

2019年03月25日

证券研究报告·公司研究报告

江山欧派 (603208) 轻工制造

买入 (首次)

当前价: 37.50 元

目标价: 45.00 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

木门工装先行者，受益工程业务爆发

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是国内第一家上市的木门企业，经营势头良好，营收利润持续快速增长，2018 年公司实现营收 12.8 亿元，同比增长 27.1%，实现归母净利润近 1.6 亿元，同比增长 13%。公司主要销售渠道为零售渠道和工程渠道，当前零售稳步扩张、工程渠道迎来黄金发展期。公司产能布局领先，新募投产能预计从 2019 年开始放量，将是公司业绩快速增长的有力保障。
- **工程业务迎黄金发展期。** 在精装修比例提升趋势明确、地产龙头集中度提升以及政府保障安居工程大力推进的背景下，工程业务爆发将是木门行业未来几年的主要看点。公司是较早进入工装业务的木门龙头企业，具有明显先发优势，同时公司在交货周期、现金流、落地服务能力、项目管理能力等方面比中小企业更强。2018 年公司工程业务收入预计占比达到 60%，增速约 50%。公司与恒大、万科等国内龙头房企已建立合作关系，并同恒大签订战略合作协议，恒大 2017-2021 年意向采购金额预计达 20 亿元，同时与万科、保利、碧桂园的合作也在进一步深化，未来几年核心客户的订单有保障。
- **零售业务稳定增长，产能建设持续推进。** 公司已形成单列经销商、规模经销商和普通经销商的分层经销模式。目前已经覆盖全国 31 个省市，经销商数量超过 319 家，现有门店超过 1300 家，所覆盖三四线城市数量接近总覆盖城市数的 70%，区域布局完善，且三四线城市占比大，符合公司中端的价格定位和渠道下沉的战略目标。未来公司将继续推进门店扩张，零售业务稳定扩容。公司现有 20 万套实木复合门和 80 万套模压门的产能，新募投的 30 万套实木复合门和 30 万套模压门项目，从 2018 年起开始投产，预计从 2019 年开始放量，产能扩充有力支撑公司快速发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.92 元、2.50 元、3.29 元，未来三年归母净利润有望保持 25% 的复合增长率。由于 A 股尚无其他上市的木门企业，类比轻工行业中的工程业务标的，给予公司 2019 年 18 倍估值，对应目标价 45.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险，房地产行业不景气的风险，保障安居工程推进低于预期的风险，募投项目建设及达产进度或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1009.74	1282.73	1733.10	2260.28
增长率	31.74%	27.04%	35.11%	30.42%
归属母公司净利润 (百万元)	137.53	155.37	202.38	265.86
增长率	25.76%	12.97%	30.25%	31.37%
每股收益 EPS (元)	1.70	1.92	2.50	3.29
净资产收益率 ROE	12.89%	13.00%	14.81%	16.70%
PE	23	20	15	12
PB	3.12	2.76	2.40	2.04

数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	20.0-39.14
总市值(亿元)	30.31
总资产(亿元)	19.41
每股净资产(元)	13.03

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕数十载，木门行业龙头企业	1
2 行业概况：木门行业空间大，集中度提升和工程业务爆发是趋势	4
2.1 门类产品介绍	4
2.2 行业特点：起步晚、增速快、市场分散	5
2.3 行业趋势：工程业务爆发提升集中度，二次装修放量助力行业扩容	7
2.4 行业规模：2020 国内木门市场超千亿，工程业务约百亿	10
3 渠道、品类和产能扩张布局全线推进	11
3.1 经销业务布局完善，工装业务快速增长	11
3.2 品类扩张：木门引流，加力推进柜类业务	13
3.3 效能提升：产能扩张+效率优化	14
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 江山欧派历史沿革	1
图 2: 江山欧派主要木门产品	1
图 3: 江山欧派 2018 年三季报披露股权结构	2
图 4: 2011-2018 年公司营业收入及增速情况	2
图 5: 2011-2018 年公司归母净利润及增速情况	2
图 6: 2011-2017 年公司主要品类收入占比	3
图 7: 2011-2017 年公司主要品类的收入和增长率情况	3
图 8: 2011-2017 年公司和欧派家居毛利率对比	3
图 9: 2011-2017 年公司主要品类毛利率情况	3
图 10: 公司各销售渠道金额变化	4
图 11: 公司各销售渠道占比	4
图 12: 常见门的分类	4
图 13: 木门行业产业链	5
图 14: 2016 年至今公司主要原材料价格走势 (元/立方米)	5
图 15: 2004-2017 年中国木门行业产值 (亿元)	5
图 16: 2015 年按地区木门产值占比	5
图 17: 木门企业成立时间	6
图 18: 中国和美国市场木门行业市场集中度对比	6
图 19: 中国木门渠道需求构成	8
图 20: 中国和发达国家全 (精) 装修住房占比对比	8
图 21: 2014-2018 年国内房地产市场集中度变化	9
图 22: 主要房企 2017 年全装修比例	9
图 23: 2007-2018 年北京二手房和商品房每日交易量 (套)	9
图 24: 2013-2018 年杭州二手房和商品房每日交易量 (套)	9
图 25: 2015-2020 年全国存量房套数及预估 (万套)	10
图 26: 2015-2020 年全国二次装修房套数估测量 (万套)	10
图 27: 2013-2016H1 公司十大经销商明细	12
图 28: 公司各类型经销商年平均营收 (万元)	12
图 29: 公司工程业务主要合作客户	12
图 30: 公司工程业务前五大客户收入占比	12
图 31: 公司工程业务收入及同比增速变化 (百万元)	13
图 32: 中国木门需求构成	13
图 33: 2013-2017 年公司产能变化	14
图 34: 公司主要产品的产能利用率和销售产能比	14
图 35: 公司信息化管理流程	15

表 目 录

表 1: 木门主要企业.....	6
表 2: 17 省全 (精) 装修政策梳理.....	8
表 3: 国内木门市场规模预测.....	10
表 4: 公司经销商合作模式.....	11
表 5: 分业务收入及毛利率.....	15
表 6: 可比公司估值表.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

1 公司概况：深耕数十载，木门行业龙头企业

公司是国内木门领先品牌：江山欧派成立于2004年7月，是一家集研发、生产、销售和服务于一体的木门企业，位于中国“木门之都”——中国江山。经过13年的发展，公司已拥有国内先进的木门生产线、完善的营销网络及服务体系，并同恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名房地产企业建立了长期战略合作伙伴关系。公司于2017年2月10日在上交所上市，是国内木门行业首家上市公司。

图1：江山欧派历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

专注木门制造，拥有完善的产品体系：公司一直专注于木门业务，主要木门产品为夹板模压门和实木复合门，囊括了简约、欧式、中式等不同风格特点。公司“欧派”品牌下的木门产品种类繁多，模压门产品方面有“雅居系列”、“爱家系列”、“安居系列”、“轩尚系列”、“坤和系列”、等五大系列产品，实木复合门方面有“经典系列”、“荣耀系列”、“拉斐系列”、“臻品系列”四大系列产品。2014年底公司新立木门产品品牌“欧罗拉”，定位于零售市场中以“年青”、“时尚”、“简约”、“个性化”为消费特点的市场群体。并于2015年1月全资设立江山欧罗拉家居有限公司负责经营“欧罗拉”品牌木门产品销售。

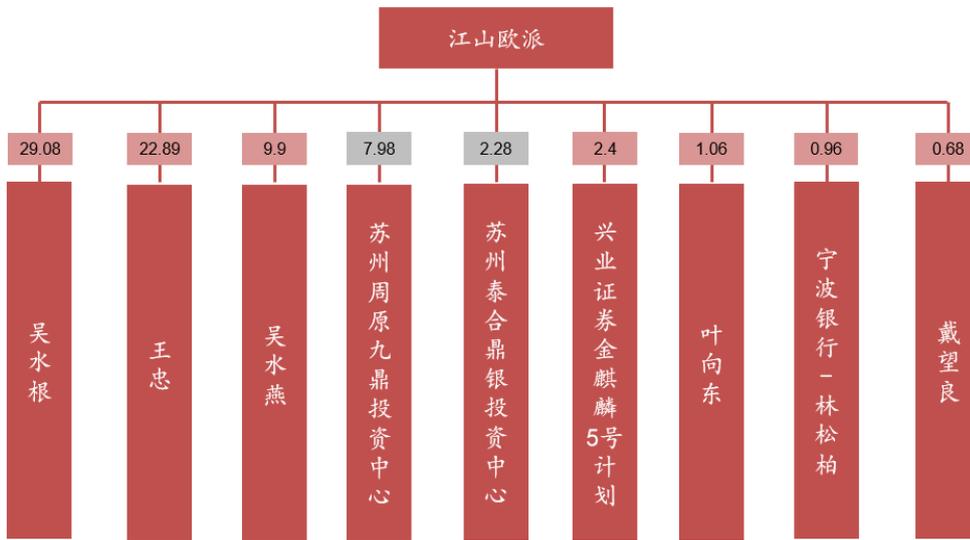
图2：江山欧派主要木门产品

	卧室系列				厨卫系列			
	简欧	田园	中式	现代	简欧	田园	中式	现代
实木复合免漆门								
实木复合烤漆门								

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中度高：董事长及控股股东吴水根目前持有公司股份比例为29.08%，其妹夫王忠和妹妹吴水燕分别持有公司22.89%和9.9%的股权，王忠担任公司总经理，吴水燕担任公司副总经理，控股股东及其亲属持有公司股份达61.87%，并占据除独董之外的所有董事席位，控制权集中，有利于管理层战略的高效决策与实施和公司未来发展决策的制定。周原九鼎和泰合鼎银是一致行动人，所持公司股份于2018年2月解禁，截至2018年10月，两家共计减持公司股份2.8%，持股比例分别下降到7.98%和2.28%。

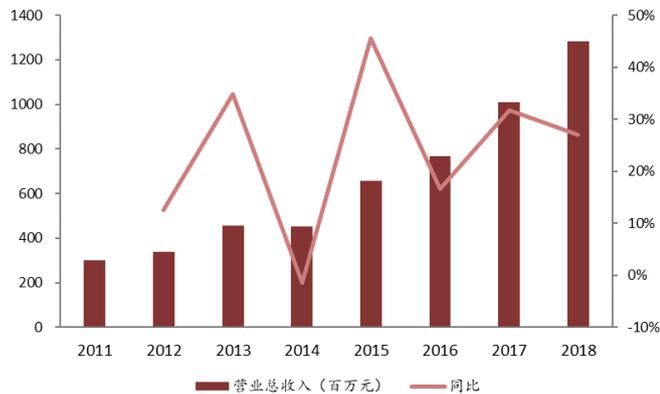
图 3：江山欧派 2018 年三季度披露股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

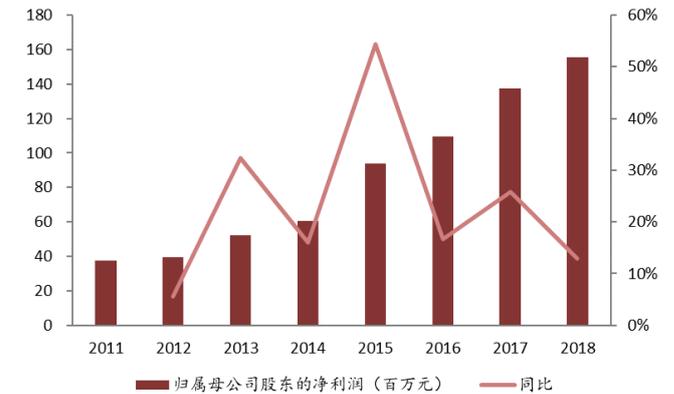
营业收入和净利润保持快速增长：过去数十年，伴随国内房地产市场的快速发展，公司营收和归母净利润总体保持高速增长。2011 至 2017 年，公司营收年复合增速达到 22%，归母净利润年复合增速为 24%。14/15 年收入和归母净利润出现波动，主要是公司对经销商整顿调整对短期业绩造成了影响。2018 年公司收入达到 12.8 亿元，同比增长 27.1%，归母净利润达到约 1.6 亿元，同比增长 13%。

图 4：2011-2018 年公司营业收入及增速情况



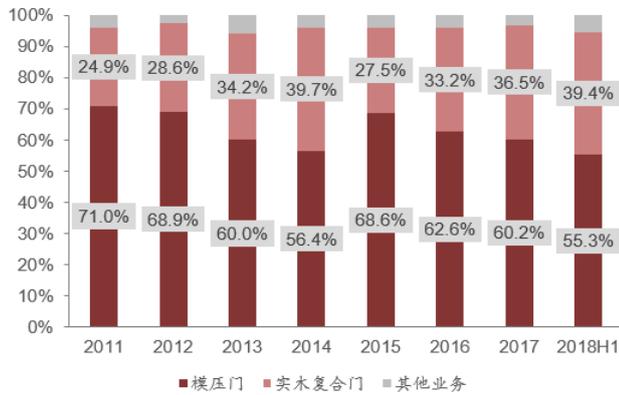
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2011-2018 年公司归母净利润及增速情况

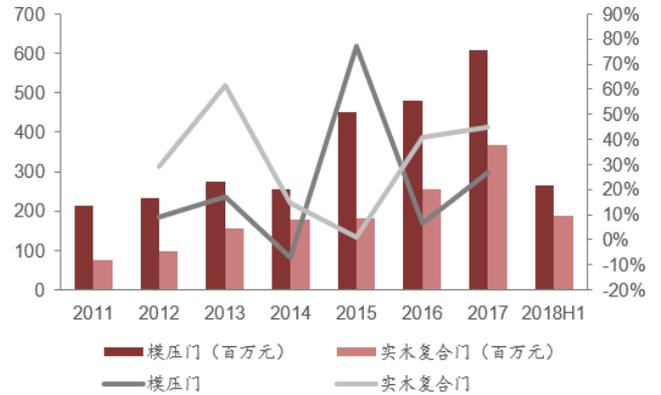


数据来源：Wind，西南证券整理

从细分品类看，公司的高速增长主要由实木复合门的迅速扩张所带动。2018H1 公司实木复合门收入 1.89 亿元，同比增长 35%，对公司总收入的占比也接近 40%，过去 6 年的复合增速达到 30.4%，表明公司消费群体购买力向中高端产品线迁移。

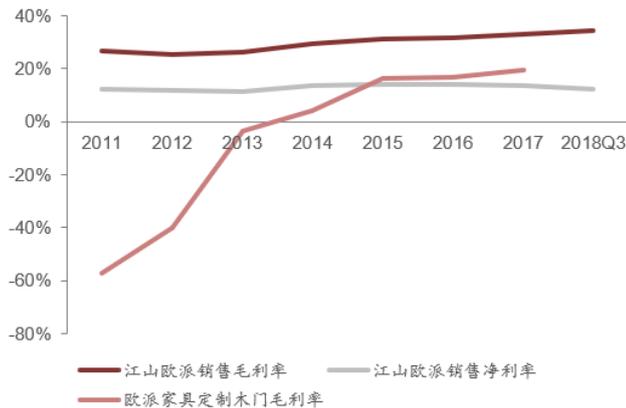
图 6: 2011-2017 年公司主要品类收入占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

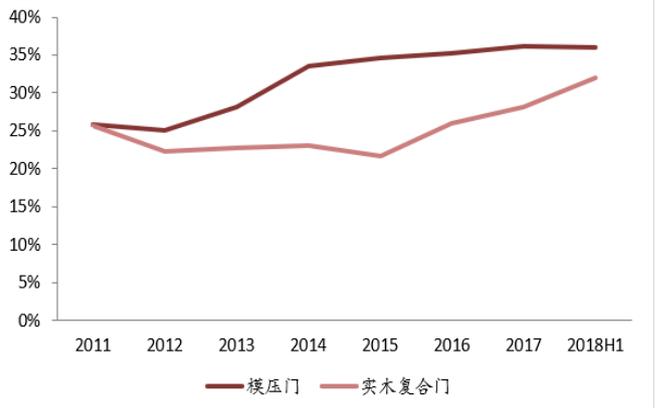
图 7: 2011-2017 年公司主要品类的收入和增长率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司盈利能力稳定, 2018Q3 毛利率达到 34.2%, 归母净利率为 12.5%, 优于木门行业整体水平。从细分品类看, 公司模压门的毛利率高于 35%, 实木复合门毛利率也接近于 30%。随着工程业务占比扩大, 公司规模优势逐渐显现, 两大品类的毛利率最近年呈上升趋势。

图 8: 2011-2017 年公司和欧派家居毛利率对比


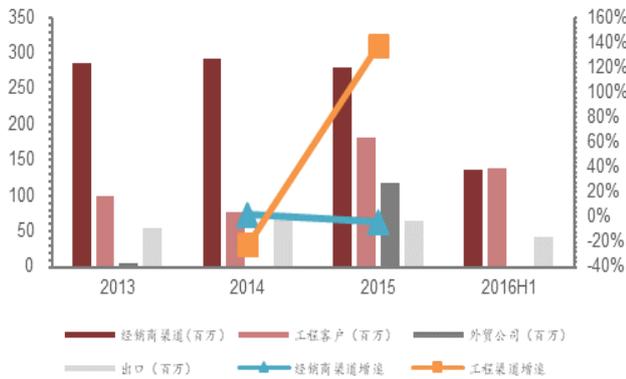
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2011-2017 年公司主要品类毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

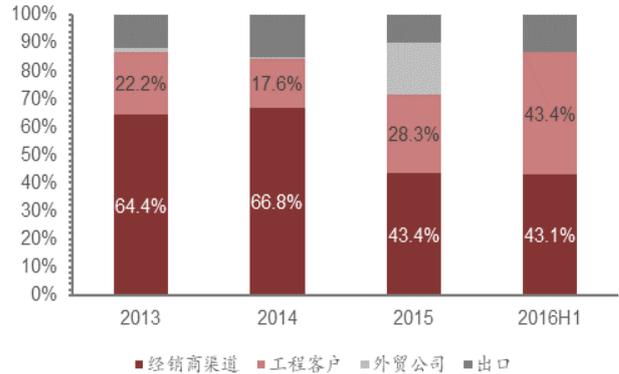
工程业务快速发展。销售模式上, 公司主要的销售渠道有四个: 经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道。公司过去以经销商渠道为主, 占比曾高达 70%, 近年随着公司发力工程渠道, 工程渠道占比迅速提升, 目前工程渠道已经超越经销商渠道成为公司的主要销售渠道, 18 年工程渠道预计贡献收入占比接近 60%。

图 10: 公司各销售渠道金额变化



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 11: 公司各销售渠道占比



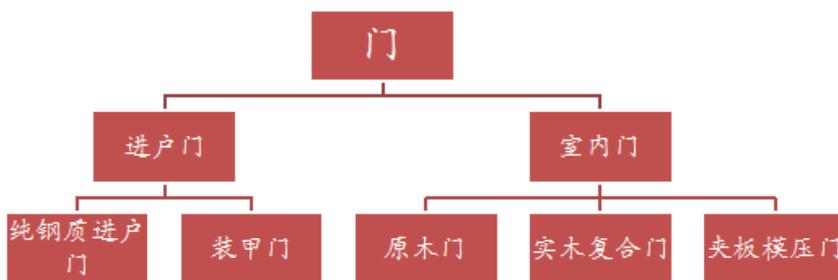
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

2 行业概况: 木门行业空间大, 集中度提升和工程业务爆发是趋势

2.1 门类产品介绍

根据房间的功能性分类来看, 门的主要品类为进户门和室内门, 进户门即为防盗门, 基本上是一户一扇的配置, 相比之下, 室内门的消费数量更高, 室内门按房间主要分为客卧室门和厨卫门, 按材质主要有实木门、实木复合门和夹板模压门, 其中, 实木复合门和夹板模压门因高性价比、外观精美、隔音效果优良是使用率最高的门类产品。

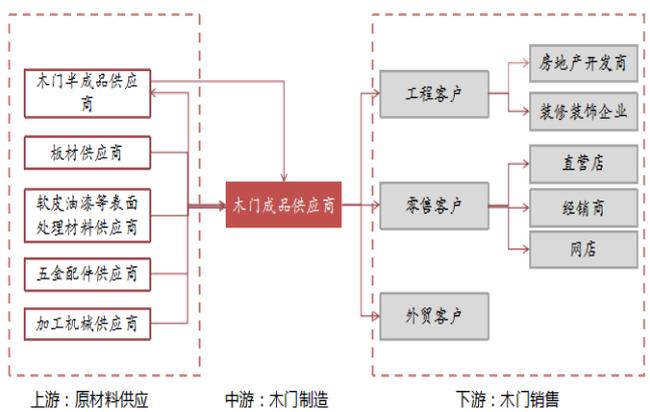
图 12: 常见门的分类



数据来源: 公开数据, 西南证券整理

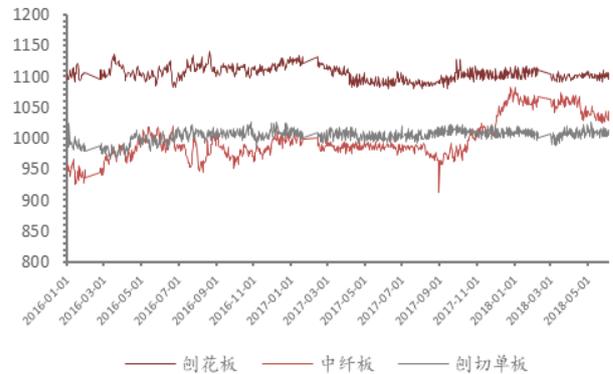
从木门行业的产业链来看, 木门上游为原材料及配件供应商, 属于充分竞争行业, 2017 年原材料价格出现上涨, 作为公司主要原材料之一的中纤板从 2017 年四季度起价格上涨了 10%, 导致公司 2018 年一季度毛利率受到明显影响。但从 18Q1 后原材料价格走势逐渐回落, 我们认为原材料价格的影响因素在减弱, 公司 2019 年的毛利率会逐步回升。

图 13: 木门行业产业链



数据来源：公开数据，西南证券整理

图 14: 2016 年至今公司主要原材料价格走势 (元/立方米)

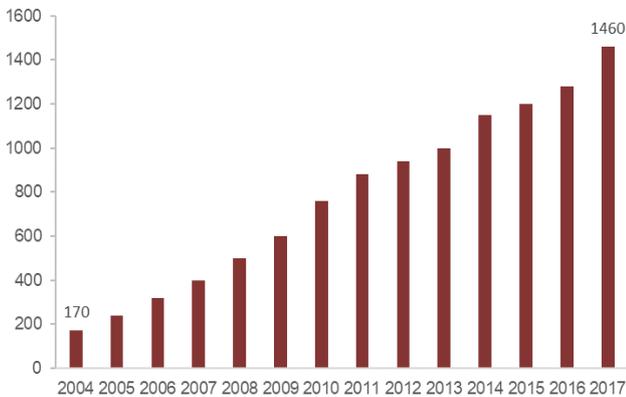


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 行业特点：起步晚、增速快、市场分散

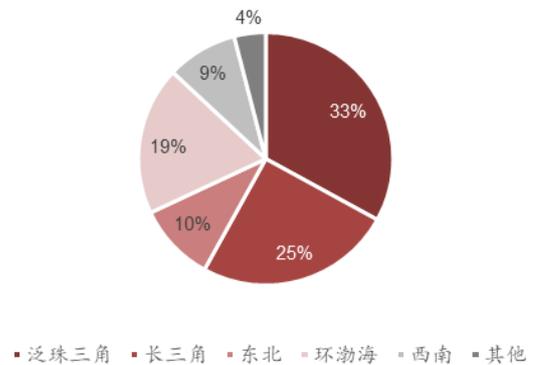
同国外相比，我国木门市场起步较晚，发展历史不到 20 年，但行业发展迅速，2004 年规模以上木门企业的产值仅有 170 亿，2017 年产值达到 1460 亿，12 年复合增速达到 18%。连续数十年的高速增长后，行业增速回归到 10% 左右，但仍高于全球门窗行业 6% 的复合增速。受木材供给区域集中度高的影响，国内木门供给端的区域性特点明显，产能主要集中在泛珠三角、长三角。东北和环渤海地区，产能占比达到 87%。

图 15: 2004-2017 年中国木门行业产值 (亿元)



数据来源：智研咨询，西南证券整理

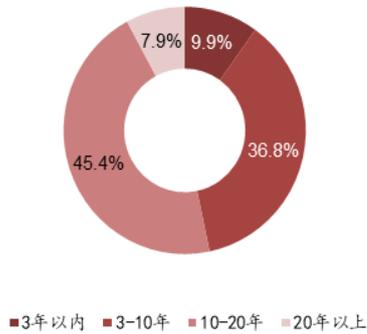
图 16: 2015 年按地区木门产值占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

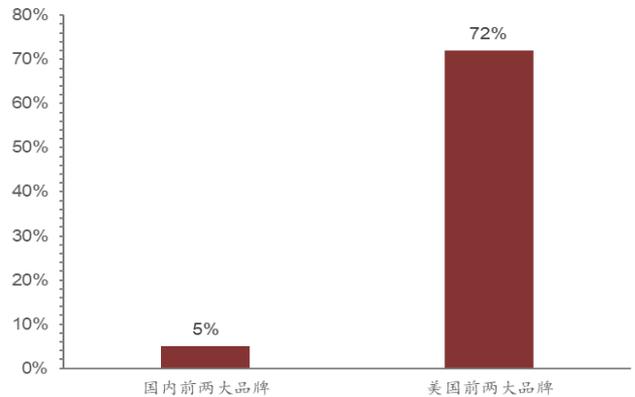
木门行业的高速增长，吸引众多中小厂商进入，从最新的统计数据看，成立 20 年以内的木门企业占据了整体数量的 92%，10 年以内的企业占据 46.7%。全国达到工厂化生产的木门企业数量已经超过 6000 家，但绝大部分都是作坊式生产，生产、营运能力都相对传统，市场前两位的领导品牌 TATA 和梦天的市占率均不到 5%，而美国前两大木门品牌商 Jeld-Wen 和 Masonite 的市占率超过 70%，对比之下，国内市场集中度还很低，整合空间大。

图 17: 木门企业成立时间



数据来源: 全国企业信用信息公示系统, 西南证券整理

图 18: 中国和美国市场木门行业市场集中度对比



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

造成市场集中度低的主要原因:

- 木门生产受气候影响大, 比如南北方空气中的含水率不同就导致木门生产工艺和技术的差别, 生产的标准化程度低, 规模扩张的难度更高;
- 消费者在装修时首先接触到的是室内装饰公司, 装修公司一般会有木工业务, 因此装修公司也会分流一部分消费者的木门需求, 导致多渠道竞争, 企业对流量入口的抢占显得非常重要;
- 国内建筑门洞的标准不统一, 木门行业的标准制定仍然落后, 标准不统一导致对企业的柔性化生产能力要求较高, 而国内企业的柔性化产能建设相对滞后, 给了众多中小型以及作坊式生产企业发展空间, 造成市场较为分散。但随着门洞尺寸标准化提升, 木门企业有大规模投入的潜在需求, 能促成大企业批量化规模化生产, 成本优势凸显, 逐渐挤压中小企业退出市场。

尽管木门行业市场集中度低, 龙头品牌的市占率不突出, 但经过数十年的发展, 部分产能集中地的龙头企业已经在区域内实现了产能、渠道以及品牌的领先优势, 能够享受价格更低的供应链采购和效率更高的制造优势, 盈利能力突出。目前, 梦天、TATA 和江山欧派的市场份额在逐年提升, 我们判断市场集中度提升是未来木门行业的大趋势。

表 1: 木门主要企业

企业名称	简介	成立时间	侧重区域
	浙江梦天木业集团有限公司: 是国内最早研发、生产、销售木质复合门的大型现代化企业之一。	1989 年	长三角区域
	北京阔阔同创工贸有限公司: 是中国最早致力于成品居室门研发、生产、销售、服务的专业企业之一, 营销能力强, 零售渠道知名度较高。	1999 年	环渤海区域
	江山欧派门业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, 中国木门第一家上市公司	2004 年	长三角区域

企业名称	简介	成立时间	侧重区域
 华鹤木门 品味生活 品位家	华鹤集团有限公司：是一家以家具、木门、衣柜生产和销售为主业的大型现代化家居产业集团，是中国最具规模的家具、木门生产和出口基地之一，是中国家居与木门行业的著名品牌。	1956年	东北地区
 RCCZ 润成创展木门	广东润成创展木业有限公司：是一家集设计、开发和生产于一体的专业生产室内木门等装饰配套产品的大型现代化企业，隶属佛山市新润成企业集团。	2001年	珠三角
 星星套装门	重庆星星套装门有限责任公司：全国最大室内装饰套装门生产企业之一，农业产业化重点龙头企业、重庆名牌。	1962年	西南地区
 Mexin 美心家美木门	重庆美心集团：中国名牌产品、中国驰名商标，重庆市建材行业重点企业。	1989年	西南地区
 OPPEIN 欧派	欧派家居集团股份有限公司：位于广州市的大型综合家居集团，从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产销售和安装服务。	2011年（木门）	珠三角

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

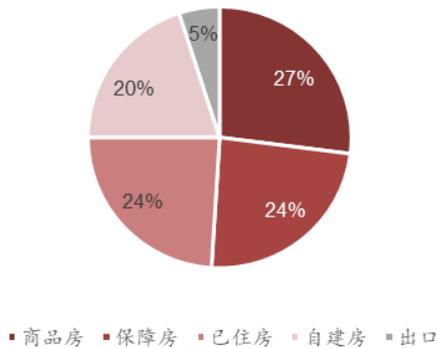
2.3 行业趋势：工程业务爆发提升集中度，二次装修放量助力行业扩容

关于工程业务：在当前房企集中度及精装房渗透率提升的背景下，我们认为工程业务或将持续快速增长，木门和瓷砖是最适合工程业务的品类，公司作为木门工程业务的龙头公司，或将享受到行业集中度提升的红利。

工程业务对供应商要求高，更利龙头企业。一是工程渠道客户单次订单的供货量非常大，对木门企业及时、批量供货能力有非常高的要求，中小企业的产能有限，无法满足工程渠道的大订单需求；二是工程渠道客户普遍采用赊销的方式，账期比较长，对供应商的资金要求非常高。一般是安装后到验收完成支付贷款的80%，账期一般都在半年到一年，对企业的资金实力要求高。三是工程渠道客户对供应商的安装以及售后服务要求高，而中小企业基本上是作坊式的生产企业，运营模式相对传统，服务能力上要远逊于已经拥有规模优势的龙头企业。四是已经拥有规模优势的中大型企业在供货价格上更具优势。综合下来，工程渠道的快速发展利好经营能力突出的龙头企业。

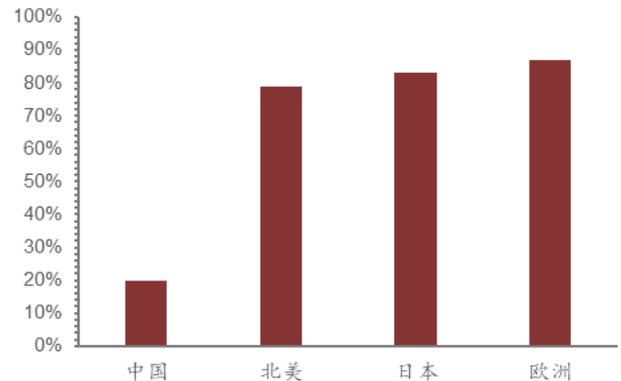
精装修比例及房企集中度提升或促工程业务持续放量。我国目前全（精）装房占比还很低，全国整体占比仅20%+，对比欧美发达国家80%的高占比，国内标准化程度还有很大提升空间。

图 19: 中国木门渠道需求构成



数据来源: 中国林业工业协会, 西南证券整理

图 20: 中国和发达国家全(精)装修住房占比对比



数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

1) 国家推进装配式住宅以及保障安居工程, 鼓励全(精)装修。《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积将达到 30%, 受益于精装房渗透率快速提升, 主流房企的精装修比例保持高位, 工程业务近几年有望呈现爆发式增长。目前全国已有 17 个省市出台了全(精)装修政策, 多省通过设立阶段政策目标、划拨土地、资源倾斜和财政奖励等方式, 推行鼓励全装修政策。政策上的大力支持, 是护航未来全(精)装修比例提升的有力保障。

表 2: 17 省全(精)装修政策梳理

省市	政策目标	实现或执行时间
北京	全市保障房 100%全装修	2015 年 5 月
黑龙江	新建住房全装修比例不低于 30%	2015 年 5 月
宁夏	新建住宅全装修的面积比例达到年度竣工面积的 30%	2016 年 1 月
浙江	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修	2016 年 10 月
上海	新建住宅全装修比例, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤、金山和崇明区 30%	2017 年 1 月
山东	全省、新建高层建筑 100%全装修	2017 年 1 月
河北	新建住房全装修比例不低于 60%	2017 年 6 月
海南	全省新建住宅 100%全装修	2017 年 7 月
湖北	全省新建公共租赁住房实施全装修	2017 年 7 月
安徽	政府新建建筑全部全装修, 合肥新建住宅全装修比例达到 30%	2017 年 12 月
河南	全省新建住宅 100%全装修	2018 年 1 月
山东	全省新建高层小高层住宅 100%全装修	2018 年 1 月
内蒙古	新建住宅全装修比例达到 80%以上	2018 年 9 月
四川	全省新建住宅 50%全装修	2020 年 1 月
江苏	全省新建住宅 60%全装修	2025 年 1 月

数据来源: 地方政府网站, 西南证券整理

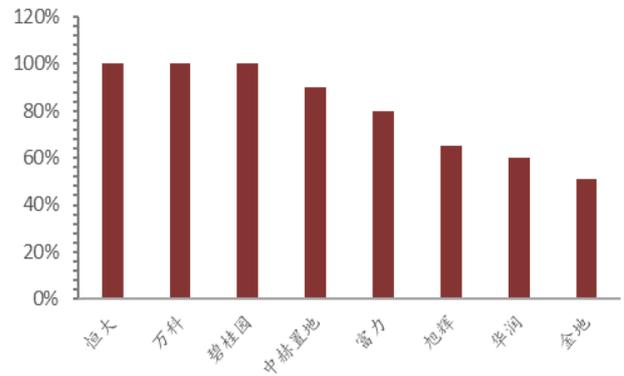
2) 这几年房地产集中度提升的趋势非常明显, 龙头房企销售面积和销售金额的增速均显著高于行业平均, 行业进入到大鱼吃小鱼的阶段, 而龙头房企的精装房渗透率高, 带动整个房地产市场的精装房渗透率进入加速上升期。

图 21: 2014-2018 年国内房地产市场集中度变化



数据来源: Wlind, 西南证券整理

图 22: 主要房企 2017 年全装修比例

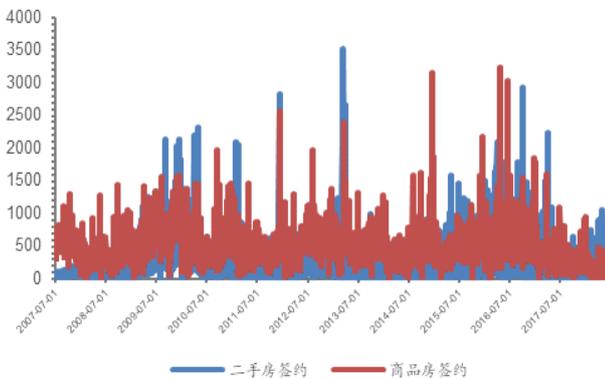


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

二次装修促木门需求总量提升: 商品房政策已经推行 20 余年, 以 10-15 年的翻新频率来看, 现进入到二手房大面积翻新期; 且随着二手房交易量的逐步放大, 新房主对房子进行重新翻修的需求较为迫切。

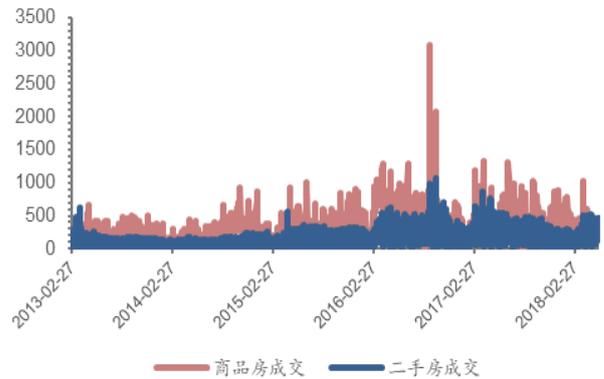
我国二手房市场目前正处在爆发的起点上, 一二线城市已经进入到存量房的时代, 二手房的销量逐年提升, 甚至逐渐超越新房的销售。二手房的销售增长, 势必促进旧房翻修市场的进一步发展, 也会为木门行业的增长带来空间。

图 23: 2007-2018 年北京二手房和商品房每日交易量 (套)



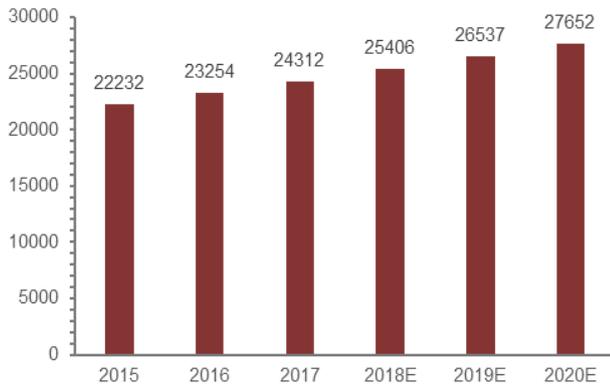
数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 24: 2013-2018 年杭州二手房和商品房每日交易量 (套)

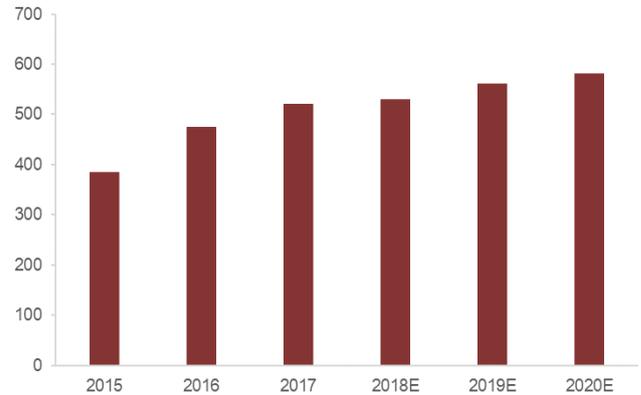


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

中国的商品房市场发展始于 80 年代, 按照住房翻新周期一般在 10-15 年来看, 将会有大量的存量房需要进行二次翻修。目前市场存量房已经达到约 2.5 亿套, 并且呈稳定增长态势, 预计到 2020 年年二次装修数量将达到近 600 万套, 增量空间大, 木门需求也将保持持续增长。

图 25: 2015-2020 年全国存量房套数及预估 (万套)


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

图 26: 2015-2020 年全国二次装修房套数估测量 (万套)


数据来源: 中国产业网, 西南证券整理

2.4 行业规模: 2020 国内木门市场超千亿, 工程业务约百亿

关于整个木门行业的未来规模有多大, 我们从需求端入手来做预估。除了工程业务, 木门的下游需求来源还包括个体毛坯房装修、办公楼和商业用房、和已住房的二次装修。整体估算, 至 2020 年木门就这四大核心渠道的需求量超过 1000 亿。工程渠道即商品房的全装修部分, 需求量超过 100 亿元。

表 3: 国内木门市场规模预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅竣工面积 (万平方米)	80868.26	73777.36	77185.19	79500.75	81885.77	84342.34	86872.61
全(精)装修比例 (%)	13.71	15.71	18.71	21.71	24.71	27.71	30.71
精装房竣工面积 (万平方米)	11087.04	11590.42	14441.35	17259.61	20233.97	23371.26	26678.58
每 100 平需要的木门数 (扇)	4	4	4	4	4	4	4
精装房装修木门需求 (万扇)	443.5	463.6	577.7	690.4	809.4	934.9	1067.1
每扇门均价 (元/扇)	915.14	942.60	970.87	1,000.00	1,030.00	1,060.90	1,092.73
市场规模 1 (亿元)	40.58	43.70	56.08	69.04	83.36	99.18	116.61
住宅 (万平) 销售面积	105,181.79	112,405.68	137,539.93	144,788.77	140,445.11	133,001.52	127,548.45
全(精)装修比例 (%)	13.71	15.71	18.71	21.71	24.71	27.71	30.71
毛坯房自装面积 (万平方米)	90,761.37	94,746.75	111,806.21	113,355.13	105,741.12	96,146.80	88,378.32
每 100 平需要的木门数 (扇)	4	4	4	4	4	4	4
住宅装修木门需求数 (万扇)	3630.5	3789.9	4472.2	4534.2	4229.6	3845.9	3535.1
每扇门均价 (元/扇)	1,098.17	1,131.12	1,165.05	1,200.00	1,236.00	1,273.08	1,311.27
市场规模 2 (亿元)	398.69	428.68	521.04	544.10	522.78	489.61	463.55
办公楼和商业营业用房 (万平)	11582.38	12164.2	14638.18	17594.344	18474.06	19397.76	20367.65
每 100 平需要的木门数 (扇)	1	1	1	1	1	1	1
木门需求数 (万扇)	115.82	121.64	146.38	175.94	369.48	581.93	814.71
每扇门均价 (元/扇)	1,372.71	1,413.89	1,456.31	1,500.00	1,545.00	1,591.35	1,639.09
市场规模 3 (亿元)	15.90	17.20	21.32	26.39	57.08	92.61	133.54

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
二次装修套数 (万套)	352.4	384.4	474.5	521.2	530.2	560.8	582.5
每套平均木门需求 (扇/套)	4	4	4	4	4	4	4
木门需求数 (万扇)	1,700	1,956	2,324	2,528	2,844	3,184	3,540
木门平均单价 (元/扇)	1,098.17	1,131.12	1,165.05	1200	1,236.00	1,273.08	1,311.27
市场规模 4 (亿元)	186.69	221.25	270.76	303.36	351.52	405.35	464.19
合计 (1+2+3+4) (亿元)	641.9	710.8	869.2	942.9	1014.8	1086.7	1177.9

数据来源: Wind, 中国产业网, 西南证券整理

3 渠道、品类和产能扩张布局全线推进

3.1 经销业务布局完善, 工装业务快速增长

渠道布局完善, 零售业务稳定增长。经过多年的摸索和改革, 公司目前已初步建立并形成了单列经销商、规模经销商和普通经销商并存的多层次经销商管理体系。单列分销商是公司深度开发重点省份江苏和浙江而发展的深入到市县、直接管理和合作的客户; 规模经销商是指发行人的省级代理商和跨地级市的大代理商。发行人与这些经销商签订加盟经销协议, 将在整个省份或者省内几个地级行政区域的经销权赋予一个经销商; 普通经销商是指江浙区域外, 只能在其地级或县级区域内开店自营的经销商。

表 4: 公司经销商合作模式

	单列经销商	规模经销商	普通经销商
主要区域市场特点	毗邻公司的浙江、江苏两省, 经济发展水平好	主要集中在中东部省份, 经济发展水平好	主要集中在西部省份, 经济发展水平一般
是否可以发展下线经销商	原则上不可以	可以	原则上不可以
对经销商的管理效率	高效	高效	一般
对终端市场的响应速度	快	较快	快
市场投入	主要品牌推广、渠道建设、市场开拓和售后服务等由公司负责, 管理成本高	主要品牌推广、渠道建设、市场开拓和售后服务等由公司负责, 管理成本高	距离较远, 公司管理成本高
终端市场的信息反馈	快且真实	较慢且存在失真的风险	较快且真实
经销商的利润来源	自身经销产品所得	自身经销产品所得+发展下级经销商的经营所得	自身经销产品所得

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

从最近几年核心客户的情况看, 公司重点客户保持稳定, 2013 年至 2016 年前十大客户变动不大, 并且各类型经销商的年平均提货额也保持稳定水平, 规模经销商约在 600 万左右, 单列分销商 50 万, 由于公司于 2015 年开始进行区域整顿, 对管理经营不善的规模经销商实施关停政策, 新开普通经销商, 因此普通经销商数量增长较多, 造成平均收入略有下降。总体上公司经销业务模式逐步成熟, 客户稳定性高, 业务发展有保障。

图 27: 2013-2016H1 公司十大经销商明细

序号	2013年	2014年	2015年	2016年H1
1	杨正文	杨正文	杨正文	杨正文
2	刘红	马志明	舒泽辉	舒泽辉
3	马志明	张于	马志明	陈荣添
4	王震	舒泽辉	张于	张于
5	章帮华	杨森	陈荣添	马志明
6	张兆	万国泉	万国泉	刘红
7	谢胜	施成雷	施成雷	章帮华
8	郑建新	刘红	章帮华	张兆
9	舒泽辉	陈荣添	杨森	谢胜
10	邢精密	章帮华	刘红	杨森

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

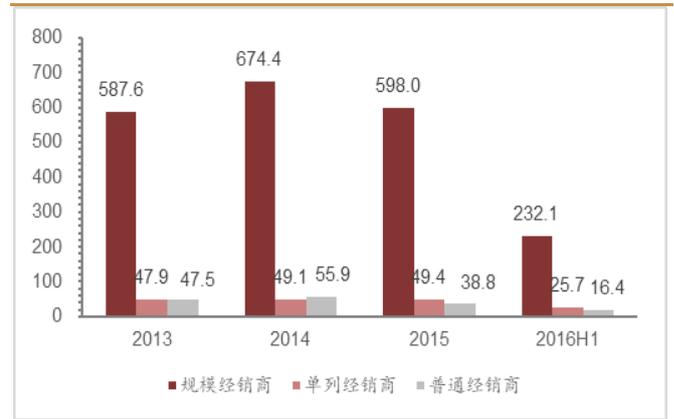
根据公司 2017 年招股说明书披露的数据, 公司在全国范围内已经发展 319 家经销商, 覆盖 31 个省份, 根据公司官网公布的最新数据, 公司的销售网点分布于 238 个地级市和 434 个县市级城市, 公司渠道下沉布局完善, 在三四线城市的布局相对领先, 特别是在一二线城市的全(精)装比例不断上升的背景下, 公司受到的冲击相对较小。公司目前在全国范围内的门店数达到 1300 家, 未来将继续推进门店的渠道下沉, 零售业务或将继续保持稳定增长态势。

工程业务快速发展。 公司从 2012 年进入工程业务, 已成立专门的部门促进工程业务的发展。公司聚焦核心客户的战略, 前五大客户占工程业务总收入的占比高达 90% 以上。目前公司已经和万科、恒大、绿地、保利等龙头房地产达成合作关系, 且已经成为万科和恒大的 A 类供应商。同时公司也开始用工程代理方式推进与其他中型地产商的合作, 公司实行每个地方一个工程代理, 以保证迅速回款, 解决应收账款的问题。

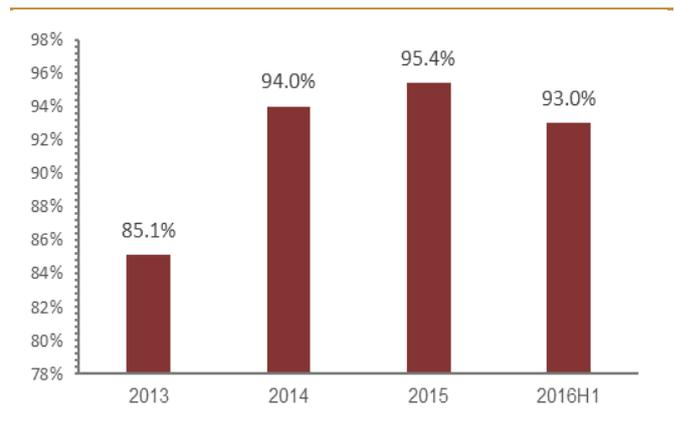
图 29: 公司工程业务主要合作客户


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

工程业务对生产商的资金实力和生产运营能力有较高要求。公司作为国内工程业务布局的领先企业, 对工程业务的切入早。公司和同业比较之下相对优势也很突出, 一是工程业务利润率相对零售较小, 龙头企业尚未全力涉足; 二是, 相比龙头企业, 公司的定价优势明显; 三是同中小企业对比, 公司交货有保障、落地服务能力和项目管理能力更强, 现金流更充裕。工程渠道已经成为公司营收最主要的来源, 估计 2018 年工程业务收入在 7 亿+, 对总营收的

图 28: 公司各类型经销商年平均营收(万元)


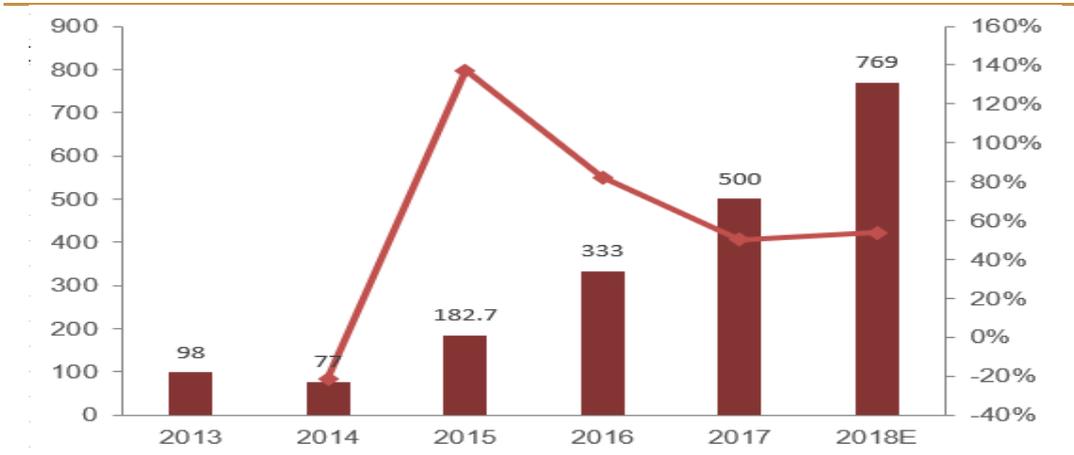
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 30: 公司工程业务前五大客户收入占比


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

占比达到 60%左右，增速约为 50%。随着公司工程业务占比提升，连同公司产能的不断扩张，公司将会受到更多合作方的青睐，并且还可以以木门为入口，扩大合作品类的范围，成长性强。

图 31：公司工程业务收入及同比增速变化（百万元）



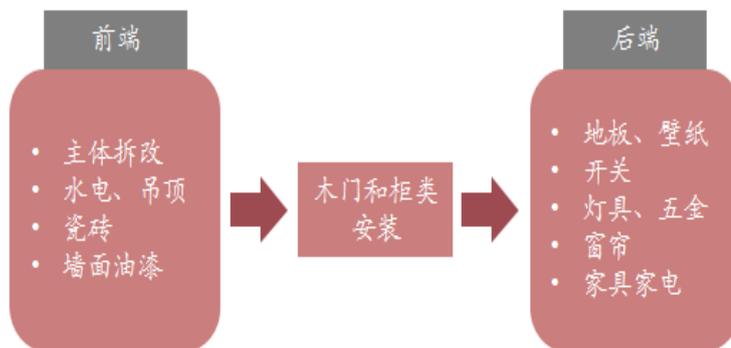
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

从客户方面看，公司与恒大签订《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 年-2021 年意向采购金额约 20 亿元，19 年在兰考项目投产的支撑下收入或将达到 4 个亿。公司同万科的合作在 18 年进一步加深，渗透率还有较大提升空间，19 年或将进一步放量。保利精装房或从 19 年开始上量，有望成为公司工程业务的重要增量。核心客户未来几年的订单有保障，持续看好公司工程业务的进一步发展。

3.2 品类扩张：木门引流，加力推进柜类业务

从 2015 年以来，一站式集中采购成为大客户特别是房地产企业和互联网家装公司重要的采购模式，如向单一的供应商同时采购木门、衣柜、橱柜等其他家装建材产品。从个体消费者来看，2014 年之前，装修模式主要是“半包”，即装修公司负责施工和辅材，主材由业主负责。之后“全包”兴起，目前在一线城市集中化采购也是大趋势。而木门是整个家居装修的前端产品，能够对后端的橱柜衣柜等品类起到很强的导流作用。在大家居发展趋势的背景下，木门进行品类拓展具有优势。

图 32：中国木门需求构成



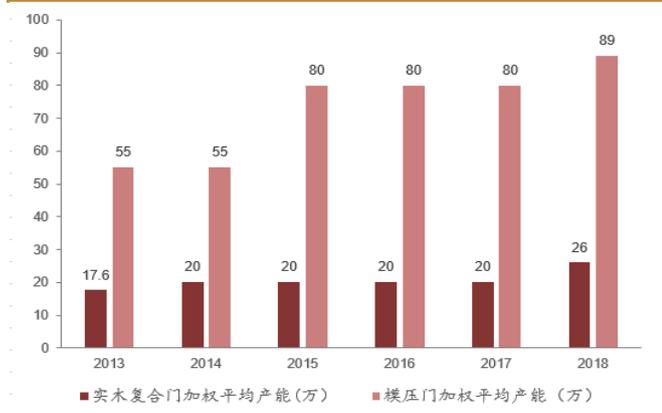
数据来源：房天下，西南证券整理

公司募投资金建设年产 20.5 万件定制柜类产品项目，项目投产后将全部面对工程渠道客户（地产开发商）和互联网家装企业大客户，不通过经销商渠道销售。工程渠道客户和互联网家装企业的特点是，重点关注产品品质的稳定性和统一性，对供应商的产品的品牌及商标没有明显要求。公司内部测算，仅依靠现有开发合作的地产客户就足以消化项目达产后的产能，因此项目的确定性高，投产后将成为公司有利的业绩增长点。

3.3 效能提升：产能扩张+效率优化

产能扩张：公司现有实木复合门 26 万套和模压门 89 万套的产能，从招股说明书里公布的数据来看，公司产能利用率保持高位，两大品类的产能利用率均超过 90%，特别是模压门总体处于超产能的生产的状态。从销售端看，在公司订单量快速增长的情况下，产量有短缺的迹象，两大品类的销售产能比均超过 100%。

图 33：2013-2017 年公司产能变化



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 34：公司主要产品的产能利用率和销售产能比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司募投的 30 万套实木复合门项目和 30 万套模压门项目正在建设中，该项目在 2018 年开始投产，产能投放计划为：第一年投产 60%，第二年产能达到 80%，第三年 100%。项目投产后，将能有效缓解公司目前产能紧张的情况，也能更好的帮助公司更进一步开拓工程业务客户。产能扩大将是公司未来几年业绩增长的主要保障。

效率提升：一是在工艺与环保技术的创新上，公司引进和使用德国 MOGAG 和意大利 MAKOR 等国际先进设备，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。并且公司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。

在信息化建设上，公司已着手进一步完善以用户为中心的全程信息化 SCM 供应链管理。通过信息化管理手段，建立高效、畅通的内部信息沟通机制，大量信息得以顺畅流动，使设计、采购、生产和销售等环节实现直接、有效沟通。

图 35: 公司信息化管理流程

SCM供应链 - 以用户为中心的全程信息化



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

在环保政策日趋严格的情况下，公司对环保的加力投入将会进一步公司在行业中的领先地位。配置先进设备突出公司的资金优势、产能优势以及保证公司出产的更高质量的产品。全信息化建设，将能进一步推动公司运营效率的提升，这也是公司未来竞争力不断提升的保障。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：工程业务方面，恒大和万科合作持续深入，渗透率提升，开拓保利作为新客户，带动木门工程需求放量；

假设 2：经销商渠道未来三年每年新开 200 家门店；

假设 3：公司原料价格保持稳定，工程业务占比提升规模效应显现，毛利率稳步提升，18-20 年分别为 33.6%、34.1%和 34.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 5: 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
工程业务	收入	522.2	757.1	1,135.7	1,590.0
	增速	54%	45%	50%	40%
	毛利率	33.0%	34.0%	35.0%	36.0%
经销商渠道	收入	398.9	436.0	457.8	480.7
	增速	19%	9%	5%	5%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%
外贸公司	收入	14.1	12.0	12.0	12.0
	增速	-12%	-15%	0%	0%
	毛利率	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
海外	收入	62.6	65.8	65.8	65.8
	增速	-1%	5%	0%	0%
	毛利率	17%	18%	18%	18%
其他业务	收入	11.9	11.8	11.8	11.8
	增速	5%	-1%	0%	0%
	毛利率	69%	50%	50%	50%
家装渠道	收入			50.0	100.0
	增速				100%
	毛利率			25%	25%
合计	收入	1009.7	1282.9	1733.1	2260.3
	增速	31.8%	27.0%	35.1%	30.4%
	毛利率	32.9%	33.6%	34.1%	34.8%

数据来源：Wind, 西南证券

结论与评级

由于 A 股尚无其他上市的木门企业，我们选取轻工行业中的工程业务标的做可比公司，19 年平均 PE 近 18 倍。

表 6：可比公司估值表

股票简称及代码	每股收益 (元)			市盈率		
	18E	19E	20E	18E	19E	20E
帝欧家居 (002798)	0.99	1.23	1.77	23	19	13
志邦家居 (603801)	1.70	2.13	2.67	20	16	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.92 元、2.50 元、3.29 元，未来三年归母净利润有望保持 25% 的复合增长率。类比轻工行业中的工程业务标的，给予公司 2019 年 18 倍估值，对应目标价 45.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险，房地产行业不景气的风险，保障安居工程推进低于预期的风险，募投项目建设及达产进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1009.74	1282.73	1733.10	2260.28	净利润	137.57	155.37	202.38	265.86
营业成本	677.23	851.36	1141.53	1473.29	折旧与摊销	23.32	32.19	37.48	43.66
营业税金及附加	11.19	13.23	18.24	15.60	财务费用	9.13	10.26	13.86	18.08
销售费用	105.57	116.54	162.91	226.03	资产减值损失	10.31	8.93	10.00	10.00
管理费用	77.66	97.87	147.31	203.42	经营营运资本变动	-67.57	-25.84	-12.00	-26.58
财务费用	9.13	10.26	13.86	18.08	其他	-79.51	-9.42	-9.18	-10.73
资产减值损失	10.31	8.93	10.00	10.00	经营活动现金流净额	33.24	171.50	242.54	300.29
投资收益	13.67	0.00	0.27	0.27	资本支出	-200.26	-100.00	-150.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	59.74	0.00	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-140.53	-100.00	-149.73	-159.73
营业利润	158.40	184.54	239.51	314.12	短期借款	8.63	-8.63	0.00	0.00
其他非经营损益	1.43	-1.75	-1.42	-1.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	159.83	182.79	238.09	312.78	股权融资	446.52	0.00	0.00	0.00
所得税	22.26	27.42	35.71	46.92	支付股利	-33.13	-27.51	-31.07	-40.48
净利润	137.57	155.37	202.38	265.86	其他	71.52	-10.26	-13.86	-18.08
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	493.54	-46.40	-44.94	-58.56
归属母公司股东净利润	137.53	155.37	202.38	265.86	现金流量净额	384.25	25.10	47.87	82.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	633.28	658.37	706.24	788.24	成长能力				
应收和预付款项	377.27	455.18	625.95	811.36	销售收入增长率	31.74%	27.04%	35.11%	30.42%
存货	136.45	172.38	230.36	298.36	营业利润增长率	32.10%	16.50%	29.79%	31.15%
其他流动资产	3.06	3.89	5.25	6.85	净利润增长率	25.79%	12.94%	30.25%	31.37%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.35%	18.94%	28.13%	29.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	339.55	394.31	483.78	567.07	毛利率	32.93%	33.63%	34.13%	34.82%
无形资产和开发支出	168.50	181.55	204.60	237.65	三费率	19.05%	17.52%	18.70%	19.80%
其他非流动资产	49.49	49.49	49.49	49.49	净利率	13.62%	12.11%	11.68%	11.76%
资产总计	1707.59	1915.17	2305.68	2759.01	ROE	12.89%	13.00%	14.81%	16.70%
短期借款	8.63	0.00	0.00	0.00	ROA	8.06%	8.11%	8.78%	9.64%
应付和预收款项	454.14	534.33	739.93	952.33	ROIC	38.87%	29.86%	30.79%	32.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.90%	17.70%	16.78%	16.63%
其他负债	177.77	185.93	199.53	215.08	营运能力				
负债合计	640.55	720.26	939.46	1167.42	总资产周转率	0.79	0.71	0.82	0.89
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	5.53	5.70	5.34	5.16
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	应收账款周转率	7.80	7.02	7.43	7.25
留存收益	396.59	524.46	695.77	921.15	存货周转率	5.48	5.47	5.63	5.54
归属母公司股东权益	995.00	1122.87	1294.18	1519.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.29%	—	—	—
少数股东权益	72.04	72.04	72.04	72.04	资本结构				
股东权益合计	1067.04	1194.91	1366.21	1591.60	资产负债率	37.51%	37.61%	40.75%	42.31%
负债和股东权益合计	1707.59	1915.17	2305.68	2759.01	带息债务/总负债	1.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.25	1.98	1.86
					速动比率	2.05	1.95	1.69	1.57
					股利支付率	24.09%	17.70%	15.35%	15.22%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	190.85	226.99	290.85	375.86	每股收益	1.70	1.92	2.50	3.29
PE	22.54	19.95	15.32	11.66	每股净资产	12.31	13.89	16.01	18.80
PB	3.12	2.76	2.40	2.04	每股经营现金	0.41	2.12	3.00	3.72
PS	3.07	2.42	1.79	1.37	每股股利	0.41	0.34	0.38	0.50
EV/EBITDA	12.71	10.54	8.06	6.02					
股息率	1.07%	0.89%	1.00%	1.31%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn