

高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动

投资评级：增持（首次）

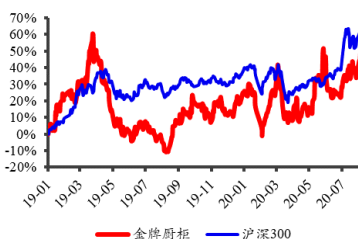
主要观点：

厨柜龙头地位稳固，业务布局完整。成立于1999年，公司主营业务从最初的高端厨柜定制逐渐扩展至衣柜、木门、厨电等家居家电用品，随后又延伸至整装和智能家居等。“金牌厨柜”连续8年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”，厨柜龙头地位稳固。

报告日期：2020-08-07

收盘价（元）	56.39
近12个月最高/最低（元）	60.71/33.41
总股本（亿股）	0.95
流通股本（亿股）	0.93
流通股比例（%）	98.15%
总市值（亿元）	53.30
流通市值（亿元）	52.31

公司价格与沪深300走势比较



深耕定制家居20余年，公司在产品、品牌、渠道以及战略布局方面表现突出。产品方面，高研发投入，引流潮流。品牌方面，厨柜龙头形象深入人心。渠道方面，工程渠道发力，同步拓展海外和整装渠道。战略方面，推动智能家居业务的发展和部署。

衣柜、大宗等腰部业务发力，驱动公司中期收入增长。2019年桔家衣柜实现营业收入3.05亿元，同比增长121.36%，该业务收入占比从2017年的1.65%增加至2019年的14.37%，已成为驱动公司收入增长的重要一极。

自2015年开始，金牌厨柜的工程业务收入占比逐年提高，2019年实现工程业务收入5.05亿元，同比增速为148.73%，占总营业收入的比例为23.76%，该收入占比较去年提升了11.83个pct。工程业务收入增速已连续4年超过60%。此次非公开发行，公司计划将部分募投资金用于扩建22万套工程衣柜产能。未来，公司将加速衣柜和木门工程业务的开拓。

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链》

《7月地产淡季不淡，小家电持续推新扩品类扩价位》

首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司2020-2022年分别实现营收24.78/30.67/38.24亿元，同比增长16.6%/23.8%/24.7%，实现归母净利润2.81/3.32/3.92亿元，同比增长15.8%/18.3%/18.0%。2020年8月6日收盘价56.39元对应PE为18.99X/16.04X/13.60X。预计竣工回暖将带动地产下游家居市场回暖，行业层面有望受益。公司厨柜业务具备品牌和产品力等方面的竞争优势，衣柜和大宗业务的放量是未来三年收入增长的重要引擎，海外、木门、整装和智能家居板块为公司中长期发展奠定基础。**考虑到公司在厨柜市场地位稳固，品类和渠道扩张的潜力较大，首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：品类渠道开拓受阻，地产竣工回暖不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2125	2478	3067	3824
收入同比(%)	24.9	16.6	23.8	24.7
归属母公司净利润	242	281	332	392
净利润同比(%)	15.4	15.8	18.3	18.0
毛利率(%)	35.8	34.5	33.5	32.8
ROE(%)	20.0	16.1	16.4	16.5
每股收益(元)	2.57	2.97	3.51	4.15
P/E	21.98	18.99	16.04	13.60
P/B	4.40	3.07	2.62	2.24
EV/EBITDA	12.18	13.14	10.98	8.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 高端厨柜龙头，8年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”	5
1.1 公司介绍：20年高端厨柜定制，行业地位稳固	5
1.2 管理团队经验丰富，股权激励促发展	6
1.3 产能有序扩张，募投工程产能进一步完善业务布局	7
1.4 厨衣木多品类发展，成长迅速	8
2. 厨柜知名度高，衣柜和大宗等腰部业务发力，未来可期	11
2.1 高研发投入，厨柜知名品牌形象深入人心	12
2.2 衣柜、大宗等腰部业务发力，驱动公司中期收入增长	15
2.3 海外、木门、整装和智能家居板块为未来发展积蓄力量	18
2.3.1 海外基地布局日渐完善，关税影响可控	18
2.3.2 木门、整装和智能家仍处发展初期，积蓄未来发展力量	18
3. 盈利预测和投资建议	20
3.1 盈利预测	20
3.2 投资建议	21
风险提示:	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 金牌厨柜历史沿革.....	5
图表 2 金牌厨柜的行业地位.....	6
图表 3 金牌厨柜股权集中 (2020 年 6 月 30 日)	6
图表 4 金牌厨柜股权激励计划实际认购情况.....	7
图表 5 金牌厨柜股权激励业绩目标.....	7
图表 6 金牌厨柜近四年产能情况.....	7
图表 7 金牌厨柜转债募投项目产能规划.....	8
图表 8 金牌厨柜非公开发行募投项目产能规划.....	8
图表 9 金牌厨柜营收及 YOY	9
图表 10 金牌厨柜归母净利润及 YOY.....	9
图表 11 金牌厨柜的主要业务.....	9
图表 12 近年来金牌厨柜分业务收入占比.....	10
图表 13 金牌厨柜分业务毛利率	10
图表 14 金牌厨柜毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势.....	11
图表 15 金牌厨柜期间费用率走势.....	11
图表 16 消费者购买整体厨柜考虑因素.....	12
图表 17 2015-2019 年可比公司整体厨柜收入 (亿元)	12
图表 18 金牌厨柜门店数变化情况.....	13
图表 19 整体厨柜业务营收及 YOY.....	13
图表 20 定制橱柜上市公司开店数对比 (2019)	14
图表 21 定制家居上市公司 2019 年研发支出占总收入比例.....	14
图表 22 金牌厨柜历年研发支出占总收入比例.....	15
图表 23 桔家衣柜“四同策略”	15
图表 24 桔家衣柜开店数变化.....	16
图表 25 整体衣柜业务营收及 YOY.....	16
图表 26 国内商品住宅精装楼盘渗透率.....	17
图表 27 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速.....	17
图表 28 金牌厨柜近年来海外收入情况.....	18
图表 29 桔家云整装的四大技术创新.....	19
图表 30 金牌厨柜盈利预测.....	21
图表 31 近 10 年内地产竣工与家具制造业收入紧密相关.....	22

1. 高端厨柜龙头，8 年蝉联“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”

金牌厨柜成立于 1999 年，公司主营业务从最初的高端厨柜定制逐渐扩展至衣柜、木门、厨电等家居家电用品，随后又延伸至整装和智能家居等。经过 20 多年的稳健发展，金牌凭借其优秀的产品力和优质的用户体验成为了定制家居的领航者之一。

1.1 公司介绍：20 年高端厨柜定制，行业地位稳固

公司主要从事整体厨柜、整体衣柜和定制木门等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售、安装，已连续 8 年蝉联“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”。2017 年公司推出高端整体衣柜定制品牌“桔家衣柜”，2018 年成立桔家木门事业部，加快满足中高端用户的一站式配套需求。

图表 1 金牌厨柜历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 金牌厨柜的行业地位



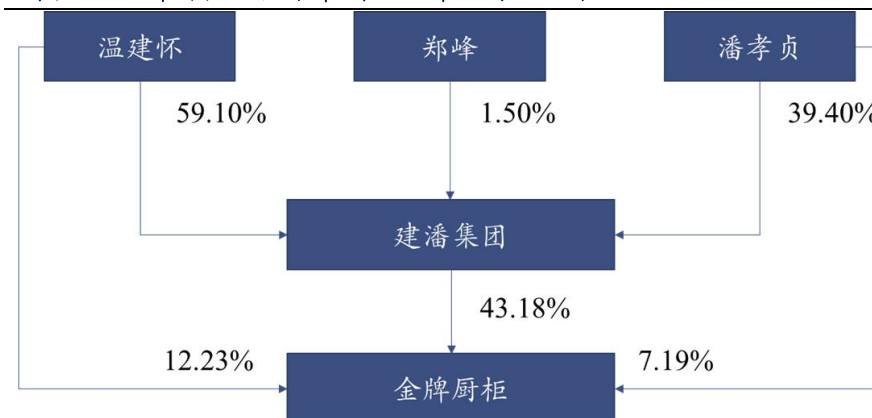
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 管理团队经验丰富，股权激励促发展

公司的控股股东建潘集团成立于2010年。截至2020年6月30日，建潘集团持有公司43.18%的股份，实际控制人温建怀和潘孝贞分别持有建潘集团59.10%和39.40%的股份。考虑直接和间接持股，实际控制人温建怀和潘孝贞分别持有公司37.75%和24.20%的股份，合计持股61.95%。

温建怀和潘孝贞先生系公司的创始人，其中温建怀先生是公司董事长，潘孝贞先生是公司副董事长、总经理，两人为一致行动人，具备丰富的行业经验。公司高管平均从事经验达十年以上，专注经营主业，对行业变革和发展方向有深刻认识，团队的凝聚力和战斗力强。

图表 3 金牌厨柜股权集中 (2020年6月30日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020年3月，公司通过了《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，以2020年3月6日为授予日，向符合授予条件的281名激励对象授予127.78万股限制性股票。实际认购过程中，公司实际向252名激励对象授予125.10万股限制性股票，涉及公司高管和中层管理人员及核心骨干。股权激励计划彰显了公司发展的信心，将核心员工利益与公司利益相结合，有助于公司长期的发展。

图表 4 金牌厨柜股权激励计划实际认购情况

授予对象	职务	授予限制性股票数(万股)	占总股本比例
朱灵	副总经理、财务总监	9.09	0.14%
孙维革	副总经理	0.95	0.01%
陈建波	董事会秘书	4.56	0.07%
王永辉	总经理助理	5.59	0.08%
李子飞	桔家衣柜中心执行董事	3.91	0.06%
贾斌	生产制造中心总监	4.06	0.06%
中层管理人员及核心骨干(246人)		96.93	1.44%
合计		125.10	1.86%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

本次股权激励计划的解除限售考核指标分为两个层面，**公司层面业绩考核和个人层面绩效考核**。公司层面业绩考核目标以 2019 年扣非净利润为基数，2020-2021 年扣非净利润增长率分别不低于 10%、25%，即 2020-2021 年扣非净利润分别不低于 2.18 亿元、2.48 亿元。个人层面绩效考核按照公司现行薪酬与考核的相关规定进行。个人上一年度考核结果为优秀、良好、合格、不合格对应的个人解除限售比例分别为 100%、80%、60%、0%。

图表 5 金牌厨柜股权激励业绩目标

解除限售期	业绩考核目标
首次及预留授予部分第一个解除限售期	以2019年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于10%
首次及预留授予部分第二个解除限售期	以2019年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于25%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 产能有序扩张，募投工程产能进一步完善业务布局

公司的两大生产基地分别位于厦门市同安区和江苏省泗阳经济开发区，**产能伴随业务的发展有序扩张**。厨柜产能从 2016 年的 13.5 万套扩张至 2019 年的 27.0 万套。衣柜和木门分别于 2016 年和 2018 年开始生产。至 2019 年，衣柜和木门的产能分别为 12 万套和 0.8 万樘。公司厨柜的历年产能利用率接近 100%，产品销售旺季生产工作较为紧张，且厨柜业务仍在扩张期，因此仍有产能增长的需求。衣柜和木门是公司的新品类，伴随新业务的发展壮大，衣柜和木门的产能也有增长需求。

图表 6 金牌厨柜近四年产能情况

产品	项目	2016年	2017年	2018年	2019年
整体厨柜	产能(万套)	13.50	19.90	22.80	27.00
	实际产量(万套)	12.80	18.58	21.60	25.33
	产能利用率	94.81%	93.39%	94.74%	93.83%
	销量(万套)	12.84	18.53	21.60	25.32
	产销率	100.31%	99.72%	99.97%	99.92%
整体衣柜	产能(万套)	不适用	1.50	6.00	12.00
	实际产量(万套)	0.01	1.02	4.85	11.22
	产能利用率	不适用	67.99%	80.85%	93.52%
	销量(万套)	0.01	1.02	4.82	11.21
	产销率	71.72%	99.61%	99.28%	99.87%
定制木门	产能(万樘)	不适用	不适用	0.20	0.80
	实际产量(万樘)	不适用	不适用	0.01	0.54
	产能利用率	不适用	不适用	6.95%	68.03%
	销量(万樘)	不适用	不适用	0.01	0.53
	产销率	不适用	不适用	100.00%	97.37%

资料来源：可转债信用评级报告，华安证券研究所

2019年，公司发行6年期可转债，募投资金3.92亿元用于同安募投项目和泗阳募投项目的建设，包括13万套工程厨柜、5万套零售厨柜、6万套衣柜和25万樘木门。2020年第一季度虽受疫情影响，复工时间延缓，但公司通过调整设备购入和安装时间的方式来调整产能投放进度。

图表 7 金牌厨柜转债募投项目产能规划

转债募投项目	零售厨柜 (万套)	工程厨柜 (万套)	整体衣柜 (万套)	定制木门 (万樘)
同安募投项目	5		6	12.5
泗阳募投项目		13		12.5
合计	5	13	6	25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020年7月，公司发布非公开发行A股预案，拟募集不超过2.86亿元的资金，用于10万套工程厨柜与22万套工程衣柜的产能扩建。本次非公开发行拟由控股股东和实际控制人全额认购，充分显示出公司管理层对公司未来发展的坚定信心。募投项目的建成和投产，将有利于公司进一步完善业务布局，提高其满足工程客户需求的能力。

图表 8 金牌厨柜非公开发行募投项目产能规划

非公开发行募投项目	工程厨柜 (万套)	工程衣柜 (万套)
同安四期项目3#、6#厂房	10	12
泗阳募投项目		10
合计	10	22

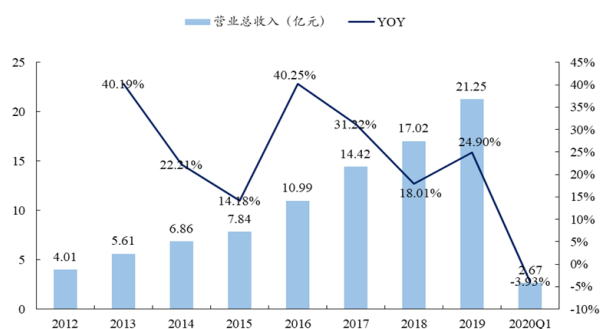
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020年7月，金牌厨柜与双流区政府签订了《投资合作协议》，拟在双流航空经济区投资建设“西部物联网智造基地项目”。投资建设完成后，将有助于公司进一步深耕中西部市场并满足公司全国产能布局，进而完善和提升公司厨柜、衣柜、木门、智能化家电等供应及配套服务体系。

1.4 厨衣木多品类发展，成长迅速

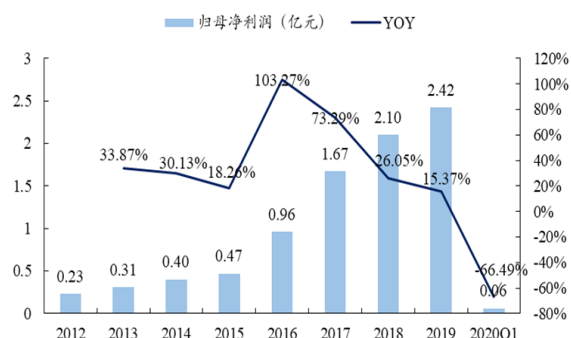
2012-2019年金牌厨柜营业总收入的年均复合增长率为26.92%，归母净利润的年均复合增长率为39.96%。由于公司所处的家居行业与地产周期密切相关，营收与利润增长波动较大。伴随房地产销售增速下滑，公司2018年收入和利润增长有所放缓。2019年，受毛利率较低的衣柜业务和大宗业务占比提升所致，在公司营收增长提速的同时，归母净利润增速却有所放缓。2020年第一季度受疫情影响，公司营收和归母净利润同比分别减少3.93%和66.49%。

图表 9 金牌厨柜营收及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 金牌厨柜归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

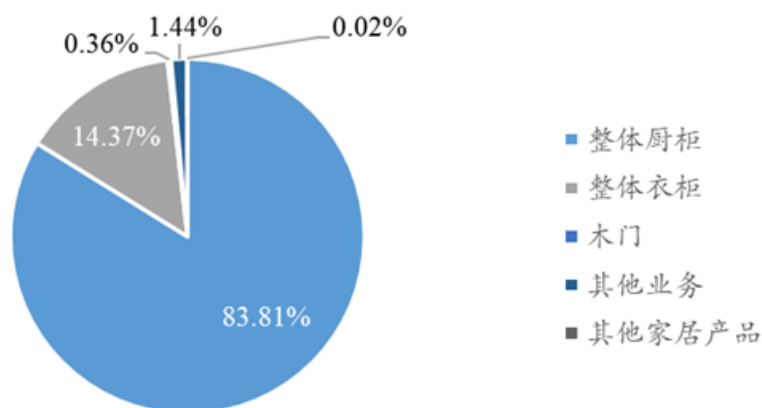
收入结构方面，金牌厨柜主要收入来源于厨柜和衣柜业务。2019 年两项业务占总营业收入比例高达 98.19%。整体厨柜是公司的核心产品，是综合了厨柜制造、厨电产品配套和安装售后等一体化服务的定制产品。近年来厨柜业务收入持续稳定增长，2019 年实现营收 17.82 亿元，占营业总收入的 83.82%，厨柜业务 2012-2019 年的 CAGR 为 26.21%。2017 年以来公司逐步发展衣柜、木门业务，其中衣柜业务发展迅猛，2019 年实现营收 3.05 亿元，同比增速高达 121.36%。其他业务收入主要为经销商培训费、售后服务费。

图表 11 金牌厨柜的主要业务



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

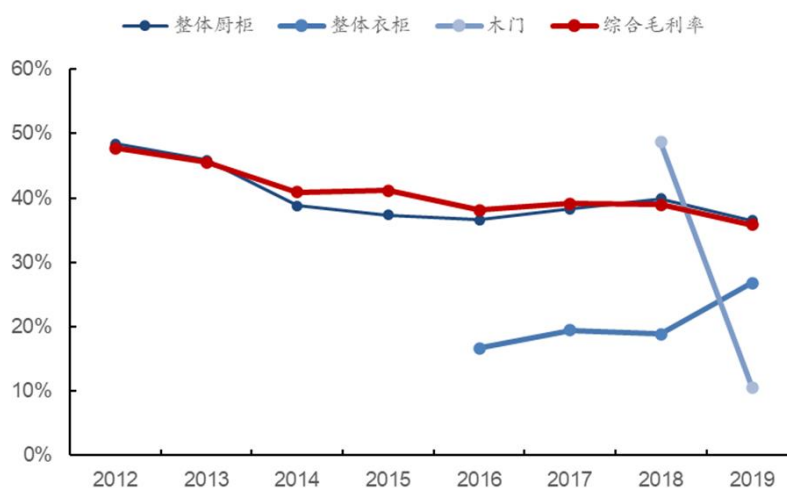
图表 12 近年来金牌厨柜分业务收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利能力方面，公司 2016-2018 年综合毛利率总体保持平稳，但 2019 年综合毛利率下降至 35.84%，比 2018 年下降 3.15 个 pct，主要系毛利率较低的业务规模增长所致。2019 年公司整体厨柜/整体衣柜/定制木门业务毛利率分别为 36.50%/26.83%/10.61%。预计伴随品类拓展的推进与大宗业务的发展，一方面单品类的毛利率或因规模效应释放得到提高，另一方面整体毛利率或仍将在 2019 年的毛利率水平附近徘徊一段时间。

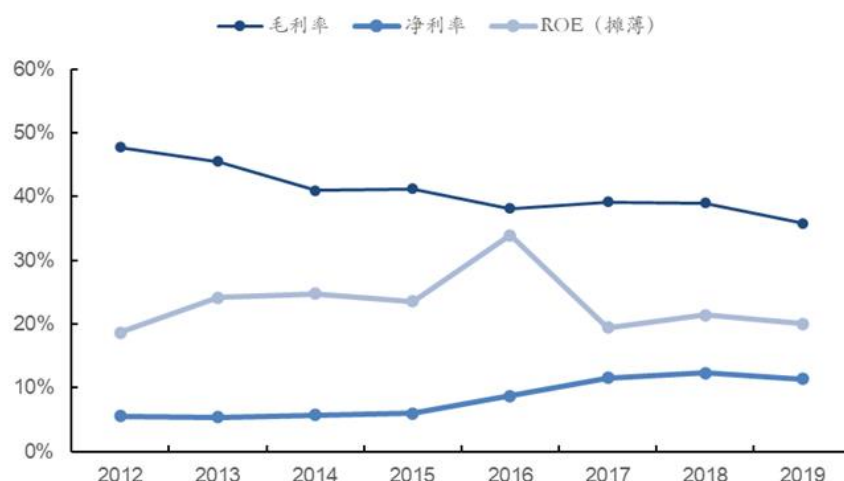
图表 13 金牌厨柜分业务毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

尽管毛利率在 2019 年下滑明显，但公司通过降本增效，2019 年净利率和 ROE (摊薄) 水平保持相对平稳。2019 年金牌实现了 11.39% 的净利率，仅较 2018 年下滑了 0.96 个 pct；实现 ROE (摊薄) 20.03%，仅较 2018 年下滑 1.36 个 pct。整体来看，在腰部业务扩张时期，公司的盈利能力保持了相对稳定的水平。

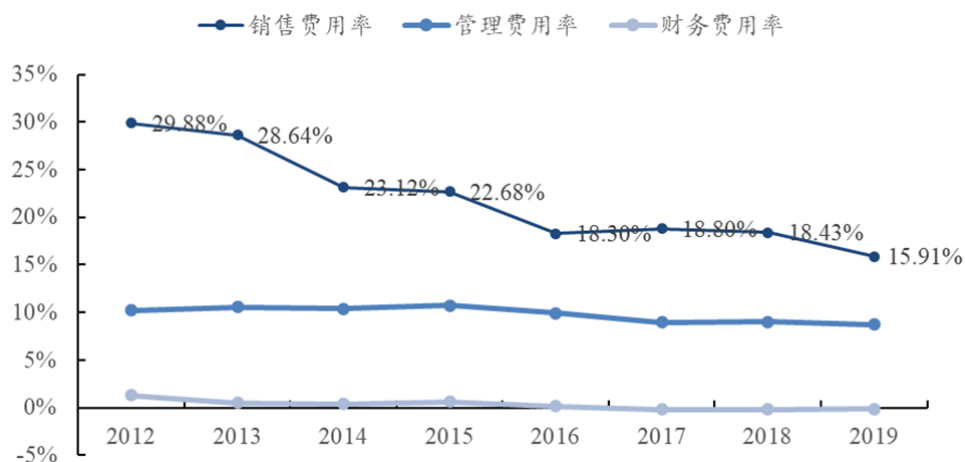
图表 14 金牌厨柜毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势



资料来源: Wind, 华安证券研究所

具体来看,金牌的销售费用管控效果明显。2012-2019年的销售费用率由29.88%下降到15.91%,下降幅度达13.97个pct,说明公司品牌知名度不断提高,费用管控效果明显。

图表 15 金牌厨柜期间费用率走势



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

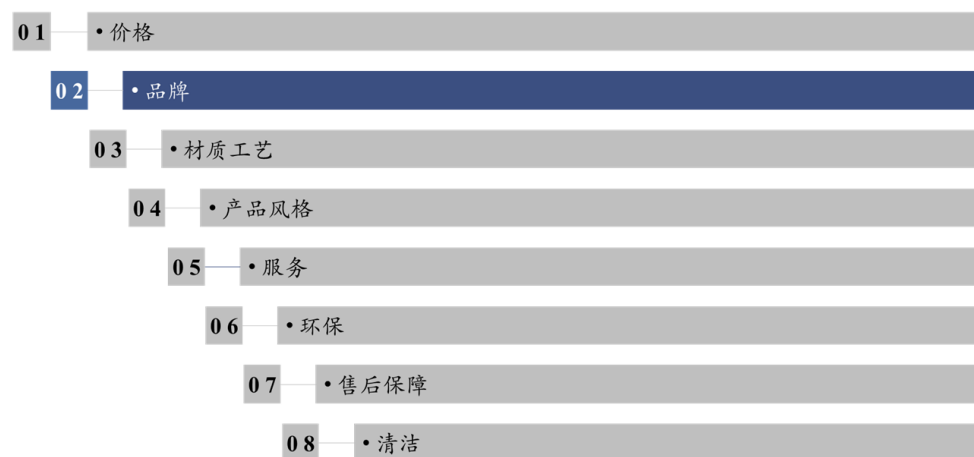
2. 厨柜知名度高, 衣柜和大宗等腰部业务发力, 未来可期

金牌厨柜深耕定制家居 20 余年, 产品方面, 高研发投入, 引流行业潮流。品牌方面, 厨柜龙头形象深入人心。渠道方面, 工程渠道发力, 同步拓展海外和整装渠道。战略方面, 推动智能家居业务的发展和部署。

2.1 高研发投入，厨柜知名品牌形象深入人心

公司的核心产品整体厨柜属于耐用品，使用周期往往较长，消费者购买时考虑较为慎重，品牌是其重点考虑的因素之一。金牌厨柜在行业内首创“量体裁柜”，根据人体工程学数据科学定制厨柜双区高度，在厨柜市场赢得了良好口碑。2019年，公司入围由中华厨柜网发起的评选“厨柜十佳品牌”、“厨柜影响力十大品牌”和“厨柜品牌价值十大品牌”，同时连续8年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”。

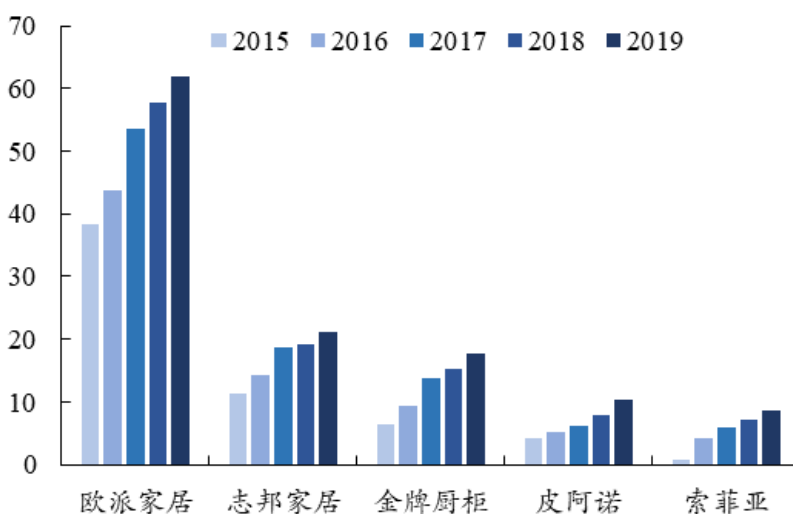
图表 16 消费者购买整体厨柜考虑因素



资料来源：中华厨柜网，华安证券研究所

我们在7月16日发布的《地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链》中测算得出2019年国内总装修需求约为960万套，假设单套橱柜的出厂口径价格为0.97万元，则推算出2019年国内橱柜市场的规模在931亿元。根据各上市定制家居橱柜业务的收入规模，计算出排名前三的欧派家居、志邦家居和金牌橱柜的橱柜市占率分别为6.65%、2.27%和1.91%。

图表 17 2015-2019 年可比公司整体橱柜收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

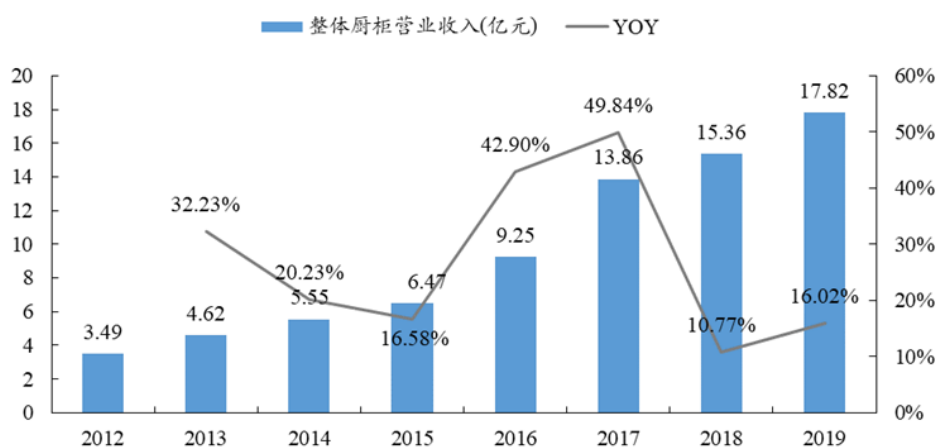
截止 2019 年末，公司共拥有金牌厨柜专卖店 1559 家（含在建），较 2018 年净增加 146 家门店。从 2012 年开始，公司整体厨柜业务收入稳步上升。2019 年，金牌厨柜实现营业收入 17.82 亿元，同比增长 16.02%。厨柜业务收入占营业总收入的 83.82%，是公司营收的主要来源。其中厨柜零售业务实现销售收入 12.59 亿，厨柜大宗业务实现销售收入 4.72 亿。

图表 18 金牌厨柜门店数变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

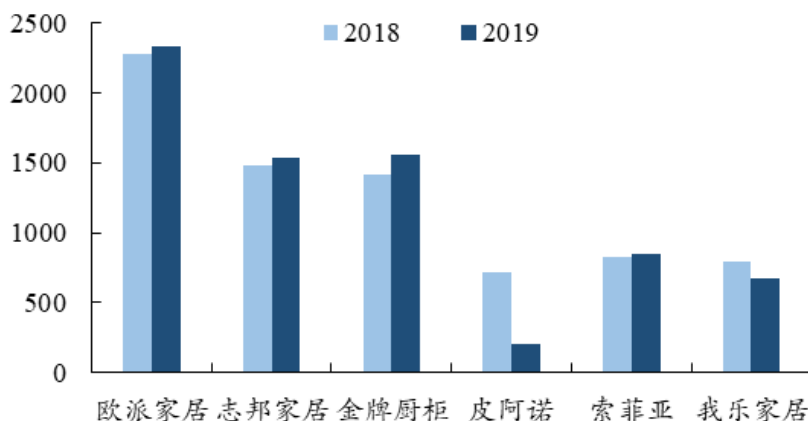
图表 19 整体厨柜业务营收及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

横向对比门店数量，公司门店下沉仍有较大空间。一般来说，按照全国行政单位划分，单品类家居的门店数量扩张到全国 3000 家时会遇到增长瓶颈。公司目前各品类门店数量不到 2000 家，门店数量的增长仍有较大空间。不过，预计单店实现盈亏平衡所需的时间或将有所拉长。

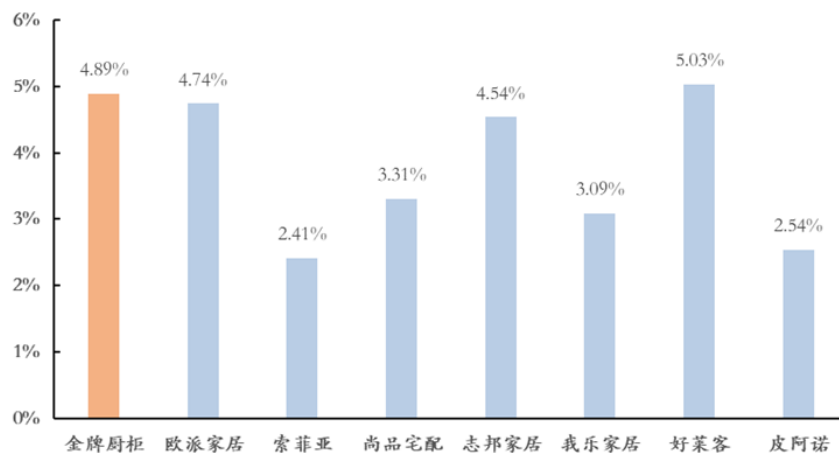
图表 20 定制橱柜上市公司开店数对比 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

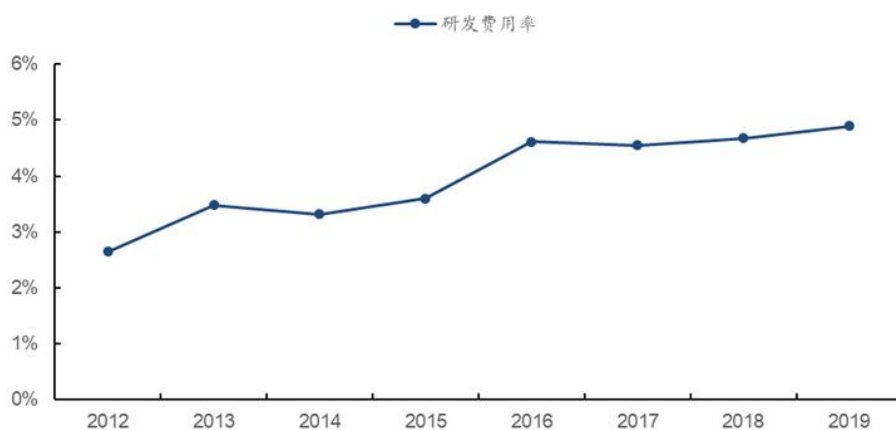
此外，公司十分重视产品研发和创新，2019 年研发支出占总收入的比例行业领先。为顺应消费者需求，金牌厨柜于今年迅速推出**抗菌全系列厨居产品**。桔家衣柜于今年正式推出**无醛板材——桔家纯净板**，环保等级高于 E0 级板材。桔家木门在 2019 年推出**桔家无醛石晶地板系列**产品。

图表 21 定制家居上市公司 2019 年研发支出占总收入比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 金牌厨柜历年研发支出占总收入比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 衣柜、大宗等腰部业务发力，驱动公司中期收入增长

2017 年，公司推出高端衣柜定制品牌“桔家衣柜”，对“金牌”与“桔家”采取双品类的双品牌独立运营模式，衣柜业务采取同款、同质、同价和同服务的“四同”策略，有助于桔家衣柜在销售上实现金牌厨柜客户的转化，产品囊括衣柜、玄关柜、电视柜、餐边柜和榻榻米等。

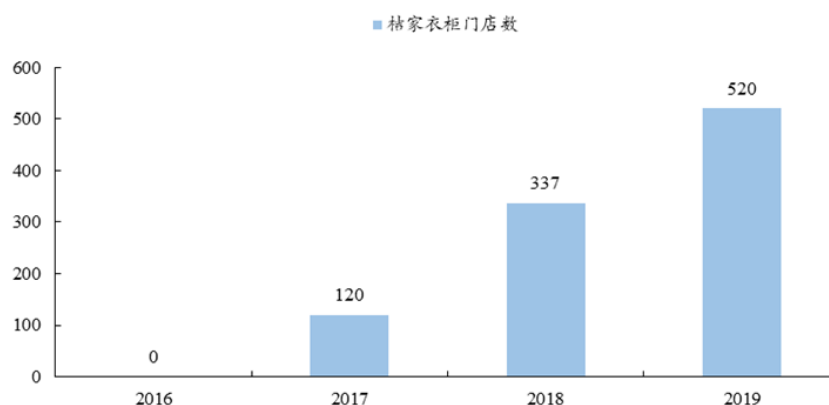
图表 23 桔家衣柜“四同策略”

全屋定制家居风格统一：沿袭了金牌厨柜简约、时尚的设计风格		品质要求统一：对标金牌在厨柜业务上的高标准	
同款	同价	同质	同服务
	高性价比：定位高端不高价、双品牌联合促销		一体化服务：对标金牌厨柜服务系统，10 年品质保障承诺

资料来源：公司公告，华安证券研究所

截至 2019 年年末，公司共拥有桔家衣柜品牌专卖店 520 家（含在建），较 2018 年净开店 183 家。2019 年，桔家衣柜实现营业收入 3.05 亿元，同比增长 121.36%，该业务收入占比从 2017 年的 1.65% 增加至 2019 年的 14.37%，衣柜业务已成为驱动公司收入增长的重要一极。目前桔家衣柜正加速渠道布局，重点打造标杆加盟商，通过厨衣联动和外延式开店等方式将零售衣柜业务做大。未来，公司也将加速衣柜工程业务的开拓。此次非公开发行，公司募投了 22 万套工程衣柜产能。

图表 24 桔家衣柜开店数变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

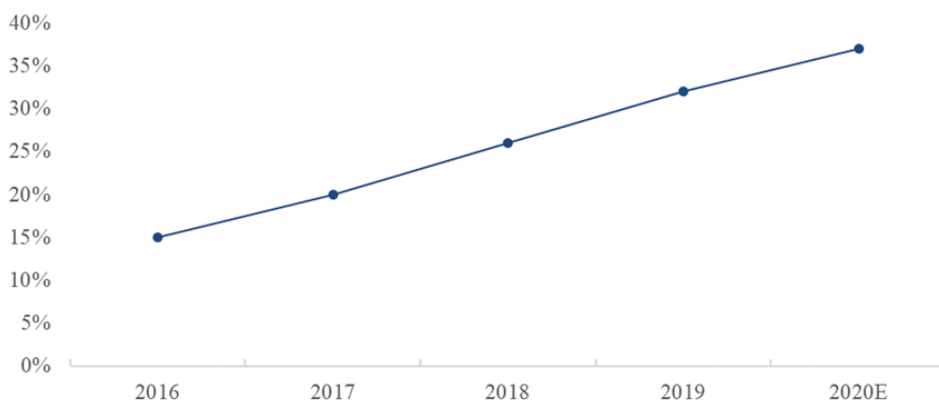
图表 25 整体衣柜业务营收及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大宗方面，伴随 2016 年开始的全国精装修渗透率快速提升，工程渠道已经成为厨柜企业的重要销售渠道之一。根据奥维云网的数据，我国商品住宅精装楼盘渗透率从 2016 年的 15% 提升至 2019 年的 32%，预计 2020 年精装楼盘渗透率有望提升至 37%。根据我们在 2020 年 7 月 16 日发布的《地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链》，估算得到 2019-2023 年我国厨柜精装修市场规模的 CAGR 为 26.87%，2020 年我国厨柜精装修市场的规模为 165 亿元，同比增长 59.9%。到 2023 年，厨柜精装修市场的规模能达到 267 亿元。

图表 26 国内商品住宅精装楼盘渗透率

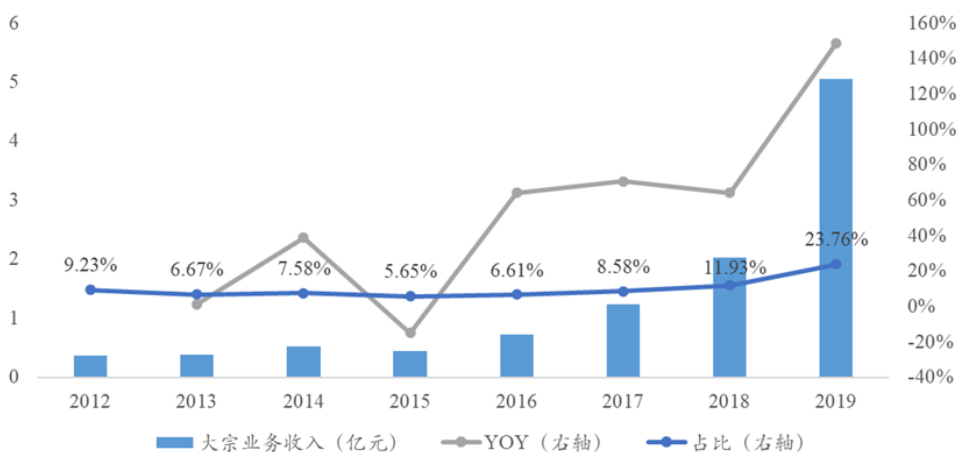


资料来源：奥维云网，华安证券研究所

2019 年，公司将工程业务纳入重要战略发展方向，工程业务收入占总营业收入的 23.76%，较 2018 年有较大幅度的提高。从业务模式来看，金牌几乎全部采用工程代理商的模式发展。该模式下公司采取款到发货的收费方式，现金压力小。不过，尽管 2019 年金牌的工程业务毛利率较 2018 年提高了 8.95 个 pct，但工程业务的毛利率相比零售业务仍然较低，为 19.95%，估计工程业务的净利率也低于公司整体的净利率。伴随工程业务的规模效应逐渐释放，预计该业务未来的盈利能力有望提升。

公司工程客户集中度较低，但与地产前一百五十强合作数量较多。自 2015 年开始，金牌厨柜工程业务收入占比逐年增加，2019 年实现工程业务收入 5.05 亿元，同比增速为 148.73%，占总营业收入的比例为 23.76%，该占比较去年提升了 11.83pct。工程业务收入增速已连续 4 年超过 60%。

图表 27 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速



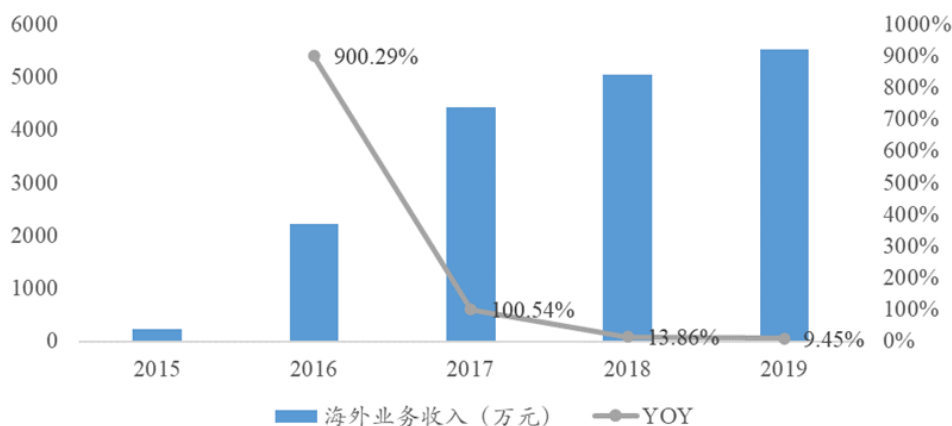
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 海外、木门、整装和智能家居板块为未来发展积蓄力量

2.3.1 海外基地布局日渐完善，关税影响可控

海外渠道方面，金牌厨柜持续推进海外市场的开拓和布局。核心市场为北美、澳洲、东南亚。2020年4月初，公司在美国北卡罗来纳州建厂，为公司在北美的批发、工程业务打下良好基础。美国作为金牌的核心海外市场，受中美贸易战冲击，2019年海外业务发展略低于预期，当年海外业务销售收入达5,525.60万元，同比增长9.45%。不过，公司海外销售的收入占比不高且已设立泰国合资公司泰国巨橱以完善海外生产，美国关税提升对公司不利影响尚为可控，我们预计在海外疫情得到有效控制之后，公司的海外业务将重启较快的增长。

图表 28 金牌厨柜近年来海外收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

澳洲地区，金牌设立了分公司参与工程业务，主要和当地工程代理商合作。东南亚方面，2019年为完善海外厨柜生产基地、拓展海外销售市场，金牌设立了合资公司泰国巨橱有限责任公司，2020年4月又入股马来西亚最大、东南亚品牌知名度最高的厨柜及定制家居品牌上市公司 Singnature International Berhad (简称 SIGN)，希望借助“SIGN”的优势资源，加快公司在东南亚新兴市场的本土化运营，协助公司提升东南亚的业务规模，加快全球供应链布局。

2.3.2 木门、整装和智能家仍处发展初期，积蓄未来发展力量

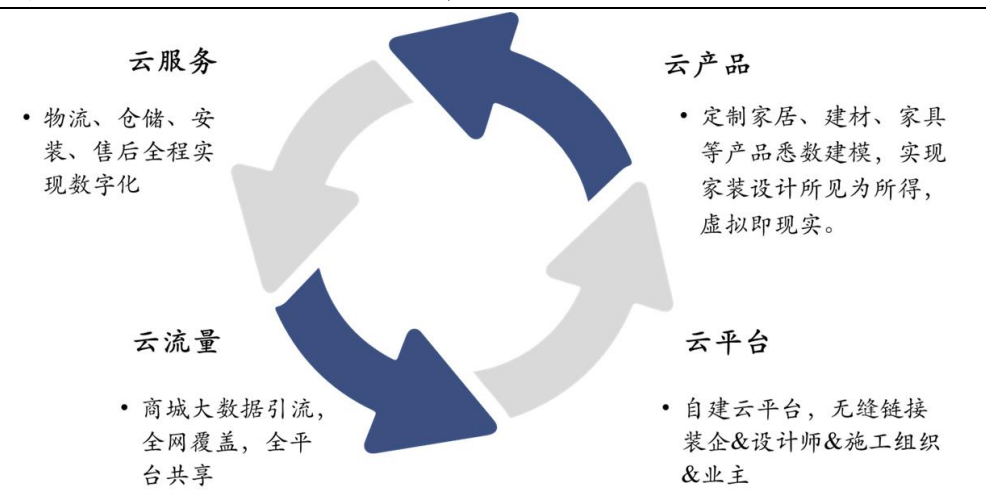
2018年，公司推出了桔家木门品牌，主营风格一体的木门、墙板、地板等品类，致力于成为以门为中心的墙体装饰类产品领导品牌。桔家木门拥有4超好门技术、门墙系统铝平台衔接技术，提供全屋5大空间解决方案。目前已推出新中式系列、轻奢系列、现代简约系列、北欧系列、简欧系列、乡村新经典系列等产品。

2019年，公司共拥有桔家木门实体门店63家（含在建），较2018年净增加54家，桔家木门业务实现营业收入760.82万元，较上年增长2,078.71%，木门收入占总营收的0.32%，木门作为公司厨衣木收纳体系的重要环节之一，未来公司将通过把木门引入到

原品类中协同发展，持续开拓工程和零售木门业务。

整装业务方面，公司 2019 年开设了两家桔家云整装的直营门店。目前该业务还处于模式打磨期，将以公司橱、衣、木产品作为核心，整合其他家居品类，为中小家装公司及设计工作室提供供应链支撑。金牌桔家云整装的六大核心优势体现在精耕整装的专业优势、全屋定制的产研优势、建材家具的精选优势、一键打通的效率优势、平台模式的发展优势以及上市公司的资金优势。桔家云整装的四大技术创新包括云产品、云平台、云流量和云服务。

图表 29 桔家云整装的四大技术创新



资料来源：金牌厨柜官方号，华安证券研究所

智能家居板块方面，公司已建立自主研发的云平台，开发智小金 APP 依托厨衣木产品做系统切入，以实现包括灯光照明、窗帘、厨具家电、智能马桶等智能家居的互联互通。根据前瞻产业研究院发布的统计数据显示，2017 年全球智能家居市场规模为 357 亿美元，2018-2023 年间的复合年均增长率为 26.9%，预计到 2023 年将达到 1506 亿美元。智能化是家居发展的重要趋势，金牌厨柜积极拥抱行业发展方向，为未来智能化发展做好储备。

3. 盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

以下是金牌厨柜的核心假设：

厨柜业务：公司厨柜定位中高端，品牌知名度高，但门店数量较龙头仍有差距，预计未来三年将持续加密一二线门店布局，同时往三四线下沉，假设 2020-2022 年公司厨柜门店分别净增 70/130/130 家。单店收入方面，2018 年下半年起受地产景气度下滑以及精装修渗透率提升对零售渠道挤压的影响，厨柜门店的店效下滑明显，且 2020 年受疫情影响，厨柜零售业务承压，我们假设公司 2019-2022 年单店收入分别同比降低 22%/10%/5%。**大宗业务方面，**大部分是厨柜订单。公司与全国多家百强地产签订合作协议，预计未来 3 年大宗业务仍能保持高速增长，2020-2022 年公司大宗业务收入同比增长 85%/45%/30%。**海外业务方面，**公司已完成全球供应链和产能的初步布局，关税影响减弱，但 2020 年受海外疫情影响，预计整体海外收入有所下滑，我们预计公司 2020-2021 年出口业务收入分别同比增长-30%/20%/30%。

厨柜毛利率方面，受毛利率较低的大宗业务占比提升影响，预计公司厨柜业务毛利率有一定下行趋势，估计 2020-2022 年毛利率分别为 35.47%/34.48%/33.52%。

衣柜业务：衣柜业务从 2016 年推出，已经逐渐发展成为公司业绩增长的第二引擎，衣柜业务在拓展期会较快开店扩张，预计 2020-2022 年门店分别净增加 130/200/200 家。伴随门店逐渐成熟，单店收入有望保持增长态势，预计 2020-2022 年单店收入分别增长-5%/5%/5%。**毛利率方面，**伴随衣柜产能利用率地不断提高和规模效应的逐步兑现，衣柜业务毛利率有望逐年提升，预计 2020-2022 年衣柜业务毛利率分别为 28.28%/29.73%/31.17%。

木门业务：木门业务 2018 年推出，仍处于培育期，预计木门将在未来 3 年内发展成驱动公司收入增长的又一引擎，2020-2022 年收入同比增长 360%/177%/95%。木门业务毛利率不稳定，预计 2020-2022 年木门业务毛利率分别为 12.30%/15.02%/18.76%。

图表 30 金牌厨柜盈利预测

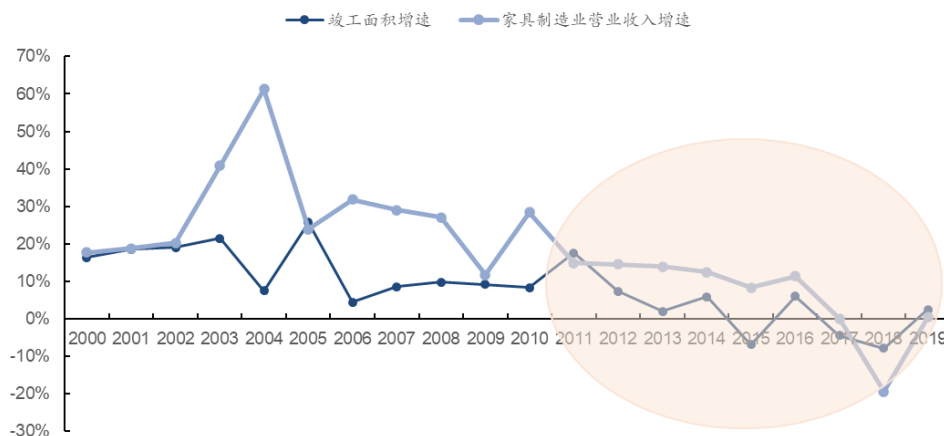
单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体厨柜						
收入	1,386.29	1,535.57	1781.57	1974.45	2319.61	2736.79
YOY		10.77%	16.02%	10.83%	17.48%	17.99%
成本	855.43	922.96	1,131.34	1274.13	1519.75	1819.54
毛利率(%)	38.29	39.89	36.50	35.47	34.48	33.52
业务收入占比	96.14%	90.24%	83.82%	79.68%	75.64%	71.57%
整体衣柜						
收入	23.78	137.95	305.37	437.47	617.76	864.55
YOY		480.11%	121.36%	43.26%	41.21%	39.95%
成本	19.16	111.90	223.45	313.74	434.08	595.10
毛利	4.62	26.05	81.92	123.73	183.68	269.45
毛利率(%)	19.42	18.89	26.83	28.28	29.73	31.17
业务收入占比	1.65%	8.11%	14.37%	17.66%	20.14%	22.61%
木门						
收入		0.35	7.61	34.99	96.84	188.52
YOY			2074%	360%	177%	95%
成本		0.18	6.80	30.69	82.30	153.15
毛利率(%)		48.67	10.61	12.30	15.02	18.76
业务收入占比		0.02%	0.36%	1.41%	3.16%	4.93%
其他家居						
收入			0.39	0.43	0.51	0.62
YOY				10%	20%	20%
成本			0.30	0.32	0.39	0.46
毛利率(%)			24.41	25	25	25
业务收入占比			0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
其他业务						
收入	31.90	27.81	30.5	30.5	32.03	33.63
YOY		-12.82%	9.67%	0%	5%	5%
成本	3.06	3.05	1.69	3.05	3.20	3.36
毛利率(%)	90.41	89.02	94.45	90	90	90
业务收入占比	2.21%	1.63%	1.44%	1.23%	1.04%	0.88%
收入合计	1,441.97	1,701.68	2,125.43	2,477.84	3,066.76	3,824.10
YOY		18.01%	24.90%	16.58%	23.77%	24.70%
成本合计	877.65	1,038.09	1,363.58	1,621.93	2,039.72	2,571.62
综合毛利率(%)	39.14%	39.00%	35.84%	34.54%	33.49%	32.75%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 投资建议

预计公司 2020-2022 年分别实现营收 24.78/30.67/38.24 亿元，同比增长 16.6%/23.8%/24.7%，实现归母净利润 2.81/3.32/3.92 亿元，同比增长 15.8%/18.3%/18.0%。2020 年 8 月 6 日收盘价 56.39 元对应 PE 为 18.99X/16.04X/13.60X。预计竣工回暖将带动地产下游家居市场回暖，行业层面有望受益。公司厨柜业务具备品牌和产品力等方面的竞争优势，衣柜和大宗业务的放量是未来三年收入增长的重要引擎，海外、木门、整装和智能家居板块为公司中长期发展奠定基础。考虑到公司在厨柜市场地位稳固，品类和渠道扩张的潜力较大，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 31 近 10 年内地产竣工与家具制造业收入紧密相关



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

风险提示：

品类渠道开拓受阻，地产竣工回暖不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1528	2010	2411	2957	
现金	662	929	1062	1350	
应收账款	38	41	53	64	
其他应收款	13	16	20	25	
预付账款	23	31	37	48	
存货	243	276	355	442	
其他流动资产	549	717	885	1028	
非流动资产	1148	1342	1540	1748	
长期投资	4	4	4	4	
固定资产	660	747	842	945	
无形资产	124	150	169	191	
其他非流动资产	360	441	526	608	
资产总计	2676	3352	3951	4705	
流动负债	1103	1251	1558	1962	
短期借款	55	0	0	0	
应付账款	446	545	676	858	
其他流动负债	601	706	881	1104	
非流动负债	360	360	360	360	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	360	360	360	360	
负债合计	1462	1610	1917	2322	
少数股东权益	3	3	2	2	
股本	67	74	74	74	
资本公积	458	737	737	737	
留存收益	686	928	1220	1570	
归属母公司股东	1211	1739	2031	2382	
负债和股东权	2676	3352	3951	4705	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	402	443	493	653	
净利润	242	281	332	392	
折旧摊销	65	45	45	45	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-12	-19	-22	-28	
营运资金变动	97	138	139	246	
其他经营现金	156	140	190	143	
投资活动现金	-479	-341	-285	-281	
资本支出	-261	-209	-205	-206	
长期投资	-219	-150	-100	-100	
其他投资现金	0	17	20	26	
筹资活动现金	348	165	-75	-85	
短期借款	55	-55	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	7	0	0	
资本公积增加	-20	279	0	0	
其他筹资现金	313	-66	-75	-85	
现金净增加额	271	267	133	288	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	2125	2478	3067	3824	
营业成本	1364	1622	2040	2572	
营业税金及附加	15	20	23	29	
销售费用	338	391	469	581	
管理费用	82	96	117	147	
财务费用	-3	-24	-30	-36	
资产减值损失	-2	0	0	0	
公允价值变动收	-2	0	0	0	
投资净收益	12	19	22	28	
营业利润	274	319	377	445	
营业外收入	2	3	3	3	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	275	320	379	447	
所得税	33	40	47	56	
净利润	242	280	332	391	
少数股东损益	0	0	-1	-1	
归属母公司净利润	242	281	332	392	
EBITDA	288	272	314	353	
EPS (元)	2.57	2.97	3.51	4.15	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	24.9%	16.6%	23.8%	24.7%
营业利润	15.0%	16.5%	18.3%	18.1%
归属于母公司净利	15.4%	15.8%	18.3%	18.0%
获利能力				
毛利率(%)	35.8%	34.5%	33.5%	32.8%
净利率(%)	27.31%	11.4%	11.3%	10.8%
ROE(%)	20.0%	16.1%	16.4%	16.5%
ROIC(%)	12.3%	9.6%	10.0%	10.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6%	48.0%	48.5%	49.3%
净负债比率(%)	120.5%	92.5%	94.3%	97.4%
流动比率	1.39	1.61	1.55	1.51
速动比率	1.15	1.36	1.30	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.74	0.78	0.81
应收账款周转率	55.79	60.56	58.08	59.29
存货周转率	3.05	2.98	3.02	3.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	2.57	2.97	3.51	4.15
每股经营现金流	4.25	4.69	5.22	6.91
每股净资产(最新)	12.81	18.40	21.49	25.20
估值比率				
P/E	21.98	18.99	16.04	13.60
P/B	4.40	3.07	2.62	2.24
EV/EBITDA	12.18	13.14	10.98	8.94

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。