

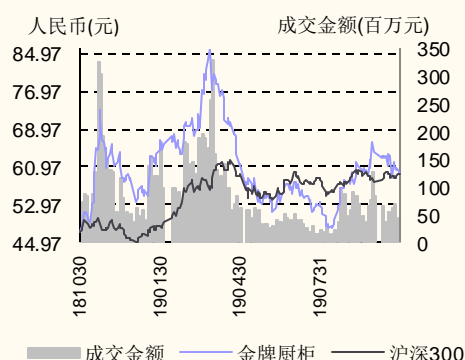
## 金牌厨柜 (603180.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 59.57 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	.67
已上市流通 A 股(亿股)	.18
总市值(亿元)	40.04
年内股价最高最低(元)	64.18/58.73
沪深 300 指数	3910
上证指数	2954



## 相关报告

- 1.《Q2 盈利能力略有下降,但现金流大幅转好-金牌厨柜 2019 年中...》, 2019.8.21
- 2.《金牌厨柜 2018 年年报点评-大宗业务支撑橱柜增长,衣柜后续较...》, 2019.12.29

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 大宗业务仍有高增长,但 Q3 利润率下降明显

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.49	3.11	3.57	4.02	4.51
每股净资产(元)	12.81	14.56	20.29	22.98	26.01
每股经营性现金流(元)	5.17	4.63	4.41	5.59	6.31
市盈率(倍)	53	19	17	15	13
净利润增长率(%)	73.29%	26.05%	14.30%	12.55%	12.24%
净资产收益率(%)	19.43%	21.39%	17.62%	17.50%	17.36%
总股本(百万股)	67.00	67.50	67.22	67.22	67.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2019 年前三季度,公司分别实现营收/归母净利润 13.87 亿元/1.32 亿元,同比分别增长 22.75%/10.78%,实现全面摊薄 EPS1.99 元,低于市场预期。

## 经营分析

- **Q3 收入与净利润增速环比放缓。**Q3 公司实现营收和归母净利润分别为 6.02 亿元和 0.62 亿元,同比分别增长 23.53%和 7.5%,增速较今年 Q2 出现放缓,但收入增速较去年同期小幅提升 4.37pct。1-9 月,公司毛利率为 35.07%,较去年同期下降 3.75pct。其中, Q3 单季度毛利率为 34.37%,同比下降 3.3pct。公司加大费用管控力度,年内单季度费用率呈现下降趋势, Q3 期间费用率为 23.78%,同环比分别下降 3.55pct 和 3.07pct。但受制于毛利率相对下降幅度较大, Q3 费用率同比降低并未拉动净利润率提升,公司单季净利率同比下降 1.56pct 达到 10.32%。
- **预计 Q3 期内公司大宗业务仍呈现高速增长。**上半年,公司工程业务收入为 1.73 亿元,同比增长 142.98%,增速较去年大幅提升 97.29pct。叠加公司应收账款变动情况,以及毛利率的下降,我们判断, Q3 期内大宗业务收入仍呈现翻倍增长,预计在总收入中占比超过 21%。公司大宗业务虽显著放量,但应收账款绝对金额较小,前三季度共 3,313.07 万元。公司应收账款体量小,一方面得益于客户为国内百强房企支付能力强。另一方面,则是公司采取代理销售模式,保障了货款回流及时性。因此,公司在大宗业务高速增长的情况之下,前三季度经营性现金流仍实现 81.43%的增长。
- **零售收入增长虽放缓,但开店拉动增长逻辑仍在。**上半年,公司零售业务收入 6.13 亿元,同比增长 7.14% (去年增速为 11.55%)。上半年,公司总门店数为 1,997 家,同比增加 30.1%,较去年提高 2.18pct,但整体单店收入同比下滑 17.65%。分业务看,上半年橱柜收入增长超过 10%,门店数增长 15.73%,预计同店小幅下滑。相比之下衣柜业务表现亮眼,收入实现 183.33%的增长,同店也实现 45%以上的增长。我们认为,开店为现阶段公司收入增长的核心驱动。

## 盈利预测与投资建议

- 精装房崛起分流,公司零售增长压力较大;大宗占比快速提升,预计盈利承压。我们下调公司 2019-2021 年的 EPS 预测为 3.57/4.02/4.51 元 (前值为 3.85/4.60/5.77 元,变动幅度为 7.84%/14.43%/27.94%),对应 PE 分别为 17/15/13 倍,维持“买入”评级。

## 风险因素

- 房地产行业波动风险;原材料价格大幅波动风险;新增产能无法及时消化。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,099</b>	<b>1,442</b>	<b>1,702</b>	<b>2,083</b>	<b>2,484</b>	<b>2,927</b>
增长率		31.2%	18.0%	22.4%	19.2%	17.8%
主营业务成本	-680	-878	-1,038	-1,282	-1,546	-1,835
%销售收入	61.9%	60.9%	61.0%	61.6%	62.3%	62.7%
毛利	419	564	664	801	938	1,092
%销售收入	38.1%	39.1%	39.0%	38.4%	37.7%	37.3%
营业税金及附加	-11	-14	-15	-17	-20	-22
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-201	-271	-314	-371	-445	-530
%销售收入	18.3%	18.8%	18.4%	17.8%	17.9%	18.1%
管理费用	-109	-129	-154	-212	-246	-281
%销售收入	9.9%	9.0%	9.0%	10.2%	9.9%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	98	150	181	201	227	259
%销售收入	8.9%	10.4%	10.6%	9.6%	9.1%	8.8%
财务费用	-2	2	3	10	14	16
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-1	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	34	56	70	75	80
%税前利润	0.6%	18.6%	23.6%	24.2%	23.1%	22.0%
营业利润	96	184	238	280	316	355
营业利润率	8.8%	12.8%	14.0%	13.5%	12.7%	12.1%
营业外收支	17	1	1	9	9	9
税前利润	113	185	239	290	325	364
利润率	10.3%	12.8%	14.0%	13.9%	13.1%	12.4%
所得税	-17	-18	-29	-43	-49	-55
所得税率	15.2%	9.9%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	96	167	210	246	276	309
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>96</b>	<b>167</b>	<b>210</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>303</b>
净利率	8.8%	11.6%	12.4%	11.5%	10.9%	10.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	96	167	210	246	276	309
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	21	31	42	45	51	58
非经营收益	3	-9	1	-79	-84	-89
营运资金变动	122	158	59	84	132	146
<b>经营活动现金净流</b>	<b>242</b>	<b>347</b>	<b>313</b>	<b>296</b>	<b>376</b>	<b>424</b>
资本开支	-93	-192	-337	-255	-269	-284
投资	-35	-444	112	0	0	0
其他	1	6	21	70	75	80
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-126</b>	<b>-631</b>	<b>-204</b>	<b>-185</b>	<b>-194</b>	<b>-204</b>
股权募资	0	440	35	0	0	0
债权募资	-112	0	0	0	0	1
其他	-14	-42	-89	140	-89	-100
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-126</b>	<b>398</b>	<b>-54</b>	<b>141</b>	<b>-89</b>	<b>-99</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-11</b>	<b>114</b>	<b>55</b>	<b>252</b>	<b>92</b>	<b>121</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)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	175	304	364	616	708	829
应收款项	16	28	39	63	75	88
存货	119	136	168	274	330	392
其他流动资产	73	508	381	420	435	452
流动资产	383	976	952	1,372	1,549	1,762
%总资产	45.9%	61.7%	51.4%	55.0%	53.5%	52.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	364	464	684	901	1,124	1,355
%总资产	43.6%	29.4%	36.9%	36.1%	38.8%	40.5%
无形资产	69	99	146	148	151	155
非流动资产	451	605	901	1,121	1,349	1,584
%总资产	54.1%	38.3%	48.6%	45.0%	46.5%	47.3%
<b>资产总计</b>	<b>834</b>	<b>1,580</b>	<b>1,853</b>	<b>2,493</b>	<b>2,897</b>	<b>3,345</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	476	630	768	1,005	1,206	1,428
其他流动负债	60	70	58	74	89	105
流动负债	536	700	826	1,079	1,295	1,532
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	22	41	42	42	43
<b>负债</b>	<b>550</b>	<b>722</b>	<b>868</b>	<b>1,121</b>	<b>1,337</b>	<b>1,576</b>
普通股股东权益	284	858	983	1,364	1,545	1,748
少数股东权益	0	0	3	9	15	21
<b>负债股东权益合计</b>	<b>834</b>	<b>1,580</b>	<b>1,853</b>	<b>2,493</b>	<b>2,897</b>	<b>3,345</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.925	2.489	3.114	3.574	4.022	4.515
每股净资产	5.673	12.811	14.559	20.287	22.982	26.006
每股经营现金净流	4.833	5.175	4.631	4.409	5.589	6.306
每股股利	0.000	0.800	1.000	1.179	1.327	1.490
<b>回报率</b>						
净资产收益率	33.93%	19.43%	21.39%	17.62%	17.50%	17.36%
总资产收益率	11.54%	10.55%	11.34%	9.64%	9.33%	9.07%
投入资本收益率	29.27%	15.78%	15.94%	12.30%	12.27%	12.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	40.25%	31.22%	18.01%	22.39%	19.25%	17.83%
EBIT增长率	88.71%	53.46%	20.32%	10.90%	13.24%	13.97%
净利润增长率	103.27%	73.29%	26.05%	14.30%	12.55%	12.24%
总资产增长率	10.43%	89.49%	17.29%	34.52%	16.19%	15.47%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	2.7	3.2	4.6	7.2	7.2	7.2
存货周转天数	61.1	52.9	53.4	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	106.8	106.2	113.4	118.0	118.0	118.0
固定资产周转天数	120.6	109.1	123.9	110.0	99.3	90.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-61.72%	-35.47%	-36.94%	-44.85%	-45.39%	-46.82%
EBIT利息保障倍数	56.5	-69.1	-60.0	-19.8	-16.6	-16.3
资产负债率	65.99%	45.68%	46.81%	44.94%	46.15%	47.11%

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	1	1	7
增持	0	0	0	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.80	1.46

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	2018-03-28	买入	166.12	N/A
2	2018-08-22	买入	64.31	N/A
3	2019-03-29	买入	78.41	N/A
4	2019-08-21	买入	52.88	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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**

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