

江山欧派 (603208)

证券研究报告

2024年08月21日

渠道逆势扩张、结构持续优化

公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 收入 8.2 亿, 同比-11.28%, 归母净利润 0.76 亿, 同比-8.71%, 扣非归母净利润 0.64 亿, 同比-14.61%;

24H1 收入 14.42 亿, 同比-9.95%, 归母净利润 1.05 亿, 同比-26.06%, 扣非归母净利润 0.83 亿, 同比-26.61%;

分产品, 24H1 夹板模压门收入 8.08 亿元, 同比-13.73%; 实木复合门收入 2.53 亿, 同比-23.52%; 柜类产品收入 0.93 亿, 同比-21.06%; 其他产品收入 1.72 亿, 同比+27.38%。

经销商快速拓展, 市占有望提升

24H1 经销商渠道收入 3.30 亿元, 同比-24.66%, 毛利率 19.59%, 同比-2.59pct。截至 24 年上半年末公司加盟经销商 5.2 万家, 较年初新增 1.6 万家。经销商数量保持快速增长, 主要系公司大力拓展各类加盟经销商, 培育安装服务商, 建立严格的供应商管理制度, 经销商渠道不断下沉, 品牌号召力和市场影响力持续提升, 我们预计市占率有望进一步提升。

工程渠道结构优化, 代理商表现靓丽

24H1 大宗渠道收入 9.96 亿元, 同比-7.96%, 毛利率 19.28%, 同比-3.36pct; 其中, 工程直营渠道收入 3.97 亿, 同比-33.75%, 毛利率 23.81%, 同比-2.21pct; 代理商渠道收入 5.48 亿, 同比+27.63%, 毛利率 15.75%, 同比-1.79pct。

公司直营业务持续收缩, 与国内主要优质工程客户建立战略合作关系, 我们预计现金流风险可控; 同时加大代理商渠道发展, 持续开辟酒店、学校、医院、康养、公寓、企业办公楼等非住宅赛道, 创造新增量, 目前拥有成熟的工程业务团队和工程服务团队, 拥有工程代理商约 1000 家, 为工程客户提供优质的产品和全流程全方位的服务。

聚焦主流区域, 加大海外市场发展

公司外贸和出口渠道执行走出去战略, 聚焦中东、北美等区域业务开拓, 实现主流市场本地化业务开发; 聚焦主流市场中大型工程商渠道、贸易商合作商渠道和国企海外业务渠道; 聚焦主流市场大项目, 持续开发大客户, 并深挖现有大客户合作潜力; 通过供应链建设、供应链赋能, 实现多品销售; 同时制度规范化、流程标准化、管理精细化。

盈利能力稳定, 积极降本稳中求进

24H1 毛利率 22.23%, 同比-1.27pct, 销售/管理/研发/财务费用 7.6%/3.0%/3.2%/0.5%, 分别同比-0.2pct/+0.2pct/-0.4pct/+0.1pct, 归母净利率 7.20%, 同比-1.43pct。

面对复杂严峻的市场环境, 盈利能力保持相对稳定, 同时积极推进降本举措: 1) 生产材料集中采购, 优化材料成本; 2) 优化产线布局, 提高设备自动化、信息化水平, 提高设备使用效率、优化生产成本; 3) 持续投入建设厂房屋顶光伏电站, 优化公司能源结构, 降低能源消耗。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

公司收入多元发力, 规模化生产、短期快速供货构筑核心优势。根据 24 年中报, 考虑当前地产环境仍疲软, 我们预计 24-26 年归母净利润分别为 3.0/3.3/3.7 亿元 (24-26 年前值为 4.5/5.1/5.8 亿), 对应 PE 分别为 10/9/8X

风险提示: 地产复苏不及预期, 工程渠道回款风险, 行业竞争加剧风险等

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	177.17
流通 A 股股本(百万股)	177.17
A 股总市值(百万元)	2,939.29
流通 A 股市值(百万元)	2,939.29
每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	66.28
一年内最高/最低(元)	42.80/15.39

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@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:高分红, 品类+渠道延展赋能成长》2024-04-30
- 《江山欧派-公司点评:品类+渠道多元发展, 规模优势凸显》2024-01-27
- 《江山欧派-季报点评:Q3 增长靓丽, 多元渠道成效显现》2023-10-25

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208.92	3,737.95	3,580.65	3,869.46	4,229.23
增长率(%)	1.63	16.49	(4.21)	8.07	9.30
EBITDA(百万元)	466.44	688.39	463.95	482.60	511.58
归属母公司净利润(百万元)	(298.51)	389.93	295.41	330.77	373.80
增长率(%)	(216.20)	(230.63)	(24.24)	11.97	13.01
EPS(元/股)	(1.68)	2.20	1.67	1.87	2.11
市盈率(P/E)	(9.85)	7.54	9.95	8.89	7.86
市净率(P/B)	2.08	1.92	1.83	1.73	1.62
市销率(P/S)	0.92	0.79	0.82	0.76	0.69
EV/EBITDA	16.84	6.79	5.80	3.51	4.33

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,111.94	1,193.54	818.33	1,798.74	1,269.84	营业收入	3,208.92	3,737.95	3,580.65	3,869.46	4,229.23
应收票据及应收账款	824.58	928.48	1,340.73	893.51	1,475.05	营业成本	2,443.44	2,765.47	2,742.86	2,975.35	3,258.16
预付账款	12.60	16.19	26.09	13.03	29.30	营业税金及附加	22.00	35.85	27.35	31.07	35.61
存货	455.99	417.50	578.23	473.51	647.69	销售费用	300.82	279.05	263.18	284.02	309.16
其他	232.16	225.71	291.18	308.03	297.83	管理费用	93.97	95.92	88.80	95.58	103.62
流动资产合计	2,637.26	2,781.42	3,054.56	3,486.82	3,719.71	研发费用	123.52	126.76	118.16	127.31	135.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	11.49	15.01	11.09	(2.70)	(9.08)
固定资产	1,345.74	1,287.52	1,168.90	1,050.27	931.65	资产/信用减值损失	(559.70)	(114.78)	(33.56)	(32.18)	(32.17)
在建工程	38.89	4.09	54.09	104.09	154.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	257.77	247.86	236.77	225.67	214.58	投资净收益	(18.06)	(13.63)	(19.62)	(17.10)	(16.78)
其他	132.27	235.18	185.36	195.32	205.29	其他	1,067.53	191.25	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	1,774.67	1,774.65	1,645.11	1,575.35	1,505.60	营业利润	(276.08)	357.06	276.03	309.55	347.06
资产总计	4,465.93	4,618.89	4,699.66	5,062.17	5,225.31	营业外收入	2.09	5.05	3.22	3.45	3.91
短期借款	0.00	114.23	60.00	60.00	60.00	营业外支出	4.85	3.68	3.38	3.97	3.68
应付票据及应付账款	1,303.25	1,258.08	1,383.41	1,461.53	1,628.72	利润总额	(278.84)	358.43	275.86	309.04	347.29
其他	472.60	492.34	717.91	915.19	809.05	所得税	27.44	(28.54)	(21.96)	(24.60)	(27.65)
流动负债合计	1,775.86	1,864.65	2,161.33	2,436.72	2,497.77	净利润	(306.28)	386.97	297.83	333.64	374.94
长期借款	73.44	57.31	45.85	36.68	29.34	少数股东损益	(7.78)	(2.96)	2.41	2.87	1.13
应付债券	574.91	600.54	574.94	583.46	586.31	归属于母公司净利润	(298.51)	389.93	295.41	330.77	373.80
其他	275.89	228.11	253.52	252.51	244.72	每股收益(元)	(1.68)	2.20	1.67	1.87	2.11
非流动负债合计	924.24	885.96	874.32	872.65	860.37						
负债合计	2,994.83	3,031.40	3,035.64	3,309.37	3,358.14	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	56.44	53.48	53.96	54.82	55.16	成长能力					
股本	136.59	177.17	177.17	177.17	177.17	营业收入	1.63%	16.49%	-4.21%	8.07%	9.30%
资本公积	487.97	447.38	447.38	447.38	447.38	营业利润	-196.84%	-229.33%	-22.69%	-12.15%	12.12%
留存收益	815.51	934.85	993.93	1,093.16	1,205.30	归属于母公司净利润	-216.20%	-230.63%	-24.24%	11.97%	13.01%
其他	(25.40)	(25.40)	(8.43)	(19.74)	(17.86)	获利能力					
股东权益合计	1,471.10	1,587.48	1,664.02	1,752.80	1,867.17	毛利率	23.85%	26.02%	23.40%	23.11%	22.96%
负债和股东权益总计	4,465.93	4,618.89	4,699.66	5,062.17	5,225.31	净利率	-9.30%	10.43%	8.25%	8.55%	8.84%
						ROE	-21.10%	25.42%	18.35%	19.48%	20.63%
						ROIC	-18.91%	45.37%	32.73%	24.31%	80.23%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	67.06%	65.63%	64.59%	65.37%	64.27%
净利润	(306.28)	386.97	295.41	330.77	373.80	净负债率	-30.82%	-25.53%	-6.98%	-62.91%	-30.87%
折旧摊销	115.56	132.62	129.72	129.72	129.72	流动比率	1.30	1.33	1.41	1.43	1.49
财务费用	22.71	33.42	11.09	(2.70)	(9.08)	速动比率	1.08	1.13	1.15	1.24	1.23
投资损失	18.06	13.63	19.62	17.10	16.78	营运能力					
营运资金变动	104.42	(270.99)	(445.48)	818.08	(720.41)	应收账款周转率	3.18	4.26	3.16	3.46	3.57
其它	568.45	128.31	2.41	2.87	1.13	存货周转率	6.88	8.56	7.19	7.36	7.54
经营活动现金流	522.93	423.95	12.77	1,295.85	(208.05)	总资产周转率	0.70	0.82	0.77	0.79	0.82
资本支出	182.59	77.47	24.59	51.02	57.79	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	-1.68	2.20	1.67	1.87	2.11
其他	(406.61)	(182.50)	(94.21)	(118.12)	(124.58)	每股经营现金流	2.95	2.39	0.07	7.31	-1.17
投资活动现金流	(224.01)	(105.03)	(69.62)	(67.10)	(66.78)	每股净资产	7.98	8.66	9.09	9.58	10.23
债权融资	(102.99)	114.67	(97.07)	(3.47)	6.50	估值比率					
股权融资	(321.47)	(313.06)	(221.29)	(244.86)	(260.57)	市盈率	-9.85	7.54	9.95	8.89	7.86
其他	170.83	23.32	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	2.08	1.92	1.83	1.73	1.62
筹资活动现金流	(253.64)	(175.08)	(318.36)	(248.34)	(254.07)	EV/EBITDA	16.84	6.79	5.80	3.51	4.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.39	8.41	8.05	4.81	5.79
现金净增加额	45.28	143.84	(375.20)	980.41	(528.90)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com