

江山欧派 (603208.SH) 2023H1 渠道多元化增长, Q2 净利率改善明显

2023年08月22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)

lvming@kysec.cn

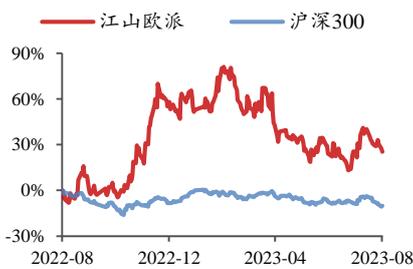
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/8/22
当前股价(元)	37.28
一年最高最低(元)	74.80/33.19
总市值(亿元)	66.05
流通市值(亿元)	66.05
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.77
近3个月换手率(%)	67.46

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023Q1 收入增长超预期, 零售和大宗均高速增长—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

《木门品价比优势显著, 营销改革下新业务放量可期—公司首次覆盖报告》-2022.11.23

● **2023H1 零售和大宗较快增长, 2023Q2 净利率同比改善, 维持“买入”评级**
2023H1 公司营收 16.0 亿元/+26.1%, 归母净利 1.4 亿元/+21.75%, 扣非归母净利 +1.1 亿元/+102.6%, 非经常性损益主要是政府补助 (3340 万元)。2023Q2 营收 9.2 亿元/+17.9%, 归母净利 0.8 亿元/+36.3%, 扣非归母净利 0.7 亿元/+57.4%, 收入较快增长, 预计主要系保交付和销售结构调整带来的积极贡献, 利润增速较快主要系基数低 (2022Q2 为-57.6%)、费用管控良好等。考虑到二季度收入增速环比降低, 我们下调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利为 3.81/4.71/5.83 亿元 (2023-2025 年原值为 4.27/5.51/7.03 亿元), 对应 EPS 为 2.15/2.66/3.29 元, 当前股价对应 PE 为 17.6/14.3/11.5 倍, 公司渠道多元化发展, 维持“买入”评级。

● **收入拆分: 2023H1 款清业务较快增长, 保交付下工程直营增速亮眼**
分渠道看, 2023H1 经销商渠道/大宗渠道收入为 4.4 亿元/+23.7%、10.8 亿元/+33.9%, 其中工程直营/工程代理渠道收入为 6.0 亿元/+31.8%、4.3 亿元/+37.5%, 款清业务保持较快增长, 工程直营业务增速亮眼。我们认为零售增长来自于经销商渠道的加速下沉, 2023H1 公司新开拓加盟商 5616 家, 净增 5604 家 (取消 12 家), 至 6 月 30 日共有 30208 家; 大宗渠道亮眼表现预计主要系保交付带来的订单增量较大、公司工程客户结构调整效果较好、存量代理商转化较好。

● **盈利能力: 2023Q2 经销业务毛利率同比改善, 整体净利率同环比显著提升**
2023H1 公司毛利率 23.5%/-5.2pct, 主要系大宗毛利率跌幅较大 (-6.3pct)。2023Q2 毛利率 24.9%/-6.2pct, 其中经销商渠道毛利率同比均改善 (+2.8pct) 但大宗业务毛利率跌幅较大 (-5.2pct), 预计系保交付项目占比增加但毛利率较低、对代理商让利充分。2023H1 公司期间费用率 14.5%/-6.5pct, 主要是销售、管理费用优化明显, 分别同比-5.6pct/-0.9pct。2023H1 净利率 8.9%/-0.3pct, 2023Q2 净利率 9.1%/+1.2pct, 环比+0.5pct, 二季度盈利能力同环比显著改善。

● **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	4,122	5,028	6,034
YOY(%)	4.8	1.6	28.4	22.0	20.0
归母净利润(百万元)	257	-299	381	471	583
YOY(%)	-39.7	-216.2	227.6	23.6	23.7
毛利率(%)	29.1	23.9	24.3	25.6	26.8
净利率(%)	8.1	-9.3	9.2	9.4	9.7
ROE(%)	13.6	-20.8	24.6	25.3	25.4
EPS(摊薄/元)	1.45	-1.68	2.15	2.66	3.29
P/E(倍)	26.1	-22.5	17.6	14.3	11.5
P/B(倍)	3.7	4.9	4.5	3.7	3.0

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
流动资产	2999	2691	4708	4037	6102
现金	997	1112	1428	1742	2091
应收票据及应收账款	1195	825	2198	1253	2615
其他应收款	15	24	26	35	39
预付账款	21	13	30	22	41
存货	476	456	734	693	992
其他流动资产	294	262	291	292	324
非流动资产	1678	1775	2078	2349	2633
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1021	1346	1596	1823	2068
无形资产	263	258	267	279	295
其他非流动资产	395	171	215	247	270
资产总计	4677	4466	6786	6386	8734
流动负债	1884	2071	4355	3733	5747
短期借款	82	0	1585	761	2126
应付票据及应付账款	1090	1303	1752	1911	2414
其他流动负债	713	767	1018	1061	1207
非流动负债	887	924	843	750	654
长期借款	630	648	567	474	378
其他非流动负债	257	276	276	276	276
负债合计	2771	2995	5199	4483	6401
少数股东权益	64	56	65	76	87
股本	105	137	178	178	178
资本公积	519	488	447	447	447
留存收益	1192	816	1235	1799	2520
归属母公司股东权益	1842	1415	1522	1827	2247
负债和股东权益	4677	4466	6786	6386	8734

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-18	523	-702	1732	-362
净利润	259	-306	390	481	594
折旧摊销	95	116	106	128	153
财务费用	7	11	35	58	73
投资损失	27	18	-100	-110	-100
营运资金变动	-520	121	-1091	1225	-1021
其他经营现金流	115	563	-41	-50	-60
投资活动现金流	-384	-224	-309	-289	-336
资本支出	379	227	409	399	436
长期投资	-5	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	100	110	100
筹资活动现金流	773	-254	-258	-305	-318
短期借款	29	-82	1585	-824	1365
长期借款	568	18	-81	-93	-96
普通股增加	0	32	41	0	0
资本公积增加	26	-31	-41	0	0
其他筹资现金流	150	-190	-1762	612	-1587
现金净增加额	370	47	-1269	1138	-1016

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3157	3209	4122	5028	6034
营业成本	2239	2443	3120	3741	4417
营业税金及附加	20	22	28	34	41
营业费用	264	301	321	402	507
管理费用	99	94	107	169	208
研发费用	121	124	144	168	208
财务费用	7	11	35	58	73
资产减值损失	-13	-20	-4	-5	-6
其他收益	48	88	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-27	-18	100	110	100
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	285	-276	420	510	613
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	2	5	4	3	3
利润总额	286	-279	417	508	612
所得税	27	27	27	27	18
净利润	259	-306	390	481	594
少数股东损益	2	-8	9	10	11
归属母公司净利润	257	-299	381	471	583
EBITDA	397	-154	554	679	810
EPS(元)	1.45	-1.68	2.15	2.66	3.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	1.6	28.4	22.0	20.0
营业利润(%)	-45.0	-196.8	252.0	21.5	20.3
归属于母公司净利润(%)	-39.7	-216.2	227.6	23.6	23.7
获利能力					
毛利率(%)	29.1	23.9	24.3	25.6	26.8
净利率(%)	8.1	-9.3	9.2	9.4	9.7
ROE(%)	13.6	-20.8	24.6	25.3	25.4
ROIC(%)	15.1	-24.8	16.0	30.6	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.2	67.1	76.6	70.2	73.3
净负债比率(%)	-1.0	-14.8	69.4	-6.1	35.0
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	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	-1.68	2.15	2.66	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	2.95	-3.96	9.77	-2.04
每股净资产(最新摊薄)	10.20	7.79	8.40	10.12	12.49
估值比率					
P/E	26.1	-22.5	17.6	14.3	11.5
P/B	3.7	4.9	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	17.0	-42.7	14.2	9.9	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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