

疫情影响短期业绩承压，期待新业务发力

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:	83.48/28.73
目标价格:		总市值(亿)	46.22
最新收盘价:	29.94	自由流通市值(亿)	42.88
		自由流通股数(百万)	143.21

事件概述

金牌厨柜发布2021年三季度报：2021年前三季度公司实现营业收入22.20亿元，同比+37.41%；归母净利润1.58亿元，同比+6.38%。分季度看，Q3单季度营业收入8.93亿元，同比+13.49%；归母净利润0.71亿元，同比-18.14%。Q3单季度公司收入端增速放缓，主要受公司总部所在地区疫情影响，生产、发货节奏放缓，部分收入和利润延期至第四季度，此外，利润端受新业务等前期费用投入加大以及原材料价格上涨影响，利润同比下滑。

分析判断：

► 收入端：Q3衣柜保持高增长，大宗业务同比增速放缓。

分产品看，2021年前三季度整体橱柜、整体衣柜、木门业务销售额分别为16.47、4.79、0.51亿元，同比分别+29.50%、+57.15%、+262.97%，各主要业务持续高增长；其中，Q3单季度整体橱柜、整体衣柜、木门业务销售额分别为6.42、2.03、0.30亿元，同比分别+3.98%、+35.57%、+267.58%，衣柜延续高增长。产品方面，公司加大研发力度，积极将人工智能与定制家居相结合，推出智慧门屏等智能家居产品，为后续发展奠定良好基础。

分渠道看，2021年前三季度公司经销店、直营店、大宗业务、境外销售额分别为11.82、1.22、7.52、1.28亿元，同比分别+33.93%、-1.16%、+50.00%、+51.59%，其中Q3单季度经销店、直营店、大宗业务、境外销售额分别为4.97、0.42、2.97、0.42亿元，同比分别+14.54%、-25.97%、+14.13%、+67.72%，直营渠道有所下滑，其他主要渠道均保持稳步增长。零售端公司持续拓店，抢占市场份额，截至2021年9月，公司共拥有2916家门店，其中金牌厨柜、金牌衣柜、金牌木门、整装门店分别为1699、866、319、32家，前三季度分别新增114、144、138、27家，Q3单季度则分别新增31、46、71、4家。大宗渠道方面，不断优化客户结构，且以工程代理商模式为主，控制风险，此外公司成立木门事业分部，发展木门大宗渠道。

► 盈利端：Q3盈利能力有所下滑，费用率有所提升。

2021年前三季度公司毛利率、净利率分别为29.19%、7.01%，同比分别-3.57pct、-2.15pct，其中，Q3毛利率、净利率分别为31.36%、7.86%，同比分别为-0.70pct、-3.19pct。毛利率有所下滑，主要受原材料价格上涨暂未传导至消费终端以及毛利率相对较低的工程厨柜收入占比提升等因素影响，分产品看，2021年前三季度整体橱柜、整体衣柜、木门、其他产品毛利率分别为29.05%、27.88%、3.41%、8.40%，同比分别-4.35pct、+0.08pct、-8.37pct、-1.42pct，衣柜业务盈利水平略有提升，其他产品毛利率均有所下滑；分渠道看，2021年前三季度经销店、直营店、大宗业务、境外渠道毛利率分别为33.63%、64.42%、13.92%、26.15%，同比分别-1.14pct、-0.62pct、-4.45pct、-11.61pct，各主要渠道毛利率均有所下滑。期间费用方面，2021年前三季度公司期间费用率为23.73%，同比-0.79pct，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12.86%、5.01%、5.57%、0.29%，同比分别-0.76pct、-0.49pct、+0.10pct、+0.36pct，分季度看，Q3单季度期间费用率为23.84%，同比+3.34pct，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12.95%、4.97%、5.61%、0.31%，同比分别+2.15pct、-0.12pct、+0.65pct、+0.66pct，销售费用率上升，主要为公司加大对海外、木门、厨电、智能家居、卫浴等业务费用投入。

投资建议：

看好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。维持此前收入预测，预计公司21-23年营业收入分别为33.76/42.13/50.52

亿元；考虑到原材料价格上涨对公司利润端影响，下调 21-23 年 EPS 2.38/2.91/3.40 元的预测至 2.06/2.64/3.28 元，对应 2021 年 10 月 29 日收盘价 29.94 元/股，PE 分别为 15/11/9 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	318	408	507
YoY (%)	15.4%	20.7%	8.8%	28.2%	24.2%
毛利率 (%)	35.8%	32.7%	29.0%	28.9%	28.4%
每股收益 (元)	1.57	1.90	2.06	2.64	3.28
ROE	20.0%	16.0%	13.9%	14.6%	14.8%
市盈率	19.06	15.79	14.52	11.33	9.12

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	318	407	505
YoY (%)	24.2%	27.9%	24.8%	19.9%	折旧和摊销	75	64	63	65
营业成本	1,776	2,397	2,996	3,616	营运资金变动	318	652	204	178
营业税金及附加	17	25	29	35	经营活动现金流	673	1,009	646	710
销售费用	311	389	472	556	资本开支	-488	-108	-68	-48
管理费用	135	155	185	202	投资	-390	100	80	60
财务费用	-8	2	-9	-16	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	51	0	0
投资收益	23	30	32	42	债务募资	53	0	0	0
营业利润	327	343	450	559	筹资活动现金流	42	44	-7	-7
营业外收支	3	2	2	2	现金净流量	-156	1,075	684	758
利润总额	331	345	452	561					
所得税	39	28	45	56	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	291	318	407	505	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	293	318	408	507	营业收入增长率	24.2%	27.9%	24.8%	19.9%
YoY (%)	20.7%	8.8%	28.2%	24.2%	净利润增长率	20.7%	8.8%	28.2%	24.2%
每股收益	1.90	2.06	2.64	3.28	盈利能力 (%)				
					毛利率	32.7%	29.0%	28.9%	28.4%
					净利率	11.0%	9.4%	9.7%	10.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.4%	6.8%	7.3%	7.7%
货币资金	468	1,543	2,227	2,985	净资产收益率 ROE	16.0%	13.9%	14.6%	14.8%
预付款项	54	55	70	92	偿债能力 (%)				
存货	299	406	515	615	流动比率	1.19	1.26	1.37	1.50
其他流动资产	1,063	960	944	926	速动比率	0.96	1.07	1.16	1.27
流动资产合计	1,884	2,963	3,757	4,618	现金比率	0.29	0.66	0.81	0.97
长期股权投资	3	3	3	3	资产负债率	47.4%	51.2%	50.0%	47.9%
固定资产	865	951	1,028	1,099	经营效率 (%)				
无形资产	125	128	131	133	总资产周转率	0.76	0.72	0.75	0.77
非流动资产合计	1,602	1,741	1,850	1,944	每股指标 (元)				
资产合计	3,486	4,705	5,607	6,561	每股收益	1.90	2.06	2.64	3.28
短期借款	133	133	133	133	每股净资产	11.83	14.82	18.13	22.11
应付账款及票据	781	1,084	1,340	1,615	每股经营现金流	4.36	6.53	4.19	4.60
其他流动负债	676	1,129	1,266	1,333	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,589	2,346	2,739	3,080	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.79	14.52	11.33	9.12
其他长期负债	63	63	63	63	PB	4.22	2.02	1.65	1.35
非流动负债合计	63	63	63	63					
负债合计	1,652	2,409	2,802	3,143					
股本	103	154	154	154					
少数股东权益	8	7	6	5					
股东权益合计	1,834	2,296	2,805	3,418					
负债和股东权益合计	3,486	4,705	5,607	6,561					

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，9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，5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，4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。