

所属行业

房地产

发布时间

2021年10月12日

## 金牌厨柜 (603180.SH)

### 取舍与探索，金牌厨柜的抉择

#### 核心观点：

自整体定制家居行业进入存量博弈的泥潭以来，依靠大宗业务的推动和衣柜业务的推动，金牌厨柜等做橱柜起家的定制家居企业纷纷开启了属于自己的第二春。其整体的成长路径大致类似，即依靠大宗业务夯实橱柜业务的优势，并大力拓展衣柜、木门等品类，实现业绩的爆发性增长。

然而细微之处，和志邦家居等企业不同，金牌厨柜整体的发展策略各有侧重，在进取之余，亦强调对于风险的控制。如公司大宗业务的模式均采取代理商模式，牺牲部分利润换取现金流的稳定。

此外，公司为了实现业绩的弯道超车，积极探索智能家居、海外业务等其他企业忽视的领域。公司不畏艰险，在贸易战的大背景下，积极发展海外业务，公司也是少数的以自有品牌输出海外的定制家居企业，海外业务规模持续大，有望走出一条属于金牌厨柜自己的金牌之路。

#### 一、利润和现金流的取舍，大宗业务稳中求进

作为一个前银行员工创办的企业，金牌厨柜的风格则较为稳健。公司认为大宗业务存在销售费用、应收账款催收和现场施工难以管理的问题，因此公司的大宗业务基本采用代理商模式。在该模式下，公司及代理商参与大宗业务的签约，公司提供背书和供货，安装及后续服务均由代理商完成。公

#### 相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为主的核心城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

#### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为主的核心城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

司通过牺牲部分利润的情况下，保证了了现金流的稳定。此外，公司积极和中国金茂、复地、金科等百强房企签订战略合作协议，合作房企的数量大幅增加，大宗业务也迎来了爆发式的增长。

## 二、零售端继续发力，新品类扩张卓有成效

自 2015 年以来，公司重点发力衣柜业务，大量使用原橱柜业务的经销商代理衣柜业务，利用橱柜向衣柜业务引流的优势，鼓励经销商大力招商建店。从结果来看，随着衣柜门店数量和单店收入的快速增长，公司的衣柜业务也取得了爆发性增长。衣柜业务的规模由 2017 年的 2377.67 万元提升至 2020 年的 4.99 亿元，CAGR 高达 178.91%，增速较高。

## 三、另辟蹊径，寻找业务新机遇

公司为了实现业绩的弯道超车，积极探索智能家居、海外业务等其他企业忽视的领域。公司不畏艰险，在贸易战的大背景下，积极发展海外业务，公司也是少数的以自有品牌输出海外的定制家居企业，海外业务实现逆市增长，有望走出一条属于金牌厨柜自己的金牌之路。

## 四、竣工持续好转，有望驱动公司业绩继续向上

短期来看，随着竣工的持续好换，定制家居相关需求预计将逐步释放，而随着原材料价格上涨边际影响的减弱，我们预计公司营业收入在 2021 年将继续维持中高速增长。

整体来看，我们认为过去公司过去几年高速增长的动力（衣柜的品类扩张，大宗的渠道增长、海外市场的开拓）仍将持续，考虑到其业务规模仍然较小，公司仍然处于跑马圈地的业务开拓初期，中期内业务增长仍将维持中高速增长。

## 目录

一、利润和现金流的取舍，大宗业务稳中求进.....	4
二、零售端继续发力，新品类扩张卓有成效.....	6
1、衣柜业务高速增长，助力公司业绩爆发.....	6
2、客流量下滑，橱柜业务持续承压.....	8
三、另辟蹊径，寻找业务新机遇.....	9
1、执行差异化战略，探索智能家居业务.....	9
2、不畏险阻，扬帆海外.....	11
3、模式切换，整装模式的探索.....	12
四、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上.....	13

自地产销售面积 2018 年增速趋缓，整体定制家居行业进入存量博弈的泥潭以来，依靠大宗业务的推动和衣柜业务的推动，志邦家居等做橱柜起家的诸多定制家居企业纷纷开启了属于自己的第二春。其整体的成长路径大致类似，即依靠大宗业务夯实橱柜业务的优势，并大力拓展衣柜、木门等品类，实现业绩的爆发性增长。整体来看，金牌厨柜的扩张路线亦遵循此路，但其在大宗业务、海外业务、智能家居等业务上的取舍与开拓，赋予了金牌厨柜属于自己的鲜明特点，金牌厨柜亦将驶向不同的未来航道。

### 一、利润和现金流的取舍，大宗业务稳中求进

随着年轻消费者崛起，精装房比例的提高，定制家居企业的客户和流量入口均发生了深刻的变化。大宗渠道快速涌现，卖场零售渠道占比下降。而对于像金牌厨柜这样的二线品牌来说，新趋势的变化可谓是“危中有机”，新趋势对于定制家居企业的发展提出了新的挑战的同时，也赋予了公司弯道超车的巨大机会。公司亦积极发力大宗业务和整装业务，实现了业绩的弯道超车。

目前定制家居企业对于大宗业务的模式大致有以下两种模式：（1）直营模式：公司直接和地产商签约，定制企业直接提供设计、运输、安装和售后等具体服务。该种模式整个流程完全由公司掌握，利润水平相对较高，但公司将面临较大的资金压力；（2）代理模式，公司直接和客户签约（或者由代理商和客户签约，公司给予担保），公司负责供货，代理商则提供相关服务。在代理模式下，公司的部分风险转嫁给了代理商，风险相对较小，但需支付给代理商一定的代理费用和分成，利润水平相对较低。

图表：直营模式和代理商模式的对比

	直营模式	代理商模式
运行模式	公司直接和地产商签约，定制企业直接提供设计、运输、安装和售后等具体服务。	公司直接和客户签约（或者由代理商和客户签约，公司给予担保），公司负责供货，代理商则提供后续安装等相关服务。
优势	整个流程完全由公司掌握，成本控制和交付质量有一定保证，利润水平相对较高	公司省去了安装交付等环节，部分风险转嫁给了代理商，现金流相对较好
问题	垫资较多，资金压力大，应收账款风险较高；销售费用、应收账款催收和现场施工存在一定管理难度	需要给代理商代理费用或部分分成，利润水平略低；安装交付等流程难以掌握，代理商资金压力较大

资料来源：亿翰智库

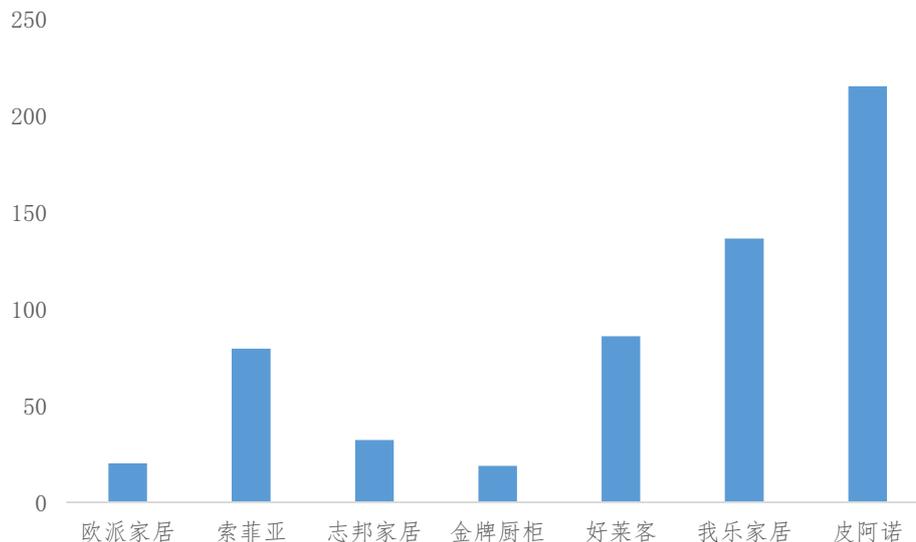
选择何种模式则与公司的风格有较为明显的关系。对于风格较为激进的企业，如皮阿诺，直营比例相对较高，对于房企货款的要求亦相对较为宽松。而作为一个前银行员工创办的企业，金牌厨柜的风格则更加稳健。关于大宗业务采取何种模式的问题上，公司认为大宗业务

存在销售费用、应收账款催收和现场施工难以管理的问题，且公司的财务风格较为稳健，因此公司的大宗业务基本采用代理商模式。在该模式下，公司及代理商参与大宗业务的签约，公司提供背书和供货，安装及后续服务均由代理商完成。

从付款的流程来看，按照金牌厨柜大宗业务的模式，下单前工程代理商支付货款的 30%，出货前支付该笔货款的 70%。为了及时收回货款，经过授权，工程代理商可与银行签订授信贷款合同并约定贷款用途，贷款用于支付代理商与公司之间购销合同项下的货款，公司则为前述合同提供担保。

整体来看，公司大宗业务的应收账款由代理商承担，风险都转嫁给了经销商，公司没有账期，承担的风险较低，现金流也相对较好。从应收账款周转天数来看，2021 年上半年金牌厨柜的应收账款周转天数为 18.84 天，远低于索菲亚和志邦家居的同期水平，在定制家居企业中处于较低水平。

图表：定制家居企业的应收账款周转天数（天）



资料来源：亿翰智库、wind

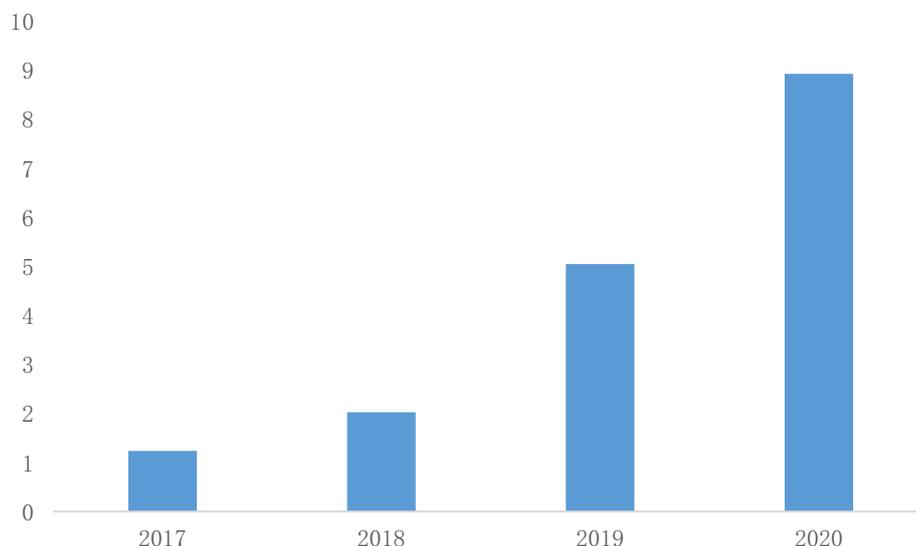
尽管出于稳健经营的角度，公司采用代理商模式以规避风险，但面对精装房的大潮，公司仍然大力的对大宗业务进行了开拓。公司积极和中国金茂、复地、金科等百强房企签订战略合作协议，签订战略协议的房企由 2018 年的 31 家提升至 2020 年的 65 家。由于公司的代理商具有区域性，且代理商会对项目进行一定程度上的挑选，这也部分性的导致公司尽管与大地产商均有合作，但整体上客户分布较为分散，公司对单个客户的依赖度相对较低。从 2021 年上半年公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况来看，应收账款前五名中仅两家房企（实地和复地），占应收账款的比例仅为 12.95%。

此外，公司积极培育核心代理商，增强代理商区域市场竞争力和服务能力，推动大宗业务的快速增长。公司的大宗业务从 2017 年的 1.24 亿元快速增长至 2020 年的 8.93 亿元，

CAGR 高达 93.11%，整体大宗业务取得了爆发性增长。2021 年上半年公司的大宗业务规模增长至 4.55 亿元，同比增长 88.74%，大宗业务持续高增长。

尽管公司的大宗业务的模式存在现金流较好、风险较小的优点，但其并不是完美的经营模式。由于公司的大宗业务采用直营模式相对较少，叠加金牌厨柜采用的融资担保+分阶段付款模式，通过降低毛利润率换取现金流的安全，造成了公司大宗业务毛利润率水平亦相对较低的情况。2017 年大宗业务的毛利润率水平为 12.47%，显著低于定制家居其他企业。而随着公司业务规模的不断扩大，规模效应显现，叠加公司通过产品研发、多次排产等措施降低成本，大宗业务的毛利率水平有了较大的提高。毛利润率水平从 2017 年的 12.47%一路上行至 2020 年的 18.54%，盈利水平不断提高。未来随着公司逐步提高直营的比例，公司大宗业务的利润水平仍然有较大的空间。

图表：公司大宗业务的营业收入（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

我们认为，在目前的阶段，在开展大宗业务的过程中，业务的安全性的重要性要高于其盈利性。随着未来地产销售端和融资端的双双下行，过去三年依赖杠杆进行快速扩张的部分房企将在这一轮下行期中将面临出清，地产将进入至暗时刻。从这个角度来看，金牌厨柜选择现金流而非利润有其合理性。但在另一方面，公司出于长期品牌维护等战略考量，仍然大力发展低毛利率的大宗业务，拉低了公司的整体业务的利润水平，导致公司的毛利润率持续走低，形成了“增收不增利”的情况。公司整体业务的毛利润率由 2018 年中期的 39.70%大幅下滑至 2021 年的 27.73%，毛利润率大幅走低。

## 二、零售端继续发力，新品类扩张卓有成效

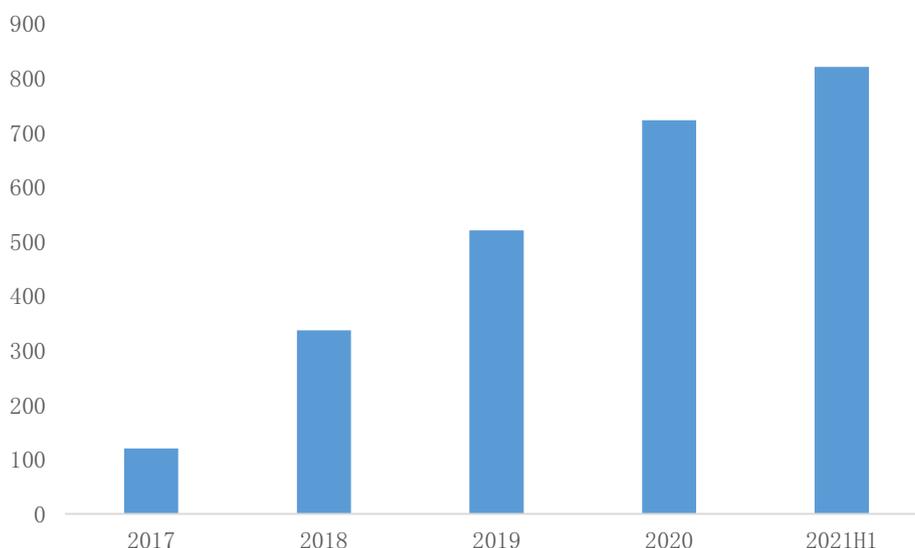
### 1、衣柜业务高速成长，助力公司业绩爆发

尽管公司的大宗业务规模上取得了突破,但由于房企的话语权较强,定制家居企业难以在大宗业务上拥有较强的品牌溢价,因此公司仍然将零售业务是为未来发展的重心。和志邦家居等做橱柜起家的企业类似,公司亦积极将衣柜业务作为公司业绩增长的核心动力,公司的衣柜业务迎来了大发展的春天。

公司开展衣柜业务相对较晚,2016年才发力衣柜业务,推出高端衣柜定制品牌“桔家衣柜”品牌。公司对“金牌”与“桔家”采取双品类的双品牌独立运营,桔家衣柜的产品设计沿袭了金牌橱柜简约、时尚的设计风格。为了更为顺畅地开展衣柜业务,公司大量通过原有的橱柜经销商开展衣柜业务,2019年衣柜经销商中50%-70%为公司原有的橱柜经销商。为了推动公司衣柜业务的大发展,公司规定经营情况较好的橱柜经销商必须要做衣柜,中等橱柜经销商会鼓励做衣柜,以此推动衣柜业务的大发展。

对于橱柜企业而言,为衣柜业务导流为自然导流,获客成本低,且转单率相对较高。此外,尽管整个家居行业自2018年以来逐渐承压,但由于衣柜等新品类带来增量,能够在一定程度上降低经销商的引流成本。对于衣柜业务,公司采取同款、同质、同价和同服务的“四同”策略,对标金牌在橱柜业务上的高标准。“四同”策略有助桔家衣柜在销售上实现橱柜客户的转化。在公司橱柜经销商的积极带动下,公司的衣柜门店取得了快速增长。桔家门店从2017年的120家快速上升至2021年上半年的820家,整体的门店数量取得了快速攀升。

图表：衣柜业务的门店数量（家）



资料来源：亿翰智库、企业公告

此外,由于公司的新店较多,门店仍然在走向成熟的过程中,因此公司的单店收入亦保持相对快速的的增长。单店收入由2017年的19.81万元提升至2020年的约70万元,衣柜门店的经营质量稳步提升。随着公司衣柜门店的开拓和单店收入的提高,公司衣柜业务取得了

高速的发展。衣柜业务的规模由 2017 年的 2377.67 万元提升至 2020 年的 4.99 亿元，CAGR 高达 178.91%。此外，随着公司规模的逐步扩大，衣柜业务的毛利润率水平也得到了不断的提高，毛利润率由 2017 年的 19.42% 逐步提升至 2020 年的 29.62%，利润水平不断提升。

图表：衣柜业务营业收入及其毛利润率（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

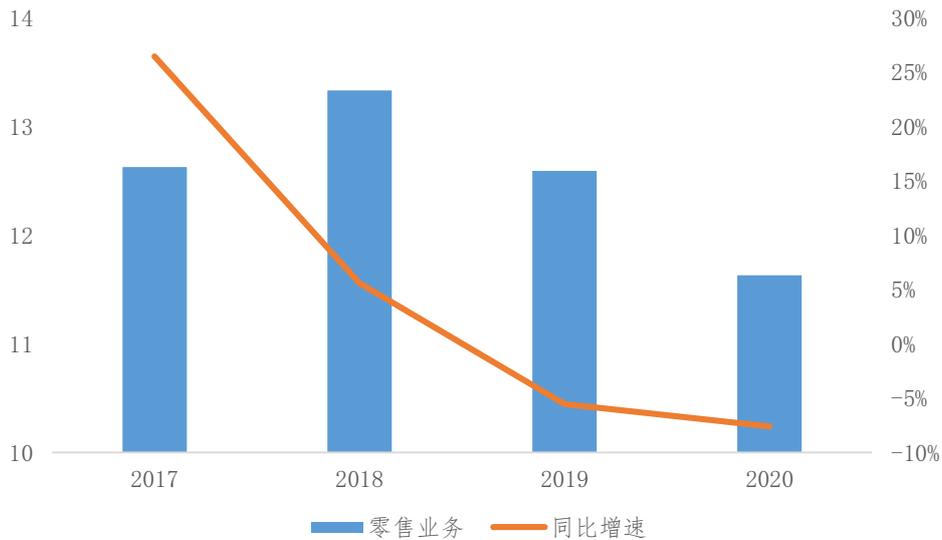
整体来看，由于公司发力衣柜业务相对较晚，衣柜的规模相对于欧派家居等头部企业相差甚远，仍然处于早期铺设渠道、跑马圈地的阶段。从关店率的数据来看，2020 年公司衣柜业务的关店率为 6.35%，整体经销商生存状况尚可，亦有意愿进行扩张。此外，随着行业景气度的上升，2021 年上半年衣柜业务的营业收入同比增长 77.97%，实现了高速增长。预计衣柜业务在中期仍然将维持中高速增长，衣柜业务未来仍将成为公司业绩成长的重要动力。

## 2、客流量下滑，橱柜业务持续承压

和志邦家居等做橱柜起家的企业类似，公司的橱柜业务规模经历了 2017-2018 年的扩张后，2019 年公司橱柜的零售业务即出现小幅下滑。2020 年受到新冠疫情冲击，橱柜的零售业务进一步承压，业务规模下滑至 11.63 亿元。2021 年上半年，随着行业景气度的恢复，零售业务略有回暖，业务规模较 2019 年同期小幅增长 10.65%。

面对橱柜零售端不断下滑的局面，公司加大了吸塑类橱柜和整体板类橱柜的营销力度，以面向中低端消费群体，以此吸引客流量。公司橱柜的平均售价（营业收入/销售量）也从 2017 年的 7480.42 元/套下滑至 2019 年的 7037.60 元/套。公司亦做过降价等尝试，但由于公司的经销商中存在较多的中小型经销商，其对于价格非常敏感，且降价在一定程度上会损害经销商的利益，因此整体的降价在零售端难以长期执行，整体上橱柜零售端的经营压力较大。

图表：橱柜零售业务的营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

我们认为，公司橱柜零售端下滑的原因是多方面的，既有行业的原因，也有公司自身的原因，主要有以下几点：

第一、精装修的趋势对于零售业务形成了冲击。由于橱柜是精装修的必选产品，消费者在购买了实施了精装修的房屋后不再需要再次进行购买，精装修的趋势对于原有的经销商门店的经营实质上形成了冲击，经销商门店的客流量下滑，零售业务的经营承压。整体来看，不论是头部的欧派家居还是二线的志邦家居，整体橱柜企业在 2018 年以后橱柜零售业务的增速普遍趋缓。

第二、橱柜行业整体上增速缓慢。我国橱柜行业发展较早，已逐步进入了成熟期。整体行业的渗透率已达 60% 的高位，行业主要以存量博弈为主，增长趋缓。这也在一定程度上导致公司橱柜的招商较为困难，橱柜门店的增长弱于预期。

第三、公司橱柜的门店实力相对较弱，风险抵御能力不足。根据我们的测算，2020 年公司的橱柜业务的单店收入为 73.37 万元，远低于欧派家居的同期水平，这也在一定程度上代表公司经销商的实力相对较弱。面对行业下行期的冲击，经销商抵御风险的能力相对较差。

### 三、另辟蹊径，寻找业务新机遇

除了发展传统的衣柜、橱柜的大宗及零售业务，公司亦另辟蹊径，寻找业务的新机遇，探索智能家居业务和海外业务等其他定制家居企业忽视的业务，以实现业绩的弯道超车。

#### 1、执行差异化战略，探索智能家居业务

随着 5G 商用、人工智能等新技术的应用，对定制家居产业竞争格局将产生重大影响，智能化家居也正逐渐占据消费主力军的眼球。公司亦将业务从橱柜向智能家居等新领域拓展，打造未来家居生态圈。智能家居是公司差异化战略的核心，公司也是 8 家定制家居企业中唯一一家涉及智能家居业务的企业。

随着智能产品的逐步普及, 公司发现智能家居亦可以像橱柜一样变成流量入口。此外部分智能家居产品的落地是全屋定制, 智能家居可落地到家居产品中, 公司因此加大了对智能家居的研发和投入。2018 年公司成立了智能家居研究院, 从行业内从海尔等智能家居研发较早的企业聘请员工, 负责智能家居技术预研以及智能产品软硬件集成开发, 打造具备智能化和互联网生态链的产品。

此后, 2019 年公司陆续完成了 IOT 物联网平台的搭建, 以及厨电、灯光照明、卫浴、窗帘等产品的互联互通, 可实现通过语音、APP 完成对智能家居的场景控制; 2020 年公司设立了全资子公司厦门智小金智能科技有限公司, 智小金拥有国内先进的 IOT 云平台、强大的人工智能研发团队, 将坚持“安全、健康、舒适”三大客户价值主张, 已构建“5+5+N”全屋智能定制解决方案。将家中住宅设施如照明、空调、电视、安防等设备连接到一起, 实现家电控制、室内外遥控、防盗报警、环境监测等功能, 打造安全、健康、舒适的智慧玄关、智慧厨房、智慧客厅、智慧卧室和智慧卫浴五大家庭空间

图表: 智小金的全屋智能套餐

# 全屋智能



雅致生活、全新体验、入户安防  
 全屋AI智能灯光、窗帘控制, 背景音乐



**Angel-智享系列**  
 远程控制 / 场景联动 / 背光提示  
 远程控制, 定时开关, 省电更省心  
 场景式灯光管控, 不止开灯关灯这么简单



**Angel-智慧面板**  
 触屏操控 / AI语音操控 / 设备联动  
 触屏操控, AI语音操控, 场景控制  
 智能联动, 音乐播放, 超级网关



**人体移动传感器**  
 感知门窗开关 / 智能联动 / 安全防护  
 采用ZigBee无线通讯技术, 低功耗,  
 低成本、高容量、高安全  
 安装简单, 支持平放、壁挂、侧贴等多种放置方式



**自动开合帘套装**  
 6种控制 / 6道安心保障 / 6大尊贵体验  
 超静音设计, 自定义设定行程  
 一言搞定, 全屋声控解放双手



**全自动门锁AL06**  
 6种开锁方式 / 6道安全保障 / 6大智慧体验  
 集成式把手, 指纹模块, 电机驱动,  
 电源管理系统等集成于把手  
 双舌锁体, 保密性能更高



**吸顶喇叭LB06S**  
 HiFi音质 / 纯净音乐  
 13芯黑色聚酯纤维高音头, 25芯进口纸盆  
 磁吸防尘网罩, HiFi级钢包铝线圈



**背景音乐主机M06A/W**  
 远程控制 / 场景联动 / 海量乐库  
 APP远程控制, 躺在床上也能轻松控制  
 DSP音效处理, T1芯片, HiFi音效



¥16999  
**特惠价**

**原价26999元**

资料来源: 亿翰智库、公司官网

经过了公司的不懈努力, 公司目前已实现了部分智能家居单品及套餐的销售。从5月份公司发布的产品套餐来看, 公司的产品主要还是围绕灯光控制、自动门锁、音乐主机等产品来运行, 并未捆绑橱柜、衣柜进行销售, 整体的范围已由原有的厨房拓展至全屋。从效果来

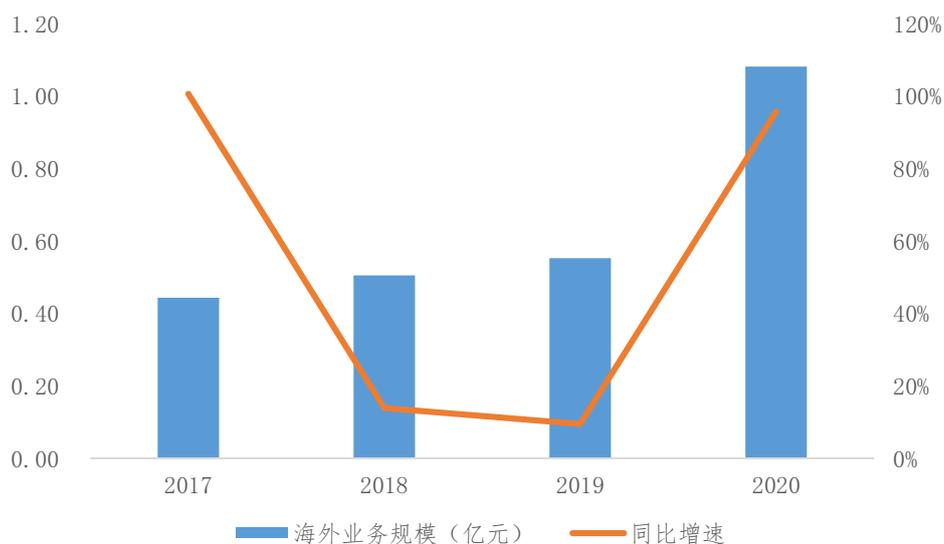
看,目前公司对于智能家居仍然处于探索阶段,目前尚未贡献较多利润。未来随着研发的投入和产品的逐渐成熟,预计智能家居将逐渐成为公司未来重要的发力点。

## 2、不畏险阻,扬帆海外

随着全球化的逐步深入,以及中国制造业竞争力的逐步提升,开辟海外市场成为了众多国内企业实现业绩赶超的重要选择。然而对于定制家居企业来说,受限于本土化、产业链建设等一系列问题,我国定制家居企业对于开拓海外市场的兴趣并不算高。在经历了贸易战、COVID19 病毒的轮番冲击下,部分如志邦家居等此前尝试出海的企业的业务亦受到了沉重的打击,海外业务的销售规模不断萎缩。在这种艰困的环境下,不断寻找新机遇的金牌厨柜不畏险阻,积极出海,取得了业务规模上的突破。

公司发力海外业务相对较晚,2015 年开始形成自营出口业务收入,并通过自有品牌输出海外,主打澳洲和美国市场,并逐步建立经销商专卖店与大宗业务代理相结合的营销服务体系,形成覆盖全球的营销网络。**金牌厨柜也是第一家以自有品牌方式出口的中国橱柜企业。**为打开国际市场,公司连续 7 次亮相美国拉斯维加斯 KBIS 展会(世界最大的专业厨房以及卫浴行业展览会),以吸引客户。美国市场主要以批发和零售为主,批发类似于宜家,将产品做成标准件出售。零售方面则以公寓客户为主,主打定制化服务。为了更好的服务美国客户,公司先后在美国设立了东岸中心仓库和费城展厅,以推广公司的海外业务。在公司的积极努力下,公司的海外业务在 2017 年取得了爆发式增长,海外的营业收入规模达 4434 万元,同比增长 100.54%。

图表:海外业务的规模及同比增速



资料来源:亿翰智库、企业公告

好景不长,随着 2018 年中美贸易战的打响,公司海外业务的核心市场美国市场受到冲

击严重，公司的海外业务规模增速明显放缓，2018 公司海外业务增速快速下滑至 13.86%。面对海外市场的严峻考验，公司并未像部分公司一样减少对海外市场的拓展，而是积极应对，寻求破解之法，继续推动海外业务拓展。2019 年，公司持续加快海外供应链建设，并成功将泰国生产基地建成投产，以绕开美国的关税壁垒。

2020 年，面对疫情、美国双反的冲击，公司积极通过海外 RTA、工程渠道拓展业务，在海外布产能，实现业务较快发展。2020 年公司海外业务的销售收入 1.08 亿元，同比增长 95.66%，实现逆市增长。公司也是 8 家定制家居企业中极少数的在 2020 年实现海外业务正增长的公司。此外，公司成功入股马来西亚上市公司 Signature International Bhd，持续推进品牌国际化。2021 年上半年，受益于 RTA 渠道拓展、工程项目落地，公司海外业务实现营业收入 8541 万元，同比增长 44.72%，海外业务持续增长。

### 3、模式切换，整装模式的探索

由于定制家居的主流客户 80 后、90 后的生活节奏相对较快，缺乏足够的时间和精力参与装修过程，其对于能够实现“拎包入住”拥有较高的需求。据《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》显示，在装修方式上，选择“全屋整装，拎包入住”的消费者占比为 39.6%。43.57%的 80 后选择拎包入住，38.93%的 90 后选择拎包入住，整装也成为了传统家装行业转型的发展方向。此外，按照装修的顺序，硬装在软装之前，发展整装业务也有利于公司抢占流量入口。公司也在 2019 年正式拓展整装业务，推动公司整装业务的发展

公司在前期仿效尚品宅配的模式，打造桔家云平台”信息化系统，打通设计、报价、订单、生产、物流、安装、施工监控等泛家装各流程，并与一些小型装企签订合作协议，深度赋能家装公司。但由于小型装企流量能力有限，公司业务发展较慢。截至 2021 年 6 月末，公司共拥有桔家云整装门店 28 家，门店规模相对较小。厦门金牌桔家云整装科技有限公司的营业收入达 282.27 万元，尚未扭亏。

在观察其他主流定制家居企业的整装运营模式后，公司调整经营思路，公司选择采用欧派家居的模式进行整装的推广。公司直接和地方的家装公司合作，将其招募为家装经销商，公司提供产品和营销支持，为家装公司进行赋能，家装公司则负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。具体操作上，为了大力开拓市场，也为了加强和经销商的关系，公司通过给予经销商返点（大约在 3-7 个点）的方式抢占市场份额。整体来看，公司的管理层在经过了整装模式的连续调整后，对于整装的运营模式也有了更深的理解。随着公司整装业务的逐步推广，我们预计整装渠道亦将逐步成为公司重要的渠道。

总体而言，公司为了实现业绩的弯道超车，尝试了多种除大宗业务和衣柜业务以外的发展路径。但从整体的效果来看，除了海外业务的发展相对较好以外，智能家居业务和整装业务仍然处于业务的探索期，对于公司整体业绩的贡献不明显。公司仍然需要理清整装业务和智能家居业务的发展路径，发展出公司自身在这些业务上的核心竞争力，以实现业务上的有效突破。

#### 四、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上

展望未来，2021年1-8月全国住宅竣工面积33771万平方米，同比上涨27.40%，亦高于2019、2018年同期水平，为3年同期最高水平，竣工情况持续向好。我们认为，随着2018、2019年新开工项目的陆续结转，2021年将为竣工的大年。在行业环境好转的情况下，2021年上半年公司实现收入13.27亿元，较2019年同期增长69.04%。受到大宗业务占比提高及原材料涨价的影响，公司的净利润率有所下滑，公司的归母净利润同比增长24.29%，整体上净利润仍然维持中高速增长。

整体来看，我们认为过去公司过去几年高速增长的动力（衣柜的品类扩张，大宗的渠道增长、海外市场的开拓）仍将持续，考虑到其业务规模仍然较小，公司仍然处于跑马圈地的业务开拓初期，中期内业务增长仍将维持中高速增长。但在实现整体业务规模高速成长的同时，公司也要注意维持利润水平的相对稳定，以实现营业收入和净利润的同步增长。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

