

公司研究/中报点评

2019年08月22日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 52.95
合理价格区间(元): 60.86~64.44

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

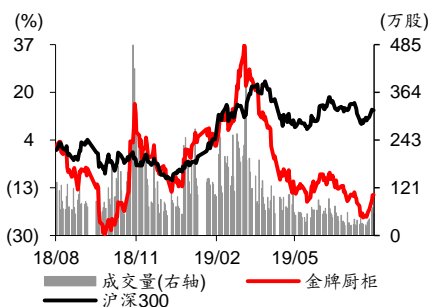
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

1 《金牌厨柜(603180,增持): 品类渠道双开花, 业绩符合预期》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

大宗业务高增长, 云整装业务面市

金牌厨柜(603180)

2019年上半年归母净利润同比增长13.9%

2019年上半年金牌厨柜实现营收7.85亿元, 同比增长22.2%; 实现归母净利0.70亿元, 同比增长13.9%, 基本符合我们此前预期; 扣非后归母净利0.38亿元, 同比增长4.1%, 非经常性损益中政府补助同比增长52%至3031万元。19Q2单季度营收同比增长33.1%至5.07亿元, 归母净利同比增长18.7%至0.51亿元。我们预计公司2019-2021年EPS分别为3.58、4.32、5.09元, 维持“增持”评级。

零售渠道稳步推进, 大宗渠道快速发展

公司在推进橱柜渠道下沉三、四线城市同时加速衣柜木门新品类门店布局, 19H1橱柜/桔家衣柜/桔家木门加盟商专卖店新增103/128/21家(含在建)至1508/459/30家。紧抓精装放量趋势, 19H1大宗业务收入同比增长143%至1.73亿元, 截止至2019年上半年公司已经与全国房地产100强企业中的38家签订了战略合作伙伴协议, 逐步将衣柜、木门、厨电等产品导入市场。此外, 公司加强国际业务布局, 19H1境外收入增长69%至2302万元, 同时布局东南亚生产基地以减弱中美贸易摩擦对公司经营的影响。

期间费用率同比下降, 经营性净现金流同比显著增加

2019年上半年受业务结构变化影响, 综合毛利率同比下降4.1pct至35.6%。期间费用率同比降低2.9pct至29.2%, 其中销售费用率同比下降3.3pct至19.0%, 主要由于公司广告费用支出减少所致; 管理+研发费用率同比增加0.08pct至10.4%; 财务费用率同比上升0.29pct至-0.2%, 系部分闲置资金用于购买理财、银行存款滚存额下降所致。19H1经营性净现金流同比大幅增长2222%至1.2亿元, 一方面受公司18H1加大采购支付等使得基数较低影响, 另一方面系公司加盟商预收款增加所致。

桔家云整装落地福建, 智能家居蓄力待发

公司积极整合供应商资源、拓展整装领域, 据公司中报, 首家线下桔家云整装体验店已于8月3日在厦门正式开业, 未来有望依托其经验进而实现全国范围内全面复制。此外, 公司积极试水智能家居领域, 上半年已成立智能家居事业部, 计划以原有产品体系为基础, 构建智能化场景解决方案, 逐步实现智能家居与现有橱、衣、木产品之间的联动, 并通过第二代智能厨电的研发, 完善公司全屋智能场景解决方案, 提升用户体验。

中高端橱柜领军品牌, 维持“增持”评级

考虑到公司大宗业务快速发展对利润率带来一定影响, 下调盈利预测, 预计公司2019-2021年归母净利分别为2.4、2.9、3.4亿元(原值2.5、3.1、3.7亿元), 对应EPS为3.58、4.32、5.09元。参照可比公司2019年PE平均值为19倍, 考虑到公司2019-2021年业绩复合增速略低于可比公司, 给予公司2019年17~18x目标PE, 对应目标价60.86~64.44元, 维持“增持”评级。

风险提示: 新业务拓展不及预期, 房地产销售超预期下行。

公司基本资料

总股本(百万股)	67.22
流通A股(百万股)	18.42
52周内股价区间(元)	45.10-87.53
总市值(百万元)	3,559
总资产(百万元)	1,881
每股净资产(元)	14.59

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,442	1,702	2,078	2,488	3,018
+/-%	31.22	18.01	22.12	19.74	21.27
归属母公司净利润(百万元)	166.75	210.19	240.84	290.61	342.08
+/-%	73.29	26.05	14.58	20.66	17.71
EPS(元, 最新摊薄)	2.48	3.13	3.58	4.32	5.09
PE(倍)	21.34	16.93	14.78	12.25	10.40

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

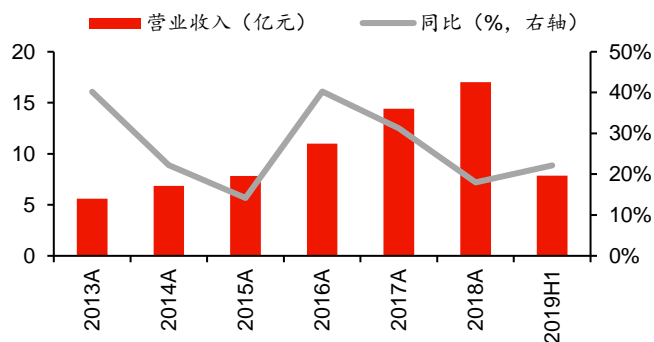
图表1：可比公司估值对比（截至2019年8月21日）

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			2019-2021年净 利润 CAGR	PE (X)		
				2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	110.60	464.73	18.99	22.79	27.05	20%	24	20	17
300616.SZ	尚品宅配	86.56	171.98	5.87	7.15	8.60	22%	29	24	20
603898.SH	好莱客	15.09	46.72	4.37	5.04	5.75	15%	11	9	8
002572.SZ	索菲亚	17.55	162.06	10.85	12.42	14.23	14%	15	13	11
603801.SH	志邦家居	18.88	42.17	3.24	3.85	4.50	18%	13	11	9
603326.SH	我乐家居	13.21	29.59	1.31	1.64	1.98	25%	23	18	15
002853.SZ	皮阿诺	17.84	27.71	1.82	2.30	2.82	26%	15	12	10
平均值							20%	19	15	13
603180.SH	金牌厨柜	52.95	35.59	2.41	2.91	3.42	18%	15	12	10

注：金牌厨柜为华泰轻工预测，其余参考Wind一致预期

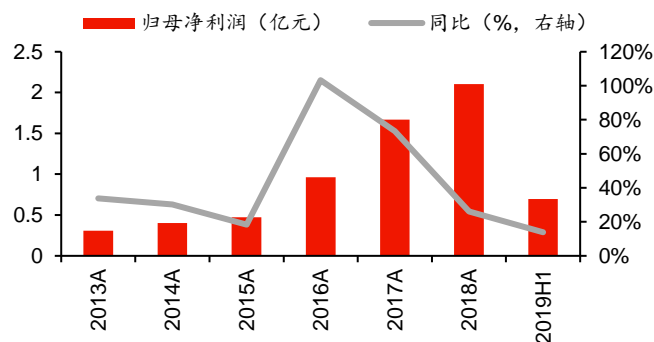
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：金牌厨柜2013年以来营业收入及增速



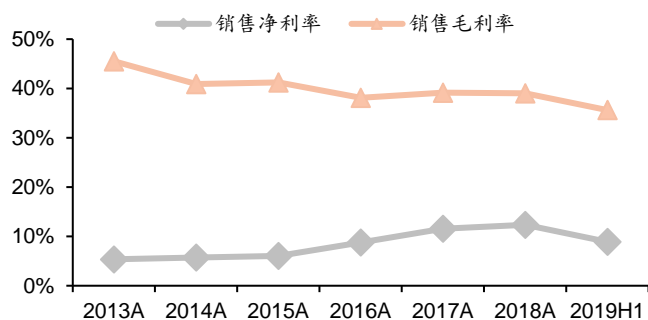
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：金牌厨柜2013年以来归母净利润及增速



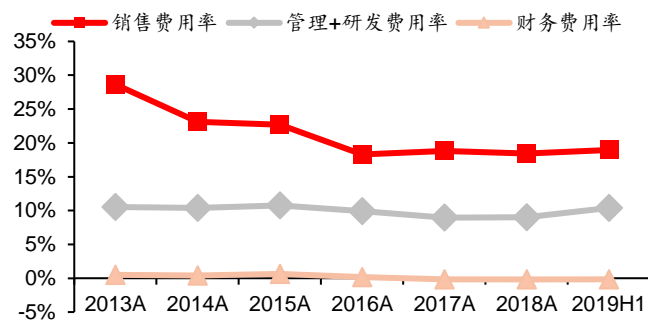
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：金牌厨柜2013年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

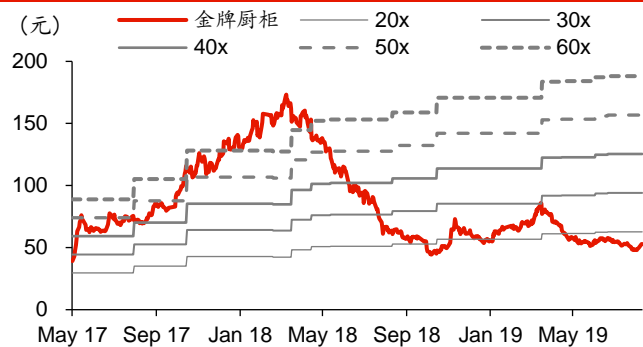
图表5：金牌厨柜2013年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

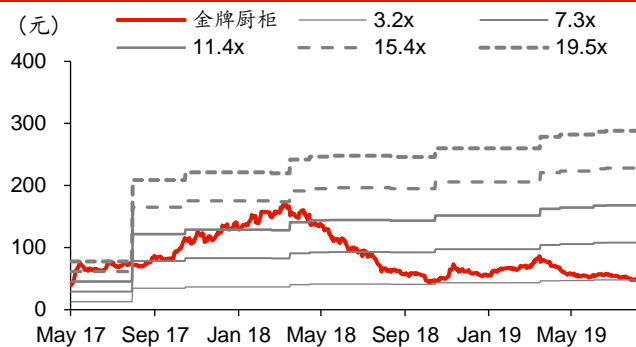
PE/PB – Bands

图表6: 金牌厨柜历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 金牌厨柜历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	975.77	952.07	1,079	1,280	1,602
现金	304.50	364.13	359.48	490.35	723.05
应收账款	20.58	27.14	111.66	133.70	162.13
其他应收账款	7.35	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	17.60	22.71	28.34	34.00	41.27
存货	135.71	167.90	209.51	251.35	305.04
其他流动资产	490.03	370.18	370.18	370.18	370.18
非流动资产	604.50	901.38	1,194	1,468	1,724
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	431.06	577.60	905.67	1,160	1,387
无形资产	72.58	113.00	151.50	188.18	223.11
其他非流动资产	100.86	210.77	136.46	119.78	113.54
资产总计	1,580	1,853	2,273	2,747	3,325
流动负债	700.09	826.15	1,005	1,188	1,425
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	382.98	451.02	562.81	675.19	819.42
其他流动负债	317.11	375.13	441.81	513.25	605.34
非流动负债	21.82	41.46	41.46	41.46	41.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.82	41.46	41.46	41.46	41.46
负债合计	721.91	867.61	1,046	1,230	1,466
少数股东权益	0.00	3.14	3.06	2.97	2.86
股本	67.00	67.50	67.22	67.22	67.22
资本公积	444.42	411.91	411.91	411.91	411.91
留存公积	346.98	503.37	744.50	1,035	1,377
归属母公司股东权益	858.40	982.78	1,224	1,514	1,856
负债和股东权益	1,580	1,853	2,273	2,747	3,325

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	357.38	325.38	291.24	426.83	526.55
净利润	166.75	210.19	240.84	290.61	342.08
折旧摊销	38.82	52.73	68.50	86.69	104.44
财务费用	(2.18)	(3.02)	(1.57)	(1.50)	(3.62)
投资损失	(5.91)	(20.11)	(20.11)	(20.11)	(20.11)
营运资金变动	(296.04)	128.72	46.71	114.29	146.93
其他经营现金	455.94	(43.12)	(43.13)	(43.15)	(43.17)
投资活动现金	(630.64)	(204.05)	(297.46)	(297.46)	(297.46)
资本支出	192.84	336.94	317.58	317.58	317.58
长期投资	437.80	(132.88)	(20.11)	(20.11)	(20.11)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	399.03	(53.46)	1.57	1.50	3.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	17.00	0.50	(0.28)	0.00	0.00
资本公积增加	411.01	(32.51)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(28.98)	(21.45)	1.86	1.50	3.62
现金净增加额	125.78	67.87	(4.65)	130.87	232.71

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,442	1,702	2,078	2,488	3,018
营业成本	877.65	1,038	1,295	1,554	1,886
营业税金及附加	13.68	15.25	19.71	22.31	28.62
营业费用	271.12	313.58	374.64	443.61	537.96
管理费用	129.13	74.24	84.96	90.38	107.52
财务费用	(2.18)	(3.02)	(1.57)	(1.50)	(3.62)
资产减值损失	3.05	2.45	2.45	2.45	2.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.91	20.11	20.11	20.11	20.11
营业利润	183.95	237.91	272.72	329.23	387.68
营业外收入	2.44	2.25	2.25	2.25	2.25
营业外支出	1.31	1.50	1.50	1.50	1.50
利润总额	185.08	238.67	273.48	329.99	388.44
所得税	18.34	28.55	32.71	39.47	46.46
净利润	166.74	210.12	240.77	290.52	341.97
少数股东损益	(0.00)	(0.07)	(0.08)	(0.10)	(0.11)
归属母公司净利润	166.75	210.19	240.84	290.61	342.08
EBITDA	189.20	313.23	371.91	464.63	561.86
EPS (元, 基本)	2.48	3.13	3.58	4.32	5.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.22	18.01	22.12	19.74	21.27
营业利润	12.76	13.98	13.12	13.23	12.85
归属母公司净利润	73.29	26.05	14.58	20.66	17.71
获利能力 (%)					
毛利率	39.14	39.00	37.66	37.55	37.50
净利率	11.56	12.35	11.59	11.68	11.34
ROE	19.43	21.39	19.68	19.19	18.43
ROIC	19.12	21.14	19.35	18.92	18.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.68	46.81	46.03	44.77	44.09
净负债比率 (%)	(35.47)	(37.05)	(29.38)	(32.38)	(38.95)
流动比率	1.39	1.15	1.07	1.08	1.12
速动比率	1.20	0.95	0.87	0.87	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.92	0.91	0.91	0.91
应收账款周转率	15.50	18.29	18.29	18.29	18.29
应付账款周转率	2.59	2.49	2.56	2.51	2.52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.48	3.13	3.58	4.32	5.09
每股经营现金流(最新摊薄)	5.29	4.82	4.31	6.32	7.80
每股净资产(最新摊薄)	12.72	14.56	18.13	22.43	27.50
估值比率					
PE (倍)	21.34	16.93	14.78	12.25	10.40
PB (倍)	4.16	3.64	2.92	2.36	1.93
EV_EBITDA (倍)	18.81	11.36	9.57	7.66	6.33

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com