

## 战略升级 2.0, 家装业务空间广阔

### 投资要点

- **事件: 近期公司发布可转债发行公告, 我们对公司投资逻辑进一步梳理。**在过去两年公司的推荐逻辑里, 我们认为公司是受益精装红利标的中具有 $\alpha$ 优势的, 而且木门本身是非常适合做工程业务的品类。公司较强的生产制造和成本控制能力充分贴合大宗业务模式, 通过大规模标品化生产, 公司的盈利能力也位居行业中较高水平, 当前这一逻辑仍在持续兑现。未来公司会持续加大在优质大客户中的渗透率, 通过开拓新客户来降低对单一客户依赖, 并通过发展工程代理等方式控制现金流压力, 持续稳健增长。
- **未来公司增长点: 1) 品类扩张。**从目前情况看公司的制造优势可以向新品类如入户门、防火门等复制, 制造成本较现有竞争对手仍有优势, 且目前看无论是毛坯还是精装地产商都要采购入户门, 所以入户门做工程的逻辑非常顺畅, 可以通过现有客户资源较快实现品类扩张; **2) 开拓客户。**公司现有储备客户 70 余家, 但实际上量的客户还比较少, 公司需要在未来一两年进入新客户招标体系, 逐渐形成稳定供应, 新产能逐渐释放也有助于客户扩张; **3) 家装新赛道崛起。**从去年下半年开始, 董事长亲自主管家装赛道, 前 5 个月招商和订单增长亮眼, 从去年十月开始上样后公司逐渐摸索出适合的销售模式。选择发力家装赛道的原因主要是家装业务市场空间非常大, 且家装可以做小 B 标准化产品, 以价格取代个性化, 得以将公司的制造优势充分发挥, 复制在大 B 业务中的成功经验。公司当前仍在战术迭代阶段, 未来这一赛道大有可为。
- **地产商现金流压力压制公司短期估值。**2020 下半年来由于地产商的现金流偏紧, 资金回笼压力较大, 压制公司短期估值。公司出于谨慎原则, 20 年年报中计提华夏幸福应收款 80% 坏账准备。恒大在 20 年占公司收入约 20%+, 预计今年占比将进一步下降, 应收款风险有望逐渐降低, 大客户进一步分散。中长期来看, 我们认为短期波动不改精装率上行趋势, 虽然短期 $\beta$ 端有压制, 但公司的中长期成长属性仍然凸出, 静待预期修复。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 5.76 元、7.56 元、9.67 元, 对应 PE 分别为 16 倍、12 倍和 10 倍, 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; 投产进度不及预期的风险; 现金流回收不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3011.51	4198.18	5510.78	7101.59
增长率	48.60%	39.40%	31.27%	28.87%
归属母公司净利润 (百万元)	425.79	605.60	794.77	1015.43
增长率	62.96%	42.23%	31.24%	27.76%
每股收益 EPS (元)	4.05	5.76	7.56	9.67
净资产收益率 ROE	24.28%	26.20%	26.90%	26.90%
PE	23	16	12	10
PB	5.92	4.54	3.49	2.70

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: zhlt@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)	87.39-153.47
总市值(亿元)	97.65
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): 业绩符合预期, 期待新品类放量 (2021-04-28)
2. 江山欧派 (603208): 控费提效, 盈利能力维持较高水平 (2021-01-27)
3. 江山欧派 (603208): 业绩再超预期, 多品类布局发力 (2021-01-13)
4. 江山欧派 (603208): 长期逻辑持续演绎, 竞争壁垒逐渐凸显 (2020-10-30)
5. 江山欧派 (603208): 业绩超预期, 新客户新品类亮点纷呈 (2020-08-18)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3011.51	4198.18	5510.78	7101.59	净利润	439.31	605.60	794.77	1015.43
营业成本	2041.70	2888.32	3800.28	4920.62	折旧与摊销	75.74	80.70	85.15	90.56
营业税金及附加	19.62	31.60	39.32	49.00	财务费用	7.47	33.74	45.58	61.88
销售费用	177.63	268.68	341.67	433.20	资产减值损失	-7.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.34	264.49	352.69	447.40	经营营运资本变动	-251.65	-299.59	-432.59	-679.61
财务费用	7.47	33.74	45.58	61.88	其他	-24.37	0.17	-4.20	2.00
资产减值损失	-7.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>239.26</b>	<b>420.62</b>	<b>488.70</b>	<b>490.25</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-292.83</b>	<b>-101.99</b>	<b>-149.73</b>	<b>-159.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>518.35</b>	<b>709.36</b>	<b>931.52</b>	<b>1189.76</b>	短期借款	52.88	465.65	251.39	403.87
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
<b>利润总额</b>	<b>516.87</b>	<b>701.36</b>	<b>921.52</b>	<b>1179.76</b>	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	77.56	95.76	126.75	164.33	支付股利	-80.82	-112.00	-151.00	-195.26
净利润	439.31	605.60	794.77	1015.43	其他	122.46	-56.51	-45.58	-61.88
少数股东损益	13.52	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>70.61</b>	<b>297.14</b>	<b>54.81</b>	<b>146.72</b>
归属母公司股东净利润	425.79	605.60	794.77	1015.43	<b>现金流量净额</b>	<b>14.29</b>	<b>615.77</b>	<b>393.78</b>	<b>477.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	643.68	1259.45	1653.23	2130.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1378.83	2371.30	3329.70	4577.50	销售收入增长率	48.60%	39.40%	31.27%	28.87%
存货	400.42	571.49	757.74	979.44	营业利润增长率	67.24%	36.85%	31.32%	27.72%
其他流动资产	158.74	16.01	21.01	27.08	净利润增长率	63.39%	37.85%	31.24%	27.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.20%	36.94%	28.94%	26.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	975.27	992.21	1044.70	1091.78	毛利率	32.20%	31.20%	31.04%	30.71%
无形资产和开发支出	264.88	267.24	279.60	301.96	三费率	9.01%	13.50%	13.43%	13.27%
其他非流动资产	89.75	89.75	89.75	89.75	净利率	14.59%	14.43%	14.42%	14.30%
<b>资产总计</b>	<b>3911.58</b>	<b>5567.45</b>	<b>7175.73</b>	<b>9197.99</b>	ROE	24.28%	26.20%	26.90%	26.90%
短期借款	52.88	518.53	769.91	1173.78	ROA	11.23%	10.88%	11.08%	11.04%
应付和预收款项	1323.59	2149.95	2775.70	3466.60	ROIC	25.00%	26.04%	25.93%	25.00%
长期借款	62.30	62.30	62.30	62.30	EBITDA/销售收入	19.98%	19.62%	19.28%	18.90%
其他负债	663.61	525.38	612.75	720.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2102.38</b>	<b>3256.15</b>	<b>4220.66</b>	<b>5422.76</b>	总资产周转率	0.89	0.89	0.86	0.87
股本	105.06	105.06	105.06	105.06	固定资产周转率	3.74	4.57	5.73	6.95
资本公积	493.30	493.30	493.30	493.30	应收账款周转率	6.75	6.27	5.84	6.11
留存收益	1058.58	1552.18	2195.94	3016.10	存货周转率	5.08	5.86	5.68	5.64
归属母公司股东权益	1648.44	2150.54	2794.31	3614.47	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1809.21</b>	<b>2311.30</b>	<b>2955.07</b>	<b>3775.23</b>	资产负债率	53.75%	58.49%	58.82%	58.96%
负债和股东权益合计	3911.58	5567.45	7175.73	9197.99	带息债务/总负债	5.48%	17.84%	19.72%	22.79%
					流动比率	1.44	1.43	1.47	1.51
					速动比率	1.22	1.24	1.28	1.32
					股利支付率	18.98%	18.49%	19.00%	19.23%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	601.56	823.80	1062.24	1342.20	每股收益	4.05	5.76	7.56	9.67
PE	22.93	16.13	12.29	9.62	每股净资产	15.69	20.47	26.60	34.40
PB	5.92	4.54	3.49	2.70	每股经营现金	2.28	4.00	4.65	4.67
PS	3.24	2.33	1.77	1.38	每股股利	0.77	1.07	1.44	1.86
EV/EBITDA	15.26	10.92	8.34	6.54					
股息率	0.83%	1.15%	1.55%	2.00%					

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 指数涨幅在-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	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