

Q2 营收稳步增长，持续加大渠道建设投入

金牌厨柜(603180)

评级:	买入	股票代码:	603180
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	44.54/23.11
目标价格:		总市值(亿)	43.19
最新收盘价:	28	自由流通市值(亿)	43.19
		自由流通股数(百万)	154.26

事件概述

公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营收 15.06 亿元，同比+5.28%；归母净利润 0.76 亿元，同比-17.42%；扣非后归母净利为 0.43 亿元，同比+5.44%，主要是因为去年同期政府补助比今年高出约 1536 万元。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 2.02 亿元，比去年同期+371.34%，主要系销售增加带来回款增加，以及公司进一步优化库存及供应商采购管理所致。单季度看，2023 年 Q2 公司实现营收 9.32 亿元，同比+8.05%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比-29.86%。

分析判断:

► 收入端：木门业务保持快速增长。

分产品看，2023 年 H1 公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其他配套业务分别实现收入 9.47、4.21、0.89、0.1 亿元，同比分别-3.46%、+15.47%、+76.55%、+176.37%，木门业务表现亮眼。公司积极推进横向品类多元化策略，为客户提供一站式全屋乃至整家整体解决方案。公司还通过与头部家居品牌战略合作实现生态产品整合，为用户打造一站式整家体验。

分渠道看，公司经销店、直营店、大宗业务、境外销售额分别为 7.77、0.37、5.22、1.24 亿元，同比分别+6.78%、-41.86%、+7.6%、+2.22%。2023 年 Q2，公司共新增 198 家至 4019 家门店，其中金牌厨柜、金牌衣柜、金牌木门、金牌整装门店分别为 1833、1168、649、129 家，分别新增 21、67、72、17 家。2023 年 H1，公司持续加大渠道建设投入，并通过建设核心基础设施能力，为营销网络布局赋能。首先，公司大力推动平台分公司、办事处的建设，推进“云、管、边、端”的渠道架构，加速渠道变革和下沉，在组织架构维度为渠道布局奠定重要基础。其次，公司持续提升自身的基础设施能力，已经搭建了为经销商全面赋能的数字化工具如智能设计 (collor)、智慧营销 (金店涨)、经销商赋能管理 (管够)、从工厂直达终端用户的物流仓储体系 (干仓配)、为经销商赋能的安装队伍平台 (金功夫) 等，在进一步提升经销商粘性的同时，降低招商门槛，提升公司渠道下沉的落地性和执行力。

► 利润端：H1 利润率有所下滑。

盈利能力方面，公司 2023 年 H1 毛利率同比下滑了 0.66pct 至 28.28%，净利率同比下滑了 1.37pct 至 4.94%。分产品看，公司整体厨柜、整体衣柜、木门业务的毛利率分别为 28.91%、27.81%、3.9%，同比分别+0.09pct、+0.27pct、-1.66pct。单季度看，2023 年 Q2 公司毛利率同比下滑了 0.53pct 至 27.77%，环比则下滑了 1.34pct。净利率同比下滑了 2.53pct 至 4.61%，环比则下滑了 0.86pct。

费用方面，2023 年 H1 公司费用率为 24.35%，同比下滑了 0.75pct。其中销售费用率为 13.37%，同比下滑了 0.01pct。管理费用率为 5.48%，同比下滑了 0.11pct。财务费用率为-0.25%，同比下滑了 0.09pct，主要是利息费用支出减少所致。而研发费用率同比下滑了 0.55pct 至 5.76%。

投资建议

我们看好公司作为定制家居领先品牌，零售厨柜业务稳步增长，衣柜业务快速发展，木门、智能家居等其他新业务逐渐放量。考虑到公司 23 年上半年业绩低于预期，我们下调公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业

收入由 45.46/54.93/64.29 亿元下调至 41.85/49.67/57.73 亿元；EPS 分别由 2.57/3.24/3.82 元下调至 2.16/2.65/3.07 元。对应 2023 年 8 月 29 日收盘价 28 元/股，PE 分别为 16.53/13.46/11.65 倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业需求不及预期；市场竞争加剧；新业务拓展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,448	3,553	4,185	4,967	5,773
YoY (%)	30.6%	3.1%	17.8%	18.7%	16.2%
归母净利润(百万元)	338	277	333	409	473
YoY (%)	15.5%	-18.0%	20.3%	22.9%	15.5%
毛利率 (%)	30.5%	29.5%	28.6%	28.4%	28.0%
每股收益 (元)	2.31	1.80	2.16	2.65	3.07
ROE	14.0%	10.7%	11.4%	12.3%	12.4%
市盈率	15.46	19.84	16.53	13.46	11.65

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,553	4,185	4,967	5,773	净利润	273	332	408	472
YoY (%)	3.1%	17.8%	18.7%	16.2%	折旧和摊销	148	123	128	130
营业成本	2,507	2,989	3,557	4,154	营运资金变动	-170	334	177	181
营业税金及附加	29	26	32	38	经营活动现金流	247	782	700	763
销售费用	431	511	601	699	资本开支	-627	-93	-73	-43
管理费用	167	186	214	242	投资	55	0	0	0
财务费用	-8	21	16	16	投资活动现金流	-566	-59	-33	4
研发费用	200	188	218	244	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	27	33	40	46	筹资活动现金流	152	-34	-34	-34
营业利润	289	363	449	519	现金净流量	-163	689	633	733
营业外收支	4	8	8	8					
利润总额	294	371	456	526	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	21	39	48	54	成长能力 (%)				
净利润	273	332	408	472	营业收入增长率	3.1%	17.8%	18.7%	16.2%
归属于母公司净利润	277	333	409	473	净利润增长率	-18.0%	20.3%	22.9%	15.5%
YoY (%)	-18.0%	20.3%	22.9%	15.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.80	2.16	2.65	3.07	毛利率	29.5%	28.6%	28.4%	28.0%
					净利率	7.7%	7.9%	8.2%	8.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.7%	5.9%	6.4%	6.6%
货币资金	597	1,285	1,919	2,651	净资产收益率 ROE	10.7%	11.4%	12.3%	12.4%
预付款项	46	78	87	96	偿债能力 (%)				
存货	528	590	682	774	流动比率	1.03	1.16	1.30	1.43
其他流动资产	1,080	1,106	1,148	1,194	速动比率	0.76	0.90	1.03	1.17
流动资产合计	2,251	3,059	3,836	4,714	现金比率	0.27	0.49	0.65	0.81
长期股权投资	50	50	50	50	资产负债率	46.5%	48.1%	47.6%	46.8%
固定资产	1,426	1,403	1,355	1,275	经营效率 (%)				
无形资产	181	181	181	181	总资产周转率	0.73	0.74	0.78	0.80
非流动资产合计	2,612	2,589	2,541	2,461	每股指标 (元)				
资产合计	4,864	5,648	6,377	7,176	每股收益	1.80	2.16	2.65	3.07
短期借款	673	673	673	673	每股净资产	16.82	18.98	21.63	24.70
应付账款及票据	834	1,081	1,286	1,502	每股经营现金流	1.60	5.07	4.54	4.95
其他流动负债	680	885	1,001	1,112	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,187	2,639	2,960	3,287	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.84	16.53	13.46	11.65
其他长期负债	75	75	75	75	PB	1.70	1.88	1.65	1.45
非流动负债合计	75	75	75	75					
负债合计	2,261	2,714	3,035	3,361					
股本	154	154	154	154					
少数股东权益	8	7	6	5					
股东权益合计	2,602	2,934	3,342	3,814					
负债和股东权益合计	4,864	5,648	6,377	7,176					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。