

买入（首次）

定制厨柜领航者、全速进军大家居

金牌厨柜（603180）深度报告

2024年4月17日

■ 投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

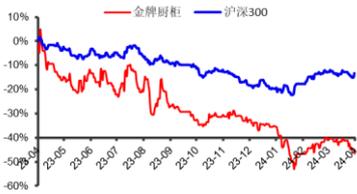
电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2024年4月16日

收盘价(元)	19.73
总市值(亿元)	30.43
总股本(亿股)	1.54
流通股本(亿股)	1.54
ROE(TTM)	10.56
12月最高价(元)	40.95
12月最低价(元)	17.12

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **国产定制家居领先者，深耕行业二十余载。**金牌厨柜创立于1999年，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。公司始终坚持围绕品牌力、产品力，夯实发展基础，大力推进品牌升级、自主研发创新及数字化转型升级。
- **我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。**凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院及中研研究院数据显示，2018-2022年，我国定制家具市场规模从2901亿元迅速增长至4725亿元，CAGR为13.0%。2023年，我国定制家具市场规模有望达到5251亿元。我国定制家具行业2016年产值为1726.66亿元，2021年行业产值达到2222.1亿元，CAGR为5.2%。
- **全方位提升品牌影响力。**品牌力方面，公司进行全面的品牌升级，以“金牌”品牌亮相于市场，促进全屋定制品牌认知统一性与整体性形成。同时，创新开展“中国爱厨日”等一系列活动，打造专属品牌IP，全方位提升品牌影响力。在传播推广上，公司以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略，构建了由机场、高铁、户外大牌、互联网、新媒体等各种媒介整合的立体式品牌营销传播体系。
- **销售渠道全面发力。**公司销售模式主要有经销商专卖店销售模式、大宗业务销售模式、家装渠道模式、直营专卖店销售模式、以及电子商务销售模式等。线下门店方面，公司持续强化零售渠道覆盖，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，增强市场竞争力。
- **首次覆盖，给与公司“买入”评级。**预计公司2023-2024年每股收益分别为1.91元和2.28元，对应估值分别为10倍和9倍。公司是国内定制家居领先企业，随着公司加速渠道变革和下沉，积极开发局部改造、拎包入住等新渠道业务，以及全面推进国际化战略，公司未来成长可期。首次覆盖，给与公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，原材料价格上涨以及宏观环境与房地产行业形势的风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1. 公司是国产定制家居一线品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司产品、品牌矩阵丰富	4
1.3 公司营收规模逐年提升	6
1.4 公司盈利能力短期提升	7
2. 我国家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大	7
2.1 我国家具市场规模稳步提升	7
2.2 我国定制家居市场规模逐年上升	8
2.3 行业竞争格局	9
2.4 行业发展趋势	10
2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升	11
3. 竞争优势：品牌助力渠道，研发赋能生产	14
3.1 品牌优势	14
3.2 渠道优势	15
3.3 研发优势	16
4. 投资策略	18
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：金牌厨柜发展历程	4
图 2：公司营业总收入情况（亿元，%）	6
图 3：公司归母净利润情况（亿元，%）	6
图 4：公司各业务情况（亿元）	6
图 5：公司各业务占比情况（%）	6
图 6：公司盈利能力（%）	7
图 7：公司各项费用率（%）	7
图 8：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）	7
图 9：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）	7
图 10：传统家具与定制家具的对比	8
图 11：2017-2023 年中国定制家具市场规模（亿元）	9
图 12：中国定制家具行业产值情况（%）	9
图 13：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况（%）	9
图 14：家居行业细分领域相互渗透	10
图 15：中国家装市场总产值持续增长	11
图 16：公司品牌宣传展示	14
图 17：分渠道营收情况（万元）	15
图 18：公司门店数量（家）	16
图 19：公司线上销售案例展示	16
图 20：2018-2023 年公司研发支出情况（亿元，%）	17

表格目录

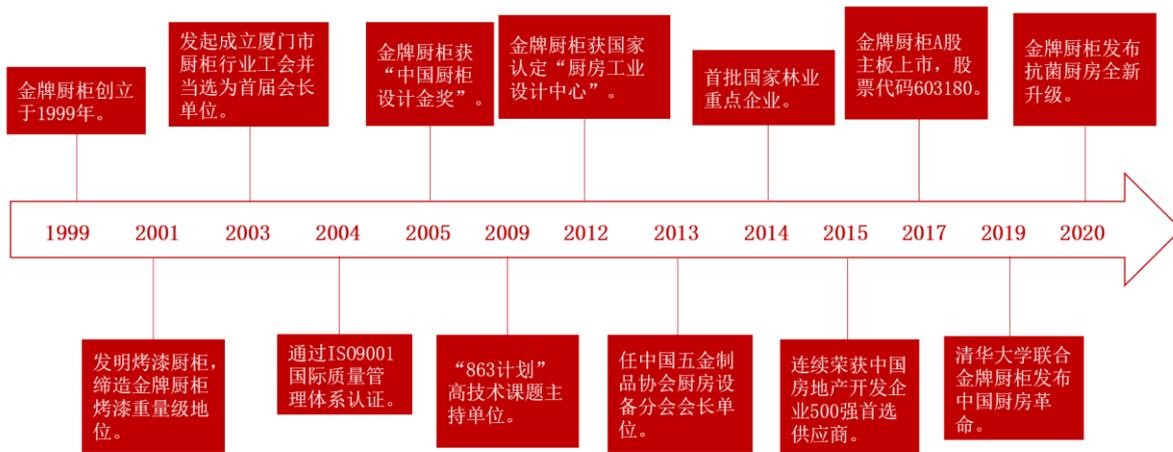
表 1：金牌厨柜品牌及产品矩阵	4
表 2：房地产近期相关政策	12
表 3：促进家居消费的相关政策	13
表 4：公司主营产品产销情况	17
表 5：公司盈利预测简表（2024/4/16）	18

1. 公司是国产定制家居一线品牌

1.1 公司简介

国产定制家居领先者，深耕行业二十余载。金牌厨柜创立于 1999 年，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。公司始终坚持围绕品牌力、产品力，夯实发展基础，大力推进品牌升级、自主研发创新及数字化转型升级。

图 1：金牌厨柜发展历程



资料来源：金牌厨柜公司官网，东莞证券研究所

1.2 公司产品、品牌矩阵丰富

公司产品线及品牌丰富，助力打造全屋智能定制。公司旗下品牌包含各类产品。其中，金牌厨柜打造专业的高端厨柜，推出量体裁柜、抗菌健康厨房等专有黑科技；金牌衣柜致力于提供高品质、高颜值的产品；金牌木门定位轻整装战略，以木门为核心产品，增加背景墙、铝合金系统门窗、强化地板、灯光系统等，为用户提供全屋7大空间系统解决方案；智小金致力于定制家居与智能家居的融合研发，实现定制产品智能化，定制展厅智能化；玛尼欧为消费者提供高品质、高性价比的集成烹饪、集成洗涤、健康用水、健康食储等智能健康家电产品；阳台卫浴为消费者定制阳台柜、浴室柜到智能马桶花洒等多品类产品；金牌 G9 高定为金牌旗下高端定制系列，以满足顾客的生活品质需求为定制核心，以功能为导向量身定制，为客户提供家居定制产品。

表 1：金牌厨柜品牌及产品矩阵

品牌	产品效果
----	------

<p>金牌厨柜</p>	 <p>云系 560 · 云界</p>	 <p>云系 560 · 云界</p>
<p>金牌衣柜</p>	 <p>云系 560 · 云界 衣柜</p>	 <p>云系 560 · 云界 酒柜</p>
<p>金牌木门</p>	 <p>云系 560 · 云界</p>	 <p>峰系 320 · 峰悦</p>
<p>智小金</p>	 <p>金牌·智小金 MetaBox 定制+智能的匠心之作 多点交互入口 语音 触控 场景联动</p> <p>Meta Box</p>	 <p>i-Kitchen 让你烹饪更轻松 3.0</p> <p>i-Kitchen 3.0</p>
<p>玛尼欧</p>	 <p>不进鼻腔 直进烟腔 玛尼欧变频烟机 T903S</p> <p>T903S 烟机</p>	 <p>不断台面 定义厨房新美学 玛尼欧嵌入式集成灶</p> <p>玛尼欧集成灶</p>
<p>阳台卫浴</p>	 <p>云系 560 · 云界 阳台柜</p>	 <p>云系 560 · 云界 浴室柜</p>

金牌 G9 高定



天境



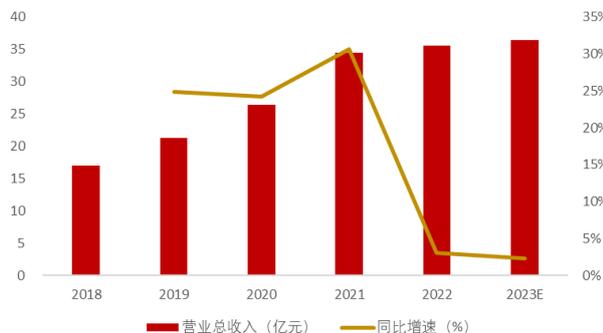
天境

资料来源：金牌厨柜 2022 年年报，东莞证券研究所

1.3 公司营收规模逐年提升

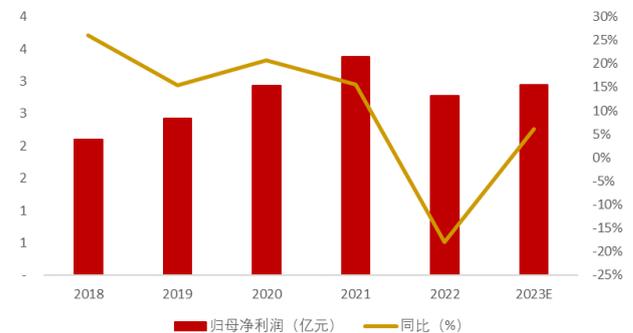
公司营收逐年提升，归母净利润有所波动。2018-2022 年，公司营业总收入由 17.0 亿元增长至 35.5 亿元，CAGR 为 20.2%。根据业绩快报，公司 2023 年营收为 36.4 亿元，同比增长 2.3%。这主要得益于公司坚持发展大家居战略，加速渠道变革和下沉，强化零售渠道、家装渠道、精装大宗渠道、海外渠道开拓，全面推进国际化战略，实现海内外双循环。2018-2021 年，公司归母净利润从 2.1 亿元增长至 3.4 亿元，CAGR 为 17.2%。2022 年，受复杂经济环境和地产行业景气度阶段性下行等因素影响，公司归母净利润同比下滑 18.0%至 2.8 亿元。根据业绩快报，公司 2023 年归母净利润同比增长 6.1%至 2.9 亿元，主要受益于降本增效成果显著叠加原材料收购成本下降。

图 2：公司营业总收入情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 3：公司归母净利润情况（亿元，%）

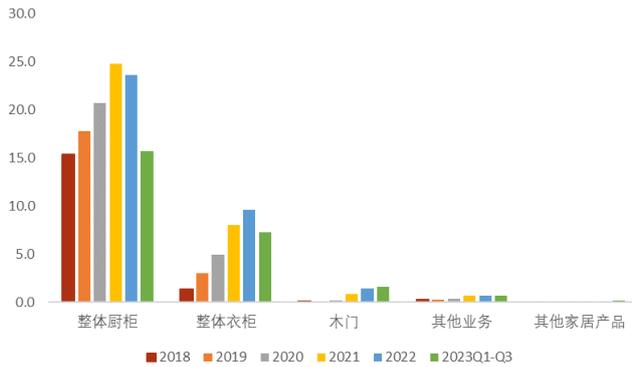


资料来源：ifind，东莞证券研究所

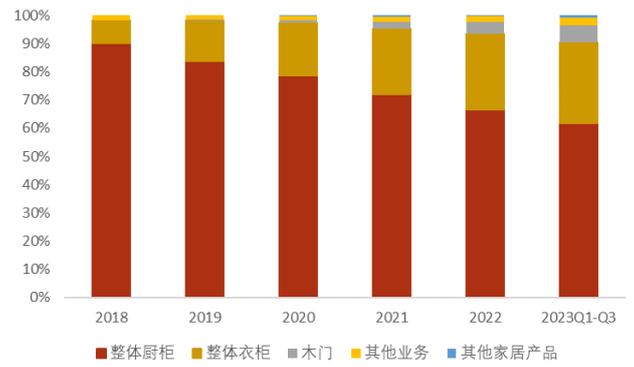
厨柜收入占比过半，衣柜及其他业务增速亮眼。厨柜是公司的核心成熟业务，衣柜、木门、工程作为成长型业务，厨电、智能家居、家品、整装等作为培育型业务，做大规模的同时，加强多品类协同融合。虽然近年来由于产品种类丰富使得厨柜比重有所下滑，但 2023 年前三季度厨柜收入占营收比重仍高达 61.7%，营业收入为 15.7 亿元。衣柜是公司第二大产品，2023 年前三季度产品规模为 7.3 亿元，营收占比为 28.8%。从增速来看，2018-2022 年，衣柜、木门、其他业务、其他家居产品的收入年复合增速分别为 62.5%、354.4%、27.5%和 153.9%，各业务增速均保持较快增长。

图 4：公司各业务情况（亿元）

图 5：公司各业务占比情况（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

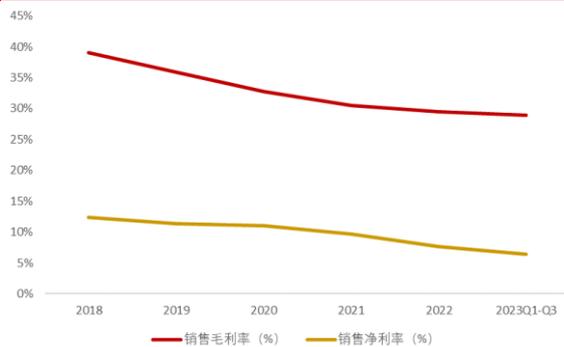


资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力短期提升

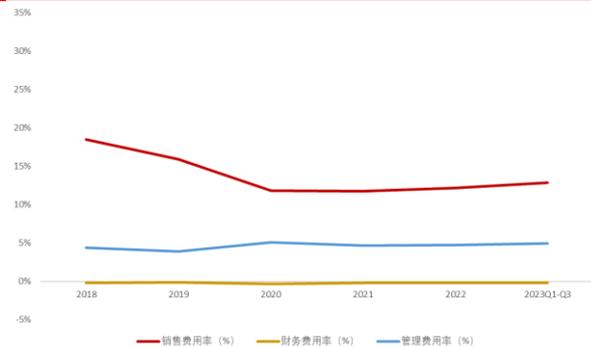
公司毛利率短期回升，净利率降幅收窄。2018-2022年，受原材料价格上涨等不利因素影响，公司毛利率由39.0%下降至29.5%。2023年前三季度，公司持续优化供应链，原材料采购成本有所下降，降本增效措施的成果逐步显现，叠加零售业务销售收入占比较去年同期略有提升，公司毛利率同比提升0.4个百分点至28.9%。净利率方面，2018-2022年，受毛利率下滑影响，公司净利率从12.4%下滑至7.7%。2023年前三季度，公司净利率同比下滑0.1个百分点至6.4%。

图 6: 公司盈利能力 (%)



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 7: 公司各项费用率 (%)



资料来源：ifind，东莞证券研究所

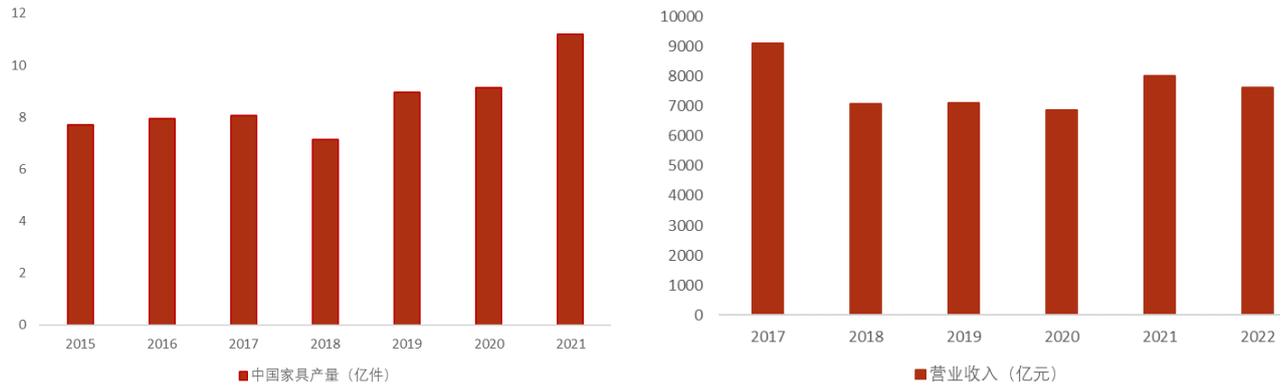
2. 我国家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大

2.1 我国家具市场规模稳步提升

中国家具产量有所提升，营收整体呈波动趋势。2015-2021年，我国家具产量期间虽有所波动，但整体呈增长趋势，由7.7亿件增长至11.2亿件，CAGR为5.5%。2021年，我国家具产量同比增长22.8%。2017-2022年，受上游原材料、疫情及地产行业下行等因素影响，我国家具行业规模以上家具企业营业收入呈波动趋势。2022年，随着地产行业持续下探，规模以上家具制造业企业营业收入2674.1亿元，同比下滑4.75%。随着支持地产行业的政策的落地，被抑制的家居消费需求有望迎来释放。

图 8: 2015-2021 年中国家具产量情况 (亿件)

图 9: 中国规模以上家具制造业企业营业收入 (亿元)



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.2 我国定制家居市场规模逐年上升

我国定制家居行业发展至今，共经历了四个阶段：

阶段一（1990s-2000）：定制橱柜起源于欧美地区，逐渐成为欧美家庭的必备产品。20世纪90年代，定制橱柜经由中国香港传入广东、浙江、上海、北京等地。90年代末，随着改革开放的持续深入，定制橱柜开始向全国渗透，一系列橱柜龙头企业如德宝·西克曼、欧派家居、金牌厨柜诞生，我国定制家居行业由此拉开序幕。

阶段二（2000-2011）：在此阶段，我国开始进入地产、人口红利期。随着城镇化进程的加速，人们对家具的需求变得旺盛，定制家居在此时开始盛行。此阶段市面上涌现出大量家居定制企业。

阶段三（2012-2017）：随着家具消费朝向功能化、个性化发展，定制家居需求快速释放。地产商家装公司、家电企业纷纷入局，跨界进入定制赛道。2017年则是定制家居企业的上市元年尚品宅配、皮阿诺、金牌厨柜、我乐家居、志邦家居相继上市。

阶段四（2018 至今）：2018年以来，商品房销售增速趋缓，地产红利逐渐消退。传统通过粗放式开店扩张模式对家居企业的业绩拉动效应递减，多元化渠道和多产品线布局成为行业新特色行业集中度较低，但马太效应逐渐显现，龙头企业有望依靠渠道、产品、品牌、规模等优势加速提升市场占有率。

定制家具更能满足现代消费者需求。传统的定制家具生产是批量化生产之前的一种生产模式，按照客户订单的具体要求组织家具生产，这种定制生产模式能够在某种程度上满足客户的个性化需求，不适合如今的工业化生产模式。大规模定制，是定制家具生产的主要方式，是以规模化、模块化和信息化为基础，以模块化为主的标准化设计体系，实现了生产过程的柔性化。通过家具产品结构和制造过程的重组，全部或部分地转化为批量生产，能满足客户的个性化需求，是个性化和大批量生产的有机结合。

图 10：传统家具与定制家具的对比

传统家具与定制家具的对比				
项目	手工家具		成品家具	定制家居
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化设计； 3) 价格较低	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化涉及； 3) 材料高档； 4) 做工精美	1) 形式美观、多种材质可选； 2) 标准化产品，即买即用； 3) 价格稍低	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化涉及； 3) 工厂生产，安装便捷； 4) 为整体款式，风格统一； 5) 款式新颖，美观时尚
主要劣势	1) 质量不稳定； 2) 美观欠缺； 3) 一般需要油漆，材料存在环保隐患	价格高	1) 空间利用率底； 2) 风格、尺寸等选择空间	1) 生产周期较长； 2) 价格稍高

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院及中研研究院数据显示，2018-2022 年，我国定制家具市场规模从 2901 亿元迅速增长至 4725 亿元，CAGR 为 13.0%。2023 年，我国定制家具市场规模有望达到 5251 亿元。我国定制家具行业 2016 年产值为 1726.66 亿元，2021 年行业产值达到 2222.1 亿元，CAGR 为 5.2%。

图 11：2017-2023 年中国定制家具市场规模（亿元）

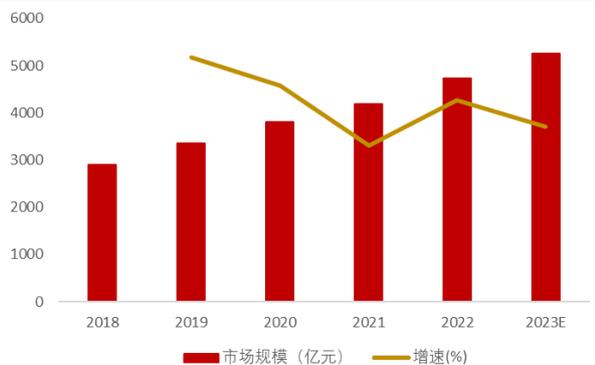
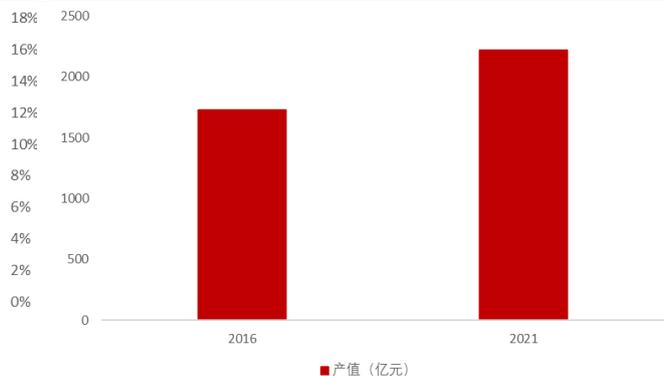


图 12：中国定制家具行业产值情况（%）



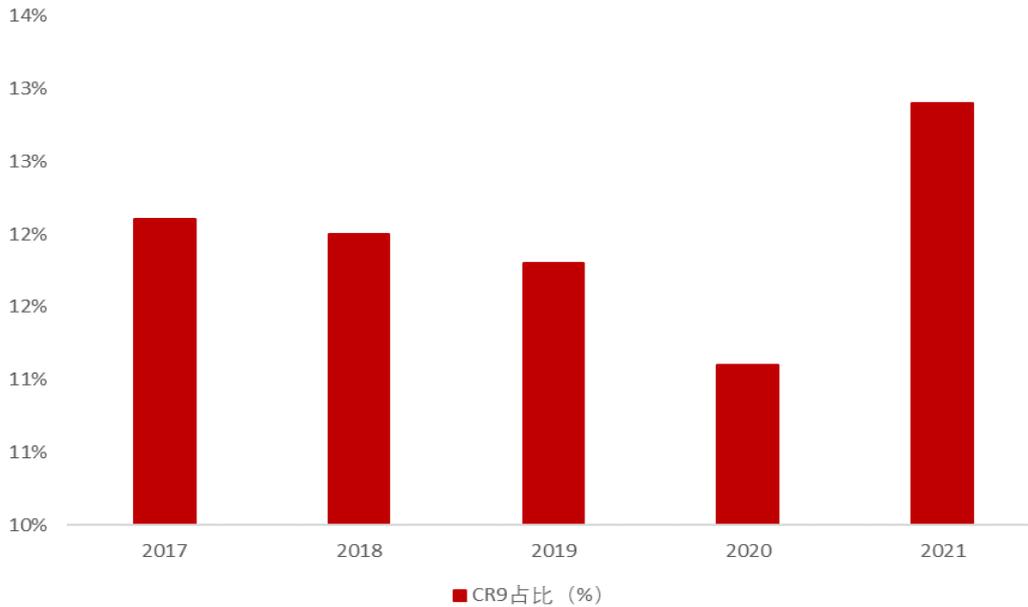
资料来源：华经产业研究院，中研研究院，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.3 行业竞争格局

我国定制家居行业集中度低，未来提升空间较大。由于定制家居行业具有产品同质化、门槛低等特点，市场集中度低，CR9 不足 15%。2021 年 CR9 较前几年有所增长，市占率为 12.9%。随着定制家居企业品类拓展、整装业务布局等，龙头竞争力增强，未来市场集中度有望提高。

图 13：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况（%）

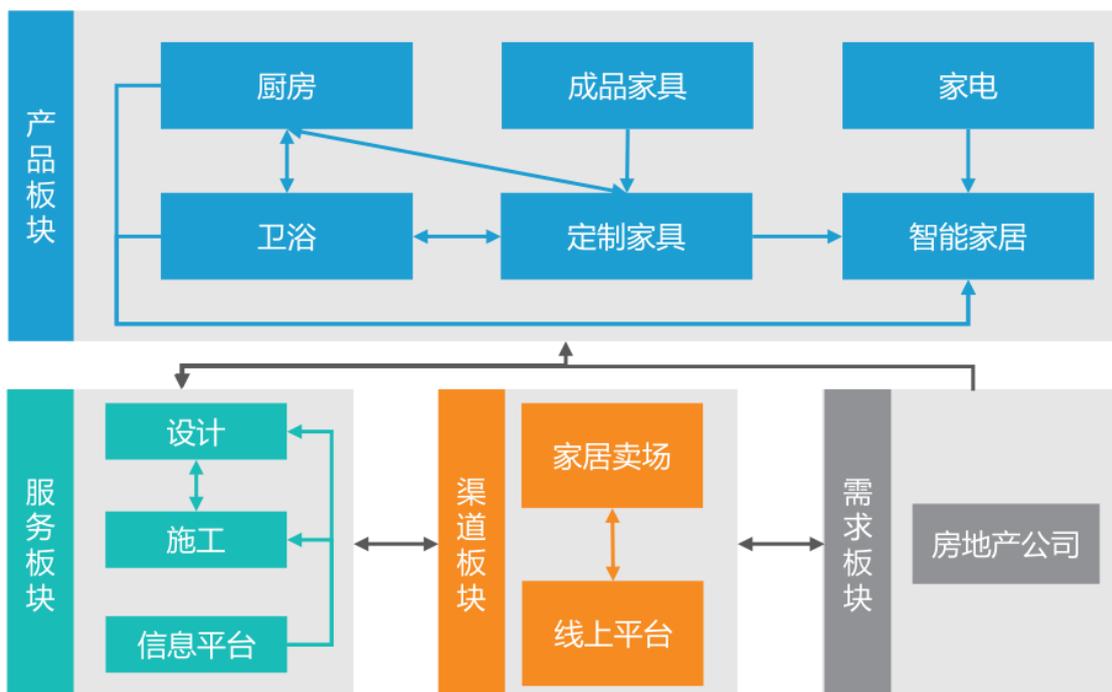


资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

2.4 行业发展趋势

行业竞争加剧催化家居企业升级转型。随着家居行业企业数量增加，行业竞争加剧，业内企业纷纷走向升级转型之路。其中，拓宽赛道以培育新的业绩增长点家居企业的主要转型方向之一。规模较大、资金实力较强的家居企业通过战略合作、跨界投资等路径来扩大业务范围，不断优化战略布局。据亿欧数据，目前家居行业各细分领域相互渗透的情况多见，企业开始在产品、服务、渠道等多方面进行融合，走向大家居方向。

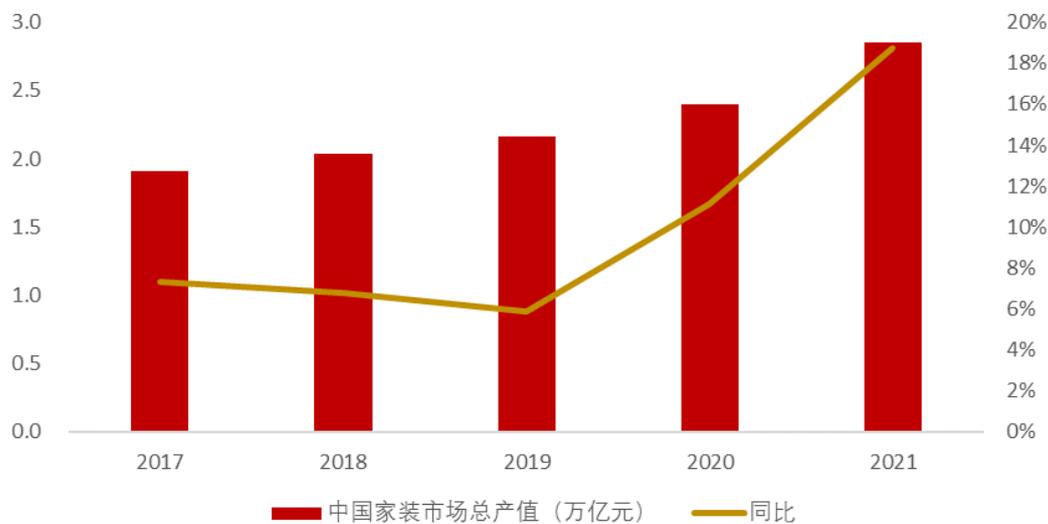
图 14：家居行业细分领域相互渗透



资料来源：亿欧智库，东莞证券研究所

整装大家居是未来家居行业大趋势，家装渠道将成重要筹码。对消费者而言，整装具有一站式采购的、便利性高的特点，在售后服务方面亦有优势。根据华经产业研究院，2017-2021年，我国家装市场总产值从1.91万亿元增长至2.85万亿元，期间CAGR约为10.5%。虽然家装市场目前已经进入成熟期，但行业规模庞大并持续增长，把握家装渠道对家居企业的重要性不言而喻。亿欧智库资料显示，2022年知名家居企业战略合作和布局事件超百起，家居制造企业纷纷跨界投资家装领域，部分家具制造业企业开展整装整家业务。

图 15：中国家装市场总产值持续增长



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升

(1) **利好地产政策频发，回暖预期增强。**自2023年8月底以来，各项重磅政策密集出台，政策从供给和需求两方面入手。需求端方面，8月底，中国人民银行、国家金融监管总局等部门先后出台《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等政策。其中《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策（即“认房不认贷”）。《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房贷款和二套房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%；二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加60个基点，下调为不低于LPR加20个基点。《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》提出自9月25日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。降低后的存量房贷利率，依然要

符合贷款发放时当地的房地产政策，即不低于当时所在城市房贷利率政策下限。各地方政府加快落实中央各项政策，大力支持居民刚性和改善性住房需求，有助于房地产市场销售回升。供给端方面，2024年1月26日，城市房地产融资协调机制部署会提出要加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。2024年3月24日，国务院常务会议提出要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。2024年全国两会期间，房地产再次成为焦点话题。3月5日，政府工作报告中房地产相关内容延续了去年12月中央经济工作会议部署。报告强调，要“标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定”“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”。

表 2：房地产近期相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2024. 3. 24	国务院常务会议	-	要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
2024. 3. 5	十四届全国人大二次会议	-	要加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023. 12. 22	全国住房城乡建设工作会议	-	2024年是实施“十四五”规划的关键一年，做好住房城乡建设工作意义重大。在住房和房地产方面，要稳定房地产市场，坚持因城施策、一城一策、精准施策，满足刚性和改善性住房需求，优化房地产政策。要坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%。（2）首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。（3）中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023. 8. 25	住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

	局		
2023. 7. 12	中国人民银行、金融监管总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。
2022. 11. 11	中国人民银行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

(2) 多举措促进家居消费潜力。一方面，国家相关部门出台多项政策刺激家居消费需求。2024年3月13日，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》明确了5方面20项重点任务。其中提到了实施消费品以旧换新行动，推动家装消费品换新。2023年12月12日，中央经济工作会议中提出要扩大国内需求，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居等新的消费增长点。另一方面，出台多项措施促进家居行业做大做强。2023年7月19日，工信部、国家发改委和商务部联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023—2024年）》，提出实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展；推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。2022年8月，工信部、住建部等四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出到2025年，目标培育50个左右知名品牌、10个家居生态品牌，建立500家智能家居体验中心，培育15个高水平特色产业集群，通过高质量的供给促进家居品牌的高品质消费。

表 3：促进家居消费的相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2024. 3. 13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》明确了要实施消费品以旧换新行动，推动家装消费品换新。
2023. 12. 12	中央经济工作会议	-	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居等新的消费增长点。
2023. 9. 1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	提出于2023年9—12月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动。广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。“家居焕新消费季”启动仪式将于9月初举办，同时支持各地组织N场地方站活动。

2023. 7. 28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023. 7. 24	中央政治局会议	-	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
2023. 7. 12	商务部等 13 部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域。提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面促进家居消费。
2023. 6. 29	国务院常务会议	-	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023/7/28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023/7/19	工信部、国家发改委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展。积极开发推广绿色智能家用电器、休闲娱乐、个人护理和母婴家用电器、健康厨卫、智能化多场景照明系统、天然材质家具、功能型家具、智能锁具等产品。推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。开展“百企千县万村美丽家居”行动，推动绿色智能家居产品进乡村，营造美丽村居生活。举办家居焕新季等活动，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新活动。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

3. 竞争优势：品牌助力渠道，研发赋能生产

3.1 品牌优势

公司全方位提升品牌影响力。品牌力方面，公司进行全面的品牌升级，以“金牌”品牌亮相于市场，促进全屋定制品牌认知统一性与整体性形成。同时，创新开展“中国爱厨日”等一系列活动，打造专属品牌 IP，全方位提升品牌影响力。在传播推广上，公司以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略，构建了由机场、高铁、户外大牌、互联网、新媒体等各种媒介整合的立体式品牌营销传播体系。产品力方面，公司拥有强大的自主研发与创新能力，携手福人森工，首创具备耐水、防霉等功能的新型材料——蓝竹耐水板。在产品色彩上，公司推陈出新，携手行业权威色彩研发机构——色空生活研究所成立“金牌色彩中心”，联合发布金牌烤漆色彩趋势，将更多独特的设计理念落到现实，提升用户家居生活体验。数智力方面，公司积极推进数字化战略，通过四网融合（工业互联、消费互联、工业物联、消费物联），构建产业数字生态平台，实现创新与企业效率提升。公司发布首套家居 LOFT 空间，突破品牌与用户圈层，全方位触达用户；同时，搭建并发布金牌厨柜虚拟超级展厅，为用户提供高质量的沉浸式家居体验，满足用户对理想家居的想象与需求。

图 16：公司品牌宣传展示

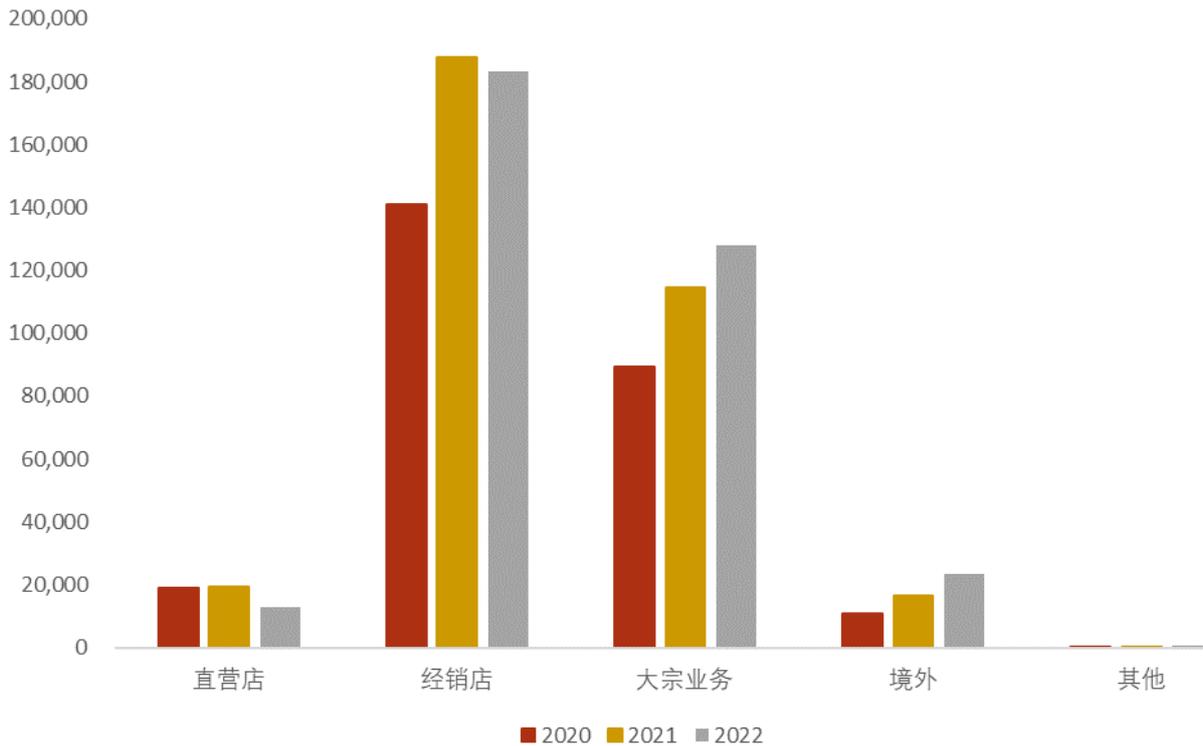


资料来源：金牌厨柜微信公众号，东莞证券研究所

3.2 渠道优势

公司销售渠道全方面发展。公司销售模式主要有经销商专卖店销售模式、大宗业务销售模式、家装渠道模式、直营专卖店销售模式、以及电子商务销售模式等。线下门店方面，公司持续强化零售渠道覆盖，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，增强市场竞争力。2020-2022年，门店合计收入从16.0亿元增长至19.6亿元，CAGR为10.7%。大宗业务方面，公司在强化风险管理的基础上，加大与优质核心战略客户的合作，推动客户结构优化，全方位挖掘增长潜力。公司连续十一年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”。同时，工程渠道依托厨柜品牌优势，工程衣柜、工程木门业务发展迅速，工程渠道多品类全面拓展，品类增长动力进一步提升。2020-2022年，公司大宗业务收入从8.9亿元增长至12.8亿元，CAGR为19.7%。海外市场方面，公司针对不同市场采取差异化策略，北美市场持续推动RTA分销商的拓展，加快工程项目签约落地；澳洲市场以工程分包模式实现了市场的进一步突破；东南亚市场推进海外平台分公司，强化零售渠道、家装渠道和工程渠道布局，其他市场重点推进工程项目签约落地。同时，公司通过东南亚制造基地，构筑本土供应链，加快实现供应链本土化，构建海外市场供产销的一体化循环，为海外市场持续发展提供保障。2020-2022年，公司海外收入从1.1亿元增长至2.3亿元，CAGR为47.2%。

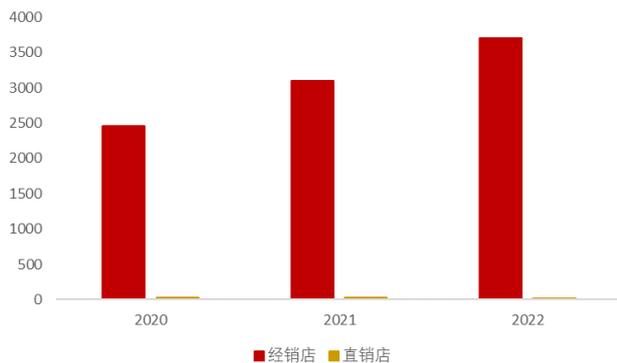
图 17：分渠道营收情况（万元）



资料来源：金牌厨柜 2020-2022 年年报，东莞证券研究所

公司多渠道营销，加速线上、线下渠道融合。公司搭建强大的社交媒体营销能力，通过社交媒体平台进行精准营销，并加速在字节系、腾讯系、阿里系的布局，利用社交媒体的广泛传播性，扩大品牌曝光率和口碑，并收获客户。同时，公司积极拓展整装、家装等渠道，通过加速装企合作，加快家装门店网点布局。2020-2022 年，公司门店数量从 2493 家增长至 3729 家，CAGR 为 22.3%。其中，经销店数量从 2462 家增长至 3706 家；直销店从 31 家下降至 23 家，这主要是由于门店位置、形态调整，以及优化汰换所致。

图 18：公司门店数量（家）



资料来源：金牌厨柜 2022 年年报，东莞证券研究所

图 19：公司线上销售案例展示



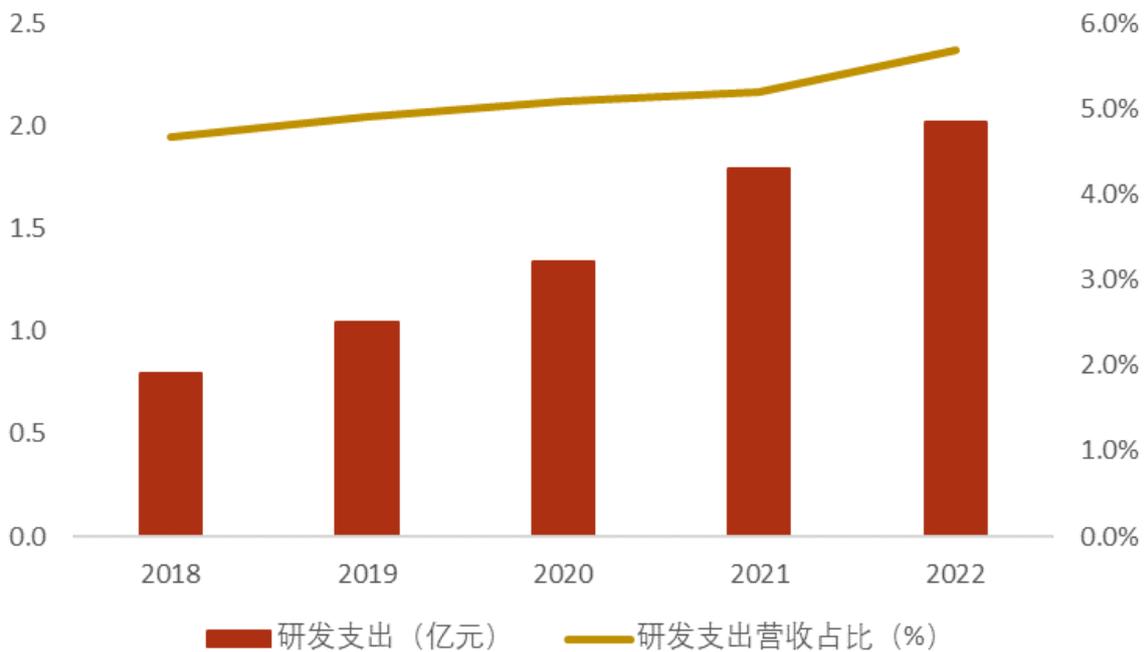
资料来源：金牌厨柜淘宝旗舰店，东莞证券研究所

3.3 研发优势

公司重视研发，持续产品创新。公司作为工信部首批国家认定企业工业设计中心、国家技术创新示范企业，依托自身全球化优势及核心技术，围绕产品技术创新和市

场发展趋势，业务品类由厨柜单品逐渐发力衣柜、木门、适老健康家居、智能家居、卫浴阳台、整装产品线、厨电厨柜集成化等领域，形成高品质智慧家居整体解决方案。公司研究开发家居无醛抗菌材料技术，创新开发抗菌水槽柜、抗菌防霉石英石台面等健康厨房产品，为用户打造自然、安全、健康的家居生活环境。产学研方面，公司与中国林科院木材工业研究所进行厨柜产品生命周期评价和绿色发展规划研究等深度合作，构建定制家居绿色产品标准评价体系。技术创新作为公司的核心战略，建立了“产品创新、机制设计、人才培养、开放合作、知识产权”完善有效的创新体系。从研发支出来看，2018-2022年，公司研发支出增长较快，从0.8亿元增长至2.0亿元，CAGR为20.4%。研发支出营收占比也逐年增长，从4.7%增长至5.7%。

图 20：2018-2023 年公司研发支出情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

智能制造提升生产效率。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、有效的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，通过公司前后端一体化信息系统转化为产品的制造工艺信息，再以MES系统作为驱动整体自动化、智能化生产制造的数据主线，与自动化生产设备集成协同，通过在APS高级排程过程中加入人工智能AI算法，找到板材利用率最高的订单批次组合，在提高订单处理效率的同时，提高板材利用率。开料优化方面，公司和百度人工智能团队携手合作，在板材利用率、叠板率相对于以往作业方式有了大幅提升，同时大大降低了设备的锯切刀数和作业时间；将公司的智能制造系统与国家863课题成果“木竹制品模数化定制敏捷制造技术”相结合，将订单以标准件及非标准件等方式进行模块化拆分，再通过生产任务调度分发到多个车间配合生产，提高单一生产线的标准化水平，通过该模式实现内部的专业化分工，形成高度柔性的生产体系，生产效率得到大幅提升。

表 4：公司主营产品产销情况

整体厨柜（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	442249.6	442376.6	1901	74.6%	74.8%	-6.3%
2021	776907	770226	8582	75.7%	74.1%	351.5%
2022	796873	772542	32913	2.6%	0.3%	283.5%
整体衣柜（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	183380	183213	713	63.4%	63.5%	30.6%
2021	268382	268426	669	46.4%	46.5%	-6.2%
2022	326272	325436	1505	21.6%	21.2%	125.0%
木门（樘）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	23774	23526	391	336.9%	344.0%	173.4%
2021	117853	118072	172	395.7%	401.9%	-56.0%
2022	197015	196110	1077	67.2%	66.1%	526.2%

资料来源：金牌厨柜 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给与公司“买入”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 1.91 元和 2.28 元，对应估值分别为 10 倍和 9 倍。公司是国内定制家居领先企业，随着公司加速渠道变革和下沉，积极开发局部改造、拎包入住等新渠道业务，以及全面推进国际化战略，公司未来成长可期。首次覆盖，给与公司“买入”评级。

表 5：公司盈利预测简表（2024/4/16）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,553	3,642	4,252	4,864
营业总成本	3,326	3,416	3,964	4,515
营业成本	2,507	2,572	2,988	3,411
营业税金及附加	29	29	34	39
销售费用	431	444	518	591
管理费用	167	175	202	226
财务费用	-8	-9	-13	-16
研发费用	200	204	234	263
公允价值变动净收益	3	3	3	3
资产减值损失	-3	0	0	0
营业利润	289	312	374	435
加：营业外收入	6	6	6	6
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	294	317	379	440
减：所得税	21	26	31	36
净利润	273	291	348	404

减：少数股东损益	-4	-3	-3	-5
归母公司所有者的净利润	277	294	352	410
摊薄每股收益(元)	1.80	1.91	2.28	2.66
PE（倍）	11	10	9	7

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

房地产行业调控的风险。由于定制家具行业与房地产行业具有较大的关联性，国家对房地产市场的调控将给定制家具行业发展带来一定的影响。定制家具行业是一个新兴细分行业，定制家具产品的消费包括新建商品住宅、存量住宅二次装修等。近年来，国家鼓励精装房，大宗业务将带来新的发展机遇，公司销售结构占比也有所调整。

市场竞争加剧风险。近年来，受益于房地产市场发展、消费升级等因素，定制家居渗透率逐年上升，定制家居行业市场规模维持稳定增长。基于定制家居市场的高增长潜力及良好的盈利性，部分与定制家具行业具有关联性的电器及家具建材类以及一批主打成品家具的知名企业向定制家居行业渗透。同时，随着定制家居龙头企业开始推出主打时尚、性价比的差异化产品，渠道下沉，抢夺市场份额，公司与定制龙头企业及原有地方性定制家居企业的市场竞争也进一步加剧。

原材料价格波动的风险。公司主要原材料包括板材、台板及五金配件等，如果未来公司主要原材料价格发生大幅上涨，将对公司原材料采购成本的控制造成一定压力，可能影响公司经营业绩和盈利能力。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn