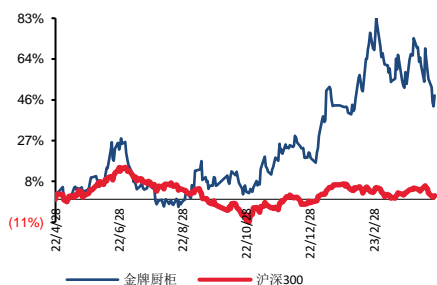




轻工制造 家居用品

金牌年报及 23Q1 点评：Q4 业绩触底，多元化渠道同步推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	154/154
总市值/流通(百万元)	5,510/5,510
12 个月最高/最低(元)	44.30/23.33

相关研究报告:

金牌厨柜(603180)《金牌厨柜:业绩增长符合预期,品类延伸+渠道拓展助力未来成长》--2019/07/11

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522090002

联系人: 刘洁冰

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

执业登记编号: S1190122120014

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年第一季度报告。

2022 全年, 公司共计实现营业收入 35.53 亿元/+3.06%, 归母净利润 2.77 亿元/-18.03%, 扣非归母净利润 1.91 亿元/-27.23%, 基本每股收益 1.80 元/-22.08%。

今年 Q1, 公司共计实现营业收入 5.75 亿元/+1.08%, 归母净利润 0.33 亿元/+8.18%, 扣非归母净利润 0.13 亿元/-2.86%, 基本每股收益 0.21 亿元/+6.13%。

点评:

全年销量驱动衣柜&木门收入增长, Q4 业绩触底。收入端, 全年同比小幅增长, 单 Q4 收入 10.65 亿元/-13.33%, 归母净利 1.12 亿元/-37.46%, 毛利率 31.74%/-1.08pct。去年整体橱柜业务受外部环境影响较大, 销量 77.25 万套/+0.30%, 基本同比持平, 收入下滑 4.71% 至 23.63 亿元; 衣柜和木门全年销量 32.54 万套/+21.24%、19.61 万套/+66.09%, 取得收入 9.61 亿元/+20.09%、1.49 亿元/+77.27%, 均在销量驱动下呈现较快增长; 今年 Q1 橱柜收入同比-5.35%至 3.62 亿元, 衣柜及木门分别提升 4.58%/79.59%至 1.59/0.30 亿元。**毛利端,**去年整体毛利率 29.46%/-1.02pct, 除木门毛利率同比提升 2.78pct 至 29.24%/29.17%, 工程橱柜销售占比增加拉低橱柜整体毛利水平; 今年 Q1 毛利率 29.11%/-0.82pct, 橱柜/衣柜/木门分别为 28.31%/-1.08pct、27.87%/-1.03pct、5.58%/+0.41pct。未来公司将加快空白品类覆盖, 依托智小金平台, 结合 AI+IoT 智能化应用, 打造厨衣及全屋智能解决方案, 形成新成长支撑兼更高的溢价能力。

快速拓展本土营销网络, 发力渠道下沉和家装。去年本土收入合计 32.46 亿元/+0.88%, 毛利率滑落 0.46pct 至 28.91%。1) ToC: 门店收入合计 19.60 亿元/-5.31%, 毛利率下滑 0.09pct 至 38.18%, 其中, 直营、经销门店分别贡献收入 1.27 亿元/-34.09%, 18.34 亿元/-2.37%, 取得毛利率同比+2.17/+0.71pct 至 69.29%/36.03%, 直营店营业收入下降主系部分直营店转成经销店; 2022 年含在建店口径下, 合计净增店数 599 家, 占门店总数的 16%, 网点拓展取得良好进度, 及至今年 Q1 末, 金牌厨柜门店 1812 家(其中 23 家直销店), 金牌衣柜/金牌木门店及专区/整装馆/阳台卫浴/玛尼欧 1101/577/112/91/128 家(均为经销店)。2) ToB: 大宗渠道收入同比双位数增长 11.78%至 12.80 亿元, 毛利率同比提升 1.28pct 至 14.61%。展望未来, 公司一是继续推进渠道下沉, 二是积极拓展整装、家装渠道, 加速装企合作和家装门店网点布局, 提升品牌力的同时支持产能

放量带动业绩增长。

差异化布局海外，“拓展+本土化”并举。2022 年海外收入 2.34 亿元/+43.16%，毛利率同比减少 6.53pct 至 19.95%，主系境外工程业务销售占比提升。公司采取差异化策略，1) 北美：持续推动 RTA 分销商的拓展，加快工程项目签约落地；2) 澳洲：以工程分包模式寻求市场突破；3) 东南亚：推进海外平台分公司，强化零售、家装、工程三大渠道布局，通过东南亚制造基地，实现供应链本土化。未来预计公司将“市场开拓+产能本土化”并举，构筑海内外双循环，获得更大的市场基础和品牌效应。

费用投放增加。费用端，2022 全年及 23Q1 均呈现同比增长，2022 年营销/管理/研发费率分别为 12.14%/+0.38pct、4.70%/+0.05pct、5.63%/+0.50pct，23Q1 同比提升 1.73/0.44/0.11pct 至 14.67%、6.71%、6.44%，一是大力推进渠道端的下沉和变革，兼持续加大品牌费用投入，二是坚持研发驱动新品拓展和产品竞争力提升。营运端，2022 经营活动产生的现金流入为 39.57 亿元/-2.60%，经营性现金流量净额为 2.47 亿元/-38.75%，主系多品类的发展导致原材料采购品种增加、以及为应对内外部复杂市场环境和原材料上涨等不利因素，公司适当增加了原材料的库存储备，导致本期采购额有所上升，同时公司加大一些优质零售经销商和工程代理商的授信支持力度。

投资建议：在行业整体面临外部环境压力的情况下，公司积极应对，保持了收入的正增长，积极布局家装渠道和下沉市场，发力海外打造本土化，有望在长期中取得业绩增厚和品牌力提升。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 44/52/59 亿元，归母净利润 3.34/4.00/4.71 亿元，对应 EPS(摊薄)2.16/2.59/3.05 元，当前股价对应 PE 为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上游精装房需求下行；行业竞争加剧；原材料成本大幅上涨。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3553	4434	5175	5929
(+/-%)	3.05	24.80	16.71	14.57
归母净利(百万元)	277	334	400	471
(+/-%)	(18.03)	20.42	19.96	17.74
摊薄每股收益(元)	1.80	2.16	2.59	3.05
市盈率(PE)	15.93	16.52	13.77	11.69

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	760	597	1158	1656	2271	营业收入	3448	3553	4434	5175	5929
应收和预付款项	153	193	225	268	304	营业成本	2397	2507	3056	3536	4029
存货	471	528	629	734	834	营业税金及附加	21	29	31	36	42
其他流动资产	1092	934	971	981	1001	销售费用	406	431	549	654	756
流动资产合计	2476	2251	2984	3638	4410	管理费用	160	167	210	253	294
长期股权投资	3	50	50	50	50	财务费用	(5)	(8)	17	12	7
投资性房地产	70	74	74	74	74	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1240	1426	1495	1563	1632	投资收益	18	27	34	40	46
在建工程	169	343	343	343	343	公允价值变动	9	3	0	0	0
无形资产开发支出	127	181	181	181	181	营业利润	361	289	353	424	499
长期待摊费用	74	74	74	74	74	其他非经营损益	7	4	0	0	0
其他非流动资产	359	465	465	465	465	利润总额	368	294	353	424	499
资产总计	4516	4864	5665	6388	7229	所得税	33	21	25	30	36
短期借款	333	673	673	673	673	净利润	335	273	328	394	464
应付和预收款项	702	671	844	967	1105	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(6)	(8)
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	338	277	334	400	471
其他负债	1061	917	1148	1286	1456						
负债合计	2096	2261	2666	2927	3235						
股本	154	154	154	154	154						
资本公积	1069	1074	1074	1074	1074						
留存收益	1157	1270	1673	2142	2681						
归母公司股东权益	2411	2594	2996	3465	4005						
少数股东权益	10	8	3	(3)	(11)						
股东权益合计	2420	2602	2999	3462	3994						
负债和股东权益	4516	4864	5665	6388	7229						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	378	203	549	480	592	毛利率	30.48%	29.46%	31.09%	31.67%	32.05%
投资性现金流	(477)	(566)	34	40	46	销售净利率	9.80%	7.80%	7.52%	7.73%	7.95%
融资性现金流	372	152	(22)	(22)	(22)	销售收入增长率	30.61%	3.06%	24.79%	16.70%	14.58%
现金增加额	273	(211)	562	497	615	EBIT 增长率	7.54%	(23.63%)	52.92%	17.83%	16.43%
						净利润增长率	15.49%	(18.03%)	20.42%	19.96%	17.74%
						ROE	14.02%	10.68%	11.13%	11.55%	11.76%
						ROA	7.48%	5.70%	5.89%	6.26%	6.52%
						ROIC	31.03%	13.74%	23.64%	28.61%	35.61%
						EPS(X)	2.31	1.80	2.16	2.59	3.05
						PE(X)	16.67	15.93	16.52	13.77	11.69
						PB(X)	2.47	1.70	1.84	1.59	1.38
						PS(X)	1.72	1.24	1.24	1.06	0.93
						EV/EBITDA(X)	14.44	13.14	15.05	11.51	8.56

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。