

金牌厨柜（603180）：立足定制拓展品类空间广阔，成长路径清晰

2022年5月18日

推荐/首次

金牌厨柜

公司报告

深耕定制橱柜行，新品类布局效果初显。公司成立于1999年，深耕橱柜二十余年。品类方面，衣柜、木门分别于2016、2018年推出，增长迅猛，目前占比不足26%，提高空间仍大；渠道方面，大宗业务拓展顺利，收入占比达33%，保持较高的增长速度。品类与渠道的拓展推动公司数年来持续高增。公司连续两年推出股权激励计划，充分调动员工积极性。2021年股权激励目标为2022-2023年净利润均有20%的增长，体现出公司对自身发展的信心。

家具行业集中度仍低，下沉市场与渠道变革空间充足。家具制造业规模大，2021收入规模达8000亿，可容纳多个行业巨头。行业集中度持续增加，9家定制家具上市公司的市占率从2013年的1.71%，提升至2021年的7.68%。我们认为，品类拓展是将驱动市占率持续提升的重要因素。家具多品类销售符合消费者便捷、一体化设计、优惠的需求；从企业运营角度看，家具各品类在渠道、工艺、材料上有较高的重合度，多品类运营有助于企业形成规模优势。但同时，多品类运营也对定制家具公司的供应链能力和品牌力提出了更高要求，因此我们认为头部公司在品类拓展上更加顺利。以金牌为代表的二线头部公司，网点下沉和加密仍有较大空间，门店数保持较好的增长势头。大宗和家装业务带来行业新的渠道变革，为头部公司提供加速成长的契机。

依托橱柜优势拓展品类边界，打开增长空间。公司的橱柜品类在渠道布局、产品力和品牌力等方面均已建立优势。橱柜仍有增长空间：零售渠道仍有开店空间；大宗渠道客户认可度高，有望持续增长。橱柜生产难度高于衣柜，且公司可借助橱柜连带营销新品类，衣柜、木门保持快速增长。与以橱柜起家的同业相比，公司新品类发展速度快，公司有望复刻同业发展路径，新品类继续快速增长。此外，公司发力推动以衣柜为核心的全屋定制甚至整家定制业务，有望推动配套品收入快速提升。

多渠道发展带动品类协同，零售渠道管理逐渐精细化。零售渠道方面：空白市场拓展以及渠道加密将继续推动门店数量快速增长。区域销售管理组织的建立助力公司强化门店的管理与品类间协同。在管理上逐渐精细化，如考核经销商营销活动参与率等措施，目前店均提货额已有所上升。**大宗渠道方面：**增长较快，公司已连续十年蝉联中国房地产500强首选厨柜品牌。代理模式保证公司回款能力，在2021年房企信用风险下，公司几乎未出现应收账款坏账。公司加快大宗业务衣柜与木门品类的导入，有望推动大宗业务持续健康较快增长。**海外渠道方面：**公司针对不同地域采取差异化策略，并于近期在东南亚设立制造基地，逐步构建海外市场供产销一体化循环。随着运营模式的逐步成熟，海外市场有望成为公司重要增长点。

盈利预测及投资评级：公司在橱柜品类上已积累了较强的产品力和品牌力，品类和渠道拓展顺利。目前空白市场空间充足，新品类将持续推动公司实现较高的增长速度，我们预计公司2022-2024年实现营收42.66、52.05、63.01亿元，归母净利润为4.14、5.13、6.26亿元，对应的PE分别为9.93、8.03、6.58，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动，疫情影响终端需求。

公司简介：

金牌厨柜创立于1999年，是国内领先高端整体厨柜、定制及智能家居解决方案提供商，为消费者提供专业的整体厨柜、定制及智能家居研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。

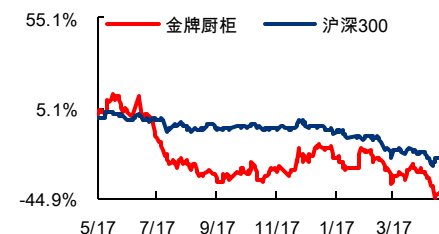
资料来源：公司公告、WIND

发债及交叉持股介绍：无

交易数据

52周股价区间（元）	51.41-25.21
总市值（亿元）	41.08
流通市值（亿元）	38.11
总股本/流通A股（万股）	15,438/15,438
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	3.46

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044 shenyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,639.84	3,447.77	4,265.50	5,204.97	6,301.13
增长率(%)	24.20%	30.61%	23.72%	22.02%	21.06%
归母净利润(百万元)	292.65	337.98	414.33	512.65	625.61
增长率(%)	20.68%	15.49%	22.59%	23.73%	22.03%
净资产收益率(%)	16.03%	14.02%	15.32%	16.86%	18.16%
每股收益(元)	3.12	2.31	2.68	3.32	4.05
PE	8.54	11.54	9.93	8.03	6.58
PB	1.51	1.71	1.52	1.35	1.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 金牌厨柜：深耕橱柜，多品类多渠道模式初现成效	4
2. 定制家具行业集中度有望提升，渠道变革有机会	5
2.1 定制家具行业广阔，目前行业集中度较低	5
2.2 下沉市场有空间，渠道变革有机会	7
3. 以橱柜为基础开拓多品类布局，打开增长空间	8
3.1 橱柜业务是公司基本盘，仍有较大增长空间	8
3.2 依托橱柜资源优势，积极推进品类拓展	10
4. 多渠道协同发展带动品类协同，公司进入零售渠道精细化管理时代	12
4.1 零售渠道：门店增长空间充足，管理精细化提高效率	12
4.2 大宗渠道：竞争力突出，风险管理能力强	14
4.3 海外渠道：积极布局，持续探索发展模式	15
5. 盈利预测与投资评级	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资评级	16
6. 风险提示	17

插图目录

图 1： 公司收入持续增长	4
图 2： 公司归母净利润持续增长	4
图 3： 公司收入按品类拆分	5
图 4： 公司收入按渠道拆分	5
图 5： 股权结构图	5
图 6： 规模以上家具企业收入规模及增速	6
图 7： 9家上市定制家具公司收入及市占率	6
图 8： 4家上市定制家具公司门店数量	8
图 9： 4家上市定制家具大宗业务占比	8
图 10： 公司橱柜业务规模与复合增速处行业前列	9
图 11： 公司橱柜门店数业内领先	9
图 12： 公司大宗收入距同业有增长空间	9
图 13： 橱柜零售收入 2021 年复苏	10
图 14： 橱柜大宗收入持续增长	10
图 15： 公司各品类产量迅速提高	10
图 16： 衣柜门店对比	11
图 17： 衣柜收入对比	12
图 18： 衣柜单价对比	12
图 19： 门店快速拓展	13
图 20： 关店率开始提高	13

图 21： 2021 年门店提货额开始回升	13
图 22： 大宗收入快速增长	14
图 23： 公司大宗业务逐步导入衣柜、木门	14
图 24： 公司应收账款周转天数在同业内持续保持最优水平	15
图 25： 公司境外渠道收入情况	15

表格目录

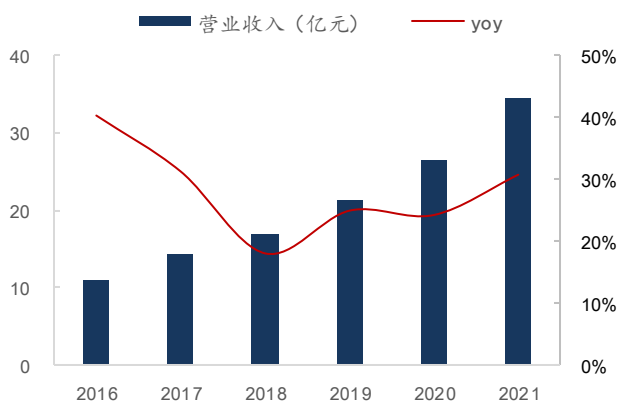
表 1： 主要定制家具公司的上市时间和近五年收入 CAGR	6
表 2： 部分定制家具企业品类拓展时间	7
表 3： 对比以橱柜起家的各定制公司 2021 年情况，金牌新品类收入占比低，增速高	11
表 4： 盈利预测表	16
表 5： 估值对比	17

导语：金牌厨柜作为成立较早的定制家具公司，在橱柜品类上已积累了较强的产品力和品牌力，未来品类和渠道的拓展打开增长空间。公司在渠道布局方面仍有许多空白，开店空间较大，新品类衣柜、木门基数较低势头好，能保持较高的开店速度。在零售经销商管理上，公司逐渐精细化，配合空白市场的布局。工程渠道方面，公司已积累充足的代理商资源并形成较强竞争力，衣柜、木门加速导入。我们认为公司成长路径清晰，品类拓展能为公司持续带来高于行业的增长速度。

1. 金牌厨柜：深耕橱柜，多品类多渠道模式初现成效

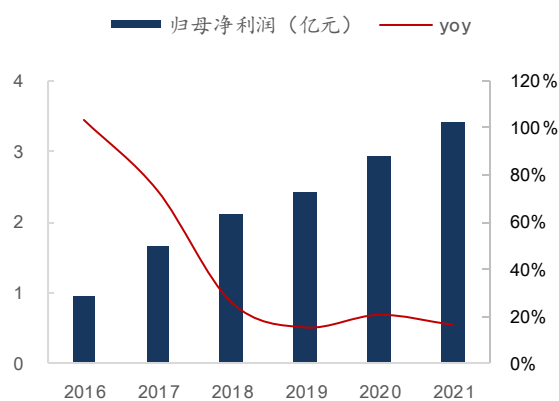
深耕厨柜二十余年，向多品类多渠道发展模式进发。金牌厨柜创立于1999年，总部位于厦门。公司以厨柜起家，于2016年推出衣柜产品，2017年登陆上交所上市，2018年推出木门产品以及智能家居品牌智小金。公司深耕厨柜品类，并依托厨柜带动多品类发展，同时由零售渠道向大宗、境外等渠道拓展，推动收入利润持续增长。2016-2021年，公司营业收入CAGR为28.03%，归母净利润为38.96%。

图1：公司收入持续增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

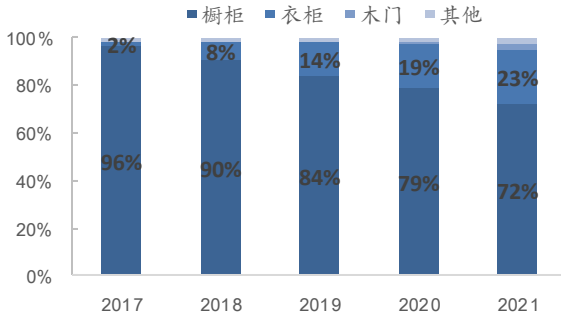
图2：公司归母净利润持续增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

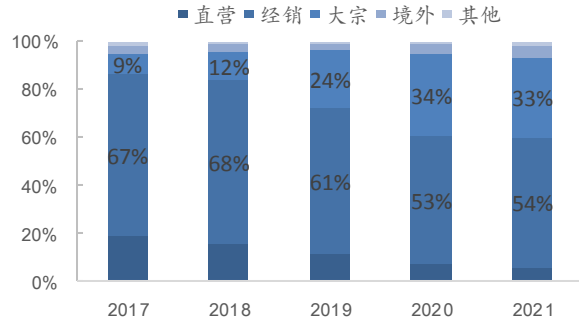
衣柜木门高速增长，多渠道共同发展。公司衣柜业务在推出后持续保持高速增长，2021年衣柜同比增速仍达60%，收入占比达23%，已初具规模；木门由于推出较晚，收入占比为2%，同比超速达236%，仍为初期发展阶段，未来空间广阔。渠道方面，公司大宗业务近年来持续高速增长，即使在2021年行业大宗业务整体放缓的情况下，全年大宗业务仍同比增长28%，当前占比已达33%；同时零售业务也保持着持续增长，直营渠道收入下降主要由于直营向经销的转换。此外，公司还积极在境外进行布局，目前收入占比在4%左右。

图3: 公司收入按品类拆分



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

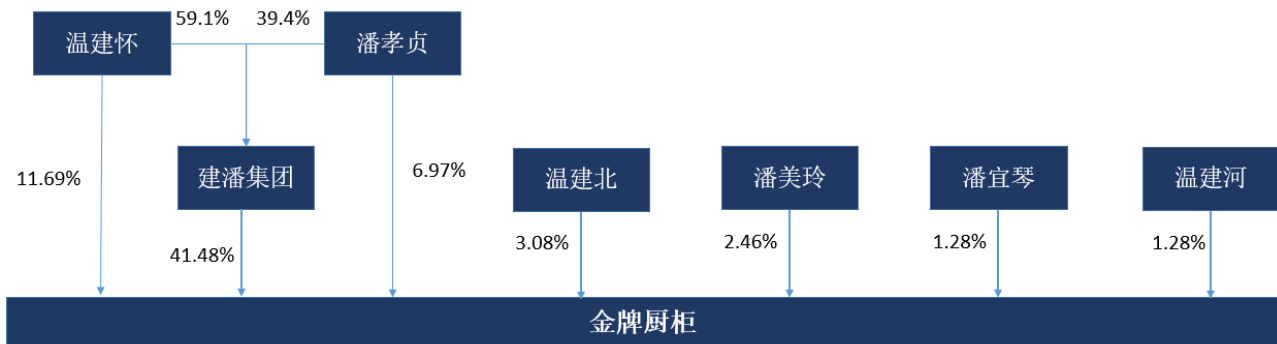
图4: 公司收入按渠道拆分



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

股权结构稳固, 团队激励充分。董事长温建怀先生与总经理潘孝贞先生为高中校友, 共同创立金牌厨柜, 合作多年感情深厚。两人分别持有公司股权 36%、23%, 与各自亲属合计持有公司股权 68%, 股权结构稳固。公司在 2020 年、2021 年均推出股权激励计划, 计划分别为向 281 人授予总股本的 1.92%、向 124 人授予总股本的 1.94%。我们认为公司对员工激励充分, 有利于核心员工的留存, 并能充分调动员工工作积极性。公司在 2021 年推出的激励计划, 解锁条件为 2022-2023 年净利润相比于 2021 年增长 20%、44%, 体现出公司对自身发展的信心。

图5: 股权结构图



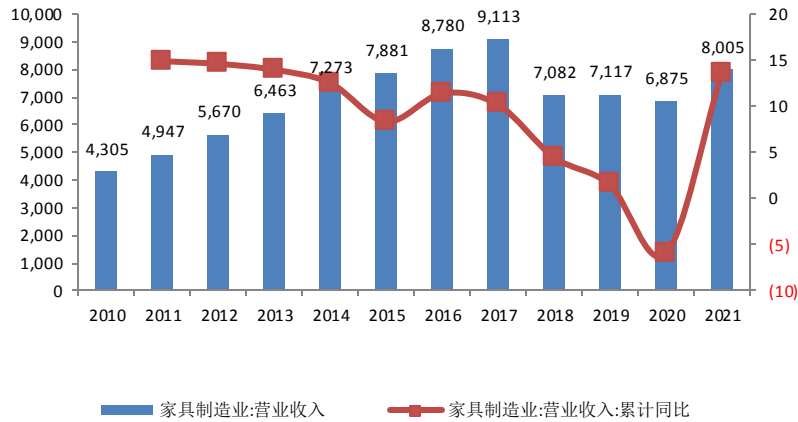
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 定制家具行业集中度有望提升, 渠道变革有机会

2.1 定制家具行业广阔, 目前行业集中度较低

家具行业增长速度有所放缓, 但是整体规模巨大。根据国家统计局数据, 2021 年规模以上家具企业的收入规模为 8005 亿元, 同比增长 13.5%, 较疫情前已有较好增长。从行业发展阶段看, 家居行业在 2010-2017 年经历了较快的发展, 复合增速超过了 12%, 自 2017 年起行业增速有所放缓, 近几年的复合增速降至个位数, 主要系随着城市化进程放缓、人口增长红利消退有关。未来, 家具行业总量增速将维持低位, 但是在家具用品朝着智能化、绿色环保化方向升级, 会给整个市场带来巨大的空间, 行业规模将在未来几年超过万亿级别。

图6：规模以上家具企业收入规模及增速

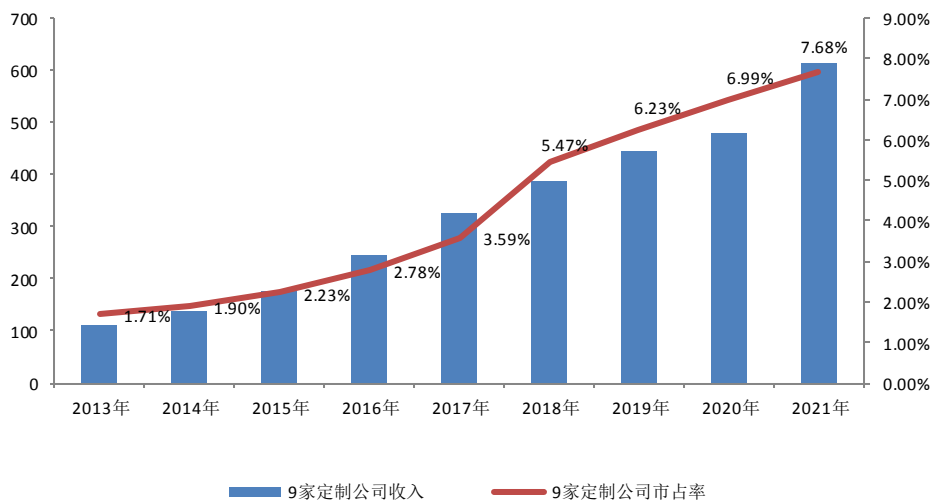


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

注：2018年收入规模出现下滑，但增速保持正增长，原因为统计局统计口径有变化，同比数据为可比口径下的计算结果。

定制家具行业广阔，可容纳多巨头，集中度有所提升，整体仍然较低。家具市场规模近万亿，我们认为能够孕育出多个巨头。定制家具行业主要的9家上市公司看，2013年市占率仅为1.71%，行业极其分散；至2021年9家公司的市占率已经提升至7.68%，提升幅度明显。定制家具行业集中度在2017-2018年有明显提升，主要系主要公司集中在2017年上市，上市后的公司加速产能及渠道的拓展步伐，使得整体市占率有所提升。但是目前头部公司的市占率仍然处在较低位置，头部公司依托渠道布局和品牌优势逐步进行品类拓展，将驱动市占率持续提升，行业的集中度有望进一步提升。

图7：9家上市定制家具公司收入及市占率



资料来源：公司公告，国家统计局数据，东兴证券研究所

表1：主要定制家具公司的上市时间和近五年收入 CAGR

证券简称	证券代码	上市日期	成立年份	2021年收入	过去5年 CAGR
索菲亚	002572.SZ	2011/4/12	2003年	104.07	18.10%
好莱客	603898.SH	2015/2/17	2007年	33.71	18.66%

江山欧派	603208.SH	2017/2/10	2006年	31.57	32.73%
尚品宅配	300616.SZ	2017/3/7	2004年	73.10	12.67%
皮阿诺	002853.SZ	2017/3/10	2005年	18.24	23.67%
欧派家居	603833.SH	2017/3/28	1999年	204.42	23.43%
金牌厨柜	603180.SH	2017/5/12	1999年	34.48	25.69%
我乐家居	603326.SH	2017/6/16	2006年	17.25	20.60%
志邦家居	603801.SH	2017/6/30	2005年	51.53	26.83%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

品类拓展助力集中度提升。定制家具公司的多品类运营符合公司的利益: **从销售端看**, 家具各品类渠道重合度高, 拓门店相对容易; 家具种类繁多多样, 多品类甚至套系化的销售契合消费者便捷、美观(一体化设计)、优惠的需求。**从生产端看**, 橱柜、衣柜、木门在生产工艺和材料方面重合度高, 多品类经营能助力定制家具公司降低边际成本, 形成规模优势。但同时, 多品类销售也对定制家具公司的供应链能力和品牌力提出了更高的要求, 因此头部公司在品类拓展上更加顺利, 行业集中度持续提升。一线头部公司如欧派、索菲亚已进入整家定制, 品类边界拓展至软体家具、家电, 为金牌等二线头部公司提供品类拓展范例。

表2: 部分定制家具企业品类拓展时间

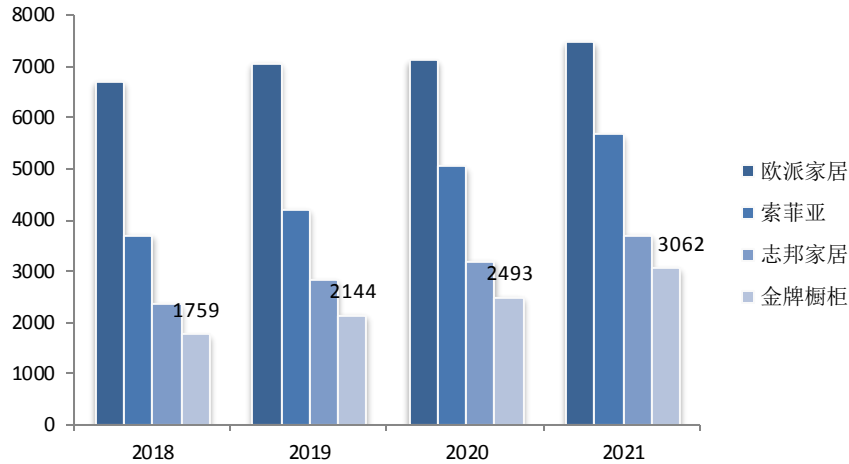
公司	橱柜	衣柜	木门	卫浴
欧派家居	1994年	2006年	2010年	2003年
索菲亚	2014年	2003年	2017年	
志邦家居	1998年	2015年	2018年	
金牌橱柜	1999年	2017年	2019年	
江山欧派	2019年		2006年	
好莱客	2018年	2002年		

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 下沉市场有空间, 渠道变革有机会

渠道下沉拓展渠道空间, 头部公司市场覆盖度高, 二线公司仍有空间。在低集中度且规模庞大的家居市场中, 各家头部公司仍有足够空间拓展业务, 一线头部公司的发展路径可作为金牌等二线公司的参照。**从网点数量看**, 头部的公司欧派、索菲亚其网点数经过多年的发展, 网点布局已相对成熟, 未来更多的靠多品类的发展提升网点的品类配套, 进而提升客单价, 来继续抢占市场。以金牌为代表的第二梯队企业, 网点下沉和加密仍有较大空间, 近几年门店数保持着较好的增长势头。**从经销模式来看**, 欧派等企业已打破一城一商的原则, 对于大城市按照商圈来规划门店, 网点布局更加贴合终端需求。金牌等企业目前在大城市仍主要采用大商, 小城市采用多经销商, 未来通过模式的转变对单一地区进行深度挖掘仍有空间。

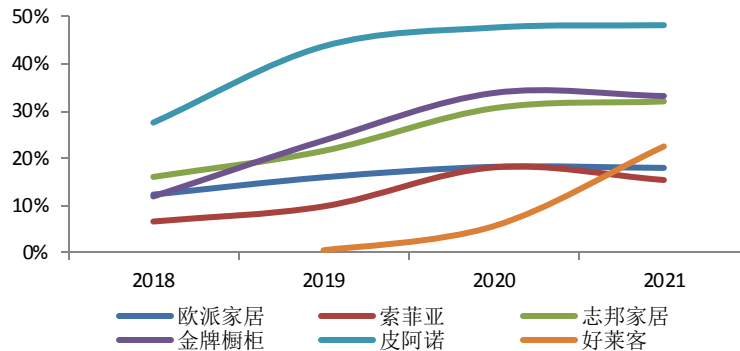
图8：4家上市定制家具公司门店数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大宗业务和家装业务，带来行业新的渠道变革。除了传统零售渠道的建设，新的渠道模式在家居企业渠道结构的占比在提升。随着消费习惯的改变，精装房带来的大宗业务在过去近年发展迅速，未来家装一体化使得家装渠道成为家具企业争夺的重点。过去几年主要家具企业大宗业务占比在提升，整装业务在2021年增速也在加快。我们认为，新渠道模式能满足消费者整家设计、便捷的需求，重要性将继续提升，为各头部公司带来超越竞争对手的机遇。

图9：4家上市定制家具大宗业务占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

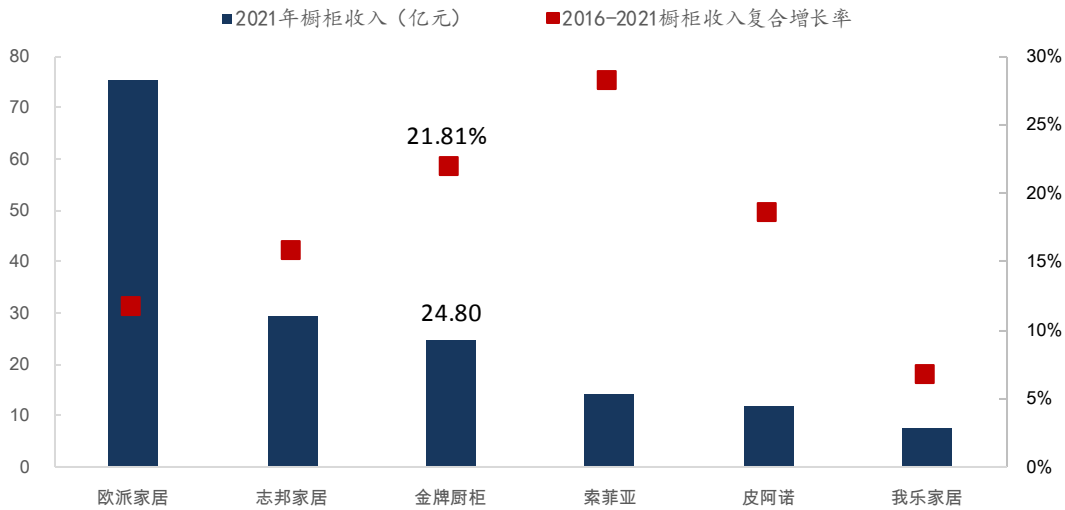
3. 以橱柜为基础开拓多品类布局，打开增长空间

3.1 橱柜业务是公司基本盘，仍有较大增长空间

橱柜业务规模居于行业前列，是公司基本盘。2021年公司橱柜业务的规模为24.80亿元，2016-2021年公司橱柜业务复合增长率为21.81%，规模与增长速度均领先于行业。公司橱柜业务在行业内已建立优势：**渠道方面**，公司2021年有橱柜门店1720家，处于行业前列，公司继续通过分商圈招商加密门店布局巩固优势。工程渠道已建立业内良好口碑，2021年与45家百强房企签订战略集采协议。大宗业务高速发展，但与同业相比规模仍有提升空间。**产品方面**，公司拥有国家级厨房工业设计中心，曾主导并完成国家863课题“木竹

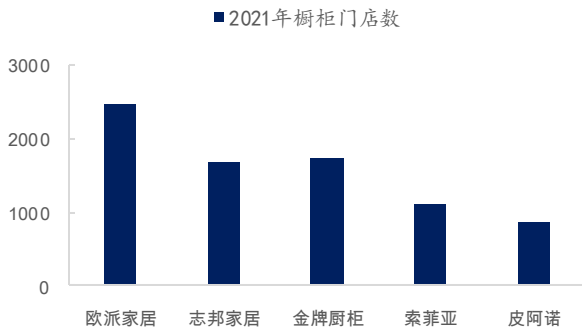
制品模数化定制敏捷制造技术”的开发, 具备较强的设计和制造能力。可设计制造的品类齐全, 包括烤漆、实木、吸塑、整体板、水晶等等系列。**品牌方面**, 行业领先的规模与渠道布局为公司带来了一定的品牌知名度, 产品力保证了品牌的高认可度。

图10: 公司橱柜业务规模与复合增速处行业前列



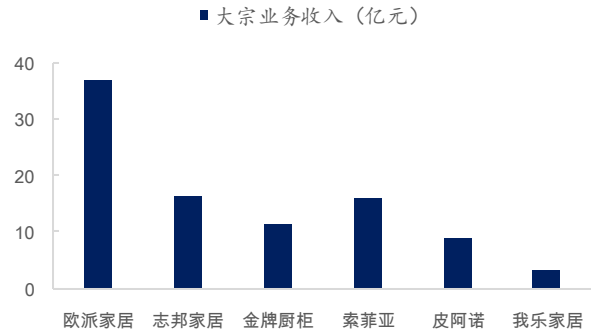
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图11: 公司橱柜门店数业内领先



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

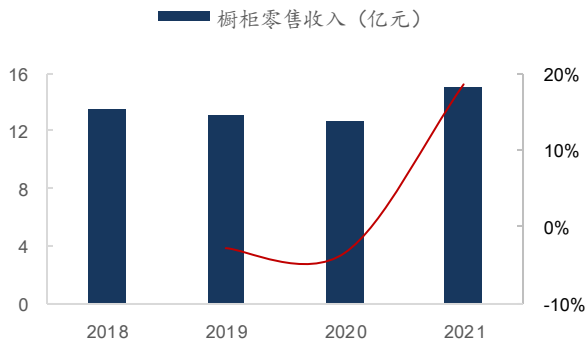
图12: 公司大宗收入距同业有增长空间



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

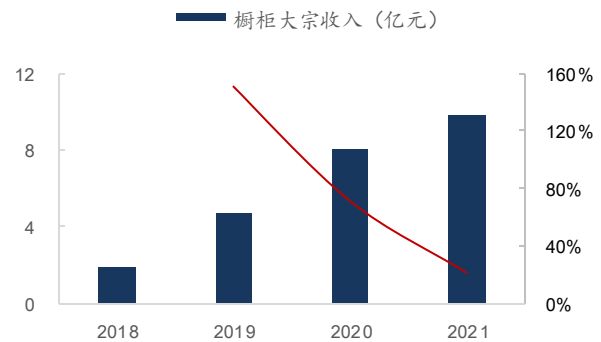
空白市场待拓展, 成熟市场推进下沉, 橱柜增长空间充足。与欧派相比, 公司橱柜门店还有近 50% 的增长空间。公司在华东地区布局完善, 其他区域仍存在大量空白市场未覆盖; 在成熟市场, 公司开始采用“1+N”模式, 推进商圈和社区的单独招商, 增加终端密度并进一步下沉。2021 年公司橱柜开店节奏恢复, 橱柜零售渠道收入重拾增长。在大宗渠道方面, 公司客户认可度高且客户资源丰富, 橱柜作为精装修必需品类将显著受益于大宗业务的发展, 橱柜大宗收入持续较快增长。经销商/代理商是业务拓展重要资源, 公司持续全力推进招商, 保持较高的招商会频次, 如下沉大区、闽商专场等形式。

图13：橱柜零售收入 2021 年复苏



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

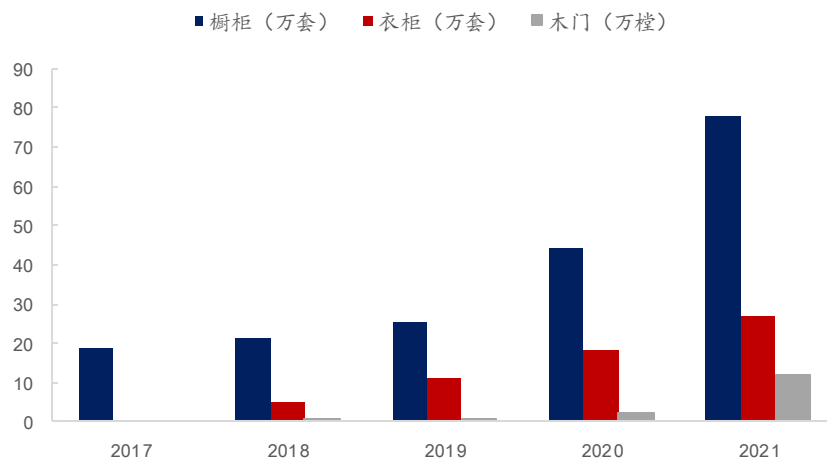
图14：橱柜大宗收入持续增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司积极扩建产能配合渠道拓展。公司主要产能基地位于江苏泗阳与福建同安。公司近年来积极扩建产能以配合零售与工程渠道的快速拓展，公司于2019年发行可转债募投扩建两地产能；于2020年完成定增助力继续扩建；于2020年在成都购买土地用于新建产能，助力公司在西南地区的渠道开拓。此外，公司在泰国、越南两大基地的产能交付稳步提升，逐步实现海外业务的供产销一体化。在持续的扩建下，公司各品类产量快速提升。考虑到泗阳与同安项目产能尚未完成释放，成都产能建设推进中，预计公司在产能上能配合销售端的持续扩张。

图15：公司各品类产量迅速提高



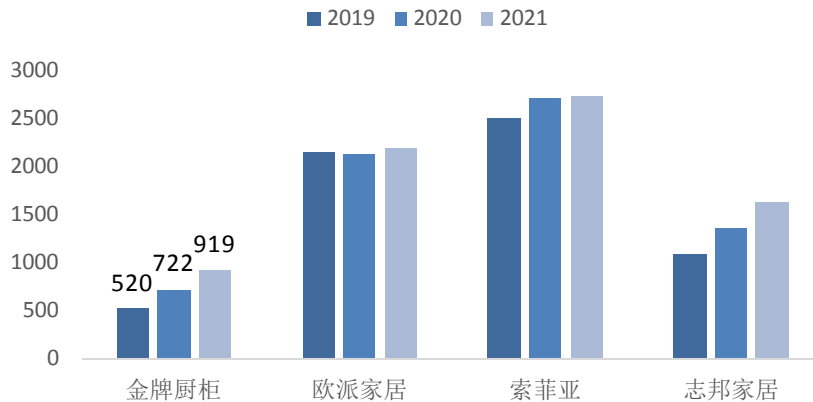
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 依托橱柜资源优势，积极推进品类拓展

依托橱柜生产技术、渠道布局和品牌优势，带动衣柜等新品类成长。随着橱柜业务的成熟，公司逐步拓宽品类边界，在2017年、2019年分别开拓衣柜、木门业务。衣柜相比橱柜组件较少，不需配套水槽、厨电等配件，因此生产设计难度低于橱柜，公司制造衣柜在技术上具备优势。公司在衣柜品类上采取与橱柜同款、同质、同价和同服务的策略，对标金牌在橱柜业务上的标准。公司依托橱柜的品牌、客户资源拉动衣柜品类快速发展。2021年公司将衣柜和木门的品牌由桔家改为金牌，能更充分利用金牌主品牌的优势。公司在衣柜品类上保持年均200家左右的高开店速度，2021年公司衣柜门店达到919家，但对比同业门店数量仍有较

大开店空间。目前衣柜门店以原橱柜的经销商为主, 公司重点推动体系外的招商, 加大招商力度, 预计衣柜仍将保持较快的开店速度。

图16: 衣柜门店对比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

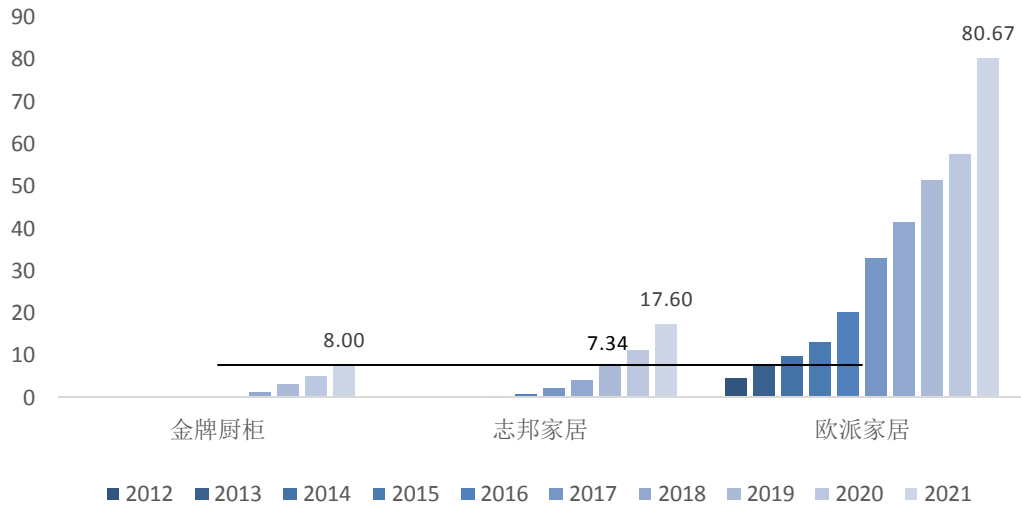
对照同业的发展路径, 公司新品类有望持续高速增长。2021年公司衣柜、木门业务分别实现收入8亿元、0.84亿元, 收入占比分别为23%、2%。与产品定位相近、橱柜业务起家的同业相比, 公司新品类收入占比暂低。目前公司衣柜业务在高速成长, 增速行业领先; 木门业务处于发展初期, 规模持续提升。衣柜业务与橱柜生产、渠道协同性强, 空间大, 有望持续为公司带来收入增量。公司品类拓展路径与志邦家居相似, 志邦2015年推出衣柜, 2019年收入达7.34亿元; 公司2017年推出衣柜, 2021年收入达8.00亿元, 在衣柜业务推出的前五年, 公司保持了不输于同业的增长速度。对照同业的发展路径, 公司有望能在衣柜业务上延续高速增长态势。

表3: 对比以橱柜起家的各定制公司2021年情况, 金牌新品类收入占比低, 增速高

品类	公司名称	收入	品类收入/橱柜收入	YOY
衣柜	金牌厨柜	8.00	32.27%	60.38%
	志邦家居	17.60	59.98%	54.25%
	欧派家居	80.67	107.14%	39.76%
木门	金牌厨柜	0.84	3.39%	235.93%
	志邦家居	1.70	5.79%	291.53%
	欧派家居	12.36	16.42%	60.36%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

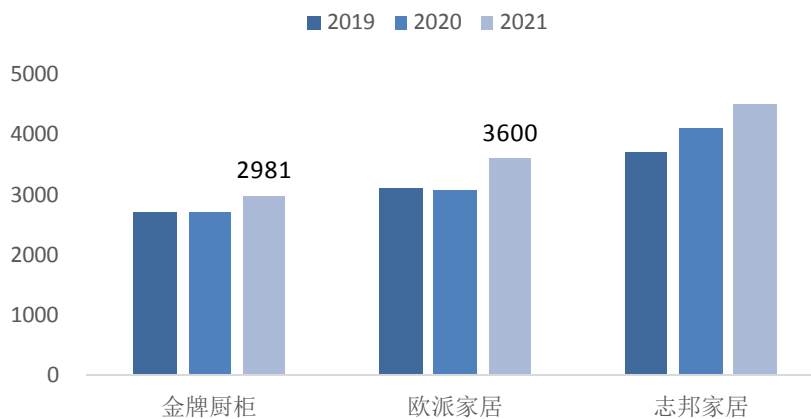
图17：衣柜收入对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

以衣柜为核心拓展品类，配套品收入将高速增长。公司持续推进以衣柜为核心的品类拓展，以衣柜连带销售其他柜类、木门、以及家品，未来品类边界还将拓展到家具家电。公司目前配套品收入主要来自于其他柜类，公司将持续加大窗帘、嵌入品等品类销售力度。同时，公司在2022年与梦百合建立合作，将销售软体产品，未来有望逐步形成整家产品，持续提高客单价，同时也提高产品端整体竞争力。定制家具公司披露的衣柜品类收入包含配套品，公司对标价格定位相近的同业，衣柜单价（客单价）预计有20%以上的提升空间。我们预计公司品类拓展将高速进行，配套品收入有望成为公司重要增长点。

图18：衣柜单价对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

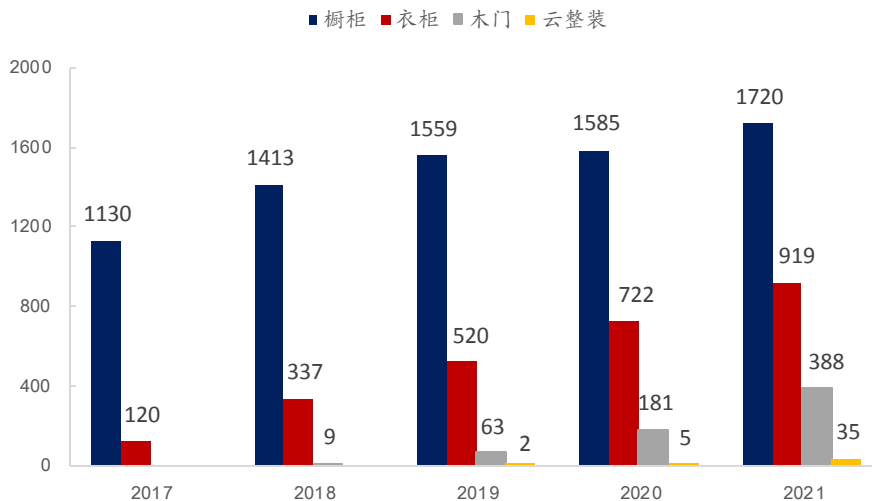
注：单价通过品类收入/销售量计算得到，其中欧派家居2021年起将家具家品收入计入衣柜品类中，推动单价上升。

4. 多渠道协同发展带动品类协同，公司进入零售渠道精细化管理时代

4.1 零售渠道：门店增长空间充足，管理精细化提高效率

门店快速拓展, 下沉和加密仍具空间。2021 年公司总门店数量 3062 家, 近年来保持较快的增长速度, 其中新品类衣柜、木门门店增速较高, 整装门店开始加速布局。对比头部公司, 各品类均有较大的网点下沉和加密空间。公司在华东地区布局完善, 其他区域仍存在大量空白市场未覆盖, 公司积极招商拓展。在华东等成熟市场, 公司采用“1+N”模式, 分商圈单独招商增加网点密度, 同时推进乡镇市场的布局。组织架构方面配合门店的拓展, 公司逐步建立区域分公司或办事处等销售管理组织, 对门店统筹管理, 一方面加快推进门店的加密和下沉, 另一方面强化区域内的品类协同。

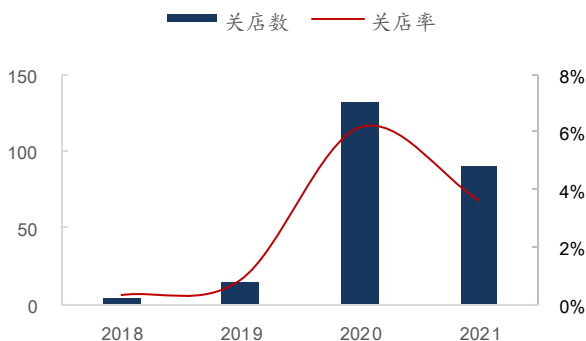
图19: 门店快速拓展



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

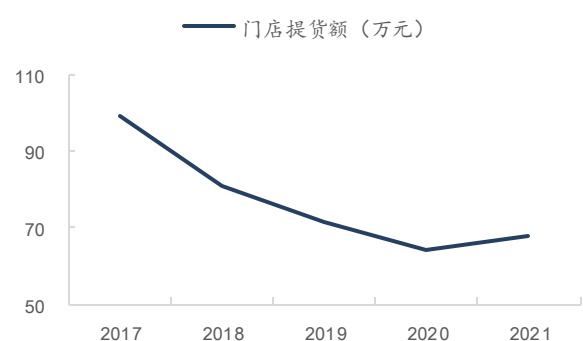
管理逐渐精细化, 提升门店经营效率。自 2017 年以来, 公司开始打造内部“奋斗者精神”, 逐步建立更积极的公司文化氛围。近年来, 公司加强对经销商的考核, 提高淘汰率, 提升门店关店率; 公司细化对经销商的管理颗粒度, 如提高经销商营销活动的参与率等。区域销售管理组织的建立, 助力公司在门店高速增长的同时, 保证管理措施的落地。在公司逐渐精细的管理下, 单店提货额在 2021 年有所提高, 精细化管理初见成效。

图20: 关店率开始提高



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图21: 2021 年门店提货额开始回升



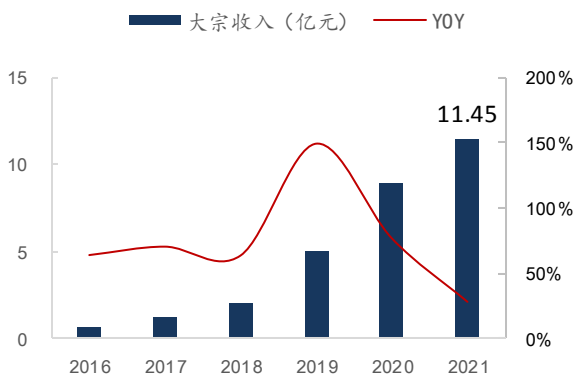
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

家装渠道亟待发力。对于家装渠道, 公司 2021 年开始加大拓展力度, 积极与头部装企建立合作。公司推动零售经销商与当地的装企业开展全包/半包业务合作, 进一步强化零售渠道覆盖, 增强市场竞争力。整装方面, 公司与装修公司开立云整装门店, 门店数量在 2021 年显著增加至 35 家, 整装收入有望开始放量。

4.2 大宗渠道: 竞争力突出, 风险管理能力强

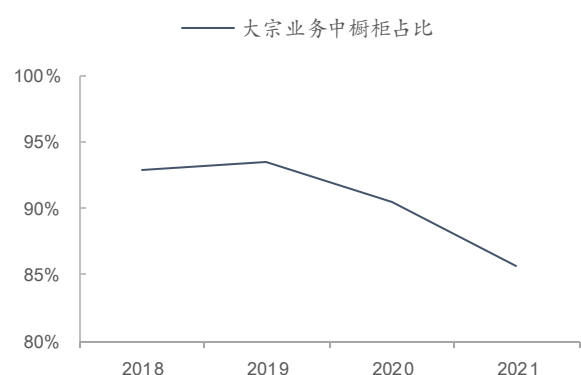
大宗业务竞争力强, 导入衣柜木门有望推动收入继续较快增长。近年来精装房市场快速发展, 公司凭借较强的竞争力, 大宗业务实现快速发展, CAGR5 达到 73%。2021 年地产政策收紧, 房企信用风险开始暴露, 对精装修市场造成影响。公司 2021 年实现大宗收入 11.45 亿元, 同比+28.22%, 增速受行业影响有所放缓。公司在大宗业务上已有高客户认可度和丰富客户资源: 根据中国房地产协会统计, 公司已连续十年蝉联中国房地产 500 强首选厨柜品牌; 2021 年公司与 45 家百强房企签订战略集采协议。公司凭借自身的品牌和交付优势, 持续在大宗业务中导入衣柜和木门品类。新品类的导入使得橱柜占大宗收入比例逐步下降至 85.6%, 对比同业后续衣柜木门占比仍有较大提升空间, 推动大宗收入高增。

图22: 大宗收入快速增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

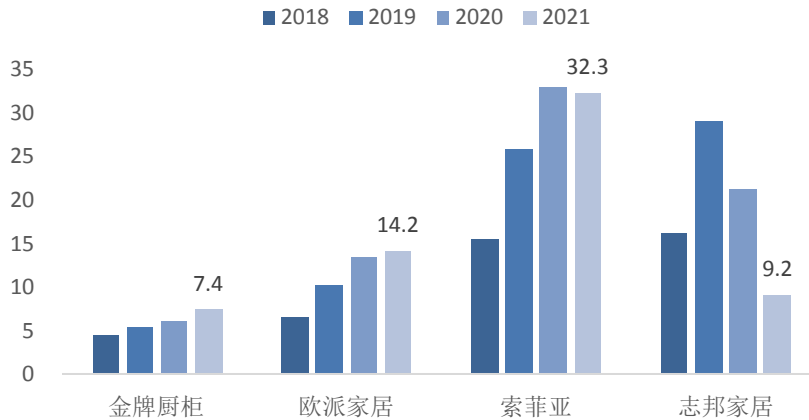
图23: 公司大宗业务逐步导入衣柜、木门



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

以代理商模式拓展大宗渠道, 回款迅速信用风险低。公司自 2013 年就全面开展工程代理商模式, 已拥有一大批优秀代理商。优秀代理商公司在快速拓展大宗业务, 同时还能保证稳定且快速的汇款。因此在 2021 年房企信用风险暴露的情况下, 公司几乎未出现应收账款无法回收的情况。与同业相比, 公司大宗收入占比高, 应收账款周转天数仍持续保持最优的水平。

图24: 公司应收账款周转天数在同业内持续保持最优水平

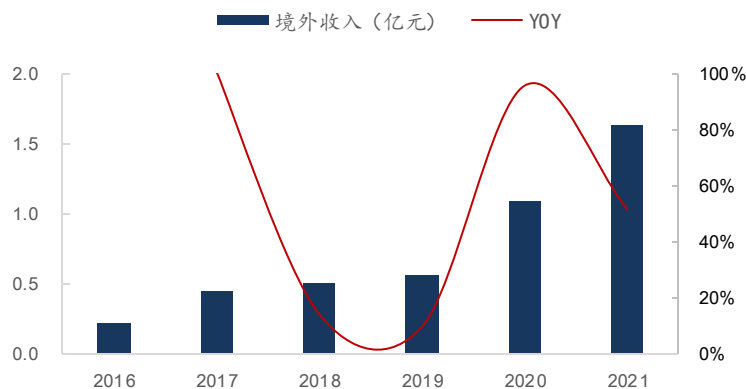


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.3 海外渠道: 积极布局, 持续探索发展模式

积极拓展海外市场。2021 年公司在海外市场实现收入 1.64 亿元, 增长速度较快, 处于前期拓展阶段。公司针对不同地域采取差异化策略, 在北美市场通过海外 RTA、工程渠道拓展; 在澳洲市场以工程分包模式实现了市场突破; 在东南亚市场强化零售门店渠道布局。公司于 2020 年入股马来西亚厨柜龙头公司 SGNA, 并于在泰国和越南设立制造基地, 推进运营和供应链的本土化, 逐步构建海外市场供产销一体化循环。随着运营模式的逐步成熟, 海外市场有望成为公司重要增长点。

图25: 公司境外渠道收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

收入假设:

零售业务：2022-2024 年间，橱柜门店年均开店 100 家，衣柜、木门年均开店 200 家左右，整体店提货额年均增 5%左右。

大宗业务：2022-2024 年整体保持较快的增长态势，其中橱柜稳中有增，衣柜、木门加速导入，大宗收入快速提升。

毛利率：2021 年，因原材料价格上升对公司毛利率造成压力，今年以来板材等价格有所回落，原材料压力或能逐渐缓解。考虑到公司大宗业务增速高于零售，我们预计 2022 年后毛利率将保持稳健上行的态势。

费用率：预计各业务费用比例保持稳定，但考虑到大宗占比仍将提升，预计销售费用率整体将有所下降，其他费用率整体保持稳健。

收入&净利润：综合上述因素，预计公司 2021-2023 年实现营收 42.65、52.05、63.01 亿元，归母净利润为 4.13、5.12、6.36 亿元。

表4：盈利预测表

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
橱柜					
营业收入	20.73	24.80	28.03	31.39	34.84
YOY	16.33%	19.65%	13.00%	12.00%	11.00%
毛利率	32.85%	30.31%	31.08%	31.58%	32.60%
衣柜					
营业收入	4.99	8.00	12.00	16.81	22.69
YOY	63.61%	60.38%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	29.65%	28.90%	29.29%	29.79%	30.29%
木门					
营业收入	0.25	0.84	1.68	2.69	4.03
YOY	212.50%	235.93%	100.00%	60.00%	50.00%
毛利率	0.34%	4.42%	5.75%	6.75%	8.50%
其他配套					
营业收入	0.07	0.16	0.24	0.37	0.55
YOY	1773.85%	121.14%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	13.80%	10.10%	10.00%	11.00%	12.00%
合计					
营业收入	26.40	34.50	42.65	52.05	63.01
YOY	24.20%	30.70%	23.63%	22.02%	21.06%
毛利率	32.73%	30.48%	30.43%	30.48%	30.87%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

金牌厨柜在全国渠道布局方面仍有许多空白，开店空间较大。品类拓展尚处初期阶段，衣柜、木门能保持较高的开店速度。工程渠道方面，公司已积累充足的代理商资源并形成较强竞争力，预计后续仍能保持较高增长速度，衣柜、木门加速导入。公司成长路径清晰，品类拓展能带来较高的增长速度，净利润年均 20%的股

权激励目标也展示出公司的信心。目前公司市值对应 2022 年业绩不足 10 倍市盈率, PEG 远小于 1, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

表5: 估值对比

股票简称	EPS (元)			PE			PB
	21A	21E	22E	21A	22E	23E	
金牌厨柜	2.31	2.67	3.31	10.88	9.40	7.59	1.58
欧派家居	4.38	5.11	6.01	33.71	21.88	18.60	4.65
索菲亚	0.13	1.53	1.83	165.24	12.38	10.31	2.99
志邦家居	1.62	1.94	2.35	11.75	9.79	8.08	2.32

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 风险提示

地产销售回暖不及预期, 原材料价格大幅波动, 疫情影响终端需求。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产合计	1884	2476	2960	5107	5435	营业收入	2640	3448	4265	5205	6301
货币资金	468	760	1421	3247	3440	营业成本	1776	2397	2968	3619	4367
应收账款	52	90	117	143	173	营业税金及附加	17	21	26	31	38
其他应收款	16	24	30	36	44	营业费用	311	406	469	573	693
预付款项	54	63	95	121	125	管理费用	135	160	200	244	294
存货	299	471	472	625	718	财务费用	-8	-5	0	-21	-32
其他流动资产	8	16	24	33	33	研发费用	134	177	213	260	315
非流动资产合计	1602	2040	2775	3314	3729	资产减值损失	-1.56	-1.28	-1.00	-1.00	-1.00
长期股权投资	3	3	0	0	0	公允价值变动收益	-2.42	9.37	3.47	0.00	0.00
固定资产	865	1240	1951	2507	2915	投资净收益	23.12	18.39	20.75	19.57	20.16
无形资产	125	124	122	119	117	加:其他收益	38.82	47.47	43.14	45.31	44.23
其他非流动资产	198	131	165	148	156	营业利润	327	361	455	564	690
资产总计	3486	4516	5735	8420	9164	营业外收入	4.75	9.13	6.94	8.03	7.49
流动负债合计	1589	2016	2935	5284	5624	营业外支出	1.27	2.29	1.78	2.04	1.91
短期借款	133	333	0	0	0	利润总额	331	368	460	570	695
应付账款	563	702	892	1067	1300	所得税	39	33	46	57	70
预收款项	0	2034	3048	5201	5208	净利润	291	335	414	513	626
一年内到期的非流	0	17	0	0	0	少数股东损益	-1	-3	0	0	0
非流动负债合计	63	80	63	64	63	归属母公司净利润	293	338	414	513	626
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
负债合计	1652	2096	2998	5347	5687	成长能力					
少数股东权益	8	10	10	10	10	营业收入增长	24.20%	30.61%	23.72%	22.02%	21.06%
实收资本(或股本)	103	154	154	154	154	营业利润增长	19.63%	10.34%	26.06%	23.81%	22.34%
资本公积	829	1069	1069	1069	1069	归属于母公司净利	20.68%	15.49%	22.59%	23.73%	22.03%
未分配利润	860	1080	1303	1576	1910	获利能力					
归属母公司股东权	1826	2411	2704	3040	3445	毛利率(%)	32.73%	30.48%	30.43%	30.48%	30.70%
负债和所有者权益	3486	4516	5711	8397	9141	净利率(%)	11.04%	9.71%	9.71%	9.85%	9.93%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.40%	7.48%	7.23%	6.09%	6.83%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	16.03%	14.02%	15.32%	16.86%	18.16%
经营活动现金流	673	403	1822	2799	1025	偿债能力					
净利润	291	335	414	513	626	资产负债率(%)	47%	46%	52%	64%	62%
折旧摊销	74.97	97.08	147.07	200.57	247.32	流动比率	1.19	1.23	1.01	0.97	0.97
财务费用	-8	-5	0	-21	-32	速动比率	1.00	0.99	0.85	0.85	0.84
应收账款减少	-14	-38	-27	-26	-30	营运能力					
预收帐款增加	-303	2034	1014	2154	6	总资产周转率	0.86	0.86	0.83	0.74	0.72
投资活动现金流	-872	-477	-669	-789	-613	应收账款周转率	59	49	41	40	40
公允价值变动收益	-2	9	3	0	0	应付账款周转率	5.23	5.45	5.35	5.31	5.32
长期投资减少	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
投资收益	23	18	21	20	20	每股收益(最新摊	3.12	2.31	2.68	3.32	4.05
筹资活动现金流	42	372	-492	-184	-219	每股净现金流(最新	-1.52	1.93	4.28	11.83	1.25
应付债券增加	-323	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	17.68	15.61	17.52	19.69	22.31
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	36	51	0	0	0	P/E	8.19	11.06	9.52	7.69	6.30
资本公积增加	371	240	0	0	0	P/B	1.45	1.64	1.46	1.30	1.15
现金净增加额	-157	299	661	1826	193	EV/EBITDA	6.04	8.14	4.27	0.95	0.56

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士, 2021年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526