

广田股份 (002482)

推荐

行业：装修装饰

“家装+互联网”系列专题之三：互联网家装、智能家居与定制精装齐头并进，转型正当时

广田是国内公共建筑装饰行业龙头企业之一，是国内从事住宅精装修业务的行业领导者。公司与恒大地产有长期合作关系，订单来源稳定。目前公司正在积极转型，定制精装、互联网家装与智能家居是主要战略转型方向。

投资要点：

✧ **业绩今年年底或将触底，等待积极信号来临。**今年二季度业绩下滑较快，主要是由于去年基数相对较大造成的（一般三季度营收大于二季度，2014 年二季度确认收入较多，超过三季度营收），并不产生惯性业绩下滑的预期。我们认为下半年业绩下滑幅度将会收窄，全年净利同比下滑 20%以内。

✧ **公司积极谋求转型，开拓三类转型业务：定制精装、互联网家装以及智能家居。**

✧ **从住宅精装到定制精装是未来家装的趋势。未来产业链上的微小变动，带来的是性价比较高的多样化装饰装修以及建材采购的进一步集中。**模式转变的本质是建材采购权的转移。地产商的议价能力原来一定程度上体现在建材的采购权上，随着模式的转变这种议价能力可能体现在楼盘装饰施工权上。

✧ **公司的互联网家装业务以“过家家”为平台，目标市场为“散客”C 端客户，目标客户群体为“80 后，90 后”的一线城市白领。**目标市场容量为 7500 亿空间巨大，主要集中在消费属性的家庭二次装修，未来市场空间巨大。

✧ **图灵猫是广田在智能家居业务的平台。**目前正处于初级阶段，即智能设备的研发以及以家装为入口发展智慧家庭的阶段。预计 3-5 年会进入第二阶段，即实现智慧社区。5-10 年实现第一个智慧城市样板。最终实现智能家居的生态闭环，各项生活服务的接口。

✧ **风险提示：注意公司业绩不达预期的风险、应收账款计提大于预期的风险、互联网家装业务发展不及预期的风险、主营业务受宏观经济影响继续大幅下滑的风险**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9788	8320	9152	10067
收入同比(%)	13%	-15%	10%	10%
归属母公司净利润	537	431	505	598
净利润同比(%)	3%	-20%	17%	18%
毛利率(%)	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
ROE(%)	12.8%	9.5%	10.0%	10.6%
每股收益(元)	1.04	0.83	0.98	1.16
P/E	19.35	24.07	20.56	17.36
P/B	2.48	2.29	2.06	1.84
EV/EBITDA	14	14	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22

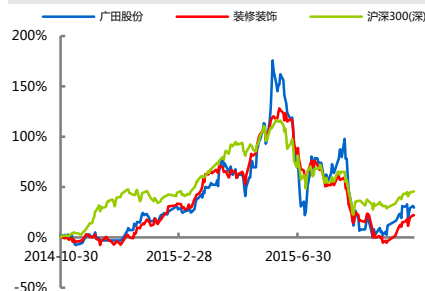
当前股价： 19.51

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	625
流通股本(百万股)	480
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	94
成交量(百万股)	10.27
成交额(百万元)	208.29

股价表现



相关报告

《互联网家装专题系列一：金螳螂》

《互联网家装专题系列二：亚厦股份》

目 录

一、 公司简介：立足住宅精装修的行业龙头	3
二、 住宅精装是营收主力，行业景气度下行拖累主营	5
三、 转型正当时！一支三花，花花不同	6
1. 住宅精装到定制精装，模式的转换源自多样化的需求	6
2. 互联网家装，过家家从品质到品牌	8
3. 图灵猫—智能家居的领航者	12
四、 估值与风险提示	14

图目录

图 公司大事记	3
图 公司股权结构	3
图 2015 年上半年营收成分	4
图 第一大客户恒大地产占营收比例	4
图 历年主营收入及增速（单位：亿元）	5
图 历年综合毛利率（单位：%）	5
图 广田季度营收与同比增速（单位：百万元）	5
图 现阶段定制精装的两种模式解析	7
图 B2B2C 模式定制精装图解	7
图 目标市场 7500 亿市场空间	8
图 信息不对等出现在家装的各个环节	9
图 以“过家家”网站门户以及“过家家 APP”解决装修各个环节的信息不对等	9
图 以装修为入口的盈利模式	10
图 存量用户满意程度调查	11
图 图灵猫发展路径	12
图 最终实现智能家居的生态闭环，多项生活服务的接口	12
图 图灵猫系统示意图	13

表目录

表 1 住宅精装与定制精装	6
表 2 分部估值列表（单位：亿元）	14

一、公司简介：立足住宅精装修的行业龙头

广田是国内公共建筑装饰行业龙头企业之一，是国内从事住宅精装修业务的行业领导者。多次获得鲁班奖，是中国建筑装饰协会副会长单位。公司自上市以来一直推行绿色化、工业化、智能化的装饰装修理念。2008 年至今，公司净利润增长 10 倍，复合增长率达到 58%；净资产增长 18 倍，达到 36 亿元。集建筑装饰设计施工、绿色建材研发为一体的大型上市企业集团，在中国装饰百强企业评比中位列第三，在华南地区位列第一。

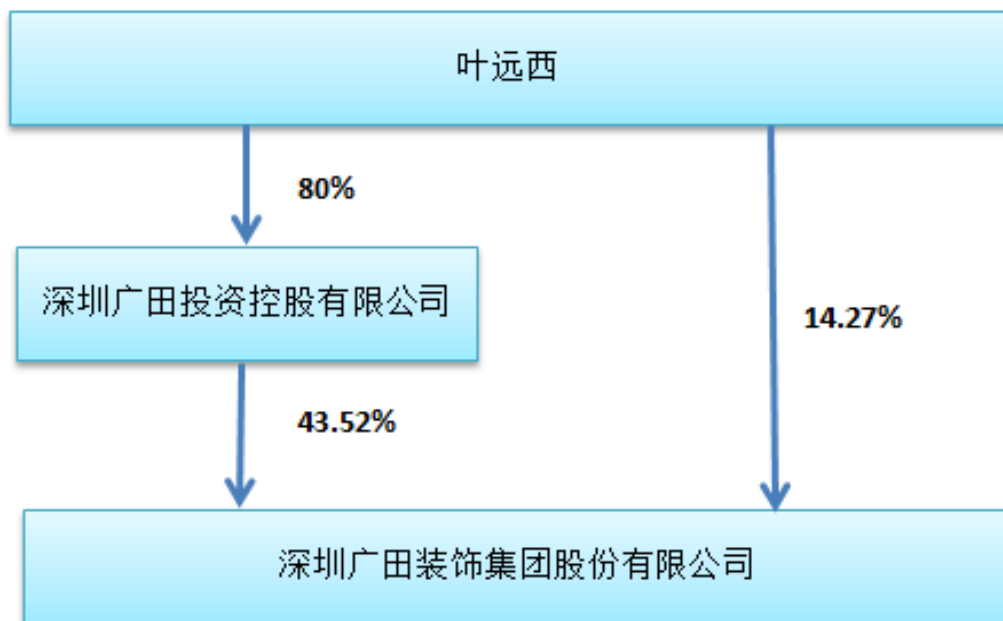
图 1 公司大事记



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2007 年形成独特的“广田”精装修模式之后，公司的业绩走上了快车道，并于 2010 年在深交所上市，2011 年利用募投资金打造了全国第一个“三星级”绿色产业园区。2015 年定增 12 亿引入复兴作为战略投资者。

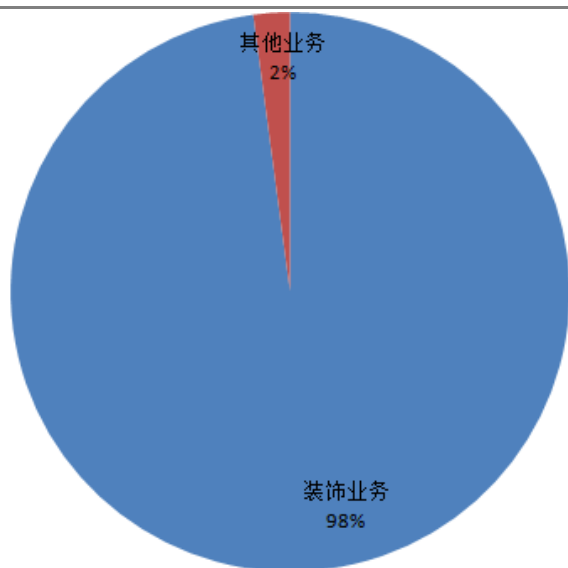
图 2 公司股权结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

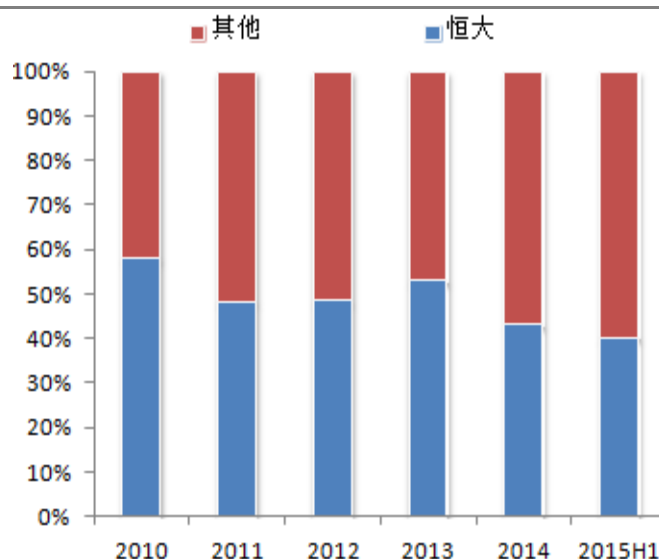
公司创始人叶远西先生，合计控制上市公司 57.79%股权，是公司的实际控制人。
公司在早年实行所有权与经营权分离，目前公司的日常经营主要由职业经理人负责。

图 3 2015 年上半年营收成分



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 第一大客户恒大地产占营收比例



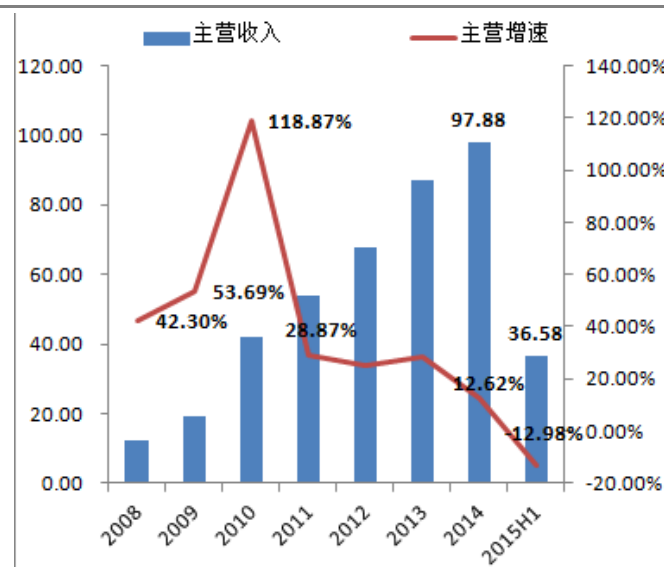
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司在住宅精装修领域具有十多年经验，形成了独具特色的标准化体系和管理模式，开创了与国内大型房地产商合作的先河。第一大客户占营收比例正在逐步下降，从最初的占比 60% 到目前的占比 40%，营收结构不断优化。

二、住宅精装是营收主力，行业景气度下行拖累主营

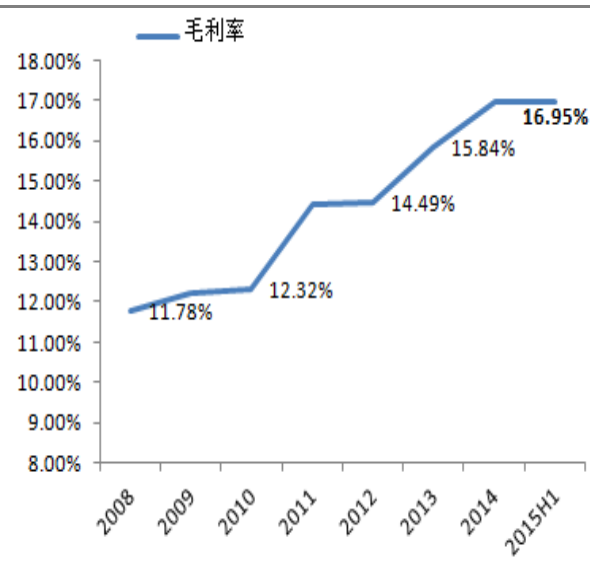
公司在住宅精装修领域规模、综合实力业内排名第一。公司深耕住宅精装修多年，与多家住宅地产企业都有合作，具备同时大批量、高密度、多区域实施各类型，各级别住宅精装修业务的能力。广田深耕住宅精装，与住宅地产的营收大概占到了 6 成。

图 6 历年主营收入及增速（单位：亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

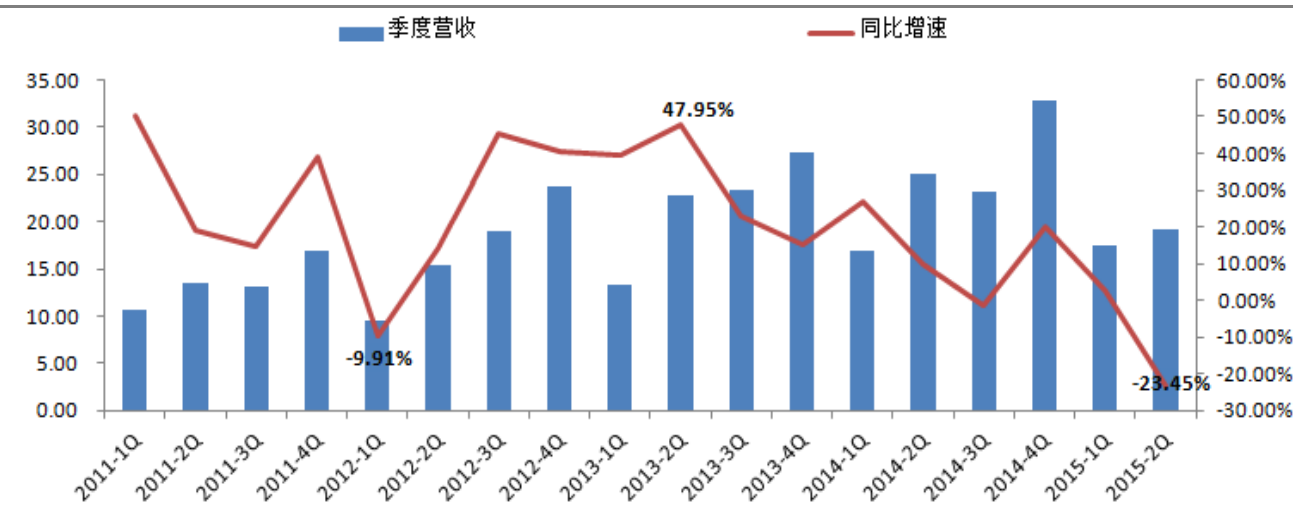
图 7 历年综合毛利率（单位：%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

受行业整体不景气影响，今年公司营收首次出现了负增长，下半年可能会延续上半年的情况，明年业绩会随着行业景气度的回升逐步企稳。随着公司营收逐步增长，综合毛利率也逐步上升，体现了公司良好的管理施工能力以及较强的规模效应。目前公司的综合毛利率稳定在 17% 左右。截止今年上半年公司营收同比下滑 12.98%，归属母公司净利-19.27%。净利下滑快于营收下滑，是由于行业景气度下行时回款质量下降造成的。

图 8 广田季度营收与同比增速（单位：百万元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

季度营收同比增速持续呈现下滑趋势，今年二季度业绩下滑较快，主要是由于去年基数相对较大造成的（一般三季度营收大于二季度，2014 年二季度确认收入较多，超过三季度营收），并不产生惯性业绩下滑的预期。我们认为三季度业绩下跌幅度在 15%-18% 之间，全年净利下滑幅度在 20% 左右。

三、转型正当时！一支三花，花花不同

公司目前有三大新兴业务：定制精装、互联网家装（过家家）、智能家居（图灵猫）。定制精装是对原有主营模式的升级改造，过家家是公司切入散客互联网家装的有益尝试，图灵猫是公司在智能家居这一环的产业布局。

1. 住宅精装到定制精装，模式的转换源自多样化的需求

从毛坯到住宅精装再到定制精装，是产业的根本趋势，未来的进程可能快可能慢，但不可逆。定制精装的目标市场是新楼盘的装修需求，公司深耕住宅精装多年，与多家大型地产公司都有过合作，有丰富集群化装修的经验，是业内此类业务的翘楚。与同板块上市公司相比，广田是住宅精装修里做的最大的，每年产值维持在 50 亿左右（其他上市公司多集中在公装与幕墙）。

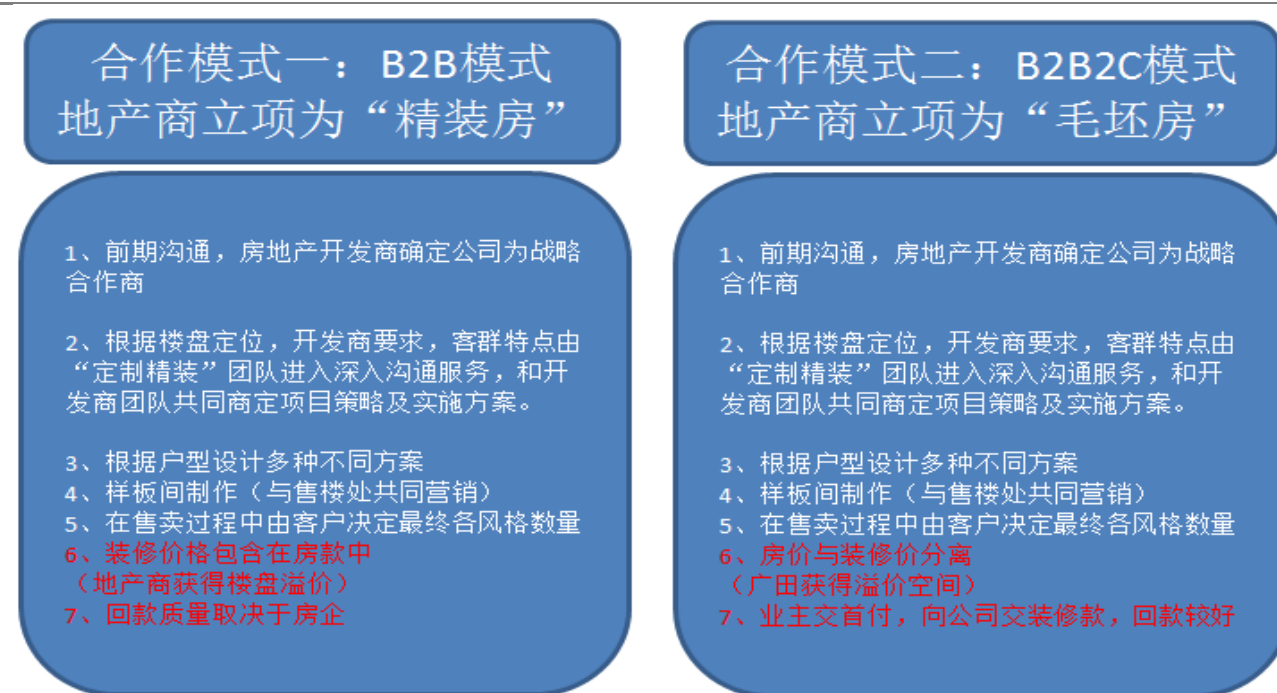
表 1 住宅精装与定制精装

	住宅精装	定制精装
装饰多样性	楼盘统一风格	多种选择、多种搭配
装修产业链	建材厂-经销商-地产商-用户	建材厂-装饰企业-用户
建材采购权	地产商	装饰装修企业
回款质量	取决于房企	无押款问题
利润来源	施工利润	施工利润+个性化溢价+建材集采

资料来源：中国中投证券研究总部

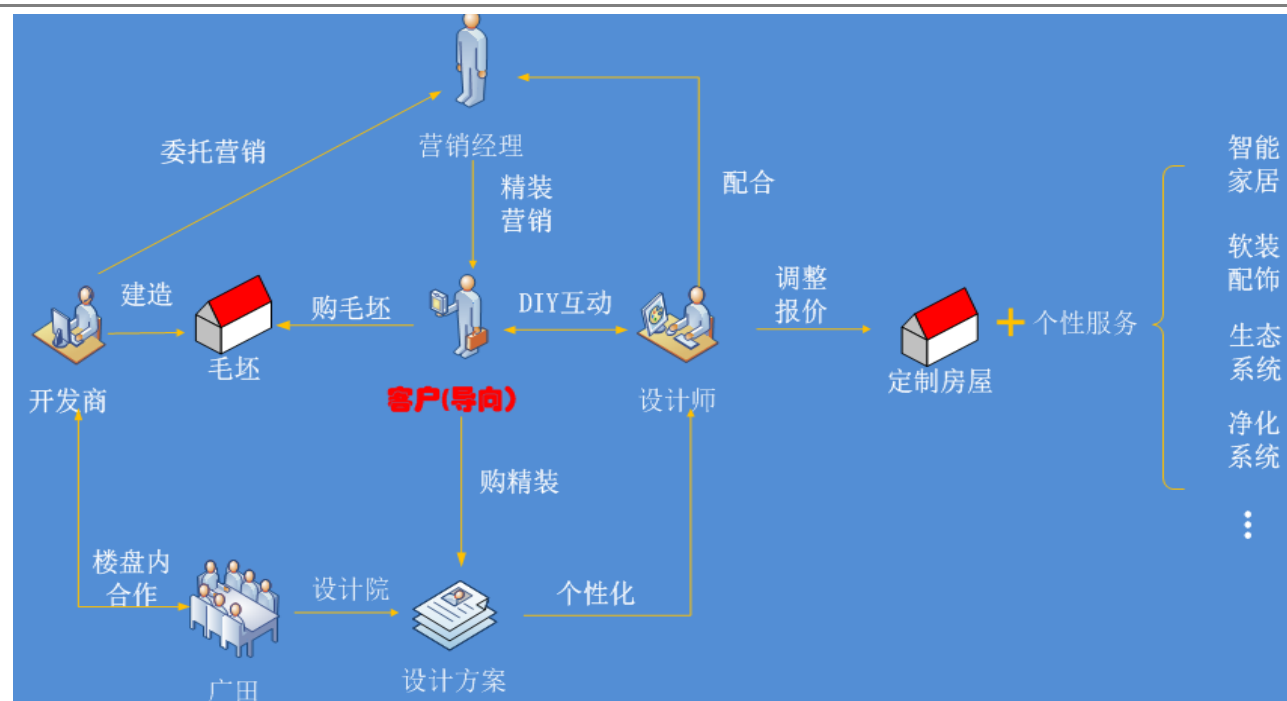
定制精装模式相对于住宅精装模式更有效率，产业趋势推动住宅精装逐步转化为定制精装。这个效率主要体现在三个方面：对于客户，在享受高性价比的同时满足了多样化的需求。对于装饰装修企业由于没有建材方面的指定采购限制，可以在一定区域内集中采购主材，将单品主材量级提升，达到规模效应。对于地产商，可以将本身的议价能力直接变现，不需要通过建材来曲线变现，减少内部耗损。**模式转变的本质是建材采购权的转移。地产商的议价能力原来一定程度上体现在建材的采购权上，随着模式的转变这种议价能力可能体现在楼盘装饰施工权上。**未来产业链上的微小变动，带来的是性价比比较高的多样化装饰装修以及建材采购的进一步集中。

图 9 现阶段定制精装的两种模式解析



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 B2B2C 模式定制精装图解



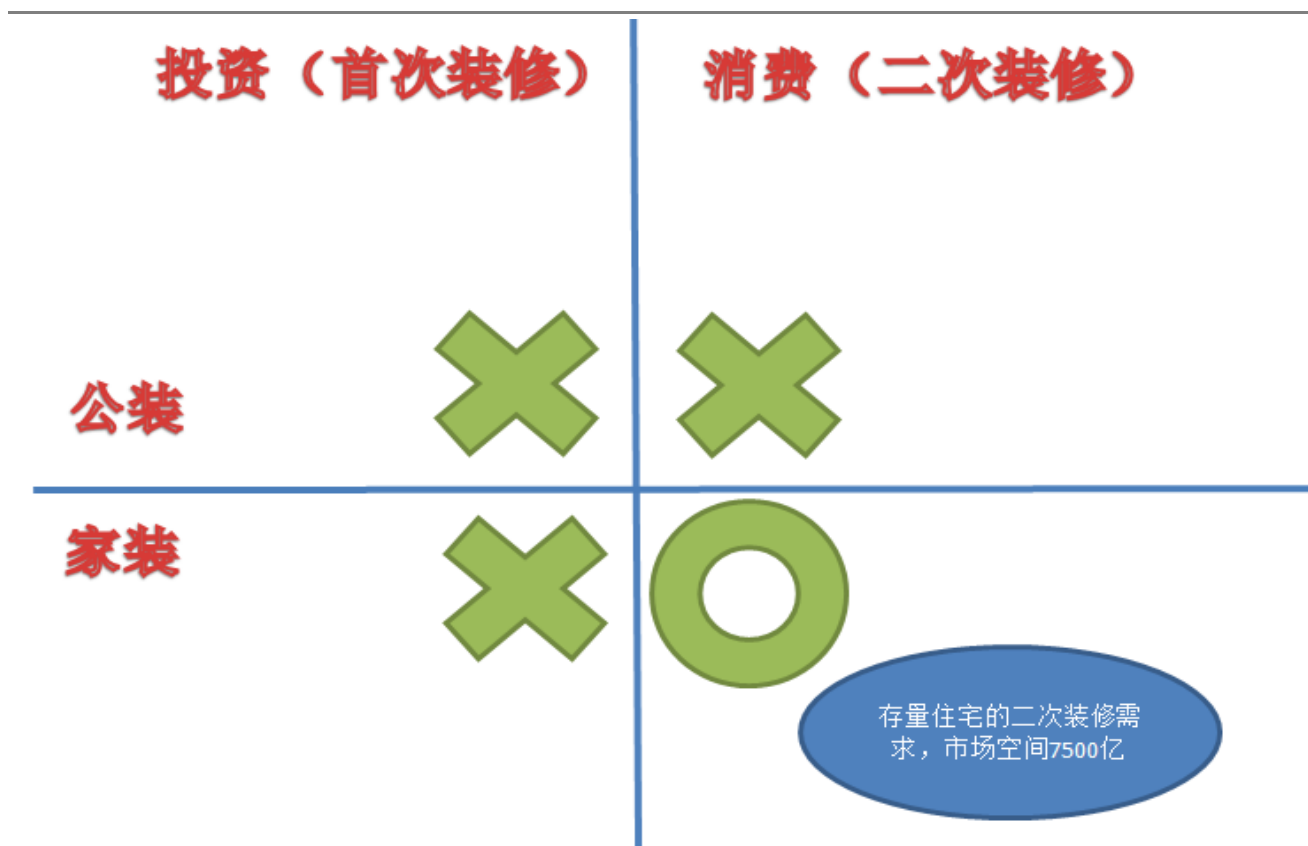
资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

目前公司现行的模式有两种，B2B 与 B2B2C，具体模式的使用取决于地产商对该楼盘的定位。随着时间的推移与产业的发展，B2B2C 未来有望成为主流。两种模式相

比，最主要的不同在于回款质量与溢价的取得上。B2B2C 的模式对于广田来说毛利率相对更高回款质量更好，但是合作方一般是中小型地产商，单个项目量级不大。B2B 模式合作的相对是实力较强的大中型地产商，单体项目量级较大。2015 年定制精装刚刚开始，目前占营收规模较小。

2. 互联网家装，过家家从品质到品牌

图 11 目标市场 7500 亿市场空间



资料来源：中国中投证券研究总部

公司的互联网家装业务以“过家家”为平台，目标市场为“散客”C端客户，目标客户群体为“80后，90后”的一线城市白领。目标市场容量为7500亿空间巨大，主要集中在消费属性的家庭二次装修。

图 12 信息不对等出现在家装的各个环节



资料来源：中国中投证券研究总部

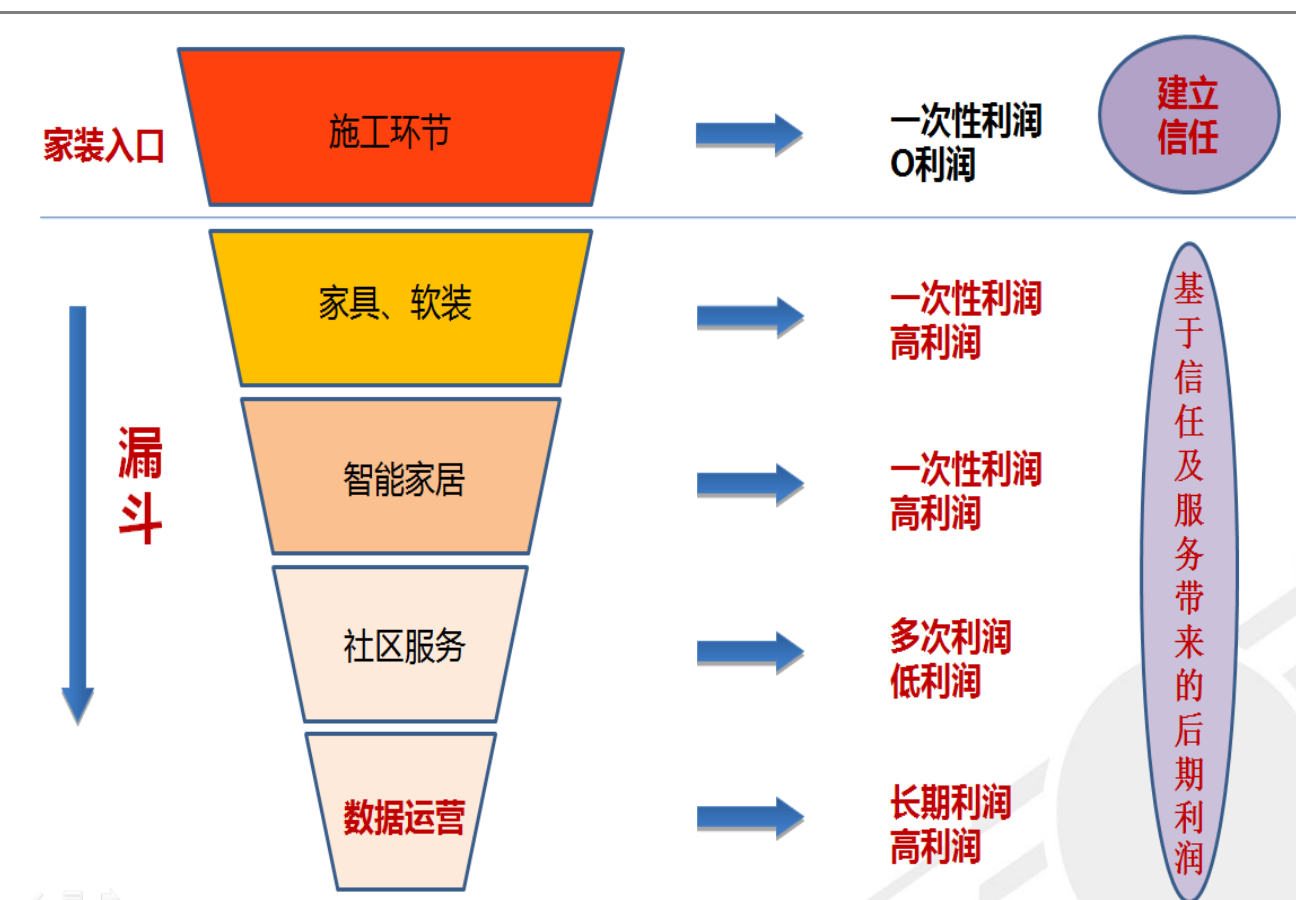
图 13 以“过家家”网站门户以及“过家家 APP”解决装修各个环节的信息不对等



资料来源：中国中投证券研究总部

装修是一个高度信息不对等的行业，过家家利用互联网以及自身管理系统解决了各个环节的信息不对等，以“过家家”网站实行业主教育消除装修准备阶段的信息不对等，以自身专业知识以及品牌解决选材、施工、设计以及选择服务商的信息不对等。过家家模式利用线上社区引流用户，线下体验馆转化用户，在施工过程中提供主材打包以及APP 监控解决各个环节的痛点。

图 14 以装修为入口的盈利模式

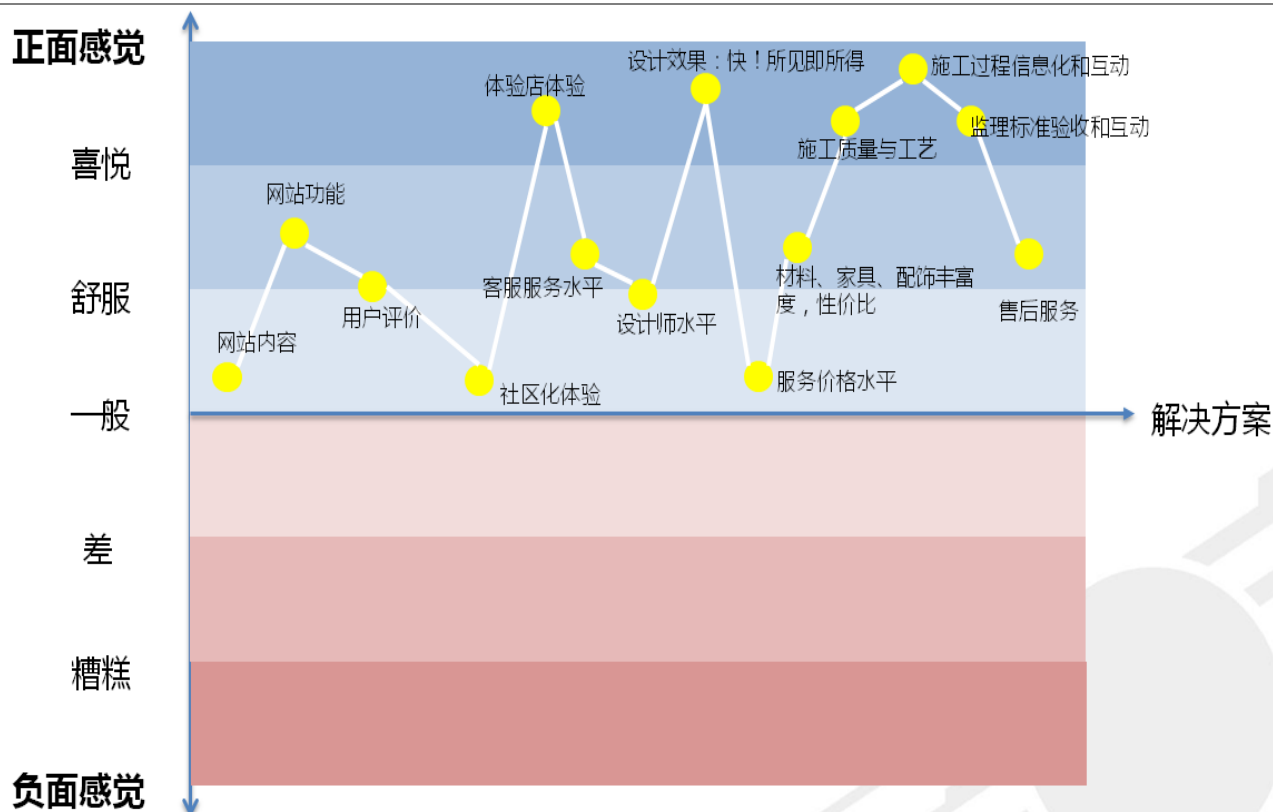


资料来源：中国中投证券研究总部

过家家在首次对客户服务之后，在赚取一次性利润的同时争取建立信任带来后期盈利，除一次性利润之外，未来还有可能将家装作为入口提供社区服务以及获得沉淀数据运营的长期利润。

装修是粘性较低的一次性消费，客户的积累沉淀以及口碑的树立是未来能否将低频消费转换成长期高频消费的关键。相对于市场上的“装修队”，公司在价格上不具备绝对优势（税收，人工等），但是性价比一定是较高的，所以重点在于客户体验。是否能够做出用户满意的产品是未来能否实现多点变现

图 15 存量用户满意程度调查



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

过家家从 2015 年 3 月开始正式运营，从开始的每月平均接 20 单，到现在的每月 100 单左右，已完成 400 单左右的订单，每单 13-20 万。前期的客户的反馈来看用户体验较好。“过家家”模式比较收客户欢迎的几个点在于：体验店的落地，较快的设计，施工水平以及在施工过程中的互动。

而用户体验较为薄弱的点在于网站内容较为单一，社区化体验较少以及服务价格。这几点中服务价格是最主要的，未来随着总量的提升管理费用有望进一步摊薄，单笔订单价格有望继续下调。

由于“过家家”对接的是散客，所以地理位置分散，房型不统一导致主材用料没办法达到一定量级，所以并没办法实行建材的集采。现阶段“过家家”模式的利润来源应该主要集中在一次性收入中的品牌溢价，未来多频次收入的数据价值也会随着基数的扩大而得到体现。

今年年底“过家家”将会在深圳开设第一家线下旗舰体验店，预计营收会有较快的增长。预计 5 年后“过家家”能够覆盖全部一线城市，大多数二三线城市。未来整个细分市场占比有望达到 0.5%（即营收 37.5 亿元），给予 5 年后 2 倍 PS 率，风险折价率 20%，折现后整体估值为 28.13 亿。

3. 图灵猫—智能家居的领航者

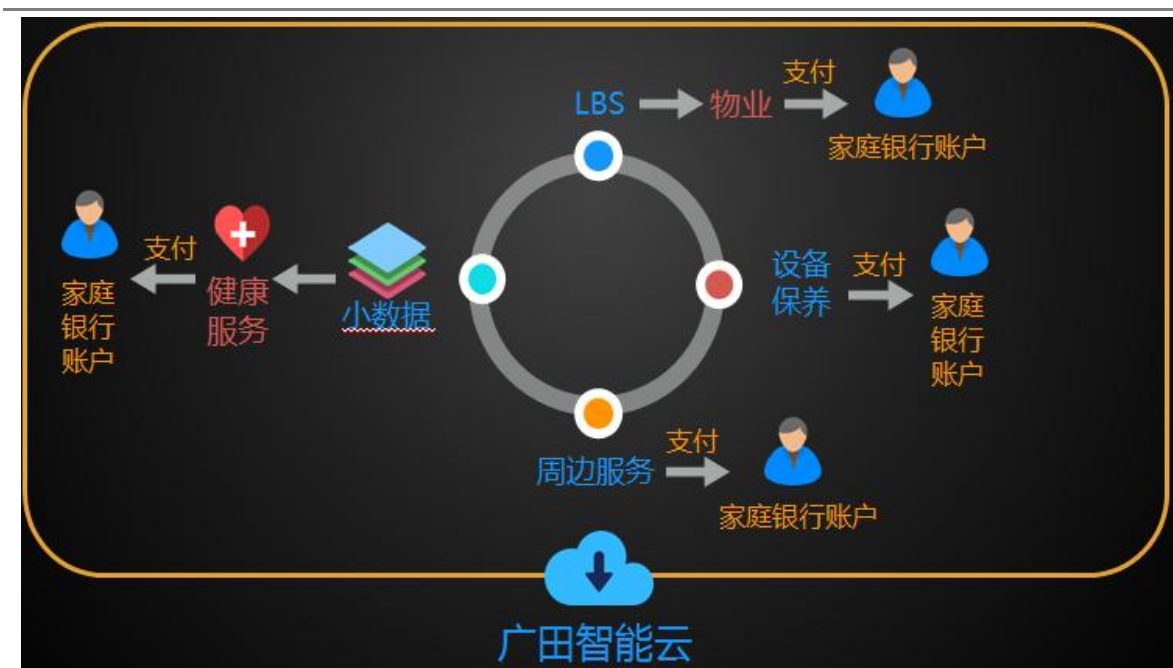
图灵猫是广田在智能家居业务的平台。公司 CTO 是原腾讯负责智能家居业务的 T4 级专家（最高级）刘明岩先生，目前公司研发的“自学习”系统在业界处于领先地位。

图 16 图灵猫发展路径



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

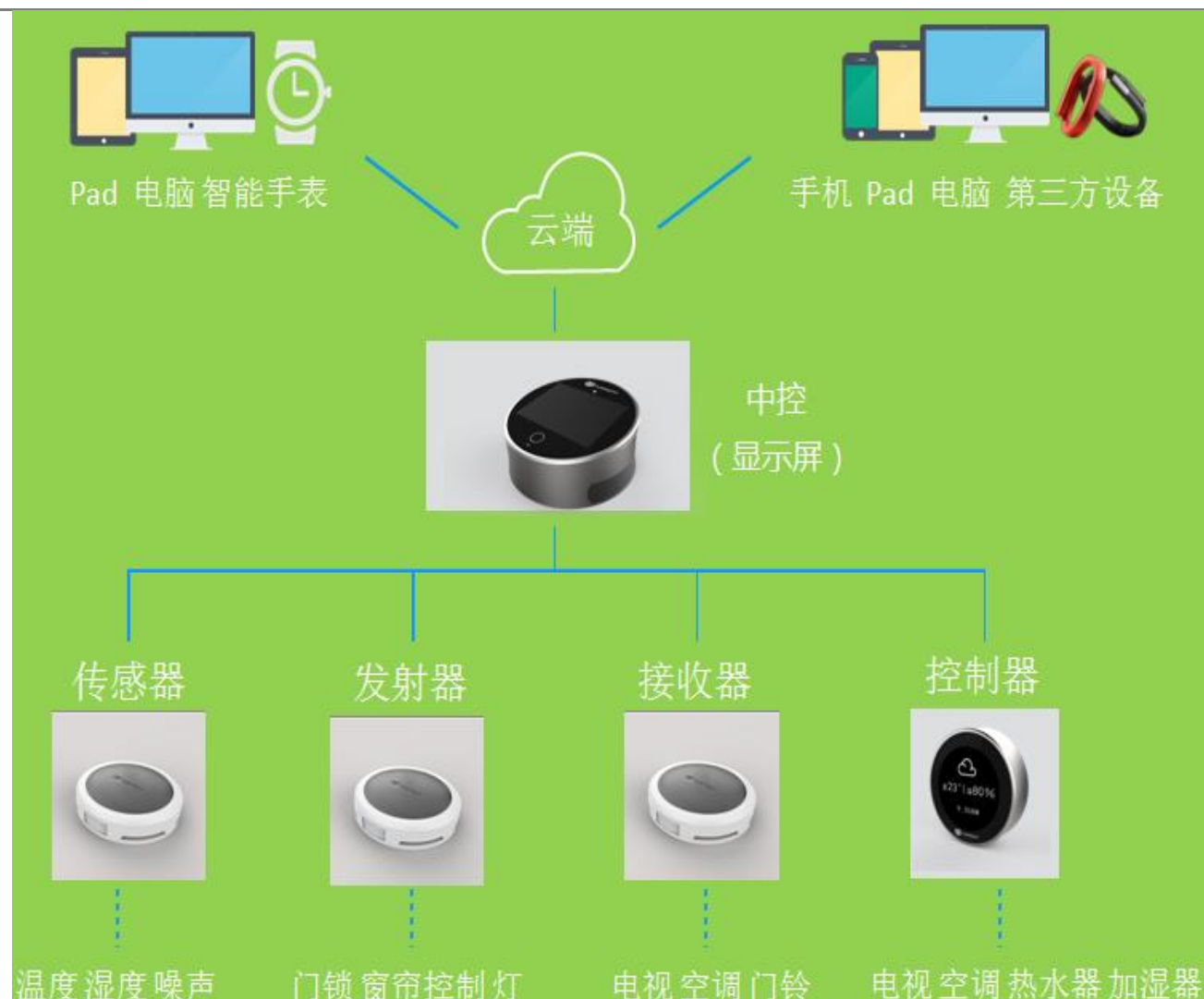
图 17 最终实现智能家居的生态闭环，多项生活服务的接口



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

目前正处于初级阶段，即智能设备的研发以及以家装为入口发展智慧家庭的阶段。预计 3-5 年会进入第二阶段，即实现智慧社区。5-10 年实现第一个智慧城市样板。最终实现智能家居的生态闭环，各项生活服务的接口。

图 18 图灵猫系统示意图



资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

图灵猫是一套由中控器、控制器、传感器以及发射器组成的智能信息控制系统。主机是个各个信息汇总与多终端全面介入的主体，而传感器、发射器、接收器是信息传导装置，控制器是用户发出指令的主体。我们图灵猫模式代表了智能家居的未来方向，借助原有家装渠道能够更容易的切入市场，并且带来一体化的智能家居体验。

目前加装一套图灵猫的价格为 3 万-4 万左右，而一体化安装的费用则会降低至 2.5 万左右而且更加美观，使用体验更好。图灵猫与“过家家”、“定制精装”有较强的协同作用，利用装修的入口优势逐步积累图灵猫用户。**未来有望将低频次的消费转化成高频次的消费，从一次性利润向长久的多次消费性利润转化，最终实现产业链变现节点的后移。**目前图灵猫还没有真正的市场化运营，估值可以类比前期被 Google 收购的 Nest。

四、估值与风险提示

公司目前有三大块业务：传统业务+定制精装（定制精装可以认为是对原有住宅精装模式的升级）、互联网家装（过家家）、智能家居（图灵猫）。目前“过家家”的股权结构还没有最终确定，但上市公司至少应该是控股。

表 2 分部估值列表（单位：亿元）

	估值理由	分部估值(亿元)
主营+定制精装	由于行业不景气，今年业绩步入低点，明年伴随定制精装模式的逐步发展，有望带来业绩的企稳以及回款的好转。长期来看整个行业的增速在 5%左右，广田有望利用自身规模优势在行业增速趋缓时逐步增加自身市场份额，预计长期净利增长 20%左右，综合考虑给予动态 PE20 倍，预计 2015 年全年净利在 4.42 亿左右。	88.4
过家家	预计 5 年后“过家家”能够覆盖全部一线城市，大多数二三线城市。未来整个细分市场占比有望达到 0.5%（即营收 37.5 亿元），给予 5 年后 2 倍 PS 率，风险折价率 20%，折现后整体估值为 28.13 亿	28.13
图灵猫	估值类比谷歌收购 nest 的 8 倍 ps,每年新增精装 6 万户左右，按照 20%会采用智能家居概算，则有 1.2 万户左右安装图灵猫，单个用户平均花费 3 万，年销售额 3.6 亿。考虑到潜在高增长，给予 10 倍 PS 估值，风险折价率 20%。	14.47
总市值	考虑到图灵猫与过家家未来可能产生的协同作用，给予两者合并估值 10%的溢价。	135.26

资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为公司的合理市值应该在 135 亿-150 亿之间，目前股价已经一定程度的反映了行业下滑所带来的悲观预期，处于安全的市值区间之内。28 号公司宣布复星集团斥资 11.9 亿以定增的方式入股广田，彰显了公司的投资价值。综合考虑，给予公司推荐评级。

风险提示：注意公司业绩不达预期的风险、应收账款计提大于预期的风险、互联网家装业务发展不及预期的风险、主营业务受宏观经济影响继续大幅下滑的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	10338	23076	13308	26118
现金	2309	2000	2000	2000
应收账款	6686	19135	9268	21975
其它应收款	147	125	138	151
预付账款	161	553	608	669
存货	693	589	648	712
其他	343	675	647	610
非流动资产	989	1114	1090	1064
长期投资	1	6	6	6
固定资产	408	394	374	351
无形资产	58	58	58	58
其他	522	657	653	650
资产总计	11327	24191	14398	27182
流动负债	6396	18945	8635	20806
短期借款	700	8565	1982	8919
应付账款	3210	8304	4362	9571
其他	2486	2076	2291	2316
非流动负债	648	598	599	598
长期借款	0	0	0	0
其他	648	598	599	598
负债合计	7044	19543	9233	21405
少数股东权益	104	115	127	142
股本	517	517	517	517
资本公积	1950	1950	1950	1950
留存收益	1712	2066	2571	3169
归属母公司股东权益	4179	4533	5038	5636
负债和股东权益	11327	24191	14398	27182

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	245	-7830	6892	-6614
净利润	550	442	517	612
折旧摊销	33	25	25	26
财务费用	143	257	311	324
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-681	-9502	6946	-8750
其它	200	948	-907	1174
投资活动现金流	15	-10	2	1
资本支出	69	0	0	0
长期投资	-146	3	1	-1
其他	-62	-7	3	0
筹资活动现金流	368	7531	-6895	6613
短期借款	-5	7866	-6583	6937
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	9	0	0	0
其他	364	-334	-311	-324
现金净增加额	628	-309	0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9788	8320	9152	10067
营业成本	8128	6909	7600	8360
营业税金及附加	323	274	302	332
营业费用	156	120	120	120
管理费用	170	170	170	170
财务费用	143	257	311	324
资产减值损失	228	70	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	640	520	609	721
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	647	520	609	721
所得税	98	79	92	109
净利润	550	442	517	612
少数股东损益	13	11	12	15
归属母公司净利润	537	431	505	598
EBITDA	817	802	946	1071
EPS (元)	1.04	0.83	0.98	1.16

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	12.6%	-15.0	10.0%	10.0%
营业利润	3.3%	-18.7	17.1%	18.4%
归属于母公司净利润	2.6%	-19.6	17.1%	18.4%
获利能力				
毛利率	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利率	5.5%	5.2%	5.5%	5.9%
ROE	12.8%	9.5%	10.0%	10.6%
ROIC	21.1%	5.7%	14.4%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	62.2%	80.8%	64.1%	78.7%
净负债比率	9.93%	43.83	21.46	41.67
流动比率	1.62	1.22	1.54	1.26
速动比率	1.51	1.19	1.47	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.47	0.47	0.48
应收账款周转率	2	1	1	1
应付账款周转率	2.95	1.20	1.20	1.20
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.83	0.98	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-15.14	13.33	-12.79
每股净资产(最新摊薄)	8.08	8.76	9.74	10.90
估值比率				
P/E	19.35	24.07	20.56	17.36
P/B	2.48	2.29	2.06	1.84
EV/EBITDA	14	14	12	11

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。
焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员，墨尔本大学金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434