收入, 其中经销商数量 1085 家, 门店总数达到 1316 家。定制衣柜及配套家具作为公司主要产品, 2017 年经销商平均销售额达到 95.28 万元, 同比增长 12.80%, 单店营业额达到 80.90 万元, 同比增长 14.13%。另外公司以家居券形式与恒大展开合作, 2017 年恒大渠道为公司贡献营收 1.68 亿元, 占比达到 20.83%。未来公司经销渠道继续下沉至三四五线城市, 更广泛的营销网络布局有望带动收入持续增长。2) 产能扩张增厚业绩: 公司 IPO 后计划年产 30 万套定制家具建设项目, 有望为公司增加营收 5.18 亿元; 而针对智能锁与智能晾衣机的智能制造生产线建设项目, 有望为公司增加营收 2.91 亿元。

估值与投资建议

- 公司三大业务体系均处稳健成长阶段, IPO 后募投产能 2021 年达产以后有望推动业绩加速增长。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 分别为 1.04/1.30/1.57 元, 给予公司 2019 年 PE 20 倍, 对应目标价为 26.1 元, 首次给予“中性”评级。

风险提示

- 房地产销售持续大幅下滑的风险, 经销商开店热情不足, 渠道下沉不及预期的风险, 行业价格战预期下, 盈利能力下降的风险, 原材料成本大幅波动风险, 募投项目产能释放不及预期, 子公司经营情况未能改善。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
 (8621)60935563

jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人

yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级.....	4
顶固集创：定制家居阵营新秀.....	4
三大产品体系均处快速成长赛道.....	7
定制家居：成长与竞争并存.....	7
精品五金之一：智能锁打开智能家居大门.....	9
精品五金之二：晾衣架智能化升级大势所趋.....	10
木门：家装领域的入口产品.....	11
生产销售稳步发展，带动公司稳健成长.....	12
经销商作为主要销售渠道稳步成长.....	12
营收增长主要依赖第一大渠道商恒大.....	14
产能扩张添业绩增长潜力.....	15
风险提示.....	16
盈利预测.....	18
关键假设.....	18
盈利预测.....	18

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	4
图表 2：顶固集创部分产品展示.....	4
图表 3：顶固集创 IPO 前股权结构.....	5
图表 4：顶固集创营业收入.....	5
图表 5：顶固集创净利润.....	5
图表 6：顶固集创 1H2018 主营业务收入各业务占比.....	6
图表 7：顶固集创 1H2018 主营业务收入各销售模式占比.....	6
图表 8：公司毛利率/净利率同业内平均水平对比.....	6
图表 9：公司费用变动情况.....	6
图表 10：公司管理费用比例与行业平均值对比.....	7
图表 11：公司薪酬费用比例与行业平均值对比.....	7
图表 12：各类家具优劣对比.....	7
图表 13：国内定制家居上市企业 3Q2018 营收增速（%）.....	8
图表 14：已上市定制家居企业对比.....	8
图表 15：中国定制衣柜市场空间预测.....	9
图表 16：2016 年全球智能锁发展概况.....	9
图表 17：中国智能锁近 5 年供给及需求概况.....	10
图表 19：中国晾衣架市场规模预测.....	10
图表 20：晾衣架各品类占比.....	10
图表 21：中国晾衣架市场企业阵营划分.....	11

图表 22: 2008-2017 年中国木门产值情况.....	11
图表 23: 欧派家居定制木门示例.....	12
图表 24: 欧派家居定制木门收入变化.....	12
图表 25: 公司与可比公司经销商数量同比增长.....	12
图表 26: 公司与可比公司单位经销商门店数量变化.....	12
图表 27: 公司经销商平均销售额变化.....	13
图表 28: 公司及可比公司定制衣柜经销商平均销售额.....	13
图表 29: 公司定制衣柜单店收入及增速.....	13
图表 30: 公司精品五金单店收入及增速.....	13
图表 31: 部分定制家居上市公司 2017 年经销门店布局情况.....	13
图表 32: 恒大家居券合作企业.....	14
图表 33: 公司同恒大合作模式.....	14
图表 34: 公司通过恒大的销售收入情况.....	15
图表 35: 恒大经销收入在公司当年收入占比.....	15
图表 36: 定制衣柜募投项目收入敏感性分析 (单位: 亿元)	15
图表 37: 五金募投项目收入敏感性分析 (单位: 亿元)	16
图表 37: 顶固集创可能存在经销商开店热情低的问题.....	16
图表 38: 顶固集创单店增长弱于头部竞争公司.....	16
图表 38: 顶固集创盈利预测.....	18

估值及投资评级

- **首次给予“中性”评级。**公司从金属制品业务起步，目前已经形成定制衣柜及配套家具、精品五金、生态门三大产品体系。我们认为公司估值应该主要参考定制家居类的上市公司。我们选取了欧派家居、索菲亚、尚品宅配、我乐家居、好莱客、金牌厨柜、志邦家居和皮阿诺作为估值参考。可比公司 2018-2020 年预测 PE 中值分别为 20/15/13 倍。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 分别为 1.0/1.30/1.57 元（三年 CAGR21.7%）。我们给予公司 2019 年 PE 为 20 倍，对应目标价 26.1 元，首次给予“中性”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 (倍)
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E			
603833	欧派家居	80.10	336.65	3.21	3.92	4.77	5.75	26	20	17	14	4.3	23.0	1.1
002572	索菲亚	18.25	168.53	0.98	1.19	1.44	1.71	19	15	13	11	3.1	20.4	0.9
300616	尚品宅配	66.55	132.22	3.71	2.62	3.42	4.33	35	25	19	15	4.2	31.3	1.1
603326	我乐家居	9.68	21.88	0.60	0.52	0.69	0.85	26	19	14	11	2.6	32.1	0.8
603898	好莱客	17.18	55.02	1.15	1.41	1.74	2.05	16	12	10	8	2.2	23.6	0.7
603180	金牌厨柜	67.30	45.43	2.78	3.16	3.84	4.46	27	21	18	15	4.2	21.8	1.3
603801	志邦家居	25.68	41.09	1.67	1.89	2.35	2.96	18	14	11	9	2.1	26.4	0.7
002853	皮阿诺	18.58	28.86	0.67	0.89	1.11	1.34	28	21	17	14	2.8	26.4	1.1
平均								24	18	15	12	3.2	25.6	1.0
中值								26	20	15	13	3.0	25.0	1.0
300749	顶固集创	24.50	20.94	0.87	1.04	1.30	1.57	28	24	19	16	3.0	21.7	1.3

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2018 年 11 月 26 日收盘价计算

顶固集创：定制家居阵营新秀

- **三大产品体系立足市场：**公司创始于 2002 年 12 月，前身为中山市顶固金属制品有限公司，目前专业从事定制衣柜及配套家具、精品五金、智能五金、定制生态门和其他智能家居产品的研发、生产和销售。经过多年的发展，公司目前形成了定制衣柜及配套家具、精品五金、生态门三大产品体系，主要通过经销商渠道进行销售，营销网络覆盖全国各省市自治区。

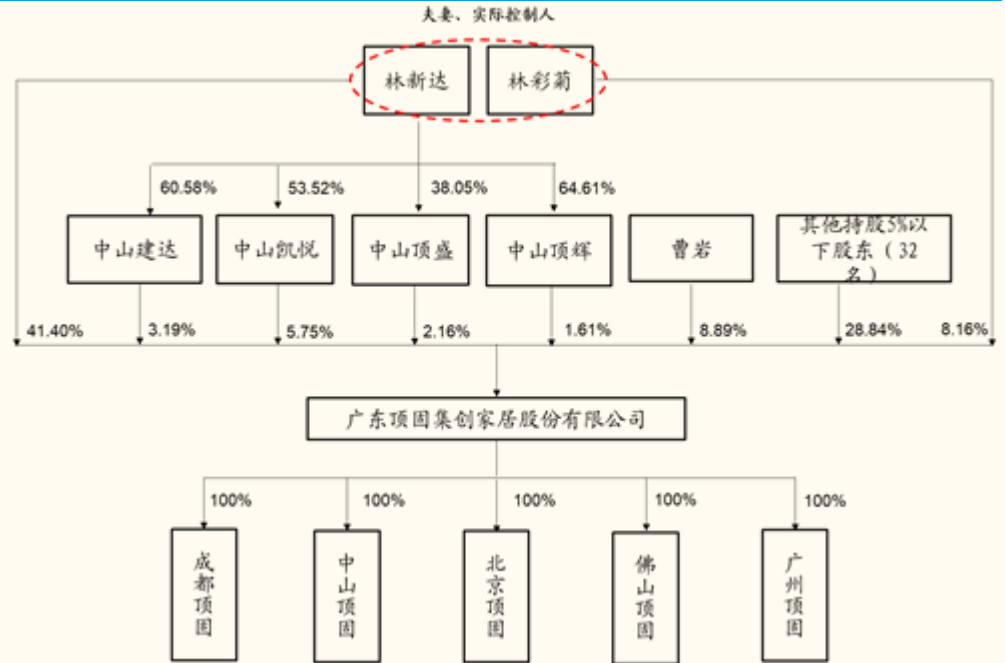
图表 2：顶固集创部分产品展示



来源：公司官网，国金证券研究所

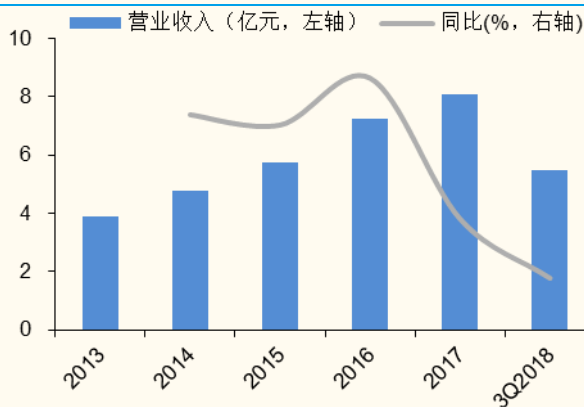
- **公司股权结构较为集中：**公司实际控制人为林新达与林彩菊夫妇，按照公司 IPO 前总股本计算，林新达直接持有公司股份 41.40%，通过中山建达、中山凯悦、中山顶盛和中山顶辉间接持有公司股份 6.88%；林彩菊直接持有公司股份 8.16%。两人合计直接或间接持有公司 56.44%的股份，股权结构较为集中。
- **营收稳中有升，净利润波动较大。**公司 2018 年前三季取得营收 5.46 亿元，同比增长 5.30%，净利润 5,147.51 万元，同比增长 21.59%。定制衣柜及配套家居业务是公司的主要收入来源，上半年在营收中占比 58.16%。同时经销模式为公司最主要的经营模式，上半年贡献 91.37%的营收。

图表 3：顶固集创 IPO 前股权结构



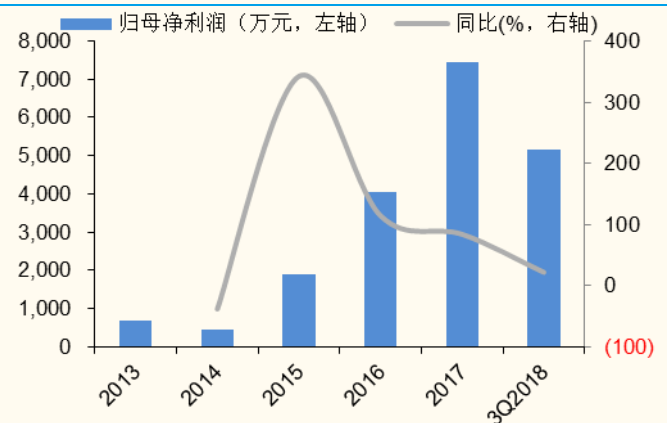
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：顶固集创营业收入



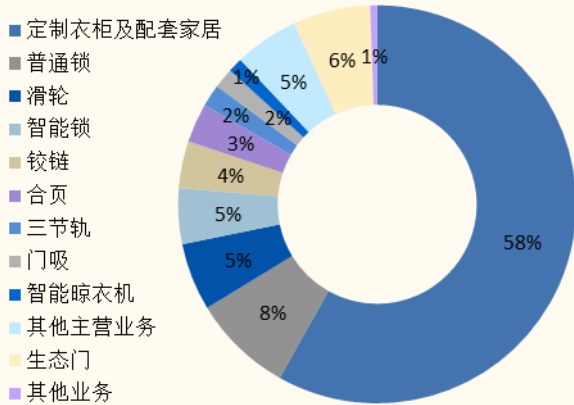
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：顶固集创净利润



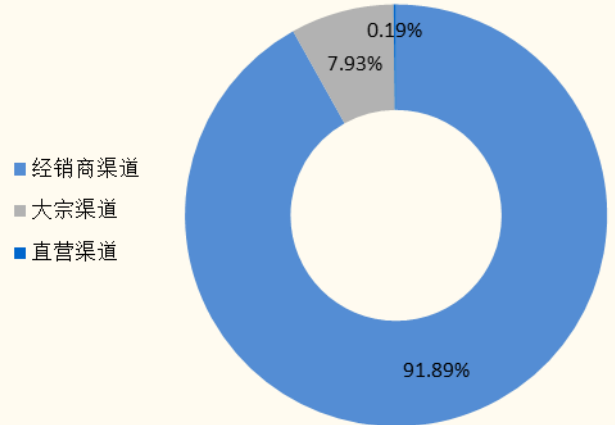
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：顶固集创 1H2018 主营业务收入各业务占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

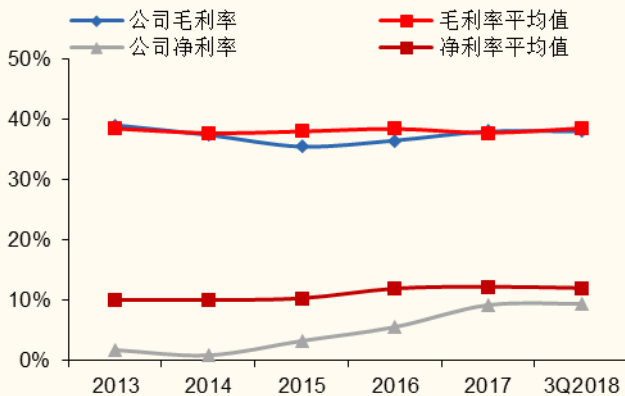
图表 7：顶固集创 1H2018 主营业务收入各销售模式占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

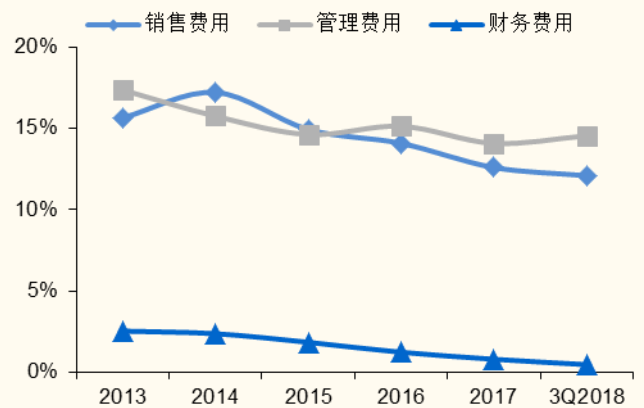
- **盈利能力较低于同业平均水平。**近年来公司通过提升经营效率，逐步实现生产规模效应，毛利率稳中有升。2018 年前三季度公司综合毛利率为 37.93%，略低于行业平均水平（38.53%，以其他八家定制家居上市公司数据计算行业平均值）。另一方面，费用在营收中的比例呈下降趋势，带动公司净利率逐年增长，2018 年前三季度达到 9.43%。受定制家居行业整体盈利下滑影响，这一数字较 2017 年底 9.20%略有提升，但仍低于平均水平，且后续我们认为盈利能力还将持续承压。

图表 8：公司毛利率/净利率同业内平均水平对比



来源：Wind，国金证券研究所

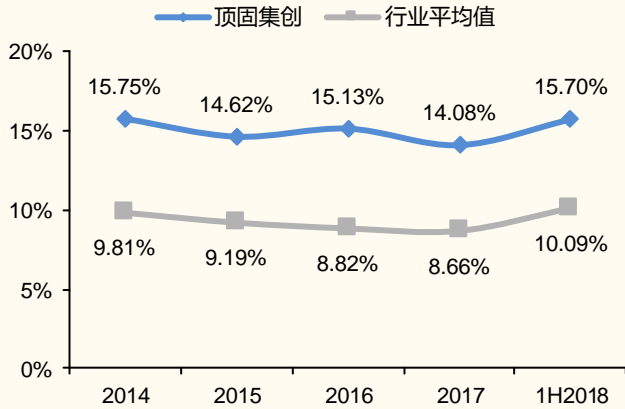
图表 9：公司费用变动情况



来源：Wind，国金证券研究所

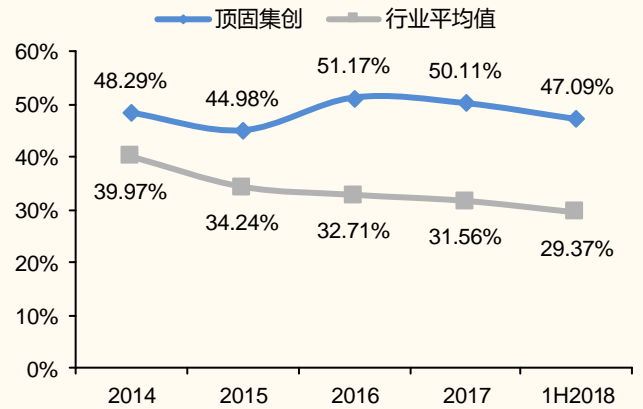
- **员工薪酬费用比例偏高，管理费用利用率有待提升。**由于会计准则变动，2018 年上半年公司将研发费用调出管理费用条目，使得管理费用占比下降至 10.98%。按照历史会计口径调整后公司管理费用占比修正为 15.70%，在行业中处于较高水平。其中工资薪酬在公司管理费用中占比 47.09%，在定制家居上市公司中比例最高。薪酬支出较多是公司管理费用偏高的主因，

图表 10: 公司管理费用比例与行业平均值对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 公司薪酬费用比例与行业平均值对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

三大产品体系均处快速成长赛道

定制家居: 成长与竞争并存

- 定制家具拥有多项优势, 逐渐成为市场主流。家具按照生产模式的不同可以分为手工家具, 机械化、规模化生产的成品家具, 以及机械化、规模化生产的定制家具。近年来, 定制家具凭借其个性化设计、高空间利用率、环保节约等优点, 同时迎合家具消费者偏向年轻化的趋势, 实现了较快速的发展, 未来市场空间有望进一步扩大。

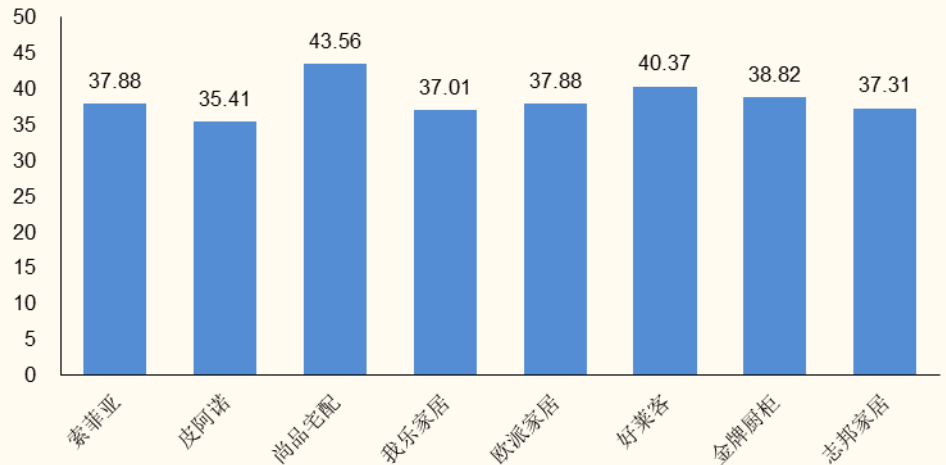
图表 12: 各类家具优劣对比

生产模式	手工家具		成品家具	定制家具
	高端手工家具	低端手工家具		
优势	空间利用率高; 个性化设计; 做工精美	空间利用率高; 个性化设计	样式规范; 价格较低; 购买便捷	空间利用率高; 个性化设计; 整体风格统一; 环保保证; 数字化柔性生产
劣势	价格非常高; 生产周期长	质量不稳定; 欠缺美观; 易有环保问题	尺寸不可改变, 空间利用率低; 样式风格单一, 不能满足个性化需要	价格相对较高; 定制生产周期长

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 国内定制家居市场空间广阔。尽管国内定制家具市场经历了一段快速发展的时期, 但是我国当前定制家具平均渗透率仍仅在 30%左右。根据国家统计局的数据显示, 2017 年我国家具制造业主营业务收入为 9056 亿元, 按照 30%的渗透率测算可得我国定制家居市场规模约为 2717 亿元。另一方面, 受地产下行、行业竞争加剧等因素影响, 2018 年上半年国内定制家居上市公司的收入增速出现下滑, 但其平均值仍保持在 26.57%的较高水平, 未来整个行业仍有继续增长的空间。

图表 13: 国内定制家居上市企业 3Q2018 营收增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 国内定制家居市场竞争日趋激烈。一方面，行业内部企业尚品宅配、皮阿诺、欧派家居、金牌厨柜、我乐家居于 2017 年集中上市融资，在资金加持下产能与经销渠道得以快速扩张，进一步增强了各自在行业中的竞争资本。另一方面，行业外部其他上市公司也在积极向定制家居业务转型。例如主营地板业务的德尔未来在收购了百得胜后增加了定制衣柜业务线，2017 年取得营收 6.98 亿元，同比增长 72.77%。在行业内部企业不断壮大资金实力，行业外部企业不断跨界进场的情况下，目前国内定制家居行业竞争日趋激烈。

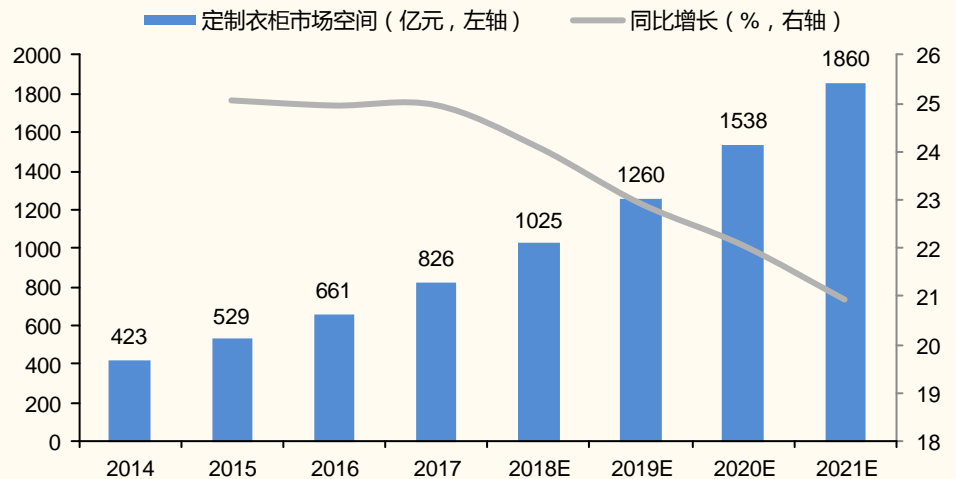
图表 14: 已上市定制家居企业对比

公司	主营业务	2017 营收 (亿元)	2017 净利 (亿元)	1H2018 营收 (亿元)	1H2018 净利 (亿元)
欧派家居	整体厨柜、整体衣柜、定制木门、整体卫浴等	97.1	12.99	48.45	5.50
索菲亚	定制衣柜及其他配套柜类、整体厨柜、定制木门	61.61	9.05	29.88	3.69
尚品宅配	全屋定制家具、配套家具产品	53.23	3.8	28.67	1.23
志邦家居	整体厨柜、定制衣柜	21.57	2.34	10.42	0.95
好莱客	整体衣柜、成品配套家具	18.63	3.48	9.03	1.81
金牌厨柜	整体厨柜、整体衣柜	14.42	1.67	6.43	0.61
皮阿诺	定制厨柜及配套家居、定制衣柜及配套家居	8.26	1.03	4.43	0.49
我乐家居	整体厨柜、全屋定制及衣柜	9.15	0.84	4.28	0.20

来源: Wind, 国金证券研究所

- 定制衣柜是定制家居中的重要品类。定制衣柜作为定制家居中的主要品类近年来发展迅速，2017 年其市场规模超过 800 亿元。同传统成品衣柜相比，定制衣柜在保证个性化设计的前提下可以充分利用空间，避免出现贴墙缝隙等细节缺陷；而同高端手工衣柜相比，定制衣柜的材料多为价格相对便宜的人造板，成本上又体现出其优势。未来定制衣柜对于成品衣柜和手工衣柜的替代将进一步增强，根据中国报告网的数据预测，到 2020 年国内定制衣柜市场规模将超过 1500 亿元。

图表 15：中国定制衣柜市场空间预测



来源：中国报告网，国金证券研究所

- **激烈竞争下定制衣柜仍有市场空间。**在定制家居的大环境下，定制衣柜同样面临行业竞争加剧、客流增长放缓的情况。但是同橱柜相比，定制衣柜市场渗透率相对更低，行业增速仍能保持在较高水平，各企业目前仍能享有一定的行业红利。如果能够进一步建立起品牌效应，拓展新的营销渠道，在吸引顾客的同时提升客流转化率，增加产品品类以向全屋定制方向拓展业务，这样的定制衣柜企业能够在竞争日趋激烈的市场中占有更大的份额。

精品五金之一：智能锁打开智能家居大门

- **国内智能锁渗透率低，可拓展空间大。**从全球范围来看，智能锁在韩国的渗透率达到 80%，在日本约 40%，欧美地区也有 15% 的市场份额，而在中国的渗透率仅 2%。但是由于中国人口基数庞大，门锁类产品总体市场规模也超出其他国家，因此在 2016 年中国智能锁销量能够达到 350 万套，位居世界第一。中国门锁巨大的市场空间与智能锁当前极低的渗透率为智能锁未来的市场拓展留下空间，市场前景看好。

图表 16：2016 年全球智能锁发展概况

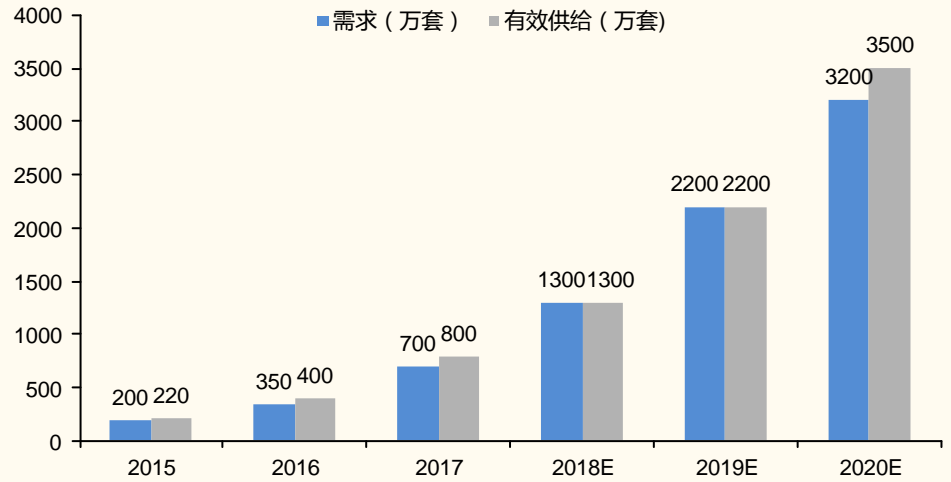


来源：2017 中国智能锁应用与发展白皮书，国金证券研究所

- **零售端与工程端协同发展，推动国内智能锁市场高速增长。**2016 年中国智能锁在零售市场出货量约 180 万套，工程市场出货量约 170 万套，各占据

50%的市场份额。在零售端，近两年消费者对于智能锁的接受度不断提高，智能锁企业在线上与线下的销售均成长较快。而在工程端，高档小区、写字楼、酒店、金融机构、政府相关部门等对于安防需求较高的场所，智能锁的重要性与应用也与日俱增。在两端协同增长推动下，国内智能锁市场从2016年开始进入高速增长阶段。根据《2017中国智能锁应用与发展白皮书》，2016年中国智能锁产业规模为350万套，预计到2020年中国智能门锁销量将突破3200万套，2016-2020年CAGR达到74%。

图表 17：中国智能锁近5年供给及需求概况

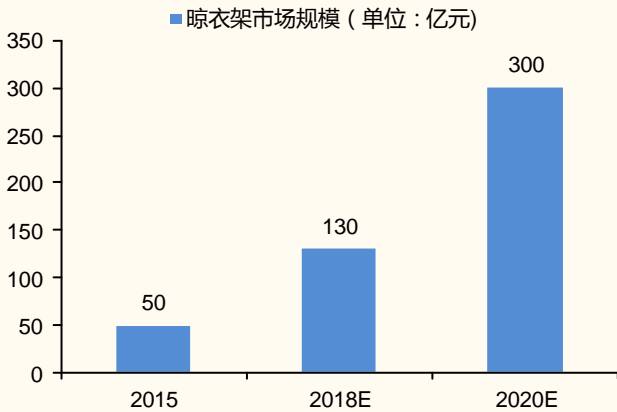


来源：2017中国智能锁应用与发展白皮书，国金证券研究所

精品五金之二：晾衣架智能化升级大势所趋

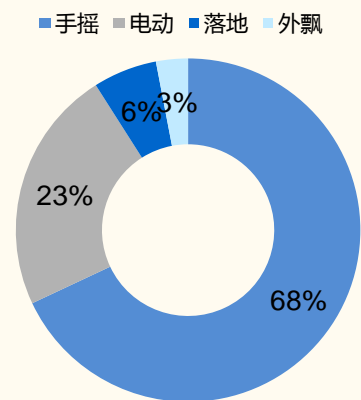
- 晾衣架行业规模过百亿，手摇晾衣架仍为市场主流。根据中国晾衣架行业协会公布的数据显示，2015年国内晾衣架市场规模约50亿元，预计到2020年市场规模将达到300亿元。在各类晾衣架中，手摇式依旧为主体品类，占比约68%，电动晾衣架排名其后，占比约23%。

图表 18：中国晾衣架市场规模预测



来源：中国晾衣架行业协会，国金证券研究所

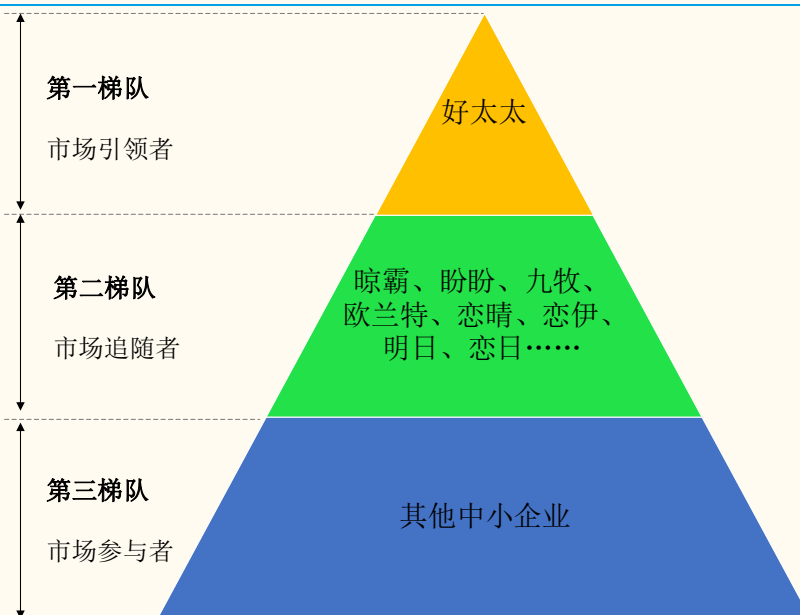
图表 19：晾衣架各品类占比



来源：前瞻网，国金证券研究所

- 行业内良莠不齐，龙头领先优势进一步显现。当前国内晾衣架市场发展势头正好，在行业红利之下也吸引了一大批公司参与市场竞争。然而业内众多参与者发展良莠不齐，在具有一定产能的150多家生产厂家中，超过140家年产值不足1亿元。另一方面，行业中的龙头企业竞争优势进一步显现。作为业内第一梯队绝对的龙头，好太太在品牌、技术、渠道等方面均为市场的引领者，无论是行业内现有企业还是新进入的企业都难以实现超越。

图表 20：中国晾衣架市场企业阵营划分

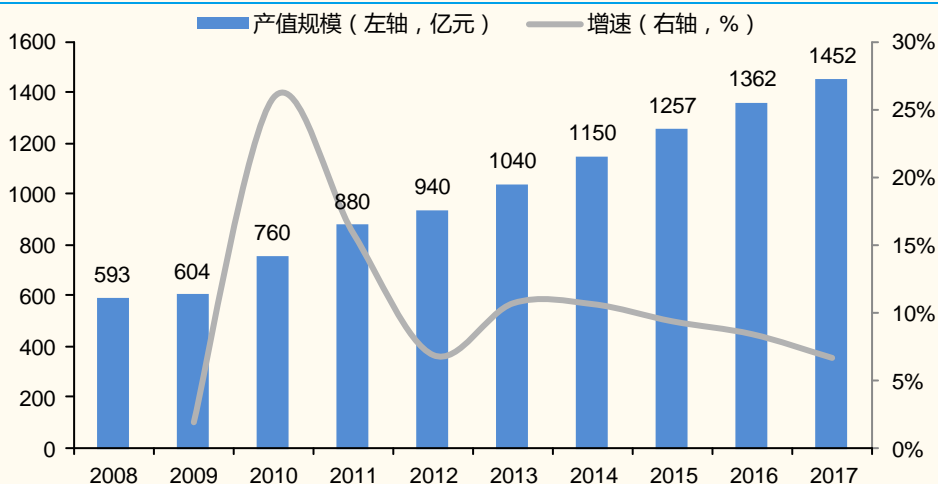


来源：前瞻网，国金证券研究所

木门：家装领域的入口产品

- **国内木门市场规模持续增长。**国内木门行业起步较晚，但是近年来发展非常迅速。根据中商情报网数据显示，2017 年国内木门行业产值达 1452 亿元，尽管近年来受国内房地产市场调控影响市场增速有所放缓，2011-2017 的 CAGR 仍达到 8.7%。

图表 21：2008-2017 年中国木门产值情况



来源：中商情报网，国金证券研究所

- **木门行业中小企业众多，市场分散。**国内木门行业普遍存在企业规模偏小、生产效率不高、产品质量相对较低的特点。目前国内初步达到工厂化生产水平的木质企业约 6000 家，但多以生产低端同质化的木门产品为主。同时国内木门行业集中度仍较低，2015 年仅梦天和 TATA 两家公司产值超过 10 亿元，市占率合计不足 3%。未来木门市场
- **定制家居企业渐入场，加码定制木门新风向。**随着消费者的个性化需求不断加深，定制木门是木门行业未来发展的趋势。而由于木门是家装中的入口型产品，更容易与其他家具（如衣柜）的销售相联结，再加上木门行业入场门槛较低，一些定制家居头部企业开始拓展定制木门版图，以实现和自身全屋定制的业务联动。如欧派家居 2010 年开始定制木门业务，旗下有欧铂尼等品牌，2017 年取得营收 3.21 亿元，同比增长 54.20%；索菲亚

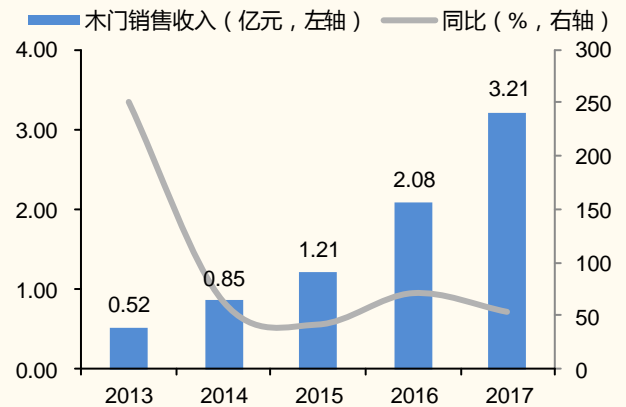
于 2017 年设立门业合资公司，旗下有华鹤和米兰纳等品牌，2017 年录得收入 0.73 亿元。在当前木门行业集中度低、竞争激烈的背景下，定制家居龙头企业对定制木门的跨品类整合将逐渐成为门类市场的重要力量。

图表 22：欧派家居定制木门示例



来源：欧派家居官网，国金证券研究所

图表 23：欧派家居定制木门收入变化



来源：Wind，国金证券研究所

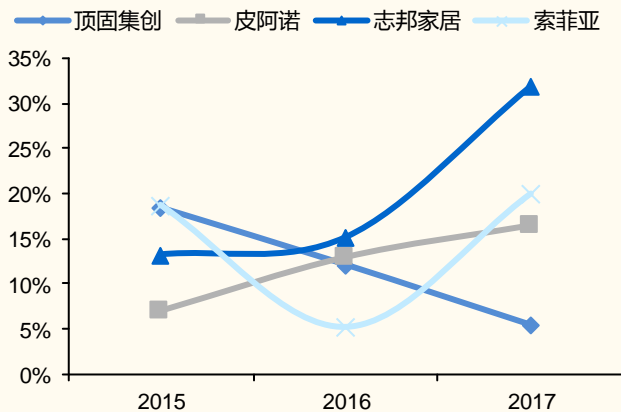
- **生态门逐渐活跃于市场。**从生产材料区分，可以将门主要分为木质门、非木质门和生态门。其中生态门在国内主要指铝木门品类，其门套和门边多采用铝镁钛合金材料，内部门芯以铝蜂窝或软木为主，而门面则多采用符合国家 E1 或 E0 标准的环保材料，以保证健康生态环保的家居环境。同传统木门相比，生态门具备使用寿命长、密闭隔音效果好、生产周期短、便于个性化设计等优点，是市场上关注度逐渐提升的新品类。

生产销售稳步发展，带动公司稳健成长

经销商作为主要销售渠道稳步成长

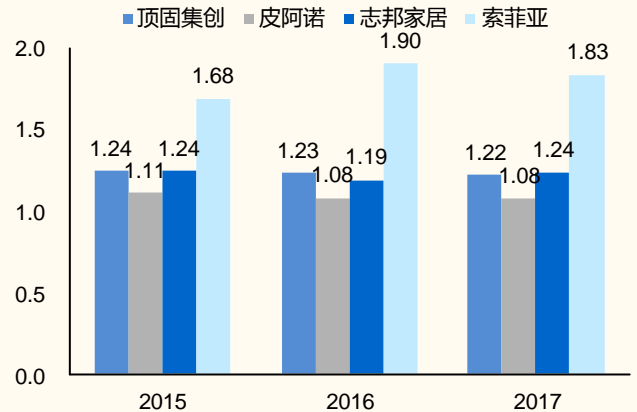
- **经销商及门店数量平稳扩张。**截至今年上半年，公司经销商数量总计 1085 家，门店总数达到 1316 家，其中定制衣柜及配套家居门店 552 家，精品五金门店 543 家，定制生态门门店 221 家。同行业内其他公司相比，公司近年来招商速度放缓，2017 年经销商数量同比仅增长 5.51%，单位经销商门店数相对居于业内平均水平。

图表 24：公司与可比公司经销商数量同比增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

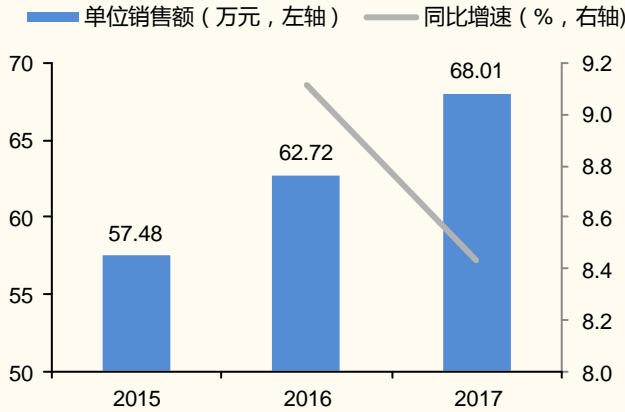
图表 25：公司与可比公司单位经销商门店数量变化



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

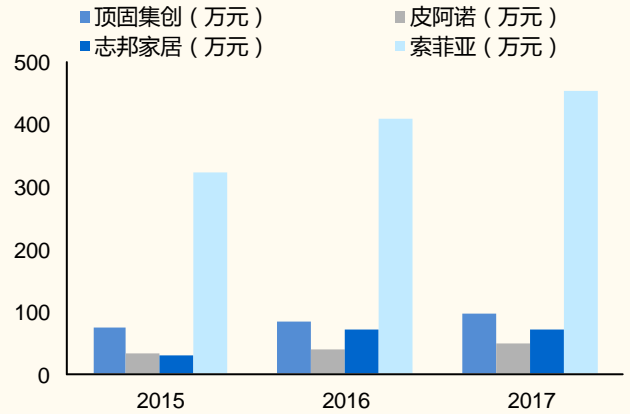
- **经销商平均销售额稳中有进。**2017 年公司经销商平均销售额达到 68.01 万元/家，同比增长 8.43%。其中定制衣柜及配套家具的经销商平均销售额最高，达到 95.28 万元/家，同比增长 12.80%。对比其他定制家居企业，皮阿诺、志邦家居和索菲亚的衣柜经销商平均销售额分别为 47.73 万元、71.56 万元和 453.68 万元。

图表 26: 公司经销商平均销售额变化



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

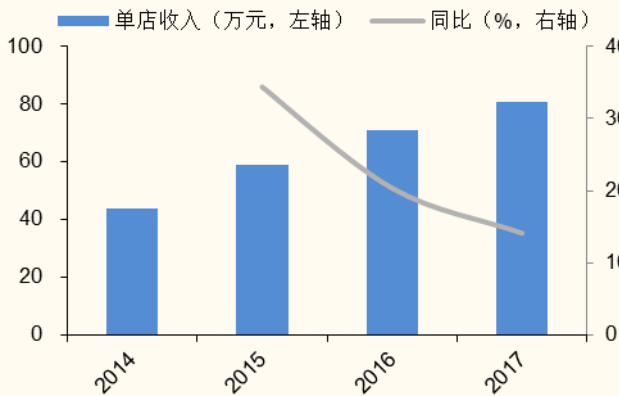
图表 27: 公司及可比公司定制衣柜经销商平均销售额



来源: Wind, 国金证券研究所

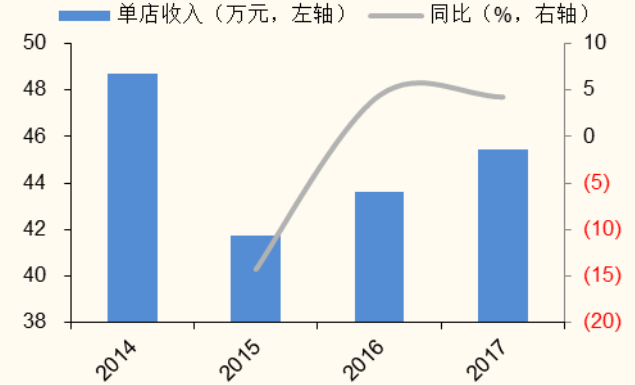
- **各产品体系单店收入发展平稳。**按照经销模式收入在公司总营收中的占比可以求得公司三大产品体系的单店收入。2017 年公司定制衣柜和配套家具单店收入达到 80.90 万元, 同比增长 14.13%; 精品五金单店收入 45.46 万元, 同比增长 4.24%; 定制生态门单店收入 18.71 万元, 同比增长 8.38%。公司营收主要来自定制衣柜与精品五金业务, 而定制衣柜单店收入的稳健提升是公司未来营收持续增长的保障。

图表 28: 公司定制衣柜单店收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

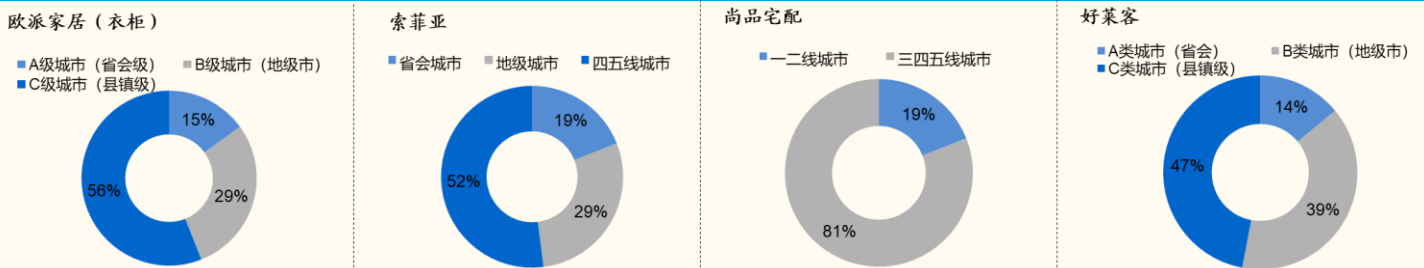
图表 29: 公司精品五金单店收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

- **经销商渠道下沉, 三四五线城市发力可期。**公司目前的销售网络已经基本覆盖了一二线城市, 根据规划未来经销商与门店还将下沉至三四五线城市, 逐渐形成全国性的营销网络覆盖布局。目前定制家居在一二线城市已逐渐趋于饱和状态, 而在四五线城市仍有比较大的发展空间, 对此各定制家居上市企业也有了布局。公司的经销渠道下沉策略有助于扩大市场份额, 提升竞争优势, 但同时也将三四五线城市与已有渠道布局的定制家居企业展开竞争, 未来公司如何在还未饱和的市场尽可能多地抢占市场份额值得关注。

图表 30: 部分定制家居上市公司 2017 年经销门店布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所

营收增长主要依赖第一大渠道商恒大

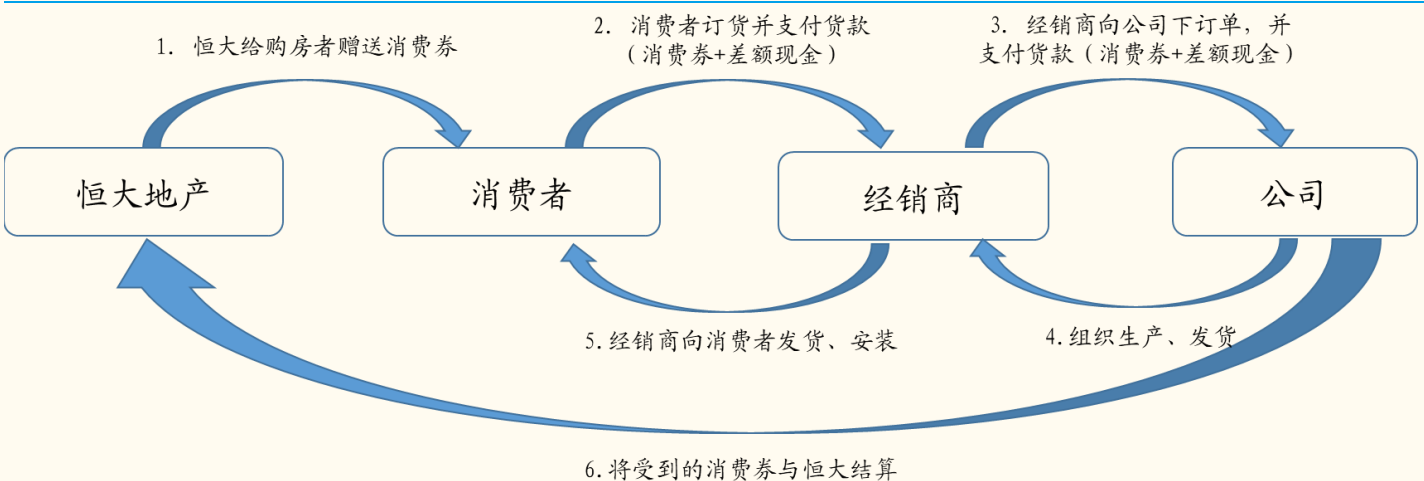
- 同恒大以消费券形式合作。2016 年开始公司与恒大地产通过“品牌家居券”的形式开展合作。即消费者在恒大购买住房后，会收到可以抵贷款的家具消费券，消费者凭券在公司经销商处消费后，公司与恒大进行结算。其中消费券对应收入计入恒大地产的经销收入，非消费券对应的收入计入相应经销商的经销收入。

图表 31：恒大家居券合作企业

 <p>4.84分 4.84分 4.84分 4.83分 —总评分：4.84分—</p>	 <p>4.92分 4.92分 4.92分 4.92分 —总评分：4.92分—</p>	 <p>4.82分 4.83分 4.83分 4.81分 —总评分：4.82分—</p>
 <p>4.4分 4.47分 4.4分 4.27分 —总评分：4.38分—</p>	 <p>4.87分 4.88分 4.88分 4.87分 —总评分：4.88分—</p>	 <p>4.71分 4.76分 4.75分 4.78分 —总评分：4.75分—</p>
 <p>4.77分 4.8分 4.77分 4.78分 —总评分：4.78分—</p>	 <p>4.76分 4.77分 4.7分 4.75分 —总评分：4.75分—</p>	 <p>4.92分 4.91分 4.91分 4.91分 —总评分：4.92分—</p>
 <p>4.65分 4.7分 4.7分 4.7分 —总评分：4.68分—</p>	 <p>4.86分 4.87分 4.86分 4.84分 —总评分：4.86分—</p>	 <p>4.82分 4.82分 4.84分 4.85分 —总评分：4.83分—</p>
 <p>4.29分 4.03分 3.97分 4.03分 —总评分：4.08分—</p>	 <p>5分 5分 5分 5分 —总评分：5分—</p>	 <p>0分 0分 0分 0分 —总评分：0分—</p>

来源：恒大品牌家居网，国金证券研究所

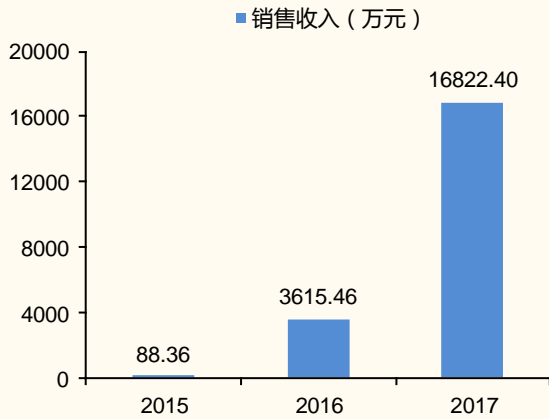
图表 32：公司同恒大合作模式



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

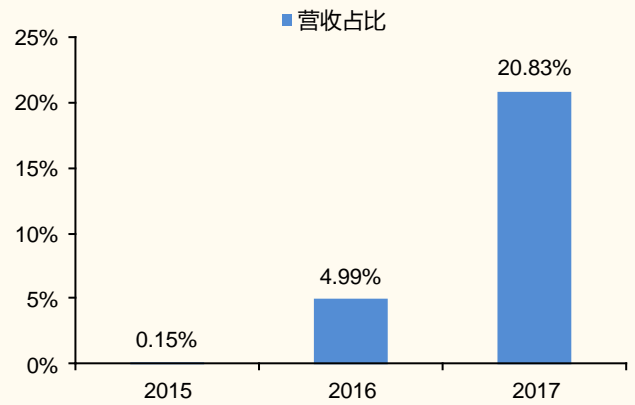
- 恒大经销收入已成为公司主要收入来源。自公司与恒大于 2016 年开始深入合作，恒大便成为公司第一大经销商。2016 年公司通过恒大取得销售收入 3615.46 万元，占公司当年营收的 4.99%。而 2017 年公司通过恒大渠道取得的收入激增至 1.68 亿元，占公司当年营收的 20.83%，成为公司最主要的收入来源。今年上半年公司大宗业务收入 2497.14 万元，在主营中占比较去年底下降 12.95pct.到 7.88%。

图表 33: 公司通过恒大的销售收入情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 34: 恒大经销收入在公司当年收入占比



来源: Wind, 国金证券研究所

- **公司存在一定营销渠道依赖。**2017 年公司通过恒大渠道取得的销售额占当年总营收的 20.83%，在定制衣柜业务营收中的占比更是高达 35.65%。而对于与恒大开展“品牌家居券”合作的其他家居公司，如索菲亚、曲美家居等，尽管 2017 年年报均没有披露出前 5 大客户的具体信息，但索菲亚第一大客户的销售额仅占当年总营收的 9.24%，而曲美家居前 5 名客户的销售额合计仅占年度销售额的 11.00%。通过对比可以发现，公司对于恒大渠道的依赖要远高于其他与恒大合作的家居企业，同恒大合作关系的延续与促进是公司业绩能够维持稳定甚至增长的关键。

产能扩张添业绩增长潜力

- **定制衣柜募投项目有望提升公司营收。**公司为满足日益增长的定制衣柜市场需求，产能已从 2015 年的 180 万平方米增长至 2017 年的 230 万平方米。另外公司此次上市募集资金用途中包括年产 30 万套定制家具建设项目，按照公司近年来衣柜平均单价 180 元/平方米计算，假设衣柜平均展开面积为 15 平方米，在 80% 产能利用率与 80% 产销率的情况下本募投项目可为公司新增年收入约 5.18 亿元。

图表 35: 定制衣柜募投项目收入敏感性分析 (单位: 亿元)

产能利用率 \ 产销率	50%	60%	70%	80%	90%	100%
60%	2.43	2.92	3.40	3.89	4.37	4.86
70%	2.84	3.40	3.97	4.54	5.10	5.67
80%	3.24	3.89	4.54	5.18	5.83	6.48
90%	3.65	4.37	5.10	5.83	6.56	7.29
100%	4.05	4.86	5.67	6.48	7.29	8.10

来源: Wind, 国金证券研究所

- **智能五金扩产进一步巩固行业地位。**针对传统五金优势业务，公司发起智能制造生产线建设项目，涵盖 30 万套智能锁、20 万台智能晾衣机的厂房、生产线及配套设施。按照公司近年来销售单价预测，假设五金生产线达产后智能锁与智能晾衣机价格分别为 1100 元和 950 元，在 70% 产能利用率与 80% 产销率的情况下，可以为公司新增收入 2.91 亿元。该项目的投产有助于公司进一步巩固原有五金业务地位，保证五金产品的营收增长。

图表 36: 五金募投项目收入敏感性分析 (单位: 亿元)

产能利用率 \ 产销率	50%	60%	70%	80%	90%	100%
60%	1.56	1.87	2.18	2.50	2.81	3.12
70%	1.82	2.18	2.55	2.91	3.28	3.64
80%	2.08	2.50	2.91	3.33	3.74	4.16
90%	2.34	2.81	3.28	3.74	4.21	4.68
100%	2.60	3.12	3.64	4.16	4.68	5.20

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

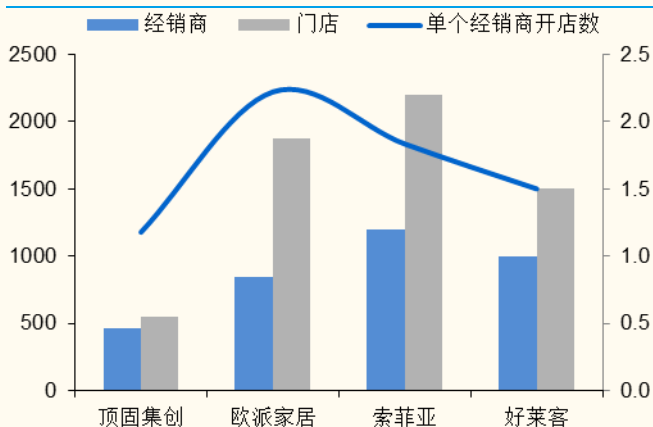
■ 房地产销售持续大幅下滑的风险

定制家居属于地产后周期行业, 尽管当前存量房市场如二手房、旧房翻新的贡献占比逐渐提升, 但是定制家居市场仍以新房为主导。今年前 10 月, 住宅商品房销售面积增速仅 2.8%, 增速同环比分别下降 2.8pct. 和 0.5pct.。我们认为, 现阶段国家难有提振房地产行业的相关政策出台, 后续地产周期还将持续向下, 销售存在负增长可能, 势必对定制家居行业以及公司收入增长形成极大压力。另一方面, 公司作为行业上市新军, 收入不足 10 亿属于小体量上市公司, 在地产景气度降低, 头定制家居公司加大市场份额抢占的预期之下, 公司现有市场份额存在流失可能。

■ 经销商开店热情不足, 渠道下沉不及预期的风险

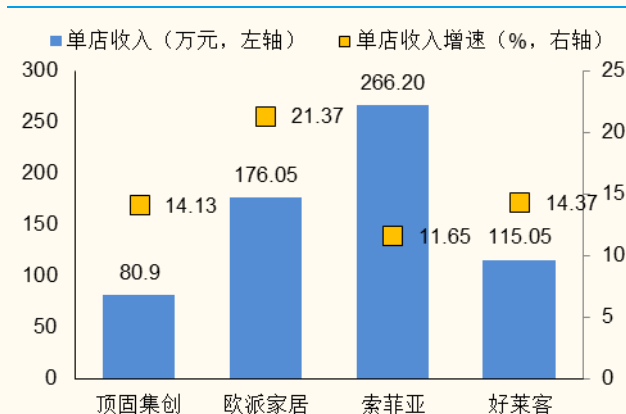
2017 年, 公司单一衣柜经销商平均开店数为 1.2 家, 低于欧派家居的 2.2 家和索菲亚的 1.8 家。我们认为, 公司定制衣柜单店收入仅 80.90 万元, 大幅低于同业头部公司, 导致公司经销商盈利能力弱于其他头部竞争公司, 且同店增长方面也弱于头部公司, 经销商存在开店热情不足可能。因而公司未来存在渠道拓展低于预期的可能。

图表 37: 顶固集创可能存在经销商开店热情低的问题



来源: wind, 国金证券研究所

图表 38: 顶固集创单店增长弱于头部竞争公司



来源: wind, 国金证券研究所

■ 行业价格战预期下, 盈利能力下降的风险

索菲亚作为定制衣柜龙头公司, 在今年 Q3 已经开始尝试通过价格竞争手段谋求收入增速的稳定, 其毛利率和净利率均有所降低。我们认为, 在地产大周期向下的背景之下, 会有越来越多的定制家居公司选择通过价格手段谋求增长。而公司毛利率和净利率均低于行业平均水平, 在价格战预期

之下，公司后续盈利能力存在下降的可能，且应对价格战的利润空间也弱于同行业公司。

■ 原材料成本大幅波动风险

公司定制衣柜产品的主要原材料为人造板与铝型材，五金类产品的主要原材料为铝型材、锌合金等，受基础金属、木材等价格波动影响较大，同时也会因国家环保政策影响导致价格上涨。如果未来公司产品的直接原材料价格出现大幅波动，则会引起公司生产成本发生较大变化，从而影响公司盈利情况。

■ 募投项目产能释放不及预期

公司上市募集资金主要用途即为针对定制衣柜与智能五金产品的产能扩张，而目前无论定制家居还是五金市场，竞争均比较激烈，各家企业间的产品呈现一定的同质化现象。如果公司募投项目的产能不能按照原计划释放，则会影响公司的经营规划，同时影响未来的营收。

■ 子公司经营情况未能改善

公司上市前注销/股转 2 家子公司。2017 年公司注销了主要负责产品生产的三河子公司，并股权转让了负责生产的昆山子公司。根据公司财报显示，2016 年昆山、三河子公司均为亏损状态，净利润分别为-127.65 万元和-457.31 万元，而 2017 年昆山子公司终止经营净利润为-688.20 万元。由于昆山、三河两家子公司均负责公司在当地的生产，反映出公司在原材料成本上涨的背景下的成本管控能力与经营能力相对较弱。

现存子公司经营状况较差。公司当前共有 5 家子公司：成都顶固、佛山顶固、中山顶固、北京顶固和广州顶固。根据招股书说明书披露数据显示，这 5 家子公司 2017 年净利润分别为 209.62 万元、-161.32 万元、-1.08 万元、287.17 万元和 35.11 万元，其中佛山、中山和广州子公司净利润相较于 2016 年均出现不同幅度下降。

公司现存子公司的经营状况不稳定，盈利波动较大。未来随着公司上市，资金实力增强，生产与销售的规模扩大，公司的经营管理难度会进一步提升。如果公司不能很好提升相应能力，子公司经营情况仍不见好转，将影响公司未来的盈利能力与发展空间。

盈利预测

关键假设

- 中山年产 30 万套定制家具建设项目预计建设期 24 个月，于 2018 年 4 季度开建。项目全面达产后，可新增营收 9.27 亿元。假设 2020 年 4 季度开始，该项目投入试生产。2018-2019 年，未预计该项目贡献收入。
- 智能制造生产线建设项目建设期 36 个月，于 2018 年 4 季度开建。项目全面达产后，可新增营收 3.84 亿元。假设 2020 年 4 季度开始，该项目逐步投入试生产。2018-2019 年，未预计该项目贡献收入。

盈利预测

图表 39：顶固集创盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	38,918.5	47,540.4	57,567.8	72,483.6	80,756.8	85,690.2	96,645.7	113,699.0
定制衣柜及配套家居	18,065.0	23,413.0	32,063.0	43,060.0	47,167.0	49,525.4	56,954.2	68,345.0
五金	17,747.0	20,853.0	21,611.0	24,700.0	28,507.0	30,787.6	33,866.3	38,946.3
生态门	2,910.0	2,916.0	3,471.0	4,039.0	4,275.0	4,488.8	4,847.9	5,332.6
其他	196.5	358.4	422.8	684.6	807.8	888.6	977.4	1,075.2
营业成本（万元）	21,905.0	27,987.0	37,175.7	46,076.2	45,410.3	53,727.6	61,104.3	72,499.7
定制衣柜及配套家居	10,902.0	15,288.0	21,505.0	27,985.0	29,407.0	31,201.0	36,197.2	43,810.3
五金	11,003.0	12,699.0	13,391.0	15,327.0	17,574.0	19,242.2	21,356.9	24,776.3
生态门	1,839.0	1,796.0	2,269.0	2,664.0	2,978.0	3,151.1	3,391.1	3,738.2
其他	9.3	2.4	10.7	100.2	-4,548.7	133.3	159.1	175.0
业务利润（万元）	17,013.5	19,553.4	20,392.2	26,407.5	35,346.5	31,962.6	35,541.4	41,199.3
定制衣柜及配套家居	7,163.0	8,125.0	10,558.0	15,075.0	17,760.0	18,324.4	20,756.9	24,534.7
五金	6,744.0	8,154.0	8,220.0	9,373.0	10,933.0	11,545.3	12,509.4	14,170.0
生态门	1,071.0	1,120.0	1,202.0	1,375.0	1,297.0	1,337.6	1,456.8	1,594.4
其他	187.3	356.0	412.2	584.5	5,356.5	755.3	818.3	900.2
毛利率（%）	43.7	41.1	35.4	36.4	43.8	37.3	36.8	36.2
定制衣柜及配套家居	39.7	34.7	32.9	35.0	37.7	37.0	36.4	35.9
五金	38.0	39.1	38.0	37.9	38.4	37.5	36.9	36.4
生态门	36.8	38.4	34.6	34.0	30.3	29.8	30.1	29.9
其他	95.3	99.3	97.5	85.4	663.1	85.0	83.7	83.7
增速（%）	-	22.2	21.1	25.9	11.4	6.1	12.8	17.6
定制衣柜及配套家居	-	29.6	36.9	34.3	9.5	5.0	15.0	20.0
五金	-	17.5	3.6	14.3	15.4	8.0	10.0	15.0
生态门	-	0.2	19.0	16.4	5.8	5.0	8.0	10.0
其他	-	82.3	18.0	61.9	18.0	10.0	10.0	10.0

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 2018-2020 年净利润分别为 0.89/1.11/1.34 亿元，三年 CAGR21.7%，完全摊薄后每股收益为 1.04/1.30/1.57 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	576	725	808	857	966	1,137	货币资金	81	99	151	332	388	465
增长率		25.9%	11.4%	6.1%	12.8%	17.6%	应收款项	29	56	84	148	167	196
主营业务成本	-372	-461	-501	-537	-611	-725	存货	110	96	94	147	165	193
%销售收入	64.6%	63.6%	62.1%	62.7%	63.2%	63.8%	其他流动资产	8	9	8	14	15	18
毛利	204	264	306	320	355	412	流动资产	228	259	336	642	735	872
%销售收入	35.4%	36.4%	37.9%	37.3%	36.8%	36.2%	%总资产	40.4%	41.1%	50.2%	64.1%	65.8%	68.4%
营业税金及附加	-5	-7	-9	-11	-12	-13	长期投资	0	20	18	18	18	18
%销售收入	0.8%	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	固定资产	244	248	214	222	227	230
营业费用	-86	-102	-102	-120	-126	-136	%总资产	43.2%	39.3%	31.9%	22.2%	20.4%	18.0%
%销售收入	14.9%	14.1%	12.6%	14.0%	13.0%	12.0%	无形资产	84	96	95	112	129	147
管理费用	-64	-83	-80	-103	-111	-131	非流动资产	336	372	334	359	382	402
%销售收入	11.1%	11.4%	9.9%	12.0%	11.5%	11.5%	%总资产	59.6%	58.9%	49.8%	35.9%	34.2%	31.6%
息税前利润 (EBIT)	49	72	115	86	107	132	资产总计	564	631	670	1,000	1,117	1,274
%销售收入	8.6%	9.9%	14.3%	10.0%	11.1%	11.6%	短期借款	124	81	44	0	0	0
财务费用	-11	-9	-6	1	4	6	应付款项	139	185	198	287	323	379
%销售收入	1.8%	1.2%	0.8%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	30	43	43	49	56	66
资产减值损失	-2	1	-5	-1	0	0	流动负债	293	309	285	337	379	445
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	37	34	27	27	27	28
投资收益	0	0	13	14	15	16	其他长期负债	4	5	8	8	8	8
%税前利润	2.4%	0.3%	15.9%	13.6%	11.3%	9.9%	负债	334	349	321	372	414	481
营业利润	16	37	84	100	126	153	普通股股东权益	231	282	349	629	703	793
营业利润率	2.9%	5.1%	10.4%	11.7%	13.1%	13.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	10	1	4	5	5	负债股东权益合计	564	631	670	1,000	1,117	1,274
税前利润	20	47	85	104	131	158							
利润率	3.5%	6.5%	10.5%	12.2%	13.6%	13.9%	比率分析						
所得税	-1	-6	-11	-16	-20	-24		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	7.1%	13.7%	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	19	40	74	89	111	134	每股收益	0.225	0.473	0.869	1.038	1.303	1.568
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.744	3.300	4.084	7.353	8.225	9.276
归属于母公司的净利润	19	40	74	89	111	134	每股经营现金净流	1.198	1.316	1.180	0.801	1.448	1.769
净利率	3.3%	5.6%	9.2%	10.4%	11.5%	11.8%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.342	0.430	0.517
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.19%	14.33%	21.29%	14.11%	15.84%	16.90%
净利润	19	40	74	89	111	134	总资产收益率	3.34%	6.40%	11.10%	8.87%	9.97%	10.52%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	6.92%	9.75%	17.02%	11.11%	12.46%	13.66%
非现金支出	20	22	29	25	27	29	增长率						
非经营收益	12	9	-6	-16	-18	-19	主营业务收入增长率	21.09%	25.91%	11.41%	6.11%	12.79%	17.65%
营运资金变动	49	41	3	-29	4	7	EBIT增长率	61.34%	53.90%	82.28%	4.63%	24.91%	23.22%
经营活动现金净流	101	113	101	68	124	151	净利润增长率	342.42%	114.12%	83.88%	19.38%	25.51%	20.37%
资本开支	-59	-65	-42	-45	-44	-45	总资产增长率	1.09%	11.85%	6.09%	49.39%	11.66%	14.08%
投资	0	0	42	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	1	14	15	16	应收账款周转天数	20.2	18.9	27.2	50.0	49.9	49.8
投资活动现金净流	-59	-65	1	-30	-30	-29	存货周转天数	114.7	81.5	68.9	100.0	98.6	97.2
股权募资	0	11	0	0	0	0	应付账款周转天数	62.8	63.2	69.4	70.0	69.9	69.9
债权募资	-23	-46	-44	-44	0	1	固定资产周转天数	118.9	119.5	92.7	88.8	78.8	66.0
其他	-13	-10	-14	188	-39	-46	偿债能力						
筹资活动现金净流	-35	-44	-58	143	-39	-45	净负债/股东权益	34.96%	6.06%	-22.67%	-48.54%	-51.30%	-55.08%
现金净流量	7	4	43	182	56	77	EBIT利息保障倍数	2.7	5.1	12.6	-66.5	-24.2	-23.8
							资产负债率	59.16%	55.30%	47.86%	37.17%	37.05%	37.78%

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	1	2	2
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	1.00	1.00	1.00

来源：贝格数据

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

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者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