

拓品类扩渠道，业绩增长符合预期

——金牌厨柜（603180）2018年财报业绩点评

2019年04月01日

推荐/首次

金牌厨柜 | 财报点评

投资要点：

- 事件：**3/28 公司发布 2018 年年报，报告期内实现营业收入 17.02 亿，同比增长 18.01%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.10 亿，同比增长 26.05%。实现基本每股收益 3.14 元，拟每 10 股派发现金 10 元（含税）。
- 业绩稳步上升，品类渠道双扩张助力收入增长。**公司以“金牌”+“桔家”双品牌运营来拓展业务，2018 年上半年成立桔家木门事业部，9 月在厦门试水首家门店，市场反馈良好。**分产品来看：**厨柜整体保持平稳增长，报告期内实现营业收入 15.36 亿，同比增长 10.77%；桔家衣柜高速发展，报告期内营业收入 1.38 亿，同比增长 480.20%；木门正加快完善产品系列及渠道拓展，报告期内实现收入 34.92 万元。**分渠道来看：**报告期内零售端业绩承压，直营渠道实现收入 2.68 亿元，同比下降 0.64%；经销渠道实现收入 11.53 亿元，同比增加 18.57%；大宗业务渠道继续扩张，报告期内实现收入 2.03 亿元，同比上涨 63.68%。**分地区来看：**境内整体实现营业收入 16.23 亿元，同比上涨 18.87%；境外营业收入上涨 13.86% 至 5048.59 万元。
- 大宗业务、海外渠道快速发展，成为公司新增长点。**报告期内，公司仍采取经销为主、直营为辅的渠道发展模式，继续加快专卖店渠道布局，并推动现有渠道深耕。截至 2018 年底，金牌厨柜专卖店 1413 家（含在建）、桔家衣柜专卖店 337 家（含在建），桔家木门专卖店 9 家（含在建），店面总数 1759 家。大宗业务方面，公司加大供应链开发，作为橱柜类的首选供应商与 50 强房企中的 31 家达成战略合作，并将逐步引入衣柜、木门业务。海外方面，目前已布局美国、澳大利亚及亚非市场，未来随着海外市场规模的扩大，将逐步推进海外生产基地的布局。
- 费用控制有效，净利率持续改善。**报告期内公司整体毛利率实现 38.16%，同比上涨 0.19pct，零售业务的毛利率持续上升，弥补大宗业务较低的毛利水平。其中，厨柜/衣柜/木门分别实现毛利率 39.89%/18.89%/48.67%，变动+1.6pct/-0.5pct；大宗业务毛利率同比下滑 1.47pct 至 11%。公司在加盟商施行分级管理，以“定规则、定奖惩”的方式进行营销机制创新。品类拓展带来的营销协同效应下，销售费用率压缩 0.37pct 至 18.43%；新业务人员储备、咨询服务费增长，使得管理费用率小幅上涨 0.08pct 至 9.04%。期间费用整体控制有效，净利率整体上升 0.8pct 至 12.35%。
- 多元化战略布局，国内外市场深耕，迎全屋定制时代。**智能家居、全屋定制逐步成为行业发展趋势，公司持续拓展专业化领域竞争力，积极推进拓品类、拓业务，目前从厨柜向衣柜、木门，整装向智能家居、整装领域拓展。打造未来家居生态圈。同时深耕国内、国际市场，在存量市场中寻求突破点。未来行业集中度提升龙头影响力加大，金牌的发展战略有助于其挖掘新的增长价值。
- 盈利预测与投资评级：**产能、渠道、品类三维度扩张，公司以橱柜为主，培育各品类间的联动；大宗业务持续开拓，支持业绩高速增长。我们预计公司 2019-2021 年归属于上市公司净利润分别为 2.54 亿元、3.02 亿元和 3.53 亿元，增速分别为 20.69%、18.87% 和 17.04%，对应的 PE 分别为 21.09x、17.74x 和 15.16x。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**房地产市场波动风险、市场竞争加剧风险。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

魏鹤翀

研究助理

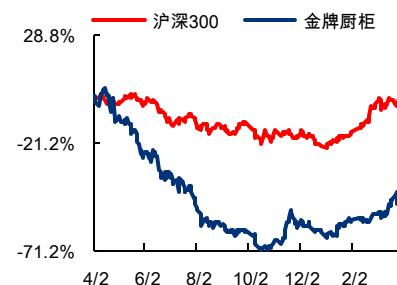
010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	79.25-159.76
总市值 (亿元)	53.49
流通市值 (亿元)	14.6
总股本/流通 A 股 (万股)	6750/1842
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	5.97

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,441.97	1,701.68	2,134.97	2,552.64	2,960.98
增长率(%)	31.22%	18.01%	25.46%	19.56%	16.00%
净利润(百万元)	166.75	210.19	253.67	301.53	352.89
增长率(%)	73.29%	26.01%	20.69%	18.87%	17.04%
净资产收益率(%)	19.43%	21.39%	20.49%	20.61%	20.45%
每股收益(元)	2.49	3.11	3.76	4.47	5.23
PE	31.84	25.45	21.09	17.74	15.16
PB	6.19	5.44	4.32	3.66	3.10

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	976	952	1299	1723	2202	营业收入	1442	1702	2135	2553	2961
货币资金	304	364	872	1449	2076	营业成本	878	1038	1302	1560	1809
应收账款	17	26	32	39	45	营业税金及附加	14	15	19	23	27
其他应收款	7	12	15	18	20	营业费用	271	314	432	516	596
预付款项	18	23	29	37	46	管理费用	129	74	119	142	165
存货	136	168	211	252	293	财务费用	-2	-3	-7	-12	-18
其他流动资产	490	358	139	-73	-280	资产减值损失	3	2	2	2	2
非流动资产合计	605	901	212	315	261	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6	20	20	20	20
固定资产	431	578	0	35	29	营业利润	184	238	287	342	400
无形资产	73	113	107	102	97	营业外收入	2	2	2	2	2
其他非流动资产	29	66	66	66	66	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	1580	1853	1511	2038	2462	利润总额	185	239	288	342	401
流动负债合计	700	826	991	1169	1354	所得税	18	29	34	41	48
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	167	210	254	301	353
应付账款	287	358	442	530	615	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	192	237	293	360	439	归属母公司净利润	167	210	254	302	353
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	279	383	281	329	382
非流动负债合计	22	41	68	94	119	EPS (元)	2.49	3.11	3.76	4.47	5.23
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	722	868	1059	1263	1473	成长能力					
少数股东权益	0	3	3	3	3	营业收入增长	31.22%	18.01%	25.46%	19.56%	16.00%
实收资本(或股	67	68	68	68	68	营业利润增长	91.07%	29.34%	20.76%	18.92%	17.07%
资本公积	444	478	478	478	478	归属于母公司净利	20.69%	18.87%	20.69%	18.87%	17.03%
未分配利润	309	465	609	779	978	获利能力					
归属母公司股	858	983	1238	1463	1726	毛利率(%)	39.14%	39.00%	39.00%	38.90%	38.90%
负债和所有者	1580	1853	2300	2728	3202	净利率(%)	11.56%	12.35%	11.88%	11.81%	11.92%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.81%	10.55%	11.34%	16.79%	14.79%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	19.43%	21.39%	20.49%	20.61%	20.45%
经营活动现金	357	325	562	609	657	偿债能力					
净利润	167	210	254	301	353	资产负债率(%)	46%	47%	46%	46%	46%
折旧摊销	25	35	0	0	0	流动比率	1.39	1.15	1.31	1.47	1.63
财务费用	-2	-3	-7	-12	-18	速动比率	1.20	0.95	1.10	1.26	1.41
应收账款减少	0	0	-7	-6	-6	营运能力					
预收帐款增加	0	0	56	67	78	总资产周转率	1.19	0.99	1.03	1.02	1.00
投资活动现金	-631	-204	18	18	18	应收账款周转率	116	80	74	72	71
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.65	5.28	5.34	5.25	5.17
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	6	20	20	20	20	每股收益(最新摊	2.49	5.00	3.76	4.47	5.23
筹资活动现金	399	-53	35	-39	-47	每股净现金流(最	1.88	1.01	9.10	8.70	9.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	12.81	14.56	18.34	21.67	25.57
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	17	1	0	0	0	P/E	31.84	25.45	21.09	17.74	15.16
资本公积增加	411	34	0	0	0	P/B	6.19	5.44	4.32	3.66	3.10
现金净增加额	126	68	614	587	628	EV/EBITDA	17.91	13.00	15.96	11.84	8.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。