

新零售发力，渠道结构调整显著

投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2021年年报和2022年一季报。2021年公司实现营业收入31.6亿元，同比增长4.8%，实现归母净利润2.6亿元，同比下降39.7%；其中21Q4实现营收8.7亿元，同比下滑12.1%，归母净利亏损0.4亿元，主要是计提1.3亿工程客户应收账款信用减值损失。22Q1实现营收4.9亿元，同比增长3.5%，实现归母净利润0.6亿元，同比增长67.5%，扣非归母净利润829万。
- 原材料价格上行叠加销售结构变化影响，盈利能力暂时承压。**21年公司毛利率为29.1%，同比降3.1pp。毛利率下滑主要受原材料价格上涨、渠道结构变化等因素影响。从渠道端来看，公司经销渠道毛利率21.8%（-2.4pp），大宗渠道毛利率32.3%（-1.3pp）。经销毛利率下降主要是新零售业务上量初期毛利率降低所致，大宗业务里直营/代理毛利率都保持了相对稳定，但由于直营毛利率较高（直营毛利率35.2%，代理毛利率25.3%）但占比下降，导致大宗整体毛利率有所回落。公司两大渠道中经销渠道的占比达到21.8%（同比提升13.8pp），经销渠道毛利率偏低，因此公司的毛利率变化主要受渠道结构变化影响。费用率方面，新业务培育初期，费用投放较大，公司2021年总费用率为15.5%，同比提升3.4pp，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+2.5pp/+0.3pp/+0.7pp/-0pp，减值影响1.8pp。受毛利率下降叠加费用率上升影响，净利率为8.1%，同比下滑6pp。22Q1公司毛利率为24.1%（同比-4.6pp），主因：1）经销渠道毛利率降3.3pp，大宗渠道毛利率降2.7pp（主要是毛利率较低的工程代理占比提升）；2）毛利率较低的经销渠道占比提升（经销渠道收入占比达26%）。费用率方面，22Q1费用率提升4.6pp（主要是销售费用率提升6.8pp），综合影响下扣非净利率1.7pp（-4.4pp），净利润在一季度政府补助下增长67.5%。
- 经销渠道加速拓展，大宗渠道结构调整。**2021年公司经销渠道实现营收6.9亿元，同比增长180.5%，占主营业务收入比重为23.8%，经销渠道业绩高增主要受益于公司新零售业务发力。截止2021年底，公司拥有经销商13469家，较年初增加9895家。2022年Q1公司维持高强度招商力度，新增经销商3562家，达17031家，活跃用户超万家，带动22Q1经销渠道收入同比增长74.3%达1.3亿元，预计22年经销渠道仍有望取得亮眼增长。2021年大宗渠道贡献营收22.2亿元，同比下降14.9%，其中工程直营同比下降26.2%达16.3亿元，代理商渠道同比提升75.7%达5亿元，代理商渠道发力显著。在去年收缩恒大业务后，公司的合作地产商以万科、保利、华润、中海等央国企为主，风险大幅减弱，今年Q1营收增速转正，新零售业务弥补恒大影响，业务转换阵痛期逐渐过去，公司重回增长态势。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为3.86元、5.37元、6.99元，对应PE12倍、9倍、7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**地产政策变化的风险；市场竞争加剧的风险；投产进度不及预期的风险；现金流回收不及预期的风险。

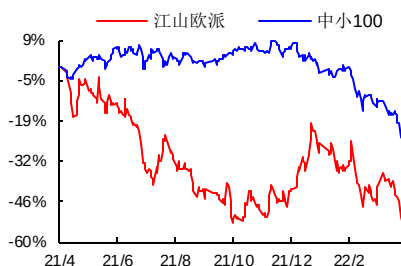
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3157.31	4135.30	5262.54	6511.32
增长率	4.84%	30.98%	27.26%	23.73%
归属母公司净利润（百万元）	256.90	406.02	564.31	734.41
增长率	-39.67%	58.05%	38.98%	30.14%
每股收益EPS（元）	2.45	3.86	5.37	6.99
净资产收益率ROE	13.57%	18.38%	21.10%	22.43%
PE	19	12	9	7
PB	2.65	2.26	1.86	1.51

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn
联系人：赵兰亭
电话：023-67511807
邮箱：zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.05
流通A股(亿股)	1.05
52周内股价区间(元)	43.65-110.09
总市值(亿元)	48.75
总资产(亿元)	45.46
每股净资产(元)	17.48

相关研究

- 江山欧派（603208）：大b改善+小b快速放量，有望迎估值业绩双击（2022-01-18）
- 江山欧派（603208）：大宗业务暂处调整期，静待新业务放量（2021-10-28）
- 江山欧派（603208）：第二增长曲线成型，家装市场大有可为（2021-08-24）
- 江山欧派（603208）：工程业务暂处调整期，探索第二成长曲线（2021-08-16）
- 江山欧派（603208）：战略升级2.0，家装业务空间广阔（2021-06-16）

关键假设:

假设 1: 考虑到目前处于新旧业务转换期, 受业务结构调整影响公司的毛利率有所回落, 预计公司 22-24 年毛利率分别为 28.6%、28.5% 和 28.4%。

假设 2: 随着新增产能逐渐投放、新业务人员到位, 公司大规模的费用投入会逐渐减缓, 预计公司 22-24 年费用率分别为 8%、7.8%、7.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入成本预测

亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	31.57	41.35	52.62	65.11
yoy	4.8%	31.0%	27.3%	23.7%
营业成本	22.39	29.51	37.64	46.61
毛利率	29.1%	28.6%	28.5%	28.4%
工程				
收入	22.20	26.64	31.44	36.15
yoy	-15%	20%	18%	15%
成本	15.02	18.12	21.44	24.76
毛利率	32.3%	32.0%	31.8%	31.5%
经销商渠道				
收入	6.93	11.78	17.67	24.74
yoy	181%	70%	50%	40%
成本	5.42	9.07	13.43	18.56
毛利率	21.8%	23.0%	24.0%	25.0%
其他业务				
收入	2.44	2.93	3.51	4.22
yoy	55%	20%	20%	20%
成本	1.95	2.33	2.78	3.29
毛利率	20.1%	20.5%	21%	22%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3157.31	4135.30	5262.54	6511.32	净利润	258.60	408.71	568.04	739.27
营业成本	2238.64	2951.72	3764.85	4661.14	折旧与摊销	94.65	90.58	98.28	104.55
营业税金及附加	20.43	27.32	34.45	44.93	财务费用	6.75	72.36	70.11	73.39
销售费用	263.63	330.82	410.48	488.35	资产减值损失	-12.70	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	99.15	248.12	321.01	390.68	经营营运资本变动	1.11	153.60	-222.65	27.45
财务费用	6.75	72.36	70.11	73.39	其他	-366.26	45.29	18.35	19.86
资产减值损失	-12.70	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	-17.86	750.54	512.14	944.51
投资收益	-27.17	-21.91	0.27	0.27	资本支出	-422.21	-70.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	38.44	-41.91	-19.73	-19.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-383.77	-111.91	-79.73	-79.73
营业利润	285.10	463.05	641.90	833.10	短期借款	29.13	-82.01	0.00	0.00
其他非经营损益	0.89	-0.10	0.33	0.14	长期借款	18.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	285.99	462.96	642.23	833.24	股权融资	26.16	0.00	0.00	0.00
所得税	27.39	54.24	74.19	93.97	支付股利	0.00	-65.32	-99.62	-135.86
净利润	258.60	408.71	568.04	739.27	其他	699.34	-105.88	-40.11	-43.39
少数股东损益	1.70	2.69	3.74	4.86	筹资活动现金流净额	772.98	-253.20	-139.73	-179.26
归属母公司股东净利润	256.90	406.02	564.31	734.41	现金流量净额	370.46	385.42	292.69	685.53
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	996.89	1382.32	1675.00	2360.53	成长能力				
应收和预付款项	1231.22	1746.64	2273.03	2715.17	销售收入增长率	4.84%	30.98%	27.26%	23.73%
存货	476.35	624.70	799.10	989.69	营业利润增长率	-45.00%	62.42%	38.62%	29.79%
其他流动资产	294.04	46.19	58.78	72.73	净利润增长率	-41.13%	58.05%	38.98%	30.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-35.75%	61.96%	29.44%	24.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1293.07	1297.48	1284.18	1264.61	毛利率	29.10%	28.62%	28.46%	28.41%
无形资产和开发支出	262.98	238.00	213.02	188.03	三费率	11.70%	15.75%	15.23%	14.63%
其他非流动资产	122.31	142.31	162.31	182.31	净利率	8.19%	9.88%	10.79%	11.35%
资产总计	4676.87	5477.64	6465.42	7773.08	ROE	13.57%	18.38%	21.10%	22.43%
短期借款	82.01	0.00	0.00	0.00	ROA	5.53%	7.46%	8.79%	9.51%
应付和预收款项	1283.08	1961.24	2347.04	2907.15	ROIC	11.45%	18.71%	22.36%	25.13%
长期借款	80.64	80.64	80.64	80.64	EBITDA/销售收入	12.24%	15.14%	15.40%	15.53%
其他负债	1325.11	1211.85	1345.41	1489.55	营运能力				
负债合计	2770.84	3253.74	3773.09	4477.34	总资产周转率	0.74	0.81	0.88	0.91
股本	105.07	105.07	105.07	105.07	固定资产周转率	3.28	3.90	4.70	5.67
资本公积	519.46	519.46	519.46	519.46	应收账款周转率	4.39	4.15	4.27	4.16
留存收益	1191.76	1532.47	1997.16	2595.70	存货周转率	5.06	5.35	5.27	5.20
归属母公司股东权益	1841.81	2157.00	2621.69	3220.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.15%	—	—	—
少数股东权益	64.21	66.90	70.64	75.50	资本结构				
股东权益合计	1906.02	2223.90	2692.33	3295.74	资产负债率	59.25%	59.40%	58.36%	57.60%
负债和股东权益合计	4676.87	5477.64	6465.42	7773.08	带息债务/总负债	25.70%	19.36%	16.70%	14.07%
					流动比率	1.59	1.63	1.70	1.75
					速动比率	1.34	1.36	1.42	1.47
					股利支付率	0.00%	16.09%	17.65%	18.50%
					每股指标				
					每股收益	2.45	3.86	5.37	6.99
					每股净资产	17.53	20.53	24.95	30.65
					每股经营现金	-0.17	7.14	4.87	8.99
					每股股利	0.00	0.62	0.95	1.29
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	386.49	625.99	810.30	1011.04					
PE	18.98	12.01	8.64	6.64					
PB	2.65	2.26	1.86	1.51					
PS	1.54	1.18	0.93	0.75					
EV/EBITDA	11.66	6.36	4.53	2.93					
股息率	0.00%	1.34%	2.04%	2.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn