

公司研究 | 点评报告 | 江山欧派 (603208.SH)

# 江山欧派 2024A&2025Q1 点评:短期业绩承压, 营销变革持续

## 报告要点

公司 2024 年营收/归母净利润/扣非净利润 30.01/1.09/0.71 亿元, 同降 20%/72%/79%; 其中 2024Q4 对应 7.43/-0.55/-0.63 亿元; 2025Q1 分别对应 4.02/0.03/-0.23 亿元。收入端受大环境影响暂承压, 经销商数量持续拓展。公司业务结构持续优化, 款清业务及非住宅类需求占比提升。短期盈利承压。持续关注公司营销变革带动的新增长点。

## 分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BU463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

**江山欧派 (603208.SH)**

# 江山欧派 2024A&2025Q1 点评:短期业绩承压,营销变革持续

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司 2024 年营收/归母净利润/扣非净利润 30.01/1.09/0.71 亿元,同降 20%/72%/79%;其中 2024Q4 对应 7.43/-0.55/-0.63 亿元,收入同降 28%;2025Q1 分别对应 4.02/0.03/-0.23 亿元,收入同降 36%。

## 事件评论

- 收入端受大环境影响暂承压,经销商数量持续拓展。**2024Q4 收入同降 28%,其中大宗/经销同比-23%/-36%,大宗业务中的直营工程/代理工程收入分别同比-65%/+44%;2025Q1 收入同降 36%,其中大宗/经销同比-35%/-46%,大宗业务中的直营工程/代理工程收入分别同比-50%/-36%。**分渠道看:**
  - 经销:**表观口径收入同比下降,但实际上更能反映零售渠道经营趋势的“经销+AAM 模式的总出货额”口径下表现较佳,如 2024 年加盟服务渠道收入同增 58%。公司经销商数量持续扩张,2024 年净增 25951 家至 62518 家,2025Q1 净增 6303 家至 68821 家。
  - 代理工程:**后续仍有增长空间,通过招募代理商、拓展非住宅类项目等。
  - 直营工程:**在地产交付承压的大环境下,公司出于控风险、保盈利考虑甄选合作客户与项目,收入占比趋于下降。
- 业务结构优化,款清业务及非住宅类需求占比提升。**从结构上看,2024 年收款条件及风控情况较好的非直营工程业务(主为代理工程与经销业务)占比提升,直营工程业务占比下降 12pcts 至 24%,2025Q1 占比进一步降至 22%,且其中客户结构亦持续改善;同时,公司亦积极拓展酒店、学校等非住宅类客户,逐步控制对新增住宅需求的依赖度,增强收入趋势的相对韧性。
- 短期盈利承压。**2024Q4/2025Q1 毛利率同比下降,原因包括:1)收入规模下降影响摊薄效应;2)毛利率较高的直营工程占比下降带来的结构性影响。2024Q4/2025Q1 归母净利润率分别同降 16.9/3.7pcts;2024Q4/2023Q4 计提减值损失约 1.06/0.97 亿元。
- 零售端积极拓展,AAM 及品牌合作模式推广打开品类增长空间,强化渠道挖潜。**公司经销商门店快速拓展,2021-2023 年平均以每年约 1 万家左右的节奏净增,后续新增覆盖空间仍较为广阔。同时公司重视对各经销商的产品端赋能,通过 AAM 和品牌合作模式丰富可供应的品类结构(除主业木门外,亦包括硬装建材及家电产品),不断挖掘渠道潜能,其中规模效应是公司以高性价比供应多元化品类的重要支撑。另外,AAM 和品牌合作模式以授权抽佣金额为收入确认口径(而非出货金额)计入非主营业务收入,相应业务净利率十分可观,其占比提高对报表盈利改善有促进作用。
- 持续关注营销变革带动的新增长点。**在当前房企资金流有所承压的大背景下,公司聚焦优质战略客户,积极推动营销变革,加速推进经销商渠道和代理工程渠道的拓展,新增长点逐步显现。预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.5/2.2/2.9 亿元,对应 PE 17/11/9x。

## 风险提示

- 地产销售及竣工不及预期;
- 公司渠道转型进度低于预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	14.49
总股本(万股)	17,717
流通A股/B股(万股)	17,717/0
每股净资产(元)	7.24
近12月最高/最低价(元)	29.22/13.20

注:股价为 2025 年 5 月 9 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

## 相关研究

- 《江山欧派 2024Q3 点评: Q3 业绩承压,营销变革持续推进》2024-11-07
- 《江山欧派 2024H1 点评: 增长结构优化,盈利水平维稳》2024-08-26
- 《江山欧派 2023A&2024Q1 点评: 2023 年变革中成长,2024Q1 收入&盈利暂承压》2024-05-13


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、地产销售及竣工不及预期：若地产景气度延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、公司渠道转型进度低于预期：若公司零售渠道拓展不及预期，或影响后续增长趋势。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>3001</b>	<b>3081</b>	<b>3208</b>	<b>3470</b>	货币资金	681	1436	1875	2405
营业成本	2368	2418	2481	2653	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>632</b>	<b>662</b>	<b>728</b>	<b>816</b>	应收账款	852	844	791	760
%营业收入	21%	21%	23%	24%	存货	278	265	238	218
营业税金及附加	29	30	31	34	预付账款	15	15	16	17
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	242	244	248	256
销售费用	189	216	228	253	<b>流动资产合计</b>	<b>2068</b>	<b>2804</b>	<b>3167</b>	<b>3656</b>
%营业收入	6%	7%	7%	7%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	85	99	103	114	投资性房地产	84	78	70	62
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	1164	1115	1053	1011
研发费用	103	114	119	128	无形资产	238	228	217	207
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	23	-1	-11	-22	递延所得税资产	156	156	156	156
%营业收入	1%	0%	0%	-1%	其他非流动资产	32	33	22	18
加：资产减值损失	-7	-10	-10	-10	<b>资产总计</b>	<b>3743</b>	<b>4414</b>	<b>4685</b>	<b>5111</b>
信用减值损失	-133	-70	-50	-30	短期贷款	35	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	513	464	476	509
投资收益	-1	0	0	0	预收账款	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>161</b>	<b>237</b>	<b>307</b>	应付职工薪酬	70	72	73	78
%营业收入	4%	5%	7%	9%	应交税费	26	27	28	30
营业外收支	5	0	0	0	其他流动负债	945	1396	1432	1531
<b>利润总额</b>	<b>115</b>	<b>161</b>	<b>237</b>	<b>307</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>1592</b>	<b>2111</b>	<b>2161</b>	<b>2300</b>
%营业收入	4%	5%	7%	9%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	7	10	14	18	应付债券	625	625	625	625
净利润	108	152	223	288	递延所得税负债	3	3	3	3
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>109</b>	<b>153</b>	<b>224</b>	<b>290</b>	其他非流动负债	210	210	210	210
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	<b>负债合计</b>	<b>2430</b>	<b>2949</b>	<b>2999</b>	<b>3139</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.86</b>	<b>1.27</b>	<b>1.64</b>	归属于母公司所有者权益	1313	1466	1689	1977
					少数股东权益	0	-1	-3	-5
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>1313</b>	<b>1465</b>	<b>1686</b>	<b>1972</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>3743</b>	<b>4414</b>	<b>4685</b>	<b>5111</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>35</b>	<b>691</b>	<b>500</b>	<b>638</b>					
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	134	-21	-41	-81	每股收益	0.61	0.86	1.27	1.64
其他	-165	-1	12	4	每股经营现金流	0.20	3.90	2.82	3.60
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-31</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-77</b>	市盈率	29.95	16.79	11.45	8.84
债券融资	24	0	0	0	市净率	2.48	1.75	1.52	1.30
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.98	6.55	4.00	2.21
银行贷款增加(减少)	-136	115	0	0	总资产收益率	2.9%	3.5%	4.8%	5.7%
筹资成本	-320	-29	-31	-31	净资产收益率	8.3%	10.4%	13.3%	14.7%
其他	-40	0	0	0	净利率	3.6%	5.0%	7.0%	8.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-472</b>	<b>85</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	资产负债率	64.9%	66.8%	64.0%	61.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-468</b>	<b>754</b>	<b>439</b>	<b>530</b>	总资产周转率	0.80	0.70	0.68	0.68

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。