

事件：江山欧派发布 2023 年年报和 2024 一季报，2023 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 37.38/3.90/3.39 亿元，同增 16.49%/230.63%/190.63%，23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 10.33/0.99/0.87 亿元，同增 3.73%/129.92%/125.85%，24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 6.26/0.29/0.19 亿元，同减 8.17%/50.79%/50.02%。

23 年代理渠道高增，经销商高速拓展：2023 年公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品分别实现收入 21.69/8.29/2.32 亿元，同增 8.57%/22.72%/11.80%。分渠道看，23 年公司经销商渠道/工程渠道/代理商渠道实现收入 9.81/13.39/11.10 亿元，同增 11.94%/12.38%/22.10%，其中工程渠道推行全渠道、多品类销售，持续推行合伙共享的商业模式，开拓精装、毛坯市场的同时开辟多元赛道；经销商渠道不断下沉，联动线上线下销售，从门类产品延伸至全屋产品。2023 年代理商数量持续增加，逐步形成完善的代理商服务体系，酒店等新业务持续发力，款清业务份额占比持续提升，23 年末公司拥有经销商 36567 家，较年初净增 11963 家，24Q1 经销商新增 7992 家至 44559 家。

24Q1 毛利率暂承压，费用率稳定：23A/24Q1 公司毛利率同比变动+2.17/-2.91pct 至 26.02%/18.76%，24Q1 毛利率下滑主要系工程渠道毛利率下滑较多同时低毛利率代理商渠道占比提升所致。费用方面，23 年公司期间费用率 13.82% (-2.69pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 7.47%/2.57%/3.39%/0.40%，同比变动-1.90/-0.36/-0.46/+0.04pct。24Q1 期间费用率 14.09% (+0.35pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 8.17%/2.91%/2.59%/0.42%，同比变动 +0.99/+0.21/-0.79/-0.06pct。23A/24Q1 公司实现归母净利率 10.43%/4.60%，同比变动+19.73/-3.98pct，23 年利润大幅改善主要系信用减值损失计提较 22 年大幅下降。

多元化渠道成长潜力大，木门带动品类拓展创新：公司持续开拓多元客户，工程方面同步推进直营和代理商渠道，开拓精装、毛坯市场，发展地方性客户，拓展新赛道，深化电商合作；在经销商渠道实施宣品引领、爆品切入、联品跟进的产品策略，进一步推进渠道下沉；外贸方面，聚焦中东、北美等主流市场，坚持走出去战略。

投资建议：公司渠道多元发展，24 年有望稳健成长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.49/5.02/5.60 亿元，同增 15.1%/11.9%/11.5%，当前股价对应 PE 分别为 9/8/7X，维持“推荐”评级。

风险提示：地产数据低于预期；经销商管理风险；渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,738	4,179	4,632	5,125
增长率 (%)	16.5	11.8	10.9	10.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	390	449	502	560
增长率 (%)	230.6	15.1	11.9	11.5
每股收益 (元)	2.20	2.53	2.83	3.16
PE	10	9	8	7
PB	2.6	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
22.89 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 江山欧派 (603208.SH) 2023 年三季报点评：Q3 控本降费盈利提升，渠道开拓顺利-2023/10/23
- 江山欧派 (603208.SH) 2023 年半年报点评：多元化渠道持续推进，费用管控助盈利能力提升-2023/08/22
- 江山欧派 (603208.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：多元化渠道成长潜力大，木门带动品类拓展创新-2023/05/10
- 江山欧派 (603208.SH) 2022 年年度业绩预告公告点评：资产减值压力释放，经营符合预期-2023/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,738	4,179	4,632	5,125
营业成本	2,765	3,095	3,427	3,788
营业税金及附加	36	40	44	49
销售费用	279	309	343	379
管理费用	96	104	116	128
研发费用	127	142	157	174
EBIT	386	513	571	635
财务费用	15	11	9	8
资产减值损失	-8	-4	-4	-5
投资收益	-14	-15	-17	-19
营业利润	357	482	541	604
营业外收支	1	2	1	0
利润总额	358	484	542	604
所得税	-29	39	43	48
净利润	387	445	498	556
归属于母公司净利润	390	449	502	560
EBITDA	519	649	713	779

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,194	1,355	1,497	1,728
应收账款及票据	928	978	1,084	1,199
预付款项	16	18	20	22
存货	417	463	513	567
其他流动资产	289	324	359	371
流动资产合计	2,844	3,137	3,474	3,887
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,288	1,358	1,400	1,400
无形资产	248	248	248	248
非流动资产合计	1,775	1,846	1,888	1,888
资产合计	4,619	4,983	5,362	5,775
短期借款	114	114	114	114
应付账款及票据	1,258	1,408	1,559	1,723
其他流动负债	773	860	949	1,045
流动负债合计	2,145	2,382	2,622	2,883
长期借款	57	57	57	57
其他长期负债	829	824	824	824
非流动负债合计	886	881	881	881
负债合计	3,031	3,264	3,504	3,765
股本	177	177	177	177
少数股东权益	53	50	46	42
股东权益合计	1,587	1,720	1,858	2,010
负债和股东权益合计	4,619	4,983	5,362	5,775

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.49	11.80	10.85	10.63
EBIT 增长率	257.91	32.75	11.48	11.17
净利润增长率	230.63	15.06	11.92	11.50
盈利能力 (%)				
毛利率	26.02	25.95	26.02	26.08
净利润率	10.43	10.74	10.84	10.92
总资产收益率 ROA	8.44	9.00	9.37	9.69
净资产收益率 ROE	25.42	26.87	27.72	28.45
偿债能力				
流动比率	1.33	1.32	1.32	1.35
速动比率	1.00	0.99	0.99	1.02
现金比率	0.56	0.57	0.57	0.60
资产负债率 (%)	65.63	65.49	65.35	65.19
经营效率				
应收账款周转天数	78.88	78.96	76.96	77.03
存货周转天数	56.85	51.22	51.26	51.31
总资产周转率	0.82	0.87	0.90	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	2.20	2.53	2.83	3.16
每股净资产	8.66	9.42	10.22	11.11
每股经营现金流	2.39	4.08	4.11	4.64
每股股利	1.78	2.03	2.28	2.54
估值分析				
PE	10	9	8	7
PB	2.6	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.53	6.02	5.47	5.01
股息收益率 (%)	7.78	8.88	9.94	11.08

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	387	445	498	556
折旧和摊销	133	136	142	144
营运资金变动	-180	41	-24	-1
经营活动现金流	424	723	728	822
资本开支	-101	-208	-183	-144
投资	-4	0	0	0
投资活动现金流	-105	-219	-200	-162
股权募资	0	0	0	0
债务募资	102	0	0	0
筹资活动现金流	-175	-343	-386	-429
现金净流量	145	161	143	230

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026