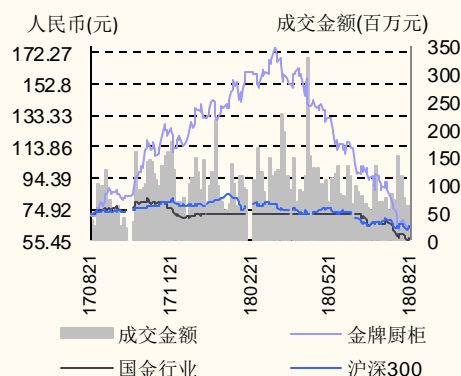


市场价格 (人民币): 64.31 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	18.42
总市值(百万元)	4,340.93
年内股价最高最低(元)	176.32/62.25
沪深 300 指数	3326.65
上证指数	2733.83



## 相关报告

- 1.《金牌厨柜 2017 年年报点评-厨衣柜业务各有亮点, 产能释放营收...》, 2018.3.28
- 2.《金牌厨柜 2017 年三季报点评-渠道拓展内外兼修, 产能建设加速...》, 2017.10.26

## 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

## 橱柜业务增速减缓, 衣柜业务初具雏形

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.93	2.49	3.02	3.92	5.08
每股净资产(元)	5.67	12.81	18.12	20.75	24.16
每股经营性现金流(元)	4.83	5.17	3.82	6.83	8.83
市盈率(倍)	N/A	53	20	16	12
净利润增长率(%)	103.27%	73.29%	21.45%	29.85%	29.55%
净资产收益率(%)	33.93%	19.43%	16.68%	18.92%	21.05%
总股本(百万股)	50.00	67.00	67.00	67.00	67.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 1H2018, 公司分别实现营收/归母净利润 6.43 亿元/6,129.81 万元, 同比分别增长 15.12%/32.53%, 实现全面摊薄 EPS0.91 元, 符合预期。

## 经营分析

- **精装房分流零售流量, 橱柜业务增长减速明显。**整体橱柜作为精装房的标配家居产品, 在国家推进全装修政策的过程中, 实际上橱柜零售端的客户流量已被分流。从公司上半年橱柜收入增长情况来看, 整体增速约为 11.53%, 其中, 零售端收入增长大致在 12.5%左右, 同比增速下降超过 20pct., 单店收入上也出现大幅下降(初步测算约为 20%), 表明精装房市场的崛起对橱柜企业零售端的增长已有明显压制。利润端, 公司上半年摊销 422 万元股权激励费用, 若剔除该因素影响, 公司扣非后净利润增速为 21.08%。
- **工程业务继续高速增长, 探索新销售场景欲打造流量新入口。**公司上半年工程业务渠道实现收入 7,107.32 万元, 同比增长 45.69%, 增速小幅提升 1.85pct.。目前, 公司已与 25 家地产百强地产企业签订战略合作协议, 预计后续在工程业务方面仍将继续放量。受制于精装房对橱柜零售的分流, 公司开始探索新消费场景, 通过与百安居、国美建立战略合作, 将流量入口进行横向延展。目前已在北京、上海、广州等 6 个城市 17 个门店设立专柜。同时, 公司成立设计师俱乐部, 拓展家装渠道强化设计师引流手段。
- **衣柜业务已经起步, 木门业务储备工作已完成。**公司于 2016 年开始推进定制衣柜业务, 上半年收入 3,523.58 万元, 同比增长 450.78%, 门店 232 家, 经营规模已具雏形。未来公司将加大对“桔家”品牌的资源投入, 加快渠道布局, 橱衣联动模式可期。另一方面, 上半年公司成立桔家木门事业部, 再次推进“定制家”战略落地。目前, 木门产品储备工作已完成, 下半年将进入招商阶段。

## 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, 由于今年以来房地产后周期效应减弱带来行业普遍增速减缓, 我们下调公司 2018-2020 年的 EPS 预测至 3.02/3.92/5.08 元, (三年 CAGR26.9%), 对应 PE 分为 20/16/12 倍, 维持公司“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, 新产能无法及时消化的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>784</b>	<b>1,099</b>	<b>1,442</b>	<b>1,776</b>	<b>2,336</b>	<b>3,058</b>
增长率		40.3%	31.2%	23.2%	31.5%	30.9%
主营业务成本	-461	-680	-878	-1,087	-1,435	-1,886
%销售收入	58.8%	61.9%	60.9%	61.2%	61.4%	61.7%
毛利	323	419	564	689	901	1,172
%销售收入	41.2%	38.1%	39.1%	38.8%	38.6%	38.3%
营业税金及附加	-9	-11	-14	-14	-18	-22
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-178	-201	-271	-320	-416	-535
%销售收入	22.7%	18.3%	18.8%	18.0%	17.8%	17.5%
管理费用	-84	-109	-129	-147	-189	-245
%销售收入	10.8%	9.9%	9.0%	8.3%	8.1%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	52	98	150	208	279	370
%销售收入	6.6%	8.9%	10.4%	11.7%	11.9%	12.1%
财务费用	-5	-2	2	10	16	24
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-5	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	6	5	5	5
%税前利润	0.4%	0.6%	3.2%	2.2%	1.6%	1.2%
营业利润	42	96	184	222	300	399
营业利润率	5.4%	8.8%	12.8%	12.5%	12.8%	13.0%
营业外收支	12	17	1	9	9	9
税前利润	54	113	185	232	309	408
利润率	6.9%	10.3%	12.8%	13.0%	13.2%	13.3%
所得税	-7	-17	-18	-23	-40	-61
所得税率	12.9%	15.2%	9.9%	10.0%	13.0%	15.0%
净利润	47	96	167	209	269	347
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>47</b>	<b>96</b>	<b>167</b>	<b>203</b>	<b>263</b>	<b>341</b>
净利率	6.0%	8.8%	11.6%	11.4%	11.3%	11.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	47	96	167	209	269	347
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	19	21	31	27	31	35
非经营收益	1	3	-9	-14	-14	-14
营运资金变动	115	122	158	35	172	224
<b>经营活动现金净流</b>	<b>183</b>	<b>242</b>	<b>347</b>	<b>256</b>	<b>458</b>	<b>591</b>
资本开支	-132	-93	-192	-74	-79	-83
投资	2	-35	-444	0	0	0
其他	0	1	6	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-130</b>	<b>-126</b>	<b>-631</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>	<b>-78</b>
股权募资	0	0	440	0	0	0
债权募资	23	-112	0	0	0	1
其他	-18	-14	-42	153	-87	-112
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>-126</b>	<b>398</b>	<b>153</b>	<b>-87</b>	<b>-111</b>
<b>现金净流量</b>	<b>58</b>	<b>-11</b>	<b>114</b>	<b>340</b>	<b>297</b>	<b>402</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	179	175	304	645	942	1,344
应收账款	23	16	28	36	47	61
存货	109	119	136	194	256	336
其他流动资产	46	73	508	528	543	561
流动资产	357	383	976	1,401	1,787	2,303
%总资产	47.2%	45.9%	61.7%	67.9%	71.3%	74.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	289	364	464	516	567	619
%总资产	38.3%	43.6%	29.4%	25.0%	22.6%	20.1%
无形资产	61	69	99	104	109	115
非流动资产	398	451	605	661	719	777
%总资产	52.8%	54.1%	38.3%	32.1%	28.7%	25.2%
<b>资产总计</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,580</b>	<b>2,063</b>	<b>2,506</b>	<b>3,079</b>
短期借款	58	0	0	0	0	0
应付款项	391	476	630	735	969	1,271
其他流动负债	41	60	70	86	113	148
流动负债	489	536	700	821	1,082	1,419
长期贷款	54	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	14	22	22	22	22
<b>负债</b>	<b>558</b>	<b>550</b>	<b>722</b>	<b>843</b>	<b>1,104</b>	<b>1,443</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>201</b>	<b>284</b>	<b>858</b>	<b>1,214</b>	<b>1,390</b>	<b>1,618</b>
少数股东权益	-4	0	0	6	12	18
<b>负债股东权益合计</b>	<b>755</b>	<b>834</b>	<b>1,580</b>	<b>2,063</b>	<b>2,506</b>	<b>3,079</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.947	1.925	2.489	3.023	3.925	5.085
每股净资产	4.016	5.673	12.811	18.120	20.750	24.157
每股经营现金净流	3.655	4.833	5.175	3.819	6.831	8.825
每股股利	0.000	0.000	0.800	0.997	1.295	1.678
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.57%	33.93%	19.43%	16.68%	18.92%	21.05%
总资产收益率	6.27%	11.54%	10.55%	9.82%	10.49%	11.06%
投入资本收益率	14.63%	29.27%	15.78%	15.32%	17.28%	19.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.18%	40.25%	31.22%	23.17%	31.55%	30.90%
EBIT增长率	17.98%	88.71%	53.46%	38.19%	34.02%	32.86%
净利润增长率	18.26%	103.27%	73.29%	21.45%	29.85%	29.55%
总资产增长率	42.03%	10.43%	89.49%	30.53%	21.50%	22.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.6	2.7	3.2	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	81.7	61.1	52.9	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	111.0	106.8	106.2	104.9	104.9	104.9
固定资产周转天数	110.9	120.6	109.1	98.5	82.4	68.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-33.97%	-61.72%	-35.47%	-52.83%	-67.18%	-82.05%
EBIT利息保障倍数	10.4	56.5	-69.1	-21.2	-17.0	-15.7
资产负债率	73.93%	65.99%	45.68%	40.85%	44.05%	46.85%

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	0	0	0	0
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	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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。

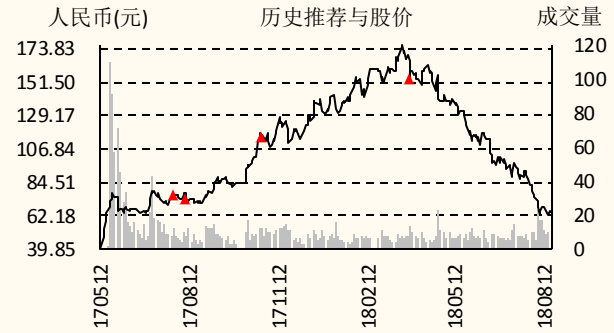
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
3	2017-10-26	买入	118.46	N/A
4	2018-03-28	买入	166.12	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH