

江山欧派 (603208)

工装业务驱动 Q3 业绩增长加速, Q4 或维持快速增长

江山欧派公布 2020 年三季报

2020Q1-Q3 实现营收 20.22 亿元, YOY+51.44%; 实现归母净利润 3.12 亿元, YOY+73.77%; 实现扣非归母净利润 2.83 亿元, YOY+94.04%。其中营收 Q1/Q2/Q3 分别为 3.01/7.61/9.60 亿元, YOY 分别为 24.29%/55.85%/58.74%; 归母净利润 Q1/Q2/Q3 分别为 0.37/0.98/1.77 亿元, YOY 分别为 259.44%/37.32%/80.44%。

盈利能力提升显著, 期间费用显著降低, 管理效率进一步提高

公司 2020 年 Q1-Q3 实现综合毛利率 33.28%, 同比提升 0.28pct; 净利率 15.97%, 同比提升 2.26 pct。公司 Q1、Q2、Q3 的毛利率分别为 29.19% (+2.10pct)、32.60% (-0.43pct)、35.09% (-0.24pct), 净利率分别为 12.60% (+8.83%)、13.55% (-1.26pct)、18.95% (+2.14pct), 净利率大幅提高, 公司盈利能力显著提升。公司 Q1-Q3 期间费用率为 13.15%, 同比下降 5.37pct。其中销售费用率 7.11% (-3.22pct), 管理费用率 2.88% (-0.51pct), 研发费用率 2.93% (-0.95pct), 财务费用率 0.23% (-0.69pct), 公司期间费用率显著下降, 管理效率进一步提升, 主要得益于公司高度重视贯穿于产品设计、物料采购、存货仓储、产品生产、产品销售和售后服务全流程信息化建设, 信息化建设, 提高了公司的经营管理效率和市场快速反应能力。

工装业务迎来黄金发展期, 工程渠道销售占比逐年提升

公司具有多年工装业务经验, 拥有成熟的工程业务团队和工程服务团队, 公司已与恒大、万科、保利、旭辉、中海等国内主要地产公司建立了战略合作关系, 并连续荣获中国房地产业协会颁发的“中国房地产开发企业 500 强首选供应商·木门类”。工程业务是公司营收和增长的主要来源。2017/2018/2019 国内大宗业务占主营业务收入占比分别为: 64.31%/69.82%/85.10%, 2019 年公司境内大宗业务收入为 16.20 亿元, 同比提升 86.84%, 占主营收入的 85.10%, 主要为工程渠道收入。公司新客户如新城控股、美的、阳光城、旭辉、中海等也呈现逐渐放量趋势, 新客户接单保持高速增长, 伴随住宅精装修比例的提升及年末地产竣工提速, 工程渠道业务预计将维持增长态势。

我们看好公司在木门业务的发展, 同时伴随产能扩张、产品拓展和团队建设, 规模效应将进一步推升工装业务盈利能力。作为行业龙头, 公司借精装政策东风, 受益于下游房地产行业集中度提升, 进一步提高市场份额, 未来三年将稳步发展。我们对公司的长期发展前景持乐观预期, 考虑到公司三季度业绩持续高增, 上调公司盈利预测, 2020-2022 年净利润从 3.9/5.3/6.9 亿元上调为 4.3/5.8/7.4 亿元, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 4.11、5.48、7.01 元/股, PE29x、22x、17x, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司客户集中度过高风险, 地产行业波动风险, 行业竞争加剧风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,282.87	2,026.63	3,061.54	4,250.42	5,566.50
增长率(%)	27.05	57.98	51.07	38.83	30.96
EBITDA(百万元)	255.01	430.41	527.16	689.84	881.81
净利润(百万元)	152.70	261.29	431.73	575.60	736.68
增长率(%)	11.03	71.11	65.23	33.32	27.98
EPS(元/股)	1.45	2.49	4.11	5.48	7.01
市盈率(P/E)	82.85	48.42	29.30	21.98	17.17
市净率(P/B)	11.53	9.64	7.78	6.26	5.01
市销率(P/S)	9.86	6.24	4.13	2.98	2.27
EV/EBITDA	6.41	8.48	22.96	16.35	12.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

证券研究报告

2020 年 11 月 02 日

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	120.42 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)	12,651.43
流通 A 股市值(百万元)	12,651.43
每股净资产(元)	14.61
资产负债率(%)	51.75
一年内最高/最低(元)	167.10/45.25

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
刘佳昆	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080004	
liujiakun@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《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
- 《江山欧派-首次覆盖报告:木门行业领军者, 工程业务快速增长》 2020-05-16

江山欧派公布 2020 年三季度报：2020Q1-Q3 实现营收 20.22 亿元，YOY+51.44%；实现归母净利润 3.12 亿元，YOY+73.77%；实现扣非归母净利润 2.83 亿元，YOY+94.04%。其中营收 Q1/Q2/Q3 分别为 3.01/7.61/9.60 亿元，YOY 分别为 24.29%/55.85%/58.74%；归母净利润 Q1/Q2/Q3 分别为 0.37/0.98/1.77 亿元，YOY 分别为 259.44%/37.32%/80.44%。

盈利能力提升显著，期间费用显著降低，管理效率进一步提高。公司 2020 年 Q1-Q3 实现综合毛利率 33.28%，同比提升 0.28pct；净利率 15.97%，同比提升 2.26 pct。公司 Q1、Q2、Q3 的毛利率分别为 29.19% (+2.10pct)、32.60% (-0.43pct)、35.09% (-0.24pct)，净利率分别为 12.60% (+8.83%)、13.55% (-1.26pct)、18.95% (+2.14pct)，净利率大幅提高，公司盈利能力显著提升。公司 Q1-Q3 期间费用率为 13.15%，同比下降 5.37pct。其中销售费用率 7.11% (-3.22pct)，管理费用率 2.88% (-0.51pct)，研发费用率 2.93% (-0.95pct)，财务费用率 0.23% (-0.69pct)，公司期间费用率显著下降，管理效率进一步提升，主要得益于公司高度重视贯穿于产品设计、物料采购、存货仓储、产品生产、产品销售和售后服务全流程信息化建设，信息化建设，提高了公司的经营管理效率和市场快速反应能力。

工装业务迎来黄金发展期，工程渠道销售占比逐年提升。公司具有多年工装业务经验，拥有成熟的工程业务团队和工程服务团队，公司已与恒大、万科、保利、旭辉、中海等国内主要地产公司建立了战略合作关系，并连续荣获中国房地产业协会颁发的“中国房地产开发企业 500 强首选供应商·木门类”。工程业务是公司营收和增长的主要来源。2017/2018/2019 国内大宗业务占主营业务收入占比分别为：64.31%/69.82%/85.10%，2019 年公司境内大宗业务收入为 16.20 亿元，同比提升 86.84%，占主营收入的 85.10%，主要为工程渠道收入。公司新客户如新城控股、美的、阳光城、旭辉、中海等也呈现逐渐放量趋势，新客户接单保持高增长，伴随住宅精装修比例的提升及年末地产竣工提速，工程渠道业务预计将维持增长态势。

产能陆续投产，工艺技术持续创新。公司自上市以来不断扩张产能，年产 30 万套实木复合门项目、年产 30 万套模压门项目、年产 20.5 万件定制柜类项目相继完成验收，年产 120 万套木门项目稳步推进，产能逐步释放，2020 年 3 月，公司拟投资 4.5 亿元建设防火门项目，年设计产量 150 万套，为未来业务增长提供有力支撑。同时公司不断改进工艺技术。为进一步开拓工程业务、为定制门的规模化生产提供良好的硬件保障，公司与德国 HOMAG、德国 HEESEMANN、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作，引进了包括电子开料锯、CNC 加工中心、电脑镂刻中心、自动化滚涂等数控自动化流水线，于 2012 年下半年建成目前国内木门行业先进的自动化实木复合门生产线，确保了木门的制造品质和加工精度，提高了产能，缩短了加工和交货周期。

产品矩阵扩充，柜类引流反响良好。公司目前主要产品为实木复合门、夹板模压门，并逐步延伸到防火门、入户门、柜类等新产品。为了顺应大客户采购模式的转变，提高自身产品竞争力，公司设立江山花木匠家居有限公司，作为 IPO “年产 20.5 万件定制柜类产品项目”募投项目实施主体，2019 年，该项目已完成阶段性自主验收。2019 年，公司“花木匠”品牌橱柜收入为 6588.44 万元，同比增速高达 354.93%，毛利率为 22.48%，同比提升 10.71pct，橱柜业务发展迅速。满足不同市场的多样化需求，公司投资 4.5 亿元建设防火门项目，年设计产量 150 万套，目前防火门产线项目处于基建阶段。公司的产品矩阵不断扩充完善，有望为公司带来新的业绩增长点。

现金流情况：公司 Q1-Q3 每股经营性现金流净额为 0.85 元，较 19 年同期下降 0.52 元/股。前三季度应收账款 5.24 亿元，比年初增加 1.30 亿元，Q3 单季度新增应收账款 0.47 亿元，相比 19Q3 增加 0.67 亿元。前三季度应收票据余额 6.47 亿元，比年初增加 3.62 亿元，Q3 单季度新增应收票据 1.01 亿元，相比 19Q3 增长 0.75 亿元。前三季度预收账款余额 1.52 亿元，比年初降低 1.29 亿元，第三季度单季降低 0.65 亿元。受疫情影响下游房地产行业景气度下降，工程客户票据回款增加，造成公司应收票据及应收账款增多，公司收现能力有所下降。

我们看好公司在木门业务的发展，同时伴随产能扩张、产品拓展和团队建设，规模效应将进一步推升工装业务盈利能力。作为行业龙头，公司借精装政策东风，受益于下游房地产行业集中度提升，进一步提高市场份额，未来三年将稳步发展。我们对公司的长期发展前景持乐观预期，考虑到公司三季度业绩持续高增，上调公司盈利预测，2020-2022 年净利润从 3.9/5.3/6.9 亿元上调为 4.3/5.8/7.4 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 4.11、5.48、7.01 元/股，PE29x、22x、17x，维持“买入”评级。

风险提示：公司客户集中度过高风险，地产行业波动风险，行业竞争加剧风险等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	592.62	598.91	587.45	1,416.69	1,440.88
应收票据及应收账款	471.72	678.98	1,128.07	1,198.64	1,848.51
预付账款	18.54	32.18	32.52	64.61	64.98
存货	230.41	390.67	460.22	785.68	803.76
其他	28.29	88.11	52.51	57.15	77.54
流动资产合计	1,341.59	1,788.85	2,260.78	3,522.76	4,235.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	512.66	704.67	755.15	801.58	832.58
在建工程	68.74	140.30	120.18	120.11	102.06
无形资产	170.32	167.11	162.31	157.51	152.71
其他	58.77	61.05	53.10	54.31	56.15
非流动资产合计	810.48	1,073.14	1,090.75	1,133.51	1,143.51
资产总计	2,152.07	2,861.98	3,351.52	4,656.27	5,379.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	526.73	754.73	1,036.98	1,610.50	1,845.40
其他	256.07	477.92	460.24	795.51	772.35
流动负债合计	782.79	1,232.65	1,497.23	2,406.01	2,617.75
长期借款	56.17	86.17	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.43	152.70	148.72	149.62	150.35
非流动负债合计	203.60	238.87	148.72	149.62	150.35
负债合计	986.39	1,471.52	1,645.95	2,555.63	2,768.10
少数股东权益	68.08	78.46	78.71	79.12	86.28
股本	80.82	80.82	105.06	105.06	105.06
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	517.59
留存收益	1,016.78	1,231.19	1,521.81	1,916.46	2,419.72
其他	(517.59)	(517.59)	(517.59)	(517.59)	(517.59)
股东权益合计	1,165.67	1,390.47	1,705.58	2,100.64	2,611.06
负债和股东权益总计	2,152.07	2,861.98	3,351.52	4,656.27	5,379.16

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	148.74	268.87	431.73	575.60	736.68
折旧摊销	32.52	56.12	34.44	38.44	41.85
财务费用	(1.03)	3.58	(3.53)	(10.78)	(15.37)
投资损失	(16.45)	20.43	(3.23)	(3.23)	(3.23)
营运资金变动	(16.93)	(92.37)	(202.12)	471.71	(479.64)
其它	57.66	67.03	0.27	0.42	7.33
经营活动现金流	204.50	323.67	257.56	1,072.17	287.61
资本支出	274.78	311.22	63.98	79.10	49.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(570.77)	(674.11)	(120.75)	(155.87)	(96.04)
投资活动现金流	(295.99)	(362.88)	(56.77)	(76.77)	(46.77)
债权融资	67.57	110.95	12.06	16.08	17.64
股权融资	(13.68)	1.92	27.77	10.78	15.37
其他	(46.15)	(118.36)	(252.08)	(193.02)	(249.66)
筹资活动现金流	7.74	(5.49)	(212.25)	(166.16)	(216.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(83.76)	(44.71)	(11.46)	829.23	24.19

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,282.87	2,026.63	3,061.54	4,250.42	5,566.50
营业成本	862.97	1,373.69	2,059.94	2,896.77	3,816.44
营业税金及附加	14.41	14.58	30.12	40.05	49.08
营业费用	126.72	174.43	244.92	340.03	445.32
管理费用	62.94	73.56	107.15	148.76	194.83
研发费用	55.04	78.09	124.66	173.07	222.60
财务费用	13.68	(1.92)	(3.53)	(10.78)	(15.37)
资产减值损失	9.80	(4.34)	5.25	3.57	1.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.45	(20.43)	3.23	3.23	3.23
其他	(51.81)	29.03	(6.46)	(6.46)	(6.46)
营业利润	172.67	309.95	496.25	662.17	855.34
营业外收入	0.44	1.35	1.18	0.99	1.17
营业外支出	0.57	7.31	2.74	3.54	4.53
利润总额	172.54	303.99	494.69	659.62	851.98
所得税	23.80	35.13	62.70	83.60	107.98
净利润	148.74	268.87	432.00	576.02	744.00
少数股东损益	(3.96)	7.58	0.27	0.42	7.33
归属于母公司净利润	152.70	261.29	431.73	575.60	736.68
每股收益(元)	1.45	2.49	4.11	5.48	7.01

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.05%	57.98%	51.07%	38.83%	30.96%
营业利润	9.01%	79.50%	60.11%	33.44%	29.17%
归属于母公司净利润	11.03%	71.11%	65.23%	33.32%	27.98%
获利能力					
毛利率	32.73%	32.22%	32.72%	31.85%	31.44%
净利率	11.90%	12.89%	14.10%	13.54%	13.23%
ROE	13.91%	19.91%	26.54%	28.47%	29.18%
ROIC	40.89%	46.82%	51.13%	52.81%	113.59%
偿债能力					
资产负债率	45.83%	51.42%	49.11%	54.89%	51.46%
净负债率	-45.04%	-35.09%	-33.74%	-66.68%	-54.51%
流动比率	1.71	1.45	1.51	1.46	1.62
速动比率	1.42	1.13	1.20	1.14	1.31
营运能力					
应收账款周转率	3.07	3.52	3.39	3.65	3.65
存货周转率	6.99	6.53	7.20	6.82	7.00
总资产周转率	0.66	0.81	0.99	1.06	1.11
每股指标(元)					
每股收益	1.45	2.49	4.11	5.48	7.01
每股经营现金流	1.95	3.08	2.45	10.21	2.74
每股净资产	10.45	12.49	15.49	19.24	24.03
估值比率					
市盈率	82.85	48.42	29.30	21.98	17.17
市净率	11.53	9.64	7.78	6.26	5.01
EV/EBITDA	6.41	8.48	22.96	16.35	12.77
EV/EBIT	7.35	9.75	24.56	17.31	13.40

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