

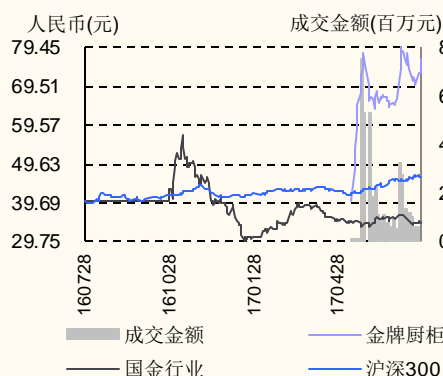
市场价格 (人民币): 76.54 元
 目标价格 (人民币): 94.85-94.85 元

白马潜质已现，业绩跃升确定

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	17.00
总市值(百万元)	5,128.18
年内股价最高最低(元)	79.57/40.10
沪深 300 指数	3712.19
上证指数	3249.78



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)	N/A	N/A	28	20	15
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

- **国内高端整体橱柜领先品牌。**厦门金牌厨柜股份有限公司成立于 1999 年，专业提供整体橱柜的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务，同时也已经开始布局定制衣柜业务。公司是整体橱柜行业的领导品牌，是中国五金制品协会厨房设备分会会长单位和全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会执行会长单位。
- **整体橱柜行业：行业集中度提升，品牌崛起。**我国整体橱柜行业开始发展于上世纪 80 年代，产品研发设计、柔性生产制造等技术皆已成熟。2015 年，我国整体橱柜行业已达到 1,092 亿元，家庭使用率达到 31.7%。伴随消费升级，未来市场规模和使用率都在持续提升。目前，国内整体橱柜企业超过千家，但收入规模超过 10 亿元的却极少。对比欧美和日韩，无论是在市场集中度还是龙头企业市占率方面都具备较大提升空间。今年来，定制家居企业密集上市，一线橱柜企业借力资本市场扩大产能，将拉大与中小企业的差距，未来上市橱柜企业市场占有率将显著提升。在需求端，我们通过统计住宅商品房、二次装修和保障性安居工程的相关数据，经过测算未来五年整体橱柜行业市场需求将实现 15.5% 的复合增长，到 2020 年整体需求量将突破 1,600 万套/年。
- **公司定位“更专业的高端厨柜”，产品端品质及性价比优势凸显。**公司自成立以来一直专注于中高端橱柜的专业设计制造，在定制服务、环保板材、时尚设计等 9 大方面拥有突出优势。同时，凭借高度柔性制造能力以及对橱柜组件严苛的筛选，公司在产品品质方面拥有较高壁垒。
- **IPO 上市，公司将迎来多因素驱动和跨越式发展。****渠道驱动：**公司采取经销为主，部分核心直营，辅以大宗业务、电子商务等多元销售模式。未来，公司将持续开店并加速渠道下沉。通过测算我们认为，上市整体橱柜企业每新增一家门店，将获得 0.23pct 的收入增长。另一方面，公司将直营门店转换为经销商门店，将提升经营效率。**扩产驱动：**公司 IPO 上市扩产，不仅突破了近年来的产能瓶颈，实现产能翻番。同时，配合广告费用的投放，品牌影响力逐步扩大，规模效应将快速显现，盈利能力有望提高。**新业务驱动：**2016 年，公司推出高端定制衣柜品牌“桔家”。我们预计未来 5 年国内定制衣柜行业增速将保持在 25% 左右。桔家衣柜采用对标金牌厨柜的“四同”策略，有望在行业确定性高速增长中复制成功故事。**研发驱动：**公司重视产品

相关报告

1.《金牌厨柜新股研究报告-深耕高端整体橱柜领域，产能渠道稳步推进》，2017 年 5 月 12 日

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

邱思佳

联系人
 qiusijia@gjzq.com.cn

的工艺与设计风格的融合，产品的研发设计能力突出。上市后，公司计划进行研发中心建设和课题研究，将进一步增强产品功能性，提升产品品质，推动客单价的增长。

估值和投资建议

- 公司以高端整体橱柜为核心业务，在品牌、品质和服务等方面优势突出，并已布局定制衣柜业务。上市后，公司将可以突破产能瓶颈，快速扩张销售渠道。我们维持公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 预测为 2.71/3.87/5.10 元/股，给予公司 2017 年 PE 为 35 倍，对应目标价 94.85 元/股，维持“买入”评级。

风险因素

- 宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，IPO 募投新增产能无法及时消化的风险。

内容目录

估值及投资评级.....	5
公司概况：国内高端整体橱柜领先品牌.....	5
整体橱柜行业：行业集中度提升，品牌崛起.....	8
整体橱柜行业快速发展，行业体量已超千亿.....	8
品牌崛起，行业集中度不断提升.....	9
整体橱柜市场需求稳健提升.....	11
金牌厨柜：品质铸就品牌，上市将迎跨越式发展.....	13
定位“更专业的高端橱柜”，产品端品质及性价比优势凸显.....	13
品牌+服务成就公司行业先驱地位.....	14
渠道：内外兼修，效率持续提升.....	15
IPO 产能建设翻番，奠定业绩快速增长基础.....	18
衣柜业务起步中，“四同”策略有望复制金牌成功路.....	19
风险因素.....	21
宏观经济波动风险.....	21
IPO 募投新增产能无法及时消化的风险.....	21
盈利预测.....	21
关键假设.....	21
盈利预测.....	21

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	5
图表 2：金牌厨柜 2016 年主营收入分解.....	6
图表 3：金牌厨柜 2016 年营业利润分解.....	6
图表 4：金牌厨柜主要代表产品及概念产品展示.....	6
图表 5：金牌厨柜股权结构.....	7
图表 6：金牌厨柜历史营运表现.....	7
图表 7：金牌厨柜今年盈利表现.....	7
图表 8：定制家居行业上市公司毛利率水平对比.....	8
图表 9：定制家居行业上市公司净利率水平对比.....	8
图表 10：全球整体橱柜行业市场规模.....	8
图表 11：整体橱柜历经三大发展阶段.....	8
图表 12：国内整体橱柜行业市场规模.....	9
图表 13：中国整体橱柜家庭使用率.....	9
图表 14：国内整体橱柜行业各类品牌占比情况.....	10
图表 15：整体橱柜行业 CR5 占比不足 5%.....	10
图表 16：整体橱柜 CR5 企业基本情况.....	10
图表 17：不同等级品牌基本情况.....	11

图表 18: 已上市整体橱柜企业产能募投项目.....	11
图表 19: 整体橱柜产量情况.....	12
图表 20: 整体橱柜渗透率不断提升.....	12
图表 21: 住宅商品房市场整体橱柜需求量测算.....	12
图表 22: 金牌厨柜 9 大专业优势.....	13
图表 23: 金牌厨柜获得多项业内设计大奖.....	13
图表 24: 三大橱柜品牌产品评测对比.....	14
图表 25: 影响消费者购买整体橱柜的因素.....	14
图表 26: 整体橱柜互联网广告覆盖率 TOP10.....	14
图表 27: 2016 年消费者最喜爱的十大橱柜品牌（排名不分先后）.....	15
图表 28: 金牌厨柜全国门店布局情况.....	15
图表 29: 金牌厨柜直营店和经销商专卖店开店情况.....	15
图表 30: 金牌厨柜经销商门店和直营门店收入（万元）.....	16
图表 31: 金牌厨柜各区域直营门店占比情况.....	16
图表 32: 中央与地方政府密集出台涉及“全装修”相关政策.....	16
图表 33: 整体橱柜企业每新增一家门店，可获得约 0.23pct 的收入增速.....	17
图表 34: 金牌厨柜直营店变动原因&变动数量.....	18
图表 35: 近年金牌厨柜经营效率提升明显.....	18
图表 36: 现阶段金牌厨柜产能仍存在瓶颈.....	18
图表 37: 金牌厨柜扩产项目投产进度（套/年）.....	18
图表 38: 金牌厨柜广告费用在营收中占比较高.....	19
图表 39: 广告投入带动索菲亚规模快速成长.....	19
图表 40: 桔家&金牌“四同”策略.....	19
图表 41: 桔家衣柜部分产品展示.....	19
图表 42: 金牌厨柜产品研发体系.....	20
图表 43: 公司拟研发课题项目.....	20
图表 44: 金牌厨柜盈利预测.....	21

估值及投资评级

- **维持“买入”评级。**公司以高端整体橱柜为核心业务，在品牌、品质和服务等方面优势突出，并已布局定制衣柜业务。上市后，公司将可以突破产能瓶颈，快速扩张销售渠道。我们认为公司估值应该参考从事整体橱柜和定制衣柜业务的上市公司。我们选取了皮阿诺、尚品宅配、索菲亚、志邦股份、欧派家居、好莱客和我乐家居作为估值参考。可比公司 2017-2019 年预测 PE 中值分别为 36/26/21 倍。我们维持公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 预测为 2.71/3.87/5.10 元/股，给予公司 2017 年 PE 为 35 倍，对应目标价 94.85 元/股，维持“买入”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)
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E			
002853	皮阿诺	68.33	42.46	1.88	1.90	2.58	3.36	49	36	26	20	4.4	33.5	1.4
300616	尚品宅配	135.01	145.81	3.15	3.21	4.30	5.79	57	42	31	23	7.5	34.7	1.6
002572	索菲亚	39.40	363.83	1.48	1.04	1.41	1.91	55	38	28	21	7.6	38.5	1.4
603816	志邦股份	43.95	70.32	1.48	1.56	2.12	2.80	40	28	21	NA	8.0	38.1	1.0
603833	欧派家居	105.99	439.96	2.54	3.04	4.00	5.17	46	35	26	20	8.3	31.3	1.5
603898	好莱客	33.49	100.61	0.86	1.15	1.55	2.10	40	29	21	16	6.8	36.0	1.1
603326	我乐家居	19.86	31.78	0.57	0.56	0.71	0.90	46	36	28	22	4.2	28.1	1.6
平均								47	35	26	20	7.1	34.5	1.4
中值								46	36	26	21	7.5	34.7	1.4
603180	金牌厨柜	76.54	51.28	1.92	2.71	3.87	5.10	40	28	20	15	6.2	38.4	1.0

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2017 年 7 月 27 日收盘价计算

公司概况：国内高端整体橱柜领先品牌

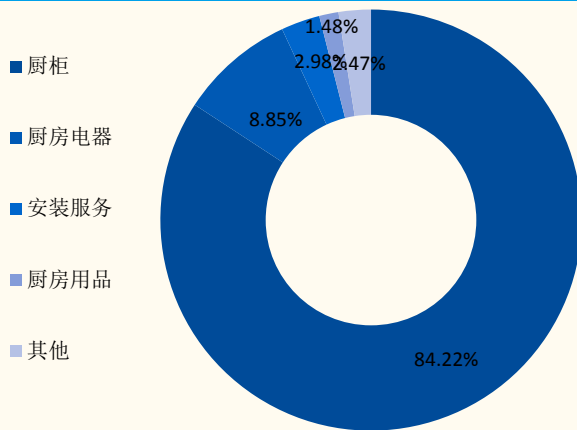
公司简介：厦门金牌厨柜股份有限公司成立于 1999 年，公司专业提供整体橱柜的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。

管理层简介：公司董事长为温建怀，出生于 1971 年，系公司创始人之一，曾任公司前身建潘卫厨董事长，现任公司董事长和建潘集团执行董事。公司副董事长兼总经理为潘孝贞，出生于 1970 年，为高级管理工程师，系公司创始人之一，兼任福建省橱柜业商会会长，中国五金制品协会厨房设备分会会长。

股权结构：公司总股本为 6,700 万股，直接控股股东是建潘集团，持股 43.51%。公司创始人温建怀及潘孝贞分别持有公司 38.43%和 24.65%股份，是公司的共同实际控制人。

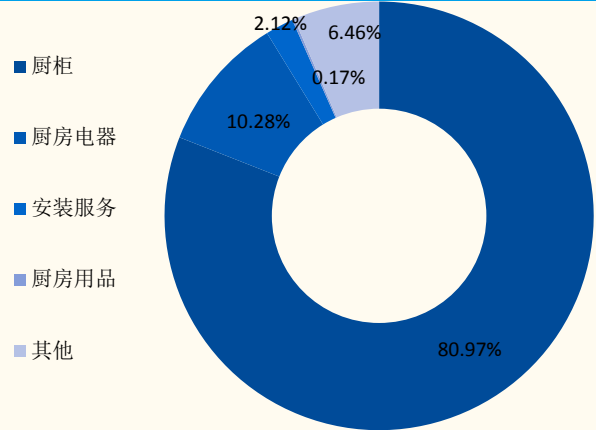
融资历史与大小非情况：公司于 2017 年 5 月 12 日在上海证券交易所 IPO 上市，新发 1,700 万股，发行价格为 27.85 元/股，募集资金 47,345 万元，发行后总股本为 6,700 万股。

图表 2：金牌厨柜 2016 年主营收入分解



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：金牌厨柜 2016 年营业利润分解



来源：wind，国金证券研究所

- **致力于为消费者提供高品质整体橱柜。**公司始创于 1999 年，一直专注整体橱柜的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。公司致力于以“更专业的高端橱柜”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橱柜。截至 2016 年末，公司拥有 806 家高端品牌专卖店，凭借“金牌橱柜”10 年品质保证，公司已连续 5 年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选供应商（橱柜类）”，品牌实力凸显。

图表 4：金牌厨柜主要代表产品及概念产品展示

烤漆橱柜

干净易打理、时尚感强，现代风格为主



整体板橱柜

耐刮划、实用性强，现代风格为主



实木橱柜

自然环保、高贵典雅，古典及乡村风格为主



概念性产品

无烟厨房



吸塑橱柜

花色多样、造型丰富，简欧风格为主



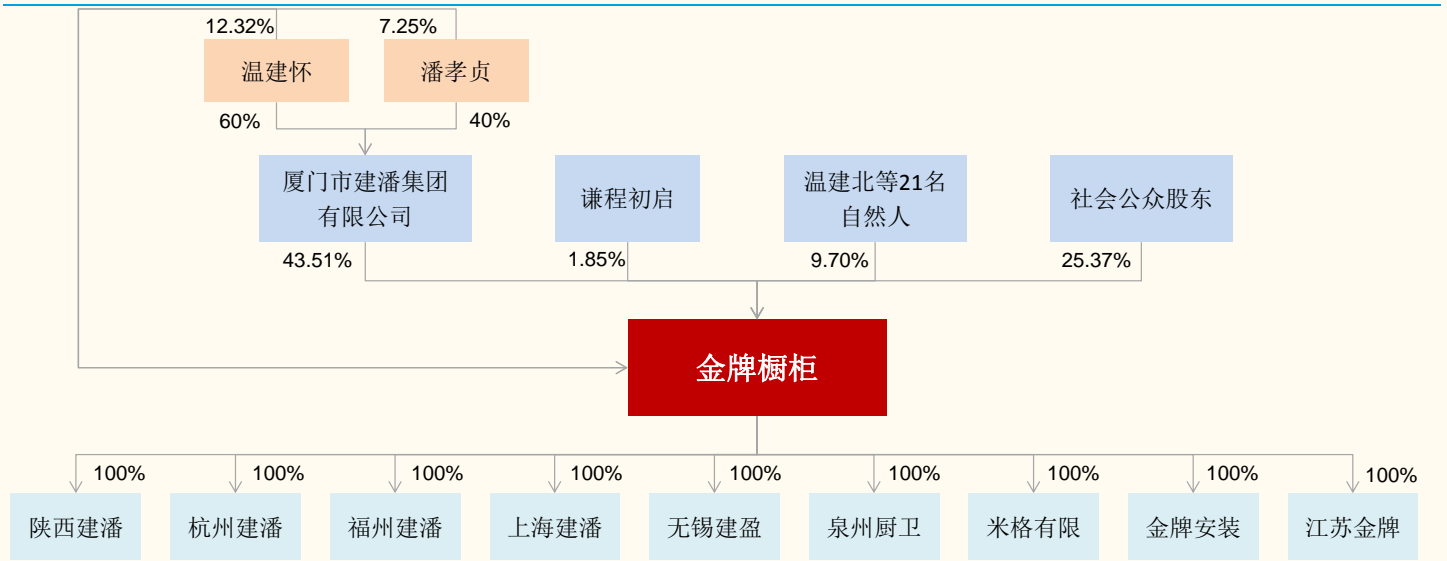
智能厨房



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **股权结构清晰且高度集中。**公司创始人温建怀及潘孝贞分别直接和间接持有公司 38.43%和 24.65%股份，是公司的共同实际控制人，两人依其持有股份所享有的表决权共同对股东大会实施重大影响，共同决定公司财务和经营决策。从持股比例上看，温建怀及潘孝贞共持有公司 60%以上的股份，对公司拥有绝对控制权，股权结构高度集中，公司运营决策具备较高执行力。

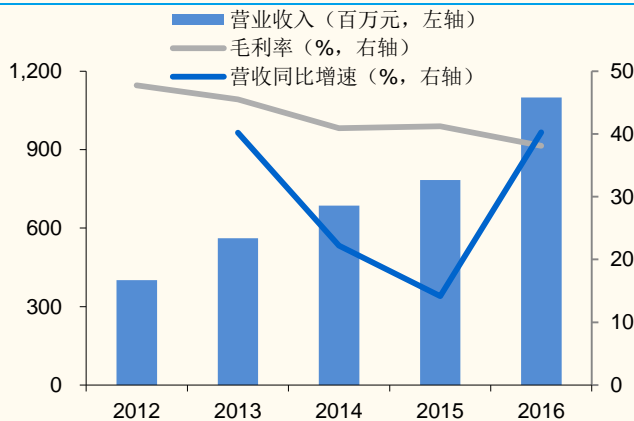
图表 5：金牌厨柜股权结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

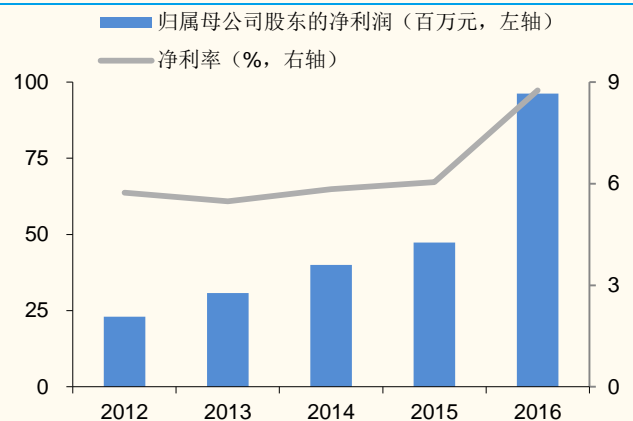
- 历史业绩：营收净利双双高增，业绩增长动力强劲。**2016年，公司实现营业收入10.99亿元，同比增长40.25%，归属于母公司净利润9,623千万，同比增长103.27%。整体来看，2016年公司营收与净利润均实现高速增长，一方面，定制家居市场2016年市场需求继续保持快速增长，整体市场环境较好，另一方面，2016年公司在加大客户开发的同时销售网络布局进一步扩张，因而2016年公司整体营收规模实现高速增长。净利润方面，在营收高增长的同时，公司各项费用率仍得到了有效管控，因而2016年公司净利润增速创近5年新高。

图表 6：金牌厨柜历史营运表现



来源：wind，国金证券研究所

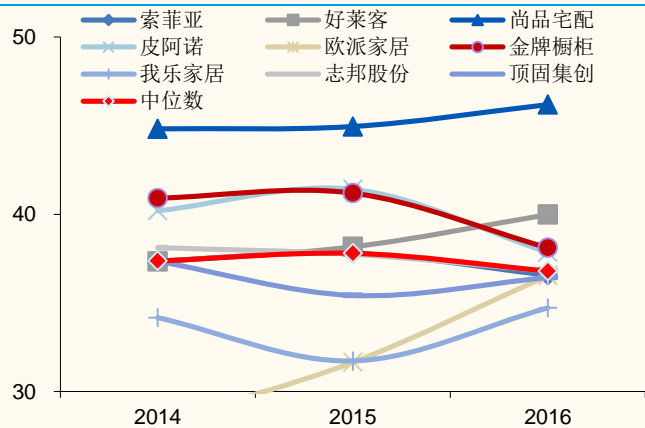
图表 7：金牌厨柜今年盈利表现



来源：wind，国金证券研究所

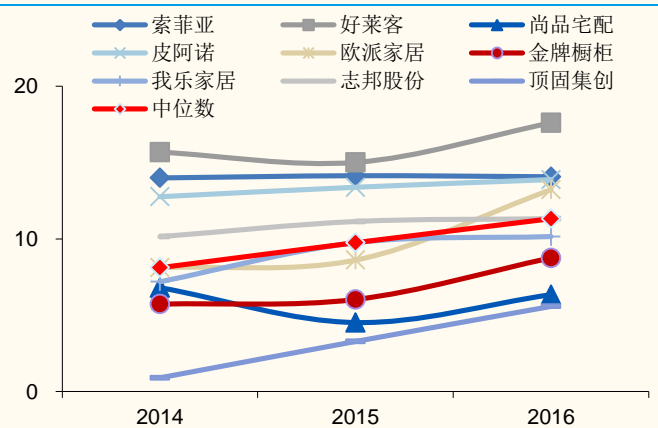
- 毛利率领先同业，净利率提升有较大空间。**主要由于直营业务占比较高的原因，公司在2015年之前历年毛利率水平均居于定制家居行业前列，仅次于采用C2B+O2O模式及直营占比更高的尚品宅配。不过，由于公司近年大力发展经销商渠道，且给予经销商较大扶持力度，因此近年来公司的综合毛利率呈现逐年下降的趋势。2016年，公司综合毛利率为38.11%，仍为行业第三水平，仅次于尚品宅配和好莱客。净利率方面，2016年，公司净利率8.76%，较上期显著提升了2.73pct，但仍低于行业中位水平。公司净利率水平较低，我们认为主要原因一方面是由于直营业务占比高，渠道规范运作下各项费用水平偏高；另一方面则来自公司近年来加大广告等营销费用的投放所致。未来，随着公司经营模式持续优化，规模效应逐步显现，公司净利率水平仍有较大提升空间。

图表 8：定制家居行业上市公司毛利率水平对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：定制家居行业上市公司净利率水平对比



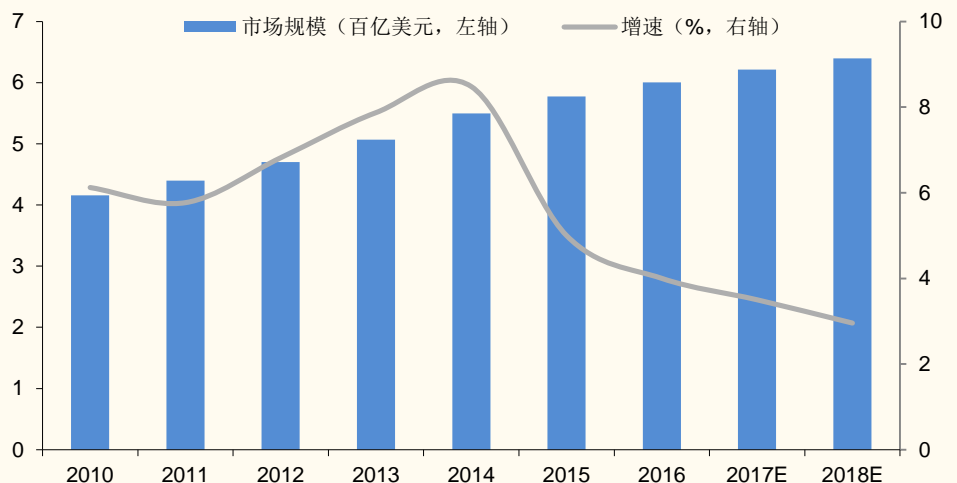
来源：wind，国金证券研究所

整体橱柜行业：行业集中度提升，品牌崛起

整体橱柜行业快速发展，行业体量已超千亿

- **整体橱柜制造技术成熟，保持快速发展。**橱柜理念最早出现在上世纪 20 年的欧洲。到了 60 年代，将橱柜与厨电产品进行集成的整体橱柜概念出现并得到快速发展。整体橱柜更加注重产品款式的艺术性，且借助人性化设计使得产品更加符合人体工程学标准。Freedonia Group 估计，2016 年全球整体橱柜行业市场规模约 600 亿美元左右，预计到 2018 年全球整体橱柜市场规模将到达 640 亿美元左右。上世纪 80 年代，国家提出住房制度改革，开启了国内房地产行业的热潮，同时也带动了整体橱柜行业的崛起。但当时整体橱柜品牌少、价格高、市场普及率低、在设计上侧重满足基本功能需求。从 90 年代开始，整体橱柜在设计、品质等方面开始明显改善。进入 21 世纪后，建设部颁布《住宅室内装饰装修管理办法》，促使整体橱柜行业迎来了快速发展期。目前整体橱柜的概念已深入人心，成为兼具专业化研发设计、柔性生产、信息化与智能化融合发展的消费升级产品。

图表 10：全球整体橱柜行业市场规模



来源：Freedonia Group，国金证券研究所

图表 11：整体橱柜历经三大发展阶段

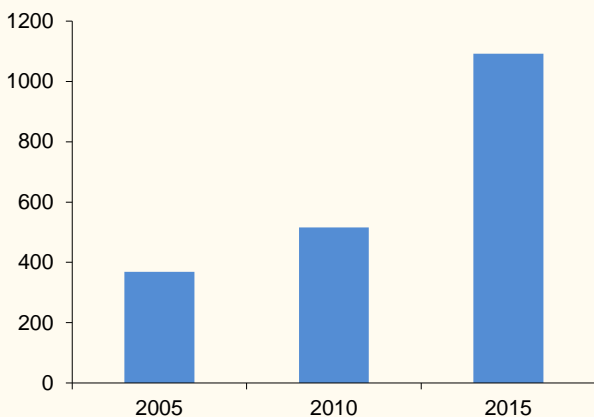
时期	阶段	表现
上世纪 80 年代至 90 年代初期	起步阶段	整体橱柜概念由香港传入大陆。当时橱柜品牌少、价格贵、市场普及率低，用户集中在少部分高收入人群，在设计上侧重满足功能需求
上世纪 90 年代	兴起阶段	出现最早一批的橱柜企业。橱柜产品开始逐步

时期	阶段	表现
21 世纪初至今	快速发展阶段	普及，设计、品质和功能有一定改善 橱柜品牌迅速增加，橱柜+厨电一体化厨房空间解决方案开始形成，市场规模突破千亿，行业渗透率大幅提升

来源：齐家网，国金证券研究所

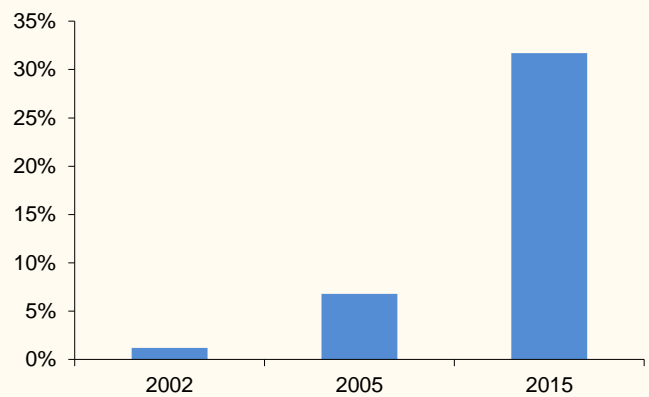
- **整体橱柜市场规模快速扩大，未来仍具备提升空间。**行业内一般将整体橱柜的组件分为“金木水火土”五大类，整体橱柜是家居中唯一涉及上述五种品类的产品，且具有整体、便利、舒适和美观的特性，与简易灶台相比具有明显的安全及环保优势。近年，伴随消费者个性化消费需求的上升，国内整体橱柜占橱柜购置方式中的比例也正显著提升。2015 年，我国整体橱柜行业市场规模达到 1,092 亿元，与 2005 年相比十年间行业规模扩大了近 3 倍。2005 年，我国整体橱柜家庭使用率为 6.8%，到 2015 年提升至 31.7%。在消费升级、城镇化等因素的推动，以及整体橱柜概念的进一步普及，未来家庭使用率还将提升，同时行业规模也将进一步扩大。

图表 12：国内整体橱柜行业市场规模



来源：中装协，国金证券研究所

图表 13：中国整体橱柜家庭使用率

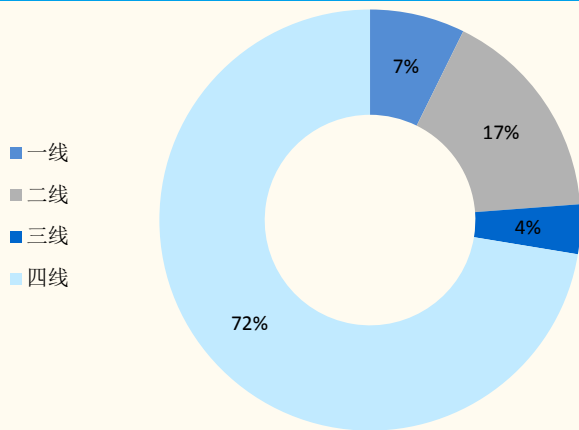


来源：智研咨询，国金证券研究所

品牌崛起，行业集中度不断提升

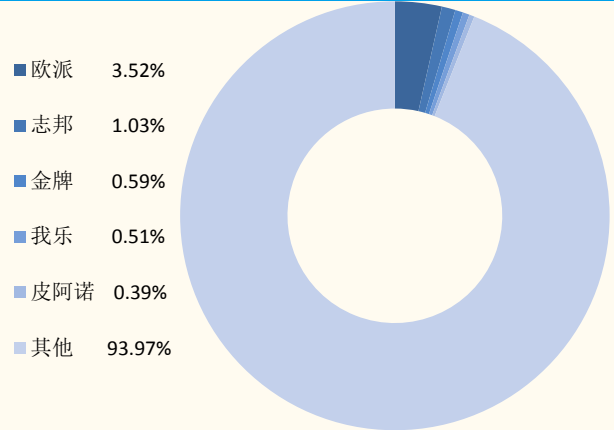
- **橱柜行业企业众多、集中度低，提升空间大。**目前，国内整体橱柜行业约有品牌 1,068 个，其中一线企业 78 家，占比为 7.3%，二线企业 176 家，占比为 16.5%，两类企业合计占比不超过 30%。另一方面，现阶段国内橱柜企业收入规模差距较大，营收超过 10 亿级的企业极少。结合中装协发布的 2015 年国内整体橱柜市场规模测算，国内整体橱柜行业 CR5 市场占有率不足 5%，其中行业龙头欧派家居的市场占有率仅为 3.52%。而 2015 年欧洲橱柜行业 CR5 约为 35%，韩国橱柜龙头汉森的市占率早在 2013 年就已超过 20%。我们认为，对于国内整体橱柜行业而言，无论是在集中度，还是在龙头企业的市占率，都具备较大提升空间。

图表 14：国内整体橱柜行业各类品牌占比情况



来源：中华橱柜网，国金证券研究所

图表 15：整体橱柜行业 CR5 占比不足 5%



来源：wind&中装协，国金证券研究所

图表 16：整体橱柜 CR5 企业基本情况

	金牌厨柜	志邦厨柜	我乐家居	欧派家居	皮阿诺
品牌 Logo	 金牌厨柜	 志邦厨柜	 我乐厨柜	 橱柜 衣柜	 皮阿诺厨柜
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，橱柜： 1,071.34	总收入：1,569.99 其中，橱柜： 1,418.92	总收入：676.20 其中，橱柜：546.84	总收入：7,134.13 其中，橱柜： 4,369.40	总收入：630.38 其中，橱柜：508.28

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **整体橱柜企业接连上市，市场份额加速向龙头企业集中。**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以为全国性品牌、区域性品牌和小规模厂商三个层次。其中，区域性品牌和小规模厂商在品牌实力和产品质量等方面缺乏实力和保障，在消费者品牌意识不断提升，以及“全装修房屋”推进过程中，市场份额将被全国性品牌，特别是龙头企业逐步抢占。今年以来，国内整体橱柜企业迎来密集 IPO 上市潮。截至 6 月 30 日，今年新上市的 6 家定制家居企业，除强调“全屋定制”的尚品宅配未拆分定制衣、橱柜数据以外，其余 5 家均以橱柜业务为重。通过梳理各公司募集资金投资项目来看，这 5 家企业一方面借助资本市场之力突破产能瓶颈，另一方面也将实现全国性产能布局，且通过信息化建设进一步增强盈利能力提升效率，扩大市场竞争优势。我们认为，上市橱柜企业将借助资本之力，进一步拉大与非上市企业，尤其是中小规模企业之间在产能布局上的

差距。未来几年，随着产能的渐次释放，上市整体橱柜公司市场占有率将得到有效提升。

图表 17：不同等级品牌基本情况

	企业特性	代表企业
全国性品牌	制造工艺成熟、品牌认知度高、营销网络覆盖全国	欧派、志邦、金牌等
区域性品牌	具有一定生产和销售能力、品牌实力欠佳、分布在沿海发达和省会城市	-
小规模厂商	家庭式作坊、产品售价较低、品牌影响力极低、产品质量无保障	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 18：已上市整体橱柜企业产能募投项目

	项目名称	投资总金额(亿元)	建设进度	达产时间	达产后产能	达产后新增收入(亿元)
皮阿诺	中山阜沙产能扩建项目	1.54	未开工	2019 年达产	4 万套定制橱柜/年以及 4 万套定制衣柜/年的产能,	3.96
	天津静海产能建设项目一期	2.04	26.47%	2020 年达产	8 万套定制橱柜/年以及 5 万套定制衣柜/年的产能	6.9
欧派家居	广州年产 15 万套橱柜生产线建设项目	2.95	未开工	2018 年底	15 万套橱柜产能	8.4
	天津年产 15 万套橱柜生产线建设项目	2.92	已投产	-	16 万套橱柜产能	8.4
	广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目	3.41	未开工	2018 年底	30 万套衣柜产能	7.89
	无锡生产基地（一期）建设项目	7.8	62.44%	2018 年初	30 万套衣柜产能，10 万套衣柜产能，50 万套抽油烟机产能、50 万套燃气灶产能	23.1
金牌橱柜	年产 60 万樘木门生产线建设项目	2.83	未开工	2018 年底	60 万樘产能	7.8
	江苏金牌年产 7 万套整体橱柜建设项目	1.6	71.88%	2018 年	7 万套整体橱柜产能	5.85
	江苏金牌年产 6 万套整体橱柜扩建项目	1.38	8.70%	2019 年	6 万套整体橱柜产能	5.02
	三期项目工程	1.28	65.63%	2018 年	6 万套整体橱柜产能	5.02
我乐家居	全屋定制智能家居系统项目	4.05	9.13%	2018 年底	全屋定制家居 174 万平方米；实木家具 8.3 万平方米；台面 8.3 万平方米	5.17
志邦股份	年产 20 万套整体橱柜建设项目	3.37	未开工	2019 年	20 万套整体橱柜产能	13
	年产 12 万套定制衣柜建设项目	1.32	未开工	2019 年	12 万套定制衣柜产能	3.12
合计		31.59				89.65

来源：各公司招股说明书，国金证券研究所

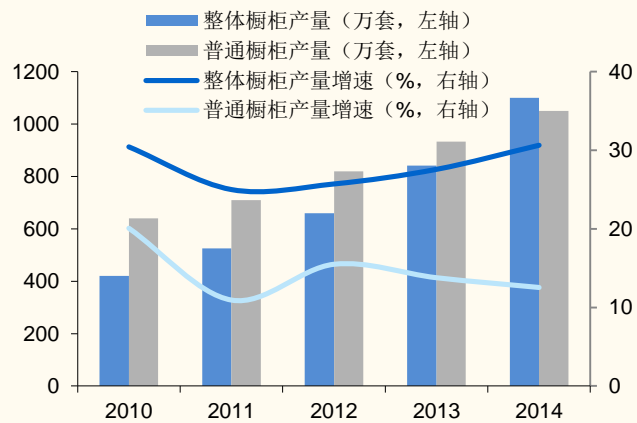
整体橱柜市场需求稳健提升

- 未来五年橱柜市场复合增速预计为 15.5%。基于住宅商品房及保障房的历史销售数据，并做合理假设，我们对未来国内整体橱柜市场需求做出如下测算。预计到 2020 年，整体橱柜市场需求量将突破 1,600 万套，未来五年整体橱柜市场需求将实现 15.5% 的复合增长。

基本假设

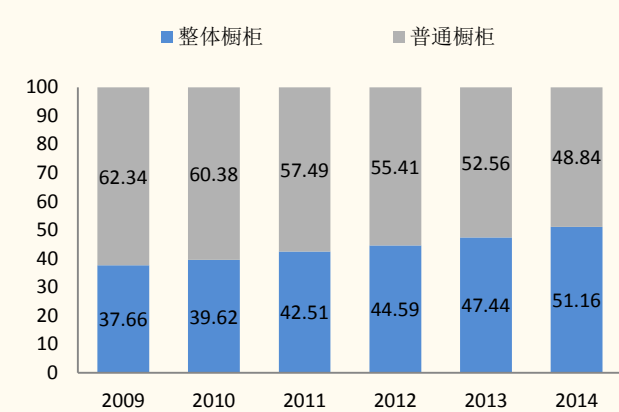
- 假设每百平方米住宅商品房和二次装修房屋以及 25%的保障房具备一套橱柜消费需求；
- 根据智研咨询发布的全国整体橱柜产量的相关数据来看，2014 年，全国整体橱柜产量为 1100 万套，渗透率为 51.16%。我们假设，2016 年国内整体橱柜行业的市场渗透率为 53%，之后每年提升 1.5pct.；

图表 19：整体橱柜产量情况



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 20：整体橱柜渗透率不断提升



来源：智研咨询，国金证券研究所

- 考虑到地产后周期效应，假设住宅商品房和保障房现房完成销售后，整体橱柜的消费需求将在一年后出现；
- 考虑到地产后周期效应，假设住宅商品房期房交房期为 2 年，整体橱柜的消费需求将在一年后出现；
- 假设 2017 年住宅商品房期房销售面积增速为 15%；
- 假设 2017-2019 年，住宅商品房现房销售面积每年增速为 10%；
- 假设 60%已销售商品房二次装修周期为 10 年；
- 基于以上假设，我们测算的整体橱柜未来市场需求量如下：

图表 21：住宅商品房市场整体橱柜需求量测算

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
期房市场需求					
期房市场橱柜需求总量 (万套)	899.34	814.70	865.04	1056.09	1214.50
整体橱柜渗透率	53.5%	55.0%	56.5%	58.0%	59.5%
期房市场整体橱柜需求总量 (万套)	481.15	448.08	488.75	612.53	722.63
现房市场需求					
现房市场橱柜需求总量 (万套)	259.02	319.31	351.24	386.37	425.01
整体橱柜渗透率	53.5%	55.0%	56.5%	58.0%	59.5%
现房市场整体橱柜需求总量 (万套)	138.58	175.62	198.45	224.09	252.88
二次装修市场需求					
二次装修市场橱柜需求总量 (万套)	297.53	376.88	455.88	367.54	517.11
整体橱柜渗透率	53.5%	55.0%	56.5%	58.0%	59.5%
二次装修市场整体橱柜需求总量 (万套)	159.18	207.28	257.57	213.17	307.68
保障性安居工程市场需求					
保障性安居工程市场橱柜需求总量 (万套)	234.90	360.18	414.21	476.34	547.79
整体橱柜渗透率	53.5%	55.0%	56.5%	58.0%	59.5%
保障性安居工程市场整体橱柜需求总量 (万套)	125.67	198.10	234.03	276.28	325.93

合计商品房市场整体橱柜需求 (万套)	904.57	1029.09	1178.80	1326.07	1609.12
增速 (%)		13.77	14.55	12.49	21.34

来源: wind, 国金证券研究所测算

金牌厨柜: 品质铸就品牌, 上市将迎跨越式发展

定位“更专业的高端厨柜”, 产品端品质及性价比优势凸显

- **整体橱柜行业品质壁垒凸显。**整体橱柜组件通常分为“金木水火土”五大类, 是家居中唯一涉及这五种品类的产品。相对来说, 整体橱柜是一个非常专业的系统工程, 涵盖木制品、人造石台面和五金配件等多元产品, 涉及水、电、燃气和油烟处理, 在用材、工艺、设计、生产、物流、安装和售后等方面的难度都远高于其他定制家居。在消费升级背景下, 产品品质和专业服务的重要性愈发凸显, 越来越成为消费者选购整体橱柜的首要考量因素。
- **专注中高端整体橱柜产品制造, 专业力量造就高品质壁垒。**公司自成立以来即专注于中高端橱柜的专业设计制造, 通过 9 大专业优势为消费者量身定制不同风格的整体橱柜。1) 研发设计: 公司拥有全球顶尖设计团队, 行业内首家在米兰开设产品设计研发中心, 多项业内设计大奖充分证明公司在业内领先的研发设计能力; 2) 板材用料: 公司采用环保等级远优于国标的 E1 级环保标准板材以及进口环保油漆和胶水, 四面一体封边技术能够有效阻止板材甲醛释放; 3) 生产设备: 公司的主要生产设备, 如电子开料锯和封边机等采用行业最先进的德国豪迈生产线设备, 实现柜体板生产线全流程自动化; 4) 组件供应: 为体现品牌定位, 保证产品整体品质, 公司与意大利高端嵌入式厨电品牌 MIG S.R.L 进行合作, 自建玛尼欧 (Malio) 厨电品牌, 结合金牌厨柜在厨房领域的专业经验, 玛尼欧为中国市场量身定制适合中国烹饪习惯的高端嵌入式厨电, 实现了整体橱柜产品的高度美观及风格一致性。凭借产品的高品质壁垒, 公司成为整体橱柜行业的领导品牌, 是中国五金制品协会厨房设备分会会长单位和全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会执行会长单位。

图表 22: 金牌厨柜 9 大专业优势



来源: 金牌厨柜官网, 国金证券研究所

图表 23: 金牌厨柜获得多项业内设计大奖



来源: 金牌厨柜官网, 国金证券研究所

- **中高端产品定位符合消费升级趋势, 产品性价比优势明显。**公司自成立以来, 即一直定位于做“更专业的高端厨柜”品牌, 通过深耕橱柜产品设计制造, 追求质量与细节的极致。公司产品虽定位中高端, 但通过对产品的深入对比, 公司产品性价比仍具有相当的竞争力。我们选择了欧派、金牌及志邦三大橱柜品牌进行产品评测分析 (橱柜尺寸均为 3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜), 首先, 金牌产品价格适中, 套柜所含配置还包含高端品牌 Malio 灶具; 而从产品关键参数对比来看, 金牌厨柜柜体厚度及深度均优于

欧派及志邦，同时金牌厨柜板采用防潮实木颗粒板，有效防止受潮与膨胀；此外，仅金牌厨柜拥有 10 年品质保证，进一步说明了公司产品的卓越品质。总结来看，作为消费者所关注的最基本问题，金牌产品的品质与性价比均具备明显优势。

图表 24：三大厨柜品牌产品评测对比

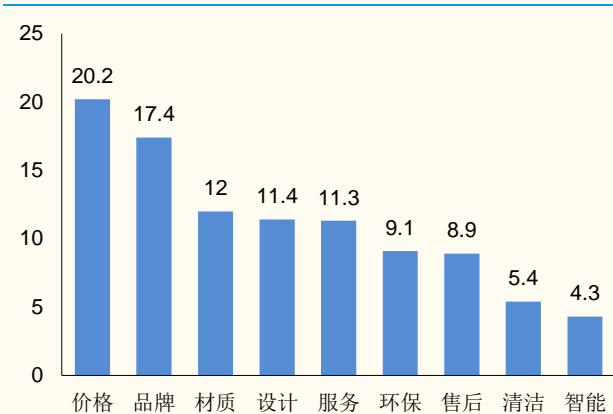
	欧派厨柜	金牌厨柜	志邦厨柜
套价 (元)	8888	6900	6599
厨柜设计样式			
厨柜所含配置	地柜、台面、吊柜、电器（烟机+炉具+水盆）、水槽、标配拉手、铰链、地脚板	地柜、台面、吊柜、炉具（高端品牌 Malio）、包管、标配拉手、铰链、地脚板	地柜、台面、吊柜、包管、标配拉手、铰链、地脚板
产品关键参数	板材环保级别：E1 柜体厚度：16mm 台板厚度：20mm 吊柜深度：330mm 地柜深度：550mm 五金配置：Blum	板材环保级别：E1 柜体厚度：18mm 台板厚度：20mm 吊柜深度：350mm 地柜深度：580mm 五金配置：Blum 柜体材质：防潮板	板材环保级别：E1 柜体厚度：16mm 台板厚度：15mm 吊柜深度：320mm 地柜深度：580mm 五金配置：海福乐
质保时长	5 年	10 年品质保证	3 年

来源：天猫商城，国金证券研究所

品牌+服务成就公司行业先驱地位

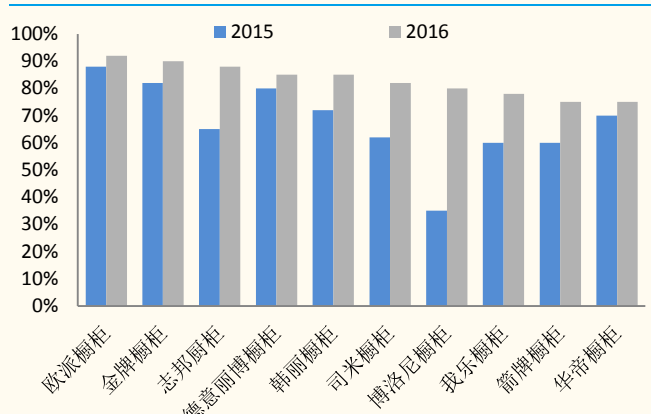
- 公司是品牌和服务双优厨柜企业。根据中华厨柜网发布的《2016 年中国厨柜行业白皮书》，消费者购买整体厨柜时对于品牌的关注度仅次于价格，占比达到 17.4%，品牌意识日益增强。近年来，公司持续加大品牌推广力度，已逐步构建由纸质媒体、电视媒体、广播电台媒体、互联网媒体和户外媒体等各种媒介整合成的立体式品牌宣传营销战略。2016 年，公司互联网广告覆盖率达到 90%，较 2015 年提升 8pct。除了品牌建设和推广外，公司致力于向消费者提供优质服务。从 2000 年开始，公司持续开展“金牌服务月”活动，为客户提供免费的上门保养和售后等增值服务。2016 年，公司被选为消费者最喜爱的十大厨柜品牌。

图表 25：影响消费者购买整体厨柜的因素



来源：2016 年中国厨柜行业白皮书，国金证券研究所

图表 26：整体厨柜互联网广告覆盖率 TOP10



来源：2016 年中国厨柜行业白皮书，国金证券研究所

图表 27：2016 年消费者最喜爱的十大橱柜品牌（排名不分先后）

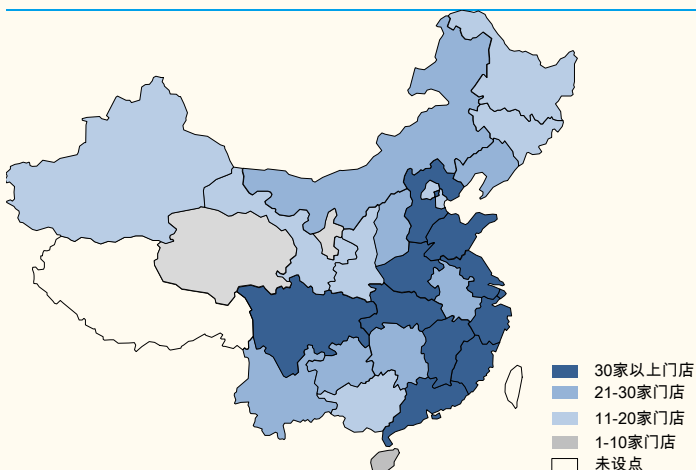
 CACAR佳居乐	 东方邦太橱柜	 好来屋厨柜	 金牌厨柜	 捷西橱柜
 欧派橱柜	 品爱定制	 司米橱柜	 沃根8090橱柜	 志邦厨柜

来源：2016 年中国橱柜行业白皮书，国金证券研究所

渠道：内外兼修，效率持续提升

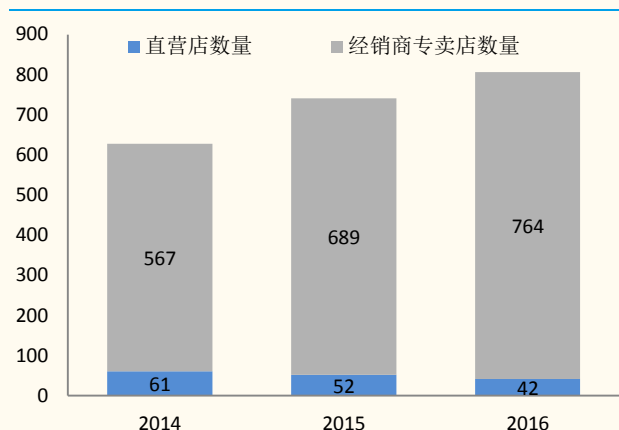
- 本土销售模式：经销为主，部分核心直营，辅以大宗业务、电子商务等多元销售模式。1) 直营模式：公司在发展初期，通过设立直营子公司的方式开拓市场，能够保证战略落实效率，提高沟通和信息传导的有效性，并能为公司及时收集一手市场需求信息。另一方面，直营店也是公司设计、销售服务创新的“试验田”，以市场先锋的身份引导周边经销商开展当地业务。2016 年，公司直营单店收入高达 662.31 万元，显著高于经销商专卖店的 89.71 万元，直营店模式成熟且盈利能力强。2) 经销模式：随着公司发展壮大，直营公司当地及周边市场日趋成熟，公司为优化渠道配置，提升经营效率，开始大力发展经销模式经营，经销商门店是公司未来渠道开拓的主要形式。公司藉此充分利用经销商资源迅速开拓市场，拓展营销网络，抢占市场份额。公司经销商管理体系由营销中心大零售业务管理部及销售大区构成，负责区域市场监控、指导和管理，并为经销商提供营销网络布局规划、店面选址、店面形象规范和门店销售人员培训等服务。过全方位服务，公司能够提升经销商盈利能力，并加强经销商对公司的粘性，增强经销商模式的可持续发展性。截至 2016 年底，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（含专营定制衣柜业务的桔家专卖店 29 家）。

图表 28：金牌厨柜全国门店布局情况



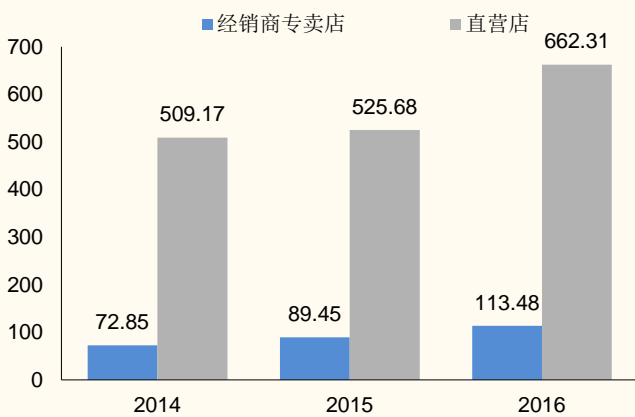
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 29：金牌厨柜直营店和经销商专卖店开店情况



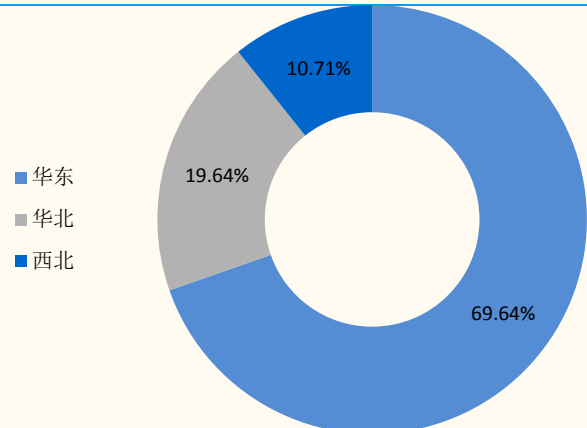
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 30：金牌厨柜经销商门店和直营门店收入（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 31：金牌厨柜各区域直营门店占比情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3) 大宗业务：从 2016 年起，中央和各地方政府接连出台“装配式建筑”相关政策，推动建筑工业化的发展。而“全装修房屋”是建筑工业化中内装工业化的重要内容。综合有关规范要求，“全装修”交房标准为：在住宅交付使用前，户内所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完毕，给水排水、燃气、通风与空调、照明供电以及智能化等系统基本安装到位，厨房、卫生间等基本设施配置完备，满足基本使用功能，可直接入住的住宅。整体橱柜作为能够将橱柜、厨电实现一体化安装，且完全对接厨房水电线路设计的家居产品，是“全装修房屋”政策的确定受益行业。公司已连续 5 年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选供应商（橱柜类）”，且与金茂、复地和金科等几十家百强地产企业建立了战略合作关系，大宗业务将成为公司新的盈利增长点。4) 电子商务：公司采取了进驻第三方电商平台（天猫等）与自建电商平台（G1999 电子商务平台）相结合的电商销售模式。借助电子商务销售模式公司可快速解决实体门店覆盖不足的问题，有效扩大消费者覆盖范围，增加消费者接触品牌的途径和频次。

图表 32：中央与地方政府密集出台涉及“全装修”相关政策

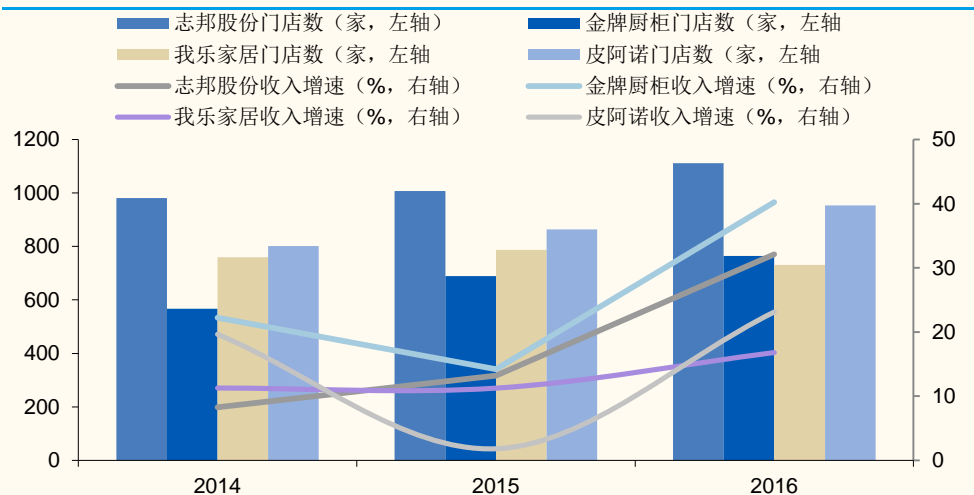
时间	颁布单位	名称	内容
2016/12/7	海南省人民政府	《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从 2017 年 1 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实行全装修
2016/9/10	浙江省人民政府	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	实现新建住宅全装修全覆盖。2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修
2016/9/6	山东省办公厅	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修,2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
2016/8/18	上海市住建委	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从 2017 年 1 月 1 日起，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%
2016/8/5	工信部	轻工业“十三五”规划	推动家具工业与建筑业融合发展，推进全屋定制新型制造模式发展。直接点明了家具制造行业未来发展方向
2016/6/29	河南省委省政府	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	2016 年起，郑州航空港区、郑东新区新建商品住宅告别毛坯房；到 2020 年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房
2016/3/23	四川省政府	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	2016—2017 年，成都、乐山、广安、西昌四个建筑产业现代化试点城市，形成较大规模的产业化基地；到 2025 年，装配率达到 40% 以上的建筑，占新建建筑的比例达到 50%；桥梁、水利、铁路建设装配率达到 90%；新建住宅全装修达到 70%

时间	颁布单位	名称	内容
2016/2/22	国务院	中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑
2016/2/3	湖北省政府	《关于推进建筑产业现代化发展的意见》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一
2015/10/28	北京市政府	《关于实施保障性住房全装修成品交房若干规定的通知》	从 2015 年 10 月 31 日起，凡新纳入北京市保障房年度建设计划的项目(含自住型商品住房)全面推行全装修成品交房
2015/6/14	宁波市政府	《关于加快推进新型建筑工业化若干意见》	开展住宅性能认定工作，以住宅全装修为突破口，新型建筑工业化商品住房和公共租赁住房宜实施住宅全装修，鼓励其他保障性安居工程实施住宅全装修

来源：钢构之窗、国务院、工信部、各省市人民政府、各省市城乡建设和管理委员会等，国金证券研究所

- **门店扩张空间大。**上市后，公司将持续扩大销售网络规模，加速渠道在二三线城市的下沉，提高各销售区域的品牌知名度和市场占有率，完成国内销售市场战略布局。我们认为，现阶段无论是家具行业还是整体橱柜行业，都还是典型的“大行业，小公司”的竞争格局，龙头企业的市占率都不高。市场竞争更多地还是集中在渠道的竞争，通过新增门店或门店升级推动收入规模扩大是最主要的竞争手段。目前，整体橱柜上市企业共有 5 家，其中志邦股份、我乐家居和皮阿诺与公司在收入规模和渠道规模方面较为相近。我们通过统计各公司近三年门店开设数量和收入增速发现，整体橱柜企业每新增一家门店，可获得约 0.23pct.的收入增长。因此，我们认为公司未来扩大现有销售渠道规模，必将带动整体收入的增长。另一方面，与拥有 2,088 家橱柜门店的龙头企业欧派家居相比，公司仅有 806 家门店，未来在渠道还有相当大的提升空间。

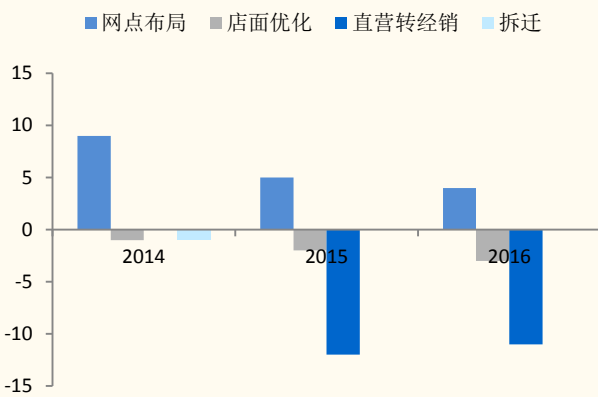
图表 33：整体橱柜企业每新增一家门店，可获得约 0.23pct. 的收入增速



来源：各公司招股说明书，国金证券研究所

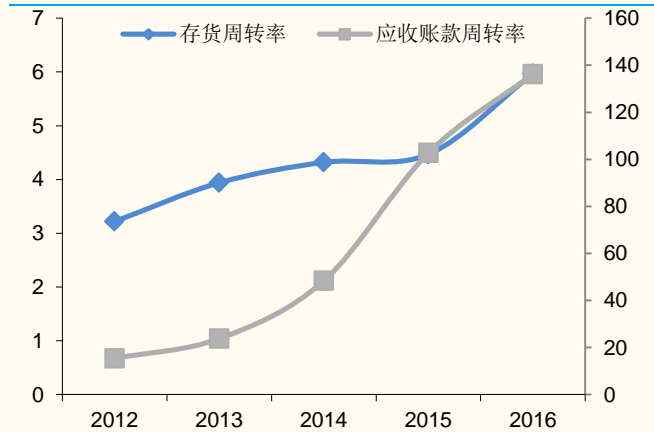
- **直营专卖店转经销专卖店，有效提升公司经营效率。**近年来，公司为了优化渠道配置，提升经营效率，开始将直营专卖店向经销商专卖店进行转变。2015 和 2016 年，公司分别完成 12 家和 11 家直营店面向经销商专卖店的转化。凭借对市场的深耕和长期培育，公司直营门店当地以及周边市场日趋成熟，因而转化为经销商专卖店并不会造成单店收入的大面积折损。同时，在直营店模式下，公司在完成产品配送和安装后才能确认收入，而经销商模式下公司在产品交付物流公司后即可确认收入。在门店层面，经销商专卖店由于灵活的用工和有竞争力的税收安排，通常也能够获得相对较高的盈利能力。因此，直营店转经销商专卖店，能够使得公司的存货周转率、应收账款周转率和净利率都获得明显提升。

图表 34：金牌厨柜直营店变动原因&变动数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 35：近年金牌厨柜经营效率提升明显

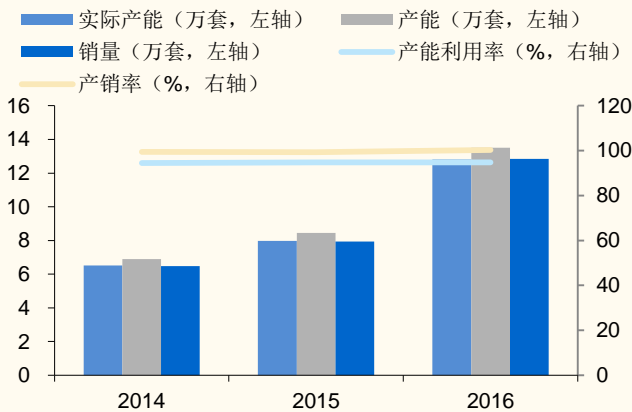


来源：wind，国金证券研究所

IPO 产能建设翻番，奠定业绩快速增长基础

- **IPO 项目将有效打破产能瓶颈，公司规模有望跃上新台阶。**近年来，公司持续进行产能建设。2016 年，公司产能达到 13.5 万套/年，比 2014 年增长了 95.65%。但现阶段公司整体产能限制依旧明显，2014-2016 年，公司产能利用率分别为 94.49%、94.76%和 94.81%，产销率分别高达 99.45%、99.36%和 100.34%。IPO 上市后，公司将投资 3.5 亿元用于产能建设。预计 IPO 募投项目全面达产后，公司将新增整体橱柜产能 17.1 万套/年，整体产能将达到 30 万套/年左右。

图表 36：现阶段金牌厨柜产能仍存在瓶颈



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

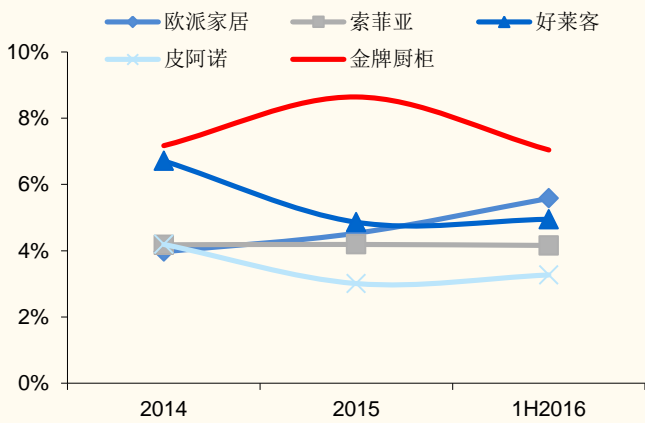
图表 37：金牌厨柜扩产项目投产进度 (套/年)

项目名称	投产第一年	投产第二年	投产第三年
江苏金牌年产 7 万套整体橱柜建设项目	19,950	46,550	66,500
江苏金牌年产 6 万套整体橱柜扩建项目	11,875	35,625	47,500
三期项目工程 (含厂房及配套设施)	17,100	39,900	57,000
合计	48,925	122,075	171,000

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

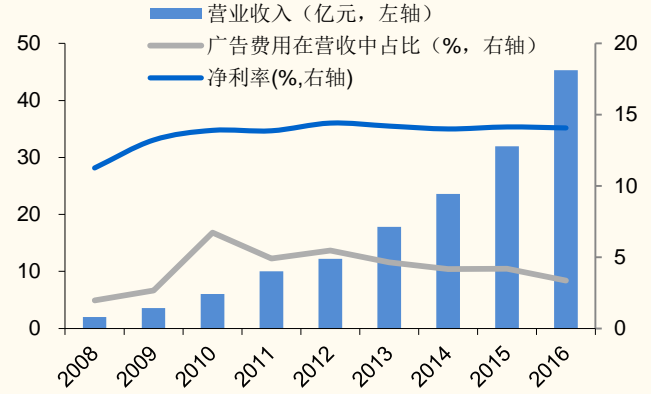
- **规模效应逐步显现，盈利能力确定增强。**与同业相比，公司的广告费在主营收入中的占比较高，这使公司虽然综合毛利率领跑行业，但是净利率水平被大幅拉低的一个重要原因为此，我们对比研究了定制家居代表性企业索菲亚历史年份中广告费与营收增长的关系。2010 年，索菲亚大幅提升广告费用投入，从 2009 年的 944.13 万元增加至 4,069.75 万元，广告宣传费用在主营收入中占比由 2.66%提升至 6.73%。此次广告费集中投入的次年，索菲亚在 IPO 上市后整体收入规模首次突破 10 亿元。2012 年，索菲亚 IPO 募投产能开始释放后再次上调广告投放，2013 年营收再迎 45% 的高速增长。此后，索菲亚的广告费用在营收中的占比开始缓慢下降，而收入规模保持持续扩大，净利率水平稳中有升。我们认为，年营收 10 亿元是定制家居企业规模突破的重要关口，密集投放广告费用有助企业实现快速突破，从而获取显著的规模效应。广告费用的大幅投入对收入的拉动作用将主要显现在下一个会计年度。而目前公司整体收入已经迈进 10 亿元大关，我们认为，公司 2016 年大规模广告投入对业绩的正向带动作用已经开始显现。我们预计，未来伴随公司 IPO 募投产能的渐次释放，规模效应将进一步扩大，广告费用占比将会减小，盈利能力将得到确定性提升。

图表 38：金牌厨柜广告费用在营收中占比较高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 39：广告投入带动索菲亚规模快速成长



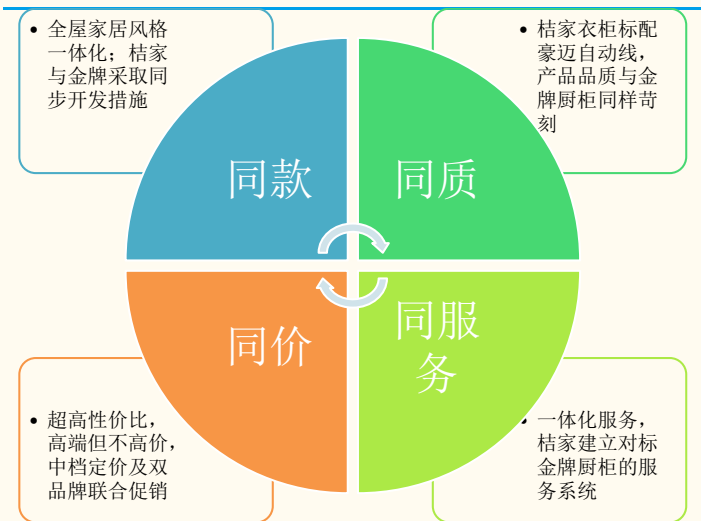
来源：索菲亚年报，国金证券研究所

- **信息化建设起步早，上市加速升级带动控费增效。**2005 年，公司开发完成 ERP 系统，并结合全条码管控体系，实现对生产全流程的信息化处理，促成销售、订单评审管理、生产制造及客户售后服务的一体化融合。公司凭借生产环节的全条码管控体系，避免定制化生产中的错漏，大幅提高生产效率及产品合格交付能力。2014 年，公司被工信部评为首批信息化和工业化两化融合管理体系贯标试点企业，也是当时定制家居行业内除了主打“C2B+O2O”模式的尚品宅配以外的唯一一家。上市后，公司将继续投入 2,617.2 万元用于信息化改造升级，进一步完善从前端销售到后端物流配送的全部流程。信息化升级改造，将巩固公司规模化生产优势，并兼顾产品个性化设计，进一步提高生产自动化及合格率水平，打造整体厨柜模数化定制敏捷制造与客户服务集成能力，逐步实现数字化工厂战略目标。

衣柜业务起步中，“四同”策略有望复制金牌成功路

- **布局衣柜独立品牌，多元化产品期待业务放量。**2016 年，公司推出高端衣柜定制品牌“桔家衣柜”，产品设计年轻时尚，直接针对 80、90 后消费群体。目前，桔家衣柜产品已囊括衣柜、玄关柜、电视柜、餐边柜和榻榻米等产品，产品线呈现多元化，具备大家居发展基因。同时，公司对“金牌”与“桔家”采取双品类的双品牌独立运营，衣柜业务采取同款、同质、同价和同服务的“四同”策略，对标金牌在厨柜业务上的高标准。根据我们在此前定制家居行业深度报告《资本助力、群雄并起》中对定制衣柜的测算，未来 5 年定制衣柜行业将基本保持 25% 左右的增速。我们认为，“四同”策略有助桔家衣柜在行业确定性高速增长中复制金牌厨柜的成功故事。

图表 40：桔家&金牌“四同”策略



图表 41：桔家衣柜部分产品展示

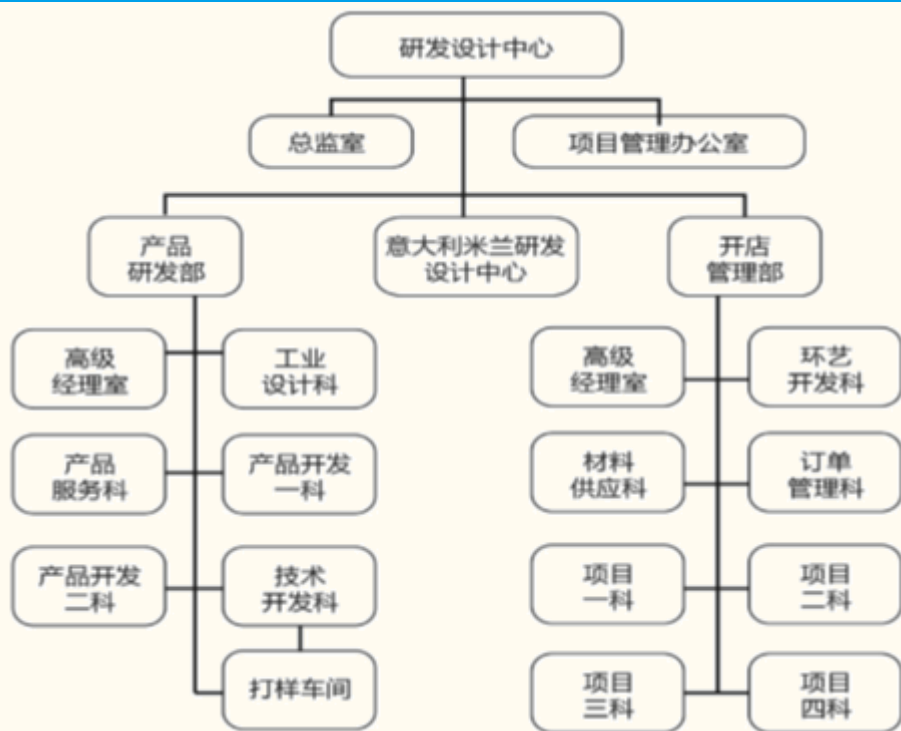


来源：新浪家居，国金证券研究所

来源：桔家天猫旗舰店，国金证券研究所

- 产品研发设计升级将助力公司客单价提升。**公司自成立以来，始终重视产品的工艺与设计风格的融合。为了确保紧跟世界家居设计潮流，公司在意大利米兰成立了子公司，陆续聘请德国、意大利和台湾等地专家为技术顾问，加速整合国际资源，进一步夯实公司高端品牌、时尚设计的产品定位，为加速国际业务发展做准备。同时，公司也是整体橱柜国家标准《家用厨房设备》的主起草单位之一，并参与国家标准《家具工业术语》和行业标准《住宅整体厨房》的修订。上市后，公司将投资 5,322.1 万元用于研发中心建设。我们认为，现阶段公司已经具备较强产品研发设计能力，而公司通过研发中心建设和课题研究，将可以进一步增强产品功能性，提升产品品质，增加产品附加值并最终带动客单价的增长。

图表 42：金牌厨柜产品研发体系



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 43：公司拟研发课题项目

课题名称	项目简介	现有基础
1 中式厨房用户行为模式及油烟问题的研究	针对中式烹饪、饮食等习惯进行深入研究，开发贴合我国国情的整体厨柜，引领中式厨房潮流	调研
2 整体厨柜智能控制技术的研发及产业化	传统整体厨柜一直被三大问题困扰着：①固定的柜体台面高度不可调节，无法适应不同人群、不同烹饪场景及方式的操作高度需求；②水槽柜极易腐烂滋生细菌而且不易被察觉；③整体厨柜空间有限，收纳杂乱。公司将结合人体工学原理针对以上问题进行智能化领域的深入研究	研究分析
3 整体厨柜共性技术研究	开展整体厨房行业调研及发展趋势研究、消费者行为模式和需求研究、以及人机工学研究、收纳功能等方面的共性技术研究，每年出版属于自己行业的研究白皮书	调研
4 整体厨柜标准体系研究	主要有设计标准化、产品标准化、销售标准化、技术标准化、生产标准化、储运物流标准化体系、安装服务标准化体系等七大标准体系研究，为彻底实现大规模个性化定制生产模式奠定基础。	研究分析

课题名称	项目简介	现有基础
5 橱柜技术工艺创新能力	整体橱柜主要体现在技术工艺细节研究和人性化的设计, 持续对柜体加工、材料应用、功能及基础五金的技术工艺进行研究。	研究分析

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

风险因素

宏观经济波动风险

- 家具行业属于周期性行业, 易受到经济增长周期性, 特别是房地产行业波动的影响。如果经济出现较大波动, 终端消费者将减少对民用家具的需求, 导致公司主要客户订单需求不稳定性增加, 最终影响公司的盈利水平。

主要原材料价格大幅波动风险

- 公司整体橱柜生产所需主要原材料为中密度纤维板、铝型材、百叶板和五金配件等, 直接材料成本占比较高。主要原材料采购价格的波动, 将直接影响公司的经营业绩。

IPO 募投新增产能无法及时消化的风险

- 虽然现阶段整体橱柜行业集中度低, 且提升趋势已确认, 但在项目实施及后续经营过程中, 如果出现市场开拓滞后或市场环境不利变化, 公司新增产能将存在无法及时消化的风险。

盈利预测

关键假设

- 公司已经以自有资金启动募投项目建设。
- 年产 7 万套整体橱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 万套整体橱柜扩建项目建设期 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 万套整体橱柜产能, 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 44: 金牌橱柜盈利预测

	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
橱柜	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
橱柜	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

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
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
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
主营业务收入	686	784	1,099	1,582	2,257	3,155	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	资产总计	532	755	834	1,620	2,138	2,827
%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%	负债	374	558	550	782	1,120	1,573
营业利润	41	42	96	210	301	398	普通股股东权益	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	负债股东权益合计	532	755	834	1,620	2,138	2,827
税前利润	49	54	113	221	312	409	比率分析						
利润率	7.1%	6.9%	10.3%	14.0%	13.8%	13.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-9	-7	-17	-33	-47	-61	每股指标						
所得税率	19.0%	12.9%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.80	0.95	1.92	2.71	3.87	5.10
净利润	39	47	96	188	265	348	每股净资产	3.23	4.02	5.67	12.42	15.02	18.44
少数股东损益	-1	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	1.58	3.78	4.98	4.34	6.84	9.07
归属于母公司的净利润	40	47	96	182	259	342	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.89	1.28	1.68
净利率	5.8%	6.0%	8.8%	11.5%	11.5%	10.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							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	增长率						
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%
经营活动现金净流	79	189	249	291	458	607	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	资产管理能力						
其他	0	0	1	2	2	2	应收账款周转天数	8	4	3	7	7	7
投资活动现金净流	-106	-130	-126	-39	-61	-65	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	偿债能力						
筹资活动现金净流	26	5	-126	410	-60	-85	净负债/股东权益	-14.02%	-33.97%	-61.72%	-99.86%	#####	#####
现金净流量	-2	64	-3	662	337	457	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

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	1	1	1	1
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	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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

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为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。

本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 7BD