

业绩符合预期，期待新品类放量

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年年报和2021年一季报，2020年公司实现收入30.1亿元，同比增长48.6%；实现归母净利润4.3亿元，同比增加63%；实现扣非归母净利润3.9亿元，同比增长71.8%。21年Q1公司实现营业收入4.7亿元，同比+57.7%，归母净利润0.3亿元，同比-11.7%；扣非后归母净利润2878万，同比+53.4%。年报净利润低于业绩快报主要是公司对华夏幸福的应收账款计提了80%的坏账准备。21Q1净利润增速下滑主要是去年同期收到政府补助导致基数较高所致，扣非净利增速与收入增速基本持平。
- **受益规模扩张，柜类毛利率明显提升，盈利能力稳定。**2020年公司整体毛利率为32.2%，同比-0.6pp，毛利率较为稳定。其中，夹板模压门毛利率为33.4%，同比-0.3pp；实木复合门毛利率为32.1%，同比+0.6pp；柜类产品毛利率为31%，同比+8.6pp。费用方面，本年度公司整体费率为12.1%，同比-2.9pp，主要是运输费用调整至成本且公司加强精细化管理。其中销售费率为5.9%，同比-2.3pp；管理费率为2.9%，同比-0.8pp；财务费用率为0.3%，同比+0.2pp；研发费用率为3.1%，同比-0.7pp。综合影响下公司实现净利率14.1%，同比增加1.2pp，盈利能力继续提升。21Q1公司毛利率为29.5%，同比提升0.3pp；贴现增加导致公司财务费用率上升至0.33% (+0.57pp)，整体费用率为9.4% (-0.34pp)，净利率为7% (-5.5pp)，扣非净利率为6.1% (-0.2pp)。一季度经营活动现金流量净额为-3.6亿，同比下降53.1%，筹资活动的现金流量净额为2.6亿，主要是应收款贴现。
- **精装率短期波动不改中长期向上趋势。**2020年由于地产商的现金流偏紧，资金回笼需求加大，部分精装房有改毛坯房的情况存在，导致精装率短期有回落。但我们认为短期波动不改精装率中长期向上趋势，无论是从地产商主观的盈利驱动还是客观的政策驱动都为精装房提供了增长的环境，随着龙头地产商（精装率普遍较高）的集中度进一步提升，带动精装率上行的趋势将会持续。
- **工程业务壁垒突出，新客户新品类逐渐起量。**20年下半年以来下游需求逐渐修复，出货回升，公司大宗业务继续放量。工程渠道的收入占比保持在85%以上，同比增速预计达到50%+。精装渗透率的提升将长期利好工装市场，公司作为龙头将继续受益于行业红利，我们判断公司的业绩增速仍将处于较快增长水平。今年公司的业务发展有几个亮点：1) 新客户如华润、新城控股、保利、美的、阳光城、旭辉、中海等也呈现逐渐放量趋势，接单保持高增长，新进入融创等供货体系，有望在明年起量。2) 防火门和柜类表现较好，橱柜品牌花木匠增速超预期，防火门已与美的、万科等签署供货协议，预计21年底150万套入户门生产线将投产，重庆新产能基地木门项目产能也将逐渐释放，防火门和入户门市场空间广阔，单价和盈利能力均较高，有望助力公司业绩再提速。3) 公司的制造壁垒较显著，在订单获取上有一定优势。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为5.9元、7.78元、9.85元，对应PE分别为20倍、15倍和12倍，考虑到行业红利持续，工程业务处于放量期，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；投产进度不及预期的风险。

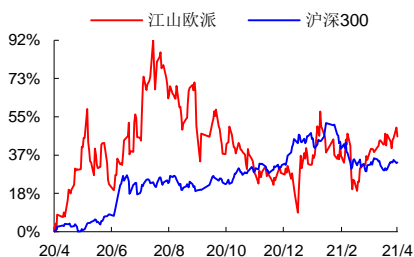
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3011.51	4200.10	5532.52	6978.50
增长率	48.60%	39.47%	31.72%	26.14%
归属母公司净利润(百万元)	425.79	620.22	817.53	1034.42
增长率	62.96%	45.66%	31.81%	26.53%
每股收益EPS(元)	4.05	5.90	7.78	9.85
净资产收益率ROE	24.28%	26.67%	27.35%	27.06%
PE	29	20	15	12
PB	7.43	5.66	4.33	3.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.05
流通A股(亿股)	1.05
52周内股价区间(元)	87.39-166.5
总市值(亿元)	122.55
总资产(亿元)	37.07
每股净资产(元)	16.01

相关研究

1. 江山欧派(603208): 控费提效, 盈利能力维持较高水平 (2021-01-27)
2. 江山欧派(603208): 业绩再超预期, 多品类布局发力 (2021-01-13)
3. 江山欧派(603208): 长期逻辑持续演绎, 竞争壁垒逐渐凸显 (2020-10-30)
4. 江山欧派(603208): 业绩超预期, 新客户新品类亮点纷呈 (2020-08-18)
5. 江山欧派(603208): 精装红利下再谈公司被忽视的制造优势 (2020-05-14)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3011.51	4200.10	5532.52	6978.50	净利润	439.31	620.22	817.53	1034.42
营业成本	2041.70	2884.93	3802.81	4819.44	折旧与摊销	75.74	67.66	72.11	77.51
营业税金及附加	19.62	31.62	39.47	48.15	财务费用	7.47	26.06	24.44	27.04
销售费用	177.63	264.61	354.08	432.67	资产减值损失	-7.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.34	264.61	354.08	439.65	经营营运资本变动	-243.90	134.72	-74.95	-155.76
财务费用	7.47	26.06	24.44	27.04	其他	-32.12	4.04	-0.32	-0.59
资产减值损失	-7.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	239.26	852.70	838.80	982.63
投资收益	-23.39	-1.99	0.27	0.27	资本支出	-131.95	-100.00	-150.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-160.88	-1.99	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-292.83	-101.99	-149.73	-159.73
营业利润	518.35	726.29	957.91	1211.83	短期借款	52.88	26.47	-79.34	0.00
其他非经营损益	-1.48	-8.00	-10.00	-10.00	长期借款	-23.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	516.87	718.29	947.91	1201.83	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	77.56	98.07	130.38	167.41	支付股利	0.00	-112.00	-154.65	-200.86
净利润	439.31	620.22	817.53	1034.42	其他	41.64	-48.83	-24.44	-27.04
少数股东损益	13.52	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	70.61	-134.36	-258.43	-227.90
归属母公司股东净利润	425.79	620.22	817.53	1034.42	现金流量净额	14.29	616.35	430.64	595.00
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	643.68	1260.03	1690.67	2285.68	成长能力				
应收和预付款项	1378.83	1970.24	2574.05	3256.73	销售收入增长率	48.60%	39.47%	31.72%	26.14%
存货	400.42	563.74	743.81	943.50	营业利润增长率	67.24%	40.12%	31.89%	26.51%
其他流动资产	158.74	16.01	21.09	26.61	净利润增长率	63.39%	41.18%	31.81%	26.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.20%	36.31%	28.59%	24.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	975.27	1002.78	1065.84	1123.49	毛利率	32.20%	31.31%	31.26%	30.94%
无形资产和开发支出	264.88	269.72	284.55	309.39	三费率	9.01%	13.22%	13.24%	12.89%
其他非流动资产	89.75	89.75	89.75	89.75	净利率	14.59%	14.77%	14.78%	14.82%
资产总计	3911.58	5172.28	6469.77	8035.15	ROE	24.28%	26.67%	27.35%	27.06%
短期借款	52.88	79.34	0.00	0.00	ROA	11.23%	11.99%	12.64%	12.87%
应付和预收款项	1323.59	2179.65	2805.67	3440.09	ROIC	25.00%	28.85%	31.92%	32.64%
长期借款	62.30	62.30	62.30	62.30	EBITDA/销售收入	19.98%	19.52%	19.06%	18.86%
其他负债	663.61	525.06	612.99	710.39	营运能力				
负债合计	2102.38	2846.35	3480.96	4212.78	总资产周转率	0.89	0.92	0.95	0.96
股本	105.06	105.06	105.06	105.06	固定资产周转率	3.74	4.55	5.66	6.66
资本公积	493.30	493.30	493.30	493.30	应收账款周转率	6.75	6.81	6.56	6.47
留存收益	1058.58	1566.80	2229.68	3063.25	存货周转率	5.13	5.97	5.80	5.70
归属母公司股东权益	1648.44	2165.16	2828.05	3661.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.30%	—	—	—
少数股东权益	160.76	160.76	160.76	160.76	资本结构				
股东权益合计	1809.21	2325.92	2988.81	3822.37	资产负债率	53.75%	55.03%	53.80%	52.43%
负债和股东权益合计	3911.58	5172.28	6469.77	8035.15	带息债务/总负债	5.48%	4.98%	1.79%	1.48%
					流动比率	1.44	1.50	1.59	1.67
					速动比率	1.22	1.28	1.35	1.43
					股利支付率	0.00%	18.06%	18.92%	19.42%
					每股指标				
					每股收益	4.05	5.90	7.78	9.85
					每股净资产	15.69	20.61	26.92	34.85
					每股经营现金	2.28	8.12	7.98	9.35
					每股股利	0.00	1.07	1.47	1.91
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	601.56	820.01	1054.46	1316.38					
PE	28.78	19.76	14.99	11.85					
PB	7.43	5.66	4.33	3.35					
PS	4.07	2.92	2.22	1.76					
EV/EBITDA	19.40	13.47	9.99	7.55					
股息率	0.00%	0.91%	1.26%	1.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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

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

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn