

金牌厨柜（603180）

证券研究报告

2022年12月26日

品牌升级助力多品类协同发展，渠道变革激活零售网络活力

家具制造业规模稳中有增，定制行业规模约为 2400 亿元，衣柜占比高于厨柜。据统计局数据，家具制造业营业收入从 2008 年的 3001.28 亿元增长至 2021 年的 8004.60 亿元，期间 CAGR 为 7.84%。我们测算，目前定制行业规模约为 2400 亿元。中性假设下：中短期新房销售规模维持在 15 亿方，存量房销售规模约为 420 万套，厨柜、衣柜客单价分别为 1 万元、2.5 万元，渗透率分别为 65%、35%。综上厨柜行业规模约 1009 亿元（其中工程业务预计 290 亿元），衣柜规模约 1358 亿元（其中工程业务预计占 10%）。

公司为国内整体厨柜全国性品牌之一，二十余年的深耕使得品牌已有相当的知名度和影响力。上市以来，公司营收增速明显。17 年到 21 年营业收入由 14.42 亿增至 34.48 亿，17-21 年均增速 24.4%，2021 年营收同比增速 30.6% 处于行业领先水平；17-21 年归母净利润由 1.67 亿元增至 3.38 亿元，年均增速 19.3%。22Q1-3 营业收入及归母净利润分别达到 24.89 亿、1.65 亿元，同比分别+12.1%、+4.1%。

整体厨柜收入稳健增长，衣柜木门快速放量，贯彻大家居战略。整体厨柜业务是公司最主要收入来源，2022 前三季度整体厨柜营收占比 66.8%。2017-2021 整体厨柜营收由 13.86 亿增至 24.80 亿，年复合增长率为 15.65%。17-21 整体衣柜营收由 0.24 亿增至 8 亿，年复合增长率为 140.3%；18-21 木门营收由 30 万增长至 0.84 亿，年复合增长率为 521.9%。厨柜/衣柜/木门于 2022 前三季度营收分别为 16.63/6.59/1.02 亿元。从厨柜向衣柜、木门、再向智能家居、整装领域拓展，公司致力于打造一站式家居生态圈，不断进行产品迭代更新，联合清华大学研究院研发量体裁柜，以使用者肘高计算厨柜高度，更贴合用户习惯，并于 2020 年推出抗菌厨房产品。

渠道以经销为主、大宗为辅，经销网络逐步拓展，大宗客户结构优化。21 年经销渠道收入为 18.78 亿元，同比+33.3%，经销门店约 3000 余家。大宗业务方面，客户结构逐步优化，进一步强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作，降低销售回款风险，2022Q1-Q3 大宗业务收入 9.08 亿元，同比增长 20.8%，占总营收 36.5%。

盈利预测与评级：公司深耕高端厨柜领域，持续拓展产品线，渠道管理逐步优化，预计 22-24 年收入分别为 39.53/46.94/55.92 亿元，同比+14.66%/+18.75%/+19.13%，22-24 年归母净利润分别为 3.61/4.16/4.84 亿元，同比+6.96%/+15.04%/+16.47%。伴随地产政策催化，我们认为行业有望回暖，我们参考可比公司 23 年的平均 PE，给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价为 40.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：房地产市场调控风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、经销商销售模式风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,639.84	3,447.77	3,953.06	4,694.30	5,592.17
增长率(%)	24.20	30.61	14.66	18.75	19.13
EBITDA(百万元)	486.03	571.96	489.54	548.65	622.92
归属母公司净利润(百万元)	292.65	337.98	361.49	415.84	484.35
增长率(%)	20.68	15.49	6.96	15.04	16.47
EPS(元/股)	1.90	2.19	2.34	2.70	3.14
市盈率(P/E)	15.18	13.14	12.29	10.68	9.17
市净率(P/B)	2.43	1.84	1.69	1.53	1.39
市销率(P/S)	1.68	1.29	1.12	0.95	0.79
EV/EBITDA	7.36	7.14	3.83	3.44	1.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.8 元
目标价格	40.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	154.26
流通 A 股股本(百万股)	144.24
A 股总市值(百万元)	4,442.60
流通 A 股市值(百万元)	4,154.09
每股净资产(元)	15.97
资产负债率(%)	44.82
一年内最高/最低(元)	39.48/22.77

作者

尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金牌厨柜-年报点评报告:业绩大幅增长，渠道布局有望加速，维持增持评级》2018-03-28
- 《金牌厨柜-公司点评:17 年业绩大幅增长，维持增持评级》2018-01-10
- 《金牌厨柜-季报点评:前三季度业绩大幅增长，渠道红利尚未释放，给予增持评级》2017-10-25

内容目录

1. 金牌厨柜：高端厨柜领跑者，向全屋大家居迈进.....	4
1.1. 厨柜起家衣木相随，扩大品牌影响力.....	4
1.2. 多年拓展布局，形成多品类、多业务板块合力发展新局面.....	5
1.3. 管理层及股权结构稳定.....	6
2. 定制行业规模约为 2400 亿，未来规模或将稳中有增.....	7
3. 多品类、多渠道布局完成，持续推进一站式家居解决方案.....	8
3.1. 厨柜稳健增长，衣柜木门快速放量，大家居生态逐步构建.....	8
3.2. 渠道多元，经销为主、大宗为辅，零售端能力逐步提升.....	11
3.3. 扩大产能，规模效应逐步释放，提升生产效率.....	13
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：发展历程.....	4
图 2：2017-2022 前三季度公司营业收入（亿元）及同比增速.....	5
图 3：2017-2022 前三季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....	5
图 4：17-22 衣柜、木门及其他增长较快，厨柜稳定增长（亿元）.....	5
图 5：2019-2022 前三季度各渠道营业收入（亿元）.....	5
图 6：2017-2022 前三季度公司毛利率及归母净利率.....	6
图 7：2017-2022 前三季度公司各项费用率.....	6
图 8：主要股东股权结构（截至 2022 前三季度）.....	6
图 9：2000-2021 年家具制造业营业收入及同比增长.....	7
图 10：2000-2021 年中国家具类零售额及同比增长.....	7
图 11：17-22 前三季度整体厨柜营收（亿元）及增长率.....	8
图 12：19-22 前三季度衣柜、木门营收（亿元）及同比增速.....	9
图 13：17-22 前三季度各品类营收占比.....	9
图 14：2017-2022 前三季度各品类毛利率（%）.....	9
图 15：量体裁柜直指传统厨柜痛点.....	9
图 16：17-22 前三季度研发费用（亿元）及研发费用率.....	11
图 17：经销业务稳定增长（亿元）.....	11
图 18：经销业务毛利率稳定.....	11
图 19：17-22 前三季度厨柜衣柜门店数量（家）.....	12
图 20：19-22 前三季度木门门店数量（家）.....	12
图 21：19、20 年大宗业务收入持续高增长（亿元）.....	12
图 22：公司 18-22 前三季度大宗毛利率.....	12
图 23：17-22 前三季度境外业务营收（亿元）及 yoy.....	12
图 24：公司 17-22 前三季度境外收入毛利率.....	12

图 25: 2018-2022 前三季度各渠道毛利率	13
图 26: 2017-2022 前三季度各渠道营收占比	13
图 27: 17-21 厨柜/衣柜产量 (套)	14
图 28: 18-21 木门产量 (樘)	14
图 29: 17-21 各品类出厂价 (元/套)	14
图 30: 17-21 各品类成本价 (元/套)	14
表 1: 公司核心团队	6
表 2: 厨柜与衣柜合理市场规模测算过程与假设	7
表 3: 厨柜与衣柜合理市场规模测算 (单位: 万套)	8
表 4: 18 至今新产品方面的投资情况	10
表 5: 金牌厨柜上市后扩产情况	13
表 6: 收入拆分 (单位: 百万元)	15
表 7: 可比公司盈利预测表	15

1. 金牌厨柜：高端厨柜领跑者，向全屋大家居迈进

1.1. 厨柜起家衣木相随，扩大品牌影响力

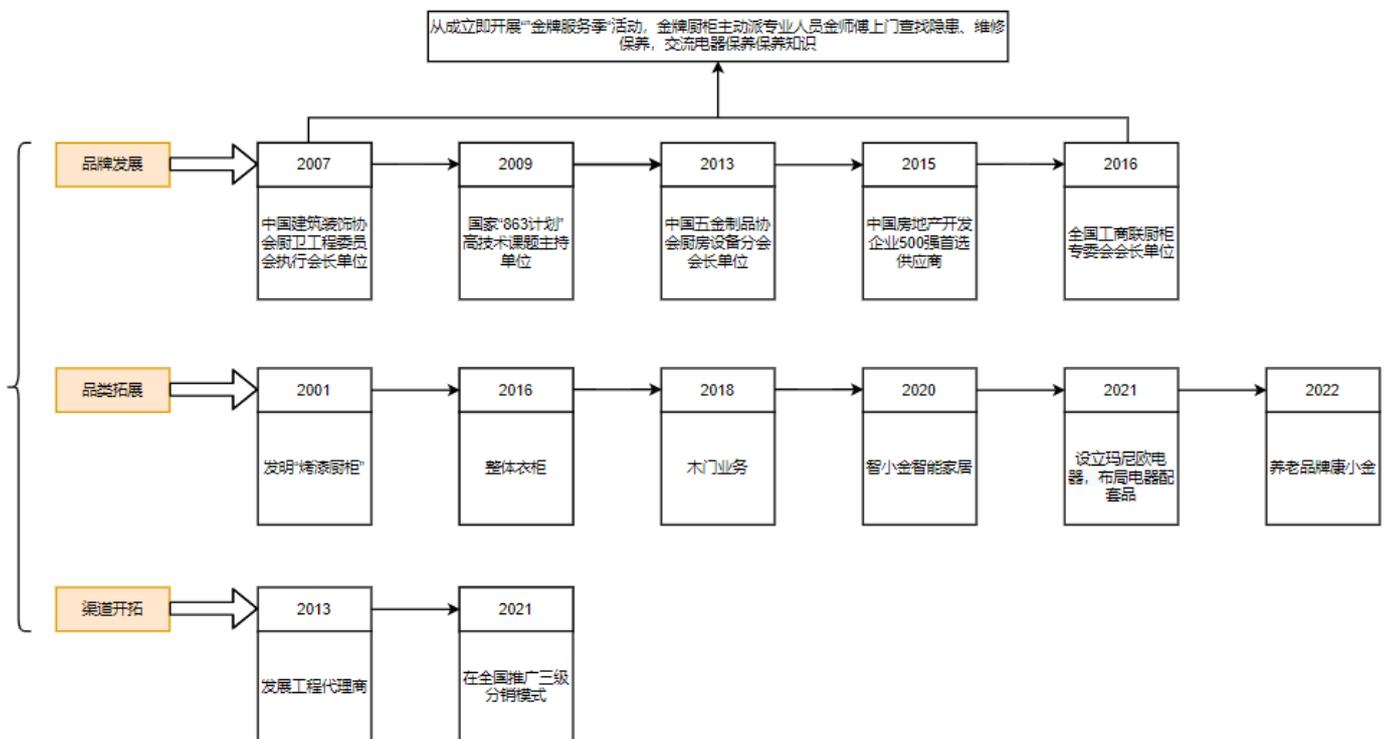
金牌厨柜是一家集生产、研发于一体的高端定制家具制造企业，近年旗下产品拓展至衣柜、木门及配套设备，是国内定制家居行业领先品牌之一。二十余年的发展使得品牌已有相当的知名度和影响力。我们认为，公司在渠道多元化、产品品类拓展的布局已经较为完善，看好公司持续在品牌力方面发力以及市占率持续提升。

1) **起步阶段**：2001年，公司发明烤漆厨柜；2007年，公司成为中国建筑装饰协会厨卫工程委员会执行会长单位；2011年，总部二期生产基地项目开启，公司逐渐加大产能；2013年，公司任中国五金制品协会厨房设备分会会长单位。

2) **成长阶段**：2013年开始，公司全面发展工程代理商；2015年荣获中国房地产开发企业500强首选供应商，同年公司在经销体系全面推行精板供货政策，2016年基本实现全面精板供货，10月公司开始进行整体衣柜的研发生产，17年成立桔家衣柜进军高端衣柜市场，并在5月A股主板上市，募集资金用于扩建厦门、江苏生产基地，公司产能瓶颈得以缓解，为未来业绩持续快速增长奠定产能基础。

3) **扩张阶段**：以厨柜业务起家，逐步拓展全屋。2017年以来，公司在渠道开拓、品类拓展以及产品研发方面的发展不遗余力。2017-2022年上半年，公司门店从1250家拓展至3268家，并于2021年开始，公司在全国范围内推进三级分销模式，加快空白城市品类布局，同时，公司积极开拓海外市场，境外收入由17年的0.44亿元增至22H1的1.22亿元。品类拓展方面，17-21衣柜业务收入从0.24亿元提升至8亿元。除了衣柜及全屋产品，公司还在整装产品及智能家居等方面进行业务拓展，控股智小金智能家居、厦门金牌桔家云整装科技有限公司等子公司。

图 1：发展历程



资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

1.2. 多年拓展布局，形成多品类、多业务板块合力发展新局面

17-21 年公司收入 CAGR 为 24.4%，22 年 Q1-Q3 在疫情影响背景下增速依旧稳健。2022 前三季度总营业收入为 24.89 亿元，同比增长 12.13%，17 年到 21 年营业收入由 14.42 亿增至 34.48 亿，17-21 年收入 CAGR 为 24.4%，2021 年营收同比增速高达 30.6%；17-21 年归母净利润由 1.67 亿元增至 3.38 亿元，CAGR 为 19.3%。

图 2：2017-2022 前三季度公司营业收入（亿元）及同比增速



图 3：2017-2022 前三季度归母净利润（亿元）及同比增速 (%)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

资料来源：公司财报，天风证券研究所

厨柜为核心品类，衣柜业务增速靓丽，推动厨、衣、木、电器等品类的布局。2022 前三季度整体厨柜/衣柜/木门分别营收 16.63/6.59/1.02 亿元；17-21 年整体厨柜/衣柜营收分别由 13.86/0.24 增至 24.8/8.00 亿元，CAGR 分别为 15.65%/140.3%；18-21 年木门营收由 35 万增至 0.84 亿，CAGR 为 521.9%。

实现多元化渠道布局，大宗业务客户优质。渠道拓展卓有成效，经销收入占营业总收入比由 2019 年的 61.1%降至 2022 年前三季度的 50.6%，同期大宗业务及海外收入占营业总收入比分别由 23.8%、2.6%提升至 36.5%、6.73%。在大宗业务方面，公司进一步强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作，加强应收账款管理。

图 4：17-22 衣柜、木门及其他增长较快，厨柜稳定增长（亿元）

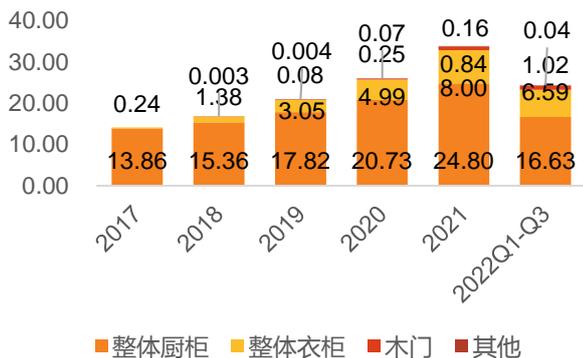
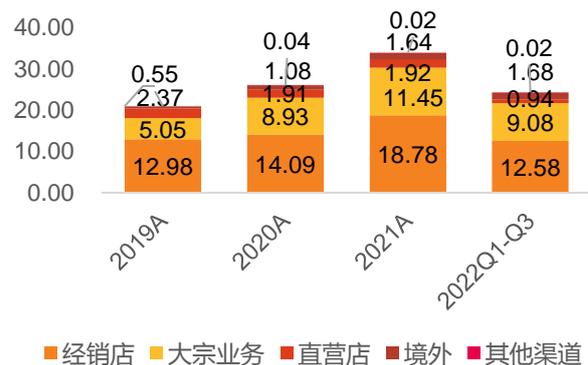


图 5：2019-2022 前三季度各渠道营业收入（亿元）

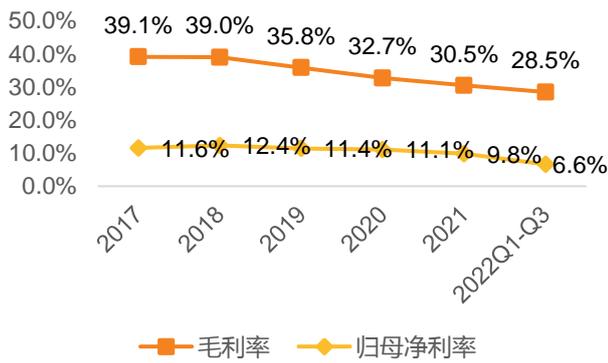


资料来源：公司财报，天风证券研究所

资料来源：公司财报，天风证券研究所

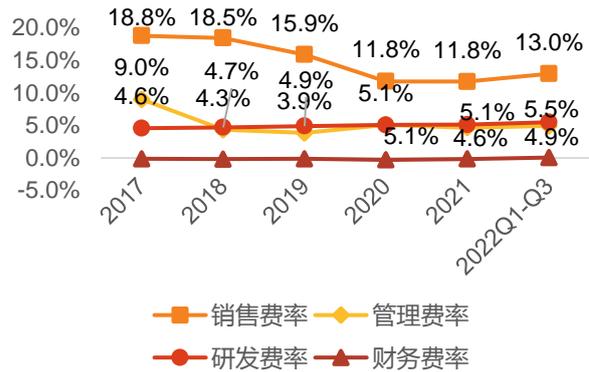
毛利率及归母净利率略有承压。毛利率与归母净利率 2022 年 Q1-Q3 分别为 28.5%和 6.6%。一方面，由于木门等较新业务占比提高，但毛利率较低，2022 年 Q1-Q3 木门毛利率 5.7%，其他业务毛利率 10.1%。另一方面，大宗业务毛利率较低，毛利率因为大宗业务占比提升而有一定下行。费用率方面，2022 年前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 13.0%、4.9%、5.5%，销售费用率 17-21 由 18.8%降至 11.8%，公司重视研发的投入，17-22 前三季度研发费用率由 4.6%升至 5.5%。

图 6：2017-2022 前三季度公司毛利率及归母净利润率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：2017-2022 前三季度公司各项费用率

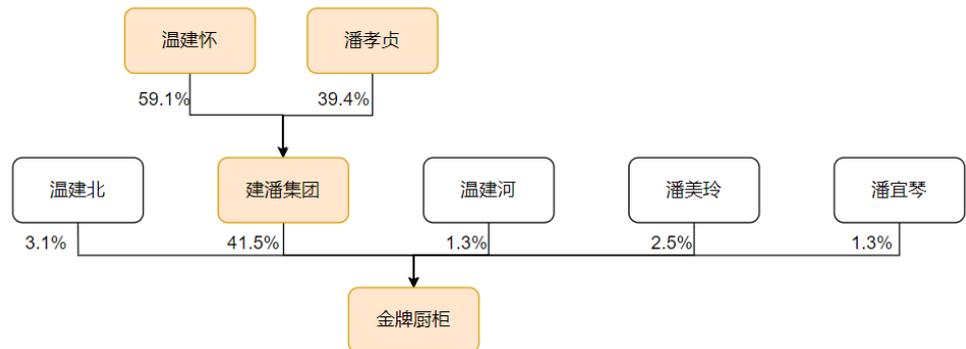


资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 管理层及股权结构稳定

股权结构稳定，实控人持股比例集中。公司创始人温建怀、潘孝贞共计持有金牌厨柜 18.7% 的股份，另外两人合计持有厦门市建潘集团有限公司 98.5% 股份，该公司对金牌厨柜持股占比为 41.5%。

图 8：主要股东股权结构（截至 2022 前三季度）



资料来源：公司三季报，天风证券研究所

表 1：公司核心团队

姓名	简介
温建怀	公司创始人之一。曾任职于中国建设银行厦门市分行中山支行、曾任厦门市建潘卫厨有限公司董事长。现任厦门金牌厨柜股份有限公司董事长、厦门市建潘集团有限公司执行董事、北京永安企业商会名誉会长、厦门永安商会名誉会长。
潘孝贞	公司创始人之一。1999 年 3 月以来担任建潘卫厨总经理。现任厦门金牌厨柜股份有限公司副董事长、总经理、厦门市建潘集团有限公司监事，厦门市华瑞中盈投资管理有限公司监事，福建省工商联厨柜同业公会会长、中国五金制品协会厨房设备分会会长、厦门市工商联总商会副主席。
杨文斌	曾任内蒙古林业科学研究院研究室主任，研究所所长，研究院副院长；现任中国林业科学院荒漠化研究所研究员，博士生导师，首席专家，中国治沙暨沙业学会秘书长，公司独立董事。
陈建波	现任厦门金牌厨柜股份有限公司董事会秘书、总裁办主任、战略运营部总监。
朱灵	现任金牌厨柜副总经理、财务总监。
王红英	现任金牌厨柜职工代表监事、行政及人力资源部副总监。
李子飞	现任金牌厨柜总经理助理，衣柜事业部总监。

温建北 历任建潘卫厨企划设计、研发设计总监,现任厦门金牌厨柜股份有限公司董事、研发设计中心总监、厦门市卫厨行业协会常务副会长、福建建材家居商会会长。

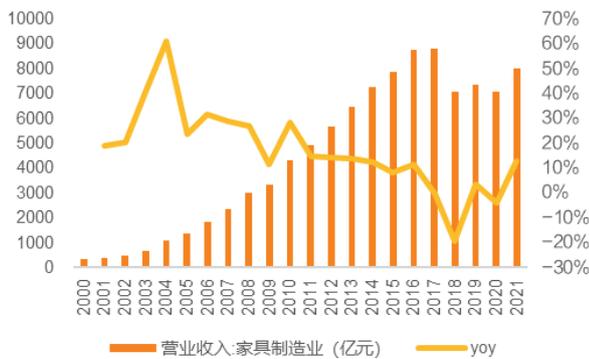
郭星 重庆邮电大学客座教授,中国民营经济研究会研究员。曾任电脑报集团《知识经济》杂志社总编助理,新华社《中国市场》杂志社执行主编,《销售与管理》杂志社联席出版人兼总编辑,现任金牌厨柜战略委员会委员、董事。

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 定制行业规模约为 2400 亿，未来规模或将稳中有增

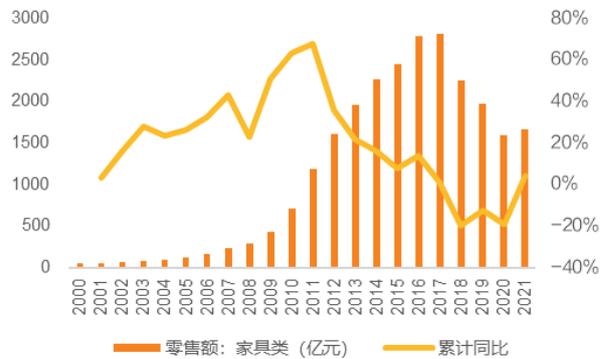
家居行业规模稳中有增。据国家统计局规模以上工业企业主要财务指标数据，家具制造业营业收入从 2008 年的 3001.28 亿元增长至 2021 年的 8004.60 亿元，期间 CAGR 为 7.84%。2017-2021 年，中国家具类零售额在经历持续增长后回落至 1666.80 亿元。

图 9：2000-2021 年家具制造业营业收入及同比增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10：2000-2021 年中国家具类零售额及同比增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

根据我们测算，目前定制行业规模约为 2400 亿元。中性假设下：中短期新房销售规模维持在 15 亿方，存量房销售规模约为 420 万套，厨柜、衣柜出厂端客单价分别为 1 万元、2.5 万元，渗透率分别为 65%、35%。以此为基础测算，厨柜行业规模约 1009 亿元（其中工程业务 290 亿元），衣柜规模约 1358 亿元（其中工程业务预计占 10%）。

目前，在低线城市仍存在手工打制柜子，定制家具渗透率还未饱和，渗透率存在一定提升空间。

表 2：厨柜与衣柜合理市场规模测算过程与假设

- 1、全国住宅销售面积每年预计约 15 亿平米，按 90 平米/套，计算约为 1650 万套，我们假设每年新房成交的 75% 为装修需求：1238 万套。
- 2、根据贝壳数据，每年存量交易套数约为 420 万套，我们假设二手房交易中 75% 有装修需求（存在一定的投资需求比例，假设 25% 的交易套数将不会产生装修需求）：315 万套。
- 3、我们预计全国厨柜均价（工厂端）为 0.8/1.0/1.2 万（五金、抽屉、厨房一般都超过 3 米，公司给出的引流套餐不够用）。
- 4、我们预计全国厨柜大宗客单价（工厂端）约为 4000 元/5500 元/7000 元，测算大宗市场规模采用销售套数 1650 万套*精装修渗透率 32%。
- 5、我们预计衣柜（包括其他柜类，工厂客单价）客单价为 2/2.5/3 万。
- 6、渗透率：参考厨柜/衣柜渗透率保守估计 60%、30%，每阶提升 5pct。

资料来源: 贝壳, 淘宝旗舰店, 国家统计局, 天风证券研究所测算

表 3：厨柜与衣柜合理市场规模测算（单位：万套）

	悲观假设	中性假设	乐观假设
新房销售套数	1238		
存量房/二手房	315		
装修需求（万套）	1553		
客单价（厨柜、万元）	0.8	1.0	1.2
客单价（厨柜大宗）	0.4	0.55	0.7
客单价（衣柜、万元）	2	2.5	3
渗透率（厨柜）	60%	65%	70%
渗透率（衣柜）	30%	35%	40%
厨柜市场规模(亿元)	745	1009	1304
精装市场规模(工程)	211	290	370
零售市场规模(亿元)	534	719	935
衣柜市场规模(亿元)	932	1358	1863
精装市场规模(工程)	93	136	186
零售市场规模(亿元)	838	1223	1677

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

3. 多品类、多渠道布局完成，持续推进一站式家居解决方案

3.1. 厨柜稳健增长，衣柜木门快速放量，大家居生态逐步构建

厨柜业务为基本盘，收入稳定增长。2017-2021 整体厨柜营收由 13.86 亿增至 24.80 亿，年复合增长率为 15.65%，厨柜为公司核心品类，2022 前三季度整体厨柜实现营收 16.63 亿元，占比 66.8%。

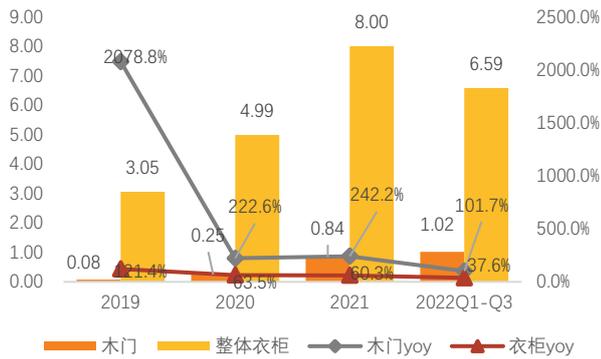
图 11：17-22 前三季度整体厨柜营收（亿元）及增长率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

衣柜木门体量快速增长，各品类营收占比改善。衣柜、木门为公司拓展业务，2017 年公司成立桔家衣柜，2018 年上半年公司成立桔家木门事业部，21 年改名金牌衣柜、金牌木门，17-21 年衣柜营收由 0.24 亿增长至 8.0 亿，增速靓丽，18-21 木门营收由 35 万增长至 0.84 亿，木门业务快速发展。

图 12: 19-22 前三季度衣柜、木门营收 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

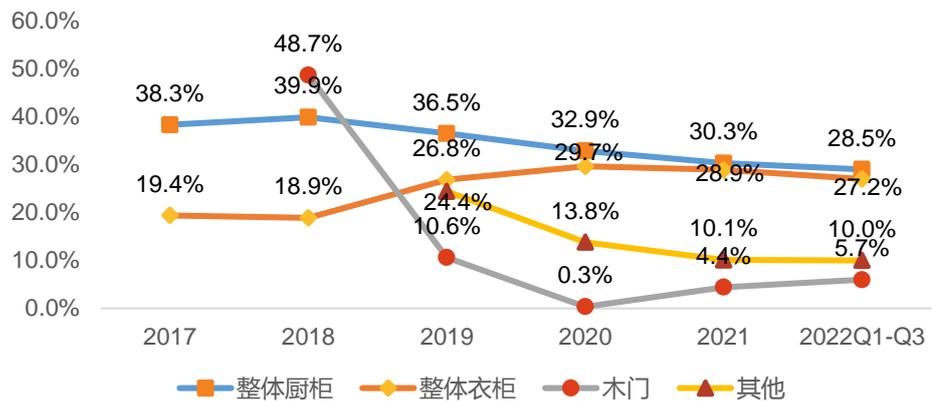
图 13: 17-22 前三季度各品类营收占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

衣柜毛利率稳定, 木门毛利率稳步提升。2022 前三季度厨柜、衣柜、木门毛利率分别为 28.5%、27.2%、5.7%, 2017-2021 厨柜、衣柜毛利率由 38.3%、19.4%降至 30.3%、28.9%, 伴随木门业务规模提升, 2020 年木门业务初具规模, 20-21 木门毛利率由 0.34%增至 4.42%。

图 14: 2017-2022 前三季度各品类毛利率 (%)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

贯彻大家居战略。发挥厨柜核心品类优势, 凭借自身渠道及品牌优势, 实现衣柜, 木门快速发展, 借助全屋产品品类协同, 拓展卫浴阳台、智能家居、厨电、家品多品类融合发展。2019 年联合清华大学研究院研发量体裁柜, 以使用者肘高计算厨柜高度, 2020 年推出抗菌厨房。

图 15: 量体裁柜直指传统厨柜痛点



资料来源: 金牌厨柜官网, 天风证券研究所

公司不断投资新业务研发生产，旗下多家子公司业务布局广泛。智小金智能家居产品包括智能马桶、洗地机等；玛尼欧为旗下电器品牌，产品包括油烟机、烤箱、冰箱、消毒柜等。

表 4：18 至今新产品方面的投资情况

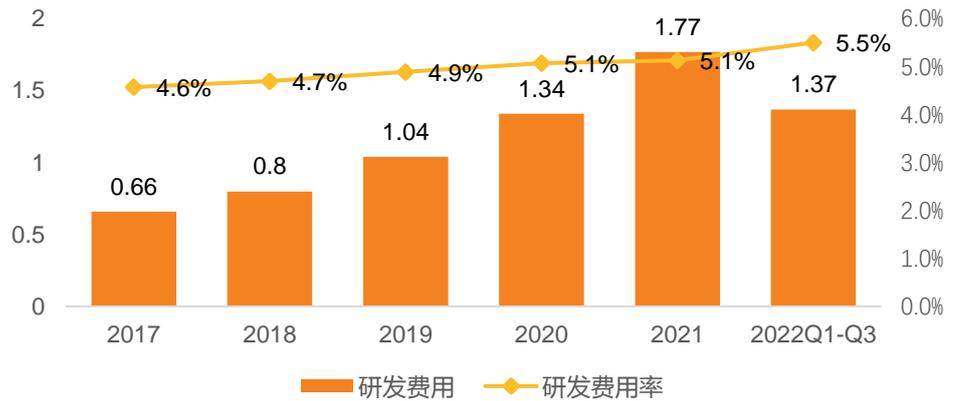
时间	投资项目	投资金额 (万)	拓展业务	说明
2018 年 7 月 16 日	金牌桔家云整装公司	2240	整装业务	金牌桔家云整装公司注册资本为人民币 2,800 万元，其中公司以货币形式认缴出资 2,240 万元，占注册资本的 80%。本次对外投资为布局整装事业，构建整装业务服务能力，推进公司整装业务的发展，增强公司竞争力。
2019 年 1 月 22 日	重庆玛格家居有限公司 5% 股份	5000	整体衣柜业务	重庆玛格家居有限公司为定制家具生产制造企业，专注于实木类定制家具，以衣柜产品为主，该投资有利于双方通过共享信息和渠道资源、相互吸收各自优势的设计理念和工艺技术等途径，实现全方位的优势互补和战略协同，最终实现共同提升双方核心竞争力和市场地位。
2020 年 3 月 6 日	厦门智小金智能科技有限公司	2000	智能家居业务	智小金为公司全资子公司，主营业务包括智能马桶、智能门锁、智能花洒、智能洗地机等。
2020 年 3 月 6 日	厦门市橙鸟美家科技有限公司	1600	家居用品	公司以现金出资 1,600 万元，占 80% 股份，投资目的为打造一站式家居宅配，主营软装、家具、家品、收纳等泛家居产品。
2021 年 5 月 10 日	玛尼欧电器科技有限责任公司	5000	厨电业务	玛尼欧为公司全资子公司，主营业务包括油烟机、水槽、龙头、嵌入式电器等。
2022 年 6 月 17 日	融技精密 109.525 万股股份	2,667	卫浴阳台业务	融技精密是一家专业从事智能卫浴、冲刷系统、同层排水及卫浴注塑件等产品设计、研发、制造及销售的企业。卫浴阳台业务系公司新拓业务品类，智能马桶又是卫浴阳台业务核心单品之一，通过对融技精密的投资，有利于：1) 稳定智能马桶作为卫浴空间核心单品的上游供应链；2) 推动双方深度的联合研发，定义智能马桶等新产品，实现差异化产品战略的落地；3) 建立与卫浴行业的深度衔接，快速应用行业内的新技术，抢抓时间窗口，推动同层排水业务在公司精装工程业务中的应用。

资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

公司不断加大技术研发力度，重视自主创新。截止 2021 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利及软著 382 项，其中发明专利 10 项，实用新型 201 项，外观专利 139 项，软著 32 件。公司逐渐增加研发投入力度，2017 至 2022Q1-Q3 研发费用分别为 0.66/0.8/1.04/1.34/1.77/1.37 亿元，研发费用率分别为 4.6%/4.7%/4.9%/5.1%/5.5%，研发费用增加主要因为拓展木门、卫阳、厨电等业务，加大研发投入。

整合现有产品，提供全屋家居方案。公司顺应行业发展趋势，致力于为客户提供一站式采购、空间整体解决方案、整体设计的全屋定制，发挥定制厨柜核心品类优势，利用自身品牌，渠道，营销，智能制造，数字化等优势，实现衣柜，木门快速发展，借助全屋定制强化品类之间的协同，实现卫浴阳台、智能家居、厨电、家品多品类融合发展。依托厨柜品类的品牌、资源优势，加快衣柜、木门等品类的拓展，逐步构建新的增长动力。

图 16: 17-22 前三季度研发费用 (亿元) 及研发费用率



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

3.2. 渠道多元, 经销为主、大宗为辅, 零售端能力逐步提升

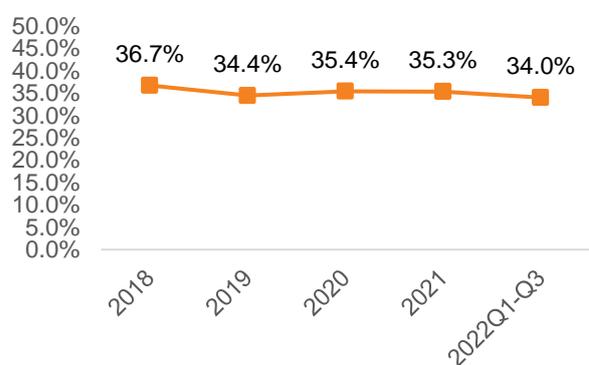
公司销售模式以经销为主, 2021 年经销渠道收入 18.78 亿元, 同比+33.3%, 占总收入比 54.5%, 公司零售网络持续扩张, 毛利率稳定在 34%-35%左右。

图 17: 经销业务稳定增长 (亿元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 18: 经销业务毛利率稳定

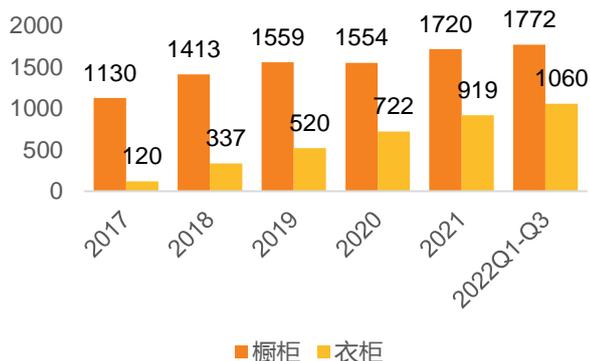


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

经销渠道管理逐步优化, 加速全渠道拓展。公司推动渠道从单一的产品线直线管理向“产品线-区域”矩阵管理组织升级, 在区域市场重点构建以平台分公司、办事处为核心的销售管理组织。平台分公司、办事处将通过对区域采取商圈网格化管理, 一方面增加终端密度, 推动渠道进一步下沉, 另一方面统筹各产品线, 强化品类协同加快各品类在零售、家装、整装等的全渠道拓展。

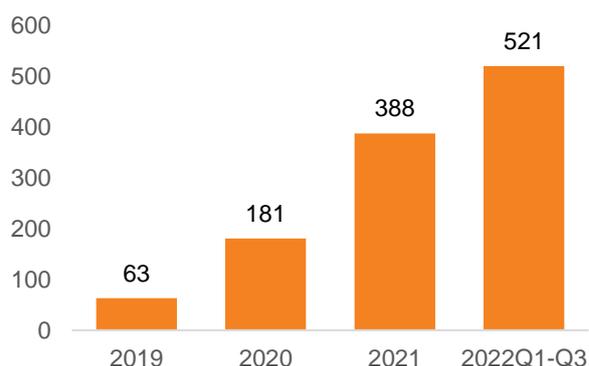
经销网络持续扩张。零售渠道方面, 公司持续强化零售渠道覆盖, 通过大招商协同作战, 以及高频率、多场次的落地招商活动, 加快空白城市品类布局, 加速“平台分公司、办事处”端的下沉, 增强市场竞争力。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司共计金牌厨柜门店 1772 家, 金牌衣柜门店 1060 家, 金牌木门及其他门店 747 家, 共计 3579 家门店, 从 17 年至 21 年年均门店数量增长 25.8%。

图 19: 17-22 前三季度厨柜衣柜门店数量 (家)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 20: 19-22 前三季度木门门店数量 (家)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

重视大宗业务发展, 客户结构逐步优化。大宗业务方面, 公司加大优质地产客户资源的获取, 推动客户结构优化, 进一步强化与央企、地方国企及优质民企等房地产企业的战略合作, 降低销售回款风险、缩短服务节点、迅速扩大销量。2022Q1-Q3 大宗业务收入 9.08 亿元, 同比增长 20.8%, 占总营收 36.5%。

图 21: 19、20 年大宗业务收入持续高增长 (亿元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 22: 公司 18-22 前三季度大宗毛利率



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

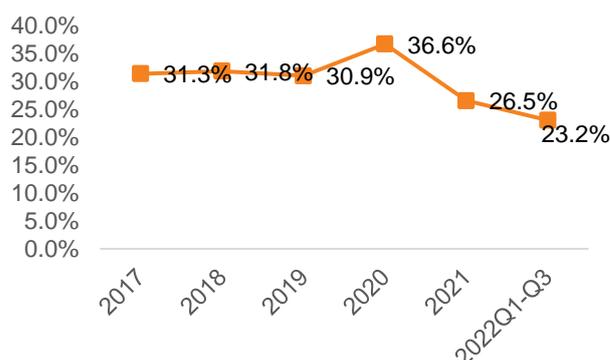
海外业务扩张迅速。2018 年公司分别向在美/在澳子公司增资 90 万美元/80 万澳元; 2019 年 5 月公司以 200 万美元在新加坡设立全资子公司, 5 月在泰国出资 450 万人民币等值泰铢成立合资公司泰国巨榭有限责任公司, 占股 45%, 10 月向美国子公司增资 2300 万美元。

图 23: 17-22 前三季度境外业务营收 (亿元) 及 yoy



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 24: 公司 17-22 前三季度境外收入毛利率

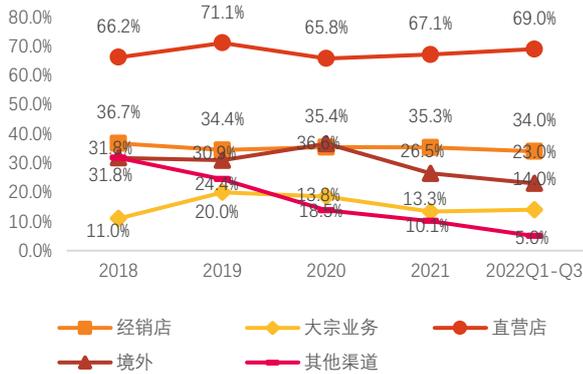


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

公司海外销售模式下零售业务和工程业务兼而有之，公司根据不同的海外市场情况，制订执行适应该市场的销售方式，业务主要在北美、澳洲、东南亚，2022Q1-Q3 境外收入达 1.68 亿元，占营收比为 6.73%，收入体量为 2017 年的三倍以上。

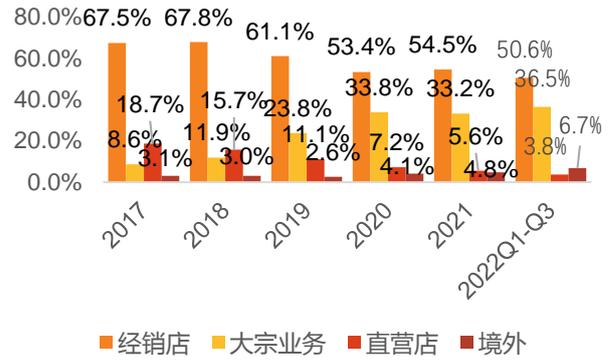
经销及直营毛利率保持稳健，大宗及海外短期承压。18-22 前三季度，公司经销渠道和直营渠道营收毛利率稳定在 35%和 70%左右。19-22 前三季度，大宗业务、海外渠道毛利率有所下滑，分别由 20%/30.9%降至 14%/23%。

图 25：2018-2022 前三季度各渠道毛利率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 26：2017-2022 前三季度各渠道营收占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3. 扩大产能，规模效应逐步释放，提升生产效率

上市以来公司持续扩产。公司目前主要产能在厦门、泗阳，截至 16 年末，公司拥有厨柜产能 13.5 万套，上市后募集资金新增厨柜产能 19 万套（江苏 13 万套、同安三期 6 万套），并通过发行可转债、定增陆续投建工程厨柜、零售厨柜、衣柜、木门产能，并于成都布局西部物联网智造基地项目；国外泰国、越南两大基地的产能交付稳步提升，产能逐步释放。公司通过统一生产基地工艺标准、品质标准等，推动各基地生产、物流协同，建立支撑国内、国际竞争的高效供应链体系，为产品实现高质量交付提供了坚实的保障。

表 5：金牌厨柜上市后扩产情况

地点	状态	项目名称	产能/产值
厦门	已投产	同安三期	6 万套整体厨柜
	已投产	同安四期 1#、2#、4#、5#厂房	1#、2#、4#、5#厂房：零售厨柜产能 5 万套，整体衣柜产能 6 万套，定制木门产能 12.5 万樘
	建设中	同安四期 3#、6#厂房	3#、6#厂房：工程厨柜产能 10 万套，工程衣柜产能 12 万套
江苏	已投产	江苏整体厨柜建设及扩建项目	7 万套整体厨柜建设项目、6 万套整体厨柜扩建项目
	已投产	泗阳二期	3#、5#厂房：工程厨柜产能 13 万套，定制木门产能 12.5 万樘
	已投产	泗阳三期	10 万套工程衣柜
成都	建设中	成都西部物联网智造基地一期	预计达产后可实现销售收入 16.63 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

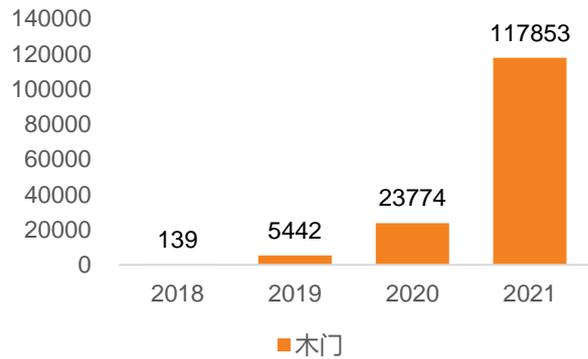
个性化订制，大规模工业化生产。公司对所有定制化产品进行数字化参数化建模，其设计方数据驱动整个订单交付的过程，通过公司前后端一体化信息系统转化为产品的制造工艺信息，再以 MES 系统作为驱动整体自动化、智能化生产制造的数据主线，与自动化生产设备集成协同，利用 AI 算法找到板材利用率最高的订单批次组合，在提高订单处理效率的同时，提高板材利用率，其大规模个性化定制能力决定了公司的竞争力。

图 27：17-21 厨柜/衣柜产量（套）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

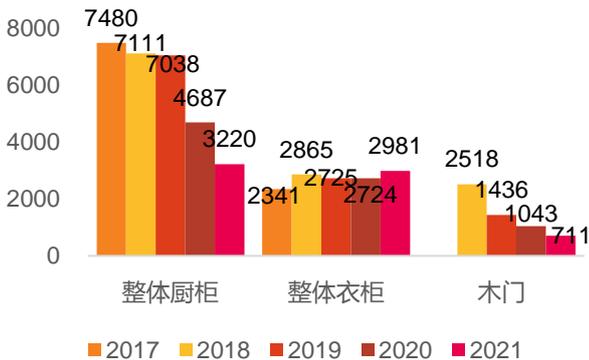
图 28：18-21 木门产量（樘）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

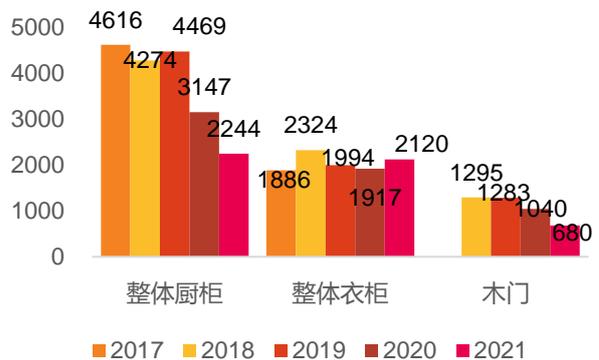
智能开料优化，提高生产效率。公司和百度人工智能团队携手合作，大幅提高了板材利用率、叠板率，同时降低了设备的锯切刀数和作业时间；智能拆分订单，合理分配任务，提高单一生产线的标准化水平，大幅提高了生产效率。此外，公司还设置独立的生产线进行产品售后的增补返修，提高了客户售后的服务品质，避免了产品返修对正常生产的影响。2017-2021 厨柜/木门平均成本（每套）分别由 4616/1886 变至 2244/2120 元，2018-2021 木门平均成本（每樘）由 1295 降至 680 元。

图 29：17-21 各品类出厂价（元/套）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 30：17-21 各品类成本价（元/套）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

加强物流系统，提高购物体验。21 年 12 月，公司以自有资金人民币 780 万元与远孚物流集团有限公司合资成立了远孚易家科技，注册资本金 2000 万元。未来远孚易家科技将在公司主营业务及远孚物流集团技术及仓运配资源的基础上，通过整合物流仓干配+科技应用+智能硬件，进行供应链模式优化创新，提升用户对于家居建材的干线运输、仓储配送、上门配装、服务响应等供应链交付服务体验。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1) 收入端：厨柜业务受精装修渠道分流，且基数较高，预计 22-24 年保持 4%/8%/8% 的稳健增长；21 年，“桔家衣柜”、“桔家木门”升级为“金牌衣柜”“金牌木门”后，有望和厨柜产生协同效应，22-24 年分别保持 35%/30%/30%、150%/100%/60% 的高速增长；
- 2) 利润端：伴随规模效应释放，预计各品类毛利率较 21 年低点逐步企稳回升，预计 22-24 年厨柜毛利率为 32%/33%/33.5%，衣柜毛利率 31%/32%/33.5%，木门毛利率 7%/9%/12%。

表 6：收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2125.44	2639.84	3447.77	3953.06	4694.30	5592.17
yoy	24.9%	24.2%	30.6%	14.7%	18.8%	19.1%
毛利率	35.8%	32.7%	30.5%	30.4%	30.4%	30.2%
主营产品类拆分						
整体厨柜						
收入	1781.57	2073.42	2480.29	2579.51	2785.87	3008.74
yoy	16.0%	16.4%	19.6%	4.0%	8.0%	8.0%
毛利率	36.5%	32.9%	30.3%	32.0%	33.0%	33.5%
整体衣柜						
收入	305.37	499.15	800.27	1080.37	1404.48	1825.83
yoy	121.4%	63.5%	60.3%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	26.8%	29.6%	28.9%	31.0%	32.0%	33.5%
木门						
收入	7.61	24.54	83.98	209.96	419.92	671.87
yoy	2078.8%	222.6%	242.2%	150.0%	100.0%	60.0%
毛利率	10.6%	0.3%	4.4%	7.0%	9.0%	12.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司深耕高端厨柜领域，持续拓展产品线，渠道管理逐步优化，预计 22-24 年收入分别为 39.53/46.94/55.92 亿元，同比+14.66%/+18.75%/+19.13%，22-24 年归母净利润分别为 3.61/4.16/4.84 亿元，同比+6.96%/+15.04%/+16.47%。伴随地产政策催化，我们认为行业有望回暖，我们参考可比公司 23 年的平均 PE，给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价为 40.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司盈利预测表

	公司名称	现价（元）	EPS			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	121.18	4.38	4.60	5.40	33.71	26.37	22.42
603816.SH	志邦家居	28.57	1.62	1.76	2.07	18.79	16.21	13.80
002572.SZ	索菲亚	18.35	0.13	1.35	1.61	165.24	13.63	11.42
002853.SZ	皮阿诺	17.42	-3.91	1.13	1.44	-4.44	15.40	12.12
603208.SH	江山欧派	61.60	2.45	1.64	3.20	25.80	37.46	19.28
	平均值					47.82	21.81	15.81

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：现价为 2022/12/23 收盘价，可比公司估值为 wind 一致预测

5. 风险提示

房地产市场调控风险：因定制家居行业景气程度与房地产行业具有较大的关联性，国家对房地产市场的调控将给定制家具行业发展带来一定的影响。

市场竞争加剧风险：定制家具行业发展潜力较大，部分与定制家具行业具有关联性的电器及家具建材类企业向定制家居行业渗透。随着竞争对手的加入，市场竞争将进一步加剧。

原材料价格波动风险：行业原材料成本占主营业务成本的比例较高。近年来，主要原材料价格出现上涨，可能影响公司经营业绩和盈利能力。

经销商销售模式风险：通过经销商销售是公司自主品牌业务的重要销售模式，如果经销商的经营重心发生变化，无法做好有效的品牌投放，将会影响公司产品在该区域的销售。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	467.87	759.96	1,626.54	1,588.77	2,686.16
应收票据及应收账款	134.16	179.59	67.43	280.53	158.26
预付账款	53.55	63.02	37.97	94.00	70.52
存货	299.33	471.06	279.05	701.80	468.37
其他	928.88	1,000.65	1,083.25	1,047.21	1,052.66
流动资产合计	1,883.79	2,474.29	3,094.24	3,712.32	4,435.97
长期股权投资	3.24	3.18	3.18	3.18	3.18
固定资产	864.78	1,239.76	1,155.80	1,071.84	987.88
在建工程	260.74	168.80	238.80	308.80	378.80
无形资产	125.23	126.61	119.45	112.28	105.12
其他	348.04	502.04	335.21	347.87	355.65
非流动资产合计	1,602.02	2,040.40	1,852.45	1,843.98	1,830.64
资产总计	3,485.80	4,516.28	4,946.69	5,556.29	6,266.61
短期借款	132.99	333.01	350.00	350.00	350.00
应付票据及应付账款	780.79	863.83	947.31	1,385.05	1,365.23
其他	329.64	403.97	961.61	860.64	1,275.33
流动负债合计	1,243.42	1,600.81	2,258.92	2,595.69	2,990.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.59	79.87	55.11	58.52	64.02
非流动负债合计	62.59	79.87	55.11	58.52	64.02
负债合计	1,651.94	2,096.06	2,314.03	2,654.21	3,054.59
少数股东权益	8.06	9.55	8.59	7.26	5.54
股本	103.26	154.38	154.26	154.26	154.26
资本公积	829.18	1,069.41	1,069.41	1,069.41	1,069.41
留存收益	911.97	1,157.01	1,394.74	1,665.52	1,969.08
其他	(18.61)	29.88	5.65	5.64	13.72
股东权益合计	1,833.86	2,420.23	2,632.66	2,902.08	3,212.02
负债和股东权益总计	3,485.80	4,516.28	4,946.69	5,556.29	6,266.61

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	291.42	334.78	361.49	415.84	484.35
折旧摊销	74.97	97.08	91.12	91.12	91.12
财务费用	(2.26)	1.98	(6.43)	(7.72)	(5.81)
投资损失	(25.01)	(24.58)	(18.40)	(17.97)	(19.47)
营运资金变动	229.77	(50.43)	639.81	(318.32)	776.33
其它	104.20	44.56	8.55	7.95	7.26
经营活动现金流	673.09	403.38	1,076.14	170.91	1,333.79
资本支出	310.87	345.48	94.76	66.59	64.50
长期投资	(0.56)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,182.26)	(822.18)	(162.78)	(138.61)	(135.03)
投资活动现金流	(871.95)	(476.76)	(68.01)	(72.03)	(70.53)
债权融资	(237.22)	222.81	6.06	7.72	5.81
股权融资	290.07	176.19	(147.61)	(144.37)	(171.67)
其他	(11.30)	(27.03)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	41.55	371.97	(141.55)	(136.65)	(165.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(157.31)	298.59	866.57	(37.77)	1,097.39

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,639.84	3,447.77	3,953.06	4,694.30	5,592.17
营业成本	1,775.95	2,396.81	2,753.24	3,268.15	3,902.74
营业税金及附加	16.75	20.62	27.87	30.84	36.27
销售费用	310.91	405.53	434.84	516.37	615.14
管理费用	134.62	160.28	169.98	215.94	257.24
研发费用	134.06	176.81	197.65	234.71	279.61
财务费用	(7.97)	(5.43)	(6.43)	(7.72)	(5.81)
资产/信用减值损失	(7.62)	(6.74)	(1.91)	(2.57)	(0.87)
公允价值变动收益	(2.42)	9.37	10.00	10.00	10.00
投资净收益	23.12	18.39	18.40	17.97	19.47
其他	(64.83)	(88.99)	0.00	0.00	0.00
营业利润	327.28	361.11	402.41	461.40	535.57
营业外收入	4.75	9.13	4.63	5.23	5.93
营业外支出	1.27	2.29	1.49	1.49	1.63
利润总额	330.76	367.95	405.55	465.14	539.87
所得税	39.34	33.17	45.51	51.34	58.26
净利润	291.42	334.78	360.04	413.80	481.61
少数股东损益	(1.23)	(3.20)	(1.45)	(2.05)	(2.74)
归属于母公司净利润	292.65	337.98	361.49	415.84	484.35
每股收益(元)	1.90	2.19	2.34	2.70	3.14

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	24.20%	30.61%	14.66%	18.75%	19.13%
营业利润	19.63%	10.34%	11.44%	14.66%	16.08%
归属于母公司净利润	20.68%	15.49%	6.96%	15.04%	16.47%
获利能力					
毛利率	32.73%	30.48%	30.35%	30.38%	30.21%
净利率	11.09%	9.80%	9.14%	8.86%	8.66%
ROE	16.03%	14.02%	13.78%	14.37%	15.11%
ROIC	99.71%	131.09%	64.12%	745.48%	139.54%
偿债能力					
资产负债率	47.39%	46.41%	46.78%	47.77%	48.74%
净负债率	-18.26%	-16.92%	-48.49%	-42.69%	-72.73%
流动比率	1.19	1.23	1.37	1.43	1.48
速动比率	1.00	0.99	1.25	1.16	1.33
营运能力					
应收账款周转率	23.19	21.98	32.01	26.98	25.49
存货周转率	9.74	8.95	10.54	9.57	9.56
总资产周转率	0.86	0.86	0.84	0.89	0.95
每股指标(元)					
每股收益	1.90	2.19	2.34	2.70	3.14
每股经营现金流	4.36	2.61	6.98	1.11	8.65
每股净资产	11.84	15.63	17.01	18.77	20.79
估值比率					
市盈率	15.18	13.14	12.29	10.68	9.17
市净率	2.43	1.84	1.69	1.53	1.39
EV/EBITDA	7.36	7.14	3.83	3.44	1.24
EV/EBIT	8.44	8.27	4.70	4.12	1.45

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com