

固收点评 20230417

金 23 转债：国内高端整体厨柜领军者

关键词：#新需求、新政策 #产能扩张

2023 年 04 月 17 日

事件

- **金 23 转债 (113670.SH) 于 2023 年 4 月 17 日开始网上申购：**总发行规模为 7.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于金牌西部物联网智造基地项目（一期项目）。
- **当前债底估值为 94.68 元，YTM 为 3.15%。**金 23 转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.11%（2023-04-14）计算，纯债价值为 94.68 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 98.79 元，平价溢价率为 1.23%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 10 月 21 日至 2029 年 04 月 16 日。初始转股价 39.57 元/股，正股金牌厨柜 4 月 14 日的收盘价为 39.09 元，对应的转换平价为 98.79 元，平价溢价率为 1.23%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.20%。**下修条款为“15/30, 80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 39.57 元计算，转债发行 7.70 亿元对总股本稀释率为 11.20%，对流通盘的稀释率为 11.20%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计金 23 转债上市首日价格在 121.70~135.33 元之间，我们预计中签率为 0.0021%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到金 23 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力尚佳，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 121.70~135.33 元之间。我们预计网上中签率为 0.0021%，建议积极申购。
- **金牌厨柜家居科技股份有限公司是国内高端整体厨柜及定制家居的专业服务商，专业从事整体厨柜及定制家居的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。**公司以用户的装修需求节点为切入点，依托定制厨柜核心品类优势，逐步形成多品类、多渠道的业务布局，致力于为用户提供一站式的全屋和整装家居解决方案，产品涵盖整体厨柜、整体衣柜、定制木门、阳台卫浴、成品配套等家居产品。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 24.35%。**2017-2021 年，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，复合增速为 24.35%。与此同时，归母净利润也保持增长，2017-2021 年复合增速为 19.32%。2021 年，公司实现营业收入 34.48 亿元，同比增加 30.61%；实现归母净利润 3.38 亿元，同比增加 15.49%。
- **公司主要营收构成稳定，整体厨柜、整体衣柜及木门为主要营收来源。**2019-2021 年，公司整体厨柜占营业收入的比例分别为 83.82%、78.55% 和 71.95%；整体衣柜占营业收入的比例分别为 14.35%、18.91% 和 23.21%；木门占营业收入的比例分别为 0.38%、0.95% 和 2.44%。
- **公司销售净利率和毛利率下行，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.56%、12.35%、11.39%、11.04% 和 9.71%，销售毛利率分别为 39.14%、39.00%、35.84%、32.73% 和 30.48%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《反脆弱：转债赎回后交易属性是否凸显？》

2023-04-16

《超预期数据与债市表现的背离》

2023-04-16

内容目录

1. 转债基本信息.....	4
2. 投资申购建议.....	5
3. 正股基本面分析.....	7
3.1. 财务数据分析.....	7
3.2. 公司亮点.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	公司衣柜和木门营业收入快速增长 (亿元)	10
图 9:	公司各类门店数量稳定增长 (家)	10
表 1:	金 23 转债发行认购时间表	4
表 2:	金 23 转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 金 23 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-04-13	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-14	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-04-17	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2023-04-18	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2023-04-19	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2023-04-20	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-04-21	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 金 23 转债基本条款

转债名称	金 23 转债	正股名称	金牌厨柜
转债代码	113670.SH	正股代码	603180.SH
发行规模	7.70 亿元	正股行业	轻工制造-家居用品-定制家居
存续期	2023 年 04 月 17 日至 2029 年 04 月 16 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	39.57 元	转股期	2023 年 10 月 21 日至 2029 年 04 月 16 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,1.80%,2.00%.		
向下修正条款	存续期，15/30，80%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
金牌西部物联网智造基地项目 (一期项目)	101,854.21	77,000.00
合计	101,854.21	77,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	94.68 元	转换平价 (以 2023/04/14 收盘价)	98.79 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	5.62%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	1.23%
纯债到期收益率 YTM	3.15%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 94.68 元, YTM 为 3.15%。金 23 转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.11% (2023-04-14) 计算, 纯债价值为 94.68 元, 纯债对应的 YTM 为 3.15%, 债底保护较好。

当前转换平价为 98.79 元, 平价溢价率为 1.23%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 10 月 21 日至 2029 年 04 月 16 日。初始转股价 39.57 元/股, 正股金牌厨柜 4 月 14 日的收盘价为 39.09 元, 对应的转换平价为 98.79 元, 平价溢价率为 1.23%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 80%”, 有条件赎回条款为“15/30, 130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 11.20%。按初始转股价 39.57 元计算, 转债发行 7.70 亿元对总股本稀释率为 11.20%, 对流通盘的稀释率为 11.20%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计金 23 转债上市首日价格在 121.70~135.33 元之间。按金牌厨柜 2023 年 4 月 14 日收盘价测算, 当前转换平价为 98.79 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的华兴转债 (转换平价 122.89 元, 评级 AA, 发行规模 8.00 亿元)、奇正转债 (转换平价 113.37 元, 评级 AA, 发行规模 8.00 亿元)、杭电转债 (转换平价 78.09 元, 评级 AA, 发行规模 7.80 亿元), 4 月 14 日转股溢价率分别为 18.05%、15.90%、45.33%。

2) 参考近期上市的华特转债(上市日转换平价 121.10 元)、亚康转债(上市日转换平价 106.72 元)、春 23 转债(上市日转换平价 94.42 元), 上市当日转股溢价率分别为 26.85%、47.40%、36.01%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率 (x_1)、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日到期收益率 (x_2)、前十大股东持股比例 (x_3) 和上市前一日中证转债成交额取对数 (x_4), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为: $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 轻工制造行业的转股溢价率为 33.06%, 中债企业债到期收益为 4.11%, 2022 年三季度报显示金牌厨柜前十大股东持股比例为 74.65%, 2023 年 4 月 14 日中证转债成交额为 56,609,964,853 元, 取对数得 24.76。因此, 可以计算出金 23 转债上市首日转股溢价率为 28.17%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到金 23 转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力尚佳, 我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右, 对应的上市价格在 121.70~135.33 元之间。

表5: 相对价值法预测转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	37.14	117.31	119.19	122.00	124.82	126.69
-3%	37.92	119.78	121.70	124.57	127.45	129.36
2023/04/14 收盘价	39.09	123.48	125.46	128.42	131.39	133.36
3%	40.26	127.19	129.22	132.28	135.33	137.36
5%	41.04	129.66	131.73	134.84	137.96	140.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 72.40%。金牌厨柜的前十大股东合计持股比例为 74.65% (2022/09/30), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 72.40%。

我们预计中签率为 0.0021%。金 23 转债发行总额为 7.70 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 72.40%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.13 亿元。金 23 转债仅设置网上发行, 近期发行的科思转债(评级 AA-, 规模 7.25 亿元)网上申购数约 1029.52 万户, 海能转债(评级 AA-, 规模 6.00 亿元) 1029.96 万户, 韵达转债(评级 AA+, 规模 24.5 亿元) 1036.14 万户。我们预计金 23 转债网上有效申购户数为 1031.87 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0021%。

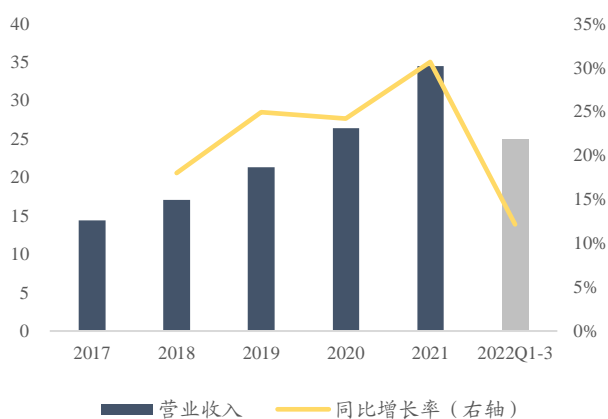
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

金牌厨柜家居科技股份有限公司是国内高端整体厨柜及定制家居的专业服务商，专业从事整体厨柜及定制家居的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。公司以用户的装修需求节点为切入点，依托定制厨柜核心品类优势，逐步形成多品类、多渠道的业务布局，致力于为用户提供一站式的全屋和整装家居解决方案，产品涵盖整体厨柜、整体衣柜、定制木门、阳台卫浴、成品配套等家居产品。近年来，公司深化品类协同，整合各空间专业解决方案，并严选左右沙发、喜临门等家居品牌，为消费者打造高品质的整家定制套餐，赋能经销商引流转化，提升客单值；同时，为满足消费者日益增加的智慧生活需求，公司积极探索智能家居，于2020年成立子公司金小智作为智能家居业务主体，以家为载体运用人工智能、云计算、物联网等技术将用户、家居场景、智能电器连成一体，打造智慧家居整体解决方案。

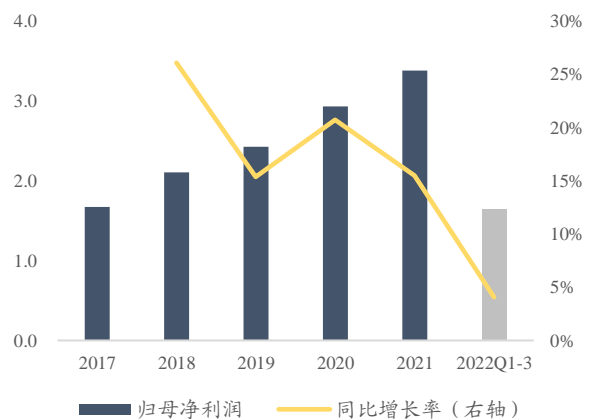
2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为24.35%。2017-2021年，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒V型”波动，复合增速为24.35%。与此同时，归母净利润也保持增长，2017-2021年复合增速为19.32%。2021年，公司实现营业收入34.48亿元，同比增加30.61%；实现归母净利润3.38亿元，同比增加15.49%，归母净利润同比有所下滑主要系公司持续发展的大宗业务的竞争环境不断恶化以及海外业务受到海运价格和原材料价格飙升影响。2022Q1-3，公司实现营业收入24.89亿元，同比增加12.13%；实现归母净利润1.65亿元，同比增加4.06%。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

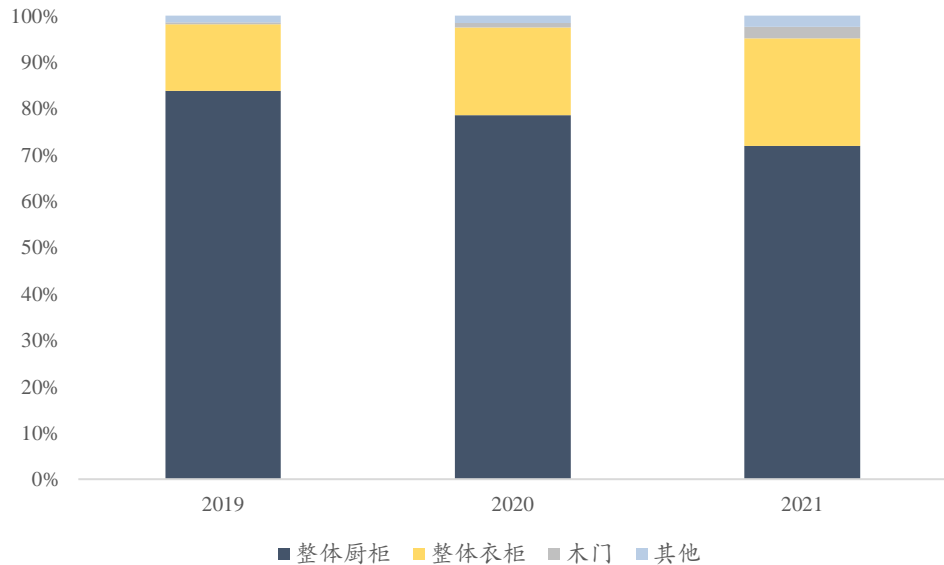


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定，整体厨柜、整体衣柜及木门为其主要营收来源。2019-2021年，公司整体厨柜占营业收入的比例分别为83.82%、78.55%和71.95%；整体衣柜占营业收入的比例分别为14.35%、18.91%和23.21%；木门占营业收入的比例分别为0.38%、0.95%和2.44%。公司深化品类协同，依托定制厨柜核心优势，从厨柜向衣柜、木门、

再向智能家居、整装领域拓展，整合厨柜、衣柜、卫浴、阳台等空间专业解决方案，致力于打造一站式家居生态圈，不断进行产品迭代更新，带来衣柜等配套品类快速放量。

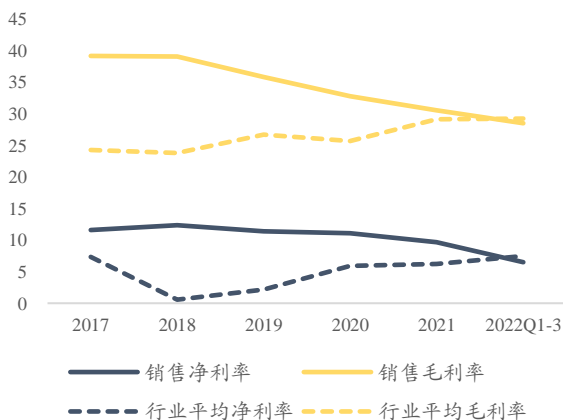
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

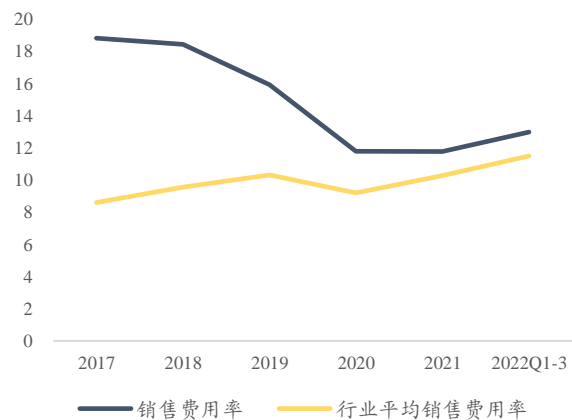
公司销售净利率和毛利率下行，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.56%、12.35%、11.39%、11.04%和 9.71%，销售毛利率分别为 39.14%、39.00%、35.84%、32.73%和 30.48%。2021 年度，受大宗业务的竞争环境不断恶化以及海运价格和原材料价格飙升影响，公司大宗业务和海外业务盈利能力承压。2022Q1-3，公司毛利率较低的木门业务和境外、大宗渠道收入占比提升，盈利有所波动。2022 年，公司营销渠道端新设了平台分公司/办事处，人力成本提高，销售费用率小幅回升。随未来收入恢复，以及平台分公司/办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。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



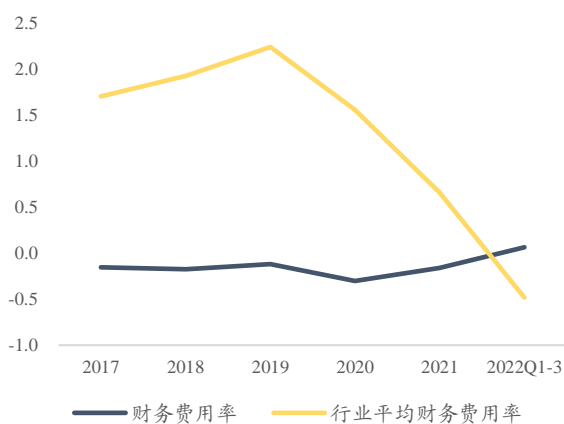
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



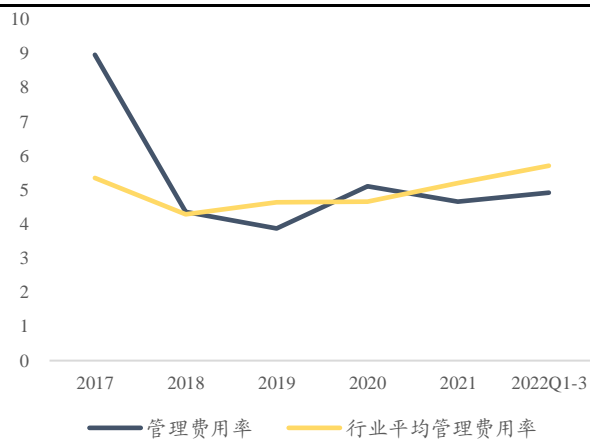
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

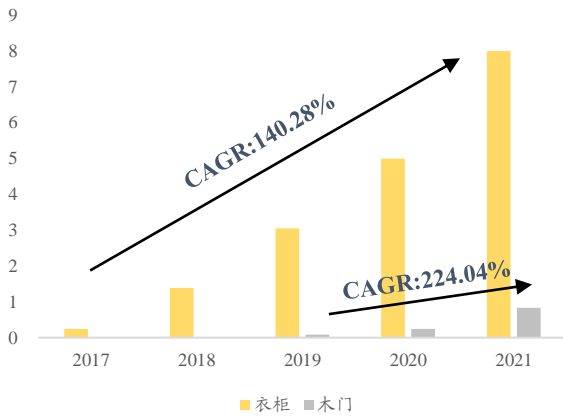
3.2. 公司亮点

公司深耕定制厨柜多年, 坚持全品类协同发展, 定制衣柜、木门新品类快速放量, 驱动业绩增长。公司定制厨柜为核心优势品类, 2021 年收入占比为 71.95%。公司自 2015 年起开始发力衣柜, 2017 年起开始拓展木门, 新品类增速显著, 显著驱动整体业绩增长。2021 年定制衣柜实现收入 8 亿元, 同比增长 60.33%, 保持高速增长趋势, 2017-2021 年定制衣柜业务收入 CAGR 为 140.28%; 木门实现收入 8 亿元, 同比增长 236%, 2019-2021 年木门业务收入 CAGR 为 224.04%, 预计 2023 年衣柜与木门业务都将受益于门店增长, 营收有望延续高速增长。此外, 公司于 2019 年、2020 年推出智能家居品牌“智小金”和适老家居品牌“康小金”, 2021 年成立“玛尼欧”电器子公司, 坚持多品类协同发展, 未来有望培育出新的业绩增长来源。

公司发力零售渠道, 全渠道协同发展, 渠道革新有望助力业绩释放。公司实行全渠道布局战略, 形成了以线下经销门店、大宗为主的销售模式, 近年来持续强化零售渠道覆盖。**品类拓展方面:** 衣柜、木门品类逐步覆盖空白市场, 2022Q1-3 厨柜、衣柜、木门分别净开 52、141、133 家门店; 此外公司尝试拓展更多品类, 2022Q1-3 整装馆、卫浴阳台、玛尼欧厨电分别净开 36、18、69 家门店。目前公司门店数量较头部企业仍具备较大拓展空间, 预计 2023 年伴随行业形势好转, 门店开拓有望提速。**区域拓展方面:** 公司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。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。公司通过对厨柜、衣柜、木门等多品类的渠道布局, 强化门店下沉,

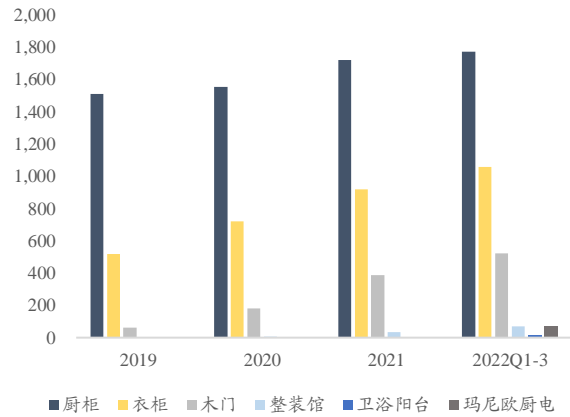
并积极推进原有家装、整装业务模式升级,激活零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部家装企业开展业务合作,进一步强化零售渠道覆盖,增强市场竞争力;同时,新门店的店效提升以及新品类的继续开拓有望带来收入弹性。

图8: 公司衣柜和木门营业收入快速增长(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 公司各类门店数量稳定增长(家)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

