

江山欧派（603208）2022年报及2023年一季度点评

22年经销商渠道高增，23Q1收入表现亮眼

事项:

- ❖ 公司发布22年报+23Q1季报。2022年全年营收32.09亿元/+1.63%，归母净利润-2.99亿元/-216.2%，剔除减值影响-34.65%（归母净利率-4.52pcts至8.14%），扣非归母净利润-3.74亿元/-273.33%。22Q4营收9.96亿元/+14.5%，归母净利润-3.29亿元/-867.56%，剔除减值影响-118.61%（归母净利率-11.6pcts至10%），扣非归母净利润-3.36亿元/-704.67%。23Q1营收6.82亿/+38.98%，归母净利润0.59亿元/+5.64%，剔除减值影响+51.74%（归母净利率+4pcts至12.6%），扣非归母净利润0.38亿元/+361.98%。

评论:

- ❖ **23Q1 直营工程高增，经销商延续高速拓展趋势。**22年经销商/直营工程/工程代理商渠道分别实现营收8.8/11.9/9.1亿元、YOY+26.4%/-26.96%/+80.5%，23Q1营收分别同增32.58%/56.06%/44.23%，经销商及工程代理高增主要受益于渠道拓展，23Q1直营工程高增主要源于保交楼政策落地及新客户订单逐步释放；具体从渠道布局看，22年/23Q1分别新增加盟经销商11135/2551家至24604/27207家。分品类看，22Q4夹板模压门/实木复合门/柜类产品营收同比+15.74%/+126.49%/+23.84%，23Q1同比+23.42%/+95.54%/+91.04%，整体看品类拓展推进顺利。
- ❖ **23Q1 毛利率承压，减值释放下23年有望轻装上阵。**22年/23Q1毛利率分别同减5.24/3.24pcts至23.85%/21.67%，其中22年经销商/工程直营/工程代理渠道毛利率分别变动-0.05/-6.55/-8.44pcts，23Q1分别变动+1.99/-10.51/-7.38pcts；毛利率整体承压主要系经销商及工程代理渠道收入占比提升（22Q4终端货折和补贴力度较大），叠加保交楼项目集中释放所致；值得注意的是，23Q1经销商渠道规模效应初现，毛利率小幅同增1.99pcts至19.19%。22年利润端承压主要受减值影响，剔除减值后全年/22Q4归母净利率分别为8.14%/10%；23Q1销售/管理/研发/财务费率分别同比变动-5.13/-1.64/-0.66/+0.25pcts，控费成效显著，预计减值风险充分释放下23年有望轻装上阵。
- ❖ **保交楼及新客户驱动大宗高增，零售板块多品类+招商转化发力，看好全年业绩增长高确定性。**作为家居板块保交楼效应体现凸显标的，直营工程板块恒大量可观、有望全面向好，零售板块加速招商、爆款策略+工具包模式下转化率有望提升，代理商板块逐步切入医院/公寓等板块、有效客户占比提升下有望维持高增。基于此，我们预计23-25年归母净利润分别为4.49/5.61/6.42亿元（23/24年原值为4.22/5.14亿元），对应当前股价PE分别为17/14/12X；参考相对估值法，给予23年20X，对应目标价66元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济影响需求；原材料价格波动风险；渠道拓展不及预期等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	3,209	4,669	5,571	6,305
同比增速(%)	1.6%	45.5%	19.3%	13.2%
归母净利润(百万)	-299	449	561	642
同比增速(%)	-216.2%	250.3%	25.1%	14.3%
每股盈利(元)	-2.19	3.29	4.11	4.70
市盈率(倍)	-26	17	14	12
市净率(倍)	5.4	4.3	3.4	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

强推（维持）

目标价：66元

当前价：55.80元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	13,658.52
已上市流通股(万股)	13,658.52
总市值(亿元)	76.21
流通市值(亿元)	76.21
资产负债率(%)	64.29
每股净资产(元)	10.54
12个月内最高/最低价	72.82/36.89

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《江山欧派（603208）2022年半年报点评：22H1业绩承压，控本节流下有望改善》

2022-07-23

《江山欧派（603208）2021年报和2022年一季度报点评：渠道转型速度加快，22Q1盈利承压》

2022-05-05

《江山欧派（603208）2021年半年报点评：经销商渠道加速拓展，工装客户结构优化》

2021-08-17

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,112	895	1,322	2,058
应收票据	80	613	719	577
应收账款	744	1,051	1,296	1,573
预付账款	13	38	37	39
存货	456	646	730	845
合同资产	54	57	85	96
其他流动资产	232	278	353	436
流动资产合计	2,691	3,579	4,543	5,623
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,346	1,327	1,310	1,295
在建工程	39	89	139	189
无形资产	258	232	209	188
其他非流动资产	132	132	132	132
非流动资产合计	1,775	1,780	1,790	1,804
资产合计	4,466	5,359	6,333	7,427
短期借款	0	29	33	36
应付票据	807	1,057	1,279	1,407
应付账款	496	495	594	719
预收款项	0	0	0	1
合同负债	295	429	512	579
其他应付款	316	316	316	316
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10
其他流动负债	147	219	265	302
流动负债合计	2,071	2,555	3,009	3,369
长期借款	73	128	183	237
应付债券	575	575	575	575
其他非流动负债	276	276	276	276
非流动负债合计	924	979	1,033	1,088
负债合计	2,995	3,534	4,043	4,456
归属母公司所有者权益	1,415	1,762	2,220	2,891
少数股东权益	56	63	71	79
所有者权益合计	1,471	1,825	2,291	2,971
负债和股东权益	4,466	5,359	6,333	7,427

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	523	-19	654	832
现金收益	-179	612	722	803
存货影响	20	-190	-84	-115
经营性应收影响	399	-845	-329	-116
经营性应付影响	257	249	322	252
其他影响	25	156	23	8
投资活动现金流	-224	-155	-156	-158
资本支出	-202	-150	-150	-150
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-22	-5	-6	-8
融资活动现金流	-254	-43	-70	62
借款增加	-92	84	58	58
股利及利息支付	-85	-119	19	-72
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-77	-7	-147	77

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,209	4,669	5,571	6,305
营业成本	2,443	2,936	3,580	4,103
税金及附加	22	32	37	42
销售费用	301	376	441	504
管理费用	94	137	163	185
研发费用	124	180	214	243
财务费用	11	7	6	8
信用减值损失	-539	-539	-539	-539
资产减值损失	-20	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-18	-18	-18	-18
其他收益	88	88	88	88
营业利润	-276	512	639	731
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	-279	509	637	728
所得税	27	49	61	70
净利润	-306	460	576	658
少数股东损益	-8	12	15	17
归属母公司净利润	-299	449	561	642
NOPLAT	-294	467	581	665
EPS(摊薄) (元)	-2.19	3.29	4.11	4.70

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.6%	45.5%	19.3%	13.2%
EBIT 增长率	-191.3%	293.2%	24.5%	14.5%
归母净利润增长率	-216.2%	250.3%	25.1%	14.3%
获利能力				
毛利率	23.9%	37.1%	35.7%	34.9%
净利率	-9.5%	9.9%	10.3%	10.4%
ROE	-21.1%	25.5%	25.3%	22.2%
ROIC	-11.6%	19.2%	20.0%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	67.1%	65.9%	63.8%	60.0%
债务权益比	63.5%	55.8%	47.0%	38.2%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.8
应收账款周转天数	95	69	76	82
应付账款周转天数	63	61	55	58
存货周转天数	69	68	69	69
每股指标(元)				
每股收益	-2.19	3.29	4.11	4.70
每股经营现金流	3.83	-0.14	4.78	6.09
每股净资产	10.36	12.90	16.25	21.17
估值比率				
P/E	-26	17	14	12
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	-55	13	11	10

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522