

江山欧派 (603208.SH) 2024H1 业绩阶段性承压，工程代理渠道表现亮眼

2024年08月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

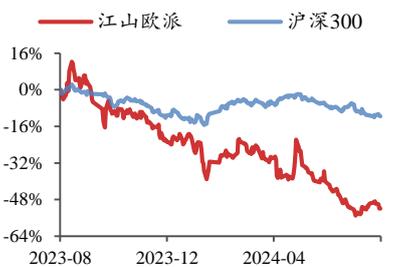
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/8/21
当前股价(元)	16.60
一年最高最低(元)	42.80/15.39
总市值(亿元)	29.41
流通市值(亿元)	29.41
总股本(亿股)	1.77
流通股本(亿股)	1.77
近3个月换手率(%)	56.47

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2023 业绩增长符合预期，高分红积极回报股东——公司信息更新报告》-2024.4.29
- 《2023Q3 营收及净利双增，渠道结构持续优化——公司信息更新报告》-2023.10.24
- 《2023H1 渠道多元化增长，Q2 净利率改善明显——公司信息更新报告》-2023.8.22

● 2024H1 业绩阶段性承压，工程代理渠道表现亮眼，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现营业收入 14.4 亿元（同比-9.95%，下同），归母净利润 1.05 亿元（-26.06%），扣非归母净利润 0.83 亿元（-26.61%）。单季度看，公司 2024Q2 实现营业收入 8.2 亿元（-11.3%），归母净利润 0.8 亿元（-8.7%），扣非归母净利润 0.6 亿元（-14.6%）。考虑到房地产市场仍在调整，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 3.86/4.18/4.60 亿元（原值 4.29/4.94/5.54 亿元），对应 EPS 为 2.18/2.36/2.59 元，当前股价对应 PE 7.6/7.0/6.4 倍，公司渠道多元化发展，品牌影响力积累深厚，维持“买入”评级。

● 收入拆分：工程代理商渠道表现亮眼，各个品类经销商持续开拓

分产品看，2024H1 公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品收入分别为 8.08/2.53/0.93 亿元，分别同比变动-13.73%/-23.52%/-21.06%，毛利率分别为 21.39%/18.85%/15.09%，分别同比变动-3.36/-2.87/-7.29pct，各产品营收及毛利率同比均有所承压。分渠道看，2024H1 公司经销/大宗渠道分别实现收入 3.3/10.0 亿元，分别同比变动-24.66%/-7.96%，毛利率分别为 19.59%/19.28%，分别同比变动-2.59/-3.36pct。其中，工程直营/工厂代理渠道收入分别为 4.0/5.5 亿元，同比分别变动-33.75%/+27.63%，代理商渠道表现亮眼。经销商开拓方面，公司着重发展全品类经销商，同时加大经销商渠道下沉，截至 2023 年中公司各类加盟经销商数量为 5.2 万家，同比增加超 1.5 万家。

● 盈利能力：2024H1 毛利率及净利率承压，2024Q2 净利率同比提升

2024H1 公司毛利率为 22.2%（-3.8pct），期间费用率为 14.3%（+0.5pct），其中销售/管理/研发/财务费率分别为 7.62%/3.02%/3.17%/0.51%，同比变动-0.15/+0.23/-0.35/+0.13pct，综合影响下销售净利率为 7.2%（-3.2pct）。单季度看，公司 2024Q2 公司毛利率 24.9%（同比持平）；期间费用率为 14.5%（-0.5pct）。综合影响下，公司销售净利率为 9.3%（+0.3pct）。

● 风险提示：下游订单不及预期、原材料价格波动大、行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,209	3,738	3,682	3,985	4,353
YOY(%)	1.6	16.5	-1.5	8.2	9.2
归母净利润(百万元)	-299	390	386	418	460
YOY(%)	-216.2	230.6	-1.0	8.4	9.9
毛利率(%)	23.9	26.0	25.8	26.2	26.5
净利率(%)	-9.3	10.4	10.5	10.5	10.6
ROE(%)	-20.8	24.4	23.5	22.4	22.1
EPS(摊薄/元)	-1.68	2.20	2.18	2.36	2.59
P/E(倍)	-9.9	7.5	7.6	7.0	6.4
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.6	1.5

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2691	2844	3057	3303	3559	营业收入	3209	3738	3682	3985	4353
现金	1112	1194	1176	1537	1390	营业成本	2443	2765	2731	2940	3200
应收票据及应收账款	825	928	1140	962	1327	营业税金及附加	22	36	35	38	42
其他应收款	24	17	23	21	28	营业费用	301	279	324	359	326
预付账款	13	16	12	19	15	管理费用	94	96	55	154	211
存货	456	417	445	484	527	研发费用	124	127	147	171	229
其他流动资产	262	271	261	281	272	财务费用	11	15	-3	-4	-1
非流动资产	1775	1775	1687	1730	1773	资产减值损失	-20	-8	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	88	66	60	65	70
固定资产	1346	1288	1181	1198	1236	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	258	248	254	264	258	投资净收益	-18	-14	-21	-20	-18
其他非流动资产	171	239	252	268	280	资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
资产总计	4466	4619	4744	5033	5332	营业利润	-276	357	399	416	445
流动负债	2071	2145	2350	2537	2744	营业外收入	2	5	3	3	3
短期借款	0	114	150	114	247	营业外支出	5	4	3	3	4
应付票据及应付账款	1303	1258	1306	1485	1539	利润总额	-279	358	398	416	445
其他流动负债	767	773	894	938	958	所得税	27	-29	7	-7	-20
非流动负债	924	886	731	610	488	净利润	-306	387	391	422	465
长期借款	648	658	503	382	260	少数股东损益	-8	-3	5	4	5
其他非流动负债	276	228	228	228	228	归属母公司净利润	-299	390	386	418	460
负债合计	2995	3031	3081	3147	3232	EBITDA	-154	506	492	504	538
少数股东权益	56	53	59	63	68	EPS(元)	-1.68	2.20	2.18	2.36	2.59
股本	137	177	177	177	177						
资本公积	488	447	447	447	447	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	816	935	1307	1704	2168	成长能力					
归属母公司股东权益	1415	1534	1605	1823	2032	营业收入(%)	1.6	16.5	-1.5	8.2	9.2
负债和股东权益	4466	4619	4744	5033	5332	营业利润(%)	-196.8	229.3	11.6	4.3	7.1
						归属于母公司净利润(%)	-216.2	230.6	-1.0	8.4	9.9
						获利能力					
						毛利率(%)	23.9	26.0	25.8	26.2	26.5
						净利率(%)	-9.3	10.4	10.5	10.5	10.6
						ROE(%)	-20.8	24.4	23.5	22.4	22.1
						ROIC(%)	-12.8	15.8	14.7	15.1	15.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	67.1	65.6	64.9	62.5	60.6
						净负债比率(%)	-14.8	-11.3	-10.0	-36.1	-24.8
						流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
						速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.8	4.6	4.2	4.4	4.3
						应付账款周转率	5.7	5.5	6.6	6.2	6.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	-1.68	2.20	2.18	2.36	2.59
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	2.39	1.87	4.96	1.49
						每股净资产(最新摊薄)	7.79	8.47	8.86	10.10	11.28
						估值比率					
						P/E	-9.9	7.5	7.6	7.0	6.4
						P/B	2.1	2.0	1.9	1.6	1.5
						EV/EBITDA	-18.1	5.6	5.8	4.6	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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（underperform）	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（underperform）	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3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