

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

金牌厨柜(603180)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

渠道拓展推进, Q2 扣非盈利稳健

2023年08月30日

事件: 金牌厨柜发布半年报, 2023年上半年实现营业收入15.06亿元, 同比增长5.28%, 实现归母净利润0.76亿元, 同比下降17.42%, 扣非归母净利润0.43亿元, 同比增长5.44%。公司单Q2实现营业收入9.32亿元, 同比增长8.05%, 实现归母净利润0.44亿元, 同比下降29.86%, 扣非归母净利润0.30亿元, 同比增长9.46%。

点评:

- **上半年零售、大宗稳健, 品类融合、渠道扩展并进。** 公司2023年上半年实现营业收入15.06亿元, 同比增长5.28%, 单Q2实现营业收入9.32亿元, 同比增长8.05%。分产品看, 上半年公司整体橱柜、整体衣柜、木门、其他分别实现收入9.47亿元、4.21亿元、0.89亿元、0.10亿元, 分别同比-3.46%、+15.47%、+76.55%、+176.37%。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。分渠道看, 上半年公司经销、直营、大宗、境外分别实现收入7.77亿元、0.37亿元、5.22亿元、1.24亿元, 分别同比+6.78%、-41.89%、+7.60%、+2.22%。上半年, 公司经销渠道持续强化零售渠道覆盖, 以网格化招商及特约加盟商为核心, 推动平台分公司、办事处的招商突破与终端门店赋能, 上半年公司厨柜、衣柜、木门门店分别为1833家、1168家、649家, 较年初分别增加21家、67家、72家; 整装馆、玛尼欧门店分别为129家、144家, 较年初分别增加17家、16家。上半年公司亦积极推进局改、家装及海外渠道拓展, 更好地满足渠道下沉、海内外双循环的全面营销网络。
- **二季度政府补助减少、减值计提影响利润, 扣非净利稳健, 供应链优化经营现金流显著改善。** 1) **毛利率方面**, 公司上半年实现毛利率28.28%, 同比-0.66pct; 单Q2实现毛利率27.77%, 同比-0.53pct。分渠道看, 上半年公司经销、直营、大宗、境外毛利率分别为34.3%、61.1%、13.6%、28.2%, 分别同比+0.13pct、-5.62pct、+0.03pct、+4.12pct。2) **期间费用方面**, 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为13.4%、5.5%、5.8%、-0.3%, 同比变化-0.01pct、-0.11pct、-0.55pct、-0.09pct。3) **净利润方面**, 公司上半年实现归母净利润0.76亿元, 同比下降17.42%, 净利率为4.94%, 同比-1.36pct, 扣非归母净利润0.43亿元, 同比增长5.44%。单Q2归母净利润0.44亿元, 同比下降29.86%, 净利率4.69%, 同比-2.53pct, 扣非归母净利润0.30亿元, 同比增长9.46%。4) **运营方面**, 公司上半年实现经营现金流为2亿元, 同比增长371%, 主要为公司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; 投资活动现金流-6.6亿元, 主要是成都基地厂房及设备投资建设, 以及使用部分闲置资金进行现金管理增加; 筹资活动现金流6.2亿元, 主要为发行可转债募集资金。
- **盈利预测与投资评级:** 公司目前品类和渠道布局日趋完善, 多点发力仍有空间。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.50亿元、4.20

亿元，4.86 亿元，同比分别增长 26.3%、20.2%、15.6%，目前股价对应 2023 年、2024 年 PE 分别为 12x、10x，维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争风险，原材料价格波动风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,448	3,553	4,017	4,649	5,340
增长率 YoY %	30.6%	3.1%	13.1%	15.7%	14.9%
归属母公司净利润 (百万元)	338	277	350	420	486
增长率 YoY%	15.5%	-18.0%	26.3%	20.2%	15.6%
毛利率%	30.5%	29.5%	29.5%	29.4%	29.4%
净资产收益率ROE%	14.0%	10.7%	12.5%	13.7%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	2.19	1.80	2.27	2.73	3.15
市盈率 P/E(倍)	17.59	15.96	12.34	10.27	8.89
市净率 P/B(倍)	2.47	1.70	1.54	1.41	1.28

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,476	2,251	2,798	3,325	3,893	
货币资金	760	597	1,147	1,558	1,999	
应收票据	90	41	99	115	132	
应收账款	90	147	99	115	132	
预付账款	63	46	52	61	70	
存货	471	528	504	584	671	
其他	1,002	892	896	893	890	
非流动资产	2,040	2,612	2,569	2,560	2,527	
长期股权投资	3	50	50	50	50	
固定资产(合计)	1,240	1,426	1,460	1,470	1,457	
无形资产	124	181	181	181	181	
其他	673	956	879	859	840	
资产总计	4,516	4,864	5,367	5,884	6,420	
流动负债	2,016	2,187	2,479	2,747	2,994	
短期借款	333	673	777	786	750	
应付票据	161	163	184	213	245	
应付账款	702	671	759	879	1,010	
其他	819	680	759	869	989	
非流动负债	80	75	75	75	75	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	80	75	75	75	75	
负债合计	2,096	2,261	2,554	2,821	3,068	
少数股东权益	10	8	3	-4	-12	
归属母公司净利润	2,411	2,594	2,810	3,067	3,364	
负债和股东权益	4,516	4,864	5,367	5,884	6,420	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,448	3,553	4,017	4,649	5,340	
同比(%)	30.6%	3.1%	13.1%	15.7%	14.9%	
归属母公司净利润	338	277	350	420	486	
同比(%)	15.5%	-18.0%	26.3%	20.2%	15.6%	
毛利率(%)	30.5%	29.5%	29.5%	29.4%	29.4%	
ROE%	14.0%	10.7%	12.5%	13.7%	14.5%	
EPS(摊薄)(元)	2.19	1.80	2.27	2.73	3.15	
P/E	17.59	15.96	12.34	10.27	8.89	
P/B	2.47	1.70	1.54	1.41	1.28	
EV/EBITDA	12.47	11.33	9.76	7.51	5.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,448	3,553	4,017	4,649	5,340	
营业成本	2,397	2,507	2,832	3,281	3,770	
营业税金及附加	21	29	33	38	43	
销售费用	406	431	474	539	619	
管理费用	160	167	201	228	259	
研发费用	177	200	213	242	278	
财务费用	-5	-8	-10	-12	-17	
减值损失合计	-1	-3	0	0	0	
投资净收益	18	27	31	36	41	
其他	51	37	63	73	84	
营业利润	361	289	368	443	512	
营业外收支	7	4	3	3	3	
利润总额	368	294	371	446	515	
所得税	33	21	26	32	37	
净利润	335	273	344	414	478	
少数股东损益	-3	-4	-6	-7	-8	
归属母公司	338	277	350	420	486	
EBITDA	446	400	408	476	535	
EPS(当年)(元)	2.19	1.80	2.27	2.73	3.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	403	247	675	704	786	
净利润	335	273	344	414	478	
折旧摊销	117	148	143	155	165	
财务费用	2	3	29	31	31	
投资损失	-25	-29	-31	-36	-41	
营运资金变动	-26	-170	192	143	156	
其它	1	23	-3	-3	-3	
投资活动现金流	-477	-566	-66	-106	-88	
资本支出	-416	-627	-97	-142	-129	
长期投资	-66	55	0	0	0	
其他	5	7	31	36	41	
筹资活动现金流	372	152	-59	-187	-256	
吸收投资	284	4	3	0	0	
借款	0	0	104	9	-36	
支付利息或股息	-93	-165	-166	-195	-220	
现金流净增加额	294	-163	550	411	441	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。