

江山欧派 (603208)

单 Q2 净利率同比+2.2pct，经销渠道拓展顺利

公司发布 21 半年报，21H1 实现收入 14.07 亿元，同比+32.5%，较 19H1 增长 92.6%，其中 Q1/Q2 收入分别为 4.74/9.33 亿元，同比分别+57.7%/+22.5%，较 19 同期分别+96%/+90.9%；21H1 实现归母净利润 1.77 亿元，同比+31.4%，较 19H1 增长 117.7%，其中 Q1/Q2 归母净利润分别为 0.33/1.44 亿元，同比分别-11.7%/+47.9%，较 19 同期分别+217.5%/+103.1%。

经销渠道拓展顺利，收入同比+227.7%，大宗规模稳步增长。

分渠道看，公司 21H1 经销收入 2.3 亿元，同比+227.7%，其中 Q1/Q2 分别实现 0.7/1.6 亿元；21H1 大宗收入 10.6 亿元，同比+14.4%，其中 Q1/Q2 分别实现 3.6/7.0 亿元。公司紧跟行业形势，取消经销商独家代理模式，同步开拓门店经销商和家装经销商，目前经销网络已实现线上线下全覆盖。截至 21H1，公司线下门店共 770 家，较 21 年初净增 100 家。线上已入驻京东等主流电商平台，并自建“欧派有品网上商城”，同时加大新媒体品牌推广力度，持续提升品牌影响力，经销渠道收入高增，市场占有率进一步提升。大宗渠道由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，推行扁平化管理，提高运营效率，大宗业务规模保持稳步增长。

防火门产线及重庆基地建设推进，产品矩阵进一步完善。

分产品看，公司 21H1 夹板模压门、实木复合门、柜类和其他产品分别实现收入 7.9/3.5/0.9/0.6 亿元，同比分别+34.3%/+9.6%/+17.2%/+482.2%。公司核心产品夹板模压门保持高增速，新拓展的品类增速显著。伴随防火门产线及重庆基地建设顺利推进，产能逐步释放，为收入增长奠定基础。

盈利能力整体稳定，单 Q2 净利率 15.75%，同比回升 2.21pct。

21H1 公司毛利率/净利率分别为 30.3%/12.86%，其中净利率同比-0.42pct，较 19H1+1.71pct；Q1/Q2 单季度净利率分别为 7.18%/15.75%，同比-5.42pct/+2.21pct，较 19 同期分别+3.40pct/+0.95pct，盈利能力保持稳定。21H1 销售费用率为 8.9%，同比+0.7pct，主要系销售人员薪酬、差旅费、广告宣传费及维护费用增加，管理/研发/财务费用率分别为 3.4%/3.3%/0.3%，基本保持稳定。

盈利预测与估值：我们看好公司核心业务的发展，伴随产能扩张、产品拓展，规模效应逐步显现，将进一步推升盈利能力。借精装修政策东风，受益于下游房地产行业集中度提升，公司大宗业务规模有望稳步增长，零售渠道变革，线上线下全覆盖，公司份额或将进一步提升，预计公司 21/22 年净利润分别为 5.8/7.4 亿元，同比+35.4%/+28.7%，对应 PE 为 14.3x/11.1x，维持“买入”评级。

风险提示：地产竣工不及预期；行业竞争加剧；新品拓展不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,026.63	3,011.51	4,250.82	5,567.24	6,709.76
增长率(%)	57.98	48.60	41.15	30.97	20.52
EBITDA(百万元)	430.41	745.81	718.64	918.28	1,078.65
净利润(百万元)	261.29	425.79	576.49	741.74	881.90
增长率(%)	71.11	62.96	35.39	28.67	18.90
EPS(元/股)	2.49	4.05	5.49	7.06	8.39
市盈率(P/E)	31.52	19.34	14.29	11.10	9.34
市净率(P/B)	6.28	5.00	3.89	3.02	2.35
市销率(P/S)	4.06	2.74	1.94	1.48	1.23
EV/EBITDA	8.48	14.25	9.61	7.35	5.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	78.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	105.06
流通 A 股股本(百万股)	105.06
A 股总市值(百万元)	8,236.77
流通 A 股市值(百万元)	8,236.77
每股净资产(元)	17.62
资产负债率(%)	56.92
一年内最高/最低(元)	158.00/63.80

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《江山欧派-年报点评报告:大宗业务收入同比+61%，产能稳步扩张支撑未来业绩增长》 2021-04-28
- 《江山欧派-季报点评:工装业务驱动 Q3 业绩增长加速，Q4 或维持快速增长》 2020-11-02
- 《江山欧派-半年报点评:Q2 超市场预期，下半年或加速增长》 2020-08-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	598.91	643.68	1,454.73	1,622.81	2,966.96
应收票据及应收账款	678.98	1,339.20	1,337.12	1,819.28	1,984.88
预付账款	32.18	29.07	66.62	61.52	88.40
存货	390.67	400.42	819.78	796.46	1,169.42
其他	88.11	169.31	100.36	125.22	137.72
流动资产合计	1,788.85	2,581.68	3,778.62	4,425.29	6,347.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	704.67	906.44	920.16	942.13	956.03
在建工程	140.30	68.83	77.30	94.38	86.63
无形资产	167.11	264.88	256.71	248.54	240.37
其他	61.05	89.75	66.53	72.44	76.24
非流动资产合计	1,073.14	1,329.91	1,320.70	1,357.49	1,359.28
资产总计	2,861.98	3,911.58	5,099.31	5,782.78	7,706.66
短期借款	0.00	52.88	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	754.73	1,112.51	1,576.04	1,981.92	2,324.46
其他	477.92	626.02	1,058.60	692.52	1,469.72
流动负债合计	1,232.65	1,791.41	2,634.64	2,674.44	3,794.18
长期借款	86.17	62.30	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	152.70	248.67	182.93	194.77	208.79
非流动负债合计	238.87	310.97	182.93	194.77	208.79
负债合计	1,471.52	2,102.38	2,817.58	2,869.21	4,002.97
少数股东权益	78.46	160.76	166.73	184.09	203.13
股本	80.82	105.06	105.06	105.06	105.06
资本公积	517.59	493.30	493.30	493.30	493.30
留存收益	1,231.19	1,551.88	2,009.95	2,624.42	3,395.50
其他	(517.59)	(501.80)	(493.30)	(493.30)	(493.30)
股东权益合计	1,390.47	1,809.21	2,281.74	2,913.57	3,703.69
负债和股东权益总计	2,861.98	3,911.58	5,099.31	5,782.78	7,706.66

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	268.87	439.31	576.49	741.74	881.90
折旧摊销	56.12	75.74	45.98	49.13	52.01
财务费用	3.58	10.11	(3.21)	(11.58)	(17.27)
投资损失	20.43	23.39	9.12	9.12	9.12
营运资金变动	(92.37)	(20.41)	476.50	(436.57)	551.56
其它	67.03	(288.87)	6.28	17.66	19.47
经营活动现金流	323.67	239.26	1,111.16	369.49	1,496.80
资本支出	311.22	207.84	125.73	68.17	35.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(674.11)	(500.67)	(194.86)	(157.29)	(95.10)
投资活动现金流	(362.88)	(292.83)	(69.12)	(89.12)	(59.12)
债权融资	110.95	146.44	22.48	26.18	26.64
股权融资	1.92	(16.01)	11.71	11.58	17.27
其他	(118.36)	(59.82)	(265.18)	(150.04)	(137.43)
筹资活动现金流	(5.49)	70.61	(230.99)	(112.29)	(93.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(44.71)	17.04	811.05	168.08	1,344.15

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,026.63	3,011.51	4,250.82	5,567.24	6,709.76
营业成本	1,373.69	2,041.70	2,894.45	3,844.67	4,665.89
营业税金及附加	14.58	19.62	35.34	40.87	49.59
营业费用	174.43	177.63	318.81	417.54	503.23
管理费用	73.56	86.34	161.57	191.09	225.90
研发费用	78.09	93.67	159.46	198.84	233.35
财务费用	(1.92)	7.47	(3.21)	(11.58)	(17.27)
资产减值损失	(4.34)	(7.23)	(0.59)	(4.06)	(3.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(20.43)	(23.39)	(9.12)	(9.12)	(9.12)
其他	29.03	97.36	18.25	18.25	18.25
营业利润	309.95	518.35	675.86	880.73	1,043.90
营业外收入	1.35	1.33	1.04	1.24	1.20
营业外支出	7.31	2.81	3.56	4.56	3.64
利润总额	303.99	516.87	673.34	877.41	1,041.46
所得税	35.13	77.56	90.57	118.02	140.09
净利润	268.87	439.31	582.77	759.39	901.37
少数股东损益	7.58	13.52	6.28	17.66	19.47
归属于母公司净利润	261.29	425.79	576.49	741.74	881.90
每股收益(元)	2.49	4.05	5.49	7.06	8.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	57.98%	48.60%	41.15%	30.97%	20.52%
营业利润	79.50%	67.24%	30.39%	30.31%	18.53%
归属于母公司净利润	71.11%	62.96%	35.39%	28.67%	18.90%
获利能力					
毛利率	32.22%	32.20%	31.91%	30.94%	30.46%
净利率	12.89%	14.14%	13.56%	13.32%	13.14%
ROE	19.91%	25.83%	27.26%	27.18%	25.19%
ROIC	46.82%	53.11%	47.63%	96.08%	71.40%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51.42%	53.75%	55.25%	49.62%	51.94%
净负债率	-35.09%	-27.48%	-62.77%	-54.80%	-79.39%
流动比率	1.45	1.44	1.43	1.65	1.67
速动比率	1.13	1.22	1.12	1.36	1.36
营运能力					
应收账款周转率	3.52	2.98	3.18	3.53	3.53
存货周转率	6.53	7.61	6.97	6.89	6.83
总资产周转率	0.81	0.89	0.94	1.02	0.99
每股指标(元)					
每股收益	2.49	4.05	5.49	7.06	8.39
每股经营现金流	3.08	2.28	10.58	3.52	14.25
每股净资产	12.49	15.69	20.13	25.98	33.32
估值比率					
市盈率	31.52	19.34	14.29	11.10	9.34
市净率	6.28	5.00	3.89	3.02	2.35
EV/EBITDA	8.48	14.25	9.61	7.35	5.03
EV/EBIT	9.75	15.87	10.26	7.77	5.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com