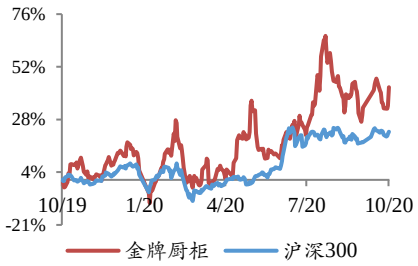
Q3 业绩超预期，零售回暖，大宗海外高增长

投资评级：增持（维持）

报告日期： 2020-10-30

收盘价（元）	59.99
近 12 个月最高/最低（元）	79.92/46.20
总股本（百万股）	97
流通股本（百万股）	95
流通股比例（%）	98.20
总市值（亿元）	58
流通市值（亿元）	57

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

1. 高端厨柜龙头，品类渠道扩张双轮驱 2020-09-29
2. 品类渠道双轮驱动，业绩如期较快增长 20200820

主要观点：

- **事件：金牌发布 2020 年三季报，Q3 业绩超预期。**

金牌厨柜发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 16.15 亿元，同比增长 16.46%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 12.59%；对应 2020 年 Q3 收入同比增长 30.75%，归母净利润同比增长 40.11%，归母扣非净利润同比增长 34.08%，业绩超预期。

- **厨柜零售回暖，衣柜延续高增且毛利率提升。**

分品类，前三季度厨柜/衣柜/木门的收入分别增长 8.70%/57.39%/273.16%。衣柜和木门两个 2017 和 2018 年开展的新业务发展迅速，前三季度衣柜的收入占比提升至 19%，衣柜业务是拉动公司收入增长的重要引擎。且伴随衣柜规模的扩大，前三季度衣柜业务的毛利率较去年同期增加了 4.05 个 pct。厨柜业务毛利率下滑 2.64 个 pct 主要是毛利率较低的工程厨柜占比提升缩窄。我们估计单三季度公司厨柜零售业务实现个位数增长，说明公司 C 端零售市场复苏情况较好。

- **大宗和海外业务延续高速增长态势，经营活动现金流表现优异。**

分渠道，经销/直营/大宗/海外业务的收入分别增长 3.05%/-17.59%/54.82%/127.67%。前三季度公司大宗业务的收入占比达到 31%左右，且我们估计 Q4 和明年大宗和海外的收入仍会保持高速增长。公司的大宗业务基本全部采用工程代理商的模式，虽然在报表端使得大宗业务的毛利率相对可比公司较低，但也保证了公司在现金方面的安全。截至三季度末，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 30.23%。

- **投资建议。**

持续推荐，维持“增持”评级。上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现营收 26.56/34.27/43.65 亿元，同比增长 25.0%/29.0%/27.4%，实现归母净利润 2.94/3.71/4.76 亿元，同比增长 21.1%/26.2%/28.5%。2020 年 10 月 29 日收盘价 59.99 元对应 PE 为 19.84X/15.72X/12.23X。定制家居 Q3 集体业绩回暖，金牌前三季度收入和利润增长引领行业，展现了极佳的成长性。厨柜业务具备品牌和产品力等方面的竞争优势，衣柜和大宗业务放量是未来三年收入增长的重要引擎，海外、木门、整装和智能家居板块为公司中长期发展奠定基础。维持“增持”评级。

- **风险提示。**

地产竣工回暖不及预期、品类和渠道扩张不达预期。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2125	2656	3427	4365
收入同比（%）	24.9%	25.0%	29.0%	27.4%
归属母公司净利润	242	294	371	476
净利润同比（%）	15.4%	21.1%	26.2%	28.5%
毛利率（%）	35.8%	33.9%	33.5%	33.5%
ROE（%）	20.0%	16.8%	17.8%	18.9%
每股收益（元）	2.50	3.02	3.82	4.91
P/E	24.03	19.84	15.72	12.23
P/B	4.81	3.33	2.80	2.31
EV/EBITDA	13.02	13.40	10.27	7.27

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1528	2122	2646	3354
现金	662	1009	1235	1661
应收账款	38	44	59	74
其他应收款	13	18	22	29
预付账款	23	34	41	54
存货	243	298	397	500
其他流动资产	549	720	892	1037
非流动资产	1148	1342	1540	1748
长期投资	4	4	4	4
固定资产	660	747	842	945
无形资产	124	150	169	191
其他非流动资产	360	441	526	608
资产总计	2676	3464	4186	5102
流动负债	1103	1350	1741	2223
短期借款	55	0	0	0
应付账款	446	590	756	969
其他流动负债	601	760	985	1254
非流动负债	360	360	360	360
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	360	360	360	360
负债合计	1462	1709	2101	2583
少数股东权益	3	3	2	1
股本	67	74	74	74
资本公积	458	737	737	737
留存收益	686	941	1272	1706
归属母公司股东权	1211	1752	2083	2518
负债和股东权益	2676	3464	4186	5102

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	402	522	584	788
净利润	242	294	371	476
折旧摊销	65	45	45	45
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-12	-20	-24	-32
营运资金变动	97	205	194	301
其他经营现金流	156	86	174	173
投资活动现金流	-479	-340	-283	-277
资本支出	-261	-209	-205	-206
长期投资	-219	-150	-100	-100
其他投资现金流	0	18	22	30
筹资活动现金流	348	165	-75	-85
短期借款	55	-55	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0
资本公积增加	-20	279	0	0
其他筹资现金流	313	-66	-75	-85
现金净增加额	271	347	226	426

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2125	2656	3427	4365
营业成本	1364	1755	2280	2904
营业税金及附加	15	21	25	34
销售费用	338	412	524	664
管理费用	82	103	131	168
财务费用	-3	-25	-34	-43
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	12	20	24	32
营业利润	274	334	421	542
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	275	335	423	544
所得税	33	42	53	68
净利润	242	293	370	476
少数股东损益	0	0	-1	-1
归属母公司净利润	242	294	371	476
EBITDA	288	281	345	428
EPS（元）	2.50	3.02	3.82	4.91

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	24.9%	25.0%	29.0%	27.4%
营业利润	15.0%	22.0%	26.3%	28.6%
归属于母公司净利	15.4%	21.1%	26.2%	28.5%
获利能力				
毛利率（%）	35.8%	33.9%	33.5%	33.5%
净利率（%）	11.4%	11.1%	10.8%	10.9%
ROE（%）	20.0%	16.8%	17.8%	18.9%
ROIC（%）	12.3%	9.9%	10.9%	11.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.6%	49.3%	50.2%	50.6%
净负债比率（%）	120.5%	97.4%	100.8%	102.5%
流动比率	1.39	1.57	1.52	1.51
速动比率	1.15	1.33	1.27	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.77	0.82	0.86
应收账款周转率	55.79	60.56	58.08	59.29
应付账款周转率	3.05	2.98	3.02	3.00
每股指标（元）				
每股收益	2.50	3.02	3.82	4.91
每股经营现金流薄）	4.14	5.37	6.01	8.12
每股净资产	12.47	18.04	21.44	25.92
估值比率				
P/E	24.03	19.84	15.72	12.23
P/B	4.81	3.33	2.80	2.31
EV/EBITDA	13.02	13.40	10.27	7.27

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。