

# 金牌家居 (603180)

证券研究报告

2024年09月03日

## 零售承压，大宗稳健，海外高增

### 公司发布 24 年中报

24H1 公司收入 15.2 亿元，同比+0.9%，归母净利润 0.69 亿元，同比-9.1%，扣非归母净利润 0.39 亿元，同比-9.4%；

24Q2 公司收入 8.8 亿元，同比-5.6%，归母净利润 0.33 亿元，同比-24.4%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比-17.0%。

24 年上半年房地产投资低位运行，新建住宅销售面积和销售额同比下降 20% 以上，二手房市场在“以价换量”带动下，成交保持一定规模，但下行压力仍较大，我们认为对公司收入及利润增长带来影响。

### 多品类融合，推进极致产品研发

分品类，24H1 整体厨柜收入 9.5 亿，同比+0.1%，毛利率 25.3%，同比-3.6pct；整体衣柜 4.2 亿，同比-0.7%，毛利率 28.0%，同比+0.2pct；木门 0.92 亿，同比+3.0%，毛利率 3.9%，同比-0.04pct；其他收入 0.18 亿，同比+75.7%，毛利率 25.3%，同比+6.2pct。

公司从用户需求出发加大产品研发力度，不断探索并引入多样化的基础材料体系，从经典稳定的刨花板、中纤板，到 2023 年环保创新的蓝竹板，再到 2024 年高端定制的实木芯板与多层板柜体，持续丰富产品线。2024 年公司发布大单品-豪车烤漆产品，将进一步夯实公司烤漆产品的差异化与优势，全方位提升市场竞争力与用户体验。

### 零售承压，大宗稳健，海外高增

分渠道，24H1 直营店收入 0.1 亿，同比-72.4%，毛利率 49.2%，同比-11.9pct；经销店收入 6.8 亿，同比-12.3%，毛利率 31.3%，同比-3.0pct；大宗收入 6.0 亿，同比+15.1%，毛利率 15.8%，同比+2.2pct；境外收入 1.7 亿，同比+33.8%，毛利率 28.5%，同比+0.3pct。

1) 经销：公司进一步深化大零售 140 战略（即 1 指门店，4 指线上营销/家装/拎包入住/局改，0 指整装），按照渠道招商以推动一城多商多渠道布局，深化碎片化流量和多渠道流量的深度获取能力，2024 上半年家装业务同比增长 45% 左右；分门店来看，截至 24H1 末金牌厨柜/金牌衣柜/金牌木门/整装馆/阳台卫浴/玛尼欧有门店数 1664/1141/667/178/96/163 家，较年初 -45/-11/+7/+27/+7/+15。

2) 大宗：面对当下的房地产市场，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；同时公司持续依托品牌及其资源优势，将木门、厨电等品类带入精装集采。

3) 海外：公司针对不同区域市场差异，确定了差异化的业务发展模式和生产交付保障逻辑，计划在泰国投建制造基地，实现大货由泰国基地供应，控制生产成本，小货通过属地化卫星工厂保障，提升属地化服务能力。

### 毛利率受收入结构变化影响

24Q2 毛利率 25.7%，同比-2.0pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.6%/5.8%/6.3%/0.01%，同比-2.0pct/+1.0pct/+0.6pct/+0.2pct，归母净利率为 3.76%，同比-0.9pct。其中毛利率下降主要系收入结构变化所致，财务费用增加主要是可转债募投项目逐渐完工转固导致费用化利息支出增加所致。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 24 年中报，考虑当前内需仍弱且房地产数据仍低迷，我们调整盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 2.9/3.2/3.6 亿元（前值为

### 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	16.24 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)	2,505.13
流通 A 股市值(百万元)	2,505.13
每股净资产(元)	17.31
资产负债率(%)	52.92
一年内最高/最低(元)	32.39/15.90

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《金牌厨柜-年报点评报告:推进零售、精装、海外渠道拓展》 2024-05-06
- 《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

3.51/4.11/4.28 亿元), 对应 PE 分别为 9/8/7X。

**风险提示:** 房地产销售情况持续低迷, 内需持续疲软, 行业竞争加剧, 大家居推进不及预期等

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	3,802.24	4,124.67	4,551.99
增长率(%)	3.06	2.59	4.30	8.48	10.36
EBITDA(百万元)	559.52	597.62	462.89	502.25	555.50
归属母公司净利润(百万元)	277.03	292.03	291.19	317.72	358.04
增长率(%)	(18.03)	5.42	(0.29)	9.11	12.69
EPS(元/股)	1.80	1.89	1.89	2.06	2.32
市盈率(P/E)	9.04	8.58	8.60	7.88	7.00
市净率(P/B)	0.97	0.90	0.85	0.79	0.73
市销率(P/S)	0.71	0.69	0.66	0.61	0.55
EV/EBITDA	5.51	4.35	2.05	1.54	0.55

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	596.53	788.20	759.06	941.40	1,441.05	营业收入	3,553.35	3,645.48	3,802.24	4,124.67	4,551.99
应收票据及应收账款	187.78	168.28	157.65	180.80	190.95	营业成本	2,506.54	2,567.07	2,680.58	2,902.53	3,200.05
预付账款	46.39	47.31	59.21	63.08	66.54	营业税金及附加	28.80	30.22	27.30	28.46	29.59
存货	528.09	498.42	469.56	622.11	574.35	销售费用	431.33	438.53	437.26	470.21	514.37
其他	889.85	1,463.94	1,414.17	1,435.77	1,378.51	管理费用	166.97	170.35	163.50	173.24	186.63
<b>流动资产合计</b>	<b>2,248.64</b>	<b>2,966.14</b>	<b>2,859.65</b>	<b>3,243.16</b>	<b>3,651.39</b>	研发费用	199.97	226.01	197.72	210.36	227.60
长期股权投资	49.67	53.15	55.25	57.25	59.15	财务费用	(7.75)	(3.33)	4.64	7.66	13.77
固定资产	1,426.04	1,699.32	1,703.44	1,715.07	1,724.89	资产/信用减值损失	(23.92)	(11.62)	(10.56)	(12.10)	(8.63)
在建工程	343.38	408.77	463.77	489.77	505.77	公允价值变动收益	2.90	8.91	(7.13)	(20.00)	(30.00)
无形资产	180.58	294.37	309.39	303.66	294.33	投资净收益	27.31	18.47	21.82	21.50	22.27
其他	612.80	546.18	532.06	539.63	537.12	其他	(68.28)	(94.42)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,612.47</b>	<b>3,001.79</b>	<b>3,063.92</b>	<b>3,105.39</b>	<b>3,121.27</b>	<b>营业利润</b>	<b>289.48</b>	<b>295.28</b>	<b>295.39</b>	<b>321.61</b>	<b>363.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,863.69</b>	<b>5,972.60</b>	<b>5,923.57</b>	<b>6,348.54</b>	<b>6,772.66</b>	营业外收入	5.55	7.59	6.75	6.00	6.47
短期借款	673.23	682.30	350.00	350.00	350.00	营业外支出	1.52	1.61	1.67	0.20	1.25
应付票据及应付账款	834.13	835.73	906.64	963.88	1,080.60	<b>利润总额</b>	<b>293.52</b>	<b>301.26</b>	<b>300.47</b>	<b>327.41</b>	<b>368.84</b>
其他	352.60	392.36	854.48	985.84	1,046.95	所得税	20.94	11.52	12.02	13.10	14.75
<b>流动负债合计</b>	<b>1,859.96</b>	<b>1,910.40</b>	<b>2,111.12</b>	<b>2,299.71</b>	<b>2,477.55</b>	<b>净利润</b>	<b>272.58</b>	<b>289.74</b>	<b>288.45</b>	<b>314.32</b>	<b>354.09</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(4.45)	(2.30)	(2.74)	(3.40)	(3.95)
应付债券	0.00	741.38	741.38	741.38	741.38	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>277.03</b>	<b>292.03</b>	<b>291.19</b>	<b>317.72</b>	<b>358.04</b>
其他	74.51	103.10	113.00	115.00	116.00	每股收益(元)	1.80	1.89	1.89	2.06	2.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>74.51</b>	<b>844.48</b>	<b>854.38</b>	<b>856.38</b>	<b>857.38</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,261.44</b>	<b>3,195.45</b>	<b>2,965.50</b>	<b>3,156.09</b>	<b>3,334.92</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	8.38	8.98	7.06	4.68	1.92	<b>成长能力</b>					
股本	154.26	154.26	154.26	154.26	154.26	营业收入	3.06%	2.59%	4.30%	8.48%	10.36%
资本公积	1,074.15	1,068.46	1,068.46	1,068.46	1,068.46	营业利润	-19.84%	2.00%	0.04%	8.88%	13.06%
留存收益	1,270.40	1,451.48	1,655.31	1,877.72	2,128.34	归属于母公司净利润	-18.03%	5.42%	-0.29%	9.11%	12.69%
其他	95.07	93.98	72.98	87.34	84.77	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,602.26</b>	<b>2,777.16</b>	<b>2,958.07</b>	<b>3,192.45</b>	<b>3,437.74</b>	毛利率	29.46%	29.58%	29.50%	29.63%	29.70%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,863.69</b>	<b>5,972.60</b>	<b>5,923.57</b>	<b>6,348.54</b>	<b>6,772.66</b>	净利率	7.80%	8.01%	7.66%	7.70%	7.87%
						ROE	10.68%	10.55%	9.87%	9.97%	10.42%
						ROIC	47.72%	22.44%	19.21%	22.66%	24.85%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	46.50%	53.50%	50.06%	49.71%	49.24%
净利润	272.58	289.74	291.19	317.72	358.04	净负债率	3.58%	23.48%	11.79%	5.22%	-9.69%
折旧摊销	125.04	143.23	150.85	159.10	167.50	流动比率	1.03	1.26	1.35	1.41	1.47
财务费用	2.98	4.16	4.64	7.66	13.77	速动比率	0.79	1.05	1.13	1.14	1.24
投资损失	(29.17)	(18.47)	(21.82)	(21.50)	(22.27)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(335.98)	326.96	196.67	(35.36)	245.97	应收账款周转率	19.34	20.48	23.33	24.37	24.49
其它	211.60	(101.27)	(9.87)	(23.40)	(33.95)	存货周转率	7.11	7.10	7.86	7.56	7.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>247.05</b>	<b>644.35</b>	<b>611.66</b>	<b>404.21</b>	<b>729.06</b>	总资产周转率	0.76	0.67	0.64	0.67	0.69
资本支出	577.26	556.26	215.10	189.00	183.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	46.49	3.48	2.10	2.00	1.90	每股收益	1.80	1.89	1.89	2.06	2.32
其他	(1,189.46)	(1,656.95)	(413.51)	(325.30)	(291.73)	每股经营现金流	1.60	4.18	3.97	2.62	4.73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(565.71)</b>	<b>(1,097.21)</b>	<b>(196.31)</b>	<b>(134.30)</b>	<b>(106.83)</b>	每股净资产	16.82	17.95	19.13	20.67	22.27
债权融资	347.13	753.80	(336.95)	(7.65)	(13.77)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(41.26)	(98.52)	(107.54)	(79.93)	(108.80)	市盈率	9.04	8.58	8.60	7.88	7.00
其他	(153.66)	(11.34)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.97	0.90	0.85	0.79	0.73
<b>筹资活动现金流</b>	<b>152.21</b>	<b>643.94</b>	<b>(444.49)</b>	<b>(87.58)</b>	<b>(122.58)</b>	EV/EBITDA	5.51	4.35	2.05	1.54	0.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	6.81	5.55	3.04	2.26	0.78
<b>现金净增加额</b>	<b>(166.45)</b>	<b>191.08</b>	<b>(29.14)</b>	<b>182.34</b>	<b>499.65</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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