

Q3 控本降费盈利提升，渠道开拓顺利

2023 年 10 月 23 日

➤ **事件：**江山欧派发布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 27.05/2.91/2.53 亿元，同比增长 22.22%/842.52%/751.82%，23Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 11.03/1.49/1.39 亿元，同比增长 17.06%/274.52%/247.48%。

➤ **加盟商增加至 33299 家，款清业务增速较快：**1) **分产品**，2023 年单 Q3 公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品/其他产品分别实现收入 6.74/2.20/0.56/0.98 亿元，同比变动+16.65%/+16.67%/-7.75%/+77.32%。2) **分渠道**，2023 年单 Q3 经销商渠道/直营工程/工程代理商渠道收入 2.92/3.07/4.26 亿元，同比+13.87%/-14.91%/+75.21%，款清业务经销商渠道与工程代理商渠道增速亮眼，工程代理商增速较快我们认为或是因为开拓了非地产客户合作，如学校、酒店、医院等民生工程。截至 2023 年前三季度，公司拥有加盟经销商 33299 家，较 23 年初净增加 8716 家。

➤ **单 Q3 毛利率提升 3.38pct，费用率下降，经营净现金流同增 16.66%至 3.16 亿元：**1) **毛利率：**公司 2023 年前 Q3/23Q3 公司毛利率为 24.83%/26.76%，同比-1.59/+3.38pct，单 Q3 经销商渠道/直营工程/工程代理商毛利率分别为 25.49%/32.42%/20.17%，分别同比+3.67pct/-2.27pct/-1.43pct，我们认为经销商渠道毛利率提升主要系因为规模效应，直营工程毛利率下降主要系保交楼业务毛利率相对较低，工程代理商毛利率下降或因为公司总部进行让利政策。2) **费用方面**，23 年前三季度公司期间费用率 13.03% (-4.51pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 6.83%/2.31%/3.53%/0.35%，同比变动-3.43/-0.91/-0.22/+0.04pct，销售/管理费用率同比下降，主要系公司广宣费和职工薪酬等费用减少。3) **净利率：**23 年前 Q3/23 年单 Q3 公司净利率分别为 10.65%/13.59%，分别同比变动+9.50pct/+22.94pct，净利润同比大幅增长主要系公司大力推动营销变革，驱动各渠道收入增长；经营管理效率持续提升，销售费用、管理费用同比下降；上年同比的基数较小。4) **现金流：**2023 前 Q3 经营净现金流 3.16 亿元 (+16.66%)，销售结构优化，款清业务占比上升，经营净现金流持续优化。

➤ **投资建议：**工程渠道将直营工程业务做优，将代理商工程业务做强，持续提升代理商工程渠道份额；经销商渠道继续加大对各类经销商和安装服务商的开拓和培育。考虑到公司经营效率不断提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.08/4.83/5.43 亿元，同增 236.6%/18.5%/12.4%，当前股价对应 PE 为 14/12/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**地产数据低于预期；经销商管理风险；渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,209	4,091	4,832	5,378
增长率 (%)	1.6	27.5	18.1	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-299	408	483	543
增长率 (%)	-216.2	236.6	18.5	12.4
每股收益 (元)	-1.68	2.30	2.73	3.07
PE	-	14	12	11
PB	4.2	3.8	3.1	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.35 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.江山欧派 (603208.SH) 2023 年半年报点评：多元化渠道持续推进，费用管控助盈利能力提升-2023/08/22
- 2.江山欧派 (603208.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：多元化渠道成长潜力大，木门带动品类拓展创新-2023/05/10
- 3.江山欧派 (603208.SH) 2022 年年度业绩预告公告点评：资产减值压力释放，经营符合预期-2023/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,209	4,091	4,832	5,378
营业成本	2,443	3,036	3,584	3,990
营业税金及附加	22	29	34	38
销售费用	301	243	338	393
管理费用	94	115	140	160
研发费用	124	131	169	194
EBIT	-247	509	608	684
财务费用	11	7	13	15
资产减值损失	-20	-17	-20	-23
投资收益	-18	-23	-27	-30
营业利润	-276	462	548	616
营业外收支	-3	1	1	1
利润总额	-279	463	549	617
所得税	27	44	53	59
净利润	-306	418	496	558
归属于母公司净利润	-299	408	483	543
EBITDA	-131	636	758	855

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,112	1,332	1,765	2,217
应收账款及票据	825	644	782	905
预付款项	13	28	33	37
存货	456	629	742	826
其他流动资产	286	358	406	441
流动资产合计	2,691	2,992	3,729	4,426
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,346	1,455	1,523	1,546
无形资产	258	262	270	278
非流动资产合计	1,775	1,923	1,979	2,010
资产合计	4,466	4,914	5,708	6,436
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,303	1,478	1,744	1,942
其他流动负债	767	913	1,069	1,188
流动负债合计	2,071	2,391	2,813	3,130
长期借款	73	67	67	67
其他长期负债	851	838	838	838
非流动负债合计	924	904	904	904
负债合计	2,995	3,295	3,717	4,035
股本	137	177	177	177
少数股东权益	56	67	80	94
股东权益合计	1,471	1,619	1,991	2,401
负债和股东权益合计	4,466	4,914	5,708	6,436

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.63	27.48	18.13	11.30
EBIT 增长率	-177.28	306.52	19.48	12.40
净利润增长率	-216.20	236.63	18.51	12.44
盈利能力 (%)				
毛利率	23.85	25.78	25.84	25.81
净利率	-9.30	9.97	10.00	10.10
总资产收益率 ROA	-6.68	8.30	8.47	8.44
净资产收益率 ROE	-21.10	26.28	25.29	23.55
偿债能力				
流动比率	1.30	1.25	1.33	1.41
速动比率	1.04	0.95	1.02	1.11
现金比率	0.54	0.56	0.63	0.71
资产负债率 (%)	67.06	67.06	65.12	62.69
经营效率				
应收账款周转天数	84.66	50.00	46.00	46.00
存货周转天数	68.12	77.67	77.67	77.67
总资产周转率	0.70	0.87	0.91	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	-1.68	2.30	2.73	3.07
每股净资产	7.98	8.76	10.79	13.02
每股经营现金流	2.95	4.66	4.61	4.80
每股股利	2.00	0.70	0.83	0.93
估值分析				
PE	-	14	12	11
PB	4.2	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	-42.68	8.79	7.37	6.54
股息收益率 (%)	6.00	2.10	2.49	2.80

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-306	418	496	558
折旧和摊销	116	127	150	171
营运资金变动	121	87	12	-18
经营活动现金流	523	826	816	851
资本开支	-227	-220	-206	-201
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-224	-297	-233	-231
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-75	-10	-7	0
筹资活动现金流	-254	-308	-151	-167
现金净流量	47	221	432	452

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026