

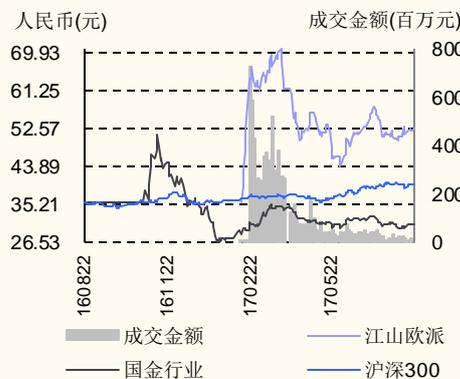
市场价格(人民币): 52.67元

B端业务合作深化, 产能扩充提升市占率

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	20.21
总市值(百万元)	4,256.58
年内股价最高最低(元)	70.73/35.76
沪深300指数	3740.99
上证指数	3286.91



相关报告

1. 《江山欧派公司研究-木门领军企业上市扩产, B、C端业务齐飞在即》, 2017.5.18

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiუსijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.55	1.80	1.53	1.85	2.35
每股净资产(元)	5.85	7.33	12.07	12.86	14.44
每股经营性现金流(元)	1.76	2.81	0.89	2.12	2.65
市盈率(倍)	N/A	N/A	34	28	22
行业优化市盈率(倍)	93	82	180	180	180
净利润增长率(%)	54.42%	16.68%	13.01%	21.26%	26.73%
净资产收益率(%)	26.42%	24.63%	12.67%	14.42%	16.28%
总股本(百万股)	60.61	60.61	80.82	80.82	80.82

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2017年上半年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元、6,537.52 万元和 5,943.10 万元, 同比分别增长 29.84%、12.99%和 9.41%。实现全面摊薄 EPS0.80 元/股, 基本符合我们的预期。经营活动净现金流为 225.48 万元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 74.17%/9.08%, 归母净利润同比增速分别为 76.39%/-7.58%。

经营分析

- 收入实现高速增长, 品牌、渠道建设投入导致盈利能力略减。上半年, 公司营收实现高速增长 (+29.84%), 毛利率升降至 32.24% (+0.85pct.)。期间费用率下降 4.28pct.。其中, 销售费用率和财务费用率分别增加 3.87pct.和 0.83pct., 销售费用率的增加主要系本期增加了品牌及渠道建设投入所致, 财务费用率的增加主要系由于美元汇率变动及保理费用增加所致; 管理费用率减少 0.42pct., 主要系由于本期增加研发、人员投入所致。归母净利率为 14.06% (-2.64pct.)。
- 公司经销商渠道已具业内领先优势, 牵手恒大深化 B 端业务。目前, 公司已拥有 300 余家经销商, 完成对全国 31 个省份的覆盖, 在渠道建设方面, 公司已经具备行业内领先优势。同时, 为了提升门店销售服务能力以及客户消费体验度, 公司于 2012 年开始进行专卖店升级, 加速“家立方”门店布局, 目前已完成 600 余家的建设, 促使整体竞争力得以大幅提升。今年 2 月公司公告, 出资 6,000 万元与恒大家居产业园, 合资设立河南恒大欧派门业有限责任公司。3 月, 公司与恒大大材料设备有限公司, 正式签订《战略合作框架协议》。恒大材料承诺未来三年内向公司采购总额不少于 10 亿元, 意向采购额不少于 20 亿元。近三年, 恒大材料在公司的整体采购金额已实现 50%以上的复合增长, 此次合作协议的签署, 进一步深化了双方在产品采购方面的合作, 并使得公司工程业务收入确定增长。另一方面, 公司目前与万科、中海、保利等国内前 50 强的地产公司有着良好合作关系, B 端业务下游客户资源充足。我们认为, 目前国内住宅门洞标准尚未统一, 导致木门 C 端业务难以实现规模化生产。而 B 端业务采取对同一地产商批量式供货, 将直接帮助木门企业实现规模化生产, 提升制造效率和毛利水平。因此, 我们看好公司牵手恒大, 深化 B 端业务发展带动未来盈利能力提升。

- **木门行业方兴未艾，公司扩充产能利好市占率提升。**我国木门行业 2016 年整体市场规模为 1,280 亿元，但收入超过 10 亿元的企业却仅有 2 家。另一方面，根据我们在公司研究报告《木门领军企业上市扩产，B、C 端业务齐飞在即》中的测算来看，未来三年木门需求将达到 1.31 亿樘，行业规模将超 1,800 亿元。因此，木门行业方兴未艾，木门企业市场份额提升具备极大空间。公司 2 月 IPO 上市募投扩建 50 万樘木门产能，8 月公告将再新建 120 万樘木门产能。若两项扩产项目顺利建设完成，公司整体产能将实现翻倍。同时，配合公司全新销售渠道“家立方”的拓展，未来市场占有率将获得大幅提升。

盈利预测与投资建议

- 公司 IPO 上市扩充木门产能，同时重点布局快速成长的定制柜类业务，我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 的为 1.53/1.85/2.35 元，对应 PE 分别为 34/28/22 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素

- 宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，IPO 募投建设和达产不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	452	657	766	1,009	1,251	1,588	货币资金	61	122	249	761	839	986
增长率		45.5%	16.6%	31.7%	24.0%	26.9%	应收款项	66	134	198	164	203	258
主营业务成本	-320	-454	-523	-705	-876	-1,114	存货	89	100	109	141	176	224
%销售收入	70.8%	69.0%	68.3%	69.8%	70.0%	70.2%	其他流动资产	9	15	8	17	21	26
毛利	132	204	243	304	375	474	流动资产	226	370	564	1,084	1,239	1,494
%销售收入	29.2%	31.0%	31.7%	30.2%	30.0%	29.8%	%总资产	50.9%	62.5%	66.4%	79.9%	81.7%	84.1%
营业税金及附加	-3	-6	-8	-10	-13	-16	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	179	184	185	183	180	176
营业费用	-25	-40	-53	-76	-98	-122	%总资产	40.3%	31.1%	21.7%	13.5%	11.9%	9.9%
%销售收入	5.6%	6.0%	6.9%	7.5%	7.8%	7.7%	无形资产	34	33	77	86	95	104
管理费用	-44	-53	-60	-86	-108	-134	非流动资产	218	223	285	272	277	282
%销售收入	9.7%	8.1%	7.8%	8.5%	8.6%	8.5%	%总资产	49.1%	37.5%	33.6%	20.1%	18.3%	15.9%
息税前利润 (EBIT)	60	105	123	133	158	202	资产总计	444	593	849	1,356	1,516	1,776
%销售收入	13.2%	16.0%	16.0%	13.2%	12.6%	12.7%	短期借款	5	0	0	0	0	0
财务费用	0	2	2	10	16	19	应付款项	132	207	302	293	364	462
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.0%	-1.3%	-1.2%	其他流动负债	13	17	48	82	101	128
资产减值损失	-2	-5	-5	0	0	0	流动负债	150	225	351	375	464	590
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	13	13	55	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	163	238	405	375	464	591
营业利润	58	102	120	143	174	221	普通股股东权益	281	355	444	976	1,039	1,167
营业利润率	12.8%	15.5%	15.6%	14.2%	13.9%	13.9%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	12	7	8	9	9	10	负债股东权益合计	444	593	849	1,356	1,516	1,776
税前利润	70	109	128	152	183	231	比率分析						
利润率	15.5%	16.5%	16.7%	15.1%	14.7%	14.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-10	-15	-19	-23	-28	-35	每股指标						
所得税率	13.6%	13.7%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.00	1.55	1.80	1.53	1.85	2.35
净利润	61	94	109	130	156	196	每股净资产	4.64	5.85	7.33	12.07	12.86	14.44
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.84	1.76	2.81	0.89	2.12	2.65
归属于母公司的净利润	61	94	109	124	150	190	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.50	0.61	0.78
净利率	13.4%	14.3%	14.3%	12.2%	12.0%	12.0%	回报率						
							净资产收益率	21.60%	26.42%	24.63%	12.67%	14.42%	16.28%
							总资产收益率	13.67%	15.81%	12.88%	9.11%	9.89%	10.70%
							投入资本收益率	17.21%	24.81%	21.18%	11.50%	12.74%	14.50%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-1.34%	45.50%	16.62%	31.70%	23.97%	26.93%
							EBIT增长率	5.62%	76.58%	16.95%	8.03%	18.58%	28.36%
							净利润增长率	16.05%	54.42%	16.68%	13.01%	21.26%	26.73%
							总资产增长率	19.03%	33.53%	43.30%	59.72%	11.74%	17.14%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	30	33	40	31	31	31
							存货周转天数	81	76	73	73	73	73
							应付账款周转天数	32	23	40	30	30	30
							固定资产周转天数	141	102	85	63	50	38
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-20.09%	-34.40%	-56.14%	-77.57%	-79.79%	-83.17%
							EBIT利息保障倍数	-126.3	-50.3	-62.1	-12.8	-9.6	-10.8
							资产负债率	36.69%	40.15%	47.71%	27.63%	30.64%	33.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	5	5	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.33	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-18	增持	53.43	65.70~65.70

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD