

金牌厨柜（603180）：衣柜木门拓展推进，大宗业务韧性较强

2022年8月31日

推荐/维持

金牌厨柜

公司报告

事件：公司发布2022半年度报告。公司2022年H1营收14.31亿元，同比+7.84%；归母净利润0.93亿元，同比+6.70%；扣非归母净利润为0.41亿元，同比-5.71%。其中Q2营收8.62亿元，同比+2.42%；归母净利润为0.62亿元，同比+45.62%；扣非归母净利润为0.28亿元，同比-16.87%。

橱柜业务受地产影响有所承压，其他品类拓展推进顺利。公司橱柜品类的收入规模与门店数量均处行业前列，凭借橱柜建立的优势发力拓展衣柜、木门品类，打开增长空间。上半年橱柜收入9.81亿元，同比-2.34%；衣柜收入3.64亿元，同比+32.01%；木门收入0.51亿元，同比+142.28%。橱柜在疫情及地产下行压力下有所下滑。衣柜、木门逆势高增，主要因快速开店覆盖空白市场，上半年衣柜净开店106家至1025家、木门净开店84家至472家。衣柜行业整体规模高于橱柜，而衣柜、木门与橱柜在渠道端以及生产方面有较高的重合度，协同性强，公司可借助橱柜持续推动衣柜、木门的拓展，我们看好衣柜以及木门的增长带动公司整体收入增长。此外，公司自去年开始重点布局卫浴产品，门店持续拓展，未来有望贡献收入增长。

零售业务受益品类拓展保持增长，大宗业务韧性较强。上半年收入分渠道看，1)零售业务收入7.91亿元，同比+3.43%。公司在零售渠道通过覆盖空白市场和渠道加密推动开店，同时对经销商的管理持续精细化。上半年各品类门店数量均有净增，同时根据我们测算，衣柜、木门店效均有同比增长，渠道管理的优化较为顺利。橱柜零售有所承压，品类拓展助力零售整体实现增长。整装方面，公司积极推动装企门店覆盖，目前收入规模较小，未来有望成为增长点。2)大宗业务收入4.85亿元，同比+6.62%。公司在大宗渠道具备高客户认可度，同时积累了众多代理商资源，助力公司在行业大宗整体下滑的背景下保持正增长。因全部采用代理商模式公司基本未受地产信用风险影响，我们看好公司在大宗业务上持续超越行业，提高份额。3)境外业务收入4.85亿元，同比+42.29%。公司收购泰国工厂确保供应，持续拓展东南亚市场；同时在美国、澳洲积极拓展开发商，未来境外增长仍可期。

盈利能力同比略有承压，衣柜木门毛利率规模效应持续显现。公司2022H1毛利率28.94%，同比+1.21pct，毛利率实现同比提升。其中衣柜、木门随着规模效应显现，毛利率持续保持提升，对比同业来看衣柜木门毛利率仍有较大提升空间。当前原材料价格压力仍在，随着价格回落，叠加衣柜木门毛利率继续提升，毛利率有望持续保持提升态势。公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别+0.58pct/+0.54pct/+0.77pct，上半年公司积极投放费用加强业务开拓，但收入受疫情影响未达公司预期，导致费用率有所上升。综合来看，2022H1净利率6.47%，同比-0.07pct，整体平稳。此外Q1-2净利润波动较大，主要因补助发放时间的变化。我们认为未来随衣柜木门毛利率继续提升、原材料价格回落，以及疫情影响消除后费用率降低，盈利能力有望逐步回升。

盈利预测与投资评级：公司以橱柜业务为基础，持续拓展衣柜木门品类，打开增长空间。零售渠道管理逐步精细化，大宗渠道优势显著。我们看好公司能复刻先发者的路径，通过品类拓展实现收入持续快速增长。预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.00、4.85、5.94亿元人民币，EPS为2.58、

公司简介：

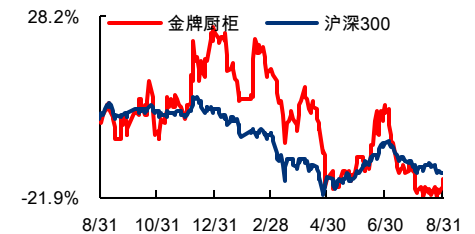
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52周股价区间(元)	38.95-23.33
总市值(亿元)	38.44
流通市值(亿元)	35.94
总股本/流通A股(万股)	15,426/15,426
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.18

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

3.13、3.83 元，目前股价对应 PE 分别为 9.66、7.97、6.50 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

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	4,171.69	5,029.59	6,055.55
增长率（%）	24.20%	30.61%	21.00%	20.56%	20.40%
归母净利润（百万元）	292.65	337.98	400.39	484.94	593.95
增长率（%）	20.68%	15.49%	18.47%	21.12%	22.48%
净资产收益率（%）	16.03%	14.02%	14.85%	16.08%	17.47%
每股收益（元）	3.12	2.31	2.58	3.13	3.83
PE	7.99	10.79	9.66	7.97	6.50
PB	1.41	1.60	1.43	1.28	1.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1884	2476	2895	4936	5222	营业收入	2640	3448	4172	5030	6056
货币资金	468	760	1374	3106	3267	营业成本	1776	2397	2890	3495	4193
应收账款	52	90	114	138	166	营业税金及附加	17	21	25	30	36
其他应收款	16	24	29	35	42	营业费用	311	406	478	571	682
预付款项	54	63	94	119	124	管理费用	135	160	196	235	282
存货	299	471	459	603	689	财务费用	-8	-5	2	-20	-30
其他流动资产	8	16	23	31	31	研发费用	134	177	209	251	303
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	438	531	652
资产总计	3486	4516	5670	8249	8951	营业外收入	4.75	9.13	6.94	8.03	7.49
流动负债合计	1589	2016	2882	5142	5462	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	443	537	658
应付账款	563	702	869	1031	1249	所得税	39	33	44	54	66
预收款项	0	2034	3025	5106	5113	净利润	291	335	398	483	592
一年内到期的非流	0	17	0	0	0	少数股东损益	-1	-3	-2	-2	-2
非流动负债合计	63	80	85	86	86	归属母公司净利润	293	338	400	485	594
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	2967	5228	5547	成长能力					
少数股东权益	8	10	8	6	4	营业收入增长	24.20%	30.61%	21.00%	20.56%	20.40%
实收资本(或股本)	103	154	154	154	154	营业利润增长	19.63%	10.34%	21.15%	21.28%	22.91%
资本公积	829	1069	1069	1069	1069	归属于母公司净利	20.68%	15.49%	18.47%	21.12%	22.48%
未分配利润	860	1080	1296	1553	1871	获利能力					
归属母公司股东权	1826	2411	2696	3015	3401	毛利率(%)	32.73%	30.48%	30.72%	30.52%	30.75%
负债和所有者权益	3486	4516	5670	8249	8951	净利率(%)	11.04%	9.71%	9.55%	9.60%	9.78%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.40%	7.48%	7.06%	5.88%	6.64%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	16.03%	14.02%	14.85%	16.08%	17.47%
经营活动现金流	673	403	1772	2695	982	偿债能力					
净利润	291	335	398	483	592	资产负债率(%)	47%	46%	52%	63%	62%
折旧摊销	74.97	97.08	147.07	200.57	247.32	流动比率	1.19	1.23	1.00	0.96	0.96
财务费用	-8	-5	2	-20	-30	速动比率	1.00	0.99	0.85	0.84	0.83
应收账款减少	-14	-38	-24	-24	-28	营运能力					
预收帐款增加	-303	2034	991	2081	6	总资产周转率	0.86	0.86	0.82	0.72	0.70
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	5.31	5.30	5.31
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	2.58	3.13	3.83
筹资活动现金流	42	372	-490	-173	-208	每股净现金流(最	-1.52	1.93	3.98	11.22	1.04
应付债券增加	-323	0	0	0	0	每股净资产(最新	17.68	15.61	17.46	19.53	22.03
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	7.99	10.79	9.66	7.97	6.50
资本公积增加	371	240	0	0	0	P/B	1.41	1.60	1.43	1.28	1.13
现金净增加额	-157	299	614	1733	161	EV/EBITDA	5.87	7.92	4.30	1.06	0.67

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，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

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，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

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