

金牌厨柜（603180）

证券研究报告

2023年03月21日

渠道变革持续推进，利润率稳步回升

公司发布 22 年业绩快报，全年营收 35.5 亿元(yoy+3.0%)，归母净利 2.8 亿元(yoy-18.5%)，22 年归母净利率 7.8%(同比-2.1pct)。22Q4 营收 10.6 亿元(yoy-13.4%)，归母净利 1.1 亿元(yoy-38.4%)，归母净利率 10.4%(同比-4.2pct)，22 年业务开拓费用投入较高，利润增速略有承压。

衣柜、木门业务持续向好。22 年，橱柜业务整体稳健，公司持续加大新拓业务的人员和资源投入，海外、木门取得较快的增长。22 年前三季度，橱柜 / 衣柜 / 木门营收分别为 16.6/6.6/1.0 亿元，同比分别 +1.0%/+37.6%/+101.65%，毛利率分别为 28.5%/27.2%/5.7%。2022 年前三季度，衣柜新建店 141 家，木门新建店净增加 133 家，新开店形态以综合店、居家馆为主，加强多品类联单协同，满足客户一站式需求。同时，公司对所有定制化产品进行数字化、参数化建模，并利用三维在线设计系统，智能、有效地将消费者的定制需求快速呈现成“所想即所见”的设计方案，设计方案数据驱动整个订单交付的全部过程，提高订单的处理效率。

全品类、全渠道协同发展，提供一站式全屋及整装家居解决方案。22 年公司持续推进零售渠道覆盖，通过设立平台分公司、办事处，加强商圈管理，采取分区招商等渠道创新模式，推动渠道下沉。公司持续推动营销渠道变革，建立国内精细化的营销网络的内外生态循环，利用“渠道线+产品线”双线来加大经营效果，实现公司的商业价值。强化整装业务的拓展，深化品牌协同，以厨衣木产品为核心，致力于提供一站式的全屋和整装的家居解决方案，赋能经销商引流转化。通过招募头部装企为城市运营商，努力做强渠道和销售，截至 2022 年三季度末，公司已经跟 70 多家装企建立了整装业务合作关系。大宗业务方面，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，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。

推动海外市场供销一体化，海外市场持续增长。近年来，公司海外业务规模不断提升，实现快速增长，截止 22 年三季度，公司海外业务营业收入比上年同期增长 31.4%。公司针对不同海外市场采取差异化策略，北美市场采用 RTA+ 的业务模式，通过设立服务中心提供产品定制和增补返修，大力推动工程、电商的发展；非北美市场采用可复制的平台公司业务模式，平台公司开拓本土市场，通过设立卫星工厂和仓库，实现本土生产，加快实现供应链本土化，为海外市场持续发展提供保障。

盈利预测与评级：公司是国内高端整体厨柜及定制家居的专业服务商，22 年新拓业务发展较快，带动收入增加的同时承担费用压力，预期未来成本阶段性减压，前期投入效果逐渐释放，逐步带动利润增长。考虑到公司渠道加大投入，考虑到公司渠道变革费用率投放，下调盈利预测，我们预计 23-24 年归母净利分别 3.96/4.50 亿元（前值分别为 4.16/4.84 亿元），对应 PE 15x/13x，维持“买入”评级。

风险提示：业绩快报仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的年报为准；门店拓展不及预期，房地产市场调控；市场竞争加剧；原材料价格波动风险等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.56 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	154.26
流通 A 股股本(百万股)	154.26
A 股总市值(百万元)	5,793.89
流通 A 股市值(百万元)	5,793.89
每股净资产(元)	15.97
资产负债率(%)	44.82
一年内最高/最低(元)	44.54/22.77

作者

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

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金牌厨柜-首次覆盖报告: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》2022-12-26
- 《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

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	3,552.98	4,387.86	5,178.35
增长率(%)	24.20	30.61	3.05	23.50	18.02
EBITDA(百万元)	486.03	571.96	392.82	520.61	581.00
归属母公司净利润(百万元)	292.65	337.98	278.04	395.81	449.62
增长率(%)	20.68	15.49	(17.73)	42.35	13.60
EPS(元/股)	1.90	2.19	1.80	2.57	2.91
市盈率(P/E)	19.80	17.14	20.84	14.64	12.89
市净率(P/B)	3.17	2.40	2.26	2.05	1.86
市销率(P/S)	2.19	1.68	1.63	1.32	1.12
EV/EBITDA	7.36	7.14	8.58	6.06	3.81

资料来源：wind，天风证券研究所

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	1,478.67	1,672.33	2,593.19
应收票据及应收账款	134.16	179.59	42.43	282.82	123.50
预付账款	53.55	63.02	28.49	95.17	57.37
存货	299.33	471.06	208.65	710.45	374.49
其他	928.88	1,000.65	1,079.13	1,047.92	1,047.41
流动资产合计	1,883.79	2,474.29	2,837.37	3,808.69	4,195.95
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	168.80	168.80	168.80
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	1,782.45	1,703.98	1,620.64
资产总计	3,485.80	4,516.28	4,619.81	5,512.66	5,816.59
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	777.33	1,408.19	1,141.76
其他	329.64	403.97	859.37	861.51	1,138.07
流动负债合计	1,243.42	1,600.81	1,986.70	2,619.70	2,629.83
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	2,041.82	2,678.22	2,693.85
少数股东权益	8.06	9.55	8.81	7.55	5.95
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	1,339.87	1,597.59	1,879.40
其他	(18.61)	29.88	5.65	5.64	13.72
股东权益合计	1,833.86	2,420.23	2,578.00	2,834.44	3,122.74
负债和股东权益总计	3,485.80	4,516.28	4,619.81	5,512.66	5,816.59

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	291.42	334.78	278.04	395.81	449.62
折旧摊销	74.97	97.08	91.12	91.12	91.12
财务费用	(2.26)	1.98	(5.30)	(7.23)	(5.73)
投资损失	(25.01)	(24.58)	(18.40)	(17.97)	(19.47)
营运资金变动	229.77	(50.43)	476.60	(143.91)	551.44
其它	104.20	44.56	8.89	8.05	7.46
经营活动现金流	673.09	403.38	830.95	325.87	1,074.43
资本支出	310.87	345.48	24.76	(3.41)	(5.50)
长期投资	(0.56)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,182.26)	(822.18)	(22.78)	1.39	4.97
投资活动现金流	(871.95)	(476.76)	1.99	(2.03)	(0.53)
债权融资	(237.22)	222.81	4.93	7.23	5.73
股权融资	290.07	176.19	(119.16)	(137.41)	(158.78)
其他	(11.30)	(27.03)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	41.55	371.97	(114.23)	(130.19)	(153.05)
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	718.71	193.66	920.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,639.84	3,447.77	3,552.98	4,387.86	5,178.35
营业成本	1,775.95	2,396.81	2,494.84	3,062.39	3,618.45
营业税金及附加	16.75	20.62	25.05	28.83	33.59
销售费用	310.91	405.53	426.36	482.66	569.62
管理费用	134.62	160.28	156.33	193.07	238.20
研发费用	134.06	176.81	177.65	219.39	258.92
财务费用	(7.97)	(5.43)	(5.30)	(7.23)	(5.73)
资产/信用减值损失	(7.62)	(6.74)	(1.91)	(1.30)	(0.56)
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	304.56	435.41	494.21
营业外收入	4.75	9.13	4.63	6.00	6.13
营业外支出	1.27	2.29	1.49	0.20	1.31
利润总额	330.76	367.95	307.70	441.21	499.03
所得税	39.34	33.17	30.77	47.35	51.95
净利润	291.42	334.78	276.93	393.86	447.08
少数股东损益	(1.23)	(3.20)	(1.11)	(1.95)	(2.54)
归属于母公司净利润	292.65	337.98	278.04	395.81	449.62
每股收益(元)	1.90	2.19	1.80	2.57	2.91

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	24.20%	30.61%	3.05%	23.50%	18.02%
营业利润	19.63%	10.34%	-15.66%	42.96%	13.51%
归属于母公司净利润	20.68%	15.49%	-17.73%	42.35%	13.60%
获利能力					
毛利率	32.73%	30.48%	29.78%	30.21%	30.12%
净利率	11.09%	9.80%	7.83%	9.02%	8.68%
ROE	16.03%	14.02%	10.82%	14.00%	14.43%
ROIC	99.71%	131.09%	49.12%	259.40%	233.43%
偿债能力					
资产负债率	47.39%	46.41%	44.20%	48.58%	46.31%
净负债率	-18.26%	-16.92%	-43.78%	-46.65%	-71.83%
流动比率	1.19	1.23	1.43	1.45	1.60
速动比率	1.00	0.99	1.32	1.18	1.45
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	10.45	9.55	9.55
总资产周转率	0.86	0.86	0.78	0.87	0.91
每股指标(元)					
每股收益	1.90	2.19	1.80	2.57	2.91
每股经营现金流	4.36	2.61	5.39	2.11	6.97
每股净资产	11.84	15.63	16.66	18.33	20.21
估值比率					
市盈率	19.80	17.14	20.84	14.64	12.89
市净率	3.17	2.40	2.26	2.05	1.86
EV/EBITDA	7.36	7.14	8.58	6.06	3.81
EV/EBIT	8.44	8.27	11.18	7.34	4.52

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