

大b改善+小b快速放量，有望迎估值业绩双击

投资要点

- **事件：**近期公司门墙柜一体化产品面市，我们对公司的投资逻辑进一步梳理。2021年受地产商竣工回款节奏影响，压制公司业绩增速和估值表现，但当前公司的经营情况已经发生较大改变：1) 地产商回款情况边际向好，现金流有望底部改善；2) 随着龙头地产商的市占率提升，大B工程业务竞争格局向好；3) 2022年家装业务占比有望快速提升，家装新业务为全款后货模式的现金流业务，家装业务占比提升且快速增长有望带动公司价值重构，估值和业绩有望在22年迎来戴维斯双击。
- **大B业务底部改善，现金流压力减弱，基本盘稳定。**2021年受地产商竣工节奏放缓影响，公司工厂发货有所滞后，此外由于缩减个别账期较长的地产商供货，大B业务下半年增速回落。公司通过深耕优质地产商，已成为万科、保利木门品类重要供应商，反映出公司较强的生产制造和落地服务能力。新开拓华润、龙湖等客户，目前在手合同订单充裕；新品类入户门、防火门预计22年贡献新增量。随着地产商集中度提升及信贷政策逐步放松，公司的品牌和稳定供应优势将进一步凸显，供应格局和市占率有望随着地产龙头提升。同时公司通过招募工程代理商的方式覆盖区域型地产商，工程代理招商数量较2021年有较大增长，在扩大大B业务边界的同时现金流持续优化。
- **家装业务快速扩张，新渠道享有较高天花板。**20年下半年公司进军家装新赛道，21年家装模式逐渐跑通，单月接单持续增长，前三季度经销渠道实现收入4.2亿元，同比增164.1%。家装业务充分发挥公司生产制造优势，驱动经销商转型，以标品切入、联品跟进的方式与众多中小装企展开合作，建立线下服务网络。利润率方面，长期来看此模式费用率较低，规模效应发挥后长期盈利能力较强。现金流方面，公司对小B家装公司具备议价优势，先款后货，现金流良好。
- **门墙柜一体化产品面市，家装业务长期增量空间可期。**以木门爆品为入口打开渠道后，公司可向小B家装公司导入标准柜、入户门、防火门、墙板等其他品类，满足家装公司一站式采购需求，逐渐形成平台化优势，增加品类联动及客户粘性。2022年初公司与知名设计师共同推出的“欧派高定·DK悦然系列”门墙柜一体化产品已经面市，风格更轻奢、简约，包括玄关、客厅、主卧、客卧等居住空间。与木门单品相比，门墙柜一体化产品降低了家装公司的设计和采购难度，一体化设计提升产品对终端消费者吸引力，长期来看家装公司的提货额增长空间充分。
- **产能储备充分，支撑订单增长无虞。**目前公司拥有浙江江山、河南兰考、重庆三大生产基地，其中重庆工厂及莲花山入户门项目已经试产，接单后产能有望在2022年快速爬坡。中长期来看，公司有上千亩生产基地厂房已经到位，可根据接单情况进驻设备，支撑订单快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为3.57元、5.21元、6.62元，对应PE分别为21倍、14倍、11倍，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。

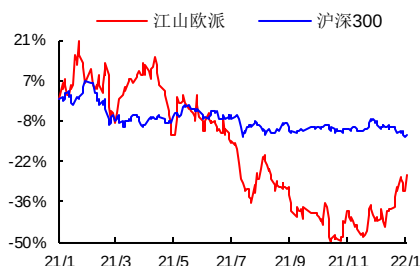
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3011.51	3161.68	4240.46	5307.01
增长率	48.60%	4.99%	34.12%	25.15%
归属母公司净利润(百万元)	425.79	375.04	547.53	695.73
增长率	62.96%	-11.92%	45.99%	27.07%
每股收益EPS(元)	4.05	3.57	5.21	6.62
净资产收益率ROE	24.28%	18.02%	21.60%	22.47%
PE	19	21	14	11
PB	4.81	4.13	3.34	2.70

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：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)	50.92-126.2
总市值(亿元)	79.22
总资产(亿元)	45.46
每股净资产(元)	17.48

相关研究

1. 江山欧派(603208)：大宗业务暂处调整期，静待新业务放量 (2021-10-28)
2. 江山欧派(603208)：第二增长曲线成型，家装市场大有可为 (2021-08-24)
3. 江山欧派(603208)：工程业务暂处调整期，探索第二成长曲线 (2021-08-16)
4. 江山欧派(603208)：战略升级2.0，家装业务空间广阔 (2021-06-16)
5. 江山欧派(603208)：业绩符合预期，期待新品类放量 (2021-04-28)
6. 江山欧派(603208)：控费提效，盈利能力维持较高水平 (2021-01-27)

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	3161.68	4240.46	5307.01	净利润	439.31	375.04	547.53	695.73
营业成本	2041.70	2187.53	2951.40	3700.01	折旧与摊销	75.74	80.70	85.15	90.56
营业税金及附加	19.62	23.80	30.25	36.62	财务费用	7.47	25.27	34.43	47.85
销售费用	177.63	267.16	309.55	376.80	资产减值损失	-7.23	20.00	20.00	20.00
管理费用	86.34	189.70	245.95	302.50	经营营运资本变动	-251.65	-161.03	-334.94	-488.23
财务费用	7.47	25.27	34.43	47.85	其他	-24.37	-19.83	-24.20	-18.00
资产减值损失	-7.23	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	239.26	320.15	327.96	347.90
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	446.22	649.15	823.50	短期借款	52.88	246.70	273.34	314.17
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	441.22	644.15	818.50	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	77.56	66.18	96.62	122.78	支付股利	-80.82	-112.00	-93.51	-134.52
净利润	439.31	375.04	547.53	695.73	其他	122.46	-48.04	-34.43	-47.85
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	86.66	145.40	131.80
归属母公司股东净利润	425.79	375.04	547.53	695.73	现金流量净额	14.29	304.82	323.64	319.96
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	948.50	1272.14	1592.10	成长能力				
应收和预付款项	1378.83	1786.05	2562.59	3421.14	销售收入增长率	48.60%	4.99%	34.12%	25.15%
存货	400.42	431.39	588.03	735.42	营业利润增长率	67.24%	-13.92%	45.48%	26.86%
其他流动资产	158.74	12.05	16.17	20.23	净利润增长率	63.39%	-14.63%	45.99%	27.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.20%	-8.21%	39.21%	25.13%
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%	30.81%	30.40%	30.28%
无形资产和开发支出	264.88	267.24	279.60	301.96	三费率	9.01%	15.25%	13.91%	13.70%
其他非流动资产	89.75	89.75	89.75	89.75	净利率	14.59%	11.86%	12.91%	13.11%
资产总计	3911.58	4527.21	5852.98	7252.39	ROE	24.28%	18.02%	21.60%	22.47%
短期借款	52.88	299.58	572.92	887.09	ROA	11.23%	8.28%	9.35%	9.59%
应付和预收款项	1323.59	1626.35	2151.58	2603.90	ROIC	25.00%	17.90%	21.39%	21.05%
长期借款	62.30	62.30	62.30	62.30	EBITDA/销售收入	19.98%	17.47%	18.13%	18.13%
其他负债	663.61	458.24	531.43	603.15	营运能力				
负债合计	2102.38	2446.46	3318.22	4156.43	总资产周转率	0.89	0.75	0.82	0.81
股本	105.06	105.07	105.07	105.07	固定资产周转率	3.74	3.44	4.41	5.20
资本公积	493.30	493.30	493.30	493.30	应收账款周转率	6.75	5.59	5.90	6.03
留存收益	1058.58	1321.61	1775.62	2336.83	存货周转率	5.08	5.17	5.75	5.57
归属母公司股东权益	1648.44	1919.98	2373.99	2935.20	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	2080.74	2534.76	3095.97	资产负债率	53.75%	54.04%	56.69%	57.31%
负债和股东权益合计	3911.58	4527.21	5852.98	7252.39	带息债务/总负债	5.48%	14.79%	19.14%	22.84%
					流动比率	1.44	1.49	1.48	1.50
					速动比率	1.22	1.29	1.28	1.31
					股利支付率	18.98%	29.86%	17.08%	19.34%
					每股指标				
					每股收益	4.05	3.57	5.21	6.62
					每股净资产	15.69	18.27	22.60	27.94
					每股经营现金	2.28	3.05	3.12	3.31
					每股股利	0.77	1.07	0.89	1.28
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	601.56	552.19	768.73	961.91					
PE	18.61	21.12	14.47	11.39					
PB	4.81	4.13	3.34	2.70					
PS	2.63	2.51	1.87	1.49					
EV/EBITDA	12.19	13.12	9.36	7.47					
股息率	1.02%	1.41%	1.18%	1.70%					

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
	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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn