

江山欧派 (603208.SH) 2023Q3 营收及净利双增，渠道结构持续优化

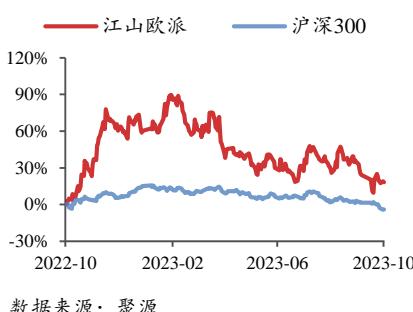
2023 年 10 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/24
当前股价(元)	33.60
一年最高最低(元)	74.80/30.73
总市值(亿元)	59.53
流通市值(亿元)	59.53
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.77
近 3 个月换手率(%)	78.68

股价走势图



相关研究报告

《2023H1 渠道多元化增长，Q2 净利

率改善明显—公司信息更新报告》

-2023.8.22

《2023Q1 收入增长超预期，零售和大

宗均高增长—公司信息更新报告》

-2023.5.5

《2022 年减值较为充分，看好 2023

年保交楼带来业绩弹性—公司信息更

新报告》-2023.1.31

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

骆扬（联系人）

luoyang@kysec.cn

证书编号: S0790122120029

● 2023Q1-Q3 营收及净利双增，2023Q3 净利率同比提升，维持“买入”评级

2023Q1-Q3 公司实现营收 27.05 亿元 (+22.22%)，归母净利润 2.91 亿元 (+842.52%)，扣非归母净利润 2.53 亿元 (+751.8%)；2023Q3 公司实现营收 11.03 亿元 (+17.06%)；归母净利润为 1.49 亿元，扣非归母净利润 1.39 亿元，均实现扭亏为盈。公司收入较快增长，预计主要系保交付和渠道拓展带来的积极贡献，利润增速较快主要受益于 2022Q3 低基数及经营管理效率提升。公司 2023Q3 利润端超预期，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利为 4.02/4.90/5.87 亿元（2023-2025 年原值为 3.81/4.71/5.83 亿元），对应 EPS 为 2.27/2.76/3.32 元，当前股价对应 PE 为 14.8/12.2/10.1 倍，公司渠道多元化发展，维持“买入”评级。

● 收入拆分：2023Q1-Q3 款清业务占比提升，工程代理商业务增速亮眼

分产品看，2023Q1-Q3 公司夹板模压门/实木复合门/柜类/其他产品分别实现营收 16.11/5.50/1.74/2.33 亿元，同比+19.88%/+24.54%/+37.28%/+75.90%。公司坚持推行 1+N 的产品战略，以门类产品为核心，积极开拓新品类发展，柜类及其他产品实现亮眼增速。分渠道看，2023Q1-Q3 经销商渠道/大宗渠道收入分别为 7.30 亿元/18.38 亿元，同比+19.58%/+28.15%，其中工程直营/工程代理渠道收入分别为 9.06/8.55 亿元，同比+11.13%/+54.01%。公司渠道收入结构优化，款清业务收入占比上升至 67%，工程代理商业务增速亮眼。我们认为零售增长来自于公司各类经销商积极开拓，2023Q1-Q3 公司新开拓加盟商 8716 家，净增 8695 家（取消 21 家），至 9 月 30 日共有 33299 家；大宗渠道亮眼表现预计主要系保交付带来的较大订单增量、公司工程客户结构调整效果较好、小 B 工程渠道进一步打开。

● 盈利能力：毛利率因大宗业务承压，2023Q3 净利率同比提升显著

2023Q1-Q3 公司毛利率 24.8% (-1.6pct)，2023Q3 毛利率 26.8% (+3.4pct)，公司前三季度毛利率下降主要系大宗毛利率跌幅较大 (-5.28pct)，预计系低毛利保交付项目占比增加，加大对代理商让利。2023Q1-Q3 公司期间费用率 13.0% (-4.5pct)，控费成效凸显，销售、管理费用优化明显，分别同比-3.4pct/-0.9pct。综合影响下，2023Q1-Q3 净利率 10.7% (+9.5pct)，2023Q3 净利率 13.6%，同比+22.9pct，环比+4.66pct，三季度盈利能力同比显著改善。

● 风险提示：保交楼落地不及预期，工程代理商和经销商提货不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,157	3,209	3,897	4,813	5,559
YOY(%)	4.8	1.6	21.4	23.5	15.5
归母净利润(百万元)	257	-299	402	490	587
YOY(%)	-39.7	-216.2	234.5	22.0	19.9
毛利率(%)	29.1	23.9	25.3	25.2	25.4
净利率(%)	8.1	-9.3	10.3	10.2	10.6
ROE(%)	13.6	-20.8	25.5	25.8	25.2
EPS(摊薄/元)	1.45	-1.68	2.27	2.76	3.32
P/E(倍)	23.2	-19.9	14.8	12.2	10.1
P/B(倍)	3.3	4.3	3.9	3.2	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2999	2691	4373	4006	5460	营业收入	3157	3209	3897	4813	5559
现金	997	1112	1350	1668	1926	营业成本	2239	2443	2911	3600	4147
应收票据及应收账款	1195	825	2033	1269	2294	营业税金及附加	20	22	27	33	38
其他应收款	15	24	24	35	33	营业费用	264	301	343	385	417
预付账款	21	13	28	22	36	管理费用	99	94	58	186	136
存货	476	456	655	719	863	研发费用	121	124	156	144	247
其他流动资产	294	262	283	292	308	财务费用	7	11	78	154	178
非流动资产	1678	1775	1989	2268	2457	资产减值损失	-13	-20	4	5	6
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	48	88	53	57	61
固定资产	1021	1346	1516	1750	1908	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	263	258	267	279	295	投资净收益	-27	-18	100	110	100
其他非流动资产	395	171	206	240	255	资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
资产总计	4677	4466	6362	6274	7917	营业利润	285	-276	442	530	618
流动负债	1884	2071	3925	3590	4910	营业外收入	3	2	2	2	2
短期借款	82	0	2961	2516	3792	营业外支出	2	5	4	3	3
应付票据及应付账款	1090	1303	0	0	0	利润总额	286	-279	440	529	617
其他流动负债	713	767	964	1074	1118	所得税	27	27	29	28	18
非流动负债	887	924	829	741	628	净利润	259	-306	411	500	599
长期借款	630	648	553	465	353	少数股东损益	2	-8	9	11	11
其他非流动负债	257	276	276	276	276	归属母公司净利润	257	-299	402	490	587
负债合计	2771	2995	4754	4331	5538	EBITDA	397	-154	617	791	913
少数股东权益	64	56	66	76	88	EPS(元)	1.45	-1.68	2.27	2.76	3.32
股本	105	137	178	178	178	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	519	488	447	447	447	成长能力					
留存收益	1192	816	1258	1844	2572	营业收入(%)	4.8	1.6	21.4	23.5	15.5
归属母公司股东权益	1842	1415	1543	1867	2291	营业利润(%)	-45.0	-196.8	260.1	19.9	16.6
负债和股东权益	4677	4466	6362	6274	7917	归属于母公司净利润(%)	-39.7	-216.2	234.5	22.0	19.9
						盈利能力					
						毛利率(%)	29.1	23.9	25.3	25.2	25.4
						净利率(%)	8.1	-9.3	10.3	10.2	10.6
						ROE(%)	13.6	-20.8	25.5	25.8	25.2
						ROIC(%)	9.7	-12.8	8.8	12.1	10.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.2	67.1	74.7	69.0	70.0
						净负债比率(%)	-1.0	-14.8	157.7	87.5	109.9
						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	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.4	3.8	5.0	5.5	6.0
						应付账款周转率	7.1	5.7	11.7	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.45	-1.68	2.27	2.76	3.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	2.95	-12.34	8.18	-1.92
						每股净资产(最新摊薄)	10.20	7.79	8.52	10.34	12.74
						估值比率					
						P/E	23.2	-19.9	14.8	12.2	10.1
						P/B	3.3	4.3	3.9	3.2	2.6
						EV/EBITDA	15.1	-37.7	13.9	9.8	9.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn