

## 金牌厨柜 (603180.SH) 品类协同潜力释放, 大宗业务快速发展

2020年11月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

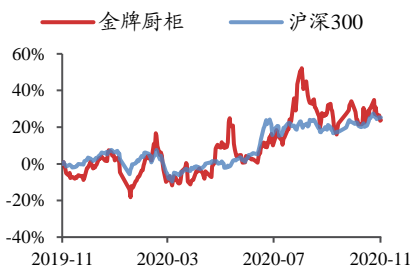
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/11/18
当前股价(元)	56.93
一年最高最低(元)	79.92/45.65
总市值(亿元)	55.29
流通市值(亿元)	54.30
总股本(亿股)	0.97
流通股本(亿股)	0.95
近3个月换手率(%)	85.09

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **公司品类协同潜力逐渐释放, 大宗业务快速发展, 首次覆盖给予“买入”评级**  
公司以厨柜起家, 在定制厨柜市场深耕多年。2016年后, 公司开始先后拓展衣柜、木门及智能家居等新品, 品类效应逐渐释放。同时公司及时把握精装房兴起红利, 大宗业务收入持续快速增长, 成为新的有力业绩增长点。我们预测公司2020-2022年归母净利润为2.91/3.60/4.47亿元, 对应EPS分别为3.00/3.71/4.60元, 当前股价对应PE分别为19.0/15.4/12.4倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● **行业: 地产竣工有望回暖进而提振家居需求, 精装市场红利持续释放**  
2020Q3家居行业已经整体回暖, 我们认为其主要受益于因疫情积压需求的集中释放, 而竣工数据仍未改善。但由于新开工后的交房需求存在刚性, 因此2017年后的竣工缺口回补只会延迟而不会消失, 待竣工回暖有望继续带动需求回暖。而近期由于“三道红线”等地产管控政策出台使得市场对于精装产业链的预期下降, 但若从政策及供需角度出发, 预计精装房渗透率的提升仍是未来的长期趋势。

● **公司产品矩阵日臻完善, 衣柜弹性释放; 渠道多元扩张, 大宗业务快速增长**  
从产品看, 厨柜零售因行业因素有所承压, 但在工程渠道带动下, 公司厨柜整体仍有望保持平稳增长。而凭借厨柜带动衣柜的品类协同优势, 公司衣柜业务收入快速增长。并且从收入占比、门店数量和毛利率等角度与行业横向对比, 公司衣柜业务仍有较大发展空间。而木门、智能家居等品类正处于孵化阶段, 未来有望逐步带来业绩增量。从渠道看, 公司零售渠道经销占比不断提升, 带动盈利能力提升, 而工程渠道通过赋能经销商的形式在风险可控的前提下持续快速增长。

● **加快融资步伐, 募投项目陆续建设, 有望突破产能瓶颈**  
虽然公司产能逐年稳步扩张, 但由于大宗业务以及衣柜、木门等品类快速发展, 产能压力仍较大。因此公司近年融资步伐有所加快, 2019年公司以可转债募集资金3.92亿元、2020年拟向控股股东和实控人全额定增募集不超过2.86亿元, 分别用于产能扩建。同时, 2020年公司拟在成都扩建产能, 布局中西部市场。

● **风险提示:** 家居行业需求回暖不及预期; 行业价格战加剧导致盈利能力下滑

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,702	2,125	2,600	3,262	4,018
YOY(%)	18.0	24.9	22.3	25.5	23.2
归母净利润(百万元)	210	242	291	360	447
YOY(%)	26.1	15.4	20.1	23.6	24.2
毛利率(%)	39.0	35.8	34.2	34.9	35.3
净利率(%)	12.4	11.4	11.2	11.0	11.1
ROE(%)	21.3	19.9	20.1	20.8	21.4
EPS(摊薄/元)	2.16	2.50	3.00	3.71	4.60
P/E(倍)	26.3	22.8	19.0	15.4	12.4
P/B(倍)	5.6	4.8	4.0	3.3	2.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、金牌厨柜：定制家居知名品牌，品类、渠道扩张进行时.....	4
1.1、发展历程：厨柜零售起家向多品类、多渠道延伸.....	4
1.2、厨柜仍为收入主要来源，衣柜、工程渠道驱动业绩持续增长.....	4
1.3、管理层从业经验丰富，股权激励提升员工动力.....	8
2、行业：地产竣工有望回暖，精装市场红利释放.....	9
2.1、竣工缺口回补、疫情滞后消费释放，有望带动家居零售回暖.....	9
2.2、精装市场方兴未艾，短期扰动无碍优质企业发展.....	10
3、产品矩阵日臻完善，销售渠道多元扩张.....	13
3.1、产品：厨柜起家，衣柜快速拓展，木门孵化，智能家居布局未来.....	13
3.2、零售渠道：渠道优化带动盈利能力提升，衣柜开店空间仍较大.....	17
3.3、大宗业务保持高速增长，通过赋能工程代理商控制风险.....	19
3.4、整装业务积极探索，海外市场持续布局.....	20
4、产能：募投项目陆续建设，有望突破产能瓶颈.....	22
5、盈利预测与投资建议.....	23
4.1、关键假设.....	23
4.2、盈利预测.....	23
6、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

## 图表目录

图 1：公司零售起家向多品类、多渠道延伸.....	4
图 2：2014-2019 年公司收入复合增长率达 25.43%.....	5
图 3：2014-2019 年公司归母净利润复合增长率达 43.37%.....	5
图 4：2020Q1-Q3 公司收入增速位居行业前列（左轴为收入，单位：亿元）.....	5
图 5：厨柜优势保持，衣柜增速较快（单位：亿元）.....	6
图 6：衣柜收入占比不断提升.....	6
图 7：2019 年公司大宗业务占比显著提升.....	6
图 8：经销增速平稳，大宗快速放量.....	6
图 9：控费效果明显，期间费用率下行.....	7
图 10：衣柜业务毛利率呈上升趋势.....	7
图 11：收入结构调整，整体毛利率承压.....	7
图 12：2017-2019 年，公司净利率基本保持稳定.....	7
图 13：公司股权结构较为集中（截止 2020 年 3 季度末）.....	8
图 14：2016 年后地产周期下行拖累下游家居需求.....	9
图 15：房屋竣工缺口亟待回补.....	9
图 16：2019 年房地产开发投资建筑工程完成额快速增长.....	10
图 17：2019 年电梯产量同比增速显著提升.....	10
图 18：2020Q3 定制家居行业收入增速回升.....	10
图 19：2020Q3 定制家居行业预收账款增速回升.....	10
图 20：2015-2019 年精装房开盘量持续增长.....	11
图 21：我国精装政策不断下沉（单位：个）.....	12

图 22: 我国地区间精装房渗透率差距较大 .....	12
图 23: 2019 年 CR5 房企占精装房总量的 32%.....	12
图 24: 房企集中度呈上升趋势 .....	12
图 25: 2020 年愿意购买精装房的消费者有望接近 40% .....	13
图 26: 我国精装房渗透率和发达国家仍有较大差距 .....	13
图 27: 公司厨柜聚焦专业品牌, 以“桔家”开拓衣柜、木门品类 .....	13
图 28: 公司厨柜收入规模位于第二梯队 (收入: 亿元) .....	14
图 29: 公司厨柜收入增速仍处于相对较高水平 .....	14
图 30: 2019 年公司厨柜出厂单价为 7038 元/套 .....	14
图 31: 大宗业务占比提升前, 公司厨柜毛利率较高 .....	14
图 32: 公司衣柜收入仍有较大提升空间 (收入: 亿元) .....	15
图 33: 公司衣柜收入占比相对较低, 仍有较大发展空间.....	15
图 34: 行业横向对比, 公司衣柜毛利率仍有较大提升空间.....	16
图 35: 2017-2025 中国智能家居市场规模复合增速有望达到 15.8%.....	16
图 36: 2020 年 10 月, 智小金厦门机场旗舰店开业 .....	17
图 37: 公司推出康小金适老智能安全床头柜 S1 .....	17
图 38: 公司经销门店仍在快速拓展 (单位: 家) .....	17
图 39: 公司经销渠道收入占比不断提升 .....	17
图 40: 2019 年公司厨柜门店数量位于行业第二 .....	18
图 41: 公司衣柜仍有较大的展店空间 .....	18
图 42: 公司厨柜单店收入有所下降, 衣柜稳定 .....	18
图 43: 在厨柜影响下, 公司近年单店收入有所下降 .....	18
图 44: 公司华东区域以外的收入占比逐渐提升 .....	19
图 45: 近年公司西南、华南地区增长较快 .....	19
图 46: 公司大宗业务持续高速增长 .....	19
图 47: 2019 年公司大宗业务收入增速领先 .....	19
图 48: 公司大宗业务发展仍有空间 (收入: 亿元) .....	20
图 49: 2020Q1-Q3 公司大宗收入占比已超过 30%.....	20
图 50: 2019 年公司大宗业务毛利率业内相对较低 .....	20
图 51: 公司应收账款及应收票据周转率处于领先水平.....	20
图 52: 桔家云提供主材包服务及第三方监理服务 .....	21
图 53: 桔家云上游精选国内外一线家装品牌 .....	21
图 54: 2020Q1-Q3 公司海外市场收入快速增长 .....	21
图 55: 公司海外主要布局北美、澳洲及东南亚等国家和地区.....	22
图 56: 近年公司产能稳步扩张, 但产能压力仍较大 .....	22
表 1: 公司股权激励覆盖范围广, 充分激发员工积极性.....	8
表 2: 政策积极助力国内精装房市场内发展 .....	11
表 3: 可转债募投项目拟新增产能厨柜 18 万套, 衣柜 6 万套, 木门 25 万樘.....	23
表 4: 定制项目拟新增产能厨柜 10 万套, 衣柜 22 万套.....	23
表 5: 公司估值低于行业平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级.....	24

## 1、金牌厨柜：定制家居知名品牌，品类、渠道扩张进行时

金牌厨柜是国内领先高端定制及智能家居解决方案提供商，产品品类由厨柜逐渐向衣柜、木门延伸，业务模式以经销为主、直营为辅、大宗业务快速发展。

### 1.1、发展历程：厨柜零售起家向多品类、多渠道延伸

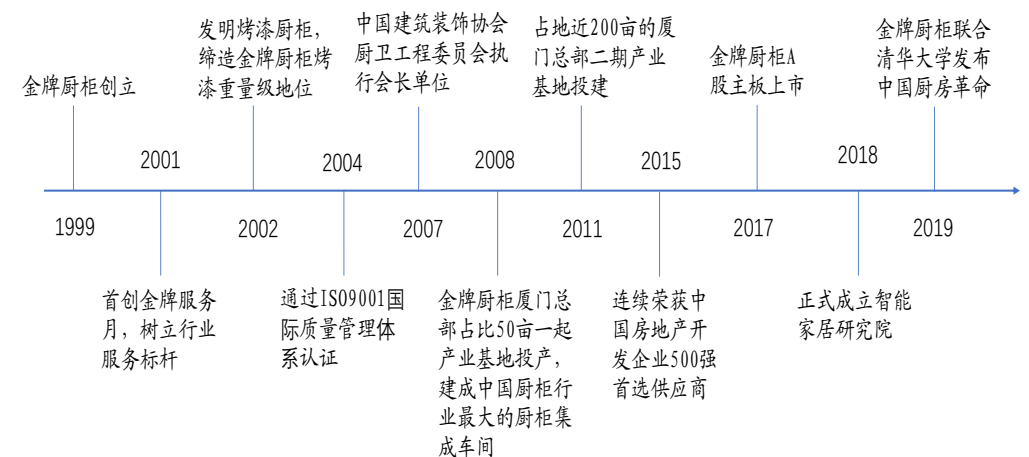
公司发展历程主要分为以下三个阶段：

**1) 厨柜零售起家：**1999年，金牌厨柜正式创立。2002年，公司发明烤漆厨柜。2005年，公司正式确立自己的战略目标“成为中国中高端厨柜第一品牌”。2007年公司当选为中国建筑装饰协会厨柜专委会执行会长单位，标志着品牌地位受到同行高度认可。2008年后，公司发展加速，厦门总部产能快速释放。

**2) 多品类延伸：**2016年，公司进军衣柜业务，以厨柜为基础进行品类延伸，成立“桔家衣柜”。2017年，公司于A股主板上市。2018年，公司木门业务起步。经过多年发展，公司已形成厨柜稳健发展，衣柜快速增长，木门逐步孵化的产品布局。

**3) 多渠道布局：**公司于2015年进军海外市场，2018年开拓整装业务，完善多渠道布局。2018年后由于精装市场兴起，行业格局发生深刻变化。公司从而积极调整战略，发力大宗业务，工程厨柜快速放量的同时逐步加快衣柜、木门品类的精装市场拓展，并连续八年被评为“中国房地产开发企业500强首选供应商”。

图1：公司零售起家向多品类、多渠道延伸

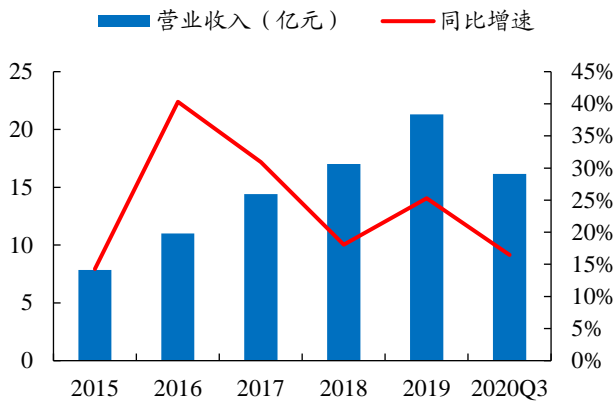


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、厨柜仍为收入主要来源，衣柜、工程渠道驱动业绩持续增长

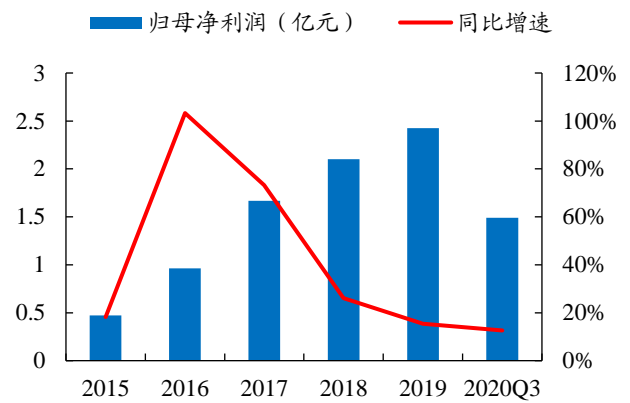
公司业绩稳步提升，2020Q1-Q3收入增速位居行业前列。2017年前，借助地产红利和公司厨柜业务领先的品牌力，公司业绩快速增长。2018年后，虽然行业红利逐渐消退，但公司依靠工程渠道和衣柜业务拓展，业绩依然保持较快的增长。整体看，2014-2019年公司收入CAGR达25.43%，归母净利润CAGR达43.37%。2020Q1-Q3，公司收入16.15亿元，同比增长16.46%；归母净利润为1.49亿元，同比增长12.59%，在衣柜和工程渠道的双轮驱动下，公司增速位居定制家居行业前列。

图2: 2014-2019 年公司收入复合增长率达 25.43%



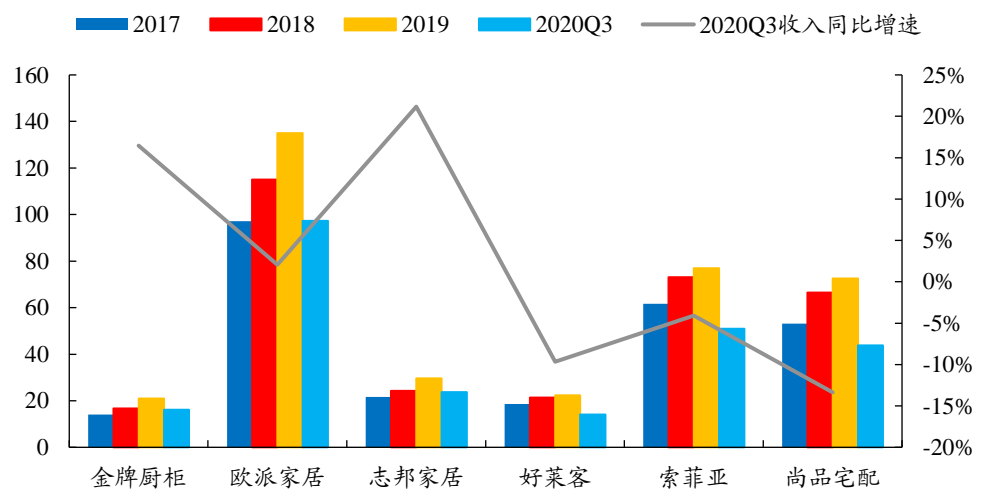
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2014-2019 年公司归母净利润复合增长率达 43.37%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2020Q1-Q3 公司收入增速位居行业前列 (左轴为收入, 单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

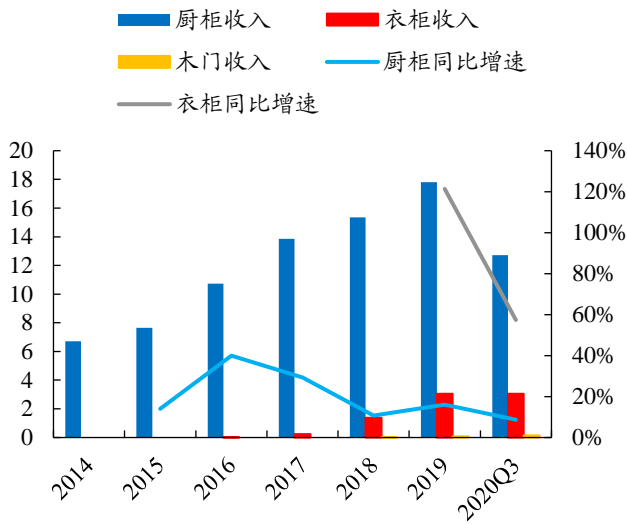
分品类来看, 厨柜仍为核心, 衣柜快速放量, 木门逐渐起步。2019年, 公司厨柜/衣柜/木门的收入占比分别为 83.8%/14.4%/0.4%。

1) 厨柜业务: 2014-2019 年收入 CAGR 达 21.5%, 2018 年依靠大宗业务放量仍维持较快增长。2019 年, 厨柜收入 17.82 亿元, 同比增长 16.0%。

2) 衣柜业务: 自 2017 年正式亮相以来, 桔家衣柜已逐渐成为公司的第二增长极。2019 年, 衣柜收入 3.05 亿元, 同比增长 121.4%。2020 年 Q1-Q3 在疫情冲击下, 公司衣柜收入仍同比增长 57.4%至 3.05 亿元, 收入占比提升至 18.9%。

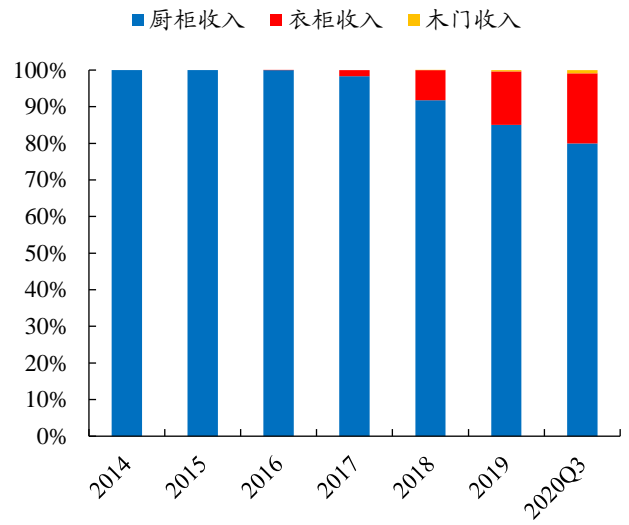
3) 木门业务: 公司桔家木门事业部成立于 2018 年, 仍处于起步阶段。2019 年, 木门业务收入为 0.08 亿元, 体量相对较小。2020Q1-Q3 收入规模已提升至 0.14 亿元。

图5: 厨柜优势保持, 衣柜增速较快 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 衣柜收入占比不断提升



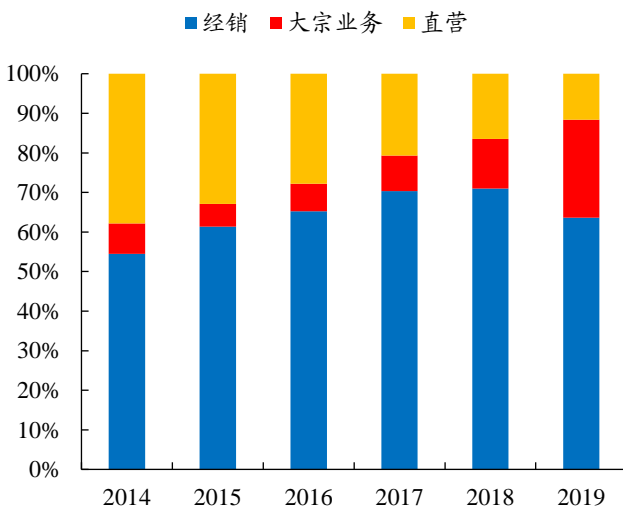
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

分渠道来看, 经销渠道增长较稳定, 工程端占比快速提升。

1) 零售端: 2019年, 公司零售端销售收入为15.35亿元, 同比增长8.0%, 占比约73%。其中, 公司经销渠道增长较稳定。2019年, 公司经销渠道收入12.98亿元, 同比增长12.5%, 占总收入的62%。而直营渠道的收入增速和收入占比均逐年放缓, 2019年, 公司直营渠道收入同比下降11.6%至2.37亿元, 收入占比下降至11%。

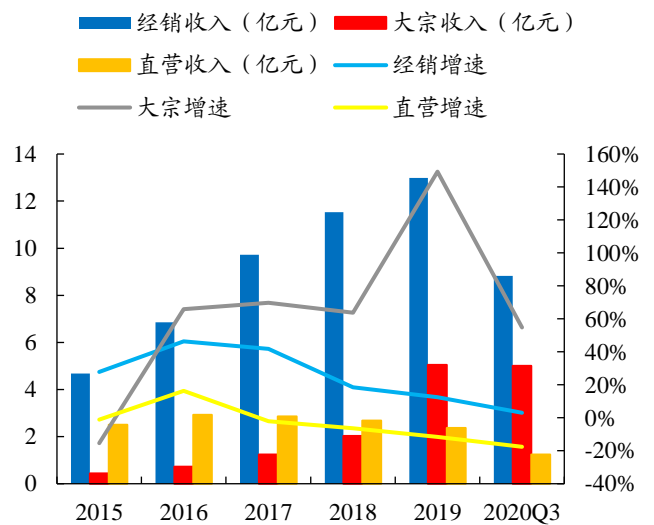
2) 工程端: 大宗业务方面, 2017年公司成立工程战略拓展中心, 持续拓展与地产商的战略合作。2019年, 公司大宗业务快速放量, 收入同比提升149.3%至5.05亿元, 收入占比提升至24%。2020Q1-Q3, 在疫情影响下, 公司大宗业务依然维持较快增长, 实现营业收入5.01元, 同比增长54.82%, 成为公司增长的重要驱动力。

图7: 2019年公司大宗业务占比显著提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 经销增速平稳, 大宗快速放量



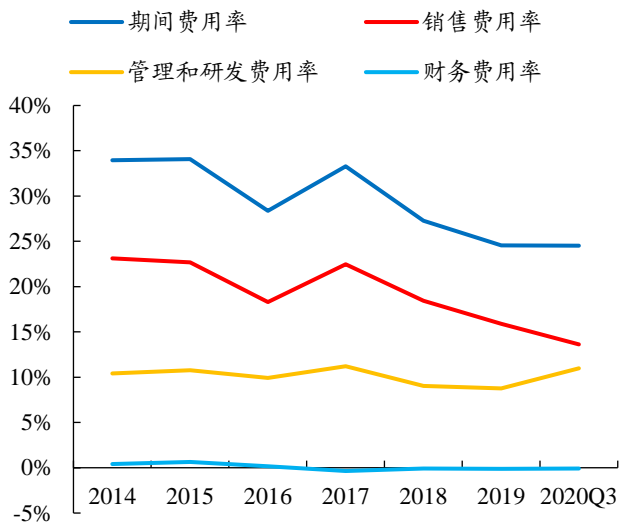
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

盈利能力上，费用端控费效果显现，收入结构调整影响毛利率略有下滑。

1) 收入结构调整影响毛利率，但规模效应有望逐步显现。2018年后，由于毛利率相对较低的工程业务占比提升，公司毛利率逐渐下行。2019年，公司毛利率同比下降0.96pct至11.39%。但未来，公司工程渠道以及衣柜、木门业务的规模效应有望逐步显现，或将带动毛利率逐步回升。

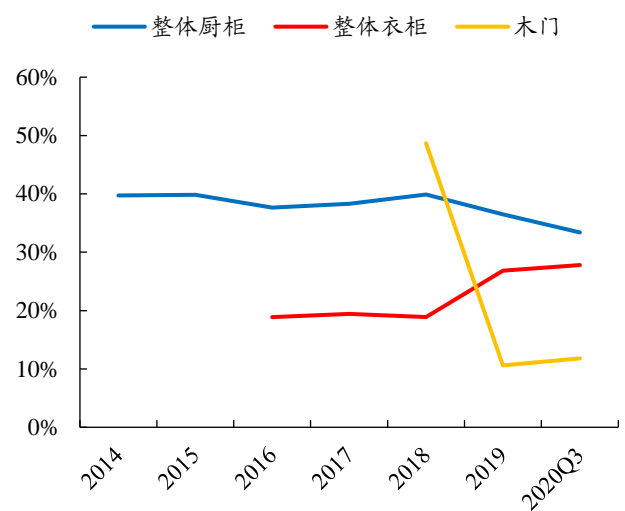
2) 费用控制效果明显，净利率维持稳定。2017年后，公司零售业务中经销占比提升并适当控制了广告费用投入，从而销售费用率逐年下降。在此带动下，虽然2018年后公司毛利率略有下滑，但公司净利率基本维持稳定。2019年公司净利率达11.4%。

图9：控费效果明显，期间费用率下行



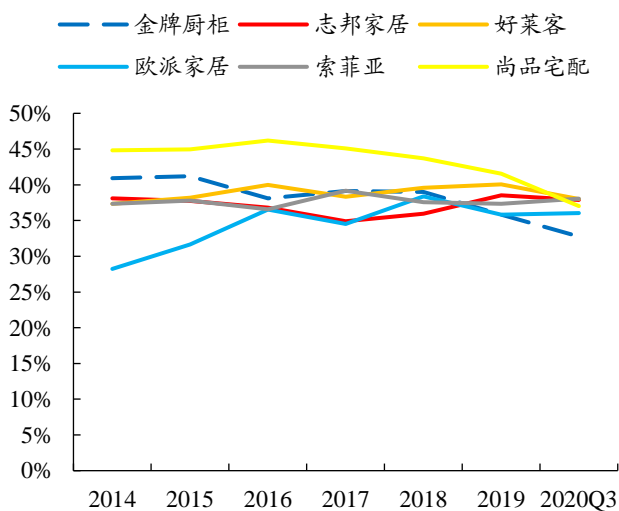
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：衣柜业务毛利率呈上升趋势



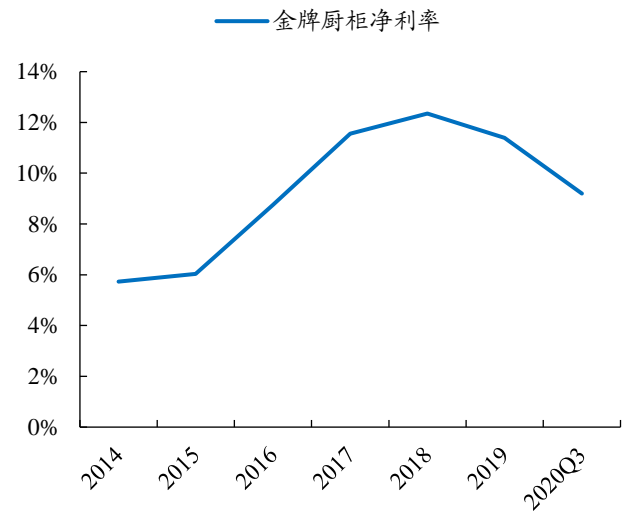
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：收入结构调整，整体毛利率承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2017-2019年，公司净利率基本保持稳定



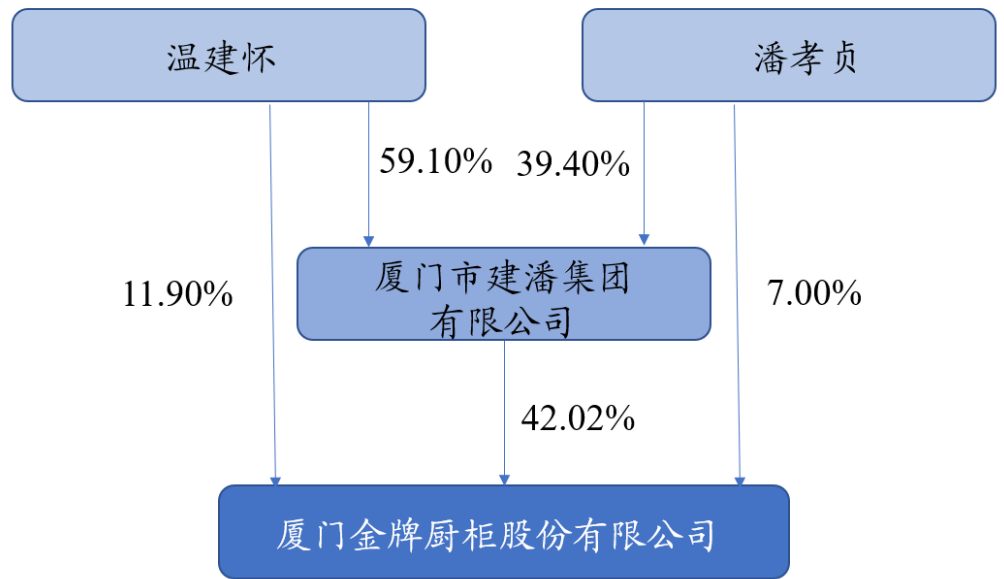
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、管理层从业经验丰富，股权激励提升员工动力

公司管理团队从业经验丰富，合作默契。公司董事长温建怀、副董事长潘孝贞是高中校友，1999年共同于厦门创立了金牌厨柜，已在定制家居行业中积累了二十余年的从业经验。其中，温总金融业出身，精于管理；潘总工科出身，精于技术研发、品牌打造等，两人合作默契，从而带动公司持续良性发展。

公司股权结构较为集中。创始人温建怀、潘孝贞为公司实际控制人，二人直接持股比例合计18.90%，同时还持有公司第一大股东厦门市建潘集团有限公司（持股比例为42.02%）总股本的98.50%，合计持股比例占公司总股本的60.29%。

图13：公司股权结构较为集中（截止2020年3季度末）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励覆盖范围广，充分激发员工积极性。2020年公司对管理人员及核心骨干实施股权激励，其中对6名高级管理人员授予总股本的0.42%，对275名中层管理人员及核心骨干授予总股本的1.48%。本次股权激励计划的考核目标为以2019年为基数，2020年/2021年净利润增速分别不低于10%/25%。而2020/2021/2022年摊销费用分别为1736.41万元/797.12万元/89.97万元。可以看到，公司股权激励计划覆盖范围广，有望充分激发公司核心骨干的工作动力。

表1：公司股权激励覆盖范围广，充分激发员工积极性

时间	股权激励对象	人数	股权份数/总股本	授予价格	业绩要求	摊销费用
2020年	副总经理、董秘等高级管理人员	6人	0.42%	回购部分授予价格为28.50元/股，定增部分授予价格为31.04元/股	以2019年为基数，2020年/2021年净利润增速分别不低于10%/25%	2020/2021/2022年摊销费用分别为1736.41万元/797.12万元/89.97万元
	中层管理人员及核心骨干	275人	1.48%			

资料来源：公司公告、开源证券研究所



## 2、行业：地产竣工有望回暖，精装市场红利释放

### 2.1、竣工缺口回补、疫情滞后消费释放，有望带动家居零售回暖

2016年后地产周期下行拖累下游家居需求，2017年后的竣工周期拉长进一步加剧了这一趋势。将地产数据中质量较高的商品住宅销售面积增速与家具制造业收入增速对比可以发现，商品房销售增速与家具制造业收入增速高度相关，且家具制造业收入确认的滞后期约为4个季度。2016年4月后，地产去库存周期逐渐结束，进而带动家居需求增速于2017H2起逐渐下行。而又由于融资收紧，期房、精装房占比提升等原因，2017年后地产新开工至竣工的周期拉长，从而使得房屋竣工与新开工之间出现了较大的缺口，进一步抑制地产销售向下游的家居需求传导。

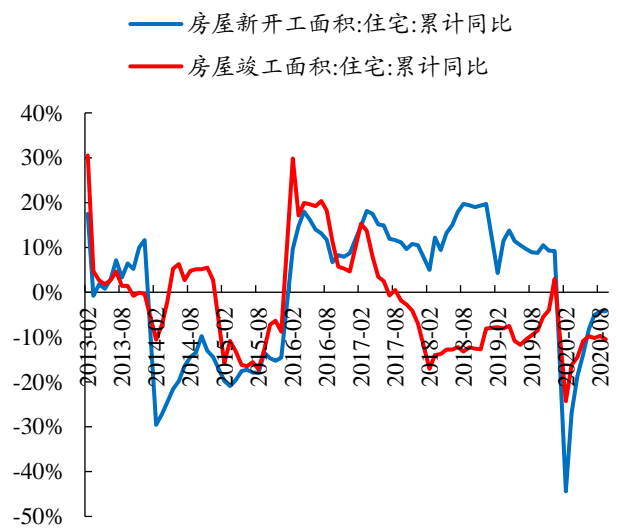
地产销售展现较强韧性，竣工缺口回补的刚性需求已接近临界点。虽然在房住不炒政策定力显著提升的背景下，地产销售重回高增长的难度较大。但可以看到，地产销售增速在2019年和疫情期间都展现了较好的韧性，并没有继续大幅下滑。这也为下游家居需求提供了一定支持。而竣工侧，由于从新开工到交房的周期一般不会超过3年，因此2017年至今的竣工缺口已经接近亟待回补的临界点。

图14：2016年后地产周期下行拖累下游家居需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

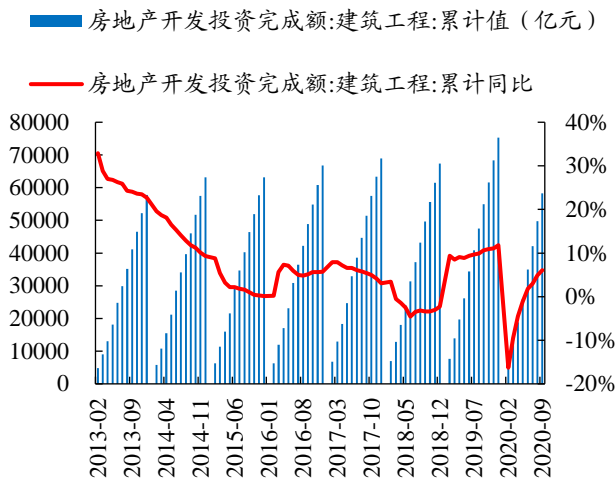
图15：房屋竣工缺口亟待回补



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019年交房前瞻指标持续改善，疫情后恢复速度也较快。2019年建筑工程投资额、电梯产量以及平板玻璃产量等竣工前瞻指标累计同比均处于近年高位，对竣工回暖的预期提供了一定支撑。2019年1-12月，建筑工程投资完成额、电梯产量和平板玻璃产量分别同比增长11.8%、12.8%和6.6%。最终反映到竣工数据上，我们也可以看到2019H2竣工数据快速修复，并且全年竣工累计同比最终转正。而2020年虽然受到疫情冲击，但交房的前瞻指标相比直接的竣工数据也展现了更快的修复速度。2020年1-9月，建筑工程投资完成额和电梯产量分别累计同比增长6.1%和4.6%。

图16: 2019年房地产开发投资建筑工程完成额快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2019年电梯产量同比增速显著提升

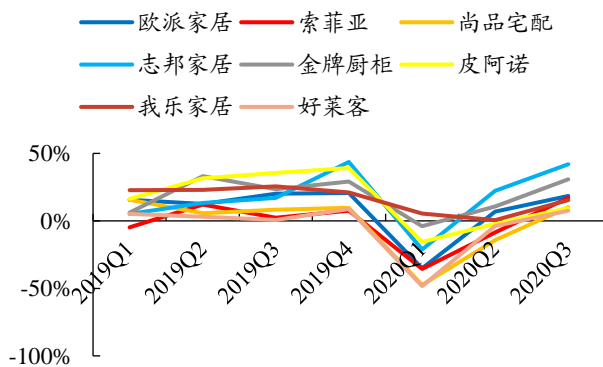


数据来源: Wind、开源证券研究所

在2019年下半年竣工数据回暖的带动下，2019Q4定制家居行业已出现了复苏迹象。包括尚品宅配、好莱客（工程渠道占比很低）等的定制家居公司单季收入增速环比均出现了明显修复。

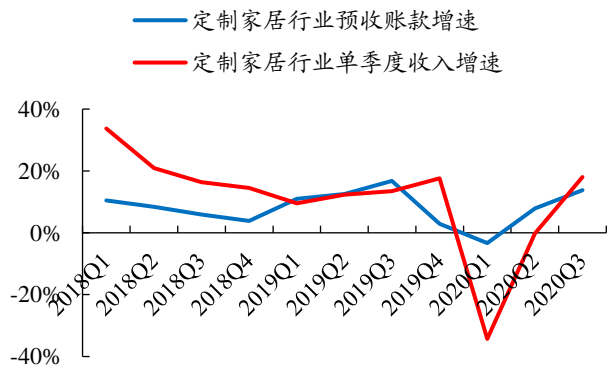
2020年这一回暖趋势虽然被疫情暂时中断，但我们依然看好行业零售需求回升的确定性和持续性。确定性从2020Q3行业单季度收入的快速回暖即可看出，因疫情积压的订单正在加速交付，预收账款增速也在持续回暖（2020Q3行业预收款增速低于收入是由于收入中有大宗带动，各公司预收款增速普遍高于其零售收入增速）。持续性则体现在2020Q3的零售回暖主要为前期积压订单的集中释放带动，而预期竣工回暖带来的需求还有待释放，以及2021H1行业整体收入基数较低。

图18: 2020Q3定制家居行业收入增速回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2020Q3定制家居行业预收账款增速回升



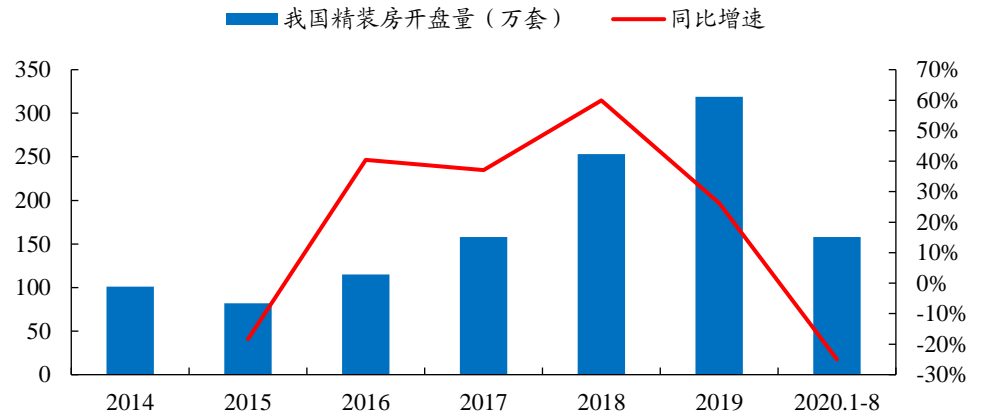
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、精装市场方兴未艾，短期扰动无碍优质企业发展

精装市场方兴未艾，工程业务红利仍将持续释放。

从开盘口径看，我国精装房开盘从2016年起高速增长，2018年全国精装房开盘量达253万套，同比增长59.9%。2019年，受地产大环境、精装修监管趋严和高基数的影响，精装修开盘增速有所下滑。2020年受疫情影响，精装房开盘量有所下滑。

从精装修产业链看，由于从精装房开盘到家居企业确认收入普遍有 1-2 年的滞后期。如 2016 年精装开盘量开始快速增长，欧派、索菲亚等家居企业工程收入从 2017 年开始反应。并且，2017 年至今整体交房节奏放慢，这一滞后期有望进一步拉长。因此，对于家居公司，2018-2019 年精装修开盘高峰带来的行业红利仍处于释放期。

**图20: 2015-2019 年精装房开盘量持续增长**


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

三道红线等地产管控政策出台引发市场担忧，但我们认为从根源看，精装市场扩容仍是大趋势。2020 年 8 月，限制地产商融资的“三条红线”政策出台，市场对于精装产业链的预期因而走弱。“三条红线”预计会在短期内减弱地产商拿地的动能，进而带来地产总需求的下滑。但若从政策、供给和需求三个角度分析，我们认为我国地产总需求中的精装房渗透率提升仍是长期趋势，对于精装房市场不必过于悲观。

1) 政策层面：2013 年，中央从国务院层面转发文件指导住宅全装修工作，之后全装修政策顶层设计不断优化。2017 年，《建筑业“十三五”规划》中明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。2018 年后，我国精装房政策总量快速提升并且市级政策的占比提升，政策呈向下渗透的趋势。而 2020 年 1-5 月，我国精装房政策数量并未收缩，政策总量同比增长 20%。因此，我国对于精装房渗透率提升的支持并未减弱。同时，我国地区间精装房渗透率差距较大，政策下沉的空间还较大。

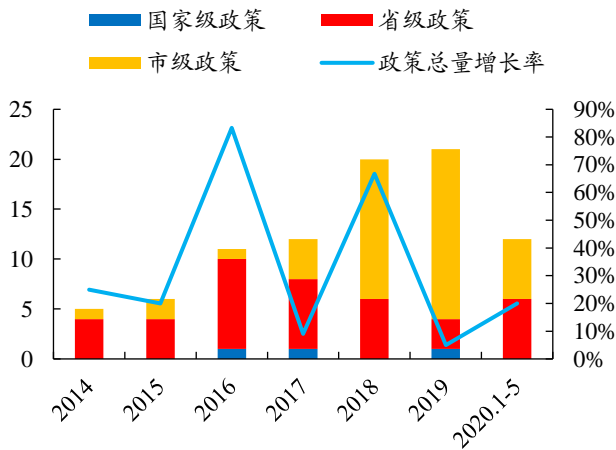
**表2: 政策积极助力国内精装房市场内发展**

时间	政策名称	具体内容
1999 年 8 月	《关于推进住宅产业现代化，提高住宅质量的若干意见》	首次以政府文件的形式提出了加强住房装修管理，积极推广一次性装修模式或菜单式装修模式。
2002 年 3 月	《住宅室内装饰装修管理办法》	规范和推动了住宅装修行业的发展，提出住宅设计要向精细化发展，逐步取消毛坯房达到对资源、能源的充分合理利用。
2008 年 7 月	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	制定出相关扶持政策，引导鼓励新建商品住宅次装修到位，达到根据本地实际，科学规划，分步实施，直接向消费者提供全装修成品房的目标。
2013 年 1 月	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	从国务院角度明确了推行全装修的战略指引，精装全装市场开始逐步政策落地，走向标准化、专业化。
2016 年 9 月	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	鼓励推进建筑全装修；实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工，提出力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017 年 4 月	《建筑业发展“十三五”规划》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成

时间	政策名称	具体内容
2019年2月	《住宅项目规范》	品交付比例，并明确提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。 住建部就《住宅项目规范》征求意见，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付。

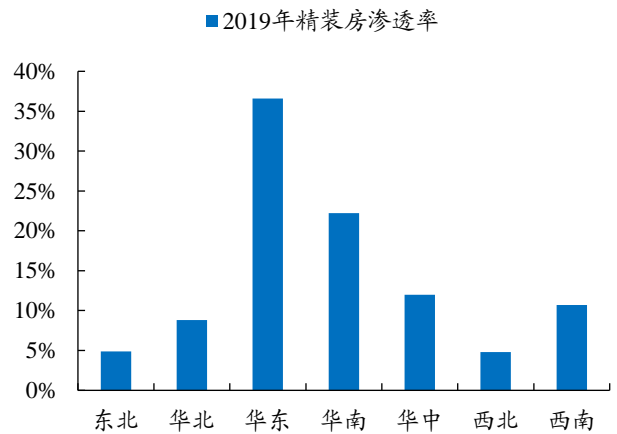
资料来源：政府部门官网、开源证券研究所

图21：我国精装政策不断下沉（单位：个）



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：我国地区间精装房渗透率差距较大

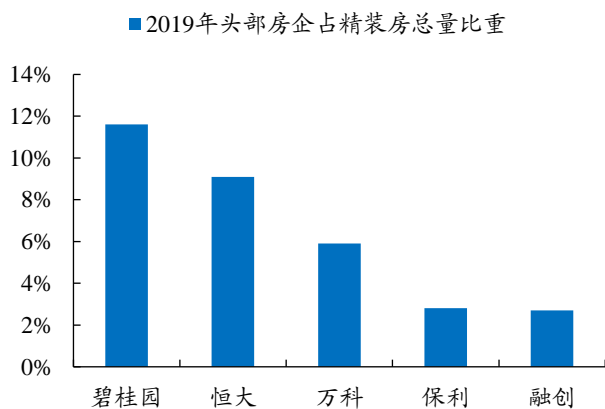


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

**2) 供给层面：**我们认为碧桂园等房企出现的“精装转毛坯”更多得是在供大于求、寻求现金流回流的变相降价销售之举。在融资限制等政策影响边际走弱后，在毛坯房限价的背景下，地产商还是更愿意主动提升精装份额去增厚利润。并且精装房相对占款金额更高、时间也 longer，因此地产商在能承担销售进度压力的情况下也更愿意去选择。

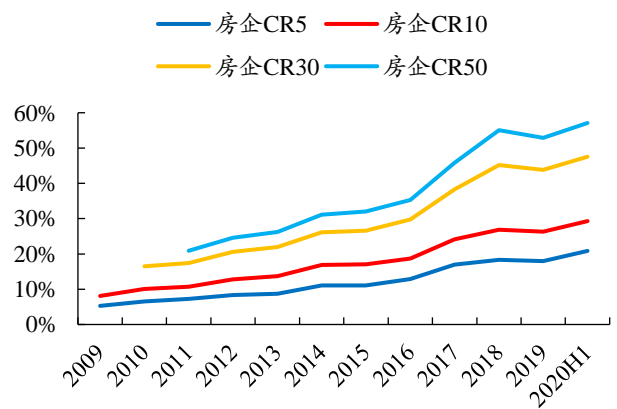
此外，2010年至今我国房企集中度整体呈上升趋势。2020H1，我国房企CR10超过20%。在地产融资政策进一步收紧的背景下，这一集中度有望进一步提升。而相对于中小房企，头部房企凭借品牌背书和产业链整合能力，新开楼盘中的精装修占比更高。因此，房企集中度提升有望进一步带动行业精装渗透率的提升。

图23：2019年CR5房企占精装房总量的32%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图24：房企集中度呈上升趋势

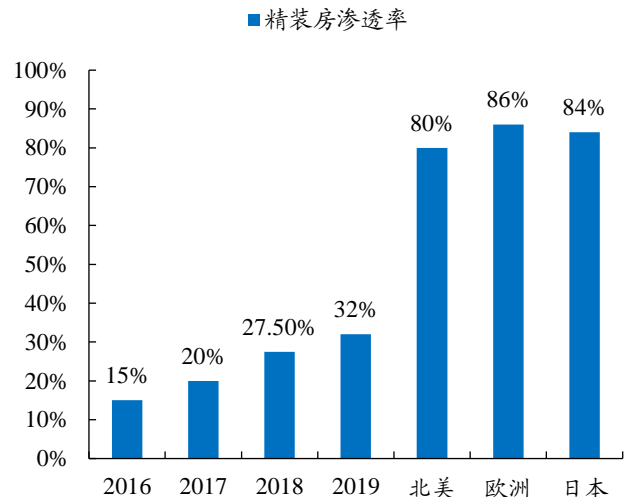
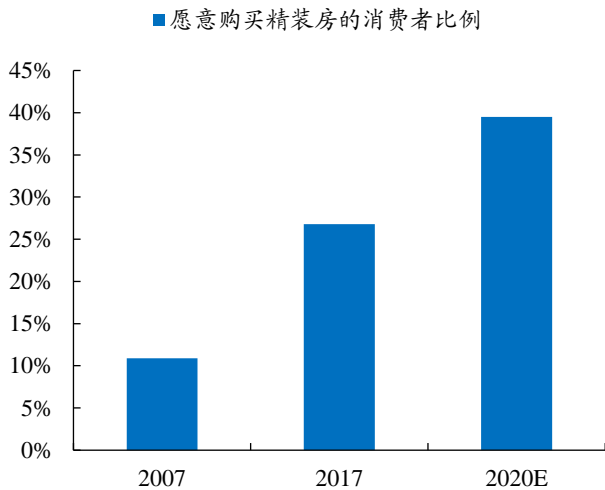


数据来源：Wind、开源证券研究所

3) **需求层面:** 根据中国产业信息网的数据, 2017年愿意购买精装房的消费者比例为26.8%, 较10年前提升15.9%, 2020年预计可达39.5%。消费者对于精装房的接受程度正不断提升。同时, 发达国家精装房渗透率普遍在80%以上。因此, 对标海外, 我们或可推测, 伴随国内消费者消费水平和精装房装修质量的提升, 消费者对于精装房的接受度仍有较大的提升空间。

图25: 2020年愿意购买精装房的消费者有望接近40%

图26: 我国精装房渗透率和发达国家仍有较大差距



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

## 3、产品矩阵日臻完善，销售渠道多元扩张

### 3.1、产品：厨柜起家，衣柜快速拓展，木门孵化，智能家居布局未来

公司以多品牌策略不断丰富产品矩阵。公司核心品牌“金牌”专注于厨柜品类，希望在消费者心中构造专业的高端厨柜品牌形象。其他品类中，2016年和2018年，公司分别进军衣柜和木门业务，并共同采用桔家品牌。2020年3月，公司成立全资子公司“厦门智小金智能科技有限公司”，以“智小金”的品牌开拓智能家居业务。

图27: 公司厨柜聚焦专业品牌，以“桔家”开拓衣柜、木门品类

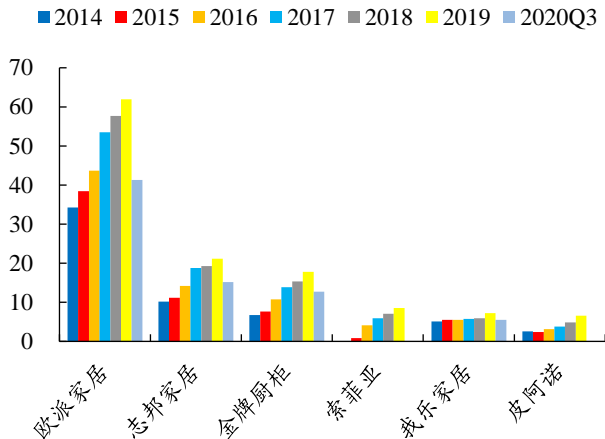


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

## 1) 厨柜：收入规模位于第二梯队，增速仍处于相对较高水平

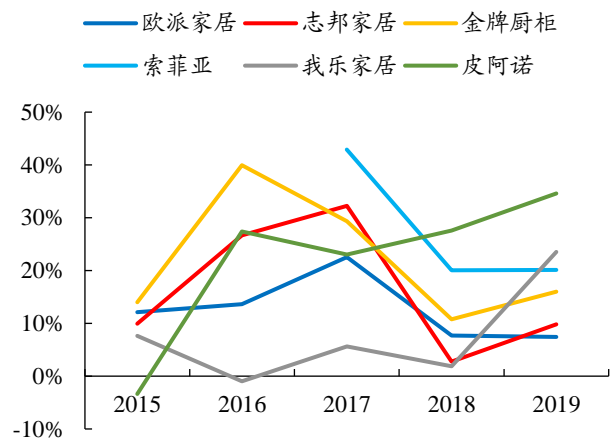
公司厨柜收入规模位于第二梯队，收入增速仍处于相对较高水平。2019年，公司厨柜收入17.8亿元，在已上市的定制家居公司中位于第二梯队，略低于志邦家居，高于索菲亚、我乐家居和皮阿诺。但从增速看，相较于同样基数较高的志邦家居和欧派家居，公司厨柜收入增速仍处于较高水平。2014-2019年公司厨柜收入复合增速为21.5%，其中2019年公司厨柜收入同比增速为16.0%。

图28：公司厨柜收入规模位于第二梯队（收入：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

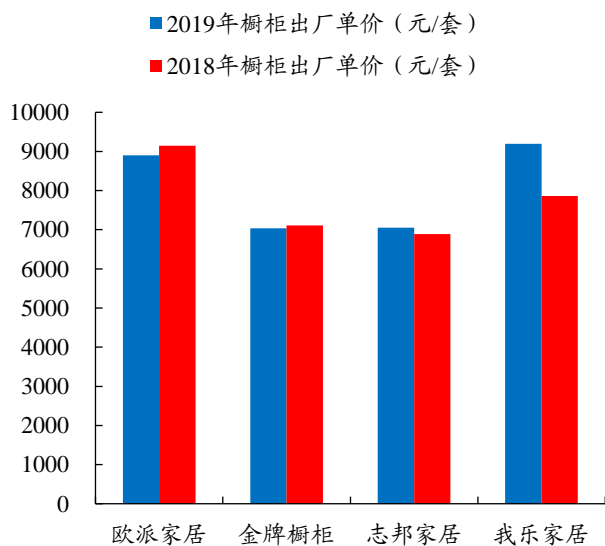
图29：公司厨柜收入增速仍处于相对较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

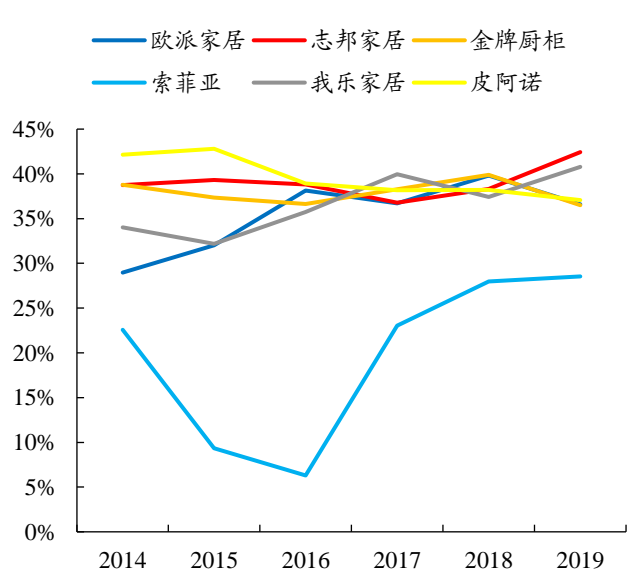
公司厨柜出厂单价接近志邦家居，大宗业务占比提升前厨柜毛利率较高。由于大宗业务占比提升以及价格带拓宽，公司近年厨柜出厂单价有所下降。2019年，公司厨柜出厂单价为7038元/套，与志邦家居较为接近。同时，由于公司2019年大宗业务占比大幅提升且公司大宗毛利率由于模式差异相对更低，公司厨柜毛利率下降至36.5%。在2018年公司大宗业务占比提升前，公司厨柜毛利率为39.9%，领先于已上市的定制家居公司。

图30：2019年公司厨柜出厂单价为7038元/套



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：大宗业务占比提升前，公司厨柜毛利率较高



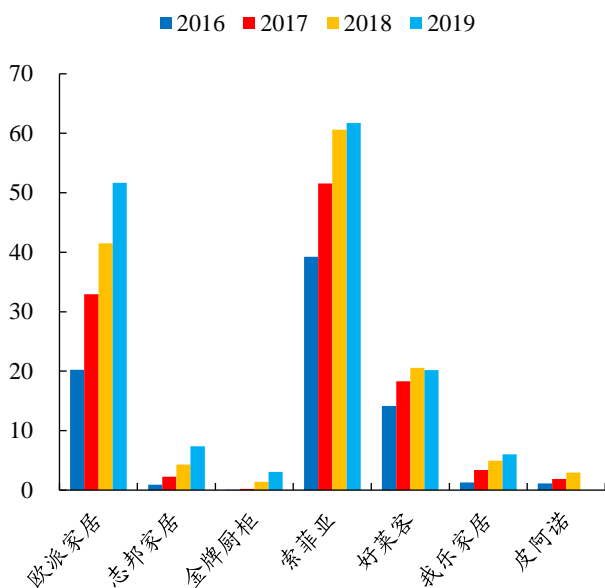
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2) 桔家衣柜：践行“四同”策略，处于扩张红利期

桔家衣柜在发展上采取同款、同质、同价和同服务的“四同”策略。“同款”即“桔家”衣柜将配合金牌厨柜经典款产品实现全屋家居风格一体化。“同质”即产品品质对标金牌厨柜，门板配套源自统一加工车间。“同价”即背靠金牌的品牌背书，但依然采用中档定价及双品牌联合促销。“同服务”即建立对标金牌厨柜的服务系统。依靠“四同”策略，虽然采用双品牌运营，但公司依然最大化的发挥了厨柜品类对于衣柜品类的协同带动作用，尽可能的缩短了新品类的导入期。

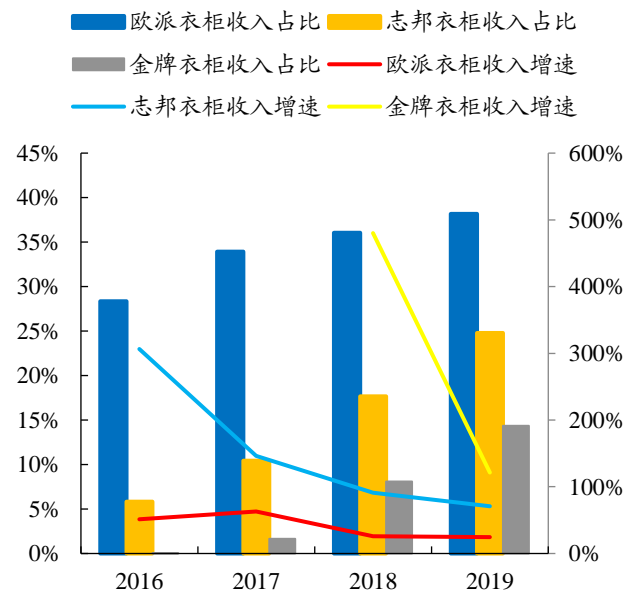
从行业看，由于厨柜向衣柜导流具备相对优势，因此厨柜起家的公司在衣柜导入期普遍能享受到品类拓展的红利。如欧派家居在 2016-2017 年衣柜收入占比接近 30%时，衣柜的收入增速高达 50%以上。2019 年欧派家居衣柜收入占比接近 40%，但收入增速仍达到 24.6%，显著高于厨柜。此外，志邦家居 2019 年衣柜收入占比 25%，衣柜收入增速高达 70%。而 2019 年金牌厨柜的衣柜收入占比仍仅为 14.4%，收入规模仅为 3.05 亿元，在已上市的定制家居公司中位居末位。因此相较欧派家居和志邦家居等同为厨柜起家的公司，金牌厨柜的衣柜拓展红利仍有较大增量空间。

图32：公司衣柜收入仍有较大提升空间（收入：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

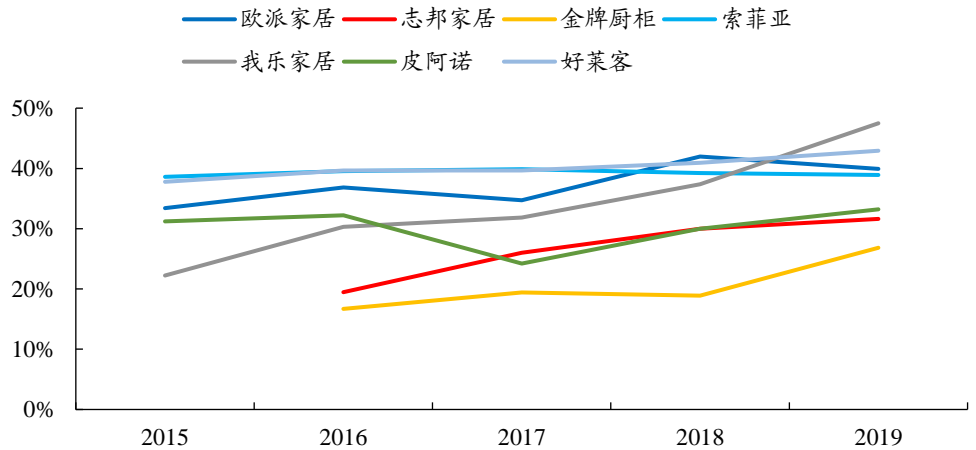
图33：公司衣柜收入占比相对较低，仍有较大发展空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

规模效应提升带动盈利能力爬坡，衣柜收入增长的同时盈利能力仍有较大提升空间。从索菲亚、欧派家居、好莱客等定制衣柜收入规模领先品牌来看，定制衣柜在规模效应形成后毛利率普遍能够稳定在 35%-40%左右。而公司与志邦家居等从厨柜向衣柜拓展的品牌，由于衣柜收入体量还较小，因此向上游采购的议价能力以及生产端的规模效应等都相对较弱。但伴随衣柜收入的快速增长，公司衣柜业务的毛利率已呈现逐步上行的趋势。2019 年公司衣柜业务的毛利率同比提升 7.94pct 至 26.83%。

图34: 行业横向对比, 公司衣柜毛利率仍有较大提升空间

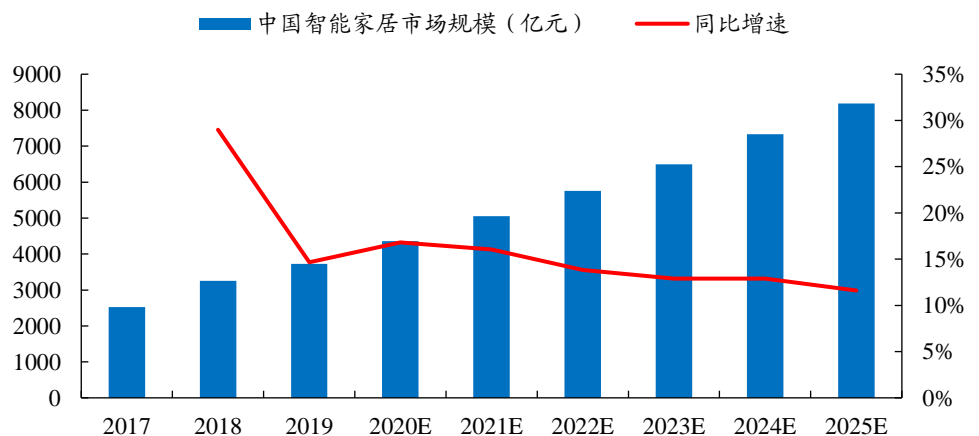


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3) 智能家居: 蓝海行业, 公司积极布局未来

**政策助力、消费和技术升级推动智能家居市场规模不断扩容。**自2012年智能家居首次被纳入国家五年规划起, 我国对智能家居行业的支持政策陆续出台。2018年政府工作报告提出“发展智能产业, 拓展智能生活”, 智能家居将加速从“概念”向“落地”发展。与此同时, 我国居民消费水平的提升和5G等新技术的快速兴起, 也为智能家居行业快速兴起提供了良好的基础。根据亿欧智库的数据, 2019年, 我国智能家居市场规模达到3728亿元(包含硬件、安装和网络服务费用), 而到2025年这一市场规模则有望超过8000亿元, 2017-2025年的规模复合增速有望达到15.8%。

图35: 2017-2025 中国智能家居市场规模复合增速有望达到 15.8%



数据来源: 亿欧智库、Statista、开源证券研究所

**金牌厨柜紧跟行业发展趋势, 积极展开智能家居领域战略布局。**公司于2012年起即开始 i-KICTEN 1.0 智慧厨房项目研发, 2017年推出 i-KICTEN 2.0 产品。至2018年, 公司正式成立智能家居研究院, 开始全方位布局智能家居建设。2020年, 公司智能家居研究成果逐步落地: 3月设立智能家居品牌“智小金”, 10月智小金厦门机场旗舰店正式开业。与此同时, 2020年10月, 公司发布适老家居品牌康小金, 将智能家居和养老产业两大蓝海相结合, 推出智能安全床头柜等养老家居产品。



图36: 2020年10月, 智小金厦门机场旗舰店开业



资料来源: 金牌厨柜官方公众号

图37: 公司推出康小金适老智能安全床头柜 S1

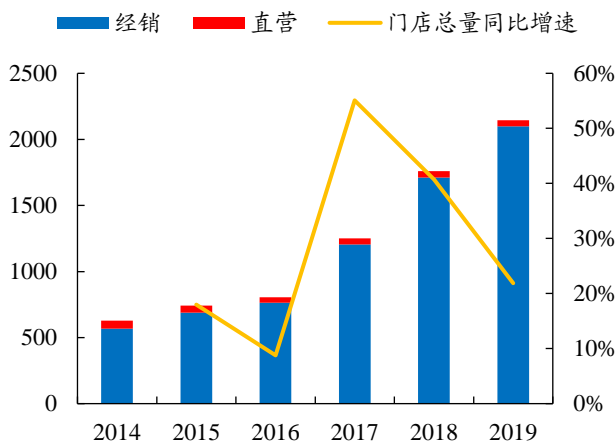


资料来源: 金牌厨柜官方公众号

### 3.2、零售渠道: 渠道优化带动盈利能力提升, 衣柜开店空间仍较大

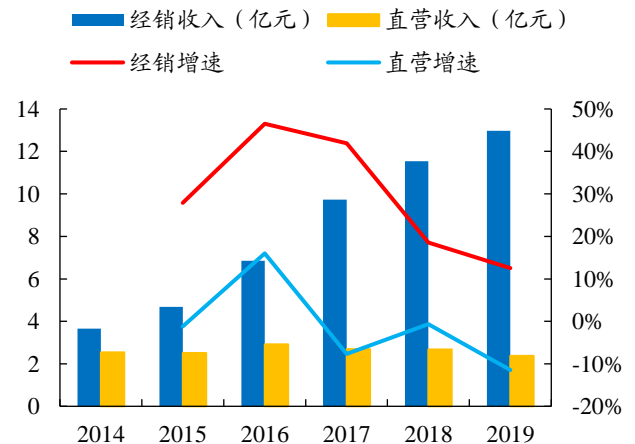
公司直营渠道不断优化, 经销渠道快速展店。2014年时, 公司直营占整个零售渠道收入的41%。但由于直营门店租金、运输等费用成本较高等原因, 公司在之后采用直营转经销及减少直营新开店等策略, 逐渐降低直营收入占比以提高整体盈利能力。2019年, 公司整体仍处于较快开店的状态, 共拥有2144家门店, 门店总量同比增长22%, 其中包括经销门店2099家(净增389家), 直营门店45家(净减4家), 而公司直营在零售收入中的占比也下降至15%。

图38: 公司经销门店仍在快速拓展(单位: 家)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所(公司2017年直营门店数量未披露, 采用2016和2018年的均值估算, 本文下同)

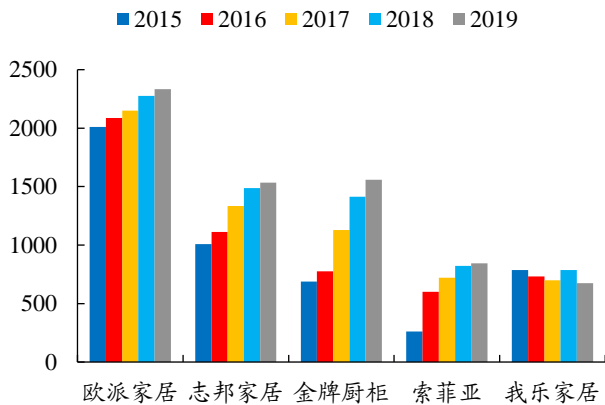
图39: 公司经销渠道收入占比不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

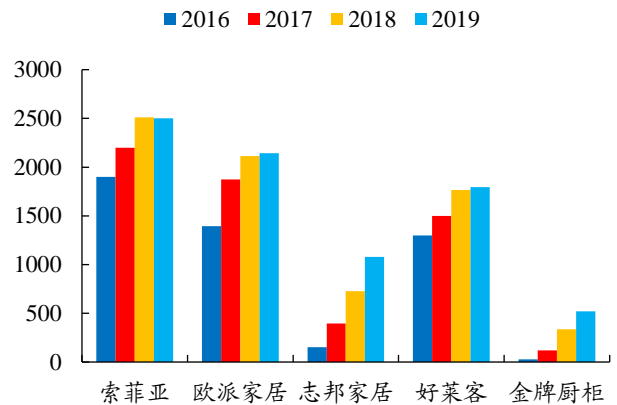
从开店空间看, 公司厨柜门店数量位于行业第二, 衣柜仍有较大展店空间。2019年, 公司金牌厨柜专卖店数量达1559家, 位于定制家居行业第二位。而欧派家居2019年的厨柜门店数量已超过2300家, 公司相较而言仍有一定的开店空间。公司衣柜门店在2019年末时则仍仅520家。行业内的衣柜龙头索菲亚、欧派家居和尚品宅配等衣柜门店数量均已超过2000家。志邦家居与公司类似也是近年从厨柜向衣柜拓展, 其衣柜门店数量也已超过1000家。因此横向比较看, 公司衣柜仍有较大展店空间。

图40: 2019年公司厨柜门店数量位于行业第二



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

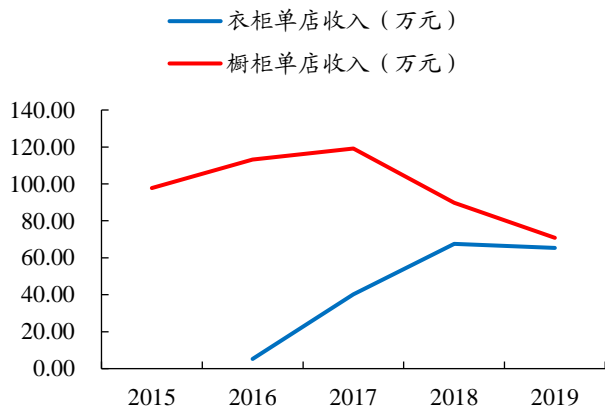
图41: 公司衣柜仍有较大的展店空间



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

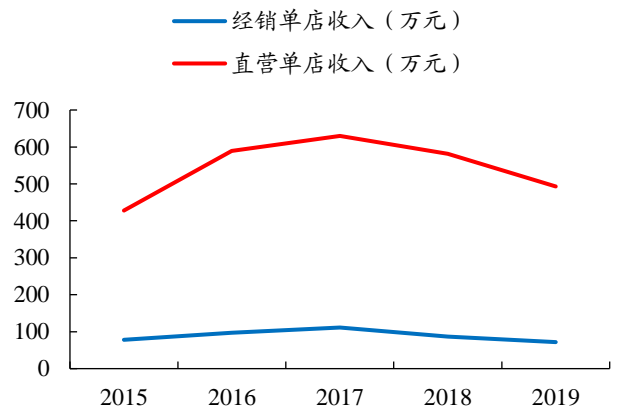
从单店收入看, 厨柜零售景气度下行影响单店收入, 衣柜单店收入稳定。2018年后, 由于地产后周期需求下降和精装房分流的影响, 厨柜零售行业整体表现持续低迷。公司厨柜零售单店收入也因此开始下行。而衣柜在经历了2016-2017年的品类拓展爬坡期后, 单店收入已稳定在了较高水平。在厨柜零售的影响, 公司近年单店收入有所下降。但考虑到衣柜门店有望成为公司未来开店的重心以及厨柜单店收入继续下行的空间有限, 公司整体零售渠道的单店收入有望逐步触底企稳回升。

图42: 公司厨柜单店收入有所下降, 衣柜稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (考虑到新开店销售爬坡, 计算单店收入=当年收入/(上一年门店数+当年净开店\*0.25), 其中厨柜剔除了大宗业务的影响)

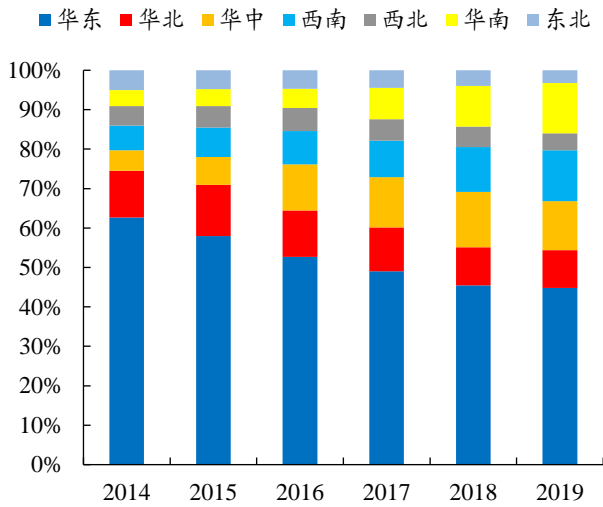
图43: 在厨柜影响下, 公司近年单店收入有所下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (考虑到新开店销售爬坡, 计算单店收入=当年收入/(上一年门店数+当年净开店\*0.25))

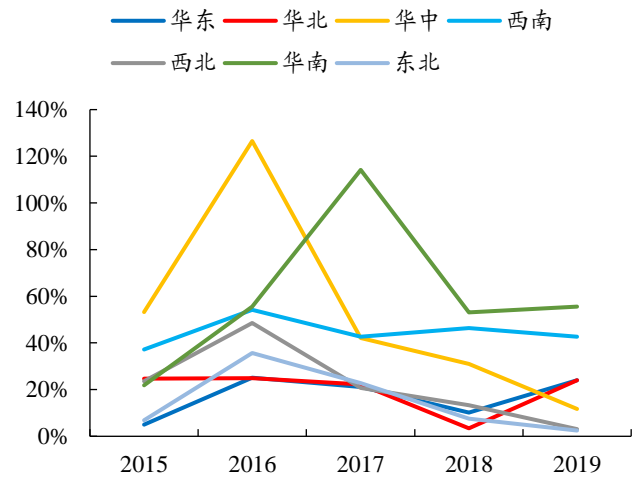
渠道管理上, 实行分区域管理, 立足华东向全国范围拓展。为提升渠道对市场的反应速度和运营效率, 公司细分渠道, 设立华东、华北、华南等八个市场区域, 2019年又增设东北、鲁豫中区。各区域运营单元对本区域内的经销商专卖店的网点规划、广告推广、人员招聘培训、渠道开发、展厅销售等运营系统进行服务、指导、监督。其中, 华东为公司的核心区域, 2019年收入占比仍达45%。而近年公司华东区域以外的收入占比逐渐提升, 尤其是西南、华南地区持续维持较快增长。2020年, 公司计划于成都建设西部物联网智造基地项目, 未来有望继续带动西南等区域发展。

图44: 公司华东区域以外的收入占比逐渐提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图45: 近年公司西南、华南地区增长较快

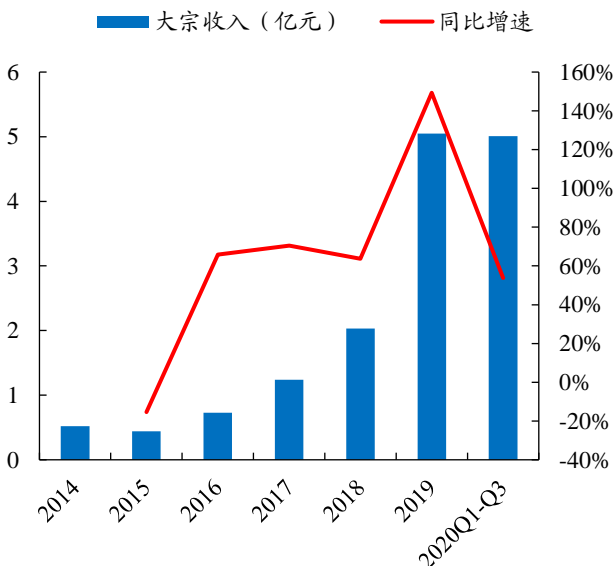


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、大宗业务保持高速增长，通过赋能工程代理商控制风险

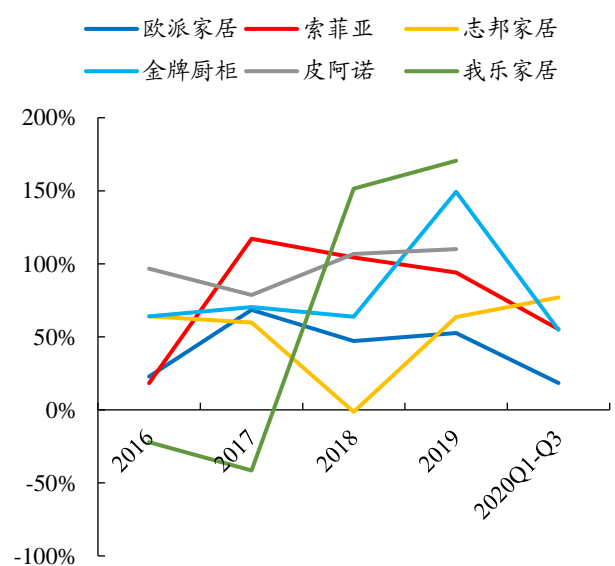
公司大宗业务持续高速增长，并且仍有较大发展空间。2016年起，公司及时把握精装房兴起的红利，大宗业务持续高速增长。2019年，公司大宗业务收入同比增长149.3%至5.05亿元。2020Q1-Q3，公司大宗业务收入达到5.01亿元接近2019年全年水平，疫情影响下仍保持高速增长。与行业横向对比，2020Q1-Q3公司大宗收入占比超过30%已处于行业中较高的水平，但公司大宗业务收入的绝对体量较低，相对而言仍有较大的发展空间。

图46: 公司大宗业务持续高速增长



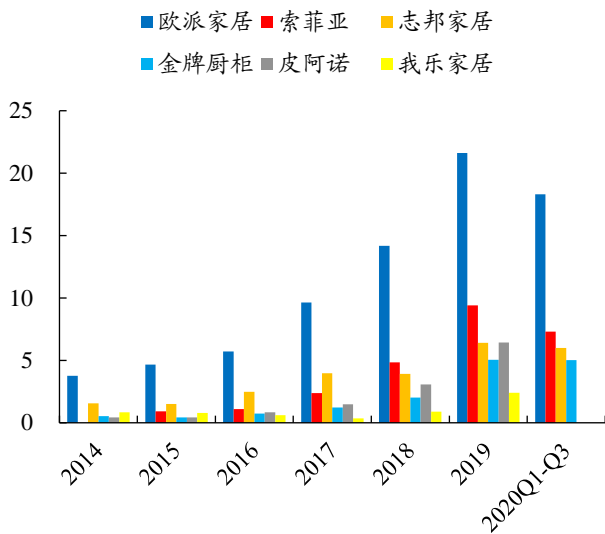
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 2019年公司大宗业务收入增速领先



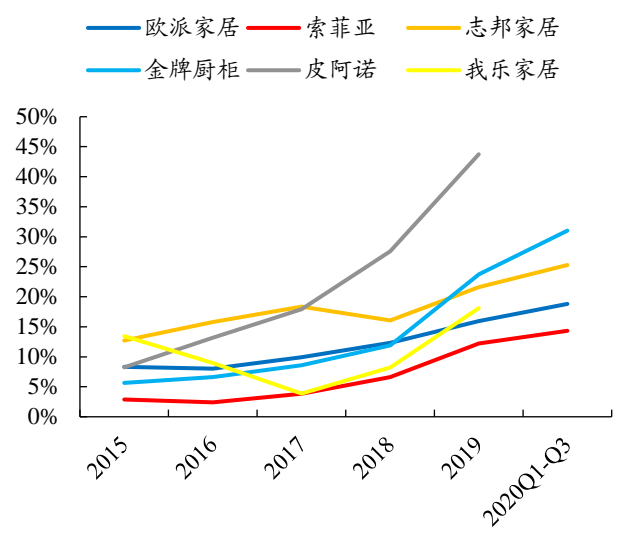
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图48: 公司大宗业务发展仍有空间 (收入: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

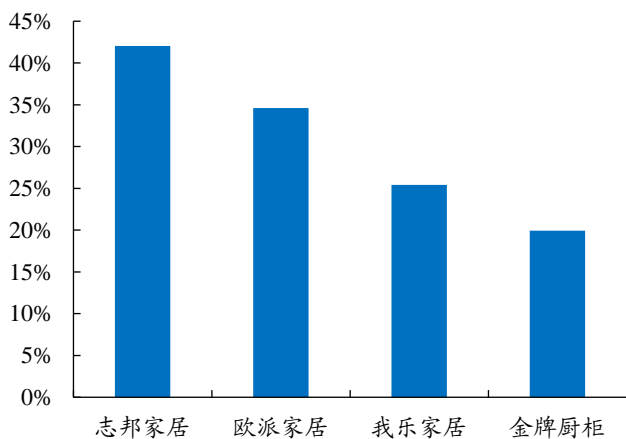
图49: 2020Q1-Q3 公司大宗收入占比已超过 30%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

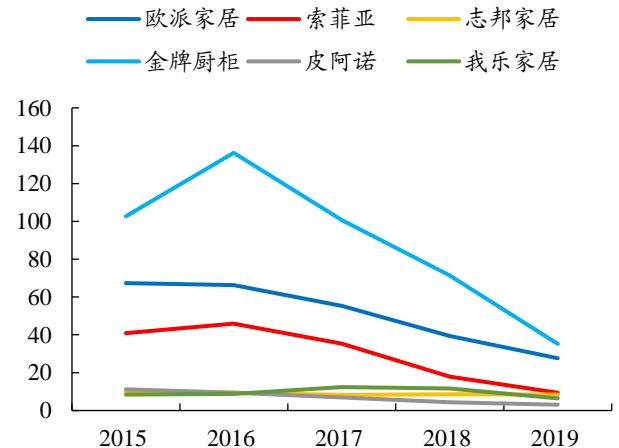
公司大宗业务发展的特点则在于通过赋能工程代理商的模式控制风险。公司大宗业务仅有少量以自营模式开展，多数则采用工程代理商的模式。在工程代理商的模式下，应收账款压力、安装及后续服务均由代理商完成，而公司的经营性现金流压力则较小，应收账款及应收票据周转率也处于业内领先水平。但与此同时，代理商的经营压力则相对较大。因此，公司一方面会尽可能的让利于工程代理商（2019年公司大宗业务毛利率业内相对较低），另一方面也会给予工程代理商银行担保（需要代理商反担保）、交付支持等赋能。整体来看，公司采用的赋能工程代理商模式，虽然短期毛利率较低，但在风险可控的前提下实现了大宗业务的快速发展。

图50: 2019 年公司大宗业务毛利率业内相对较低



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图51: 公司应收账款及应收票据周转率处于领先水平



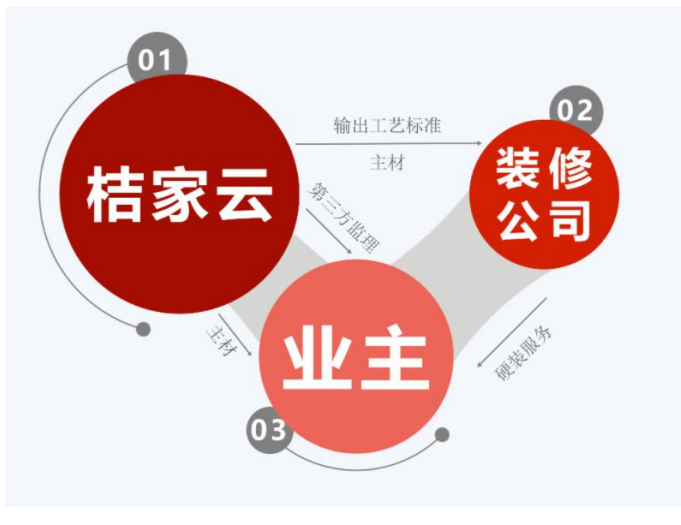
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.4、整装业务积极探索，海外市场持续布局

公司整装业务处于积极探索阶段，已有整装云门店落地。公司于2018年投资设立了厦门金牌桔家云整装科技有限公司，逐步开拓整装业务。2020年整装业务仍处于积极探索阶段，主要以公司自己的橱、衣、木产品作为核心，横向整合诺贝尔瓷砖、三棵树等国内外一线家装品牌，为下游中小家装公司及设计工作室提供供应链支撑

并为业主提供第三方监理服务。截至 2020 年 6 月，桔家云整装在厦门已有 2 家门店。

图52: 桔家云提供主材包服务及第三方监理服务



资料来源: 桔家云整装官方网站

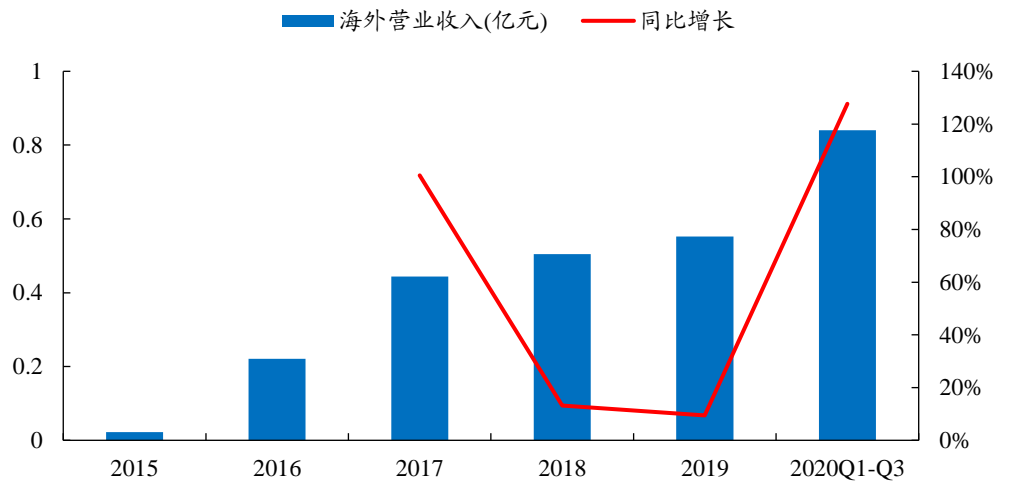
图53: 桔家云上游精选国内外一线家装品牌



资料来源: 桔家云整装官方网站

此外，公司一直重视全球化战略，持续对海外市场进行布局。公司自 2015 年开拓海外市场起，海外市场营业收入一直保持较快增长。其中 2019 年由于受到中美贸易摩擦影响，公司海外业务有近一个季度的停滞，但全年海外业务销售收入仍实现了同比正增长。2020Q1-Q3，虽然受到疫情、美国双反等冲击，但公司通过工程市场拓展、供应链布局等举措积极应对，海外业务收入同比快速增长 127.7%至 0.84 亿元。

图54: 2020Q1-Q3 公司海外市场收入快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

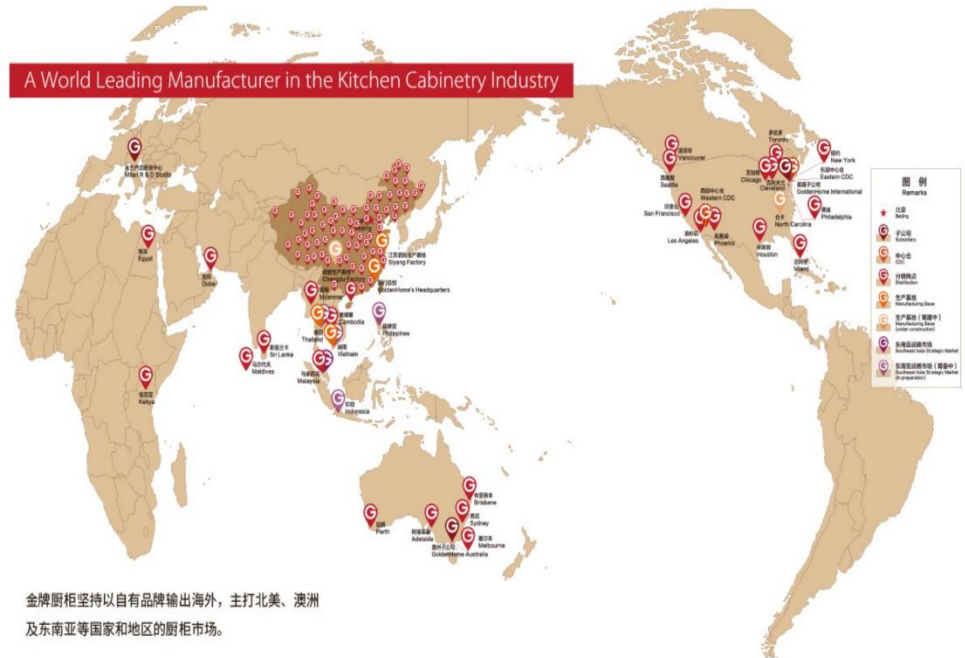
公司海外主要布局北美、澳洲及东南亚等地区。

1) 北美市场: 2020 年 4 月，公司拟在美国北卡罗来纳州投资建设美国总部和工厂，进一步完善美国市场布局。在此之前，公司已在美国开拓了多个分销网点，并在美国东西部分别拥有两个中心仓。

2) 澳洲市场: 与北美市场类似，公司在澳洲也主要以工程和经销模式开拓市场，已拥有约 5 个经销网点。

3) **东南亚市场**: 公司在泰国和越南均已实现了生产基地布局。并且于 2020 年 4 月, 公司新加坡子公司收购马来西亚最大的厨柜及定制家居品牌上市公司 SIGN (胜利者国际)9.09%的股权, 以协助公司提升东南亚的业务规模, 加快全球供应链布局。

图55: 公司海外主要布局北美、澳洲及东南亚等国家和地区

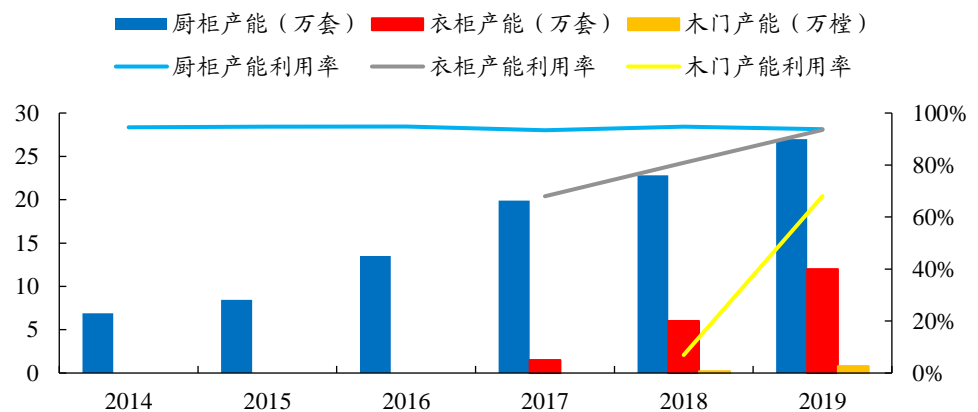


资料来源: 公司官网

## 4、产能: 募投项目陆续建设, 有望突破产能瓶颈

近年公司产能稳步扩张, 但产能压力仍较大。2019 年, 厨柜产能为 27 万套, 衣柜产能为 12 万套, 木门产能为 0.8 万樘。虽然公司产能逐年稳步扩张, 但产能压力仍然较大。公司厨柜产能利用率始终接近 95%, 衣柜业务在快速扩张的背景下, 2019 年产能利用率也达到了 93.5%。而公司 2019 年木门产能仅为 0.8 万樘, 产能利用率为 68%。因此, 公司在大宗业务和衣柜、木门品类快速发展的情况下, 对于进一步的产能建设具有较高的需求, 而新增产能的投放也有望带来较大的业绩弹性。

图56: 近年公司产能稳步扩张, 但产能压力仍较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司积极开展新增产能建设，缓解产能压力的同时完善全国化布局。

1) 2019 年，公司通过可转债募集资金 3.92 亿元用于厦门同安四期和江苏泗阳二期项目建设，项目完全投产后预计可新增产能工程厨柜 13 万套，零售厨柜 5 万套，衣柜 6 万套和木门 25 樘。

2) 2020 年 7 月，公司拟向控股股东和实控人全额定增募集不超过 2.86 亿元，该项目完全投产后预计将带来新增产能工程厨柜 10 万套和工程衣柜 22 万套。

3) 2020 年 7 月，公司与成都市双流区政府达成协议，拟投资固定资产合计约 12 亿元于双流航空经济区投资建设“西部物联网智造基地项目”。该项目在提升公司厨柜、衣柜、木门和智能家居产能储备的同时，也弥补了公司在中西部区域产能建设的不足，为后续进一步深耕中西部市场奠定了坚实的基础。

**表3: 可转债募投项目拟新增产能厨柜 18 万套，衣柜 6 万套，木门 25 万樘**

募投项目	工程厨柜 (万套)	零售厨柜 (万套)	衣柜 (万套)	木门 (万樘)
厦门同安	-	5	6	12.5
江苏泗阳	13	-	-	12.5
合计	13	5	6	25

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表4: 定制项目拟新增产能厨柜 10 万套，衣柜 22 万套**

募投项目	工程厨柜 (万套)	工程衣柜 (万套)
同安四期项目	10	12
泗阳募投项目	-	10
合计	10	22

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

- 1) 厨柜：零售端单店增长预计继续承压，但新开店仍有空间。而大宗业务预计将继续快速增长；衣柜：净开店速度预计维持较高水平，单店收入因品类协同效应提升预计稳中有升。
- 2) 由于疫情冲击和工程业务占比提升，我们预计公司毛利率短期内会有所下降。但伴随公司降本增效的不断推进以及疫情影响减弱，公司毛利率有望回升。我们预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 34.2%、34.9%、35.3%。

### 4.2、盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.91/3.60/4.47 亿元，对应 EPS 分别为 3.00/3.71/4.60 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/15.4/12.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

公司估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**表5: 公司估值低于行业平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级**

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
欧派家居	126.50	17	13.6	23.5	17.8	41.4	36.3	29.5	25.0
索菲亚	27.08	12.3	10.4	12.3	15.3	22.7	20.6	18.4	15.8
志邦家居	39.00	20.7	0.7	34.4	16.6	25.7	25.5	19.0	16.4
尚品宅配	61.69	10.8	-27.9	52	15.9	23.5	32.5	21.5	18.5
平均		15.2	-0.8	30.5	16.4	28.3	28.7	22.1	18.9
金牌厨柜	56.93	15.4	20.1	23.6	24.2	22.8	19.0	15.4	12.4

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2020/11/18, 尚品宅配为 Wind 一致预期, 其余公司为开源证券研究所预测)

## 6、风险提示

商品住宅竣工数据不及预期; 行业消费需求回暖不及预期; 行业价格战加剧, 导致公司盈利能力下降。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	952	1528	1851	2154	2527
现金	364	662	980	1104	1444
应收票据及应收账款	27	93	54	131	97
其他应收款	12	13	17	21	26
预付账款	23	23	33	37	49
存货	168	243	272	367	416
其他流动资产	358	494	494	494	494
<b>非流动资产</b>	901	1148	1307	1529	1789
长期投资	0	4	7	11	14
固定资产	578	660	818	1028	1255
无形资产	113	124	137	150	164
其他非流动资产	211	360	344	341	356
<b>资产总计</b>	1853	2676	3158	3683	4315
<b>流动负债</b>	826	1103	1405	1700	2022
短期借款	0	55	55	55	55
应付票据及应付账款	451	571	711	879	1068
其他流动负债	375	477	639	766	899
<b>非流动负债</b>	41	360	305	251	199
长期借款	0	323	269	215	162
其他非流动负债	41	37	37	37	37
<b>负债合计</b>	868	1462	1710	1951	2221
少数股东权益	3	3	3	3	2
股本	68	67	97	97	97
资本公积	478	458	431	431	431
留存收益	503	680	891	1146	1465
<b>归属母公司股东权益</b>	983	1211	1445	1729	2092
负债和股东权益	1853	2676	3158	3683	4315

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	325	402	567	516	768
净利润	210	242	291	360	447
折旧摊销	53	65	65	81	80
财务费用	-3	-3	-10	-25	-30
投资损失	-20	-12	-10	-12	-13
营运资金变动	69	92	231	113	285
其他经营现金流	17	17	-0	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-204	-479	-214	-291	-325
资本支出	337	261	156	219	256
长期投资	112	-219	-4	-3	-3
其他投资现金流	245	-437	-62	-75	-73
<b>筹资活动现金流</b>	-53	348	-34	-102	-102
短期借款	0	55	0	0	0
长期借款	0	323	-54	-54	-52
普通股增加	1	-0	30	0	0
资本公积增加	34	-20	-27	0	0
其他筹资现金流	-88	-10	17	-47	-49
<b>现金净增加额</b>	68	271	318	123	341

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1702	2125	2600	3262	4018
营业成本	1038	1364	1710	2122	2598
营业税金及附加	15	15	23	28	33
营业费用	314	338	355	483	595
管理费用	74	82	115	144	178
研发费用	80	104	125	157	194
财务费用	-3	-3	-10	-25	-30
资产减值损失	2	-2	-2	-3	-3
其他收益	36	38	37	38	37
公允价值变动收益	0	2	0	0	1
投资净收益	20	12	10	12	13
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	238	274	331	405	506
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	239	275	332	407	507
所得税	29	33	41	47	61
<b>净利润</b>	210	242	291	360	447
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	210	242	291	360	447
EBITDA	280	345	386	468	559
EPS(元)	2.16	2.50	3.00	3.71	4.60

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.0	24.9	22.3	25.5	23.2
营业利润(%)	29.3	15.0	20.8	22.6	24.9
归属于母公司净利润(%)	26.1	15.4	20.1	23.6	24.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.0	35.8	34.2	34.9	35.3
净利率(%)	12.4	11.4	11.2	11.0	11.1
ROE(%)	21.3	19.9	20.1	20.8	21.4
ROIC(%)	19.8	15.4	15.2	16.4	17.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.8	54.6	54.2	53.0	51.5
净负债比率(%)	-34.1	-22.3	-39.9	-43.4	-54.5
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.5	1.1	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	71.3	35.2	35.2	35.2	35.2
应付账款周转率	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.16	2.50	3.00	3.71	4.60
每股经营现金流(最新摊薄)	3.35	4.14	5.84	5.32	7.90
每股净资产(最新摊薄)	10.12	11.83	14.21	17.14	20.87
<b>估值比率</b>					
P/E	26.3	22.8	19.0	15.4	12.4
P/B	5.6	4.8	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	18.5	13.9	11.6	9.2	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn