

金牌厨柜（603180）：全年营收稳健，利润短期承压未来修复可期

2023年3月21日

推荐/维持

金牌厨柜

公司报告

事件：公司发布2022年业绩快报。2022年预计营业收入约35.52亿元，同比+3.0%；归母净利润2.75亿元，同比-18.5%；扣非归母2.04亿元，同比-22.5%。其中Q4营业收入约10.64亿元，同比-13.4%；归母净利润1.11亿元，同比-38.4%；扣非归母1.08亿元，同比-31.8%。

Q4收入有所承压，全年看保持稳健，品类扩张+渠道拓展继续推进。22年四季度公司收入有所下滑，我们推测主要因为公司销售受到疫情防控及放开的影响较大，厨柜销售有所下滑，而保持增长的衣柜等新业务收入占比仍低。以2022全年视角来看，公司收入端仍实现3%的增速，保持稳健。2022年公司积极推进品类的扩张与渠道的拓展。品类方面，衣柜、木门品类继续覆盖空白市场，厨柜、衣柜、木门前三季度分别净开52、141、133家门店；此外公司开始尝试拓展更多品类，整装馆、卫浴阳台、玛尼欧厨电前三季度分别净开36、18、69家门店。新门店的店效提升以及新品类的继续开拓有望带来收入弹性。区域拓展方面，公司积极覆盖空白市场；同时公司积极通过在重点地区建立平台分公司/办事处，进行分商圈招商，加密门店布局。我们看好继续保持较快的开店节奏。大宗业务方面，公司具备高客户认可度，同时积累众多代理商资源，且未受地产信用风险影响，我们看好公司在大宗业务上持续稳步增长。

盈利能力承压，随收入释放弹性可期。2022年行业盈利能力普遍承压，原材料价格上行以及收入压力下费用率的提高是主要原因。另外，公司新培育了卫浴阳台、厨电、家品等业务，前期有较大的费用投入；营销渠道端新设了平台分公司/办事处，人员有所增加，人力成本提高，因此在公司盈利能力短期承压明显。随未来收入恢复，以及平台分公司/办事处对渠道拓展推动效果的显现，费用投入将有所摊薄，公司利润端弹性可期。此外，公司衣柜、木门毛利率对比龙头提升空间较大，未来随规模效应显现，毛利率有望继续提升。

展望2023年，公司业绩向好可期。随着疫情影响消退，家具消费场景恢复。地产端二手房销售持续火热，新房销售也逐步恢复，预计对全年家居需求均有提振。同时疫情防控影响装修进度，放开后家具需求的回补有望在上半年助力公司业绩端大幅向好。我们看好家居回暖大环境下，公司全年销售的向好。盈利方面，新老业务收入端恢复下，利润率有望提升，我们看好公司2023年业绩端实现较好的弹性。

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，并尝试拓展卫浴、电器等品类，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。我们看好公司能通过品类拓展实现收入较快增长。预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.75、4.22、5.11亿元人民币，EPS为1.77、2.72、3.30元，目前股价对应PE分别为21.10、13.74、11.33倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，地产销售不及预期。

财务指标预测

公司简介：

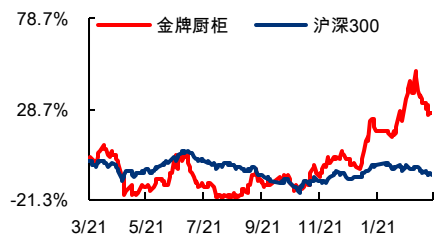
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52周股价区间（元）	44.3-23.33
总市值（亿元）	57.94
流通市值（亿元）	57.94
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	3.31

52周股价走势图



资料来源：iFind、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

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,639.84	3,447.77	3,554.12	4,464.69	5,349.44
增长率(%)	24.20%	30.61%	3.08%	25.62%	19.82%
归母净利润(百万元)	292.65	337.98	275.32	421.81	511.16
增长率(%)	20.68%	15.49%	-18.54%	53.21%	21.18%
净资产收益率(%)	16.03%	14.02%	10.58%	14.62%	15.87%
每股收益(元)	3.12	2.31	1.77	2.72	3.30
PE	11.97	16.17	21.10	13.74	11.33
PB	2.11	2.39	2.22	2.00	1.79

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		单位:百万元					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	2253	2675	3344	营业收入	2640	3448	3554	4465	5349		
货币资金	468	760	826	946	1509	营业成本	1776	2397	2494	3097	3692		
应收账款	52	90	97	122	147	营业税金及附加	17	21	21	27	32		
其他应收款	16	24	25	31	37	营业费用	311	406	445	521	624		
预付款项	54	63	90	112	116	管理费用	135	160	178	209	249		
存货	299	471	396	535	607	财务费用	-8	-5	1	-7	-10		
其他流动资产	8	16	17	26	26	研发费用	134	177	185	223	267		
非流动资产合计	1602	2040	2042	1996	1971	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	1218	1190	1157	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	299	460	560		
资产总计	3486	4516	4295	4671	5315	营业外收入	4.75	9.13	6.94	8.03	7.49		
流动负债合计	1589	2016	1611	1706	2018	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	304	466	566		
应付账款	563	702	750	913	1100	所得税	39	33	30	47	57		
预收款项	0	0	-204	-332	-327	净利润	291	335	273	420	509		
一年内到期的非流	0	17	17	19	21	少数股东损益	-1	-3	-2	-2	-2		
非流动负债合计	63	80	56	57	56	归属母公司净利润	293	338	275	422	511		
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	1666	1763	2074	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%	3.08%	25.62%	19.82%		
实收资本(或股本)	103	154	154	154	154	营业利润增长	19.63%	10.34%	-17.33%	54.24%	21.65%		
资本公积	829	1069	1069	1069	1069	归属于母公司净利	20.68%	15.49%	-18.54%	53.21%	21.18%		
未分配利润	860	1080	1228	1452	1726	获利能力							
归属母公司股东权	1826	2411	2603	2885	3221	毛利率(%)	32.73%	30.48%	29.82%	30.63%	30.98%		
负债和所有者权益	3486	4516	4295	4671	5315	净利率(%)	11.04%	9.71%	7.69%	9.40%	9.52%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	8.40%	7.48%	6.41%	9.03%	9.62%	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	16.03%	14.02%	10.58%	14.62%	15.87%		
经营活动现金流	673	403	425	409	809	偿债能力							
净利润	291	335	273	420	509	资产负债率(%)	47%	46%	39%	38%	39%		
折旧摊销	74.97	97.08	120.47	124.27	128.32	流动比率	1.19	1.23	1.40	1.57	1.66		
财务费用	-8	-5	1	-7	-10	速动比率	1.00	0.99	1.15	1.25	1.36		
应收账款减少	-14	-38	-8	-25	-24	营运能力							
预收帐款增加	-303	0	-204	-128	5	总资产周转率	0.86	0.86	0.81	1.00	1.07		
投资活动现金流	-872	-477	68	-129	-53	应收账款周转率	59	49	38	41	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	4.89	5.37	5.32		
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	1.77	2.72	3.30		
筹资活动现金流	42	372	-427	-160	-192	每股净现金流(最	-1.52	1.93	0.43	0.78	3.65		
应付债券增加	-323	0	0	0	0	每股净资产(最新	17.68	15.61	16.86	18.69	20.86		
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	11.97	16.17	21.10	13.74	11.33		
资本公积增加	371	240	0	0	0	P/B	2.11	2.39	2.22	2.00	1.79		
现金净增加额	-157	299	66	120	563	EV/EBITDA	9.23	12.34	12.13	8.52	6.39		

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, 美国市场基准为标普 500 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, 美国市场基准为标普 500 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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526