

2022年08月31日

金牌厨柜 (603180.SH)

公司快报

2022Q2 营收受疫情干扰，衣柜、木门业务表现靓丽

轻工制造 | 家具III

投资评级

增持-A(维持)

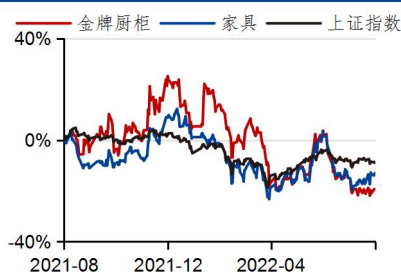
股价(2022-08-30)

24.12 元

交易数据

总市值(百万元)	3,720.68
流通市值(百万元)	3,479.05
总股本(百万股)	154.26
流通股本(百万股)	144.24
12个月价格区间	38.20/23.63

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.95	2.52	-7.19
绝对收益	-5.98	-3.04	-26.37

分析师

刘荆

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

相关报告

金牌厨柜: 22Q1 营收稳健增长, 衣柜业务规模效应逐步显现-金牌厨柜公司快报 2022.4.29

金牌厨柜: 21 年业绩表现稳健, 衣柜业务快速拓展-金牌厨柜动态分析 2022.4.14

◆ **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年 H1 年公司实现营收 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%。其中, 2022Q2, 公司实现营收 8.62 亿元, 同比增长 2.42%, 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比增长 45.62%。

投资要点

◆ **Q2 营收受疫情干扰, 衣柜、木门业务表现亮眼。** 营收端, 2022 年 H1 公司实现营收 14.31 亿元, 同比增长 7.84%; 拆分季度来看, 2022Q1/Q2 分别实现营收 5.69 亿元、8.62 亿元, 同比+17.24%、+2.42%。公司 Q2 营收增速有所放缓, 主要系受疫情影响, 公司线下消费受阻且恢复缓慢, 以及上游房地产行业销售下降影响。**净利端,** 2022H1 年公司实现归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 6.70%; 2022Q1、Q2 分别实现归母净利润 0.3 亿元、0.62 亿元, 同比-31.16%、+45.62%。**分品类看,** 1) 整体厨柜方面, 2022H1 实现营收 9.81 亿元, 同比减少 2.3%, 营收占比为 68.5%, 毛利率同比提升 1.4pct 至 28.8%; 2) 整体衣柜方面, 2022H1 实现营收 3.64 亿元, 同比增长 32%, 营收占比为 25.5%, 毛利率同比提升 0.8pct 至 27.5%; 3) 木门方面, 2022H1 实现营收 0.51 亿元, 同比增长 142.3%, 营收占比为 3.5%, 毛利率同比提升 2.6pct 至 5.6%, 或为规模效应带动毛利率的提升; 4) 其他产品方面, 2022H1 实现营收 0.04 亿元, 同比减少 24.6%, 营收占比为 0.3%, 毛利率同比提升 6.9pct 至 11.88%。

◆ **2022H1 线上保持净开店, 海外业务维持稳健增长。** 分渠道看, 1) 经销商渠道, 2022H1 实现营收 7.28 亿元, 同比增长 6.3%, 毛利率同比提升 2.1pct 至 34.2%。公司持续强化零售渠道覆盖, 加快空白城市品类布局, 加速“平台分公司、办事处”端的下沉, 截至 2022H1, 公司经销门店较年初净增加 339 家至 3469 家, 其中厨柜 1771 家 (+51 家)、衣柜 1025 家 (+106 家)、木门 472 家 (+84 家)、整装馆 57 家 (+22 家)、阳台卫浴 60 家 (+16 家)、玛尼欧 84 家 (+60 家); 2) 直营渠道方面, 2022H1 实现营收 0.64 亿元, 同比减少 20.67%, 毛利率同比提升 5.16pct 至 66.73%。直营店营收同比下滑主要由于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的获取, 推动客户结构优化, 上半年实现营收 4.85 亿元, 同比增长 6.6%, 毛利率同比下滑 0.2pct 至 13.6%; 4) 海外业务方面, 公司针对不同市场采取差异化策略, 2022H1 实现营收 1.21 亿元, 同比增长 42.3%, 毛利率同比提升 2.45pct 至 24.1%; 5) 整装渠道方面, 公司统筹各产品线, 强化品类协同, 加快各品类在家装、整装等渠道的拓展。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、品牌力较强的头部企业开展业务合作。

◆ **盈利能力有所提升, 经营活动现金流下滑与新托品类业务人员和资源投放力度加大有关。** **盈利能力方面,** 2022 年 H1, 公司毛利率同比提升 1.21pct 至 28.94%。**费用率方面,** 2022H1 公司期间费用率合计 25.11%, 其中销售/管理/研发/财务费用率



为 13.38%/5.58%/6.31%/-0.16%，同比+0.58/+0.54/+0.77/-0.45pct，综合影响下，2022H1 公司归母净利润率为 6.3%，同比减少 0.15pct。存货方面，公司存货 5.21 亿元，同比增长 54.90%，存货周转天数 87.84 天，同比增加 28 天。现金流方面，2022H1 公司经营活动现金流净额为-0.74 亿元，同比下降 284.56%，主要系为推动全品类、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：**公司上半年线下渠道保持净开店，衣柜、木门品类规模效应逐步显现，大宗业务受地产数据影响 Q2 增速放缓，但代理商模式下风险较为可控。但考虑到疫情对于线下零售端的影响，我们略微下调盈利预测，2022-2024 年公司营业收入预测分别为 41/49.41/59.14 亿元，同比增长 18.9%/20.5%/19.7%，归母净利润 3.83/4.80/5.62 亿元，同比增长 13.3%/25.3%/17.1%，对应公司 EPS 分别为 2.48/3.11/3.64 元。我们继续看好公司厨、衣、木品类融合发展，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	4,100	4,941	5,914
YoY(%)	24.2	30.6	18.9	20.5	19.7
净利润(百万元)	293	338	383	480	562
YoY(%)	20.7	15.5	13.3	25.3	17.1
毛利率(%)	32.7	30.5	31.0	31.3	31.1
EPS(摊薄/元)	1.90	2.19	2.48	3.11	3.64
ROE(%)	15.9	13.8	14.5	16.1	16.5
P/E(倍)	12.7	11.0	9.7	7.7	6.6
P/B(倍)	2.0	1.5	1.4	1.3	1.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.3	9.7	9.5

数据来源：聚源、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	2844	3278	3901	营业收入	2640	3448	4100	4941	5914
现金	468	760	1136	1265	1841	营业成本	1776	2397	2829	3396	4074
应收票据及应收账款	134	180	194	256	282	营业税金及附加	17	21	29	32	38
预付账款	54	63	76	91	109	营业费用	311	406	476	568	674
存货	299	471	438	653	656	管理费用	135	160	184	224	278
其他流动资产	929	1002	1001	1012	1012	研发费用	134	177	185	227	278
非流动资产	1602	2040	2212	2447	2710	财务费用	-8	-5	-9	-22	-30
长期投资	3	3	3	2	2	资产减值损失	-2	-1	-0	-2	-2
固定资产	865	1240	1419	1652	1914	公允价值变动收益	-2	9	2	3	3
无形资产	125	127	134	141	142	投资净收益	23	18	18	18	19
其他非流动资产	609	671	656	652	652	营业利润	327	361	427	533	622
资产总计	3486	4516	5056	5725	6610	营业外收入	5	9	5	5	6
流动负债	1589	2016	2330	2660	3122	营业外支出	1	2	1	1	2
短期借款	133	333	333	333	333	利润总额	331	368	430	537	626
应付票据及应付账款	781	864	1077	1253	1543	所得税	39	33	48	59	68
其他流动负债	676	819	920	1074	1247	税后利润	291	335	381	477	559
非流动负债	63	80	88	99	111	少数股东损益	-1	-3	-2	-2	-3
长期借款	0	0	8	19	31	归属母公司净利润	293	338	383	480	562
其他非流动负债	63	80	80	80	80	EBITDA	400	462	532	652	756
负债合计	1652	2096	2418	2759	3233						
少数股东权益	8	10	8	6	2	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	1408	1719	2069	营业收入(%)	24.2	30.6	18.9	20.5	19.7
归属母公司股东权益	1826	2411	2630	2961	3375	营业利润(%)	19.6	10.3	18.1	25.0	16.7
负债和股东权益	3486	4516	5056	5725	6610	归属于母公司净利润(%)	20.7	15.5	13.3	25.3	17.1
						获利能力					
						毛利率(%)	32.7	30.5	31.0	31.3	31.1
						净利率(%)	11.1	9.8	9.3	9.7	9.5
						ROE(%)	15.9	13.8	14.5	16.1	16.5
						ROIC(%)	14.5	11.9	12.5	13.9	14.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.4	46.4	47.8	48.2	48.9
						流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	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	12.7	11.0	9.7	7.7	6.6
						P/B	2.0	1.5	1.4	1.3	1.1
						EV/EBITDA	6.3	5.2	3.8	2.9	1.8

资料来源: 聚源、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（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com