

盈利改善业绩靓丽, 渠道拓展加速落地

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营收 9.7 亿元, 同比增长 36.2%, 实现归母净利润 9059.3 万元, 同比增长 125.5%, 扣非后净利润增长 127.9%。其中 Q3 实现营收 4.1 亿元, 同比增长 35%, 实现归母净利润 4434.1 万元, 同比增长 147.4%, 业绩超预期。
- **三季报业绩亮眼, 盈利能力大幅改善:** 1) 渠道端布局加速, 随着门店扩张和单店收入提升, 公司营收快速增长, 截至 2017 年上半年公司门店已拓展至 959 家, 上半年共增加 118 家, 其中加盟店 882 家, 相较 2016 年全年增加 72 家。扩张速度明显加快, 可见公司对渠道布局更加重视。2) 在上半年原材料上涨的背景下公司毛利率仍有提升: 公司前三季度毛利率达到 37.6%, 同比增长约 0.4pct, 主要是募投项目产能利用率逐渐提升带动, 规模效应逐渐显现。Q3 单季度毛利率达到 38.8%, 同比提升 2.1 个百分点。公司对内部进行精细化管理, 提高了运营效率, 同时直营转经销带动费用率下行: 管理费用率下调 1.4pct, 销售费用率降低 0.92pct, 整体期间费用率同比下降 2.4pct, 推动公司净利率水平大幅改善 3.7pct 提升至 9.4%, 显著提振公司整体盈利能力。截至 Q3 预收账款较 H1 末增长 36.5%, 公司在手订单充裕, 为全年业绩提供支撑。
- **开拓空白区域扩成长空间, 募投项目加快产能提升。** 1) 公司专注于高端定制橱柜产品的研发、生产与销售, 是目前国内少有选用进口爱格板的定制家具公司, 门店主要集中华东地区一、二线城市, 相比定制巨头欧派家居 4000 余家橱柜门店, 公司仍有较多空白区域待拓展, 预计全年橱柜专卖店将超过 1100 家, 开店速度从今年开始明显加快; 同时公司积极进行品类延伸, 2017 年正式推出“桔家衣柜”定制品牌, 2017 上半年桔家衣柜门店已开展 37 家, 预计全年桔家衣柜门店有望超过 100 家。2) 公司产能利用率始终保持 94% 以上高位, 上市后募集 4.3 亿元主要用于江苏金牌产能提升项目并已经进入陆续投产阶段, 达产后可增加 13 万套整体橱柜产能, 2017 年公司产能预计达到 20 万套左右, 相比 2016 年增长 45% 以上, 产能瓶颈得以缓解, 为未来公司业绩高增长奠定基础。
- **盈利预测与估值:** 未来三年公司将加快开店步伐, 衣柜产品也将逐渐放量, 业绩有望实现较快增长。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.4、3.37、4.65 元, 净利润复合增速为 48%, 考虑到四季度估值切换行情, 给予公司 18 年 40 倍 PE, 对应目标价为 134.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售不及预期的风险; 产能投放低于预期的风险。

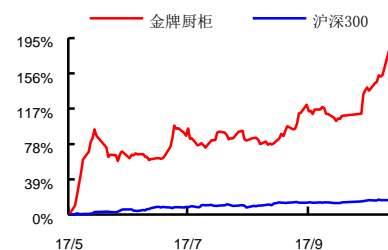
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1098.89	1506.18	2045.18	2736.07
增长率	40.25%	37.06%	35.79%	33.78%
归属母公司净利润(百万元)	96.23	160.84	226.06	311.25
增长率	103.27%	67.15%	40.54%	37.68%
每股收益 EPS(元)	1.44	2.40	3.37	4.65
净资产收益率 ROE	33.92%	37.82%	36.51%	35.16%
PE	80	48	34	25
PB	27.15	18.11	12.44	8.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.17
52 周内股价区间(元)	40.1-118.46
总市值(亿元)	77.01
总资产(亿元)	14.44
每股净资产(元)	11.64

相关研究

关键假设：

假设 1：公司募投资项目中的江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目能在今年投产、江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目能在明年投产，产能瓶颈有效解决。

假设 2：随着产能利用率大幅提升，摊薄固定成本，整体毛利率相应有所上升，预计未来三年毛利率水平分别为 38.1%、38.4%、38.5%。

假设 3：厨房电器随着橱柜配套率提升，增速有所加快。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入成本预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	686.2	783.5	1098.9	1506.2	2045.2	2736.1
yoy	22.2%	14.2%	40.3%	37.1%	35.8%	33.8%
营业成本	405.5	460.7	680.1	931.6	1260.5	1683.2
毛利率	40.9%	41.2%	38.1%	38.1%	38.4%	38.5%
橱柜						
收入	555.36	647.43	925.2	1286.0	1761.8	2378.4
yoy		16.6%	42.9%	39.0%	37.0%	35.0%
成本	340	405.63	586.1	807.6	1102.9	1484.1
毛利率	38.8%	37.3%	36.6%	37.2%	37.4%	37.6%
厨房电器						
收入	76.6	77.54	97.2	126.3	164.2	205.3
yoy		1.2%	25.3%	30.0%	30.0%	25.0%
成本	42.82	40.81	54.1	70.1	90.3	112.9
毛利率	44.1%	47.4%	44.3%	44.5%	45.0%	45.0%
安装服务						
收入	22.71	27.19	32.8	42.6	55.3	72.0
yoy		19.7%	20.4%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	17.85	21.02	23.9	30.7	38.7	50.4
毛利率	21.4%	22.7%	27.1%	28.0%	30.0%	30.0%
厨房用品						
收入	17.6	13.5	16.3	16.8	21.9	29.5
yoy		-23.7%	20.9%	25.0%	30.0%	35.0%
成本	12.5	10.9	15.6	15.1	18.6	23.6
毛利率	29.4%	19.3%	4.4%	10.0%	15.0%	20.0%
衣柜及配套产品						
收入			0.4	1.9	2.9	4.0
yoy				400.0%	50.0%	40.0%
成本			0.3	1.6	2.1	2.8

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率			15.8%	17.0%	25.0%	30.0%
其他业务						
收入	13.9	17.9	27.2	33	39	47
yoy		28.61%	51.87%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	(7.7)	(17.6)	0.1	6.5	7.8	9.4
毛利率			99.63%	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1098.89	1506.18	2045.18	2736.07	净利润	96.22	160.84	226.05	311.24
营业成本	680.11	931.58	1260.48	1683.18	折旧与摊销	28.84	28.44	29.96	32.16
营业税金及附加	10.74	15.43	20.97	18.88	财务费用	1.74	-14.57	-20.39	-27.89
销售费用	201.09	268.10	359.95	478.81	资产减值损失	0.62	1.76	1.50	1.50
管理费用	108.94	131.04	173.84	232.57	经营营运资本变动	73.68	115.72	172.04	199.42
财务费用	1.74	-14.57	-20.39	-27.89	其他	47.99	-2.56	-0.50	-3.70
资产减值损失	0.62	1.76	1.50	1.50	经营活动现金流净额	249.09	289.64	408.66	512.72
投资收益	0.64	0.80	1.00	1.20	资本支出	-74.26	-60.00	-70.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-52.20	2.53	1.00	1.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-126.46	-57.47	-69.00	-88.80
营业利润	96.27	173.63	249.82	350.23	短期借款	-20.10	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.18	15.59	16.12	15.94	长期借款	-54.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.45	189.22	265.94	366.16	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.23	28.38	39.89	54.92	支付股利	-9.50	-19.25	-32.17	-45.21
净利润	96.22	160.84	226.05	311.24	其他	-42.08	14.57	20.39	27.89
少数股东损益	0.00	0.00	-0.01	-0.01	筹资活动现金流净额	-126.06	-4.68	-11.78	-17.32
归属母公司股东净利润	96.23	160.84	226.06	311.25	现金流量净额	-3.16	227.50	327.88	406.60
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	175.07	402.57	730.45	1137.05	成长能力				
应收和预付款项	32.25	65.24	80.59	107.45	销售收入增长率	40.25%	37.06%	35.79%	33.78%
存货	118.66	162.54	217.92	292.68	营业利润增长率	129.25%	80.35%	43.88%	40.19%
其他流动资产	57.08	75.86	103.01	137.81	净利润增长率	103.59%	67.15%	40.54%	37.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	87.88%	47.82%	38.33%	36.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	363.61	402.66	450.20	515.54	毛利率	38.11%	38.15%	38.37%	38.48%
无形资产和开发支出	54.67	48.57	42.48	36.38	三费率	28.37%	25.53%	25.10%	24.98%
其他非流动资产	32.63	31.23	29.83	28.43	净利率	8.76%	10.68%	11.05%	11.38%
资产总计	833.97	1188.67	1654.48	2255.34	ROE	33.92%	37.82%	36.51%	35.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.54%	13.53%	13.66%	13.80%
应付和预收款项	498.61	697.77	951.45	1262.84	ROIC	46.66%	76.35%	167.10%	647.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.54%	12.45%	12.68%	12.96%
其他负债	51.72	65.66	83.91	107.36	营运能力				
负债合计	550.33	763.43	1035.36	1370.19	总资产周转率	1.38	1.49	1.44	1.40
股本	50.00	67.00	67.00	67.00	固定资产周转率	3.66	4.12	5.45	6.87
资本公积	33.41	16.41	16.41	16.41	应收账款周转率	136.23	115.84	106.22	113.49
留存收益	200.23	341.83	535.72	801.75	存货周转率	5.97	6.63	6.59	6.55
归属母公司股东权益	283.64	425.24	619.13	885.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	-0.01	资本结构				
股东权益合计	283.64	425.24	619.12	885.15	资产负债率	65.99%	64.23%	62.58%	60.75%
负债和股东权益合计	833.97	1188.67	1654.48	2255.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.71	0.94	1.11	1.24
					速动比率	0.49	0.73	0.89	1.02
					股利支付率	9.87%	11.96%	14.23%	14.53%
					每股指标				
					每股收益	1.44	2.40	3.37	4.65
					每股净资产	4.23	6.35	9.24	13.21
					每股经营现金	3.72	4.32	6.10	7.65
					每股股利	0.14	0.29	0.48	0.67
业绩和估值指标									
EBITDA	126.85	187.51	259.39	354.49					
PE	80.03	47.88	34.07	24.74					
PB	27.15	18.11	12.44	8.70					
PS	7.01	5.11	3.77	2.81					
EV/EBITDA	43.78	38.82	26.80	18.46					
股息率	0.12%	0.25%	0.42%	0.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn