

## 金牌厨柜 (603180.SH) Q1 业绩符合预期, 费用摊薄带动净利率提升

2021年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

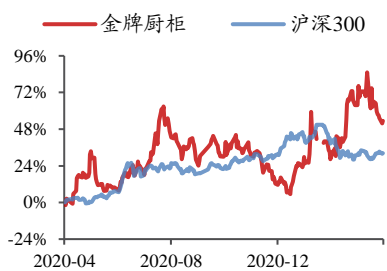
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/27
当前股价(元)	65.90
一年最高最低(元)	83.48/44.00
总市值(亿元)	68.05
流通市值(亿元)	66.89
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	1.02
近3个月换手率(%)	110.99

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q4 业绩快速增长, 品类、渠道加速拓展》-2021.4.8

《公司信息更新报告-业绩符合预期, 衣柜+大宗双轮驱动业绩增长》-2021.2.2

《公司首次覆盖报告-品类协同潜力释放, 大宗业务快速发展》-2020.11.19

● **2021Q1 业绩符合预期, 收入相较 2019Q1 增长 74.5%, 维持“买入”评级**  
公司 2021Q1 收入 4.85 亿元 (+81.6%), 相较 2019Q1 增长 74.5%, 归母净利润 0.44 亿元 (+587.8%), 相较 2019Q1 增长 131.6%, 扣非后净利润 0.10 亿元 (2020Q1 亏损 0.16 亿元), 相较 2019Q1 增长 844.0%。业绩符合预期, 维持盈利预测, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.86/4.69/5.74 亿元, 对应 EPS 为 3.73/4.55/5.56 元, 当前股价对应 PE 为 17.6/14.5/11.9 倍, 维持“买入”评级。

● **橱柜趋势向好, 衣柜、木门加速扩张, 整装渠道逐步拓展**

2021Q1, 橱柜收入 3.54 亿元, 同比增长 69.4%, 期末门店达到 1591 家, 期内净开店 6 家。衣柜收入 1.15 亿元, 同比增长 149.6%, 收入占比提升至 24%, 期末门店达到 753 家, 期内净开店 31 家。木门收入 798.9 万元, 同比增长 473.8%, 期末门店达到 211 家, 期内净开店 30 家。整装期末 7 家门店, 期内净开店 2 家。

● **经销渠道快速增长, 大宗业务和境外业务继续保持较高增速**

2021Q1, 经销渠道收入 2.73 亿元, 同比增长 134.5%, 直营收入 0.27 亿元, 同比下降 19.6%。公司橱柜零售回暖, 木门、衣柜快速扩张以及部分直营转经销带动经销渠道快速增长。大宗业务收入 1.39 亿元, 同比增长 68.5%, 收入占比达到 29%, 继续保持较高的收入增速。境外业务收入 3781.7 万元, 同比增长 59.4%。

● **盈利能力: 衣柜规模效应显现带动经销毛利率提升, 费用摊薄带动净利率提升**

2021Q1, 公司整体毛利率为 28.0% (-4.0pct), 橱柜毛利率为 27.6% (-4.4pct), 大宗业务毛利率为 11.8% (-4.3pct)。橱柜和大宗毛利率下滑主要系部分新工程产线投产、规模效应不明显以及零售橱柜受部分直营转经销影响。衣柜规模效应显现, 毛利率提升 7.9pct 至 27.2%, 也带动经销渠道毛利率提升 2.7pct 至 31.7%。2021Q1, 公司整体净利率为 9.07%, 相较 2019Q1 提升 2.2pct, 主要系收入快速增长带动销售费用摊薄。公司 2018Q1-2021Q1 公司销售费用绝对值基本稳定, 但 2021Q1 受益于收入快速增长, 销售费用率同比下降 9.0pct 至 12.9%。

● **风险提示:** 竣工数据和终端需求回暖不及预期; 品类、渠道拓展放缓等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,125	2,640	3,463	4,267	5,217
YOY(%)	24.9	24.2	31.2	23.2	22.3
归母净利润(百万元)	242	293	386	469	574
YOY(%)	15.4	20.7	31.8	21.7	22.2
毛利率(%)	35.8	32.7	33.5	33.4	33.3
净利率(%)	11.4	11.1	11.1	11.0	11.0
ROE(%)	19.9	15.9	18.1	19.0	19.7
EPS(摊薄/元)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56
P/E(倍)	28.1	23.3	17.6	14.5	11.9
P/B(倍)	5.9	3.7	3.2	2.8	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1528	1884	2537	2646	3513
现金	662	468	986	965	1648
应收票据及应收账款	93	134	165	203	246
其他应收款	13	16	22	24	33
预付账款	23	54	46	77	74
存货	243	299	404	464	599
其他流动资产	494	913	913	913	913
<b>非流动资产</b>	1148	1602	1852	2084	2378
长期投资	4	3	2	1	-0
固定资产	660	865	1135	1378	1655
无形资产	124	125	134	145	154
其他非流动资产	360	609	580	560	568
<b>资产总计</b>	2676	3486	4389	4730	5891
<b>流动负债</b>	1103	1589	2189	2182	2891
短期借款	55	133	133	133	133
应付票据及应付账款	571	781	973	1191	1458
其他流动负债	477	676	1083	858	1300
<b>非流动负债</b>	360	63	74	84	97
长期借款	323	0	11	21	35
其他非流动负债	37	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	1462	1652	2263	2266	2988
少数股东权益	3	8	7	6	5
股本	67	103	145	145	145
资本公积	458	829	788	788	788
留存收益	680	912	1180	1509	1915
<b>归属母公司股东权益</b>	1211	1826	2118	2458	2898
负债和股东权益	2676	3486	4389	4730	5891

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	402	673	897	390	1151
净利润	242	291	385	468	572
折旧摊销	65	75	81	102	107
财务费用	-3	-8	-15	-22	-32
投资损失	-12	-23	-15	-18	-17
营运资金变动	92	291	461	-141	521
其他经营现金流	17	47	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-479	-872	-316	-316	-385
资本支出	261	488	251	233	295
长期投资	-219	-390	1	1	1
其他投资现金流	-437	-774	-64	-83	-88
<b>筹资活动现金流</b>	348	42	-64	-95	-83
短期借款	55	78	0	0	0
长期借款	323	-323	11	10	13
普通股增加	-0	36	41	0	0
资本公积增加	-20	371	-41	0	0
其他筹资现金流	-10	-121	-75	-105	-97
<b>现金净增加额</b>	271	-156	518	-21	683

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2125	2640	3463	4267	5217
营业成本	1364	1776	2304	2843	3481
营业税金及附加	15	17	22	27	33
营业费用	338	311	416	508	621
管理费用	82	135	156	181	219
研发费用	104	134	163	218	266
财务费用	-3	-8	-15	-22	-32
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	38	39	0	0	0
公允价值变动收益	2	-2	-0	-0	-0
投资净收益	12	23	15	18	17
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	274	327	433	529	647
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	275	331	435	531	649
所得税	33	39	50	63	77
<b>净利润</b>	242	291	385	468	572
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
<b>归母净利润</b>	242	293	386	469	574
EBITDA	345	400	502	613	726
EPS(元)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.9	24.2	31.2	23.2	22.3
营业利润(%)	15.0	19.6	32.3	22.3	22.1
归属于母公司净利润(%)	15.4	20.7	31.8	21.7	22.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	32.7	33.5	33.4	33.3
净利率(%)	11.4	11.1	11.1	11.0	11.0
ROE(%)	19.9	15.9	18.1	19.0	19.7
ROIC(%)	15.4	14.4	16.3	17.0	17.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.6	47.4	51.6	47.9	50.7
净负债比率(%)	-22.3	-16.7	-38.1	-31.5	-49.6
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	35.2	23.2	23.2	23.2	23.2
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	3.89	6.52	8.69	3.78	11.15
每股净资产(最新摊薄)	11.13	17.68	20.52	23.80	28.06
<b>估值比率</b>					
P/E	28.1	23.3	17.6	14.5	11.9
P/B	5.9	3.7	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	25.4	20.8	15.6	12.8	9.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn