

工程业务暂处调整期，探索第二成长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布2021年半年报，2021H1公司实现营收14.1亿元（+32.5%），相比19年增长92.7%；实现归母净利润1.8亿元（+31.4%），相比19年增长118.5%；实现扣非归母净利润1.5亿元（+31.4%）。单Q2实现营收9.3亿元（+22.5%），净利润1.4亿元（+47.9%），扣非净利润增速27%。
- **工程毛利率稳定，新业务处于培育期。**2021H1公司毛利率30.3%，其中工程渠道毛利率32.6%（+2.3pp），随着产能利用率提升，规模优势持续发挥，原材料价格和招投标价格波动较小，工程毛利率稳定；经销渠道毛利率18%（-5.5pp），主要由于家装新业务处于启动初期，定价具有吸引力而规模效应尚未显现。费用方面，上半年公司整体费用率为15.8%（+2.5pp）。其中，销售费用率8.9%（+2.4pp），主要由于为拓展家装新业务及工程代理招商，对销售人员的激励力度及营销费用投入加大所致；管理/财务/研发费用率分别为3.3%/0.3%/3.3%，同比-0.2pp/+0.2pp/0pp。综合影响下公司净利润率为12.8%（+0.1pp），相比19年增长1.6pp，盈利能力稳定。应收款方面，公司上半年应收款项12.7亿元（+24.3%）；其中应收票据7亿元，较年初减少1.4亿元。现金流方面，到二季度末公司经营现金流净额为-4.8亿，主要由于上半年收到的票据贴现款（4.9亿元）的现金流计入筹资活动现金流。整体来看公司回款短期受地产商现金流紧张影响，伴随工程渠道的战略转变及家装等业务放量，现金流压力有望缓解。
- **直营客户多元化+工程代理齐头并进，降低大客户风险。**21年上半年公司为增强回款，对恒大业务逐渐减量，叠加整个精装市场增速回落，公司工程业务收入增速有所放缓。上半年工程渠道收入10.6亿元（+14.4%）。针对工程渠道的潜在压力，公司前瞻性转变工程渠道布局：1）公司去年6月开始加大招标力度，目前储备客户70余家，公司需要一定时间进入新客户招标体系，形成稳定供应，1-2年内新客户有望逐渐放量。2）重视工程代理业务，直营和工程代理齐头并进，工程代理对接中型地产商，帮助公司拓展工程业务外延，降低回款风险。目前公司已拥有工程服务商200余家，其中21年上半年新增100余家，招商进展迅速。3）通过现有客户资源实现品类扩张，公司制造优势可向柜类、入户门、防火门复制，制造成本较竞争对手仍有优势。目前入户门品类已经与保利、碧桂园建立合作，产能基础设施完备，订单有望在明年放量。
- **拓展家装公司业务，新零售渠道增速亮眼。**21H1公司大力推进零售渠道变革，经销渠道收入2.3亿元，同比增长227%，其中包含专卖店和家装公司。上半年公司取消经销商独家代理模式，推行门店经销商、家装经销商同步开拓的业务模式，进军家装市场。公司以类工程标品模式覆盖家装公司，充分发挥制造和B端业务优势，竞争对手是占领绝大部分家装渠道份额的小厂，通过高性价比产品+稳定供货+品牌力实现降维打击。目前公司已在全国范围内拥有各类经销商（含门店经销商和家装经销商）几千家，通过家装公司将销售网点充分下沉，渠道空间大。展望后续，公司有望以单一爆品为入口推广联品，建立平台，增加品类联动及客户粘性，长期销售费用率逐渐摊薄，利润率可观。

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)	65.99-148.82
总市值(亿元)	82.37
总资产(亿元)	45.44
每股净资产(元)	17.62

相关研究

1. 江山欧派（603208）：战略升级2.0，家装业务空间广阔（2021-06-16）
2. 江山欧派（603208）：业绩符合预期，期待新品类放量（2021-04-28）
3. 江山欧派（603208）：控费提效，盈利能力维持较高水平（2021-01-27）
4. 江山欧派（603208）：业绩再超预期，多品类布局发力（2021-01-13）
5. 江山欧派（603208）：长期逻辑持续演绎，竞争壁垒逐渐凸显（2020-10-30）
6. 江山欧派（603208）：业绩超预期，新客户新品类亮点纷呈（2020-08-18）

- **新产能投放在即，柜类毛利率爬坡迅速。**分产品来看，夹板模压门/实木复合门/柜类产品实现营收 7.9 亿（+34.3%）/3.5 亿（+9.5%）/0.9 亿（+17.2%）。其中夹板模压门毛利率 31.1%（+0.1pp）；实木复合门毛利率 29.9%（-0.3pp）；柜类产品毛利率 25.5%（+5.6pp），柜类产品毛利率较快爬坡。此外，公司防火门产线项目和重庆年产 120 万套木门项目持续推进，预计下半年进入试生产，明年产能逐渐起量后固定成本有望摊薄。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 5.5 元、7.51 元、10.23 元，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。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3011.51	4111.25	5651.09	7616.63
增长率	48.60%	36.52%	37.45%	34.78%
归属母公司净利润（百万元）	425.79	578.27	788.99	1074.51
增长率	62.96%	35.81%	36.44%	36.19%
每股收益 EPS（元）	4.05	5.50	7.51	10.23
净资产收益率 ROE	24.28%	25.32%	26.94%	28.21%
PE	19	14	10	8
PB	5.00	3.88	2.98	2.26

数据来源：Wind，西南证券

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	4111.25	5651.09	7616.63	净利润	439.31	578.27	788.99	1074.51
营业成本	2041.70	2877.47	3994.97	5405.51	折旧与摊销	75.74	80.70	85.15	90.56
营业税金及附加	19.62	30.95	40.32	52.55	财务费用	7.47	32.78	46.38	67.60
销售费用	177.63	328.90	423.83	533.16	资产减值损失	-7.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.34	164.45	226.04	304.67	经营营运资本变动	-251.65	-265.75	-446.21	-760.32
财务费用	7.47	32.78	46.38	67.60	其他	-24.37	0.17	-4.20	2.00
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	426.18	470.11	474.35
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	674.71	919.81	1253.40	短期借款	52.88	433.06	332.14	536.49
其他非经营损益	-1.48	-5.00	-5.00	-5.00	长期借款	-23.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	516.87	669.71	914.81	1248.40	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	77.56	91.44	125.83	173.89	支付股利	-80.82	-112.00	-144.19	-193.84
净利润	439.31	578.27	788.99	1074.51	其他	122.46	-55.55	-46.38	-67.60
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	265.51	141.57	275.04
归属母公司股东净利润	425.79	578.27	788.99	1074.51	现金流量净额	14.29	589.69	461.95	589.66
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	1233.38	1695.33	2284.99	成长能力				
应收和预付款项	1378.83	2323.05	3416.07	4911.61	销售收入增长率	48.60%	36.52%	37.45%	34.78%
存货	400.42	569.32	796.66	1076.38	营业利润增长率	67.24%	30.16%	36.33%	36.27%
其他流动资产	158.74	15.68	21.55	29.04	净利润增长率	63.39%	31.63%	36.44%	36.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.20%	31.03%	33.39%	34.26%
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	992.21	1044.70	1091.78	毛利率	32.20%	30.01%	29.31%	29.03%
无形资产和开发支出	264.88	267.24	279.60	301.96	三费率	9.01%	12.80%	12.32%	11.89%
其他非流动资产	89.75	89.75	89.75	89.75	净利率	14.59%	14.07%	13.96%	14.11%
资产总计	3911.58	5490.62	7343.65	9785.51	ROE	24.28%	25.32%	26.94%	28.21%
短期借款	52.88	485.94	818.07	1354.57	ROA	11.23%	10.53%	10.74%	10.98%
应付和预收款项	1323.59	2134.07	2903.10	3792.67	ROIC	25.00%	25.10%	25.79%	25.68%
长期借款	62.30	62.30	62.30	62.30	EBITDA/销售收入	19.98%	19.17%	18.60%	18.53%
其他负债	663.61	524.34	631.40	766.54	营运能力				
负债合计	2102.38	3206.65	4414.88	5976.07	总资产周转率	0.89	0.87	0.88	0.89
股本	105.06	105.06	105.06	105.06	固定资产周转率	3.74	4.48	5.88	7.46
资本公积	493.30	493.30	493.30	493.30	应收账款周转率	6.75	6.23	5.96	6.23
留存收益	1058.58	1524.85	2169.65	3050.31	存货周转率	5.08	5.85	5.82	5.75
归属母公司股东权益	1648.44	2123.21	2768.01	3648.67	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	2283.98	2928.77	3809.44	资产负债率	53.75%	58.40%	60.12%	61.07%
负债和股东权益合计	3911.58	5490.62	7343.65	9785.51	带息债务/总负债	5.48%	17.10%	19.94%	23.71%
					流动比率	1.44	1.43	1.44	1.47
					速动比率	1.22	1.23	1.25	1.28
					股利支付率	18.98%	19.37%	18.28%	18.04%
					每股指标				
					每股收益	4.05	5.50	7.51	10.23
					每股净资产	15.69	20.21	26.35	34.73
					每股经营现金	2.28	4.06	4.47	4.51
					每股股利	0.77	1.07	1.37	1.85
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	601.56	788.19	1051.35	1411.56					
PE	19.34	14.24	10.44	7.67					
PB	5.00	3.88	2.98	2.26					
PS	2.74	2.00	1.46	1.08					
EV/EBITDA	12.72	9.47	6.97	5.16					
股息率	0.98%	1.36%	1.75%	2.35%					

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	zfy@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn