

相关研究

1、《江山欧派(603208):渠道转型快速推进,盈利能力阶段性调整》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q3 收入逆势增长, 盈利减值压制因素缓解

2022 年 10 月 29 日

事件: 公司发布三季报, 3Q22 实现营业收入 9.43 亿元, 同比增长 7.05%, 实现归母净利润-0.86 亿元, 同比下降 175.41%, 扣非归母净利润-0.95 亿元, 同比下降 186.90%。公司 22 年 1-9 月实现营业收入 22.13 亿元, 同比下降 3.26%, 实现归母净利润 0.31 亿元, 同比下降 89.37%, 扣非归母净利润-0.39 亿元, 同比下降 115.03%。

点评:

- **Q3 收入逆势增长, 经销商持续快速拓展。**公司 3Q22 实现营业收入 9.43 亿元, 同比增长 7.05%, 22 年 1-9 月实现营业收入 22.13 亿元, 同比下降 3.26%, 市场需求放缓叠加疫情影响, 导致收入同比下降。**1) 分产品看,**22 年 1-9 月, 公司压板模压门、实木复合门、柜类产品、其他产品分别实现收入 13.44 亿元、4.42 亿元、1.26 亿元、1.32 亿元, 分别同比变化-1.65%、-10.77%、-15.26%、+40.43%。**2) 分渠道看,**22 年 1-9 月, 公司经销商、大宗渠道分别实现收入 6.10 亿元、14.34 亿元, 分别同比变化+45.46%、-14.91%, 其中大宗渠道中, 工程渠道、代理商渠道收入分别为 8.15 亿元、5.55 亿元, 分别同比-34.61%、+66.01%。**3) 经销商数量方面,**截止 2022 年 9 月 30 日, 公司加盟经销商数量为 22409 家, 22 年 1-9 月新拓展 8940 家。
- **原材料成本上涨、应收账款周期延长、计提资产减值等因素拖累盈利。****1) 毛利率方面,**公司 3Q22 实现毛利率 23.39%, 同比-9.8pct, 环比-7.66pct, 22 年 1-9 月毛利率 26.42%, 同比-5.0pct。**分产品看,**22 年 1-9 月, 公司压板模压门、实木复合门、柜类产品、其他产品分别实现毛利率 29.40%、23.31%、23.00%、11.74%, 分别同比-3.55pct、-5.68pct、-5.89pct、-11.05pct;**分渠道看,**22 年 1-9 月, 公司经销商、大宗渠道分别实现毛利率 20.66%、29.05%, 分别同比+1.86pct、-5.33pct; 公司毛利率同比、环比下降主要为原材料成本压力及渠道结构变化所致。**2) 期间费用方面,**公司 3Q22 销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.1%、2.6%、3.7%、0.5%, 同比变化-2.1pct、-0.3pct、-0.2pct、+0.4pct; 22 年 1-9 月销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.3%、3.2%、3.7%、0.3%, 同比变化+1.6pct、+0.1pct、+0.2pct、+0.1pct。**3) 净利润方面,**公司 3Q22 实现归母净利润-0.86 亿元, 同比下降 175.41%, 扣非归母净利润-0.95 亿元, 同比下降 186.90%; 22 年 1-9 月实现归母净利润 0.31 亿元, 同比下降 89.37%, 扣非归母净利润-0.39 亿元, 同比下降 115.03%。公司对 22 年 1-9 月合并报表对应收账款、应收票据、其他应收款、应收款项融资、存货、合同资产等计提资产减值准备, 各项资产减值准备共计 2.46 亿元。**4) 现金流方面,**公司 22 年 1-9 月实现经营活动现金流为 2.71 亿元, 去年同期为-2.82 亿元, 主要为公司销售结构优化、款清业务占比上升所致; 投资活动现金流-1.98 亿元, 同比+61%, 主要为公司理财到期赎回增加; 筹资活动现金流-1.53 亿元, 去年同期为 7.54 亿元, 主要为上期收到可转债募集资金及商业承兑汇票贴现款增加所致。

- **盈利预测与投资评级:** 公司积极进行渠道变革, 推动业务结构优化, 经销渠道有望驱动公司实现持续增长。我们预计公司 2022~2024 年归母净利分别为 1.20 亿元、3.62 亿元、4.24 亿元, 分别同比变化-53.4%、+202.2%、17.3%, 目前股价对应 2023 年 PE 为 15X。
- **风险因素:** 地产销售大幅下滑风险, 原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,012	3,157	3,202	3,819	4,509
增长率 YoY %	48.6%	4.8%	1.4%	19.3%	18.1%
归属母公司净利润 (百万元)	426	257	120	362	424
增长率 YoY%	63.0%	-39.7%	-53.4%	202.2%	17.3%
毛利率%	32.2%	29.1%	26.7%	25.9%	25.5%
净资产收益率ROE%	25.8%	13.9%	6.4%	16.1%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	3.12	1.88	0.88	2.65	3.11
市盈率 P/E(倍)	12.92	21.42	45.96	15.21	12.97
市净率 P/B(倍)	3.34	2.99	2.92	2.45	2.06

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,582	2,999	3,068	3,805	4,426
货币资金	644	997	1,202	1,092	1,469
应收票据	841	254	101	323	178
应收账款	498	941	958	1,332	1,634
预付账款	29	21	22	26	31
存货	400	476	466	662	681
其他	169	309	318	370	433
非流动资产	1,330	1,678	1,812	1,923	2,061
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	906	1,021	1,317	1,511	1,666
无形资产	265	263	261	259	257
其他	159	395	233	153	138
资产总计	3,912	4,677	4,879	5,728	6,486
流动负债	1,791	1,884	2,044	2,529	2,860
短期借款	53	82	82	82	82
应付票据	848	725	925	1,064	1,297
应付账款	264	365	295	500	444
其他	626	713	741	882	1,037
非流动负债	311	887	887	887	887
长期借款	62	81	81	81	81
其他	249	806	806	806	806
负债合计	2,102	2,771	2,931	3,415	3,746
少数股东权益	161	64	65	67	70
归属母公司	1,648	1,842	1,884	2,245	2,670
负债和股东权益	3,912	4,677	4,879	5,728	6,486

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,012	3,157	3,202	3,819	4,509
同比	48.6%	4.8%	1.4%	19.3%	18.1%
归属母公司净利润	426	257	120	362	424
同比	63.0%	-39.7%	-53.4%	202.2%	17.3%
毛利率(%)	32.2%	29.1%	26.7%	25.9%	25.5%
ROE%	25.8%	13.9%	6.4%	16.1%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	3.12	1.88	0.88	2.65	3.11
P/E	12.92	21.42	45.96	15.21	12.97
P/B	3.34	2.99	2.92	2.45	2.06
EV/EBITDA	16.89	15.42	6.66	8.34	6.72

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,012	3,157	3,202	3,819	4,509
营业成本	2,042	2,239	2,349	2,832	3,361
营业税金及附加	20	20	21	25	29
销售费用	178	264	330	382	451
管理费用	86	99	109	126	144
研发费用	94	121	118	145	167
财务费用	7	7	0	0	0
减值损失合	-7	-13	-10	-10	-10
投资净收益	-23	-27	0	0	0
其他	-36	-82	-133	102	124
营业利润	518	285	132	402	471
营业外收支	-1	1	1	1	1
利润总额	517	286	133	403	472
所得税	78	27	13	39	45
净利润	439	259	120	364	427
少数股东损	14	2	1	2	3
归属母公司净利润	426	257	120	362	424
EBITDA	625	414	758	619	712
EPS(当年)(元)	4.05	2.45	0.88	2.65	3.11

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	239	-18	560	166	705
净利润	439	259	120	364	427
折旧摊销	76	95	145	167	190
财务费用	10	13	0	0	0
投资损失	23	27	0	0	0
营运资金变	-382	-520	51	-394	58
其它	73	108	245	29	29
投资活动现	-293	-384	-277	-277	-327
资本支出	-342	-379	-277	-277	-327
长期投资	-10	-5	0	0	0
其他	59	0	0	0	0
筹资活动现	71	773	-78	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	92	710	0	0	0
支付利息或股息	-87	-134	-78	0	0
现金流净增加额	14	370	205	-111	377

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。