

木门工程业务主导，精装趋势下公司发展持续受益

——江山欧派（603208）2018年度财报业绩点评

2019年04月17日

推荐/首次

江山欧派 | 财报点评

投资要点：

事件：4/16 公司发布 2018 年报。报告期内，公司实现营业收入 12.83 亿元，较上年增长 27.05%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元，较上年增长 11.03%。

- **木门工程业务主导，精装趋势下渠道加速放量。**政策推进和地产商集中度提高的趋势下，精装房渗透率具备较大的提升动能。为应对工程业务发展大趋势，公司组建专业工程团队开展业务，在木门工程领域已颇具规模。报告期内，公司工程业务收入实现 9.45 亿元（34.21%yoy），成为营收增长的主要推动力；公司已与恒大、万科、保利等大型地产公司达成战略合作，并不断挖掘优质大工程客户，与恒大签署《战略合作框架协议》进一步绑定大客户，保障未来订单。随着精装修比例提升叠加公司工程渠道战略拓展，公司有望在木门工装领域内获得广阔的发展空间。
- **产能项目建设顺利，保障工程业务的交付能力。**2018 年公司 IPO 募投项目的“年产 30 万套实木复合门项目”和“年产 20.5 万件定制柜类产品项目”相继结项；控股子公司河南恒大欧派完成厂区建设并开始投产。产线完善增强公司规模生产优势，未来随着产能逐步释放，将进一步为工程业务提供强大保障。
- **产品矩阵扩充，有望进一步享受工程业务的成长。**公司主营欧派、欧罗拉、花木匠三类品牌，欧派为木门加工，花木匠为木门+厨衣柜，欧罗拉主营家具销售。2018 年花木匠收入增速高达 36 倍，木门向柜类引流反响良好。同时公司扩充产品矩阵，可提升对 B 端业务的服务能力，有望进一步分享工程业务的成长。
- **毛利率处于可控范围，研发增长致使费用率上升。**报告期内，公司业务快速增长，毛利率小幅下滑-0.2pct，整体处于可控范围内；主要原材料采购单价呈上涨趋势。综合影响下，公司整体毛利率小幅下滑 0.1pct 至 32.49%。费用端，公司销售费用率和管理费用率分别变动-0.58pct 至 9.88%和+1.51pct 至 9.2%，研发费用增加导致管理费用率上升。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 178.89 亿元、233.23 亿元和 291.85 亿元；净利润分别为 20.84 亿元、24.64 亿元、29.98 亿元；EPS 分别为 2.58 元、3.05 元、3.71 元，对应的 PE 分别为 14.93x、12.62x 和 10.37x。首次覆盖，给与公司“推荐”评级。

- **风险提示：**原材料价格加剧的风险、市场竞争加剧的风险

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,009.74	1,282.87	1,788.53	2,332.34	2,918.47
增长率(%)	31.74%	27.05%	39.42%	30.41%	25.13%
净利润(百万元)	137.53	152.70	208.37	246.41	299.83
增长率(%)	25.79%	8.12%	37.42%	18.61%	22.04%
净资产收益率(%)	13.82%	13.91%	16.86%	17.60%	18.75%
每股收益(元)	1.70	1.89	2.58	3.05	3.71
PE	22.62	20.37	14.93	12.62	10.37
PB	3.13	2.83	2.52	2.22	1.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：魏鹤翀

010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	38.49-38.26
总市值(亿元)	31.11
流通市值(亿元)	11.86
总股本/流通 A 股(万股)	8082/3082
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.41

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

表 1: 报告期内营业收入分布 (百万)

	2016	2017	2018
夹板模门	480.00	608.26	754.80
yoy		27%	24%
毛利率	35%	36%	36%
实木复合门	254.69	368.72	450.30
yoy		45%	22%
毛利率	26%	28%	28%
其他产品	20.49	20.85	36.46
yoy		2%	75%
毛利率	9%	4%	12%
合计	766.49	1,009.74	1,282.87
yoy		32%	27%
毛利率	32%	33%	33%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2: 分渠道/品牌业务增长情况(百万)

	营业收入	yoy	% of all	毛利率	yoy
分渠道:					
经销渠道	296.19	0.94%	24%	34.26%	0.9%
大宗业务	945.37	34.21%	76%	31.93%	-0.2%
分品牌:					
欧派	1216.68	24.21%	98%	32.81%	0.17%
欧罗拉	10.4	-42%	0.8%	24.19%	-0.42%
花木匠	14.48	3570%	0.12%	11.77%	-31%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1150	1342	2662	2982	3495	营业收入	1010	1283	1789	2332	2918
货币资金	633	593	1578	1535	1652	营业成本	677	863	1217	1599	2016
应收账款	171	242	337	440	550	营业税金及附加	11	14	20	26	33
其他应收款	5	4	5	7	8	营业费用	106	127	198	258	323
预付款项	9	19	32	49	70	管理费用	78	63	124	180	225
存货	136	230	325	427	538	财务费用	9	14	-1	-6	-15
其他流动资产	3	25	64	107	153	资产减值损失	10	10	10	10	10
非流动资产合计	558	810	59	59	100	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	14	16	16	16	16
固定资产	186	513	0	0	12	营业利润	158	173	237	281	343
无形资产	168	170	0	0	0	营业外收入	2	0	0	0	0
其他非流动资产	24	26	26	26	26	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	1708	2152	2721	3041	3596	利润总额	160	173	237	281	343
流动负债合计	495	783	1217	1378	1737	所得税	22	24	33	39	47
短期借款	9	0	156	0	0	净利润	138	149	204	242	296
应付账款	134	183	255	334	421	少数股东损益	0	-4	-4	-4	-4
预收款项	93	140	205	290	396	归属母公司净利润	138	153	208	246	300
一年内到期的	0	11	11	11	11	EBITDA	188	214	236	275	328
非流动负债合计	146	204	204	204	204	EPS (元)	1.70	1.89	2.58	3.05	3.71
长期借款	0	56	56	56	56	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	641	986	1420	1581	1940	成长能力					
少数股东权益	72	68	64	60	56	营业收入增长	31.74%	27.05%	39.42%	30.41%	25.13%
实收资本(或股	81	81	81	81	81	营业利润增长	32.10%	9.01%	37.39%	18.60%	22.02%
资本公积	518	518	518	518	518	归属于母公司净利	36.45%	18.26%	36.45%	18.26%	21.68%
未分配利润	346	433	480	537	605	获利能力					
归属母公司股	995	1098	1236	1400	1599	毛利率(%)	32.93%	32.73%	31.93%	31.43%	30.93%
负债和所有者	1708	2152	2721	3041	3596	净利率(%)	13.62%	11.59%	11.43%	10.40%	10.14%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.05%	7.10%	7.66%	8.10%	8.34%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.82%	13.91%	16.86%	17.60%	18.75%
经营活动现金	33	204	140	183	237	偿债能力					
净利润	138	149	204	242	296	资产负债率(%)	38%	46%	52%	52%	54%
折旧摊销	20	28	0	0	0	流动比率	2.33	1.71	2.19	2.17	2.01
财务费用	9	14	-1	-6	-15	速动比率	2.05	1.42	1.92	1.86	1.70
应收账款减少	0	0	-95	-103	-110	营运能力					
预收帐款增加	0	0	65	85	106	总资产周转率	0.79	0.66	0.73	0.81	0.88
投资活动现金	-141	-296	7	7	7	应收账款周转率	8	6	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.28	8.10	8.18	7.92	7.72
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	16	16	16	16	每股收益(最新摊	1.70	5.00	2.58	3.05	3.71
筹资活动现金	494	8	87	-233	-86	每股净现金流(最	4.78	-1.04	2.89	-0.53	1.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	12.31	13.58	15.30	17.32	19.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	20	0	0	0	0	P/E	22.62	20.37	14.93	12.62	10.37
资本公积增加	426	0	0	0	0	P/B	3.13	2.83	2.52	2.22	1.95
现金净增加额	386	-84	234	-43	158	EV/EBITDA	13.23	12.07	7.44	5.97	4.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。