

江山欧派 (603208.SH) 2023 业绩增长符合预期, 高分红积极回报股东

2024 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

骆扬 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

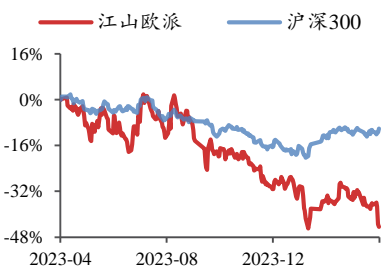
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122120029

日期	2024/4/26
当前股价(元)	22.89
一年最高最低(元)	57.41/21.10
总市值(亿元)	40.55
流通市值(亿元)	40.55
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.77
近 3 个月换手率(%)	54.49

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023Q3 营收及净利双增, 渠道结构持续优化—公司信息更新报告》
-2023.10.24

《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

● **2023 业绩增长符合预期, 2024Q1 受多方影响利润下滑, 维持“买入”评级**
2023 年公司实现营收 37.4 亿元 (同比+16.5%, 下同), 归母净利润 3.9 亿元 (+230.63%), 扣非归母净利润 3.4 亿元 (+190.63%), 主要系公司推动营销变革, 规模效应显著推动收入增长, 同时计提的信用减值损失同比 2022 年大幅减少所致。分季度看, 2024Q1 公司实现营收 6.3 亿元 (-8.2%), 归母净利润 0.3 亿元 (-50.8%), 扣非归母净利润 0.2 亿元 (-50.0%), 利润下滑主要系 2023 年同期基数较高、营收下滑、工程渠道产品单价同比下降及政府补助同比减少叠加所致。考虑到房地产市场仍在调整, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 新增 2026 年预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 4.29/4.94/5.54 亿元 (2024/2025 年原值 4.96/5.88 亿元), 对应 EPS 为 2.42/2.79/3.13 元, 当前股价对应 PE 13.9/12.1/10.7 倍, 公司渠道多元化发展, 品牌影响力积累深厚, 维持“买入”评级。

● **收入拆分: 工程渠道、代理商渠道表现亮眼**

分产品看, 2023 年公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品收入分别为 21.7/8.3/2.3 亿元, 分别同比变动 +8.57%/+22.72%/+11.80%, 毛利率分别为 26.38%/22.83%/21.75%, 分别同比变动 +1.5/+2.78/+1.23pct, 各产品营收及毛利率同比均有提升。分渠道看, 2023 年公司经销/大宗渠道分别实现收入 9.8/25.5 亿元, 分别同比变动 +11.94%/+16.97%, 毛利率分别为 24.23%/24.68%, 分别同比变动 +2.45/+1.23pct。其中, 工程直营/工厂代理渠道收入分别为 13.4/11.1 亿元, 同比分别变动 +12.38%/+22.10%, 代理+直营双轮驱动大宗渠道收入增长。

● **盈利能力: 毛利率及净利率双增长, 2024Q1 略有业绩承压**

毛利率方面, 2023 年公司整体毛利率为 26.0% (+2.2pct); 费用率方面, 公司期间费用率为 13.8% (-2.7pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5%/2.6%/3.4%/0.4%, 分别同比 -1.9/-0.4/-0.5/+0.04pct, 内部控本增效成效凸显。综合影响下, 2023 年公司净利率为 10.4% (+19.9pct)。分季度看, 2024Q1 公司毛利率 18.8% (-2.9pct), 期间费用率为 14.1% (+0.3pct), 毛利率下滑主要或受工程渠道产品价格下滑影响, 费用端控制平稳; 综合影响下, 公司净利率为 4.5% (-3.7pct), 盈利能力阶段性承压。

● **公司亮点: 积极推动“提质增效”, 高额分红重视股东回报**

公司聚焦主业发展, 产品端以门类产品为核心, 不断拓展至门类、窗类、墙板类等一体化健康家居产品品类; 渠道端, 公司着重发展全品类经销商, 同时加大经销商渠道下沉, 截至 2023 年底公司各类加盟经销商数量为 3.6 万家, 同比增加约 1.2 万家。同时, 公司 2023 年计划向全体股东每 10 股派发现金红利 17.80 元 (含税), 分红比例达到 80%, 对应 2023 年 12 月 29 日市值计算, 股息率达 6.00%。

● **风险提示: 需求恢复不及预期、原材料价格波动大、行业竞争加剧。**

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,209	3,738	4,168	4,635	5,121
YOY(%)	1.6	16.5	11.5	11.2	10.5
归母净利润(百万元)	-299	390	429	494	554
YOY(%)	-216.2	230.6	10.1	15.0	12.2
毛利率(%)	23.9	26.0	26.0	26.4	26.7
净利率(%)	-9.3	10.4	10.3	10.7	10.8
ROE(%)	-20.8	24.4	21.5	20.8	19.9
EPS(摊薄/元)	-1.68	2.20	2.42	2.79	3.13
P/E(倍)	-19.9	15.3	13.9	12.1	10.7
P/B(倍)	4.3	4.0	3.1	2.6	2.2

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2691	2844	3657	3785	4438
现金	1112	1194	1368	1904	1767
应收票据及应收账款	825	928	1413	1032	1661
其他应收款	24	17	29	23	34
预付账款	13	16	16	20	20
存货	456	417	557	521	665
其他流动资产	262	271	276	286	291
非流动资产	1775	1775	1869	1963	2037
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1346	1288	1348	1413	1481
无形资产	258	248	254	264	258
其他非流动资产	171	239	268	286	299
资产总计	4466	4619	5527	5748	6475
流动负债	2071	2145	2729	2687	3127
短期借款	0	114	114	114	114
应付票据及应付账款	1303	1258	1637	1600	1947
其他流动负债	767	773	978	972	1066
非流动负债	924	886	775	661	540
长期借款	648	658	547	433	312
其他非流动负债	276	228	228	228	228
负债合计	2995	3031	3504	3348	3666
少数股东权益	56	53	59	64	70
股本	137	177	177	177	177
资本公积	488	447	447	447	447
留存收益	816	935	1437	2031	2767
归属母公司股东权益	1415	1534	1963	2336	2738
负债和股东权益	4466	4619	5527	5748	6475

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	523	424	380	988	343
净利润	-306	387	435	499	560
折旧摊销	116	133	106	119	132
财务费用	11	15	-6	-10	-11
投资损失	18	14	21	20	18
营运资金变动	121	-180	-217	407	-305
其他经营现金流	563	56	42	-46	-51
投资活动现金流	-224	-105	-222	-232	-224
资本支出	227	101	201	212	206
长期投资	0	-4	0	0	0
其他投资现金流	3	0	-21	-20	-18
筹资活动现金流	-254	-175	16	-219	-257
短期借款	-82	114	0	0	0
长期借款	18	10	-111	-114	-121
普通股增加	32	41	0	0	0
资本公积增加	-31	-41	0	0	0
其他筹资现金流	-190	-299	127	-105	-135
现金净增加额	47	145	174	537	-137

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3209	3738	4168	4635	5121
营业成本	2443	2765	3084	3410	3753
营业税金及附加	22	36	40	44	49
营业费用	301	279	367	417	384
管理费用	94	96	75	179	248
研发费用	124	127	167	199	269
财务费用	11	15	-6	-10	-11
资产减值损失	-20	-8	4	5	5
其他收益	88	66	60	65	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-18	-14	-21	-20	-18
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	-276	357	443	491	537
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	5	4	3	3	4
利润总额	-279	358	443	491	536
所得税	27	-29	8	-8	-24
净利润	-306	387	435	499	560
少数股东损益	-8	-3	6	5	6
归属母公司净利润	-299	390	429	494	554
EBITDA	-154	506	539	585	634
EPS(元)	-1.68	2.20	2.42	2.79	3.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	1.6	16.5	11.5	11.2	10.5
营业利润(%)	-196.8	229.3	24.2	10.7	9.4
归属于母公司净利润(%)	-216.2	230.6	10.1	15.0	12.2
获利能力					
毛利率(%)	23.9	26.0	26.0	26.4	26.7
净利率(%)	-9.3	10.4	10.3	10.7	10.8
ROE(%)	-20.8	24.4	21.5	20.8	19.9
ROIC(%)	-12.8	15.8	14.2	14.6	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	67.1	65.6	63.4	58.2	56.6
净负债比率(%)	-14.8	-11.3	-17.0	-41.2	-34.5
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.8	4.6	4.2	4.4	4.3
应付账款周转率	5.7	5.5	6.6	6.2	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.68	2.20	2.42	2.79	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	2.39	2.15	5.58	1.94
每股净资产(最新摊薄)	7.79	8.47	10.89	12.99	15.26
估值比率					
P/E	-19.9	15.3	13.9	12.1	10.7
P/B	4.3	4.0	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	-37.7	11.5	10.5	8.6	8.0

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