

Q1高基数下增长暂时承压，渠道结构持续优化

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报及2024年一季报，2023年公司实现营收37.4亿元，同比+16.5%；实现归母净利润3.9亿元，同比大幅扭亏；实现扣非净利润3.4亿元，同比大幅扭亏。单季度来看，2023Q4公司实现营收10.3亿元，同比+3.7%；实现归母净利润1亿元，同比扭亏。2024Q1公司实现营收6.3亿元，同比-8.2%；实现归母净利润0.3亿元，同比-50.8%；实现扣非后归母净利润0.2亿元，同比-50%。2023年全年收入增长稳健，利润大幅扭亏，2024Q1受高基数影响收入和盈利暂时承压。
- 2023年毛利率改善，费控良好。** 2023年公司整体毛利率为26%，同比+2.2pp；2023Q4毛利率为29.1%，同比+11pp，2023年全年毛利率改善。分产品看，公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品的毛利率分别为26.4%(+1.5pp)/22.8%(+2.8pp)/21.8%(+1.2pp)。分渠道看，公司经销商/大宗渠道分别实现毛利率24.2%(+2.5pp)/24.7%(+1.2pp)。其中，大宗渠道的直营工程/工程代理分别实现毛利率30.3%(+1.7pp)/17.8%(+1pp)。费用率方面，公司总费用率为13.8%，同比-2.7pp，费控良好。其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为7.5%/2.6%/0.4%/3.4%，同比-1.9pp/-0.4pp/0pp/-0.5pp，销售费用率下降主要由于零售渠道费用投放效率增加。此外公司对部分应收账款和固定资产计提信用及资产减值准备合计约1.1亿元。综合来看，2023年公司净利率为10.4%，同比扭亏。此外，2023年公司经营性现金流净额为4.2亿，同比-18.9%；截至23年末应收款项9.3亿，同比+12.6%。2024Q1毛利率为18.8%，同比-2.9pp，毛利率略降主要由于工程渠道毛利率回落，以及毛利率较低的工程代理渠道占比提升，其中经销商渠道/工程直营/工程代理渠道毛利率分别同比+0.1pp/-4.6pp/-3.3pp，24Q1总费用率14.1%，同比+0.3pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1pp/+0.2pp/-0.1pp/-0.8pp；2024Q1净利率为4.6%，同比-4pp。
- 经销商渠道增长稳健，工程代理渠道保持较高增长。** 分销售模式看，2023年公司经销商渠道实现营收9.8亿元，同比+11.9%，营收占比为26.2%(-1.1pp)，经销商渠道在外部环境压力下增长稳健；大宗渠道实现营收25.5亿元，同比+17.0%，营收占比为68.3%(+0.3%)，其中工程直营渠道和代理商渠道分别实现营收13.4亿元(同比+12.4%)、11.1亿元(同比+22.1%)，营收占比分别为35.8%(-1.3pp)、29.7%(+1.4pp)，工程代理渠道增长较快，工程业务现金流持续优化。截至2023年末，公司拥有各类加盟经销商36000余家，同比增长约50%，同时公司不断拓展直营工程和代理工程业务，已拥有直营工程客户100余家、工程代理商800余家，年内新增工程代理商330家左右，新代理商培育期过后有望逐步放量。2024Q1来看，公司经销商渠道收入1.3亿元(-23.7%)，大宗渠道收入4.5亿元(-5.6%)，其中工程直营和工程代理分别收入1.8亿元(-36.6%)/2.5亿元(+45.1%)，工程代理渠道高增，工程直营和经销商渠道受地产竣工节奏影响有所承压。截至2024Q1末公司加盟经销商数量44559家，一季度内净增近8000家，加盟商数量仍在快速扩张中。
- 产销量稳步扩张，柜类产品增长较快。** 分产品看，2023年公司夹板模压门/实木

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

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zht@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)	1.77
流通A股(亿股)	1.77
52周内股价区间(元)	22.7-56.12
总市值(亿元)	40.55
总资产(亿元)	41.88
每股净资产(元)	8.63

相关研究

- 江山欧派(603208): 盈利能力显著改善, 工程代理放量高增 (2023-10-24)
- 江山欧派(603208): 盈利能力持续回升, 收入结构持续优化 (2023-08-24)
- 江山欧派(603208): 工程零售全面复苏, 减值压力进一步释放 (2023-05-03)



复合门/柜类产品/其他产品分别实现营收 21.7 亿元(+8.6%)/8.3 亿元(+22.7%)/2.3 亿元(+11.8%)/3.0 亿元(+71.5%)，柜类产品增长较快，主要受益于公司门墙柜一体化产品拉动连带销售提升。销量来看，夹板模压门全年产销量分别为 319 万套(+13.4%)/348.3 万套(+17.0%)，实木复合门全年产销量为 56.9 万套(+11.5%)/70.8 万套(+18.4%)，主营产品销量均保持较快增长。分品牌看，欧派/花木匠分别实现营收 33 亿元(+15.8%)/2.3 亿元(+11.8%)。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 2.52 元、2.82 元、3.14 元，对应 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。考虑到公司制造优势突出，收入结构持续优化，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。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3737.95	4029.11	4476.92	4959.70
增长率	16.49%	7.79%	11.11%	10.78%
归属母公司净利润(百万元)	389.93	447.14	499.02	555.63
增长率	230.63%	14.67%	11.60%	11.34%
每股收益EPS(元)	2.20	2.52	2.82	3.14
净资产收益率 ROE	24.38%	23.26%	21.58%	20.22%
PE	10	9	8	7
PB	2.64	2.18	1.80	1.51

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：工程渠道中，工程代理保持较快增速，2024-2026 年分别增长 32%，18%，15%，直营渠道 2024 年受地产竣工不足影响暂时承压，2025-2026 年有所修复，2024-2026 年分别同比增长 -5%、2%、5%；

假设 2：经销商数量持续扩张，2024-2026 年分别新增 2 万家、1.5 万家、1 万家。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	37.38	40.29	44.77	49.60
yoy	16.5%	7.8%	11.1%	10.8%
营业成本	27.7	30.12	33.56	37.26
毛利率	26.0%	25.3%	25.0%	24.9%
工程				
收入	25.5	27.37	30.26	33.50
yoy	17%	7.3%	11%	11%
成本	19.2	21.01	23.34	25.94
毛利率	24.7%	23.2%	22.9%	22.6%
经销商渠道				
收入	9.8	10.45	11.79	13.10
yoy	12%	7%	13%	11%
成本	7.4	7.89	8.89	9.85
毛利率	24.2%	24.5%	24.6%	24.8%
其他业务				
收入	2.06	2.47	2.72	2.99
yoy	36%	20%	10%	10%
成本	1.01	1.21	1.33	1.47
毛利率	51.1%	51.0%	51.0%	51.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取定制家居品牌商索菲亚、金牌橱柜及入户门/室内门生产商、品牌商王力安防为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 11.5 倍。考虑到公司制造优势突出，收入结构持续优化，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603180	金牌橱柜	20.77	2.28	2.63	2.84	9.10	7.90	7.33
002572	索菲亚	16.76	1.54	1.74	1.91	10.91	9.65	8.78
605268	王力安防	7.95	0.55	0.73	0.96	14.51	10.87	8.24
平均值						11.51	9.47	8.12

数据来源：wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3737.95	4029.11	4476.92	4959.70	净利润	386.97	443.74	495.23	551.41
营业成本	2765.47	3011.61	3356.49	3725.62	折旧与摊销	132.62	140.74	144.34	147.74
营业税金及附加	35.85	32.87	37.69	34.22	财务费用	15.01	62.52	61.27	60.26
销售费用	279.05	290.10	317.86	352.14	资产减值损失	-7.72	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	95.92	104.76	116.40	133.91	经营营运资本变动	-222.62	8.36	-56.64	-61.55
财务费用	15.01	62.52	61.27	60.26	其他	119.69	-25.71	140.36	106.10
资产减值损失	-7.72	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	423.95	624.65	779.56	798.95
投资收益	-13.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	86.97	-70.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-192.00	-20.00	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-105.03	-90.00	-80.00	-80.00
营业利润	357.06	522.25	582.21	648.55	短期借款	114.23	-34.23	0.00	0.00
其他非经营损益	1.37	-0.20	0.42	0.16	长期借款	-16.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.43	522.05	582.63	648.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-28.54	78.31	87.39	97.31	支付股利	-270.58	-97.89	-108.49	-118.93
净利润	386.97	443.74	495.23	551.41	其他	-2.59	-74.17	-31.27	-30.26
少数股东损益	-2.96	-3.39	-3.79	-4.22	筹资活动现金流净额	-175.08	-206.29	-139.76	-149.19
归属母公司股东净利润	389.93	447.14	499.02	555.63	现金流量净额	144.60	328.36	559.80	569.76
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1193.54	1521.89	2081.70	2651.46	成长能力				
应收和预付款项	962.03	1203.80	1254.63	1401.38	销售收入增长率	16.49%	7.79%	11.11%	10.78%
存货	417.50	456.44	526.07	576.42	营业利润增长率	229.33%	46.26%	11.48%	11.40%
其他流动资产	271.18	3.26	3.63	4.02	净利润增长率	226.34%	14.67%	11.60%	11.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	438.65%	43.75%	8.59%	8.72%
投资性房地产	33.15	33.15	33.15	33.15	获利能力				
固定资产和在建工程	1291.61	1249.99	1194.76	1136.15	毛利率	26.02%	25.25%	25.03%	24.88%
无形资产和开发支出	247.86	218.74	189.63	160.51	三费率	10.43%	11.35%	11.07%	11.01%
其他非流动资产	202.03	222.03	242.03	262.03	净利率	10.35%	11.01%	11.06%	11.12%
资产总计	4618.89	4909.31	5525.59	6225.11	ROE	24.38%	23.26%	21.58%	20.22%
短期借款	114.23	80.00	80.00	80.00	ROA	8.38%	9.04%	8.96%	8.86%
应付和预收款项	1410.14	1652.52	1811.63	2005.41	ROIC	20.51%	23.98%	26.71%	29.94%
长期借款	57.31	57.31	57.31	57.31	EBITDA/销售收入	13.50%	18.01%	17.60%	17.27%
其他负债	1449.73	1211.66	1282.08	1355.35	营运能力				
负债合计	3031.40	3001.49	3231.03	3498.08	总资产周转率	0.82	0.85	0.86	0.84
股本	177.17	177.17	177.17	177.17	固定资产周转率	2.84	3.19	3.70	4.31
资本公积	447.38	447.38	447.38	447.38	应收账款周转率	2.30	2.21	2.24	2.24
留存收益	934.85	1284.09	1674.62	2111.32	存货周转率	6.07	6.63	6.70	6.69
归属母公司股东权益	1534.01	1857.74	2248.27	2684.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.37%	—	—	—
少数股东权益	53.48	50.08	46.29	42.08	资本结构				
股东权益合计	1587.48	1907.82	2294.56	2727.04	资产负债率	65.63%	61.14%	58.47%	56.19%
负债和股东权益合计	4618.89	4909.31	5525.59	6225.11	带息债务/总负债	25.47%	24.58%	22.84%	21.09%
					流动比率	1.33	1.53	1.69	1.84
					速动比率	1.13	1.31	1.46	1.61
					股利支付率	69.39%	21.89%	21.74%	21.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	504.69	725.51	787.82	856.54	每股收益	2.20	2.52	2.82	3.14
PE	10.40	9.07	8.13	7.30	每股净资产	8.66	10.49	12.69	15.15
PB	2.64	2.18	1.80	1.51	每股经营现金	2.39	3.53	4.40	4.51
PS	1.08	1.01	0.91	0.82	每股股利	1.53	0.55	0.61	0.67
EV/EBITDA	6.64	4.07	3.01	2.08					
股息率	6.67%	2.41%	2.68%	2.93%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
