



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

江山欧派（603208）

工程零售全面复苏，业绩有望较快兑现

西南证券研究发展中心
轻工研究团队
2023年3月

核心观点

- **推荐逻辑：**1) 保交付政策持续落地，部分城市和房企加速交付的趋势明显，竣工数据稳健恢复，精装配套率较高的品类优先受益；2) 2022年部分中小厂商由于现金流压力出清，精装供应商格局持续优化，根据测算2022年江山欧派精装木门渠道市占率提升4.8pp，后续随着房企份额向央国企集中，公司有望凭借稳定供货能力获得更高市场份额；3) 随着竣工节奏修复，公司工程业务新客户有望逐步放量，入户门、防火门新品类持续发挥协同优势，同时加大工程代理招商力度，现金流持续优化；4) 经销渠道快速扩张，22年前三季度经销渠道占总收入比27.5%，单月提货额爬坡，招商稳步推进，增长空间仍充足。
- **保交付政策催化下，工程业务加速改善。**2022年在外部压力下精装供应商集中度加速提升，测算江山欧派2022年精装木门市占率21.7%（同比+4.8pp）。公司通过深耕优质地产商，已成为部分龙头地产商的木门核心供应商，反映出公司较强的生产制造和落地服务能力。随着房企集中度提升，公司品牌和稳定供应优势将进一步凸显。品类方面，入户门、防火门、柜体等品类预计随着竣工节奏恢复逐步贡献新增量。同时公司工程代理招商从130家扩张至400家左右，现金流改善。
- **经销渠道新业务快速扩张，利润率持续攀升。**20年底公司进军家装新赛道，21年模式逐渐跑通，单月接单持续增长。家装业务充分发挥公司生产制造优势，驱动经销商向服务商转型，以标品切入、多品类跟进的方式进驻众多小装企，建立线下服务网络。已开发加盟商两万余家，模式可复制可持续，净利率在规模扩张后有较大弹性空间，增长潜力巨大。
- **盈利预测与估值：**预计2023-2024年公司净利润分别达到5.2亿元，6.4亿元，对应PE分别为17倍、14倍。随着公司商业模式变化，现金流业务占比快速提升，估值中枢有望上行，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；投产进度不及预期的风险；现金流回收不及预期的风险。

目 录

◆ **公司概况：工程业务走出调整期，零售增长曲线成型**

◆ **工程渠道：保交付催化竣工加速，工程业务优先受益**

◆ **经销渠道：家装渠道起量迅速，增长曲线已成型**

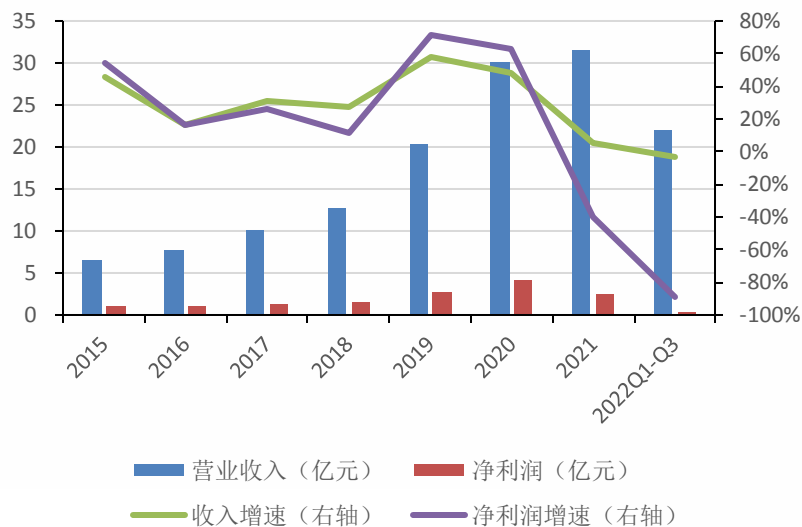
◆ **核心优势：成本优势突出，制造端护城河深厚**

◆ **盈利预测与估值**

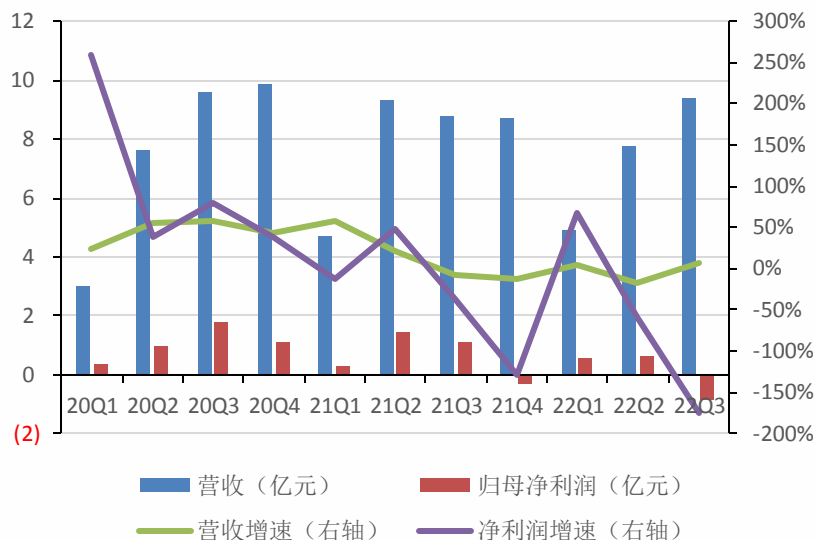
收入增速快速回升，盈利能力修复

- 回顾公司历史业绩，15-20年公司均保持了较快增长趋势，2015-2021年收入复合增速约30%，2021年收入规模达到31.6亿元。
- 2022年前三季度公司收入22.1亿元，同比-3.3%；净利润0.3亿元，同比-89.4%；22年Q3公司收入9.4亿元，同比+7%，增速转正。Q3净利润下滑主要由于公司计提坏账准备约2.4亿元；2022年公司业绩预告预亏2.5-3.5亿元，预计Q4将继续计提部分减值，减值压力进一步缓解。

2015-2022Q3公司收入及净利润



2020-2022Q3单季度收入及净利润



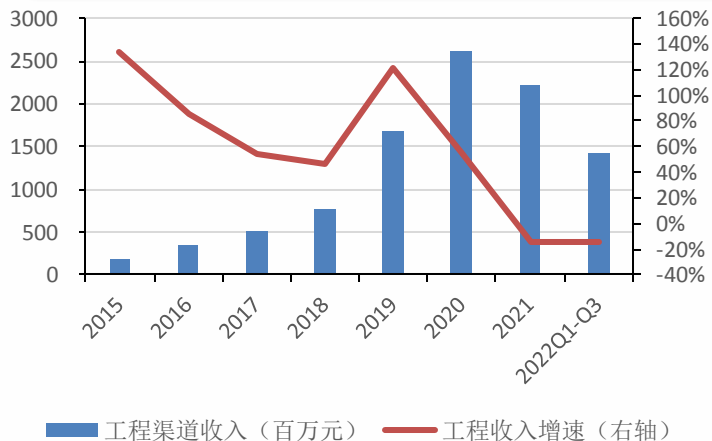
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

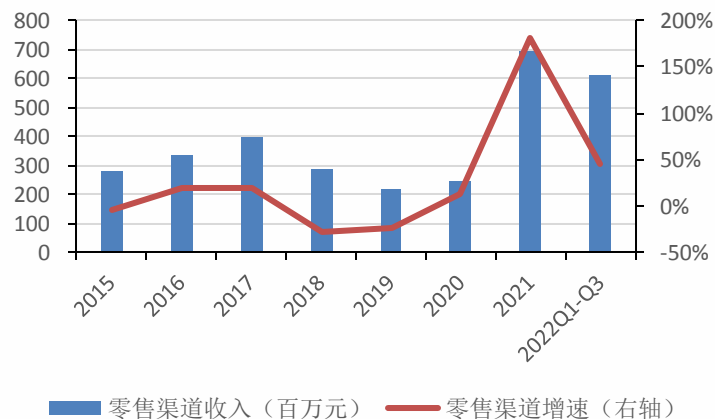
收入增速快速回升，盈利能力有望修复

- 从渠道收入结构来看，公司收入以工程渠道为主。2015-2020年工程渠道保持较快增长，2021-2022年公司主动调整渠道结构，零售渠道占比上升，工程渠道占比回落。2022年前三季度，公司工程渠道收入14.3亿元（同比-14.9%），占比约64.8%，其中工程直营和工程代理业务收入规模分别为8.2亿元、5.6亿元，占比分别为36.8%、25.1%。
- 2021年公司开拓经销及家装渠道，起量迅速，2021年经销渠道收入6.9亿元，2022年前三季度公司零售渠道收入6.1亿元，同比增长45.5%。

2015-2022前三季度工程渠道收入



2015-2022前三季度零售经销渠道收入



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

收入增速快速回升，盈利能力有望修复

表：江山欧派各渠道收入拆分

百万元	2015	2016	2017	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1-Q3
营业总收入	657.3	766.0	1,009.7	1,282.7	2026.6	3,011.5	3,157.3	2213.1
yoy	45.5%	16.5%	31.8%	27.0%	58.0%	48.6%	4.8%	-3.26%
合计毛利率	31.0%	31.7%	32.9%	32.7%	32.2%	32.2%	29.1%	26.55%
工程业务	182.7	338.9	522.2	761.9	1,684.3	2,606.5	2,218.2	1434.4
YOY	134%	86%	54%	46%	121%	55%	-15%	-14.91%
占比	27.8%	44.2%	51.7%	59.4%	83.1%	86.6%	70.3%	64.8%
—工程直营					1,534.3	2,320.4	1,714.6	815.3
YOY						51.2%	-26.1%	-34.61%
—工程代理	53.7	118.9	124.1	181.9	150.0	286.1	503.6	555.5
YOY							75.74%	66.01%
毛利率	31.0%	31.8%	33.0%	33.5%	34.0%	33.6%	32.3%	29.05%
经销商渠道（零售）	280.8	336.1	398.9	288.9	218.7	247.5	693.0	610.4
yoy	-4%	20%	19%	-28%	-24%	13%	180%	45.46%
占比	42.7%	43.9%	39.5%	22.5%	10.8%	8.2%	22.0%	27.6%
毛利率	32.7%	33.4%	34.4%	35.0%	17.6%	24.2%	21.8%	20.66%
外贸公司	118.3	16.1	14.1	12.0				
yoy	137%	-86%	-12%	-15%				
占比	18.0%	2.1%	1.4%	0.9%				
毛利率	29.6%	29.6%	29.6%	30.0%				

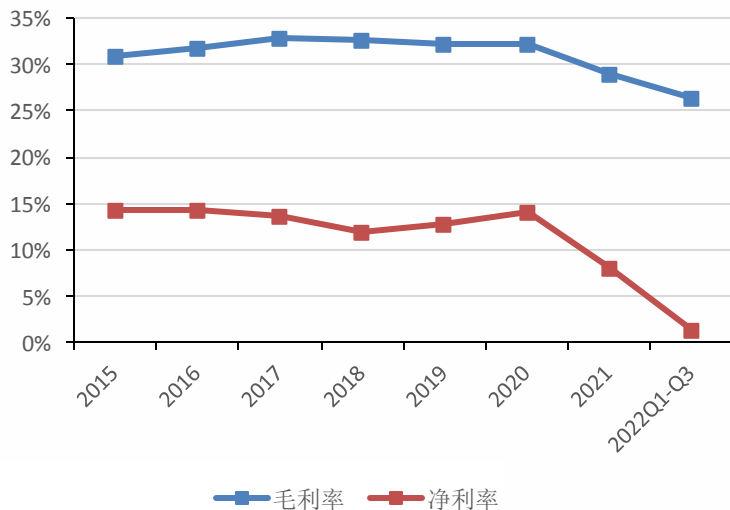
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

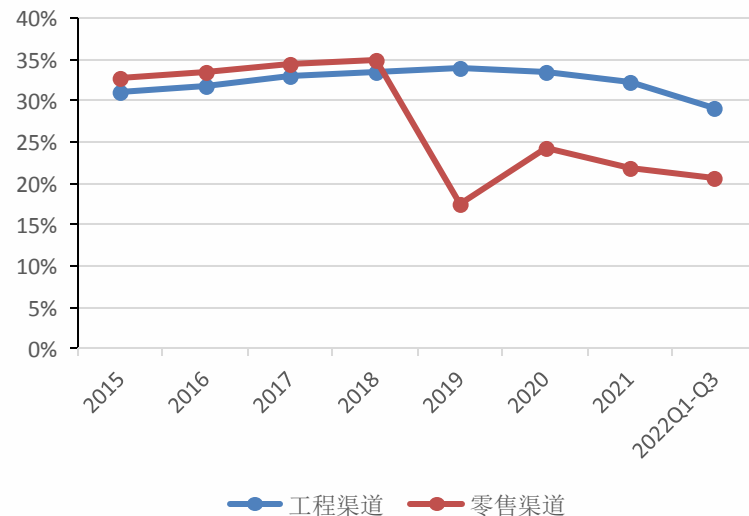
收入增速快速回升，盈利能力有望修复

- 历史来看公司毛利率稳定在较高水平，2015-2020年公司毛利率维持在32%以上，成本控制能力极佳。
- 2021-2022年公司经销渠道收入占比快速上升，由于经销渠道仍处于前期开拓阶段，生产规模较小，规模优势不明显，毛利率较低，收入占比提升后对整体毛利率有所压制。2022年前三季度毛利率26.4%（-2.9pp），预计新业务利润率较快爬坡，盈利能力有望修复。

2015-2022Q1-Q3公司利润率



2015-2022Q1-Q3公司分渠道毛利率



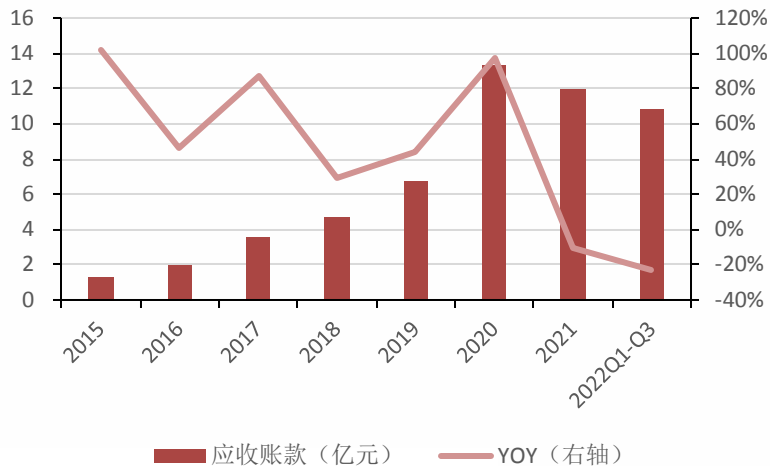
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

财务：现金流业务占比提升，估值体系有望重构

- 总体来看，公司应收账款及票据主要由直营工程业务产生，随着公司优化客户结构，回款有望持续改善；此外，工程代理及小B家装业务逐渐贡献重要收入增量，公司款清发货的业务占比提升，现金流将持续优化。前期受地产商影响，公司估值受到压制，现金流业务占比提升后估值有望修复。
- 2022年前三季度应收账款约为10.9亿元，公司优化客户结构后，有风险的应收账款规模预计不再增长。

2015-2022前三季度公司应收账款



2015-2022前三季度公司应付账款



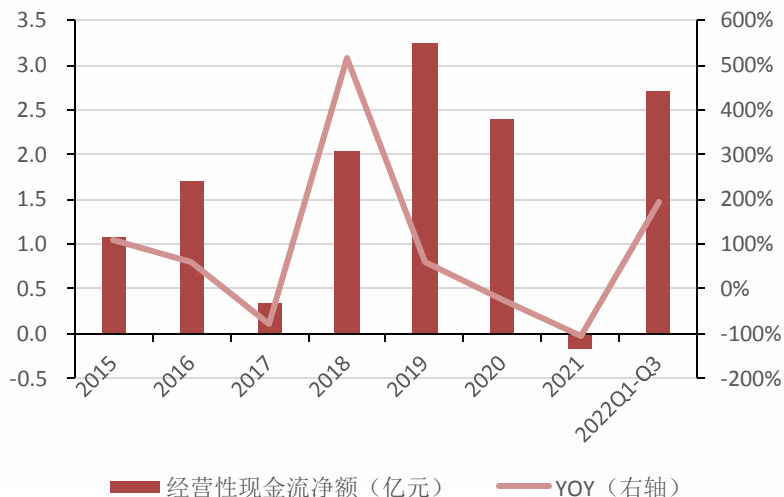
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

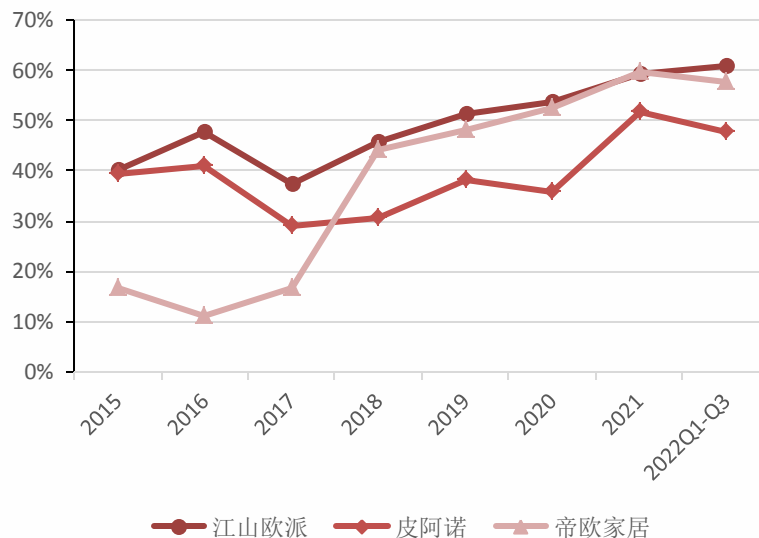
财务：现金流业务占比提升，估值体系有望重构

- 历史来看，尽管公司工程业务占比较高，但现金流状况良好，2020年公司经营净现金流为2.4亿元，同比增长-26.1%。2021年经营性净现金流-0.2亿元，主要由于部分商业承兑汇票贴现计入筹资现金流，未计入经营性现金流所致，还原后净现金流依然为正值。
- 2015-2022前三季度公司资产负债率略增，2022Q3资产负债率约为60.8%，与同业相比公司资产负债率处于合理水平，资产负债结构健康。

2015-2022前三季度经营性净现金流



2015-2022前三季度资产负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

财务：减值计提梳理

- 恒大风险得到控制**：2021年7月公司受让恒大持有的兰考合资工厂40%股权，抵消应收账款约7250万元，兰考工厂收回由公司100%控股。截至2021年底，公司持有恒大集团及成员企业的应收款项合计7.1亿元，逾期应收票据及账款5.2亿元，2021年计提1.4亿元减值，风险敞口收窄。Q3公司计提坏账准备约2.4亿元。此外公司发布2022年业绩预告，预计2022年归母净利润为-3.5亿元到-2.5亿元，Q4继续进行减值计提。
- 其余大客户万科、保利等现金流状况良好，回款风险低**：目前公司大客户为万科、保利、华润等，主要为头部央国企及优质民企，回款条件好、账期短、经营实力强，应收票据兑付风险较低。

表：2020-2022年应收款减值梳理（分客户）

时间	票据方	应收款 账面余额	坏账准备	计提比例
2020年年报	华夏幸福	1515万元	1212万元	80%
2020年年报	恒大	8.2亿元	4000万	5%
2021年中报	华夏幸福	513万元	411万元	80%
2021年年报	恒大	7.2亿元	1.4亿元	25%
2022年三季报	恒大	持有恒大应收账款及票据7.2亿元，其中应收票据6.6亿元，逾期应收票据6.6亿元；应收账款0.54亿元，逾期应收账款0.5亿元，计提2.4亿元，余额5亿左右		

表：2020-2022年应收款减值梳理（整体）

整体	应收款账面余额	坏账准备
2021年Q3末	14.1亿元	1.6亿元
2021年末	12.5亿元	
2022年Q3末	10.9亿元	2.4亿

数据来源：公司公告，西南证券整理

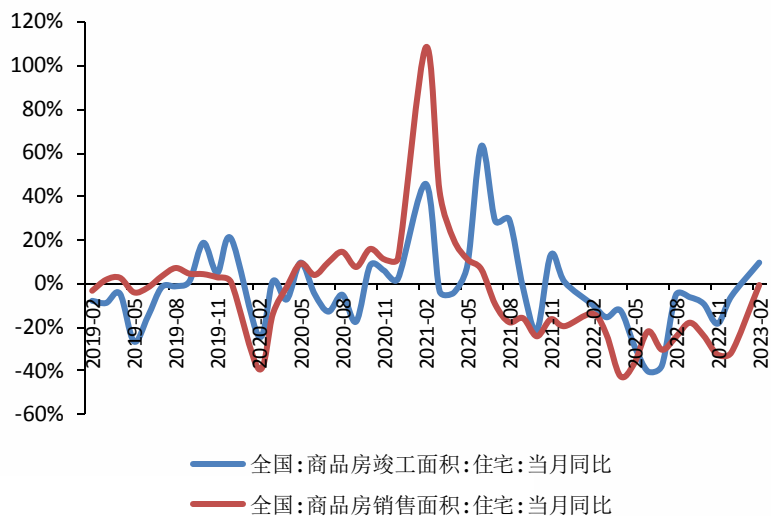
目 录

- ◆ **公司概况：工程业务走出调整期，零售增长曲线成型**
- ◆ **工程渠道：保交付催化竣工加速，工程业务优先受益**
- ◆ **经销渠道：家装渠道起量迅速，第二成长曲线逐渐成型**
- ◆ **核心优势：成本优势突出，制造端护城河深厚**
- ◆ **盈利预测与估值**

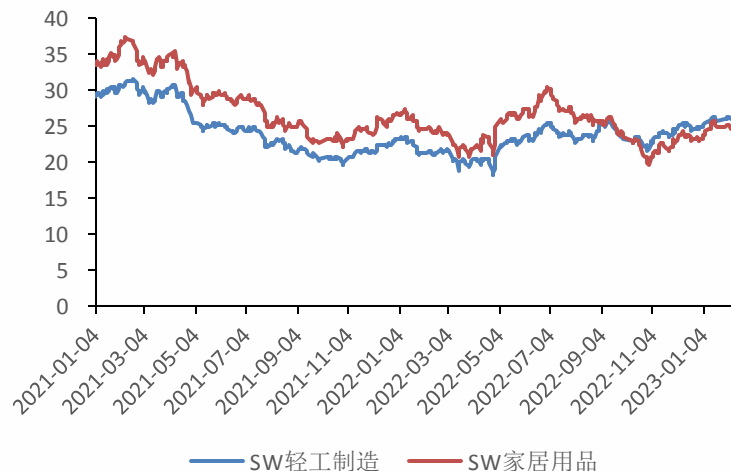
工程渠道：保交付政策逐步落地，竣工改善确定性强

- **2022年8月以来竣工降幅整体收窄，保交付政策效果逐步显现。**22年7月单月竣工增速-37.5%，8月开始竣工降幅收窄至个位数，23年1-2月竣工增速转正为9.7%。随着疫情影响减弱、复工复产推进，竣工表现出改善趋势。前期延期交付问题较严重的地区及恒大等地产公司目前保交付成效较为明显。
- **地产融资支持政策逐步落地，政策力度再次提升。**7月底首提保交付以来，地方政府及国有银行等先后通过成立纾困基金、发放保交付专项借款等方式支持延期项目复工，但对项目质地要求高、政策见效时间较长。10月底开始融资政策放宽，逐步在信贷、债券、股权三个方面给予地产商融资支持，直接缓解地产商的现金流压力，促进企业募集资金加速盘活现有的项目资产，保交付落地力度进一步加强。

全国商品住宅竣工/销售面积当月增速



申万家居指数PE-TTM



数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

工程渠道：保交付政策逐步落地，竣工改善确定性强

表：近期地产政策梳理

日期	主体	政策内容
2022年10月20日	证监会	对于涉房地产企业，证监会允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。
2022年11月8日	中国银行间市场交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。
2022年11月14日	银保监会、住建部和央行	银保监会、住建部和央行联合发布预售资金监管新政，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
2022年11月21日	商业银行	信贷支持房企融资（“第一支箭”），人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。近期，央行拟发布保交楼贷款支持计划：至2023年3月31日前央行将向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。六家国有大行相继宣布和房企建立战略合作关系，截至11月24日，六大行合计将为17家房企授信12750亿元。
2022年11月23日	中债增进公司	11月23日，“第二支箭”扩容首批民营房企落地，中债增进公司在民企债券融资支持工具政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
2022年11月23日	央行、银保监会	央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出十六条措施，要求积极做好“保交楼”金融服务。支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持。
2022年11月28日	证监会	房企股权融资方面调整优化5项措施（“第三支箭”）——恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；推动保障性租赁住房REITs常态化发行；开展不动产私募投资基金试点等。
2022年12月16日	中央经济会议	有效防范化解重大经济金融风险；确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；因城施策，支持刚性和改善性住房需求；坚持房住不炒定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月5日	央行、银保监会	提出建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制，允许地方政府按照因城施策原则，自主决定阶段性维持、下调或取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

数据来源：和讯财经，中国房地产报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

工程渠道：保交付落地对整体竣工增长的估算

- 我们根据历史房地产销售与竣工比例的波动，测算当前延期交付住宅的体量及保交付对竣工的拉动作用。
- **STEP1：理论竣工比例的锚定。**根据一般住宅销售-竣工周期，销售至竣工时间约为1-3年，我们假设每年已销售住宅在1年/2年/3年后竣工的比例分别为40%/50%/10%。在地产政策相对稳定的一段时间内，住宅竣工与销售加权平均值的比例也保持相对稳定。历史来看，2018年开始竣工走弱，2018-2021年这一比例稳定在45-50%，2022年该比例大幅下滑至40.3%，偏离锚定区间，主要由于部分楼盘烂尾现象已经发生，而非由于正常的施工周期延长所致。

表：住宅竣工与1-3年内销售面积比例测算

单位：亿平方米	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
住宅销售面积	9.70	9.85	11.57	10.52	11.24	13.75	14.48	14.79	15.01	15.49	15.65	11.46
住宅竣工面积	7.17	7.90	7.87	8.09	7.38	7.72	7.18	6.60	6.80	6.59	7.30	6.25
竣工/过去三年销售面积加权平均值	83.0%	84.0%	81.0%	76.9%	67.2%	70.7%	59.0%	47.9%	46.8%	44.4%	48.1%	40.3%

数据来源：Wind，西南证券测算

备注：假设2023年销售面积增速+3%

工程渠道：保交付落地对整体竣工增长的估算

- **STEP2：延期交付面积的测算。**中性假设2022年合理的竣工/加权平均销售面积比例为52%，即恢复至2018年前水平，理论上2022年应竣工面积为8.1亿平方米，而2022年实际竣工面积预计约为6.3亿平方米，则存在1.8亿平方米的竣工缺口，即延期交付面积。
- 我们简单假设为2022年竣工缺口均为延期交付导致，且仅2022年烂尾项目在2023-2024年交付，2023-2024年应交付楼盘均按时交付。

表：不同竣工比例假设下理论竣工面积测算（亿平方米）

竣工/加权平均销售面积	38%	46%	52%	60%
2023	5.34	6.42	7.26	8.38
2024	4.60	5.53	6.25	7.21

数据来源：Wind，西南证券测算

工程渠道：保交付落地对整体竣工增长的估算

- **STEP3：实际交付面积的测算。**假设在保交付政策持续推动下，以上延期交付面积在2023-2024年陆续交付，平均每年交付0.9亿平。2023-2024年的实际竣工面积计算方法为：当年实际竣工面积=过去3年销售面积加权平均x实际竣工比例+保交付项目在当年交付的面积。
- 考虑到疫情影响减弱后复工复产逐步推进，实际竣工比例在2023-2024年有望在2022年基础上出现修复态势，假设2023年实际竣工比例修复至**46%（2019-2020年水平）**；2024年实际竣工比例修复至**60%（2017年水平）**。
- 测算得到2023、2024年实际竣工面积增速分别为**17.2%、10.8%**。

表：实际竣工面积测算（亿平方米）

	预计实际竣工面积	正常施工交付面积 (过去3年的加权平均销售 面积x实际竣工比例)	保交付项目 在当年交付面积	备注
2022年	6.25	6.25		
2023年	7.33	6.42	0.90	假设实际竣工比例修复至46% (2019-2020年水平)
Yoy	17.2%	2.7%		
2024年	8.12	7.21	0.90	假设实际竣工比例修复至60% (2017-2018年水平)
yoy	10.8%	12.3%		

数据来源：Wind，西南证券测算

www.swsc.com.cn

工程渠道：精装开盘项目体量依然较大

- 根据奥维云网数据，在疫情等多方面外部压力下，2022年精装房开盘规模在146万套左右，体量依然较大。长期来看，精装房可提高房企盈利能力，各地方政策鼓励房企精装交付，伴随地产商现金流改善，复工复产推进，精装率有望稳步回升，尤其以央国企地产商为主。

2021.12-2022.12精装房开盘套数



表：2017-2022精装开盘套数

	2019	2020	2021	2022E
住房销售面积 (万平方米)	150144	154878	156532	114631
YOY	1%	3%	1%	-27%
住房销售套数 (万套)	1501	1549	1565	1146
精装修开盘套数(万套)	325.9	325.5	286.1	145.8

备注：假设商品住宅平均面积为100平/套

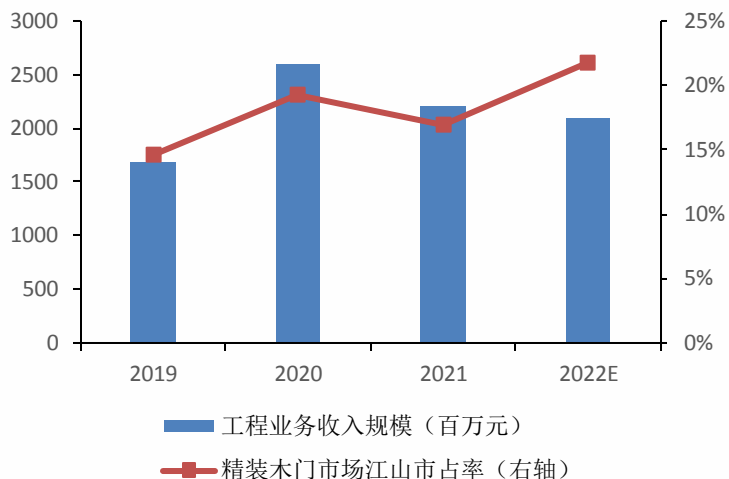
数据来源：奥维云网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

工程渠道：供应商格局加速集中

- 行业集中度仍在提升，测算江山欧派2022年精装木门市占率21.7%（同比+4.8pp）。两大原因推动工程渠道集中度提升：1）受地产商回款周期延长、订单落地不足影响，木门供应商资金压力较大，部分中小厂商出清；2）央国企成为拿地主力军，在选择供应商时优选品牌实力强、生产制造及落地服务能力突出的企业，公司深耕与头部央国企的合作，供应格局和市占率有望随着地产龙头提升。

江山欧派测算市占率



注：市占率=江山欧派工程收入/精装木门市场规模，假设2019-2022精装房销售占当年商品住宅销售比例分别为22%，25%，24%，24%

2022H1地产商拿地金额与面积TOP10

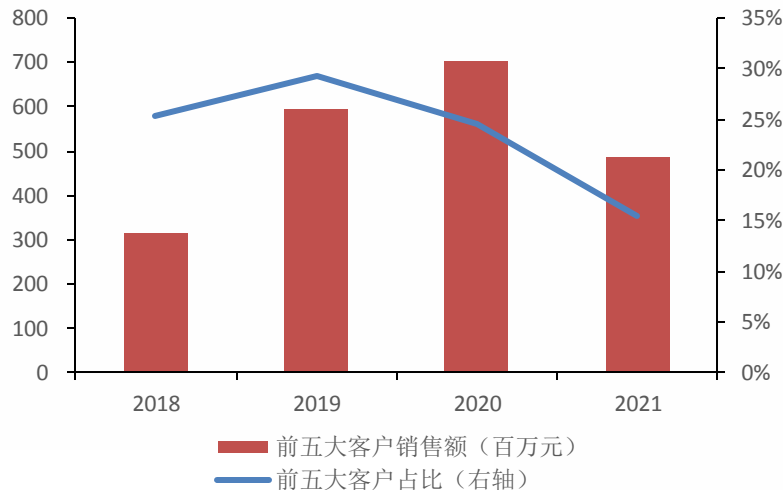
排名	企业	拿地金额 (亿元)	排名	企业	拿地面积 (万m ²)
1	华润置地	873	1	华润置地	556
2	中海地产	751	2	保利发展	536
3	保利发展	734	3	中国铁建	513
4	建发房产	544	4	中海地产	360
5	招商蛇口	525	5	中国中铁	302
6	绿城中国	451	6	招商蛇口	296
7	滨江集团	403	7	永州城市发展集团	278
8	中国铁建	371	8	丰县城市投资发展集团	278
9	越秀地产	346	9	龙湖集团	261
10	华发股份	299	10	衡阳建投房产	228

数据来源：贝壳地产研究院，克而瑞，Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

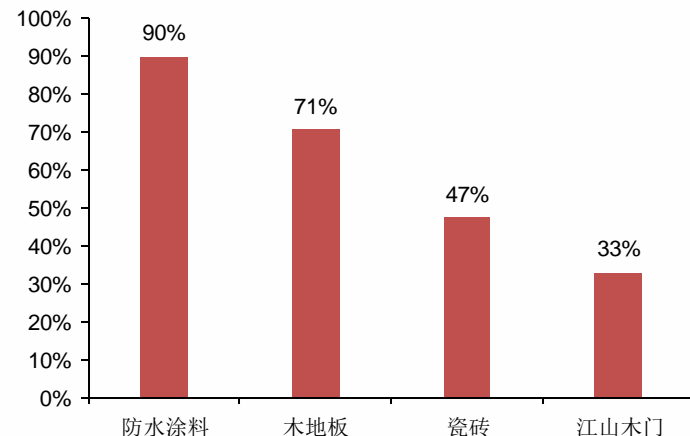
工程直营：客户结构持续优化

- 公司通过深耕优质地产商，已经成为万科、保利木门品类核心供应商，生产制造和落地服务能力得到大客户验证。目前公司客户结构以央国企和优质民企为主，主要大客户为万科、保利、华润等。值得注意的是，受益于保交付政策推进，恒大订单复苏明显。长期来看随着中型地产商精装率提升，公司有望凭借强制造优势，在新客户的份额继续提升。

江山欧派前五大客户销售额及占比



万科不同品类单一供应商占比



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

工程渠道：保交付政策催化下，工程业务加速改善

- 22Q3收入增速明显改善，保交付效果逐渐落地。从季度增速来看，22Q3公司收入增速7.1%，同比转正，其中大宗渠道单Q3收入与同期基本持平，环比显著改善。
- 进入2023年，各房企开工积极性增加，除恒大外其他房企订单量也快速增长，预计随着政策逐步落地，各地产商订单有望逐渐体现至公司报表端。

表：江山欧派单季度利润表摘要

单位：亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营收	3	7.6	9.6	9.9	4.7	9.3	8.8	8.7	4.9	7.8	9.4
YOY	24.3%	55.9%	58.7%	43.1%	57.7%	22.5%	-8.3%	-12.1%	3.5%	-16.4%	7.1%
——大宗业务营收					3.59	6.99	6.28	5.32	3.19	4.90	6.26
yoy									-11.15%	-30.0%	-0.3%
毛利率	29.2%	32.6%	35.1%	30.0%	29.5%	30.7%	33.2%	23.0%	24.9%	31.1%	23.4%
销售费用率	10.6%	7.2%	5.9%	3.4%	11.3%	7.7%	8.2%	7.6%	12.3%	14.0%	6.1%
管理费用率	5.4%	2.8%	2.2%	2.8%	5.0%	2.5%	2.8%	7.7%	8.4%	6.9%	6.3%
研发费用率	3.9%	3.0%	2.5%	3.5%	4.0%	2.9%	3.9%	4.6%	4.1%	3.6%	3.7%
财务费用率	-0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.5%
净利率	12.4%	12.8%	18.5%	11.5%	7.0%	15.5%	12.9%	-3.9%	11.2%	7.8%	-9.2%
归母净利润	0.4	1	1.8	1.1	0.3	1.4	1.1	-0.3	0.6	0.6	-0.9
YOY	259.4%	37.3%	80.4%	39.1%	-11.7%	47.9%	-36.0%	-130.0%	67.5%	-57.6%	-175.4%
扣非归母净利润	0.2	1	1.7	1.1	0.3	1.2	1.1	-0.4	0.1	0.5	-1.0
YOY	106.8%	52.5%	126.9%	32.7%	53.4%	27.0%	-36.1%	-138.0%	-71.2%	-60.4%	-186.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

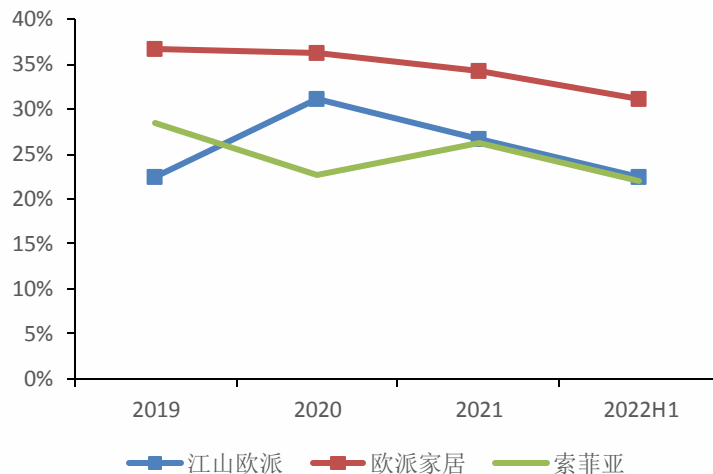
工程直营：入户门、防火门新品空间大，协同性强

- 木门、防火门、柜类产品在渠道上高度一致，品类拓展可助公司充分挖掘大客户潜力，提升销售规模和协同性。防火门和入户门工程渠道市场空间广阔，竞争格局分散。目前毛坯房也基本配置入户门，入户门和防火门天然适合做大宗业务，看好公司充分发挥工程先发优势布局防火门和入户门品类，提升成长天花板。随着产能逐步释放，公司与万科、保利等地产商达成入户门合作并进行小批量试产，预计竣工恢复后逐步批量供货。
- 柜类目前规模在2亿元以上，已经与多家地产商展开合作。公司木门和柜类销售团队共享客户资源，销售团队推广柜类产品的积极性提升，扩展柜类产品有助于公司拓宽与地产商业务合作范围，增加合作粘性。公司柜类产品推出后毛利率达到同业品牌商平均水平，预计订单起量后，公司有望凭借强大的生产管理能力和充分发挥生产规模优势，毛利率有望稳步提升。

表：新品类收入规模

品类	20年收入规模 (亿元)	21年收入规模 (亿元)	22年预计收入规模 (亿元)
柜类	2.2	2.1	同比增长
入户门	-	-	3千万

江山欧派橱柜毛利率与同业对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

工程代理：加大招商力度，现金流优化

- 2021年公司加强工程代理招商力度，2022年公司工程代理招商扩张至约400家。工程代理招商后需6-12个月时间转化，工程代理商已经逐渐贡献收入增量，占比持续提升，截至2022年前三季度工程代理渠道在公司收入体量中占比约25%。
- 公司通过直营工程+工程代理扩展工程业务，其中现金流较好的全国性项目由公司直接与地产商合作；区域性项目、中小地产商通过工程代理商覆盖，由代理商垫资，降低回款风险。工程代理商熟悉区域楼盘项目和地产商情况，具备一定资金实力和落地服务能力，通过工程代理模式公司延长了工程业务的服务半径，同时现金流得以优化。

表：2020-2022年工程代理规模

	20	21	22Q1	22Q2	22H1	22Q1-Q3
工程代理收入规模（百万元）	286.56	503.6	120.74	191.57	312	555.5
yoy		75.74%			34.1%	66.01%
工程代理商数量	100	330			370	400
工程代理收入占比	9.5%	16.0%	24.6%	24.6%	24.6%	25.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

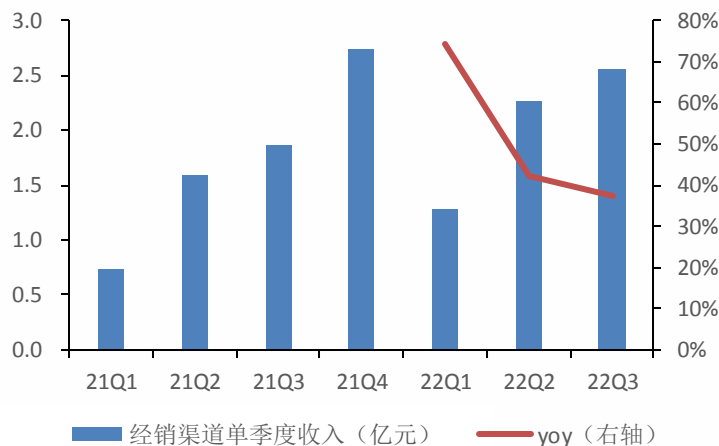
目 录

- ◆ **公司概况：工程业务走出调整期，零售增长曲线成型**
- ◆ **工程渠道：保交付催化竣工加速，工程业务优先受益**
- ◆ **经销渠道：家装渠道起量迅速，第二成长曲线逐渐成型**
- ◆ **核心优势：成本优势突出，制造端护城河深厚**
- ◆ **盈利预测与估值**

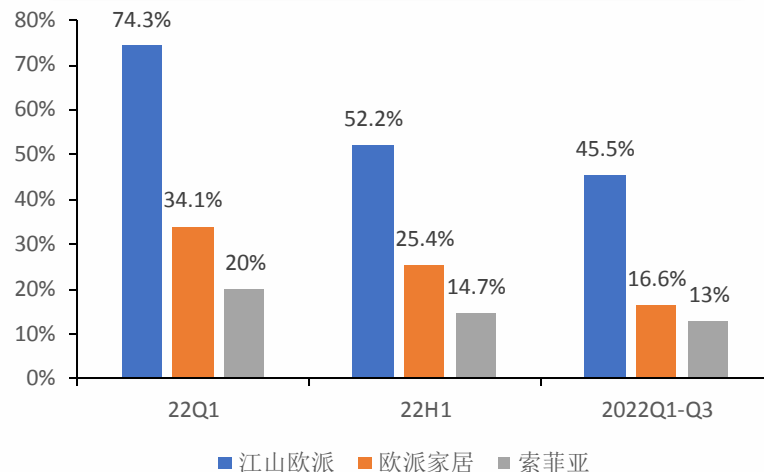
经销渠道：模式理顺，发货额爬坡较快

- 目前公司经销渠道由传统经销商+小家装公司组成，22年Q1-Q3经销渠道实现收入6.1亿元，同比+45.5%，增量主要由经销商数量增长贡献。公司经销渠道合作模式逐渐理顺，单月发货额爬坡较快。20年下半年公司规划切入家装赛道，截至2022年前三季度公司加盟经销商已经突破2.2万家，单月提货额持续爬坡。期间公司通过增加销售人员招聘和培训、为家装公司提供运输和安装等服务支持，突破单月销售瓶颈。尽管短期受经济环境影响，家装公司投资意愿偏谨慎，但公司目前仍维持较快招商速度，标品模式对小家装公司吸引力强，招商天花板较高。
- 现金流方面，经销商下单后为先款后货模式，现金流良好。随着家装业务占比提升，公司整体现金流有望持续改善。

经销渠道单季度收入及增速



2022年前三季度各品牌零售增速对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

经销渠道：对标小厂品质稳定，性价比优势突出

- 公司产品更具性价比，在价格具备竞争力的同时，品牌、品质、供货稳定性优于小厂，家装公司加价空间更大。公司零售端推出330元、550元等系列爆品，对比小厂具备良好竞争力。我们选取阿里1688上成交额排序靠前的小厂商，在此基础上考虑到五金/运费/安装费成本分别约为130元/40元/80元，得到小厂免漆门价格带在480-800元，烤漆门价格带在870-1300元，江山出厂价已经低于大部分小厂单价，价格对标小厂仍具竞争力。
- 公司经销商渠道免漆产品生产周期为15天内，部分标品生产周期3-10天，烤漆门生产周期为15天以上，尽管家装订单零散，公司生产周期仍远远短于小厂平均交付周期，侧面表现出公司对于小而散的家装订单的排单生产流程顺畅，交付及时，制造优势凸显。江山品牌、品质、供货稳定性优于小厂，消费者认可度高，同样进货价格下较小厂产品加价空间更大，对装企具有较强的吸引力。

表：江山和小厂零售交付周期对比

	江山工程	江山家装零售	小厂零售
免漆	30-40天	15天内，部分3-10天	10-15天
烤漆		15天	25-30天

表：部分小厂家实木复合门价格带

厂家	产地	材质	工艺	价格(元/套)	价格(元/套,含配件安装)	备注
苏皇装饰	河北无极县	实木复合门	免漆	230	480	免漆最低价
		实木复合门	烤漆	550	800	烤漆最低价
绿景木门	河北无极县	实木复合门	模压	350	600	
		实木复合门	免漆	270	520	
名望豪门	江山市	实木复合门	烤漆	650	900	
		实木复合门	免漆	358	608	
喜达屋	中山市	实木复合门	烤漆	980	1230	
		实木复合门	轻奢	1250	1500	
森迪	江山市	实木复合门	免漆	500	750	
		实木复合门	烤漆	650	900	
双杨·维拉德	湖州市	实木复合门	免漆	580	830	
福乐之家	金华市	实木复合门	免漆	620	870	免漆最高价
春晓木门	湖州市	实木复合门	烤漆	1050	1300	烤漆最高价

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：阿里1688，每套价格包含门扇+门套+线条，不含五金、运费及安装费，西南证券整理

经销渠道：可向渠道导入新品，打开渠道收入天花板

- 家装渠道合作后可导入标准柜、入户门、防火门、墙板等其他品类，满足家装公司一站式采购需求，逐渐形成平台化优势，增加小B采购额和粘性。2022年初公司与知名设计师共同推出的“欧派高定·DK悦然系列”门墙柜一体化产品已经面市，风格更轻奢、简约，包括玄关、客厅、主卧、客卧等居住空间。门墙柜一体化产品降低了家装公司的设计和采购难度，套系化设计提升产品对终端消费者吸引力。

欧派高定·DK悦然系列门墙柜一体化产品



表：经销渠道收入空间测算

	2021	2022E
加盟商数量	1.3W	2W+
平均年采购额（万元）	8-10	8-10
年化系数	50%	50%
收入（亿元）	6.9	9-10

假设：前期由于新招商较多，新商需要一定时间产生收入，假设年化系数50%，长期伴随加盟商稳定性提升，年化系数提高

数据来源：公司官网，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

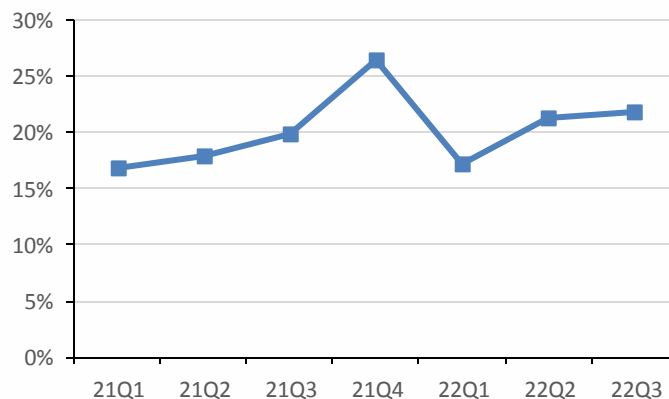
经销渠道：稳态费用率低，长期净利率可观

- 预计随着经销商提货额规模扩大，公司生产制造的规模优势可发挥，固定费用摊薄，毛利率有望稳步提升。2022年前三季度公司经销渠道毛利率达到20.7%，同比提升1.9pp，毛利率保持逆势上涨趋势，规模效应有望持续显现。费用率方面，家装业务前期费用率较高，主要为招商费用、品宣费用、物料促销费用。由于公司以直供货模式为主，除招商和广告宣传外费用极低，随着新商下单逐渐顺畅，招商数量稳定，费用率将维持在较低水平，长期利润空间充分。

表：家装渠道利润率预期

	短期	长期稳态预期
毛利率	18-20%	25-30%
招商费用及广告宣传	12-15%	5-10%
净利率	7-8%	10-12%

江山欧派经销渠道毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

- ◆ **公司概况：工程业务走出调整期，零售增长曲线成型**
- ◆ **工程渠道：保交付催化竣工加速，工程业务优先受益**
- ◆ **经销渠道：家装渠道起量迅速，第二成长曲线逐渐成型**
- ◆ **核心优势：成本优势突出，制造端护城河深厚**
- ◆ **盈利预测与估值**

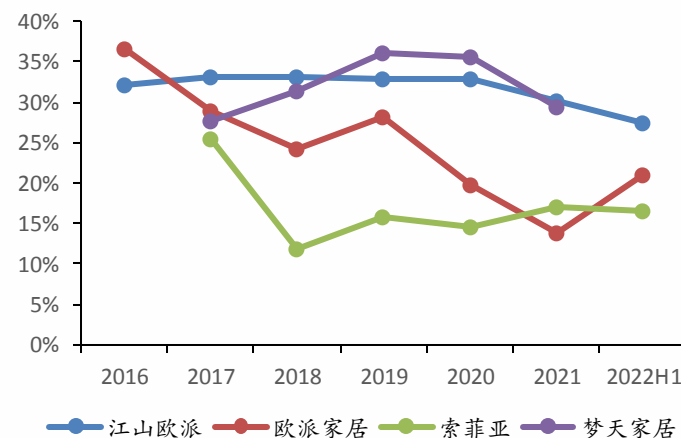
核心优势：成本优势突出，盈利能力稳定

□ 从单位成本和毛利率来看，公司表现出极强的成本优势和盈利能力稳定性，侧面证明公司生产管理的高效率和精细化。对标其他品牌商，公司出厂价格低于同业，但毛利率保持领先。20年公司免漆门平均出厂价格在700元左右，烤漆门1100元左右，价格整体低于其他品牌商；同时2016-2021年公司毛利率水平处于行业领先地位，主要由于公司不断改进生产工艺提升生产效率、扩大规模优势。

表：品牌商木门单价及单位成本对比

单位：元/套	2017	2018	2019	2020	2021
江山欧派					
模压门（免漆）单价	583.5	609.8	708.4	752.6	676.3
模压门单位成本	372.6	390.1	469.9	501.6	462.3
复合门（烤漆）单价	1124.1	1163.4	1088.4	1129.0	1082.0
复合门单位成本	808.2	834.8	745.7	766.3	807.8
欧派·欧铂尼					
单价	889.6	1050.1	1044.2	1208.0	1206.08
单位生产成本	748.4	907.5	914.9	1039.5	1065.35
索菲亚·华鹤					
单价	2035.9	2342.4	1840.3	1847.2	2264.32
单位生产成本	1516.3	2066.2	1548.7	1578.0	1876.33
梦天家居					
单价		1551.8	1594.3	1466.8	
单位生产成本		1047.2	999.4	929.5	

各品牌木门毛利率对比



数据来源：各公司公告，西南证券整理，20年江山防火门并入模压门核算

www.swsc.com.cn

核心优势：产能储备充分，新品产能释放在即

- 公司产能储备充足，目前公司拥有浙江江山、河南兰考、重庆三大生产基地，其中重庆工厂及欧派安防入户门项目厂房已经建设完毕，订单到位后设备可以较快进场，产能有望快速爬坡，应对订单快速增长需求。值得注意的是，公司新产品室内防火门、入户门、柜体等产能均储备充足，室内防火门产线可以与模压门共用，产能上限较高；入户门规划产能可达到150万套，产能增长无虞。

表：江山欧派产能梳理

	已有设计产能			在建产能	
	模压门（万套）	实木复合（万套）	橱衣柜（万套）	入户门（万套）	模压/实木复合/柜体等（万套）
合计产能	约200+	约100	约25	150（欧派安防）	120（重庆基地）

说明：此产能按一班倒计划，实际可按订单情况最多做到3班倒

数据来源：Wind，西南证券整理

核心优势：订单放量后，新产能盈利水平有望提升

- 通过对新品类及产能利用率较低的工厂拆分测算，2022年欧派安防、河南兰考工厂22年受下游地产商订单不足影响，产能利用率较低，预计2023年随着订单增长净利率将显著提升。拆分下来公司本部老基地的净利率可达到14-15%，处于定制家居企业中的较高水平，我们认为市场对公司的生产制造壁垒或存在低估。

表：江山欧派各子公司利润拆分

单位：百万元	2021			2020		
	营业收入	净利润 (剔除减值)	净利率	营业收入	净利润	净利率
总公司	3157.31	386.9	12.3%	2026.6	261.3	12.9%
欧派安防公司	7.2	-15.3		0.0	-5.4	
河南欧派公司	100.0	2.4	2.4%	450	22.2	4.9%
花木匠公司	214.7	0.4	0.2%	65.9	8.9	13.5%
重庆欧派公司	0.0	-8.5				
本部	2835.46	407.87	14.4%	1510.70	235.58	15.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

目 录

- ◆ **公司概况：工程业务走出调整期，零售增长曲线成型**
- ◆ **工程渠道：保交付催化竣工加速，工程业务优先受益**
- ◆ **经销渠道：家装渠道起量迅速，第二成长曲线逐渐成型**
- ◆ **核心优势：成本优势突出，制造端护城河深厚**
- ◆ **盈利预测与估值**

盈利预测与估值

□ 关键假设

- ✓ 假设1：工程代理占比提升，预计23-24年工程代理占工程业务比例提升至34%、39%；
- ✓ 假设2：经销渠道招商数量稳步增长，规模效应显现，预计22-24年经销渠道新招商数量分别为11000家、10000家、8000家；
- ✓ 假设3：22-24年每个经销商提货额年均复合增长5%。

基于以上假设，我们预测公司2022-2024年分业务收入成本如下表：

表：江山欧派收入成本拆分

亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	31.57	33.12	45.12	54.25
yoy	4.8%	4.9%	36.3%	20.2%
营业成本	22.39	24.38	32.59	39.06
毛利率	29.1%	26.4%	27.8%	28.0%
工程				
收入	22.18	20.61	28.60	33.50
yoy	-15%	-7%	39%	17%
成本	15.02	14.49	19.74	23.22
毛利率	32.3%	29.7%	31.0%	30.7%
经销商渠道				
收入	6.93	10.05	14.07	18.29
yoy	181%	45%	40%	30%
成本	5.42	7.94	10.90	13.90
毛利率	21.8%	21.0%	22.5%	24.0%
其他业务				
收入	2.46	2.46	2.46	2.46
yoy	56%	0%	0%	0%
成本	1.95	1.96	1.94	1.94
毛利率	20.7%	20.5%	21%	21%

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

□ 盈利预测与估值

预计2023-2024年公司净利润分别达到5.2亿元，6.4亿元，对应PE分别为17倍、14倍。随着公司商业模式变化，现金流业务占比快速提升，估值中枢有望上行，维持“买入”评级。

表：公司盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3157.31	3311.97	4515.69	5460.07
增长率	4.84%	4.90%	36.34%	20.91%
归属母公司净利润（百万元）	256.90	55.73	523.78	640.93
增长率	-39.67%	-78.31%	839.91%	22.37%
每股收益EPS（元）	1.88	0.41	3.83	4.69
净资产收益率ROE	13.57%	3.00%	22.11%	22.22%
PE	34	157	17	14
PB	4.76	4.85	3.78	3.10

数据来源：Wind，西南证券



分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭
执业证号：S1250522080002
电话：023-67511807
邮箱：zhlt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海 地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼 邮编：200120	深圳 地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼 邮编：518040
北京 地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼 邮编：100033	重庆 地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼 邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱	
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn	
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn	
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn	
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn	
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn	
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn	
	卞黎暘	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
		张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杜小双		高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn	
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn	
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn	
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn	
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn	
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	