



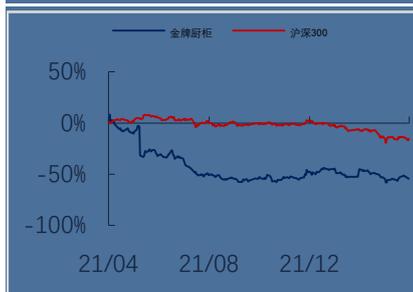
Research and
Development Center

全品类、多渠道布局增速亮眼

—金牌厨柜(603180)首次覆盖报告

2022年04月13日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
金牌厨柜 (603180)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	31.64
52 周内股价波动区间 (元)	76.10-27.88
最近一月涨跌幅 (%)	-3.06
总股本 (亿股)	1.54
流通 A 股比例 (%)	92.76
总市值 (亿元)	48.85

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

全品类、多渠道布局增速亮眼

2022 年 04 月 13 日

报告内容摘要：

- ◆ **2021 年保持快速增长，过去六年营业收入、归母净利 CAGR 分别为 28%、39%。**公司发布年报，2021 年实现营业收入为 34.5 亿元，同比增长 30.6%；净利润 3.38 亿元，同比增长 15.5%，主要因厨柜、衣柜零售及大宗稳步增长驱动。21 年下半年在业绩高基数背景下，公司单季营收仍实现稳健增长，Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 82%/50%/14%/20%，Q1/Q2/Q3/Q4 净利分别增长 588%/-22%/-18%/25%，利润受 Q1 低基数及 Q2 起原材料波动影响增速波动较大。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利 CAGR 分别为 28%、39%。
- ◆ **定制行业空间广阔，公司市场份额仍有较大提升空间。**我们根据过去定制渗透率提升速度以及地产销售数据测算，预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿元，市场空间广阔，对应整体定制渗透率约 42%，预计未来定制渗透率提升趋势延续，行业未来 CAGR 约 7.5%。金牌厨柜近年市场份额呈较快提升态势，公司占定制家居行业市占率从 2015 年的 0.7% 持续提升至 2021 年的 1.5%，但仍然明显偏低。从行业格局来看，目前定制行业市场仍较分散，CR7 仅约 20%，未来公司市占率仍有较大提升空间。
- ◆ **厨柜零售复苏，衣柜、木门新品类增速亮眼。**公司定制厨柜为核心优势品类，2021 年实现收入 24.8 亿元，同比增长 19.6%，厨柜零售渠道销售重拾增长，2021 年随着线下零售回暖与开店节奏恢复，厨柜零售实现 13% 增长。公司自 2015 年起开始发力衣柜、木门新品类，2021 年公司衣柜实现收入 8 亿元，同比保持 60.33% 高速增长，收入占比提升至 23.2%，2018-2021 年公司衣柜业务收入 CAGR 为 80%；木门实现收入 0.84 亿元，同比增长 242%，体量仍在快速提升阶段。
- ◆ **零售开店加速下沉同店经营改善，大宗增长回落。零售渠道：**2021 年公司零售收入 20.7 亿元，同比增长 29.4%，增长来自开店及同店改善贡献。截止 2021 年底，公司在全国拥有厨柜、衣柜、木门门店数（含在建）分别为 1720 家、919 家、388 家，较 2020 年底净增加 135 家、197 家、207 家，厨柜开店重拾增长，衣柜、木门开店速度保持高速增长，加速全国零售渠道覆盖。同时 2021 年公司零售门店单店收入有所复苏，在全年净新增 569 家门店的基础上，亦实现总体单店收入约 68 万元/店，新店加速开店的同时同店经营效率提升。**大宗渠道：**2021 年下半年地产政策收紧，行业增速有所放缓，同时部分房企暴雷对大宗行业造成系统性影响，公司 2021 大宗渠道实现收入 11.45 亿元，同比增长 28.2%，公司进一步强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作，加强应收账款的管理，未出现异常应收账款减值情况。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**去年以来公司积极推进数字化转型升级，加快推进创新渠道模式和覆盖，实现厨柜零售业务稳步增长，衣柜、木门零售业务快速增长。股权激励彰显发展信心，未来多元化品类和渠道布局值得期待，我们预计 2022-2024 年归母净利分别为 4.14 亿元、5.03 亿元、6.15 亿元，同比分别增长 22.6%、21.3%、22.5%，目前（2022/4/12）股价对应 2022 年 PE 为 12x，低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**地产销售持续下滑风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,640	3,448	4,262	5,072	6,043
增长率 YoY %	24.2%	30.6%	23.6%	19.0%	19.2%
归属母公司净利润 (百万元)	293	338	414	503	615
增长率 YoY%	20.7%	15.5%	22.6%	21.3%	22.5%
毛利率%	32.7%	30.5%	30.7%	30.8%	31.0%
净资产收益率ROE%	16.0%	14.0%	15.6%	17.0%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	2.83	2.19	2.68	3.26	3.99
市盈率 P/E(倍)	11.16	14.45	11.79	9.72	7.94
市净率 P/B(倍)	1.79	2.03	1.84	1.65	1.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 12 日收盘价

目 录

一、定制行业空间广阔，市场格局仍较分散	5
二、衣柜保持快速增长，零售渠道复苏	6
2.1 厨柜保持稳健，衣柜木门品类快速增长	7
2.2 零售增长复苏，大宗增速放缓	8
三、盈利预测与投资评级	9
四、风险因素	11

表 目 录

表 1：预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿	5
表 2：收入预测简表	9
表 3：利润预测简表	10
表 4：可比公司 2022 年平均 PE 约 17 倍	10

图 目 录

图 1：志邦家居近年市场份额加速提升	6
图 2：定制行业格局仍较分散-2020	6
图 3：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 28%	6
图 4：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 39%	6
图 5：分季度收入表现	7
图 6：分季度利润表现	7
图 7：公司衣柜收入占比逐年提升至 2021 年的 23%	7
图 8：衣柜业务持续快速增长	7
图 9：零售经销渠道收入占比 54%	8
图 10：公司厨柜零售收入复苏增长	8
图 11：公司各品类门店数保持高速增长	8
图 12：公司总体单店收入有所增长	8
图 13：公司大宗渠道收入增速有所回落	9
图 14：公司应收账款周转天数同行业对比较低	9

一、定制行业空间广阔，市场格局仍较分散

预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿元，对应整体渗透率约 42%。回顾定制行业过往发展，一方面，受益于早年的房地产后周期、人口中年化带来二次置业、家装个性化、空间利用最大化需求兴起等，我国家居行业尤其是定制行业也迎来了新一轮增长需求；另一方面，定制模式的出现，全屋定制让家装变得更加便捷高效，住房定制化需求增加让家具购买的频率更高。因此，也进一步带动了当年定制渗透率提升和行业规模扩容。

我们根据过去定制渗透率提升速度以及地产销售数据测算，2021 年我国定制橱柜、衣柜渗透率分别约 61%、45%，考虑到除衣柜外的其他全屋柜类渗透率相对略低估计在 28% 左右。以 2021 年约 2307 亿元国内定制市场规模测算，估计目前定制整体渗透率约 42% 左右。假设 2021~2025 年定制橱柜、衣柜年均 RPI 升幅均为 2%，假设 2022~2025 年定制橱柜、衣柜渗透率年均提升 1pct、其他柜类定制渗透率年均提升 4pct，测算得到 2025 年国内定制家具市场规模约 2925 亿元，20-25 年 CAGR 约为 7.5%。

表 1：预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅销售套数（万套）	1383	1403	1447	1463	1400	1372	1345	1318
同比	3%	1%	3%	1%	-4%	-2%	-2%	-2%
存量房套数（万套）	28472	29855	31258	32705	34169	35569	36942	38287
存量房翻新率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
存量房翻新套数（万套）	550	588	628	664	700	736	772	808
住宅销售数量合计（万套）	1932	1992	2076	2127	2101	2109	2117	2126
同比	4%	3%	4%	2%	-1%	0%	0%	0%
定制橱柜								
平均每户购置橱柜数（套）	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
橱柜市场规模（万套）	1932	1992	2076	2127	2101	2109	2117	2126
定制橱柜渗透率	60%	60%	60%	61%	61%	62%	62%	63%
定制橱柜单价（万元/套）	0.70	0.69	0.67	0.68	0.70	0.71	0.73	0.74
定制橱柜市场规模（亿元）	807	822	835	880	893	922	952	983
同比	3%	2%	1%	5%	2%	3%	3%	3%
定制衣柜								
平均每户购置衣柜数（个）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
衣柜市场规模（万个）	3864	3983	4152	4255	4202	4217	4234	4252
定制衣柜渗透率	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
定制衣柜单价（万元/个）	0.42	0.42	0.41	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47
定制衣柜市场规模（亿元）	682	719	749	824	849	888	929	971
同比	5%	6%	4%	10%	3%	5%	5%	5%
其他定制柜类								
平均每户购置其他柜类数（个）	2.00	2.50	2.50	3.00	3.50	3.70	3.90	4.10
定制柜类单价（万元/个）	0.20	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22	0.23
其他定制家居渗透率	17%	22%	22%	28%	34%	38%	42%	46%
其他定制家居市场规模	325	428	457	603	725	801	883	971
同比	33%	32%	7%	32%	20%	11%	10%	10%
定制家居市场规模合计（亿元）	1814	1970	2040	2307	2467	2611	2764	2925
同比	8.2%	8.6%	3.6%	13.1%	6.9%	5.9%	5.8%	5.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

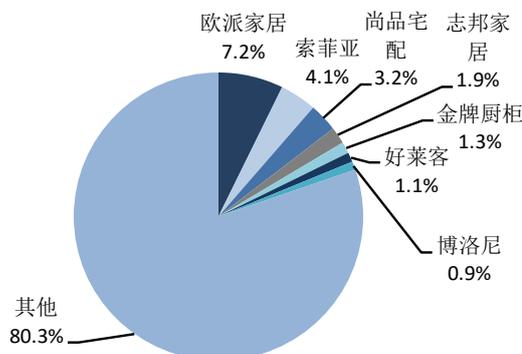
行业格局仍分散，金牌厨柜份额有望持续提升。金牌厨柜从整体厨柜起家，品类逐步扩展至衣柜、木门等其他整体定制品类，公司收入占定制家居行业市占率从 2015 年的 0.7% 提升至 2021 年的 1.5%（以 2021 年公司年报 34.5 亿元营收测算）。2018 年以来，在定制家居行业整体增速放缓的背景下，公司通过向衣柜品类、大宗渠道及海外扩展，市场份额呈加速提升趋势。但目前定制行业市场格局仍较分散，以欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、博洛尼为代表的 CR7 整体市场份额仅约 20%，未来仍有较大提升空间。

图 1：志邦家居近年市场份额加速提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：定制行业格局仍较分散-2020



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、衣柜保持快速增长，零售渠道复苏

2021 年保持快速增长，过去六年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 28%、39%。公司发布年报，2021 年实现营业收入为 34.5 亿元，同比增长 30.6%；净利润 3.38 亿元，同比增长 15.5%，主要因厨柜、衣柜零售及大宗稳步增长驱动。21 年下半年在业绩高基数背景下，公司单季营收仍实现稳健增长，Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 82%/50%/14%/20%，Q1/Q2/Q3/Q4 净利分别增长 588%/-22%/-18%/25%，利润受 Q1 低基数及 Q2 起原材料波动影响增速波动较大。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 28%、39%。

图 3：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 28%

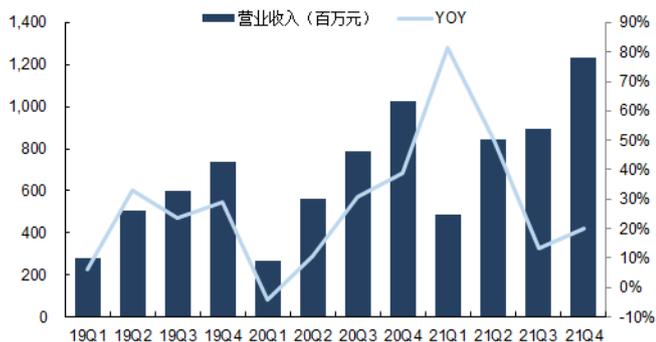


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 39%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：分季度收入表现


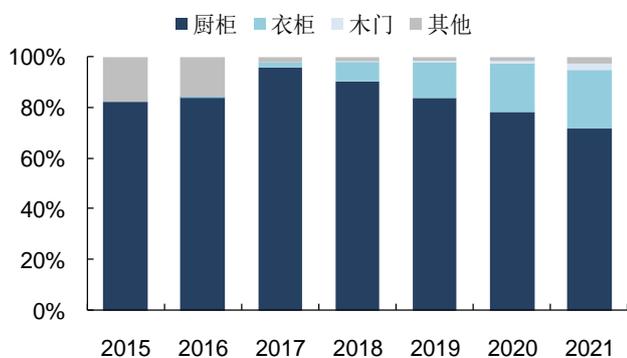
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：分季度利润表现


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 厨柜保持稳健，衣柜木门品类快速增长

深耕定制厨柜多年，定制衣柜、木门新品类协同发展增速亮眼。公司定制厨柜为核心优势品类，目前收入占比为 72%，2021 年实现收入 24.8 亿元，同比增长 19.6%，2015-2021 年品类收入 CAGR 为 25%，核心业务增速稳健。公司自 2015 年起开始发力衣柜，2017 年起开始拓展木门，新品类增速显著，显著驱动整体业绩增长。2021 年公司衣柜实现收入 8 亿元，同比增长 60.33%，保持高速增长趋势，2018-2021 年公司衣柜业务收入 CAGR 为 80%，收入占比逐步提升至目前的 23%。

图 7：公司衣柜收入占比逐年提升至 2021 年的 23%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 8：衣柜业务持续快速增长


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

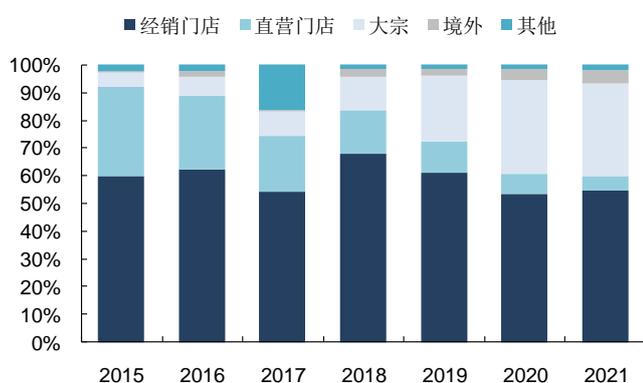
在新基建的背景下，随着 5G 通信技术、人工智能的快速应用普及，公司积极探索智能家居。智能家居行业也从单一场景向全屋场景，单品智能向生态系统智能转变，让家具备较强的系统性联动。公司 2020 年成立子公司金小智作为智能家居业务主体，以家为载体运用人工智能、云计算、物联网等技术将用户、家居场景、智能电器连成一体，打造智慧家居整体解决方案，公司持续加强人工智能算法与室内用户行为研究等产学研合作，与电子科技大学信息与软件工程学院成立智能家居联合研究中心，持续探索智能家居新兴赛道。

2.2 零售增长复苏，大宗增速放缓

零售经销渠道复苏，开店快速增长，同店经营改善。公司实行全渠道布局战略，形成了以线下经销门店、大宗为主的销售模式。2021 年零售经销渠道复苏强劲，作为占比五成的核心渠道，零售渠道全年实现收入 20.7 亿元，同比增长 29.4%。公司通过对厨柜、衣柜、木门等多品类的渠道布局，进一步强化门店下沉布局，并积极推进原有家装、整装业务模式升级，激活零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部家装企业开展业务合作，进一步强化零售渠道覆盖，增强市场竞争力。

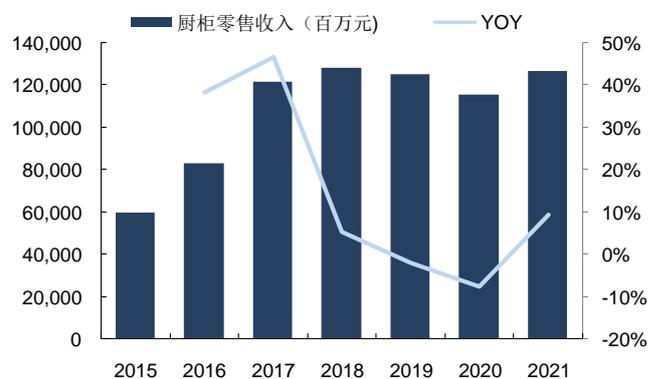
公司厨柜零售业务复苏重拾增长，2020 年由于疫情冲击线下零售普遍下滑，公司核心品类厨柜开店放缓业绩小幅下滑，2021 年随着线下零售复苏与开店节奏恢复，厨柜零售收入实现增长。

图 9：零售经销渠道收入占比 54%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司厨柜零售收入复苏增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

截止 2021 年底，公司在全国拥有厨柜、衣柜、木门门店数（含在建）分别为 1720 家、919 家、388 家，较 2020 年底净增加 135 家、197 家、207 家，厨柜开店重拾增长，衣柜、木门开店速度保持高速增长，加速全国零售渠道覆盖。同时 2021 年公司零售门店单店收入有所复苏，在全年净新增 569 家门店的基础上，亦实现总体单店收入约 68 万元/店，新店加速开店的同时同店经营效率提升。

图 11：公司各品类门店数保持高速增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司总体单店收入有所增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

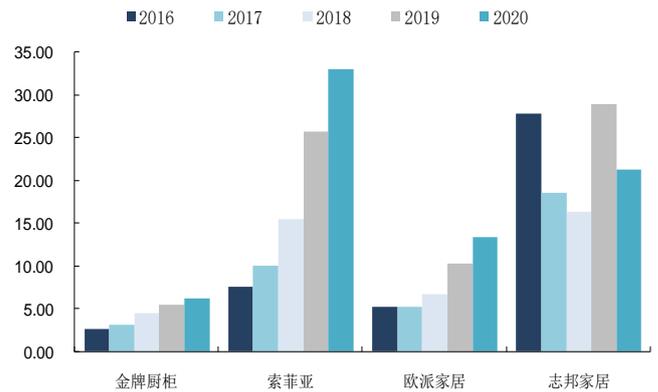
大宗受地产违约冲击有所回落,后续强化风险管理。政策与需求驱动下精装房市场快速发展,公司大宗渠道在过去六年间增长显著,2015-2021 年实现六年 CAGR 72%。2021 年下半年地产政策收紧,行业增速有所放缓,同时部分房企暴雷对大宗行业造成系统性影响,公司 2021 大宗渠道实现收入 11.45 亿元,同比增长 28.2%,增速有所回落。公司整体应收账款周转天数对比行业较低,大宗客户未出现异常应收账款减值情况。为应对大宗业务市场环境的快速变化,客户端,公司大宗业务全面加强风险管理,加大优质地产客户资源获取,推动客户结构优化,强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作;产品端,公司依托在厨柜品类的品牌、资源优势,加快衣柜、木门等品类的拓展,逐步构建新的增长动力。

图 13: 公司大宗渠道收入增速有所回落



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 公司应收账款周转天数同行业对比较低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、盈利预测与投资评级

主要收入预测假设: 1) 根据公司过去几年开店进展以及市场环境,我们假设 2022-2024 年橱柜开店约 100 家、衣柜开店 200~300 家; 2) 考虑到配套品业务以及零售整装渠道逐步起量,假设 2022-2024 年橱柜零售单店提货年均提升 3%,衣柜单店提货年均提升 10%; 3) 假设 2022-2024 年工程渠道收入分别同比增长 24.6%、15%、11.6%。综合以上考虑,我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 42.6 亿元、50.7 亿元、60.4 亿元,同比分别增长 23.6%、19%、19.2%。

表 2: 收入预测简表

万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	212,544	263,984	344,777	426,235	507,163	604,290
yoy	24.9%	24.2%	30.6%	23.6%	19.0%	19.2%
橱柜	178,157	207,342	248,029	293,397	329,625	362,719
yoy	16.0%	16.4%	19.6%	18.3%	12.3%	10.0%
衣柜	30,537	49,915	80,027	107,757	139,917	185,139
yoy	120.8%	63.5%	60.3%	34.7%	29.8%	32.3%
大宗业务	50,491	89,288	114,489	142,638	164,034	183,045
yoy	149.3%	76.8%	28.2%	24.6%	15.0%	11.6%
出口	5526	10812	16365	21274	25529	30635
yoy	9.5%	95.6%	51.4%	30.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

毛利率和费用率假设: 1) 假设 2022 年橱柜毛利率较 2021 年保持稳定在 30.3%, 2023-2024 年随着公司多渠道进一步开拓, 假设橱柜毛利率分别略降至 30%、30%, 衣柜毛利率由于规模效应由 21 年的 28.9% 小幅提升至 22-24 年的 29.5%、30%、30%, 大宗业务毛利率较 21 年低点略有回升、出口业务毛利率稳定在 30%。2) 假设 2022-2024 年销售费用率、管理费用率基本稳定, 研发费用率基本稳定。3) 假设 2022-2024 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.14 亿元、5.03 亿元、6.15 亿元, 同比分别增长 22.6%、21.3%、22.5%。

表 3: 利润预测简表

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,125	2,640	3,448	4,262	5,072	6,043
%增长率	24.9%	24.2%	30.6%	23.6%	19.0%	19.2%
营业成本	1,364	1,776	2,397	2,953	3,510	4,170
%销售收入	64.2%	67.3%	69.5%	69.3%	69.2%	69.0%
毛利	762	864	1,051	1,309	1,562	1,873
%销售收入	35.8%	32.7%	30.5%	30.7%	30.8%	31.0%
销售费用	338	311	406	501	597	711
%销售收入	15.9%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
管理费用	82	135	160	196	233	278
%销售收入	3.9%	5.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
研发费用	104	134	177	217	259	308
%销售收入	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
财务费用	-3	-8	-5	2	-4	-11
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.2%
营业利润	274	327	361	448	544	667
%增长率	15.0%	19.6%	10.3%	24.0%	21.5%	22.6%
归属于母公司的净利润	242	293	338	414	503	615
净利率	11.4%	11.1%	9.8%	9.7%	9.9%	10.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

去年以来公司积极推进数字化转型升级, 加快推进创新渠道模式和市场覆盖, 实现厨柜零售业务稳步增长, 衣柜、木门零售业务快速增长。股权激励彰显发展信心, 未来多元化品类和渠道布局值得期待, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.14 亿元、5.03 亿元、6.15 亿元, 同比分别增长 22.6%、21.3%、22.5%, 目前 (2022/4/12) 股价对应 2022 年 PE 为 12x, 低于行业可比公司平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司 2022 年平均 PE 约 17 倍

公司名称	股价	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
	2022/4/12		2021E	2022E	21PE	22PE	
欧派家居*	118.60	722.5	27.5	32.3	26.3	22.3	6.5
索菲亚*	20.53	187.3	1.2	14.3	152.3	13.1	3.2
尚品宅配	30.98	61.5	1.7	2.6	35.8	23.7	2.4
志邦家居*	24.65	77.0	5.1	6.0	15.2	12.9	4.3
江山欧派	65.90	69.2	3.3	4.8	20.8	14.5	3.6
平均					24.5	17.3	4.0
金牌厨柜*	31.64	48.8	3.4	4.1	14.5	11.8	2.7

资料来源: Wind 一致预期, 信达证券研发中心; 注: *为信达证券预期, 其余为 Wind 一致预期

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

四、风险因素

地产销售下滑风险：家居板块消费受地产销售影响，若地产销售大幅下滑，家居板块企业收入及利润均将受到较大影响，提示地产销售大幅下滑的风险。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,884	2,476	3,039	3,664	4,392	
货币资金	468	760	1,218	1,691	2,238	
应收票据	82	90	105	125	149	
应收账款	52	90	105	125	149	
预付账款	54	63	78	92	110	
存货	299	471	526	625	743	
其他	929	1,002	1,007	1,006	1,004	
非流动资产	1,602	2,040	2,023	2,042	2,039	
长期股权投资	3	3	3	3	3	
固定资产(合计)	865	1,240	1,230	1,227	1,218	
无形资产	125	124	124	124	124	
其他	609	673	666	688	694	
资产总计	3,486	4,516	5,062	5,706	6,431	
流动负债	1,589	2,016	2,319	2,668	3,032	
短期借款	133	333	264	240	162	
应付票据	218	161	199	236	281	
应付账款	563	702	865	1,029	1,222	
其他	676	819	991	1,163	1,366	
非流动负债	63	80	80	80	80	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	63	80	80	80	80	
负债合计	1,652	2,096	2,399	2,748	3,111	
少数股东权益	8	10	6	1	-5	
归属母公司股东权益	1,826	2,411	2,658	2,957	3,324	
负债和股东权益	3,486	4,516	5,062	5,706	6,431	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,640	3,448	4,262	5,072	6,043
同比(%)	24.2%	30.6%	23.6%	19.0%	19.2%
归属母公司净利润	293	338	414	503	615
同比(%)	20.7%	15.5%	22.6%	21.3%	22.5%
毛利率(%)	32.7%	30.5%	30.7%	30.8%	31.0%
ROE%	16.0%	14.0%	15.6%	17.0%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	2.83	2.19	2.68	3.26	3.99
P/E	11.16	14.45	11.79	9.72	7.94
P/B	1.79	2.03	1.84	1.65	1.47
EV/EBITDA	8.56	11.11	8.17	6.11	4.22

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,640	3,448	4,262	5,072	6,043	
营业成本	1,776	2,397	2,953	3,510	4,170	
营业税金及附加	17	21	25	30	36	
销售费用	311	406	501	597	711	
管理费用	135	160	196	233	278	
研发费用	134	177	217	259	308	
财务费用	-8	-5	2	-4	-11	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	23	18	23	27	32	
其他	30	51	59	70	83	
营业利润	327	361	448	544	667	
营业外收支	3	7	3	3	3	
利润总额	331	368	451	547	670	
所得税	39	33	41	49	60	
净利润	291	335	410	498	610	
少数股东损益	-1	-3	-4	-5	-6	
归属母公司净利润	293	338	414	503	615	
EBITDA	343	405	486	569	675	
EPS(当年)(元)	2.83	2.19	2.68	3.26	3.99	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	673	403	781	824	979
净利润	291	335	410	498	610
折旧摊销	75	117	117	126	135
财务费用	-2	2	12	10	8
投资损失	-25	-25	-23	-27	-32
营运资金变动	318	-26	267	220	261
其它	16	1	-3	-3	-3
投资活动现金流	-872	-477	-74	-115	-97
资本支出	-488	-416	-97	-142	-129
长期投资	-390	-66	0	0	0
其他	6	5	23	27	32
筹资活动现金流	42	372	-249	-236	-335
吸收投资	43	284	0	0	0
借款	53	0	-69	-23	-78
支付利息或股息	-60	-93	-179	-213	-257
现金流净增加额	-156	294	458	473	548

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。