

➤ **事件：**2023 年 3 月 17 日晚，金牌厨柜发布 2022 年业绩快报，2022 年全年实现营收 35.52 亿元，同比增长 3.03%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比减少 18.53%，实现扣非归母净利润 2.04 亿元，同比减少 22.51%。22Q4 实现营收 10.64 亿元，同比减少 13.41%，实现归母净利润 1.11 亿元，同比减少 38.39%，实现扣非归母净利润 1.08 亿元，同比减少 31.76%。

➤ **新品类渠道布局加速，贡献收入增长：**2022 年公司加快空白城市品类布局，推动渠道下沉和终端布局。截至 22Q3，公司厨柜/衣柜/木门/整装/卫阳/电器门店较年初分别增加 52/141/133/36/18/69 家至 1772/1060/521/71/62/93 家，新品类门店扩张加速。**分业务看，**我们预计 2022 年公司厨柜业务受制于地产增速放缓和疫情影响下装修节奏放慢，收入增长承压；衣柜业务受益于门店扩张收入同比增长；木门业务门店扩张加速，低基数下实现收入大幅增长。**分渠道看，**工程业务方面公司深化与大型国企客户合作，严控风险，实现收入增长；海外渠道作为公司重点发力渠道，在自有产能和供应链加持下收入高速增长。

➤ **新业务培育及疫情影响下利润承压：****利润方面，**22Q1-Q4 公司实现归母净利润 0.30/0.62/0.72/1.11 亿元，同比-31%/+46%/+1%/-38%。22Q4 利润降低主要系受疫情影响，客流量及门店运营时间大幅下滑。**利润率方面，**2022 年全年实现归母/扣非净利率 7.75%/5.74%，同比降低 2.05/1.89pct；单 22Q4 实现归母/扣非净利率 10.42%/10.13%，同比降低 4.23/2.72pct，净利率降低主要系：1) 低毛利率新业务高增导致综合毛利率降低；2) 新业务扩张前期新设分公司和办事处人员增加较多，培育费用投入较大，费用率提升。

➤ **展望 2023 年，多渠道发力助力业绩增长：****传统渠道，**进行经销商优化，在各地建立品牌分公司和办事处，打破一城一商，开始二三级分销，筛选大商；实行一城一策，对区域的价格、活动统一组织，预计收入稳定增长。**整装渠道，**直营整装和经销整装共同发力，持续拓展与大型家装公司的合作，低基数下预计 2023 年收入维持高增。**大宗渠道，**深化与大型国企客户合作，强化风险管理，23 年竣工节奏加快预期下收入预计平稳增长。**海外渠道，**针对不同市场采取差异化策略，构建海外市场供应链，积极寻找当地经销商，预计收入持续高增。

➤ **投资建议：**我们调整 2023-2024 年盈利预测，预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 4.19/5.14 亿元，同增 51.7%/22.8%，当前股价对应 PE 分别为 14/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品类拓展不及预期；渠道拓展不及预期；房地产回暖不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,448	3,552	4,616	5,556
增长率 (%)	30.6	3.0	29.9	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	338	276	419	514
增长率 (%)	15.5	-18.3	51.7	22.8
每股收益 (元)	2.19	1.79	2.71	3.33
PE	17	21	14	11
PB	2.4	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 17 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
37.36 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,448	3,552	4,616	5,556
营业成本	2,397	2,499	3,230	3,880
营业税金及附加	21	21	28	33
销售费用	406	457	568	683
管理费用	160	181	212	256
研发费用	177	194	245	294
EBIT	329	259	410	500
财务费用	-5	2	4	-2
资产减值损失	-1	-1	-2	-2
投资收益	18	36	46	56
营业利润	361	291	451	555
营业外收支	7	8	7	7
利润总额	368	300	458	562
所得税	33	27	41	51
净利润	335	273	417	512
归属于母公司净利润	338	276	419	514
EBITDA	446	392	569	669

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	760	600	1,067	1,541
应收账款及票据	180	179	233	281
预付款项	63	66	85	102
存货	471	490	633	761
其他流动资产	1,002	1,005	1,004	1,011
流动资产合计	2,476	2,341	3,022	3,695
长期股权投资	3	32	32	32
固定资产	1,240	1,315	1,383	1,536
无形资产	124	157	155	154
非流动资产合计	2,040	2,363	2,437	2,528
资产合计	4,516	4,704	5,460	6,223
短期借款	333	333	333	333
应付账款及票据	864	900	1,164	1,398
其他流动负债	819	837	1,049	1,250
流动负债合计	2,016	2,071	2,546	2,981
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	81	79	98
非流动负债合计	80	81	79	98
负债合计	2,096	2,151	2,625	3,079
股本	154	154	154	154
少数股东权益	10	6	4	2
股东权益合计	2,420	2,552	2,835	3,144
负债和股东权益合计	4,516	4,704	5,460	6,223

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.61	3.03	29.95	20.35
EBIT 增长率	9.97	-21.16	58.32	21.99
净利润增长率	15.49	-18.32	51.65	22.82
盈利能力 (%)				
毛利率	30.48	29.67	30.04	30.16
净利润率	9.80	7.77	9.07	9.26
总资产收益率 ROA	7.48	5.87	7.67	8.26
净资产收益率 ROE	14.02	10.84	14.79	16.36
偿债能力				
流动比率	1.23	1.13	1.19	1.24
速动比率	0.95	0.85	0.90	0.95
现金比率	0.38	0.29	0.42	0.52
资产负债率 (%)	46.41	45.74	48.07	49.48
经营效率				
应收账款周转天数	9.51	9.51	9.51	9.51
存货周转天数	71.74	71.74	71.74	71.74
总资产周转率	0.86	0.77	0.91	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	2.19	1.79	2.71	3.33
每股净资产	15.63	16.50	18.35	20.37
每股经营现金流	2.61	2.72	5.17	5.61
每股股利	1.06	0.87	1.31	1.61
估值分析				
PE	17	21	14	11
PB	2.4	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.07	14.09	8.87	6.87
股息收益率 (%)	2.84	2.32	3.52	4.32

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	335	273	417	512
折旧和摊销	117	133	159	169
营运资金变动	-26	33	256	225
经营活动现金流	403	420	798	865
资本开支	-416	-321	-227	-252
投资	-66	-97	0	0
投资活动现金流	-477	-420	-172	-197
股权募资	284	-2	0	0
债务募资	-52	-7	-15	19
筹资活动现金流	372	-160	-160	-195
现金净流量	294	-160	467	473

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026