

## 23 上半年扣非净利率稳健，持续加大渠道拓展

2023 年 09 月 02 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年中报，2023 年上半年实现营收/归母净利润/扣非净利润 15.06/0.76/0.43 亿元，同比增长 5.28%/-17.42%/5.44%，23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 9.32/0.44/0.30 亿元，同比增长 8.05%/-29.86%/9.46%。

➤ **零售和大宗稳健增长，部分直营转经销：**分产品看，公司 23Q2 整体厨柜/整体衣柜/木门/其他实现收入 5.85/2.62/0.60/0.08 亿元，同增 -2.32%/23.24%/75.18%/155.74%，占营业收入的比重 63.98%/28.66%/6.52%/0.84%，同比变动 -6.60/+3.60/+2.51/+0.49pct。2023 年上半年橱柜/衣柜/木门分别实现收入 9.47/4.21/0.89 亿元，同比变化 -3.46%/+15.47%/+76.55%。分渠道看，1) 公司 23Q2 经销店/直营店/大宗业务/境外/其他实现收入 4.76/0.24/3.34/0.76/0.06 亿元，同增 11.36%/-33.35%/8.93%/-3.17%/269.81%，占营业收入的比重 52.01%/2.57%/36.52%/8.29%/0.61%，同比变动 +1.69/-1.58/+0.40/-0.94/+0.43pct。2) 23 年上半年公司经销店/直营店/大宗业务/境外/其他实现收入 7.77/0.37/5.22/1.24/0.07 亿元，同比增长 6.78%/-41.89%/7.60%/2.22%/305.77%。3) 23 上半年整装业务收入约 14 亿元，橱柜和衣柜占比约 65%和 29%，经销渠道为主，持续发展大宗业务。直营店营业收入同比下降主要是部分直营店转为经销店所致。

➤ **费用率下降，补助确认节奏影响净利率：**公司 23H1/23Q2 公司毛利率分别为 28.28%/27.77%同比变动 -0.66/-0.53pct。1) 分产品看，公司 23Q2 整体厨柜/整体衣柜/木门/其他毛利率为 29.29%/27.77%/3.07%/21.94%，同比变动 +0.83/+1.20/-2.67/+7.70pct，整体保持稳定。2) 分渠道看，公司 23Q2 经销店/直营店/大宗业务/境外/其他毛利率为 33.54%/61.34%/15.79%/26.06%/21.65%，同比变动 -0.77/-7.09/+1.34/+3.99/+14.18pct。直营店毛利率下滑主要是部分直营店转为经销店所致。3) 费用方面，23Q2 公司期间费用率 22.96% (-0.56pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率 12.64%/4.79%/5.73%/-0.20%，同比变动 +0.12/-0.05/-0.49/-0.15pct。管理费用率下降主要是受股权激励计划影响，股份支付摊销费用减少所致。4) 公司 23H1/23Q2 净利率为 4.94%/4.61%，同比 -1.37/-2.53pct，净利率下滑主要是部分政府补助未在当期确认。

➤ **品类融合加速，渠道持续拓展：**公司门店较 22 年末净开店 290 家至 4019 家，其中橱柜 1833 家 (+41)，衣柜 1168 家 (+77)，木门 649 家 (+88)，整装馆 129 家 (+38)，阳台卫浴 96 家 (+22)，玛尼欧 144 家 (+24)。阳台卫浴、玛尼欧 (电器) 为公司外拓的新品类。

➤ **投资建议：**公司持续加大渠道建设投入，看好公司多渠道并进，打开成长新空间。考虑到国内家具消费仍在低位复苏，我们调整 2023-2025 盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.45/4.01/4.61 亿元，同增 24.4%/16.3%/15.0%，当前股价对应 PE 为 13/11/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,553	4,020	4,650	5,340
增长率 (%)	3.1	13.1	15.7	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	277	345	401	461
增长率 (%)	-18.0	24.4	16.3	15.0
每股收益 (元)	1.80	2.23	2.60	2.99
PE	16	13	11	10
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

29.16 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

## 相关研究

1.金牌厨柜 (603180.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩稳健，看好渠道深化变革+数字化升级驱动业绩增长-2023/05/09

2.金牌厨柜 (603180.SH) 2022 年业绩快报点评：疫情扰动 22 年经营承压，渠道革新助力来年盈利弹性释放-2023/03/20

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,553	4,020	4,650	5,340
营业成本	2,507	2,833	3,283	3,770
营业税金及附加	29	24	28	32
销售费用	431	492	558	641
管理费用	167	196	222	246
研发费用	200	209	238	267
EBIT	252	346	405	472
财务费用	-8	13	18	25
资产减值损失	-3	-1	-2	-2
投资收益	27	39	46	52
营业利润	289	370	432	497
营业外收支	4	7	7	7
利润总额	294	377	438	504
所得税	21	34	40	45
净利润	273	343	399	459
归属于母公司净利润	277	345	401	461
EBITDA	400	525	600	717

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	597	517	637	843
应收账款及票据	188	191	221	254
预付款项	46	65	76	87
存货	528	527	610	701
其他流动资产	892	900	901	911
流动资产合计	2,251	2,200	2,444	2,795
长期股权投资	50	79	79	79
固定资产	1,426	1,586	1,731	1,995
无形资产	181	294	382	384
非流动资产合计	2,612	3,111	3,395	3,614
资产合计	4,864	5,311	5,840	6,409
短期借款	673	673	673	673
应付账款及票据	834	932	1,079	1,239
其他流动负债	680	739	831	944
流动负债合计	2,187	2,344	2,583	2,857
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	75	78	107	105
非流动负债合计	75	78	107	105
负债合计	2,261	2,422	2,691	2,962
股本	154	154	154	154
少数股东权益	8	7	5	2
股东权益合计	2,602	2,889	3,149	3,447
负债和股东权益合计	4,864	5,311	5,840	6,409

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	3.06	13.14	15.67	14.84
EBIT 增长率	-23.42	37.38	17.28	16.34
净利润增长率	-18.03	24.44	16.28	14.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	29.46	29.52	29.39	29.41
净利润率	7.80	8.58	8.62	8.63
总资产收益率 ROA	5.70	6.49	6.86	7.19
净资产收益率 ROE	10.68	11.96	12.75	13.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.03	0.94	0.95	0.98
速动比率	0.75	0.68	0.68	0.70
现金比率	0.27	0.22	0.25	0.30
资产负债率 (%)	46.50	45.60	46.07	46.22
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	15.07	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	76.90	68.00	68.00	68.00
总资产周转率	0.76	0.79	0.83	0.87
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.80	2.23	2.60	2.99
每股净资产	16.82	18.68	20.39	22.33
每股经营现金流	1.60	4.06	4.43	5.16
每股股利	0.72	0.90	1.04	1.20
<b>估值分析</b>				
PE	16	13	11	10
PB	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.78	9.73	8.51	7.20
股息收益率 (%)	2.47	3.07	3.57	4.05

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	273	343	399	452
折旧和摊销	148	179	194	246
营运资金变动	-170	117	111	118
经营活动现金流	247	627	683	789
资本开支	-627	-561	-472	-458
投资	55	-97	0	0
投资活动现金流	-566	-624	-419	-405
股权募资	4	0	0	0
债务募资	0	-13	16	-2
筹资活动现金流	152	-83	-143	-184
现金净流量	-163	-80	120	200

## 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