

家具

金牌厨柜（603180.SH）

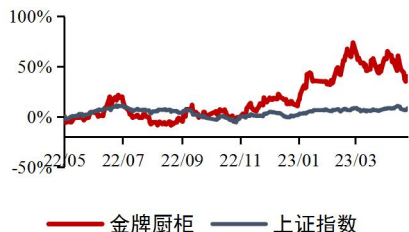
增持-A(维持)

2022 年品类融合效果显现，23Q1 平稳开局

2023 年 5 月 3 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 4 月 28 日

收盘价(元):	35.45
年内最高/最低(元):	44.54/22.77
流通 A 股/总股本(亿):	1.54/1.54
流通 A 股市值(亿):	54.68
总市值(亿):	54.68

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	0.21
摊薄每股收益:	0.21
每股净资产(元):	17.10
净资产收益率:	1.19

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司披露 2022 年年报和 2023 年 1 季报。2022 年，公司实现营收 35.53 亿元，同比增长 3.06%，实现归母净利润 2.77 亿元，同比下降 18.03%，实现扣非净利润 1.91 亿元，同比下降 27.23%。23Q1，公司实现营收 5.75 亿元，同比增长 1.08%，实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 8.18%，实现扣非净利润 0.13 亿元，同比下降 2.86%。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.72 元（含税），派息率 40.0%。

事件点评

逆势加大费用投入致 2022 年净利润下滑，23Q1 营收恢复正增长。营收端，2022 年，公司实现营收 35.53 亿元，同比增长 3.06%，分季度看，22Q1-23Q1 营收分别为 5.69、8.62、10.58、10.65、5.75 亿元，同比增长 17.24%、2.42%、18.52%、-13.33%、1.08%。营收增长主要为衣柜、木门品类销量增长带动。净利端，2022 年，公司实现归母净利润 2.77 亿元，同比下降 18.03%，分季度看，22Q1-23Q1 分别实现归母净利润 0.30、0.62、0.72、1.12、0.33 亿元，同比增长-31.16%、45.62%、0.86%、-37.46%、8.18%。公司业绩下滑主因公司持续加大海外、木门、卫浴、宅配等新拓业务的人员和资源投入，以及推动营销渠道端的变革；由于海外、木门、卫浴、宅配等新拓业务尚处培育期，前期费用投入较大，营销渠道端新设的平台分公司和办事处人员增加较多，刚性成本支出较大，叠加 2022 年内外部不利因素影响，营收增速不及预期，导致净利润有所下滑。

衣柜与木门品类营收高速增长、规模效应释放带动盈利能力提升。公司深化品类协同，整合厨柜、衣柜、卫浴、阳台等空间专业解决方案，并严选一些头部家居品牌，为消费者打造高品质的整家定制套餐，赋能经销商引流转化，持续提升客单值。2022 年，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收 23.63、9.61、1.49、0.06 亿元，同比增长-4.7%、20.1%、77.3%、-60.5%。衣柜收入占比由 2021 年的 23% 提升至 2022 年的 27%，木门收入占比由 2.4% 提升至 4.2%，橱柜收入占比由 72% 下降至 67%。2022 年，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品毛利率分别为 29.2%、29.2%、7.2%、43.6%，同比下滑 1.1、提升 0.3、2.8、33.6pct。23Q1，整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收 3.62、1.59、0.30、0.03 亿元，同比增长-5.2%、4.6%、79.4%、257%；毛利率分别为 28.3%、27.9%、5.6%、11.2%，同比下滑 1.1、1.0、提升 0.4、8.5pct。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **2022 全年净开门店 599 家，大宗业务稳健增长。**分渠道看，2022 年，1) 经销商渠道实现收入 18.3 亿元，同比下降 2.4%，占比 52%，毛利率 36.0%，同比提升 0.7pct。截至 2022 年末，公司拥有 3706 家经销店，包括 1769 家金牌厨柜店、1091 金牌衣柜店、561 家金牌木门店、91 家整装馆、74 家阳台卫浴店、120 家玛尼欧电器店，厨/衣/木品类门店较年初净增 72、172、173 家，整装馆较年初净增 56 家。2) 直营渠道方面，2022 年实现收入 1.3 亿元，同比下降 34.1%，占比 3.6%，收入下滑主要为公司部分直营店转为经销店所致，截至 2022 年末，公司拥有 23 家直销店，较期初净减少 8 家。3) 大宗渠道全年实现收入 12.8 亿元，同比增长 11.8%，收入占比 36%，毛利率 14.6%，同比提升 1.3pct。4) 海外业务，2022 年实现营收 2.34 亿元，同比增长 43.2%，毛利率 19.95%，公司针对不同市场采取差异化策略，北美市场持续推动 RTA 分销商的拓展，加快工程项目签约落地；澳洲市场以工程分包模式实现了市场的进一步突破；东南亚市场推进海外平台分公司，强化零售渠道、家装渠道和工程渠道布局，其他市场重点推进工程项目签约落地。

➤ **2022 年毛利率有所承压，增加备货并加大经销商扶持力度致经营活动现金流下滑。**盈利能力方面，2022 年公司毛利率同比下滑 1.0pct 至 29.5%，22Q4 毛利率为 31.7%，同比下滑 1.1pct，23Q1 毛利率为 29.1%，同比下滑 0.8pct。费用率方面，2022 年公司期间费用率合计提升 0.9pct 至 22.3%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.1%、4.7%、5.6%、-0.2%，同比分别为+0.4/+0.1/+0.5/-0.1pct，综合影响下，2022 年公司销售净利率为 7.7%，下滑 2.0pct，22Q4 销售净利率同比下滑 4.2pct 至 10.4%，23Q1 销售净利率同比提升 0.4pct 至 5.5%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 5.28 亿元/+12.1%，23Q1 末存货为 5.14 亿元/-4.3%。现金流方面，2022 年，公司经营活动现金净流入 2.47 亿元，同比下降 38.75%，主因多品类的发展导致原材料采购品种增加、以及为应对内外外部复杂市场环境和原材料上涨等不利因素，公司适当增加了原材料的库存储备，导致采购额有所上升，同时公司加大一些优质零售经销商和工程代理商的授信支持力度。

投资建议

➤ 2022 年，公司继续践行全屋战略，衣柜与木门品类销量实现高增，收入占比进一步提升，大宗渠道全年表现稳健，零售渠道完成门店拓展计划。看好公司继续推进数字化转型升级、持续深化渠道组织变革，通过强化终端管理和服务能力，实现大零售、精装等主力业务板块高质量的持续增长。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.31 元、2.92 元和 3.71 元，对应公司 23、24 年 PE 为 15.3、12.1 倍，维持“增持-A”建议。

风险提示

➤ 行业竞争加剧；开店进度不及预期；原材料价格大幅波动风险；年度利润分配方案未实施的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,448	3,553	4,451	5,320	6,266
YoY(%)	30.6	3.1	25.3	19.5	17.8
净利润(百万元)	338	277	356	451	573
YoY(%)	15.5	-18.0	28.6	26.6	26.9
毛利率(%)	30.5	29.5	28.9	28.6	28.5
EPS(摊薄/元)	2.19	1.80	2.31	2.92	3.71
ROE(%)	13.8	10.5	12.4	14.1	15.8
P/E(倍)	16.2	19.7	15.3	12.1	9.6
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	9.8	7.8	8.0	8.5	9.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2476	2251	2983	2804	4013
现金	760	597	1033	692	1698
应收票据及应收账款	180	188	272	278	370
预付账款	63	46	92	78	118
存货	471	528	639	798	883
其他流动资产	1002	892	947	960	944
非流动资产	2040	2612	2800	3112	3416
长期投资	3	50	66	88	116
固定资产	1240	1426	1727	1995	2274
无形资产	127	181	192	199	207
其他非流动资产	671	956	815	830	819
资产总计	4516	4864	5783	5917	7429
流动负债	2016	2187	2858	2666	3753
短期借款	333	673	380	462	505
应付票据及应付账款	864	834	1308	1264	1770
其他流动负债	819	680	1170	940	1478
非流动负债	80	75	82	98	96
长期借款	0	0	9	23	22
其他非流动负债	80	75	72	76	74
负债合计	2096	2261	2939	2765	3849
少数股东权益	10	8	5	-0	-8
股本	154	154	154	154	154
资本公积	1069	1074	1074	1074	1074
留存收益	1157	1270	1482	1736	2070
归属母公司股东权益	2411	2594	2839	3152	3588
负债和股东权益	4516	4864	5783	5917	7429

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	403	247	1193	103	1480
净利润	335	273	353	446	565
折旧摊销	97	125	128	154	181
财务费用	-5	-8	-15	-26	-56
投资损失	-18	-27	-23	-23	-25
营运资金变动	-44	-177	756	-443	818
其他经营现金流	40	61	-5	-4	-3
投资活动现金流	-477	-566	-363	-434	-435
筹资活动现金流	372	152	-394	-10	-39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.80	2.31	2.92	3.71
每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	1.60	7.73	0.67	9.60
每股净资产(最新摊薄)	15.63	16.82	18.41	20.44	23.26

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3448	3553	4451	5320	6266
营业成本	2397	2507	3163	3798	4479
营业税金及附加	21	29	30	37	46
营业费用	406	431	534	628	721
管理费用	160	167	205	239	276
研发费用	177	200	245	287	332
财务费用	-5	-8	-15	-26	-56
资产减值损失	-7	-24	-18	-43	-63
公允价值变动收益	9	3	3	5	4
投资净收益	18	27	23	23	25
营业利润	361	289	384	482	612
营业外收入	9	6	6	7	6
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	368	294	389	487	617
所得税	33	21	36	41	51
税后利润	335	273	353	446	565
少数股东损益	-3	-4	-4	-5	-7
归属母公司净利润	338	277	356	451	573
EBITDA	462	441	525	641	792

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.6	3.1	25.3	19.5	17.8
营业利润(%)	10.3	-19.8	32.8	25.4	27.0
归属于母公司净利润(%)	15.5	-18.0	28.6	26.6	26.9
获利能力					
毛利率(%)	30.5	29.5	28.9	28.6	28.5
净利率(%)	9.8	7.8	8.0	8.5	9.1
ROE(%)	13.8	10.5	12.4	14.1	15.8
ROIC(%)	11.9	8.9	11.0	12.1	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	46.5	50.8	46.7	51.8
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	22.0	19.3	19.3	19.3	19.3
应付账款周转率	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
估值比率					
P/E	16.2	19.7	15.3	12.1	9.6
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	10.8	7.6	6.9	4.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

