

# 江山欧派 (603208.SH)

## 业务多点开花，业绩表现靓丽

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现收入 32.09 亿元（同比+1.63%），归母净利润-2.99 亿元；单 Q4 实现收入 9.96 亿元（同比+14.50%），归母净利润-3.29 亿元，利润下滑主要受减值影响；2023Q1 实现收入 6.82 亿元（同比+38.98%），归母净利润 0.59 亿元（同比+5.64%），扣非净利润 0.38 亿元（同比+361.98%），扣非盈利表现靓丽，业务多点开花，保交楼持续推动业绩增长。

**渠道结构优化，工程直营表现靓丽。**1) 直营工程：2022Q4/2023Q1 分别实现收入 3.8 亿元/2.8 亿元（同比-2.1%/+56.1%），毛利率分别为 18.1%/23.8%（同比-11.8pct/-10.5pct），保交楼订单持续兑现、利润率略低。公司优化客户结构、丰富客户合作类型，截至 2022 年底直营工程客户 100 余家，目前未执行项目充足，低基数下有望延续增长。2) 代理工程：2022Q4/2023Q1 分别实现收入 3.5 亿元/1.7 亿元（同比+109.2%/+44.2%），毛利率 6.0%/15.1%（同比-12.4pct/-7.4pct），截至 2022 年底工程代理商 470 余家，存量代理商转换节奏提速、新商稳步拓展，预计增长稳健。3) 经销：2022Q4/2023Q1 分别实现收入 2.7 亿元/1.7 亿元（同比-2.9%/+32.6%），毛利率分别为 24.4%/19.2%（分别同比-2.1pct/+2.0pct），公司强化全品类招商力度，截至 Q1 末加盟经销商数较上年末+2603 家至 2.72 万家。

**保交楼带动木门增长，柜类、防火门新品持续放量。**2022Q4 公司夹板模压门/实木复合门/柜类/其他产品分别实现收入 6.5 亿元/2.3 亿元/0.8 亿元/0.4 亿元（同比+15.7%/+126.5%/+23.8%/-40.0%），2023Q1 分别实现收入 3.7 亿元/1.7 亿元/0.7 亿元/0.5 亿元（同比+23.4%/+95.5%/+91.0%/+58.0%），保交楼订单带动实木复合门高增，柜类及其他产品增速较高主要系公司全品类整装持续推进。公司生产端规模优势突出，且标准化+柔性化工艺、自动化+信息化提升效率，产能方面，2022 年年设计产能 20 万套防火门及重庆基地首批 45 万套木门投入使用，伴随产能持续爬坡，防火门等新品有望持续贡献增量。

**业务结构调整致盈利能力承压，费用管控优异。**2023Q1 公司毛利率为 21.7%（同比-3.2pct），归母净利率为 8.58%（同比-2.7pct），盈利能力下滑主要系工程代理渠道占比提升，且低毛利的保交楼订单增加，预计伴随精益生产稳步推进、利润率有望稳步抬升；Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 7.2%/3.4%/2.7%（同比-5.1pct/-0.7pct/-1.6pct），主要系适当控制广宣费用投放力度。

**现金流表现回暖，经营效率提升。**2022 年/2023Q1 公司净经营现金流为 5.23 亿元/-0.34 亿元（同比+5.41 亿元/+1.13 亿元），伴随客户结构优化、款清发货模式增加，现金流表现回暖；截至 2023Q1 末公司应收账款周转天数为 98 天（同比-83 天），应付账款周转天数为 80 天（同比+3 天），存货周转天数为 84 天（同比-43 天），营运效率改善明显。

**盈利预测与投资评级：**公司工程客户结构持续优化，保交楼订单充裕，零售渠道稳步拓展，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.0 亿元/5.1 亿元/6.3 亿元，对应 PE 为 19X/15X/12X，维持“增持”评级。

**风险提示：**地产复苏低于预期、精装修推进不及预期、地产客户风险上升。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,157	3,209	4,081	5,089	6,134
增长率 yoy (%)	4.8	1.6	27.2	24.7	20.5
归母净利润(百万元)	257	-299	401	511	632
增长率 yoy (%)	-39.7	-216.2	234.2	27.6	23.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.88	-2.19	2.93	3.74	4.63
净资产收益率(%)	13.6	-20.8	25.5	26.7	26.4
P/E(倍)	29.7	-	19.0	14.9	12.1
P/B(倍)	4.2	5.5	5.1	4.1	3.3

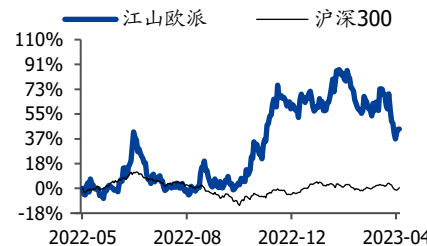
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

增持(维持)

### 股票信息

行业	家居用品
前次评级	增持
4月28日收盘价(元)	55.80
总市值(百万元)	7,621.46
总股本(百万股)	136.59
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.98

### 股价走势



### 作者

分析师 姜文轶

执业证书编号: S0680523040001

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

### 相关研究

1、《江山欧派(603208.SH): 制造优势筑底, 新渠道、品类方兴未艾》2023-03-18

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2999	2691	3070	3481	4097
现金	997	1112	1237	1528	1889
应收票据及应收账款	1195	825	808	888	864
其他应收款	15	24	26	36	39
预付账款	21	13	30	23	41
存货	476	456	707	743	1003
其他流动资产	294	262	262	262	262
<b>非流动资产</b>	1678	1775	2062	2373	2671
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1021	1346	1582	1845	2102
无形资产	263	258	267	279	295
其他非流动资产	395	171	213	250	274
<b>资产总计</b>	4677	4466	5132	5854	6767
<b>流动负债</b>	1884	2071	2683	3132	3655
短期借款	82	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1090	1303	1683	2039	2440
其他流动负债	713	767	1000	1093	1215
<b>非流动负债</b>	887	924	840	754	659
长期借款	630	648	564	479	383
其他非流动负债	257	276	276	276	276
<b>负债合计</b>	2771	2995	3523	3886	4315
少数股东权益	64	56	67	80	97
股本	105	137	178	178	178
资本公积	519	488	447	447	447
留存收益	1192	816	1258	1873	2661
归属母公司股东权益	1842	1415	1542	1887	2356
<b>负债和股东权益</b>	4677	4466	5132	5854	6767

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-18	523	755	971	1044
净利润	259	-306	411	525	648
折旧摊销	95	116	105	129	154
财务费用	7	11	-13	-21	-33
投资损失	27	18	23	23	21
营运资金变动	-520	121	228	315	253
其他经营现金流	115	563	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-384	-224	-416	-462	-473
资本支出	379	227	288	311	297
长期投资	-5	0	0	0	0
其他投资现金流	-10	3	-128	-151	-176
<b>筹资活动现金流</b>	773	-254	-214	-217	-210
短期借款	29	-82	0	0	0
长期借款	568	18	-84	-86	-95
普通股增加	0	32	41	0	0
资本公积增加	26	-31	-41	0	0
其他筹资现金流	150	-190	-130	-131	-115
<b>现金净增加额</b>	370	47	125	292	361

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3157	3209	4081	5089	6134
营业成本	2239	2443	3049	3801	4574
营业税金及附加	20	22	24	36	49
营业费用	264	301	347	433	528
管理费用	99	94	102	122	147
研发费用	121	124	143	173	209
财务费用	7	11	-13	-21	-33
资产减值损失	-13	-20	-17	-25	-32
其他收益	48	88	53	57	61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-27	-18	-23	-23	-21
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	341	133	441	555	669
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	2	5	3	3	4
<b>利润总额</b>	286	-279	440	554	668
所得税	27	27	29	30	19
<b>净利润</b>	259	-306	411	525	648
少数股东损益	2	-8	10	13	16
<b>归属母公司净利润</b>	257	-299	401	511	632
EBITDA	397	-154	530	658	785
EPS (元)	1.88	-2.19	2.93	3.74	4.63

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.8	1.6	27.2	24.7	20.5
营业利润(%)	-40.7	-60.9	231.1	25.9	20.5
归属于母公司净利润(%)	-39.7	-216.2	234.2	27.6	23.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.1	23.9	25.3	25.3	25.4
净利率(%)	8.1	-9.3	9.8	10.0	10.3
ROE(%)	13.6	-20.8	25.5	26.7	26.4
ROIC(%)	9.7	-12.8	16.0	18.2	19.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.2	67.1	68.6	66.4	63.8
净负债比率(%)	-1.0	-14.8	-18.3	-33.5	-44.8
流动比率	1.6	1.3	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.5	3.2	5.0	6.0	7.0
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.88	-2.19	2.93	3.74	4.63
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	3.83	5.52	7.11	7.64
每股净资产(最新摊薄)	13.24	10.11	11.04	13.57	17.00
<b>估值比率</b>					
P/E	29.7	-25.5	19.0	14.9	12.1
P/B	4.2	5.5	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	25.1	-63.4	18.3	14.2	11.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com