

品类&渠道双轮驱动，业绩持续高增长

金牌厨柜(603180)

| | | | |
|--------|-------|-------------|------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 603180 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 83.48/44.0 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 65.61 |
| 最新收盘价: | 63.54 | 自由流通市值(亿) | 64.50 |
| | | 自由流通股数(百万) | 101.51 |

事件概述

公司发布 2021 年一季度报，2021Q1 公司实现营收 4.85 亿元，同比+81.55%；归母净利润 0.44 亿元，同比+587.82%；扣非后归母净利润 0.10 亿元，同比+162.37%。对比 2019Q1，则公司营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别+74.41%、+130.47%、+845.96%。业绩持续高增长，利润增速显著高于收入。

分析判断:

► 收入端：品类&渠道协同发展，业绩持续高增长。

分产品看，2021Q1 公司整体橱柜、整体衣柜、木门及其他业务销售额分别为 3.54、1.15、0.08、0.01 亿元，同比分别+69.36%、+149.63%、+473.79%、+207.35%，各主要业务均保持高速增长。分渠道看，2021Q1 公司经销店、直营店、大宗业务、境外渠道等销售额分别为 2.73、0.27、1.39、0.38 亿元，同比分别+134.51%、-19.56%、+68.49%、+59.41%，除直营店外，各渠道均呈现迅速发展。门店方面，公司不断创新渠道模式，强化渠道覆盖，2021Q1 公司新增 69 家至 2562 家，其中金牌厨柜、桔家衣柜、桔家木门、整装分别新增 6、31、30、2 家至 1591、753、211、7 家，衣柜、木门零售业务持续加快门店拓展，整装渠道持续探索。大宗业务方面，公司持续与房地产企业签订战略集采协议，加快衣柜、木门、厨电等新品类在精装市场的拓展，大宗业务持续放量。

► 盈利端：盈利能力显著提升，费用率管控明显。

盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率、净利率分别为 28.04%、8.94%，同比分别-3.96pct、+6.62pct，毛利率有所下滑，而净利率同比提升显著。毛利率有所下滑，主要为大宗业务快速发展带来整体业务毛利率的下滑。分产品看，2021Q1 公司整体橱柜、整体衣柜、木门及其他毛利率分别为 27.62%、27.18%、0.53%、2.37%，同比分别-4.40pct、+7.92pct、-0.03pct、+0.44pct，橱柜业务毛利率下滑，主要为部分直营店转为经销商以及一季度部分新工程产线投产、规模效应不明显，而衣柜业务毛利率提升主要为规模效应逐步体现。分渠道看，2021Q1 公司经销店、直营店、大宗业务、境外渠道毛利率分别为 31.68%、60.12%、11.81%、25.61%，同比分别+2.67pct、-0.49pct、-4.33pct、-8.61pct，经销店毛利率提升主要为衣柜规模效应的逐步发挥；大宗业务毛利率下降主要为一季度收入占比较低，且部分新工程产线投产、规模效应还未显著发挥。净利率大幅提升，主要得益于期间费用率的管控，2021Q1 公司期间费用率为 25.53%，同比-12.33pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 12.94%、6.27%、6.33%、0.00%，同比分别-8.96pct、-1.03pct、-2.11pct、-0.22pct，销售费用率下降显著，预计主要为使用新会计准则及销售收入规模的上升。

投资建议:

公司作为定制家居领先品牌，零售厨柜业务稳步增长，衣柜业务快速发展，大宗渠道表现靓丽，且木门、智能家居等其他新业务逐渐放量，且随着竣工数据持续回暖，行业需求向上，公司整体业务预计将保持持续增长。维持此前的盈利预测，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 33.76、42.13、50.52 亿元，归母净利润分别为 3.67、4.49、5.25 亿元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示:

行业需求不及预期；市场竞争加剧；新业务拓展不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,125 | 2,640 | 3,376 | 4,213 | 5,052 |
| YoY (%) | 24.9% | 24.2% | 27.9% | 24.8% | 19.9% |
| 归母净利润(百万元) | 242 | 293 | 367 | 449 | 525 |
| YoY (%) | 15.4% | 20.7% | 25.4% | 22.4% | 16.8% |
| 毛利率 (%) | 35.8% | 32.7% | 32.6% | 31.9% | 31.2% |
| 每股收益 (元) | 2.35 | 2.83 | 3.55 | 4.35 | 5.08 |
| ROE | 20.0% | 16.0% | 16.1% | 15.8% | 15.1% |
| 市盈率 | 27.06 | 22.42 | 17.88 | 14.61 | 12.51 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 2,640 | 3,376 | 4,213 | 5,052 | 净利润 | 291 | 366 | 448 | 523 |
| YoY (%) | 24.2% | 27.9% | 24.8% | 19.9% | 折旧和摊销 | 75 | 64 | 63 | 65 |
| 营业成本 | 1,776 | 2,277 | 2,869 | 3,474 | 营运资金变动 | 318 | 585 | 204 | 173 |
| 营业税金及附加 | 17 | 25 | 29 | 35 | 经营活动现金流 | 673 | 990 | 688 | 723 |
| 销售费用 | 311 | 398 | 489 | 576 | 资本开支 | -488 | -108 | -68 | -48 |
| 管理费用 | 135 | 169 | 194 | 222 | 投资 | -390 | 100 | 80 | 60 |
| 财务费用 | -8 | 2 | -8 | -15 | 投资活动现金流 | -872 | 22 | 44 | 54 |
| 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 30 | 32 | 42 | 债务募资 | 53 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 327 | 414 | 506 | 592 | 筹资活动现金流 | 42 | -7 | -7 | -7 |
| 营业外收支 | 3 | 2 | 2 | 2 | 现金净流量 | -156 | 1,005 | 725 | 770 |
| 利润总额 | 331 | 416 | 508 | 594 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 39 | 49 | 60 | 71 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 291 | 366 | 448 | 523 | 营业收入增长率 | 24.2% | 27.9% | 24.8% | 19.9% |
| 归属于母公司净利润 | 293 | 367 | 449 | 525 | 净利润增长率 | 20.7% | 25.4% | 22.4% | 16.8% |
| YoY (%) | 20.7% | 25.4% | 22.4% | 16.8% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 2.83 | 3.55 | 4.35 | 5.08 | 毛利率 | 32.7% | 32.6% | 31.9% | 31.2% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率率 | 11.0% | 10.8% | 10.6% | 10.4% |
| 货币资金 | 468 | 1,473 | 2,199 | 2,969 | 总资产收益率 ROA | 8.4% | 8.0% | 8.1% | 8.0% |
| 预付款项 | 54 | 52 | 67 | 88 | 净资产收益率 ROE | 16.0% | 16.1% | 15.8% | 15.1% |
| 存货 | 299 | 386 | 494 | 591 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 1,063 | 960 | 944 | 926 | 流动比率 | 1.19 | 1.27 | 1.40 | 1.53 |
| 流动资产合计 | 1,884 | 2,871 | 3,703 | 4,574 | 速动比率 | 0.96 | 1.08 | 1.19 | 1.31 |
| 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 现金比率 | 0.29 | 0.65 | 0.83 | 1.00 |
| 固定资产 | 865 | 951 | 1,028 | 1,099 | 资产负债率 | 47.4% | 50.3% | 48.8% | 46.7% |
| 无形资产 | 125 | 128 | 131 | 133 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,602 | 1,741 | 1,850 | 1,944 | 总资产周转率 | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.78 |
| 资产合计 | 3,486 | 4,612 | 5,554 | 6,518 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 133 | 133 | 133 | 133 | 每股收益 | 2.83 | 3.55 | 4.35 | 5.08 |
| 应付账款及票据 | 781 | 1,030 | 1,284 | 1,551 | 每股净资产 | 17.68 | 22.14 | 27.48 | 33.61 |
| 其他流动负债 | 676 | 1,093 | 1,231 | 1,296 | 每股经营现金流 | 6.52 | 9.59 | 6.66 | 7.00 |
| 流动负债合计 | 1,589 | 2,256 | 2,648 | 2,981 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 63 | 63 | 63 | 63 | PE | 22.42 | 17.88 | 14.61 | 12.51 |
| 非流动负债合计 | 63 | 63 | 63 | 63 | PB | 2.82 | 2.87 | 2.31 | 1.89 |
| 负债合计 | 1,652 | 2,319 | 2,710 | 3,043 | | | | | |
| 股本 | 103 | 103 | 103 | 103 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 7 | 6 | 4 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,834 | 2,293 | 2,843 | 3,475 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,486 | 4,612 | 5,554 | 6,518 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。