

# 金牌厨柜（603180）

证券研究报告

2024年05月06日

## 推进零售、精装、海外渠道拓展

### 公司发布 2023 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 6.41 亿元，同增 11.5%；归母净利 0.36 亿元，同增 11.2%；扣非归母 0.14 亿元，同增 8.2%；

23Q4 收入 10.98 亿元，同增 3.2%；归母净利 1.26 亿元，同增 11.8%；扣非归母 1.24 亿元，同增 30.5%；

23A 收入 36.45 亿元，同增 2.6%；归母净利 2.92 亿元，同增 5.4%；扣非归母 2.34 亿元，同增 22.2%；

23 年收入增长主要系衣柜、木门品类销量增长所致；业绩增长系持续深化技术创新、成本领先战略，打造数字化研产销的核心数智力、成本力，提升公司智能柔性制造水平，降本增效措施成果日益显现；同时公司持续优化供应链，提升供应链管理效率，同时原材料采购成本有所下降所致。

2023 年公司拟派发现金分红 9173.82 万元（含税），分红率 31.41%。并拟于 2024 年进行中期分红，预计分红率不低于 30%。

分品类，整体厨柜收入 22.32 亿元，同减 5.6%，毛利率 29.2%，同减 0.02pct；整体衣柜收入 10.44 亿元，同增 8.7%，毛利率 29.7%，同增 0.5pct；木门收入 2.46 亿元，同增 65%，毛利率 7.2%，同增 0.03pct。

### 23 年毛利率 29.6%，同增 0.1pct；净利率 8.0%，同增 0.3pct

23 年期间总费率 22.8%，同增 0.6pct；其中，销售费率 12.0%，同减 0.1pct；管理费率 4.7%，同减 0.03pct；财务费率-0.1%，同增 0.1pct，主要系 23 年度发行可转换公司债券产生的利息费用；研发费率 6.2%，同增 0.6pct，主要系为拓展新品类以及提升产品竞争力，持续加大新品类研发投入。

### 持续推进零售渠道、精装渠道、海外渠道业务拓展，构建海内外双循环

**零售渠道方面：**公司创新性提出大零售 140 战略，即 1 指门店，门店是金牌品牌力的底色、是渠道力、体验力的载体，公司通过持续招商建店，店态迭代升级，增强门店经营活力，截至 2023 年末，公司金牌厨柜门店 1709 家（含在建店），金牌衣柜门店 1152 家（含在建），金牌木门店及专区 660 家（含在建）。4 指线上营销/家装/拎包/局改四大细分渠道，引导经销商打造多线战斗力，特别是近两年高速增长的家装渠道，公司通过不同的业务模式组合，不断深化家装渠道的战略合作。0 指整装，通过经销商反向赋能家装公司，培养定制+硬装服务力，满足客户整装一体化的需求。23 年公司家装、整装渠道业务收入实现翻倍增长。

**精装渠道方面：**一方面，公司继续以风险防控为前提，不断与优质地产签署战略合作，对已签战略深度挖掘、新签战略快速上量；同时公司依托品牌及其资源优势，逐步将木门、厨电等品类带入精装集采。目前精装木门品类已实现下单、招商双增长。23 年内公司精装渠道实现韧性正增长。

**海外渠道方面：**公司针对区域市场差异，确定了差异化的业务发展模式和生产交付保障逻辑，开启了国际化发展的新阶段。业务发展模式方面：北美市场持续推动 RTA 分销商的拓展，总对总合作加快工程项目签约落地；澳洲市场以工程分包模式持续实现市场的进一步突破；东南亚市场推进海外平台分公司，全面强化零售渠道、家装渠道和工程渠道布局。

交付保障逻辑方面：公司以泰国制造基地为核心，并以区域市场设立卫星工厂，实现大货由泰国基地供应，实现大货的规模效应，控制生产成本，小货通过属地化的卫星工厂保障，满足客户个性化需求和响应时效，提升属地化服务能力，更好地构筑了本土供应链和海外市场供产销的一体化循环。23 年内，海外渠道实现销售收入 2.74 亿元，同比增长 16.9%。

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.83 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	154.26
流通 A 股股本(百万股)	154.26
A 股总市值(百万元)	3,367.43
流通 A 股市值(百万元)	3,367.43
每股净资产(元)	17.77
资产负债率(%)	48.77
一年内最高/最低(元)	35.68/17.12

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《金牌厨柜-公司点评:多渠道+品类协同，盈利能力稳健》 2024-02-06
- 《金牌厨柜-季报点评:Q3 利润同增 25%，衣柜及木门增长明显》 2023-11-05
- 《金牌厨柜-半年报点评:多品类拓展，全渠道精进》 2023-09-01

### 紧跟业务及战略，持续夯实数字化基建

从获客引流、经销商门店运营、设计出图、物流配送和安装服务等客户服务核心价值链入手，通过鲲鹏云低代码开发底座平台，分别构建金店涨、管够、智能设计、干仓配和金功夫 5 个数字化工具，全栈赋能经销商，强化终端服务能力，优化经营管理和资源配置，让经销商更多的时间和精力投入到销售和客户服务过程中去，实现降本增效、提升整体竞争力。

**智能制造方面**，公司深化数智化先进制造业建设，以成都超级工厂为代表，通过 MES+SCADA+立库+连线滚筒，实现了真正的从原料到成品全连线、零售与工程多混合的高度柔性的大批量制造，推进成本领先战略落地。

### 更新盈利预测，维持“买入”评级

公司多品类布局涵盖厨柜、衣柜、木门、厨电、智能家居、卫浴阳台、软装家具家品等多个子品类，通过布局多品类战略，经销商逐步从原来的单品类独立经营向多品类集成发展，不断完善整体家居解决方案，为用户提供更便捷、更舒适的一站式整家定制体验。预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.51/4.11/4.28 亿元，EPS 分别为 2.28/2.67/2.77 元/股，对应 PE 分别为 10/8/8x。

**风险提示：**宏观环境和房地产市场波动风险；原材料价格上涨和人力成本上升风险；市场竞争加剧风险；经销商销售模式风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,553.35	3,645.48	4,191.36	4,791.14	5,237.20
增长率(%)	3.06	2.59	14.97	14.31	9.31
EBITDA(百万元)	559.52	597.62	570.53	649.81	694.89
归属母公司净利润(百万元)	277.03	292.03	351.47	411.32	427.51
增长率(%)	(18.03)	5.42	20.35	17.03	3.93
EPS(元/股)	1.80	1.89	2.28	2.67	2.77
市盈率(P/E)	12.16	11.53	9.58	8.19	7.88
市净率(P/B)	1.30	1.22	1.13	1.02	0.93
市销率(P/S)	0.95	0.92	0.80	0.70	0.64
EV/EBITDA	5.51	4.35	3.74	2.84	2.69

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	596.53	788.20	335.31	383.29	418.98
应收票据及应收账款	187.78	168.28	191.01	261.49	237.64
预付账款	46.39	47.31	67.69	72.07	76.38
存货	528.09	498.42	433.82	762.11	594.97
其他	889.85	1,463.94	1,424.34	1,476.44	1,459.74
<b>流动资产合计</b>	<b>2,248.64</b>	<b>2,966.14</b>	<b>2,452.18</b>	<b>2,955.40</b>	<b>2,787.71</b>
长期股权投资	49.67	53.15	53.15	53.15	53.15
固定资产	1,426.04	1,699.32	2,036.89	2,303.62	2,524.74
在建工程	343.38	408.77	408.77	408.77	408.77
无形资产	180.58	294.37	276.14	257.91	239.68
其他	612.80	546.18	528.38	532.35	527.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,612.47</b>	<b>3,001.79</b>	<b>3,303.34</b>	<b>3,555.81</b>	<b>3,753.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,863.69</b>	<b>5,972.60</b>	<b>5,755.51</b>	<b>6,511.20</b>	<b>6,541.10</b>
短期借款	673.23	682.30	1,008.22	786.60	850.62
应付票据及应付账款	834.13	835.73	939.62	1,239.47	1,141.14
其他	352.60	392.36	728.03	1,100.47	848.81
<b>流动负债合计</b>	<b>1,859.96</b>	<b>1,910.40</b>	<b>2,675.86</b>	<b>3,126.54</b>	<b>2,840.58</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	741.38	0.00	0.00	0.00
其他	74.51	103.10	80.02	84.37	85.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>74.51</b>	<b>844.48</b>	<b>80.02</b>	<b>84.37</b>	<b>85.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,261.44</b>	<b>3,195.45</b>	<b>2,755.88</b>	<b>3,210.92</b>	<b>2,926.08</b>
少数股东权益	8.38	8.98	6.67	3.57	0.03
股本	154.26	154.26	154.26	154.26	154.26
资本公积	1,074.15	1,068.46	1,068.46	1,068.46	1,068.46
留存收益	1,270.40	1,451.48	1,697.27	1,986.66	2,307.51
其他	95.07	93.98	72.98	87.34	84.77
<b>股东权益合计</b>	<b>2,602.26</b>	<b>2,777.16</b>	<b>2,999.63</b>	<b>3,300.29</b>	<b>3,615.02</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,863.69</b>	<b>5,972.60</b>	<b>5,755.51</b>	<b>6,511.20</b>	<b>6,541.10</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	272.58	289.74	351.47	411.32	427.51
折旧摊销	125.04	143.23	166.65	188.50	209.10
财务费用	2.98	4.16	9.26	16.91	25.91
投资损失	(29.17)	(18.47)	(21.82)	(21.50)	(22.27)
营运资金变动	(335.98)	326.96	75.92	227.43	(130.17)
其它	211.60	(101.27)	6.69	5.59	5.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>247.05</b>	<b>644.35</b>	<b>588.16</b>	<b>828.27</b>	<b>515.36</b>
资本支出	577.26	556.26	509.08	432.64	410.87
长期投资	46.49	3.48	0.00	0.00	0.00
其他	(1,189.46)	(1,656.95)	(983.18)	(868.15)	(820.60)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(565.71)</b>	<b>(1,097.21)</b>	<b>(474.10)</b>	<b>(435.50)</b>	<b>(409.73)</b>
债权融资	347.13	753.80	(441.27)	(238.52)	38.11
股权融资	(41.26)	(6.79)	(125.68)	(106.26)	(108.06)
其他	(153.66)	(103.08)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>152.21</b>	<b>643.94</b>	<b>(566.95)</b>	<b>(344.79)</b>	<b>(69.95)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(166.45)</b>	<b>191.08</b>	<b>(452.89)</b>	<b>47.98</b>	<b>35.68</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,553.35</b>	<b>3,645.48</b>	<b>4,191.36</b>	<b>4,791.14</b>	<b>5,237.20</b>
营业成本	2,506.54	2,567.07	2,894.13	3,317.34	3,664.99
营业税金及附加	28.80	30.22	30.10	33.06	39.90
销售费用	431.33	438.53	502.96	560.56	582.90
管理费用	166.97	170.35	184.42	210.81	235.67
研发费用	199.97	226.01	209.57	239.56	261.86
财务费用	(7.75)	(3.33)	9.26	16.91	25.91
资产/信用减值损失	(23.92)	(11.62)	(10.98)	(10.32)	(8.29)
公允价值变动收益	2.90	8.91	10.00	10.00	10.00
投资净收益	27.31	18.47	21.82	21.50	22.27
其他	(68.28)	(94.42)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>289.48</b>	<b>295.28</b>	<b>381.76</b>	<b>434.08</b>	<b>449.94</b>
营业外收入	5.55	7.59	6.75	6.00	6.47
营业外支出	1.52	1.61	1.67	0.20	1.25
<b>利润总额</b>	<b>293.52</b>	<b>301.26</b>	<b>386.84</b>	<b>439.88</b>	<b>455.17</b>
所得税	20.94	11.52	38.68	32.96	32.37
<b>净利润</b>	<b>272.58</b>	<b>289.74</b>	<b>348.16</b>	<b>406.92</b>	<b>422.80</b>
少数股东损益	(4.45)	(2.30)	(3.31)	(4.41)	(4.71)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>277.03</b>	<b>292.03</b>	<b>351.47</b>	<b>411.32</b>	<b>427.51</b>
每股收益(元)	1.80	1.89	2.28	2.67	2.77

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.06%	2.59%	14.97%	14.31%	9.31%
营业利润	-19.84%	2.00%	29.29%	13.70%	3.66%
归属于母公司净利润	-18.03%	5.42%	20.35%	17.03%	3.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.46%	29.58%	30.95%	30.76%	30.02%
净利率	7.80%	8.01%	8.39%	8.59%	8.16%
ROE	10.68%	10.55%	11.74%	12.48%	11.83%
ROIC	47.72%	22.44%	23.47%	23.70%	24.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.50%	53.50%	47.88%	49.31%	44.73%
净负债率	3.58%	23.48%	22.43%	12.22%	11.94%
流动比率	1.03	1.26	0.92	0.95	0.98
速动比率	0.79	1.05	0.75	0.70	0.77
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.34	20.48	23.33	21.18	20.99
存货周转率	7.11	7.10	8.99	8.01	7.72
总资产周转率	0.76	0.67	0.71	0.78	0.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.80	1.89	2.28	2.67	2.77
每股经营现金流	1.60	4.18	3.81	5.37	3.34
每股净资产	16.82	17.95	19.40	21.37	23.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.16	11.53	9.58	8.19	7.88
市净率	1.30	1.22	1.13	1.02	0.93
EV/EBITDA	5.51	4.35	3.74	2.84	2.69
EV/EBIT	6.81	5.55	5.29	4.01	3.85

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com