

大客户切换，业绩承压，明年有望重回高增长

江山欧派（603208.SH）三季报点评

证券研究报告

2021年10月28日

● 核心结论

事件：公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入22.88亿元，同比增长13.12%，实现归母净利润2.91亿元，同比下降6.85%。其中第三季度营业收入为8.81亿元，同比下降8.31%；归母净利润为1.14亿元，同比下降35.97%。

点评：客户结构改变，新客户订单未落地，影响公司当期收入。Q3单季度收入端的同比下滑主要系公司以工程端为大宗渠道收入放缓Q1-3公司收入16.86亿元，同比下降3.80%。客户结构方面，公司大客户切换，但新客户的企业订单还未落地，收入影响较大。展望四季度，新客户订单的逐步落地，公司收入有望重回高增长。

多品类多渠道发展顺利，经销渠道和新业务保持高增长。具体看，公司柜类产品营业收入1.49亿元，同比增长20.15%，其他产品0.94亿元，同比增长343.58%。分渠道看，21Q1-3公司经销渠道收入4.20亿元，同比增长164.14%，大宗渠道收入16.86亿元，同比下降3.80%。

收入结构改善，现金流改善明显。Q3单季度，公司经营性现金流净额为2.01亿元，环比提升3.19亿元，主要系公司经销渠道收入占比提升，带来优质的现金流。恒大大方面，目前公司与恒大商业承兑汇票余额为6.82亿元，其中已到期未兑付的商业承兑汇票金额为3.18亿元。公司已于9月10日向法院提起民事诉讼。未来看，恒大对于公司的影响将逐步减弱。

投资建议：我们预计公司2021-2023年可实现归母净利润4.28/5.51/7.20亿元，对应当前P/E分别为13.0x/10.1x/7.7x，随着公司新客户订单的逐步落地，公司收入有望重回高增长，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；精装修渗透率降低；竣工放缓；

公司评级

买入

股票代码

603208

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

53.09

近一年股价走势



分析师



李华丰 S0800521070003



18516181967



lihuafeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

江山欧派：渠道优化，多品类发展，扬帆启新章——江山欧派（603208.SH）首次覆盖报告
2021-10-18

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,027	3,012	3,474	4,522	5,860
增长率	58.0%	48.6%	15.4%	30.1%	29.6%
归母净利润（百万元）	261	426	428	551	720
增长率	71.1%	63.0%	0.6%	28.6%	30.8%
每股收益（EPS）	2.49	4.05	4.08	5.24	6.86
市盈率（P/E）	21.3	13.1	13.0	10.1	7.7
市净率（P/B）	3.3	3.4	2.8	2.2	1.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

索引

内容目录

事件：	3
点评：	3

图表目录

图 1：Q1-Q3 营收及增速	3
图 2：单季度营收及增速	3
图 3：2021 年 Q1-3 季度主营业务分产品增速	4
图 4：21 年 Q1-3 季度主营业务分渠道收入对比	4
图 5：Q1-Q3 归母净利润及增速	4
图 6：单季度归母净利润及增速	4
图 7：Q1-Q3 公司净利率与毛利率	5
图 8：Q1-Q3 公司期间费用率	5
图 9：单季度公司净利率与毛利率	5
图 10：单季度公司期间费用率	5
图 11：公司现金流（亿元）	6
图 12：公司应收账款及票据（亿元）	6

事件：

公司发布三季报，2021年前三季度实现营业收入22.88亿元，同比增长13.12%，实现归母净利润2.91亿元，同比下降6.85%。其中三季度营业收入为8.81亿元，同比下降8.31%；归母净利润为1.14亿元，同比下降35.97%。

点评：

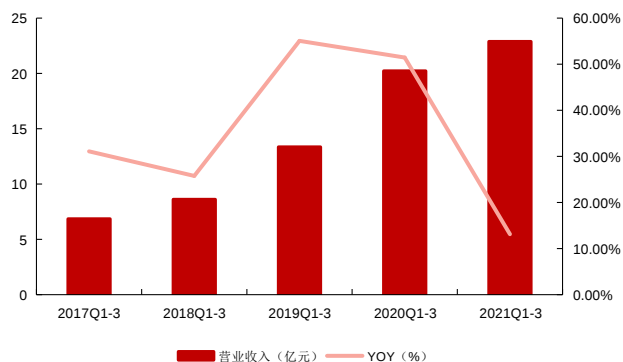
客户结构改变，新客户订单未落地，影响公司当期收入。拆分收入端看，21Q1-3公司实现收入22.88亿元，同比+13%，较19Q1-3增长+13%，其中Q1/Q2/Q3收入分别为4.74/9.33/8.81亿元，同比分别+58%/+23%/-8%，较19同期分别+96%/+91%/+45.62%。Q3单季度收入端的同比下滑一方面是由于去年疫情后三季度需求的集中释放而带来的收入高基数，另一方面公司以工程端为大宗渠道收入放缓Q1-3公司收入16.86亿元，同比下降3.80%。

具体看公司大宗渠道客户结构，公司切换大客户，但新客户的企业订单还未落地，收入影响较大。展望四季度，新客户订单的逐步落地，公司收入有望重回高增长。

多品类多渠道发展顺利，经销渠道和新业务保持高增长。分业务看，公司夹板模压门营业收入13.67亿元，同比增长12.41%，实木复合门营业收入4.95元，同比下降9.96%，柜类产品营业收入1.49亿元，同比增长20.15%，其他产品0.94亿元，同比增长343.58%。

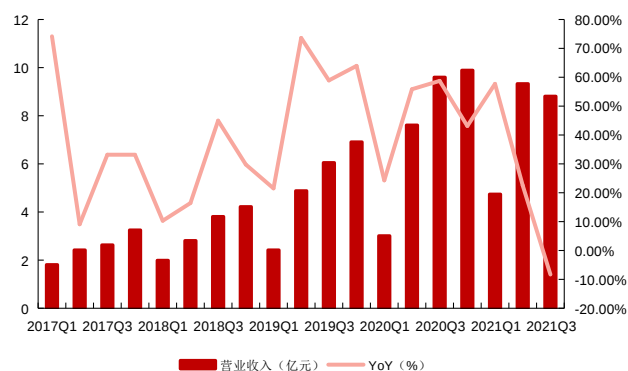
分渠道看，21Q1-3公司经销渠道收入4.20亿元，同比增长164.14%，大宗渠道收入16.86亿元，同比下降3.80%。综合来看，公司多品类和多渠道发展已初见成效，零售渠道及其他类产品增长迅速。

图1：Q1-Q3 营收及增速



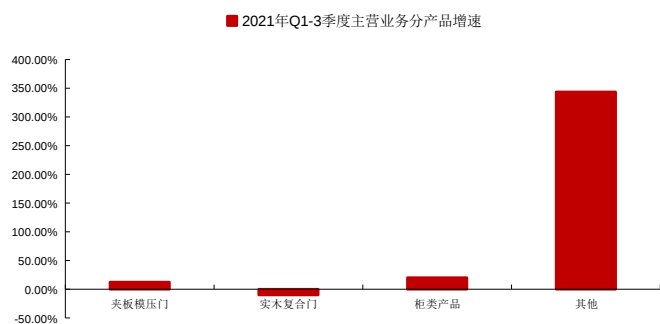
资料来源：wind、西部证券研发中心

图2：单季度营收及增速



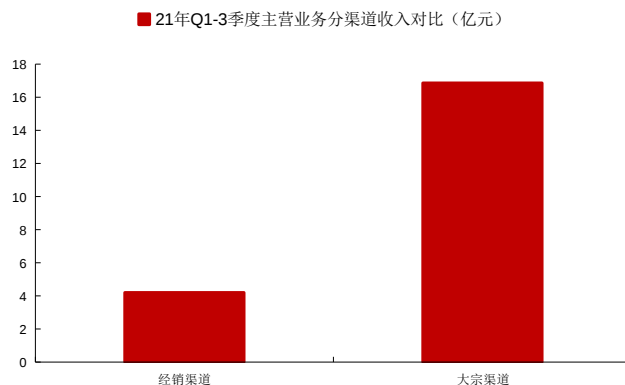
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 3：2021 年 Q1-3 季度主营业务分产品增速



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

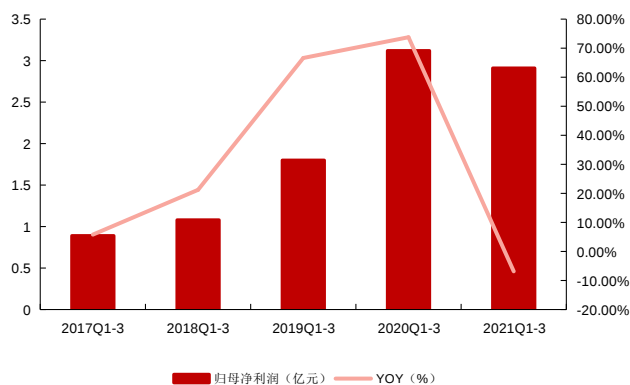
图 4：21 年 Q1-3 季度主营业务分渠道收入对比



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

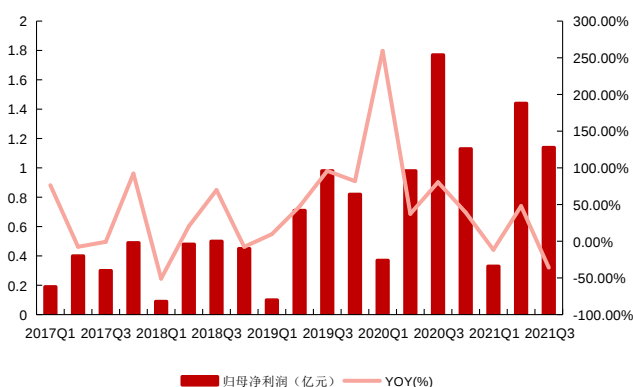
业绩端看，21Q1-3 实现归母净利润 2.91 亿元，同比下降 7%，较 19 Q3 下降 7%，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利分别为 0.33/1.44/1.14 亿元，同比分别-12%/+48%/-36%，较 19 同期分别+230%/+103%/+16%。Q3 业绩的同比下滑主要系销售规模下降，成本费用摊销额变小，加之 Q3 单季度信用减值为-1834 万元（去年同期为-1193 万元），资产减值为-341 万元（去年同期为-202 万元），进一步摊销利润。

图 5：Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 6：单季度归母净利润及增速

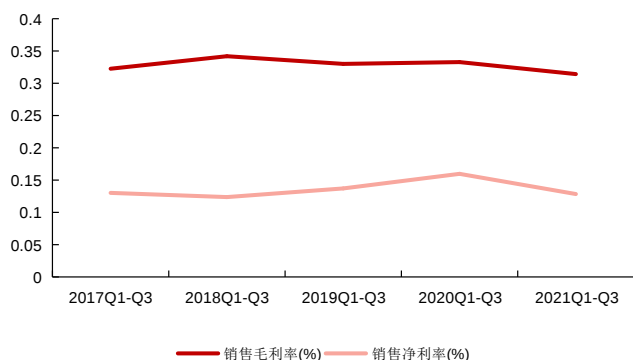


资料来源：wind、西部证券研发中心

Q3 营收规模下滑，成本费用摊销效果减弱，毛利率短期承压。利润率方面，Q3 单季度公司毛利率为 33.22%，环比上升 2.53pct，同比下降 1.87pct，净利率为 12.81%，环比下降 2.94pct，同比下降 6.14pct。利润率下滑主要系公司销售规模下降，成本费用摊销效果减弱，加之公司计提的信用减值和资产减值费用增加所致。

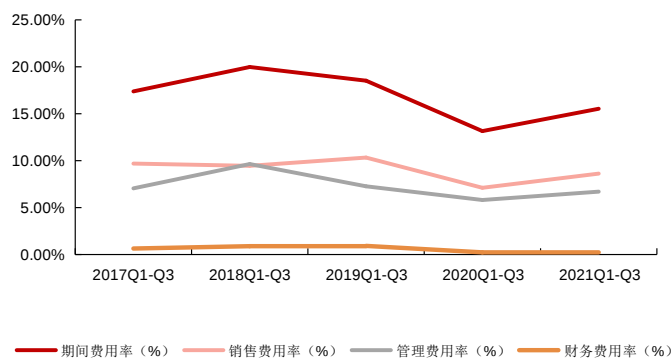
费用率方面，Q3 单季度公司期间费用率为 15.07%，环比上升 1.71pct，同比上升 3.96pct，其中销售费用率为 8.17%，环比上升 0.49pct，同比上升 2.26pct；管理费用率为 2.85%，环比上升 0.35pct，同比上升 0.64pct；研发费用率为 3.93%，环比上升 0.99pct，同比上升 1.40pct；财务费用率为 0.12%，环比下降 0.12pct，同比下降 0.33pct。

图 7: Q1-Q3 公司净利率与毛利率



资料来源: wind、西部证券研发中心

图 8: Q1-Q3 公司期间费用率



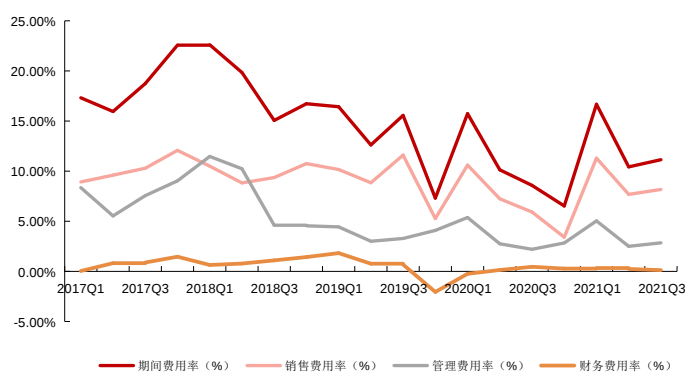
资料来源: wind、西部证券研发中心

图 9: 单季度公司净利率与毛利率



资料来源: wind、西部证券研发中心

图 10: 单季度公司期间费用率



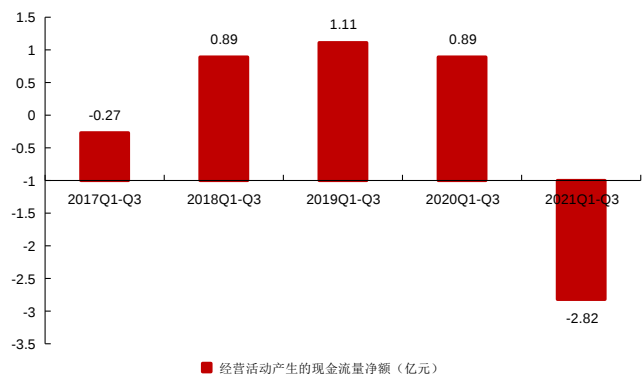
资料来源: wind、西部证券研发中心

收入结构改善，现金流改善明显。Q3 单季度，公司经营性现金流净额为 2.01 亿元，环比提升 3.19 亿元，同比变化不大，主要系公司经销渠道收入占比提升，带来优质的现金流，而应收公司应收账款及票据为 14.13 亿元，环比提升 1.4 亿元，同比提升 2.42 亿元，主要系地产景气度差相关的账期延长所致。

就恒大方面来看，2017 年 1 月-2021 年 9 月，公司与恒大发生销售额 21.24 亿元。而公司应收恒大地产集团有限公司的商业承兑汇票余额为 6.82 亿元，其中已到期未兑付的商业承兑汇票金额为 3.18 亿元。

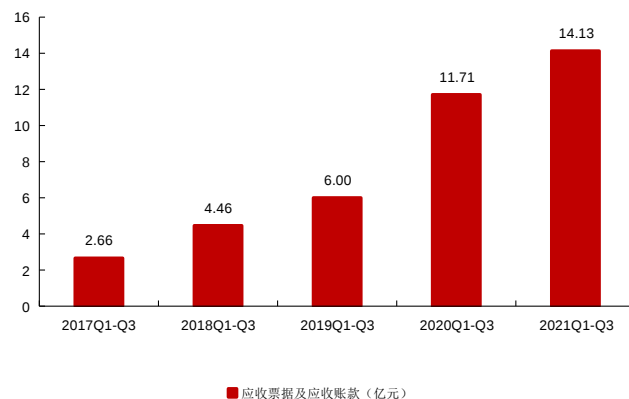
目前，公司全资子公司欧派木制品公司于 2021 年 9 月 10 日向广东省广州市中级人民法院提起民事诉讼，请求被告一及担保方恒大地产集团有限公司支付未兑付商业汇票金额 1.76 亿元及利息，同时请求深圳恒大材料物流集团有限公司承担连带清偿责任。未来看，恒大对于公司的影响将逐步减弱。

图 11: 公司现金流 (亿元)



资料来源: wind、西部证券研发中心

图 12: 公司应收账款及票据 (亿元)



资料来源: wind、西部证券研发中心

投资建议:

展望四季度, 公司将继续坚持多品类多渠道发展, 零售端高增长将带来优质的现金流, 而工程端新客户订单的逐步落地, 有望使公司收入重回高增速, 同时近期地产政策的回暖也将给公司带来收入端的积极变化。

我们预计公司 2021-2023 年可实现归母净利润 4.28/5.51/7.20 亿元, 对应当前 P/E 分别为 13.0x/10.1x/7.7x, 随着公司新客户订单的逐步落地, 公司收入有望重回高增长, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; 精装修渗透率降低; 竣工放缓;

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	599	644	612	618	625	营业收入	2,027	3,012	3,474	4,522	5,860
应收款项	715	1,426	1,398	1,988	2,804	营业成本	1,374	2,042	2,515	3,228	4,219
存货净额	391	400	377	646	844	营业税金及附加	15	20	21	27	35
其他流动资产	84	112	73	90	92	销售费用	174	178	207	267	340
流动资产合计	1,789	2,582	2,461	3,342	4,364	管理费用	152	180	209	269	345
固定资产及在建工程	845	975	1,123	1,247	1,337	财务费用	(2)	7	49	102	83
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/（-收入）	4	67	(49)	(45)	(39)
无形资产	167	265	292	328	380	营业利润	310	518	523	673	878
其他非流动资产	61	90	70	74	78	营业外净收支	(6)	(1)	(2)	(3)	(2)
非流动资产合计	1,073	1,330	1,484	1,648	1,794	利润总额	304	517	521	669	875
资产总计	2,862	3,912	3,945	4,990	6,158	所得税费用	35	78	78	100	131
短期借款	0	53	382	584	686	净利润	269	439	442	569	744
应付款项	1,227	1,684	1,081	1,380	1,716	少数股东损益	8	14	14	18	24
其他流动负债	5	55	20	27	34	归属于母公司净利润	261	426	428	551	720
流动负债合计	1,233	1,791	1,482	1,991	2,436						
长期借款及应付债券	86	62	83	92	94	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	153	249	183	195	209	盈利能力					
长期负债合计	239	311	266	287	303	ROE	21.7%	28.8%	23.3%	24.3%	25.2%
负债合计	1,472	2,102	1,748	2,278	2,739	毛利率	32.2%	32.2%	27.6%	28.6%	28.0%
股本	81	105	105	105	105	营业利润率	15.3%	17.2%	15.0%	14.9%	15.0%
股东权益	1,390	1,809	2,196	2,712	3,420	销售净利率	13.3%	14.6%	12.7%	12.6%	12.7%
负债和股东权益总计	2,862	3,912	3,945	4,990	6,158	成长能力					
						营业收入增长率	58.0%	48.6%	15.4%	30.1%	29.6%
现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	79.5%	67.2%	0.9%	28.7%	30.5%
净利润	269	439	442	569	744	归母净利润增长率	71.1%	63.0%	0.6%	28.6%	30.8%
折旧摊销	56	76	70	84	97	偿债能力					
营运资金变动	(2)	7	49	102	83	资产负债率	51.4%	53.7%	44.3%	45.7%	44.5%
其他	1	(283)	(585)	(564)	(664)	流动比	1.45	1.66	1.66	1.68	1.79
经营活动现金流	324	239	(25)	191	260	速动比	1.13	1.22	1.41	1.35	1.45
资本支出	(265)	(235)	(244)	(244)	(239)						
其他	(98)	(58)	0	0	0	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	(363)	(293)	(244)	(244)	(239)	每股指标					
债务融资	45	28	292	113	21	EPS	2.49	4.05	4.08	5.24	6.86
权益融资	(81)	(0)	(55)	(53)	(36)	BVPS	12.49	15.69	19.24	23.97	30.49
其它	30	43	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(5)	71	237	60	(15)	P/E	21.3	13.1	13.0	10.1	7.7
汇率变动						P/B	3.3	3.4	2.8	2.2	1.7
现金净增加额	(45)	17	(32)	6	6	P/S	2.8	1.9	1.6	1.2	1.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。