

轻工制造

金牌厨柜 (603180.SH)

增持-A(首次)

22H1 衣柜零售保持增长势头，品类扩展步伐持续

2022年8月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年8月29日

收盘价(元):	24.09
年内最高/最低(元):	39.48/22.77
流通A股/总股本(亿):	1.44/1.54
流通A股市值(亿):	34.75
总市值(亿):	37.16

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司披露 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 14.31 亿元，同比增长 7.84%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 6.70%，实现扣非净利润 0.41 亿元，同比下滑 5.71%。

事件点评

衣柜零售业务表现靓丽，22H1 公司营收保持增长。营收端，22H1，公司实现营收 14.31 亿元，同比增长 7.84%，其中，22Q1、22Q2 营收分别为 5.69、8.62 亿元，同比增长 17.24%、2.42%。2 季度公司受到疫情影响，营收增速放缓，但从收入结构看，零售业务在疫情下仍然取得较好的经营成果，我们测算公司 22Q2 大宗业务下滑 2.8%，零售业务（直营+经销）下滑 0.6%，其中厨柜零售下滑小两位数，衣柜零售增长超过 30%，木门增长 60%，公司品类扩张节奏依旧继续。净利端，22H1，公司实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 6.70%，实现扣非净利润 0.41 亿元，同比下滑 5.71%。分季度看，22Q1、22Q2 分别实现归母净利润 0.30、0.62 亿元，同比下滑 31.16%、增长 45.62%，22Q1、22Q2 分别实现扣非净利润 0.13、0.28 亿元，同比增长 30.37%、下降 16.87%。上半年公司扣非净利润下滑主要为加大产品的研发投入，保持产品竞争力。

品类拓展驱动公司产品收入结构更加均衡，22H1 全品类毛利率实现优化。公司继续深化品类协同，整合厨柜、衣柜、卫浴、阳台等空间专业解决方案，为消费者提供一站式购物体验和高性价比整家套餐同时，降低公司门店引流成本，实现客单价的提升。22H1，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收 9.8、3.6、0.5、0.04 亿元，同比增长-2.3%、32.0%、142.3%、-24.6%。22Q2，整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品分别实现营收 6.0、2.1、0.3、0.03 亿元，同比增长-7.9%、31.9%、163.5%、-23.0%。今年上半年，厨柜品类仍为公司第一大收入，但占收入比重同比下滑 7.1pct 至 68.5%，衣柜品类收入占比达到 25.5%，同比提升 4.7pct，木门收入占比 3.5%，同比提升 1.9pct。22H1，公司整体厨柜、整体衣柜、木门、其它配套品毛利率分别为 28.8%、27.5%、5.6%、11.9%，同比提升 1.4、0.9、2.6、6.9pct。

门店拓展驱动公司经销渠道收入增长，大宗业务略有承压。公司持续强化零售渠道覆盖，加快空白市场品类布局，22H1，经销商渠道实现收入 7.3 亿元，同比增长 6.3%，占比 50.9%，毛利率 34.2%，同比提升 2.1pct。截至 22H1 末，公司拥有 3469 家门店，包括 1771 家金牌厨柜店、1025 家金牌衣柜店、472 家金牌木门店、57 家整装馆、60 家阳台卫浴店、84 家玛尼欧电器店，厨/衣/木品类门店较年初净增 51、106、84 家，整装



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



馆较年初净增 22 家。2) 直营渠道方面, 22H1 实现收入 0.6 亿元, 同比下降 20.7%, 占比 4.4%, 收入下滑主要为公司部分直营店转为经销店所致。3) 大宗渠道方面, 公司在强化风险管理的基础上, 加大优质地产客户资源获取, 上半年实现收入 4.85 亿元, 同比增长 6.62%, 收入占比 33.9%, 毛利率 13.6%, 同比下滑 0.2pct, 预计公司大宗渠道全年收入体量小幅增长。4) 家装渠道方面, 公司统筹各产品线, 强化品类协同, 通过升级原有家装、整装业务模式, 积极推动零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部装企业开展业务合作, 预计年末整装门店有望达到百家。

➤ **22H1 公司毛利率水平同比上行, 加大投入抢占市场份额致现金流承压。**盈利能力方面, 22H1 公司毛利率同比提升 1.2pct 至 28.9%, 22Q2 毛利率为 28.3%, 同比提升 0.7pct, 环比下滑 1.6pct。上半年公司盈利能力有所优化, 预计受益于上年公司小幅提价动作、内部提升精益生产管理有关。费用率方面, 22H1 公司期间费用率合计提升 1.4pct 至 25.1%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.4%、5.6%、6.3%、-0.2%, 同比分别为+0.6/+0.5/+0.8/-0.4pct, 综合影响下, 22H1 公司销售净利率为 6.3%, 小幅下滑 0.1pct。存货方面, 截至 22H1 末, 公司存货为 5.2 亿元/+54.9%, 存货周转天数为 88 天, 同比增加 28 天。现金流方面, 22H1, 公司经营活动现金净流出 7433 万元, 主要系为推进全品类、全渠道战略布局, 公司持续加大木门、卫浴、厨电、智能家居、海外等新拓品类业务人员和资源投入所致。

投资建议

➤ 今年上半年, 公司零售业务在衣柜、木门品类高增、门店持续拓展驱动下, 经营韧性较强。工程业务方面, 受到地产市场影响, 2 季度收入出现下滑, 但公司采用代理商模式, 风险相对可控, 预计全年工程业务规模稳中有升。我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.64 元、3.20 元和 3.86 元, 对应公司 22、23 年 PE 为 9、7 倍, 给予“增持-A”建议。

风险提示

➤ 疫情影响超预期, 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。

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	4,125	4,970	6,028
YoY(%)	24.2	30.6	19.6	20.5	21.3
净利润(百万元)	293	338	407	494	596
YoY(%)	20.7	15.5	20.3	21.4	20.7
毛利率(%)	32.7	30.5	31.0	31.0	30.9

EPS(摊薄/元)	1.90	2.19	2.64	3.20	3.86
ROE(%)	15.9	13.8	15.2	16.3	17.2
P/E(倍)	12.5	10.8	9.0	7.4	6.1
P/B(倍)	2.0	1.5	1.4	1.2	1.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.9	9.9	9.9

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1884	2476	2877	3242	4044
现金	468	760	1386	1297	2084
应收票据及应收账款	134	180	196	256	292
预付账款	54	63	48	99	81
存货	299	471	429	661	660
其他流动资产	929	1002	818	928	925
非流动资产	1602	2040	2080	2371	2679
长期投资	3	3	4	4	5
固定资产	865	1240	1427	1661	1951
无形资产	125	127	134	141	142
其他非流动资产	609	671	515	564	581
资产总计	3486	4516	4957	5613	6722
流动负债	1589	2016	2233	2523	3175
短期借款	133	333	174	213	240
应付票据及应付账款	781	864	1090	1263	1596
其他流动负债	676	819	969	1046	1338
非流动负债	63	80	64	86	102
长期借款	0	0	4	18	33
其他非流动负债	63	80	60	67	69
负债合计	1652	2096	2296	2609	3277
少数股东权益	8	10	7	4	0
股本	103	154	154	154	154
资本公积	829	1069	1069	1069	1069
留存收益	912	1157	1420	1722	2073
归属母公司股东权益	1826	2411	2654	3000	3446
负债和股东权益	3486	4516	4957	5613	6722

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	673	403	893	441	1256
净利润	291	335	404	490	591
折旧摊销	75	97	111	132	156
财务费用	-8	-5	-37	-53	-66
投资损失	-23	-18	-18	-20	-19
营运资金变动	291	-44	440	-107	598
其他经营现金流	47	40	-7	-1	-5
投资活动现金流	-872	-477	46	-498	-433
筹资活动现金流	42	372	-313	-31	-36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.19	2.64	3.20	3.86
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	2.61	5.79	2.86	8.14
每股净资产(最新摊薄)	11.84	15.63	17.20	19.45	22.34

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2640	3448	4125	4970	6028
营业成本	1776	2397	2848	3430	4168
营业税金及附加	17	21	26	31	37
营业费用	311	406	528	621	729
管理费用	135	160	206	244	289
研发费用	134	177	227	278	344
财务费用	-8	-5	-37	-53	-66
资产减值损失	-2	-1	-2	-3	-3
公允价值变动收益	-2	9	3	3	5
投资净收益	23	18	18	20	19
营业利润	327	361	450	544	653
营业外收入	5	9	5	6	7
营业外支出	1	2	1	2	2
利润总额	331	368	454	549	659
所得税	39	33	50	58	67
税后利润	291	335	404	490	591
少数股东损益	-1	-3	-2	-3	-4
归属母公司净利润	293	338	407	494	596
EBITDA	400	462	548	652	779

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	24.2	30.6	19.6	20.5	21.3
营业利润(%)	19.6	10.3	24.7	20.8	20.1
归属于母公司净利润(%)	20.7	15.5	20.3	21.4	20.7
获利能力					
毛利率(%)	32.7	30.5	31.0	31.0	30.9
净利率(%)	11.1	9.8	9.9	9.9	9.9
ROE(%)	15.9	13.8	15.2	16.3	17.2
ROIC(%)	14.4	11.9	13.6	14.2	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4	46.4	46.3	46.5	48.7
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	23.2	22.0	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
估值比率					
P/E	12.5	10.8	9.0	7.4	6.1
P/B	2.0	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	5.1	3.1	2.7	1.3

数据来源: 最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

