

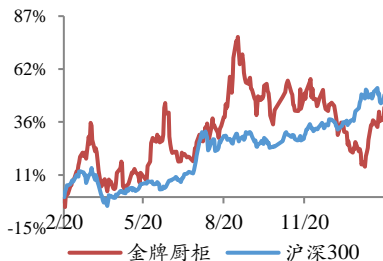
衣柜和大宗驱动，Q4 业绩高增

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-02-02

收盘价（元）	56.51
近 12 个月最高/最低（元）	56.44/45.26
总股本（百万股）	103
流通股本（百万股）	102
流通股比例（%）	98.31
总市值（亿元）	58
流通市值（亿元）	57

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. Q3 业绩超预期，零售回暖，大宗海外高增长
2. 品类渠道双轮驱动，业绩如期较快增长
3. 高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱动

主要观点：

- **事件：金牌发布 2020 年业绩快报，全年收入利润增速均超 20%。**

金牌厨柜发布 2020 年业绩快报，全年实现营业总收入 26.46 亿元，同比增长 24.49%，实现归母净利润 2.93 亿元，同比增长 20.80%，剔除激励费用摊销，公司净利润同比增长 27.68%；

对应 2020 年 Q4 收入同比增长 39.70%，归母净利润同比增长 31.76%，归母扣非净利润同比增长 26.38%。**Q4 收入增速环比 Q3 提升，整体业绩表现靓丽，持续超预期。**

- **厨柜零售保持基本平稳，大宗和衣柜增长迅速。**

面对疫情，公司积极推进数字化转型升级，加速构建数字化营销能力，强化线上营销模式，整合线下销售力量，全年厨柜零售业务保持平稳，大宗和桔家衣柜业务增长迅速。

2020 年前三季度公司的衣柜收入占比提升至 19%，未来将是拉动公司收入增长的重要引擎。衣柜业务基数小，且 2020 年上半年受疫情影响开店节奏受到影响，预计 2021 年该业务有望加速发展。

公司大宗业务近年来发展迅速，2020 年前三季度大宗业务的收入占比达到 31% 左右。且公司大宗业务几乎完全采用工程代理商模式，工程业务对现金流占用的影响相对直营模式较小，2020 年实现经营性活动产生的现金流净额为 6.34 亿元，同比增长 57.69%。

- **预收账款期末存量同比增长 39%，2021 年家居景气有望进一步回升。**

公司在快报中披露，2020 年预收账款期末存量达 4 亿元，同比增长 39%，预示着 2021 年 Q1 的景气度有望延续。今年春节较去年同期更晚，定制家居 1 月份仍有望持续接单，且 2020 年全年地产销售创历史新高，我们预计 2021 年家居零售景气度有望进一步回升。

- **投资建议。**

调整盈利预测，维持“增持”评级。预计公司 2020-2022 年分别实现营收 26.47/34.49/43.79 亿元，同比增长 24.5%/30.3%/27.0%，实现归母净利润 2.93/3.62/4.63 亿元，同比增长 20.8%/23.6%/27.8%。2021 年 2 月 2 日收盘价 56.51 元对应 PE 为 19.91X/16.12X/12.61X，2021 年对于 PE 不到 20 倍，具有明显的估值修复空间。

定制家居于 2020 年下半年业绩集体回暖，一方面是上半年受疫情影响积压的订单持续转化成收入，另一方面，2020 年 Q4 地产竣工复苏也有利于家居零售回暖。不过，行业龙头全年的增速明显超过行业平均，龙头逆势取得份额提升。金牌厨柜全年增速行业靠前，成长性佳。展望明年，预计公司厨柜业务有望保持平稳增长，衣柜和大宗业务将持续放量增长，衣柜木门等新品类的收入占比有望进一步提升。公司海外、木门、整装和智能家居板块 2020 年取得较大成效，有望成为 3-5 年后公司成长新的发力点。维持“增持”评级。

- **风险提示。**

地产销售和竣工回暖不达预期、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	2647	3449	4379
收入同比 (%)	24.9%	24.5%	30.3%	27.0%
归属母公司净利润	242	293	362	463
净利润同比 (%)	15.4%	20.8%	23.6%	27.8%
毛利率 (%)	35.8%	33.9%	33.5%	33.5%
ROE (%)	20.0%	19.6%	17.3%	18.4%
每股收益 (元)	2.35	2.84	3.51	4.48
P/E	24.06	19.91	16.12	12.61
P/B	4.82	3.91	2.78	2.32
EV/EBITDA	12.21	18.70	14.11	10.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1528	1536	2346	3036	营业收入	2125	2647	3449	4379
现金	662	425	932	1342	营业成本	1364	1748	2293	2912
应收账款	38	44	59	74	营业税金及附加	15	21	26	34
其他应收款	13	18	22	29	销售费用	338	402	528	674
预付账款	23	34	41	54	管理费用	82	102	132	169
存货	243	297	399	501	财务费用	-3	-16	-20	-34
其他流动资产	549	720	892	1037	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	1148	1342	1540	1748	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	12	20	24	32
固定资产	660	747	842	945	营业利润	274	333	411	526
无形资产	124	150	169	191	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	360	441	526	608	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2676	2878	3886	4784	利润总额	275	334	413	528
流动负债	1103	1345	1751	2230	所得税	33	42	52	66
短期借款	55	0	0	0	净利润	242	293	361	462
应付账款	446	587	761	972	少数股东损益	0	0	-1	-1
其他流动负债	601	757	991	1258	归属母公司净利润	242	293	362	463
非流动负债	360	37	37	37	EBITDA	288	289	347	422
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.35	2.84	3.51	4.48
其他非流动负债	360	37	37	37					
负债合计	1462	1381	1788	2266					
少数股东权益	3	3	2	1	主要财务比率				
股本	67	103	103	103	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	458	451	730	730	成长能力				
留存收益	686	940	1262	1683	营业收入	24.9%	24.5%	30.3%	27.0%
归属母公司股东权益	1211	1494	2095	2517	营业利润	15.0%	21.7%	23.6%	28.0%
负债和股东权益	2676	2878	3886	4784	归属于母公司净利	15.4%	20.8%	23.6%	27.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.8%	33.9%	33.5%	33.5%
					净利率 (%)	11.4%	11.1%	10.5%	10.6%
					ROE (%)	20.0%	19.6%	17.3%	18.4%
					ROIC (%)	12.3%	14.3%	12.6%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	54.6%	48.0%	46.0%	47.4%
					净负债比率 (%)	120.5%	92.3%	85.2%	90.0%
					流动比率	1.39	1.14	1.34	1.36
					速动比率	1.15	0.90	1.09	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.92	0.89	0.92
					应收账款周转率	55.79	60.56	58.08	59.29
					应付账款周转率	3.05	2.98	3.02	3.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.35	2.84	3.51	4.48
					每股经营现金流薄)	3.89	5.01	5.67	7.48
					每股净资产	11.73	14.47	20.29	24.37
					估值比率				
					P/E	24.06	19.91	16.12	12.61
					P/B	4.82	3.91	2.78	2.32
					EV/EBITDA	12.21	18.70	14.11	10.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具和个护板块。

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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；
- 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。