



## 固收&轻工联合报告之一：

# 金牌转债—高端厨柜龙头，可积极关注

报告日期：2020-10-14

分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：[yuxw@hazq.com](mailto:yuxw@hazq.com)

### 报告摘要：

金牌转债于2019年12月13日开始网上申购，评级AA-/AA-，发行期限6年，拟募集资金3.92亿元。金牌转债于2020年6月19日开始转股，截止2020年10月13日，金牌转债最新转股价44.14元/股，平价水平为137.31元，转股溢价率1.94%，转债余额2.77亿元。

**厨柜龙头地位稳固，业务布局完整。**公司成立于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。

**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%。

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。

**风险提示：**品类渠道开拓受阻，地产竣工回暖不及预期，疫情反复、宏观经济不景气致居民购买力下降。

## 正文目录

1. 金牌转债基本信息 .....	4
2. 高端厨柜龙头，8年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌” .....	4
2.1 公司介绍：20年高端厨柜定制，行业地位稳固 .....	4
2.2 管理团队经验丰富，股权激励促发展 .....	5
2.3 产能有序扩张，募投产能进一步完善业务布局 .....	6
2.4 厨衣木多品类发展，保持较快成长速度 .....	8
3. 厨柜知名度高，衣柜和大宗等腰部业务发力，未来可期 .....	10
3.1 高研发投入，厨柜知名品牌形象深入人心 .....	10
3.2 衣柜、大宗等腰部业务发力，驱动公司中期收入增长 .....	14
3.3 海外、木门、整装和智能家居板块为未来发展积蓄力量 .....	16
风险提示： .....	17

## 图表目录

图表 1 金牌转债主要条款 .....	4
图表 2 金牌厨柜历史沿革 .....	5
图表 3 金牌厨柜的行业地位 .....	5
图表 4 金牌厨柜股权集中 (2020H) .....	5
图表 5 金牌厨柜股权激励计划实际认购情况 .....	6
图表 6 金牌厨柜 2020 年股权激励业绩目标 .....	6
图表 7 金牌厨柜近四年产能情况 .....	7
图表 8 金牌厨柜转债募投项目产能规划 .....	7
图表 9 金牌厨柜非公开发行募投项目产能规划 .....	7
图表 10 金牌厨柜营收及 YOY .....	8
图表 11 金牌厨柜归母净利润及 YOY .....	8
图表 12 金牌厨柜各业务收入结构 (2019) .....	8
图表 13 金牌厨柜分业务毛利率 .....	9
图表 14 金牌厨柜毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势 .....	9
图表 15 金牌厨柜期间费用率走势 .....	10
图表 16 金牌厨柜近年来销售费用明细 .....	10
图表 17 消费者购买整体厨柜考虑因素 .....	11
图表 18 2015-2019 年可比公司整体厨柜收入 (亿元) .....	11
图表 19 金牌厨柜历年的厨柜门店数量变化 .....	12
图表 20 金牌厨柜的厨柜业务历年营收及 YOY .....	12
图表 21 定制厨柜上市公司开店数对比 (2019) .....	13
图表 22 定制家居上市公司 2019 年研发支出占总收入比例 .....	13
图表 23 金牌厨柜历年研发支出占总收入比例 .....	13
图表 24 桔家衣柜“四同策略” .....	14
图表 25 桔家衣柜历年门店数量的变化 .....	14
图表 26 整体衣柜业务营收及 YOY .....	15
图表 27 国内商品住宅精装楼盘渗透率 .....	15
图表 28 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速 .....	16
图表 29 金牌厨柜近年来海外收入情况 .....	16

## 1. 金牌转债基本信息

金牌转债于 2019 年 12 月 13 日开始网上申购，评级 AA-/AA-，发行期限 6 年，拟募集资金 3.92 亿元，此次可转债募集资金将主要用于厦门金牌橱柜股份有限公司同安四期项目 1#、2#、4#、5# 厂房建设项目和江苏金牌橱柜股份有限公司二期工程项目 3#、5# 厂房建设工程。金牌转债于 2020 年 6 月 19 日开始转股，截止 2020 年 10 月 13 日，金牌转债最新转股价 44.14 元/股，平价水平为 137.31 元，转股溢价率 1.94%，转债余额 2.77 亿元。

图表 1 金牌转债主要条款

项目	内容
转债名称	金牌转债
债券代码	113553.SH
主体及债项评级	AA-/AA-（中证鹏元）
发行规模	3.92 亿
存续期	6 年（2019 年 12 月 13 日至 2025 年 12 月 13 日）
票面利率	0.4%，0.7%，1.0%，1.5%，3.0%，3.5%
最新转股价格	44.14 元/股
转股期	2020 年 06 月 19 日至 2025 年 12 月 12 日
向下修正条款	存续期内，10/30，80%
赎回条款	（1）到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的 118%（含最后一期利息）赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额少于 3000 万元（含 3000 万元）
回售条款	（1）有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 （2）附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

资料来源：发行公告、华安证券研究所

## 2. 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中国定制家居的领航者之一。

### 2.1 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”。为加快满足中高端用户的一站式配套需求，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。

图表 2 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 3 金牌厨柜的行业地位

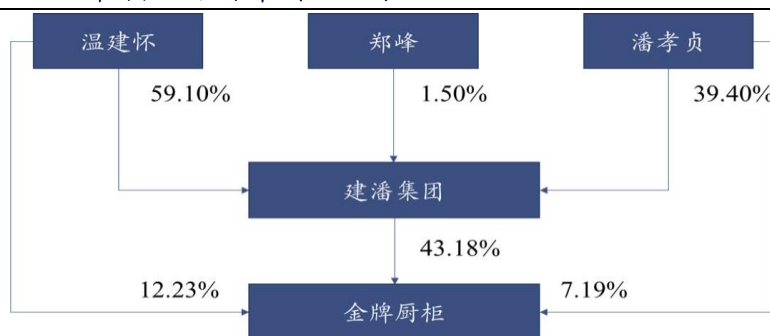


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 2.2 管理团队经验丰富，股权激励促发展

截至2020年6月30日，控股股东建潘集团持有公司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，两人具备丰富的行业经验。此外，公司高管平均从事经验达十年以上，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 4 金牌厨柜股权集中 (2020H)



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》，向符合授予条件的281名激励对象授予127.77万股限制性股票。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。

本次股权激励计划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%，对应2020和2021年扣非净利润分别不低于2.18亿元、2.48亿元。股权激励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，有助于公司长期发展。

图表 5 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

图表 6 金牌厨柜 2020 年股权激励业绩目标

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

## 2.3 产能有序扩张，募投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，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 7 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 8 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 9 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

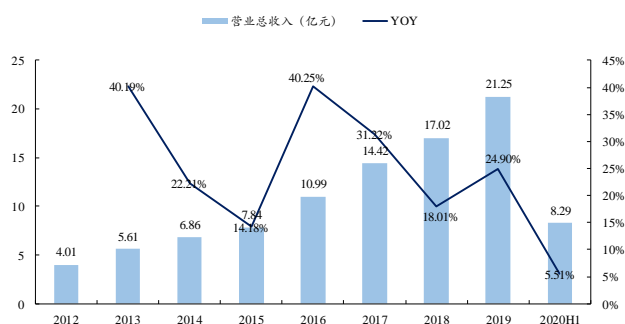
2020年7月，金牌厨柜与双流区政府签订了《投资合作协议》，拟在双流航空经济区投资建设“西部物联网智造基地项目”。投资建设完成后，将有助于公司进一步深耕中

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。

## 2.4 厨衣木多品类发展，保持较快成长速度

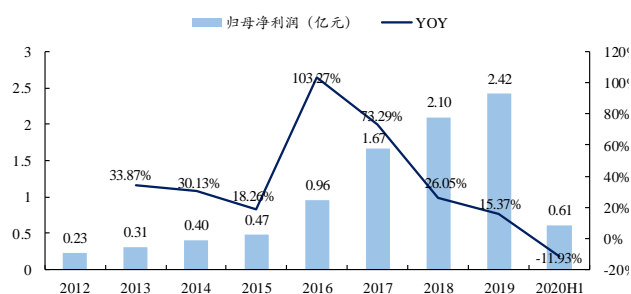
2012-2019 年金牌厨柜营业总收入的年均复合增长率为 26.92%，归母净利润的年均复合增长率为 39.96%。由于公司所处的家居行业与地产周期密切相关，营收与利润增长波动较大。伴随房地产销售增速下滑，公司 2018 年收入和利润增长有所放缓。2019 年，受毛利率较低的衣柜业务和大宗业务占比提升所致，尽管公司营收增长提速，但归母净利润增速却有所放缓。受疫情影响，2020 年上半年公司营收和归母净利润同比分别增长 5.51% 和下降 11.93%。

图表 10 金牌厨柜营收及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

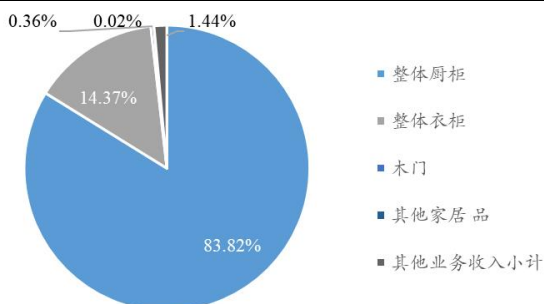
图表 11 金牌厨柜归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务结构方面，金牌厨柜的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，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，占营业总收入的 14.37%，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 12 金牌厨柜各业务收入结构 (2019)

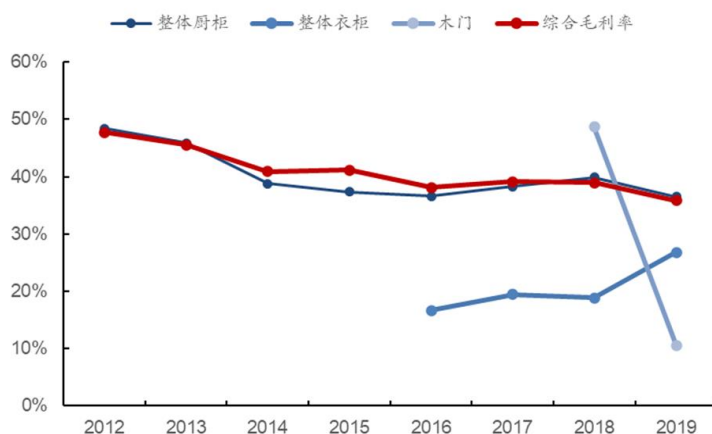


资料来源：公司公告，华安证券研究所

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

35.84%较 2018 年减少了 3.15 个 pct，主要系毛利率较低的衣柜和大宗业务收入规模增长所致。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%。伴随新品类规模的增长与大宗业务的持续发展，我们预计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。

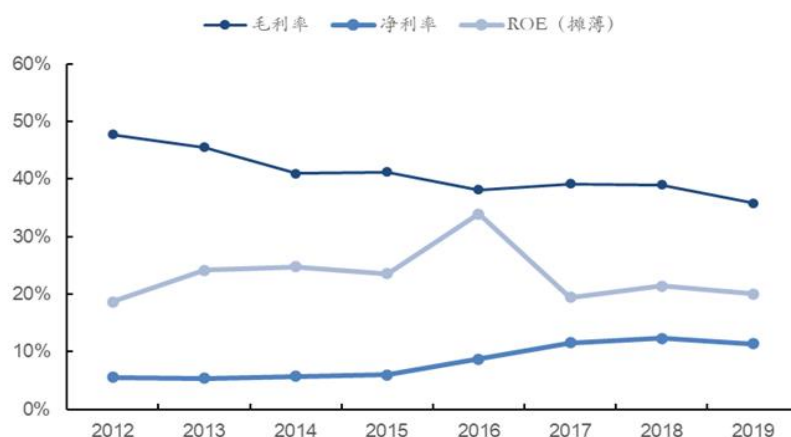
图表 13 金牌厨柜分业务毛利率



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

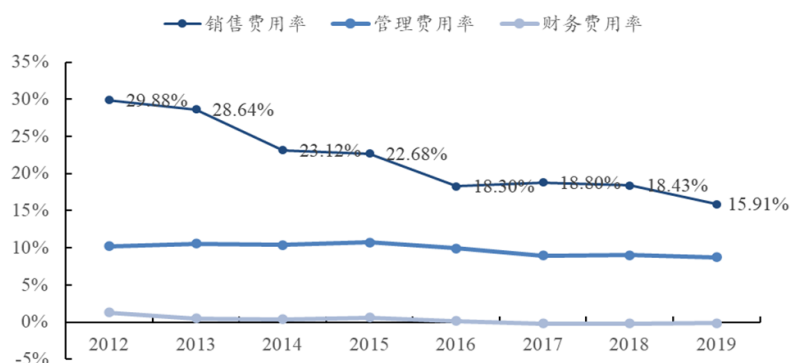


资料来源：Wind，华安证券研究所

具体来看，金牌的销售费用率明显下降。2012-2019 年，公司的销售费用率由 29.88%下降至 15.91%，下降幅度高达 13.97 个 pct，主要是伴随公司收入规模的扩大，属于销

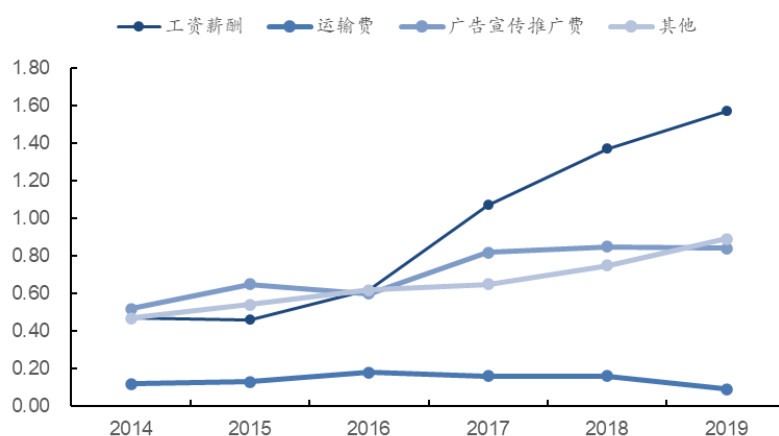
售费用的广告宣传推广费和运输费用等得到了有效的控制。

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

图表 16 金牌厨柜近年来销售费用明细



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3. 厨柜知名度高，衣柜和大宗等腰部业务发力，未来可期

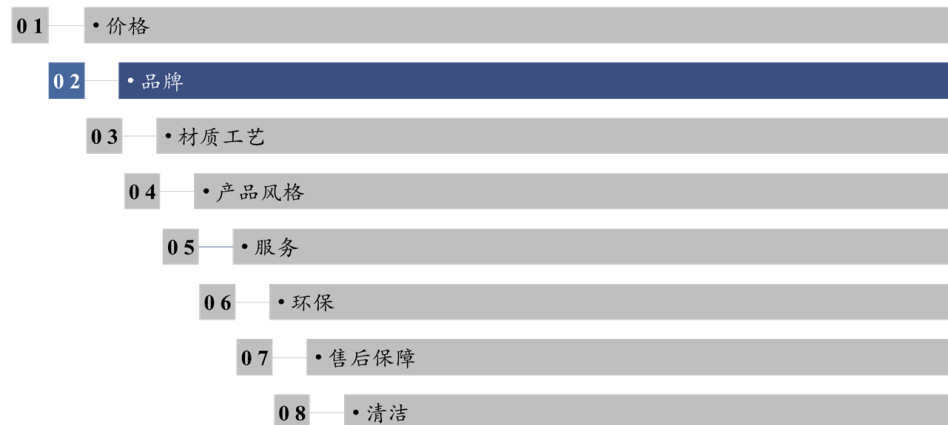
金牌厨柜深耕定制家居 20 余年，产品方面，高研发投入，引领行业潮流。品牌方面，厨柜龙头形象深入人心。渠道方面，工程渠道发力，同步拓展海外和整装渠道。战略方面，推动智能家居业务的发展和部署。

#### 3.1 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”。

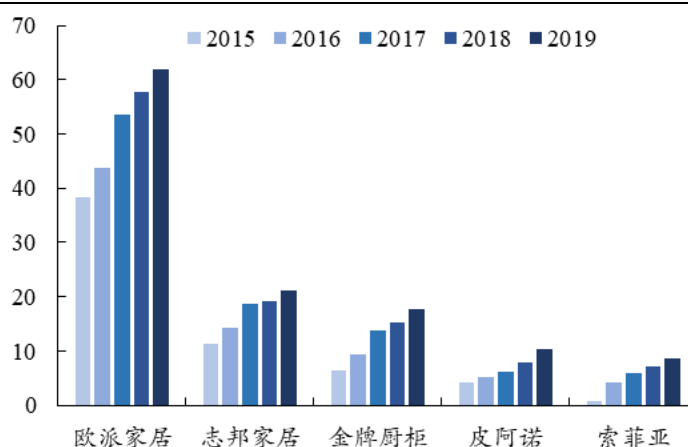
图表 17 消费者购买整体厨柜考虑因素



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，假设单套厨柜的出厂口径价格为 0.97 万元，则推算出 2019 年国内厨柜市场的规模在 931 亿元。根据各上市定制家居厨柜业务的收入规模，计算出排名前三的欧派家居、志邦家居和金牌厨柜的厨柜市占率分别为 6.65%、2.27%和 1.91%。

图表 18 2015-2019 年可比公司整体厨柜收入（亿元）

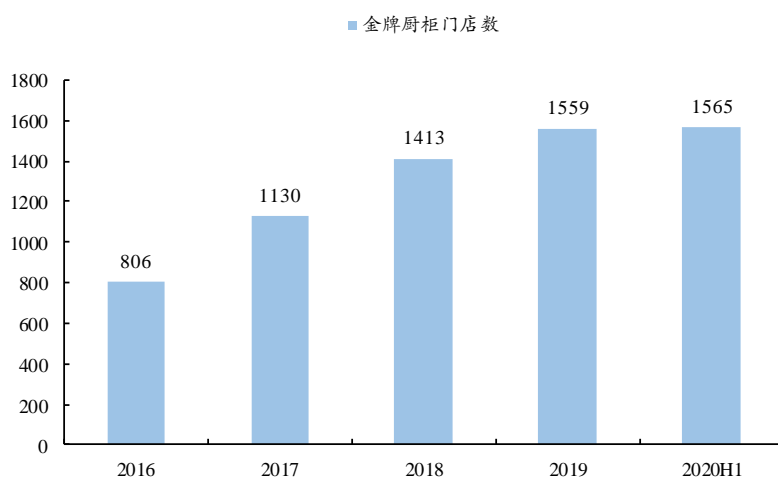


资料来源：公司公告，华安证券研究所

截至 2020 年上半年，公司共拥有金牌厨柜专卖店 1565 家（含在建），较 2019 年净增

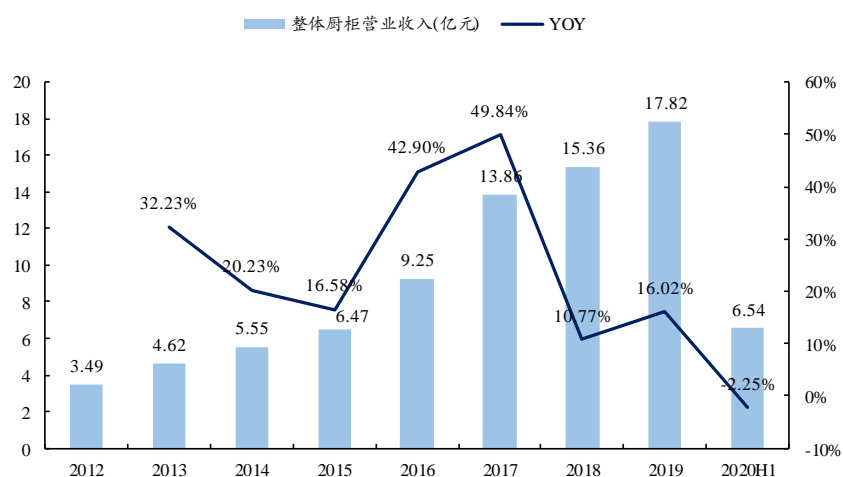
加 6 家门店，主要是受疫情影响，招商节奏延后大约一个季度所致。从 2012 年开始，公司整体厨柜业务收入稳步上升。2020 年上半年，金牌厨柜实现营业收入 6.54 亿元，同比下降 2.25%，主要是受上半年疫情影响，厨柜零售业务下滑，我们预计今年下半年厨柜业务增速将由负转正。

**图表 19 金牌厨柜历年的厨柜门店数量变化**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

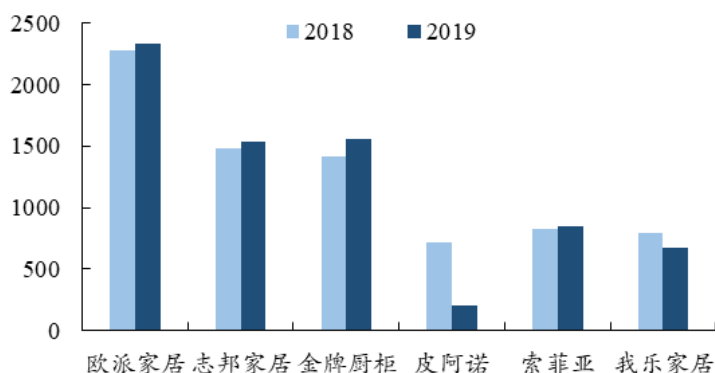
**图表 20 金牌厨柜的厨柜业务历年营收及 YOY**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**横向对比门店数量，金牌的厨柜开店仍有较大的扩张空间。**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 家时或将遇到瓶颈。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，在经济景气度下行以及行业竞争加剧的背景下，单个门店实现盈亏平衡所需的时间或将拉长。

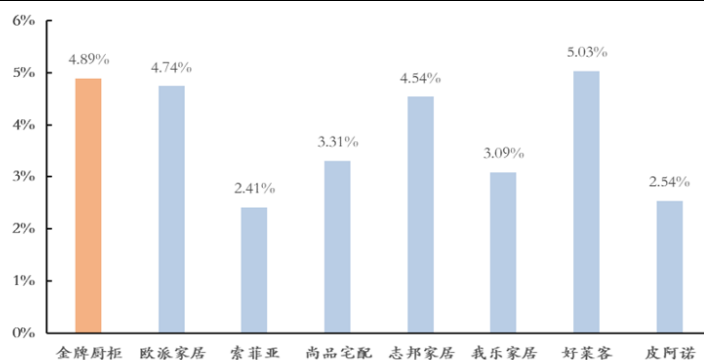
图表 21 定制厨柜上市公司开店数对比 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

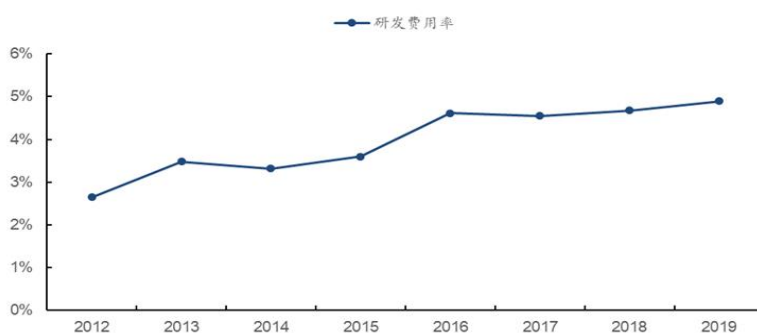
公司十分重视产品研发和创新，2019 年研发支出占总收入的比例行业领先。为顺应消费者需求，金牌厨柜于今年迅速推出抗菌全系列厨居产品。桔家衣柜于今年正式推出无醛板材——桔家纯净板，环保等级高于 E0 级板材。桔家木门在 2019 年推出桔家无醛石晶地板系列产品。公司将持续深入研究抗菌、除醛除味等新材料的研究，目前与林科院联手建设《金牌厨柜绿色标准体系》，打造定制家居行业绿色发展标杆，持续推动绿色改善点。

图表 22 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 23 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

### 3.2 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，衣柜产品囊括衣柜、玄关柜、电视柜、餐边柜和榻榻米等，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。

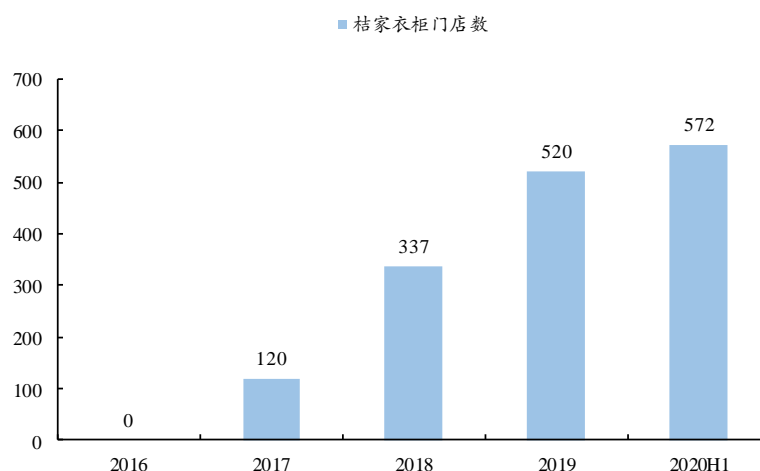
图表 24 桔家衣柜“四同策略”



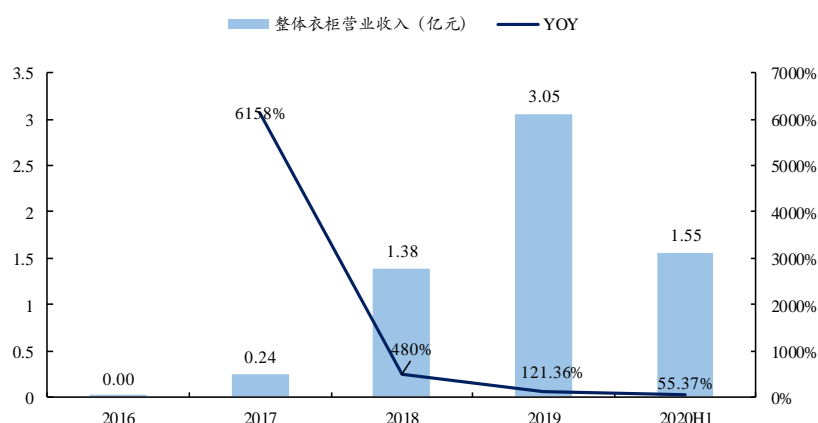
资料来源：公司公告，华安证券研究所

截至2020年上半年，公司共拥有桔家衣柜品牌专卖店572家（含在建），较2019年净开店52家，上半年开店节奏受疫情影响放缓，预计下半年开店速度将加快。2020年上半年，桔家衣柜实现营业收入1.55亿元，同比增长55.37%，该业务收入占比从2017年的1.65%提升至2020年上半年的18.71%。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 25 桔家衣柜历年门店数量的变化

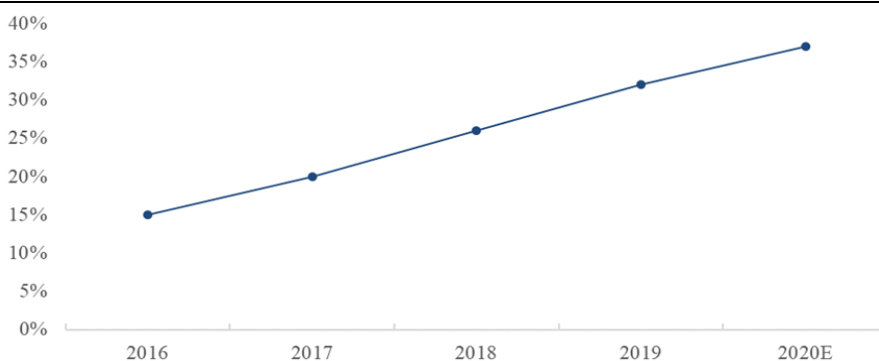


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 26 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

大宗业务方面，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 27 国内商品住宅精装楼盘渗透率**


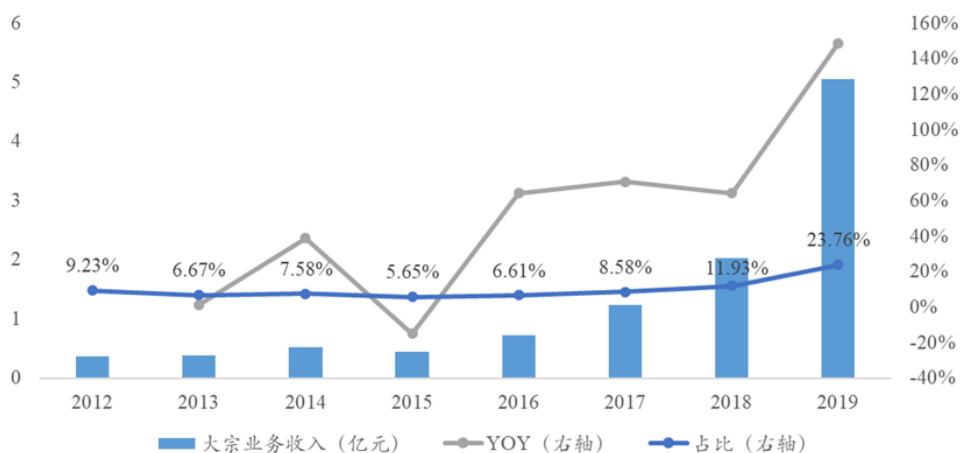
资料来源：奥维云网，华安证券研究所

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稳步提升。

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 28 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速



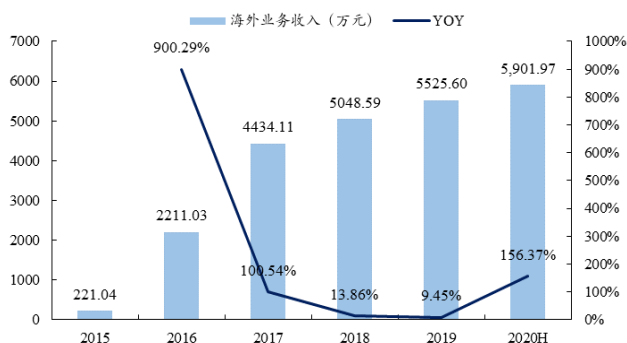
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.3 海外、木门、整装和智能家居板块为未来发展积蓄力量

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、东南亚、澳洲。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。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，希望借助其优势资源加快在东南亚新兴市场的本土化运营。在澳洲，金牌也设立了分公司参与工程业务，主要和当地工程代理商开展合作。

2020 年上半年，尽管海外市场受到了疫情以及美国双反等冲击，但公司通过海外市场拓展、供应链布局等举措，仍然实现了海外市场营收 5,901.97 万元、同比增长 156.37%的好成绩。

图表 29 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

2018年，公司推出了桔家木门，主营风格一体的木门、墙板、地板等品类。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。木门作为公司厨衣木收纳体系的重要环节之一，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。我们认为，借助公司在厨柜大宗业务的良好口碑，未来木门业务在工程渠道的放量可期。

截至2020年上半年，公司共拥有桔家木门实体门店101家（含在建），较2019年净增加38家，桔家木门业务实现营业收入586.57万元，同比增长285.76%，木门收入占总营收的0.71%，

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。

智能家居方面，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，2020年推出行业首创的“智慧门板”，智慧厨房超级智能终端——AI嵌入式智慧屏，是实现最自然的人机智能交互工具。同时出资设立全资子公司“厦门智小金智能科技有限公司”以加速拓展智能家居业务。

## 风险提示：

品类渠道开拓受阻，地产竣工回暖不及预期，疫情反复、宏观经济不景气致居民购买力下降。

## 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。