

金牌厨柜 (603180.SH)

多元驱动成长，静待盈利回暖

公司公布 2021 年上半年业绩报告。2021H1 实现收入 13.27 亿元，同比+60.12%；归母净利润为 0.87 亿元，同比+41.15%；扣非归母净利润 0.44 亿元，同比+54.81%。单 Q2 实现收入 8.42 亿元，同比+49.93%；归母净利润为 0.43 亿元，同比-22.32%；扣非归母净利润 0.33 亿元，同比-26.67%。

产品多元驱动成长，品类协同效应显现。分产品来看，1) 橱柜：实现收入 10.04 亿元，同比+53.6%，门店较年初净增加 83 家至 1668 家，毛利率为 27.4% (-7.0pct)，主要系原材料涨价以及大宗占比提升；2) 衣柜：实现收入 2.76 亿元，同比+78.9%，门店较年初净增加 98 家至 820 家，毛利率为 26.7% (+1.6pct)，主要系规模效应显现；3) 木门：实现收入 0.21 亿元，同比+256.6%，门店较年初净增加 67 家至 248 家，毛利率为 3.0% (-6.6pct)，主要系规模较小，个别订单毛利率波动较大。公司依托厨柜品牌、渠道资源，衣柜、木门等新品类快速发展，品类间的协同效应逐渐显现。

零售加速下沉，大宗延续高增。1) 零售：实现收入 7.65 亿元，同比+48.4%，公司设立平台分公司，核心市场渠道深耕，分区招商推动渠道下沉，同时加强渠道各品类间资源协同，21H1 门店净增加 271 家，经销毛利率受原材料涨价影响下降 1.8pct 至 32.1%。2) 大宗：实现收入 4.55 亿元，同比+88.7%，公司与 42 家百强房企签订战略集采协议，同时成立木门事业分部，发力大宗渠道木门销售，毛利率由于价格未及时调整下滑 4.8pct 至 13.8%。3) 整装：通过直营与经销方式联通推进，与慕思优家、生活家、喔喔哒整装、沈阳晋级等 9 家装企签订直供协议，整装店净增加 23 家至 28 家。4) 境外：实现收入 0.85 亿元，同比增加 88.7%，主要受益于 RTA 渠道拓展、工程项目落地。

期待盈利回暖，费用管控优异。2021H1 毛利率为 27.7% (-5.7pct)，净利率为 6.5% (-0.9pct)；单 Q2 毛利率为 27.6% (-6.6pct)，净利率为 5.0% (-4.8pct)，主要系原材料涨价及大宗渠道价格未能及时传导；我们认为公司零售端可通过新品提价保持盈利稳定，工程端新订单重新定价提升盈利，下半年盈利回暖可期。从费用表现来看，2021H1 期间费用率为 23.7% (-4.7pct)，销售费用率为 12.8% (-3.5pct)，管理费用率 10.6% (-1.3pct)，财务费用率 0.3% (+0.1pct)，研发费用率 5.5% (-0.4pct)。

现金流回暖，营运效率提升。2021H1 净经营现金流为-0.2 亿元，主要系材料采购和运营费用增加，单 Q2 为 2.8 亿元，主要系销售回款。从营运效率来看，截至 2021H1 应收账款周转天数为 8.32 天，同比下降 0.97 天；存货周转天数 59.68 天，同比下降 23.37 天，营运效率明显提升。

盈利预测：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 14.2X/10.9X/8.5X。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，维持“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)	21.7	17.9	14.2	10.9	8.5
P/B (倍)	4.6	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
8 月 25 日收盘价(元)	33.97
总市值(百万元)	5,251.14
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)	2.01

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

1、《金牌厨柜 (603180.SH)：中高端定制品牌，多轮驱动成长》2021-08-03



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	21.7	17.9	14.2	10.9	8.5
P/B	4.6	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.1	10.1	7.2	5.7	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

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