

金牌厨柜 (603180)

— 产能瓶颈缓解，渠道布局加快

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 155.05 元

事件:

金牌厨柜 3 月 27 日晚间发布年度业绩报告称,2017 年归属于母公司所有者的净利润为 1.67 亿元,较上年同期增 73.29%;营业收入为 14.42 亿元,较上年同期增 31.22%;基本每股收益为 2.78 元,较上年同期增 44.79%。2017 年度拟 10 派 8 元。

投资要点:

1、整体橱柜受产能驱动明显，2017 年产能同比增速达 50%以上，推动业绩提升。

我们认为整体橱柜产能的释放将驱动公司业绩大幅增长，目前收入规模主要受产能制约，理由是：

产能利用率维持 90%附近，说明需求旺盛，销售规模受到产能制约。2014 年以来，公司橱柜产能利用率维持在 94%以上，2017 年“厦门三期项目工程”、“江苏金牌年产 7 万套整体橱柜建设项目”顺利投产，产能提升至 20 万套/年以上，实际生产量为 18.58 万套，产能利用率仍在 90%附近。**单个店面销售量略有收缩，推测为产能扩张增速跟不上开店速度。**2017 年单店平均销售橱柜数量为 164 套，2016 年为 168 套，同时产能利用率处于高位，判断可能是产能扩张速度勉强跟上开店速度。

图表 1 2017 单个店面橱柜销售量略有下滑

时间	2014	2015	2016	2017
金牌橱柜专卖店店面数(家)	567	689	764	1130
销售量(万套)	6.48	7.93	12.84	18.53
平均单个店面销售量(套/家)	114	115	168	164

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2018 年 6 万套整体橱柜新产能投产，提升产能约 30%，驱动业绩同步增长。“江苏金牌 6 万套整体橱柜建设项目”预计 2018 年中期投产。随着募投产能的逐步投产，公司产能瓶颈问题将逐步缓解。

2、2017 年单位橱柜成本同比降低 13%，毛利提升 1%，价格更具竞争优势。

2017、2016 年整体橱柜成本分别为 8.55、6.79 亿元，销售量分别为 18.53、12.84 万套，每套成本分别为 4614、5288 元，2017 同比下降 13%，原因是单位产品成本中材料、人工、费用同比分别下降 11%、12%、31%。每套整体橱柜毛利率从 37%提升至 38%，每套对应收入尽管同步降低，但是幅度小于成本降幅。

发布时间：2018 年 3 月 29 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	177.40/40.10
上证指数/深圳成指	3122.29/10630.69
50 日均成交额(百万元)	93.12
市净率(倍)	12.19
股息率	0.52%

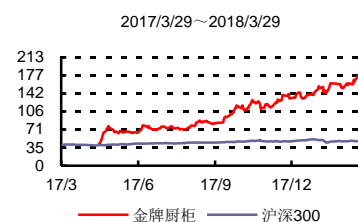
基础数据

流通股(百万股)	17.00
总股本(百万股)	67.50
流通市值(百万元)	2635.85
总市值(百万元)	10465.88
每股净资产(元)	12.72
净资产负债率	84.10%

股东信息

大股东名称	厦门市建潘集团有限公司
持股比例	43.51%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

研究员：胡晓慧
 执业证书编号：S0020115100003
 电话：021-51097188-1906
 电邮：huxiaohui@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

3、2017 年橱柜店铺数量增速达 48%，渠道高速扩张充分消化产能。

目前公司拥有金牌橱柜专卖店 1130 家，同比增长 48%，公司开店速度明显加快，考虑到居民户数稳定增长及旧房装修市场发展，现阶段行业周期性不明显，并且年报中公司战略规划提到全速加快渠道布局，打造更专业的高端橱柜，不断提升细分领域市场占有率，我们预计渠道发展节奏会比较快。

图表 2 公司橱柜专卖店数量扩张提速

时间	2014	2015	2016	2017
金牌橱柜专卖店店面数（间）	567	689	764	1130
增速		21.52%	10.89%	47.91%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

利预测和投资建议：

公司所处定制家具与传统家具相比属于新兴细分领域，仍有较快增速，随着产能的不断释放以及渠道的快节奏铺设，业绩有望继续高速增长。假设整体橱柜产能维持高速扩张，并且渠道铺设顺利，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.27/3.47/4.30 亿元，对应 EPS 为 3.39/5.17/6.42 元/股，目前股价对应 PE 为 47/31/25 倍，给予公司“增持”评级。

风险提示：橱柜产能投放不及预期，开店速度不及预期，下游需求收缩，等。

附表：财务预测与估值

会计年度	单位: 百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	976	1276	1713	2294
现金	304	740	1222	1814
应收账款	17	17	23	32
其他应收款	7	16	16	22
预付账款	18	32	34	45
存货	136	170	218	281
其他流动资产	494	300	200	100
非流动资产	605	681	755	823
长期投资	0	0	0	0
固定资产	431	526	581	631
无形资产	73	89	104	120
其他非流动资产	101	67	70	72
资产总计	1580	1957	2468	3117
流动负债	700	854	1072	1343
短期借款	0	0	0	0
应付账款	287	361	462	596
其他流动负债	413	494	610	747
非流动负债	22	17	18	19
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	17	18	19
负债合计	722	871	1090	1362
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股本	67	67	67	67
资本公积	444	444	444	444
留存收益	347	574	867	1243
归属母公司股东权益	858	1086	1379	1755
负债和股东权益	1580	1957	2468	3117

现金流量表

会计年度	单位: 百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	357	545	639	744
净利润	167	227	347	430
折旧摊销	39	41	48	54
财务费用	-2	-6	-11	-17
投资损失	-6	-3	-5	-4
营运资金变动	150	285	258	277
其他经营现金流	10	1	2	4
投资活动现金流	-631	-116	-114	-115
资本支出	193	91	91	91
长期投资	-444	0	0	0
其他投资现金流	-82	-25	-24	-25
筹资活动现金流	399	6	-42	-36
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0
资本公积增加	411	0	0	0
其他筹资现金流	-29	6	-42	-36
现金净增加额	125	435	482	592

利润表

会计年度	单位: 百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1442	1871	2485	3183
营业成本	878	1101	1412	1820
营业税金及附加	14	18	24	30
营业费用	271	352	467	598
管理费用	129	168	223	285
财务费用	-2	-6	-11	-17
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	3	5	4
营业利润	184	242	375	470
营业外收入	2	11	11	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	185	252	385	477
所得税	18	25	38	47
净利润	166.74	227.25	346.60	429.80
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	167	227	347	430
EBITDA	221	278	413	507
EPS (元)	2.49	3.39	5.17	6.42

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	31.2%	29.7%	32.8%	28.1%
营业利润	91.1%	31.8%	54.9%	25.3%
归属于母公司净利润	73.3%	36.3%	52.5%	24.0%
获利能力				
毛利率(%)	39.1%	41.2%	43.2%	42.8%
净利率(%)	11.6%	12.1%	13.9%	13.5%
ROE(%)	19.4%	20.9%	25.1%	24.5%
ROIC(%)	29.2%	60.3%	197.1%	-868.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.7%	44.5%	44.1%	43.7%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.39	1.49	1.60	1.71
速动比率	1.20	1.29	1.39	1.49
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.06	1.12	1.14
应收账款周转率	108	100	112	105
应付账款周转率	3.44	3.40	3.43	3.44
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.49	3.39	5.17	6.42
每股经营现金流(最新摊薄)	5.33	8.13	9.54	11.10
每股净资产(最新摊薄)	12.81	16.20	20.58	26.19
估值比率				
P/E	64.45	47.29	31.01	25.00
P/B	12.52	9.90	7.80	6.12
EV/EBITDA	48	38	25	21

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn