

金牌厨柜 (603180.SH)

中高端定制品牌，多轮驱动成长

二线龙头破局可期，未来成长路径清晰。金牌厨柜创立于1999年，总部位于厦门，深耕橱柜20余年，是国内领先的中高端定制家居品牌。公司2016年切入衣柜，2017年主板上市，2018年进军木门并推出智能家居品牌“智小金”，目前成为产品矩阵多元、成长路径清晰的二线定制家居龙头。2016-2020年金牌营收从11亿元增长至26亿元，CAGR为24.5%；归母净利润从0.96亿元增长至2.93亿元，CAGR为32.2%。

市场规模广阔，龙头市占率有望提升。短期家居公司受益地产竣工回暖支撑，中长期住宅翻修需求将占据主导，同时精装房渗透率稳步提升有望推动工程渠道发展。我们预计2023/2030/2050年整体定制赛道规模分别为2530/3142/4301亿元，目前国内橱柜CR7为12.5%，衣柜CR6为19.8%，对比美国2019年橱柜CR3 30%，我国定制家居市场集中度明显偏低。我们认为短期疫情考验促进行业出清，未来地产红利消退、行业竞争加剧，对企业管理能力要求提高，二线定制家居龙头金牌厨柜破局有望。

品类视角：橱柜稳步前行，新品类放量在即。目前金牌品类扩张逻辑顺畅，橱柜零售相对稳定，大宗高增延续，衣柜&木门零售快速开店扩张，智能家居&国际化布局领先，协同效应有望显现。从盈利能力来看，金牌橱柜盈利相对稳定，大宗占比提高略影响盈利能力，衣柜和木门毛利率有望凭借规模优势快速提升。

渠道视角：多轮驱动延伸增长周期。零售：2018-2020年经销门店收入从11.5亿元提升至14.1亿元，CAGR为11%。主要系门店数量持续提升，从2018年的1759家提升至2021Q1的2562家；多品类融合发展，橱柜/衣柜/木门分别为1591/753/211家。整装：售前、售中、售后全流程服务，目前拥有7家整装店，6大产品系列覆盖不同的消费群体。大宗：2020年大宗创收8.93亿元，同比高增77%，工程代理模式下现金流稳健、扩张迅猛，增长具备持续性。海外：2020年海外营收1.08亿元，同比增长96%，积极拓展海外RTA，2020年入股马来西亚最大家居品牌与定制家具商SIB。

盈利预测与投资建议：我们预计金牌厨柜2021-2023年营业收入为37.1/49.1/63.7亿元，分别同比增长40.4%/32.6%/29.6%，归母净利润为3.70/4.80/6.16亿元，分别同比增长26.5%/29.7%/28.2%，对应PE分别为14.3X/11.0X/8.6X。金牌厨柜多品类&多渠道搭建顺畅，零售下沉空间较大，大宗高增延续，增长动能充足，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复；地产竣工不及预期，门店拓展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,125	2,640	3,706	4,913	6,370
增长率 yoy (%)	24.9	24.2	40.4	32.6	29.6
归母净利润(百万元)	242	293	370	480	616
增长率 yoy (%)	15.4	20.7	26.5	29.7	28.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.57	1.89	2.40	3.11	3.98
净资产收益率(%)	19.9	15.9	17.5	19.6	21.0
P/E(倍)	21.8	18.1	14.3	11.0	8.6
P/B(倍)	4.6	2.9	2.5	2.2	1.8

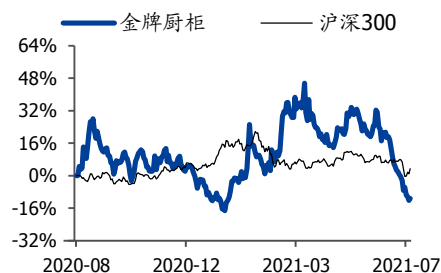
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月2日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	
8月2日收盘价(元)	34.20
总市值(百万元)	5,286.69
总股本(百万股)	154.58
其中自由流通股(%)	92.65
30日日均成交量(百万股)	1.59

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1528	1884	2698	2749	3808
现金	662	468	1046	925	1662
应收票据及应收账款	93	134	185	238	311
其他应收款	13	16	25	29	41
预付账款	23	54	53	88	96
存货	243	299	475	556	784
其他流动资产	494	913	913	913	913
非流动资产	1148	1602	1941	2320	2800
长期投资	4	3	2	1	0
固定资产	660	865	1213	1584	2023
无形资产	124	125	134	145	154
其他非流动资产	360	609	591	590	623
资产总计	2676	3486	4639	5069	6607
流动负债	1103	1589	2440	2514	3558
短期借款	55	133	133	133	133
应付票据及应付账款	571	781	1148	1420	1920
其他流动负债	477	676	1159	960	1505
非流动负债	360	63	78	95	117
长期借款	323	0	15	32	55
其他非流动负债	37	63	63	63	63
负债合计	1462	1652	2518	2608	3675
少数股东权益	3	8	7	6	5
股本	67	103	155	155	155
资本公积	458	829	788	788	788
留存收益	680	912	1170	1507	1942
归属母公司股东权益	1211	1826	2113	2454	2927
负债和股东权益	2676	3486	4639	5069	6607

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	402	673	1035	447	1408
净利润	242	291	370	479	614
折旧摊销	65	75	83	110	124
财务费用	-3	-8	-14	-21	-29
投资损失	-12	-23	-15	-18	-17
营运资金变动	92	291	611	-105	716
其他经营现金流	17	47	0	0	0
投资活动现金流	-479	-872	-407	-472	-587
资本支出	261	488	340	380	481
长期投资	-219	-390	1	1	1
其他投资现金流	-437	-774	-66	-91	-105
筹资活动现金流	348	42	-49	-96	-83
短期借款	55	78	0	0	0
长期借款	323	-323	15	17	22
普通股增加	0	36	51	0	0
资本公积增加	-20	371	-41	0	0
其他筹资现金流	-10	-121	-75	-113	-106
现金净增加额	271	-156	578	-122	738

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2125	2640	3706	4913	6370
营业成本	1364	1776	2534	3375	4389
营业税金及附加	15	17	29	37	46
营业费用	338	311	426	560	720
管理费用	82	135	148	197	255
研发费用	104	134	182	241	312
财务费用	-3	-8	-14	-21	-29
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
营业利润	274	327	416	542	694
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	275	331	418	544	696
所得税	33	39	48	64	82
净利润	242	291	370	479	614
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	242	293	370	480	616
EBITDA	345	400	486	633	791
EPS (元)	1.57	1.89	2.40	3.11	3.98

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	24.9	24.2	40.4	32.6	29.6
营业利润(%)	15.0	19.6	27.0	30.3	28.1
归属于母公司净利润(%)	15.4	20.7	26.5	29.7	28.2
获利能力					
毛利率(%)	35.8	32.7	31.6	31.3	31.1
净利率(%)	11.4	11.1	10.0	9.8	9.7
ROE(%)	19.9	15.9	17.5	19.6	21.0
ROIC(%)	15.4	14.4	15.6	17.4	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	47.4	54.3	51.5	55.6
净负债比率(%)	-22.3	-16.7	-41.0	-29.4	-48.9
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	1.89	2.40	3.11	3.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	4.35	6.69	2.89	9.11
每股净资产(最新摊薄)	7.44	11.81	13.61	15.81	18.87
估值比率					
P/E	21.8	18.1	14.3	11.0	8.6
P/B	4.6	2.9	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	13.2	10.2	7.2	5.8	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

内容目录

1 二线龙头破局可期，未来成长路径清晰	5
1.1 定位中高端，多品类协同发展	5
1.2 股权激励绑定核心员工，管理团队经验丰富	6
2 市场规模广阔，龙头市占率有望提升	8
2.1 短期竣工回暖，中期精装房渗透率提升，长期存量房主导	8
2.2 市场空间广阔，行业规模可超 4000 亿	10
2.3 竞争格局分散，头部企业市占率有望提升	11
2.4 渠道流量分化，多品类&多渠道布局重要性显现	12
3 品类视角：橱柜稳步前行，新品类快速扩张	13
4 渠道视角：多轮驱动保障成长，海外布局领先	18
4.1 零售：定位中高端，品牌红利兑现	20
4.2 整装：全流程服务奠定发展根基	23
4.3 大宗：代理模式为主，增长具备持续性	23
4.4 海外：国际布局领先，供应链建设逐步推进	24
5 盈利预测与投资建议	25
6 风险提示	26

图表目录

图表 1: 财务数据一览	5
图表 2: 产品一览	5
图表 3: 金牌厨柜发展沿革 (单位: 百万元)	6
图表 4: 金牌厨柜-产品拆分	6
图表 5: 股权结构图	7
图表 6: 金牌厨柜 2020 年向激励对象首次授予限制性股票	7
图表 7: 金牌厨柜-管理层简介	8
图表 8: 住宅新开工&竣工面积趋势图 (单位: %)	8
图表 9: 商品房销售面积与精装商品住宅开盘项目数量	8
图表 10: 水泥产量累计值以及同比增速	9
图表 11: 平板玻璃累计值以及同比增速	9
图表 12: 精装修新开盘套数有望实现稳步提升	9
图表 13: 疫情下精装房开盘规模三四线城市增速承压	9
图表 14: 北京二手房成交套数与同比增速	9
图表 15: 广州二手房成交宗数与同比增速	9
图表 16: 北京批准预售套数以及同比增速 (套)	10
图表 17: 广州商品房批准预售套数以及同比增速 (套)	10
图表 18: 规模测算	11
图表 19: 2020 年定制家居竞争格局 (单位: 亿元)	12
图表 20: 2019 年美国橱柜行业集中度	12
图表 21: 消费者变革	13
图表 22: 消费渠道变革	13
图表 23: 2015-2020 年 8 家定制家具企业合计大宗渠道收入与 YOY	13
图表 24: 多品类融合	13

图表 25: 定制家居品类融合.....	14
图表 26: 金牌厨柜营业收入以及增速-分品类 (单位: 百万元)	15
图表 27: 2019 年分区域营收拆分.....	15
图表 28: 金牌厨柜单价、成本拆分-纵向对比.....	16
图表 29: 2020 年橱柜/衣柜/木门单价、成本拆分-横向对比.....	17
图表 30: 金牌厨柜智能家居产品	18
图表 31: 金牌厨柜成为中国智能家居产业联盟理事长单位.....	18
图表 32: 零售、大宗渠道成功关键要素	18
图表 33: 金牌厨柜 GIS 系统.....	19
图表 34: 金牌厨柜--研发能力.....	19
图表 35: 2020 年研发费用以及占营收的比例-横向对比.....	19
图表 36: 金牌厨柜产能布局图.....	20
图表 37: 2019 年运输费用以及占总体营收的比重-横向对比.....	20
图表 38: 金牌厨柜-产销量以及产能情况	20
图表 39: 各渠道营业收入与毛利率	21
图表 40: 金牌厨柜历年门店数量	21
图表 41: 零售渠道门店数量对比 (2020)	21
图表 42: 金牌厨柜广告投放.....	21
图表 43: 金牌厨柜广告投放.....	21
图表 44: 金牌厨柜品牌营销.....	22
图表 45: 净利率 (%)	22
图表 46: 金牌厨柜分品类单店数据拆分 (单位: 百万元)	22
图表 47: 金牌厨柜-桔家云整装品牌伙伴.....	23
图表 48: 金牌厨柜-桔家云整装六大产品系列.....	23
图表 49: 经营性现金净流量/营业总收入 (%)	24
图表 50: 应收账款周转天数 (天)	24
图表 51: 金牌厨柜全球布局.....	24
图表 52: 金牌厨柜-盈利预测.....	25
图表 53: 金牌厨柜-估值建议.....	26

1 二线龙头破局可期，未来成长路径清晰

1.1 定位中高端，多品类协同发展

定位中高端，成长路径清晰。金牌厨柜创立于1999年，总部位于厦门，深耕橱柜20余年，是国内领先的中高端定制家居品牌。公司于2016年依托橱柜优势创立“桔家衣柜”（目前已改名“金牌衣柜”），2017年主板上市，2018年进军木门并推出智能家居品牌“智小金”，目前业务布局多元化、成长路径清晰。2016-2020年金牌营收从10.99亿元增长至26.40亿元，CAGR为24.49%；归母净利润从0.96亿元增长至2.93亿元，CAGR为32.17%。

图表1: 财务数据一览

单位: 万元	2016	2017	2018	2019	2020
营业总收入	109,889	144,197	170,168	212,544	263,984
YOY	40.3%	31.2%	18.0%	24.9%	24.2%
归母净利润	9,623	16,675	21,019	24,250	29,265
YOY	10.3%	73.3%	26.1%	15.4%	20.68%
扣非归母净利润	8,118	13,666	16,172	19,775	23,734
YOY	120.4%	68.3%	18.3%	22.3%	20.0%
销售毛利率(%)	38.1	39.1	39.0	35.8	32.7
销售净利率(%)	8.8	11.6	12.4	11.4	11.0
存货	11,866	13,571	16,790	24,294	29,933
YOY	14.4%	23.7%	44.7%	23.2%	23.2%
存货周转天数	60.3	52.2	52.6	54.2	55.0
YOY	15.5%	-0.9%	-2.9%	-1.3%	-1.3%
应收账款	809.1	1,682.7	2,569.4	3,809.8	5,213.0
YOY	108.0%	52.7%	48.3%	36.8%	36.8%
应收账款周转天数	2.6	3.1	4.5	5.4	6.2
YOY	17.8%	44.7%	20.0%	13.9%	13.9%
应付账款	22,302	28,747	35,754	44,644	56,262
YOY	28.9%	24.4%	24.9%	26.0%	26.0%
应付账款周转天数	105.4	104.7	111.8	106.1	102.3
YOY	-0.62%	6.82%	-5.11%	-3.64%	-3.64%
经营性现金流净额	24,909	35,738	32,538	40,213	67,309
YOY	43.5%	-9.0%	23.6%	67.4%	67.4%
筹资性现金流净额	-12,605.9	39,903.3	-5,346.0	34,770.6	4,155.5
YOY	416.54%	-113.40%	750.40%	-88.05%	-88.05%
ROE(摊薄)(%)	33.9	19.4	21.4	20.0	16.0
YOY(±)	-14.5	2.0	-1.4	-4.0	-4.0
资产负债率(%)	65.99	45.7	46.8	54.6	47.4
YOY(±)	-20.3	1.1	7.8	-7.3	-7.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 产品一览

品类名称	特点	图例
金牌橱柜	从业22年，具备国家级“厨房工业设计中心”、连续9年蝉联中国房地产500强首选橱柜品牌、国家“863计划”高技术课题主持单位	
桔子衣柜	9道环保监测，四面一体封边，甲醛超0释放，18mm柜体板、9mm背板插接更牢固；移门滑轨可反复推拉10万次。科学分区设计，多款功能件选配，升级阻尼配置，门、导轨顺滑无声。	
桔子木门	德国雷洛利特PVC亚光贴面，耐污抗手纹，纯棉胶表面。木门借鉴金牌橱柜22年的定制经验，通过一站式服务，提供木门与护墙板等全屋定制方案。	
智能家居	2018年推出智能家居子品牌“智小金”，拥有自主研发智慧云平台及智小金app，运用人工智能、云计算、物联网等技术将用户、家居场景、智能电器连成一体，主要产品有智能门锁、智能按摩椅、智能马桶等。	
其他	厨电: 玛尼欧，产品涉及集成灶、集成灶、健康用水、健康饮水、健康烹饪、嵌入式蒸烤一体机、嵌入式烤箱、嵌入式洗碗机、嵌入式洗烘机、嵌入式消毒柜、嵌入式红酒柜、净水器、智能冰箱、常规橱柜等品类。	

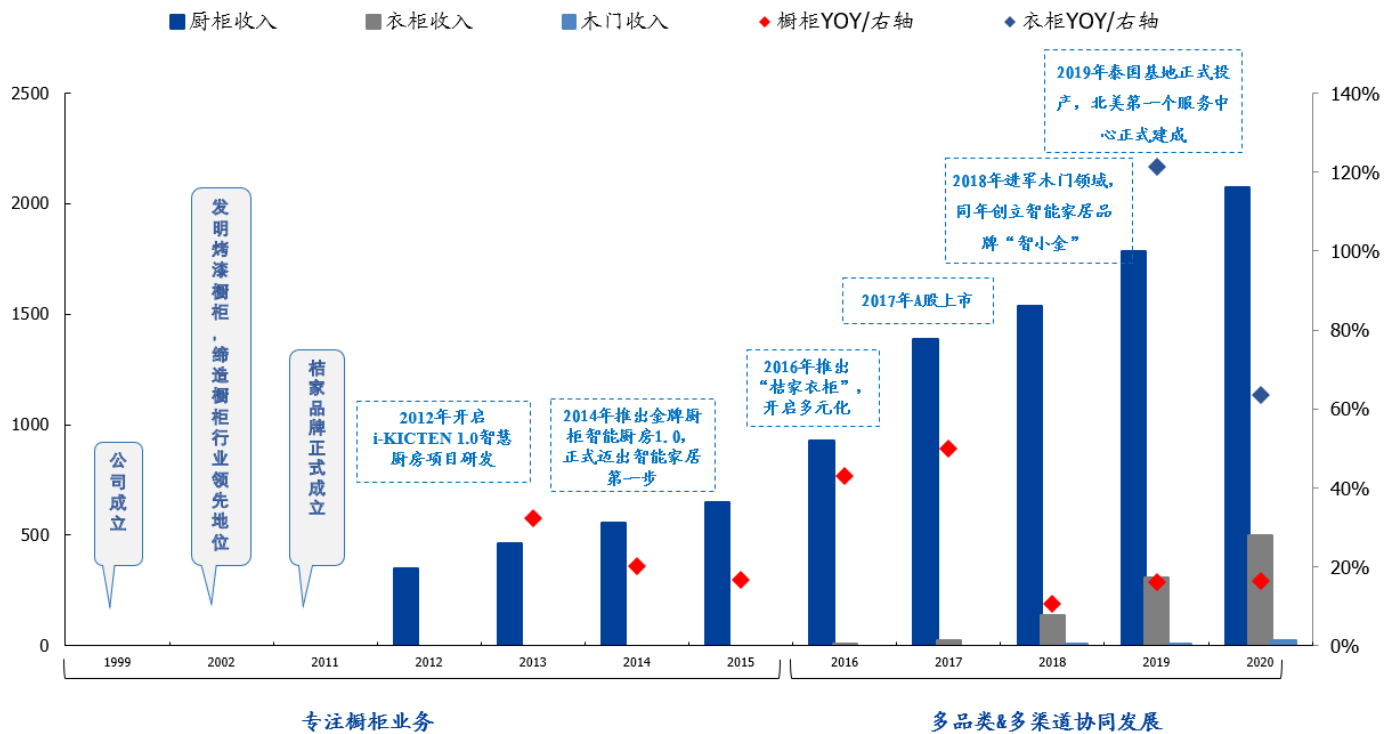
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

复盘公司发展历程，可分为以下两个阶段：

1999-2015年，专注橱柜业务，打造智能化厨房空间。金牌于1999年起专注橱柜，2002年创立烤漆橱柜，2004年通过IOS9001国际质量管理体系认证，至2008年拥有6项外观设计专利和7项实用型技术专利，专利数量业内居首。由于金牌兼备研发优势与先发优势，于2010年主持“国家863计划”高技术课题，2012年开始搭建GIS生态圈，全面布局工业化柔性定制智能解决方案，于同年开启i-KICTEN 1.0智慧厨房项目研发，2014年成功推出，2015年公司橱柜规模达到6.57亿元。

2016-2020年，多品类&多渠道协同发展，推进品牌国际化。金牌于2016年推出“桔家衣柜”，开启品类多元化布局，2017年A股上市，2018年进军木门领域，目前已经形成橱/衣/木/智能家居的多元布局。渠道方面，2020年底公司拥有橱柜店1585家，衣柜店722家，木门店181家；此外，公司趁精装东风开拓大宗业务，2020年底金牌已经与65家地产签订战略集采协议。金牌于2018年起布局整装渠道，2020年底拥有金牌整装5家；同时金牌积极拓展海外RTA（可组装的标准化产品）、工程渠道，同时入股马来西亚上市公司 Signature International，推进品牌国际化，2020年海外营收1.08亿元，同比增长95.66%。

图表3: 金牌厨柜发展沿革 (单位: 百万元)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表4: 金牌厨柜-产品拆分

橱柜	2017	2018	2019	2020	衣柜	2018	2019	2020	木门	2018	2019	2020
收入 (百万元)	1386.29	1535.57	1781.57	2073.42	收入 (百万元)	137.95	305.37	499.15	收入 (百万元)	0.35	7.61	24.54
YOY	49.84%	10.77%	16.02%	16.38%	YOY	480.11%	121.36%	63.46%	YOY	2074.29%	222.47%	
毛利率	38.29%	39.89%	36.50%	32.85%	毛利率	18.89%	26.83%	29.65%	毛利率	48.67%	10.61%	0.34%
占比	96.14%	90.24%	83.82%	78.54%	占比	8.11%	14.37%	18.91%	占比	0.02%	0.36%	0.93%
销量/万套	18.53	21.60	25.22	44.22	销量/万套	4.82	11.21	18.34	销量/万套	0.01	0.53	2.35
YOY		16.53%	16.76%	75.39%	YOY		132.60%	63.62%	YOY		3712.23%	343.97%
单价 (元/套)	7,480.42	7,110.76	7,065.51	4,688.36	单价 (元/套)	2,863.00	2,724.69	2,721.96	单价 (元/套)	2,512.29	1,435.79	1,043.28
YOY		-4.94%	-0.64%	-33.64%	YOY		-4.83%	-0.10%	YOY		-42.85%	-27.34%
单位成本 (元/套)	4,615.93	4,273.97	4,486.79	3,148.03	单位成本 (元/套)	2,322.30	1,993.76	1,914.95	单位成本 (元/套)	1,289.44	1,283.52	1,039.74
YOY		-7.41%	4.98%	-29.84%	YOY		-14.15%	-3.95%	YOY		-0.46%	-18.99%
单位材料 (元/套)	4,010.15	3,718.42	3,892.55	2,709.45	单位材料 (元/套)	1,762.08	1,533.60	1,493.02	单位材料 (元/套)	1,058.33	787.57	746.80
YOY		-7.27%	4.68%	-30.39%	YOY		-12.97%	-2.65%	YOY		-25.58%	-5.18%
单位人工 (元/套)	348.67	308.18	330.14	239.58	单位人工 (元/套)	366.70	742.75	258.22	单位人工 (元/套)	128.86	359.78	211.50
YOY		-11.61%	7.13%	-27.43%	YOY		102.55%	-65.23%	YOY		179.21%	-41.21%
单位制造费用 (元/套)	257.11	247.38	264.11	199.01	单位制造费用 (元/套)	193.52	594.19	163.71	单位制造费用 (元/套)	102.25	136.19	81.44
YOY		-3.79%	6.76%	-24.65%	YOY		207.04%	-72.45%	YOY		33.19%	-40.20%

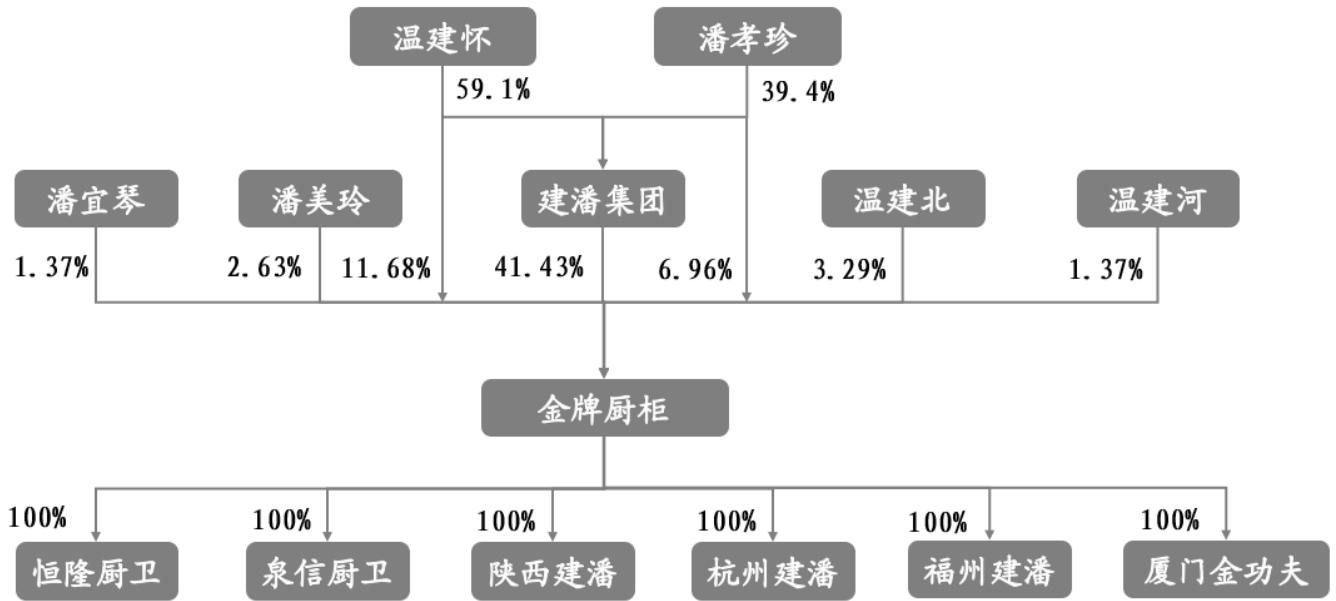
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 股权激励绑定核心员工, 管理团队经验丰富

股权结构稳定, 重视团队激励。现任董事长温建怀, 总裁潘孝贞系高中校友, 友谊深厚, 截至 2020 年, 温建怀与潘孝贞分别持股 36%、28%, 合计持股 64%, 股权结构集中。此外, 金牌于 2020 年 3 月向公司高管、核心员工等 281 人授予 128 万份限制性股票, 股权激励覆盖范围广, 重视团队建设, 鼓励奋斗, 为公司的中长期发展奠定基础。

管理团队经验丰富。金牌董事长温建怀曾任建潘卫厨董事长, 总裁潘孝贞曾获“中国橱柜行业风云人物”, 研发总监温建北曾获中国设计红星奖, 中国橱柜设计金奖等, 公司高管具备丰富的定制家居研发设计和运营管理经验, 为公司的持续发展保驾护航。

图表 5: 股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 金牌厨柜 2020 年向激励对象首次授予限制性股票

序号	姓名	职务	占授予比例	业绩目标	摊销费用
1	朱灵	副总经理、财务总监	7.11%	以 19 年为基数, 20/21 年净利润增长率不低于 10%/25%	20/21/22 年分别为 1736 /797/ 90 万元
2	孙维革	副总经理	0.74%		
3	陈建波	董事会秘书	3.57%		
4	王永辉	总经理助理	4.37%		
5	李子飞	桔家衣柜中心执行董事	3.06%		
6	贾斌	生产制造中心总监	3.18%		
中层管理人员及核心骨干 (275 人)			77.96%		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 金牌厨柜-管理层简介

姓名	职位	主要工作经历
温建怀	董事长	曾任职于中国建设银行厦门市分行中山支行、曾任建潘卫厨董事长。现任金牌厨柜董事长、建潘集团执行董事。
潘孝贞	总经理	高级管理工程师，注册房地产估价师，注册土地估价师，系公司创始人之一。1999年3月以来担任建潘卫厨总经理。曾先后荣获“福建橱柜行业协会风云人物称号”、“中国橱柜行业风云人物称号”、“厦门特区建设30周年厦门商界人物贡献奖”等荣誉。
温建北	研发设计中心总监	历任建潘卫厨企划设计、研发设计总监，现任聚九九商贸董事、泗阳建潘董事长，金牌厨柜董事、研发设计中心总监、厦门市卫厨行业协会常务副会长。其主持开发“iKitchen”、“魔方”、“罗马时光”、“西曼2”分别获得中国设计红星奖，工信部首届中国工业设计大赛二十强，金勾奖首届中国整体厨房工业设计大赛产品组至尊奖，中国厨柜设计金奖，中国厨柜工艺技术特别奖。
朱灵	财务总监	先后任职于湖北省石化厅驻咸宁办、湖北飞达玻璃股份有限公司、广州蒙特利实业有限公司、建潘卫厨。现任金牌厨柜副总经理、财务总监。
陈建波	董事会秘书	先后任职于江西省送变电建设公司、厦门灿坤实业股份有限公司、明达(厦门)塑胶有限公司、升汇集团建潘卫厨。
王永辉	工程事业中心总经理	先后任职于香港八分钟洗涤集团、双辽市人民政府办公室、北京科宝博洛尼集团、建潘卫厨。
贾斌	生产制造中心总监	先后任职于戴尔(中国)公司、厦门艾佩斯电力设施有限公司、泉州泽仕通科技有限公司、建潘卫厨。现任金牌厨柜生产制造中心总监。
李子飞	桔家衣柜事业部总监	先后任职于大地幼教机构厦门大地幼儿园、福建厦华社区服务网络有限公司、厦门南天竺文化传播有限公司、建潘卫厨。

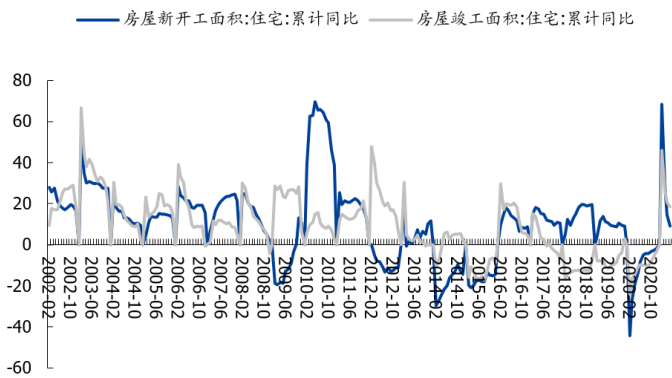
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2 市场规模广阔，龙头市占率有望提升

2.1 短期竣工回暖，中期精装房渗透率提升，长期存量房主导

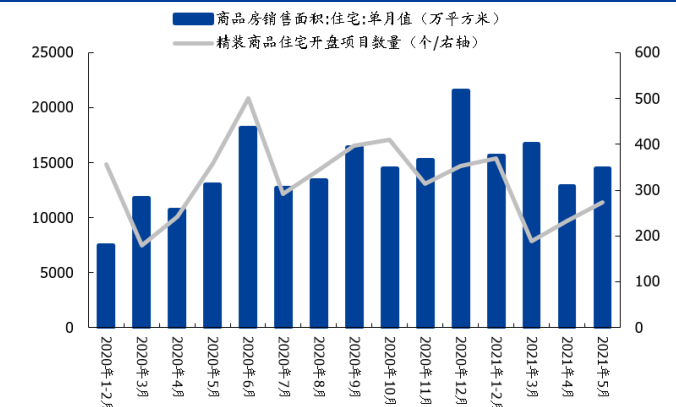
短期：竣工回暖，判断2021年家居景气上行。我们预计2021年地产竣工会处于相对高位，主要系2020年底住宅施工面积增长至65.56亿平(+4.4%)、亟待竣工，保守估计2021年住宅竣工面积增速约10%。从地产前置指标来看，竣工回暖确定性强；玻璃、水泥领先地产竣工大约0.5-1、1-2年，2021年1-5月玻璃累计产量为4.22亿重量箱，同比增长10%，水泥累计产量为9.22亿吨，同比增长20%。

图表8: 住宅新开工&竣工面积趋势图(单位: %)



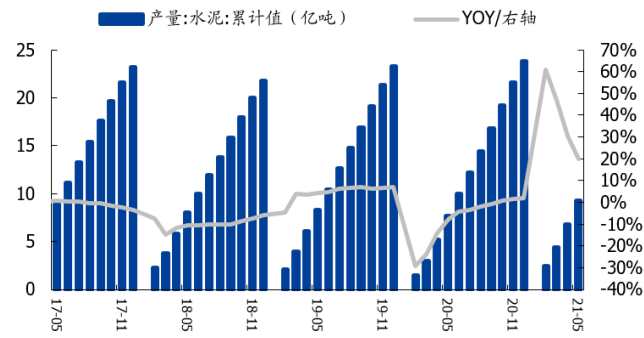
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 商品房销售面积与精装商品住宅开盘项目数量



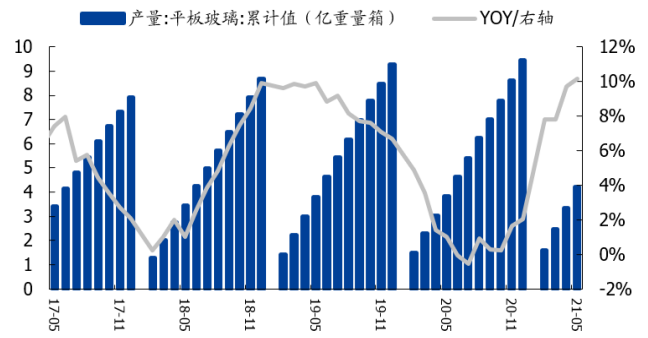
资料来源: Wind, 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 10: 水泥产量累计值以及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

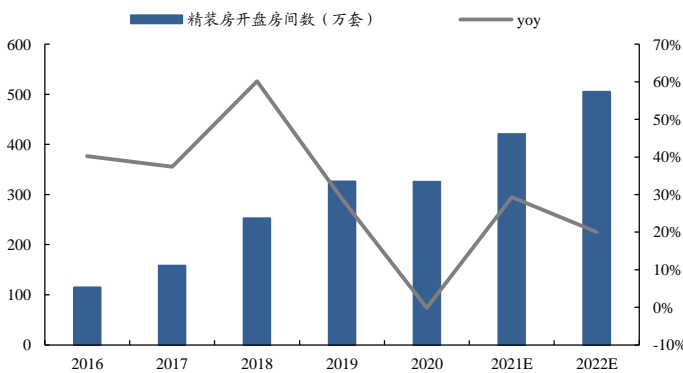
图表 11: 平板玻璃累计值以及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

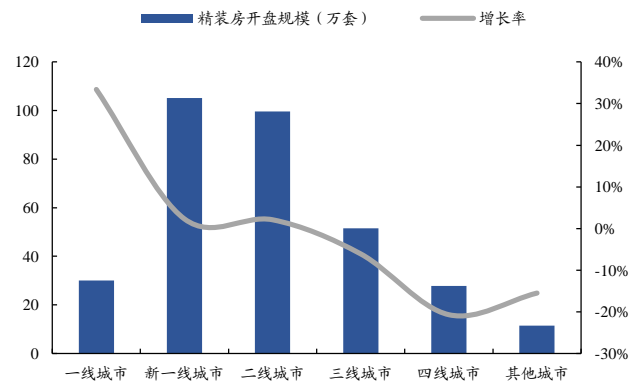
中期: 精装房渗透率有望进一步提升。2020年精装修市场总规模为325万套, 同比下滑0.2%, 主要系疫情下资金紧张、消费者倾向于购买低价毛坯房, 地产商受制于“三条红线”新规加剧资金压力, 同时短期政策推力有所减弱。从中远期角度来看, 精装地产商数量快速提升(2017-2020年由490家提升至1271家)且逐步下沉三四线城市。根据奥维云网测算, 预计2021-22年精装新开盘分别超过400、500万套。

图表 12: 精装修新开盘套数有望实现稳步提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

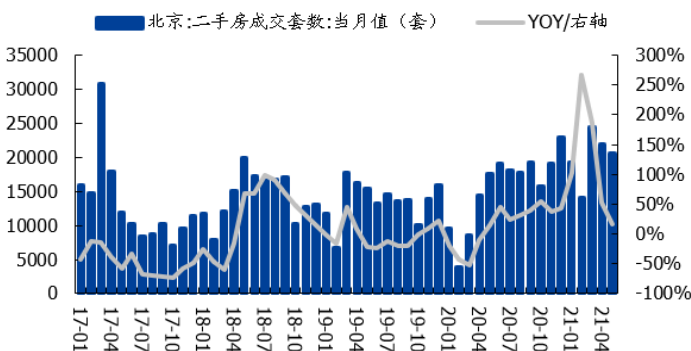
图表 13: 疫情下三四线城市精装房开盘规模增速承压



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

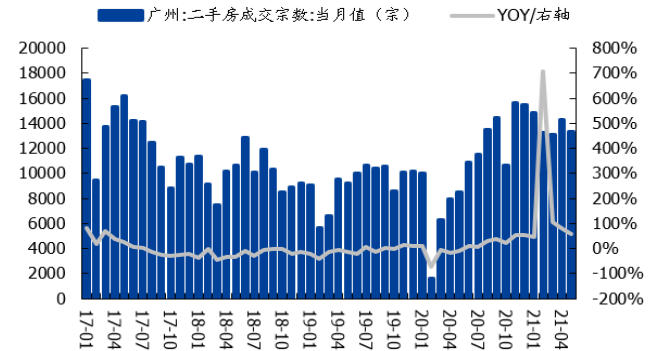
长期: 住宅翻新需求占据主导。尽管新房中毛坯房占比预期将持续下降, 但由于存量房规模累加带来的翻新需求更为可观, 我国定制家居市场的主要需求拉力来自住宅翻新需求。以北京和广州为例, 2021年1-5月北京二手房成交套数为10.0万套, 同比2020年同期、2019年同期增长86%、48%; 广州二手房成交套数为6.9万套, 同比2020年同期、2019年同期增长100%、72%, 同时期北京、广州新房批准预售套数仅分别为2.7、4.5万套, 二手房成交套数明显高于新房成交套数。

图表 14: 北京二手房成交套数与同比增速



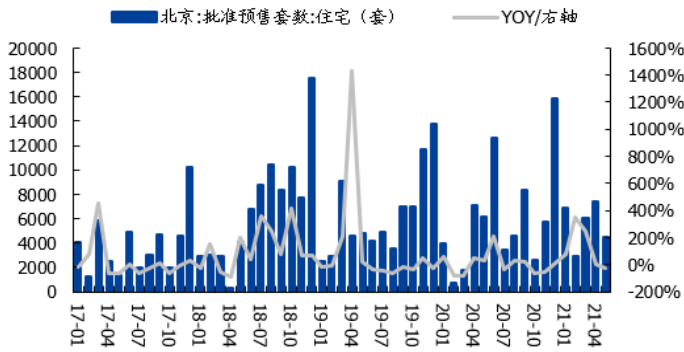
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 广州二手房成交宗数与同比增速



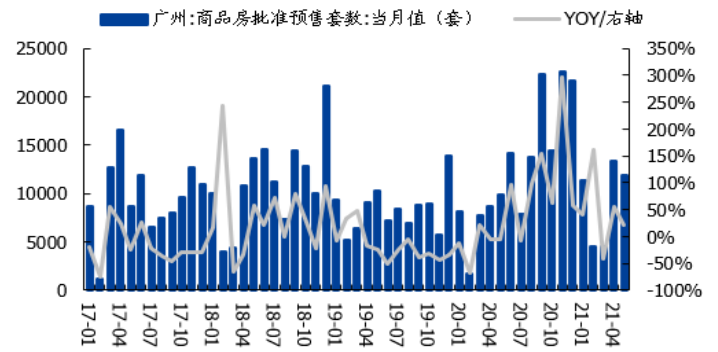
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 北京批准预售套数以及同比增速 (套)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 广州商品房批准预售套数以及同比增速 (套)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 市场空间广阔，行业规模可超 4000 亿

我们基于定制装修行业未来发展趋势，对橱柜、衣柜以及木门的市场规模进行测算，假设：橱柜/衣柜/木门 2018-2020 年单价（出厂口径）为志邦家居、欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺剔除极值调整后的出厂均价。**2023/2030/2050 年整体定制赛道规模分别为 2530/3142/4301 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为：5.3%、3.1%、1.6%。**

- 橱柜：2023/2030/2050 年市场规模分别为 1250/1418/1476 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为 4.2%、1.8%、0.2%。
- 衣柜：2023/2030/2050 年市场规模分别为 983/1318/2154 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为 6.4%、4.3%、2.5%。
- 木门：2023/2030/2050 年市场规模分别为 297/405/671 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为 6.5%、4.5%、2.6%。

图表 18: 规模测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2030E	2050E
新房销售面积 (万平方米)	147929	150144	154878	157202	158774	159568	148727	109930
同比	2.2%	1.5%	3.2%	1.5%	1.0%	0.5%	-1.0%	-1.5%
单套住宅面积 (平米/套)	111	114	114	114	114	114	100	100
新住宅销售套数 (万套)	1329	1322	1363	1384	1398	1405	1487	1099
旧住宅翻新套数 (万套)	557	804	882	914	945	1105	1363	1487
橱柜								
新住宅橱柜配置比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	85%
旧住宅翻新橱柜比例	50%	50%	50%	51%	52%	53%	55%	60%
装修需求户数合计 (万户)	1341	1459	1532	1573	1609	1709	1940	1827
平均每户配置数量 (套)	1	1	1	1	1	1	1	1
出厂口径单价 (元/套)	8217	8038	7312	7312	7312	7312	7312	8079
YOY	-1.7%	-2.2%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
市场规模 (亿元)	1102	1173	1120	1150	1177	1250	1418	1476
衣柜								
新住宅衣柜配置比例	58%	59%	60%	61%	62%	63%	65%	70%
旧住宅翻新衣柜比例	18%	19%	20%	21%	22%	23%	30%	50%
装修需求户数合计 (万户)	871	933	994	1036	1074	1139	1376	1513
平均每户配置数量 (套)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出厂口径单价 (元/套)	3233	3179	3302	3351	3402	3453	3832	5694
YOY	-10.8%	-1.7%	3.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%
市场规模 (亿元)	704	741	821	868	914	983	1318	2154
木门								
新住宅木门配置比例	48%	49%	50%	51%	52%	53%	55%	70%
旧住宅翻新木门比例	8%	9%	10%	11%	12%	13%	20%	30%
装修需求户数合计 (万户)	682	720	770	806	840	888	1091	1216
平均每户配置数量 (套)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出厂口径单价 (元/套)	1050	1240	1281	1300	1320	1339	1487	2002
YOY	18.0%	18.1%	3.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%
市场规模 (亿元)	179	223	247	262	277	297	405	609

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 竞争格局分散, 头部企业市占率有望提升

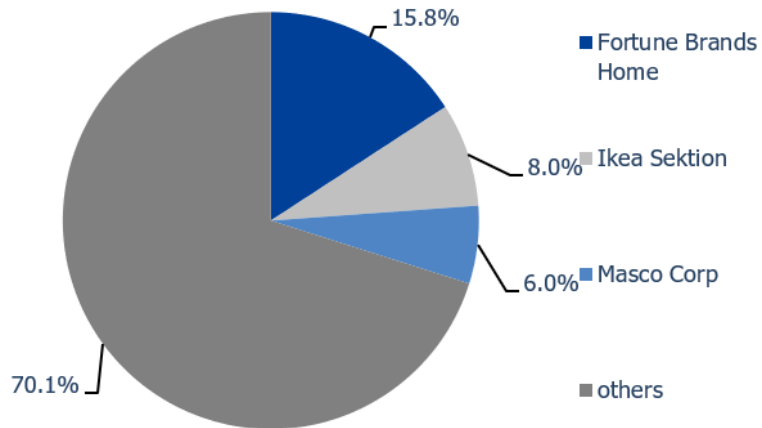
集中度向上趋势明确。2020年我国橱柜CR7为12.5%; 衣柜CR6为19.8%。金牌厨柜在橱柜、衣柜、木门的市占率分别为1.9%、0.6%、0.1%。对比美国2019年橱柜CR3 30%, 我国定制家居市场集中度明显偏低。短期疫情考验促进行业出清, 未来地产红利消退、行业竞争加剧, 对企业管理能力要求提高, 定制龙头市占率提升趋势明确。

图表 19: 2020 年定制家居竞争格局 (单位: 亿元)

橱柜	规模	占比	衣柜	规模	占比	木门	规模	占比
市场总体	1120	100%	市场总体	821	100%	市场总体	247	100%
江山欧派	2.23	0.2%	皮阿诺	4.13	0.5%	金牌厨柜	0.25	0.1%
我乐家居	8.43	0.8%	金牌厨柜	4.99	0.6%	志邦家居	0.43	0.2%
皮阿诺	10.44	0.9%	志邦家居	11.41	1.4%	好莱客	1.12	0.5%
索菲亚	12.11	1.1%	好莱客	17.53	2.1%	索菲亚	2.92	1.2%
金牌厨柜	20.73	1.9%	欧派家居	57.72	7.0%	欧派家居	7.71	3.1%
志邦家居	24.99	2.2%	索菲亚	67.02	8.2%	江山欧派	28.54	11.6%
欧派家居	60.61	5.4%	CR6	162.79	19.8%	CR6	40.97	16.6%
CR7	139.55	12.5%	其他	657.98	80.2%	其他	205.56	83.4%
其他	980.33	87.5%						

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 2019 年美国橱柜行业集中度

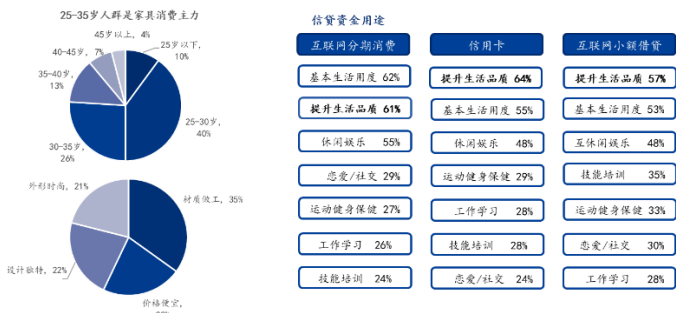


资料来源: Research & markets, 国盛证券研究所

2.4 渠道流量分化, 多品类&多渠道布局重要性显现

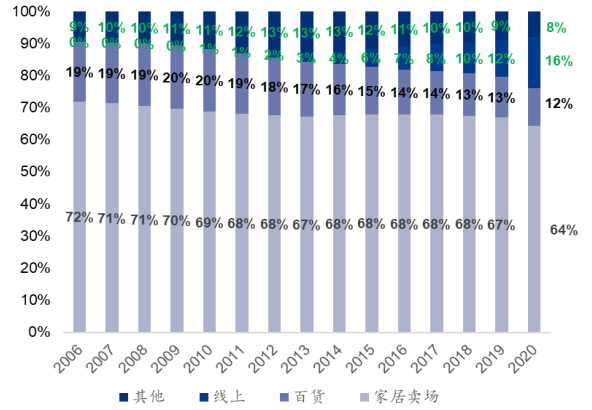
渠道流量分化, 消费者需求个性化。伴随精装、整装、全屋定制、社交电商、直播等陆续出现, 线下售货方式从货架模式变为主动推荐, 线上信息丰富度和互动性增强, 对于流量把握和转化效率要求提高。此外, 客户需求个性化明显, 35 岁以下客户占比达 76%, 其中 25-30 岁客户占比约 40%; 消费者结构从过去的中高低端三层结构, 逐渐变成哑铃型 (高端型+刚需型占比提升)。在此背景下, 企业需具备更精细化渠道管理能力解决各渠道之间流量与利益冲突 (组织架构+数字化+经销商管理), 家居行业成长路径拓展到多品类、多渠道、多品牌。

图表 21: 消费者变革



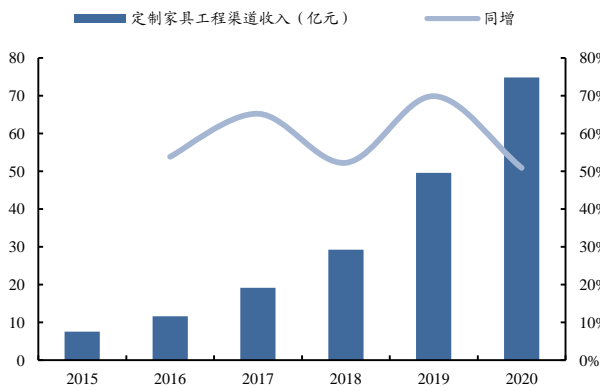
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 22: 消费渠道变革



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 23: 2015-2020 年 8 家定制家具企业合计大宗渠道收入与 YOY



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 多品类融合

公司	1994	1998	1999	2002	2003	2005	2009	2010	2011	2014	2015	2016	2017	2018
欧派家具	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 卫浴 衣柜	橱柜 卫浴 衣柜	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门
索菲亚					衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜
好莱客				衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	橱柜 衣柜 木门
志邦家具		橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜 木门
金牌橱柜			橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜 木门
皮阿诺				橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜
我乐家具							橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 品类视角: 橱柜稳步前行, 新品类快速扩张

品类融合、多品牌有望驱动公司持续增长。单品类、单品牌公司成长易遇瓶颈, 目前主推品类扩张的企业, 管理、渠道等仍较独立, 尚未实现设计、生产、渠道等多维度融合。我们预期, 1) 多品类融合驱动客单值和坪效的提升, 如索菲亚橱柜、欧派衣柜、志邦衣柜、金牌衣柜坪效均呈持续上升趋势; 2) 多品牌面向不同层级消费者可以提高门店数量天花板, 如金牌拥有金牌厨柜、金牌衣柜、金牌木门、MALIO 玛尼欧智能厨电、金牌整装、智小金、康小金、橙鸟美家等品牌。

图表 25: 定制家居品类融合

		2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	橱柜单店收入 (万元)	132	131	109	98	85
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.88	0.87	0.73	0.65	0.57
	衣柜单店收入 (万元)	71	82	77	81	93
	衣柜坪效 (万元/m ²)	0.47	0.55	0.51	0.54	0.62
金牌厨柜	橱柜单店收入 (万元)	117	133	105	86	75
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.78	0.89	0.7	0.57	0.5
	衣柜单店收入 (万元)		20	60	71	82
	衣柜坪效 (万元/m ²)		0.13	0.4	0.48	0.54
索菲亚	橱柜单店收入 (万元)	139	109	107	101	124
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.7	0.55	0.53	0.51	0.62
	衣柜单店收入 (万元)	227	252	249	233	199
	衣柜坪效 (万元/m ²)	1.13	1.26	1.24	1.17	1.00
欧派家居	橱柜单店收入 (万元)	185	213	219	206	187
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.93	1.07	1.09	1.03	0.93
	衣柜单店收入 (万元)	165	199	197	226	247
	衣柜坪效 (万元/m ²)	0.83	0.99	0.98	1.13	1.23

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

橱柜增长稳健, 衣柜/木门增长提速。金牌厨柜自 1999 年从事橱柜业务, 2016 年进军衣柜市场, 2018 年依托优势品类切入木门领域。从品类规模和增速来看,

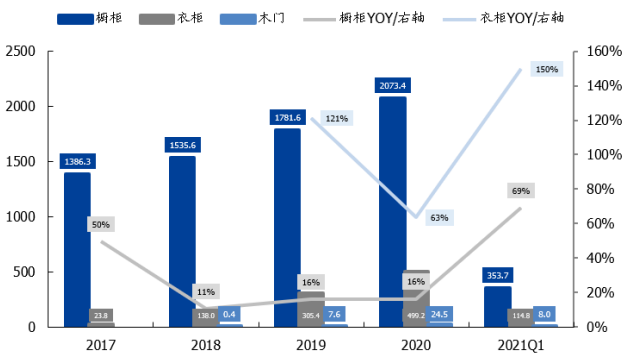
橱柜: 门店数量行业第二, 单店创收提升空间大。2020 年橱柜营收 20.7 亿元 (占比 78.54%), 2017-2020 年 CAGR 为 14.4%; 2020 年金牌厨柜专卖店数量达 1585 家, 位居行业第二, 但相较欧派家居 2407 家仍有拓张空间; 从区域分布来看, 根据 2019 年年报, 金牌主要聚焦华东地区, 收入占比达 43.7%, 西南、华南、华中、华北等地区收入占比分别为 12.6%、12.4%、12.2%、9.3%, 仍有充分拓张空间。

衣柜: 门店快速扩张, 主要增长引擎。2020 年衣柜营收 5.0 亿元 (占比 18.91%), 2017-2020 年 CAGR 为 176%, 2018/2019/2020 年桔家衣柜门店数量为 337/520/722 家, 净增加 217/183/202 家, 未来金牌通过多开店、开大店、培育标杆市场、多品类联动做大客流量和客单值, 衣柜有望成为公司主要增长引擎。

木门: 起步阶段, 品类协同快速放量。2020 年木门营收 0.25 亿元 (占比 0.93%), 2018-2020 年 CAGR 为 737%, 2019/2020 年桔家木门店面数量净增加 54/118 家, 目前达 211 家, 未来有望依托优势品类厨/衣柜的品牌、渠道优势, 通过家居馆或综合店形式实现快速放量。

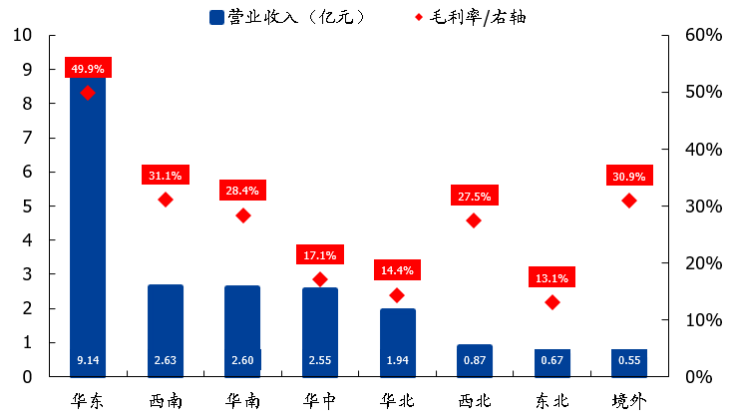
我们认为金牌厨柜目前处于快速成长期, 橱柜优势强化, 衣柜、木门快速扩张, 零售渠道依托门店数量增加&店效提升, 同时大宗、整装等渠道快速放量, 业绩有望快速提升。

图表 26: 金牌厨柜营业收入以及增速-分品类 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2019 年分区域营收拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

橱柜: 大宗占比提高拉低毛利率。2017-2020 年金牌厨柜销量从 18.5 万套提升至 44.2 万套, CAGR 为 34%, 横向对比销量业内第二; 销售单价从 7480 元/套下降至 4688 元/套, 单位成本由 4616 元/套下降至 3148 元/套, 一方面系效率优化下让利终端, 更主要是由于大宗渠道占比从 8.8%提升至 35.8%, 对应毛利率从 38.3%下降至 32.9%。

衣柜: 规模效应释放, 盈利仍有提升空间。2017-2020 年金牌衣柜单位成本由 3512 元/套下降至 1915 元/套, 对应衣柜毛利率从 19.4%提升至 29.7%, 对比业内领先企业 40% 的毛利率, 仍有明显提升空间。我们认为定制衣柜制作工艺较橱柜简单, 未来随着同安、泗阳以及成都工厂产能落地, 规模效应释放, 盈利向上趋势明确。

木门: 看好规模提升下盈利提升。2018-2020 年金牌木门单位成本由 1289 元/樘下降至 1040 元/樘, 单价从 2512 元/樘下降至 1043 元/樘, 对应 2020 年毛利率为 0.34%。主要系 1) 木门产能尚处爬坡阶段; 2) 产销量少致使议价能力弱。未来随着优势品类联动提升销量, 产能爬坡, 规模效应显现, 毛利率有望大幅提升。

图表 28: 金牌厨柜单价、成本拆分-纵向对比

橱柜	2017	2018	2019	2020
收入/百万元	1,386.3	1,535.6	1,781.6	2,073.4
YOY(%)	29.4	10.8	16.0	16.4
毛利率(%)	38.3	39.9	36.5	32.9
销量/套	185,322.0	215,950.0	252,150.0	442,249.6
单价(元/套)	7,480.4	7,110.8	7,065.5	4,688.4
单位成本(元/套)	4,615.9	4,274.0	4,486.8	3,148.0
单位材料(元/套)	4,010.1	3,718.4	3,892.5	2,709.4
单位人工(元/套)	348.7	308.2	330.1	239.6
单位制造费用(元/套)	257.1	247.4	264.1	199.0
衣柜	2017	2018	2019	2020
收入/百万元	23.8	138.0	305.4	499.2
YOY(%)	6,152.6	480.2	121.4	63.5
毛利率(%)	19.4	18.9	26.8	29.7
销量/套	5,455.0	48,185.0	112,076.0	183,380.0
单价(元/套)	4,358.7	2,863.0	2,724.7	2,722.0
单位成本(元/套)	3,512.3	2,322.3	1,993.8	1,914.9
单位材料(元/套)	2,622.4	1,762.1	1,533.6	1,493.0
单位人工(元/套)	576.1	366.7	742.7	258.2
单位制造费用(元/套)	313.8	193.5	594.2	163.7
木门	2017	2018	2019	2020
收入/百万元	-	0.3	7.6	24.5
YOY(%)	-	-	2,078.7	222.6
毛利率(%)	-	48.7	10.6	0.3
销量/套	-	139.0	5,299.0	23,526.0
单价(元/樘)	-	2,512.3	1,435.8	1,043.3
单位成本(元/樘)	-	1,289.4	1,283.5	1,039.7
单位材料(元/樘)	-	1,058.3	787.6	746.8
单位人工(元/樘)	-	128.9	359.8	211.5
单位制造费用(元/樘)	-	102.3	136.2	81.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 2020 年橱柜/衣柜/木门单价、成本拆分-横向对比

橱柜	志邦家居	欧派家居	索菲亚	金牌厨柜	好莱客
单价(元)	6,730	8,498	9,333	4,688	4,554
毛利率	41.8%	36.2%	22.7%	32.9%	25.3%
销量(套)	371,274	713,309	129,749	442,250	30,200
单位材料(元/套)	3,176	4,074	5,742	2,709	2,467
单位人工(元/套)	148	462	380	240	393
单位制造费用(元/套)	590	888	465	199	542
单位成本(元/套)	3,914	5,424	7,217	3,148	3,403

衣柜	志邦家居	欧派家居	索菲亚 (元/平方米)	金牌厨柜	好莱客 (元/平方米)
单价(元)	4,110	3,074	168	2722	179
毛利率	33.4%	40.0%	40.4%	29.7%	40.5%
销量(套)	277,604	1,877,771	39,930,806	183,380	9,768,900
单位材料(元/套)	2,204	1,347	73	1,493	75
单位人工(元/套)	209	274	12	258	13
单位制造费用(元/套)	325	225	9	164	19
单位成本(元/套)	2,737	1,846	100	1,915	107

木门	志邦家居	欧派家居	索菲亚(趟)	金牌厨柜	好莱客
单价(元)	1,845	1,208	1,847	1,043	1,591
毛利率	16.0%	14.0%	14.6%	0.3%	32.2%
销量(樘)	23,513	638,138	157,989	23,526	70,400
单位材料(元/樘)	824	621	1,125	747	702
单位人工(元/樘)	272	168	156	212	92
单位制造费用(元/樘)	454	250	269	81.44	285
单位成本(元/樘)	1,550	1,039	1,578	1,040	1,079

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

智能家居领衔者, 产品矩阵齐全。2012 年公司开启 i-KICTEN 1.0 智慧厨房项目研发, 2017 年推出 i-KICTEN 2.0, 融入手势、语音和行为感知; 2018 年正式成立智能家居研究院, 成为 CSHIA 智能家居产业联盟理事长单位, 并创立智能家居品牌“智小金”。2019 年公司与华为智能家居首次合作, 推出全球首家智能家居体验馆—雍景湾智能家居体验馆; 2020 年首家厦门机场旗舰店盛大开业, 并推出智小金智慧门屏 S6, 首创使用嵌入橱柜设计, 通过语音即可实现全屋智能控制, 荣获“鼎智奖·智能家居年度创新产品”。目前智小金旗下拥有智慧玄关、客厅、厨房、卧室、卫浴五大智慧空间产品, 产品矩阵齐全, 给予消费者全方位舒适居家体验, 行业领先。

图表 30: 金牌厨柜智能家居产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 31: 金牌厨柜成为中国智能家居产业联盟理事长单位



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4 渠道视角: 多轮驱动保障成长, 海外布局领先

零售考验产品力和渠道力, 大宗考验性价比和服务响应。零售渠道与大宗渠道的竞争策略存在明显差异, 我们认为零售渠道的成功关键依托产品力和渠道力, 虽然短期较难一家独大, 但是优势企业能够通过供应链管理提升单品份额, 并能够通过组织变革实现跨界扩张, 其中渠道质量(经销商运营能力)是判断优势企业能否实现跨品类跨渠道扩张的核心。大宗渠道成功的关键要素主要在于产品的性价比、服务响应能力, 核心在于快速提升在客户采购中的份额, 需要密切跟踪利润率和资产周转的变化。

图表 32: 零售、大宗渠道成功关键要素

	产品	品牌	渠道	对下游议价能力
零售	品类齐全、定位差异化, 尽可能多的覆盖客户群体	多品牌, 满足不同客户的需求	对经销商依赖程度较高, 渠道铺设进展大部分取决于经销商能力	下游客户、经销商分散, 议价能力强, 现款现货, 现金流回款快
大宗	主打性价比, 质量有保障, 价格有竞争力, 差异化小, 供应量大, SKU要满足B端客户需求		上游原材料供应可靠稳定, 仓储系统高效, 运输管控能力强, 生产自动化水平高, 生产管控严格	一般为大客户, 客户集中度较高, 对地产商的议价能力较弱, 回款周期较长, 对资金营运能力要求较高
	产品		供应链	

资料来源: 国盛证券研究所

信息化能力突出，研发设计&客户服务业内领先。1) **信息化能力突出：**金牌创立“GIS系统”，从前端流量获取、定制3D设计和全景VR体验到后端自动拆单、智能制造、供应链协同及售后服务，实现全流程数字化管理，信息化能力突出。2) **研发设计业内领先：**2020年研发支出1.34亿元，同比增长28.86%，研发费用率达5.08%，业内居前。同时，公司拥有工信部首批国家级企业工业设计中心，重视研发制度建设，2020年末金牌拥有专利及软著343项，目前正积极开拓适老健康家居品类，拓宽产品系列，此外公司还主导起草了多项行业及国家标准，引领行业规范。3) **客户服务周到：**公司推行“售前、售中、售后”全链条无忧服务模式，结合特约服务网点，组成公司专业服务团队，成立至今每年开展“金牌服务季”活动，为用户提供免费的上门保养、售后等增值服务。

图表 33: 金牌厨柜 GIS 系统



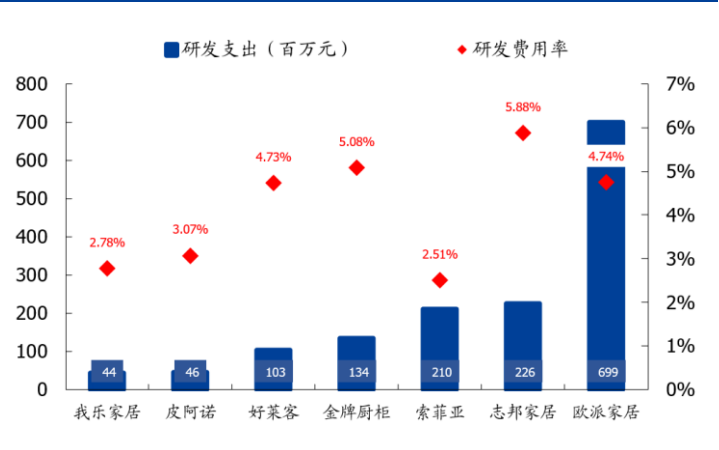
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 34: 金牌厨柜--研发能力

重视研发制度健全	重视研发设计人员选用的制度建设、健全的研发三级体系，多名研发设计人员荣获工信部工业设计领军人才、厦门市“十佳优秀设计师”等称号
专利及软著343项	其中发明专利7项，实用新型178项，外观专利135项，软著23件，荣获中国设计红星奖、“金勾奖”、海峡杯工业设计奖等奖项
主导起草多项标准	《家用厨房设备》GB/T18884-2015等4项国家标准 《住宅整体厨房》JG/T184-2011等2项行业标准 《定制家居产品安装服务规范》5项行业团体标准

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 2020 年研发费用以及占营收的比例-横向对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

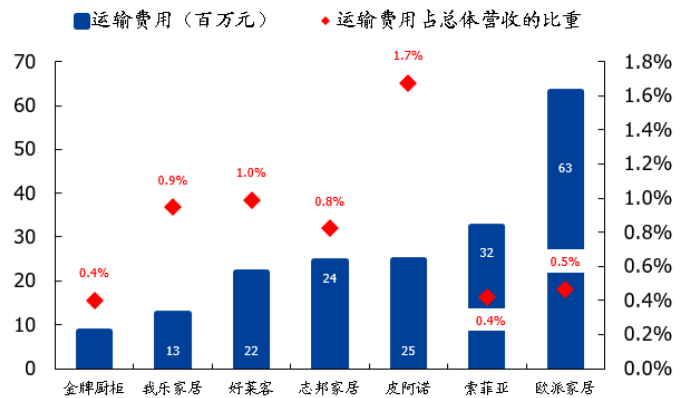
供应链持续优化，产能扩张支撑成长。金牌主要产能基地位于江苏与福建，临近公司业务强势区域华东、华南，2019年运输费占总营收的比重为0.4%，低于行业平均水平。2019年金牌厨柜/衣柜产能利用率均达到93%以上，为进一步拓展市场，公司2019年发行可转债募投同安和泗阳项目，全部达产后可新增厨柜产能18万套（包括零售厨柜产能5万套、工程厨柜产能13万套）、衣柜产能6万套以及木门产能25万樘。此外，金牌2020年募投同安四期和江苏项目，同安项目达产后可新增工程厨柜产能10万套，工程衣柜12万套；江苏项目达产后可新增工程衣柜产能10万套。

图表 36: 金牌厨柜产能布局图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 2019 年运输费用以及占总体营收的比重-横向对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 金牌厨柜-产销量以及产能情况

单位: 万套、万樘	2016	2017	2018	2019	产能测算	2020E	2021E	
橱柜	产量	12.8	18.68	21.6	25.33	投产项目	2019年可转债募投同安、泗阳项目、2020年募投同安四期项目	
	销量	12.84	18.53	21.6	25.32	预设产能	橱柜年产能 18 万套 (零售 5 万套、工程 13 万套) 工程橱柜年产能 10 万套	
	产销率	100%	99.7%	100%	99.9%	当年预计产能	45 万套	55 万套
	产能	13.5	19.9	22.8	27	产能利用率	98.31%	-
	产能利用率	94.81%	93.4%	94.7%	93.8%			
衣柜	产量	0.01	1.02	4.85	11.22	投产项目	2019年可转债募投同安、泗阳项目、2020年募投同安四期项目、江苏衣柜项目	
	销量	0.01	1.02	4.82	11.21	预设产能	衣柜产能 6 万套	22 万套 (同安四期 12 万套、江苏 10 万套)
	产销率	71.72%	99.6%	99.3%	99.9%	当年预计产能	18 万套	40 万套
	产能		1.5	6	12	产能利用率	101.79%	-
	产能利用率		68%	80.9%	93.5%			
木门	产量			0.01	0.54	投产项目	2019年可转债募投同安、泗阳项目	
	销量			0.01	0.53	预设产能	木门产能 25 万樘	-
	产销率			100%	97.4%	当年预计产能	25.8 万樘	25.8 万樘
	产能			0.2	0.8	产能利用率	9.12%	-
	产能利用率			6.95%	68%			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (备注: 假设 2019 年发行可转债募投同安和泗阳项目于 2020 年底全部达产, 2020 年募投同安四期和江苏项目于 2021 年底全部达产。)

4.1 零售: 定位中高端, 品牌红利兑现

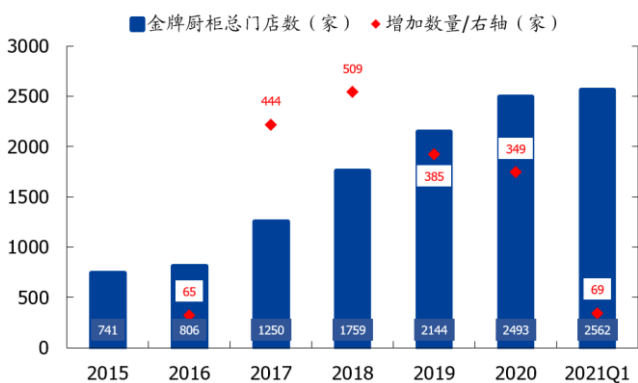
品牌定位中高端, 橱衣木三轮驱动。2018-2020 年金牌经销门店收入从 11.5 亿元提升至 14.1 亿元, CAGR 为 11%。主要系 1) 产品定位中高端, 门店数量持续提升, 从 2018 年的 1759 家提升至 2021Q1 的 2562 家, 其中橱柜/衣柜/木门分别为 1591/753/211 家, 朝着大家居方向迈进; 2) 品宣投放精准度高; 3) 多品类融合发展。

图表 39: 各渠道营业收入与毛利率

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021Q1
经销门店收入	11.53	12.98	14.09	2.73
yoy	18.57%	12.54%	8.58%	134.51%
经销毛利率	36.71%	34.43%	35.42%	31.68%
直营收入	2.68	2.37	1.91	0.27
yoy	-0.64%	-11.46%	-19.48%	-19.56%
直营毛利率	66.20%	71.09%	65.77%	60.12%
大宗业务收入	202.53%	5.05	8.93	1.39
yoy	63.68%	149.31%	76.84%	68.49%
毛利率	11.00%	19.95%	18.54%	11.81%

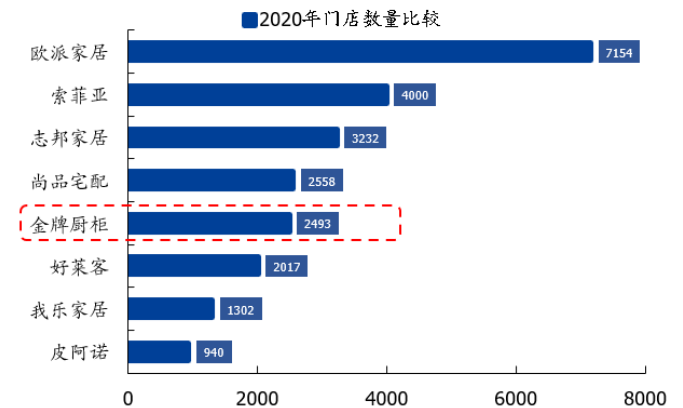
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 金牌厨柜历年门店数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 零售渠道门店数量对比 (2020)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

品牌红利兑现。金牌厨柜专注厨柜 16 年, 在 2013、2014 年持续投放央视广告, 2015 年加码投放央视黄金档《焦点访谈》、《东方时空》等栏目, 提高品牌传播热度。此外, 金牌厨柜携手浙江卫视唱响《中国好声音》, 并在全国机场及北京、杭州等城市高铁动车站同期投放广告, 以高平台、高热度、高人流的大手笔投放, 打造“更专业的高端厨柜”消费品牌。公司创新开展“金牌厨柜山海经设计力量”、“专业品质见证会”等一系列品牌活动, 提升公司“金牌厨柜”、“智小金”等品牌的知名度与美誉度。目前公司进入品牌红利兑现期, 2014-2020 年广告宣推推广费用占收入比例从 7.5% 下降至 1.9%, 对应公司净利率从 5.7% 提升至 11.0%。

图表 42: 金牌厨柜广告投放



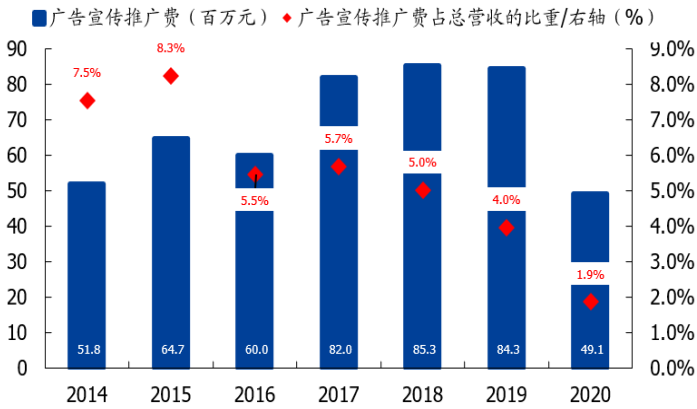
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 43: 金牌厨柜广告投放



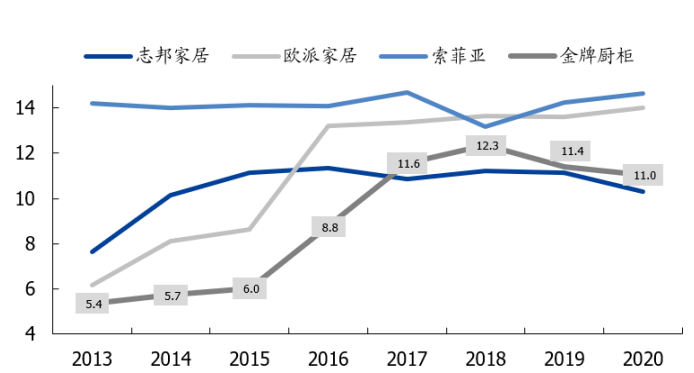
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 金牌厨柜品牌营销



资料来源: 国盛证券研究所

图表 45: 净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

增长引擎迭代升级, 多品类驱动成长。2017-2020 年衣柜单店收入由 19.8 万元提升至 69.1 万元, CAGR 为 52%, 2018-2020 年木门单店收入由 3.88 万元提升至 13.56 万元, CAGR 为 87%, 在新品类单店收入提升的背景下, 经销商开店意愿被激发, 2020 年衣柜/木门店面数量净增加 202/118 家, 金牌依托橱柜建立起深厚品牌和渠道优势, 衣柜、木门等新品类协同快速成长, 公司增长动力由之前的单一橱柜驱动升级为多品类。

图表 46: 金牌厨柜分品类单店数据拆分 (单位: 百万元)

橱柜	2016	2017	2018	2019	2020
收入	925.15	1386.29	1535.57	1781.57	2073.42
YOY	42.90%	49.84%	10.77%	16.02%	16.38%
毛利率	36.64%	38.29%	39.89%	36.50%	32.85%
占总营收的比	84.19%	96.14%	90.24%	83.82%	78.54%
其中: 橱柜零售	857.76	1262.56	1333.04	1276.66	1180.54
门店数	764	1130	1413	1559	1585
单店收入 (万元)	112.27	111.73	94.34	81.89	74.48
衣柜	2016	2017	2018	2019	2020
收入	-	23.78	137.95	305.37	499.15
YOY	-	-	480.21%	121.36%	63.46%
毛利率	-	19.42%	18.89%	26.83%	29.65%
占总营收的比	-	1.65%	8.11%	14.37%	18.91%
门店数	-	120	337	520	722
单店收入 (万元)	-	19.81	40.94	58.73	69.13
木门	2016	2017	2018	2019	2020
收入	-	-	0.35	7.61	24.54
YOY	-	-	-	2078.75%	222.60%
毛利率	-	-	48.68%	10.60%	0.34%
占总营收的比	-	-	0.02%	0.36%	0.93%
门店数	-	-	9	63	181
单店收入 (万元)	-	-	3.88	12.08	13.56

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 整装：全流程服务奠定发展根基

全流程服务构建整装竞争优势。金牌 2018 年进军整装赛道，联合国内众多一线家装品牌，组建专业整装服务团队，在售前（实地测量、研发设计、销售宣传）、售中（订单跟踪、安装、监理）、售后（回访、保养维护）全链条服务模型下与橱/衣/木/智能家居产品相结合，打造金牌整装核心竞争力。目前金牌拥有桔家云整装 7 家店面，同时 6 大整装产品系列覆盖不同层次的消费群体，为整装业务的持续扩张奠定基础。

图表 47: 金牌厨柜-桔家云整装品牌伙伴



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 48: 金牌厨柜-桔家云整装六大产品系列

目标客户	产品展示	目标客户	产品展示
单身时尚、青春活力，乐于接受新事物的青年人士		男女主人 35-45 岁，家庭处于稳步发展阶段，男主人事业上上升期，注重生活品质；女主人注意个人形象，以及孩子的学习成长	
朝夕相伴的恋人、新婚燕尔的夫妻		45-55 岁的成功人士家庭	
有 6 岁以下儿童或即将迎来新生命的家庭		小孩、父母、爷爷奶奶一起生活的家庭	

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4.3 大宗：代理模式为主，增长具备持续性

依托代理商快速扩张，现金流表现稳健。2020 年金牌大宗渠道创收 8.93 亿元，同比高增 77%。公司基于品牌优势，主要采用代理商模式，现金流表现稳健，2020 年公司经营性现金净流量/营业总收入为 25.5%，应收账款周转天数为 6.2 天，均为业内领先水准。此外，公司连续 9 年蝉联“中国房地产 500 强首选厨柜品牌”，目前已与绿城、中海、新城控股、中国金茂、复地、金科等 65 家百强地产企业签订战略集采协议。我们认为头部地产为保持产品、供应稳定，选择上游供应商的门槛与标准较高，且达成合作后轻

易不会更换，同时大宗代理商模式相较直营模式扩张更快，因此伴随精装红利释放，预计公司大宗收入具备稳定性与持续性。

图表 49: 经营性现金净流量/营业总收入 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
金牌厨柜	17.8	11.5	24.1	22.7	24.8	19.1	18.9	25.5
欧派家居	18.4	19.1	11.1	21.0	19.3	17.5	15.9	26.4
索菲亚	19.8	14.9	26.0	26.3	20.2	15.0	16.9	13.7
尚品宅配	18.9	21.8	14.7	17.8	16.5	9.8	8.5	2.0
好莱客	25.7	18.1	19.8	25.5	21.6	22.1	18.1	25.5
皮阿诺	22.9	7.5	25.1	15.6	10.9	0.9	6.8	14.6
我乐家居	12.3	10.8	14.0	21.5	24.5	12.2	6.5	13.8
志邦家居	13.1	16.1	13.5	18.9	18.4	15.2	11.6	16.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 应收账款周转天数 (天)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
金牌厨柜	15.1	7.4	3.5	2.6	3.1	4.5	5.4	6.2
志邦家居	16.1	16.6	23.4	27.8	18.6	16.3	29.0	21.3
欧派家居	8.2	6.5	4.7	5.1	5.2	6.7	10.3	13.4
索菲亚	9.5	8.4	7.5	7.6	10.0	15.5	25.8	33.1
好莱客	3.1	2.7	1.8	1.0	1.1	1.8	3.4	15.1
皮阿诺	11.9	21.1	27.0	23.4	28.5	26.4	49.2	53.1
我乐家居	18.8	23.9	21.9	17.8	19.9	27.2	39.9	45.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.4 海外: 国际布局领先, 供应链建设逐步推进

国际布局领先。2020 年金牌国外业务收入 1.08 亿元, 同比高增 95.66%, 2016-2020 年海外收入从 0.22 亿元增长至 1.08 亿元, CAGR 为 48.7%, 占比由 2.01% 提升至 4.10%。金牌是国内定制家居走向国际的先行者, 目前公司在美国东西部建立两个核心仓库, 在泰国和越南新建工厂, 持续推进海外供应链建设, 同时在新加坡和澳大利亚等地以工程经销模式开拓。公司主要探索适用于美国市场需求的 RTA 模式 (意为可组装的标准化产品), 解决当地经销商对较短供货周期的要求, 2020 年入股马来西亚最大家居品牌与定制家具商 SIB, 为国际化战略的持续发展奠定基础。

图表 51: 金牌厨柜全球布局

国家	金牌厨柜全球布局
美国	投资 8600 万美元建立美国新工厂, 占地约为 6.5-7.4 万平方米
泰国	生产基地占地 30 亩, 满足国际化生产需求
马来西亚	出资 1600 万人民币, 成功入股马来西亚上市公司 Signature International Bhd (东南亚品牌知名度最高的橱柜及定制家具品牌)
澳洲	设立分公司与代理商参与工程业务
新加坡	使用自有资金 200 万美元在新加坡出资设立全资子公司“金牌厨柜新加坡私人有限公司”

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5 盈利预测与投资建议

盈利预测:

橱柜: 品牌定位中高端, 相较一线品牌仍有拓张空间, 预计未来 3 年开店数量净增加 100/40/30 家, 此外橱柜大宗依托代理模式绑定多家地产, 增长具备持续性。我们预计 2021-2023 年收入为 28.02/35.74/44.88 亿元, 同比增长 35.1%/27.6%/25.6%, 毛利率为 31.4%/30.7%/ 29.9%。

衣柜: 依托橱柜建立的渠道&品牌优势, 有望协同快速放量, 且开店空间较大, 预计未来 3 年开店数量 250/220/200 家, 同时, 伴随产能落地, 规模效应显现, 衣柜毛利率有望提升。我们预计 2021-2023 年收入为 7.73/10.90/14.38 亿元, 同比增长 54.8%/41.0%/32.0%, 毛利率为 31.2%/32.7%/33.9%。

木门: 2019/2020 年桔家木门店面数量净增加 54/118 家, 目前达 211 家, 未来有望依托优势品类厨/衣柜的品牌、渠道优势, 通过家居馆或综合店形式实现快速放量。预计 2021-2023 年收入为 0.76/1.77/3.49 亿元, 毛利率为 12.7%/18.2%/23.4%。

图表 52: 金牌厨柜-盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,125.44	2,639.84	3,706.27	4,913.04	6,369.54
毛利率	35.84%	32.73%	31.62%	31.31%	31.09%
归母净利润	242.50	292.65	370.35	480.37	615.63
橱柜					
收入	1,781.57	2,073.42	2,801.65	3,573.58	4,488.42
YOY	16.02%	16.38%	35.1%	27.6%	25.6%
毛利率	36.50%	32.85%	31.43%	30.69%	29.94%
门店数量	1559	1585	1685	1725	1755
单店收入 (万元)	81.89	74.48	76.72	75.95	75.19
衣柜					
收入	305.37	499.15	772.79	1,089.86	1,438.17
YOY	121.36%	63.46%	54.8%	41.0%	32.0%
毛利率	26.83%	29.65%	31.20%	32.72%	33.86%
门店数量	520	722	972	1192	1392
单店收入 (万元)	58.73	69.13	79.51	91.43	103.32
木门					
收入	7.61	24.54	76.30	177.41	349.11
YOY	2078.75%	222.60%	210.9%	132.5%	96.8%
毛利率	10.60%	0.34%	12.65%	18.20%	23.35%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

投资建议:

我们预计金牌厨柜 2021-2023 年营业收入为 37.1/49.1/63.7 亿元, 分别同比增长 40.4%/32.6%/29.6%, 归母净利润为 3.70/4.80/6.16 亿元, 分别同比增长 26.5%/29.7%/28.2%, 对应 PE 分别为 14.3X/11.0X/8.6X。我们选取欧派家居、志邦家居、索菲亚、尚品宅配作为可比公司, 以 2021 年 8 月 2 日市值作为参考, 该四家公司 PE 平均值为 21.5X。金牌厨柜多品类&多渠道搭建顺畅, 零售橱柜经营稳健, 衣柜、木

门加速扩张，智能家居布局领先，大宗高增延续&全球化布局领先，未来增长动能充足，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 53: 金牌厨柜-估值建议

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	846	4.20	5.00	5.87	33.07	27.76	23.67
603801.SH	志邦家居	80	1.68	2.10	2.57	15.34	12.28	10.03
002572.SZ	索菲亚	178	1.55	1.82	2.14	12.59	10.71	9.12
300616.SZ	尚品宅配	137	2.77	3.28	3.81	24.86	20.98	18.04
002853.SZ	皮阿诺	34	1.44	1.84	2.29	12.57	9.84	7.90
603898.SH	好莱客	37	1.25	1.47	1.73	9.38	7.98	6.80
603326.SH	我乐家居	32	0.84	1.05	1.30	11.69	9.31	7.52
平均值						21.47	17.93	15.21

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (备注: 除金牌厨柜外, 其余数据均来自 2021 年 8 月 2 日 wind 一致预期)

6 风险提示

疫情反复。疫情对国内外需求影响较大，若疫情在国内外持续蔓延，销售存下滑风险。
地产竣工不及预期。家居受地产竣工和销售影响，若竣工不及预期将影响产品销售。
门店拓展不及预期。门店拓展不及预期，将影响公司产品销售。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com