

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

江山欧派 (603208)

投资评级

上次评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 渠道转型快速推进，盈利能力阶段性调整

2022年07月20日

**事件:** 公司公告半年报, 1H22 实现营业收入 12.70 亿元, 同比-9.70%, 实现归母净利润 1.17 亿元, 同比-34.29%, 扣非归母净利润 5580.78 万元, 同比-62.51%。

**点评:**

- **外部环境压力叠加业务结构调整影响上半年收入表现。**公司 1H22 实现营业收入 12.7 亿元, 同比-9.7%, 单 Q2 季度实现收入 7.8 亿元, 同比-16.4%, 收入下降主要因上半年行业景气偏弱, 地产企业资金紧张, 项目进度普遍延后, 同时公司客户结构、销售渠道尚处于调整优化阶段, 存在一定增长驱动换档期。**分产品看**, 压板模压门、实木复合门、柜类产品、其他产品 1H22 分别实现收入 7.66 亿元、2.53 亿元、0.66 亿元、0.77 亿元, 分别同比变化-3.5%、-26.9%、-28.7%、+32.9%。**分渠道看**, 经销商渠道、大宗渠道 1H22 分别实现收入 3.5 亿元、8.1 亿元, 分别同比变化+52.1%、-23.6%, 其中大宗渠道的工程渠道、代理商渠道分别实现收入 4.5 亿元、3.1 亿元, 同比变化-40.4%、+34.1%。
- **渠道变革加速推进, 经销商渠道增长亮眼, 代理商工程渠道保持增长。****经销渠道方面**, 公司大力推动营销变革, 推行各类经销商同步开拓的业务模式, 单 Q2 季度实现经销渠道收入 2.3 亿元, 同比增长 42%, 1H22 经销渠道占收入比重达 28%, 同比提升 11pct。目前, 公司经销商渠道数量持续扩张, 截止 1H22 公司在全国共拥有 20,119 家加盟经销商, 上半年新开拓 6,650 家。**大宗渠道方面**, 直营工程渠道有所下滑, 代理商工程渠道上半年仍保持 34% 同比增长, 截至 1H22 公司已拥有工程代理商 370 余家; 客户方面, 公司已与万科、保利、华润、中海、旭辉等国内主要地产公司建立了战略合作关系; 未来随着公建房、保障房、住宅精装修政策的不断推进, 木门行业的工程业务需求量依然较大。**产能方面**, 公司江山莲华山工业园防火门产线项目首批生产线已投入使用, 年设计产能 20 万套; 重庆江山欧派年产 120 万套木门项目首批产线投入使用, 年设计产能 45 万套。
- **毛利率 Q2 改善, 营销投入增加拉动利润率同比下降。****毛利率方面**, 1H22 公司实现毛利率 28.7%, 同比-1.62pct, 单 Q2 季度实现毛利率 31.05%, 同比+0.36pct, 环比+6.14pct。毛利率同比下降主要由于 1) 原材料价格上涨叠加应收款账期延长; 2) 毛利较高的直营工程渠道占比下降, 毛利较低的代理商工程渠道和经销商渠道收入占比提升。**费用方面**, 公司上半年销售、管理和研发费用率分别同比变动+4.45pct、+0.34pct、+0.46pct, 其中销售费用率显著提升主要为本年度公司推动营销变革加大费用投放所致。公司 1H22 实现归母净利率 9.17%, 同比-3.43pct, 非经常性损益项目主要为政府补助。1H22 公司经营活动产生的现金流量净额同比提升 4.1 亿元, 主要由于本期销售结构优化、款清业务占比上升、上年商业承兑汇票贴现计入筹资活动所致。
- **盈利预测:** 公司积极进行渠道变革, 推动业务结构优化, 经销渠道有望

驱动公司实现持续增长。预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 3.17 亿元、3.70 亿元、4.21 亿元，分别同比增长 23.5%、16.6%、13.9%，目前（2022/7/19）股价对应 2022 年 PE 为 17x。

- **风险因素：**疫情大范围爆发风险，房地产市场波动风险，原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,012	3,157	3,642	4,372	5,083
增长率 YoY %	48.6%	4.8%	15.4%	20.0%	16.3%
归属母公司净利润 (百万元)	426	257	317	370	421
增长率 YoY%	63.0%	-39.7%	23.5%	16.6%	13.9%
毛利率%	32.2%	29.1%	26.1%	25.2%	24.7%
净资产收益率ROE%	25.8%	13.9%	15.2%	15.1%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	3.12	1.88	2.32	2.71	3.08
市盈率 P/E(倍)	12.89	21.37	17.31	14.84	13.03
市净率 P/B(倍)	3.33	2.98	2.64	2.24	1.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>2,582</b>	<b>2,999</b>	<b>3,801</b>	<b>4,422</b>	<b>5,446</b>	
货币资金	644	997	1,152	1,522	1,874	
应收票据	841	254	1,009	507	1,255	
应收账款	498	941	699	1,254	1,024	
预付账款	29	21	25	30	35	
存货	400	476	568	693	786	
其他	169	309	348	415	472	
<b>非流动资产</b>	<b>1,330</b>	<b>1,678</b>	<b>1,714</b>	<b>1,735</b>	<b>1,743</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	906	1,021	1,108	1,182	1,241	
无形资产	265	263	261	259	257	
其他	159	395	345	295	245	
<b>资产总计</b>	<b>3,912</b>	<b>4,677</b>	<b>5,515</b>	<b>6,157</b>	<b>7,189</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,791</b>	<b>1,884</b>	<b>2,481</b>	<b>2,750</b>	<b>3,358</b>	
短期借款	53	82	82	82	82	
应付票据	848	725	1,166	1,132	1,557	
应付账款	264	365	392	527	548	
其他	626	713	841	1,009	1,171	
<b>非流动负债</b>	<b>311</b>	<b>887</b>	<b>887</b>	<b>887</b>	<b>887</b>	
长期借款	62	81	81	81	81	
其他	249	806	806	806	806	
<b>负债合计</b>	<b>2,102</b>	<b>2,771</b>	<b>3,367</b>	<b>3,637</b>	<b>4,245</b>	
少数股东权益	161	64	66	69	72	
归属母公司股东	1,648	1,842	2,081	2,451	2,872	
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,912</b>	<b>4,677</b>	<b>5,515</b>	<b>6,157</b>	<b>7,189</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,012	3,157	3,642	4,372	5,083	
同比(%)	48.6%	4.8%	15.4%	20.0%	16.3%	
归属母公司净利	426	257	317	370	421	
同比(%)	63.0%	-39.7%	23.5%	16.6%	13.9%	
毛利率(%)	32.2%	29.1%	26.1%	25.2%	24.7%	
ROE%	25.8%	13.9%	15.2%	15.1%	14.7%	
EPS(摊薄)(元)	3.12	1.88	2.32	2.71	3.08	
P/E	12.89	21.37	17.31	14.84	13.03	
P/B	3.33	2.98	2.64	2.24	1.91	
EV/EBITDA	16.89	15.42	9.69	7.89	6.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,012</b>	<b>3,157</b>	<b>3,642</b>	<b>4,372</b>	<b>5,083</b>	
营业成本	2,042	2,239	2,691	3,270	3,827	
营业税金及附加	20	20	24	28	33	
销售费用	178	264	346	393	447	
管理费用	86	99	114	137	160	
研发费用	94	121	140	168	195	
财务费用	7	7	0	0	0	
减值损失合计	-7	-13	-10	-10	-10	
投资净收益	-23	-27	0	0	0	
其他	-36	-82	35	46	57	
<b>营业利润</b>	<b>518</b>	<b>285</b>	<b>352</b>	<b>411</b>	<b>468</b>	
营业外收支	-1	1	1	1	1	
<b>利润总额</b>	<b>517</b>	<b>286</b>	<b>353</b>	<b>412</b>	<b>469</b>	
所得税	78	27	34	39	45	
<b>净利润</b>	<b>439</b>	<b>259</b>	<b>319</b>	<b>372</b>	<b>424</b>	
少数股东损益	14	2	2	2	3	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>426</b>	<b>257</b>	<b>317</b>	<b>370</b>	<b>421</b>	
EBITDA	625	414	525	598	669	
EPS(当年)(元)	4.05	2.45	2.32	2.71	3.08	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>239</b>	<b>-18</b>	<b>390</b>	<b>528</b>	<b>509</b>	
净利润	439	259	319	372	424	
折旧摊销	76	95	123	137	151	
财务费用	10	13	0	0	0	
投资损失		23	27	0	0	
营运资金变动	-382	-520	-81	-10	-95	
其它	73	108	29	29	29	
<b>投资活动现金</b>	<b>-293</b>	<b>-384</b>	<b>-157</b>	<b>-157</b>	<b>-157</b>	
资本支出	-342	-379	-157	-157	-157	
长期投资	-10	-5	0	0	0	
其他	59	0	0	0	0	
<b>筹资活动现金</b>	<b>71</b>	<b>773</b>	<b>-78</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	92	710	0	0	0	
支付利息或股	-87	-134	-78	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>14</b>	<b>370</b>	<b>155</b>	<b>371</b>	<b>352</b>	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。