

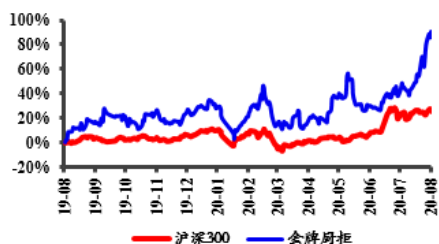
品类渠道双轮驱动，业绩如期较快增长

投资评级：维持增持

报告日期：2020-08-20

收盘价 (元)	69.92
近 12 个月最高/最低 (元)	72.85/35.31
总股本 (亿股)	0.95
流通股本 (亿股)	0.93
流通股比例 (%)	97.89%
总市值 (亿元)	66.09
流通市值 (亿元)	64.86

公司价格与沪深 300 走势比较



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

《金牌厨柜 (603180.SH)：高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动》2020-08-07

主要观点

事件：公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 8.29 亿元、同比增长 5.51%，归母净利润 0.61 亿元、同比减少 11.93%。分季度来看，Q2 伴随疫情的逐步稳定，公司积极推进复工复产，实现收入和利润较快增长。Q2 公司实现营业收入 5.61 亿、同比增长 10.69%，归母净利润 5,507.63 万元、同比增长 8.6%，扣除非经常性损益净利润 4,462.04 万元、同比增长 21.95%。

分品类来看，上半年厨柜业务保持相对平稳，衣柜和木门取得高增长。报告期内厨柜/衣柜/木门业务分别实现营业收入 6.54 亿/1.55 亿/586.57 万元，同比分别-2.25%/+55.37%/+285.76%。厨柜零售市场受精装修分流影响较大，且上半年受疫情影响，零售厨柜业务承压，公司积极拓展线上营销、为加盟商经营赋能，持续强化精装市场销售机会，使得上半年厨柜收入实现略负增长。衣柜业务是近年来公司收入增长的重要驱动力，上半年通过深化与厨柜、木门等品类的协同做大流量，全屋联动做大单值，延续了过往较高增长的态势。木门业务始于 2018 年，主要依托厨柜、衣柜的品牌、渠道资源，以家居馆或厨衣、衣木综合店形式拓展业务，未来有望在工程渠道方面取得与厨柜大宗业务的协同，释放新的增量。

分渠道来看，上半年受疫情影响公司开店节奏放缓，工程和海外业务实现高增。截至报告期末，公司共有厨柜专卖店 1565 家（含在建店），桔家衣柜专卖店 573 家（含在建），上半年厨柜净开店 6 家，衣柜净开店 53 家，开店节奏有所放缓，主要是受疫情影响导致 Q1 基本不具备开店条件，开店节奏后移所致。

公司工程业务 2020 年上半年延续较快增长态势，实现了同比 39.46% 的中高速增长。下半年伴随竣工节奏加快，预计公司工程业务增长有望提速。公司持续拓展与房地产企业的战略合作，工程业务收入增速连续 4 年超过 60%，2019 年增速高达 148.73%。截至报告期末，金牌与 38 家百强房地产企业签订战略集采协议，工程业务基本上全部采用工程代理商模式运作工程业务，工程毛利率较去年保持相对平稳。

此外，尽管受到疫情和美国双反等冲击，但公司仍然通过工程市场拓展、全球供应链布局等举措，在报告期内实现了海外业务的高速增长，上半年海外业务实现收入 5,901.97 万元，同比增长 156.37%。

预收账款正增长，经营活动产生的现金流量净额下滑，销售费用同比下降 9.29%。本期公司调整了预收账款科目，将其重分类到合同负债及其他应付款，总体实现预收账款 3.62 亿元，较期初的 3.03 亿元高出 0.59 亿元。此

外，公司上半年实现经营活动产生的现金流量净额 3412.58 万元，同比下滑 71.42%，主要是因为工程订单增加导致支付的材料费用增加所致。**费用支出方面，期间费用率下降了 0.84 个 pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别较去年同期-2.66/+0.78/+0.68/+0.36 个 pct。**

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现营收 25.90/32.40/40.29 亿元，同比增长 21.8%/25.1%/24.3%，实现归母净利润 2.90/3.44/4.09 亿元，同比增长 19.7%/18.5%/19.0%。2020 年 8 月 19 日收盘价 69.92 元对应 PE 为 23.54X/19.89X/16.86 X。定制家居将于下半年迎来旺季，消费需求将持续释放，且上半年受安装场地限制尚未完成的订单也将在下半年得到转化。**维持地产竣工全年修复趋势的判断，预计竣工修复将带动整体家居行业层面的受益。**金牌的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。**公司业绩的增长受到品类和渠道双轮驱动，成长性佳，维持“增持”评级。**

风险提示：地产竣工回暖不及预期、品类和渠道扩张不达预期

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	27.25	23.54	19.89	16.86
P/B	5.46	3.80	3.25	2.77
EV/EBITDA	15.34	16.83	14.18	11.78

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

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

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

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(%)	11.4%	11.3%	10.8%	10.2%
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	27.25	23.54	19.89	16.86
P/B	5.46	3.80	3.25	2.77
EV/EBITDA	15.34	16.83	14.18	11.78

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。