

金牌厨柜（603180）2022年报及2023年一季报点评

22Q4 业绩低点，看好 23 年业绩成长性

事项:

❖ 公司发布 22 年报+23Q1 季报。22 全年营收 35.53 亿元/+3.06%，归母净利润 2.77 亿元/-18.03%，扣非归母净利润 1.91 亿元/-27.23%。22Q4 营收 10.65 亿元/-13.33%，归母净利润 1.13 亿元/-37.46%，扣非归母净利润 0.95 亿元/-39.64%，归母净利率/扣非净利率分别同减 4.23/2.72pcts 至 10.4%/10.1%。23Q1 营收 5.75 亿元/+1.08%，归母净利润 0.33 亿元/+8.18%，扣非归母净利润 0.13 亿元/-2.86%。

评论:

❖ **单 Q4 业绩低点，费用扰动下利润端承压。**22Q4 整体厨柜/定制衣柜/木门分别实现营收 7/3.02/0.46 亿元，YOY-16%/-6.02%/+39.93%，毛利率分别同比变动 -1.89/+3.13/+4.43pcts；经销店/直营店/大宗业务/境外分别实现营收 5.75/0.33/3.72/0.67 亿元，YOY-17.33%/-52.73%/-5.42%/+84.9%，毛利率分别同比变动+2.41/-0.54/+3.12/-15.82pcts。渠道布局方面，22 年经销店净增 607 家至 3706 家，其中整体厨柜/定制衣柜/木门/整装馆/阳台卫浴/玛尼欧经销门店分别变动+80/+172/+173/+56/+30/+96 家至 1769/1091/561/91/74/120 家。整体看毛利率维持稳定，费用端承压主要源于全年销售及管理费用绝对值同比均 10%+增长：1) 公司于 22 年新增近 30 个平台分公司和办事处；2) 家装渠道加速招商拓展，人力物力投放力度加大。

❖ **23Q1 大宗稳健增长，渠道延续高速拓展趋势。**23Q1 整体厨柜/定制衣柜/木门分别实现营收 3.62/1.59/0.3 亿元，YOY-5.25%/+4.58%/+79.35%，毛利率分别同比变动 YOY-1.08/-1.03/+0.41pcts；经销店/直营店/大宗业务/境外分别实现营收 3.02/0.13/1.88/0.48 亿元，YOY+0.28%/-52.55%/+5.3%/+12%，毛利率分别同比变动+0.53/-3.9/-2.36/+3.82pcts。渠道布局方面，所有实体门店净增 92 家至 3821 家，其中整体厨柜/定制衣柜/木门/整装馆/阳台卫浴/玛尼欧实体门店分别变动+20/+10/+16/+21/+17/+8 家至 1812/1101/577/112/91/128 家。23Q1 毛利率 29.11%、同比变动 -0.81pcts，销售/管理/研发/财务费率同比变动 -0.13/-0.13/-0.63/-0pcts，归母/扣非净利率分别变动+0.37/-0.09pct 至 5.7%/2.3%，非经损益主要源于政府补助（约 1500 万元）。

❖ **定制家居成长之星，渠道拓展叠加盈利改善，看好 23 年业绩弹性。**1) 零售板块：22 年开始实行一城一策，全国设置近 30 个平台分公司/办事处、投入人力 200-300 人，主要深耕终端切区开店/家装渠道开拓/营销活动落地（包括拎包、小区团购等），公司将指标落实至具体销售人员，体系内部政策落地力度逐步加大，渠道活力明显提振，前置费用投放效果及新开店零售增量有望于 23 年逐步显现；2) 大宗板块：公司以代理商模式规避账期风险，竞争格局优化下增速有望逐步修复。基于此，我们预计 23-25 年归母净利润分别为 4.02/4.83/5.73 亿元（23/24 年前值为 4.72/5.89 亿元），对应当前股价 PE 分别为 14/11/10X；参考相对估值法，给予 23 年 17X PE，对应目标价 44 元，维持“强推”评级。

❖ **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。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	3,553	4,608	5,471	6,370
同比增速(%)	3.1%	29.7%	18.7%	16.4%
归母净利润(百万)	277	402	483	573
同比增速(%)	-18.0%	45.2%	20.1%	18.6%
每股盈利(元)	1.80	2.61	3.13	3.71
市盈率(倍)	20	14	11	10
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

强推（维持）

目标价：44 元

当前价：35.45 元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	15,425.69
已上市流通股(万股)	15,425.69
总市值(亿元)	54.68
流通市值(亿元)	54.68
资产负债率(%)	41.57
每股净资产(元)	17.06
12 个月内最高/最低价	44.30/23.33

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《金牌厨柜（603180）2022 年三季报点评：衣柜木门增速靓丽，利润端略有承压》

2022-10-31

《金牌厨柜（603180）2022 年中报点评：全品类全渠道布局持续推进，单 Q2 费用管控效果佳》

2022-08-30

《金牌厨柜（603180）2022 年一季报点评：22Q1 业绩靓丽，预计全年增速稳健》

2022-04-28

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	597	996	1,185	1,576
应收票据	41	109	126	134
应收账款	147	123	158	198
预付账款	46	73	92	100
存货	528	600	720	853
合同资产	3	1	2	3
其他流动资产	890	884	897	916
流动资产合计	2,251	2,787	3,181	3,780
其他长期投资	74	74	74	74
长期股权投资	50	50	50	50
固定资产	1,426	1,922	2,222	2,400
在建工程	343	468	568	618
无形资产	181	163	146	132
其他非流动资产	539	524	512	503
非流动资产合计	2,612	3,201	3,572	3,776
资产合计	4,864	5,987	6,753	7,556
短期借款	673	1,013	1,182	1,351
应付票据	163	276	322	330
应付账款	671	959	1,111	1,254
预收款项	0	0	0	0
合同负债	327	424	503	586
其他应付款	181	181	181	181
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17
其他流动负债	155	204	234	283
流动负债合计	2,187	3,075	3,551	4,003
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	75	75	75	75
非流动负债合计	75	75	75	75
负债合计	2,261	3,149	3,625	4,077
归属母公司所有者权益	2,594	2,833	3,127	3,482
少数股东权益	8	5	1	-4
所有者权益合计	2,602	2,838	3,128	3,479
负债和股东权益	4,864	5,987	6,753	7,556

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	247	894	706	785
现金收益	390	527	638	743
存货影响	-57	-72	-120	-133
经营性应收影响	11	-69	-69	-53
经营性应付影响	-40	401	198	151
其他影响	-56	107	59	77
投资活动现金流	-566	-721	-536	-386
资本支出	-542	-740	-552	-400
股权投资	-46	0	0	0
其他长期资产变化	23	18	16	14
融资活动现金流	152	227	20	-9
借款增加	339	340	169	169
股利及利息支付	-165	-187	-215	-261
股东融资	4	4	4	4
其他影响	-26	70	62	79

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,553	4,608	5,471	6,370
营业成本	2,507	3,183	3,770	4,337
税金及附加	29	31	37	44
销售费用	431	585	703	819
管理费用	167	217	235	299
研发费用	200	259	308	358
财务费用	-8	-5	-6	-6
信用减值损失	-21	-5	-5	-5
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	3	9	9	9
投资收益	27	27	27	27
其他收益	56	56	56	56
营业利润	289	422	508	603
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	294	426	512	607
所得税	21	30	37	43
净利润	273	396	475	564
少数股东损益	-4	-6	-8	-9
归属母公司净利润	277	402	483	573
NOPLAT	265	391	470	558
EPS(摊薄) (元)	1.80	2.61	3.13	3.71

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	3.1%	29.7%	18.7%	16.4%
EBIT 增长率	-21.2%	47.3%	20.2%	18.7%
归母净利润增长率	-18.0%	45.2%	20.1%	18.6%
获利能力				
毛利率	29.5%	30.9%	31.1%	31.9%
净利率	7.7%	8.6%	8.7%	8.9%
ROE	10.7%	14.2%	15.4%	16.5%
ROIC	14.5%	16.5%	16.8%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	52.6%	53.7%	54.0%
债务权益比	29.4%	38.9%	40.7%	41.5%
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	12	11	9	10
应付账款周转天数	99	92	99	98
存货周转天数	72	64	63	65
每股指标(元)				
每股收益	1.80	2.61	3.13	3.71
每股经营现金流	1.60	5.80	4.58	5.09
每股净资产	16.82	18.36	20.27	22.57
估值比率				
P/E	20	14	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	11	9	8

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522