

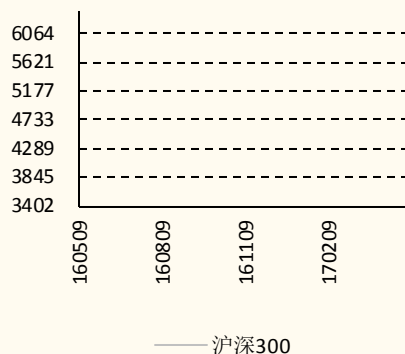
## 金牌厨柜 (603180.SH)

## 新股研究报告

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

沪深300指数 3382.55



## 深耕高端整体厨柜领域，产能渠道稳步推进

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.95	1.92	2.71	3.87	5.10
每股净资产(元)	4.02	5.67	12.42	15.02	18.44
每股经营性现金流(元)	3.78	4.98	4.34	6.84	9.07
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
行业优化市盈率(倍)	93	82	159	159	159
净利润增长率(%)	18.26%	103.27%	88.77%	42.82%	31.74%
净资产收益率(%)	23.57%	33.93%	21.82%	25.78%	27.67%
总股本(百万股)	50.00	50.00	67.00	67.00	67.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内高端整体厨柜领先品牌：**公司主要从事整体橱柜的研发、设计、生产及销售等整体服务，目前在全球拥有近 1000 家高端品牌专卖店。2016 年，公司实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 40.25%，归属于母公司净利润 9,623 万元，同比增长 103.27%。整体来看，2016 年公司营收与净利润增速均实现了同步高速增长。对比同业，公司由于直营模式占比较高，因而毛利率水平领先同行，但也正是由于直营模式下各项费用较高，因而整体净利率水平偏低。
- **多因素驱动行业规模扩张，品牌企业将受益于行业集中度提升。**我国整体厨柜品牌可分为三个层次：依次为全国性品牌、区域性品牌以及小规模厂商。我们认为，消费升级大背景下，消费者品牌意识不断增强，同时考虑到国外发达市场普遍较高的行业集中度，全国性品牌由于生产品质工艺成熟，产品的品牌市场认可度较高，未来品牌渗透率有较大提升空间。另一方面，在经济发展迅速、人均收入水平不断提升、城镇化进程持续推进，同时二次装修及精装修比例不断提高的背景下，我国整体厨柜市场空间巨大。我们测算，到 2020 年，定制厨柜行业规模将达 1,755 亿元，3 年 CAGR 约 11%。
- **品牌优势凸显，产品要素俱佳，渠道铺设全国，IPO 项目进一步巩固核心竞争力。**1) **品牌：**公司自成立以来即定位专注于高端整体橱柜打造供应，通过高质量产品与服务立体式品牌宣传营销战略，已具有相当的品牌知名度和影响力，同时公司还连续 5 年荣获“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”，业内竞争地位突出。2) **产品：**公司注重产品的生产工艺与设计风格的融合，业内斩获多项设计大奖，全条码管理及优质建材商合作保证了产品品质，公司已实现整体厨柜产品的大规模定制，高度柔性化的生产体系充分保障了生产效率。3) **渠道：**公司销售网络覆盖全国，对比同业单店收入，公司仍有一定提升空间，未来随着公司不断加大经销业务投入，同时通过进一步精细化管理、加强单店运营等促进直营店营运效率及创收水平，未来公司单店收入水平有望进一步提升。4) 公司此次 **IPO 募投项目**主要着重于整体厨柜产品的产能扩张，以此解决公司日益紧张的产能需求和满足市场日益增长的整体厨柜产品需求，结合研发中心建设项目与信息化建设项目对公司研发技术水平的巩固和提高，公司核心竞争能力也将进一步加强。

## 估值和投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 分别为 2.71/3.87/5.10 元/股。

揭力

 分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
 (8621)60935563  
 jie\_li@gjzq.com.cn

邱思佳

 联系人  
 qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

 联系人  
 yuanyibo@gjzq.com.cn

IPO 募投资项目达产后将大幅扩充公司产能，进一步增强竞争优势，公司估值应参考上市家居龙头公司。我们给予公司 2017 年 PE 30 倍，对应目标价为 81.3 元/股。

### 风险

- 房地产行业波动风险；主要原材料价格大幅波动风险；经销商销售模式风险；募投资金项目投资风险。

## 内容目录

国内高端整体厨柜领先品牌 .....	4
主营高品质整体橱柜，品牌实力凸显 .....	4
公司收入利润快速增长，整体盈利能力仍有较大提升空间 .....	5
多因素驱动行业规模扩张，品牌企业将受益于行业集中度提升 .....	5
品牌优势凸显，产品要素俱佳，渠道铺设全国，IPO 项目进一步巩固核心竞争力 .....	8
风险因素 .....	10
盈利预测 .....	10
关键假设 .....	10
盈利预测 .....	11

## 图表目录

图表 1：金牌厨柜主要代表产品及概念产品展示 .....	4
图表 2：金牌厨柜股权结构 .....	4
图表 3：2012-2016 年公司营收规模及增速 .....	5
图表 4：2012-2016 年公司净利润规模及增速 .....	5
图表 5：同行业公司毛利率水平对比 .....	5
图表 6：同行业公司净利率水平对比 .....	5
图表 7：整体厨柜组件结构 .....	6
图表 8：国内整体厨柜主要全国性品牌 .....	6
图表 9：2000 年以后我国商品房住宅销售进入高速增长期（百万平方米） .....	7
图表 10：我国城市住宅精装修比例较发达国家仍有差距 .....	7
图表 11：定制厨柜行业市场规模测算 .....	7
图表 12：金牌厨柜业内竞争地位突出 .....	8
图表 13：2016 年金牌厨柜分产品收入占比 .....	9
图表 14：全条码生产管理，全程品质可控 .....	9
图表 15：金牌厨柜历年分业务模式销售占比 .....	9
图表 16：金牌厨柜销售网络覆盖全国 .....	9
图表 17：各公司经销模式单店收入对比 .....	10
图表 18：各公司直营模式单店收入对比 .....	10
图表 19：金牌厨柜近年产能及利用率情况 .....	10
图表 20：金牌厨柜 IPO 募投项目概况 .....	10
图表 21：金牌厨柜盈利预测 .....	11

## 国内高端整体厨柜领先品牌

### 主营高品质整体厨柜，品牌实力凸显

- 公司致力于为消费者提供高品质整体厨柜。公司始创于 1999 年，一直专注于整体厨柜的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。公司致力于以“更专业的高端厨柜”为品牌发展战略、以“大规模定制化生产”为基础，采取“经销为主、直营及大宗业务为辅”的销售模式，为消费者提供高品质整体厨柜。目前公司在全球有近 1000 家高端品牌专卖店，凭借“金牌厨柜”10 年品质保证，公司已连续 5 年蝉联“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”，公司品牌实力凸显。

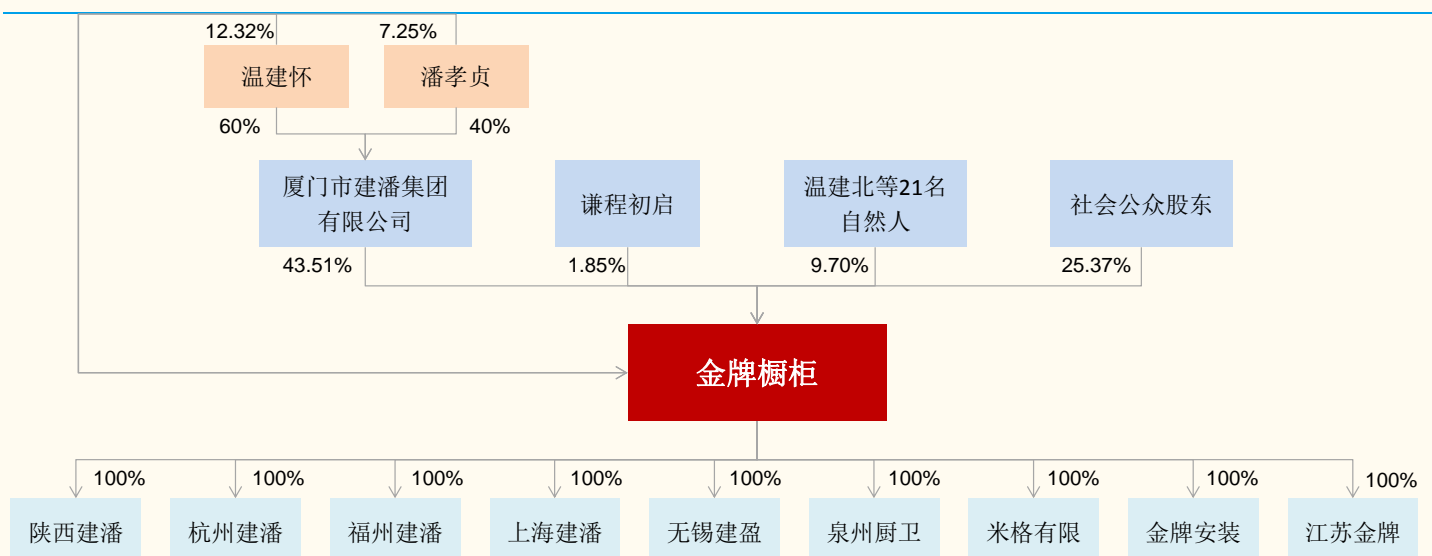
图表 1：金牌厨柜主要代表产品及概念产品展示



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 本次发行前，公司总股本为 5,000 万股，本次公开发行新股 1,700 万股，占发行后总股本比例 25.37%，本次发行后公司总股本为 6,700 万股。公司的控股股东是建潘集团，持股占公司发行后总股本的 43.51%。温建怀、潘孝贞、间接持有公司 38.43%和 24.65%股份，是公司的共同实际控制人。

图表 2：金牌厨柜股权结构

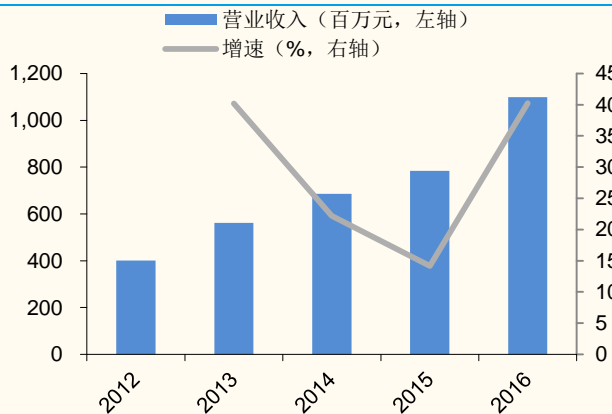


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司收入利润快速增长，整体盈利能力仍有较大提升空间

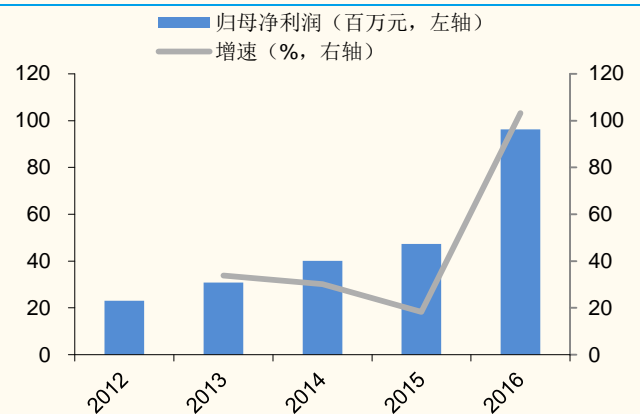
■ **营收净利双双高增，业绩增长动力强劲。**2016年，公司实现营业收入10.99亿元，同比增长40.25%，归属于母公司净利润9,623万元，同比增长103.27%。整体来看，2016年公司营收与净利润增速均实现了同步反弹式增长，一方面，定制家具市场2016年市场需求继续保持快速增长，整体市场环境较好，另一方面，2016年公司在加大大客户开发的同时销售网络布局进一步扩张，因而2016年公司整体营收规模实现高速增长。净利润方面，在营收高增长的同时，公司各项费用率仍得到了有效管控，因而2016年公司净利润增速创近5年新高。

图表 3：2012-2016 年公司营收规模及增速



来源：wind，国金证券研究所

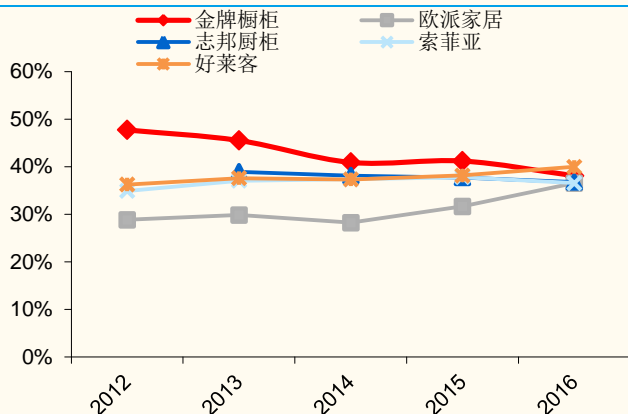
图表 4：2012-2016 年公司净利润规模及增速



来源：wind，国金证券研究所

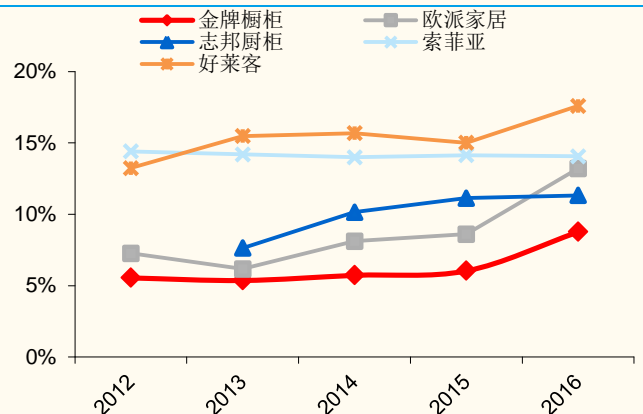
■ **毛利率水平同业领先，净利率仍有较大提升空间。**2016年，公司毛利率水平为38.11%，对比同行业，仅低于好莱客的39.98%。公司毛利率水平显著高于同行业的原因主要在于公司直营模式占比较高，不过由于公司给予经销商扶持力度较大，且积极开拓经销商市场，因而整体来看，公司毛利率有较明显的下滑趋势。净利率方面，2016年，公司净利率8.76%，较上期显著提升了2.73pct.，但对比同行业，公司净利率水平较低，我们认为主要原因也是由于公司直营占比较高，各项费用也偏高，从而导致了整体净利率水平偏低。未来随着公司经营模式持续优化，公司净利率水平仍有较大提升空间。

图表 5：同行业公司毛利率水平对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：同行业公司净利率水平对比



来源：wind，国金证券研究所

多因素驱动行业规模扩张，品牌企业将受益于行业集中度提升

- 整体橱柜作为现代厨房理念的代表性产物，具有整体、便利、舒适、美观的特性，与简易灶台相比具有明显的安全及环保优势。行业内一般将整体橱柜的组件分为“金木水火土”五大类，整体橱柜是家居中唯一涉及上述五种品类的产品。随着人力及物料成本的提升、消费者对厨房环保性及美观性等特性要求的不断提高，整体橱柜整体设计等优势逐渐凸显，有效契合了消费者的人性化定制需求，近年来，国内整体橱柜占橱柜购置方式中的比例也正显著提升。

图表 7：整体橱柜组件结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 行业格局分散，未来集中度提升空间大。我国整体橱柜理念是从 21 世纪起，建设部颁布《住宅室内装饰装修管理办法》之后开始在国内迅速普及。从国内行业发展情况来看，截至 2012 年末，国内的整体橱柜品牌企业已超过 500 家。按经营规模及市场辐射范围的不同，我国整体橱柜品牌可分为三个层次：第一层为全国性品牌，该类品牌生产品质工艺成熟，产品的品牌市场认可度较高，主要包括有金牌橱柜、欧派家居、志邦橱柜、皮阿诺等行业领先企业；第二层为区域性品牌，该类品牌实力有限，虽在服务区域内具有一定品牌影响力，但缺乏全国性品牌竞争优势；第三层为小规模厂商，该类企业多是家庭作坊式企业，产品质量及服务可靠性差，品牌影响力不足。我们认为，消费升级大背景下，消费者品牌意识不断增强，以公司为代表的全国性领导品牌竞争力也更加凸显，同时考虑到国外发达市场普遍较高的行业集中度，未来行业内全国性品牌渗透率有较大提升空间。

图表 8：国内整体橱柜主要全国性品牌

	金牌橱柜 603180.SH	志邦橱柜	我乐家居	欧派家居 603833.SH	皮阿诺 002853.SZ
品牌 Logo	 金牌橱柜	 志邦橱柜	 我乐橱柜	 橱柜 衣柜	 皮阿诺橱柜
成立日期	1999 年	2005 年	2006 年	1994 年	2005 年
主要产品	橱柜、厨房电器、厨房用品、衣柜及配套用品	整体橱柜、定制衣柜	整体橱柜、定制衣柜	整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门	定制橱柜、定制衣柜

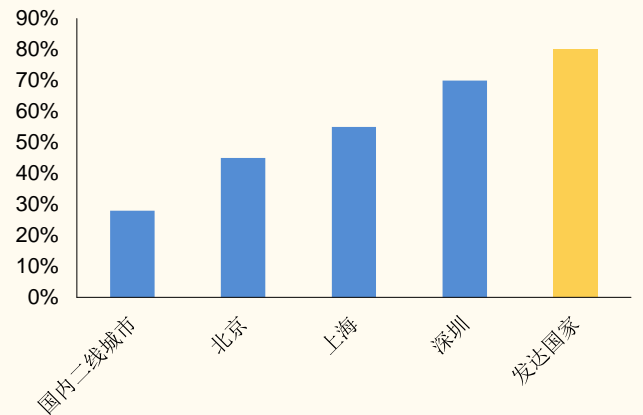
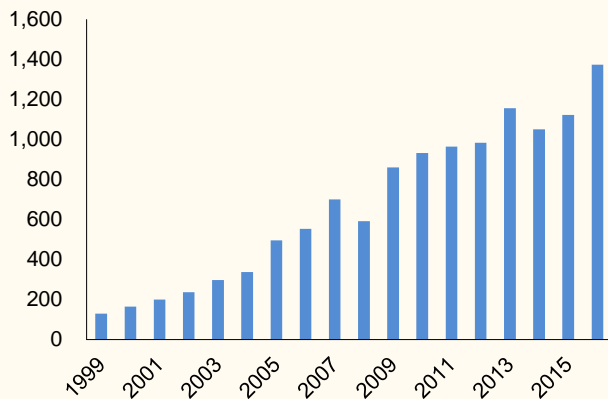
主要业务区域 (销售额 8000 万以上)	华东、华北、华中、西南	华东、华北、华中、西南、西北	华东、华北	国内外深度布局	华东、华南、华中、西南
渠道布局	直营店: 42 经销专卖店: 764	直营店: 17 经销专卖店: 1,112	直营店: 3 经销专卖店: 731	直营店: 19 经销专卖店: 4,710	直营店: 5 经销专卖店: 658
营收规模 (百万元)	总收入: 1,098.89 其中, 厨柜: 1,071.34	总收入: 1,569.99 其中, 厨柜: 1,418.92	总收入: 676.20 其中, 厨柜: 546.84	总收入: 7,134.13 其中, 厨柜: 4,369.40	总收入: 630.38 其中, 厨柜: 508.28

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 具备多因素驱动, 未来国内整体厨柜市场空间巨大: 1) 近年, 在经济发展迅速、人均收入水平不断提升、城镇化进程持续推进下, 我国也迎来了新一轮消费升级浪潮。消费者对于生活品质、品牌价值以及企业综合服务能力也更加重视, 全国性整体厨柜品牌商也迎来了较大发展空间。2) 受到居民改善居住环境及二手房交易市场推动, 国内居民二次装修需求也大幅提升, 根据中国指数研究院数据, 2015 年全国十大城市二手房住宅累计成交量达 110.92 万套, 同比大幅增长 63.53%, 同时鉴于 2000 年以后我国商品房住宅销售进入高速增长期, 以每隔 10-15 年二次装修周期来计算, 我国旧房装修市场空间庞大。3) 在国家政策推动下, 我国精装房市场占比不断提升, 而精装房由于规范化建筑设计同时考虑到批量装配式生产问题, 通常精装房都是直接对应着整体厨柜、整体衣柜及整体卫浴等, 因而我国不断发展的精装房市场同样对整体厨柜市场需求有着显著推动作用。

图表 9: 2000 年以后我国商品房住宅销售进入高速增长期 (百万平方米)

图表 10: 我国城市住宅精装修比例较发达国家仍有差距



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 奥维咨询, 国金证券研究所

图表 11: 定制厨柜行业市场规模测算

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值 (亿元)	7,872.5	8,559.5	9,287.1	10,057.9	10,852.5	11,698.9
增速 (%)	9.3	8.7	8.5	8.3	7.9	7.8
定制家具行业						
渗透率 (占家具行业)	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模 (亿元)	1,574.5	1,883.1	2,228.9	2,615.0	3,038.7	3,509.7
增速 (%)		19.60	18.36	17.33	16.20	15.50
定制衣柜						
渗透率 (占定制家具行业)	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模 (亿元)	503.8	659.1	824.7	993.7	1,215.5	1,474.1
增速 (%)		30.81	25.13	20.50	22.32	21.28
定制厨柜						
渗透率 (占定制家具行业)	63%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模 (亿元)	991.9	1,129.9	1,292.8	1,438.3	1,580.1	1,754.8
增速 (%)		13.90	14.42	11.26	9.86	11.06
其他定制家具						

渗透率（占定制家具行业）	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模（亿元）	78.7	94.2	111.4	183.1	243.1	280.8
增速（%）		19.60	18.36	64.25	32.80	15.50

来源：国家统计局，国金证券研究所

### 品牌优势凸显，产品要素俱佳，渠道铺设全国，IPO 项目进一步巩固核心竞争力

- **品牌定位清晰，行业地位突出。**公司自成立以来即定位专注于高端整体橱柜，以“使整体橱柜成为品质生活必需品”为使命，不断地推进高端整体橱柜产品定制化服务，推进消费者对公司“更专业高端橱柜”品牌的认知，提高公司品牌的知名度与美誉度。同时公司已逐步构建由纸质媒体、电视媒体、广播电台媒体、互联网媒体及户外媒体等各种媒介整合成的立体式品牌宣传营销战略。经过十多年发展，“金牌橱柜”品牌在消费者群中已具有相当的知名度和影响力，并已打造成为我国专业高端整体橱柜的领先品牌之一。除了在消费者群体中较高品牌知名度，公司还连续 5 年荣获“中国房地产 500 强首选橱柜品牌”，公司在业内竞争地位突出。

图表 12：金牌橱柜业内竞争地位突出

#### 行业组织

- 2003年，厦门市橱柜业商会创会会长单位
- 2004年，福建省橱柜企业商会创会会长单位
- 2013年，中国五金制品协会厨房设备分会会长单位
- 全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会会长单位

#### 技术实力

- 2010年，承担科学技术部主持的国家863计划课题
- 2011年至今，国家高新技术企业
- 2013年，《家用厨房设备》的主起草单位
- 2013年，国家级厨房工业设计中心
- 2014年，工信部授予“国家信息化和工业化两化融合管理体系贯标试点企业”称号
- 参与《家具工业术语》等多项国家标准制订

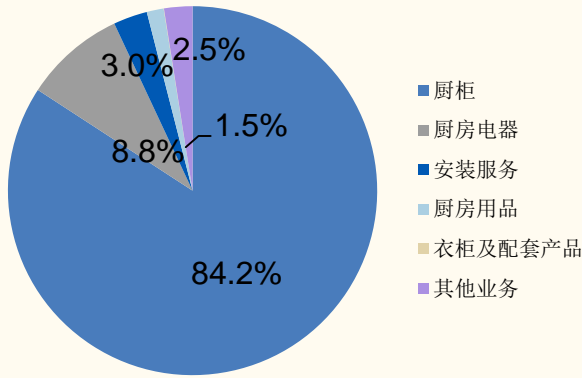
#### 品牌及企业荣誉

- 2010年，国家工商行政管理总局授予“中国驰名商标”称号
- 2014年，国家林业产业化龙头企业
- 2013-2017年连续五年荣获“中国房地产500强首选橱柜品牌”

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **各项产品基本要素俱佳，柔性化定制充分保障生产效率。**公司主要产品为整体橱柜，从公司分产品收入来看，公司产品及服务主要包括橱柜、厨房电器、厨房用品、衣柜、配套产品以及相关安装服务等。公司整体橱柜产品系列包括现代系、欧式系及古典系三大系列，各大系列之下又包括有不同的子系列。产品设计方面，公司注重产品的生产工艺与设计风格的融合，并在全球时尚中心意大利米兰设立子公司，近年来公司也先后获得了中国设计红星奖、金勾至尊奖、中国优秀工业设计奖等多项业内设计大奖。产品品质方面，公司采用全条码管理，品质全程可控，同时公司与国际知名家居建材零售商建立长期的战略合作关系，进一步保证了材料品质。规模化定制方面，公司运用国家 863 课题成果“木竹制品模数化定制敏捷制造技术”，实现整体橱柜产品的大规模定制，同时引进行业先进的德国豪迈生产线设备实现全流程自动化大规模定制生产，高度柔性化的生产体系充分保障了生产效率。

图表 13: 2016 年金牌厨柜分产品收入占比



来源: wind, 国金证券研究所

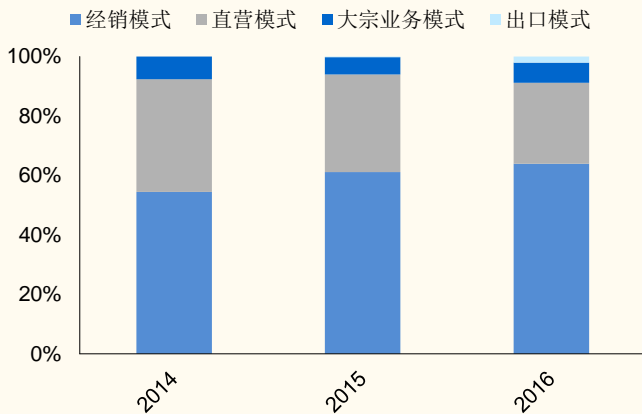
图表 14: 全条码生产管理, 全程品质可控



来源: www.goldenhome.cc, 国金证券研究所

- 销售网络覆盖全国, 未来单店收入有望提升。**公司主要采取经销为主、直营为辅的渠道发展模式, 目前, 公司的销售网络基本覆盖全国各省、直辖市和自治区。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司在全国共有营销网络终端 806 家, 其中直营店 42 家、经销商专卖店 764 家。经销模式作为公司主要销售方式, 公司通过充分利用经销商资源迅速开拓市场、拓展营销网络及抢占市场份额, 近年公司经销商业务收入占比正不断提升。对比同行业, 目前公司直营销模式占比仍偏高, 这也导致了公司整体净利润率低于行业平均水平, 但直营模式却为公司打造良好品牌形象奠定了较好基础。对比同业单店收入, 目前公司单店收入相对同业仍有一定提升空间, 尤其是在直营模式下, 公司单店收入较同业差距较大。针对于此, 公司近年也正加大经销业务投入, 同时通过进一步精细化管理、加强单店运营等促进直营店营运效率及创收水平, 未来公司单店收入水平有望进一步提升。

图表 15: 金牌厨柜历年分业务模式销售占比



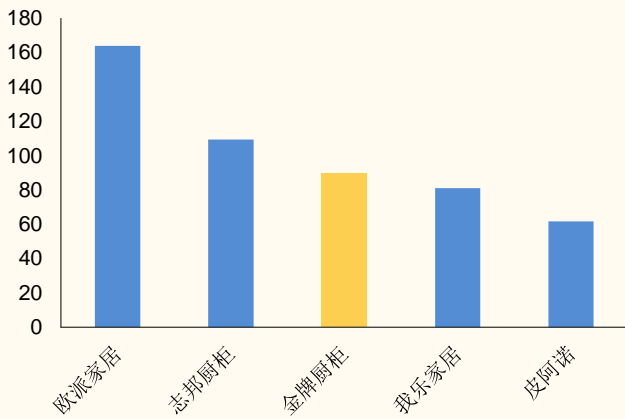
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 金牌厨柜销售网络覆盖全国



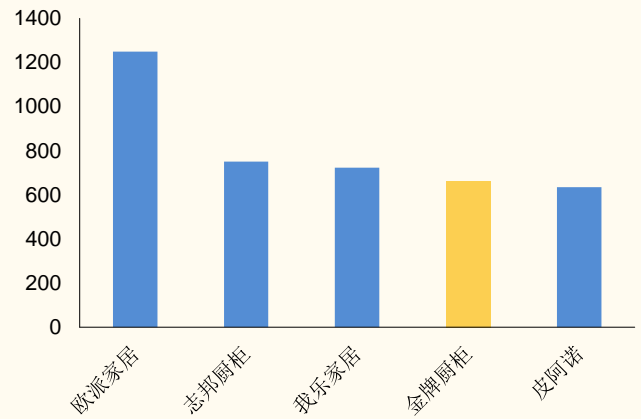
来源: www.goldenhome.cc, 国金证券研究所

图表 17: 各公司经销模式单店收入对比



来源: 各公司招股说明书, 国金证券研究所

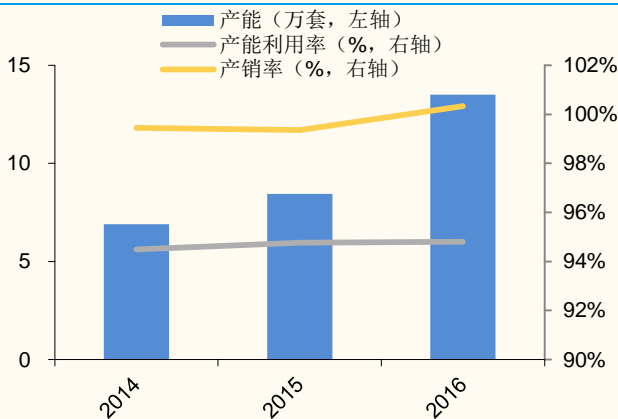
图表 18: 各公司直营模式单店收入对比



来源: 各公司招股说明书, 国金证券研究所

- **IPO 募投项目有效缓解产能瓶颈, 进一步加强巩固核心竞争力。**公司 IPO 募投项目发行 1,700 万股新股, 占发行后总股本的 25.37%, 募集资金净额 4,2534 万元, 主要江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目、江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目、三期项目工程、研发中心建设项目及信息化建设项目。可以看出, 此次公司募集资金主要着重于整体厨柜产品的产能扩张, 以此解决公司日益紧张的产能需求和满足市场日益增长的整体厨柜产品需求。研发中心建设项目与信息化建设项目则是公司巩固和提高技术研发水平的关键, 有助于进一步巩固加强公司核心竞争能力。

图表 19: 金牌厨柜近年产能及利用率情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 20: 金牌厨柜 IPO 募投项目概况

项目名称	总投资额 (万元)	计划用募集资金投入 (万元)
江苏金牌年产7万套整体厨柜建设项目	15,952.38	15,468.96
江苏金牌年产6万套整体厨柜扩建项目	13,756.93	8,033.02
三期项目工程(含厂房及配套设施)	12,759.27	11,448.92
研发中心建设项目	5,322.10	4,966.63
信息化建设项目	2,617.20	2,617.20
<b>合计</b>	<b>50,407.88</b>	<b>42,534.73</b>

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 风险因素

- 房地产行业波动风险
- 主要原材料价格大幅波动风险
- 经销商销售模式风险
- 募投资金项目投资风险

### 盈利预测

#### 关键假设

- 根据招股书披露, 公司已经以自有资金启动募投项目建设。

- 年产 7 万套整体厨柜建设项目预计建设期 18 个月，于 2018 年内建设完毕。项目全面达产后，将会为公司新增销售收入 5.85 亿元。2018-2020 年，项目达产率分别为 38%，70%和 100%。
- 年产 6 万套整体厨柜扩建项目建设期 18 个月，于 2019 年内建设完毕。项目全面达产后，将会为公司新增销售收入 5.02 亿元。2019-2021 年，项目达产率分别为 50%，70%和 100%。
- 三期项目工程将新增 6 万套整体厨柜产能，建设期 18 个月，于 2018 年内建设完毕。项目全面达产后，将会为公司新增销售收入 5.02 亿元。2018-2020 年，项目达产率分别为 50%，70%和 100%。

### 盈利预测

图表 21：金牌厨柜盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	68,620.6	78,351.1	109,888.9	158,164.1	225,719.3	315,499.8
厨柜	55,536.0	64,743.0	92,515.0	135,997.1	197,195.7	278,046.0
厨房电器	7,660.0	7,754.0	9,717.0	12,437.8	16,169.1	21,828.3
安装服务	2,271.0	2,719.0	3,275.0	3,897.3	4,622.1	5,477.2
厨房用品	1,763.0	1,346.0	1,627.0	1,952.4	2,339.0	2,795.1
衣柜及配套产品	0.0	0.0	38.0	76.0	144.4	267.1
其他	1,390.6	1,789.1	2,716.9	3,803.6	5,249.0	7,086.1
营业成本 (万元)	38,282.0	44,644.0	64,024.0	89,425.8	129,715.6	185,304.1
厨柜	34,000.0	40,563.0	58,613.0	82,958.2	121,275.4	173,778.7
厨房电器	4,282.0	4,081.0	5,411.0	6,467.6	8,440.3	11,525.3
安装服务	1,785.0	2,102.0	2,389.0	2,767.0	3,304.8	3,927.2
厨房用品	1,245.0	1,086.0	1,556.0	1,620.5	1,929.7	2,292.0
衣柜及配套产品	0.0	0.0	32.0	62.3	116.2	213.7
其他	-765.5	-1,758.1	10.2	2,358.2	3,306.9	4,535.1
业务利润 (万元)	30,338.6	33,707.1	45,864.9	68,738.2	96,003.7	130,195.8
厨柜	21,536.0	24,180.0	33,902.0	53,038.8	75,920.4	104,267.2
厨房电器	3,378.0	3,673.0	4,306.0	5,970.1	7,728.8	10,302.9
安装服务	486.0	617.0	886.0	1,130.2	1,317.3	1,550.1
厨房用品	518.0	260.0	71.0	331.9	409.3	503.1
衣柜及配套产品	0.0	0.0	6.0	13.7	28.2	53.4
其他	2,156.1	3,547.2	2,706.7	1,445.4	1,942.1	2,551.0
毛利率 (%)	44.2	43.0	41.7	43.5	42.5	41.3
厨柜	38.8	37.3	36.6	39.0	38.5	37.5
厨房电器	44.1	47.4	44.3	48.0	47.8	47.2
安装服务	21.4	22.7	27.1	29.0	28.5	28.3
厨房用品	29.4	19.3	4.4	17.0	17.5	18.0
衣柜及配套产品	-	-	15.8	18.0	19.5	20.0
其他	155.0	198.3	99.6	38.0	37.0	36.0
增速 (%)	32.1	14.2	40.3	43.9	42.7	39.8
厨柜	20.2	16.6	42.9	47.0	45.0	41.0
厨房电器	32.8	1.2	25.3	28.0	30.0	35.0
安装服务	-	19.7	20.4	19.0	18.6	18.5
厨房用品	-	-23.7	20.9	20.0	19.8	19.5
衣柜及配套产品	-	-	-	100.0	90.0	85.0

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其他	-52.6	28.7	51.9	40.0	38.0	35.0

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 2017-2019 年净利润分别为 1.82/2.59/3.42 亿元，三年 CAGR52.6%，完全摊薄后每股收益为 2.71/3.87/5.10 元/股。

**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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>686</b>	<b>784</b>	<b>1,099</b>	<b>1,582</b>	<b>2,257</b>	<b>3,155</b>	货币资金	111	179	175	837	1,174	1,632
增长率		14.2%	40.3%	43.9%	42.7%	39.8%	应收款项	18	23	16	55	78	109
主营业务成本	-405	-461	-680	-962	-1,384	-1,963	存货	97	109	119	211	303	430
%销售收入	59.1%	58.8%	61.9%	60.8%	61.3%	62.2%	其他流动资产	43	46	73	47	67	94
毛利	281	323	419	619	873	1,192	流动资产	269	357	383	1,150	1,622	2,264
%销售收入	40.9%	41.2%	38.1%	39.2%	38.7%	37.8%	%总资产	50.6%	47.2%	45.9%	71.0%	75.8%	80.1%
营业税金及附加	-7	-9	-11	-14	-19	-27	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	209	289	364	407	448	488
营业费用	-159	-178	-201	-261	-368	-511	%总资产	39.3%	38.3%	43.6%	25.1%	20.9%	17.3%
%销售收入	23.1%	22.7%	18.3%	16.5%	16.3%	16.2%	无形资产	42	61	69	61	67	72
管理费用	-71	-84	-109	-147	-208	-287	非流动资产	263	398	451	470	517	563
%销售收入	10.4%	10.8%	9.9%	9.3%	9.2%	9.1%	%总资产	49.4%	52.8%	54.1%	29.0%	24.2%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	44	52	98	198	279	367	<b>资产总计</b>	<b>532</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,620</b>	<b>2,138</b>	<b>2,827</b>
%销售收入	6.4%	6.6%	8.9%	12.5%	12.3%	11.6%	短期借款	51	58	0	0	0	0
财务费用	-3	-5	-2	10	21	29	应付款项	248	391	476	644	924	1,304
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	其他流动负债	34	41	60	137	196	269
资产减值损失	0	-5	-1	0	0	0	流动负债	333	489	536	782	1,120	1,572
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	38	54	0	0	0	1
投资收益	0	0	1	2	2	2	其他长期负债	4	15	14	0	0	0
%税前利润	0.8%	0.4%	0.6%	0.9%	0.6%	0.5%	<b>负债</b>	<b>374</b>	<b>558</b>	<b>550</b>	<b>782</b>	<b>1,120</b>	<b>1,573</b>
营业利润	41	42	96	210	301	398	<b>普通股股东权益</b>	161	201	284	832	1,006	1,235
营业利润率	6.0%	5.4%	8.8%	13.3%	13.3%	12.6%	少数股东权益	-4	-4	0	6	12	18
营业外收支	7	12	17	11	11	11	<b>负债股东权益合计</b>	<b>532</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,620</b>	<b>2,138</b>	<b>2,827</b>
税前利润	49	54	113	221	312	409							
利润率	7.1%	6.9%	10.3%	14.0%	13.8%	13.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-9	-7	-17	-33	-47	-61		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	19.0%	12.9%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	39	47	96	188	265	348	每股收益	0.80	0.95	1.92	2.71	3.87	5.10
少数股东损益	-1	0	0	6	6	6	每股净资产	3.23	4.02	5.67	12.42	15.02	18.44
归属于母公司的净利润	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>96</b>	<b>182</b>	<b>259</b>	<b>342</b>	每股经营现金净流	1.58	3.78	4.98	4.34	6.84	9.07
净利率	5.8%	6.0%	8.8%	11.5%	11.5%	10.8%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.89	1.28	1.68
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	24.79%	23.57%	33.93%	21.82%	25.78%	27.67%
净利润	39	47	96	188	265	348	总资产收益率	7.53%	6.27%	11.54%	11.21%	12.13%	12.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	14.46%	14.63%	29.27%	20.04%	23.26%	24.89%
非现金支出	17	25	29	24	28	33	<b>增长率</b>						
非经营收益	4	1	3	-6	-13	-13	主营业务收入增长率	22.21%	14.18%	40.25%	43.93%	42.71%	39.78%
营运资金变动	18	115	122	85	178	240	EBIT增长率	42.99%	17.98%	88.71%	101.67%	41.01%	31.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>189</b>	<b>249</b>	<b>291</b>	<b>458</b>	<b>607</b>	净利润增长率	30.13%	18.26%	103.27%	88.77%	42.82%	31.74%
资本开支	-92	-132	-93	-40	-63	-67	总资产增长率	19.41%	42.03%	10.43%	94.25%	32.00%	32.18%
投资	-14	2	-35	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	0	1	2	2	2	应收账款周转天数	8	4	3	7	7	7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-106</b>	<b>-130</b>	<b>-126</b>	<b>-39</b>	<b>-61</b>	<b>-65</b>	存货周转天数	84	82	61	80	80	80
股权募资	0	0	0	427	0	0	应付账款周转天数	96	111	107	103	103	103
债权募资	36	23	-112	-14	0	1	固定资产周转天数	76	111	121	96	76	60
其他	-10	-18	-14	-3	-60	-86	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>5</b>	<b>-126</b>	<b>410</b>	<b>-60</b>	<b>-85</b>	净负债/股东权益	-14.02%	-33.97%	-61.72%	-99.86%	#####	#####
<b>现金净流量</b>	<b>-2</b>	<b>64</b>	<b>-3</b>	<b>662</b>	<b>337</b>	<b>457</b>	EBIT利息保障倍数	15.3	10.4	56.5	-19.0	-13.5	-12.8
							资产负债率	70.35%	73.93%	65.99%	48.25%	52.38%	55.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD