

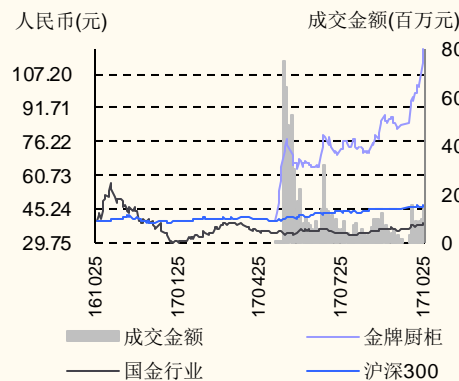
市场价格(人民币): 118.46 元

## 渠道拓展内外兼修, 产能建设加速推进

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)	7,936.82
年内股价最高最低(元)	118.46/40.10
沪深 300 指数	3976.95
上证指数	3396.90



## 相关报告

- 《金牌厨柜 2017 年半年报点评-产能瓶颈逐步缓解, 业绩增长持续...》, 2017.8.10
- 《金牌厨柜深度报告-白马潜质已现, 业绩跃升确定》, 2017.7.28
- 《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》, 2017.5.12

## 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  
qiუსijia@gjzq.com.cn

## 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	2.85	4.08	5.53
每股净资产(元)	4.02	5.67	12.52	15.25	18.96
每股经营性现金流(元)	3.78	4.98	4.48	7.04	9.43
市盈率(倍)	N/A	N/A	42	29	21
行业优化市盈率(倍)	93	82	159	159	159
净利润增长率(%)	18.26%	103.27%	98.63%	42.89%	35.68%
净资产收益率(%)	23.57%	33.93%	22.79%	26.73%	29.18%
总股本(百万股)	50.00	50.00	67.00	67.00	67.00

来源: Wind、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 2017 年前三季度, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 9.67 亿元、9,785.96 万元和 9,059.26 万元, 同比分别增长 36.18%、149.81%和 125.54%。实现全面摊薄 EPS1.57 元/股, 高于市场一致预期。经营活动净现金流为 1.64 亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 42.77%/9.64%/34.95%, 归母净利润同比增速分别为 114.53%/106.14%/147.42%。

## 经营分析

- **业绩高增超市场预期, 规模效应已开始释放:** 2017 年前三季度, 公司收入实现高速增长 (+36.18%), 毛利率小幅提升至 37.63% (+0.39pct.)。期间费用率下降 2.41pct.。其中, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.92pct./1.37pct./0.12pct.。凭借对费用良好的管控能力, 以及规模效应开始逐步显现, 公司归母净利润率达到了 9.37%, 同比大幅提升 3.71pct., 环比提升 1.09pct., 整体盈利能力显著增强。
- **销售渠道拓展内外兼修。** 结合开店进度和规划, 我们估计至三季度末公司橱柜门店总数已接近千家。依靠店面布局的增加与单店销售的增长, 公司单季销售收入增加 34.95%, 增速环比提升 25.31pct.。同时, 由于经销商保证金余额的增加, 导致公司其他应付款环比增长 16.55%, 较上半年环比增速提升 21.55pct., 也从侧面验证了门店开设成效在三季度正逐渐放大。公司作为橱柜行业中鲜有海外渠道的企业, 目前已经形成了以美国、澳大利亚和迪拜等国家与地区为区域性中心的全球销售格局。为配合海外区域性销售, 公司在设立美标、澳标和欧标等产品体系的同时, 也通过增加客户授信额度的方式鼓励海外经销商进行产品销售。同时, 公司也将着手在美国设立组装工厂, 加速融合当地市场。我们看好公司对区域性市场的深耕, 未来 2-3 年海外销售将逐渐进入收获期。
- **公司加速产能建设与规划, GIS 系统打造信息化生产优势。** 从 2014 年开始, 公司产能利用率持续保持 94%水平之上, 致使产能瓶颈问题较为突出。目前, 公司正加速产能建设, 三季度在江苏泗阳基地投入二期厂房建设, 在建工程环比增长 156.69%, 较上半年环比增速提升 111.58pct.。我们预计, 公司年内将会有部分新增产能陆续释放, 全年产能规模将达到 20 万套/左右, 同比提升 45.98%。由公司自主研发的“GIS 系统—工业化柔性定制智

能解决方案”，涵盖设计、客服、供应链等 6 大模块，实现了从前端客户流量的精准获取，到制造后端自动拆单与智能制造的全流程打通。现阶段公司正对 GIS 六大系统模块进行再升级，打造信息化环境下新型能力，保持信息化优势巩固市场地位。

#### 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。

#### 盈利预测与投资建议

- 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。我们上调公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 预测至 2.85/4.08/5.53 元/股，（三年 CAGR56.8%），对应 PE 分为 42/29/21 倍，维持公司“买入”评级。

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	846	1,194	1,671
增长率		14.2%	40.3%	43.9%	42.7%	39.8%	应收款项	18	23	16	55	78	109
<b>主营业务成本</b>	<b>-405</b>	<b>-461</b>	<b>-680</b>	<b>-962</b>	<b>-1,384</b>	<b>-1,942</b>	存货	97	109	119	211	303	426
%销售收入	59.1%	58.8%	61.9%	60.8%	61.3%	61.6%	其他流动资产	43	46	73	47	67	93
<b>毛利</b>	<b>281</b>	<b>323</b>	<b>419</b>	<b>619</b>	<b>873</b>	<b>1,213</b>	流动资产	269	357	383	1,159	1,641	2,298
%销售收入	40.9%	41.2%	38.1%	39.2%	38.7%	38.4%	%总资产	50.6%	47.2%	45.9%	71.1%	76.1%	80.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-27</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-159</b>	<b>-178</b>	<b>-201</b>	<b>-250</b>	<b>-352</b>	<b>-502</b>	%总资产	39.3%	38.3%	43.6%	25.0%	20.8%	17.1%
%销售收入	23.1%	22.7%	18.3%	15.8%	15.6%	15.9%	无形资产	42	61	69	61	67	72
<b>管理费用</b>	<b>-71</b>	<b>-84</b>	<b>-109</b>	<b>-147</b>	<b>-208</b>	<b>-284</b>	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%	9.0%	%总资产	49.4%	52.8%	54.1%	28.9%	23.9%	19.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>44</b>	<b>52</b>	<b>98</b>	<b>209</b>	<b>294</b>	<b>401</b>	<b>资产总计</b>	<b>532</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,629</b>	<b>2,158</b>	<b>2,861</b>
%销售收入	6.4%	6.6%	8.9%	13.2%	13.0%	12.7%	短期借款	51	58	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	应付款项	248	391	476	644	923	1,294
%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	140	201	277
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	333	489	536	784	1,124	1,572
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	38	54	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	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>784</b>	<b>1,124</b>	<b>1,573</b>
<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>96</b>	<b>221</b>	<b>317</b>	<b>432</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>161</b>	<b>201</b>	<b>284</b>	<b>839</b>	<b>1,022</b>	<b>1,270</b>
营业利润率	6.0%	5.4%	8.8%	14.0%	14.1%	13.7%	少数股东权益	-4	-4	0	6	12	18
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>532</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,629</b>	<b>2,158</b>	<b>2,861</b>
<b>税前利润</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>113</b>	<b>232</b>	<b>328</b>	<b>443</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	7.1%	6.9%	10.3%	14.7%	14.5%	14.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-17</b>	<b>-35</b>	<b>-49</b>	<b>-66</b>	<b>每股指标</b>						
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	2.85	4.08	5.53
<b>净利润</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>96</b>	<b>197</b>	<b>279</b>	<b>377</b>	每股净资产	3.23	4.02	5.67	12.52	15.25	18.96
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	4.48	7.04	9.43
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>96</b>	<b>191</b>	<b>273</b>	<b>371</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.94	1.35	1.83
净利率	5.8%	6.0%	8.8%	12.1%	12.1%	11.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	24.79%	23.57%	33.93%	22.79%	26.73%	29.18%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.53%	6.27%	11.54%	11.73%	12.66%	12.95%
净利润	39	47	96	197	279	377	投入资本收益率	14.46%	14.63%	29.27%	21.00%	24.21%	26.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	17	25	29	24	28	33	主营业务收入增长率	22.21%	14.18%	40.25%	43.93%	42.71%	39.78%
非经营收益	4	1	3	-6	-13	-13	EBIT 增长率	42.99%	17.98%	88.71%	112.97%	41.11%	36.00%
营运资金变动	18	115	122	85	177	236	净利润增长率	30.13%	18.26%	103.27%	98.63%	42.89%	35.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>189</b>	<b>249</b>	<b>300</b>	<b>472</b>	<b>632</b>	总资产增长率	19.41%	42.03%	10.43%	95.34%	32.46%	32.56%
资本开支	-92	-132	-93	-40	-63	-67	<b>资产管理能力</b>						
投资	-14	2	-35	-1	0	0	应收账款周转天数	8	4	3	7	7	7
其他	0	0	1	2	2	2	存货周转天数	84	82	61	80	80	80
<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>	应付账款周转天数	96	111	107	103	103	103
股权募资	0	0	0	427	0	0	固定资产周转天数	76	111	121	96	76	60
债权募资	36	23	-112	-14	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-10	-18	-14	-3	-63	-90	净负债/股东权益	-14.02%	-33.97%	-61.72%	-100.18%	-115%	-130%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>5</b>	<b>-126</b>	<b>410</b>	<b>-63</b>	<b>-89</b>	EBIT 利息保障倍数	15.3	10.4	56.5	-19.9	-14.1	-13.7
<b>现金净流量</b>	<b>-2</b>	<b>64</b>	<b>-3</b>	<b>671</b>	<b>347</b>	<b>477</b>	资产负债率	70.35%	73.93%	65.99%	48.14%	52.09%	54.97%

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	3	12	13
增持	0	0	1	6	6
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.42	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-28	买入	76.54	94.85~94.85
2	2017-08-10	买入	77.41	N/A

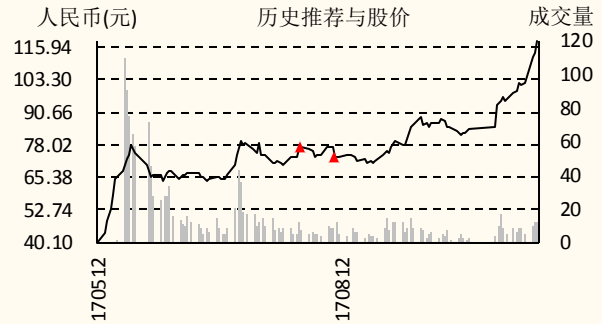
来源：国金证券研究所

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。

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 7GH