

**金牌厨柜（603180）2020年年报点评**
**衣柜与大宗渠道高增长，协同效应持续释放**
**事项:**

❖ 公司发布2020年年度报告。2020年全年实现营业总收入26.40亿，同比增长24.20%；实现归母净利润2.93亿元，同比增长20.68%。实现基本每股收益3.12元。公司拟向全体股东每10股派发现金红利9.0元（含税），同时以资本公积向全体股东每10股转增4股。

**评论:**

❖ **衣柜&大宗高增长，2020年靓丽收官。**公司单季度增速持续向好，其中2020年Q4单季度营收10.25亿，同比+38.75%（单Q1/单Q2/单Q3分别同比-3.93%/+10.69%/+30.75%）；归母净利润1.44亿，同比增长30.35%（单Q1/单Q2/单Q3分别同比-66.49%/+8.60%/+40.11%）。分品类看，公司橱柜稳增长的同时，衣柜及木门高速增长，2020年公司整体橱柜营收20.73亿元（同比+16.38%），整体衣柜收入4.99亿元（同比+63.46%），木门收入0.25亿元（同比+222.60%）；分渠道看，公司全年实现大宗收入8.93亿元（同比+76.84%）；零售渠道收入16.0亿（同比+4.25%）；境外收入1.08亿（同比+95.66%）。预计未来公司厨衣木协同及渠道持续优化有望持续推动公司业绩快速增长。

❖ **渠道及产品结构变化致短期盈利水平承压。**公司2020年毛利率32.73%，同比-3.11pct，净利率11.04%，同比-0.35pct。其中报告期内公司整体厨柜受大宗渠道销售占比提升致毛利率同比-3.64pct至32.85%；整体衣柜随规模化提升，毛利率同比+2.82pct至29.65%；木门业务仍处于产能爬坡及业务拓展阶段，2020年实现毛利率0.34%，同比-10.27pct。期间费用率方面，公司在疫情期减少户外大牌广告费投放，销售费用率同比-4.13pct至11.78%，股权激励费用摊销及孵化新品类致管理费用率同比+1.23pct至5.10%，研发费用率同比+0.19pct至5.08%，利息收入增加致财务费用率同比-0.18pct至-0.30%。

❖ **渠道建设稳步推进，预收账款高增长。**公司持续推进渠道网络建设，截至2020年末，公司共拥有门店2493家，其中金牌厨柜专卖店1585家（较年初净增26家），桔家衣柜专卖店722家（较年初净增202家），桔家木门专卖店181家（较年初净增118家），整装专卖店5家（较年初净增3家）。大宗业务方面，公司加快衣柜、木门、厨电等品类在精装市场拓展，至报告期末公司与65家房地产企业签订战略集采协议，2020年大宗渠道收入占比提升至34%。公司2020年末合同负债3.46亿元，同比增长达40%，表明公司接单数据持续向好，预计公司未来收入有望保持较快增长。

❖ **看好公司品类&渠道&产能拓展，维持“强推”评级。**公司作为区域性定制厨柜龙头企业之一，产能与渠道稳步扩张，长期发展实力强劲。考虑到公司未来产能投放进度及品类协同效应，我们上调公司盈利预测，预计2021-2023年归母净利润为3.75、4.62、5.69亿元（原预测值分别为3.63、4.34、4.68亿元），EPS分别为3.63、4.47和5.51元，对应当前市值PE为21、17、14倍，维持87元/股目标价（对应2021年24xPE），维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**渠道拓展竞争加剧，房地产市场大幅波动，产能拓展不及预期。

**主要财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	2,640	3,365	4,136	5,054
同比增速(%)	24.2%	27.5%	22.9%	22.2%
归母净利润(百万)	292	375	462	569
同比增速(%)	20.7%	28.0%	23.4%	23.2%
每股盈利(元)	2.83	3.63	4.47	5.51
市盈率(倍)	27	21	17	14
市净率(倍)	4	4	3	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年4月8日收盘价

**强推（维持）**

目标价：87元

当前价：75.35元

## 华创证券研究所

**证券分析师：郭庆龙**

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

**证券分析师：陈梦**

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

**公司基本数据**

总股本(万股)	10,326
已上市流通股(万股)	10,151
总市值(亿元)	77.81
流通市值(亿元)	76.49
资产负债率(%)	47.4
每股净资产(元)	17.7
12个月内最高/最低价	77.0/40.61

**市场表现对比图(近12个月)**

**相关研究报告**

《金牌厨柜（603180）2020年半年报点评：二季度收入符合预期，扣非业绩表现超预期》

2020-08-20

《金牌厨柜（603180）2020年三季度报点评：衣柜木门高增长，三季度收入业绩超预期》

2020-10-30

《金牌厨柜（603180）2020年业绩快报点评：品类协同与渠道优化并举，业绩超预期》

2021-02-02

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	468	339	776	1,334
应收票据	82	51	76	114
应收账款	52	57	72	91
预付账款	54	50	63	77
存货	299	381	467	576
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	929	1,396	1,302	1,239
流动资产合计	1,884	2,274	2,756	3,431
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	865	1,101	1,321	1,504
在建工程	261	261	261	261
无形资产	125	113	101	91
其他非流动资产	348	339	332	327
非流动资产合计	1,602	1,817	2,018	2,186
<b>资产合计</b>	<b>3,486</b>	<b>4,091</b>	<b>4,774</b>	<b>5,617</b>
短期借款	133	153	123	103
应付票据	218	232	281	352
应付账款	563	740	907	1,095
预收款项	0	0	0	0
合同负债	346	441	542	662
其他应付款	174	174	174	174
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	155	192	220	268
流动负债合计	1,589	1,932	2,247	2,654
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	63	63	63	63
非流动负债合计	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	<b>1,652</b>	<b>1,995</b>	<b>2,310</b>	<b>2,717</b>
归属母公司所有者权益	1,826	2,090	2,459	2,898
少数股东权益	8	6	5	2
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,834</b>	<b>2,096</b>	<b>2,464</b>	<b>2,900</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,486</b>	<b>4,091</b>	<b>4,774</b>	<b>5,617</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>673</b>	<b>224</b>	<b>828</b>	<b>940</b>
现金收益	358	455	555	675
存货影响	-56	-82	-85	-110
经营性应收影响	-70	32	-51	-71
经营性应付影响	-22	192	215	260
其他影响	463	-373	194	185
<b>投资活动现金流</b>	<b>-872</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-280</b>
资本支出	-350	-309	-307	-286
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-523	9	7	6
<b>融资活动现金流</b>	<b>42</b>	<b>-53</b>	<b>-91</b>	<b>-102</b>
借款增加	-245	20	-30	-20
股利及利息支付	-60	-94	-131	-151
股东融资	43	43	43	43
其他影响	304	-22	27	26

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,640</b>	<b>3,365</b>	<b>4,136</b>	<b>5,054</b>
营业成本	1,776	2,250	2,753	3,362
税金及附加	17	24	30	35
销售费用	311	396	487	591
管理费用	135	165	199	238
研发费用	134	168	207	248
财务费用	-8	-3	-4	-4
信用减值损失	-6	-3	-3	-3
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-2	1	1	1
投资收益	23	20	20	20
其他收益	39	39	39	39
<b>营业利润</b>	<b>327</b>	<b>420</b>	<b>519</b>	<b>640</b>
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>331</b>	<b>423</b>	<b>522</b>	<b>643</b>
所得税	40	50	62	76
<b>净利润</b>	<b>291</b>	<b>373</b>	<b>460</b>	<b>567</b>
少数股东损益	-1	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>375</b>	<b>462</b>	<b>569</b>
NOPLAT	284	371	457	563
EPS(摊薄) (元)	2.83	3.63	4.47	5.51

**主要财务比率**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.2%	27.5%	22.9%	22.2%
EBIT 增长率	18.5%	30.3%	23.3%	23.3%
归母净利润增长率	20.7%	28.0%	23.4%	23.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.7%	33.1%	33.4%	33.5%
净利率	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%
ROE	16.0%	17.9%	18.8%	19.6%
ROIC	28.0%	29.0%	28.9%	28.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.4%	48.8%	48.4%	48.4%
债务权益比	10.7%	10.3%	7.5%	5.7%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	6	6	6	6
应付账款周转天数	102	104	108	107
存货周转天数	55	54	55	56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.83	3.63	4.47	5.51
每股经营现金流	6.52	2.17	8.02	9.10
每股净资产	17.68	20.24	23.81	28.07
<b>估值比率</b>				
P/E	27	21	17	14
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	47	37	30	25

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 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	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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	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	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522