

2022年04月13日

金牌厨柜 (603180.SH)

动态分析

21年业绩表现稳健，衣柜业务快速拓展

事件：公司发布2021年年报，2021年公司实现营收34.48亿元，同比增长30.61%，实现归母净利润3.38亿元，同比增长15.49%。公司拟每股派发现金红利1.06元（含税）。

投资要点

◆ **21H2 零售端营收表现优异，21Q4 归母净利润创单季新高。** 营收端，2021年公司实现营收34.48亿元/+30.61%，增速较2020年提升6.4pct，厨柜、衣柜品类销量的持续增长为营收增长主要驱动力。分季度来看，21Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营收4.9、8.4、8.9、12.3亿元，同比增长81.6%/49.9%/13.5%/19.9%，下半年增速放缓系受到大宗业务影响，21Q3/Q4公司大宗业务同比增长14.1%、0.4%，较21H1的88.7%增速明显下降，我们估算公司零售端业务21H2同比增长20%，零售端表现优异。净利端，2021年公司实现归母净利润3.38亿元/+15.49%，21Q4归母净利润为1.8亿元/+24.9%，四季度归母净利润为公司上市以来单季度新高。

◆ **衣柜业务快速拓展，21年收入占比超过20%。**2021年，公司积极推动厨、衣、木、电器等品类的渠道布局，厨柜零售业务实现稳步增长，衣柜、木门零售业务实现快速增长。2021年，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收24.8、8.0、0.8、0.2亿元，同比增长19.6%、60.3%、242.2%、121.1%。厨柜为公司第一大收入，占比71.9%，但占比同比下降6.6pct。衣柜为公司第二大收入，2021年收入占比超过20%，达到23.2%，拆分量价来看，公司衣柜销售量同比增长46.5%，平均销售单价增长9.4%，全年实现量价齐升。2021年木门销售量同比实现400%以上增长，收入占比2.4%，同比提升1.5pct。在其它配套产品方面，2021年收入占比0.5%，厨柜配套方面，预计公司今年将与厨电企业进行合作，衣柜配套方面，公司将继续强化产品配套，布局整家定制，满足消费者一站式购物诉求，提升单一客户价值。21年12月，公司在广州设计周正式发布金牌G9高定品牌，布局高端私属定制领域。

◆ **21年各品类门店稳步拓展，整装渠道调整后再出发。**分渠道看，1) 经销商渠道方面，2021年实现收入18.8亿元，同比增长33.3%，占比54.5%，截至21年末，公司拥有3062家经销店，包括1720家金牌厨柜店、919家金牌衣柜店、388家金牌木门店和35家金牌整装馆，21年公司经销店稳步拓展，厨/衣/木店较年初净增166、197、207家，整装馆较年初净增30家，预计公司22年依托平台分公司与办事处，进一步加强零售渠道的商圈管理，激发零售渠道活力。2) 直营渠道方面，2021年实现收入1.9亿元，同比增长0.8%，占比5.6%，线下门店31家，较期初持平。3) 大宗渠道方面，21年公司强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作，年内与45家百强房地产企业签订战略集采协议，全年实现收入11.4亿元，同比增长28.2%，下半年受地产行业影响，工程代理商业务拓展放缓致大宗业务收入增速下滑。4) 整装渠道方面，21年公司积极进行整装业务模式调整升级，寻求地方头部整装企业进行合作。

轻工制造 | 家具 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2022-04-13)

31.96元

交易数据

总市值(百万元)	4,934.07
流通市值(百万元)	4,577.09
总股本(百万股)	154.38
流通股本(百万股)	143.21
12个月价格区间	27.88/76.10元

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.63	-1.41	-28.02
绝对收益	-2.08	-12.82	-34.64

分析师

刘荆
 SAC执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsec.cn

报告联系人

孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

金牌厨柜：受益定制行业快速增长，公司业绩增长较快 2017-08-10

- ◆ **原材料上涨致大宗业务毛利率承压，零售业务盈利能力较为稳定。** 盈利能力方面，2021年，公司毛利率同比下滑2.2pct至30.5%，公司盈利能力下滑主要系原材料价格上涨对大宗业务盈利能力的侵蚀，大宗渠道毛利率同比下滑5.2pct至13.3%，零售业务（经销+直营）由于公司在21年7月、10月的提价动作，毛利率受损幅度较小，同比下滑0.8pct。费用率方面，2021年，公司期间费用率合计下降0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为11.8%、4.6%、5.1%、-0.2%，销售及研发费用率同比持平，管理费用率小幅降低，综合影响下，2021年公司净利率为9.7%，同比下滑1.3pct。存货方面，截至21年末，公司存货为4.7亿元/+57.4%，存货周转天数为58天，同比增加3天。现金流方面，2021年，公司经营活动现金流净额为4.0亿元，同比下降40.1%，系多品类的发展导致原材料采购品种增加、以及为应对疫情和原材料上涨等不确定因素，公司适当增加了原材料的库存储备，导致采购额同比有较大上升。
- ◆ **投资建议：**21年公司全品类业务稳步推进，厨柜表现稳健，衣柜、木门业务接力高速增长，大宗渠道代理商模式下经营稳健。我们预测公司2022-2024年每股收益分别为2.73元、3.19元和3.66元，对应公司22年PE为12倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**商品房竣工及销售数据不及预期；行业竞争加剧；开店进度不及预期；原材料价格大幅波动风险；疫情影响超预期。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,640	3,448	4,479	5,385	6,343
YoY(%)	24.2	30.6	29.9	20.2	17.8
净利润(百万元)	293	338	421	492	565
YoY(%)	20.7	15.5	24.6	16.8	15.0
毛利率(%)	32.7	30.5	32.1	31.8	31.9
EPS(摊薄/元)	1.90	2.19	2.73	3.19	3.66
ROE(%)	16.0	14.0	16.1	17.5	18.6
P/E(倍)	16.9	14.6	11.7	10.0	8.7
P/B(倍)	2.7	2.0	1.9	1.8	1.6
净利率(%)	11.1	9.8	9.4	9.1	8.9

数据来源: Wind, 华金证券研究所

内容目录

一、21 年业绩表现稳健，衣柜业务快速拓展	2
二、衣柜业务快速拓展，21 年收入占比超过 20%	2
三、21 年各品类门店稳步拓展，整装渠道调整后再出发	3
四、原材料上涨致大宗业务毛利率承压，零售业务盈利能力较为稳定	4
五、投资建议	5
六、风险提示	5

图表目录

图 1：公司近 5 年营业收入及同比增速	2
图 2：公司近 5 年归母净利润及同比增速	2
图 3：公司季度营业收入及同比增速	2
图 4：公司季度归母净利润及同比增速	2
图 5：公司近 5 年产品收入占比	3
图 6：公司近 5 年橱柜产品收入同比增速	3
图 7：公司近 5 年各产品毛利率	3
图 8：2021 年 12 月公司发布金牌 G9 高定品牌	3
图 9：公司各业务近 5 年门店数量（家）	4
图 10：公司各渠道毛利率	4
图 11：公司近 5 年毛利率及净利率	5
图 12：公司近 5 年期间费用率	5
图 13：公司近 5 年存货情况	5
图 14：公司近 5 年经营活动现金流	5

一、21 年业绩表现稳健，衣柜业务快速拓展

营收端，2021 年公司实现营收 34.48 亿元/+30.61%，增速较 2020 年提升 6.4pct，厨柜、衣柜品类销量的持续增长为营收增长主要驱动力。分季度来看，21Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 4.9、8.4、8.9、12.3 亿元，同比增长 81.6%/49.9%/13.5%/19.9%，下半年增速放缓系受到大宗业务影响，21Q3/Q4 公司大宗业务同比增长 14.1%、0.4%，较 21H1 的 88.7%增速明显下降，我们估算公司零售端业务 21H2 同比增长 20%，零售端表现优异。

净利端，2021 年公司实现归母净利润 3.38 亿元/+15.49%，21Q4 归母净利润为 1.8 亿元/+24.9%，四季度归母净利润为公司上市以来单季度新高。

图 1：公司近 5 年营业收入及同比增速



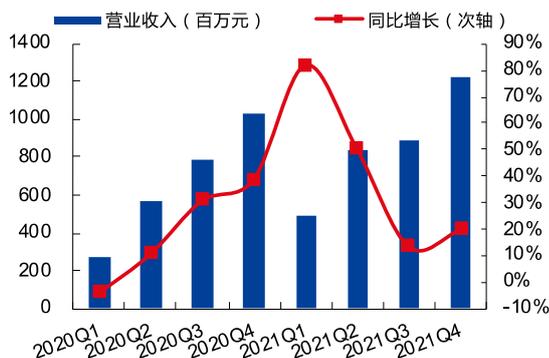
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润及同比增速



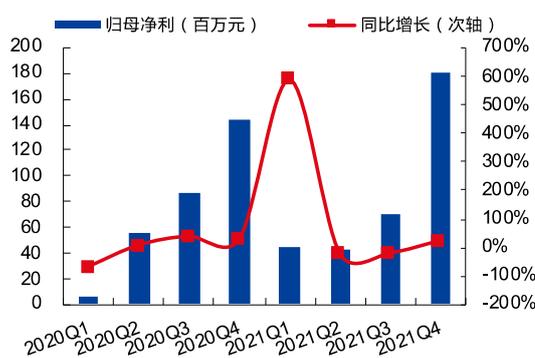
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、衣柜业务快速拓展，21 年收入占比超过 20%

2021 年，公司积极推动厨、衣、木、电器等品类的渠道布局，厨柜零售业务实现稳步增长，衣柜、木门零售业务实现快速增长。2021 年，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收 24.8、8.0、0.8、0.2 亿元，同比增长 19.6%、60.3%、242.2%、121.1%。

厨柜为公司第一大收入，占比 71.9%，但占比同比下降 6.6pct。

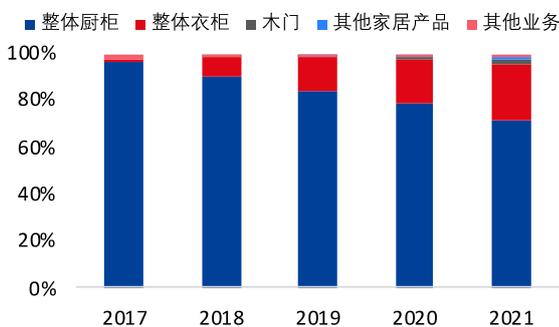
衣柜为公司第二大收入，2021 年收入占比超过 20%，达到 23.2%，拆分量价来看，公司衣柜销售量同比增长 46.5%，平均销售单价增长 9.4%，全年实现量价齐升。

2021 年木门销售量同比实现 400%以上增长，收入占比 2.4%，同比提升 1.5pct。

其它配套产品 2021 年收入占比 10.1%，厨柜配套方面，预计公司今年将与厨电企业进行合作，衣柜配套方面，公司将继续强化产品配套，布局整家定制，满足消费者一站式购物诉求，提升客单价。

2021 年 12 月 9 日，公司在广州设计周正式发布金牌 G9 高定品牌，布局高级私属定制市场。

图 5：公司近 5 年产品收入占比



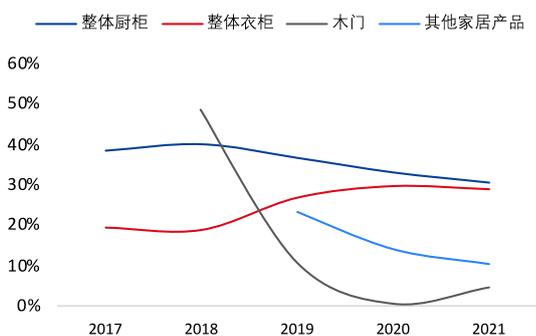
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司近 5 年橱柜产品收入同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司近 5 年各产品毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：2021 年 12 月公司发布金牌 G9 高定品牌



资料来源：橱柜网，华金证券研究所

三、21 年各品类门店稳步拓展，整装渠道调整后再出发

分渠道看，经销商渠道方面，2021 年实现收入 18.8 亿元，同比增长 33.3%，占比 54.5%，截至 21 年末，公司拥有 3062 家经销店，包括 1720 家金牌厨柜店、919 家金牌衣柜店、388 家金牌木门店和 35 家金牌整装馆，21 年公司经销店稳步拓展，厨/衣/木门较年初净增 166、197、207

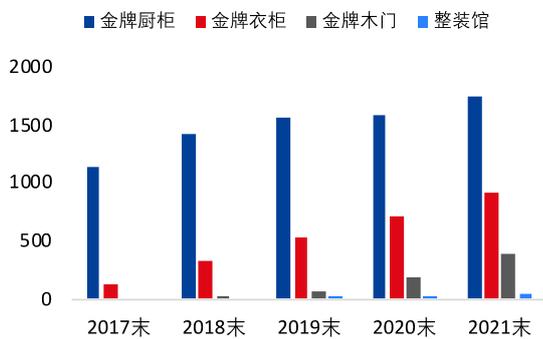
家，整装馆较年初净增 30 家，预计公司 22 年依托平台分公司与办事处，进一步加强零售渠道的商圈管理。

直营渠道方面，2021 年实现收入 1.9 亿元，同比增长 0.8%，占比 5.6%，线下门店 31 家，较期初持平。

大宗渠道方面，21 年公司强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作，年内与 45 家百强房地产企业签订战略集采协议，全年实现收入 11.4 亿元，同比增长 28.2%，下半年受地产行业影响，工程代理商业务拓展放缓致大宗业务收入增速下滑。

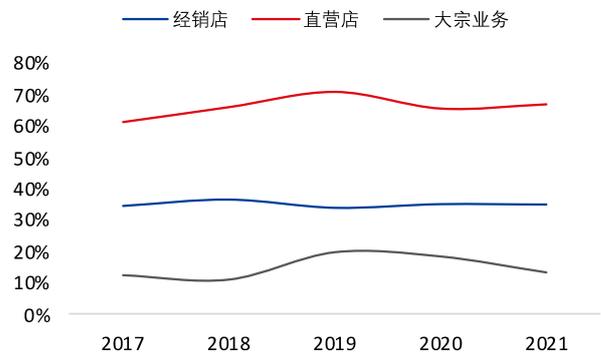
整装渠道方面，21 年公司积极进行整装业务模式调整升级，寻求地方头部装企进行合作。

图 9：公司各业务近 5 年门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：金牌厨柜含直营和经销）

图 10：公司各渠道毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、原材料上涨致大宗业务毛利率承压，零售业务盈利能力较为稳定

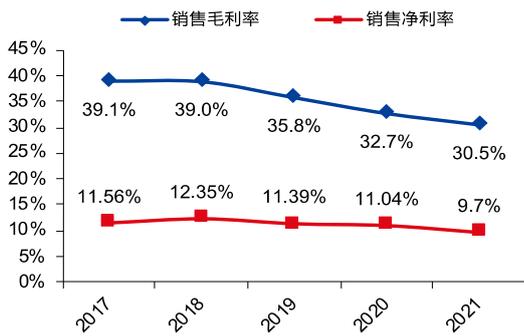
盈利能力方面，2021 年，公司毛利率同比下滑 2.2pct 至 30.5%，公司盈利能力下滑主要系原材料价格上涨对大宗业务盈利能力的侵蚀，大宗渠道毛利率同比下滑 5.2pct 至 13.3%，零售业务（经销+直营）由于公司在 21 年 7 月、10 月的提价动作，毛利率受损幅度较小，同比下滑 0.8pct。

费用率方面，2021 年，公司期间费用率合计下降 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.8%、4.6%、5.1%、-0.2%，同比+0.0、-0.5、+0.0、+0.1pct，综合影响下，2021 年公司净利率为 9.7%，同比下滑 1.3pct。

存货方面，截至 21 年末，公司存货为 4.7 亿元，同比增长 57.4%，存货周转天数为 58 天，同比增加 3 天。

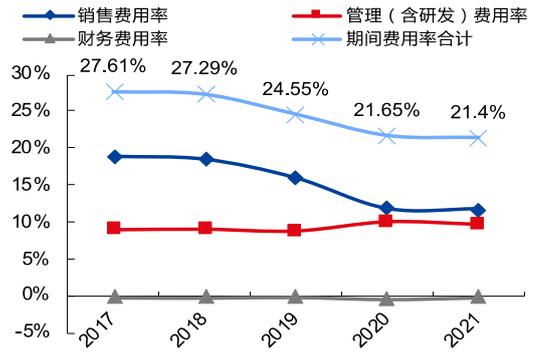
现金流方面，2021 年，公司经营活动现金流净额为 4.0 亿元，同比下降 40.1%，系多品类的发展导致原材料采购品种增加、以及为应对疫情和原材料上涨等不确定因素，公司适当增加了原材料的库存储备，导致本期采购额与上年同期有较大上升。

图 11: 公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 公司近 5 年期间费用率



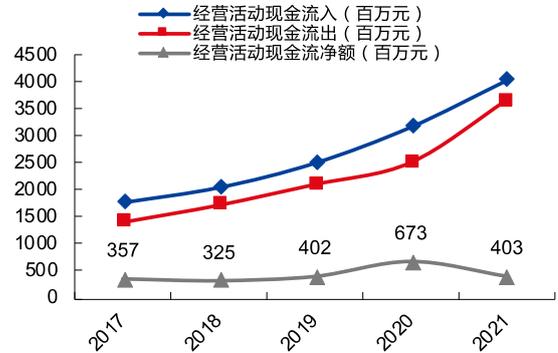
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 公司近 5 年存货情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 公司近 5 年经营活动现金流



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、投资建议

21 年公司全品类业务稳步推进, 厨柜表现稳健, 衣柜、木门业务接力高速增长, 大宗渠道代理商模式下经营稳健。我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.73 元、3.19 元和 3.66 元, 对应公司 22 年 PE 为 12 倍, 首次覆盖, 给予“增持-A”建议。

六、风险提示

商品房竣工及销售数据不及预期;

行业竞争加剧;

开店进度不及预期;

原材料价格大幅波动风险;

疫情影响超预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1884	2476	2834	3406	3618	营业收入	2640	3448	4479	5385	6343
现金	468	760	1120	1346	1586	营业成本	1776	2397	3043	3671	4323
应收票据及应收账款	150	203	212	317	299	营业税金及附加	17	21	27	32	38
预付账款	54	63	64	99	95	营业费用	311	406	528	641	755
存货	299	471	459	663	658	管理费用	135	160	215	258	298
其他流动资产	9	18	19	20	21	研发费用	134	177	224	269	317
非流动资产	1602	2040	3115	4003	4776	财务费用	-8	-5	-5	-11	6
长期投资	3	3	3	3	3	资产减值损失	-2	-1	-1	-1	-1
固定资产	865	1240	1928	2654	3362	公允价值变动收益	-2	9	0	0	0
无形资产	125	127	126	125	124	投资净收益	23	18	19	20	21
其他非流动资产	303	359	376	395	415	营业利润	327	361	467	546	628
资产总计	3486	4516	5949	7409	8394	营业外收入	5	9	10	10	11
流动负债	1589	2016	3140	3076	3973	营业外支出	1	2	2	3	3
短期借款	133	333	329	684	1018	利润总额	331	368	474	554	636
应付票据及应付账款	781	864	1345	1333	1793	所得税	39	33	57	66	76
其他流动负债	500	608	639	525	578	税后利润	291	335	417	487	560
非流动负债	63	80	192	1523	1390	少数股东损益	-1	-3	-4	-5	-5
长期借款	0	0	108	1435	1298	归属母公司净利润	293	338	421	492	565
其他非流动负债	63	80	84	88	92	EBITDA	352	395	583	717	881
负债合计	1652	2096	3331	4599	5363						
少数股东权益	8	10	6	1	-4	主要财务比率					
股本	103	154	154	154	154	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	829	1069	1069	1069	1069	成长能力					
留存收益	912	1157	1389	1585	1811	营业收入(%)	24.2	30.6	29.9	20.2	17.8
归属母公司股东权益	1826	2411	2612	2809	3035	营业利润(%)	19.6	10.3	29.2	17.0	15.1
负债和股东权益	3486	4516	5949	7409	8394	归属于母公司净利润(%)	20.7	15.5	24.6	16.8	15.0
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	32.7	30.5	32.1	31.8	31.9
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	11.1	9.8	9.4	9.1	8.9
经营活动现金流	673	403	1618	-137	1387	ROE(%)	16.0	14.0	16.1	17.5	18.6
净利润	291	335	421	492	565	ROIC(%)	99.7	131.1	74.2	102.2	26.7
折旧摊销	75	97	120	182	246	偿债能力					
财务费用	-8	-5	-5	-11	6	资产负债率(%)	47.4	46.4	56.0	62.1	63.9
投资损失	-25	-25	-19	-20	-21	流动比率	1.2	1.2	0.9	1.1	0.9
营运资金变动	576	17	1105	-775	596	速动比率	1.0	1.0	0.8	0.9	0.7
其他经营现金流	-236	-16	-4	-5	-5	营运能力					
投资活动现金流	-872	-477	-1147	-1035	-999	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
筹资活动现金流	42	372	-111	1399	-149	应收账款周转率	44.3	38.0	40.0	40.0	40.0
						应付账款周转率	5.2	5.5	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.31	0.13	1.51	1.86	2.18	P/E	16.9	14.6	11.7	10.0	8.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.56	2.34	2.91	2.54	P/B	2.7	2.0	1.9	1.8	1.6
每股净资产(最新摊薄)	6.71	6.18	7.12	7.87	8.74	EV/EBITDA	10.2	10.3	4.8	5.9	4.7

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn