

23Q1 营收高增，保交楼+渠道拓展驱动增长

核心观点

2022 年受信用减值损失影响下，归母净利润降至-2.99 亿元，地产坏账已计提较为充分。得益于保交付推动下工程业务复苏+零售业务持续开拓，23Q1 公司营收同增 39.0%，23Q1 经销商、直营、工程代理渠道营收同比+32.6%、56.1%、44.2%。展望 2023 年，保交楼订单有望逐步推进；预计公司将维持 100 家/年代理商拓展节奏、经销商扩张保持 800 家/月，代理商和经销渠道有望继续高增。毛利率 Q1 有所承压，全年有望改善。

事件

公司发布 2023 年一季报：23Q1 公司营收 6.82 亿元/+38.98%，归母净利润 5850.0 万元/+5.64%，扣非归母净利润 3829.8 万元/+362.0%，经营性净现金流-0.34 亿元（去年同期-1.46 亿元），基本 EPS 为 0.43 元/股、同比 4.88%，加权 ROE4.05%/+1.09pct。

公司发布 2022 年年报：2022 年公司营收 32.09 亿元/+1.63%，归母净利润-2.99 亿元（去年同期 2.57 亿元），扣非归母净利润-3.74 亿元（去年同期 2.16 亿元），经营性净现金流 5.23 亿元（去年同期-0.18 亿元），基本 EPS 为-2.19 元/股（去年同期为 1.88%），加权 ROE-18.17%/-32.64pct。

简评

保交付推动下工程业务复苏+零售业务持续开拓下，23Q1 公司营收高增。23Q1 公司营收 6.82 亿元/+38.98%，23Q1 归母净利润、扣非归母同比+5.64%、+362%，盈利表现靓丽，主要系公司三大渠道均实现较快增长，其中经销商、直营、工程代理渠道营收 1.69、2.78、1.74 亿元，分别同比+32.58%、56.06%、44.23%。

资产减值短期影响下 22 年净利润亏损。公司 2022 年营收 32.09 亿元/+1.6%，归母净利润降至-2.99 亿元（符合业绩预告预期的-3.5 至-2.5 亿元），主要系：1) 对工程渠道客户应收款项计提相应的信用减值损失，全年计提 5.4 亿元信用减值损失；2) 工程渠道业务毛利率有所承压；3) 公司大力拓展工程代理商渠道和经销商渠道，销售费用增加；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”两大项目的持续建设影响。2022 年公司毛利率为 23.85%/-5.24pct，其中经销、直营、工程代理毛利率分别为 21.78%、28.63%、16.82%，同比-0.05、-6.65、-8.44pct。

江山欧派 (603208.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100001

发布日期：2023 年 05 月 07 日

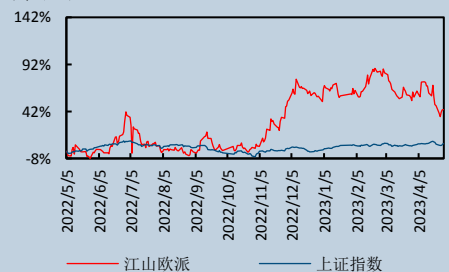
当前股价：54.54 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.53/-11.74	-9.21/-11.00	15.05/2.71
12 月最高/最低价 (元)		72.82/36.89
总股本 (万股)		13,658.52
流通 A 股 (万股)		13,658.52
总市值 (亿元)		76.21
流通市值 (亿元)		76.21
近 3 月日均成交量 (万)		99.34
主要股东		
吴水根		29.08%

股价表现



相关研究报告

2022-07-21

【中信建投轻工纺服及教育】江山欧派 (603208):工程直营业务承压,渠道转型成效渐显

渠道转型成效渐显，2022 年工程代理、零售渠道延续高增。公司积极拓展多元渠道，加速布局经销商和代理商渠道,其中：1) 工程直营渠道：22 年公司工程直营营收 11.91 亿元/-27.0%，22Q4、23Q1 分别同增-2.2%、+56.1%；2) 工程代理：22 年工程代理营收 9.09 亿元/+80.5%，主要系公司积极拓展代理商模式，2022 年工程代理商净增约 150 家至 470 家；3) 经销渠道：22 年经销渠道营收 8.76 亿元/+26.4%，得益于公司持续加强招商力度，截至 22 年底共拥有加盟经销商 24604 家、较 21 年底净增 11135 家。

23Q1 业务结构等调整致盈利能力承压，现金流改善明显。2023Q1 公司毛利率为 21.7%/-3.2pct，净利率为 8.58%/-2.7pct，主要系较低毛利率的工程代理渠道占比提升，且直营工程渠道中相对低毛利的保交楼订单有所增加，预计伴随公司降本增效下 23 年全年盈利能力有望改善；23Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 7.2%、3.4%、2.7%，同比-5.1、-0.7、-1.6pct。2022 年、2023Q1 公司净经营现金流为 5.23 亿元（去年同期为-0.18 亿元）、-0.34 亿元（去年同期为-1.46 亿元），主要系公司款清发货模式增加，现金流逐步回暖。

展望 2023 年，保交楼政策利好下有望带动大宗工程端业务逐步复苏，工程代理、零售渠道有望继续高增。伴随着保交楼政策逐步落地，22Q4 开始公司订单出现复苏，预计：1) 保交楼订单有望逐步推进，工程项目竣工进度有望加速，如恒大项目预计带来项目增量；2) 公司积极拓展工程代理商，预计将维持每年 100 家代理商拓展节奏；3) 公司积极开拓经销商，预计经销商扩张规模保持 800 家/月，未来计划发展到 10 万家规模。

投资建议：预计 23-25 年营收 43.3、53.6、63.0 亿元，同增 35.0%、23.6%、17.6%，预计归母净利润 4.01、5.05、6.14 亿元，同比+234.2%、+26.0%、+21.7%，对应 23-25 年 PE 为 25x、20x、16x，维持“买入”评级。

风险因素：1) **地产行业持续下行：**公司是地产后产业链公司，且目前主要需求来自于新房装修，与房地产竣工、销售等数据密切相关。其中大宗业务直接受到精装房等开工影响，零售端业务受到新房购买和二手房交易影响，若房地产销售持续下行，或对于市场需求产生影响；2) **行业竞争加剧：**木门公司市场集中度低，目前行业内竞争对手较多，随着行业竞争加剧，盈利能力或受到影响；3) **原材料价格波动风险等：**公司原材料价格包括板材等，若原材料价格波动较大，对于公司业绩产生直接影响。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,999	2,691	2,865	3,436	4,054	营业收入	3,157	3,209	4,332	5,356	6,299
现金	997	1,112	884	1,050	1,352	营业成本	2,239	2,443	3,270	4,054	4,775
应收票据及应收账款合计	1,195	825	1,102	1,381	1,540	营业税金及附加	20	22	30	37	43
其他应收款	15	24	29	37	40	销售费用	264	301	347	423	491
预付账款	21	13	55	42	63	管理费用	99	94	100	120	135
存货	476	456	506	605	703	研发费用	121	124	143	171	195
其他流动资产	294	262	288	322	356	财务费用	7	11	12	0	-9
非流动资产	1,678	1,775	2,144	2,441	2,681	资产减值损失	-13	-20	-9	-11	-13
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
固定资产	1,021	1,346	1,668	1,927	2,138	其他收益	48	88	65	67	73
无形资产	263	258	267	279	295	投资净收益	-27	-18	-23	-23	-21
其他非流动资产	395	171	209	235	249	营业利润	285	-276	456	572	694
资产总计	4,677	4,466	5,009	5,877	6,735	营业外收入	3	2	2	2	2
流动负债	1,884	2,071	2,563	3,161	3,643	营业外支出	2	5	4	3	3
短期借款	82	0	0	0	0	利润总额	286	-279	453	570	692
应付票据及应付账款合计	1,090	1,303	1,627	1,991	2,396	所得税	27	27	43	55	66
其他流动负债	713	767	937	1,170	1,247	净利润	259	-306	410	516	626
非流动负债	887	924	927	922	909	少数股东损益	2	-8	9	11	12
长期借款	81	73	77	71	59	归属母公司净利润	257	-299	401	505	614
其他非流动负债	806	851	851	851	851	EBITDA	361	-192	534	678	817
负债合计	2,771	2,995	3,491	4,083	4,552	EPS (元)	2.45	-2.19	2.26	2.84	3.46
少数股东权益	64	56	66	77	89						
股本	105	137	178	178	178	主要财务比率					
资本公积	519	488	447	447	447	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留存收益	1,192	816	1,256	1,861	2,622	成长能力					
归属母公司股东权益	1,842	1,415	1,452	1,717	2,094	营业收入(%)	4.8	1.6	35.0	23.6	17.6
负债和股东权益	4,677	4,466	5,009	5,877	6,735	营业利润(%)	-45.0	-196.8	265.0	25.5	21.3
						归属于母公司净利润(%)	-39.7	-216.2	234.2	26.0	21.7
						获利能力					
						毛利率(%)	29.1	23.9	24.5	24.3	24.2
						净利率(%)	8.1	-9.3	9.2	9.4	9.7
						ROE(%)	13.6	-20.8	25.5	26.3	25.9
						ROIC(%)	23.4	-88.7	51.5	53.5	56.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.2	67.1	69.7	69.5	67.6
						净负债比率(%)	-41.8	-69.9	-49.0	-48.8	-52.4
						流动比率	1.6	1.3	1.1	1.1	1.1
						速动比率	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	4.4	3.8	5.8	5.5	5.5
						应付账款周转率	7.1	5.7	6.5	6.4	6.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.45	-2.19	2.26	2.84	3.46
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.95	-4.45	3.08	4.43	5.00
						每股净资产(最新摊薄)	17.35	10.21	8.58	10.48	13.02
						估值比率					
						P/E	22.8	-25.5	24.7	19.6	16.1
						P/B	3.2	5.5	6.5	5.3	4.3
						EV/EBITDA	25.4	-46.6	17.2	13.3	10.7

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-18	523	546	787	887
净利润	259	-306	410	516	626
折旧摊销	95	116	108	134	159
财务费用	7	11	12	0	-9
投资损失	27	18	23	23	21
经营性应收项目的减少	-480	-228	-320	-265	-180
经营性应付项目的增加	47	349	381	500	393
其他经营现金流	75	912	314	380	270
投资活动现金流	-384	-224	-501	-453	-421
资本支出	379	227	370	296	241
长期投资	-5	-	-	-	-
其他投资现金流	-10	3	-131	-157	-180
筹资活动现金流	773	-254	-273	-168	-164
短期借款	29	-82	-	-	-
长期借款	18	-7	3	-5	-12
普通股增加	0	32	41	-	-
资本公积增加	26	-31	-41	-	-
其他筹资现金流	699	-164	-276	-163	-152
现金净增加额	370	47	-228	166	302

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究，4 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk