

江山欧派（603208）2020年报&2021年一季报点评

大宗业务表现亮眼，收入业绩符合预期

事项:

- ❖ 公司发布 2020 年度报告及 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 30.12 亿元，同比增长 48.60%；实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 62.96%；实现扣非后归母净利润 3.93 亿元，同比增长 71.83%；实现基本每股收益 4.05 元。2021Q1 实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 57.71%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比下降 11.66%，实现扣非后归母净利润 0.29 亿元，同比增长 53.41%。

评论:

- ❖ **Q1 收入规模保持高增长，整体表现符合预期。**公司 Q1 单季度营收同比+57.71%（2020Q4 同比+43.11%），扣非归母净利润同比+53.41%（2020Q4 同比+32.65%），Q1 业绩环比持续改善。2020 年整体表现符合预期，分业务来看，2020 年夹板模压门收入 17.91 亿元，同比+59.39%；实木复合门收入 7.88 亿元，同比+15.71%；柜类产品收入 2.23 亿元，同比+238.03%。分渠道看，2020 年经销店收入 2.47 亿元，同比+12.95%，经销门店数量增加 68 家至 670 家；大宗业务收入 26.07 亿元，同比+54.80%，主要是国内工程客户渠道业务收入增长所致。预计随着产能逐步释放，公司业绩有望进一步提高。
- ❖ **除运费外毛利率同比提升，期间费用控制良好。**2020 年毛利率水平 32.20%，由于 2020 年起运输费用计入营业成本，若去除运费影响，则毛利率同比提升 1.4pct，主要由于原材料成本下降所致。期间费用率方面，销售费用率同比下降 2.71pct 至 5.90%，主要系公司执行新收入准则所致；管理及研发费用率同比下降 1.51pct 至 5.98%；财务费用率同比上升 0.34pct 至 0.25%。此外报告期内产生坏账损失 7426 万元，综合影响下公司净利率同比上升 1.32pct 至 14.59%。预计随着在建项目投产，规模效应加强，公司盈利能力有望持续提升。
- ❖ **供货能力不断加强，多元化渠道持续深耕。**2020 年江山 120 万套木门项目投产、重庆木门项目投产；河南兰考防火门产线项目和重庆年产 120 万套木门项目正在基建。预计随着新增项目建成投产，生产设备智能化、自动化改造完成，供应链能力将有效提升。渠道方面，截至 2020 年末已建成覆盖全国 31 个省区的销售网络，20 年新增 68 家欧派标准门店，与国内主要地产公司建立了战略合作关系。预计随着全渠道营销策略推进，公司收入将稳步提升。
- ❖ **生产规模扩大&全渠道营销，维持“强推”评级。**2020 年产能陆续释放，未来在建项目投产将继续提升规模化生产能力；全渠道营销策略持续推进，为公司积累了丰富的客户资源，预计在建产能释放后公司业绩将快速提升。考虑到工程客户渠道增长较快，我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.60/8.88/11.42 亿元（21-22 年原值 6.32/7.62 亿元），EPS 分别为 6.28/8.45/10.86 元，对应当前股价 PE 分别为 24/18/14 倍。考虑到公司木门行业领先地位和丰富的工程客户资源，我们维持公司目标价 176.4 元/股，对应 2021 年 19 倍 PE，2022 年 14 倍 PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**房地产政策不确定性，产能不及预期，木门行业格局发生重大变化。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	3,012	4,300	5,641	7,175
同比增速(%)	48.6%	42.8%	31.2%	27.2%
归母净利润(百万)	425	660	888	1,142
同比增速(%)	63.0%	54.9%	34.6%	28.6%
每股盈利(元)	4.05	6.28	8.45	10.86
市盈率(倍)	28	24	18	14
市净率(倍)	7	7	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

强推（维持）

目标价：176.4 元

当前价：113.9 元

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

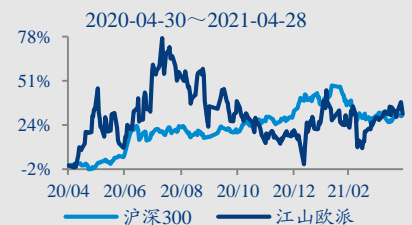
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	10,506
已上市流通股(万股)	10,506
总市值(亿元)	119.66
流通市值(亿元)	119.66
资产负债率(%)	50.3
每股净资产(元)	16.0
12 个月内最高/最低价	158.0/79.83

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《江山欧派（603208）2020 年中报点评：工程渠道持续驱动放量，收入表现超预期》

2020-08-18

《江山欧派（603208）2020 年三季报点评：持续受益精装房红利，Q3 收入利润增速强劲》

2020-10-31

《江山欧派（603208）2020 年三季报点评：持续受益精装房红利，Q3 收入利润增速强劲》

2020-11-01

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	644	513	673	894
应收票据	841	1,201	1,575	2,003
应收账款	498	712	934	1,188
预付账款	29	42	55	70
存货	400	579	758	961
合同资产	47	67	88	112
其他流动资产	170	242	316	403
流动资产合计	2,582	3,289	4,311	5,519
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	906	1,209	1,705	2,099
在建工程	69	269	169	389
无形资产	265	238	215	193
其他非流动资产	90	89	89	89
非流动资产合计	1,330	1,805	2,178	2,770
资产合计	3,912	5,094	6,489	8,289
短期借款	53	53	0	0
应付票据	848	1,227	1,604	2,036
应付账款	264	383	500	635
预收款项	0	0	0	0
合同负债	188	269	352	448
其他应付款	141	141	141	141
一年内到期的非流动负债	31	0	0	0
其他流动负债	267	317	471	632
流动负债合计	1,792	2,390	3,068	3,892
长期借款	62	62	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	249	249	249	249
非流动负债合计	311	311	249	249
负债合计	2,103	2,701	3,317	4,141
归属母公司所有者权益	1,648	2,211	2,962	3,902
少数股东权益	161	182	210	246
所有者权益合计	1,809	2,393	3,172	4,148
负债和股东权益	3,912	5,094	6,489	8,289

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	239	512	745	997
现金收益	523	787	1,043	1,344
存货影响	-10	-179	-178	-204
经营性应收影响	-650	-580	-602	-691
经营性应付影响	130	497	496	566
其他影响	246	-13	-13	-18
投资活动现金流	-293	-580	-500	-440
资本支出	-304	-580	-500	-760
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	11	0	0	320
融资活动现金流	71	-63	-85	-336
借款增加	35	-31	-115	0
股利及利息支付	-87	-149	-213	-260
股东融资	0	0	0	0
其他影响	123	117	243	-76

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,012	4,300	5,641	7,175
营业成本	2,042	2,953	3,862	4,901
税金及附加	20	28	37	47
销售费用	178	249	322	409
管理费用	86	120	152	194
研发费用	94	134	175	223
财务费用	7	2	0	-1
信用减值损失	-74	-22	-23	-26
资产减值损失	-7	-6	-7	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-23	-22	-23	-22
其他收益	38	39	39	39
营业利润	518	802	1,079	1,387
营业外收入	2	2	1	2
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	517	801	1,077	1,386
所得税	78	120	161	208
净利润	439	681	916	1,178
少数股东损益	14	21	28	36
归属母公司净利润	425	660	888	1,142
NOPLAT	446	683	916	1,176
EPS(摊薄)(元)	4.05	6.28	8.45	10.86

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	48.6%	42.8%	31.2%	27.2%
EBIT 增长率	51.2%	53.2%	34.1%	28.5%
归母净利润增长率	63.0%	54.9%	34.6%	28.6%
获利能力				
毛利率	32.2%	31.3%	31.5%	31.7%
净利率	14.6%	15.8%	16.2%	16.4%
ROE	23.5%	27.6%	28.0%	27.5%
ROIC	20.2%	24.8%	26.3%	26.2%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	53.0%	51.1%	50.0%
债务权益比	21.8%	15.2%	7.8%	6.0%
流动比率	144.1%	137.6%	140.5%	141.8%
速动比率	121.8%	113.4%	115.8%	117.1%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	53	51	53	53
应付账款周转天数	45	39	41	42
存货周转天数	70	60	62	63
每股指标(元)				
每股收益	4.05	6.28	8.45	10.86
每股经营现金流	2.27	4.87	7.09	9.49
每股净资产	15.69	21.04	28.19	37.14
估值比率				
P/E	28	24	18	14
P/B	7	7	5	4
EV/EBITDA	37	24	18	14

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522