

## 金牌厨柜深度分析

### 关于家具定制行业

1) 大逻辑是消费需求升级，但目前行业增速放缓。国内家具行业市场规模高达 1.2 万亿（统计口径有称 1.2 万亿，也有称 8000 亿的，主要区别在于是否包括了无法统计的小微企业），但近 5 年产量规模 CAGR 放缓至 5%，规上企业营收 CAGR 降至 20%左右，净利润 CAGR 28.26%。

2) 增长驱动力转换，外贸转为内销，品牌塑造成为关键：家具出口额年增速近年来大幅放缓，2014 年仅同比增 0.38%。近年外国市场尤其是欧洲市场定制家具需求下降得很厉害，有好几家欧洲上市企业都破产了。这两年主要的增长动力来自于国内市场。

3) 行业集中度有所提升：截止 2015 年，国内家具行业企业约 7 万家（不含微小企业），规模以上仅 5000 家，单一家具企业市场规模均低于 0.5%，市场仍高度竞争。事实上 7 万家肯定远远不止，因为在四川环评之前，成都周边就有 2 万家小微定制家居企业。但行业集中度还是有所提升。

4) 定制家具行业增长迅速：主要依靠消费能力和消费品质的提升，2015 年定制家具总市值 1500 亿元，但除了橱柜（60%）和衣柜（30%）渗透率较高外，其余定制柜类产品渗透率不及 10%到 15%，每年的行业渗透率达到 5-8%的渗透率。同时，家具定制行业在不断侵蚀成品家具行业的份额，未来尚有较大发展空间。

### 关于品牌

消费品是一个古老的行业，这个行业涌现过很多穿越牛熊的大牛股；而其之所以能穿越经济周期，最本质的原因在于人类对品牌的认识一直没有发生大的变化，都只能记住几个有限的品牌；因而，选择行业的龙头企业尤为重要。

而从细分行业来看，家居建材将品牌性体现的更加淋漓尽致，这是一个冷关注度的行业，除了业内人士，没人天天盯着到底有几个家居装修品牌，因而这导致品牌响亮的公司坐地收钱：

另外需要注意的是，正是由于冷关注度，导致人们对装修的价格相对不敏感，大家只有在需要的时候才关注家居装修，因而很难关注到涨价行为，从而导致上游涨价很容易传导到消费端；而今年各地环保措施趋严，各地都在进行环保大整治，小型的建材、金属、石材加工厂倍关停无数，这在今明两年必将引起较大的价格波动，对行业而言，将会是个提升毛利率净利润率的好时机。

### 比专业更专业，看两位奥运冠军如何玩转金牌？

腾讯家居 2017-08-15 21:02:03

生活就像厨房，酸甜苦辣咸全在于自己。食材越精细、厨柜越专业，就越能在繁忙的生活中收获美食带来的温馨与感动。



说回金牌，在我的观念里，“金牌”这个名字属于比较土但是很好记的类型，而结合其

产品的高端定位，倒是能得到很好的延展——比如最近金牌联手奥运冠军，推出了专为突出其“金牌”品质的广告，这就是个很好的结合，而且也很容易让消费者印象深刻；

另外，金牌也在全国的高铁站、机场以及央视频道推出了大幅的广告，这些广告与其说是给消费者看的，还不如说是给各位经销商看的，同时增加了产品对于消费者的背书效应，提高了品牌影响力。

费用（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
销售费用	15864	17773	20109	11112
管理费用	7143	8431	10894	5044
财务费用	26	517	173	-24
营业收入（万元）	68620	78351	109889	55849
三费与营业收入之比	33.57%	34.10%	28.37%	28.89%
销售费用与营业收入之比	23.12%	22.68%	18.30%	19.90%
销售费用增速	-	12.03%	13.14%	28.06%
营业收入增幅	-	14.18%	40.25%	37.10%

品牌的塑造离不开砸钱，而金牌的费用控制一直以来做的还是可以的；可以看到，公司的销售费用增速一直小于营收增速，这似乎对于公司树立自己的品牌形象很不利，难道公司采取的是跟进型策略，别人栽树，他跟着乘凉？抑或干脆存在造假的现象？

而查看招股说明书，会发现有如描述：“因公司广告费投入较高，公司本着与经销商“互赢互利，共同发展”的原则，从 2013 年下半年开始，向经销商收取一定金额的品牌推广费，作为公司品牌建设支持，具体收费标准为经销商下单金额的 5%。”

由此可见，公司对于经销商管理有着相当独到之处，可以做到让经销商自觉自愿的和公司进退一体，有利润空间拿出来帮公司互利共赢打广告。

销售费用（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
工资薪酬	4742	4615	6170	4239
广告费	3556	4749	4086	1909
业务宣传费	1213	1306	1460	1233
租金及物业费	2923	2878	2830	1191
网络服务费	153	710	1128	583
工资薪酬增速	-	-2.68%	33.69%	61.79%
广告费增速	-	33.55%	-13.96%	3.41%
业务宣传费增速	-	7.67%	11.79%	101.80%
租金及物业费增速	-	-1.54%	-1.67%	-18.98%
网络服务费增速	-	364.05%	58.87%	34.33%
工资薪酬占比	29.89%	25.97%	30.68%	38.15%
广告费占比	22.42%	29.94%	25.76%	17.18%
业务宣传费占比	7.65%	8.23%	9.20%	11.10%
租金及物业费占比	18.43%	16.19%	14.07%	10.72%
网络服务费占比	0.96%	3.99%	5.61%	5.25%

从公司销售费用结构看，可以看到，目前的大头来自工资薪酬以及广告费用，其中广告费如上文所述，随着公司经营规模的扩大，反而可能会维持在一定的规模甚至下降；而工资薪酬和租金物业费用在直营店数量维持不动甚至下降的情况下（直营店在成熟地区可发挥的作用相对较小，反而还有可能影响利润），也将出现维持甚至下降的情况，这将有力抵消公司毛利率下降的问题，提升目前不足 10%的净利润率。

（不过需要多说一句的是，若公司将现有的厨柜直营店转为衣柜直营店，让衣柜重走一遍厨柜走过的路也不是不可能的，若这种情况出现，则公司净利润率或将收到持续压制。）

另外从上图可以看到，网络销售费用近年来保持了飞速增长，未来网销渠道或也将成为公司最重要的销售渠道之一。

索菲亚(SZ002572):

深交所互动易 浏览用户5842 提问：请问2016年度以及今年上半年，公司天猫店直接下单和引流下单的收入能占总销售额的比例是多少？谢谢

公司官方回答：投资者您好。定制家具产品消费环节涉及到较多服务环节，故目前电商主要的作用在引流。天猫是公司其中一个平台。其他平台还有自建平台，以及京东等。目前电商引流成交的收入，大概占到公司收入占比的15%左右。

[网页链接](#)

目前，我国已完全进入互联网时代，电商对于消费者习惯的影响已经非常巨大，从上图可以看到，索菲亚 15%的业务收入都来自电商引流；而根据公司的调研报告，金牌 2016 年近 11 亿的收入中，有 2 亿多是电商产品；

	京东	天猫
欧派	0.7	10.5
索菲亚	4.1	68.4
尚品	1.1	69.8
金牌	0.7	24.5
志邦	0.6	6.1
皮阿诺	0.1	2.3
我乐	0.1	3.5

查看两个主要的电商平台，我们可以发现，金牌的粉丝关注数均位于前三名，尤其是天猫平台的 24.5 万关注数，甚至大幅超过了欧派；而今年 618，金牌橱柜比去年同期增幅突破 760%，显示出了极强的上升动力。

销售费用（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
网络服务费	153	710	1128	583
网络服务费增速	-	364.05%	58.87%	34.33%
网络服务费占比	0.96%	3.99%	5.61%	5.25%

而事实上，公司近年来在网络服务费上的支出仅相当于营收的 5%左右，1000 万左右的投入换来 2 亿多的营收，以及间接的关注度，可谓超值；

另外，考虑到目前家装的主要消费人群正逐渐迁移至 80、90 后群体，网络电商的作用可能会远不止于此；很多年轻人的消费习惯是在需要购买前先上网做做研究，若没有直接下单，则多半会前往当地的品牌店；年青一代没有货比三家的习惯，而家装更是一个冷关注的市场，非从业者不可能常年关注品牌情况；因而网络关注排名靠前的店铺将会直接受益，不管是线上还是线下都有更大可能成为网络一代的选择；网销符合了年轻人的习惯，长线来看是公司值得发展的重要方向。

从价格来看，金牌网销定价并不贵，而根据我们的草根调研，顾客在网上购买后，线下门店也仍然很热情，保持了销售的连贯性，不存在服务不到位的问题——这说明公司在网销产品的利益分配上做的很好，线下有足够的动力维持品牌服务效应

从目前的情况看，无论是市场态度，还是行业形态，家居定制行业都和 2012 年前后的家纺行业有很多类似之处，不过最大的区别在于行业壁垒——“定制”这两个字导致行业成为了制造、IT 和品牌的结合体，特别制造和 IT，这两者是有冲突的，看起来简单，实际门槛却不低。这也是为何我们可以看到橱柜厂家纷纷跨界衣柜，但衣柜厂家却只有索菲亚进入了橱柜行业——IT 不过关，差错率过高，白干不说还挨骂，对绝大多数公司来说属于费力不讨好。

从目前来看，由于大多数公司的触须还没有渗透到县城，而中国日用品消费巅峰往往是

在县城普及的时候，县城消费特点是潮流风，定制家居一旦流行起来，将有望短期内席卷多地；而从品牌角度考虑，金牌之前的定位一直走的是高端路线，未来渠道下沉再逐步向下延展，这才是品牌之路，高往低容易，低往高则是绝路。

想要考察这方面的进展其实也较为简单，只要盯着公司经销商的扩张情况就可以了，而笼络经销商的关键归根结底要靠品牌、产品和管理，最关键的是经销商能够赚到钱，生意才能持久。

### 关于衣柜业务

厨柜是大家居行业的入口，而衣柜则是大家居板块第二重要的组成部分，可以看到，现有的绝大部分家具定制企业，不论原来在某一个领域多么成功，都在朝着厨柜衣柜双修，乃至厨柜衣柜门窗 N 修的方面发展；而究其原因也很简单，人总是图方便的，一旦装修过程中敲定了某一个部件（如厨柜），而其他部分价格合适，质量可观，则很容易被全套营销；尤其需要注意的是，目前家居装修的主导人开始由 60,70 后向 80,90 后迁移，年轻人们更容易被简约的一站式服务所营销；

而对于经销商而言，如何在最少的营销过程中销售出更多更全的产品，从而提升效率和利润水平则是他们最关注的因素，这也是为什么在衣柜领域一骑绝尘的索菲亚，宁愿连续亏损，也要强行开拓橱柜领域；在之前的时间里，金牌没有很好的利用先发优势拓展产业链，其实已经犯下了错误，从而导致不少自家的经销商在销售厨柜的同时也代销了别家的厨柜等产品；而金牌厨柜总裁潘孝贞甚至直言：“介入衣柜市场，对我个人而言也算是‘晚节不保’了，市场倒逼着我们不得不做衣柜和其它品类，不然我的经销商可能就会加盟其它品牌。”

因而从上述情况不难看出，金牌选择从厨柜切入衣柜是势在必行的策略，那么之前切入另一个领域的公司表现如何呢？我们不妨以志邦和索菲亚这两个最近几年才开始行动起来的竞争对手来做参考：

营业收入（万元）	2014	2015	2016
志邦厨柜营收	101877	112003	141891
志邦衣柜营收		2244	9120
厨柜店面数	981	1007	1112
衣柜店面数	-	-	153
志邦衣柜营收增速	-	9.94%	26.68%
志邦衣柜营收增速	-	-	306.42%
厨柜店面数增速	-	2.65%	10.43%
衣柜店面数增速	-	-	-

首先来看看体量相仿的志邦，志邦自 2015 年开始介入衣柜领域，而截至 2016 年，其营收已来到近 1 亿的规模，且毛利率达到了 19%，预计今年，志邦将跨过盈亏平衡线；志邦的销售主要是通过经销商来进行带动，但可以看到，公司的衣柜经销商店面数进展并不算很快，两年才开了 153 家店；

营业收入（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
索菲亚厨柜营收	1230	8666	41300	26744
厨柜店面数	70	261	600	660
索菲亚厨柜营收增速	-	604.55%	376.58%	142.63%
厨柜店面数增速	-	272.86%	129.89%	-

而在衣柜领域早已大有建树的索菲亚，则是自 2014 年 6 月启用了“司米橱柜”的子品牌，用衣柜店带动厨柜销售，且开店速度极快，3 年里每年都会新增近 200 家新店（今年目标再开 200 到 300 家店），不过店面数的快速拓张带来了营收的高速增长，但受折旧和管理费用的拖累，直到今年 Q2 索菲亚的厨柜业务仍处在亏损状态中（毛利率 15.19%）；当然这

也和厨柜业务的特性有关，厨柜的工艺难度较衣柜更高，而一旦返工则毛利率会锐减，估计司米橱柜受这方面的影响较大；

从上述两家公司的情况来看我们可以发现几个后续值得关注并追踪验证的点：

1.厨柜企业切入衣柜行业相对更轻松，反之则存在阵痛（皮阿诺在 2014 年衣柜收入仅有 6200 万时即实现了 27%的毛利率，实现了盈利）；

2.快速开店可以有效拓张业务体量，但会带来较大的费用从而导致长期亏损；

3.原有经销商体系越强，新业务开展速度越快；

而目前来看，金牌为开展衣柜业务，做了以下几方面的准备：

首先，金牌建立了“桔家”衣柜子品牌，自去年试运行后，今年上半年开了 37 家店铺，并预计全年开店 100 家，按这个开店速度，明年金牌的衣柜店面就有望赶上志邦；而根据调研信息，金牌管理层表示今年桔家将实现小几千万的营收，且由于不准备利用广告推广，桔家第一年正式运行就将是盈利的；

其次，从开店情况来看，管理层表示希望未来 3 年每年不少于 300 家；另外，桔家衣柜以金牌厨柜经销商系统开独立店为主，在空白市场则采取双品牌同步招商。从这个角度来看，金牌推动衣柜业务更多还是采用衣厨联动，需要经销商的大力支持；而且如果真的采用后续每年开 300 家店的速度推广，估计即便没有广告费用的影响，衣柜业务两年内也别想真正赚钱。从这个角度看，金牌更像是希望经销商自己想自己递交投名状，反哺上市前公司给予的红利。

另外，未来也许会看到，金牌会在大城市设立衣柜直营店，或把厨柜直营店转为衣柜直营店，从而复制曾经厨柜走过的路；这种行为将有利于衣柜品牌的推广，从而找到更多有实力的加盟商，但将不利于费用控制。

除了上述情况以外，需要多说一句的是，金牌今年在广州的招商会十分成功，仅开展两日，厨柜、衣柜即招商总数破百家；这算是为桔家品牌的推广开了一个比较好的头吧。

总体而言，衣柜业务相比厨柜更像是佯攻部队，他的作用在于丰富公司的产品线，给自己的经销商提供全套销售的机会，同时**打压其他品牌在全家居定制领域对自己经销商的渗透作用**；这部分业务营收增速我较为乐观，按开店速度我认为 2019 年或达到全年 3 到 4 亿的水平，但利润率就不敢恭维了；个人而言，我认为这部分业务在二级市场的作用在于提高估值，而非增厚业绩。

## 数据定量分析及预期

净利润 (万元)				
年份	2014	2015	2016	2017Q2
净利润	4002	4733	9622	4625
增速	-	18.27%	103.30%	107.91%

	2014	2015	2016	2017Q2
营业收入 (万元)	68620	78351	109889	55849
营业收入增幅	-	14.18%	40.25%	37.10%
净利润率	5.83%	6.04%	8.76%	8.28%
总资产周转率	1.29	1.04	1.32	0.41
应收账款周转率	23.76	28.02	44.98	9.19

公司截止中报业绩情况表现良好，净利润增速亮眼，而营收稍有欠缺，其 ROE 水平达到了 12.7%，预计全年能够来到 30%左右，这对于刚上市募资的公司来说已经可以说是非常不错的成绩了；

现金流（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
销售商品提供劳务收到的现金	76530	89147	118283	71750
占营业收入比例	111.53%	113.78%	107.64%	128.47%
投资活动现金流净额	-10605	-13090	-12646	-22377
经营性现金流净额	7895	18905	24909	6644

而查看其现金流情况可以发现，公司销售商品提供劳务收到的现金是营收的 128%，这很可能是公司有部分收入没有确认所致，而体量类似的志邦和皮阿诺这个指标分别为 118% 和 115%，其中皮阿诺和恒大深度合作，大宗业务近年来占比越来越高是个潜在的原因（大宗导致回款速度下降），但尽管如此，我还是认为这是个比较值得乐观的数据；

三费与营业收入之比	2014	2015	2016	2017Q2
金牌	33.57%	34.10%	28.37%	28.89%
皮阿诺	25.95%	25.78%	21.43%	21.89%
志邦	25.02%	23.64%	22.15%	26.22%
欧派	18.47%	21.32%	20.46%	22.04%

从费用角度看可以看到，金牌的费用率一直高于同行，其主要的差距在于销售费用，这是由于公司相对同行而言拥有更高比例的直营店，直营店毛利率较高但各类费用更多，净利润率偏低，未来随着直营店的逐渐关闭，公司的费用率也会逐级下降；

另外可以看到的是，由于规模效应的原因，各家公司的费用率都处在逐年降低的状态，今年年底金牌营收规模将达到 15 亿左右，与去年志邦的规模相当，考虑到直营店带来的负面效果，预计今年公司的费用率将来到 26% 左右，明年有望降到 24% 以下，而净利润率由于之前提到的环评带来的提价效应，可能会提升到前所未有的 12% 甚至更高。

境外营业收入（万元）	2014	2015	2016	2017Q2
金牌	-	221	2211	2183
索菲亚	3734	2565	2293	1234
欧派	14832	18991	21056	
金牌增速	-	-	900.45%	213.22%
索菲亚增速	-	-31.31%	-10.60%	21.61%
欧派增速	-	28.04%	10.87%	

另外，相比其他几家家居定制企业，金牌有个比较独特的发展方向，是出口业务；从上表可以看出，近年来只有金牌的出口业务体量在快速的扩张，预计今年全年将达到 5000 万左右；

今年 7 月，金牌西部中心仓在美国加州工业市正式开业，温潘两位老总都参加了剪彩仪式；从后续的新闻看，金牌的出口策略主要是采取了与当地华裔经销商合作的方式，通过在当地建立仓库降低成本，再由经销商转而销售；而据金牌员工及内部人士的消息，金牌对出口业务相当重视，确实是想在当地大干一把；

个人认为，美洲的房子面积较大，人工成本高，以中国的成本在美国销售，确实有可能打开市场，但这部分业务未来能做多大多实在无法量化；而现在能看到的更直接的好处，或许是在宣传效果上——公司可以打着畅销美国的旗号，更好的在二三线城市推广品牌，满足大家追求国外高端品牌的需求，制造相对二三线品牌更为强大的品牌竞争力。

### 产能情况

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
实际产量（万套）	12.80	7.98	6.52
产能（万套）	13.50	8.45	6.90
产能利用率	94.81%	94.76%	94.49%
销量（万套）	12.84	7.93	6.48
产销率	100.34%	99.36%	99.45%

从公司上市前的情况我们不难发现，其产销率一直接近 100%，基本上生产多少就能卖出多少，因而公司的产能情况是制约其增长的最重要因素；而从中报看，2017 年的产能将达到 20 万套左右，按照之前 95%左右的产能利用率，公司今年的营收不考虑价格因素将上升 48.44%，而考虑由于直营店减少导致的单件价格下降，公司实际增速也会保持在 40%以上；

项目	总投资额	拟用募集资金投入金额	项目备案	环评情况
江苏金牌年产 7 万套整体橱柜建设项目	15,952.38	15,468.96	泗发改备 [2015]49 号	泗环评 [2015]53 号
江苏金牌年产 6 万套整体橱柜扩建项目	13,756.93	8,033.02	泗发改备 [2017]3 号	泗环评[2017]11 号
三期项目工程（含厂房及配套设施）	12,759.27	11,448.92	同发投 [2015]备 12 号	厦环同函 [2015]33 号
研发中心建设项目	5,322.10	4,966.63	厦经信投备 [2015]016 号	厦环同函 [2015]43 号
信息化建设项目	2,617.20	2,617.20	厦经信投备 [2015]015 号	-
合计	<b>50,407.88</b>	<b>42,534.73</b>	-	

而从公司招股说明书提供的扩产计划来看，公司泗阳二期工程达产后的全部产能大概率不低于 32 万套每年，在考虑同期在进行中的衣柜业务，未来的总体产能更是值得期待；若未来单件价格在稳定后开始回升，则 2019 年橱柜部分的营收或将达到 28 亿左右；对应 12%的净利润率，将为公司带来 3.4 亿净利润，届时衣柜业务多半也将实现盈利，按 4 亿的营收规模估计，给予 10%的净利润率，另外再考虑 2000w 左右的营业外收入，公司届时的净利润有望达到 4 亿左右的规模。

#### 开店情况

	2014	2015	2016	2017Q2
营销网络终端			806	959
直营店			42	40
经销商专卖店	567	689	764	882
桔家			29	37
营销网络终端增速	-		-	18.98%
直营店增速	-		-	-4.76%
经销商专卖店增速	-	21.52%	10.89%	15.45%
桔家增速	-		-	27.59%

有了产能还要卖得出去，从经销商网点增速情况看，公司今年上半年整体网点增加了153家，增速近2成，而公司全年的目标是增加网点至1200家，增速48.89%，从目前看，这个目标还需要公司下半年加大力度；而从细分情况看，直营店略有下降，而开店的增量主要来自经销商专卖店；另外桔家上半年仅新开8家店，而下半年按照计划需要开到100家店，这对于公司的费用控制是个相当大的挑战（不过7月广州建博会据说金牌一下签下了近百家新的经销商，下半年可以看看具体成效）；

而根据机构调研报告，上半年加盟商订单收入3.66亿，同比增长44.53%；单店提货增长18%；从这两个数据考虑的话，即意味着去年同期开店数是720个（ $882/(1.4453/1.18)$ ），拆分利润贡献度，则单店提货额增长的贡献约为40.39%，**新开店数量增长的贡献则高达近6成！**从这点来看不难看出，新开店速度是决定公司利润增速的绝对关键。（需要注意的是，考虑到新店做成熟需要一定的时间，也就是说新店的提货额贡献很可能小于成熟店铺，则实际新开店的贡献率可能会略小一些）

另外，金牌上半年的经销商单店提货额已达到41.5万（经销商销售价格提价80%到130%左右），预计全年将达到120万左右（经销商单店净利润率大概率在10%到15%左右，对应一年净入20到30万），和志邦基本相仿，而仅次于行业大哥欧派（当然，金牌目前的单店销售额和欧派比还小的多）。

因而从店面情况来看，公司近两年的表现十分值得期待，考虑到今年开的新店明年逐渐成熟，同时若明年厨柜部分继续维持今年300家的开店速度来到1400到1500家，则明年全年营收增速有望维持在4成左右甚至突破5成；这将为公司的利润增速带来足够的保障。

除此之外，公司的泗阳基地其实也是有希望带来惊喜的，关于泗阳，网上的介绍是这样的：

*“泗阳是全国唯一的“杨树之乡”。基于此，泗阳开发区以厨柜、衣柜、地板、木门等终端产品为主攻方向，持续壮大智能家居产业规模，形成胶合板—贴面板—木地板—定制家具的完整产业链，金牌厨柜、中林集团、金迪木门、吉福新材料、晟宇地板、昇茂木业等40余家高端家居企业先后入驻。”*

可以看出，泗阳走的是一条龙全产业链的套路，其综合生产、物流成本很可能要比厦门低不少；

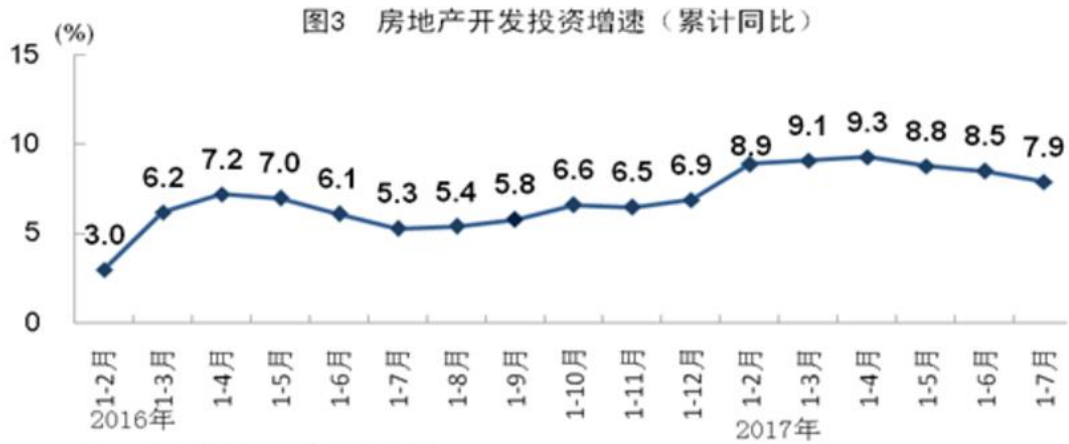


而从地图上可以看到泗阳位于公司最重要的华东市场正中心，同时离华北地区也相较厦门本地近得多；从成本角度简单计算，出厂一套厨柜接近8千元，成本4800元，若在泗阳



生产可以降低 10%的成本，则毛利可以提高 6%！这必将为公司带来更多的利润。

## 地产



注：以上数据为当期快报数据。

根据国家统计局的数据，1-7 月份，全国房地产开发投资 59761 亿元，同比增长 7.9%，增速比 1-6 月份回落 0.6 个百分点，其中住宅投资增长 10.0%。房屋新开工面积 100371 万平方米，同比增长 8.0%，其中住宅新开工面积增长 11.9%。全国商品房销售面积 86351 万平方米，同比增长 14.0%，其中住宅销售面积增长 11.5%。全国商品房销售额 68461 亿元，同比增长 18.9%，其中住宅销售额增长 15.9%。房地产开发企业土地购置面积 12410 万平方米，同比增长 11.1%。7 月末，全国商品房待售面积 63496 万平方米，比 6 月末减少 1081 万平方米。1-7 月份，房地产开发企业到位资金 87664 亿元，同比增长 9.7%。

可以看到，虽然地产增速略有下降，但不论是新开工面积抑或新房销售面积增速仍处在较高的水平；而接下来马上要迎来金九银十，今年房地产销售格局基本大局已定，在这种情况下，滞后于房地产 9 个月左右的家居定制行业明年仍将处在相对乐观的增量格局中；

未来来看，除每年房地产行业带来的增量空间外，定制家居行业的市场主要来自于以下三个市场：

一是提高市场集中度，从而挤压中小品牌的生存空间；

二是压缩成品家居市场，现在更多家庭考虑愿意根据自家的实际情况定制家具，家居定制行业在快速侵占原有的成品家居市场；

三是存量二手房的翻修；

家居定制市场目前还存在着较多的地方性龙头企业，地头蛇的存在并不是因为价格低，定制家具并不是提供完整的产品，三分生产、七分安装。运用工业 4.0，组件主要是标准件的情况下，一次安装成功率也只能达到 60%。地头蛇最大的优势是服务半径很小（指的是工厂的服务半径）。一旦出现问题，可以在两个小时之内解决。但是品牌厂商做不到，响应时间需要 7 天；

因而个人认为，未来何时看到大规模普遍性的收购活动（上市公司收购地方性龙头），何时才意味着市场增长性的基本终结。

### 未来预期

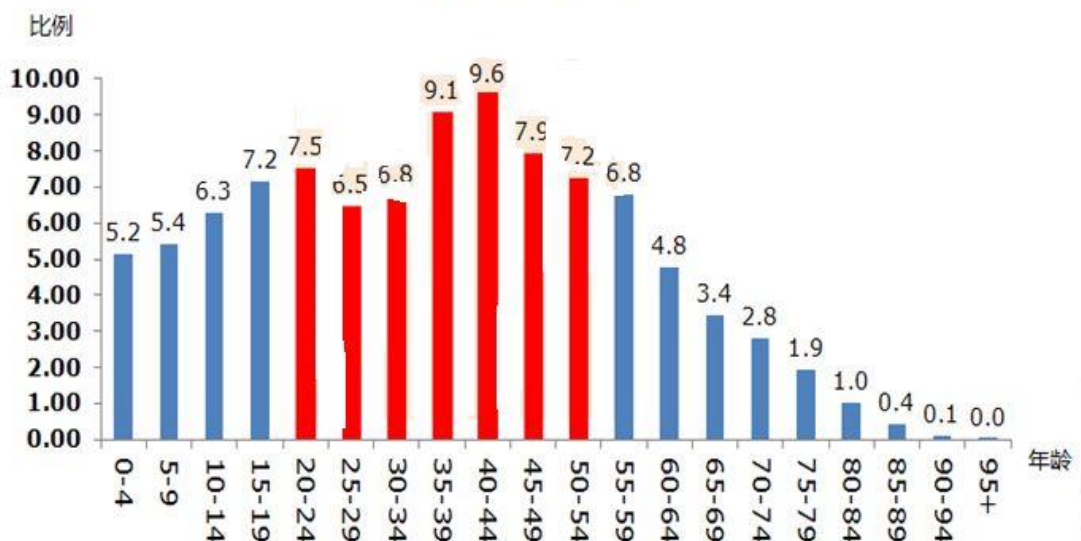
从目前来看，整个家居定制行业的上升通道可以用以下几个阶段来概括：

1.提升品牌——2.提升单店经营情况——3.多开新店——4.提供更多的家具品类——5.提升材质；

目前金牌基本还停留在第三和第四阶段，而即便是欧派目前也只是停留在第四和第五阶段；其实这个行业是个标准的消费升级的产物，就材质而言，多年前大家只要是使用整体板就 OK 了，这个方便组装，生产备货时间也仅需 7 天左右即可；但随着消费水平的提高，烤

漆、实木甚至红木家具也开始逐渐流行，对于金牌而言，实木家具的准备时间需要 45 到 60 天左右，目前占有所有材质比例的 8 到 10%左右，量小麻烦，但是价格足够贵；就未来而言，只要大家口袋有钱，不断提出新的需求，家装市场的天花板也会随之不断提高。

2010年人口普查



而就 2020 年及以后的市场，届时很可能整个家居定制行业已进入了一个相对平稳的阶段，那么那时候的市场空间如何呢？

就行为目的而言，我们可以从人口结构进行一番考量，根据 2010 年人口普查的结果，我们可以看到 2020 年适婚人群的比例为 27.5%（20 到 39 岁），即 3.68 亿人口（2010 年人口总数为 13.4 亿）；

而根据券商数据，2015 年定制橱柜的渗透率为 60%左右，且每年的增长率约为 3%左右，则 2020 年以后其渗透率将超过 80%；

以此计算，则 2020 年至 2030 年间每年的需求为  $3.68 \text{ 亿} / 2 * 80\% / 10 = 1474$  万套左右；对比美欧中厨柜行业，美国 CR5 高达 50%，欧洲 35%，我国 CR5 目前仅为 15%，假设 2020 年前后全市场集中度介于欧美之间，来到 40%左右，而金牌的市占率达到 10%左右，则金牌进入稳定期后每年的销量大约在 150 万套左右，对应的营收规模约为 130 亿左右，考虑规模效应，届时净利润率若维持在 13%到 15%左右，则厨柜业务净利润为 17 到 20 亿左右；若其他品类能做到厨柜业务的 80%，则总体净利润约为 30 到 36 亿，考虑到行业现金流一流，给予 20PE，公司市值上限或将达到惊人的 600 到 700 亿规模。

## 筹码与定价

## 金牌厨柜2017年中报机构持仓明细

序号	机构名称	相关链接	机构属性	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股本比例(%)
1	华商领先企业混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	38.85	0.26	0.58	2.29
2	建信核心精选混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	23.84	0.16	0.36	1.40
3	新华行业灵活配置混合A	<a href="#">持仓明细</a>	基金	104.12	0.69	1.55	6.12
4	新华泛资源优势混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	45.53	0.30	0.68	2.68
5	华宝先进成长混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	30.00	0.20	0.45	1.76
6	华宝兴业宝康配置混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	10.00	0.07	0.15	0.59
7	新华红利回报混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	3.25	0.02	0.05	0.19
8	景顺长城低碳科技主题混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	20.18	0.13	0.30	1.19
9	华夏回报混合A	<a href="#">持仓明细</a>	基金	24.03	0.16	0.36	1.41
10	新华阿鑫二号保本	<a href="#">持仓明细</a>	基金	12.87	0.09	0.19	0.76
11	新华鑫回报混合	<a href="#">持仓明细</a>	基金	3.00	0.02	0.04	0.18

从交易的角度看，金牌在开板之初就连续有多家机构席位现身龙虎榜，是少有的被公募私募同时盯上的标的（雄安一战成名的成泉资本买了大约 3000 万）；而从中报情况看，截止半年报进入的基金控盘比例近 20%，其中新华系持有约 170w 股，占到了整个流通盘的 10% 左右，可能是目前金牌的主导机构；



从走势情况看，7月初金牌曾有过一次拉升行情，当时换手巨大，或有机构为避免半年报即亮相而选择在 630 后发起一次攻击以收集筹码，而目前（8月底）金牌换手率已来到了冰点，最低时每天成交仅 2000 手左右，主力资金应已完成筹码收集工作，开始选择磨人。

从筹码角度看，金牌目前的情况类似宏发，业绩决定高度，边际效应决定短期涨跌；而未来的高度将取决于资金产生分歧的点，中期来看，仅靠厨柜业务，大约到 2019 年（上市三年，全流通）能撑起 120 亿（4 亿净利润，30pe）左右的市值，而如果衣柜部分业务可以成功，则有望支撑 200 亿以上的市值（收入规模增加，全家居定制布局）；

金牌的股权结构最好的地方在于，其风投持股仅有 124 万股（谦程初启），其他持股人都是两大家族的关联人，解禁后的减持压力较低，而鉴于温潘两位公司大股东目前看除了金牌没有其他的关联产业，即便减持也没有更好的投向，因而全流通后可能也不会选择大规模减持；

603833	欧派家居	0.42	41.55亿	420.97亿
002572	索菲亚	6.20	245.18亿	365.31亿
300616	尚品宅配	0.27	34.78亿	139.11亿
603801	志邦股份	0.40	16.72亿	66.90亿
603898	好莱客	0.89	28.66亿	102.43亿
002853	皮阿诺	0.16	14.51亿	57.81亿
603180	金牌厨柜	0.17	12.28亿	48.40亿

从比价效应来看，金牌性价比明显，目前行业一线龙头企业欧派索菲亚市值近 400 亿，而行业老二志邦预计明后年业务规模即将被金牌超过，第三梯队皮阿诺业务规模和金牌差距明显，且各类资质都差于金牌，但市值却都超过金牌；因而不难看出，金牌市值有着较强的锚定效应；

未来来看，家具定制行业可能可参考家电行业，如老大老板电器 400 亿市值，老二华帝也有其三分之一的市值，从这个角度看，欧派未来 5 到 8 年做到千亿市值，行业老二至少能享受 300 亿左右的市值水平，这也为金牌的未来打开了市值上升的空间。



从估值来看，索菲亚常年维持在 40 倍以上，而上市之初正好赶上了中小创持续杀跌的 2011,2012 年，其动态 PE 最低值为 24.03 倍（时点为 2012 年底，和创业板 585 点见底基本同步）；

而对金牌的业绩进行保守估计（今年 1.6 亿，明年 2.5 亿），则目前金牌 PE 大约 30 倍，之前最低的时候 26 倍左右；而切换明年业绩，则目前 PE 为 19 倍，最低时为 16.5 倍，极度低估。

从整体环境而言，目前中小创的杀跌氛围远不及当年，但金牌的估值已经和当年索菲亚的情况接轨，甚至预期 PE 要低得多，我认为这是严重的市场定价错误。

而之所以出现目前的定价，主要是由于以下两方面因素造成的：

首先，其上市之前过于保守，以致直到 2016 年才开始介入其他公司早已开始布局的衣柜行业，同时开店较少，未能第一时间占据优质网点，带动营收从而形成规模效应，从而使使得公司上市的定价远低于其能力能够带来的最大值（上市后公司已意识到了这个问题，目前看两年内大幅缩小甚至消除这个问题带来的负面影响是极为可能的）；

其次，兴业由于合规问题去年投行业务被暂停，导致金牌上市的时点来到了今年对中小创和次新打压最凶残的 5 月，从而导致其过早开板下跌；

正因为有以上两个难以复制因素，才造就了目前的价格，为投资者创造了较好的投资机会。

## 风险提示

1.公司管理层一贯性的狼性不足，这在未来也难有改善余地；公司是国内最早一批从事家居定制的行业先驱，若管理层行事风格稍微激进些，利用自己的先发优势跟进衣柜及其他大家居领域，目前也不会仅仅只有 50 亿市值；

2.尽管有各种壁垒，但由于行业过于分散，行业龙头的集中度可能不会达到欧美的水平；

3.地产精装修房的趋势可能会对厨柜行业造成一定冲击，目前精装修房的比例大约 7%，但由于大城市环保噪音等考虑，该比例有进一步扩大的可能，这会导致家居定制公司被迫加大与地产商的大宗业务合作，从而降低毛利率，只赚营收，不赚业绩和现金流；另外 B2B 的商业模式也会导致估值下降；

4.潜在黑天鹅，家具材质由于环保问题导致全行业恐慌；