

江山欧派 (603208)

证券研究报告

2023年05月06日

零售放量工程向上，多管齐下加速成长

22 年收入 32.1 亿，同增 1.6%，分季度，22Q1-Q4 收入为 4.9/7.8/9.4/10.0 亿元，同比+3.5%/-16.4%/+7.1%/+14.5%；22 年归母净利-2.99 亿，同减 216.2%，分季度，22Q1-Q4 归母净利为 0.6/0.6/-0.9/-3.3 亿元，同比+67.5%/-57.6%/-175.4%/-867.6%。22 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.23 亿元，21 年为-0.18 亿元，经营现金流显著好转，款清业务占比提升。

2022 年公司共计提各项资产减值准备 5.6 亿元，其中应收账款坏账损失 5.3 亿元；若还原此影响，2022 年公司归母净利约 2.3 亿元。

23Q1 收入 6.8 亿，同增 39.0%，归母净利 0.59 亿元，同增 5.64%，扣非归母净利 0.38 亿元，同增 362%，扣非归母净利率 5.61%，同增 3.9pct，净利率 8.2%，同降 2.8pct。

22Q4 大宗向上趋势确立，经销亦实现靓丽增长。分渠道看，22 年全年大宗业务收入 21.8 亿，同减 1.7%，其中直营工程业务 Q4 收入同减 2%，降幅显著收窄；22 年代理商渠道收入 9.1 亿，同增 80.5%，Q4 同增 109%，增长提速；22 年经销收入 8.8 亿，同增 26.4%，22 年末公司直营工程客户 100 多家，工程代理商 470 多家。

分品类看，22 年夹板模压门收入 20.0 亿，同增 3.4%，实木复合门收入 6.8 亿，同增 12.9%，柜类收入 2.1 亿元，同减 3.3%。

23Q1 收入增速领跑行业，B 端、C 端共同发力。分渠道看，Q1 大宗营收 4.8 亿，同增 49.6%，直营工程增速更快，同增 56.1%，代理商渠道同增 44.2%，经销渠道实现收入 1.7 亿，同增 32.6%，增速靓丽。

分品类看，Q1 夹板模压门实现收入 3.7 亿，同增 23.4%，实木复合门收入 1.7 亿，同增 95.5%，柜类产品 0.65 亿，同增 91.0%。

毛利率下行系款清业务占比提升。2022 年毛利率 23.9%，同比-5.3pct，22Q4 毛利率 18.1%，同比-4.8pct，22 年整体毛利率下行系公司销售结构优化，毛利率较低的款清业务占比上升，23Q1 毛利率 21.7%，同比-3.2pct。22 年大宗渠道毛利率 23.5%，同比-8.8pct，其中代理商/直营工程渠道毛利率分别降低 8.4pct/6.6pct。

23Q1 费用显著优化。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.4%/2.9%/3.9%/0.4%，同比+1.0/-0.2/+0.0/+0.1pct，销售费用率增长系公司大力拓展工程代理商渠道和经销商渠道。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/2.7%/3.4%/0.5%，同比-5.1/-1.6/-0.7/0.2pct，Q1 销售、管理费用显著优化。

网点持续下沉，产能逐步放量。渠道方面，22 年新增加盟经销商 11187 个，23Q1 加速加盟商开拓力度，Q1 新增网点 2558 家，截至 23Q1 末合计 27207 家，渠道持续下沉。产能方面，年产 20 万套防火门产线实现投产，重庆年产 120 万套木门项目厂房建设完工，首批年产 45 万套木门产线已逐步投产。

公司持续优化销售渠道，其中工程客户渠道，从聚焦直营工程大客户转为直营工程和代理商工程业务齐头并进，深入布局全渠道，以优质客户为基础深化服务，对业务和资源进行更合理的规划，优化工程渠道结构；经销商渠道，实施单品引领、爆品切入、联品跟进的产品策略，以强大的高性价比产品矩阵，沉浸式的艺术家居体验，助力全屋健康家居生活。截至 2022 年底，公司拥有各类经销商 2.4w 余家，同时已培育一批专业安装服务团队，规模庞大的经销商队伍和专业优质的安装服务商团队，助力拓宽销售渠道，提升市场占有率，为未来经销商渠道发展打下坚实的基础。

维持盈利预测，维持“买入”评级。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	136.59
流通 A 股股本(百万股)	136.59
A 股总市值(百万元)	7,449.36
流通 A 股市值(百万元)	7,449.36
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	64.29
一年内最高/最低(元)	74.80/36.40

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@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：聚源数据

相关报告

- 1 《江山欧派-公司点评:经营韧性凸显，站在新一轮成长起点》 2023-02-20
- 2 《江山欧派-公司点评:计提后轻装上阵，渠道变革助力 23 年业绩释放》 2023-02-01
- 3 《江山欧派-公司点评:保交楼政策催化，看好公司改革红利加速释放，市占率提升可期》 2022-12-12

我们看好公司渠道结构更加健康，优质战略客户逐步放量，叠加地产政策催化，保交楼资金落地加快项目交付节奏，大宗业务趋势或将改善，预计公司 23-25 年归母净利分别为 4.4/5.2/6.2 亿，对应 PE 分别为 17X/14X/12X。

风险提示：经销商管理风险；行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；新房销售及二手房交易不及预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,157.31	3,208.92	4,419.02	5,206.11	6,099.14
增长率(%)	4.84	1.63	37.71	17.81	17.15
EBITDA(百万元)	615.63	466.44	713.47	807.33	924.31
归属母公司净利润(百万元)	256.90	(298.51)	439.23	519.82	615.92
增长率(%)	(39.67)	(216.20)	247.14	18.35	18.49
EPS(元/股)	1.88	(2.19)	3.22	3.81	4.51
市盈率(P/E)	29.00	(24.96)	16.96	14.33	12.09
市净率(P/B)	4.04	5.27	3.97	3.11	2.48
市销率(P/S)	2.36	2.32	1.69	1.43	1.22
EV/EBITDA	10.27	16.84	10.67	6.87	6.69

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	996.89	1,111.94	353.52	2,429.12	1,776.64
应收票据及应收账款	1,195.37	824.58	2,272.26	1,429.35	2,720.69
预付账款	20.67	12.60	58.23	14.84	66.21
存货	476.35	455.99	792.74	674.42	1,033.37
其他	256.76	232.16	264.47	343.56	316.51
流动资产合计	2,946.04	2,637.26	3,741.24	4,891.29	5,913.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,020.87	1,345.74	1,227.13	1,108.52	989.91
在建工程	272.20	38.89	38.89	38.89	38.89
无形资产	262.98	257.77	246.61	235.46	224.30
其他	122.31	132.27	114.78	123.12	123.39
非流动资产合计	1,678.37	1,774.67	1,627.41	1,505.99	1,376.49
资产总计	4,676.87	4,465.93	5,368.65	6,397.27	7,289.90
短期借款	82.01	0.00	106.22	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,089.56	1,303.25	1,792.54	1,903.00	2,402.83
其他	516.62	472.60	833.69	1,209.95	1,005.62
流动负债合计	1,688.19	1,775.86	2,732.44	3,112.95	3,408.44
长期借款	80.64	73.44	58.75	47.00	37.60
应付债券	549.38	574.91	374.76	499.68	483.12
其他	256.57	275.89	260.38	264.28	266.85
非流动负债合计	886.59	924.24	693.89	810.96	787.57
负债合计	2,770.84	2,994.83	3,426.33	3,923.91	4,196.01
少数股东权益	64.21	56.44	65.82	75.15	88.56
股本	105.07	136.59	136.59	136.59	136.59
资本公积	519.46	487.97	487.97	487.97	487.97
留存收益	1,191.76	815.51	1,254.73	1,774.55	2,390.47
其他	25.52	(25.40)	(2.79)	(0.89)	(9.70)
股东权益合计	1,906.02	1,471.10	1,942.31	2,473.36	3,093.89
负债和股东权益总计	4,676.87	4,465.93	5,368.65	6,397.27	7,289.90

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	258.60	(306.28)	439.23	519.82	615.92
折旧摊销	94.65	115.56	129.77	129.77	129.77
财务费用	13.12	22.71	14.81	14.05	12.53
投资损失	27.17	18.06	22.87	22.70	21.21
营运资金变动	(733.37)	104.42	(1,267.08)	1,409.43	(1,372.44)
其它	321.97	568.45	9.38	9.33	13.41
经营活动现金流	(17.86)	522.93	(651.02)	2,105.08	(579.60)
资本支出	402.64	182.59	15.51	(3.90)	(2.57)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(786.41)	(406.61)	(38.39)	(18.80)	(18.64)
投资活动现金流	(383.77)	(224.01)	(22.87)	(22.70)	(21.21)
债权融资	596.85	(102.99)	(107.13)	(8.68)	(42.87)
股权融资	(145.74)	(50.89)	22.61	1.90	(8.80)
其他	321.87	(99.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	772.98	(253.64)	(84.53)	(6.78)	(51.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	371.35	45.28	(758.42)	2,075.60	(652.48)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,157.31	3,208.92	4,419.02	5,206.11	6,099.14
营业成本	2,238.64	2,443.44	3,227.58	3,794.04	4,435.20
营业税金及附加	20.43	22.00	29.23	34.61	40.90
销售费用	263.63	300.82	309.33	364.43	439.14
管理费用	99.15	93.97	123.73	156.18	182.97
研发费用	121.27	123.52	132.57	166.60	195.17
财务费用	6.75	11.49	14.81	14.05	12.53
资产/信用减值损失	(142.80)	(559.70)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(27.17)	(18.06)	(22.87)	(22.70)	(21.21)
其他	292.29	1,067.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	285.10	(276.08)	528.89	623.52	742.01
营业外收入	2.51	2.09	1.98	2.19	2.09
营业外支出	1.62	4.85	3.09	3.19	3.71
利润总额	285.99	(278.84)	527.78	622.52	740.39
所得税	27.39	27.44	79.17	93.38	111.06
净利润	258.60	(306.28)	448.61	529.14	629.33
少数股东损益	1.70	(7.78)	9.38	9.33	13.41
归属于母公司净利润	256.90	(298.51)	439.23	519.82	615.92
每股收益(元)	1.88	(2.19)	3.22	3.81	4.51

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	4.84%	1.63%	37.71%	17.81%	17.15%
营业利润	-45.00%	-196.84%	291.57%	17.89%	19.00%
归属于母公司净利润	-39.67%	-216.20%	247.14%	18.35%	18.49%
获利能力					
毛利率	29.10%	23.85%	26.96%	27.12%	27.28%
净利率	8.14%	-9.30%	9.94%	9.98%	10.10%
ROE	13.95%	-21.10%	23.41%	21.68%	20.49%
ROIC	21.59%	-18.91%	52.20%	26.56%	130.17%
偿债能力					
资产负债率	59.25%	67.06%	63.82%	61.34%	57.56%
净负债率	-12.95%	-30.82%	10.95%	-75.10%	-39.93%
流动比率	1.59	1.30	1.37	1.57	1.73
速动比率	1.34	1.08	1.08	1.35	1.43
营运能力					
应收账款周转率	2.49	3.18	2.85	2.81	2.94
存货周转率	7.20	6.88	7.08	7.10	7.14
总资产周转率	0.74	0.70	0.90	0.88	0.89
每股指标(元)					
每股收益	1.88	-2.19	3.22	3.81	4.51
每股经营现金流	-0.13	3.83	-4.77	15.41	-4.24
每股净资产	13.48	10.36	13.74	17.56	22.00
估值比率					
市盈率	29.00	-24.96	16.96	14.33	12.09
市净率	4.04	5.27	3.97	3.11	2.48
EV/EBITDA	10.27	16.84	10.67	6.87	6.69
EV/EBIT	12.14	22.39	13.04	8.18	7.78

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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