

证券研究报告—动态报告

轻工

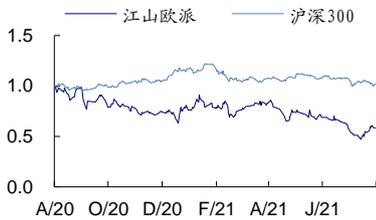
家具

江山欧派(603208)
买入

2021 中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 105/105 |
| 总市值/流通(亿元) | 8,405/8,405 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,477/14,536 |
| 12 个月最高/最低(元) | 145.41/63.80 |

相关研究报告:

《江山欧派-603208-2020 年中报点评: 增长强劲, 业绩超预期》——2021-05-19

《国信证券-江山欧派-603208-2020 年中报点评: 增长强劲, 业绩超预期》——2020-09-09

《江山欧派-603208-2019 年年报点评: 充足产能尽享精装修发展红利》——2020-04-30

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307

E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

联系人: 蔡志明

电话: 010-88005330

E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩稳健, 渠道变革打开空间

● 收入利润稳健增长, 各项费用率稳定

2021H1 收入 14.07 亿元 (+32.5%), 归母净利润 1.77 亿元 (+31.4%), 扣非净利润 1.49 亿元 (+31.4%), 收入增长主要源自经销商渠道和工程渠道销售增长。整体毛利率 30.3% (-1.3%), 净利率 12.9% (-0.4%)。毛利率下降主要系上半年原材料成本上涨。各项费用率稳定, 销售、管理、财务、研发费用率分别为 8.9%、6.7%、0.3%、3.3%。经营性净现金流减少 3.69 亿元, 原因为票据贴现回款计入筹资现金流。

● 工程渠道拓宽品类, 家装渠道打开空间

公司由原来的聚焦直营工程大客户转为直营工程和代理工程业务齐头并进。同时在工程客户渠道扩充品类, 由原来单一的木门扩充到木质防火门、柜类产品 and 入户门等产品。

家装渠道整合空间广阔。由于消费者装修习惯的改变, 家装渠道成为重要的家居产品流量入口, 通过家装渠道获客能够在有效降低公司获客成本的同时深化经销商覆盖的范围与深度。

目前行业内中小家装市场的木门供应商大部分为中小木门企业, 在品类丰富度、质量、设计感以及成本等维度均有所欠缺。我们认为, 公司有望凭借多年深耕建立的品牌优势与规模化生产带来的成本优势打开增长空间, 持续向市场输出极具性价比的优质产品, 不断提升自身在中小木门市场的市占率, 从而实现持续的业绩增长。

● 看好渠道拓展优势, 维持“买入”评级

我们认为公司有望凭借自身规模化生产能力和专业的工程服务能力在与中小木门企业的竞争中处于优势地位, 从而不断维护并拓展客户, 实现自身规模和市场份额的扩张。

维持收入和利润预测。预测 2021-2023 年收入 40.87/50.28/59.65 亿元, 归母净利润 5.47/6.72/7.98 亿元。2021 年 8 月 23 日收盘价 80.00 元对应的 2021-2023 年估值分别为 15.3、12.5、10.5 倍 PE。维持“买入”评级和合理估值区间 118.7~126.5 元。

● 风险提示

家装渠道和工程渠道拓展不及预期; 原材料价格大幅上涨; 下游客户资金紧张造成应收账款难以回收。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,012 | 4,087 | 5,028 | 5,965 |
| (+/-%) | 48.60% | 35.71% | 23.03% | 18.63% |
| 净利润(百万元) | 426 | 547 | 672 | 798 |
| (+/-%) | 62.96% | 28.57% | 22.69% | 18.81% |
| 摊薄每股收益(元) | 5.27 | 5.21 | 6.40 | 7.60 |
| EBIT Margin | 22.79% | 18.75% | 18.78% | 18.82% |
| 净资产收益率(ROE) | 25.83% | 26.94% | 26.85% | 26.07% |
| 市盈率(PE) | 15.18 | 15.34 | 12.51 | 10.53 |
| EV/EBITDA | 11.24 | 14.02 | 11.85 | 10.39 |
| 市净率(PB) | 3.92 | 4.13 | 3.36 | 2.74 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营收和同比增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润和同比增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利率和毛利率



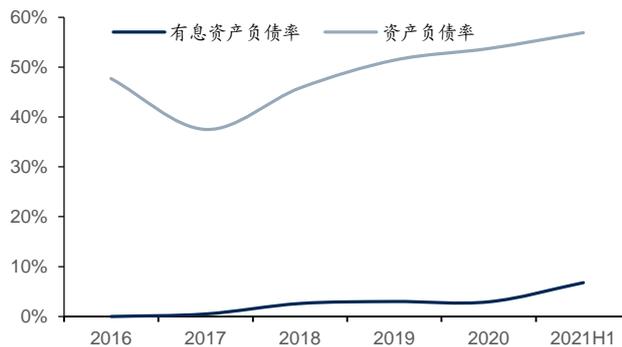
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司净利润和经营性净现金流



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

公司有望凭借自身规模化生产能力和专业的工程服务能力在与中小木门企业的竞争中处于优势地位，从而不断维护并拓展客户，实现自身规模和市场份额的扩张。

维持收入和利润预测。预测 2021-2023 年收入 40.87/50.28/59.65 亿元，同比增速 35.7%/23.0%/18.6%；归母净利润 5.47/6.72/7.98 亿元，同比增速 28.6%/22.7%/18.8%。2021 年 8 月 23 日收盘价 80.00 元对应的 2021-2023 年估值分别为 15.3、12.5、10.5 倍 PE。维持“买入”评级和合理估值区间 118.7~126.5 元。

风险提示

家装渠道和工程渠道拓展不及预期；原材料价格大幅上涨；下游客户资金紧张造成应收账款难以回收。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 644 | 1440 | 1768 | 2263 | 营业收入 | 3012 | 4087 | 5028 | 5965 |
| 应收款项 | 1350 | 1344 | 1653 | 1961 | 营业成本 | 2042 | 2763 | 3406 | 4039 |
| 存货净额 | 400 | 699 | 839 | 935 | 营业税金及附加 | 20 | 34 | 37 | 44 |
| 其他流动资产 | 188 | 244 | 307 | 361 | 销售费用 | 178 | 241 | 297 | 352 |
| 流动资产合计 | 2582 | 3727 | 4567 | 5520 | 管理费用 | 823 | 272 | 334 | 396 |
| 固定资产 | 773 | 1160 | 1439 | 1692 | 财务费用 | 76 | 103 | 127 | 150 |
| 无形资产及其他 | 265 | 254 | 244 | 233 | 投资收益 | (23) | (32) | (39) | (46) |
| 投资性房地产 | 292 | 292 | 292 | 292 | 资产减值及公允价值变动 | 7 | 15 | 15 | 15 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 661 | (11) | (11) | (11) |
| 资产总计 | 3912 | 5434 | 6541 | 7737 | 营业利润 | 518 | 647 | 793 | 941 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 84 | 500 | 500 | 500 | 营业外净收支 | (1) | (3) | (3) | (2) |
| 应付款项 | 1113 | 1504 | 1843 | 2180 | 利润总额 | 517 | 644 | 790 | 939 |
| 其他流动负债 | 595 | 814 | 999 | 1181 | 所得税费用 | 78 | 97 | 119 | 141 |
| 流动负债合计 | 1791 | 2818 | 3342 | 3861 | 少数股东损益 | 14 | 17 | 21 | 25 |
| 长期借款及应付债券 | 62 | 162 | 262 | 362 | 归属于母公司净利润 | 426 | 547 | 672 | 798 |
| 其他长期负债 | 249 | 249 | 249 | 249 | | | | | |
| 长期负债合计 | 311 | 411 | 511 | 611 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 2102 | 3229 | 3853 | 4472 | 净利润 | 426 | 547 | 672 | 798 |
| 少数股东权益 | 161 | 173 | 187 | 204 | 资产减值准备 | 59 | (81) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1648 | 2032 | 2502 | 3060 | 折旧摊销 | 76 | 63 | 89 | 116 |
| 负债和股东权益总计 | 3912 | 5434 | 6541 | 7737 | 公允价值变动损失 | (7) | (15) | (15) | (15) |
| | | | | | 财务费用 | 76 | 103 | 127 | 150 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (325) | 181 | 12 | 62 |
| 每股收益 | 5.27 | 5.21 | 6.40 | 7.60 | 其它 | (48) | 93 | 14 | 17 |
| 每股红利 | 1.00 | 1.56 | 1.92 | 2.28 | 经营活动现金流 | 181 | 788 | 772 | 978 |
| 每股净资产 | 20.40 | 19.35 | 23.83 | 29.15 | 资本开支 | (63) | (343) | (343) | (343) |
| ROIC | 34% | 33% | 37% | 40% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 26% | 27% | 27% | 26% | 投资活动现金流 | (63) | (343) | (343) | (343) |
| 毛利率 | 32% | 32% | 32% | 32% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 23% | 19% | 19% | 19% | 负债净变化 | (24) | 100 | 100 | 100 |
| EBITDA Margin | 25% | 20% | 21% | 21% | 支付股利、利息 | (81) | (164) | (201) | (239) |
| 收入增长 | 49% | 36% | 23% | 19% | 其它融资现金流 | 137 | 416 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 63% | 29% | 23% | 19% | 融资活动现金流 | (72) | 352 | (101) | (139) |
| 资产负债率 | 58% | 63% | 62% | 60% | 现金净变动 | 45 | 796 | 328 | 495 |
| 股息率 | 1.2% | 2.5% | 3.1% | 3.7% | 货币资金的期初余额 | 599 | 644 | 1440 | 1768 |
| P/E | 15.18 | 15.34 | 12.51 | 10.53 | 货币资金的期末余额 | 644 | 1440 | 1768 | 2263 |
| P/B | 3.92 | 4.13 | 3.36 | 2.74 | 企业自由现金流 | 271 | 552 | 561 | 789 |
| EV/EBITDA | 11.24 | 14.02 | 11.85 | 10.39 | 权益自由现金流 | 384 | 1068 | 661 | 889 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032