

增持

江山欧派 (603208.SH)

计提减值净利润预亏，保交付与渠道扩充利好持续

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级：增持(维持评级)

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：1月30日，公司发布2022年度业绩预告，公司FY2022预计实现归母净利润-3.5~-2.5亿元，去年同期为2.57亿元；扣非归母净利润-4.26~-3.26亿元，去年同期为2.16亿元。其中四季度归母净利润预计-3.31~-3.81亿元，去年同期为-0.34亿元；扣非归母净利润-3.87~-2.87亿元，去年同期为-0.42亿元。

国信轻工观点：1) 恒大项目计提减值准备对净利润造成短期冲击；计提已较为充分，未来大额减值可能性较小；2) 工程渠道压价、原材料成本上涨致毛利率承压；3) 工程代理商和渠道商拓展致销售费用快速增长；4) 运营层面产品端践行1+N产品战略，零售渠道加速扩张；5) 风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化；6) **投资建议：看好公司新渠道快速增长，传统工程渠道持续受益于保交楼，维持“增持”评级。**我们看好公司新品类、新渠道的成长速度；传统工程渠道占比较高，持续受益于保交楼业绩修复弹性大；减值计提已较为充分，盈利修复可期。预计2022-2024年的收入分别为31.44、40.1和47.17亿元，同比增速-0.4%、27.6%、17.6%；预计2022-2024年的净利润分别为-3.01、3.97和4.74亿元，同比增速-217.0%、232.0%、19.4%。合理估值区间上调至61.0~63.9元，对应2023年21~22x PE，维持“增持”评级。

评论：

◆ 2022年受减值短期影响净利润预亏，减值计提已较为充分

2022年净利润预亏，减值准备计提致净利润短期承压。FY2022预计实现归母净利润-3.50~-2.50亿元，去年同期为2.57亿元；扣非归母净利润-4.26~-3.26亿元，去年同期为2.16亿元。其中四季度归母净利润预计-3.31~-3.81亿元，去年同期为-0.34亿元；扣非归母净利润-3.87~-2.87亿元，去年同期为-0.42亿元。

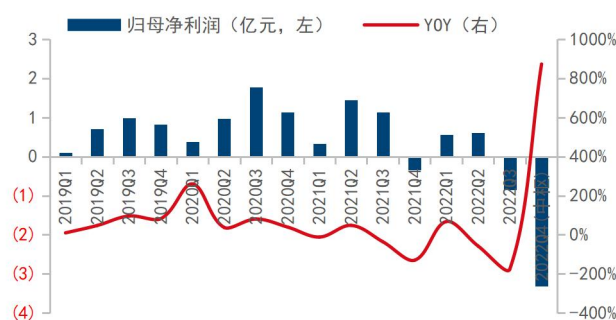
净利润预亏主要因包括：1) 恒大项目计提减值准备对净利润造成短期冲击，计提已较为充分，预计未来大额减值可能性较小；2) 工程客户渠道产品销售价格同比下降，渠道毛利率下行；3) 公司大力拓展工程代理商渠道和经销商渠道，销售费用出现较快增长；4) 原材料价格上涨，成本同比上升；5) 销售结构变化，毛利率较低的新品类与传统品类相比收入增速较快，以及毛利率较低的经销商渠道与大宗渠道相比收入增速较快。

图1：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 践行1+N产品战略，零售渠道加速扩张

目前公司产品战略是1+N，以门类产品为核心，延伸到窗类、墙板类、柜类等一体化健康家居产品。前三季度1) 夹板模压门收入13.4亿元（-1.6%）；2) 实木复合门收入4.4亿元（-10.8%）；3) 以橱柜为主的柜类产品收入1.26亿元（-15.3%）；4) 其他产品收入1.32亿元（+40.4%）。

分渠道看，零售渠道加速扩张。前三季度1) 大宗渠道收入14.3亿元（-14.9%），其中直营工程渠道8.1亿元（-34.6%），代理商工程渠道5.5亿元（+66%），代理商渠道增长主要因公司对代理商渠道进行优化。2) 零售经销商渠道收入6.1亿元（+45.5%），零售渠道拓展成效显著，前三季度开拓加盟经销商8940家。

◆ 投资建议：看好公司新渠道快速增长，传统工程渠道持续受益于保交楼，维持“增持”评级。

我们看好公司在木门、模压门行业的产品、品牌、价格优势，公司有望凭借自身规模化生产能力和专业的工程服务能力在与中小木门企业的竞争中处于优势地位，从而不断维护并拓展客户，实现自身规模和市场份额的扩张。成长性方面，1) 公司在1+N产品战略下，以木门产品为主导，以防火门、入户门、柜类产品、墙板等其他产品为配套，实施全品类销售，新品类贡献业绩增量；2) 传统工程渠道占比较高，持续受益于保交楼业绩修复弹性大，同时看好公司新渠道快速增长；3) 减值计提已较为充分，盈利修复可期。

基于FY2022Q4保交楼政策下，公司工程业务的回暖，上调FY2022收入预测；由于计提减值准备带来的短期影响，下调对公司FY2022的净利润预测；基于保交楼对工程业务的持续带动，以及工程代理、经销渠道的快速增长，我们看好FY2023公司业绩恢复弹性，上调FY2023-2024的盈利预测，预计2022-2024年

的收入分别为 31.44、40.1 和 47.17 亿元（前值为 30.4/36.75/42.93 亿元），同比增速-0.4%、27.6%、17.6%；预计 2022-2024 年的净利润分别为-3.01、3.97 和 4.74 亿元（前值为 0.9/3.64/4.34 亿元），同比增速-217.0%、232.0%、19.4%。由于 FY2023 盈利预测上调，合理估值区间上调至 61.0~63.9 元（前值为 39.9~42.6 元），对应 2023 年 21~22x PE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,012	3,157	3,144	4,010	4,717
(+/-%)	48.6%	4.8%	-0.4%	27.6%	17.6%
净利润(百万元)	426	257	-301	397	474
(+/-%)	63.0%	-39.7%	-217.0%	232.0%	19.4%
每股收益(元)	4.05	2.45	-2.20	2.91	3.47
经营利润率	19.7%	13.1%	3.2%	10.3%	10.4%
净资产收益率(ROE)	25.8%	13.9%	-19.5%	21.4%	21.2%
市盈率(PE)	15.9	26.4	-29.3	22.2	18.6
EV/EBITDA	13.3	18.8	50.7	21.3	18.8
市净率(PB)	4.11	3.68	5.72	4.74	3.94

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	EPS	2022E	2023E	2024E	2021	PE	2022E	2023E	2024E
603208	江山欧派	增持	64.5	2.5	-2.2	2.9	3.5	26.3	-29.3	22.2	18.59		
同类公司													
002572	索菲亚	买入	20.7	0.1	1.1	1.4	1.6	158.8	18.1	14.5	12.62		
603833	欧派家居	买入	126.1	4.4	4.5	5.2	6.1	28.7	28.2	24.1	20.59		
603816	顾家家居	买入	42.2	2.7	2.2	2.5	2.9	15.9	19.4	17.1	14.55		
603801	志邦家居	买入	30.2	1.6	1.8	2.1	2.4	18.6	17.0	14.6	12.47		
300616	尚品宅配	买入	22.7	0.5	0.7	1.1	1.3	50.4	31.1	21.6	17.16		
1999	敏华控股	无评级	7.7	0.5	0.6	0.8	0.9	16.7	11.9	9.8	9.06		
603008	喜临门	买入	31.6	1.5	1.5	1.7	2.1	21.8	21.6	18.3	15.23		
603313	梦百合	无评级	11.2	-0.6	0.5	0.9	1.2	-19.7	23.0	13.2	9.06		
603818	曲美家居	无评级	7.4	0.3	0.5	0.8	1.0	23.9	15.0	9.5	7.41		
301061	匠心家居	无评级	32.2	4.6	2.6	2.9	3.6	7.0	12.4	10.9	8.94		
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	3.0	3.6	14.9	14.1	11.6	9.62		
603898	好莱客	无评级	12.4	0.2	1.4	1.1	1.3	59.0	8.7	11.0	9.64		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

◆ 风险提示

疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

相关研究报告：

《江山欧派（603208.SH）-三季度收入增长 7%，计提坏账致净利润短期承压》——2022-11-03

《国信证券-江山欧派-603208-2021 年中报点评：业绩稳健，渠道变革打开空间》——2021-08-28

《江山欧派-603208-2020 年中报点评：增长强劲，业绩超预期》——2021-05-19

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	644	997	1034	1091	1375	营业收入	3012	3157	3144	4010	4717
应收款项	1350	1211	1307	1667	1911	营业成本	2042	2239	2331	2965	3486
存货净额	400	476	529	623	753	营业税金及附加	20	20	21	27	32
其他流动资产	188	315	230	314	395	销售费用	178	264	440	361	420
流动资产合计	2582	2999	3101	3695	4434	管理费用	93	109	136	135	155
固定资产	975	1293	1098	1295	1474	研发费用	94	121	126	121	142
无形资产及其他	265	263	252	242	231	财务费用	7	7	6	8	9
投资性房地产	90	122	122	122	122	投资收益	(23)	(27)	(16)	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(82)	(143)	(437)	(12)	(14)
资产总计	3912	4677	4574	5355	6261	其他收入	(118)	(228)	(785)	47	53
短期借款及交易性金融负债	84	120	100	100	200	营业利润	518	285	(280)	454	542
应付款项	1113	1090	1207	1516	1757	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	595	675	760	889	1049	利润总额	517	286	(280)	454	542
流动负债合计	1791	1884	2067	2505	3005	所得税费用	78	27	28	45	54
长期借款及应付债券	62	630	630	630	630	少数股东损益	14	2	(7)	12	14
其他长期负债	249	257	277	297	317	归属于母公司净利润	426	257	(301)	397	474
长期负债合计	311	887	907	927	947	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2102	2771	2974	3431	3952	净利润	426	257	(301)	397	474
少数股东权益	161	64	59	67	76	资产减值准备	59	(69)	(0)	2	2
股东权益	1648	1842	1541	1857	2234	折旧摊销	76	95	132	161	184
负债和股东权益总计	3912	4677	4574	5355	6261	公允价值变动损失	(7)	13	437	12	14
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	7	7	6	8	9
每股收益	4.05	2.45	(2.20)	2.91	3.47	营运资本变动	(122)	(100)	158	(78)	(32)
每股红利	0.83	1.27	0.00	0.59	0.71	其它	(48)	70	(5)	6	7
每股净资产	15.69	17.53	11.28	13.59	16.35	经营活动现金流	383	265	421	500	650
ROIC	34%	21%	10%	20%	21%	资本开支	0	(321)	(364)	(362)	(368)
ROE	26%	14%	-20%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	32%	29%	26%	26%	26%	投资活动现金流	0	(321)	(364)	(362)	(368)
EBIT Margin	20%	13%	3%	10%	10%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	16%	7%	14%	14%	负债净变化	(24)	18	0	0	0
收入增长	49%	5%	-0%	28%	18%	支付股利、利息	(87)	(134)	0	(81)	(97)
净利润增长率	63%	-40%	-217%	232%	19%	其它融资现金流	(113)	640	(20)	0	100
资产负债率	58%	61%	66%	65%	64%	融资活动现金流	(338)	409	(20)	(81)	3
息率	1.3%	2.0%	0.0%	1.2%	1.4%	现金净变动	45	353	38	56	284
P/E	15.9	26.4	(29.3)	22.2	18.6	货币资金的期初余额	599	644	997	1034	1091
P/B	4.1	3.7	5.7	4.7	3.9	货币资金的期末余额	644	997	1034	1091	1375
EV/EBITDA	13.3	18.8	50.7	21.3	18.8	企业自由现金流	0	48	37	92	228
						权益自由现金流	0	706	4	82	320

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032