

2022年04月29日

金牌厨柜 (603180.SH)

公司快报

22Q1 营收稳健增长，衣柜业务规模效应逐步显现

事件：公司发布 2022 年 1 季报。2022 年 1 季度，公司实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 17.24%，归母净利润 0.30 亿元，同比下降 31.16%，实现扣非净利 0.13 亿元，同比增长 30.37%。

投资要点

- ◆ **22Q1 公司营收稳步增长，扣非净利增速高于营收。** 营收端，22Q1，公司实现营收 5.69 亿元，同比增长 17.24%，公司营收保持稳健增长主要源于各品类销量持续增长。净利端，22Q1，公司实现归母净利润 0.30 亿元，同比下降 31.16%，实现扣非净利 0.13 亿元，同比增长 30.37%，扣非净利增速快于营收主要受益于盈利能力提升，归母净利润下滑系因时间差异，公司部分政府补助未能在 1 季度确认，22Q1 公司政府补助同比减少 73.3%至 841 万元。
- ◆ **22Q1 线下保持净开店，工程业务增速环比提升。**分渠道看，1) 经销商渠道，22Q1 实现收入 3.0 亿元，同比增长 10.3%，毛利率 34.9% (+3.3pct)，截至 22Q1 末，公司经销门店较期初净增加 100 家至 3162 家，其中衣柜专卖店 953 家 (+34 家)、厨柜 1736 家 (+16 家)、木门 431 家 (+43 家)、整装馆 42 家 (+7 家)，我们预计公司经销商渠道收入增长主要为门店拓展贡献。2) 直营渠道方面，22Q1 实现收入 0.28 亿元，同比增长 3.8%，毛利率 64.6% (+4.5pct)。3) 大宗渠道方面，22Q1 实现收入 1.78 亿元，同比增长 27.9%，毛利率 12.1% (+0.3pct)。
- ◆ **22Q1 衣柜业务保持高速增长，全品类毛利率均有所提升。**分品类看，1) 整体厨柜方面，22Q1 实现收入 3.82 亿元，同比增长 7.9%，毛利率 29.4% (+1.78pct)，毛利率提升主要为零售厨柜产品结构调整所致。2) 整体衣柜方面，22Q1 实现收入 1.52 亿元，同比增长 32.1%，营收占比为 26.7%，毛利率 28.9% (+1.72pct)。3) 木门方面，22Q1 实现收入 0.17 亿元，同比增长 107.9%，毛利率 5.2% (+4.64pct)。衣柜及木门规模效应逐步体现带动毛利率上行。4) 其它产品方面，22Q1 实现收入 77.16 万元，同比下降 30.1%，毛利率 2.7% (+0.32pct)。
- ◆ **22Q1 销售费用率提升预计与公司 315 活动宣传推广加大有关。**盈利能力方面，22Q1，公司毛利率同比提升 1.9pct 至 29.9%。费用率方面，22Q1，公司期间费用率合计提升 2.0pct 至 27.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.7%、6.7%、6.4%、-0.3%，同比+1.7、+0.4、+0.1、-0.3pct，叠加非经常损益减少综合影响下，22Q1 公司销售净利率为 5.0%，同比下滑 3.9pct。存货方面，截至 22Q1 末，公司存货为 5.37 亿元，较期初增长 14.1%，存货周转天数为 114 天，较期初增加 56 天。现金流方面，22Q1，公司经营活动现金净流出 5.04 亿元，净流出额同比增加 68.1%，系公司采购原材料、支付运营费用增加。
- ◆ **投资建议：**公司今年 1 季度线下渠道保持净开店，衣柜、木门品类规模效应逐步显

轻工制造 | 家具 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2022-04-28)

25.21 元

交易数据

总市值(百万元)	3,891.99
流通市值(百万元)	3,610.40
总股本(百万股)	154.38
流通股本(百万股)	143.21
12 个月价格区间	25.21/68.97 元

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.23	-11.66	-30.45
绝对收益	-17.67	-23.14	-44.38

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：21 年业绩表现稳健，衣柜业务快速拓展 2022-04-13

现，大宗业务较上季度增速有所加快，代理商模式下风险较为可控。我们继续看好公司厨、衣、木品类融合发展，维持盈利预测，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 9 倍，维持“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)	13.3	11.5	9.2	7.9	6.9
P/B(倍)	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3
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

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	13.3	11.5	9.2	7.9	6.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.56	2.34	2.91	2.54	P/B	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3
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	3.0	4.4	3.6

数据来源: 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