

金牌家居（603180）

新零售战略成效显著

公司发布 2024 年报及 2025 一季报

25Q1 公司实现收入 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%;

24 年公司实现收入 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%;

24 年公司销售毛利率为 28.68%,同比-0.90pct,归母净利率 5.74%,同比-2.28pct。

24 年利润承压主要系 1) 受地产行业阶段性承压、营业收入较上年同期有所减少,且收入结构变化导致综合毛利率略有下降;2) 公司 2023 年发行可转换公司债券产生的费用化利息增加;3) 公司推行的新零售及海外战略尚处投入期,前期费用、员工薪酬福利等刚性成本支出较多。

多品类布局完善,衣柜增长韧性显现

分产品,24 年整体橱柜收入 20.25 亿元,同比-9.3%,毛利率 26.60%,同比-2.62pct;整体衣柜收入 10.59 亿元,同比+1.4%,毛利率 33.04%,同比+3.34pct;木门收入 2.50 亿元,同比+1.8%,毛利率 7.65%,同比+0.43pct;其他产品收入 0.48 亿元,同比+98.6%,毛利率 22.05%,同比-0.51pct。

25 年 Q1 整体橱柜收入 3.22 亿元,同比-17.2%,毛利率 28.90%,同比+2.88pct,整体衣柜收入 2.06 亿元,同比+8.3%,毛利率 31.21%,同比+3.01pct,木门收入 0.36 亿元,同比+43.9%,毛利率 8.07%,同比+0.78pct,其他产品收入 0.08 亿元,同比-44.5%,毛利率 22.27%,同比+5.23pct。

深耕新零售 140 战略,国际化发展提速

分渠道,24 年经销收入 17.56 亿元,同比-6.6%,毛利率 36.31%,同比+0.90pct;大宗业务收入 12.42 亿元,同比-2.6%,毛利率 14.00%,同比-1.41pct;境外收入 3.35 亿元,同比+22.3%,毛利率 27.35%,同比+2.70pct;其他收入 0.37 亿元,同比+98.6%,毛利率 26.08%,同比-6.60pct;

25Q1 经销收入 3.06 亿元,同比+7.2%,毛利率 37.33%,同比+1.48pct;大宗业务收入 1.87 亿元,同比-20.2%,毛利率 12.93%,同比+1.40pct;境外收入 0.74 亿元,同比-9.5%,毛利率 30.44%,同比+0.54pct;其他收入 0.06 亿元,同比-52.7%,毛利率 21.19%,同比-0.74pct。

经销方面,截至 25Q1 末橱柜/衣柜/木门/整装馆/阳台卫浴/玛尼欧门店数分别为 1586/1102/731/225/124/136/3904 家,较 24 年末-10/+7/+10/+8/+14/-11/+18 家。公司全面推进新零售 1.0 (140 战略)落地,以城市为载体,引导经销商打造“家装、拎包入住、局改、线上营销”等多线战斗力,并按照渠道招商,推动一城多商多渠道布局,赋能多渠道商营销与运营能力的提升。同时构建 V8 服务系统,深度赋能品牌装企,进一步提升与装企合作粘性,24 年家装渠道业绩同比实现约 40%增长。

出海方面,公司升级现有出海模式,将国内成功验证的业务模式、营销体系、生产交付模式和管理实践推向国际市场。在生产交付保障逻辑方面,以泰国制造基地为核心,并在区域市场设立卫星工厂,通过泰国生产基地积聚规模效应,发挥成本优势,属地卫星工厂保障及时性需求,跑通“生产基地+卫星工厂”的跨国供应交付齐套模式,增强属地化服务能力,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体系。

调整盈利预测,维持“买入”评级

基于公司 24 年业绩表现,考虑当前经营环境,我们调整盈利预测,预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.3/2.5/2.7 亿元(25-26 年前值为 2.4/2.5

证券研究报告
2025 年 05 月 08 日

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	18.6 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)	2,869.18
流通 A 股市值(百万元)	2,869.18
每股净资产(元)	18.18
资产负债率(%)	52.76
一年内最高/最低(元)	26.37/15.34

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

- 1 《金牌家居-公司点评:以旧换新补贴政策陆续落地》 2024-12-02
- 2 《金牌家居-半年报点评:零售承压,大宗稳健,海外高增》 2024-09-03
- 3 《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

亿元)，对应 PE 分别为 13X/11X/10X。

风险提示：宏观经济影响需求；原材料价格波动风险；渠道拓展不及预期等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,645.48	3,474.72	3,655.41	3,965.38	4,331.79
增长率(%)	2.59	(4.68)	5.20	8.48	9.24
EBITDA(百万元)	597.62	531.84	410.40	432.70	463.57
归属母公司净利润(百万元)	292.03	199.29	228.84	251.46	274.69
增长率(%)	5.42	(31.76)	14.83	9.88	9.24
EPS(元/股)	1.89	1.29	1.48	1.63	1.78
市盈率(P/E)	9.82	14.40	12.54	11.41	10.45
市净率(P/B)	1.04	1.02	0.95	0.90	0.85
市销率(P/S)	0.79	0.83	0.78	0.72	0.66
EV/EBITDA	4.35	4.02	4.05	2.94	2.50

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	788.20	909.23	1,032.41	1,381.10	1,489.95
应收票据及应收账款	168.28	256.38	86.64	238.74	115.02
预付账款	47.31	47.16	46.71	61.36	52.51
存货	498.42	475.46	462.40	590.54	549.66
其他	1,463.94	1,299.55	1,215.99	1,234.82	1,211.62
流动资产合计	2,966.14	2,987.78	2,844.16	3,506.57	3,418.76
长期股权投资	53.15	69.79	71.89	73.89	75.79
固定资产	1,699.32	2,103.46	2,089.46	2,082.95	2,074.64
在建工程	408.77	229.07	284.07	310.07	326.07
无形资产	294.37	293.05	308.76	303.72	295.08
其他	546.18	681.52	603.49	604.19	582.38
非流动资产合计	3,001.79	3,376.90	3,357.68	3,374.83	3,353.97
资产总计	5,972.60	6,371.71	6,201.83	6,881.40	6,772.73
短期借款	682.30	788.90	775.00	732.00	685.00
应付票据及应付账款	835.73	739.78	948.38	855.78	1,092.56
其他	392.36	444.99	572.82	1,221.05	743.08
流动负债合计	1,910.40	1,973.67	2,296.20	2,808.83	2,520.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	741.38	770.48	770.48	770.48	770.48
其他	103.10	157.78	113.00	115.00	116.00
非流动负债合计	844.48	928.26	883.48	885.48	886.48
负债合计	3,195.45	3,552.87	3,179.68	3,694.31	3,407.12
少数股东权益	8.98	7.68	4.99	1.72	(1.98)
股本	154.26	154.26	154.26	154.26	154.26
资本公积	1,068.46	1,067.78	1,067.78	1,067.78	1,067.78
留存收益	1,451.48	1,563.33	1,723.51	1,899.53	2,091.81
其他	93.98	25.80	71.62	63.80	53.74
股东权益合计	2,777.16	2,818.84	3,022.15	3,187.08	3,365.61
负债和股东权益总计	5,972.60	6,371.71	6,201.83	6,881.40	6,772.73

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	289.74	192.65	228.84	251.46	274.69
折旧摊销	143.23	163.73	168.30	176.55	184.95
财务费用	4.16	12.83	(7.83)	(14.43)	(18.11)
投资损失	(18.47)	(21.13)	(21.32)	(22.06)	(20.74)
营运资金变动	326.96	(22.62)	36.43	238.62	(45.83)
其它	(101.27)	56.46	31.96	(10.67)	(33.28)
经营活动现金流	644.35	381.93	436.37	619.47	341.67
资本支出	556.26	331.32	269.78	189.00	183.00
长期投资	3.48	16.64	2.10	2.00	1.90
其他	(1,656.95)	(588.26)	(557.97)	(351.02)	(298.12)
投资活动现金流	(1,097.21)	(240.30)	(286.10)	(160.02)	(113.22)
债权融资	753.80	125.05	(5.41)	(28.90)	(28.72)
股权融资	(98.52)	(104.87)	(21.68)	(81.85)	(90.88)
其他	(11.34)	(40.77)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	643.94	(20.59)	(27.10)	(110.75)	(119.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	191.08	121.04	123.18	348.69	108.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,645.48	3,474.72	3,655.41	3,965.38	4,331.79
营业成本	2,567.07	2,478.33	2,597.17	2,799.56	3,049.58
营业税金及附加	30.22	37.50	30.31	27.36	28.16
销售费用	438.53	415.97	427.68	456.02	493.82
管理费用	170.35	197.06	197.39	210.17	225.25
研发费用	226.01	212.66	219.32	233.96	251.24
财务费用	(3.33)	9.34	(7.83)	(14.43)	(18.11)
资产/信用减值损失	(11.62)	(18.41)	(16.78)	(15.11)	(16.74)
公允价值变动收益	8.91	15.40	35.80	(6.00)	(28.00)
投资净收益	18.47	21.13	21.32	22.06	20.74
其他	(94.42)	(93.54)	0.00	0.00	0.00
营业利润	295.28	199.29	231.71	253.70	277.85
营业外收入	7.59	6.03	7.07	6.00	6.67
营业外支出	1.61	2.34	1.94	0.20	1.52
利润总额	301.26	202.98	236.84	259.50	283.00
所得税	11.52	10.33	11.84	12.72	13.58
净利润	289.74	192.65	225.00	246.78	269.41
少数股东损益	(2.30)	(6.64)	(3.84)	(4.67)	(5.28)
归属于母公司净利润	292.03	199.29	228.84	251.46	274.69
每股收益（元）	1.89	1.29	1.48	1.63	1.78

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.59%	-4.68%	5.20%	8.48%	9.24%
营业利润	2.00%	-32.51%	16.27%	9.49%	9.52%
归属于母公司净利润	5.42%	-31.76%	14.83%	9.88%	9.24%
获利能力					
毛利率	29.58%	28.68%	28.95%	29.40%	29.60%
净利率	8.01%	5.74%	6.26%	6.34%	6.34%
ROE	10.55%	7.09%	7.58%	7.89%	8.16%
ROIC	22.44%	13.21%	12.45%	12.57%	15.56%
偿债能力					
资产负债率	53.50%	55.76%	51.27%	53.69%	50.31%
净负债率	23.48%	23.60%	17.50%	4.30%	-0.56%
流动比率	1.26	1.14	1.24	1.25	1.36
速动比率	1.05	0.96	1.04	1.04	1.14
营运能力					
应收账款周转率	20.48	16.36	21.31	24.37	24.49
存货周转率	7.10	7.14	7.80	7.53	7.60
总资产周转率	0.67	0.56	0.58	0.61	0.63
每股指标（元）					
每股收益	1.89	1.29	1.48	1.63	1.78
每股经营现金流	4.18	2.48	2.83	4.02	2.21
每股净资产	17.95	18.22	19.56	20.65	21.83
估值比率					
市盈率	9.82	14.40	12.54	11.41	10.45
市净率	1.04	1.02	0.95	0.90	0.85
EV/EBITDA	4.35	4.02	4.05	2.94	2.50
EV/EBIT	5.55	5.54	6.87	4.97	4.16

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