

# 工程直营业务承压，渠道转型成效渐显

## 江山欧派 (603208)

### 事件

公司发布 2022 年半年报：22H1 营收 12.7 亿元/-9.7%，归母净利润 1.14 亿元/-37.2%，扣非归母净利润 0.56 亿元/-62.5%；经营活动现金流量净额-0.69 亿元/（去年同期为-4.83 亿元），EPS（基本）为 1.11 元/股，同比变动-34.3%，ROE(加权)为 6.13%/-4.08pct。

### 简评

疫情+地产项目进度延后+成本上行影响下，22Q2 业绩下滑明显。22Q2 营收 7.8 亿元/-16.4%，主要系 21Q2 高基数下，市场需求放缓叠加疫情影响；22Q2 归母净利润 0.61 亿元/-57.6%，主要系公司大力推动营销变革，销售费用投入明显增大。

22Q2 毛利率改善，渠道推广阶段销售费用投入加大。22Q2 毛利率 31.1%/+0.36pct，较 22Q1 上升 6.14pct，主要得益于部分产品提价。22H1 毛利率 28.7%/-1.62pct，主要系毛利较高的直营工程渠道收入占比下降，毛利较低的代理商工程渠道和经销商渠道收入占比提升。费用端，22H1 销售费用率 13.4%/+4.45pct，主要系公司加大广告宣传费（同比+440.7%）及售后服务费（同比+75.1%）投入；22H1 管理费用率 3.7%/+0.34pct，研发费用率 3.8%/+0.46pct。22H1 净利率为 8.94%/-3.92pct。

渠道转型成效渐显，工程代理、经销商渠道高增。在直营工程渠道缩窄下，公司积极拓展多元渠道，加速布局经销商和家装渠道。1) 经销商渠道：22H1 营收 3.54 亿元/+52.2%，占主营业务占比为 30.5%/+12.4pct，毛利率为 19.8%/+1.84pct。公司加大招商力度，截至 22 年 6 月底，已在全国范围内拥有各类经销商 20119 余家（相较 21 年底的 13469 家增长 49.4%）；2) 大宗渠道：22H1 工程渠道及代理商渠道营收 4.55、3.12 亿元，同比-40.4%、34.1%，占主营业务占比为 39.1%/26.9%。公司聚焦央企、国企和优质民企客户，并大力发展工程代理渠道，截至 22 年 6 月底，已有 370 余家工程代理商（较年初增加 70 余家）。

门类产品线布局丰富，由木门单品向门墙柜一体化拓展。22H1 公司夹板模压门、实木复合门、柜类产品营收为 7.66/2.53/0.66 亿元，同比-3.5%/-26.9%/-28.7%。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。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

17717092294

SAC 执证编号：S1440521100001

发布日期：2022 年 07 月 21 日

当前股价：42.84 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.92/-2.61	-6.11/-9.95	-34.79/-27.3
12 月最高/最低价 (元)		88.55/39.81
总股本 (万股)		10,506.54
流通 A 股 (万股)		10,506.54
总市值 (亿元)		45.01
流通市值 (亿元)		45.01
近 3 月日均成交量 (万股)		155.07
主要股东		
吴水根		29.08%

### 相关研究报告

21.08.17	【中信建投家用轻工】江山欧派 (603208):江山欧派:工程渠道快速调整优化,经销新零售业务加速推进
21.04.29	【中信建投轻工纺服及教育】江山欧派 (603208):多品类开拓,工程保持持续高增
21.01.12	【中信建投轻工制造】江山欧派 (603208):工程持续放量,产能有序投放,20 年业绩超预期

**投资建议：**预计 22-24 年营收 35.1、41.5、49.3 亿元，同增 11.2%、18.1%、19.0%；归母净利润 3.42、4.08、4.94 亿元，同增 33.0%、19.4%、21.1%，对应 22-24 年 PE 为 17.0、14.2、11.8x，维持“买入”评级。

**风险因素：**地产行业持续下行、行业竞争加剧、渠道拓展不及预期等

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2,582	2,999	3,204	3,709	4,105	<b>营业收入</b>	3,012	3,157	3,510	4,145	4,932
现金	644	997	1,179	1,199	1,356	营业成本	2,042	2,239	2,551	3,023	3,595
应收票据及应收账款合计	1,339	1,195	1,192	1,518	1,647	营业税金及附加	20	20	23	27	32
其他应收款	11	15	13	20	20	销售费用	178	264	298	348	409
预付账款	29	21	34	41	41	管理费用	86	99	109	124	143
存货	400	476	544	642	741	研发费用	94	121	132	151	177
其他流动资产	159	294	242	289	301	财务费用	7	7	-2	-8	-12
<b>非流动资产</b>	1,330	1,678	1,773	1,957	2,177	资产减值损失	-7	-13	-10	-13	-16
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
固定资产	906	1,021	1,117	1,298	1,500	其他收益	38	48	36	41	41
无形资产	265	263	292	310	332	投资净收益	-23	-27	-14	-12	-15
其他非流动资产	159	395	364	348	345	<b>营业利润</b>	518	285	383	462	556
<b>资产总计</b>	3,912	4,677	4,977	5,666	6,282	营业外收入	1	3	1	2	2
<b>流动负债</b>	1,791	1,884	2,044	2,435	2,731	营业外支出	3	2	3	4	3
短期借款	53	82	82	82	82	<b>利润总额</b>	517	286	382	460	555
应付票据及应付账款合计	1,113	1,090	1,255	1,559	1,759	所得税	78	27	37	44	53
其他流动负债	626	713	707	794	890	<b>净利润</b>	439	259	345	416	502
<b>非流动负债</b>	311	887	874	866	857	少数股东损益	14	2	3	8	8
长期借款	62	81	68	60	51	<b>归属母公司净利润</b>	426	257	342	408	494
其他非流动负债	249	806	806	806	806	EBITDA	581	361	438	529	642
<b>负债合计</b>	2,102	2,771	2,918	3,302	3,588	EPS (元)	4.05	2.45	2.50	2.99	3.62
少数股东权益	161	64	68	75	84						
股本	105	105	137	137	137	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	493	519	488	488	488	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
留存收益	1,059	1,192	1,458	1,786	2,195	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	1,648	1,842	1,992	2,289	2,610	营业收入(%)	48.6	4.8	11.2	18.1	19.0
<b>负债和股东权益</b>	3,912	4,677	4,977	5,666	6,282	营业利润(%)	67.2	-45.0	34.4	20.5	20.5
						归属于母公司净利润(%)	63.0	-39.7	33.0	19.4	21.1
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表</b>						毛利率(%)	32.2	29.1	27.3	27.1	27.1
<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净利率(%)	14.1	8.1	9.7	9.8	10.0
<b>经营活动现金流</b>	239	-18	481	392	584	ROE(%)	24.3	13.6	15.9	16.6	17.1
净利润	439	259	345	416	502	ROIC(%)	38.1	23.4	29.8	28.2	29.0
折旧摊销	76	95	82	97	118	<b>偿债能力</b>					
财务费用	7	7	-2	-8	-12	资产负债率(%)	53.7	59.2	58.6	58.3	57.1
投资损失	23	27	14	12	15	净负债比率(%)	-27.5	-41.8	-46.5	-41.3	-40.9
经营性应收项目的减少	-1,005	-480	-10	-333	-128	流动比率	1.4	1.6	1.6	1.5	1.5
经营性应付项目的增加	639	47	158	350	244	速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
其他经营现金流	699	75	53	207	89	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-293	-384	-191	-294	-353	总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	343	379	95	184	220	应收账款周转率	6.8	4.4	3.8	4.0	4.1
长期投资	-10	-5	-	-	-	应付账款周转率	8.0	7.1	6.8	7.0	7.2
其他投资现金流	40	-10	-96	-110	-133	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	71	773	-109	-77	-74	每股收益(最新摊薄)	4.05	2.45	2.50	2.99	3.62
短期借款	53	29	-	-	-	每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	-2.95	3.53	2.87	4.27
长期借款	-24	18	-12	-8	-9	每股净资产(最新摊薄)	15.60	17.35	15.27	17.68	20.72
普通股增加	24	0	32	-	-	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-24	26	-32	-	-	P/E	10.5	17.4	17.0	14.2	11.8
其他筹资现金流	42	699	-97	-69	-65	P/B	2.7	2.5	2.8	2.4	2.1
<b>现金净增加额</b>	14	370	182	21	157	EV/EBITDA	9.4	14.1	11.1	9.2	7.3

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

**叶乐:** 中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016 年加入中信建投证券研究发展部, 2019 年“水晶球”中小市值入围, 2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, [yele@csc.com.cn](mailto:yele@csc.com.cn)

**黄杨璐:** 中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师, 同济大学金融学硕士, 专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究, 3 年证券从业经验。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk