

江山欧派 (603208.SH)

依托木门行业卡位，深挖大家居入口价值

核心观点：

- 专注生产室内木门，打造世界一流制门企业

公司深耕木门行业多年，是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，主要产品包括夹板模压门、实木复合门。公司对公及零售业务齐头并进，与恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名房地产企业建立了战略合作伙伴关系，最新与恒大地产签署《战略合作框架协议》，17-19年采购总规模不少于10亿元，17-21年意向采购金额约20亿元。零售业务方面，目前公司319家经销商遍布全国。出口业务方面，海外渠道以大客户订单为主，主要为贴牌生产，同时也有部分海外工程订单。

- 木门作为家装产业偏前端环节，具备大家居入口价值

木门行业在大家居产业中偏向前端，与地面、墙面处理几乎处于同一环节，家装入口意义更强。传统家装产品流通过程环节众多，存在诸多行业弊端，渠道分散化严重，即便存在线下家具商场等集成模式，也仅为不同品类产品的集中销售。从长远发展角度来看，大家居整合为大势所趋，大家居产业中，用户参与度更强，个性化需求人群刚刚步入购房装修时期，面对个性化需求增长、互联网渗透率提升，大家居产业进入产业重构期。

- 看好公司借助资本市场力量带来的先发优势，上调公司评级至买入

木门行业在大家居产业中偏向前端，家装入口意义更强，公司把握产业发展动向，生产及销售环节不断优化，作为行业内首家上市公司，有望借助资本市场力量不断提升市场占有率。预计公司2017-2019年分别实现主营业务收入10.04、12.89、16.40亿元，净利润1.32、1.67、2.10亿元，当前股价对应2017年30.79xPE，上调公司评级至买入评级。

- 风险提示

木门行业竞争格局恶化，新产能投产不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	657.27	766.49	1,003.81	1,288.81	1,640.23
增长率(%)	45.50%	16.62%	30.96%	28.39%	27.27%
EBITDA(百万元)	126.42	143.99	160.67	198.98	244.51
净利润(百万元)	93.73	109.36	132.17	166.85	209.60
增长率(%)	54.42%	16.68%	20.85%	26.25%	25.62%
EPS(元/股)	1.547	1.804	1.635	2.065	2.593
市盈率(P/E)	-	-	30.79	24.39	19.42
市净率(P/B)	-	-	7.06	5.48	4.27
EV/EBITDA	-0.97	-1.73	23.27	17.93	13.74

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 50.08元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-04-18

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	81/20
流通A股市值(百万元)	4,047
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	47.71
一年内最高/最低(元)	0.00/0.00

相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：申烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

相关研究：

江山欧派(603208.SH)：多 2017-04-11

元渠道优势显著，产品毛利率

小幅提升

联系人：汪达 010-59136610

wangda@gf.com.cn

目录索引

1 本文逻辑与投资要点.....	4
1.1 行业 2000 亿市场空间，龙头市占率较低，行业格局尚不稳定.....	4
1.2 木门作为家装产业偏前端环节，具备大家居入口价值.....	4
1.3 公司作为木门行业内唯一一家 A 股上市公司，先发优势明显.....	4
1.4 募投项目陆续投产弥补产能不足，打开成长空间.....	4
1.5 地产商合作进展顺利，与恒大地产战略合作协议彰显龙头地位.....	4
1.6 看好公司借助资本市场力量带来的先发优势，上调公司评级至买入.....	5
2 专注生产室内木门，打造世界一流制门企业.....	6
2.1 围绕木门产业争创国内木门第一品牌.....	6
2.2 股权结构：家族控股利于决策且降低代理成本.....	6
2.3 生产经营采用原材料与半成品采购相结合方式.....	7
2.3.1 采购模式.....	7
2.3.2 生产模式.....	8
2.3.3 销售模式.....	9
3 定制木门市场潜力广阔，前端优势助力全屋家装.....	10
3.1 国内木门行业起步时间晚发展速度快.....	10
3.1.1 木门产品介绍.....	10
3.1.2 国内木门行业起步于 2000 年.....	10
3.1.3 木门行业监管市场化程度较高.....	11
3.1.4 产业链上下游涉及木材、化工等多个行业.....	11
3.2 供给端：产能快速增长，集中度低且竞争激烈，家装龙头群雄逐鹿.....	12
3.2.1 木门市场竞争格局.....	12
3.2.2 优秀木门企业产品毛利率接近 30%.....	14
3.3 需求端：购房刚需持续放量，二次装修有力支撑.....	17
3.3.1 购房刚需提供有力支撑，首置和改善住房双轮驱动.....	17
3.3.2 新旧装修双管齐下，零售市场大行其道.....	20
3.3.3 家居消费人群年轻化，定制化环保木门受欢迎.....	21
4 抢占木门行业卡位优势，深挖大家居入口价值.....	24
4.1 多元化的营销模式是公司迅速成长的核心竞争力.....	24
4.1.1 公司已建成全国营销网络，核心经销商稳定.....	24
4.1.2 工程业务的大力发展提升公司业绩弹性.....	24
4.2 高效的经营效率助力公司业绩腾飞.....	25
4.3 良好的口碑+广告投放+新型体验店打造公司品牌形象.....	25
4.4 产品研发创新能力成为公司业绩增长的源泉.....	27
4.4.1 产品设计与开发优势.....	27
4.4.2 生产工艺及环保技术创新.....	28
4.5 公司经营效率提升，财务指标表现良好.....	28
5 盈利预测与投资建议.....	31
6 风险提示.....	33

图表索引

图 1: 公司主要产品--实木复合门.....	6
图 2: 公司主要产品--夹板模压门.....	6
图 3: 吴水根家族为公司实际控制人.....	7
图 4: 上市前公司股本结构.....	7
图 5: 上市后公司股本结构.....	7
图 6: 公司采购模式的采购金额 (万元)	8
图 7: 公司销售模式中各渠道销售收入 (万元)	9
图 8: 公司销售模式中各渠道销售收入占比.....	9
图 9: 江山欧派 2016 年上半年生产成本构成	15
图 10: 公司实木复合门各渠道的毛利率	16
图 11: 实木复合门经销商渠道盈利拆分	16
图 12: 我国商品房销售面积及同比增速	18
图 13: 我国内地居民结婚登记数	18
图 14: 我国人口出生率和每年出生人口数量.....	18
图 15: 2001~2015 年全国城镇人口及城镇化率	19
图 16: 2011 年我国主要城市精装修比例	20
图 17: 我国部分主要城市二手房住宅成交套数.....	21
图 18: 我国城镇居民人均可支配收入.....	22
图 19: 我国城镇居民消费水平	22
图 20: 家居行业消费者年龄分布	22
图 21: 公司广告投放情况	26
图 22: 公司聘请代言人情况	26
图 23: 公司新型经销商门店示意图.....	27
图 24: 木门经销商产品更新周期	27
图 25: 公司收入利润增速情况 (万元)	28
图 26: 定制木门上市公司存货周转率对比 (次/年)	29
图 27: 定制木门上市公司应收账款周转率对比 (次/年)	29
图 28: 定制木门上市公司现金流情况对比.....	30
表 1: 公司向半成品供应商存在既采购又销售情况.....	8
表 2: 公司主要生产模式	8
表 3: 我国木门行业六大主产区	14
表 4: 定制木门与定制衣柜对比	17
表 5: 公司前十大经销商情况.....	24
表 6: 工程客户渠道收入拆分及预测.....	31
表 7: 零售渠道收入拆分及预测	32
表 8: 按渠道收入拆分及预测.....	32

1 本文逻辑与投资要点

1.1 行业 2000 亿市场空间，龙头市占率较低，行业格局尚不稳定

全行业1200亿元产值数据统计忽略广大农村市场木门需求。国内每年新增住房及二手房再装修需求共1500万套，以每套住房平均5樘门、每樘门均价1500元计算，城镇住房木门市场空间约为1125亿元。除城镇市场外，广大农村市场依然存在较大市场空间，2015年农村农户竣工房屋建筑面积达到85316.78万平方米，如按照每15平米需要一樘木门计算，全年对木门需求为5687.79万樘，以每樘门均价1500元计算，农村木门市场空间约为853亿元。

行业格局尚未确立为公司带来发展契机。TATA木门、梦天木门、江山欧派为木门行业前三甲，龙头市占率不足1%，行业发展时间不足二十年，产品渗透率提升、行业规范制定均存在提升空间。

1.2 木门作为家装产业偏前端环节，具备大家居入口价值

木门行业在大家居产业中偏向前端，与地面、墙面处理几乎处于同一环节，家装入口意义更强。传统家装产品流通路径环节众多，存在诸多行业弊端，渠道分散化严重，即便存在线下家具商场等集成模式，也仅为不同品类产品的集中销售。从长远发展角度来看，大家居整合为大势所趋，大家居产业中，用户参与度更强，个性化需求人群刚刚步入购房装修时期，面对个性化需求增长、互联网渗透率提升，大家居产业迎来新一轮行业重构。因此，掌握大家居产业入口也成为众多家具企业主要外延方向。

1.3 公司作为木门行业内唯一一家 A 股上市公司，先发优势明显

公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，主要产品包括夹板模压门、实木复合门，深耕木门行业多年，目前拥有319家经销商，与恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名房地产企业建立了战略合作伙伴关系。公司上市后，对接大型房地产商将具备更强话语权，企业信誉背书有助于拿单；海外渠道以大客户为主，主要为贴牌生产，同时也存在部分海外工程订单，公司快速反应、快速生产能力极具竞争优势，未来有望不断增强拿单优势。

1.4 募投项目陆续投产弥补产能不足，打开成长空间

随着公司业务的不扩张，公司现有的产品产能已经无法完全满足公司未来发展的需要，公司募投重点在于产能扩充及营销网络建设，年产30万套实木复合门、年产30万套模压门项目预计将于2018年逐步投产，打开中长期成长空间。

基于对家装市场未来向房地产开发商以及互联网家装企业集中的判断，公司将定制柜类产品作为外延方向之一，未来互联网家装企业有望成为家装市场的重要新生力量，公司在定制门领域积累的生产运营经验为其他品类扩张提供发展基础。

1.5 地产商合作进展顺利，与恒大地产战略合作协议彰显龙头地位

公司工程客户规模快速增长，与恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名

房地产企业建立了战略合作伙伴关系，最新与恒大地产签署《战略合作框架协议》，恒大承诺17-19年采购总规模不少于10亿元，17-21年意向采购金额约20亿元。与国内大型房地产开发商合作有助于快速放大业务规模，从精装修房硬装环节切入大家居产业链，最大化实现大家居入口价值。

1.6 看好公司借助资本市场力量带来的先发优势，上调公司评级至买入

木门行业在大家居产业中偏向前端，家装入口意义更强，公司把握产业发展动向，生产及销售环节不断优化，作为行业内首家上市公司，有望借助资本市场力量不断提升市场占有率。预计公司2017-2019年分别实现主营业务收入10.04、12.89、16.40亿元，实现净利润分别为1.32、1.67、2.10亿元，当前股价对应2017年30.79xPE，上调公司评级至买入评级。

2 专注生产室内木门，打造世界一流制门企业

2.1 围绕木门产业争创国内木门第一品牌

江山欧派股份有限公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，主要产品包括夹板模压门、实木复合门。深耕木门行业多年，公司的销售网络已经覆盖到全国31个省、市、自治区，并且发展了319家经销商。公司一贯秉持的“专业化、品牌化、标准化、规模化”的发展策略得到市场的认可，与恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名房地产企业建立了战略合作伙伴关系。未来公司将进一步完善产业布局，加强产品研发、设计能力，向市场推出更多高品质、高附加值且顺应市场需求的木门产品。

图1：公司主要产品--实木复合门



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：公司主要产品--夹板模压门



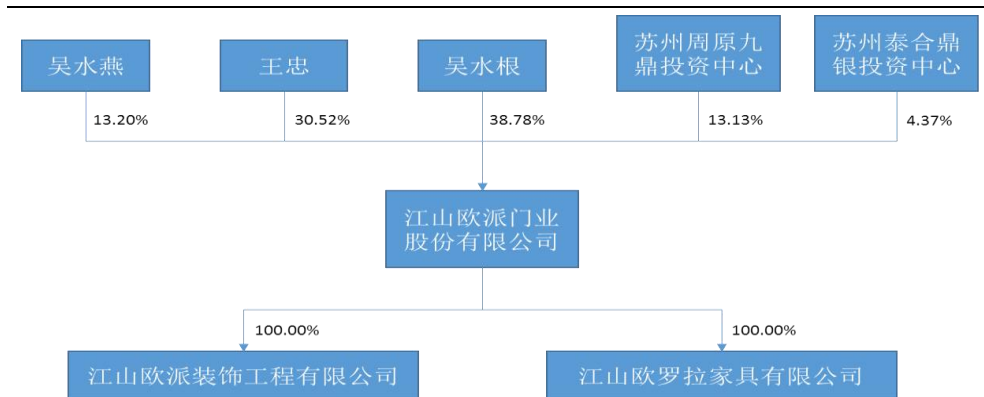
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

2.2 股权结构：家族控股利于决策且降低代理成本

上市前公司总股本为6,060.61万股，吴水根持有2,350万股，占本次发行前公司总股本的38.78%，为公司控股股东。吴水根之妹夫王忠、二妹吴水燕分别持有公司30.52%和13.20%的股份。公司旗下设有两家全资子公司，分别为江山欧派装饰工程有限公司和江山欧罗拉家居有限公司。

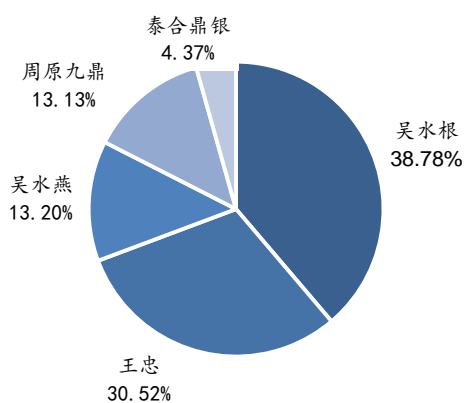
本次IPO股票总量2,021万股，占总股本的25%，发行后控股股东吴水根持股比例下降到29.08%。王忠、吴水燕持股比例分别下降到22.89%和9.90%，控股股东及其近亲属持有公司股份的比例仍高达61.87%。该家族占据着公司独董之外的所有董事席位。此外，王忠还担任公司总经理，吴水燕担任公司董事会秘书。公司法人治理结构属于家族控股，利益共享、风险共担，有利于企业做出最优决策，且能够降低代理成本。

图3: 吴水根家族为公司实际控制人



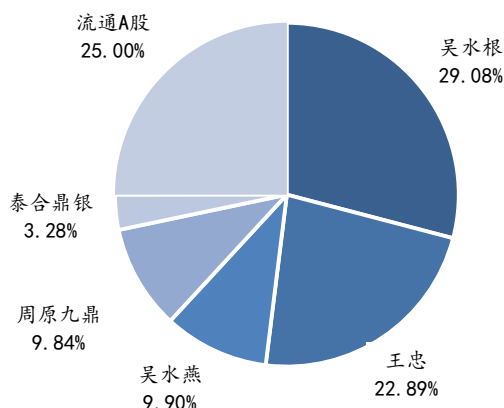
数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图4: 上市前公司股本结构



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图5: 上市后公司股本结构



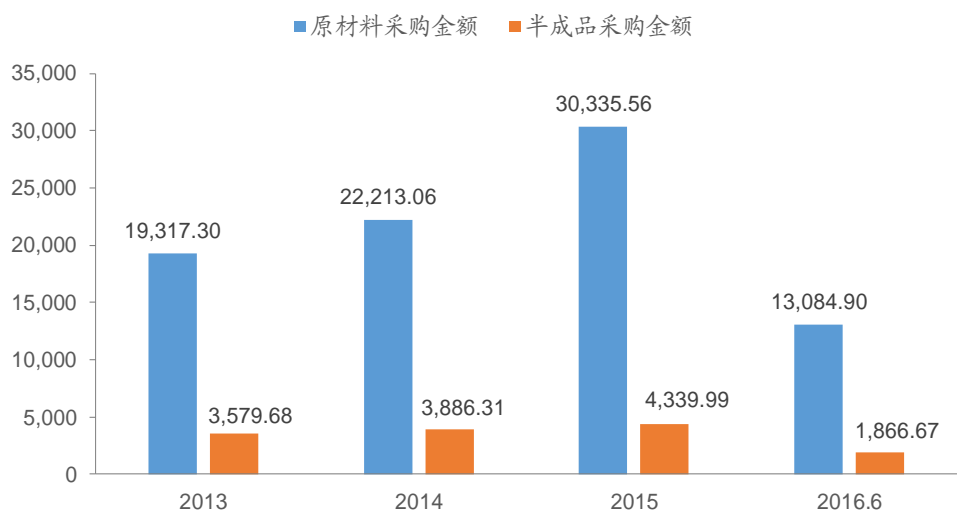
数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

2.3 生产经营采用原材料与半成品采购相结合方式

2.3.1 采购模式

公司材料采购主要有两种模式: 一是直接从合格原材料供应商处采购原材料, 自行组织生产; 二是在严格控制产品质量的前提下, 主要向江山当地的部分木门生产企业采购半成品(部件)。从公司采购金额来看, 原材料采购占据主导地位, 且每年增幅较大, 其金额在2015年达到30,335.56万元; 而半成品采购金额小很多, 仅从2013年的3,579.68万元增长到2015年的4,339.99万元。

图6: 公司采购模式的采购金额 (万元)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

出于对部分外购半成品质量控制和最终产品款式统一性等因素的考虑,公司向部分半成品供应商销售半成品所需的部分原材料,形成既采购又销售的情形,因此公司部分半成品供应商又同时扮演着客户的角色。

表 1: 公司向半成品供应商存在既采购又销售情况

半成品供应商	2016 年上半年		2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	销售	采购	销售	采购	销售	采购	销售	采购
1、浙江欧嘉门业有限公司	56.52	421.85	139.21	1,058.26	229.82	654.35	38.93	180.94
2、江山枫尚木业有限公司	3.53	282.84	123.66	544.79	58.7	115.77	-	-
3、江山风和家居有限公司	299.21	1,010.25	71.03	93.3	43.7	17.49	-	-
4、江山玖福世家门业有限公司	-	-	17.21	967.45	503.34	2,544.27	499.3	2,803.94
5、黄山天创环保建材有限公司	0.7	5.86	2.84	173.88	0.45	-	-	-
6、江山市美莱琳门业有限公司	0.1	124.72	1.09	428.87	-	-	-	-
7、江山申科装饰材料厂	0.01	1.42	0.62	254.44	-	-	-	-
8、江山市红牌装饰材料有限公司	-	-	0.33	308.82	-	-	-	-
9、江山市华叶塑管配件厂	-	-	0.26	277.19	-	-	-	-
10、江山市金佑科技有限公司	-	-	-	-	48.56	270.41	21.38	355.49
11、浙江舒福家门业有限公司	-	-	-	-	-	-	1.98	6.96

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

2.3.2 生产模式

生产模式方面,公司采用自主生产模式。针对内销经销商客户订单存在小批量、个性化特征,生产方式上采用小批量定制化生产;针对工程客户和外贸客户订单大批量特点,生产方式上采用大批量生产兼顾定制化生产方式。

表 2: 公司主要生产模式

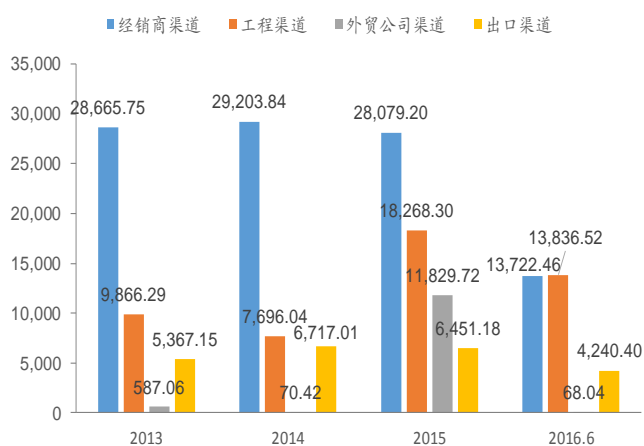
客户类型	订单特点	生产方式
内销经销商客户	小批量、个性化	小批量定制化

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

2.3.3 销售模式

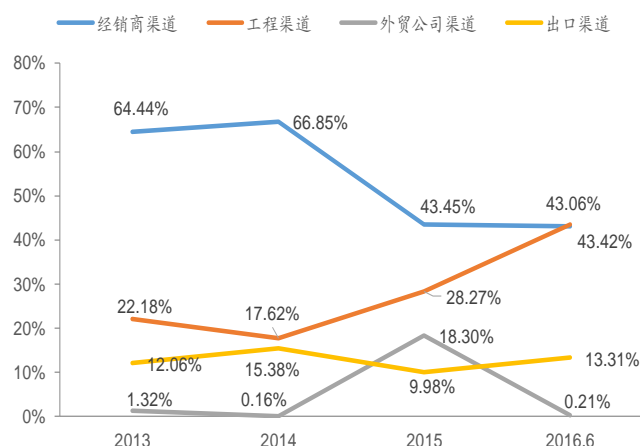
总体上看，公司产品销售主要通过四个渠道实现：经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道，公司销售以经销商渠道为主。

图7：公司销售模式中各渠道销售收入（万元）



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

图8：公司销售模式中各渠道销售收入占比



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

来自经销商渠道的收入总额保持相对稳定，但其占比从65%左右下降到43%左右，主要是来自其他渠道的收入增长较快。例如，来自工程渠道的收入占比从20%左右上升到43.42%，其主要原因是公司加强与工程渠道客户群体的合作。从2013年开始，公司的出口客户替代了主要外贸客户，所以来自出口渠道的收入高于来自外贸公司渠道的收入。2015年度来自外贸公司渠道的收入占比大幅上升的主要原因是当期存在与中国航空技术北京有限公司的大订单。

3 定制木门市场潜力广阔，前端优势助力全屋家装

3.1 国内木门行业起步时间晚发展速度快

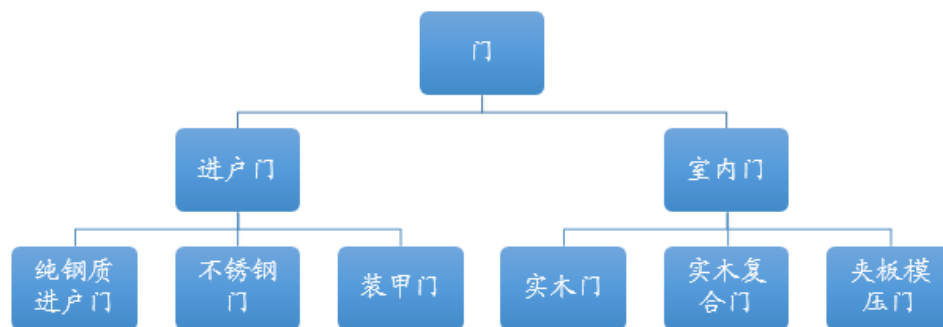
作为入户入室的第一道关，“门”在家居装修中具有举足轻重的地位。木门是由木材为主要材料制作门框（套）、门窗的门，广泛适用于民、商用建筑及住宅。相比起铁门，木门的噪音相对更低，造型更为美观多样，以及能够给家里带来更温馨的感觉，因此室内门主要以木门为主。“定制木门”是相对于传统的成品木门，消费者可以对款式、花样、颜色、尺寸等自行搭配选择的木门产品。

3.1.1 木门产品介绍

根据构造和用材的不同，目前在市场上比较常见的室内木门有三种：实木门、实木复合门、夹板模压门。

从门的作用上来说，主要可把门分为进户门、室内门等。进户门俗称防盗门，主要有进户门主要有纯钢质进户门、不锈钢门、装甲门。相比于一户一套的进户门，消费者用得更多的是室内门，主要为室内木门。

图9：门的分类



数据来源：慧聪建材网、广发证券发展研究中心

实木复合门和夹板模压门以外观精美、质量稳定、资源利用率高、保温隔音效果好、性价比高等优点，成为目前木门市场占比最高的产品，这两大类产品亦为公司的主要产品。

3.1.2 国内木门行业起步于 2000 年

我国木门行业起步较晚，但近年来发展非常迅速。从2000年至今已经经过了十多年的发展，我们可将其分为三个阶段：

(1) 2000年-2004年：初期发展阶段

在2000年之前，我国木门产业以传统的木工制造，即装修工匠现场打制为主。当时由于建筑房门洞口尺寸非标准化，因此规模化、机械化、工厂化生产时期尚未到来。21世纪初，中国木门开始进入真正的产业化阶段，相比于传统的手工制作，工厂化制作的质量更好，价格更低。

(2) 2005年-2009年：爆发式快速增长阶段

2005年以来，随着房地产市场的增长，中国木门行业步入旺盛发展的“黄金周期”，越来越多的木门企业进入了规模化生产的阶段，木门行业在建材装饰业中的地位开始显现。木门市场的繁荣也吸引了许多其他行业的企业与资金进入到这个领域，少数大厂家已经开始打破区域限制，进行跨地域发展。

(3) 2010年至今：白热化竞争阶段

目前全国形成了珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区、西南地区和西北地区六大木门生产基地。2015年全国木门行业总产值达到1200亿元，规模以上企业超过3000家。我国已经成为了世界最大的木门生产基地、出口基地和消费市场；但是国内作坊式中小企业仍然居多，产业区域特征明显，尚未出现全国性领导品牌。与此同时，受到房产调控政策以及环保政策的限制，中小企业的生存压力越来越大。我们认为，木门行业面临新一轮洗牌的同时也蕴含着整合的机遇，能够引领行业由产品价格的竞争向品牌质量、设计服务的竞争过渡。

3.1.3 木门行业监管市场化程度较高

木门行业属于木质家具制造业的细分行业，市场化程度较高，政府部门仅实行宏观政策上的指导，由行业协会实施自律管理，企业的生产经营完全按照市场化方式进行，行业规范制定仍存在较大改善空间。

(1) 行业主管部门：国家林业局，主要为我国木门行业提供政策指导、法律监管；

(2) 行业的技术监管部门：国家质量监督检验检疫总局和国家林业局，分别负责木门产品质量监督和产品技术标准的制定；

(3) 行业内部管理体系：中国木材与木制品流通协会木门窗专业委员会，主要负责对行业及市场进行研究，研究制定相关行业标准并提交有关国家管理部门，对会员企业提供公共服务，进行行业自律管理以及代表行业会员向国家有关部门提出产业发展意见和建议。

3.1.4 产业链上下游涉及木材、化工等多个行业

木门行业产业链分为上中下游，上游包括木材、PVC膜、油漆及加工机械制造，中游包括实木门、复合门、模压门等木门产品，下游包括零售、工程、海外等销售渠道。

(1) 上游产业

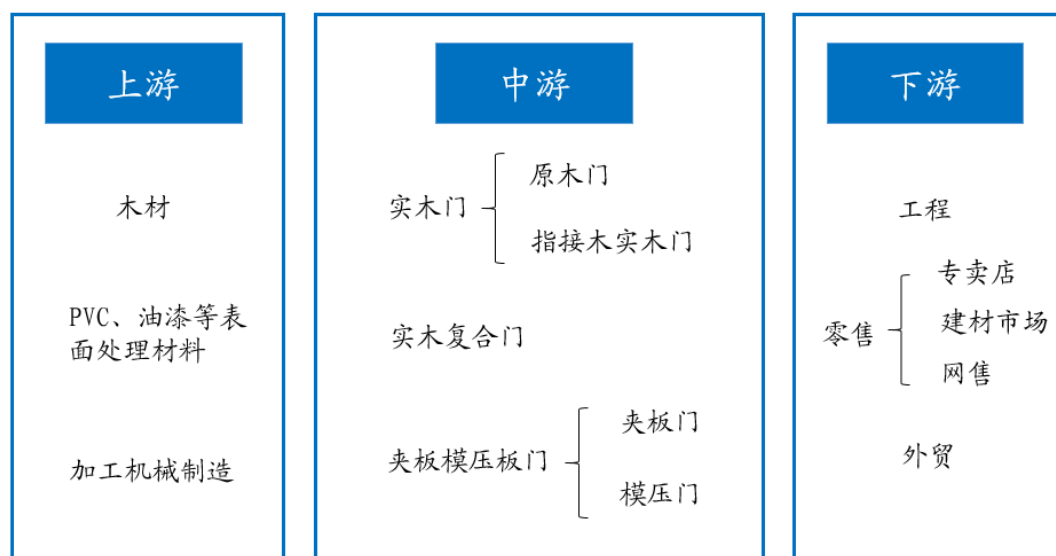
木门产业上游主要有作为基础原料的木材，用于表面处理的PVC膜、油漆等化工原料以及用于整个工艺流程的加工机械等三部分。

从基础原材料来看，木门主要生产成本集中于木材，能够占到木门制造成本的50%以上。我国属于木材资源缺乏的国家，又是世界最大的木材需求市场，但国产木材70%是人工林，径级较小，材质较差，进口木材将是长期的任务。随着国际监督查缉力度的加强、森林认证的加快、国内天然林保护工程的深入实施，木门材料市场竞争变得异常激烈。从长期看，随着国外主要木材出口国森林资源

保护意识的增强及我国天然林保护林工程的深入实施，国内外木材价格总体上呈现增长趋势，行业整体受木材价格与供应量变动影响相对较大。近年来坯料、木皮等原材料价格上涨，木门产品利润空间受到一定程度的挤压。这就对木门企业的成本管理、品牌营销提出了更高的要求，只有具有规模和品牌优势及良好成本控制能力的企业才能在激烈的市场竞争中取胜。

在基础化工原材料及加工机械方面，该部分上游行业的生产及销售已形成较为完全的市场化竞争，尤其是基础化工原材料，大型木门企业需求相对较大，对上游供应商有较强的议价能力。

图10: 木门产业链构成



数据来源：江山欧派招股说明书、广发证券发展研究中心

(2) 下游行业

随着城市率的提高、城镇化建设的推进及农村经济的发展，首次置业的刚性需求、改善性住房需求以及存量房市场都将有利于拉动建筑装饰行业的发展，再加上存量房市场，便形成了新房与旧房装修的巨大市场。从长期来看，木门作为家庭装修的必需品，具有量大面广、品种繁多的行业特点，广泛应用于建材装饰装修的各个层面。因此，相对于其他建筑装饰材料，木门产品的需求多表现为刚性需求，具有一定弱周期性的行业特征。

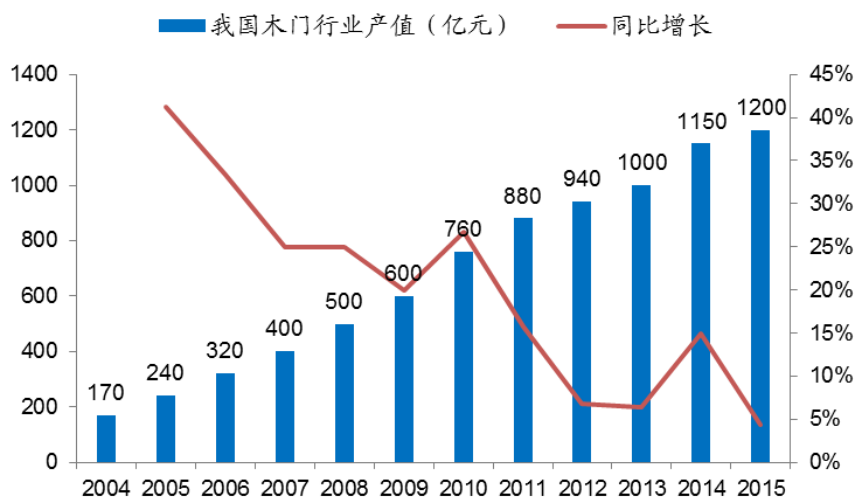
我们将研究视角集中在国内木门市场，下面将分别从供给端和需求端两方面分析国内木门行业的市场前景和木门企业的盈利空间。

3.2 供给端：产能快速增长，集中度低且竞争激烈，家装龙头群雄逐鹿

3.2.1 木门市场竞争格局

行业集中度低，竞争日趋激烈。2004年至2015年我国木门行业产值一直保持持续增长的趋势，中国木材与木制品流通协会的数据显示，2015年木门行业产值达1200亿元，较2004年增长了6倍。

图11：2004-2015年我国木门行业产值变化情况



数据来源：中国木材与木制品流通协会、广发证券发展研究中心

木门企业的生产经营大多属于定制化生产，在发展到一定规模后，生产和产能的瓶颈往往会制约企业进一步做大做强。目前行业普遍存在着企业规模偏小、生产效率不高、产品质量不够稳定等特点。据不完全统计，当前全国大小小木门企业约1万余家，初步达到工厂化生产木质门的企业约6,000家，具备一定规模、以机械化生产为主的有3,000多家，整个行业内区域性品牌比较多，但缺少全国性的强势品牌。根据中国木材与木制品流通协会木门专委会披露的数据，2015年只有梦天和TATA两家企业产值超过10亿元，行业集中度极度分散。

从建材装饰行业的发展经验来看，随着市场竞争的渐渐加剧，木门行业的产品同质化问题较为突出，价格战是行业内同档次产品竞争的主要手段。长远来看，不断创新产品、拓展渠道的企业才能更在市场中更具市场竞争力，而缺乏核心竞争力的厂商利润受到挤压，将逐步退出木门市场，市场份额将向品牌知名度高、实力较强的企业集中。此外，一些多元化经营的定制家具企业和建材装饰类企业已经开始或计划涉足木门行业，这将给木门行业带来新的、多层次的市场竞争。

家具行业特别是定制家具行业已经开始从传统的、单一的经营模式向新颖的、多元化经营理念转变，特别是当家具企业在某一细分品类的市占率达到某一比例、拥有一定品牌基础后，进军与主业相近的家具领域，例如木门行业，通常能起到事半功倍的效果。由于家居装修讲究整体风格的协调性和统一性，因此我们认为，品牌基础好、资金能力强的家具企业具有整合木门企业的动机和实力，将会为行业创造新的竞争格局。

区域竞争明显，产业集群发展。木门行业经过十余年的发展已经催生了六大主产区：泛珠三角地区、长三角地区、东北地区、环渤海地区、西南地区和西北地区，区域竞争格局和产业集群特征明显。各大产区木门企业的高集中度，有利于降低企业的生产成本和交换成本，提高规模经济效益和范围经济效益，提高产业和企业的市场竞争力。

表 3: 我国木门行业六大主产区

六大主产区	省份	代表企业
环渤海地区	北京、天津、河北、山东	TATA、博亮、卡尔凯旋
东北地区	黑龙江、辽宁、吉林	华鹤木门、3D 木门、兄弟木业
泛珠三角地区	广东、福建	宜华木业、润成创展、东威利
长三角地区	上海、浙江、江苏	梦天、江山欧派、金凯
西南地区	四川、重庆	星星、美心、鸿基、壹品、千川、本木·富美森
西北地区	山西、陕西	孟氏、泰亨、银川卡特龙

数据来源：中国木门网、广发证券发展研究中心

浙江省江山市是全国知名的木门生产企业集中地，依托周边丰富的林业资源和区位优势，江山木业得以发展壮大。2008年，江山市被中国木材流通委员会授予“中国木门之都”称号，领军企业有江山欧派、金凯门业等。江山地区木门行业产业链完整成熟，除了拥有大量木材供应商等主要原材料厂家外，下游配套服务产业也比较发达，实现了木门行业上下游高效对接。同时，对木门生产中产生的废料、边角料的处理也是江山市的优势，目前已形成了专业、环保、成本低、效率高的废料处理产业，为木门企业发展解决了后顾之忧。

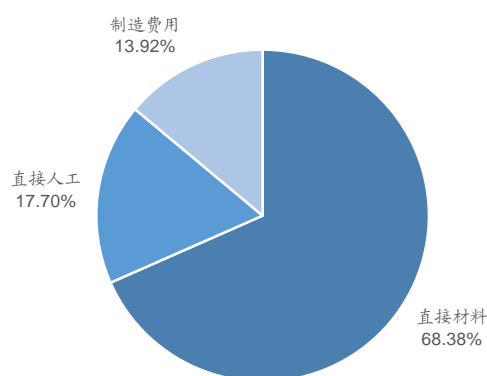
总体而言，我们认为木门行业集中度低，竞争日趋激烈，区域竞争态势明显，产业集群发展，未来行业的整合将不可避免，市场份额将向品牌知名度高、实力较强的木门企业集中。同时，一些多元化经营的定制家具企业和建材装饰类企业也可能充当产业链整合者的角色，通过整合木门企业实现品类拓展延伸，共同分享木门市场这块大蛋糕。

3.2.2 优秀木门企业产品毛利率接近 30%

目前国内暂时没有以木门生产为主营业务的已上市公司，江山欧派于2014年底公告了招股说明书，主要从事木门的研发、生产、销售和服务，目前主要产品包括夹板模压门、实木复合门，因此下文我们将主要以江山欧派的财务数据为例，分析木门企业的盈利水平。

木门产品的生产成本构成主要有直接材料、直接人工、制造费用，其中直接材料是生产成本构成中最主要的部分，因此原材料采购单价的波动对木门生产成本将产生较大的影响。江山欧派2011年-2016年直接材料的占比均在70%左右，直接人工成本占20%左右，制造费用则占10%左右。原材料包括板材、木皮、油漆等，其中板材又分为中纤板、刨花板、指接板和胶合板等不同品种。

图9：江山欧派2016年上半年生产成本构成



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

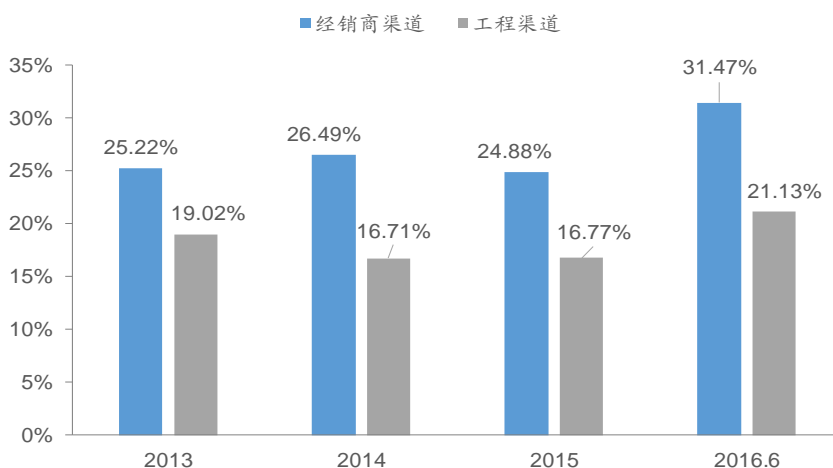
经营状况良好的定制木门企业的毛利率大约在30%左右，与定制衣柜的毛利率相近。实木复合门产品的毛利率因渠道而异。

在工程渠道市场中，各客户对产品和服务的需求差异较大，一般有两种形式：一是要求木门厂商除提供木门外，还要同时提供包括安装服务在内的整体木门解决方案，订单中包括木门、木门安装服务、五金配件等内容；二是只要求木门厂商提供木门产品，而未包括相应的五金配件，也未要求提供安装服务。根据工程客户需求不同，订单内容也不同，因此工程渠道的产品单价、单位成本、单位毛利、毛利率等受不同工程客户间订单差异影响明显。

工程渠道的主要客户是房地产开发商，与它们的合作中，木门厂商往往是价格的“被动接受者”，产品完全是定制化的。房地产开发商根据其自身需要，提出相应的木门产品款式、品种、质量、交货期等等要求，通过招投标的方式确定木门产品及其服务的供应商；木门厂商则依据房地产开发商的工程招标情况，测算相关产品的成本，加上一定的利润率，并综合考虑市场价格等因素后，确定投标报价，报价因订单内容不同而有差异。

在经销商渠道上，木门厂商在制定价格方面更有主动权。木门厂商根据市场流行趋势，自行设计若干种木门基本款式，通过经销商渠道向市场推广，产品定制化是以木门厂商设计并推出的基本款式为基础上进行的颜色和局部改动的产品个性定制。在经销商渠道的产品定价上，基本款式的产品价格是定价基础，个性化的产品定价则是在基本款式定价的基础上进行调整。因此经销商渠道的毛利率相对更为稳定，木门企业的自主权相对更大一些。

图10: 公司实木复合门各渠道的毛利率



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

根据我们的市场调研, 木门经销商的零售价在出厂价的基础上进行加成, 加价率通常在1-2倍之间, 高于定制衣柜1-1.5倍的加价率, 因此经销商层面木门产品的利润率往往会高于定制衣柜, 加上前端引流效应, 经销商开拓的难度不高。

图11: 实木复合门经销商渠道盈利拆分



数据来源: wind资讯、草根调研、广发证券发展研究中心

随着二胎政策的放开, 并考虑到老人、保姆照看孩子等因素, 家庭的常住人口或将从4-5人提高到5-6人, 为了满足新增家庭常住人口的居住需求, 我们认为, 中、大面积的三居户型将是未来住宅市场的主流。根据中国林产工业协会公布的数据, 每100平方米建筑面积需要7樘门, 假设一套100平方米左右的三居室住宅有6樘木门。普通实木复合门的出厂价在1,000元/樘上下, 经销商的销售价为进货价的2-3倍左右, 因此消费者购买的市场价则在2,000-3,000元/樘之间, 有的高档

产品甚至高达1万元/樘以上，以2,500元/樘的成交价计算，每户6樘木门，则实木复合门的客单价为15,000元左右。

如前所述，由于木门属于家居装修中的“前端”产品，即消费者通常会先考虑购买木门、地板等，后考虑购买定制衣柜等家具产品，因此在经销商渠道，木门产品能够对后续产品的购买起到重要的引流作用，带动起同一品牌的衣柜等产品的销售，既省时省力，也便于协调整体风格，多元化、全品类经营的家具企业将受益其中。因此我们认为，定制家居龙头企业进行跨品类的整合未来可期，向“全屋定制”方向延伸，一方面，橱柜、衣柜等定制家居的龙头企业意欲往木门、护墙板等品类延伸；另一方面，优秀的木门企业也在考虑往护墙板、平开门等品类延伸。

表 4：定制木门与定制衣柜对比

	定制木门	定制衣柜
家装顺序	前端产品	中后端产品
国内渠道	零售渠道、工程渠道	零售渠道为主
定制方式	款式、颜色的模块化选择，设计感不强	自由设计，设计感更强、更复杂
生产方式	订单式生产 标准件规模化生产，非标件柔性化生产	订单式生产 标准件规模化生产，非标件柔性化生产
交货周期	烤漆门 20-30 天左右 模压门 7-15 天左右	10~20 天左右
毛利率	25%左右	30%左右
经销商加价倍数	1-2 倍	1-1.5 倍
经销商客单价	普通实木复合门 1.5 万元左右 (按三居室 6 樘门计算) 模压门 6000 元左右	1.8 万元左右

数据来源：草根调研、广发证券发展研究中心

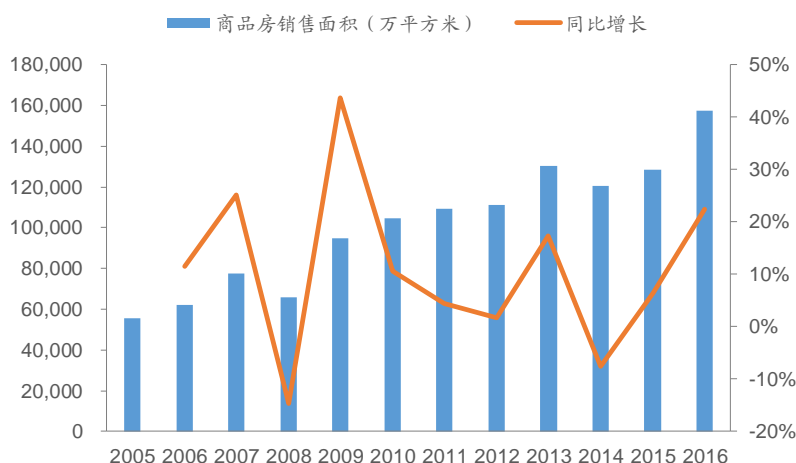
以上我们以实木复合门为例，对木门的销售和生产流程进行了细致拆分，并对木门厂商和经销商这两个环节的盈利空间进行了探究，同时与定制衣柜进行对比。从中我们注意到：对家具厂商而言，定制木门的毛利率与定制衣柜毛利率相近，但定制木门的设计、工艺相对简单，进入门槛较低，并能带动其他类别产品的销售；对经销商而言，定制木门的利润率高于定制衣柜，还具有对定制衣柜的引流作用，销售木门能够提高门店的客单价和坪效。因此，在“全屋定制”的趋势下，木门将成为定制家具企业完善布局的一大品类。

3.3 需求端：购房刚需持续放量，二次装修有力支撑

3.3.1 购房刚需提供有力支撑，首置和改善住房双轮驱动

长期来看，国内住房刚需持续释放，为木门市场提供有力支撑。2016年，房地产市场迎来本轮周期的高点，全年成交规模创历史新高，全年商品房销售面积达157348.53万平方米，同比增长22.46%，城市分化态势延续。国庆节前后，各地政府密集出台调控政策，四季度市场走势渐趋平稳。

图12: 我国商品房销售面积及同比增速

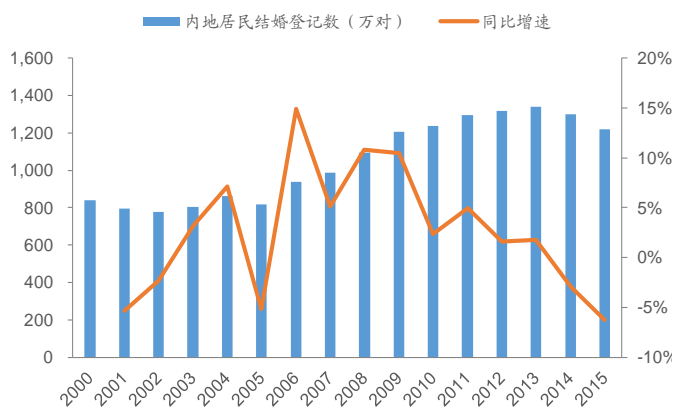


数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

目前,我国购房市场需求中,大致可以划分为三类需求,分别是**投资性需求**、**首次置业需求**和**改善性需求**。在地产调控政策趋紧的背景下,投资性需求受到一定的抑制,因此我们重点关注首次置业需求和改善性需求。其中首次置业需求又被视为刚性需求的重要组成部分。

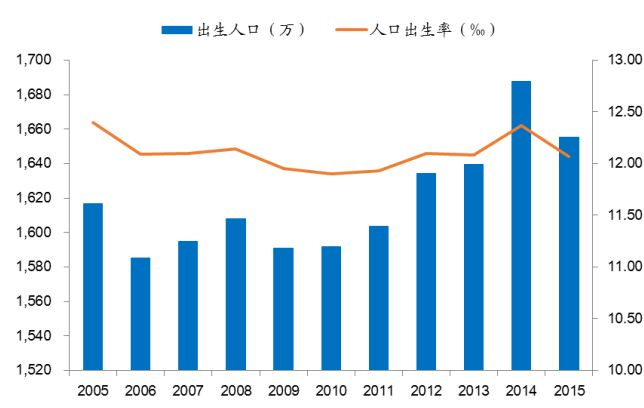
首次置业需求。一般而言,首次置业需求的目标群体包括**购置婚房的年轻人**和**新进入城镇的居民**。庞大的婚育人口,是房地产和家具行业的重要消费群体。2009年至今,我国内地居民每年的结婚登记人数均在1200万对以上,2012年至今每年的新生儿均在1600万以上,购房对大部分新家庭来说是刚需,由此也成为了木门市场需求的基本构成部分。

图13: 我国内地居民结婚登记数



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

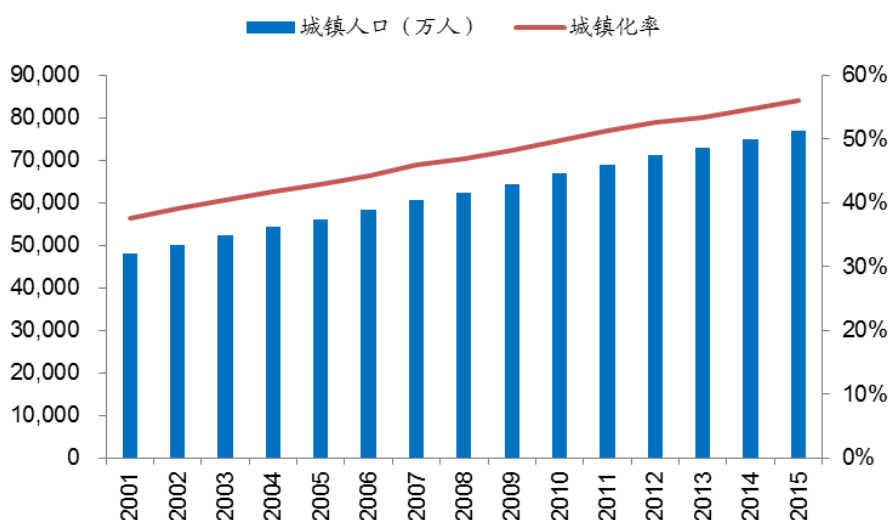
图14: 我国人口出生率和每年出生人口数量



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

除了婚育人口带来的首次置业刚需之外,在目前城镇化加快的背景下,还会有更多的人进入城市以房定居,成为城镇新增居民,这部分群体对住房的需求也是刚性的。

图15: 2001~2015年全国城镇人口及城镇化率



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

随着我国城镇化的逐步推进,城镇化率由1978年的17.92%增加到了2015年的56.10%,城镇人口从4.6亿人增加到7.71亿人,年均增加800多万人。2014年末,城镇人口达到74,916万人,占总人口比重达54.77%;2015年末,城镇常住人口77,116万人,比上年末增加2,200万人,城镇人口占总人口比重为56.1%。快速城镇化,使得越来越多的非城镇居民涌入城镇。2014年3月16日,国务院公布的《国家新型城镇化规划》称,2020年要实现常住人口城镇化率达到60%左右。在目前的基础上,城镇化率还会提高,城镇人口未来还会继续增加,这将推动城镇住房的需求,进而推动对木门的需求。

由此可见,无论是婚育人口带来的婚房刚需,还是新型城镇化带来的“以房定居”趋势,都充分反映了首次置业带来的住房刚需的持续放量,进而也为下游家具行业,包括木门行业,提供有力的需求支撑。

改善性需求占据越来越重要的市场地位。改善性住房需求是指对目前居住条件不满足,需要重新购置房产来满足居住需求。一方面,随着经济条件改善和家庭结构变化,“以旧换新”、“以小换大”、“以郊换城”、“学区导向”等模式都是改善性需求购房者考虑的角度。改善性购房需求者的年龄主要集中于35~45岁之间,这个年龄区间的消费群体通常具备一定的物质财富积累,同时面临子女教育、老人赡养等方面的压力,因此这个年龄段用户的改善性购房欲望从主观和客观上都较为强烈。此外,相关部门也出台了税收优惠政策,改善性住房迎来利好。税收上的减免为居民购买第二套改善性住房减少了一定的阻力。

另一方面,国家也在加快推进城镇棚户区、城中村和危房改造,稳步提高居民住房水平。随着改造工作的推进,对木门,尤其是中低档木门的需求也会持续释放。根据《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》(国发〔2016〕8号),我国将加快城镇棚户区、城中村和危房改造。另外,国务院印发的《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》

(国发〔2015〕37号)中明确提出从2015年到2017年进行棚户区改造,包括城中村还有危房改造在内的棚户区改造目标是1800万套。

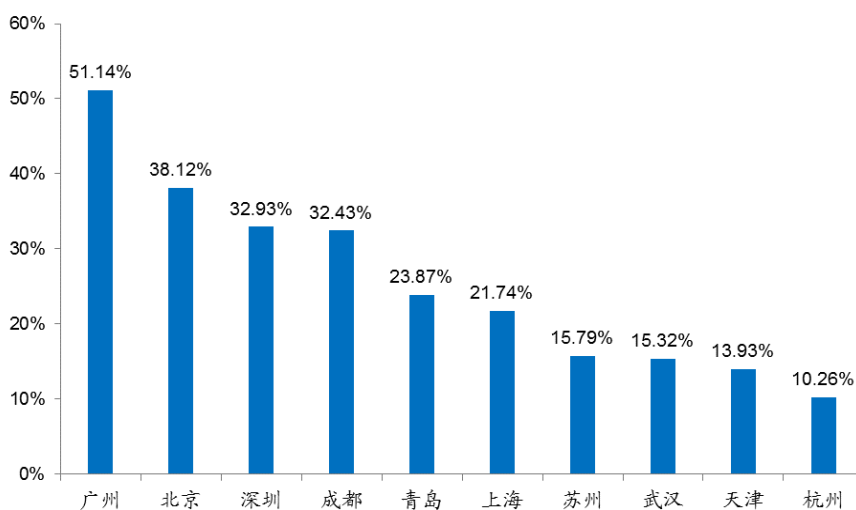
综上所述,首次置业的刚性需求和由经济条件和家庭结构转变带来的改善性需求是促进木门行业发展的直接动力,不论是首次置业还是改善性住房需求,都呈现出对房地产市场的强力支撑作用,木门行业也将受益于住房刚需的持续释放。

3.3.2 新旧装修双管齐下,零售市场大行其道

如前所述,购房刚需带来了新房的装修需求。从房屋的装修情况来看,我国的住宅可以分为毛坯房、简装房和精装修房。**精装修房**是在交房前基本完成全面装修的房屋,所有的门也已经安装好,消费者购买后短期内通常不会进行重新装修,精装修房所需的木门对接的主要是**工程渠道**,由房地产开发商统一向木门企业采购。而**毛坯房和简装房**则需要消费者自行进行装修,通常伴随着购置木门的需求,对接的主要是**零售渠道**。

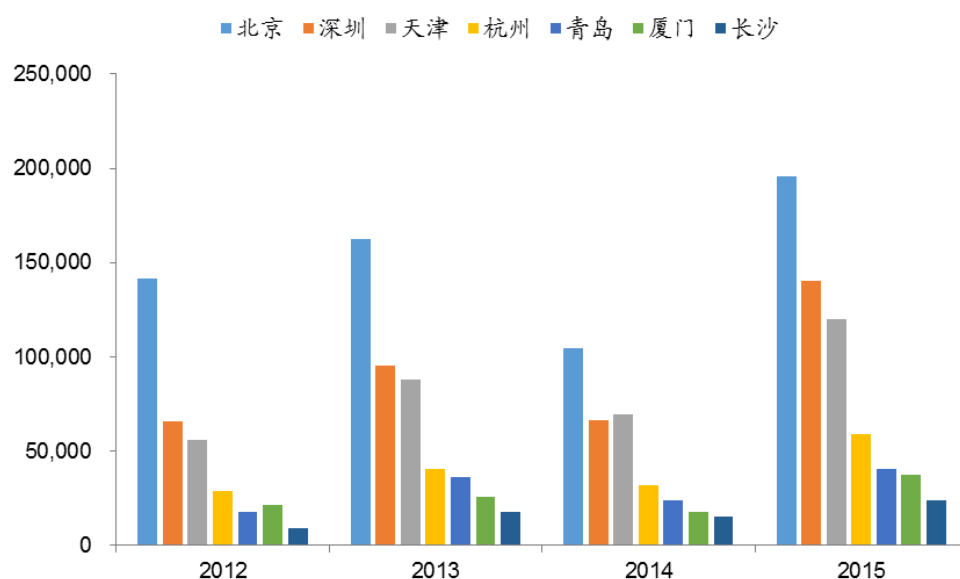
总体而言,国内的新建房中**毛坯房和简装房**是主要部分,精装修住宅占比较低,据统计,2011年全国住宅平均精装修比例不足10%,只部分大城市如北京、广州、深圳的精装住宅占比超过了30%。由于精装修房的价格较高,风格统一,而且装修质量难以保障,因此在全国范围内而言,精装修房在短时间内很难大范围推广开来,目前而言大部分消费者还是倾向于购买非精装房,自行装修。

图16: 2011年我国主要城市精装修比例



数据来源:《2012中国家具产业百强企业研究报告》、广发证券发展研究中心

图17: 我国部分主要城市二手房住宅成交套数



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

除了新房装修之外，二次装修市场也是木门行业的重要需求。通常来说，一般家庭装修周期在10年左右，近十几年来，我国房地产行业发展迅猛，存量住宅数量不断增加，伴随着居民可支配收入水平的提高，存量住宅的二次装修市场逐渐形成规模，尤其早期的商品住宅结构不合理、装修品质较差，家庭进行二次装修的需求日益迫切。根据WIND数据统计，2014年我国大陆地区户籍人口总户数为44,330万户，假设十年重新装修一次，那么每年有超过4,000万户家庭需要进行二次装修。家庭二次装修市场规模不断扩大，已逐渐形成对木门行业持续而稳定的需求。

从另一个角度考虑，我国二手房交易市场活跃，交易后一般都伴随着重新装修的需求，其中一线城市的二手房成交量更是遥遥领先于其他城市。在房价高企的北上深地区，市场对二手房交易的热情将会持续。目前我国一线城市二次装修占装修市场比例接近40%，而在发达国家，这个比例超过60%，可见我国二次装修市场还有较大上浮空间，尤其是在二三线城市。

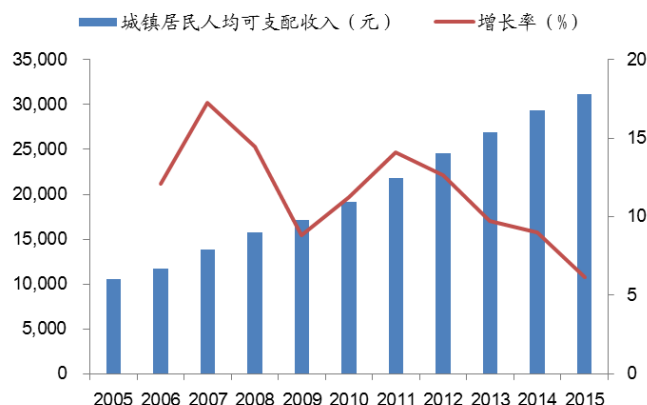
3.3.3 家居消费人群年轻化，定制化环保木门受欢迎

上文我们从量的角度分析了木门未来的市场需求，而在质上，木门需求呈现消费年轻化、产品差异化、耗材环保化、使用人性化、做工精细化和产品专利化的特点。

2005年-2015年，我国城镇居民人均可支配收入由10,493元/年提升至31,195元/年；城镇居民消费水平也从2005年的9,832元/年增加到2014年的25,449元/年，随着我国城镇人均可支配收入和城镇居民消费水平逐年攀升，消费结构逐渐产生变化，消费需求逐渐从“物质消费”向“精神消费”过渡。消费者将不仅仅重视产品的性能，更对其外观和设计愈加关注，越来越多的人希望能够消费过程中得到更为

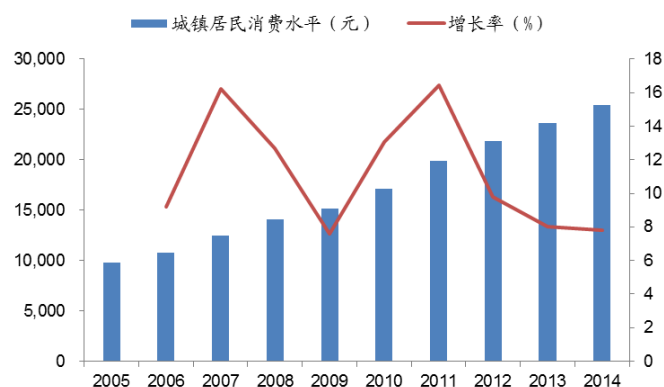
人性化的体验，宣扬个性主张、追求健康环保。

图18: 我国城镇居民人均可支配收入



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

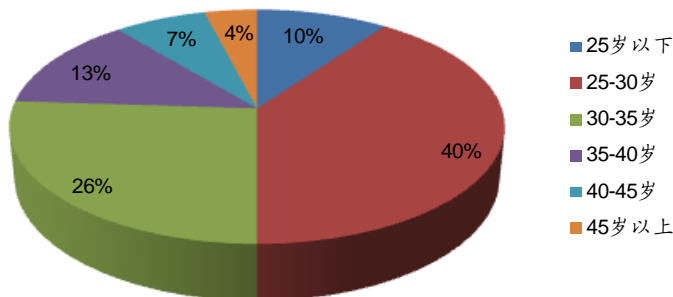
图19: 我国城镇居民消费水平



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

目前整个家居行业消费者年龄逐渐趋向于年轻化，搜房网家居中心调查数据显示，家居消费者中，25~30岁消费者占调查总数40%，30~35岁消费者占26%，35~40岁消费者占13%，其余占比较小。另外根据REICO（中国房地产市场）工作室和统计局的抽样调查数据显示，目前国内购买商品房的**主要群体是25~45岁人群**，而对住房存在强烈刚性需求的则是处于婚龄期的**22~35岁年轻人**。

图20: 家居行业消费者年龄分布



数据来源: 搜房网、广发证券发展研究中心

随着人们家居消费观念的提升，定制家居的理念逐渐深入人心，传统批量化生产的木门已不足以满足人们的消费需求，由此也催生了定制木门市场的繁荣。定制木门是指结合居室环境与消费者的个性化需求，就门板的材质、款式、尺寸、颜色、配饰等进行个性化搭配与设计的产品。目前定制木门在国内木门行业的渗透率只有三成左右，市场潜力巨大。由房地产开发商统一装修的住房并不能满足消费者的个性化需求，定制木门将是行业长期发展趋势，替代效应将逐渐显现。

除了个性化定制方面的需求，绿色、环保、健康的消费观也已经渗透到消费者生活中的方方面面，特别是对朝夕相伴的家的装修，健康环保更是成为首要考虑因素。木门的环保，首先体现在木门基材上面。无论是出于对健康的考虑，还是出于对环保产品的关注度，消费者越来越偏向于环保板材制成的木门产品。因此，顺应消费者对个性化定制、绿色环保的需求，就要求木门企业在产品外观设计和生产工艺上要与时俱进。例如要使用环保原材料，进行个性化设计，不断提升生产技术和优化生产工艺流程，并将节约生产环节的能源消耗，为消费者提供安全环保的定制家居木门。

由此可见，首次置业和改善型购房刚需将为包括木门在内的家具市场带来持续的需求支撑，消费升级驱动之下的二次装修市场弹性巨大，消费者的个性化需求也为定制木门行业带来了存量替代的难得际遇。

综上所述，我们认为在购房刚需持续放量、二次装修需求为木门行业提供有力支撑的情况下，定制木门市场的发展空间广阔。定制家居龙头有望利用木门的前端引流功能，进一步丰富定制家具产品线、提高门店坪效，完善全屋定制战略。

4 抢占木门行业卡位优势，深挖大家居入口价值

4.1 多元化的营销模式是公司迅速成长的核心竞争力

近年来，公司不断拓展国内市场，积极拓展覆盖全国的经销商网络，并进入工程业务领域。目前公司已形成以经销商渠道为主、积极开拓工程业务、外贸业务稳步发展的多渠道营销模式。多元化的营销渠道为公司积累了丰富的客户资源，是公司迅速成长的最重要的核心竞争优势。

4.1.1 公司已建成全国营销网络，核心经销商稳定

营销网络全国覆盖，配合高效的管理制度和完善的培训体系。截至2016年末，公司共计发展有319家经销商，建立了覆盖全国31个省区的销售网络，凭借良好的品牌形象，公司经销商渠道建设完善，成为国内销售网络覆盖范围领先的木门生产企业。从地域分布上看，公司的经销商网络在全国各省区均有布局。在建立高效的经销商管理制度基础上，公司还对各级经销商建立有完善的培训体系，开展基于经销商、店员、营销人员的三级营销培训体系，该培训体系的建设为公司的市场拓展和营销网络布局提供了有力保障。

公司前十大经销商基本保持稳定，情况如下：

表 5: 公司前十大经销商情况

序号	2016 年上半年	2015 年	2014 年	2013 年
1	杨正文	杨正文	杨正文	杨正文
2	舒泽辉	舒泽辉	马志明	刘红
3	陈荣添	马志明	张于	马志明
4	张于	张于	舒泽辉	王震
5	马志明	陈荣添	杨森	覃帮华
6	刘红	万国泉	万国泉	张兆
7	覃帮华	施成雷	施成雷	谢胜
8	张兆	覃帮华	刘红	郑建新
9	谢胜	杨森	陈荣添	舒泽辉
10	杨森	刘红	覃帮华	邢精富

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

公司的核心经销商与公司合作多年，深根于当地木门市场，促成了公司品牌深入推广，实现了公司与经销商的双赢。稳定、优质的经销商队伍促成了公司内销市场的增长，也为公司未来持续增长提供了渠道保障。

4.1.2 工程业务的大力发展提升公司业绩弹性

随着房地产企业商业模式的不断演进，住房精装修化已呈现出良好的增长趋势，木门行业的工程业务需求量及其比重也将稳步上升。工程业务模式的服务对象主要是房地产商和装饰装修公司，其出货量较大，有助于企业实现木门的规模化

和标准化生产。公司已实现向恒大地产、万科地产、世贸地产、中海地产、金地地产等知名地产公司的批量供货。2013-2016年上半年，工程业务渠道收入分别约为9,800万元、7,700万元、18,000万元和14,000万元。

与恒大地产签署《战略合作框架协议》。恒大承诺在2017-2019年期间采购总规模不少于10亿元，2017-2021年意向采购金额约20亿元。公司于恒大业务合作规模逐年放大，2014-2016年销售金额分别为3,643.02万元、5,818.53万元、12,300.78万元，分别占当期营业收入的8.06%、8.85%和16.05%。与国内大型房地产开发商合作有助于快速放大业务规模，从精装修房硬装环节切入大家居产业链，最大化实现大家居入口价值。

4.2 高效的经营效率助力公司业绩腾飞

能够规模化生产、短期内快速供货已成为木门企业重要的核心竞争优势。由于国内门洞尺寸标准建设的滞后，目前国内木门市场仍以定制木门为主，即使工程客户，其产品需求也体现出一定的定制化特点。木门产品的定制化特点和较高的服务要求，导致木门企业的产能利用率普遍较低。因此，在订单较多时，木门定制化的生产特点对企业在短期内大批量快速供货的能力提出了很高要求。

高超的生产工艺和完善的信息系统使公司具备市场竞争力。定制门是指客户订单中各自独有的、尺寸、款式和花色等均不相同的木门，在生产工艺上，公司以相同部件标准化生产和定制部件柔性化生产相结合的方式生产。公司是木门行业采用这一柔性化生产模式的企业之一。对于标准部件的设计与工艺，公司以标准工艺手册形式下发车间，产品规格与标准工艺设计一一对应，预先置入生产设备进行生产。公司的信息系统建立有一整套的接单、设计、生产、发货的标准流程，能够让公司在行业内以较快的周期为消费者生产出定制的木门，建立“快速反应”的定制门市场竞争优势。

与知名装备制造企业合作，提高产能，保障业绩稳增长。为进一步开拓工程业务、为定制门的规模化生产提供良好的硬件保障，公司与德国HOMAG、意大利MAKOR等国际一流装备制造企业合作，引进了包括电子开料锯、CNC加工中心、电脑镂刻中心、自动化滚涂等数控自动化流水线，并在2012年下半年建成目前国内木门行业先进的自动化实木复合门生产线，确保了木门的制造品质和加工精度，提高了产能，缩短了加工和交货周期。公司针对定制产品的规模化生产及短期内大规模供货能力优势逐渐显现，且产品品质稳定、交期缩短，也为公司与恒大地产、万科地产、世贸地产等知名房地产企业的长期稳定合作提供了产能保障。

4.3 良好的口碑+广告投放+新型体验店打造公司品牌形象

优质的产品和良好的口碑让公司收获多项殊荣。公司以“打造世界一流制门企业，争创中国木门第一品牌”为企业目标，产品款式新颖、系列丰富。凭借良好的产品品质，公司树立了良好的品牌形象，获得了众多消费者的认同。公司现有木门产品有两大品牌：欧派品牌和欧罗拉品牌，其中欧派品牌已成为国内知名的室内木门品牌。公司曾先后获得了“中国木门领军企业”、“中国购房者首选家居品牌”、“2011-2012中国互联网木门十大品牌”、“2013木门类最受网友欢迎品牌”等多项殊荣。

广告投放和明星代言进一步提升品牌形象。从2009年开始，公司先后在CCTV-1黄金剧场、CCTV-2《经济新闻联播》、《交换空间》、《对手》、CCTV-7《乡约》等热门栏目集中进行广告投放，并在搜房网、新浪家居、搜狐家居等知名网络媒体推广公司品牌。

图21：公司广告投放情况



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

公司聘请著名影星为公司代言，“幸福家·欧派门”的企业核心理念深入广大消费者。公司的品牌宣传带来了良好效应，为公司品牌永续经营和销售规模的迅速增长提供了强力支持。

图22：公司聘请代言人情况



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

2012年以来，在欧派品牌的导入下，公司引入全新的设计理念，开展了“家立方”的专卖店（标准店）的推广计划：公司统一了经销商门店建设的标准，内容涵盖装修流程、展厅布局、营业面积等多方面，使“家立方”标准店成为消费者良好的品牌体验平台，有力地配合了各地经销商销售网络深耕细作的市场策略，提升了专卖店形象，并对公司品牌形象形成了有力支撑。

图23: 公司新型经销商门店示意图



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

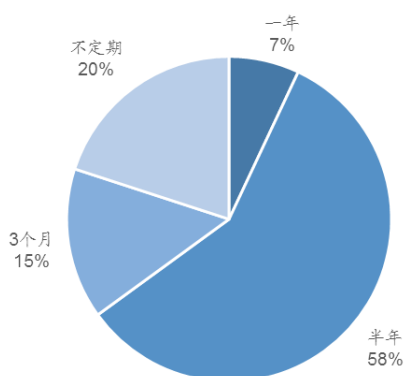
4.4 产品研发创新能力成为公司业绩增长的源泉

公司是木门行业国家高新技术企业,始终重视木门产品设计,不断进行产品款式、材质、工艺的更新换代。目前,公司拥有发明专利5项,实用新型31项,外观专利47项。

4.4.1 产品设计与开发优势

随着消费者对木门产品的设计风格偏好趋于多样化,对于木门企业也提出了更高的产品设计与开发要求。未来木门产品在风格、外观设计、色彩图案效果等方面,需更趋向多样化、艺术化、时尚化,并突出节能环保,产品的更新周期需进一步加快。

图24: 木门经销商产品更新周期



数据来源: 搜房家居研究中心、广发证券发展研究中心

公司拥有专业的设计团队,通过对新产品上市销售数据、消费者意见及相关媒体的信息搜集,积极研究、分析及运用,不断推出美观性与实用性俱佳的产品,确保欧派木门产品的材质、外观、花纹、色彩等设计与消费者需求同步。

4.4.2 生产工艺及环保技术创新

公司主要生产设备使用德国 HOMAG、意大利 MAKOR 等国际先进装备，结合 ERP 系统，公司建立了数控自动化流水线，实现定制化木门产品的批量化大生产，确保产品尺寸高精度、生产高效率。公司引进先进的中央除尘系统，并安装有火星探测器，对生产流程进行全过程控制，确保生产环境清洁、安全。

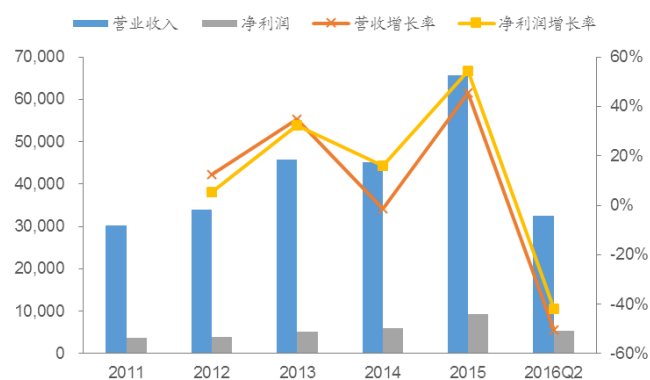
公司一直注重产品的环保性，与西北农林科技大学、浙江农林大学等林业知名高校合作成立了“木门研发中心”和“产学研基地”，在技术研发、原材料采购、设备引进上投入大量人力物力提升产品环保水平。公司研发部下设材料和产品的物理实验室和化学实验室，实验室引进了先进的检测设备，制定严格的检验检测标准，对原材料与产品进行检验，保证原材料优质环保。公司各类人造板均采用精选的 E1 级环保材料，保证各类产品环保健康。

4.5 公司经营效率提升，财务指标表现良好

公司近几年营业收入增长幅度变化较大，从2012年的33948.91万元增长到2013年的45785.83万元，涨幅34.87%，净利润也增长了32.34%，达到5230.18万元。2014年营业收入下降1.34%，主要原因是未确认收入的带安装工程业务量较大和模压门产量下降。2015年营业收入增长45.50%，主要由模压门收入增长所引起。净利润的变动情况与应收变动情况类似。

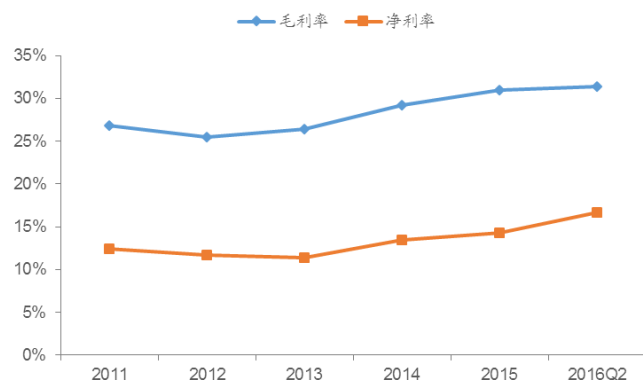
2013年之前公司毛利率和净利率都处于较低水平，而从2014年开始，毛利率和净利率都有所增长，在2016年6月分别达到31.39%和16.70%。

图25: 公司收入利润增速情况 (万元)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

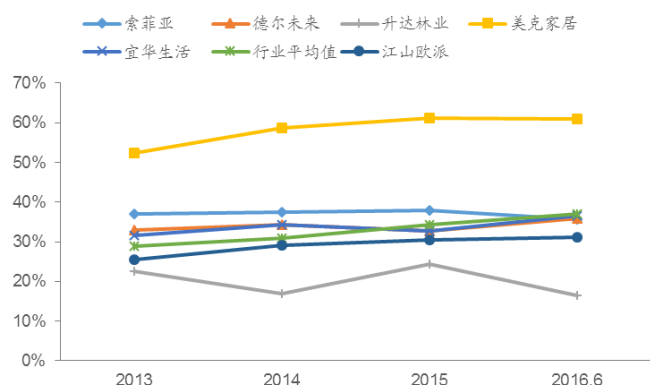
图29: 公司毛利率及利润率情况



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

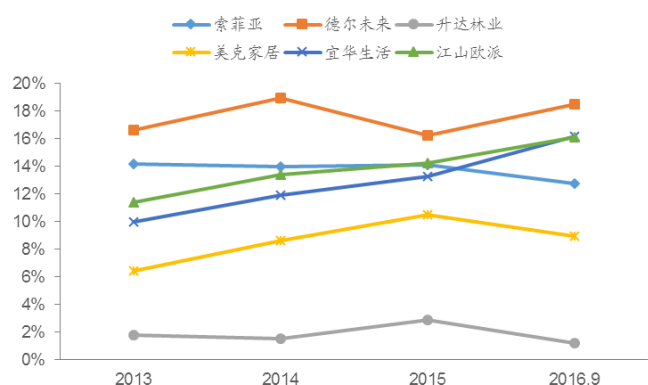
横向来看，在定制木门行业的上市公司中，好莱客的盈利能力处于行业中游水平。在毛利率方面，公司略低于行业平均值且保持稳定；在净利率方面，近两年公司上升势头明显且逐渐赶超索菲亚。由此可见，公司在经营方面得到很大的改善。

图30: 定制木门上市公司毛利率对比



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

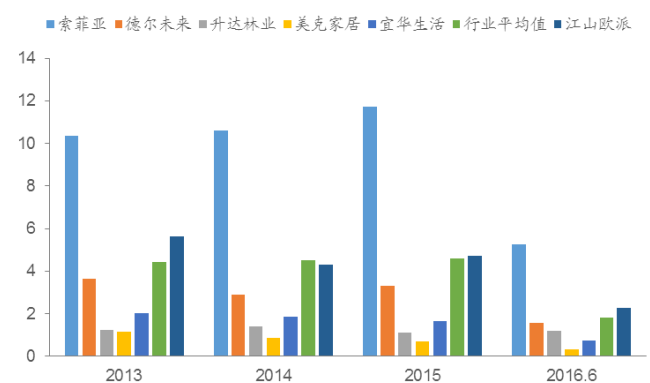
图31: 定制木门上市公司净利率对比



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

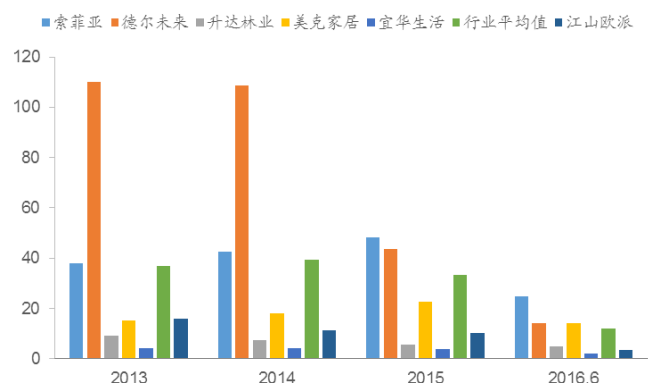
在周转率方面,与同行业可比上市公司比较,公司应收账款周转率低于可比上市公司的平均水平,主要是公司来自于有一定账期的工程渠道收入和外贸出口渠道收入增长明显所致;存货周转率高于同行业可比上市公司平均水平,主要是公司产品的定制化特点更为显著,存货余额处于相对较低水平。总体而言,公司的存货和应收账款管理能力较强,符合公司业务模式,资产运营效率较高。

图26: 定制木门上市公司存货周转率对比 (次/年)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

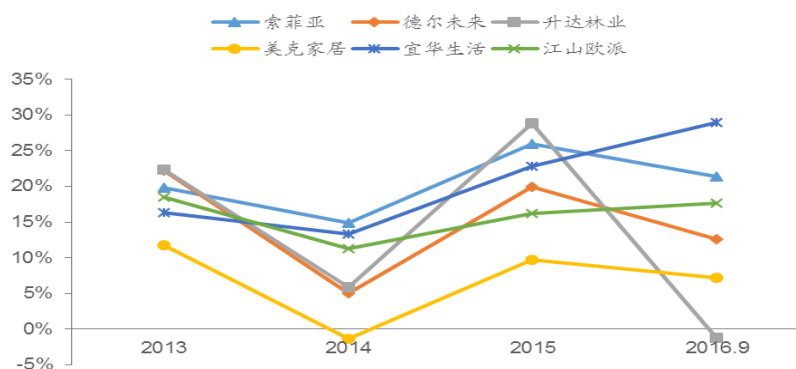
图27: 定制木门上市公司应收账款周转率对比 (次/年)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

在现金流方面,我们还是采用经营性现金净流量/营业总收入来比较家具上市公司的现金流情况。如下图所示,在四家综合类家具上市公司中,江山欧派经营性现金净流量与营业总收入的比值处于中上游水平,且较为稳定,说明公司产品获取现金的能力较强。

图28: 定制木门上市公司现金流情况对比



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

公司在营业收入和净利润方面保持较快增长,且在成本方面控制得当,净利率超过了索菲亚,凸显出较强的盈利能力。由于公司产品显著的定制化特点,存货余额处于相对较低水平,存货周转率处于较高水平,资产运营效率较高。此外,公司经营性现金净流量与营业总收入的比值较高稳定,说明公司销售产品获取现金的能力较强。

5 盈利预测与投资建议

木门行业市场空间约为2000亿元，农村木门需求数据往往被忽略。

城镇住房木门市场空间约为1350亿元。房地产行业的高速发展为木门行业提供了极大的发展空间，国内每年新增住房及二手房再装修需求共1500万套，以每套住房平均6樘门、每樘门出厂均价1500元计算，城镇住房木门市场空间约为1350亿元。随着居民可支配收入水平的提高，消费者对商品的要求更加多元，更加注重时尚化与个性化的设计，二次装修市场逐渐发展，市场需求不断放大。

除城镇市场外，广大农村市场依然存在较大市场空间，我国农村人口占总人口的43.90%，2015年全国农村居民人均可支配收入达到11421.7元，比上年名义增长8.89%。随着农村居民消费水平的提高，对于木门的需求也在不断的扩大，统计局数据显示，2015年农村农户竣工房屋建筑面积达到85316.78万平方米，如按照每15平米需要一樘木门计算，全年对木门需求为5687.79万樘，以每樘门出厂均价1500元计算，农村木门市场空间约为853亿元。

公司坚持经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道四维并进，工程客户渠道增速较快。基于公司与恒大签署的战略合作框架协议，预计公司17-19年来自恒大业务的业务规模增速有望达到90%、50%、35%，公司上市后，对接大型房地产商将具备更强话语权，企业信誉背书有助于拿单，工程客户渠道竞争力优于行业竞争对手。由于2016年年报公司并未披露工程客户渠道收入情况（恒大全年收入1.23亿元），当年数据根据2016年上半年数据计算所得（假设上半年渠道收入占比45%）。

表6: 工程客户渠道收入拆分及预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
恒大收入	58.19	123.00	233.70	350.55	473.24
YoY	59.69%	111.38%	90.00%	50.00%	35.00%
占工程客户渠道比重	31.85%	37.83%	47.27%	51.02%	52.09%
万科收入	70.82	116.66	151.66	197.16	256.30
YoY	--	64.73%	30.00%	30.00%	30.00%
占工程客户渠道比重	38.77%	35.88%	30.68%	28.69%	28.21%
世贸收入	8.57	14.67	19.07	24.79	32.22
YoY	-51.42%	71.14%	30.00%	30.00%	30.00%
占工程客户渠道比重	4.69%	4.51%	3.86%	3.61%	3.55%
中海收入	22.52	36.91	47.98	62.38	81.09
YoY	--	63.90%	30.00%	30.00%	30.00%
占工程客户渠道比重	12.33%	11.35%	9.71%	9.08%	8.93%
金地收入	14.16	--	--	--	--
YoY	--	--	--	--	--
占工程客户渠道比重	7.75%	--	--	--	--
阳光城收入	0.28	25.36	32.96	42.85	55.71
YoY	--	--	30.00%	30.00%	30.00%
占工程客户渠道比重	0.15%	7.80%	6.67%	6.24%	6.13%

其他工程渠道收入	8.14	8.55	8.98	9.43	9.90
YoY	-33.45%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
占工程客户渠道比重	4.46%	2.63%	1.82%	1.37%	1.09%
工程渠道总收入	182.68	325.14	494.35	687.15	908.46
YoY	--	77.98%	52.04%	39.00%	32.21%

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

零售渠道收入根据历史经销商数量增长以及经销商平均销售收入复合计算得到,公司目前拥有319家经销商,从经销商数量以及分布区域来看均存在扩展空间,假设规模经销商、单列经销商、普通经销商每年新增家数增长保持在10%-15%范围内。由于2016年年报公司并未披露零售客户渠道收入情况,当年数据根据2016年上半年数据计算所得。

表7: 零售渠道收入拆分及预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
规模经销商家数	31	34	37	41	46
新增经销商	4	3	3	4	5
平均收入(百万)	5.98	5.80	6.03	6.34	6.84
YoY	-11.33%	-2.98%	4.00%	5.00%	8.00%
收入合计(百万)	185.38	197.26	223.25	259.76	314.75
YoY	1.81%	6.41%	13.18%	16.35%	21.17%
单列经销商	128	125	130	137	147
新增经销商	3	-3	5	7	10
平均收入(百万)	0.49	0.57	0.62	0.67	0.75
YoY	0.55%	15.82%	8.00%	9.00%	12.00%
收入合计(百万)	63.17	71.44	80.25	92.18	110.78
YoY	2.96%	13.10%	12.32%	14.87%	20.18%
普通经销商	83	160	180	205	235
新增经销商	-4	77	20	25	30
平均收入(百万)	0.39	0.41	0.44	0.48	0.54
YoY	-30.48%	5.30%	7.00%	10.00%	12.00%
收入合计(百万)	32.24	65.44	78.77	98.69	126.70
YoY	-33.68%	103.00%	20.38%	25.28%	28.39%
零售渠道合计(百万)	280.79	334.14	382.27	450.62	552.23
YoY	-3.85%	143.55%	14.40%	17.88%	22.55%

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

由于外贸渠道受订单波动影响较大,2016年该渠道收入大幅下滑,基于稳健预期,假设该渠道收入维持当前水平。根据工程渠道、零售渠道、外贸渠道、出口渠道收入拆分,预计2017-2019年公司主营业务收入增速有望达到30.96%、28.39%、27.27%。

表8: 按渠道收入拆分及预测

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
工程渠道收入(百万)	182.68	325.14	494.35	687.15	908.46

YoY	137.37%	77.98%	52.04%	39.00%	32.21%
占总体比例	27.79%	42.42%	49.25%	53.32%	55.39%
毛利率		29.81%	28.34%	27.77%	27.61%
零售渠道收入 (百万)	280.79	334.14	382.27	450.62	552.23
YoY	-3.85%	19.00%	14.40%	17.88%	22.55%
占总体比例	42.72%	43.59%	38.08%	34.96%	33.67%
毛利率	30.10%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
外贸渠道收入 (百万)	118.30	1.70	1.70	1.70	1.70
YoY	--	--	0.00%	0.00%	0.00%
占总体比例	18.00%	0.22%	0.17%	0.13%	0.10%
毛利率	--	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
出口渠道收入 (百万)	64.51	94.22	113.07	135.68	162.82
YoY	-4.00%	46.05%	20.00%	20.00%	20.00%
占总体比例	9.81%	12.29%	11.26%	10.53%	9.93%
毛利率	19.89%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他收入 (百万)	10.99	11.29	12.42	13.66	15.03
YoY	-25.99%	2.73%	10.00%	10.00%	10.00%
占总体比例	1.67%	1.47%	1.24%	1.06%	0.92%
毛利率	66.89%	44.98%	44.98%	44.98%	44.98%
收入合计 (百万)	657.28	766.50	1003.81	1288.81	1640.23
Yoy	45.51%	16.62%	30.96%	28.39%	27.27%
毛利率	31.00%	31.11%	30.16%	29.68%	29.52%
主营业务成本 (百万)	453.52	528.04	701.03	906.33	1156.11

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

看好公司借助资本市场力量带来的先发优势,上调公司评级至买入。木门行业在大家居产业中偏向前端,家装入口意义更强,公司把握产业发展动向,生产及销售环节不断优化,作为行业内首家上市公司,有望借助资本市场力量不断提升市场占有率。预计公司2017-2019年分别实现主营业务收入10.04、12.89、16.40亿元,净利润1.32、1.67、2.10亿元,当前股价对应2017年30.79xPE。

6 风险提示

木门行业竞争格局恶化,新产能投产不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	370	564	699	985	1329
货币资金	122	249	331	502	711
应收及预付	147	206	223	297	382
存货	100	109	144	185	236
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	228	285	264	269	279
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	184	179	159	139	118
在建工程	0	6	8	9	12
无形资产	33	77	96	119	143
其他长期资产	11	23	1	3	6
资产总计	599	849	963	1254	1608
流动负债	225	351	384	507	651
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	225	351	383	507	651
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	13	55	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	55	3	4	4
负债合计	238	405	386	511	655
股本	61	61	81	81	81
资本公积	91	91	71	71	71
留存收益	203	292	424	591	801
归属母公司股东权	361	444	576	743	953
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	599	849	963	1254	1608

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	657	766	1004	1289	1640
营业成本	454	523	701	906	1156
营业税金及附加	6	8	9	12	15
销售费用	40	53	69	89	113
管理费用	53	60	86	105	134
财务费用	-2	-2	-8	-12	-17
资产减值损失	5	5	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	102	120	146	187	237
营业外收入	11	11	11	11	11
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	109	128	154	194	244
所得税	15	19	22	28	35
净利润	94	109	132	167	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	109	132	167	210
EBITDA	126	144	161	199	245
EPS (元)	1.55	1.80	1.64	2.06	2.59

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107	170	135	190	233
净利润	94	109	132	167	210
折旧摊销	21	21	22	22	23
营运资金变动	-15	42	-21	7	6
其它	7	-2	2	-6	-5
投资活动现金流	-28	-35	-1	-20	-24
资本支出	-28	-79	0	-18	-21
投资变动	0	0	-1	-2	-3
其他	0	43	0	0	0
筹资活动现金流	-24	-18	-52	2	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-5	0	-52	2	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-19	-18	0	0	0
现金净增加额	55	117	82	171	209
期初现金余额	61	122	249	331	502
期末现金余额	116	239	331	502	711

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	45.5	16.6	31.0	28.4	27.3
营业利润增长	75.5	17.7	21.8	27.9	26.6
归属母公司净利润增长	54.4	16.7	20.9	26.2	25.6
获利能力(%)					
毛利率	31.0	31.7	30.2	29.7	29.5
净利率	14.3	14.3	13.2	12.9	12.8
ROE	26.0	24.6	22.9	22.5	22.0
ROIC	38.0	54.0	48.9	63.8	80.8
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	47.7	40.1	40.7	40.7
净负债比率	-0.3	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
流动比率	1.65	1.61	1.82	1.94	2.04
速动比率	1.14	1.28	1.40	1.54	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.06	1.11	1.16	1.15
应收账款周转率	11.19	9.20	10.23	10.00	9.93
存货周转率	4.82	5.02	4.86	4.90	4.91
每股指标(元)					
每股收益	1.55	1.80	1.64	2.06	2.59
每股经营现金流	1.76	2.81	1.67	2.35	2.88
每股净资产	5.95	7.33	7.13	9.19	11.79
估值比率					
P/E	-	-	30.8	24.4	19.4
P/B	-	-	7.1	5.5	4.3
EV/EBITDA	-1.0	-1.7	23.3	17.9	13.7

 识别风险, 发现价值
 明

请务必阅读末页的免责声明

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。