

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

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：渠道转型效果显著，新零售、家装渠道快速增长

2025年08月29日

事件：公司发布 2025 半年报。2025H1 公司实现营业收入 14.69 亿元（同比-3.4%），归母净利润 0.64 亿元（同比-8.4%），扣非归母净利润 0.34 亿元（同比-13.0%）；2025Q2 实现营业收入 8.82 亿元（同比+0.3%），归母净利润 0.29 亿元（同比-13.0%），扣非归母净利润 0.20 亿元（同比-20.7%）。

点评：

“四驾马车”齐头并进，新零售及家装表现突出：面对行业竞争加剧、流量碎片化、渠道形式多元化的趋势，公司不断强化零售、家装、精装、海外四大业务作为战略增长矩阵，推进业务融合发展：①零售：2025H1 零售业务实现收入 8.20 亿元，同比+20.27%；毛利率 31.89%，同比+0.60pct。新零售战略布局初见成效，收入规模逆势增长。零售窗口店、零售家装选材店、共享大店以及社区店四级店态布局已经初步成型，2025H1 门店数分别达到 1356 家、1139 家、4 家、28 家，捕捉多元化流量。②家装：家装渠道（含零售家装、金牌整家定制及家装直供）2025H1 收入 2.92 亿元，实现约 30% 的超预期增长。公司深化“家装第一合作伙伴”定位，携手头部&腰部装企构建多层次客户矩阵，2025H1 家装渠道门店布局已达 1458 家。③精装：2025H1 实现收入 4.39 亿元，同比-26.94%，整体保持稳健；毛利率 13.87%，同比-1.89pct。公司一方面深耕优质客户、拓展新渠道业务，另一方面进一步加码极致供应链工厂提升成本优势。④海外：2025H1 实现收入 1.51 亿元，同比-8.96%；毛利率 29.48%，同比+0.99pct。跨国交付体系筑稳业务根基，多点布局、关键区域突破的全球化战略稳步推进。

门墙柜一体化发展，满足消费者一站式需求。2025H1 公司厨柜/衣柜/木门实现营业收入 7.85/5.15/1.07 亿元，分别同比-17.13%/+23.18%/+16.56%；毛利率为 25.55%/30.14%/9.26%，分别同比+0.25pct/+2.18pct/+5.40pct。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。

毛利率有所提升，盈利能力有望持续改善。2025H1 公司毛利率 27.86%（同比+1.17pct），叠加公司持续推进瘦身提效、数字化升级等降本增效举措，上半年综合毛利率有所提升；归母净利率为 4.33%（同比-0.24pct），受公司推进新零售及海外战略的刚性支出增加影响。费用率方面，2025H1 期间费用率为 25.13%（同比+1.38pct），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 12.47%/6.76%/6.00%（同比+0.72pct/+0.77pct/+0.10pct）。2025Q2 公司毛利率 26.46%（同比+0.72pct），归母净利率 3.26%（同比-0.50pct）。

经营相对稳定。营运能力方面，2025H1 公司存货周转天数 89.78 天（同比+5.59 天）、应收账款周转天数 33.10 天（同比+9.16 天）、应付账款周转天数 105.96 天（同比+0.50 天）。2025H1 经营性净现金流-2.30 亿元，同比-0.35

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

亿元。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.4/2.6/2.9 亿元, 对应 PE 为 13.0X/11.7X/10.8X。

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	262	285
增长率 YoY%	5.4%	-31.8%	18.9%	10.4%	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	1.70	1.85
市盈率 P/E(倍)	10.51	15.40	12.95	11.73	10.76
市净率 P/B(倍)	1.11	1.09	1.03	0.98	0.92

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 28 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	3,338	3,506	3,712	
货币资金	788	909	1,180	1,262	1,347	
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	3,274	3,388	3,537	
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	875	922	975	
资产总计	5,973	6,372	6,612	6,895	7,249	
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	1,157	1,251	
非流动负债	844	928	938	939	939	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	844	928	938	939	939	
负债合计	3,195	3,553	3,640	3,758	3,932	
少数股东权益	9	8	3	-2	-8	
归属母公司股东权益	2,768	2,811	2,969	3,139	3,325	
负债和股东权益	5,973	6,372	6,612	6,895	7,249	

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	262	285
同比（%）	5.4%	-31.8%	18.9%	10.4%	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	1.70	1.85
P/E	10.51	15.40	12.95	11.73	10.76
P/B	1.11	1.09	1.03	0.98	0.92
EV/EBITDA	10.64	11.26	7.88	7.00	6.19

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	11	11
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	264	288
营业外收支	6	4	5	5	5
利润总额	301	203	243	269	293
所得税	12	10	11	12	13
净利润	290	193	232	256	280
少数股东损益	-2	-7	-5	-5	-6
归属母公司净利润	292	199	237	262	285
EBITDA	428	349	446	493	549
EPS (当年)(元)	1.89	1.30	1.54	1.70	1.85

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	432	516	598	
净利润	290	193	232	256	280	
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	
营运资金变动	209	23	-4	27	54	
其它	-3	-6	10	14	15	
投资活动现金流	-1,097	-240	-88	-339	-413	
资本支出	-564	-501	-132	-298	-364	
长期投资	-538	257	-45	-55	-65	
其他	5	4	89	14	16	
筹资活动现金流	644	-21	-73	-95	-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	-130	
现金流净增加额	192	121	270	82	86	

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。

骆峥，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。

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。