

强烈推荐-A (首次)

金牌厨柜 603180.SH

目标估值: NA-元
当前股价: 64.29 元
2017 年 06 月 22 日

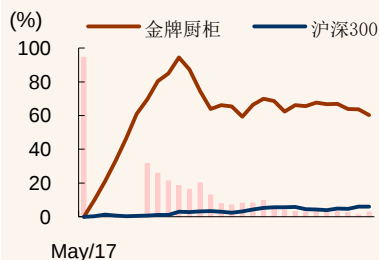
重品质造金牌厨柜，爱厨房令身享心醉

基础数据

上证综指	3147
总股本(万股)	6700
已上市流通股(万股)	1700
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	37.1
资产负债率	65.5%
主要股东	厦门市建潘集团有限公司
主要股东持股比例	43.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	136	136
相对表现	6	128	120



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

随着消费升级和整体橱柜的品牌化, 金牌将凭借优秀品质和卓越品牌力获取优势, 店效提升和渠道扩张双轮驱动, 公司前期品牌积累将逐步开花结果。预计公司 17-19 年净利润分别为 1.41、1.85、2.41 亿元, 同比增长 47%、31%、30%, 对应当前股价 PE 分别为 30、23、18 倍, 首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

- 定制橱柜行业快速增长, 渗透率不断提升: 定制橱柜行业规模不断扩大, 2010 至 2015 年产量 CAGR 达到 26.7%, 行业渗透率不断提升至 2016 年的 55%。2016 年, 定制橱柜地级市和县级市消费占比达到 21%和 33%, 随着居民消费水平提高带来的消费升级趋势, 未来龙头通过渠道下沉扩展市场空间广阔。
- 金牌增速行业冠军, 渠道扩张和店效提升双轮驱动: 公司 2014-2016 年橱柜业务收入 CAGR 达 26.2%, 连续三年收入增速位居行业首位, 2016 年收入增速更是达到 40%。公司招商政策严格, 经销商实力雄厚且行业营销经验丰富, 2016 年公司经销商端单店提货额达到 90 万元, 同比增长 32%, 公司多年来的品牌力积累逐渐反映到店效持续提升上。随着公司逐渐将部分直营转为经销, 期间费用率有望进一步下降, 2016 年销售费用率已经降至 18.3%, 相较于 2015 年下降 4.39pct, 费用端的持续降低有望给公司带来更多的盈利空间。
- 金牌厨柜定位为更专业的高端橱柜, 精益求精专注产品品质: 公司在定制橱柜行业有 18 年的积累和沉淀, 用优秀的产品品质赢得了行业内部的口碑。公司采用 E1 级环保标准板材; 产品四面一体封边, 孔槽全封堵, 有效阻止甲醛的释放; 柜体厚 18 毫米, 比欧派厚 2 毫米, 台面达到 20 毫米, 比普通台面厚 5 毫米, 铰链等五金配件与东泰、百隆合作, 全方位保障产品品质。
- 公司多年积累的优秀产品品质和卓越品牌力逐步反映到业绩上, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级: 我们看好金牌由品牌力提升带来的店效提升以及渠道下沉带来的渠道扩张, 未来随着直营转经销后公司期间费用率下行, 业绩增长有望进入加速期。预计公司 17-19 年净利润分别为 1.41、1.85、2.41 亿元, 同比增长 47%、31%、30%, 首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 橱柜消费下滑、渠道拓展效果不及预期、行业格局发生巨大变化

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	784	1099	1493	2019	2745
同比增长	14%	40%	36%	35%	36%
营业利润(百万元)	42	96	149	201	268
同比增长	2%	129%	55%	35%	33%
净利润(百万元)	47	96	141	185	241
同比增长	18%	103%	47%	31%	30%
每股收益(元)	0.95	1.92	2.11	2.76	3.60
PE	67.9	33.4	30.5	23.3	17.8
PB	16.0	11.3	9.8	7.4	5.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 整体橱柜规模快速扩张，渗透率不断攀升	5
1.1 人均收入突破临界点，可选消费进入扩张黄金期	5
1.2 整体橱柜行业规模快速增长	6
1.3 整体橱柜渗透率已达 55%	6
1.4 定制橱柜行业品牌化率较低	7
二 消费升级和渠道下沉成为橱柜行业的发展趋势	8
2.1 三源四级构建整体橱柜市场格局	8
2.2 整体橱柜欧派规模居首，金牌增速喜人	9
2.3 经销商数量和实力不断提升，渠道下沉明显	13
2.4 直营转经销，大宗现分歧，线上齐发力，境外拓市场	15
2.5 消费升级驱动橱柜消费，性价比和品牌成重点	17
2.6 全屋定制成趋势，产能及渠道扩张、信息化建设齐头并进	20
三 优秀品质和卓越品牌力推动金牌持续增长	22
3.1 专注中高端市场，产品品质和口碑造就品牌力	22
3.2 四大产品品类对应不同的客户群体	23
3.3 专注整体橱柜，深度整合厨电、五金功能部件	24
3.4 公司渠道遍及全国，直营占比较高	25
3.5 店效提升和开店扩张驱动经销渠道增长	28
3.6 随着销售收入扩大，费用率呈现下降趋势	28
四 品牌积累逐步开花结果，首次覆盖给予强烈推荐评级	30

图表目录

图 1: 2015 年我国人均 GDP 突破 8000 美元	5
图 2: 消费结构随着人均 GDP 产生深刻变革	5
图 3: 整体橱柜市场规模及同比	6

图 4: 橱柜和整体橱柜产量及占比	6
图 5: 2015 年橱柜龙头市场份额占比（按套数计算）	7
图 6: 2015 年橱柜龙头市场份额占比（按金额计算）	7
图 7: 橱柜行业厂商“四级”	9
图 8: 2016 年品牌省区分布	9
图 9: 橱柜龙头业务发展历史	9
图 10: 2016 年橱柜龙头企业销量（万套）和产能利用率	10
图 11: 橱柜龙头平均销售额（元/套）	11
图 12: 龙头历年橱柜业务毛利率	12
图 13: 龙头企业综合毛利率	13
图 14: 龙头企业净利率	13
图 15: 历年经销商加盟数量	14
图 16: 2016 年经销商数量占比	14
图 17: 2015-2016 年经销商店铺筹备面积占比（内环 2015、外环 2016）	14
图 18: 2015-2016 年经销商投资资金占比（内环 2015、外环 2016）	14
图 19: 2015 年橱柜经销商分布	15
图 20: 2016 年橱柜经销商分布	15
图 21: 2016 年整体橱柜地域消费占比	17
图 22: 整体橱柜人口消费占比	18
图 23: 不同城市级别的高装修花费消费者年龄的 Logistic 回归	18
图 24: 历年消费档次占比	19
图 25: 橱柜厨电配套购买意愿（内环 2016、外环 2015）	20
图 26: 嵌入式厨电	20
图 27: 2016 年消费者购买整体橱柜考虑因素	20
图 28: 橱柜龙头未来规划	21
图 29: 烤漆橱柜	23

图 30: 实木橱柜	23
图 31: 吸塑板橱柜.....	23
图 32: 整体板橱柜.....	23
图 33: Malio 烤箱	25
图 34: Malio 油烟机	25
图 35: 金牌橱柜专卖店分布图	26
图 36: 各橱柜龙头厂商直营店数量和直营收入贡献.....	27
图 37: 金牌橱柜历年直营门店收入及毛利率	27
图 38: 金牌橱柜直营店分布和租金水平（万元/年）	27
图 39: 历年经销店数和单店销售额	28
图 40: 历年直营店数和单店销售额	28
图 41: 2016 年公司销售费用结构	29
图 42: 2016 年公司管理费用结构	29
图 43: 金牌橱柜历年期间费用率结构	29
表 1: 橱柜行业厂商“三源”	8
表 2: 橱柜企业的整体橱柜生产方式	10
表 3: 整体橱柜行业龙头企业营收差异较大，金牌橱柜增速最快.....	11
表 4: 橱柜企业期间费用率结构.....	13
表 5: 橱柜龙头企业主营业务收入占比.....	15
表 6: 部分龙头整体橱柜专卖店均提货额	16
表 7: 欧派、金牌和皮阿诺价格对比	22
表 8: 金牌橱柜五金配件主要供应商	25
表 9: 直营转经销具体情况	28
表 10: 可比公司平均估值在 2017 年 32X.....	30
附: 财务预测表	31

一 整体橱柜规模快速扩张，渗透率不断攀升

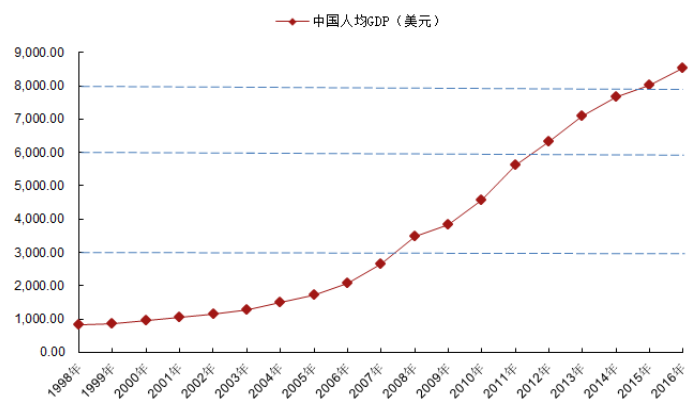
2015 年，我国人均 GDP 突破 8000 美元节点，呈现明显的可选消费增多和消费升级现象。整体橱柜作为典型的可选消费行业，2013 年至 2016 年间市场规模复合增速达 21.8%，预计 2017 年市场规模将突破千亿达到 1100 亿元。整体橱柜的渗透率不断提升，到 2016 年整体橱柜的渗透率达到 55%，整体橱柜反映了未来橱柜行业的消费趋势。整体橱柜行业品牌化率较低，欧派家居、金牌厨柜、志邦厨柜、我乐家居和皮阿诺 2015 年产量市场共占比 5.5%、销售金额共占比 8.8%，市场集中度低，行业格局非常分散。

1.1 人均收入突破临界点，可选消费进入扩张黄金期

据我们中小盘团队研究（详见《三四线城市消费升级专题系列研究——次第花开，强烈看好广义三四线城市消费升级持续性机会》报告，20170317），人均 GDP 是预测经济发展和人们消费行为的有效指标，从各国发展的历史经验看，当一国人均 GDP 达到一定水平时，居民消费行为和支出结构将发生较大的变化，随着消费需求的变化产业结构也会随之变迁，总的来说人均收入越高，娱乐等可选消费的扩张就会越快，传统产业也会迎来更多升级的消费需求。从历史经验看，令世界各国的消费结构发生改变的人均 GDP 重要节点十分接近，具体而言，3000 美元、6000 美元和 8000 美元等节点具有重要意义。我国人均 GDP 在 2008 年首次突破 3000 美元，根据国际经验 3000 美元是基本门槛，人均 GDP 跨过 3000 美元意味着一国初步解决了温饱问题，食品在消费结构中占比逐步下降，交通通信和文娱娱乐等领域的消费逐渐增多。我国人均 GDP 在 2012 年首次突破 6000 美元，6000 美元是一国国民进入中等收入阶段的标志，居民的基本生活已经被满足，基本进入了小康生活状态，文娱娱乐等可选消费的比例大幅上升。我国人均 GDP 在 2015 年首次突破 8000 美元，以国际标准人均 GDP 达到 8000 美元时一国进入经济发达阶段，可选消费和消费升级的趋势极为明显。

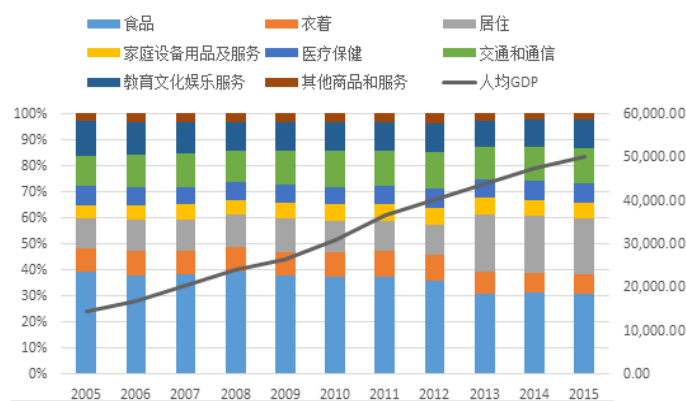
目前我国从全国范围来看，正处于人均 GDP 刚刚步入 8000 美元消费门槛的阶段。未来随着收入进一步增加，将呈现出消费升级的趋势，人们对于高端消费品的消费将大幅增加，人们对于高品质产品的消费将助力行业领先的龙头企业做大做强。

图 1：2015 年我国人均 GDP 突破 8000 美元



资料来源：世界银行，招商证券

图 2：消费结构随着人均 GDP 产生深刻变革

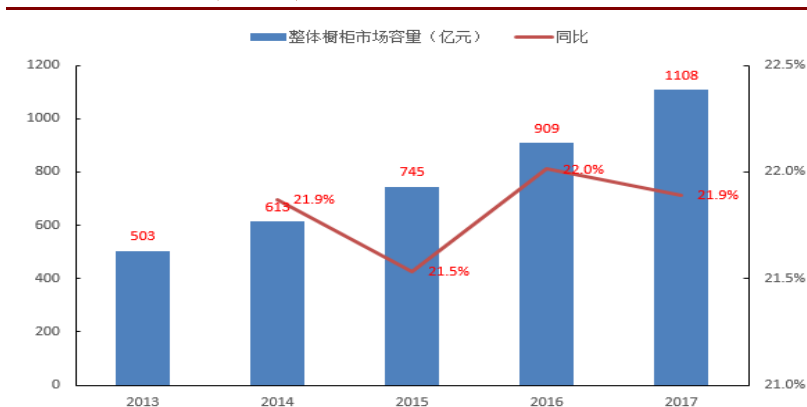


资料来源：Wind，招商证券

1.2 整体橱柜行业规模快速增长

我国的橱柜市场主要分为整体橱柜、普通橱柜两大类，整体橱柜是包含了橱柜柜体及门板、橱柜台面、厨房电器、排水配件和五金制品五位一体的组合，相较于普通橱柜而言，整体橱柜具有贴合房屋尺寸、风格统一、安全健康、个性化表达的优势，因而自 90 年代在我国推广以来，整体橱柜逐渐被认可并得以快速发展。总量上，根据前瞻研究院的整体橱柜行业市场测算显示，目前我国的整体橱柜市场处于高速发展期，2013 年-2016 年间市场规模年增速不低于 21.5%，CAGR 达 21.8%，预计 2017 年市场规模将突破千亿元达到 1108 亿元。

图 3：整体橱柜市场规模及同比

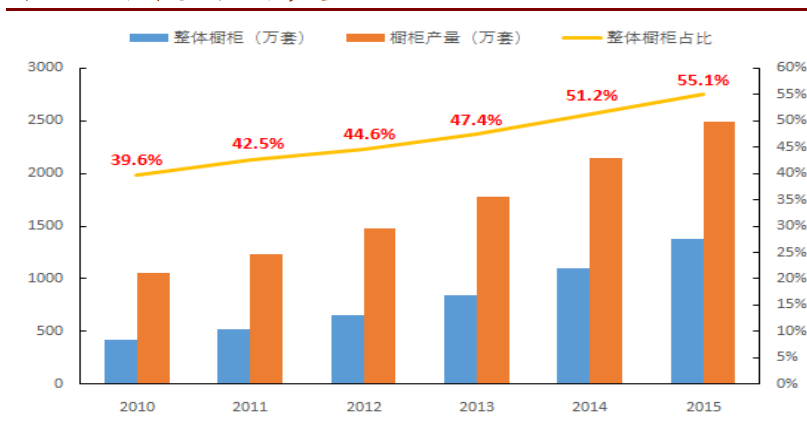


资料来源：《整体橱柜行业市场前瞻与投资规划分析报告》，招商证券

1.3 整体橱柜渗透率已达 55%

根据智研咨询的统计数据，无论是橱柜还是整体橱柜行业在近年来都有高速的扩张趋势，2010-2015 年期间橱柜产量 CAGR18.7%，整体橱柜产量 CAGR26.7%。整体橱柜在行业占比不断扩大，从 2010 年的 39.6% 迅速增长到 2015 年的 55.1%，渗透率不断提升，这反映了未来橱柜行业的消费趋势。

图 4：橱柜和整体橱柜产量及占比

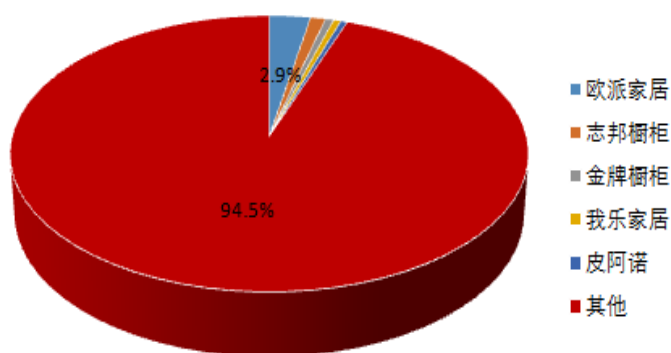


资料来源：智研咨询，招商证券

1.4 定制橱柜行业品牌化率较低

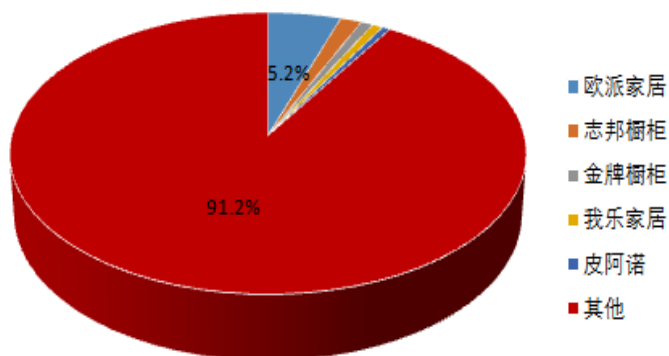
整体橱柜行业作为家具子行业,具有家具行业分散,厂商集中度低,品牌化较弱的特点。从套数口径上,2015年,行业龙头欧派、金牌、志邦、我乐、皮阿诺共生产整体橱柜约75.86万套,仅占定制橱柜总产量的5.5%,排名第一的欧派家居也仅占据了2.9%的市场份额,集中度非常低。而从销售金额口径上,2015年,欧派、金牌、志邦、我乐和皮阿诺也仅有8.8%的市场份额占比,行业第一欧派家居具有较好的品牌溢价加上销量大,因此占比5.2%,但市场占有率仍然不高。未来行业龙头将进一步发挥在生产效率、产品质量、渠道建设、售后服务等方面的优势,品牌化的趋势愈发明显,龙头企业的市场份额占比将逐步提高。

图 5: 2015 年橱柜龙头市场份额占比 (按套数计算)



资料来源: 智研咨询, 公司年报, 招商证券

图 6: 2015 年橱柜龙头市场份额占比 (按金额计算)



资料来源: 前瞻研究院, 公司年报, 招商证券

二 消费升级和渠道下沉成为橱柜行业的发展趋势

我国的整体橱柜市场厂商可以分为专业类橱柜厂商、家电类橱柜厂商和家具延伸企业三个来源和全国、区域、城市和作坊四个级别。行业格局上欧派规模最大，金牌厨柜近年来增速居首，各龙头企业毛利率趋于接近，主要是受到渠道结构、产品结构和公司政策等影响。整体橱柜行业的经销商数量和实力不断提升，渠道下沉明显。消费端 80 后逐渐成为消费主力，性价比和品牌力成为人们选购整体橱柜过程中最为重视的因素。

2.1 三源四级构建整体橱柜市场格局

我国的橱柜生产厂商按照来源可分为专业型橱柜企业、家电转型橱柜企业和家具延伸企业三个类。专业型橱柜企业最早进入橱柜市场，具有先发制人的优势，国内橱柜行业龙头的多数即是此类企业，例如欧派家居、金牌厨柜、志邦厨柜等；家电转型橱柜企业的典型代表如方太橱柜、华帝橱柜和海尔橱柜等；大家居战略热潮使得部分衣柜、全屋定制企业也涉足橱柜的生产，例如索菲亚的司米橱柜、尚品宅配等。

表 1：橱柜行业厂商“三源”

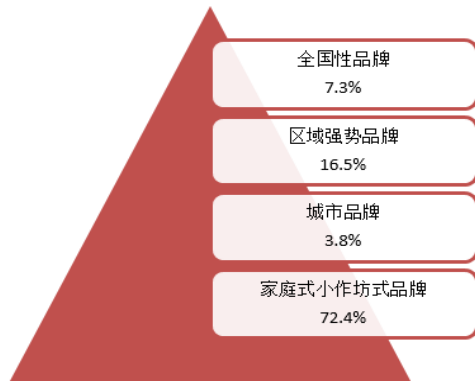
	典型代表企业		
专业型橱柜企业			
家电橱柜企业			
家具延伸企业			

资料来源：公开资料，招商证券

2016 年，根据中华橱柜网统计，目前我国境内橱柜行业约有 1068 个品牌，依据品牌实力、渠道布局、市场占有率、用户知名度等划分，一二三四级品牌分别有 78 个、176 个、41 个和 773 个，分别占比 7.3%、16.5%、3.8%和 72.4%；其中一级品牌为全国品牌，在全国范围内建设有营销网络，品牌影响力强，产品质量较好；二级品牌为区域强势品牌，深耕于区域，具有很强的品牌号召力，在区域范围内与全国性品牌展开竞争；三四级品牌为城市品牌和家庭式小作坊式品牌，品牌号召力弱，主要以低价策略销货，质量和服务较弱。我国橱柜品牌众多，但是大多数均为小品牌，竞争激烈，行业分

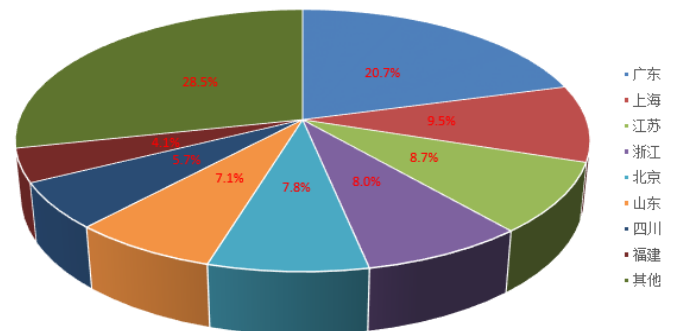
散程度较高。从地域分布看，沿海地区是我国橱柜品牌聚集地，这一方面是由于我国早期家具厂商为了出口在沿海地区有开工设厂的传统，另一方面也是由于沿海地区经济水平较内陆发达，装修需求旺盛，是品牌展开竞争的主要战场。

图 7：橱柜行业厂商“四级”



资料来源：中华橱柜网，招商证券

图 8：2016 年品牌省区分布

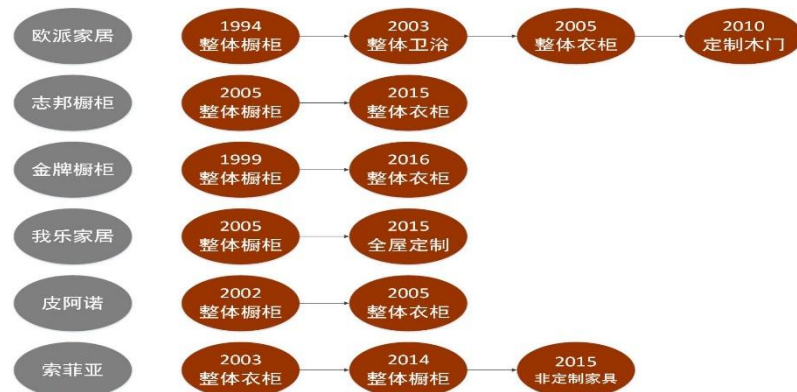


资料来源：《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.2 整体橱柜欧派规模居首，金牌增速喜人

目前，我国领先的橱柜行业龙头厂商以欧派家居、金牌厨柜、志邦厨柜等为代表，在国内致力于高中端橱柜产品，以高性价比作为营销卖点，同时兼备覆盖全国的营销网络。在区域内和高端橱柜的国外品牌例如德国柏丽橱柜以及大量的区域性品牌进行竞争，橱柜市场百舸争流，千帆竞发。

图 9：橱柜龙头业务发展历史



资料来源：公开资料，招商证券

2.2.1 龙头自产&外协相结合，生产方式相近

龙头的橱柜产品均主要包含实木、烤漆、吸塑和整体板橱柜四个类别，分别定位于不同的消费人群。在具体的生产模式上，龙头的生产模式较为接近，总体上均是以销定产、自产为主。龙头的 OEM 产品是可替代性强的标准化产品，厂商竞争充分，市场供给充足，易于批量生产和批量采购，例如五金配件、水槽龙头、厨电等。同时，由于装饰板

材成本较高，而采购素板再委托厂商压贴加工成成品板材时该类成本较为稳定，因此部分龙头也采用此方法来缩减成本。通过自产方式与外协/OEM 方式相结合，橱柜龙头可以将精力集中于生产橱柜的非标准部件和核心生产方面，从而避免了多配置产品线导致的资本浪费和经营风险。

表 2：橱柜企业的整体橱柜生产方式

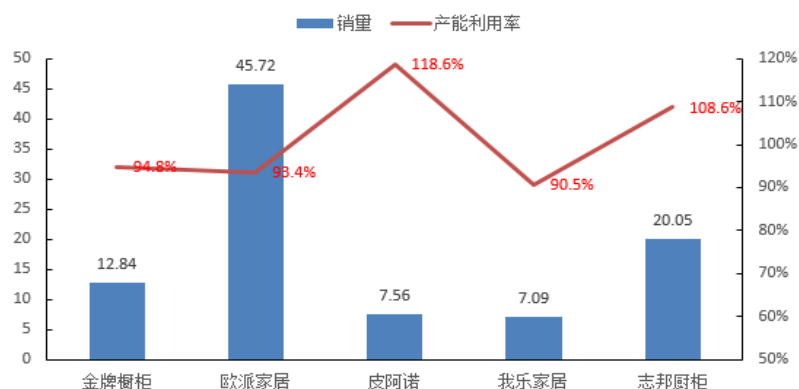
整体橱柜生产方式	欧派家居	志邦橱柜	金牌橱柜	我乐家居	皮阿诺
自产	柜体和门板	柜体、部分台面精板、部分门板	柜体和门板	柜体和门板	柜体和门板
外协/OEM	台面、厨电、五金配件、蔬菜拉篮等	厨电、五金配件、水槽龙头、部分台面精板、部分门板等	台面、厨电、五金配件、水槽龙头等；委外加工压贴板材；实木门板	外购台面、水槽龙头、五金配件、厨电等；委托加工非主要工序例如压贴工艺等	台面、厨电、五金配件、水槽龙头等；委外加工压贴板材

资料来源：各公司招股说明书，招商证券

2.2.2 品牌厂商规模差异较大，产能掣肘明显

在整体橱柜销量上，欧派家居一家独大，产能、产销量均遥遥领先，2016 年销量约 45.72 万套，志邦橱柜次之，为 20.05 万套，仅占欧派家居销量的一半不到，金牌橱柜销量 12.84 万套，位居第三，剩余两家销量较为接近，龙头厂商销量存在较大差距。从产能利用率上，五个龙头均超过 90%，其中皮阿诺和志邦橱柜产能利用率超过 100%，随着行业龙头企业销售额的大幅提升，销量已经逐渐受到产能的掣肘，近三年，除了皮阿诺没有扩产能以及我乐家居实行技改之外，其他龙头有非常快速的扩产能计划。

图 10：2016 年橱柜龙头企业销量（万套）和产能利用率



资料来源：招股说明书，招商证券

2.2.3 欧派规模居首，金牌厨柜增速喜人

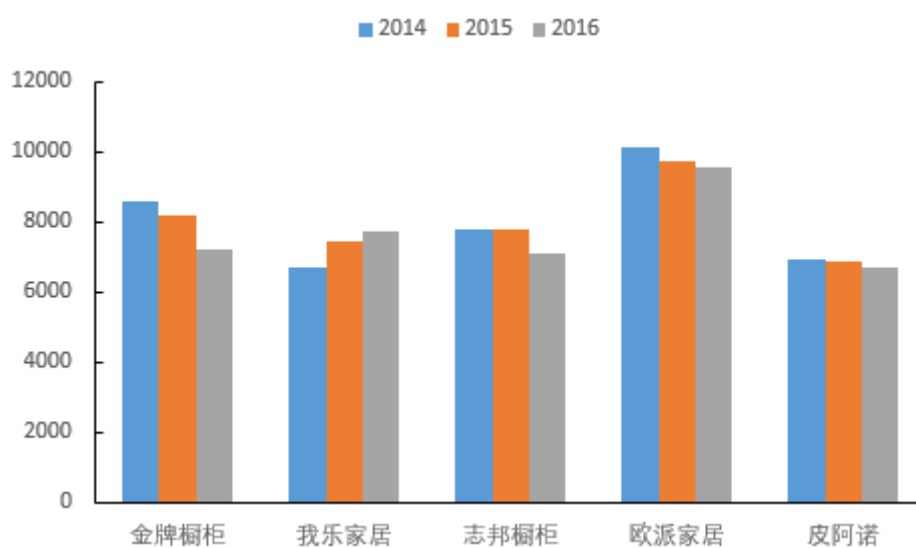
橱柜业务所带的营收上，由于欧派家居在全国营销网络最为广泛，且产能较为充足，销量规模大，因此橱柜业务营业收入总量最大，2016 年金牌厨柜的营业收入是志邦橱柜的 3 倍，是金牌厨柜的 4 倍。增速方面，2016 年龙头增速普遍在 20%以上，其中金牌厨柜在橱柜传统龙头中增速拔得头筹，2016 年高达 39.9%。近年来，由于上游原材料成本的下降以及为了贴合消费力较弱的三四线城市，各家厂商均对价格进行了下调。因此橱柜所带来的营收高增长主要得益于消费端的旺盛需求和龙头产能的有力补给带来的销量增加而不是单套产品的价格波动。

表 3：整体橱柜行业龙头企业营收差异较大，金牌厨柜增速最快

年度	橱柜收入（万元）			同比		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
金牌厨柜	67,229.83	76,562.13	107,134.13	26.3%	13.9%	39.9%
我乐家居	51,312.32	55,223.08	54,684.33	-	7.6%	-1.0%
志邦橱柜	101,877.93	112,003.43	141,891.69	7.2%	9.9%	26.7%
欧派家居	342,920.53	384,500.67	436,939.64	15.5%	12.1%	13.6%
皮阿诺	43,584.43	42,610.42	50,827.60	20.4%	-2.2%	19.3%
索菲亚	1,230.69	8,666.07	41,300.28	-	604.2%	376.6%

资料来源：招股说明书，招商证券

图 11：橱柜龙头平均销售额（元/套）



资料来源：招股说明书，招商证券

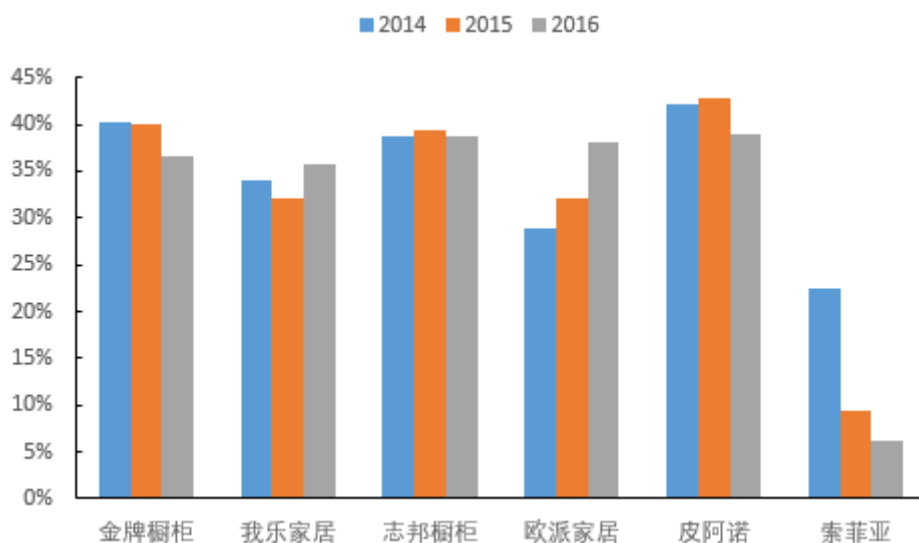
2.2.4 毛利率趋同，期间费用率呈现下降趋势

各厂商在橱柜业务的毛利率上趋于接近，生产效率内部差别不大。之所以略产生一些差异是因为各个公司的毛利率受到渠道结构、产品结构和公司政策等都会对各家厂商的橱柜毛利率产生影响。

具体体现在：第一、产品差异。皮阿诺、我乐家居等产能受限因此在销售产品结构上主推优势品种，来保证公司的利润水平目标高于规模扩张目标，从而橱柜业务的毛利率要

高于欧派家居此类产能较为充足的公司；第二、销售模式差异。由于经销毛利率和大宗毛利率均低于直营毛利率，因此直营比重低的厂商毛利率可能偏低，例如我乐家居没有针对整体橱柜的直营专卖店，欧派直营占比较低，导致其总体毛利率低于金牌；第三、厂商的激励政策差异。欧派长期坚持给经销商让利销售，以激励其开拓市场，增加营业收入，因此会降低一定程度的毛利率；第四、厂商的生产效率差异。例如我乐、志邦、欧派、皮阿诺的渠道占比较为相似的前提下，欧派的平均售价要显著要于其他厂商，相对来说龙头企业在产品的生产效率和品牌溢价上更具优势，从而能够售价更高。除了司米橱柜由于刚刚起步毛利率较低之外，总体而言，各家厂商在对于产品的生产成本控制和盈利能力上非常接近。

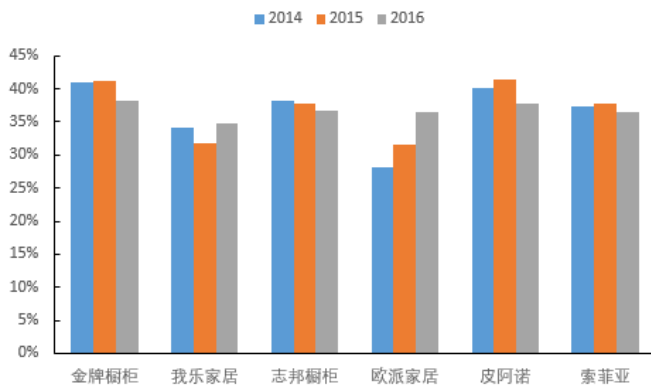
图 12：龙头历年橱柜业务毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报，招商证券

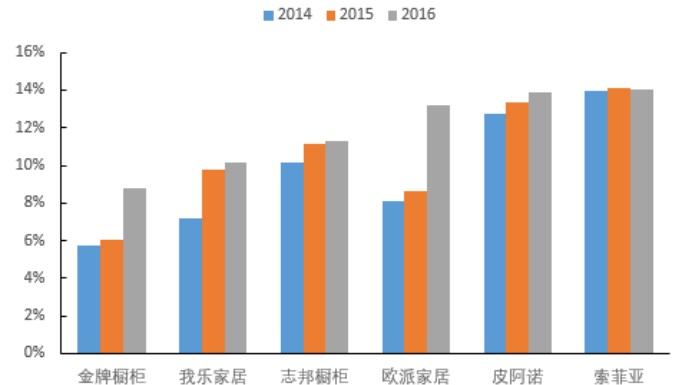
行业龙头积极布置非橱柜类定制板块，橱柜主营业务收入占比逐年下降。除了索菲亚以定制衣柜发家，欧派家居较早布局大家居战略之外，其余厂商的定制橱柜主营收入仍占比均在 80%以上，橱柜毛利率对综合毛利率影响最大。由于除了欧派之外的厂商较晚布局定制类家具延伸，业务板块刚起色毛利率较低，因此一定程度上会拉低厂商的综合毛利率。综合的说，各龙头历年综合毛利率受到产能限制、产品品类、渠道比重、自身生产效率、上游原材料等影响呈现波动变化，但是差异正在逐渐缩小。而净利率端口各龙头差异依然很大，期间费用率的差异是造成龙头净利率差异的主要因素。

图 13: 龙头企业综合毛利率



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 14: 龙头企业净利率



资料来源: 招股说明书, 招商证券

从各龙头的期间费用率来看, 拥有最庞大销售终端的欧派和索菲亚渠道充分下沉, 有着多年的市场投入和客户积累, 最容易发挥规模效应, 期间费用率低于同行; 但是大量的销售终端也会带来销售人员和管理人员的薪酬支出从而抬升期间费用率, 因此欧派家居的销售费用率和管理费用率逐年略上升。其余厂商仍处于高增扩张销售终端和扩产能过程中, 由此带来的期间费用率占比较高, 不过开始逐渐发挥规模效应, 加上多数厂商直营转经销减少了直营渠道对于租金物业和人员支出的大量消耗, 期间费用率大多开始下降。各龙头的财务费用率较为稳定, 历年保持在-1%至 1%之间。

表 4: 橱柜企业期间费用率结构

年度	销售费用率 (%)			管理费用率 (%)			财务费用率 (%)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
金牌橱柜	23.12	22.68	18.30	10.41	10.76	9.91	0.42	0.64	0.16
我乐家居	12.97	10.27	12.91	9.61	8.82	8.82	1.02	0.63	0.06
志邦橱柜	13.72	15.02	14.76	11.47	9.44	8.44	-0.17	-0.83	-1.05
欧派家居	9.73	11.87	11.44	8.45	9.45	9.15	0.29	0.00	-0.13
皮阿诺	17.76	18.38	15.10	8.03	7.46	6.85	0.16	-0.07	-0.52
索菲亚	9.58	9.64	8.56	10.75	8.60	8.92	-0.64	-0.39	-0.10

资料来源: 招股说明书, 招商证券

2.3 经销商数量和实力不断提升, 渠道下沉明显

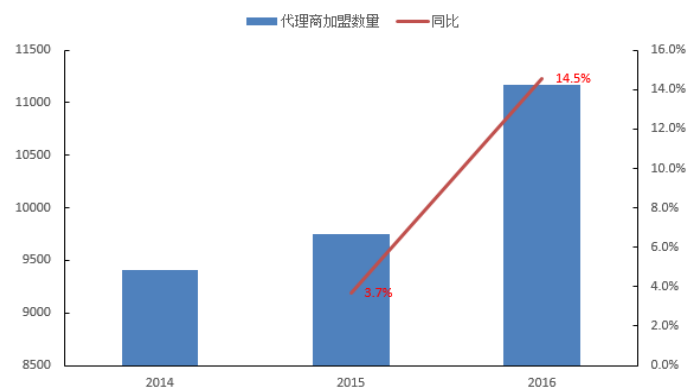
2016 年, 全国整体橱柜行业加盟商共 11167 个, 同比增长 14.5%。具体地域分布而言, 华东地区由于消费水平高、辐射效应强, 是传统代理商需求强区, 随着消费升级的趋势, 橱柜经销商在城市密集的华东、华中区域迅速发展成燎原之势。与此同时经销商的实力不断增强, 县级经销商不断增加, 渠道下沉明显。

2.3.1 经销商数量不断增加

2016 年, 全国整体橱柜行业经销商共 11167 个, 同比增长 14.5%。从 2016 年经销商数量占比分布图来看 (颜色越深表示数量占比越大), 在经济发达的华东、华中地区经销商密集分布。特别说明的是, 厂商偏好在北京、上海等特大型城市采取大经销商策略, 因此经销商数量不多。华东地区由于消费水平高、辐射效应强, 是传统代理商需求强区, 2016 年华东地区代理商共占比 29.22%。华中地区异军突起成为代理商需求第二大区域,

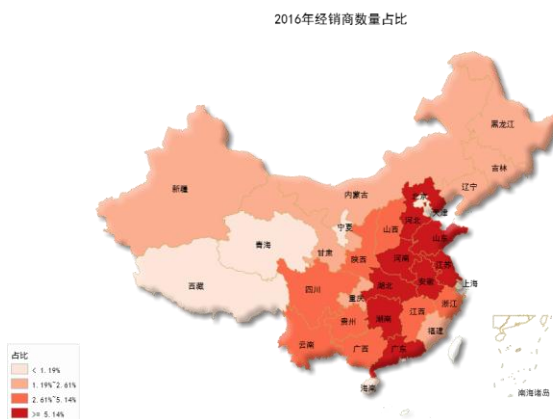
以河南省最盛，得益于近年来该地区经济增速快，装修需求旺盛有关，橱柜厂商对于该地区的招商需求相对也较大。由于我国的整体橱柜行业逐渐实现了国产替代，橱柜价格不断下降，同时迎上了我国居民消费水平不断提升，消费升级，装修需求旺盛的历史机遇，橱柜经销商在城市密集的华东、华中区域迅速发展成燎原之势。

图 15: 历年经销商加盟数量



资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

图 16: 2016 年经销商数量占比

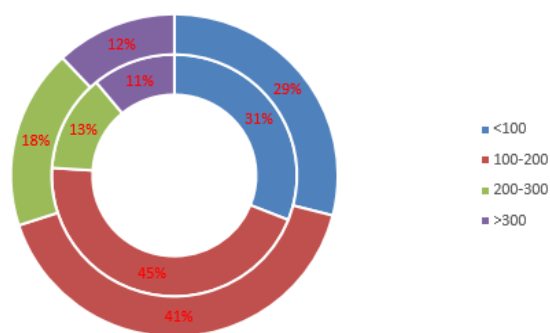


资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.3.2 经销商实力不断增长。

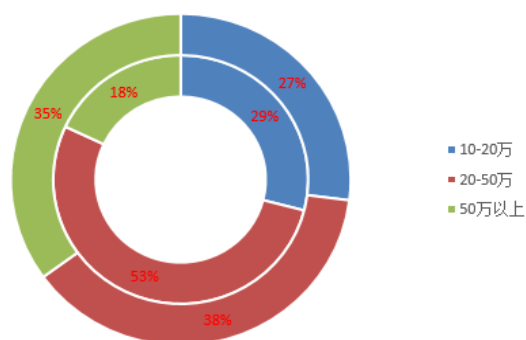
从 2015 年到 2016 年，可以看出店铺筹备面积小、投资资金少的经销商正在逐渐被厂商筛选淘汰掉选择资金雄厚、运营水平更高的经销商，橱柜经销商的资质进一步提高，朝着规模更大的方向发展。

图 17: 2015-2016 年经销商店铺筹备面积占比（内环 2015、外环 2016）



资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

图 18: 2015-2016 年经销商投资资金占比（内环 2015、外环 2016）



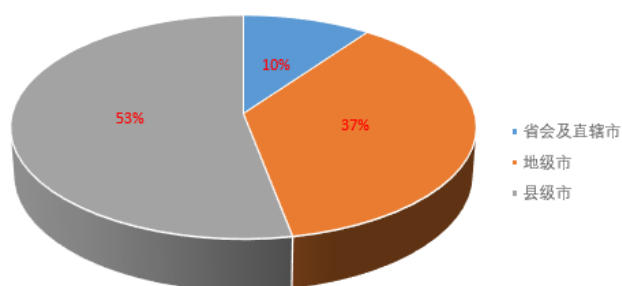
资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.3.3 渠道下沉，县级市经销商占比提升。

从分布层级上，由于消费需求最旺盛、客流量最大的超一线及一线城市部分有厂商直营而非经销商加盟，加上一线城市占全国总城市占比是少数，直营或加盟数量已经饱和，

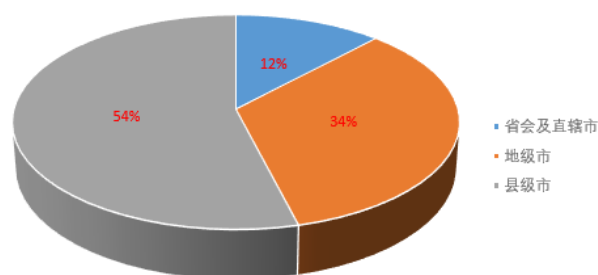
因此，经销商在省会及直辖市占比较少，且经销商在这些地区的占比变动多是由于厂商择优选择经销商合作引起的。分布于县级市的加盟商占比最高，2016 年约占到 54%，相较于去年增加了 1% 的份额。随着县级市消费者的消费水平不断提高，整体橱柜在县级市需求旺盛，经销商代理热情高涨，数量庞大，加上为了扩展销量和宣传品牌形象，厂商不断地推出优惠政策渠道下沉与这些区域的经销商进行合作与扶持，使得县级市经销商占比持续走高，未来随着厂商在全国范围内营销网络广度和深度的扩张，这一比例有望继续上升。

图 19: 2015 年橱柜经销商分布



资料来源：《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

图 20: 2016 年橱柜经销商分布



资料来源：《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.4 直营转经销，大宗现分歧，线上齐发力，境外拓市场

我国的大型橱柜生产厂商采用的渠道主要有经销商渠道、直营、大宗客户、境外四种销售方式，且均是经销为主、直营和大宗为辅的渠道铺设策略，其中包含了 O2O 方式给经销和直营带来的引流作用。从静态角度看，欧派家居、皮阿诺和我乐家居三家厂商的经销渠道收入占比较高，欧派家居主要是因为营销网络规模最大，经销商多带来的营收多因此占比高，而我乐家居则是由于公司基本不直营，只是在 2016 年刚刚开设了两家直营店以用于定制家具的线下体验宣传。

表 5: 橱柜龙头企业主营业务收入占比

	经销			直营			大宗			境外		
年度	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
金牌厨柜	54.4%	61.1%	64.0%	37.9%	32.8%	27.2%	7.7%	5.8%	6.8%	-	0.3%	2.1%
我乐家居	83.9%	86.6%	87.8%	-	-	3.2%	16.1%	13.4%	9.0%	-	-	0.1%
志邦厨柜	75.1%	76.7%	71.6%	9.3%	8.4%	8.5%	15.4%	13.2%	16.4%	0.2%	1.7%	3.5%
欧派家居	85.2%	84.7%	85.5%	3.7%	3.5%	3.4%	7.9%	8.4%	8.2%	3.1%	3.4%	3.0%
皮阿诺	80.5%	81.4%	82.5%	10.8%	10.2%	5.1%	8.8%	8.4%	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：各公司招股说明书，招商证券

2.4.1 龙头企业经销商店效率不断提高

欧派在整体橱柜方面拥有最庞大的经销商网络体系，2016 年共拥有经销商专卖店 4710 家，其中整体橱柜经销专卖店达到 2088 家，志邦橱柜、金牌厨柜和司米橱柜年均增加 100 家整体橱柜经销专卖店，终端快速扩张，同时经销效率逐年提高。（由于数据不可得性，我乐家居经销渠道收入包含橱柜和衣柜经销收入）从近三年整体橱柜经销商创收

和数量变动来看，龙头的经销商渠道收入不断增长，专卖店数目由于渠道下沉也随之增加。受到龙头筛选掉业绩不达标经销商选择并转而给更有实力的经销商运营的积极影响，店均提货额均呈现逐年优化的良好形势。其中欧派家居的经销专卖店店均提货额遥遥领先，高出志邦 78%，志邦和金牌差异逐渐接近，皮阿诺次之。

表 6：部分龙头整体橱柜专卖店均提货额

		2014	2015	2016
欧派家居	整体橱柜经销渠道收入（万元）	281,273.37	309,427.47	342,397.82
	整体橱柜经销专卖店数量	1897	2010	2088
	店均提货额（万元）	148	154	164
金牌厨柜	整体橱柜经销渠道收入（万元）	36581.66	46777.46	68538.36
	整体橱柜经销专卖店数量	567	689	764
	店均提货额（万元）	65	68	90
志邦厨柜	整体橱柜经销渠道收入（万元）	76514.64	86526.30	102147.17
	整体橱柜经销专卖店数量	981	1007	1112
	店均提货额（万元）	78	86	92
我乐家居	经销渠道收入（万元）	43670.64	50120.9	59338.19
	经销专卖店数量	760	787	731
	店均提货额（万元）	57	64	81
皮阿诺	整体橱柜经销渠道收入（万元）	34270.02	33973.43	40551.86
	整体橱柜经销专卖店数量	587	618	658
	店均提货额（万元）	58	55	62

资料来源：各公司招股说明书，招商证券

2.4.2 龙头渠道布局策略

直营转经销。部分经销商考虑到在直营店经营一段时间后已经对该区域及周边地区积累了很强的宣传作用，且长期把持部分消费力强的区域不利于激励经销商，加上直营店需要营销、管理等方面的投入大，毛利率虽然高但是却不一定足够覆盖费用，利润可能反而低于经销，因此欧派家居、志邦橱柜、金牌厨柜和皮阿诺相继转进行了部分直营店转为经销的方式。2014 年-2016 年间，这些厂商的直营收入贡献逐渐降低。而我乐家居则“逆势而动”，开始大力发展直营渠道。这主要是因为我乐家居进行了向定制家具延伸战略，需要通过直营业务来加深客户体验，打响品牌知名度，宣传公司的定制家具产品，所以公司于 2016 年正式开设了直营渠道，未来还计划陆续开始一些直营店来宣传公司的全屋定制产品。

大宗现分歧。通过与大宗客户尤其是精装修房地产商合作，一方面，可以抢夺回由于精装修而被挤压的定制家具市场迅速扩大销量，给公司带来营收和利润；另一方面，由于部分大宗客户资信状况不稳定，厂商容易受到回款期长的拖累，加上若产能受限情况下厂商更偏好于供应产品与毛利率更高的零售端口。因此，在大宗业务后入的志邦橱柜、金牌厨柜和皮阿诺更偏好于大宗能够拓宽市场渠道的积极部分，并有未来持续发展大宗业务的计划；而我乐家居于 2012 年进入大宗业务后，由于受到产能、大宗资信的双重限制，开始逐渐缩减大宗客户合作规模，只保持与少量优质的大宗客户合作。

境外拓市场，线上齐发力。近年来，为了扩大销量，各家厂商开始尝试走出去的战略，境外收入占比不断提高。龙头厂商亦步亦趋于 2015 年和 2016 年间成立了专门的外贸负责部门，积极参加国内外展会以拓宽海外市场。同时，由于线上渠道具有很好的引流作用，且宣传成本低，贴合年轻人消费习惯，各家龙头均开始在线上渠道上发力。例如

金牌厨柜，借助天猫京东等第三方平台和自建的“G1999 电子商务平台”结合以发展电子商务。

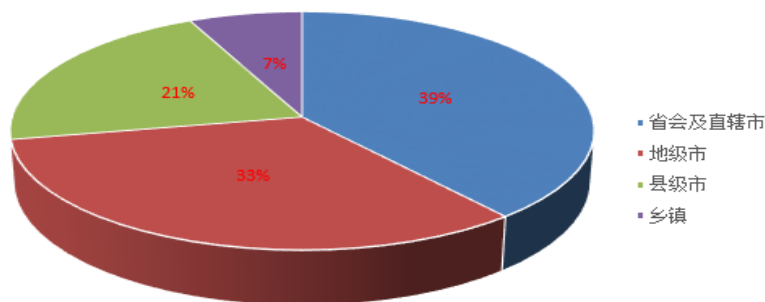
2.5 消费升级驱动橱柜消费，性价比和品牌成重点

一线城市由于收入水平高、消费需求旺盛、整体橱柜普及度高，是我国整体橱柜行业最主要的地域消费市场，城镇化的推进、一二线城市与三四线城市之间的人口流动给经济发达的地级市和县级市带来了新的整体橱柜消费人口，而生活水平的提高也促进了该地区消费者的消费能力和消费升级，加上整体橱柜品牌不断渠道下沉在这些地区开展市场争夺，地级市和县级市的消费占比也开始抬升。80 后逐渐成为消费主力，性价比和品牌力成为人们选购整体橱柜过程中最为重视的因素。

2.5.1 一二线城市是消费主力军，渠道下沉三四线城市占比提升

一线城市由于收入水平高、消费需求旺盛、整体橱柜普及度高，是我国整体橱柜行业最主要的地域消费市场，2016 年，省会及直辖市消费占比 39%。同时，城镇化的推进和一二线城市与三四线城市之间的人口流动给经济发达的地级市和县级市带来了新的整体橱柜消费人口，而生活水平的提高也促进了该地区消费者的消费能力和消费升级，加上整体橱柜品牌不断渠道下沉在这些地区开展市场争夺，地级市和县级市的消费占比也开始抬升，2016 年，地级市和县级市分别贡献了 33%和 21%的消费。

图 21: 2016 年整体橱柜地域消费占比

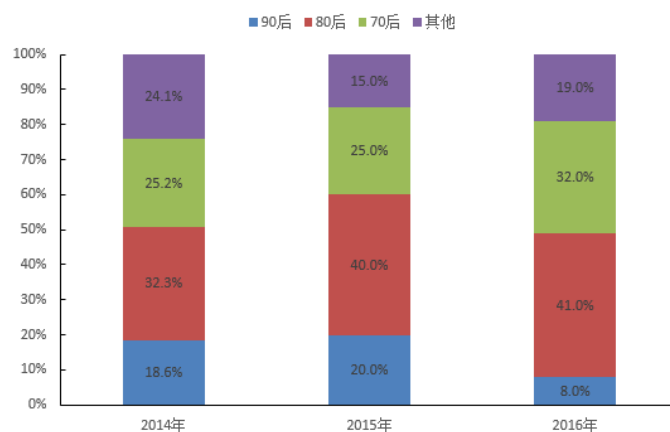


资料来源：《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.5.2 近三年 80 后是占比最高的消费群体

80 后已经具备了一定的经济基础，接受整体橱柜新消费观念程度高，个性化表达需求较强；同时 80 后正属于适婚人群，对于新房购置有着旺盛的需求，从而拉动了对于装修方面整体橱柜的需求。90 后年轻人群虽然对于整体橱柜等高档消费事物具有更高的消费需求和消费观念，但是由于大部分人口尚没有经济基础和装修需求，所以出于接棒状态。70 后具有更高的消费能力，且阅历丰富、品味更高，加上该年龄段正处于房屋翻新的阶段，是第二大消费群体。

图 22: 整体橱柜人口消费占比

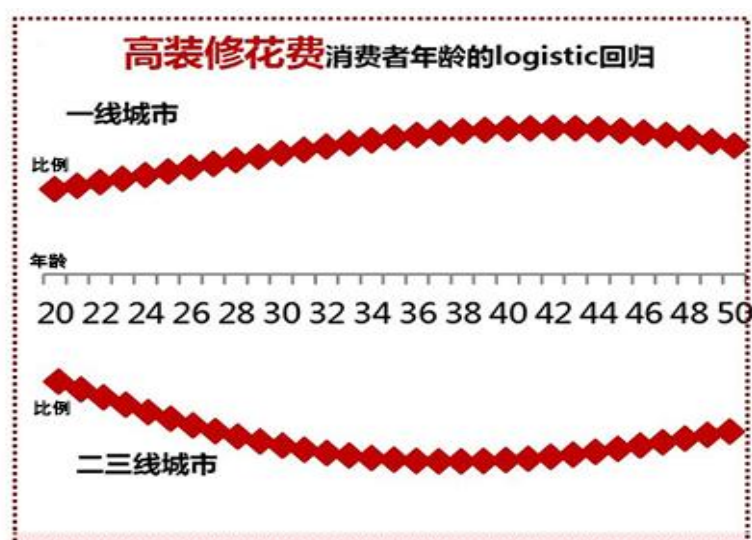


资料来源：《2016 年中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.5.3 一线中年消费者不差钱，二三线年轻消费者敢花钱

地域和人口消费结构细分来看，根据中装协厨卫会发布的《大数据下的厨卫消费行为趋势研究报告》中指出，不同地域和年龄段的消费人群具有明显的区别。在一线城市，35 岁以上的中年人在厨卫方面“不差钱”装修支出最高，年轻消费者则倾向于中档装修；二三线城市 35 岁以下的年轻消费者“敢花钱”反而装修支出最高，中年人反而倾向于中档装修。户型上，一线城市小户型倾向高档装修，而二三线城市小户型喜好中档装修。“好马配好鞍”，整体橱柜作为较高水平装修配置，在一线城市中年和二三线城市青年群体中更具市场。

图 23: 不同城市级别的高装修花费消费者年龄的 Logistic 回归

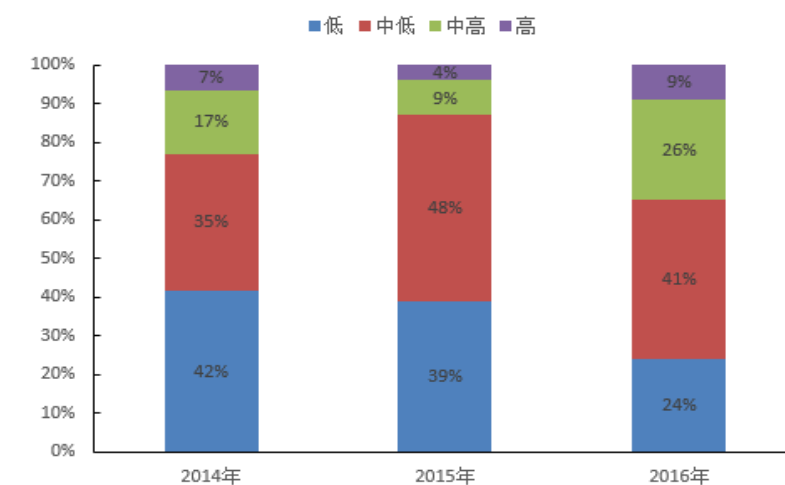


资料来源：《厨卫消费行为趋势大数据报告》，招商证券

2.5.4 中低端产品消费为主，朝中高档位移

从 2014 年到 2016 年的消费档次结构变化中，可以看出我国的低端整体橱柜正在逐步失去市场让位于中高档市场，极高档层次的产品占比比较稳定。一方面，随着人们消费水平的提高和消费观念的变迁，消费者会为了产品质量和体验等更愿意花钱更好的产品，另一方面，渠道的下沉扩展了中档消费群体的规模，导致整体橱柜的意愿购买价格正在朝着中高档层次偏移。2016 年，我国消费者在整体橱柜意愿消费 7000 元以下、7000-15000 元、15000-30000、30000 元以上分别占比 24%、41%、26%和 9%。

图 24：历年消费档次占比

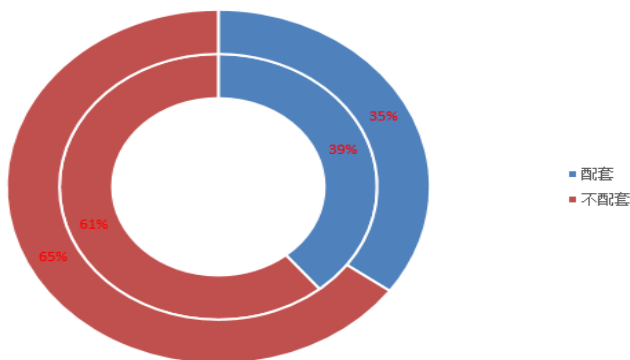


资料来源：《中国橱柜行业白皮书》，招商证券

2.5.5 橱柜厨电一体化成为发展趋势

2016 年，消费者橱柜厨电配套购买意愿达到 39%，相较于 2015 年增加了 4pct。由于我国城市化的不断推进和一二线城市对于劳动力的吸引，整体橱柜消费群体大多以小户型为主，而嵌入式厨电具有良好的空间节约型和风格统一性，因此在厨电领域快速发展起来。以嵌入式碗柜为例，2016 年“双十一”活动中，嵌入式碗柜日销售占到了所有碗柜的 40%-50%，加上国家对于厨电企业生产嵌入式厨电的补贴政策，推动橱柜厨电一体化。同时消费者对于厨电配套消费观念的变迁将有利于橱柜企业通过增加厨电配套销售从而增大营收。

图 25: 橱柜厨电配套购买意愿 (内环 2016、外环 2015) 图 26: 嵌入式厨电



资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》, 招商证券

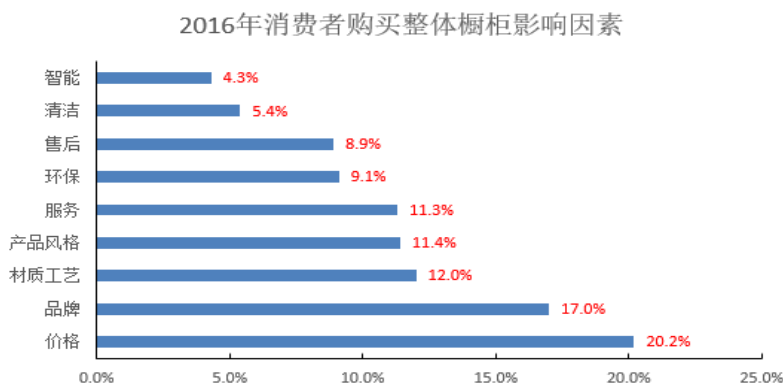


资料来源: 公开资料, 招商证券

2.5.6 品牌力和性价比成为消费者选购橱柜的核心考虑因素

在影响消费者购买整体橱柜的因素中，**价格、品牌和质量**是三个主要影响因素，我国消费者是非常重视性价比的。专注于国内中高档橱柜的龙头企业优势即在于，相较于国外高端品牌和国内中低端品牌，龙头企业能够提供最高的性价比。同时消费者的品牌意识也不断树立，利好龙头。由于行业龙头发展时间长、产品质量和服务更完备，品牌影响力更大，在消费者购买意愿中已经产生了“先发制人”的优势，而市场上的后入者或者品牌影响力小的企业将会进一步失去市场，未来龙头的市场份额不断提高。

图 27: 2016 年消费者购买整体橱柜考虑因素



资料来源:《2016 年中国橱柜行业白皮书》, 招商证券

2.6 全屋定制成趋势，产能及渠道扩张、信息化建设齐头并进

如前文所述，目前，我国的橱柜企业主要是“三源”——本身发家是橱柜行业、家电延伸和家具延伸三种形式。行业龙头仍是以本源即是橱柜企业占据，具有先发制人的优势。由于定制衣柜和定制橱柜在生产工艺和所需原材料等方面相近，且定制橱柜生产相较复杂，对于柔性化生产能力要求更高，加上衣柜市场是蓝海，市场增速高于橱柜行业，因此龙头橱柜企业均以定制衣柜作为大家居战略的第一步，欧派延伸最早，因此已经拥有

了较为成熟的卫浴、衣柜、木门业务。皮阿诺和我乐家居在其早期发展中便伴随有少量的定制衣柜业务，我乐家居快人一步地向全屋定制市场进军，其余龙头厂商正处于定制衣柜的新开发磨合期，以全屋定制的大家居战略作为最终目标。而索菲亚则是背倚传统定制衣柜所积累下来的终端市场资源，在定制橱柜上迅速打开了市场。

图 28：橱柜龙头未来规划



资料来源：公司公告，招商证券

根据公司年报和招股说明书披露，在未来的战略规划上，主要分为三个方面。第一、扩产能，橱柜企业集中上市筹集资金用于定制橱柜和定制衣柜的产能扩建，多数厂商重点辐射北方地区以减少运输成本，提高北方地区供货速度。第二、营销网络持续发力。广度上，多数厂商持续拓宽大宗客户和境外客户的收入，例如志邦、金牌；深度上，不断下沉渠道，以橱柜带动衣柜，依靠原有市场资源迅速开设大量新业务门店，例如我乐家居计划到 2019 年总经销终端超过 1000 家，全屋定制门店 500 家；金牌厨柜继续加强橱柜业务在二三线城市的渗透，扩大城乡营销网络；欧派家居申请“欧铂丽”品牌，专门定位年轻消费群体，预计未来三年新开 1200 家专卖店，形成欧派和欧铂丽结合对于中高端消费市场的全覆盖；索菲亚鼓励继续加密在一二线城市的销售网点，鼓励“多开店、开小店”，实施县级经销商招募计划，下沉到四五线城市。第三、优化信息系统，以适应生产销售的节奏。主要是对于上游供应链采购系统的优化、各项业务的现有信息系统进行升级改造以及对于终端客户关系管理系统的整合和控制。

三 优秀品质和卓越品牌力推动金牌持续增长

自 1999 年成立以来，金牌厨柜在定制橱柜领域已经深耕 18 年，积累了大量的橱柜制作经验和服务运营能力。公司专注于中高端市场，产品精雕细琢，与普通品牌在各个方面都拉开差距。金牌厨柜的直营店主要分布在一二线城市，加盟店分布在三四线城市。2016 年 12 月 31 日，公司在全国共拥有终端营销网络 806 家，其中直营店 42 家，经销商专卖店 764 家。通过店效的提升和门店的扩张，公司的产品品质和口碑造就品牌力，成为公司业绩持续增长的源动力。

3.1 专注中高端市场，产品品质和口碑造就品牌力

金牌厨柜专注于中高端市场，产品精雕细琢，与普通品牌在各个方面都拉开差距。金牌厨柜在环保型、耐用性、安全性和防潮性上都有着不可比拟的优势，在设计和售后服务上也比较完备。环保上，金牌厨柜采用 E1 级环保标准板材，环保等级优于国标；安全上，产品四面一体封边，孔槽全封堵，有效阻止甲醛的释放；耐用性上，柜体厚 18 毫米，比欧派家具的柜体厚两毫米，台面达到 20 毫米，比普通台面厚 5 毫米，铰链等五金配件均是国内外龙头供货，耐用性有保证；防潮方面，吊柜柜体采用实木颗粒板，能够比普通的橡木颗粒板防潮性能更好等。除了产品本身的优势外，公司在设计上拥有 2000 多名庞大的设计师团队，数十万个原创户型设计来满足不同消费者的个性化需求；售后上，每隔半年主动帮助客户保养橱柜，售后服务网上好评优于其他产品。

从产品风格来看，三家龙头的产品风格具有相似性，均囊括了欧式、古典和现代三种典型风格。各个厂商对于不同种类橱柜的定价策略有所不同。实木类和烤漆类消费者购买能力强，欧派家具有着最高的产品定价，由于烤漆类上面皮阿诺相对其他厂商具有明显的价格优势，反而烤漆类是公司主要第二大来源。在吸塑类上，各家的竞价较为接近。为了争夺价格最为敏感的人造板消费市场，皮阿诺报价最低、欧派其次。

表 7：欧派、金牌和皮阿诺价格对比

	欧派	金牌	皮阿诺
产品品类	实木橱柜、烤漆橱柜、吸塑橱柜、人造板橱柜		
产品风格	实用主义、欧式风、中式风和现代风	欧式风、古典风、现代风	现代风、简欧风、豪华欧式
2016 年主要产品销售品种	-	人造板>吸塑>烤漆>实木	人造板>烤漆>吸塑>实木
2016 年直营模式下平均单价（万元/套）			
实木类	5-8	3.66	2.01
烤漆类	2-3	2.07	1.21
吸塑类	0.9-1.7	1.39	1.32
人造板类	0.88	0.97	0.78

资料来源：招股说明书，公司官网，招商证券

3.2 四大产品品类对应不同的客户群体

金牌厨柜主打烤漆、实木、吸塑和整体板四大品类，并以现代风、古典风、简欧风三大风格来装饰橱柜品类，分别迎合不同材质偏好、消费水平中高端的人群。烤漆橱柜主打现代风，线条流畅简洁，设计注重品味、强调生活的舒适温馨又落落大方，迎合了新兴起的雅致主义，干净易打理、时尚感强；实木橱柜重在古典风尚，厚重内敛，静水流深，低调奢华，无处不透露着户主的高端生活品味，自然环保、高贵典雅；吸塑橱柜欧式风格为主，花色多样，造型丰富，仿佛让消费者置身于古希腊爱琴海的阳光下，浪漫典雅；整体板橱柜现代感浓烈，造型简洁大方，同时具有耐刮画的高度实用性。实木、烤漆、吸塑和整体板橱柜分别对应了高中端消费群体，其中吸塑和整体板橱柜重在冲击三四线年轻消费者和网购群体。

图 29：烤漆橱柜



资料来源：公司官网，招商证券

图 30：实木橱柜



资料来源：公司官网，招商证券

图 31：吸塑板橱柜



资料来源：公司官网，招商证券

图 32：整体板橱柜



资料来源：公司官网，招商证券

3.3 专注整体橱柜，深度整合厨电、五金功能部件

金牌厨柜长期深耕于定制橱柜领域，积累了大量的橱柜制作经验和服务运营能力。公司的柜体和门板自主生产，台面、厨电和五金件采用外协的方式生产，深度整合全厨房产业链。

3.3.1 自主生产整体橱柜

自 1999 年成立以来，金牌厨柜在定制橱柜领域已经深耕 18 年，积累了大量的橱柜制作经验和服务运营能力。公司自主生产基地位于厦门市同安区和江苏泗阳市，共计产能 13.5 万套。公司拟通过 IPO 筹资继续在江苏金牌（13 万套产能新建）和厦门同安（6 万套产能新建）进行整体橱柜产能的扩建，预计将在未来再新增 19 万套的产能。为洞悉国际最新流行趋势，在设计风格上与时俱进，公司在意大利米兰专门成立了子公司，对公司的产品风格进行及时地更新调整。生产方式上，采取自主生产为主，外协加工为辅的模式。公司自主生产柜体和门板这两类核心橱柜组件，也是公司与同行业集中竞争的着力点。公司将柜体和门板通过 ERP 系统拆分成标准件和非标准件，标准件适当提前生产，非标准件采用合并订单模式进行统一生产，柔性化生产能力高。

公司的柜体和门板的主要原材料是中纤板和刨花板两种板材，一般公司会采购板材素板，再委托其他厂商进行压贴加工。近三年板材在公司原材料的采购比重中占比稳定，约 23%-25% 左右。近三年来，受益于上游大宗货物价格的不断下降，板材中的中纤板和刨花板价格也逐年下降，公司的生产成本有所降低。考虑到金牌厨柜下游客户部分偏好实木橱柜，在公司国内零售中稳定占比约 20%，定位高端，公司对于实木门板主要采取采购方式，分为进口实木门板和境内实木门板两种采购源，来满足对于不同实木定位的消费群体需求。由于进口实木门板需要较长的交货期，因此公司往往储存有进口实木门板，此类门板在公司近三年的采购金额中占比 4%-7%。

3.3.2 整合台面、厨电和五金件，实现整体厨房

公司外协加工主要是台面和厨电。台面方面，有专门的台面业务部负责台面毛板的采购以及对台面加工厂的管理。目前公司台面的主要外协合作企业有四个——泗阳石在建材、高安鑫银贸易、厦门军诺美工贸和沈阳德川石材有限公司，其中高安鑫银贸易和厦门军诺美工贸两家与公司有多年合作关系。公司的台面加工商分别分布于华东、东南和东北三大区域，邻近华中、华北，由台面加工商直接将台面发货给经销商，以减少物流成本和提高发货速度。

厨电上与意大利著名高端嵌入式厨电品牌米格（MIG S.R.L）进行合作，自创品牌“玛尼欧”，将厨电外协厂商的厨电产品贴牌出售。为了更好地和金牌厨柜配套，公司成立了专门的厨电设计和技术团队，以方便将金牌厨柜的设计元素与厨电产品有机统一。公司在厨电上的主要外协厂为浙江莫尼厨具有限公司，负责根据公司的要求进行厨电的生产。浙江莫尼厨具成立于 2000 年，是一家总投资 1200 万美元的中外合资企业，占地六万平米，拥有多条世界上最宽的欧式厨具总装线，是世界上多家国际品牌 OEM 生产基地，例如昆山樱花、瑞典伊莱克斯和日本三洋。除此之外，公司与宁波万茂和宁波欧燕公司也有采购厨电合同，这两家公司同样也是国内外厨电 ODM、OEM 生产商，宁波

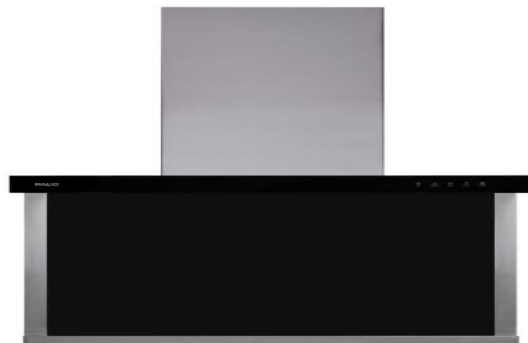
万茂侧重于生产灶具、消毒柜等，而宁波欧燕侧重于烤箱。2016 年，公司在厨电方面实现营收 0.97 亿元，占比 10.28%，同比增长 25.31%，毛利率高达 44.32%。

图 33: Malio 烤箱



资料来源：公司官网，招商证券

图 34: Malio 油烟机



资料来源：公司官网，招商证券

除此以外，公司还主要采购五金配件等标准化橱柜配套产品。公司五金配件中的抽屉、拉篮等供应商均是国内外五金行业佼佼者，产销量在亚洲甚至是全球范围内都有很大的份额。供应商资质优良，确保了公司中高端整体橱柜配件的质量和交货速度。而公司通过对五金供应渠道的集中化整合，单位成本下降明显，2016 年龙头和抽屉的采购单价分别同比下降 7.98%和 10.14%。

表 8: 金牌厨柜五金配件主要供应商

五金配件主要合	主要采购内容	公司简介
东泰 DTC	抽屉、铰链	于 1991 年创办，是一家集研发与制造于一体的现代化集团企业。经过二十多年的积累，东泰五金构建了一个强大的自动化生产体系，公司现有四个厂区，其生产面积达 50 多万平方米。目前，东泰五金是亚洲最大的家居五金部件生产商和销售商，产品出口 100 多个国家和地区。
百隆 Blum	抽屉	百隆公司总部位于奥地利，是世界顶级的家具五金配件生产商，目前在全球范围内拥有 20 多家全资子公司和 4500 多名员工。百隆中国成立于 2003 年，目前在中国的主要客户为国内顶级橱柜生产商，每年有超过 50 万的家庭使用百隆五金的产品和享受其提供的相应完善的服务。
佛山悍高五金	拉篮、水槽	悍高集团创业于 1989 年，是一家以家居建材制造、销售为主的综合性企业集团。现有三大生产基地共 20 万平方米，是目前亚洲最大的功能五金研发与制造商连续五年中国销售及市场占有率第一。

资料来源：招股说明书，公开资料，招商证券

3.4 公司渠道遍及全国，直营占比较高

公司在全国范围内的核心城市多布局直营店，整体橱柜直营店数目位居龙头之冠。在直营店的广告作用展示无疑之后，公司同其他行业龙头一样开始将缩减直营店数目以销售费用和管理费用的支出，从而提高盈利能力。

3.4.1 渠道遍及全国，未来渠道下沉空间大

金牌厨柜的直营店主要分布在一二线城市，加盟店分布在三四线城市。2016 年 12 月 31 日，公司在全国共拥有终端营销网络 806 家，其中直营店 42 家，经销商专卖店 764 家。从地域分布上来看，公司的经销商集中于华东和华中消费能力旺盛两个区域，这也是公司营收的最主要两大来源区域。公司销售终端不及霸主欧派的一半，公司计划未来持续在二三线城市渗透。

图 35：金牌厨柜专卖店分布图

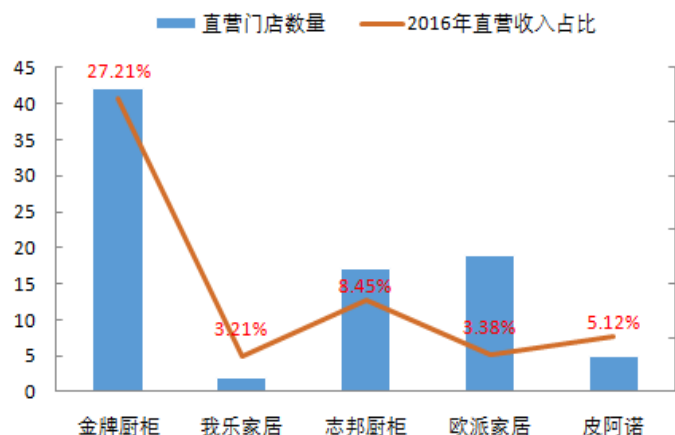


资料来源：招股说明书，招商证券

3.4.2 渠道差异：在核心城市布局直营店

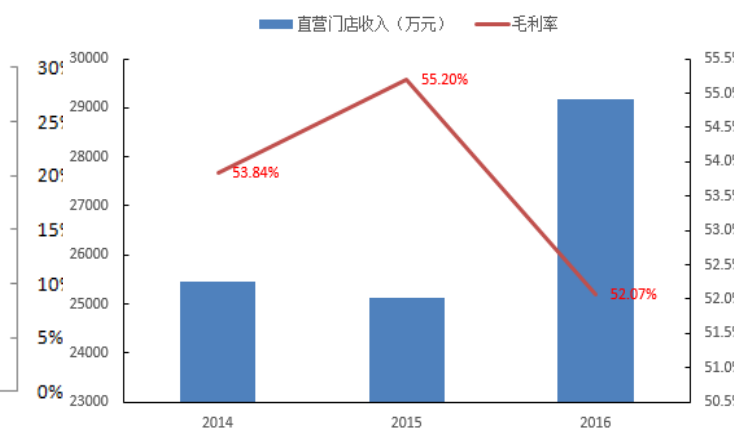
公司在龙头厂商中拥有最庞大的直营店铺数量，全国共计 42 家直营门店，且直营收入占比最高，达到 27.21%。（其他厂商均含有其他业务的直营店门店，金牌厨柜全部为整体橱柜直营店门店）2014-2016 年期间，公司的直营渠道对于公司收入贡献 CAGR 达到 7.1%，2016 年创收 2.92 亿元人民币。直营门店的毛利率上，近三年毛利率不低于 52%，由于 2016 年增加了毛利率较低的吸塑和人造板橱柜销量以扩大消费群体，公司的毛利率有所下降。

图 36：各橱柜龙头厂商直营店数量和直收入贡献



资料来源：招股说明书，招商证券

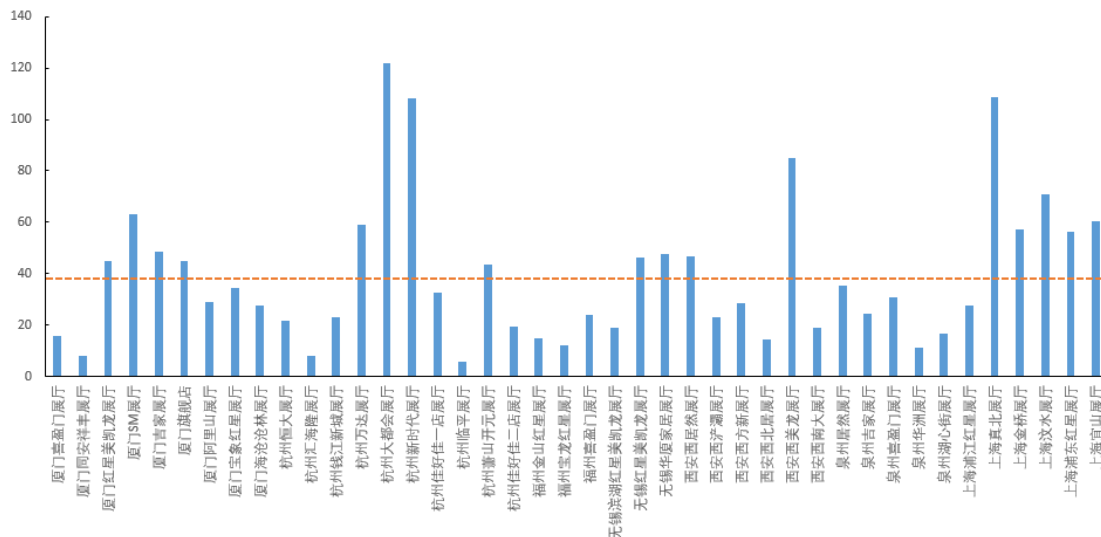
图 37：金牌厨柜历年直营门店收入及毛利率



资料来源：招股说明书，招商证券

直营店门店主要位于各区域的中心城市，具有较大的客流量和辐射效应。公司在一二线城市直营店的开店面积较为接近，直营店平均面积在 318.19 平方米，租金方面上海和杭州租金平均水平高，分别为 63.55 万元/年和 44.35 万/年，在全国范围内租金平均水平为 39.06 万元/年。

图 38：金牌厨柜直营店分布和租金水平（万元/年）



资料来源：招股说明书，招商证券

3.4.3 直营转经销提升盈利能力

对于公司而言，直营店的作用是快速树立品牌形象，强化顾客线下体验。由于公司在一些地区的直营店已经建立了较长时间，起到了预期的目的。同时，直营店需要大量的租金和人员等销售、管理费用上的投入，虽然毛利率较经销商高但是最终的盈利效率不一

定高于经销商。近三年来,公司也开始将部分直营门店转换为经销商门店,同时也在一些新的发达城市开设直营店以提高公司在该地区的品牌认可度。2014-2016 年间,公司在区域西安、厦门、杭州和福州、上海布局直营店共 18 家门店,关闭了 6 家经营效率低的直营店,并将北京、深圳、南京、苏州四个发达城市共 23 个直营店转为经销模式,转让之后,公司的营业收入有所下降,但是不会对盈利能力产生重大改变。经过调整后,公司的直营店数量近三年逐渐下降,分别为 61、52、42 家,平均每年净减少 10 家直营店。

表 9: 直营转经销具体情况

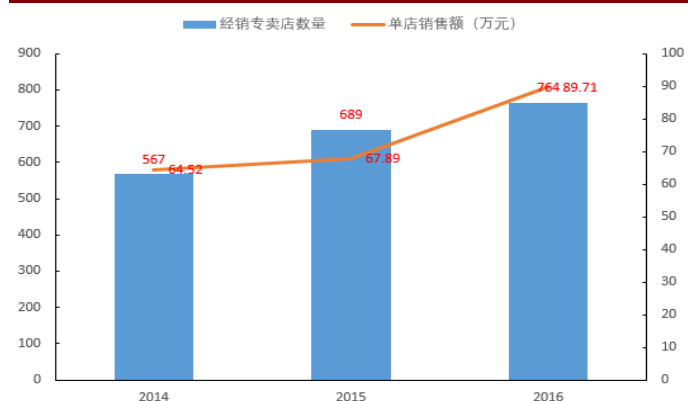
直营子公司	门店数量	转让时间	出售价格与出售资产账面价值的差值(万元)
北京恒隆	11	2016.9.21	80.2
深圳建潘	6	2015.6.1	30.9
南京建潘	4	2015.5.1	27.03
苏州建潘	2	2015.2.1	-61.92

资料来源: 招股说明书, 招商证券

3.5 店效提升和开店扩张驱动经销渠道增长

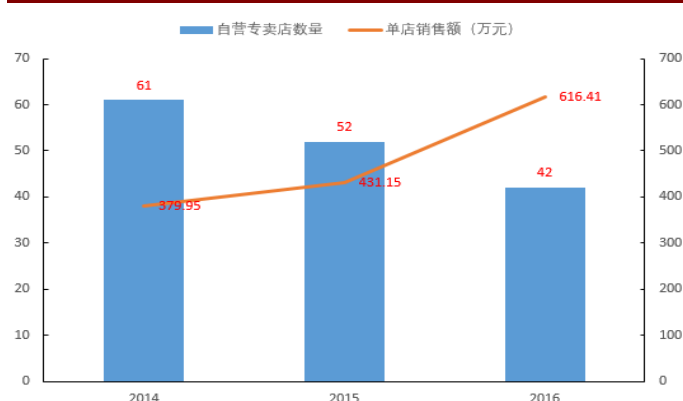
2014 年至 2016 年间,公司的经销商专卖店数量不断扩大,平均保持每年新开一百家经销商专卖店的节奏,经销商数量的迅速扩张,给公司带来了持续的盈利,CAGR 高达 36.9%,这得益于一方面,公司不断地渠道下沉来销货增加营收,另一方面,公司根据业绩考核每年都会淘汰一批业绩不达标的经销商,与实力更为雄厚的经销商开展合作,单店销售额不断增长,CAGR 达到 17.9%。直营上,公司由于实行了直营转经销方式,直营店的数量不断减少,由此自然也会对于直营带来的营收有所减少,但是通过精简直营店数量规模,直营店的平均经营业绩不断提升,CAGR 达到 27.4%,单店销售额 2016 年约是经销商专卖店的七倍。

图 39: 历年经销店数和单店销售额



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 40: 历年直营店数和单店销售额



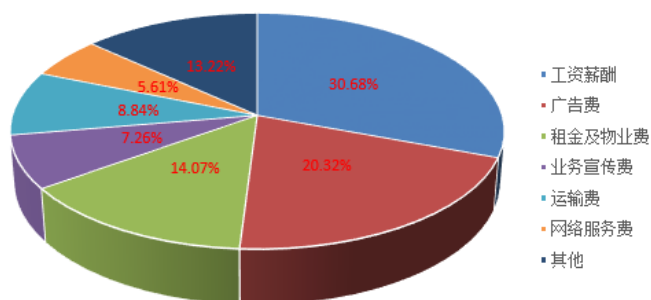
资料来源: 招股说明书, 招商证券

3.6 随着销售收入扩大, 费用率呈现下降趋势

从公司销售费用结构中,可以看出销售人员的工资薪酬、广告费和租金物业费是最主要的三个变动因素,共占到 65.07%。公司近三年销售费用率逐年下降,主要是受到直营

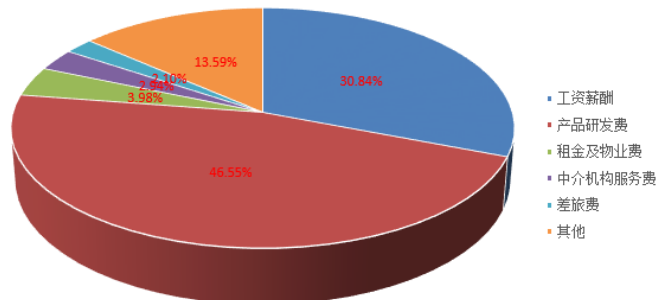
店逐渐减少，员工薪酬支出也相应的减少，导致 2015 年工资薪酬同比下降 2.68%。公司在广告宣传费上有持续稳定的投入，主要是因为龙头厂商的竞争产品较为相似，加上消费者往往对品牌的关注不如性价比，因此需要公司持续地进行宣传以引导消费者购买产品。直营店的减少也减少了公司每年在租金及物业费上的大量支出，平均每年节省七百万人民币。在此策略的影响下，公司的销售费用率不断下降。

图 41: 2016 年公司销售费用结构



资料来源：招股说明书，招商证券

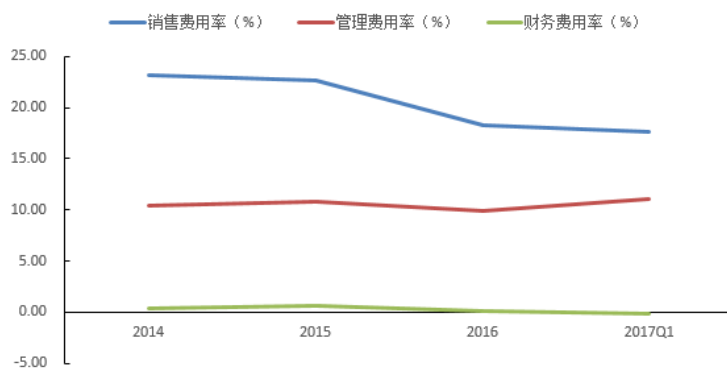
图 42: 2016 年公司管理费用结构



资料来源：招股说明书，招商证券

公司通过直营转经销，在一定程度上减少了销售费用和管理费用中的职工薪酬和租金物业支出，对于维持公司期间费用率良好结构有积极作用，而公司的财务费用率非常稳定，保持在 0.5% 以内的水平。

图 43: 金牌厨柜历年期间费用率结构



资料来源：招股说明书，一季报，招商证券

四 品牌积累逐步开花结果，首次覆盖给予强烈推荐评级

从橱柜龙头的成长历史来看，我们认为在行业中深耕积累的生产端的扎实能力，通过产品品质和消费者口碑不断传导固化到品牌力上，随着公司终端渠道的扩张和多年在广告上的投入，产品品牌力的积累最终会体现在公司的收入端高速增长，我们认为金牌厨柜正是到了这个发展阶段。公司多年来发展步伐较稳，在经销商的招商过程中要求也相对较高，随着上市后渠道的进一步扩张和知名度的提高，公司的前期积累将会逐步反映在公司的经营业绩上，我们看好公司的品牌力积累带来销售上的开花结果。

预计公司 17-19 年净利润分别为 1.41、1.85、2.41 亿元，同比增长 47%、31%、30%，对应当前股价 PE 分别为 30、23、18 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

表 10：可比公司平均估值在 2017 年 34X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/6/20	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	
欧派家居	110.15	1.31	2.54	3.02	84.1	43.4	36.4	9.2	39.45
索菲亚	38.90	1.04	1.48	1.04	37.4	26.3	37.5	10.1	21.44
好莱客	35.06	0.58	0.86	1.15	60.4	40.8	30.5	9.5	23.95
皮阿诺	73.70	1.47	1.88	1.88	50.1	39.2	39.1	5.5	25.29
曲美家居	15.41	0.26	0.38	0.51	59.3	40.6	29.9	5.4	14.21
顾家家居	53.16	1.51	1.67	1.85	35.2	31.8	28.7	6.6	25.75
平均					54.4	37.0	33.7	7.7	25.01

资料来源：Wind，招商证券

参考报告：

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	357	383	583	835	1217
现金	179	175	321	480	733
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	8	8	3	4	6
其它应收款	15	8	11	14	20
存货	109	119	149	202	275
其他	46	73	99	135	183
非流动资产	398	451	559	661	758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	238	363	479	589	692
无形资产	48	55	49	44	40
其他	112	33	30	28	26
资产总计	755	834	1141	1496	1975
流动负债	489	536	686	898	1191
短期借款	20	0	0	0	0
应付账款	175	223	298	405	553
预收账款	125	148	198	269	367
其他	169	165	189	223	270
长期负债	69	14	14	14	14
长期借款	54	0	0	0	0
其他	15	14	14	14	14
负债合计	558	550	700	912	1205
股本	50	50	67	67	67
资本公积金	33	33	33	33	33
留存收益	117	200	341	484	670
少数股东权益	(4)	0	0	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	201	284	442	584	770
负债及权益合计	755	834	1141	1496	1975

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	189	249	270	341	446
净利润	47	96	141	185	241
折旧摊销	21	29	30	36	42
财务费用	7	3	(2)	(3)	(5)
投资收益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	120	121	106	112	155
其它	(5)	0	(5)	11	14
投资活动现金流	(130)	(126)	(143)	(143)	(143)
资本支出	(132)	(95)	(143)	(143)	(143)
其他投资	2	(32)	0	0	0
筹资活动现金流	5	(126)	20	(38)	(50)
借款变动	(2)	(124)	0	0	0
普通股增加	0	0	17	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(42)	(56)
其他	6	(2)	3	4	5
现金净增加额	64	(3)	146	159	253

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	784	1099	1493	2019	2745
营业成本	461	680	910	1236	1687
营业税金及附加	9	11	15	20	27
营业费用	178	201	266	359	489
管理费用	84	109	155	206	280
财务费用	5	2	(2)	(3)	(5)
资产减值损失	5	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	42	96	149	201	268
营业外收入	13	18	18	18	18
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	54	113	166	218	285
所得税	7	17	25	33	43
净利润	47	96	141	185	241
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	47	96	141	185	241
EPS (元)	0.95	1.92	2.11	2.76	3.60

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	14%	40%	36%	35%	36%
营业利润	2%	129%	55%	35%	33%
净利润	18%	103%	47%	31%	30%
获利能力					
毛利率	41.2%	38.1%	39.0%	38.8%	38.5%
净利率	6.0%	8.8%	9.5%	9.2%	8.8%
ROE	23.6%	33.9%	31.9%	31.7%	31.3%
ROIC	13.2%	29.3%	28.2%	28.7%	28.9%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	66.0%	61.3%	60.9%	61.0%
净负债比率	14.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4
存货周转率	4.5	6.0	6.8	7.1	7.1
应收帐款周转率	102.7	136.2	264.9	539.9	540.9
应付帐款周转率	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.95	1.92	2.11	2.76	3.60
每股经营现金	3.78	4.98	4.02	5.09	6.66
每股净资产	4.02	5.67	6.59	8.72	11.50
每股股利	0.00	0.00	0.63	0.83	1.08
估值比率					
PE	67.9	33.4	30.5	23.3	17.8
PB	16.0	11.3	9.8	7.4	5.6
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。