

# 金牌厨柜（603180）：营收端稳健，逆势扩张今年弹性可期

2023年5月4日

推荐/维持

金牌厨柜

公司报告

**事件：**公司发布2022年报及2023一季报。2022年营业收入35.5亿元，同比+3.1%；归母净利润2.8亿元，同比-18.0%，扣非1.9亿元，同比-27.2%。其中Q4营业收入10.6亿元，同比-13.3%；归母净利润1.1亿元，同比-37.5%；扣非0.95亿元，同比-39.6%。23Q1营业收入5.7亿元，同比+1.1%；归母净利润3275万元，同比+8.2%；扣非1303万元，同比-2.9%。收入增速保持稳健，利润有所承压，23Q1已有改善。

**收入端稳健，衣柜木门高速发展。**2022全年收入稳健，其中Q4有所下滑，主要因为受疫情影响大，2023Q1恢复增长。**分品类看：**2022年厨柜、衣柜、木门分别实现收入23.6亿元、9.6亿元、1.5亿元，同比-4.7%、+20.1%、+77.3%，2023Q1基本延续了变化趋势。厨柜业务受地产下行影响大，收入有所下滑。衣柜、木门保持较高增速，主要因为快速开店以及导入大宗业务。**从渠道看：**截至2023Q1，厨柜、衣柜、木门分别有1812、1101、577家门店，较2021年末增加92、182、189家店。厨柜在推进渠道下沉以及加密，而衣柜木门则在快速覆盖空白市场，预计能延续高拓店速度。此外，公司在22年加快了新业务的孵化，整装馆、卫浴阳台、厨电业务均开始高速拓店，截至2023Q1已分别有112、91、128家门店。公司近年开展了一系列优化措施，赋能终端与强化管理，包括1)建设平台分公司/办事处，通过机构下沉去推进品类融合以及终端的门店加密，今年有望开始展现效用。2)细化对经销商的管理，逐步建设如末位淘汰、活动跟进等制度。3)加强对经销商的赋能，包括接单系统打造、配送产品到家等。公司2022年逆势拓店，有望成就今年弹性；未来渠道与品类的扩张，将持续为公司带来成长动力。

**分业务看，零售受益渠道拓展维稳，大宗韧性强劲。**1)零售：2022年直营收入1.3亿元，同比-34%；经销18.3亿元，同比-2.4%。零售业务中厨柜占比较高，受其拖累整体有所下滑。公司近年来推动直营转经销，从而加强终端能动性，直营下滑幅度较大。随着衣柜木门收入占比的提升，未来零售端增长有望加速。2)大宗：收入12.8亿元，同比+11.8%，2023Q1仍实现+5%。在同行普遍承压的背景下实现增长，印证了公司大宗业务强大的竞争力。今年地产竣工数据优秀，大宗有望持续增长。同时大宗业务毛利率也有逐步改善。3)境外：收入2.3亿元，同比+43.2%。公司凭成本优势，通过工程渠道拓展美国和澳洲市场，实现持续增长，目前项目订单依然充足。同时公司开始依托泰国工厂布局东南亚零售市场，打开增长空间。

**盈利能力承压，随收入释放弹性可期。**2022年公司毛利率29.5%，同比-1.0pct，2023Q1同比-0.8pct，毛利率下滑主要因为收入结构变化：低毛利率的大宗业务收入占比上升。随零售业务复苏，叠加原材料价格维持低位，毛利率回升可期。2022年销售、管理、研发费用率同比+0.4、+0.1、0.5pct，费用率整体抬升，主要因素是收入端受环境影响不及预期。此外公司在22年推出卫浴、厨电等诸多品类，投放费用大，产品上量将降低费用率。综合看，公司22年全年利润率7.8%，同比-2pct，承压明显；23Q1同比+0.4pct，已实现维稳。公司当前订单储备充足，今年收入端复苏，将推动盈利能力回升。

**盈利预测与投资评级：**公司在上年压力下逆势拓店，今年有望实现业绩高弹性。公司以橱柜业务为基础，持续拓展衣柜木门品类，并尝试拓展卫浴、电

## 公司简介：

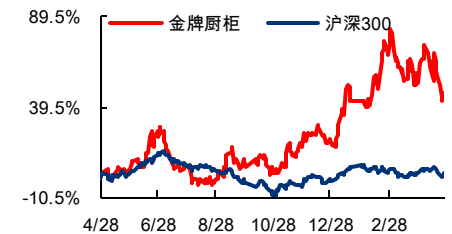
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFind

## 交易数据

52周股价区间(元)	44.3-23.33
总市值(亿元)	54.68
流通市值(亿元)	54.68
总股本/流通A股(万股)	15,426/15,426
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.35

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

器等品类，打开增长空间。零售渠道管理逐步精细化，大宗渠道优势显著。我们看好公司能通过品类拓展实现收入较快增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.0、4.9、5.9 亿元人民币，EPS 为 2.6、3.2、3.8 元，目前股价对应 PE 分别为 13.8、11.4、9.4 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**地产复苏不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨超预期。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,447.77	3,553.35	4,412.04	5,270.49	6,299.74
增长率(%)	30.61%	3.06%	24.17%	19.46%	19.53%
归母净利润(百万元)	337.98	277.03	402.69	487.32	587.36
增长率(%)	15.49%	-18.03%	45.36%	21.02%	20.53%
净资产收益率(%)	14.02%	10.68%	14.19%	15.32%	16.40%
每股收益(元)	2.31	1.80	2.60	3.15	3.79
PE	15.46	19.84	13.75	11.35	9.41
PB	2.29	2.12	1.94	1.73	1.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	2476	2251	2529	2942	3479	营业收入	3448	3553	4412	5270	6300						
货币资金	760	597	794	949	1283	营业成本	2397	2507	3076	3671	4387						
应收账款	90	147	121	144	173	营业税金及附加	21	29	26	32	38						
其他应收款	24	26	32	38	46	营业费用	406	431	505	598	709						
预付款项	63	46	42	28	32	管理费用	160	167	196	235	280						
存货	471	528	590	704	841	财务费用	-5	-8	25	12	-2						
其他流动资产	16	29	38	46	46	研发费用	177	200	229	274	328						
非流动资产合计	2040	2612	2562	2516	2464	资产减值损失	1.28	2.59	-1.00	-1.00	-1.00						
长期股权投资	3	50	0	0	0	公允价值变动收益	9.37	2.90	6.14	0.00	0.00						
固定资产	1240	1426	1389	1347	1299	投资净收益	18.39	27.31	22.85	25.08	23.96						
无形资产	124	181	175	169	164	加:其他收益	47.47	55.72	51.59	53.66	52.63						
其他非流动资产	131	137	134	135	135	营业利润	361	289	435	529	638						
资产总计	4516	4864	5090	5458	5943	营业外收入	9.13	5.55	7.34	6.45	6.89						
流动负债合计	2016	2187	2148	2175	2261	营业外支出	2.29	1.52	1.90	1.71	1.81						
短期借款	333	673	406	216	0	利润总额	368	294	440	533	643						
应付账款	702	671	851	992	1200	所得税	33	21	40	48	58						
预收款项	0	0	0	0	6	净利润	335	273	401	485	585						
一年内到期的非流	17	17	17	18	20	少数股东损益	-3	-4	-2	-2	-2						
非流动负债合计	80	75	52	52	52	归属母公司净利润	338	277	403	487	587						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
负债合计	2096	2261	2199	2227	2313	成长能力											
少数股东权益	10	8	6	4	2	营业收入增长	30.61%	3.06%	24.17%	19.46%	19.53%						
实收资本(或股本)	154	154	154	154	154	营业利润增长	10.34%	-19.84%	50.23%	21.55%	20.73%						
资本公积	1069	1074	1074	1074	1074	归属于母公司净利	15.49%	-18.03%	45.36%	21.02%	20.53%						
未分配利润	1080	1193	1420	1703	2039	获利能力											
归属母公司股东权	2411	2594	2839	3180	3581	毛利率(%)	30.48%	29.46%	30.27%	30.36%	30.37%						
负债和所有者权益	4516	4864	5090	5458	5943	净利率(%)	9.71%	7.67%	9.08%	9.21%	9.29%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.48%	5.70%	7.91%	8.93%	9.88%						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	14.02%	10.68%	14.19%	15.32%	16.40%						
经营活动现金流	403	247	647	672	801	偿债能力											
净利润	335	273	401	485	585	资产负债率(%)	46%	46%	43%	41%	39%						
折旧摊销	97.08	125.04	138.87	142.44	146.29	流动比率	1.23	1.03	1.18	1.35	1.54						
财务费用	-5	-8	25	12	-2	速动比率	0.99	0.79	0.90	1.03	1.17						
应收账款减少	-38	-57	26	-24	-28	营运能力											
预收帐款增加	0	0	0	0	6	总资产周转率	0.86	0.76	0.89	1.00	1.11						
投资活动现金流	-477	-566	10	-121	-20	应收账款周转率	49	30	33	40	40						
公允价值变动收益	9	3	6	0	0	应付账款周转率	5.45	5.17	5.80	5.72	5.75						
长期投资减少	0	0	63	0	0	每股指标(元)											
投资收益	18	27	23	25	24	每股收益(最新摊	2.31	1.80	2.60	3.15	3.79						
筹资活动现金流	372	152	-459	-396	-447	每股净现金流(最	1.93	-1.08	1.28	1.00	2.17						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	15.61	16.82	18.40	20.61	23.22						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	51	0	0	0	0	P/E	15.46	19.84	13.75	11.35	9.41						
资本公积增加	240	5	0	0	0	P/B	2.29	2.12	1.94	1.73	1.54						
现金净增加额	299	-166	198	155	334	EV/EBITDA	11.76	14.41	8.75	7.12	5.49						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526