

# 江山欧派 (603208)

证券研究报告

2022年07月22日

## 渠道优化稳步推进，经销商及代理商渠道收入高增

公司发布 2022 半年报，22H1 实现收入 12.7 亿元，同比-9.7%，其中 Q1/Q2 分别为 4.91/7.8 亿元，同比分别+3.46%/-16.4%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比 -34.29%，其中 Q1/Q2 分别为 0.55/0.61 亿元，同比分别 +67.48%/-57.61%。

### 外部受地产行业影响，内部调整客户结构及销售渠道，业绩短期承压。

地产行业整体增速回落，2022 年 1-6 月全国住宅商品房销售面积 5.81 亿平方米，同比下降 26.6%，全国住宅竣工面积 2.09 亿平方米，同比下降 20.6%；1-5 月精装新开盘房间累计数量 50.3 万套，同比下滑 52.1%，地产行业压力逐步向下游传导，对木门行业造成一定压力。同时，公司内部正处于调整客户结构、拓展销售渠道的优化阶段，内外部因素共同导致业绩短期承压。

### 经销商渠道、代理商渠道收入同比高增，渠道转型逐步推进。

分产品看，22H1 夹板模压门/实木复合门/柜类产品/其他产品收入分别为 7.66/2.53/0.66/0.77 亿元，同比分别-3.48%/-26.91%/-28.66%/+32.87%；公司原材料采购单价总体仍呈持续上涨趋势，22H1 整体毛利率为 28.68%，同比-1.62pct，其中各产品毛利率分别为 29.27%/21.25%/22.37%/14.03%，同比分别-1.79/-8.69/-3.14/-8.42pct。分渠道看，22H1 经销商渠道/大宗渠道收入分别为 3.54/8.08 亿元，同比分别+52.15%/-23.6%，毛利率分别为 19.82%/28.88%，同比分别+1.84/-3.73pct，大宗渠道中，工程渠道和代理商渠道收入分别为 4.55/3.12 亿元，同比分别-40.42%/34.13%，毛利率分别为 32.52%/25.37%，同比分别-2.42/-2.88pct。

### 加盟经销商逾 20000 家，制造能力突出为销售网络快速拓展提供基础。

公司已实现线上线下全渠道覆盖，线下渠道以经销为主，截至 22H1 全国范围内公司拥有各类加盟经销商 20119 家，较年初净增 6650 家，通过经销商将销售网点拓展到各省、各市、各县、各乡的门店、家装公司、建材市场、建材超市、工装市场等各种场所。在单品类独立开店面临较大压力的情况下，公司选择取消原有的开设标准门店的要求，我们认为有望实质上减轻经销商负担，或将推动经销商发挥主观能动性、主动挖掘并利用现有资源，将公司产品引入不同消费决策场景，从而推动经销商渠道的持续发展。产能方面，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。公司规模生产、短期内快速供货的优势，将为销售网络迅速铺开提供产品保障。

### 配合转型需求，广告宣传、售后服务费用提升，推高销售费用率。

22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.4%/3.7%/3.8%/0.2%，同比分别 +4.4%/+0.3%/+0.5%/-0.1pct，销售费用中广告宣传费 4169 万元，同比+440.7%，售后服务费 2813 万元，同比+75.1%，为配合销售渠道调整、优化，销售费用率有所提升。22H1 归母净利率为 9.2%，同比-3.4pct，其中 Q1/Q2 分别为 11.3%/7.8%，同比分别+4.3/-7.6pct，主要为公司于 Q2 显著加大销售费用投入，单 Q2 销售费用率提高 6.3pct。

**盈利预测与评级：**考虑到行业层面压力，我们下调盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 3.8/4.4/5.0 亿元（前值为 4.8/6.3/8.2 亿元），同比分别+48.8%/+13.9%/+14.0%，对应 PE 15x/13x/12x，维持“增持”评级。

**风险提示：**信用减值计提风险；经销商管理风险；行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；疫情反复影响；新房销售及二手房交易不及预期等。

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	42.84 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	136.59
流通 A 股股本(百万股)	136.59
A 股总市值(百万元)	5,851.31
流通 A 股市值(百万元)	5,851.31
每股净资产(元)	18.32
资产负债率(%)	55.37
一年内最高/最低(元)	88.08/39.81

### 作者

**范张翔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

**尉鹏洁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《江山欧派-年报点评报告:新零售业态增速靓丽，木门龙头风范尽显》 2022-05-04
- 《江山欧派-公司点评:受恒大信用事件影响，21 年归母净利润预计同比减少 35%-50%》 2022-01-25
- 《江山欧派-季报点评:经销渠道逐步拓展，销售费用投放加大力度》 2021-10-31

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,011.51	3,157.31	3,636.94	4,335.97	5,143.07
增长率(%)	48.60	4.84	15.19	19.22	18.61
EBITDA(百万元)	745.81	615.63	565.84	622.59	692.72
净利润(百万元)	425.79	256.90	382.14	435.13	496.00
增长率(%)	62.96	(39.67)	48.75	13.87	13.99
EPS(元/股)	3.12	1.88	2.80	3.19	3.63
市盈率(P/E)	13.74	22.78	15.31	13.45	11.80
市净率(P/B)	3.55	3.18	2.62	2.19	1.84
市销率(P/S)	1.94	1.85	1.61	1.35	1.14
EV/EBITDA	14.25	10.27	8.72	7.10	5.98

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	643.68	996.89	1,111.84	1,686.95	2,050.26
应收票据及应收账款	1,339.20	1,195.37	1,278.61	1,833.39	1,939.42
预付账款	29.07	20.67	55.93	28.78	68.96
存货	400.42	476.35	581.60	648.19	830.09
其他	122.47	256.76	155.73	274.14	227.88
<b>流动资产合计</b>	<b>2,534.84</b>	<b>2,946.04</b>	<b>3,183.70</b>	<b>4,471.45</b>	<b>5,116.60</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	906.44	1,020.87	931.18	841.49	751.80
在建工程	68.83	272.20	272.20	272.20	272.20
无形资产	264.88	262.98	253.04	243.09	233.14
其他	89.75	122.31	91.04	101.04	104.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,329.91</b>	<b>1,678.37</b>	<b>1,547.45</b>	<b>1,457.81</b>	<b>1,361.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,911.58</b>	<b>4,676.87</b>	<b>4,731.16</b>	<b>5,929.26</b>	<b>6,478.53</b>
短期借款	52.88	82.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,112.51	1,089.56	1,343.05	1,595.05	1,950.46
其他	437.95	516.62	677.30	1,094.37	699.79
<b>流动负债合计</b>	<b>1,603.34</b>	<b>1,688.19</b>	<b>2,020.35</b>	<b>2,689.42</b>	<b>2,650.25</b>
长期借款	62.30	80.64	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	549.38	183.13	244.17	325.56
其他	248.67	256.57	219.31	241.52	239.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>310.97</b>	<b>886.59</b>	<b>402.44</b>	<b>485.69</b>	<b>564.69</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,102.38</b>	<b>2,770.84</b>	<b>2,422.79</b>	<b>3,175.11</b>	<b>3,214.94</b>
少数股东权益	160.76	64.21	72.75	81.51	89.60
股本	105.06	105.07	136.59	136.59	136.59
资本公积	493.30	519.46	519.46	519.46	519.46
留存收益	1,058.58	1,191.76	1,573.90	2,009.03	2,505.03
其他	(8.50)	25.52	5.67	7.56	12.92
<b>股东权益合计</b>	<b>1,809.21</b>	<b>1,906.02</b>	<b>2,308.37</b>	<b>2,754.15</b>	<b>3,263.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,911.58</b>	<b>4,676.87</b>	<b>4,731.16</b>	<b>5,929.26</b>	<b>6,478.53</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	439.31	258.60	382.14	435.13	496.00
折旧摊销	75.74	94.65	99.64	99.64	99.64
财务费用	10.11	13.12	(3.83)	(14.61)	(19.50)
投资损失	23.39	27.17	13.63	21.15	21.34
营运资金变动	(161.65)	(733.37)	148.51	(33.54)	(327.92)
其它	(147.64)	321.97	8.54	8.76	8.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>239.26</b>	<b>(17.86)</b>	<b>648.63</b>	<b>516.54</b>	<b>277.63</b>
资本支出	207.84	402.64	37.26	(22.20)	2.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(500.67)	(786.41)	(50.89)	1.05	(23.72)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(292.83)</b>	<b>(383.77)</b>	<b>(13.63)</b>	<b>(21.15)</b>	<b>(21.34)</b>
债权融资	28.02	596.85	(531.73)	77.84	101.65
股权融资	(8.54)	(145.74)	11.67	1.89	5.35
其他	51.13	321.87	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>70.61</b>	<b>772.98</b>	<b>(520.05)</b>	<b>79.73</b>	<b>107.01</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>17.04</b>	<b>371.35</b>	<b>114.94</b>	<b>575.12</b>	<b>363.30</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,011.51</b>	<b>3,157.31</b>	<b>3,636.94</b>	<b>4,335.97</b>	<b>5,143.07</b>
营业成本	2,041.70	2,238.64	2,577.76	3,101.53	3,700.09
营业税金及附加	19.62	20.43	24.46	28.49	33.89
销售费用	177.63	263.63	327.32	390.24	462.88
管理费用	86.34	99.15	109.24	130.24	156.82
研发费用	93.67	121.27	126.41	150.70	185.02
财务费用	7.47	6.75	(3.83)	(14.61)	(19.50)
资产/信用减值损失	(81.49)	(142.80)	(28.09)	(29.34)	(30.05)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(23.39)	(27.17)	(13.63)	(21.15)	(21.34)
其他	171.62	292.29	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>518.35</b>	<b>285.10</b>	<b>433.85</b>	<b>498.88</b>	<b>572.49</b>
营业外收入	1.33	2.51	1.73	1.86	2.03
营业外支出	2.81	1.62	1.50	1.98	1.70
<b>利润总额</b>	<b>516.87</b>	<b>285.99</b>	<b>434.08</b>	<b>498.76</b>	<b>572.83</b>
所得税	77.56	27.39	43.41	54.86	68.74
<b>净利润</b>	<b>439.31</b>	<b>258.60</b>	<b>390.67</b>	<b>443.89</b>	<b>504.09</b>
少数股东损益	13.52	1.70	8.54	8.76	8.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>425.79</b>	<b>256.90</b>	<b>382.14</b>	<b>435.13</b>	<b>496.00</b>
每股收益(元)	3.12	1.88	2.80	3.19	3.63

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	48.60%	4.84%	15.19%	19.22%	18.61%
营业利润	67.24%	-45.00%	52.17%	14.99%	14.76%
归属于母公司净利润	62.96%	-39.67%	48.75%	13.87%	13.99%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.20%	29.10%	29.12%	28.47%	28.06%
净利率	14.14%	8.14%	10.51%	10.04%	9.64%
ROE	25.83%	13.95%	17.09%	16.28%	15.63%
ROIC	53.11%	21.59%	25.18%	32.65%	39.12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.75%	59.25%	51.21%	53.55%	49.62%
净负债率	-27.48%	-12.95%	-38.87%	-51.17%	-51.80%
流动比率	1.44	1.59	1.58	1.66	1.93
速动比率	1.22	1.34	1.29	1.42	1.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.98	2.49	2.94	2.79	2.73
存货周转率	7.61	7.20	6.88	7.05	6.96
总资产周转率	0.89	0.74	0.77	0.81	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.12	1.88	2.80	3.19	3.63
每股经营现金流	1.75	-0.13	4.75	3.78	2.03
每股净资产	12.07	13.48	16.37	19.57	23.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.74	22.78	15.31	13.45	11.80
市净率	3.55	3.18	2.62	2.19	1.84
EV/EBITDA	14.25	10.27	8.72	7.10	5.98
EV/EBIT	15.87	12.14	10.59	8.46	6.99

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com