

江山欧派 (603208)

证券研究报告

2023 年 02 月 20 日

经营韧性凸显，站在新一轮成长起点

公司近两年收入结构快速优化，对应成长模型由工程直营加速向代理及经销切换。此前我们以保交楼主线首推工程占比较高的江山欧派，当下站在产业环境及模式精进的新成长起点，继续坚定看好代理/经销成长潜力，具体来看：

第一、工程代理广度深度双升，进入订单释放期

首先、工程代理较直营在受益保交楼同时显著改善账期压力，优化资金结构；其次、①从规模看，20 年代理商 100 家+，截至 23 年 1 月底已有 400+家，23 年或将继续增长；②从深度看，伴随合作深入代理商活跃度显著提升，规模效应快速释放，逐步覆盖非地产客户；22Q3 代理收入同增近 140%系代理商订单。展望 23 年扩宽度挖深度，有望显著驱动大盘增长。

第二、经销加盟量变带来质变，胜在无形之中

依靠规模化生产发挥成本优势，经销商渠道订单量持续增长，带动毛利率提升；近年公司大力拓展包括家装在内的各类经销渠道，22 年前三季度数量均保持较快增长，自 2020 年的 3000+家拓展至超 2.2 万家；量变引起质变，提升市占率于无形，真正建立终端销售通路，为远期直连消费者奠定基础。

此外，精益管理提升制造能力，成本优化仍有潜力。

公司成本管控持续精进：生产端效率提升、规模效应释放后，单位分摊成本下降；采购端伴随采购规模提升，公司议价能力有望增强；设计方面，材质及工艺不断优化、迭代，推行类标品，降本增效仍有空间。

行业层面，2023 年地产竣工预期好于 2022 年，行业至暗时刻或已过。公司基本面扎实，多轮周期下收入端仍彰显较强韧性；公司主要销售渠道之一为工程渠道，伴随保交楼项目推进以及金融支持房地产 16 条等系列利好政策出台，或将助推工程业务增长。

2021 年全国木门行业总产值达到 1603 亿元，据《中国木门行业发展白皮书》预测，2022 年全国木门行业销售收入将达到 2102 亿元，目前公司作为产业龙头市占率约 2%，伴随渠道不断深入、下沉，品牌认知度逐步提升，未来集中度提升带来空间可观。公司当下工程代理及经销业务预计增速较快，叠加高性价比产品及运营优化，有望打开第三轮成长曲线。

维持盈利预测，上调至“买入”评级。

公司转变发展思路全渠道深入布局，龙头市占率提升可期。从聚焦头部客户转变为深入布局全渠道，通过工程代理商，既可对地地产客户，也可拓展城投、酒店、医院、学校等多元客户群体，优质客户及销售品类增加。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，大宗业务有望改善。

我们预计公司 23-24 年归母净利润分别为 4.5、5.2 亿，PE 分别为 22X、19X，选取同行业可比公司欧派家居、箭牌家居，同时考虑公司 22 年低基数下 23 年增速预计较高，给予 23 年 PE 区间 24~26.5x，对应目标价 78.7~86.9 元，上调至“买入”评级。

风险提示：信用减值计提风险；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。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	72.5 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)	9,902.43
流通 A 股市值(百万元)	9,902.43
每股净资产(元)	12.52
资产负债率(%)	60.83
一年内最高/最低(元)	80.34/36.40

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

- 《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
- 《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
- 《江山欧派-公司点评:大 B 业务逐步修复，新零售及工程代理渠道持续发力》2022-11-28

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,011.51	3,157.31	3,246.88	4,082.43	4,824.82
增长率(%)	48.60	4.84	2.84	25.73	18.19
EBITDA(百万元)	745.81	615.63	469.23	647.92	726.71
归属母公司净利润(百万元)	425.79	256.90	(267.47)	447.49	524.10
增长率(%)	62.96	(39.67)	(204.11)	267.31	17.12
EPS(元/股)	3.12	1.88	(1.96)	3.28	3.84
市盈率(P/E)	23.26	38.55	(37.02)	22.13	18.89
市净率(P/B)	6.01	5.38	6.24	4.87	3.86
市销率(P/S)	3.29	3.14	3.05	2.43	2.05
EV/EBITDA	14.25	10.27	20.52	14.09	12.08

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	643.68	996.89	583.87	1,118.19	1,537.54
应收票据及应收账款	1,339.20	1,195.37	1,013.27	1,916.76	1,622.60
预付账款	29.07	20.67	47.63	31.50	58.86
存货	400.42	476.35	466.96	681.79	684.79
其他	122.47	256.76	174.44	248.55	244.12
流动资产合计	2,534.84	2,946.04	2,286.16	3,996.78	4,147.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	906.44	1,020.87	931.18	841.49	751.80
在建工程	68.83	272.20	272.20	272.20	272.20
无形资产	264.88	262.98	253.04	243.09	233.14
其他	89.75	122.31	91.04	101.04	104.80
非流动资产合计	1,329.91	1,678.37	1,547.45	1,457.81	1,361.93
资产总计	3,911.58	4,676.87	3,833.62	5,454.59	5,509.83
短期借款	52.88	82.01	65.61	52.49	41.99
应付票据及应付账款	1,112.51	1,089.56	1,079.46	1,665.03	1,612.57
其他	437.95	516.62	577.34	1,097.13	608.64
流动负债合计	1,603.34	1,688.19	1,722.41	2,814.65	2,263.20
长期借款	62.30	80.64	64.51	51.61	41.29
应付债券	0.00	549.38	183.13	244.17	325.56
其他	248.67	256.57	219.31	241.52	239.13
非流动负债合计	310.97	886.59	466.95	537.30	605.98
负债合计	2,102.38	2,770.84	2,189.36	3,351.95	2,869.18
少数股东权益	160.76	64.21	58.24	67.25	75.80
股本	105.06	105.07	136.59	136.59	136.59
资本公积	493.30	519.46	519.46	519.46	519.46
留存收益	1,058.58	1,191.76	924.29	1,371.78	1,895.89
其他	(8.50)	25.52	5.67	7.56	12.92
股东权益合计	1,809.21	1,906.02	1,644.25	2,102.64	2,640.65
负债和股东权益总计	3,911.58	4,676.87	3,833.62	5,454.59	5,509.83

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	439.31	258.60	(267.47)	447.49	524.10
折旧摊销	75.74	94.65	99.64	99.64	99.64
财务费用	10.11	13.12	4.67	1.45	(5.59)
投资损失	23.39	27.17	23.66	24.74	25.19
营运资金变动	(161.65)	(733.37)	154.54	(60.91)	(279.62)
其它	(147.64)	321.97	(5.97)	9.01	8.55
经营活动现金流	239.26	(17.86)	9.06	521.41	372.27
资本支出	207.84	402.64	37.26	(22.20)	2.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(500.67)	(786.41)	(60.92)	(2.53)	(27.57)
投资活动现金流	(292.83)	(383.77)	(23.66)	(24.74)	(25.19)
债权融资	28.02	596.85	(410.10)	35.76	66.92
股权融资	(8.54)	(145.74)	11.67	1.89	5.35
其他	51.13	321.87	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	70.61	772.98	(398.43)	37.65	72.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	17.04	371.35	(413.03)	534.32	419.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,011.51	3,157.31	3,246.88	4,082.43	4,824.82
营业成本	2,041.70	2,238.64	2,298.44	2,897.15	3,420.50
营业税金及附加	19.62	20.43	21.84	26.83	31.80
销售费用	177.63	263.63	324.69	347.01	434.23
管理费用	86.34	99.15	103.90	125.29	151.33
研发费用	93.67	121.27	112.85	122.47	144.74
财务费用	7.47	6.75	4.67	1.45	(5.59)
资产/信用减值损失	(81.49)	(142.80)	(628.09)	(29.34)	(30.05)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(23.39)	(27.17)	(23.66)	(24.74)	(25.19)
其他	171.62	292.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	518.35	285.10	(271.26)	508.15	592.57
营业外收入	1.33	2.51	1.73	1.86	2.03
营业外支出	2.81	1.62	3.91	2.78	2.77
利润总额	516.87	285.99	(273.44)	507.22	591.84
所得税	77.56	27.39	0.00	50.72	59.18
净利润	439.31	258.60	(273.44)	456.50	532.65
少数股东损益	13.52	1.70	(5.97)	9.01	8.55
归属于母公司净利润	425.79	256.90	(267.47)	447.49	524.10
每股收益(元)	3.12	1.88	(1.96)	3.28	3.84

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	48.60%	4.84%	2.84%	25.73%	18.19%
营业利润	67.24%	-45.00%	-195.15%	287.33%	16.62%
归属于母公司净利润	62.96%	-39.67%	-204.11%	267.31%	17.12%
获利能力					
毛利率	32.20%	29.10%	29.21%	29.03%	29.11%
净利率	14.14%	8.14%	-8.24%	10.96%	10.86%
ROE	25.83%	13.95%	-16.86%	21.99%	20.43%
ROIC	53.11%	21.59%	-17.35%	34.91%	41.75%
偿债能力					
资产负债率	53.75%	59.25%	57.11%	61.45%	52.07%
净负债率	-27.48%	-12.95%	-14.55%	-35.02%	-41.44%
流动比率	1.44	1.59	1.33	1.42	1.83
速动比率	1.22	1.34	1.06	1.18	1.53
营运能力					
应收账款周转率	2.98	2.49	2.94	2.79	2.73
存货周转率	7.61	7.20	6.88	7.11	7.06
总资产周转率	0.89	0.74	0.76	0.88	0.88
每股指标(元)					
每股收益	3.12	1.88	-1.96	3.28	3.84
每股经营现金流	1.75	-0.13	0.07	3.82	2.73
每股净资产	12.07	13.48	11.61	14.90	18.78
估值比率					
市盈率	23.26	38.55	-37.02	22.13	18.89
市净率	6.01	5.38	6.24	4.87	3.86
EV/EBITDA	14.25	10.27	20.52	14.09	12.08
EV/EBIT	15.87	12.14	26.06	16.66	14.00

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