

2022年5月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 江山欧派(603208):

# 木门行业龙头, 零售渠道拓展助力公司再成长 推荐(首次) 事件

分析师: 宝幼琛

执业证书编号: S1050521110002

邮箱: baoyc@cfsc.com.cn

分析师: 任春阳

执业证书编号: S1050521110006

邮箱: rency@cfsc.com.cn

公司近期发布: 1) 2021年报: 报告期内公司实现营收31.57亿元, 同比增长4.84%, 实现归属净利润2.57亿元, 同比下降39.67%, 实现扣非后的归属净利润2.16亿元, 同比下降45.09%; 2) 2022一季报: 报告期内公司实现营收4.91亿元, 同比增长3.46%, 实现归属净利润5537.68万元, 同比增长67.48%, 实现扣非后的归属净利润829万元, 同比下降71.20%。对此, 我们点评如下:

## 投资要点

### 基本数据

2022-5-12

|            |           |
|------------|-----------|
| 当前股价(元)    | 49.61     |
| 总市值(亿元)    | 52.1      |
| 总股本(百万股)   | 105.1     |
| 流通股本(百万股)  | 105.1     |
| 52周价格范围(元) | 43.65-108 |
| 日均成交额(百万元) | 78.0      |

### 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

#### ■ 多重因素影响, 公司业绩有所承压

2021年公司实现归属净利润2.57亿元, 同比下降39.67%, 毛利率29.10%, 同比下降3.10pct, 业绩和盈利能力有所承压, 主要是因为多重因素影响: 1) 原材料价格上涨影响; 2) 收入结构发生变化, 毛利率相对低的经销商及工程代理业务占比提升所致; 3) 公司推行营销变革, 推广工程代理和经销商零售模式, 使得销售费用出现快速增长; 4) 计提各项资产减值准备1.43亿元导致净利润下降明显。2021Q4/2022Q1公司的毛利率分别为22.98%/24.91%, 2022Q1季度已出现积极转好信号。

#### ■ 木门行业龙头, 产品+产能同步拓展

公司成立于2006年, 是一家集设计、研发、生产、销售、服务于一体的专业制门企业, 深耕木门行业十余年, 公司已经成长为木门行业的知名品牌企业。公司营收从2017年的10.10亿元增长到2021年的31.57亿元, CAGR为32.97%, 对应的归属净利润也从1.38亿元增长到2.57亿元, CAGR为16.91%。公司的主要产品也从实木复合门、夹板模压门逐步延伸到防火门、入户门、柜类等新产品, 产品线持续丰富。公司目前有多个生产基地, 包括浙江江山生产基地、河南兰考生产基地、重庆永川生产基地等, 公司目前稳步推进重庆江山欧派年产120万套木门项目和江山莲华山工业园防火门产线项目的实施, 江山莲华山工业园防火门产线项目处于产线布局阶段, 产能也在逐步拓展中。

#### ■ 渠道变革明显, 零售渠道拓展助力公司再成长

2021年受部分房企信用事件影响, 公司进行营销渠道变革: 1) 工程客户渠道: 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, 现拥有一批以央企国企和经营稳健的优质民企为主的工程战略客户, 如万科、保利、华

润等，同时，发展工程代理商渠道（截止2021年底工程代理商 300余家），工程代理商收入占比逐步提升；2）经销商渠道：加大招商力度，培育全品类经销商和安装服务商，线上渠道已全面入住京东旗舰店、阿里巴巴网站、抖音商城、拼多多、苏宁云并自建“欧派有品网上商城”，线下渠道经销网点不断增加，2021年加盟商数量新增9895家至13469家，2022一季度又新增加盟商3562家至 17031家。公司近期渠道变革明显，2021年经销商/工程渠道/工程代理商渠道分别实现营收6.93/16.31/5.04亿元，分别同比增长180.54%/-26.17%/75.74%，2022Q1经销商/工程渠道/工程代理商渠道营收分别增长74.30%/-28.25%/38.14%。零售渠道的大力拓展将改善公司的现金流，有望助力公司实现新成长。

## 盈利预测

预测公司2022-2024年归母净利润分别为4.04、4.86、5.84亿元，EPS分别为3.85、4.63、5.56元，当前股价对应PE分别为12.9、10.7、8.9倍，我们看好公司作为木门细分领域龙头零售渠道变革带来的业绩增长，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、竞争加剧的风险、零售渠道拓展低于预期的风险、地产竣工放缓的风险、应收账款回收困难的风险、疫情反复的风险等。

| 预测指标       | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 3,157  | 4,003 | 5,032 | 6,189 |
| 增长率（%）     | 4.8%   | 26.8% | 25.7% | 23.0% |
| 归母净利润（百万元） | 257    | 404   | 486   | 584   |
| 增长率（%）     | -39.7% | 57.3% | 20.4% | 20.0% |
| 摊薄每股收益（元）  | 2.45   | 3.85  | 4.63  | 5.56  |
| ROE（%）     | 13.5%  | 18.4% | 19.1% | 19.7% |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表               | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产:</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>       | <b>3,157</b> | <b>4,003</b> | <b>5,032</b> | <b>6,189</b> |
| 现金及现金等价物      | 997          | 1,054        | 1,482        | 1,980        | 营业成本              | 2,239        | 2,881        | 3,672        | 4,547        |
| 应收款           | 1,211        | 1,195        | 1,351        | 1,458        | 营业税金及附加           | 20           | 24           | 28           | 33           |
| 存货            | 476          | 457          | 446          | 452          | 销售费用              | 264          | 320          | 398          | 489          |
| 其他流动资产        | 315          | 288          | 327          | 371          | 管理费用              | 99           | 124          | 151          | 186          |
| 流动资产合计        | 2,999        | 2,994        | 3,606        | 4,261        | 财务费用              | 7            | 24           | 22           | 19           |
| <b>非流动资产:</b> |              |              |              |              | 研发费用              | 121          | 152          | 186          | 228          |
| 金融类资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 费用合计              | 491          | 620          | 757          | 921          |
| 固定资产          | 1,021        | 1,007        | 1,120        | 1,169        | 资产减值损失            | -13          | -10          | -10          | -10          |
| 在建工程          | 272          | 301          | 155          | 78           | 公允价值变动            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产          | 263          | 264          | 265          | 257          | 投资收益              | -27          | -20          | -23          | -23          |
| 长期股权投资        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>       | <b>285</b>   | <b>467</b>   | <b>563</b>   | <b>674</b>   |
| 其他非流动资产       | 122          | 122          | 122          | 122          | 加: 营业外收入          | 3            | 1            | 1            | 1            |
| 非流动资产合计       | 1,678        | 1,694        | 1,663        | 1,627        | 减: 营业外支出          | 2            | 2            | 2            | 2            |
| 资产总计          | 4,677        | 4,689        | 5,269        | 5,888        | <b>利润总额</b>       | <b>286</b>   | <b>467</b>   | <b>562</b>   | <b>674</b>   |
| <b>流动负债:</b>  |              |              |              |              | 所得税费用             | 27           | 56           | 67           | 81           |
| 短期借款          | 82           | 102          | 133          | 118          | <b>净利润</b>        | <b>259</b>   | <b>411</b>   | <b>495</b>   | <b>593</b>   |
| 应付账款、票据       | 1,090        | 788          | 963          | 1,142        | 少数股东损益            | 2            | 7            | 8            | 9            |
| 其他流动负债        | 712          | 712          | 712          | 712          | <b>归母净利润</b>      | <b>257</b>   | <b>404</b>   | <b>486</b>   | <b>584</b>   |
| 流动负债合计        | 1,884        | 1,602        | 1,808        | 1,972        |                   |              |              |              |              |
| <b>非流动负债:</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>     | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 长期借款          | 630          | 634          | 660          | 697          | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 257          | 257          | 257          | 257          | 营业收入增长率           | 4.8%         | 26.8%        | 25.7%        | 23.0%        |
| 非流动负债合计       | 887          | 891          | 917          | 954          | 归母净利润增长率          | -39.7%       | 57.3%        | 20.4%        | 20.0%        |
| 负债合计          | 2,771        | 2,493        | 2,725        | 2,926        | <b>盈利能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率               | 29.1%        | 28.0%        | 27.0%        | 26.5%        |
| 股本            | 105          | 105          | 105          | 105          | 四项费用/营收           | 15.5%        | 15.5%        | 15.0%        | 14.9%        |
| 股东权益          | 1,906        | 2,196        | 2,544        | 2,962        | 净利率               | 8.2%         | 10.3%        | 9.8%         | 9.6%         |
| 负债和所有者权益      | 4,677        | 4,689        | 5,269        | 5,888        | ROE               | 13.5%        | 18.4%        | 19.1%        | 19.7%        |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 资产负债率             | 59.2%        | 53.2%        | 51.7%        | 49.7%        |
| 净利润           | 259          | 411          | 495          | 593          | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | 2            | 7            | 8            | 9            | 总资产周转率            | 0.7          | 0.9          | 1.0          | 1.1          |
| 折旧摊销          | 95           | 81           | 80           | 88           | 应收账款周转率           | 2.6          | 3.3          | 3.7          | 4.2          |
| 公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 存货周转率             | 4.7          | 6.4          | 8.3          | 10.1         |
| 营运资金变动        | -373         | -241         | -9           | 22           | <b>每股数据 (元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | -18          | 258          | 575          | 712          | EPS               | 2.45         | 3.85         | 4.63         | 5.56         |
| 投资活动现金净流量     | -384         | -15          | 32           | 29           | P/E               | 20.3         | 12.9         | 10.7         | 8.9          |
| 筹资活动现金净流量     | 459          | -97          | -89          | -153         | P/S               | 1.7          | 1.3          | 1.0          | 0.8          |
| 现金流量净额        | 57           | 146          | 518          | 587          | P/B               | 2.8          | 2.5          | 2.1          | 1.8          |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 计算机与中小盘组简介

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，5年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅   |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15%          |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深300指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深300指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深300指数     |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。