

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

金牌家居(603180)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

龚轶之 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030005

邮箱: gongyizhi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

金牌家居：渠道全面优化，探索增长机会

2025 年 05 月 01 日

事件：公司发布 2024 年及 2025 年一季报。公司 2024 实现营业收入 34.75 亿元（同比-4.7%），归母净利润 1.99 亿元（同比-31.8%），扣非归母净利润 1.41 亿元（同比-39.8%）；25Q1 实现营业收入 5.87 亿元（同比-8.4%），归母净利润 0.35 亿元（同比-4.2%），扣非归母净利润 0.14 亿元（同比+0.8%）。面对存量时代行业变局，公司落地“四驾马车”业务发展战略，积极寻求破局。

全面推进渠道优化，“四驾马车”齐头并进：面对行业竞争加剧、流量碎片化、渠道形式多元化的趋势，公司梳理核心业务形成“四驾马车”（零售/家装/精装/海外）发展战略，寻找增长机遇。1）零售：2024 年经销店渠道实现收入 17.56 亿元，同比-6.62%；毛利率 36.31%，同比+0.90pct。2024 年公司全面推进新零售“140”战略，实现一城多商多渠道布局，并赋能引导经销商打造家装、拎包入住、局改、线上营销多维度获客引流能力，满足年轻群体、楼盘渠道和存量房等多类型客户需求。公司亦全面布局线上流量矩阵，打造线上接单门店落地的销售闭环，帮助经销商获取订单。2）家装：2024 年公司发力家装渠道，实现业绩同比增长约 40%，打造零售家装、整装、家装直供三位一体的业务矩阵。公司还不断提升头/腰部装企覆盖率，构建 V8 服务体系深度赋能品牌装企增强合作粘性。3）精装：2024 年实现收入 12.42 亿元，同比-2.64%，整体保持稳健；毛利率 14.00%，同比-1.41pct。公司主要聚焦优质地产客户，并积极布局保障安居、城投城建等新渠道。4）海外：2024 年实现收入 3.35 亿元，同比+22.34%；毛利率 27.35%，同比+2.70pct。公司加速国际化发展，以泰国基地为核心设立卫星工程保障供应、增强属地化服务能力。

门墙柜一体化发展，满足消费者一站式需求。2024 年公司厨柜/衣柜/木门实现营业收入 20.25/10.59/2.50 亿元，分别同比-9.30%/+1.41%/+1.82%；毛利率为 26.60%/33.04%/7.65%，分别同比-2.62pct/+3.34pct/+0.43pct。公司积极推动门墙柜整家一体化发展，通过丰富产品体系、多元风格搭配满足消费者一站式家居消费需求。

25Q1 利润率边际企稳。2024 年公司毛利率 28.68%（同比-0.91pct），归母净利率为 5.74%（同比-2.28pct）。费用率方面，2024 年期间费用率为 24.03%（同比+1.22pct），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.97%/5.67%/6.12%（同比-0.06pct/+1.00pct/-0.08pct）。2025Q1 公司毛利率 29.96%（同比+1.95pct），归母净利率 5.94%（同比+0.26pct），利润率水平有所回升。

25Q1 现金流略有压力，维持分红派息比例。营运能力方面，截至 2025 年一季度公司存货周转天数 111.28 天（同比+10.47 天）、应收账款周转天数 38.56 天（同比+14.22 天）、应付账款周转天数 124.07 天（同比+6.00 天）。经营性净现金流方面，2024 年为 3.82 亿元（同比-2.62 亿元），2025Q1 为 -4.16 亿元（同比+0.15 亿元）。2024 年现金分红金额 0.60 亿元，派息率约

30.02%，2024 年 12 月也已派发 0.36 亿元中期利润分配计划的现金分红。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.4/2.6/2.8 亿元，对应 PE 为 11.7X/10.6X/9.8X。

风险因素：房地产市场低迷、市场竞争加剧、经销商管理风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,645	3,475	3,737	4,000	4,286
增长率 YoY %	2.6%	-4.7%	7.5%	7.1%	7.1%
归属母公司净利润 (百万元)	292	199	237	261	284
增长率 YoY%	5.4%	-31.8%	18.9%	9.9%	9.1%
毛利率%	29.5%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
净资产收益率ROE%	10.5%	7.1%	8.0%	8.3%	8.6%
EPS(摊薄)(元)	1.89	1.29	1.54	1.69	1.84
市盈率 P/E(倍)	9.49	13.91	11.70	10.64	9.75
市净率 P/B(倍)	1.00	0.99	0.94	0.88	0.84

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,971	2,995	3,263	3,431	3,636
货币资金	788	909	1,105	1,186	1,271
应收票据	17	12	15	16	17
应收账款	151	245	250	258	267
预付账款	47	47	50	54	58
存货	498	475	505	530	565
其他	1,469	1,307	1,338	1,387	1,457
非流动资产	3,002	3,377	3,346	3,460	3,609
长期股权投资	53	70	70	70	70
固定资产(合计)	1,699	2,103	2,032	2,086	2,163
无形资产	294	293	297	310	330
其他	955	911	947	994	1,046
资产总计	5,973	6,372	6,609	6,891	7,245
流动负债	2,351	2,625	2,702	2,819	2,993
短期借款	682	789	809	834	864
应付票据	142	86	88	95	101
应付账款	693	654	692	733	777
其他	833	1,096	1,112	1,158	1,251
非流动负债	844	928	940	940	941
长期借款	0	0	0	0	0
其他	844	928	940	940	941
负债合计	3,195	3,553	3,642	3,760	3,934
少数股东权益	9	8	3	-2	-8
归属母公司股东权益	2,768	2,811	2,964	3,134	3,318
负债和股东权益	5,973	6,372	6,609	6,891	7,245

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,645	3,475	3,737	4,000	4,286
同比(%)	2.6%	-4.7%	7.5%	7.1%	7.1%
归属母公司净利润	292	199	237	261	284
同比(%)	5.4%	-31.8%	18.9%	9.9%	9.1%
毛利率(%)	29.5%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
ROE%	10.5%	7.1%	8.0%	8.3%	8.6%
EPS(摊薄)(元)	1.89	1.29	1.54	1.69	1.84
P/E	9.49	13.91	11.70	10.64	9.75
P/B	1.00	0.99	0.94	0.88	0.84
EV/EBITDA	10.64	11.26	7.38	6.55	5.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,645	3,475	3,737	4,000	4,286
营业成本	2,569	2,478	2,652	2,839	3,041
营业税金及附加	30	38	34	36	39
销售费用	436	416	430	456	484
管理费用	170	197	202	216	231
研发费用	226	213	228	244	261
财务费用	-3	9	14	12	12
减值损失合计	-2	-3	-3	-3	-3
投资净收益	18	21	22	24	26
其他	62	58	41	44	47
营业利润	295	199	238	262	287
营业外收支	6	4	5	5	5
利润总额	301	203	243	267	292
所得税	12	10	11	12	13
净利润	290	193	232	255	279
少数股东损益	-2	-7	-5	-5	-6
归属母公司净利润	292	199	237	261	284
EBITDA	428	349	446	493	549
EPS(当年)(元)	1.89	1.30	1.54	1.69	1.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	644	382	430	515	597
净利润	290	193	232	255	279
折旧摊销	163	181	188	214	245
财务费用	4	13	28	29	30
投资损失	-18	-21	-22	-24	-26
营运资金变	209	23	-4	27	54
其它	-3	-6	8	14	15
投资活动现金流	-1,097	-240	-159	-339	-413
资本支出	-564	-501	-132	-298	-364
长期投资	-538	257	-45	-55	-65
其他	5	4	18	14	16
筹资活动现金流	644	-21	-75	-94	-99
吸收投资	4	5	0	0	0
借款	9	107	20	25	30
支付利息或股息	-112	-131	-111	-120	-129
现金流净增加额	192	121	196	81	85

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。