

江山欧派 (603208)

证券研究报告

2021年04月28日

大宗业务收入同比+61%，产能稳步扩张支撑未来业绩增长

公司发布 20 年报及 21 年一季报：20 年公司实现营业收入 30.1 亿元，同比+48.6%，归母净利润 4.3 亿元，同比+63.0%，扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+71.8%。其中，Q4 单季度实现营业收入 9.9 亿元，同比+43.1%；归母净利润 1.1 亿元，同比+39.1%，扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+32.6%，保持双位数增长态势。21Q1 公司实现收入 4.7 亿元，同比+57.7%，较 19Q1 增长 96.0%，归母净利润 0.3 亿元，同比-11.7%，较 19Q1 增长 217.5%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比+53.4%，较 19Q1 增长 217.2%。

大宗业务拓展顺利，收入同比+61%，贡献约 87%的收入。20 年公司大宗工程业务实现收入 26.1 亿元，同比+61.0%，占总收入比由 19 年的 79.9% 提升至 20 年的 86.6%，同比+6.7pct。伴随住宅精装修渗透率提升，木门产品工程渠道的需求随之提升，公司凭借在工程领域的丰富经验和成熟团队，在维护现有优质客户的同时，持续开拓实力强、信誉好、履约能力强的新客户，目前已与恒大、万科、保利、旭辉、中海、新城控股等头部地产公司建立了战略合作关系，我们认为大宗业务未来仍将是推动公司收入增长的主要驱动因素。

持续推进多品类布局，20 年柜类产品收入同比+238%。分品类看，20 年公司夹板模压门、实木复合门、柜类产品收入分别为 17.9/7.9/2.2 亿元，同比+59.4%/+15.7%/+238.0%。公司核心产品模压门维持高增速，新拓展的柜类产品增速显著，产品矩阵逐步完善为收入规模扩大奠定基础。

盈利能力稳定，费用管控得当。公司 20 年毛利率为 32.2%，同比持平，净利率为 14.6%，同比+1.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.9%/2.9%/3.1%/0.2%，同比分别-2.7pct/-0.8pct/-0.7pct/+0.3pct，销售费用率显著下降，原因为执行新收入准则，运费计入营业成本。21Q1 公司毛利率 29.5%，同比+0.3pct，净利率 7.2%，同比-5.4pct，主要原因为 20Q1 获得政府补贴 2146 万元，剔除政府补贴等影响，21Q1 扣非后归母净利率为 6.1%，同比-0.2pct，基本维持稳定。21Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.3%/5.0%/4.0%/0.3%，同比分别+0.7pct/-0.3pct/+0.1pct/+0.6pct，销售费用率略有提升，主要系人员费用增加，财务费用率提升主要系汇兑损益及票据贴现费用增加。

产能扩张稳步推进，供应链优化提升交付能力。20 年公司江山莲华山工业园 120 万套木门项目、重庆欧派生产基地（租赁）木门项目均已投产，河南兰考基地产能逐步提高，防火门产线和重庆年产 120 万套木门项目正在基建中，产能稳步扩张为未来业务增长提供有力支撑。同时，公司加强供应链建设，生产环节通过智能化、自动化改造，提升生产效率，进一步缩短交货周期，提升客户满意度。

盈利预测与估值：我们看好公司木门业务的发展，伴随产能扩张、产品拓展，规模效应逐步显现，将进一步推升整体盈利能力。借精装修政策东风，受益于下游房地产行业集中度提升，公司市场份额或将进一步提高，预计公司 21-23 年净利润分别为 5.8/7.4/8.8 亿元，同比+35.1%/+28.0%/+19.6%，对应 PE 为 21.3/16.6/13.9x，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度过高风险；地产交付不及预期；行业竞争加剧等。

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	116.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	105.06
流通 A 股股本(百万股)	105.06
A 股总市值(百万元)	12,255.35
流通 A 股市值(百万元)	12,255.35
每股净资产(元)	16.01
资产负债率(%)	50.28
一年内最高/最低(元)	167.10/86.67

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《江山欧派-季报点评:工装业务驱动 Q3 业绩增长加速, Q4 或维持快速增长》 2020-11-02
- 《江山欧派-半年报点评:Q2 超市场预期, 下半年或加速增长》 2020-08-18
- 《江山欧派-首次覆盖报告:木门行业领军者, 工程业务快速增长》 2020-05-16

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,026.63	3,011.51	4,250.49	5,566.02	6,708.76
增长率(%)	57.98	48.60	41.14	30.95	20.53
EBITDA(百万元)	430.41	745.81	715.88	910.43	1,075.36
净利润(百万元)	261.29	425.79	575.27	736.49	880.76
增长率(%)	71.11	62.96	35.11	28.03	19.59
EPS(元/股)	2.49	4.05	5.48	7.01	8.38
市盈率(P/E)	46.90	28.78	21.30	16.64	13.91
市净率(P/B)	9.34	7.43	5.80	4.50	3.51
市销率(P/S)	6.05	4.07	2.88	2.20	1.83
EV/EBITDA	8.48	14.25	15.26	11.85	8.79

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	598.91	643.68	1,457.06	1,603.16	2,956.66
应收票据及应收账款	678.98	1,339.20	1,336.91	1,818.80	1,984.80
预付账款	32.18	29.07	66.80	60.68	88.21
存货	390.67	400.42	822.09	785.84	1,166.55
其他	88.11	169.31	100.36	125.22	137.72
流动资产合计	1,788.85	2,581.68	3,783.22	4,393.70	6,333.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	704.67	906.44	920.16	942.13	956.03
在建工程	140.30	68.83	77.30	94.38	86.63
无形资产	167.11	264.88	256.71	248.54	240.37
其他	61.05	89.75	66.53	72.44	76.24
非流动资产合计	1,073.14	1,329.91	1,320.70	1,357.49	1,359.28
资产总计	2,861.98	3,911.58	5,103.92	5,751.19	7,693.22
短期借款	0.00	52.88	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	754.73	1,112.51	1,581.12	1,958.55	2,318.30
其他	477.92	626.02	1,059.11	689.75	1,468.92
流动负债合计	1,232.65	1,791.41	2,640.23	2,648.30	3,787.22
长期借款	86.17	62.30	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	152.70	248.67	182.93	194.77	208.79
非流动负债合计	238.87	310.97	182.93	194.77	208.79
负债合计	1,471.52	2,102.38	2,823.16	2,843.07	3,996.01
少数股东权益	78.46	160.76	166.72	183.96	202.97
股本	80.82	105.06	105.06	105.06	105.06
资本公积	517.59	493.30	493.30	493.30	493.30
留存收益	1,231.19	1,551.88	2,008.98	2,619.10	3,389.18
其他	(517.59)	(501.80)	(493.30)	(493.30)	(493.30)
股东权益合计	1,390.47	1,809.21	2,280.75	2,908.12	3,697.21
负债和股东权益总计	2,861.98	3,911.58	5,103.92	5,751.19	7,693.22

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	268.87	439.31	575.27	736.49	880.76
折旧摊销	56.12	75.74	45.98	49.13	52.01
财务费用	3.58	10.11	(3.22)	(11.51)	(17.15)
投资损失	20.43	23.39	9.12	9.12	9.12
营运资金变动	(92.37)	(20.41)	479.81	(454.09)	561.94
其它	67.03	(288.87)	6.27	17.53	19.45
经营活动现金流	323.67	239.26	1,113.23	346.67	1,506.12
资本支出	311.22	207.84	125.73	68.17	35.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(674.11)	(500.67)	(194.86)	(157.29)	(95.10)
投资活动现金流	(362.88)	(292.83)	(69.12)	(89.12)	(59.12)
债权融资	110.95	146.44	22.48	26.18	26.64
股权融资	1.92	(16.01)	11.72	11.51	17.15
其他	(118.36)	(59.82)	(264.93)	(149.14)	(137.29)
筹资活动现金流	(5.49)	70.61	(230.73)	(111.45)	(93.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(44.71)	17.04	813.38	146.10	1,353.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,026.63	3,011.51	4,250.49	5,566.02	6,708.76
营业成本	1,373.69	2,041.70	2,899.92	3,824.91	4,633.89
营业税金及附加	14.58	19.62	35.34	40.86	49.58
营业费用	174.43	177.63	340.04	445.28	536.70
管理费用	73.56	86.34	148.77	194.81	234.81
研发费用	78.09	93.67	147.99	193.79	225.27
财务费用	(1.92)	7.47	(3.22)	(11.51)	(17.15)
资产减值损失	(4.34)	(7.23)	(0.59)	(4.06)	(3.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(20.43)	(23.39)	(9.12)	(9.12)	(9.12)
其他	29.03	97.36	18.25	18.25	18.25
营业利润	309.95	518.35	673.12	872.81	1,040.50
营业外收入	1.35	1.33	1.04	1.24	1.20
营业外支出	7.31	2.81	3.56	4.56	3.64
利润总额	303.99	516.87	670.59	869.49	1,038.06
所得税	35.13	77.56	89.06	115.47	137.86
净利润	268.87	439.31	581.53	754.02	900.20
少数股东损益	7.58	13.52	6.27	17.53	19.45
归属于母公司净利润	261.29	425.79	575.27	736.49	880.76
每股收益(元)	2.49	4.05	5.48	7.01	8.38

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	57.98%	48.60%	41.14%	30.95%	20.53%
营业利润	79.50%	67.24%	29.86%	29.67%	19.21%
归属于母公司净利润	71.11%	62.96%	35.11%	28.03%	19.59%
获利能力					
毛利率	32.22%	32.20%	31.77%	31.28%	30.93%
净利率	12.89%	14.14%	13.53%	13.23%	13.13%
ROE	19.91%	25.83%	27.21%	27.04%	25.21%
ROIC	46.82%	53.11%	47.53%	95.80%	70.51%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51.42%	53.75%	55.31%	49.43%	51.94%
净负债率	-35.09%	-27.48%	-62.90%	-54.23%	-79.25%
流动比率	1.45	1.44	1.43	1.66	1.67
速动比率	1.13	1.22	1.12	1.36	1.36

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	3.52	2.98	3.18	3.53	3.53
存货周转率	6.53	7.61	6.95	6.92	6.87
总资产周转率	0.81	0.89	0.94	1.03	1.00

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.49	4.05	5.48	7.01	8.38
每股经营现金流	3.08	2.28	10.60	3.30	14.34
每股净资产	12.49	15.69	20.12	25.93	33.26

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	46.90	28.78	21.30	16.64	13.91
市净率	9.34	7.43	5.80	4.50	3.51
EV/EBITDA	8.48	14.25	15.26	11.85	8.79
EV/EBIT	9.75	15.87	16.30	12.53	9.24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com