

22Q2 毛利率环比改善，渠道结构持续优化

江山欧派 (603208.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 12.7 亿元，同比下降 9.7%；归母净利润 1.17 亿元，同比下降 34.29%；基本每股收益 1.11 元/股。其中，公司第 2 季度单季实现营业收入 7.8 亿元，同比下降 16.4%；归母净利润 0.61 亿元，同比下降 57.61%。
- **原材料价格上涨叠加渠道结构变化，致公司毛利率同比下降。**报告期内，公司综合毛利率为 28.68%，同比下降 1.62 pct。其中，22Q2 单季毛利率为 31.05%，同比改善 0.36 pct，环比改善 6.14%。2022 年上半年，公司毛利率同比有所下滑，主要有以下两点原因：1) 公司产品原材料价格上涨；2) 公司渠道结构变化，毛利率较低的经销商渠道和代理商渠道占比提升。
- **期间费用率大幅增长，公司净利率同比大幅下行。**费用率方面，报告期内，公司期间费用率为 20.97%，同比增加 5.13 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.35%/3.7%/3.76%/0.15%，分别同比变动+4.45 pct/+0.34 pct/+0.46 pct/-0.12 pct。其中，公司销售费用率明显上涨，主要是因为报告期内公司加大广告宣传费（同比提升 440.72%）及售后服务费（同比提升 75.08%）投入。**净利率方面**，2022 年上半年，公司净利率为 8.94%，同比下降 3.92%；22Q2 单季公司净利率为 7.61%，同比下降 8.13%，环比下降 3.42%。
- **渠道变革成效显著，经销商渠道、代理商渠道表现亮眼。**2022 年上半年，公司经销商渠道及大宗渠道分别实现营业收入 3.54、8.08 亿元，分别同比变动+52.15%、-23.6%。大宗渠道中，工程渠道及代理商渠道分别实现营业收入 4.55、3.12 亿元，分别同比变动-40.42%、+34.13%。**经销商渠道方面**，公司推行各类经销商同步开拓业务模式，线上线下全渠道覆盖，已在全国范围内拥有各类经销商 20,000 余家，并全面入驻头部线上平台。**大宗渠道方面**，公司已同万科、保利、华润等头部地产企业建立战略合作，并连续 5 年获得房地产开发企业综合实力 TOP500 “室内木门类” 首选供应商；同时，公司不断推进代理商渠道发展，提高代理商渠道营收占比，并加快业务转型，开辟学校、医院、酒店、康养等新业务渠道。
- **投资建议：**公司深耕制门行业，多品类协同发展，以工程业务为基础进行全渠道布局，变革成效显著，未来业绩成长可期，预计公司 2022/23/24 年能够实现基本每股收益 3.31 / 4.10 / 5.02 元/股，对应 PE 为 12X / 10X / 8X，维持“推荐”评级。

分析师

陈柏儒

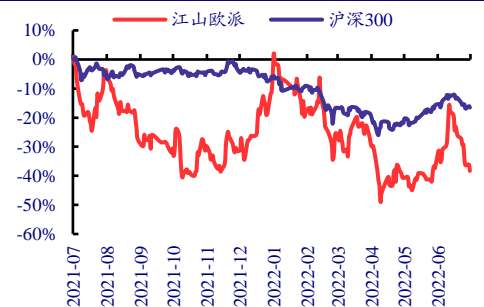
☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

市场表现

2022.07.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	3157.31	4017.92	5037.27	6141.94
同比增速 (%)	4.84	27.26	25.37	21.93
归母净利润	256.90	452.27	559.78	686.26
同比增速 (%)	-39.67	76.05	23.77	22.60
EPS (元/股)	1.88	3.31	4.10	5.02
PE	21.37	12.14	9.81	8.00

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为2022/7/19收盘价)

- **风险提示:** 经济增长不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3157.31	4017.92	5037.27	6141.94	流动资产	2998.50	4435.76	5282.86	7185.21
营业成本	2238.64	2861.16	3620.29	4432.03	现金	996.89	1580.70	2198.39	2924.27
营业税金及附加	20.43	26.12	32.74	39.92	应收账款	941.05	1625.95	1732.23	2430.65
营业费用	263.63	341.52	418.09	503.64	其它应收款	15.18	26.11	27.06	41.18
管理费用	99.15	120.54	146.08	171.97	预付账款	20.67	22.89	25.34	26.59
财务费用	6.75	17.80	17.80	17.80	存货	476.35	795.28	813.74	1156.05
资产减值损失	-12.70	0.00	0.00	0.00	其他	548.35	384.82	486.10	606.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1678.37	1611.45	1544.54	1477.62
投资净收益	-27.17	-34.44	-42.55	-52.30	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	285.10	521.82	643.47	785.59	固定资产	1020.87	953.95	887.04	820.13
营业外收入	2.51	0.00	0.00	0.00	无形资产	262.98	262.98	262.98	262.98
营业外支出	1.62	0.00	0.00	0.00	其他	394.51	394.51	394.51	394.51
利润总额	285.99	521.82	643.47	785.59	资产总计	4676.87	6047.21	6827.39	8662.83
所得税	27.39	61.14	74.33	88.60	流动负债	1884.25	2871.66	3082.71	4221.16
净利润	258.60	460.68	569.14	696.99	短期借款	82.01	82.01	82.01	82.01
少数股东损益	1.70	8.41	9.36	10.73	应付账款	364.68	531.28	592.68	801.94
归属母公司净利润	256.90	452.27	559.78	686.26	其他	1437.56	2258.37	2408.03	3337.22
EBITDA	413.67	641.48	771.12	923.10	非流动负债	886.59	886.59	886.59	886.59
EPS(元/股)	1.88	3.31	4.10	5.02	长期借款	80.64	80.64	80.64	80.64
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	805.95	805.95	805.95	805.95
经营活动现金流	-17.86	714.30	678.43	796.47	负债合计	2770.84	3758.26	3969.31	5107.75
净利润	258.60	460.68	569.14	696.99	少数股东权益	64.21	72.62	81.98	92.71
折旧摊销	94.65	66.91	66.91	66.91	归属母公司股东权益	1841.81	2216.33	2776.11	3462.36
财务费用	13.12	17.80	17.80	17.80	负债和股东权益	4676.87	6047.21	6827.39	8662.83
投资损失	27.17	34.44	42.55	52.30	主要财务比率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	-519.54	133.96	-18.36	-38.03	营业收入	4.84%	27.26%	25.37%	21.93%
其它	108.14	0.51	0.39	0.50	营业利润	-45.00%	83.03%	23.31%	22.09%
投资活动现金流	-383.77	-34.95	-42.94	-52.80	归属母公司净利润	-39.67%	76.05%	23.77%	22.60%
资本支出	-378.73	-0.51	-0.39	-0.50	毛利率	29.10%	28.79%	28.13%	27.84%
长期投资	-4.99	0.00	0.00	0.00	净利率	8.14%	11.26%	11.11%	11.17%
其他	-0.05	-34.44	-42.55	-52.30	ROE	13.95%	20.41%	20.16%	19.82%
筹资活动现金流	772.98	-95.55	-17.80	-17.80	ROIC	10.86%	16.69%	17.26%	17.64%
短期借款	29.13	0.00	0.00	0.00	P/E	21.37	12.14	9.81	8.00
长期借款	18.35	0.00	0.00	0.00	P/B	2.98	2.48	1.98	1.59
其他	725.50	-95.55	-17.80	-17.80	EV/EBITDA	15.42	7.26	5.24	3.59
现金净增加额	370.46	583.80	617.69	725.88	PS	1.34	1.37	1.09	0.89

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12 年行业分析师经验、8 年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn