

2023年05月10日
江山欧派(603208.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他家居

工程零售全面回升， 现金流显著改善

■事件：江山欧派发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营业收入32.09亿元，同比增长1.63%；归母净利润-2.99亿元，同比下降216.20%；扣非后归母净利润-3.74亿元，同比下降273.33%。其中2022Q4当季公司实现营业收入9.96亿元，同比增长14.50%；归母净利润-3.29亿元；扣非后归母净利润-3.36亿元。

■此外，2023Q1公司实现营业收入6.82亿元，同比增长38.98%；归母净利润0.59亿元，同比增长5.64%；扣非后归母净利润0.38亿元，同比增长361.98%。

■多元化渠道变革成效凸显，经销、工程代理渠道维持高增

2022年公司归母净利润下滑主要由于：1)计提5.40亿信用减值损失；2)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；3)公司销售结构优化，毛利率较低的款清业务占比上升；4)江山防火门产线项目和重庆江山欧派年产120万套木门项目的持续建设和投入；4)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。

分渠道看，2022年公司经销渠道、工程渠道、代理商渠道分别实现营业收入8.76、11.91、9.09亿元，同比+26.4%、-26.96%、+80.51%。具体来看：1)经销商渠道方面，公司大力拓展全品类经销商，培育安装服务商，经销商渠道不断下沉，品牌认知度持续提升。2022年末，公司在全国范围内拥有各类经销商24000余家。针对经销商渠道的爆品，公司以批量化的类工程单模式进行生产，公司定款式、颜色而尺寸非标，从而保障生产效率。2)工程渠道方面，公司持续优化工程渠道结构，截至22年末，公司拥有直营工程客户100余家，工程代理商470余家。公司在工程渠道持续受到客户高度认可，江山欧派已连续多年荣获房地产开发企业综合实力TOP500“室内木门类”首选供应商，荣获采筑2022供应商综合指数三星供应商。公司一方面直营工程聚焦央企、国企和优质民企客户，持续导入优质战略客户；另一方面，稳步开拓工程代理商业务，优化工程代理商结构，提升公司整体现金流，优化公司资金结构。同时开辟学校、医院、酒店、康养等新的业务渠道，创造新的增量。

■木门主业维持稳增，生产规模化效应逐步凸显

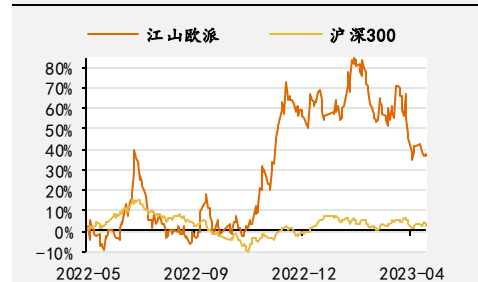
分产品看，22年公司夹板模压门、实木复合门、柜类产品分别实现

投资评级	买入-A 维持评级
12个月目标价	72.53元
股价(2023-05-10)	53.90元

交易数据

总市值(百万元)	7,361.94
流通市值(百万元)	7,361.94
总股本(百万股)	136.59
流通股本(百万股)	136.59
12个月价格区间	36.89/72.82元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.3	-12.4	1.7
绝对收益	-19.9	-15.0	3.7

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

22Q4 减值短期影响业绩，	2023-01-31
保交楼+营销改革持续驱动	
零售渠道拓展稳步推进，	2022-07-24
22H1 盈利能力短期承压	

营业收入 19.98/6.76/2.07 亿元，同比+3.44%/+12.93%/-3.34%。公司木门产品品质、交期持续领先，2022 年公司继续推进江山莲华山工业园防火门产线项目的实施，江山莲华山工业园防火门产线项目首批生产线已投入使用，年设计产能 20 万套；重庆江山欧派年产 120 万套木门项目建设已完工，首批年产 45 万套的木门产线已布局完成并逐步投入使用，产能释放有望进一步打开增长空间。

■ 22 年毛利率短期承压，经营性净现金流明显改善

22 年公司综合毛利率为 23.85%，同比下滑 5.25pct。22Q4 公司综合毛利率为 18.14%，同比下滑 4.84%。23Q1 公司综合毛利率 21.67%，同比下滑 3.24pct。期间费用方面，21 年公司期间费用率为 16.51%，同比增长 0.97pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.37%/6.78%/3.85%/0.36%，同比分别+1.02/+3.64/+0.01/+0.15pct。23Q1 公司期间费用率为 13.74%，同比下降 7.19pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.18%/6.08%/3.38%/0.48%，同比分别-5.13/-2.30/+0.25/-0.67pct。22Q4 公司期间费用率为 14.21%，同比下降 1.34pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.40%/2.28%/4.07%/0.46%，同比分别-0.23/-0.81/-0.55/+0.25pct。综合影响下 22 年公司净利率为-9.54%，同比下滑 17.73pct；22Q4 公司净利率为-33.30%，同比下滑 29.27%。23Q1 公司净利率为 8.21%，同比下滑 2.83pct。

现金流方面，22 年经营活动净现金流为 5.23 亿元，21 年为-0.18 亿元，主要受益于款清业务占比提升。

■ **投资建议：**江山欧派为国内木门行业细分龙头，产能优势不断夯实，零售新渠道变革成效渐显，工程渠道有望持续受益保交楼持续推进。我们预计江山欧派 2023-2025 年营业收入为 41.96、50.03、61.56 亿元，同比增长 30.75%、19.25%、23.03%；归母净利润为 3.74、4.77、6.48 亿元，同比增长 225.29%、27.55%、35.84%，对应 PE 为 19.7x、15.4x、11.4x，给予 24 年 21xPE，目标价 72.53 元。维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**地产行业波动风险；市场竞争加剧风险；疫情反复影响风险；渠道拓展不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	3,157.3	3,208.9	4,195.7	5,003.2	6,155.6
净利润	256.9	-298.5	374.0	477.0	648.0
每股收益(元)	1.88	-2.19	2.74	3.49	4.74
每股净资产(元)	13.48	10.36	12.55	14.80	18.56

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	28.7	-24.7	19.7	15.4	11.4

市净率(倍)	4.0	5.2	4.3	3.6	2.9
净利润率	8.1%	-9.3%	8.9%	9.5%	10.5%
净资产收益率	13.9%	-21.1%	21.8%	23.6%	25.6%
股息收益率	2.8%	0.0%	1.4%	2.3%	1.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,157.3	3,208.9	4,195.7	5,003.2	6,155.6	成长性					
减:营业成本	2,238.6	2,443.4	2,965.5	3,524.2	4,195.6	营业收入增长率	4.8%	1.6%	30.8%	19.2%	23.0%
营业税费	20.4	22.0	27.8	33.3	41.3	营业利润增长率	-45.0%	-196.8%	252.4%	27.0%	37.9%
销售费用	263.6	300.8	352.0	465.1	615.4	净利润增长率	-39.7%	-216.2%	225.3%	27.5%	35.8%
管理费用	99.2	94.0	188.8	180.1	249.3	EBITDA 增长率	-15.2%	-16.8%	29.3%	21.0%	27.1%
研发费用	121.3	123.5	176.2	201.4	253.1	EBIT 增长率	-20.3%	-24.6%	37.9%	23.5%	31.8%
财务费用	6.7	11.5	12.0	14.3	19.1	NOPLAT 增长率	-41.0%	-210.1%	235.5%	26.8%	36.3%
资产减值损失	-87.0	-150.3	-30.0	-30.0	-23.0	投资资本增长率	25.7%	-42.4%	32.3%	10.0%	5.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.4%	-22.8%	20.9%	17.7%	25.2%
投资和汇兑收益	-27.2	-18.1	-22.6	-20.3	-21.5						
营业利润	285.1	-276.1	420.9	534.6	737.3	利润率					
加:营业外净收支	0.9	-2.8	-1.1	-1.0	-1.6	毛利率	29.1%	23.9%	29.3%	29.6%	31.8%
利润总额	286.0	-278.8	419.8	533.6	735.7	营业利润率	9.0%	-8.6%	10.0%	10.7%	12.0%
减:所得税	27.4	27.4	37.8	48.0	73.6	净利润率	8.1%	-9.3%	8.9%	9.5%	10.5%
净利润	256.9	-298.5	374.0	477.0	648.0	EBITDA/营业收入	18.0%	14.7%	14.6%	14.8%	15.3%
						EBIT/营业收入	15.0%	11.1%	11.7%	12.2%	13.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	110	133	119	104	84
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	27	-14	-36	-23	-12
货币资金	996.9	1,111.9	892.8	1,206.5	1,644.7	流动资产周转天数	318	319	238	230	237
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	84	97	75	75	80
应收账款	956.2	768.4	979.8	1,104.9	1,631.0	存货周转天数	50	52	42	47	44
应收票据	254.3	80.3	152.8	180.8	161.2	总资产周转天数	490	513	396	369	349
预付账款	20.7	12.6	52.5	15.4	108.1	投资资本周转天数	157	136	88	89	77
存货	476.3	456.0	532.5	767.4	748.3						
其他流动资产	294.0	262.1	238.3	264.8	255.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	-21.1%	21.8%	23.6%	25.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	-6.9%	8.0%	8.8%	10.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.6%	-18.9%	44.5%	42.6%	52.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,020.9	1,345.7	1,436.0	1,459.3	1,411.5	销售费用率	8.3%	9.4%	8.4%	9.3%	10.0%
在建工程	272.2	38.9	111.2	147.9	118.7	管理费用率	3.1%	2.9%	4.5%	3.6%	4.0%
无形资产	263.0	257.8	246.6	235.5	224.3	研发费用率	3.8%	3.8%	4.2%	4.0%	4.1%
其他非流动资产	122.3	132.3	114.8	123.1	123.4	财务费用率	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	4,676.9	4,465.9	4,757.3	5,505.5	6,426.2	四费/营业收入	15.5%	16.5%	17.4%	17.2%	18.5%
短期债务	82.0	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	636.6	812.0	720.1	1,018.9	1,043.4	资产负债率	59.2%	67.1%	62.6%	62.0%	59.2%
应付票据	724.9	806.9	1,164.4	1,178.4	1,557.7	负债权益比	145.4%	203.6%	167.5%	163.0%	145.2%
其他流动负债	440.8	451.7	459.5	450.6	454.3	流动比率	1.59	1.30	1.22	1.34	1.49
长期借款	80.6	73.4	-	-	-	速动比率	1.34	1.08	0.99	1.05	1.24
其他非流动负债	805.9	850.8	635.1	764.0	750.0	利息保障倍数	70.26	31.11	41.09	42.57	42.06
负债总额	2,770.8	2,994.8	2,979.1	3,411.8	3,805.4	分红指标					
少数股东权益	64.2	56.4	64.0	72.4	86.2	DPS(元)	1.51	-	0.73	1.24	0.99
股本	105.1	136.6	136.6	136.6	136.6	分红比率	80.2%	0.0%	26.7%	35.6%	20.8%
留存收益	1,711.2	1,303.5	1,577.5	1,884.6	2,397.9	股息收益率	2.8%	0.0%	1.4%	2.3%	1.8%
股东权益	1,906.0	1,471.1	1,778.1	2,093.6	2,620.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	258.6	-306.3	374.0	477.0	648.0
						加:折旧和摊销	94.6	115.6	118.6	131.2	138.2
						资产减值准备	12.7	20.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	13.1	22.7	12.0	14.3	19.1
						投资收益	27.2	18.1	22.6	20.3	21.5
						少数股东损益	1.7	-7.8	8.0	8.6	14.1
						营运资金的变动	-731.0	201.6	-117.5	-76.3	-156.2
						经营活动产生现金流量	-17.9	522.9	417.7	575.1	684.6
						投资活动产生现金流量	-383.8	-224.0	-292.6	-200.3	-71.5
						融资活动产生现金流量	773.0	-253.6	-344.2	-61.1	-175.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.88	-2.19	2.74	3.49	4.74
						BVPS(元)	13.48	10.36	12.55	14.80	18.56
						PE(X)	28.7	-24.7	19.7	15.4	11.4
						PB(X)	4.0	5.2	4.3	3.6	2.9
						P/FCF	13.5	28.2	-43.4	15.2	13.2
						P/S	2.3	2.3	1.8	1.5	1.2
						EV/EBITDA	11.1	16.6	11.2	9.0	6.6
						CAGR(%)	23.4%	-229.3%	-4.6%	23.4%	-229.3%
						PEG	1.2	0.1	-4.3	0.7	-
						ROIC/WACC	3.4	-3.0	7.1	6.8	8.4
						REP	1.2	-3.0	0.8	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034