

渠道结构持续优化，盈利能力有所提升

江山欧派半年报点评

相关研究报告：

《2023 年 7 月宏观经济数据点评》

--2023/08/16

《央行降息点评》--2023/08/15

《2023 年 7 月货币金融数据点评》

--2023/08/11

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

研究助理：戴梓涵

电话：021-58502206

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070013

报告摘要

事件：

江山欧派发布 2023 年半年报，2023 年上半年公司实现营收 16.02 亿元，同比增长 26.06%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 21.75%，扣非归母净利润 1.13 亿元，同比增长 102.62%；其中 23Q2 实现营收 9.19 亿元，同比增长 17.92%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 36.33%。

数据要点：

传统门类保持稳健增长，柜类等新产品表现亮眼。

公司 2023 年上半年实现营收 16.02 亿元，同比增长 26.06%，分产品来看，23 年上半年夹板模压门和实木复合门分别实现营收 9.37 亿元和 3.30 亿元，分别同比增长 22.33%和 30.39%，两者营收占比合计超过 80%。此外，23 年上半年柜类产品实现营收 1.18 亿元，同比增长 78.52%，其他产品包括防火门、铝合金门以及部分配套等实现营收 1.35 亿元，同比增长 74.89%，表现亮眼。

工程渠道直营和代理商同步发展，经销商数量快速扩张。

分渠道来看，1) 受益于“保交楼”政策，上半年大宗渠道实现营收 10.82 亿元，同比增长 33.86%，其中直营工程和代理商渠道分别实现营收 5.99 亿元和 4.29 亿元，同比增长 31.76%和 37.50%。截至 6 月末，直营工程客户和工程代理商数量相比 22 年年末较为稳定，公司继续发展工程代理商，提升获客能力和订单转化能力，增加代理商工程渠道业务份额；2) 上半年经销商渠道实现营收 4.38 亿元，同比增长 23.71%，公司持续加大对各类经销商和安装服务商的开拓和培育，经销商数量快速扩张，截至 23 年上半年末，加盟经销商共计 30,208 家，相比年初净增 5,604 家。

费用管控成效显著，盈利能力提升。

23 年上半年实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 21.75%，其中 Q2 实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 36.33%。公司综合毛利率为 23.5%，同比下降 5.2pct，主要是受到渠道结构调整，保交楼订单占比

提升以及公司去年下半年给予代理商优惠，大宗渠道毛利率同比下降所致。费用率方面，23 年上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/2.8%/3.5%/0.4%，同比分别-5.6/-0.9/-0.2/+0.2pct，公司经营管理效率有效提升，销售和管理费用同比下降，财务费用小幅提升主要系可转债费用化利息增加所致。此外，公司现金流有所改善，23 年上半年经营性现金流净额为 0.45 亿元，相比去年同期由负转正。

江山转债价格相对较低，可继续积极关注。

公司作为国内木门行业龙头企业，在保持传统木门稳健发展的同时，持续拓展窗类、橱柜、墙板等新品，产品质量优异受到客户广泛认可，具备规模化生产交付能力，带来成本优势，多元化渠道变革成效显著，工程端除国内主要地产公司外，开辟学校、医院、酒店、康养等渠道，受到地产政策积极影响，公司大宗业务有望继续向好，同时加盟商数量持续增长，线下线上同步发力，业绩有望进一步增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.82/4.68/6.01 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11X，截至 23 年 8 月 25 日收盘，江山转债绝对价格位于 117 元左右相对较低，可继续积极关注。

风险提示：

房地产市场超预期下滑；
渠道拓展不及预期；
市场竞争加剧。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。