

投资评级 **优于大市** 维持

# 木门工程主业持续发力，新渠道新品类稳步拓展

## 股票数据

05月04日收盘价(元)	56.12
52周股价波动(元)	36.40-74.80
总股本/流通A股(百万股)	137/137
总市值/流通市值(百万元)	7621/7621

## 相关研究

《经销商渠道快速推进，项目产能加速释放》  
 2022.07.24

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.4	-20.3	-9.2
相对涨幅(%)	-9.1	-19.3	-5.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翩然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

## 投资要点:

- 事件:** 公司发布年报和一季报, 22年实现营业收入32.1亿元, 同增1.6%; 归母净利润-3.0亿元, 同减216.2%, 归母净利率-9.3%, 同减17.4pct; 扣非归母净利润-3.7亿元, 同减273.3%, 扣非归母净利率-11.7%, 同减18.5pct。22年公司计提各项资产减值准备共计5.6亿元, 截止23Q1公司持有应收账款合计7.3亿元。
- 单季度看, 22Q1-Q4/23Q1 分别实现营业收入4.9/7.8/9.4/10.0/6.8亿元, 同比变化+3.5%/-16.4%/+7.1%/+14.5%/+39.0%; 归母净利润0.6/0.6/-0.9/-3.3/+0.6亿元, 同比变化+67.48%/-57.61%/-175.41%/-867.56%/+5.64%。
- 公司管理层对工程渠道客户截至2022年12月31日应收款项的可回收性进行了分析评估, 认为存在减值迹象, 继续计提相应的信用减值损失; 工程客户渠道产品销售价格同比下降, 公司产品成本同比上升; 公司销售结构优化, 毛利率较低的款清业务占比上升; 由于公司“江山防火门产线项目”和“重庆江山欧派年产120万套木门项目”两大项目的持续建设和投入, 对2022年1-12月的净利润产生了一定的影响; 由于公司大力拓展工程代理商渠道和经销商渠道, 销售费用出现较快增长。
- 22年综合毛利率为23.9%, 同减5.2pct。期间费用率为16.5%, 同增1.0pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为9.4%/2.9%/3.8%/0.4%, 同比变化+1.02pct/-0.21pct/+0.01pct/+0.14pct。23Q1综合毛利率为21.7%, 同减3.2pct。期间费用率为13.7%, 同减7.2pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为7.2%/2.7%/3.4%/0.5%, 同比变化-5.1pct/-1.6pct/-0.7pct/-0.2pct。
- 分产品看, 22年夹板模压门/实木复合门/柜类产品/其他产品分别实现营业收入20.0/6.8/2.1/1.8亿元, 占比62.3%/21.1%/6.5%/5.5%, 同比变化+3.4%/+12.9%/-3.3%/+5.6%。
- 分渠道看, 22年经销商/工程渠道/代理商渠道收入分别为8.8/11.9/9.1亿元, 同比变化+26.4%/-27.0%/+80.5%, 占比27.3%/37.1%/28.3%。截至2022年12月31日, 公司拥有各类加盟经销商24,000余家, 同时公司不断拓展直营工程和代理工程业务; 目前公司已建立经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道等全覆盖、多元化、立体化的营销网络。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3157	3209	4370	5661	7078
(+/-)YoY(%)	4.8%	1.6%	36.2%	29.5%	25.0%
净利润(百万元)	257	-299	404	519	644
(+/-)YoY(%)	-39.7%	-216.2%	235.2%	28.6%	24.1%
全面摊薄EPS(元)	1.88	-2.19	2.96	3.80	4.72
毛利率(%)	29.1%	23.9%	26.4%	25.5%	25.1%
净资产收益率(%)	13.9%	-21.1%	22.2%	22.2%	21.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 盈利预测与评级:** 公司作为国内木门行业领军企业, 齐聚五大核心竞争优势: 不断拓展国内市场, 建立覆盖全国的经销商网络; 在内销市场上有能力规模化生产、短期内快速供货; 树立了良好的品牌形象, 获得了众多消费者的认同; 拥有多项专利, 技术与研发能力强悍; 依托长三角产业集群以及公司内部重视信息化建设。在木门主业工程业务强势发力的同时, 还不断拓展产业链布局新产品。预计 23-24 年净利润分别为 4.0/5.2 亿元, 同比增长 235.24%/28.62%, 目前股价对应 23 年 PE 为 19 倍。给予公司 23 年 21~23 倍 PE 估值, 合理价值区间为 62.1~68.0 元, 给予“优于大市”评级
- 风险提示:** 地产销售面积下滑风险, 行业竞争加剧风险。

表 1 可比公司估值情况

上市公司	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
欧派家居	整体橱柜、衣柜	115.15	22.04
索菲亚	衣柜、橱柜	18.92	12.97
平均			17.51

资料来源: wind, 海通证券研究所。注: 收盘价为 20230428 数据, 可比公司 PE 为 wind 一致预期

表 2 江山欧派分渠道盈利预测

单位: 亿元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经销店</b>				
销售收入	8.8	12.3	15.9	19.1
增长率 (YoY)	26.4%	40.0%	30.0%	20.0%
<b>大宗业务 (含工程、外贸、出口)</b>				
销售收入	21.8	29.5	38.3	48.8
增长率 (YoY)	-1.7%	35.1%	30.0%	27.4%
<b>其他业务</b>				
销售收入	1.5	2.0	2.4	2.8
增长率 (YoY)	-38.3%	30.0%	20.0%	20.0%
<b>合计</b>				
销售收入	32.1	43.7	56.6	70.8
增长率 (YoY)	1.6%	36.2%	29.5%	25.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3209</b>	<b>4370</b>	<b>5661</b>	<b>7078</b>
每股收益	-2.19	2.96	3.80	4.72	营业成本	2443	3214	4217	5301
每股净资产	10.36	13.31	17.11	21.83	毛利率%	23.9%	26.4%	25.5%	25.1%
每股经营现金流	3.83	5.63	6.57	7.43	营业税金及附加	22	30	39	49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	301	371	453	566
P/E	-25.53	18.88	14.68	11.83	营业费用率%	9.4%	8.5%	8.0%	8.0%
P/B	5.39	4.19	3.26	2.56	管理费用	94	122	153	191
P/S	2.38	1.74	1.35	1.08	管理费用率%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	-60.56	10.88	8.30	6.32	EBIT	-247	459	591	733
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	11	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.9%	26.4%	25.5%	25.1%	资产减值损失	-20	-13	-15	-16
净利率	-9.3%	9.2%	9.2%	9.1%	投资收益	-18	-22	-28	-35
净资产收益率	-21.1%	22.2%	22.2%	21.6%	<b>营业利润</b>	<b>-276</b>	<b>462</b>	<b>596</b>	<b>738</b>
资产回报率	-6.7%	7.3%	7.5%	7.6%	营业外收支	-3	1	0	2
投资回报率	-12.7%	15.7%	16.7%	17.1%	<b>利润总额</b>	<b>-279</b>	<b>463</b>	<b>596</b>	<b>740</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	-131	622	747	870
营业收入增长率	1.6%	36.2%	29.5%	25.0%	所得税	27	56	72	89
EBIT 增长率	-177.3%	286.3%	28.6%	24.1%	有效所得税率%	-9.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-216.2%	235.2%	28.6%	24.1%	少数股东损益	-8	4	5	7
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-299</b>	<b>404</b>	<b>519</b>	<b>644</b>
资产负债率	67.1%	66.1%	65.3%	64.0%					
流动比率	1.30	1.32	1.35	1.40	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.05	1.08	1.10	1.15	货币资金	1112	1553	2126	2831
现金比率	0.54	0.57	0.60	0.63	应收账款及应收票据	825	1067	1397	1764
<b>经营效率指标</b>					存货	456	586	772	973
应收账款周转天数	84.66	84.66	84.66	84.66	其它流动资产	299	409	536	680
存货周转天数	68.12	68.12	68.12	68.12	流动资产合计	2691	3615	4830	6248
总资产周转率	0.72	0.79	0.82	0.83	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.38	2.94	3.44	3.84	固定资产	1346	1487	1645	1844
					在建工程	39	27	15	-55
					无形资产	258	288	296	307
					非流动资产合计	1775	1925	2091	2239
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4466</b>	<b>5540</b>	<b>6920</b>	<b>8487</b>
净利润	-299	404	519	644	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-8	4	5	7	应付票据及应付账款	1303	1715	2249	2828
非现金支出	675	232	230	208	预收账款	0	0	0	1
非经营收益	32	36	20	32	其它流动负债	767	1018	1319	1644
营运资金变动	121	94	123	123	流动负债合计	2071	2733	3569	4472
<b>经营活动现金流</b>	<b>523</b>	<b>769</b>	<b>898</b>	<b>1015</b>	长期借款	73	93	108	118
资产	-227	-320	-310	-275	其它长期负债	851	835	839	842
投资	0	-5	-6	-7	非流动负债合计	924	929	948	960
其他	3	-31	-25	-34	<b>负债总计</b>	<b>2995</b>	<b>3661</b>	<b>4517</b>	<b>5432</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-224</b>	<b>-356</b>	<b>-341</b>	<b>-316</b>	实收资本	137	137	137	137
债权募资	-75	36	13	6	归属于母公司所有者权益	1415	1818	2338	2982
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	56	61	66	72
其他	-179	-7	2	1	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4466</b>	<b>5540</b>	<b>6920</b>	<b>8487</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-254</b>	<b>29</b>	<b>15</b>	<b>7</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>47</b>	<b>442</b>	<b>572</b>	<b>705</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。