

## 江山欧派 (603208.SH) 2022 年减值较为充分, 看好 2023 年保交楼带来业绩弹性

2023 年 01 月 31 日

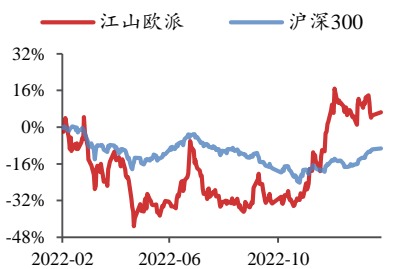
投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/1/30
当前股价(元)	62.30
一年最高最低(元)	86.00/36.40
总市值(亿元)	85.09
流通市值(亿元)	85.09
总股本(亿股)	1.37
流通股本(亿股)	1.37
近 3 个月换手率(%)	75.54

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

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《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

● **2022 年减值较为充分, 看好 2023 年保交楼带来业绩弹性, 维持“买入”评级**  
公司发布业绩预告, 预计 2022 年归母净利润-3.5 至-2.5 亿元, 扣非归母净利-4.3 至-3.3 亿元, 据我们测算, 预计 2022Q4 归母净利-3.8 至-2.8 亿元, 扣非归母净利-3.9 至-2.9 亿元。全年业绩符合预期, 预亏主要系: (1) 预计全年减值计提 5-6 亿元, 其中恒大计提大部分, 计提已比较充分, 预计 2023 年不会再有大额计提; (2) 工程代理和经销商渠道快速扩张下销售费用增长较快; (3) 工程渠道毛利率下降叠加整体产品成本上升。考虑减值等影响, 我们下调 2022 年盈利预测, 同时看好保交楼带来大宗收入弹性, 上调 2023-2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为-3.04/4.85/6.17 亿元 (原值为 0.81/3.89/4.62 亿元), 对应 EPS 为-2.25/3.55/4.52 元, 当前股价对应 PE 为-27.7/17.5/13.8 倍, 维持“买入”评级。

● **受益于保交楼落地, 2023 年工程直营业务有望超预期增长**

我们预计工程直营渠道 2023 年收入增速超过 30%, 增长驱动包括: (1) 保交楼项目的落地, 我们预计恒大 2023 年 50-60 万套保交楼项目, 贡献较大收入增量。(2) 2022 年公司战略合作地产客户数量已由 2021 年的近 70 家增长至 110 多家, 新客户有望带来增量订单。(3) 除了地产项目, 公司也在积极开拓学校、公寓、医院等非地产项目, 2023 年预计也会带来增量。

● **渠道快速扩张下工程代理和经销商渠道有望延续高增速**

公司自 2020 年进行渠道变革, 工程代理渠道和经销商渠道高速增长 (2022 年前三季度增速分别为+66%/+45%), 其中工程代理商当前已有 450 多家, 预计 2023 年新增 100 家, 经销商数量截止 2022Q3 末已有 2.2 万家, 预计 2023 年达到 4.5 万家, 当前工程代理和经销商的转化率约 50%, 在老客户的持续放量和新客户的快速导入下, 工程代理和经销商渠道 2023 年有望延续高双位数增长。

● **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等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,012	3,157	3,303	4,458	5,528
YOY(%)	48.6	4.8	4.6	35.0	24.0
归母净利润(百万元)	426	257	-307	485	617
YOY(%)	63.0	-39.7	-219.7	257.8	27.2
毛利率(%)	32.2	29.1	26.8	27.5	27.8
净利率(%)	14.1	8.1	-9.3	10.9	11.2
ROE(%)	24.3	13.6	-20.5	25.6	25.3
EPS(摊薄/元)	3.12	1.88	-2.25	3.55	4.52
P/E(倍)	20.0	33.1	-27.7	17.5	13.8
P/B(倍)	5.2	4.7	6.0	4.7	3.6

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2582	2999	3076	4430	4620
现金	644	997	1043	1408	1746
应收票据及应收账款	1339	1195	1226	1833	1711
其他应收款	11	15	12	25	20
预付账款	29	21	31	39	48
存货	400	476	470	796	768
其他流动资产	159	294	293	330	327
<b>非流动资产</b>	1330	1678	1711	2114	2442
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	906	1021	1054	1418	1713
无形资产	265	263	292	310	332
其他非流动资产	159	395	364	385	397
<b>资产总计</b>	3912	4677	4787	6544	7062
<b>流动负债</b>	1791	1884	2505	3927	3993
短期借款	53	82	514	1072	1093
应付票据及应付账款	1113	1090	1288	1891	2035
其他流动负债	626	713	703	963	865
<b>非流动负债</b>	311	887	764	684	587
长期借款	62	630	507	427	331
其他非流动负债	249	257	257	257	257
<b>负债合计</b>	2102	2771	3269	4610	4581
少数股东权益	161	64	61	71	81
股本	105	105	137	137	137
资本公积	493	519	488	488	488
留存收益	1059	1192	953	1343	1854
<b>归属母公司股东权益</b>	1648	1842	1457	1863	2400
<b>负债和股东权益</b>	3912	4677	4787	6544	7062

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	239	-18	-244	387	889
净利润	439	259	-310	495	627
折旧摊销	76	95	80	99	129
财务费用	7	7	17	41	49
投资损失	23	27	-100	-110	-100
营运资金变动	-382	-520	663	-93	239
其他经营现金流	75	115	-594	-45	-55
<b>投资活动现金流</b>	-293	-384	-12	-392	-358
资本支出	343	379	112	502	458
长期投资	-10	-5	0	0	0
其他投资现金流	60	0	100	110	100
<b>筹资活动现金流</b>	71	773	-129	-189	-214
短期借款	53	29	432	558	21
长期借款	-24	568	-123	-80	-96
普通股增加	24	0	32	0	0
资本公积增加	-24	26	-32	0	0
其他筹资现金流	42	150	-438	-667	-138
<b>现金净增加额</b>	14	370	-386	-194	317

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3012	3157	3303	4458	5528
营业成本	2042	2239	2417	3232	3992
营业税金及附加	20	20	21	29	36
营业费用	178	264	363	361	420
管理费用	86	99	198	146	181
研发费用	94	121	117	145	174
财务费用	7	7	17	41	49
资产减值损失	-7	-13	-26	-4	-6
其他收益	38	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-23	-27	100	110	100
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	518	285	-353	565	716
营业外收入	1	3	1	2	2
营业外支出	3	2	3	4	3
<b>利润总额</b>	517	286	-355	563	715
所得税	78	27	-44	68	88
<b>净利润</b>	439	259	-310	495	627
少数股东损益	14	2	-3	9	10
<b>归属母公司净利润</b>	426	257	-307	485	617
EBITDA	581	397	-268	690	876
EPS(元)	3.12	1.88	-2.25	3.55	4.52

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	48.6	4.8	4.6	35.0	24.0
营业利润(%)	67.2	-45.0	-223.8	260.0	26.8
归属于母公司净利润(%)	63.0	-39.7	-219.7	257.8	27.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.2	29.1	26.8	27.5	27.8
净利率(%)	14.1	8.1	-9.3	10.9	11.2
ROE(%)	24.3	13.6	-20.5	25.6	25.3
ROIC(%)	31.8	15.1	-17.2	22.5	26.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.7	59.2	68.3	70.5	64.9
净负债比率(%)	-15.1	-1.0	21.9	23.7	2.2
流动比率	1.4	1.6	1.2	1.1	1.2
速动比率	1.2	1.3	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.9	4.4	5.0	5.5	6.0
应付账款周转率	8.0	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.12	1.88	-2.25	3.55	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	-0.13	-1.79	2.84	6.51
每股净资产(最新摊薄)	12.07	13.24	10.42	13.39	17.33
<b>估值比率</b>					
P/E	20.0	33.1	-27.7	17.5	13.8
P/B	5.2	4.7	6.0	4.7	3.6
EV/EBITDA	14.5	21.5	-33.2	13.1	9.9

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	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	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