

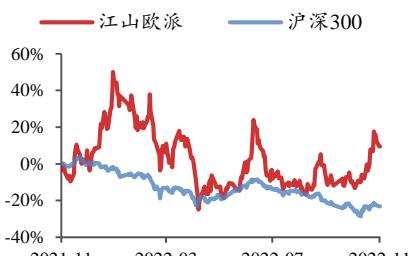
江山欧派 (603208.SH) 木门品价比优势显著，营销改革下新业务放量可期

2022 年 11 月 23 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/11/22
当前股价(元)	48.50
一年最高最低(元)	88.08/36.40
总市值(亿元)	66.24
流通市值(亿元)	66.24
总股本(亿股)	1.37
流通股本(亿股)	1.37
近 3 个月换手率(%)	78.1

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 品价比优势显著，营销改革新业务放量可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司根植木门领域十余载，主营木门研产销，产品环保、设计性突出，连续 5 年获地产 500 强首选室内木门类供应商。公司深化营销改革，经销商业务及工程代理业务放量节奏明确；公司逐渐降低对恒大等大客户依赖，持续开发优质国、央企客户，叠加款清发货业务占比提升，坏账风险有效控制、资金压力有望缓解。我们预计 2022-2024 年归母净利润为 0.8/3.9/4.6 亿元，对应 EPS 为 0.6/2.9/3.4 元，当前股价对应 PE 为 81.4/17.0/14.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 采购、生产优势降低生产成本，品价比优势赢得高市场认可度

木门品价比优势显著 **(1) 产品方面：**公司加大研发投入、重视原材料检验，木门设计突出、环保性强。产品研发费用占营收比重稳定在 4%，处于同业领先。

(2) 价格方面：采购端严格供应商管理体系叠加产业集群优势，采购成本低于同业水平；生产端规模化生产配合智能制造设备，降低单位生产成本并满足定制门高交付要求。采购及生产优势下木门生产成本/出厂价格低于同业水平。

● 抢占家居产品流量入口，以家装公司为主的经销商渠道增长可期

公司积极推进营销改革，零售端抢占家居产品流量入口，大力开拓以家装公司为主的各类经销商，且款清发货模式有效降低坏账风险。2022Q1-Q3 经销渠道主营收入占比提升至 30%，2022Q3 末经销商数量达到 22409 家（以家装公司为主）。我们测算 2024 年经销商将突破 70000 余家，收入突破 25 亿元。

● 工程渠道市占率稳步提升，代理商款清发货模式降低坏账风险

公司满足工程客户在质量/价格/服务/交付量方面的高交付要求，叠加价格战竞争激烈/房地产资金链紧张/环保政策严格/原材料价格上涨，我们测算 2021 年工程渠道市占率升至 9.3%；发展工程代理商渠道，截至 2022H1 代理商突破 370 家，收入占比达到 24.57%，款清发货模式有效降低坏账风险，资金压力有望缓解。

● 风险提示：下游客户资金链紧张导致计提坏账水平上升，精装修渗透率提升不及预期，经销商提货不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,012	3,157	3,252	4,033	4,637
YOY(%)	48.6	4.8	3.0	24.0	15.0
归母净利润(百万元)	426	257	81	389	462
YOY(%)	63.0	-39.7	-68.3	377.5	18.9
毛利率(%)	32.2	29.1	26.8	26.9	27.0
净利率(%)	14.1	8.1	2.5	9.6	10.0
ROE(%)	24.3	13.6	4.3	17.8	17.9
EPS(摊薄/元)	3.12	1.88	0.60	2.85	3.38
P/E(倍)	15.6	25.8	81.4	17.0	14.3
P/B(倍)	4.0	3.7	3.7	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 江山欧派：木门行业龙头企业，品牌形象良好	5
1.1、 根植于木门领域多年，成长为国内木门行业龙头	5
1.2、 财务分析：2021年/2022H1利润承压，盈利能力仍有提升空间	6
1.3、 股权结构集中稳定，家族成员持股比例高	10
2、 木门行业发展进入成熟期，市场集中度有望提升	10
2.1、 木门行业迈向成熟期，行业产值稳步上升	10
2.2、 木门行业发展驱动因素分析	11
2.2.1、 宏观经济增长及人口结构变化利好木门行业发展	11
2.2.2、 房地产政策宽松持续刺激下，地产销售弱复苏拐点初现	12
2.2.3、 精装房渗透率提升、二次装修需求增长带动木门行业发展	14
2.3、 行业集中度仍有提升空间，质量/环保/服务为核心竞争优势	15
2.3.1、 区域性特征明显，行业集中度仍有提升空间	15
2.3.2、 木门企业核心竞争力：从价格竞争转向质量、服务竞争	17
3、 高品质、低价格木门具备品价比优势，产品市场认可度高	19
3.1、 产品：积极扩展品类，强研发投入下设计、环保优势突出	19
3.1.1、 木门品种多样，积极扩展柜类、防火门等新品类	19
3.1.2、 重视研发投入，产品设计新颖、符合绿色环保要求	21
3.2、 价格：采购、生产优势降低木门生产成本及出厂价格	22
3.2.1、 采购端：严格供应商管理+产业集群效应，原材料采购优势明显	23
3.2.2、 生产端：规模化生产+智能制造设备+全流程系统满足定制门交付要求	23
4、 积极推动营销变革，工程代理与经销商业务潜力十足	25
4.1、 零售业务：积极推动营销变革，加大经销渠道招商力度	25
4.2、 大宗业务：工程直营与工程代理渠道齐头并进	27
4.2.1、 工程渠道市占率逐步提升，直营业务持续绑定优质国、央企大客户	27
4.2.2、 扩展工程代理商缓解现金流压力	28
5、 三季报点评：减值带来盈利短期承压，渠道改革成效显著	30
6、 催化因素：疫情防控优化和楼市兜底政策密集出台利好公司短期估值和业绩修复	30
7、 盈利预测与投资建议	31
7.1、 关键假设	31
7.2、 相对估值	32
8、 风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1： 江山欧派成长为国内木门行业龙头企业，品牌形象良好	5
图 2： 2015-2021年公司营业收入稳步提升	7
图 3： 2021年/2022H1归母净利润同比-39.67%/-34.29%	7
图 4： 内销收入稳步提升，外销收入维持稳定	7
图 5： 内销收入为主，外销收入维持稳定	7
图 6： 2019-2020年柜类产品营收增速快	8
图 7： 模压门为公司主要收入来源	8
图 8： 大宗渠道增速放缓，经销商渠道增速提升	8

图 9: 2021 年/2022H1 经销商渠道收入占比提升.....	8
图 10: 整体毛利率维持稳定, 模压门毛利率最高.....	9
图 11: 大宗渠道毛利率高于经销渠道毛利率.....	9
图 12: 2021 年起销售费用率上升系加速营销改革所致.....	9
图 13: 公司盈利水平总体向好、短期承压.....	9
图 14: 江山欧派股权集中、稳定, 家族成员持股比例高.....	10
图 15: 木门行业总产值稳步提升	11
图 16: 中国 GDP 逐年上升, 宏观经济态势良好.....	11
图 17: 城镇居民家庭人均可支配收入逐年上涨.....	11
图 18: 2010-2021 年中国城镇化率稳步上升	12
图 19: 2020 年中国适婚适育人口占比达 42.36%.....	12
图 20: 2022 年 1-7 月全国住宅商品房销售额/销售面积累计同比-31.40%/-27.10%	13
图 21: 2022 年 7 月住宅商品房面积同比-30.27%.....	14
图 22: 2022 年 5-7 月 30 大中城市商品房成交面积同比降幅收窄	14
图 23: 各地累计颁布精装修/全装修政策数量逐年提升.....	14
图 24: 2016-2021 年我国精装修房渗透率稳步上升	14
图 25: 2022 年 2-5 月新开楼盘精装修率提升	15
图 26: 2021 年精装修住宅开盘数量小幅下降.....	15
图 27: 2018-2021 年住宅地产完工面积中, 全装修/精装修+部分装修占比稳步提升	15
图 28: 2016-2021 年我国木门行业 CR3、CR4、CR6 稳步上升	16
图 29: 2021 年我国木门行业 CR3=3.08%.....	16
图 30: 2021 年美国室内门龙头 CR3=27.46%.....	16
图 31: 2021 年木门行业部分原材料价格高涨, 挤压中小企业生存空间	17
图 32: 木门质量问题引发的消费纠纷占比最高.....	18
图 33: 材料与环保性是近三成消费者装修时首要关心点.....	18
图 34: Z 世代购物过程中希望品牌方提供全面、周到、可触达的服务	18
图 35: Z 世代倾向于通过平台 KOC 测评、圈内同好口口相传获得产品信息.....	18
图 36: 木门产品品种多样, 积极扩展柜类、防火门等新品类.....	19
图 37: 江山欧派研发投入逐年提升	21
图 38: 公司研发费用占营收比重处于领先水平.....	21
图 39: 与浙江农林大学合作完成专利研究, 推动企业生产的环保升级	21
图 40: 江山欧派木门单位原材料采购成本低.....	23
图 41: 规模化、自动化、智能化木门生产线提供产能保障, 满足交付需求	24
图 42: 建设全流程信息化系统建设提高经营效率、快反能力	24
图 43: 营销变革下, 2021-2022H1 经销商数量迅速扩张	26
图 44: 2021-2022H1 经销渠道收入迅速增长	26
图 45: 进入公司经销商体系后, 完成培养周期并开始提货则为有效经销商	27
图 46: 2021 年起恒大集团采购额同比下降.....	28
图 47: 2019 年起恒大在工程渠道收入占比持续下滑	28
图 48: 2022H1 工程代理渠道收入 3.12 亿元 (+34.13%)	29
图 49: 2020-2022H1 工程代理商数量迅速增长	29
图 50: 2022H1 信用减值损失大幅改善.....	29
图 51: 工程直营渠道回款风险导致资金压力凸显.....	29
表 1: 江山欧派根植于木门领域多年, 成长为国内木门行业龙头	6

表 2: 2021 年 12 月份以来房地产政策逐步走向边际宽松以促进房地产市场平稳健康发展	12
表 3: 因城施策鼓励合理购房需求	13
表 4: 我国木门行业区域性特征明显	16
表 5: 木门产品满足差异化消费需求	19
表 6: 目前江山欧派木门设计年产能超 300 万套, 柜类产品年产能约 20.5 万套, 防火门年产能约 20 万套	20
表 7: 与同业相比, 江山欧派产品平均单价/生产成本优势明显 (单位: 元/樘)	22
表 8: 与淘宝平台木门品牌相比, 江山欧派实木复合门价格优势明显 (单位: 元/樘)	22
表 9: 凭借木门品价比优势, 公司荣获多项荣誉	25
表 10: 预计 2024 年经销渠道收入突破 25 亿元	27
表 11: 预计 2024 年工程渠道市场规模约为 191.27 亿元	28
表 12: 预计 2022-2024 年总营业收入为 32.51/40.32/46.42 亿元, 同比+3%/+24%/+15%	31
表 13: 江山欧派当前股价对应 2022 年 PE 为 81.4/17.0/14.3 倍, 对应 EPS 为 0.60/2.85/3.38 元	32

1、江山欧派：木门行业龙头企业，品牌形象良好

集研发、生产、销售、服务于一体，持续发力品类、渠道、品牌。江山欧派于2006成立后持续根植于木门领域，成长为国内木门行业的知名龙头企业。

(1) 品类：公司核心品类为实木复合门、夹板模压门，并向防火门、入户门、柜类等新领域扩展。

(2) 渠道：公司积极建立全覆盖、多元化、立体化的营销网络，目前已拥有经销商、工程客户、外贸公司和出口等多元销售渠道。

(3) 品牌：公司欧派品牌与欧罗拉品牌专注木门产品，花木匠品牌则着力于橱柜衣柜产品。依托于强大的研发设计能力、丰富的产品款式、良好的产品品质，公司树立良好品牌形象。经过十余年的品牌沉淀，公司已成为国内龙头室内木门品牌，荣获“中国木门领军企业”、“中国购房者首选家居品牌”等多项殊荣。

图1：江山欧派成长为国内木门行业龙头企业，品牌形象良好



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、根植于木门领域多年，成长为国内木门行业龙头

公司发展历程可分为三个阶段：

(1) 2004-2010年：布局外销与国内零售市场。2008年公司主动打开内销市场以应对金融危机下的外需疲软风险；聘请明星蒋雯丽作为产品代言人，在中央2台、7台投放长期广告、扩大品牌在零售端的影响力。

(2) 2011-2016年：提升木门生产能力，发力工程渠道。2012年公司建成目前国内木门行业先进的自动化实木复合门生产线，完善规模化、标准化、自动化生产能力以满足工程客户的交付要求，提升木门制造品质、产能、加工精度为发力工程端打下基础。

(3) 2017年至今：成立多个子公司，上市后发展提速。此阶段公司积极布局多元化产品，进一步提升产能以满足国内旺盛的精装修需求。

表1：江山欧派根植于木门领域多年，成长为国内木门行业龙头

年份	公司大型事件梳理
2004-2010 年：布局外销与国内零售市场	
2006 年	江山欧派门业有限公司成立
2007 年	公司外贸出口量占了全国木门出口的 3%；创新产品“EPC 生态门”和“烤漆门”投产，持续“产品型多元化”
2008 年	公司主动打开内销市场以应对金融危机下的外需疲软风险；聘请明星蒋雯丽作为产品代言人；在中央 2 台、7 台大力投放长期广告
2009 年	公司新增工业用地 350 亩建设欧派门产业园
2010 年	公司新园区一期 8.5 万平方米厂房竣工投产，二期 10 万多平方米厂房开工建设；在欧盟、乌克兰、印度注册“欧派”海外商标，开始着手布局海外直销
2011-2016 年：打磨木门生产能力，发力工程渠道	
2011 年	公司改制为江山欧派门业股份有限公司
2012 年	公司成立工程销售部，开拓工程渠道，与恒大正式签订战略合作协定；建成目前国内木门行业先进的自动化实木复合门生产线，确保木门的制造品质和加工精度、提高产能
2013 年	公司原木门拉斐系列上市；与中国台湾健峰企管集团合作，系统完善企业 SS 管理
2014 年	公司入围年度万科集团合格供应商名录；提交首次公开发行股票申请；荣获第二届南京青奥会供应商
2015 年	公司全资设立江山欧罗拉家居有限公司，由该公司负责经营“欧罗拉”品牌木门产品销售；由“浙江省欧派门业木制品研究院”正式批准为“省级企业研究院”
2016 年	公司成立子公司-江山欧派木制品有限公司；欧派产业园项目正式签约，总规划用地 500 多亩
2017 年-至今：成立多个子公司，上市后发展提速	
2017 年	公司荣获万科“A 级材料设备供应商”称号；于上交所 A 股主板上市；成立子公司-江山花木匠家居有限公司
2018 年	公司成立子公司-江山欧派进口有限责任公司
2019 年	公司成立子公司-江山欧派工程材料有限公司
2020 年	公司成立控股子公司-江山欧派安防科技有限公司，进军入户门市场；成立全资子公司江山欧派全屋定制有限公司、重庆江山欧派门业有限公司；公司特种门窗产业园项目开工建设，实现产品多元化，增强产品综合竞争力
2021 年	2021 年公司拟通过公开发行可转债券募集资金 5.83 亿，其中 4.2 亿投入重庆江山欧派年产 120 万套木门项目

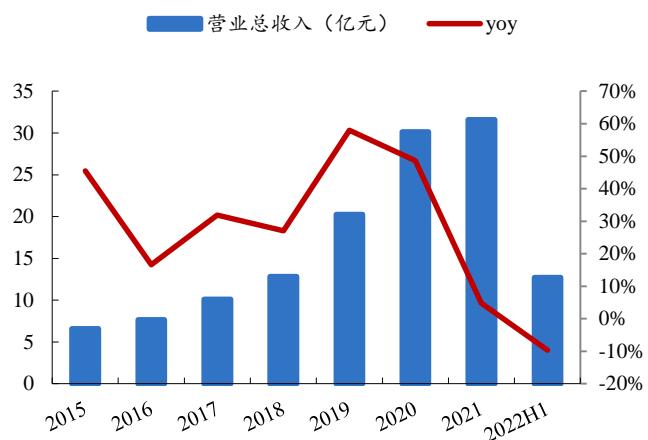
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、财务分析：2021 年/2022H1 利润承压，盈利能力仍有提升空间

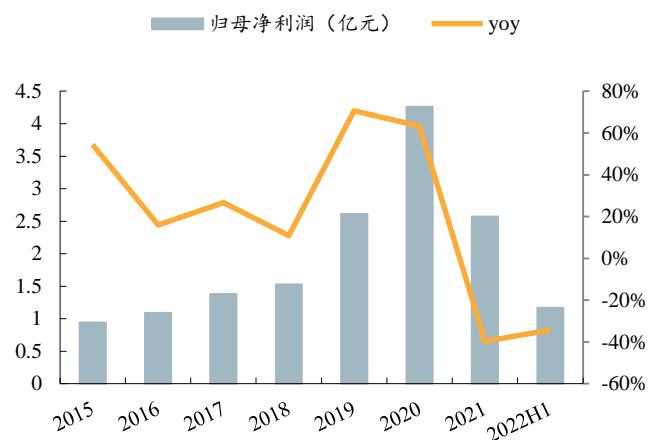
2021 年/2022H1 营收增速放缓。2015-2020 年公司营业收入由 6.57 亿元迅速提升至 30.12 亿元 (CAGR=35.60%)。2021 年/2022H1 实现营收 31.57/12.70 亿元，同比+4.84%/-9.70%。收入增速放缓系房地产景气度下行叠加疫情影响，工程渠道客户需求放缓所致。

2021 年/2022H1 利润承压。2015-2020 年归母净利润由 0.94 亿元增长至 4.26 亿元 (CAGR=35.35%)。2021 年/2022H1 归母净利润为 2.57 亿元 (-39.67%) /1.17 亿元 (-34.29%)，**利润承压：**(1) 大力营销投入致销售费用提升；(2) 应收账款账期

延长，部分工程客户应收款项计提信用减值损失；(3)毛利率较低的工程代理渠道和经销商渠道收入占比提升；(4)原材料价格上涨。

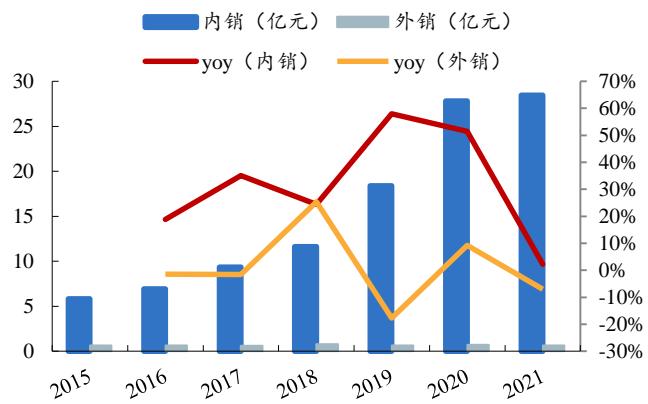
图2：2015-2021年公司营业收入稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

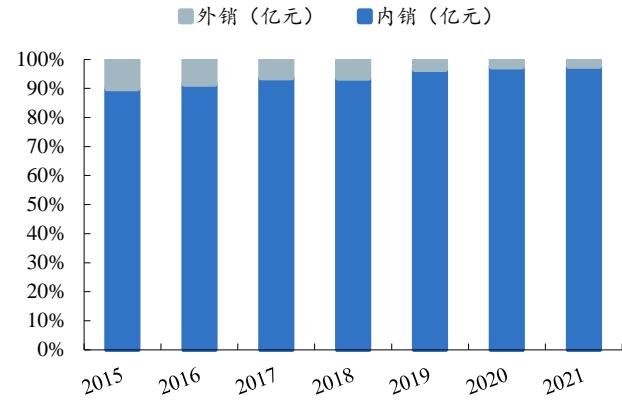
图3：2021年/2022H1归母净利润同比-39.67%/-34.29%


数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区：内销为主，外销收入维持稳定。2015-2021年，公司内销收入由5.82亿元增长至28.46亿元(CAGR=30.28%)，收入占比稳定在90%左右，2021年达90.15%。外销收入稳定，占比较低。2021年外销收入0.66亿元，占比仅为2.09%。

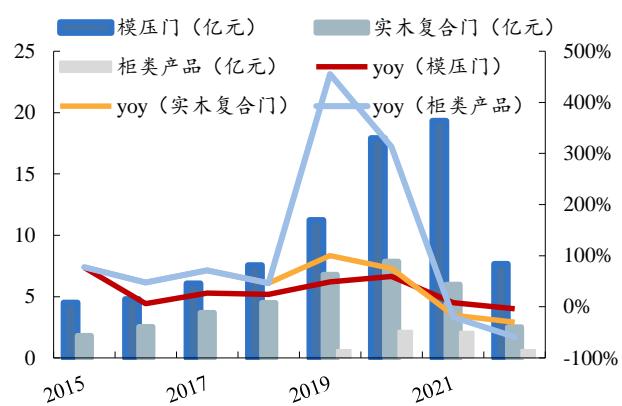
图4：内销收入稳步提升，外销收入维持稳定


数据来源：公司年报、开源证券研究所

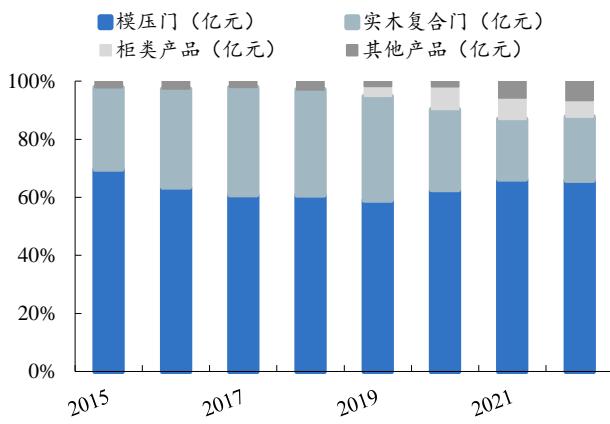
图5：内销收入为主，外销收入维持稳定


数据来源：公司年报、开源证券研究所

分产品：模压门是主要收入来源，柜类产品营收增速快。2015-2021年模压门营收由4.51亿元增至19.32亿元(CAGR=27.44%)，营收占比均超55%。2021年/2022H1营收占比为61.20%/60.31%。实木复合门营收由1.81亿元增至5.99亿元(CAGR=22.07%)，2021年/2022H1营收占比为18.97%/19.92%。2019-2021年柜类产品营收由0.66亿元迅速增长至2.15亿元(CAGR=80.49%)，2021年/2022H1营收占比为6.81%/5.20%。

图6：2019-2020年柜类产品营收增速快


数据来源：Wind、开源证券研究所

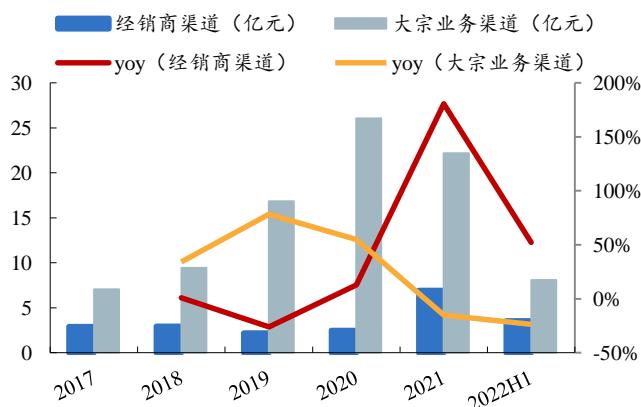
图7：模压门为公司主要收入来源


数据来源：Wind、开源证券研究所

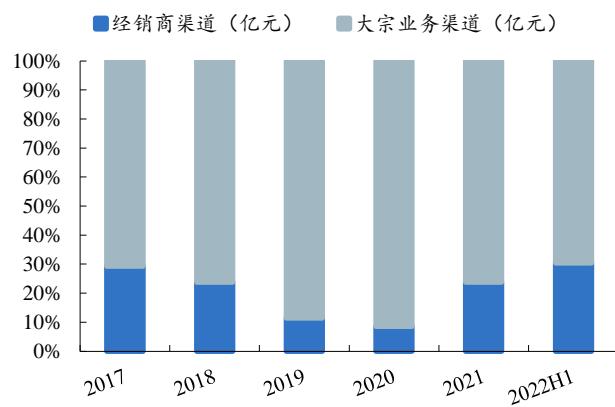
分渠道：以大宗渠道为主，营销变革推动经销渠道收入增长。2017-2020年经销渠道收入由2.93亿元下降至2.47亿元（CAGR=-5.53%）；同期大宗渠道营收由7.04亿元增长至26.07亿元（CAGR=54.71%）。受地产行业景气度降低、部分房企信用事件影响，行业精装修竣工速度放缓，公司于2021年实行营销变革：

（1）大宗渠道：由原来的聚焦直营工程客户转为同时发力直营工程和代理工程业务。2021年大宗渠道整体收入下滑至22.18亿元（-14.93%），营收占比下降16.29pct至70.26%。其中工程直营渠道营收16.31亿元（-26.17%），营收占比51.66%。工程代理渠道发力明显，2021年/2022H1实现营收5.04亿元（+75.74%）/3.12亿元（+34.14%），营收占比提升至15.96%/24.57%。

（2）经销渠道：加大招商力度，各类经销商同步开拓业务以提高市占率，渠道增长亮眼。2021年/2022H1实现营收6.93亿元（+180.54%）/3.54亿元（+52.15%），营收占比提高至21.95%/30.47%，营销变革效果初显。

图8：大宗渠道增速放缓，经销商渠道增速提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年/2022H1经销商渠道收入占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

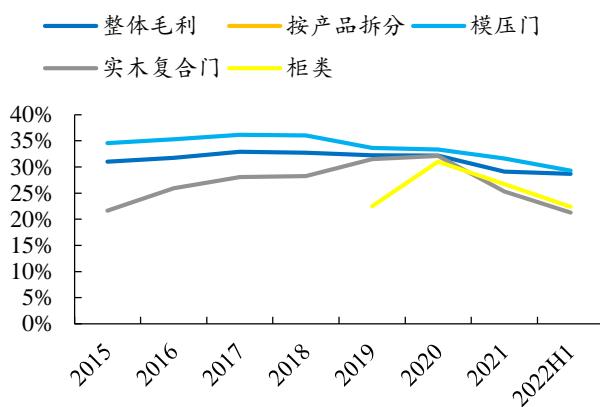
毛利率较为稳定。江山欧派不断优化生产管理体系以提升产供效率，坚持专业化、规模化、标准化的发展策略，取得行业领先的规模效应。2015-2021年公司毛利率稳定在32%左右，处于行业领先水平。2021年/2022H1公司整体毛利率下降至29.10%/28.68%，同比-3.10pct/-1.62pct，主要原因：（1）原材料价格上涨；（2）收入

结构变化，毛利率更低的工程代理和经销商渠道占比提升。

分产品：模压门毛利率最高。2021 年公司模压门/实木复合门/柜类产品毛利率分别为 31.63%/25.34%/ 26.73%，同比-1.72pct/-6.79pct/-4.31pct。随着柜类产品销量上升、规模效应凸显，毛利率仍有一定提升空间。

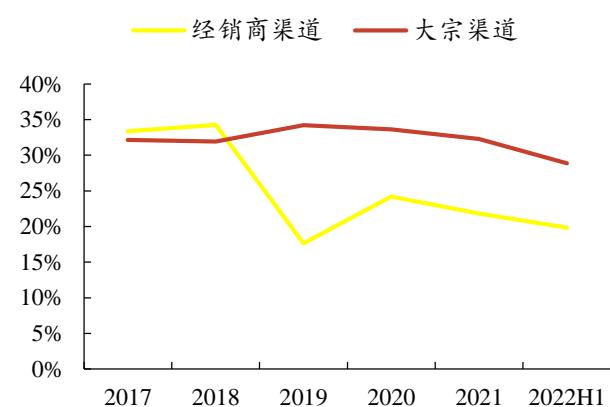
分渠道：大宗渠道毛利率稳定，基本高于经销渠道。2021 年公司经销/大宗渠道毛利率为 21.83%/32.27%，同比-2.36pct/-1.34pct，其中工程直营渠道毛利率高于工程代理渠道。2021 年/2022H1 工程直营渠道毛利率 35.18%(-0.04pct)/32.52% (-2.42pct)，代理商渠道毛利率 25.26% (-0.41pct) /25.37% (-2.88pct)。工程直营渠道毛利率高系同时收取产品利润及附加值较高的服务利润所致。

图10：整体毛利率维持稳定，模压门毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

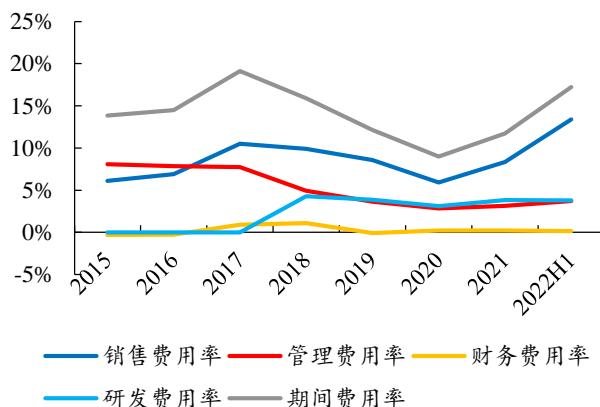
图11：大宗渠道毛利率高于经销渠道毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

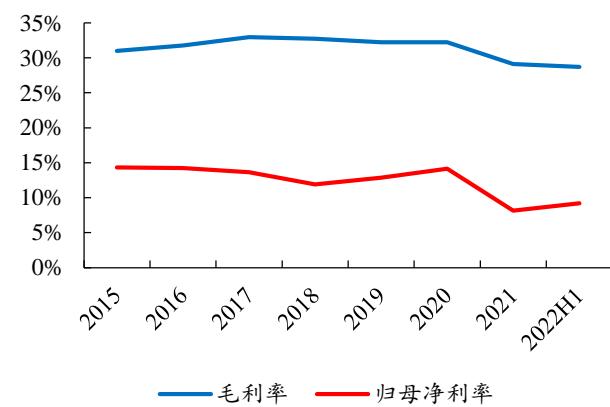
费用端，2018-2020 年公司期间费用率由 15.90%下降 6.90pct 至 9.00%，系产能上升、规模效应凸显所致。2021 年/2022H1 期间费用率 11.72% (+2.72pct) /17.24% (+4.74pct)，其中销售费用率同比+2.45pct/+4.50pct，系加速营销变革，相关销售人员薪酬、差旅、广宣费及维护费增加所致。

图12：2021 年起销售费用率上升系加速营销改革所致



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司盈利水平总体向好、短期承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

利润端，公司盈利水平总体向好、短期承压。2018-2020 年公司归母净利率由 11.93%增长至 14.14%，系毛利率相对稳定、期间费用率改善带动净利率提升。2021 年受毛利率下降、销售费用增长、应收款项大幅计提信用减值损失等影响，净利率

同比下降 6.00pct 至 8.14%。2022H1 净利率为 9.21% (-3.37pct)，对比 2021 年有所好转。随着原材料价格回落、规模效应渐强、应收款项坏账风险降低，公司盈利能力有望恢复。

1.3、股权结构集中稳定，家族成员持股比例高

公司股权结构集中、稳定，家族成员持股比例高。截至 2022Q3，公司董事长吴水根先生持 29.08% 的股份，为第一大股东和实际控制人。总经理王忠（实控人妹夫）、副总经理吴水燕（实控人妹妹）分别持有 22.89% 和 9.90% 的股份，为第二、三大股东。公司实控人及其家族成员合计持股 61.87%，股权结构集中稳定。

图14：江山欧派股权集中、稳定，家族成员持股比例高



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022Q3）

2、木门行业发展进入成熟期，市场集中度有望提升

2.1、木门行业迈向成熟期，行业产值稳步上升

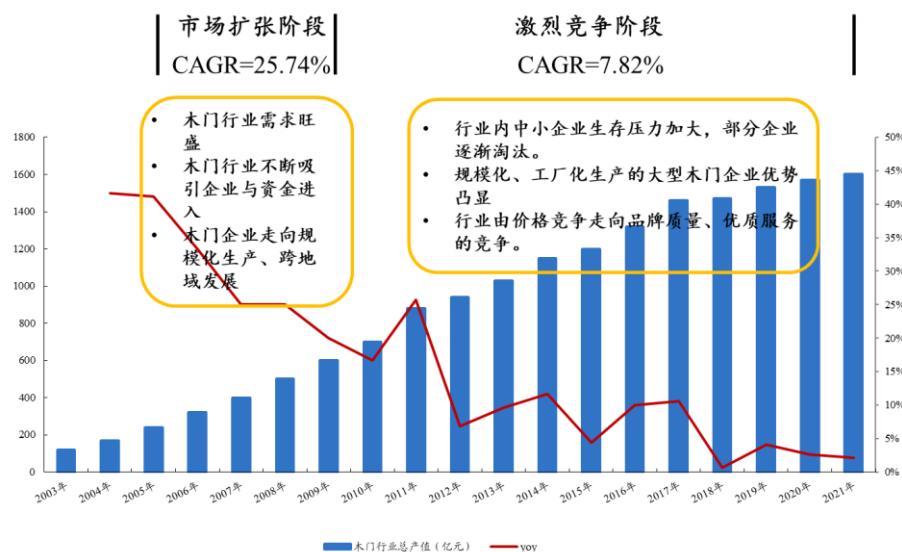
中国木门行业发展历程可分为三个阶段：

(1) 初期发展阶段（2000-2004 年）：随着中国城镇化建设推进与消费者家装观念转变，我国木门行业首次迎来产业化发展，木门以手工打制生产起步逐步发展具有一定规模的产业。

(2) 市场扩张阶段（2005-2009 年）：房地产市场高速发展下我国木门行业迎来需求旺盛的黄金周期。期间木门行业不断吸引企业与资金进入，木门企业逐步走向规模化生产并打破区域限制进行跨地域发展。

(3) 激烈竞争阶段（2010 年至今）：房地产调控及环保政策限制下，中小企业生存压力加大，小型木门企业达不到行业标准被逐渐淘汰。行业整合过程中机械化程度高，具备规模化、工厂化生产能力的大型木门企业优势凸显。我国木门行业发展已经进入规模化定制设计、大规模工业化生产的全新阶段；产品除实用性以外，装饰性及环保性开始被重视；市场竞争由价格竞争逐渐走向品牌质量、优质服务的竞争。

木门行业总产值稳步提升。**(1) 市场扩张阶段：**2005-2009 年木门行业进入高速增长阶段，总产值由 240 亿元增至 600 亿元 (CAGR=25.74%)。**(2) 激烈竞争阶段：**2010-2021 年行业总产值由 700 亿元增至 1603 亿元 (CAGR=7.82%)。据《中国木门行业发展白皮书》预测，2022 年全国木门行业销售收入将达到 2102.20 亿元。

图15：木门行业总产值稳步提升


数据来源：中国木门窗协会、开源证券研究所

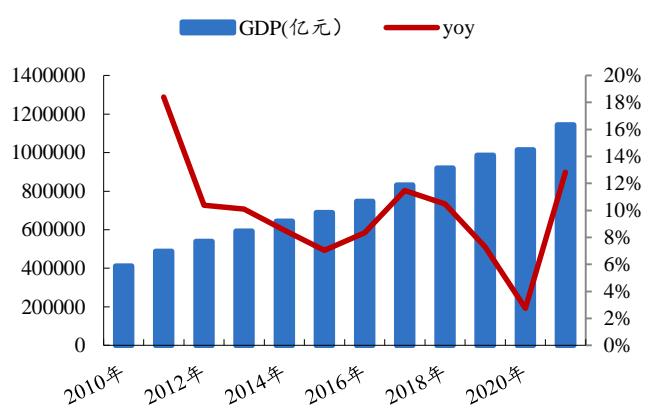
2.2、木门行业发展驱动因素分析

2.2.1、宏观经济增长及人口结构变化利好木门行业发展

国民经济持续增长及人均可支配收入快速攀升是木门行业发展的根本动力。

2010-2021年我国GDP由41.21万亿元增长至114.37万亿元 (CAGR=9.72%)，城镇居民家庭人均可支配收入由19109元提升至47412元 (CAGR=8.61%)。

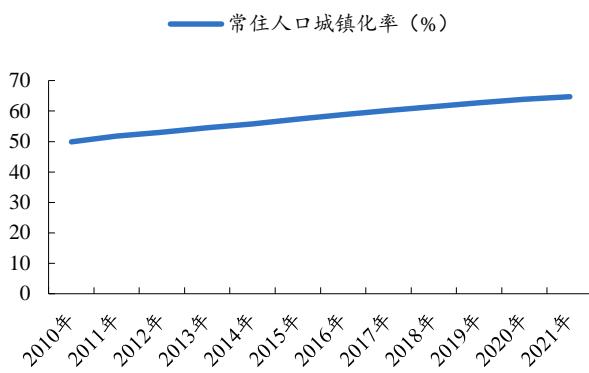
高城镇化率及适婚适育人口占比提升推动木门行业持续发展。2010-2021年中国城镇化率由49.95%提升至64.72% (+14.77pct)。适婚适育人口是木门消费的主力人群，根据国家统计局，2020年适婚适育人口（20-49岁）占比高达42.36%，该群体旺盛消费需求和强劲消费能力支持木门消费市场扩大、升级。

图16：中国GDP逐年上升，宏观经济态势良好


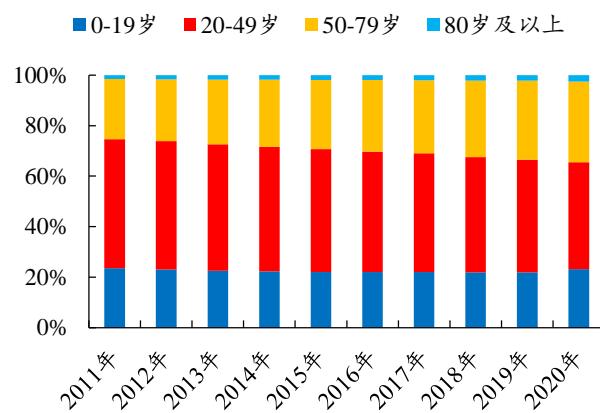
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图17：城镇居民家庭人均可支配收入逐年上涨


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图18：2010-2021年中国城镇化率稳步上升


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图19：2020年中国适婚适育人口占比达42.36%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2.2.2、房地产政策宽松持续刺激下，地产销售弱复苏拐点初现

政策松绑刺激购房需求。2021年以来地产调控延续“住房不炒”定位，相关政策呈现“前紧后松”趋势，并在2022H1逐步走向边际宽松以促进房地产市场平稳健康发展。

需求端鼓励合理购房需求，支持“因城施策”及“改善性住房需求”。因城施策按照政策力度从大到小分为四种：扩宽有资格购房的客户群体、释放有购房能力者的改善性需求、为缺乏购房能力的群体加杠杆、自行创造新的购房需求。其中低线、低能级城市在政策上主要采取降低首付比例及房票、棚改安置等政策刺激购房需求。

表2：2021年12月份以来房地产政策逐步走向边际宽松以促进房地产市场平稳健康发展

	日期	指导文件	内容
合理需求	2021-12	中国银保监会新闻发言	现阶段，根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。
	2022-04	中央政治局会议	坚持“住房不炒”，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
	2022-05	国务院常务会议	将因城施策支持刚性和改善性住房需求
	2021-12	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
因城施策	2022-03	两会政府工作报告	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。加快发展保障性租赁住房。

资料来源：中国政府网、银保监会、开源证券研究所

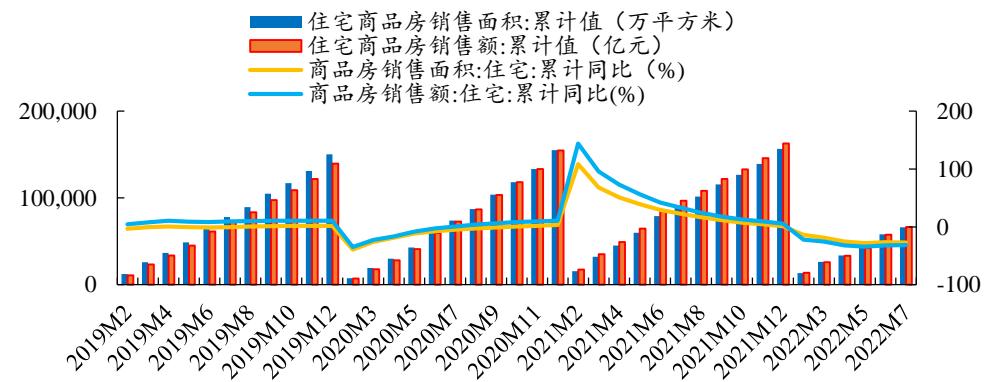
表3：因城施策鼓励合理购房需求

城市类型	限购、落户、人才等放松	认房认贷调整, 购房资格增加	降低首付比例	房票、棚改安置
一线城市	北京、上海、广州、深圳	广州	/	/
	大连、厦门、贵阳、武汉、 青岛、杭州、西安、郑州、	济南、厦门、青岛、杭州、西		
二线城市	福州、无锡、南京、银川、 宁波、成都、重庆、苏州、	安、南京、宁波、成都、苏州、 长沙、武汉等	福州、成都、重庆等	郑州、宁波、温州
	长沙等			
	达州、宣城、中山、六安、 宜昌、马鞍山、怀化、孝感、 九江、芜湖、桂林、台州、 淄博、威海、柳州、郴州、 崇左、汕头、安顺、丽水、 九江、资阳、湖州、淮北、 烟台等		唐山、漳州、马鞍山、坏 中山、唐山、遵义、秦皇岛、 衢州、宜昌、绍兴等	台州、绍兴、信阳、常熟、 溧水、宿迁、宜兴、金华、 海宁、张家港等
三、四线城市			安顺、鹰潭、荆州、临沂、 南平、绍兴等	

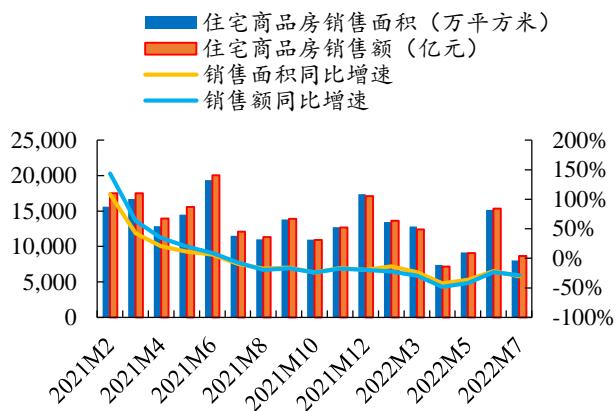
资料来源：泽铁咨询、开源证券研究所

房地产销售复苏缓慢，市场全面恢复仍需时日。2022年1-7月全国住宅商品房销售额/销售面积累计同比-31.40%/-27.10%，增速较2022年1-6月上升40pct/下降50pct。单月来看，2022年6月住宅商品房销售额/面积同比-23.41%/-21.84%，环比+69.44%/+65.07%，同比降幅明显收窄、环比显著增长、向好态势明显。2022年7月住宅商品房销售额/面积同比-28.63%/-30.27%，环比-43.74%/-47.01%。住宅商品房销售在经过6月的短暂复苏后，7月份同比/环比增速再度下行。

我们认为房地产销售复苏缓慢主要在于需求提振不及预期，消费者的购房能力和购房意愿均被抑制。在各地因城施策持续放松地产调控，保交楼政策陆续落地，市场悲观情绪或将逐步好转，但楼市全面恢复仍需时日。房地产市场销售缓慢复苏有利于木门行业持续发展。

图20：2022年1-7月全国住宅商品房销售额/销售面积累计同比-31.40%/-27.10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2022年7月住宅商品房面积同比-30.27%


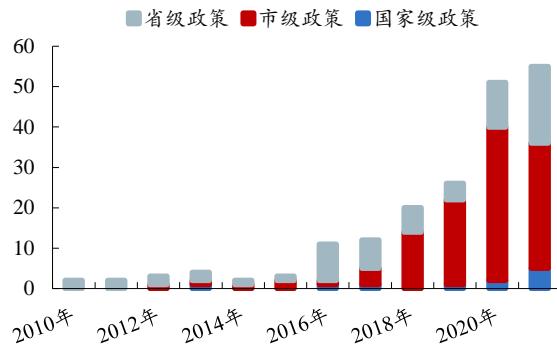
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022年5-7月30大中城市商品房成交面积同比降幅收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、精装房渗透率提升、二次装修需求增长带动木门行业发展

政策推动下精装渗透率稳步提升。2017年住建部《建筑行业发展“十三五”规划》中明确指出，2020年我国新开工全装修成品住宅面积将达到30%以上；2019年《住宅项目规范（征求意见稿）》进一步提出城镇新建住宅建筑应全装修交付；根据《建筑行业发展“十四五”规划纲要》，全装修、精装修是推动建筑行业绿色可持续发展的全新动能，满足全社会绿色健康家居新需求。各地全装修、精装修政策陆续出台，从政策颁布数量来看，2021年共颁布国家级政策/省级政策/市级政策2次/10次/35次。政策推动下，2016-2021年我国精装修渗透率由15%提升至34.60%。

图23：各地累计颁布精装修/全装修政策数量逐年提升


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

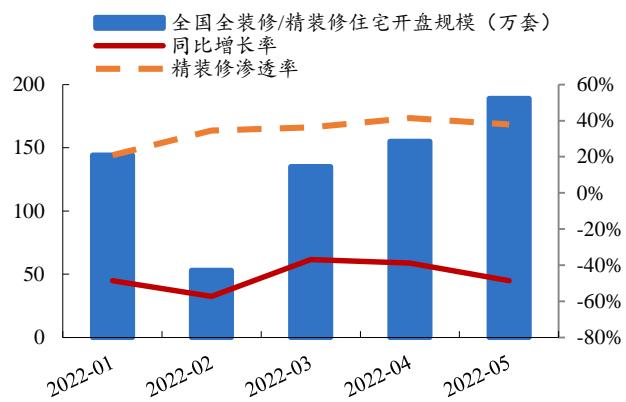
图24：2016-2021年我国精装修房渗透率稳步上升


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

短期精装修住宅开盘数量波动，长期精装修需求提振趋势不变。2014-2019年我国精装修开盘数量由101万套增长至326万套，2021年精装修住宅开盘数量小幅下降12.27%至286万套。2022年2-5月精装修开盘数量同比仍未转正，但环比有所增长，精装修渗透率由34.5%提升至37.9%。“住房不炒”、“三道红线”、“双集中”等层层调控下，房地产市场仍处于调整期。另外，房企因现金流压力将取消部分精装房交付，精装房市场下行趋势明显。但考虑到房地产宽松政策刺激，叠加全社会绿色健康家居新刚需，中长期来看精装修需求提升大势所趋。

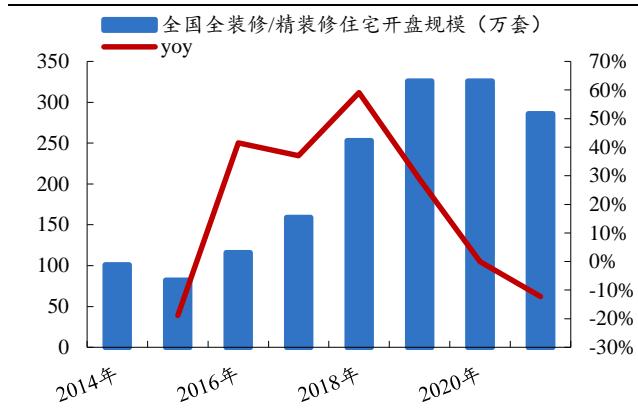
存量房二次装修推动木门需求增长。存量房二次装修需求与新房建设面积增长推动木门需求上升。随着消费者生活水平不断提高与消费理念升级，更换装修风格的频率及需求提振，有利于零售领域室内门的需求增长。

图25：2022年2-5月新开楼盘精装修率提升



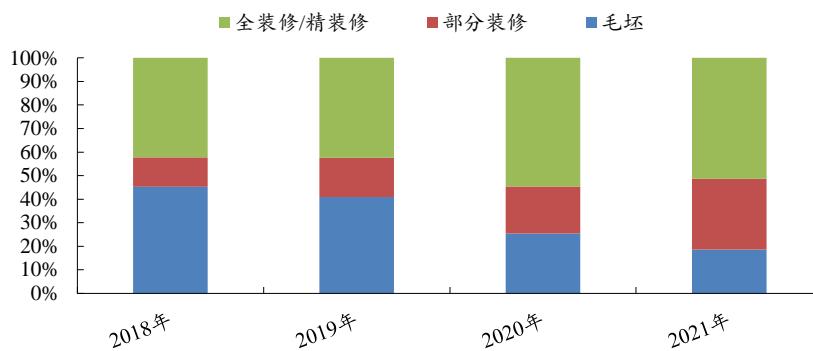
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图26：2021年精装修住宅开盘数量小幅下降



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图27：2018-2021年住宅地产完工面积中，全装修/精装修+部分装修占比稳步提升

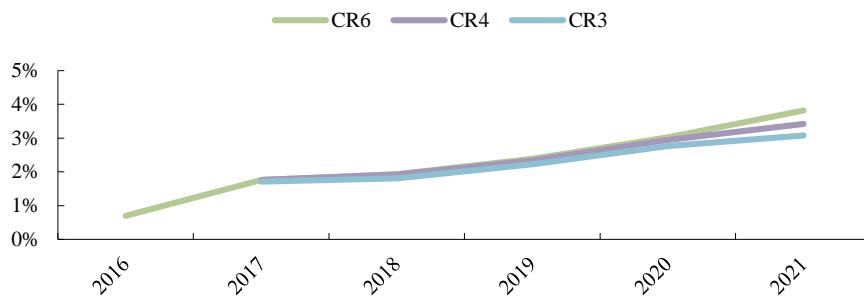


数据来源：Wind、开源证券研究所

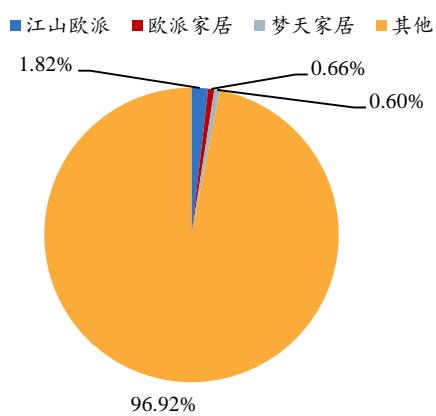
2.3、行业集中度仍有提升空间，质量/环保/服务为行业竞争优势

2.3.1、区域性特征明显，行业集中度仍有提升空间

木门行业集中度稳步上升，但仍处于较低水平。2016-2021年我国木门行业CR6由0.70%上升至3.82%，但与市场集中度高、业态成熟的美国市场相比仍有差距。2021年美国室内门龙头CR3为27.46%，而中国木门行业CR3仅为3.08%。2021年公司收入以29.11亿元位列行业第一，市场份额1.82%，行业内其他公司市占率均小于1%。

图28：2016-2021年我国木门行业CR3、CR4、CR6稳步上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2021年我国木门行业CR3=3.08%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2021年美国室内门龙头CR3=27.46%


数据来源：IBISWorld、开源证券研究所

木门企业区域性特征明显。中高端木门存在属性差异，不同气候环境下木门生产技术和工艺有所差别，因此木门企业分布区域性明显，共形成珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区和西南地区五大生产基地。

区域性品牌多，缺少全国性强势品牌。据《中国木材与木制品流通年鉴》统计，我国木门行业企业已有1万余家，其中规模以上企业超3000家。生产和产能瓶颈是制约木门企业发展的重要因素，受制于生产效率不高、产品质量不稳定、定制化生产下订单规模小，我国木门行业企业发展动力不足，缺少全国性强势品牌。

表4：我国木门行业区域性特征明显

地区	省份	代表企业	布局原因
珠三角	广东、福建	宜华木业、东威利	外向型经济结构特征突出，木门企业实力较雄厚
长三角	上海、浙江、江苏	梦天木门、江山欧派、金凯	优质木门生产企业集中、木门生产机械化程度高
东北地区	黑龙江、辽宁、吉林	华鹤木门、3D木门	毗邻木材产地优质资源，木业经济发展良好
环渤海地区	北京、天津、河北、山东	TATA、博亮、卡尔凯旋	地处首都及周边地区
西南地区	四川、重庆	美心、鸿基、壹品、千川	毗邻木材产地优质资源，木门相关产业发展迅猛

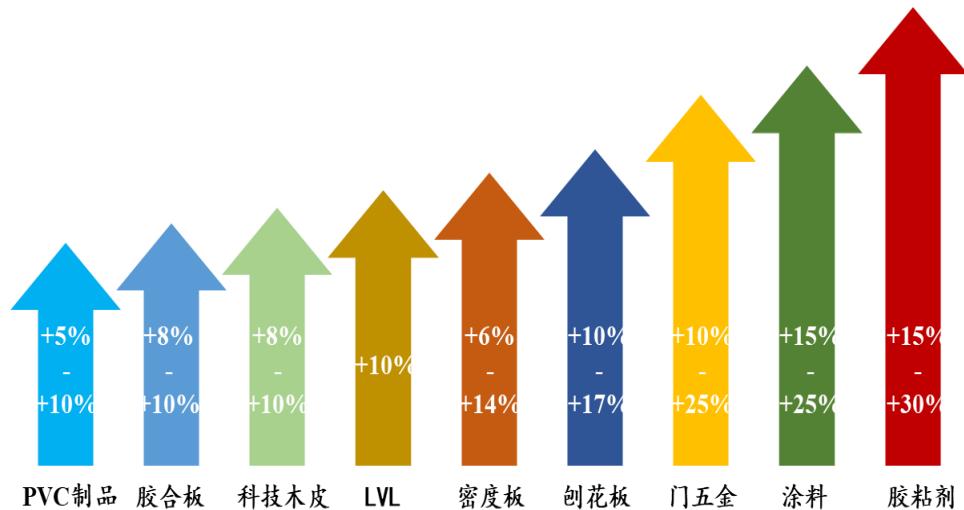
资料来源：公司公告、开源证券研究所

行业整合加快，集中度仍有提升空间。内部企业发展上：(1)住宅标准化进程加速，未来大部分门洞尺寸趋向统一。规模化、标准化生产能力将成为核心竞争力，利好生产规模大、机械化程度高的大型木门企业，头部企业市占率有望提升；(2)

大型木门企业营销网络逐步完善，品牌运作能力增强，带动行业进一步成熟。

外部环境变化上：（1）2021年部分批量化工程型企业受地产下行、房企资金周转困难以及经营状况不佳影响，份额向头部企业集中；（2）能源商品与基础原材料价格高位波动，挤压中小企业生存空间；（3）“30-60 双碳”背景下限产限电政策层出不穷。部分中小企业在限产限电情况下排产节奏受到扰动，产品交付风险叠加企业运营成本提升压力，中小企业经营举步维艰。

图31：2021年木门行业部分原材料价格高涨，挤压中小企业生存空间



数据来源：《2021年木门行业发展报告》、开源证券研究所

2.3.2、木门企业核心竞争力：从价格竞争转向质量、服务竞争

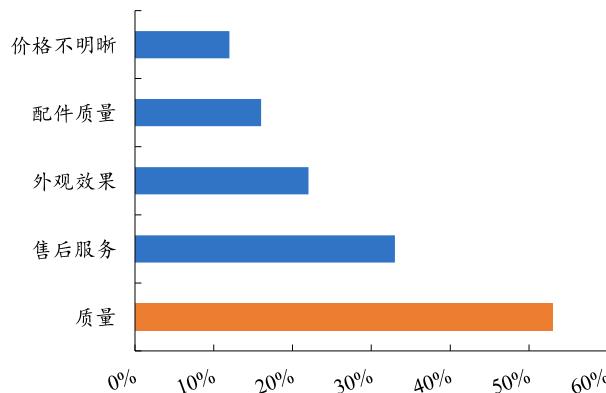
价格竞争不具备可持续性。部分中小企业经济实力弱、管理模式落后、工艺品质较差，在市场上以低价策略生存。低价竞争在短期内可提升销量，但长期不具备可持续性。恶意低价竞争会损害产品品质、品牌形象，甚至危及整个行业风气。

质量：消费者注重产品质量，绿色环保材料成行业新风口。**(1) 质量问题是木门行业痛点所在。**据《2010年中国家居产品木门消费意向调查报告》统计，质量问题引发的消费纠纷占比最高超过50%。2014年江苏省质监局公布《木质门产品监督抽查(风险监测)质量分析报告》显示木门不合格率达高达8%。**木门甲醛释放量不符合相关标准，系部分木门企业为追求利润使用劣质原材料(劣质人造板、胶黏剂)所致。****(2) 环保产品受消费者青睐。**根据腾讯家居报道，80%以上消费者在选择木制家具时，材料的环保性(无甲醛等有害物质)是首要考虑因素；53.5%的装修人群表示会选择全屋使用无醛产品并为此多支付14%的价格。根据《2017中国国家家居消费调查报告》，在各项家庭装修考虑项中，材料及环保性是近三成消费者的首要关心点。**使用优质原材料，降低产品含醛量是木门产品获得消费者青睐的关键。**

服务：优质服务提升品牌形象、抢占市场份额。服务质量差是木门行业通病，其中包括测量、安装、日期延后、尺寸出错、售后推诿、服务滞后等问题。据《2010年中国家居产品木门消费意向调查报告》统计，售后问题引发的消费纠纷占比超过30%。**随着90后成为家装消费主力，提升服务质量成为木门企业制胜点。**新生代消费者更注重服务水平，乐于分享、推荐好用物品。《Z世代青年线上消费洞察报告》显示，46.3%的年轻人认为“全面、周到、可触达的服务”是购物过程中不可缺少的一环；自媒体平台博主测评(77.55%)及圈内同好口口相传(52.30%)是年轻人获

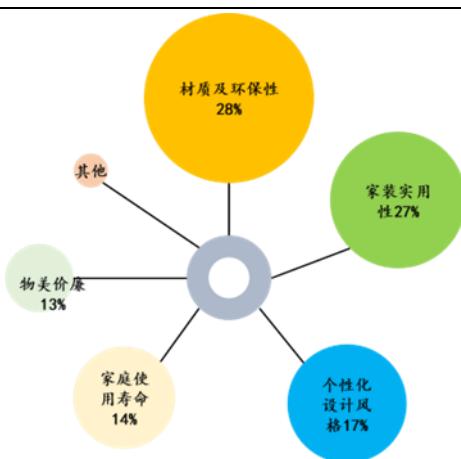
取品牌信息的主要途径。优质服务有利于木门企业提高消费者认可度；良好口碑有助于产品获得互联网曝光度及免费宣传。

图32：木门质量问题引发的消费纠纷占比最高



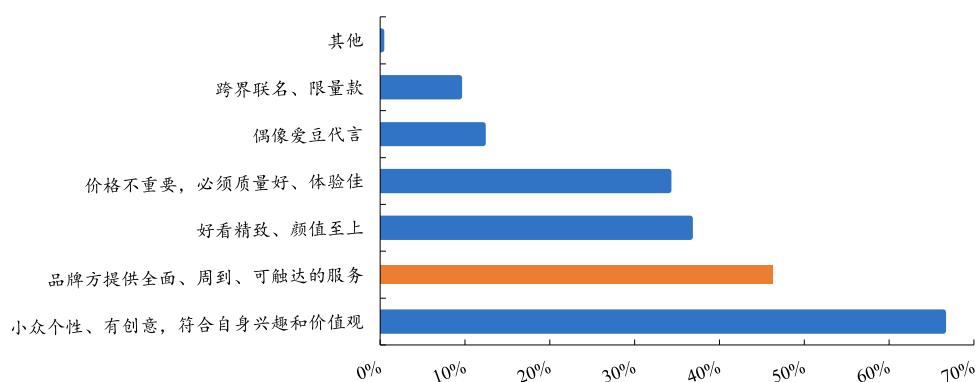
数据来源：《2010年中国家居产品木门消费意向调查报告》、开源证券研究所

图33：材料与环保性是近三成消费者装修时首要关心点



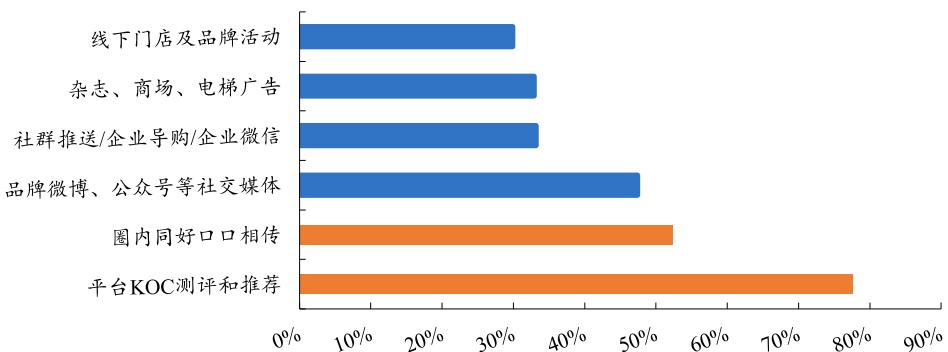
资料来源：《2017中国家居家装消费调查报告》、开源证券研究所

图34：Z世代购物过程中希望品牌方提供全面、周到、可触达的服务



数据来源：《Z世代青年线上消费洞察报告》、开源证券研究所

图35：Z世代倾向于通过平台KOC测评、圈内同好口口相传获得产品信息



数据来源：《Z世代青年线上消费洞察报告》、开源证券研究所

3、高品质、低价格木门具备品价比优势，产品市场认可度高

3.1、产品：积极扩展品类，强研发投入下设计、环保优势突出

3.1.1、木门品种多样，积极扩展柜类、防火门等新品类。

木门产品多样，满足差异化消费需求。分产品来看，主要木门产品为夹板模压门、实木复合门；分系列来看，公司现有日系无漆、德系零度、美式水漆、中华原木、悦然、幻影等门墙柜一体化健康家居产品。各个系列囊括简约、欧式、中式等不同风格，覆盖低中高端消费群体的定制化、个性化需求。欧罗拉为公司于2014年设立的木门品牌，主攻年轻消费者群体，产品具备年轻、时尚、简约、个性化等特点。

扩展柜类、防火门等新产品。公司借助现有生产技术、品牌、渠道资源优势，丰富现有产品体系，开展柜类、防火门的生产经营活动。**柜类产品：**公司于2017年10月在江山投资设立“江山花木匠有限公司”，主要从事橱、衣柜生产销售。**防火门：**公司于2020年3月审议通过建设防火门产线项目，生产适应于市场需求的高品质的防火门。

图36：木门产品品种多样，积极扩展柜类、防火门等新品类



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表5：木门产品满足差异化消费需求

标题	标题	产品系列、特点
夹板模压门	安居系列	针对价格敏感型客户，工艺相对简单，产品尺寸、颜色和款式均为固定几种，基本实现标准化生产。
	爱家系列	针对价格敏感型客户，系列产品则相对个性化，可以根据客户的实际情况生产相应的门扇尺寸和调色，但总体客户的选择度也较低。
	雅居系列	针对中端消费群体，客户可自由选择产品大小、颜色、款式，产品的用料优于爱家和安居系列产品，工艺也较为复杂。
	坤和系列	针对高端消费群体的，相对爱家系列和雅居系列产品，用料考究、款式新颖、风格时尚，并可以根据客户的需求任意进行尺寸裁剪及颜色调配。
实木复合门	经典系列	针对对产品品质有一定要求的价格敏感型客户。
	荣耀系列	针对终端市场对消费能力、款式、材质要求较高的高端消费群体，从产品设

标题	标题	产品系列、特点
为木质单板贴皮、实木贴皮		计到使用的主材品质与规格等方面均较考究。
或其他材料覆面，经过表面	拉斐系列	/
油漆处理的室内门；具备较	臻品系列	
强的实用性和相对实木门良		/
好的价格优势		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

产能扩张以适应品类扩展节奏。公司现有三大产能基地：浙江江山生产基地、河南兰考生产基地、重庆永川生产基地。目前公司木门设计年产能 300 万套以上，防火门项目首批产线投产，设计年产能 20 万套，柜类产品年产能约 20.5 万套。截至 2022H1，重庆江山欧派年产 120 万套木门项目首批产线投入使用（2022 年设计产能 45 万套），产能逐渐爬升以支撑公司业务发展。

表6：目前江山欧派木门设计年产能超 300 万套，柜类产品年产能约 20.5 万套，防火门年产能约 20 万套

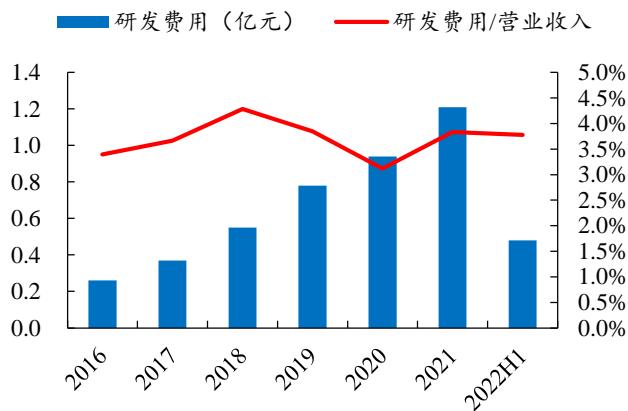
项目	资金来源	地点	说明	投产时间
年产 30 万套实木复合门项目	IPO 募投	浙江省江山市	2017 年公司公开发行 2021 万股，募集资金	2018 年结项，2018/6 投产
年产 30 万套模压门项目（年产 30 万套 EPC 生态门生产线）	IPO 募投	浙江省江山市	用于各项项目建设。预计投产第一/第二/第三年产能利用率分别为 60%/80%/100%。	/
年产 20.5 万件定制柜类项目	IPO 募投	浙江省江山市		2018 年结项，2018/12 投产
年产 120 万套木门项目	自有资金	浙江省江山市	2017/08 审议通过新建年产 120 万套木门生产线项目，生产线年设计产能为 120 万套。120 万套木门项目投产本项目拟用 36 个月完成各项建设工作，建设期结束后的第一年为生产线的试生产阶段，产能利用率为 60%，第二年产能利用率为 80%，第三年开始产能利用率为 100%。	2020 年江山莲华山工业园
兰考年产 60 万套实木复合门项目	自有资金	河南省兰考县	2017/02 公司与河南恒大家居产业园有限公司合资设立河南恒大欧派门业有限责任公司，公司占河南恒大欧派的股权比例为 60%。同年开始筹备项目的基建与设备建设工作。	2018 年公司完成了厂区建设并开始投产，同时攻克了水性漆工艺制造技术
防火门产线项目	自有资金，银行融资	浙江省江山市	2020/03 审议通过项目，生产线年设计产能为 150 万。本项目拟用 24 个月完成各项建设工作，建设期结束后的第一年为生产线的试生产阶段，产能利用率为 60%，第二年产能利用率为 80%，第三年开始产能利用率达 100%。	2022H1 首批生产线已投入使用，年设计产能 20 万套
重庆江山欧派年产 120 万套木门项目	募集资金，自有资金	重庆市永川区	2020/10 审议通过重庆欧派新建年产 120 万套木门项目，自动化生产线年设计产能为 120 万套木门。本项目分为建设期与运营期，建设期二年。项目建设期结束后第一年为试生产阶段，产能为设计产能的 60%，第二年产能利用率为 80%，第三年开始产能利用率达到 100%。	2022H1 重庆江山欧派年产 45 万套木门项目首批产线投入使用，年设计产能 45 万套

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、重视研发投入，产品设计新颖、符合绿色环保要求

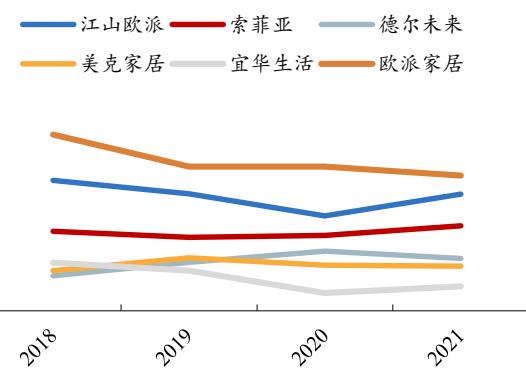
强研发投入下产品设计、环保优势突出。2016-2021年公司研发投入由0.26亿元提升至1.21亿元，研发费用占营收比重稳定在4%左右。与同业相比，公司研发费用占营收比重处于领先水平，截至2022H1公司共拥有专利近300余项。

图37：江山欧派研发投入逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：公司研发费用占营收比重处于领先水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 产品设计突出：公司拥有专业设计团队，搜集、分析与运用产品销售数据、消费者意见及相关媒体信息；不断推出兼具美观性与实用性的产品，确保木门产品的材质、外观、花纹、色彩等设计与消费者个性化需求同步。

(2) 环保优势突出：高校合作方面，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“木门研发中心”和“产学研研究基地”，通过技术研发、原材料采购、设备引进等方面提升产品环保水平；原材料检验方面，公司下设材料和产品的物理、化学实验室，引进先进检测设备，制定严格检验检测标准，对原材料与产品进行检验，保证产品原材料优质环保。

图39：与浙江农林大学合作完成专利研究，推动企业生产的环保升级



- ✓ 获取“重组材构成单元及其制备方法”专利。
- ✓ 发明了重组木的新工艺，实现木材生产废料再利用、废弃物完全资源化利用。



资料来源：公司官方微博、开源证券研究所

3.2、价格：采购、生产优势降低木门生产成本及出厂价格

木门生产成本及出厂价格优势明显。2021年公司夹板模压门平均单价676元，平均生产成本532元；实木复合门平均单价1083元，平均生产成本898元。与欧派家居·欧铂尼、索菲亚·华鹤、梦天家居等品牌木门相比，公司实木复合门/夹板模压门平均生产成本/平均单价均处于最低水平，具备生产成本及出厂价格优势。

表7：与同业相比，江山欧派产品平均单价/生产成本优势明显（单位：元/樘）

	2017	2018	2019	2020	2021
江山欧派					
单价：实木复合门	1124	1163	1088	1129	1083
生产成本：实木复合门	808	859	851	842	898
单价：夹板模压门	584	610	709	753	676
生产成本：夹板模压门	373	399	495	650	532
欧派家居·欧铂尼					
单价：木门	889	1051	1044	1208	1206
生产成本：木门	748	901	904	1049	1037
索菲亚·华鹤					
单价：木门	2034	2340	1842	1848	2265
生产成本：木门	1278	2028	1626	1538	1890
梦天家居					
单价：木门	1908	1986	2133	1991	1834
生产成本：木门	1380	1338	1408	1259	1346

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

经比较发现，淘宝平台小木门厂商的烤漆实木复合门*价格普遍集中在1200-3000元，免漆实木复合门*价格普遍集中在1000-2500元。公司2017-2021年实木复合门平均单价最高为1163元，与淘宝小厂商木门相比仍具有出厂价格优势。

表8：与淘宝平台木门品牌相比，江山欧派实木复合门价格优势明显（单位：元/樘）

品牌	材质	工艺	淘宝平台主要价格带
TATA木门	实木复合门	烤漆	2580-4199
TATA木门	实木复合门	免漆	1080-3499
蒂诺一	实木复合门	烤漆	1499-1599
蒂诺一	实木复合门	免漆	999-2499
千蜀名门	实木复合门	烤漆	1499-1649
千蜀名门	实木复合门	免漆	1499-2430
双羽木门	实木复合门	烤漆	1946-3775
双羽木门	实木复合门	免漆	2142-3748
展志天华	实木复合门	烤漆	2180-3606
展志天华	实木复合门	免漆	998-1789
众木雅匠	实木复合门	烤漆	1180-1380
众木雅匠	实木复合门	免漆	898-1080
芬特斯全屋定制	实木复合门	烤漆	1299
芬特斯全屋定制	实木复合门	免漆	999-1199
安舍官方旗舰店	实木复合门	烤漆	2188-2288

品牌	材质	工艺	淘宝平台主要价格带
安舍官方旗舰店	实木复合门	免漆	1298-1598

资料来源：各品牌淘宝店、开源证券研究所 注：烤漆实木复合门价格普遍高于免漆实木复合门，公司实木复合门包含烤漆款及免漆款

3.2.1、采购端：严格供应商管理+产业集群效应，原材料采购优势明显

严格供应商管理，实现采购规模效应。公司以稳定核心材料战略供应商、不断开扩新的优质供应商为原则，采取严格的供应商管理措施：

(1) 多部门协商初筛供应商：初选供应商时，采购部门会联合研究开发部门、质量检测部门对供应商进行综合考评；

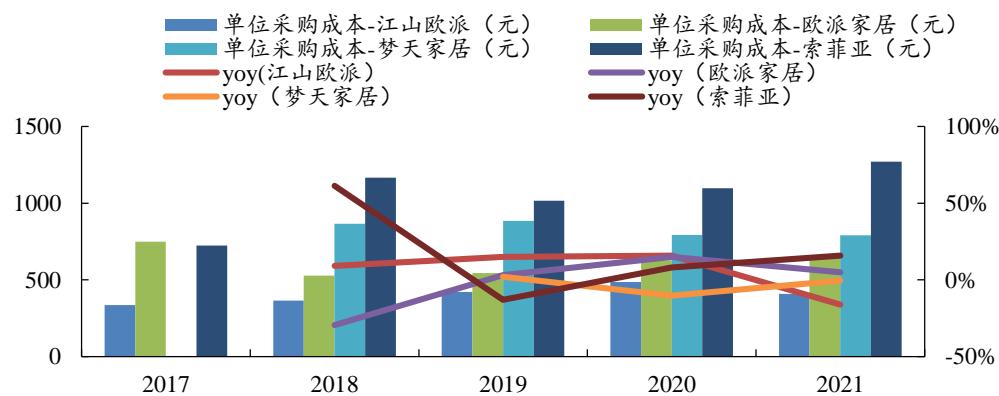
(2) 定期综合评审：公司定期从产品质量、到货时间、价格情况等多方面对供应商进行综合考评，并取消未通过评审的供应商资格。2017-2021年公司前五大供应商采购额占比稳定在20%-30%，利于实现采购规模效应。

产业集群效应助力原材料采购。公司主要生产基地位于浙江省江山市，该地区聚集众多木门生产企业，是国内最重要的木门生产基地之一。公司依托周边丰富林业资源、区位优势、完整成熟的木门产业链，在原材料采购端具备优势：

(1) 木材供应商等主要原材料厂家众多，原材料采购价格低。受原材料价格上升影响，2017-2020年公司木门单位原材料采购成本由334.73元逐步上升至486.96元，但与同业比较仍处于较低水平。2021年江山欧派/欧派家居/梦天家居单位原材料采购成本为408.26/657.73/790.61元，公司在原材料采购端具有价格优势。

(2) 废料及边角料处理产业成熟。江山市木门行业下游配套服务产业发达，拥有专业、环保、成本低、效率高的废料处理产业。公司通过对废料、边角料的外售或再利用处理，进一步提升原材料利用率、降低单位采购/生产成本。

图40：江山欧派木门单位原材料采购成本低



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.2.2、生产端：规模化生产+智能制造设备+全流程系统满足定制门交付要求

规模化生产+快速供货是生产端核心竞争优势。目前国内门洞尺寸尚未形成统一标准，市场仍以定制木门为主。为满足产品定制化特点与较高的服务要求，短期内大批量、快反应供货是木门企业的核心竞争优势。公司结合标准化及柔性化生产方式，引进智能化生产设备，建设全流程信息化系统来满足多品种、多层次、高品质、

短交期交付需求；大批量生产利于取得规模效应，降低木门单位生产成本。

(1) 结合标准及柔性化生产。相同部件（门芯、门套、线条）标准化生产：公司将标准部件的工艺手册下发车间，对应产品规格与标准工艺设计，预先置入生产设备完成生产。定制部件柔性化生产：对于定制部件，公司生产管理部门每月根据客户订单情况及生产能力来制定月度生产计划，并根据月度生产计划及合同签订情况来拟定生产滚动计划、组织各生产车间生产。同时每周与销售、采购部门召开产销沟通协调会，并根据沟通情况及时调整生产计划。

(2) 智能化设备提供产能保障。公司与德国 HOMAG（豪迈）、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作，引进电子开料锯、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。先进的规模化、自动化、智能化木门生产线可确保制造品质与加工精度、提高产能、缩短生产和交货周期。

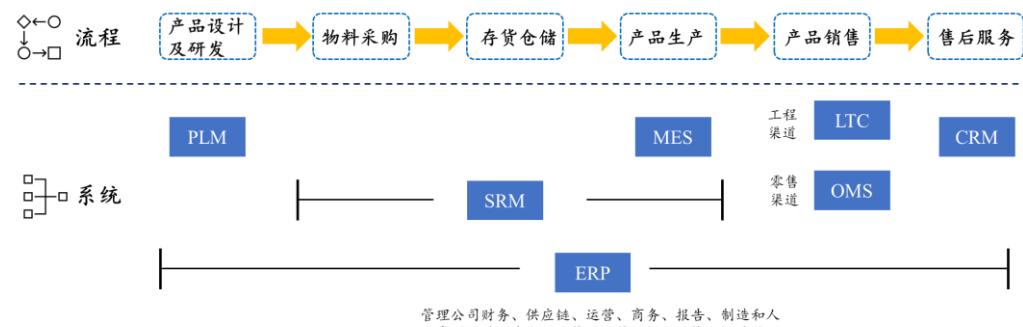
图41：规模化、自动化、智能化木门生产线提供产能保障，满足交付需求



资料来源：公司官方微博

(3) 全流程信息化系统建设提高经营效率、快反能力。公司引入规范化产品研发体系 PLM，全面升级面向工程端客户全流程管理系统 LTC 及面向零售端客户订单管理系统 OMS，深化集团 ERP 应用，加强供应商全程协同 SRM，提升车间精益化生产 MES，进一步完善 CRM 系统。多项信息化系统协调整合生产、研发、采购、销售各环节中的信息流、物流与资金流等，有利于提升公司的经营管理效率及市场快速反应能力，满足定制门多品种、多批次、高品质、短交期的交付要求。

图42：建设全流程信息化系统建设提高经营效率、快反能力



资料来源：公司公告、开源证券研究所

高品质、低价格木门具备品价比优势。公司木门设计性、环保性突出，叠加低生产成本及出厂价格，产品具备品价比优势。凭借木门品价比优势，公司树立良好的品牌形象，荣获多项荣誉。

表9：凭借木门品价比优势，公司荣获多项荣誉

荣誉	颁发单位
中国木门领军企业	中国木门专业委员会
中国购房者首选家居品牌	搜房网
中国绿色建材产品认证	中国建筑科学研究院有限公司
中国林草产业 5A 级诚信企业	中国林业产业联合会
2021 中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商 · 室内木门类	中国房地产业协会
2021 年中国房地产供应链上市公司盈利能力 10 强	中国房地产业协会
2021 年全国市场、工程木门企业产品质量、售后服务双承诺活动单位	中国木材与木制品流通协会
浙江制造认证证书	浙江省人民政府

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、积极推动营销变革，工程代理与经销商业务潜力十足

4.1、零售业务：积极推动营销变革，加大经销渠道招商力度

■ 积极推动营销变革以寻求业务增长

布局以家装公司为主的经销渠道，抢占家居产品流量入口，积极推动营销变革。2017-2020 年公司经销商渠道整体发展缓慢，渠道收入维持在 2-3 亿元，线下门店维持在 600-700 家。2021 年公司积极推动营销变革，全力建立新的渠道优势寻求业务增长，优势在于：

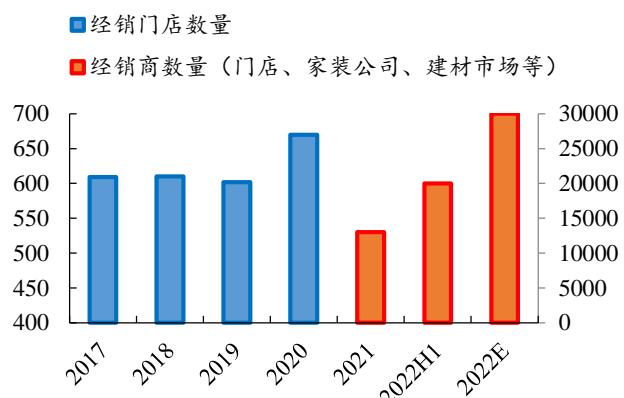
(1) 规避地产资金链风险：工程直营渠道按合同约定的进度收款，受地产资金链紧张影响，存在一定坏账风险；经销商渠道采取“下单前付全款”的结算方式，有效降低坏账风险。

(2) 抢占家居产品流量入口：由于消费者装修习惯改变，家装渠道成为重要的家居产品流量入口。公司依托在原有工程渠道积累的品牌、产品优势，发力家装市场中经销商开拓，为消费者提供专业和便捷的购买服务。

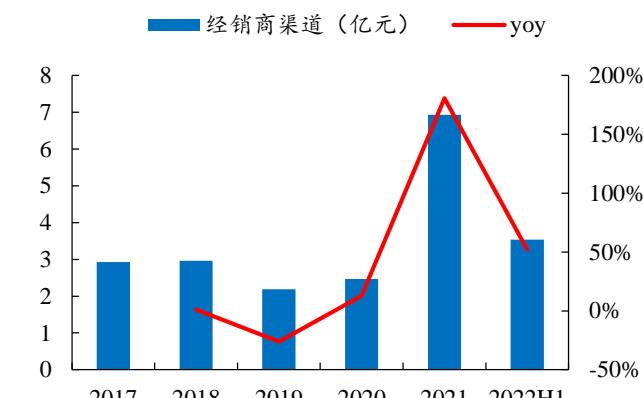
■ 秉持合作共赢态度，加大经销渠道招商力度

加大经销渠道招商力度，培育全品类经销商。公司经销商网点包含门店、家装公司、建材市场、建材超市、公装市场等。2021-2022H1 公司各类经销商由 13469 家迅速增长至 20119 家，2022Q3 末继续增长至 22409 家。与经销商合作共赢，积极扩展渠道规模。经销渠道盈利模式以产品销售为主，涉及到的售后服务主要由公司牵头提供，公司各渠道建有专门的售后服务团队对接，对下单问题、产品质量、安装问题、物流问题等提供全方位的售后服务。

关注招商质量，培育独立经销商。目前公司经销商已经将网点扩展至全国 31 个省区，未来在扩大量基础上会更加关注经销商质量，提升单位提货额；目前公司依赖家装渠道的小 b 客户同时提供产品、服务，随着招商规模进一步扩大，公司将培育独立负责销售与服务的经销商，借助他们推广产品、渗透市场。

图43：营销变革下，2021-2022H1 经销商数量迅速扩张


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：2021-2022H1 经销渠道收入迅速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

■ 渠道管理：无销量考核，以品价比调动经销商积极性

公司认为零售市场依靠管理能触及的天花板较低，目前对经销商无销量考核，更多的是服务和产品的支持，有消费者投诉等不利于公司品牌维护的行为，公司有权收回其经销权。公司以一流品质、一流品牌、较低价格，向经销商提供品价比高的产品，有效防止冒牌和串货。

思考：经销商数量庞大，如何在发货和物流方面保证良好效率？

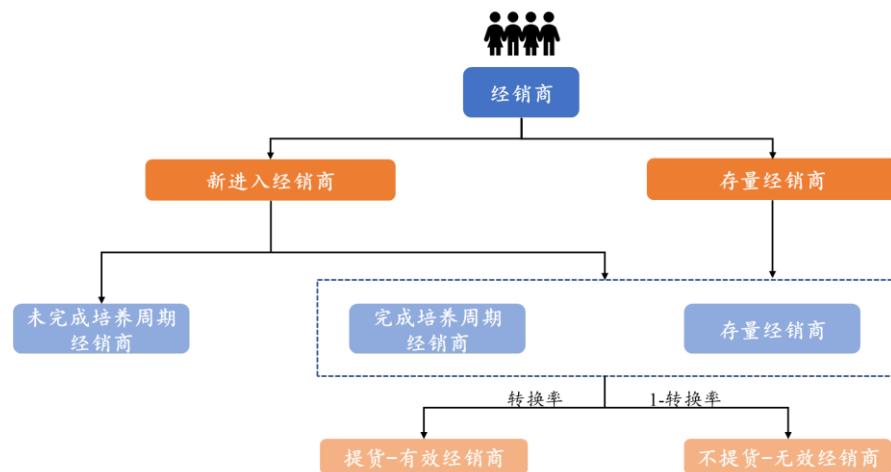
(1) 发货方面，建立面对经销商客户的 OMS 系统，提升从下单到出库的流程效率。欧派有品是公司的前端接单平台，接单后直接进入订单管理系统。该系统已打通从订单获取、订单跟踪、扫码入库、货物出库的全部信息流。

(2) 物流方面，公司合作的物流公司已全面覆盖各发货地。

■ 经销渠道收入规模测算

经销商需要3-6个月的周期进行前期筹备、参与培训、组建团队等，在完成培养周期并开始提货则被视为有效经销商。我们假设：(1) 平均每天新招商数量：2022H1受疫情影响招商速度放缓，2022H2加快招商步伐。因此预计2022年平均每日新招商55家，2022年底经销商数量达到30000家。2023-2024年每日新招商数量为55/58家。(2) 有效经销商数量：截至2022H1经销商转换率*约为50%，预计2022-2024年转换率逐步上升，分别为60%/62%/63%。(3) 经销商年平均提货额：受疫情影响，2022H1经销商年平均提货额呈下降趋势。公司推出各项经销商激励政策以推动营销改革，因此预计2022年平均提货额同比增长3%，2023-2024年经销商年平均提货额维持不变。根据以上假设，我们测算2024年经销商渠道收入突破25亿元。

图45：进入公司经销商体系后，完成培养周期并开始提货则为有效经销商



资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：转换率=有效经销商数量/经销商数量 经销商年平均提货额=经销商渠道收入/有效经销商数量

表10：预计 2024 年经销渠道收入突破 25 亿元

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
经销商数量测算					
平均每天新招商数量	-	-	55	55	58
经销商数量	-	20119	30000	49800	70680
有效经销商数量	13469	16794	22723	34999	48153
转换率	-	50%	60%	62%	63%
单位提货额测算					
经销商年平均提货额 (元)	51451	42158	52995	52995	52995
yoy	-	-	3%	0%	0%
经销渠道收入 (亿元)	6.93	3.54	12.04	18.55	25.52

数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：2022H1 经销商年平均提货额为年化后数据

4.2、大宗业务：工程直营与工程代理渠道齐头并进

4.2.1、工程渠道市占率逐步提升，直营业务持续绑定优质国、央企大客户

我们假设（1）2022 年住宅商品房销售面积同比-21%（2022 年 1-10 月住宅商品房销售总面积同比-25.5%，四季度以来地产宽松政策密集出台利好住宅销售端数据改善），2023-2024 年住宅商品房销售面积保持不变（基于政策端持续放松预期）；（2）根据奥维云网数据，2022-2024 年精装修渗透率为 36%/38%/40%。（3）考虑到室内门有木质、铝合金、PVC、钢板等材质，假设室内木门渗透率为 90%（根据奥维云网），平均每套房室内门数量为 4 套。（4）2019-2021 年木门价格为江山欧派木门平均出厂价，2022-2024 年木门价格同比增速为 5%。基于以上假设，我们测算 2022-2024 年精装修室内木门市场规模（工程渠道木门市场规模）为 156.14/173.05/191.27 亿元。

工程渠道市占率逐步提升。2019-2021 年公司工程渠道收入为 7.05/9.45/16.84 亿元，基于我们测算的工程渠道市场规模，工程渠道市占率为 4.0%/5.4%/9.3%。工程渠道市占率逐步提升系原材料价格上涨、价格战竞争激烈、房地产资金链紧张、环保政策严厉等因素下，行业内小厂退出竞争所致。

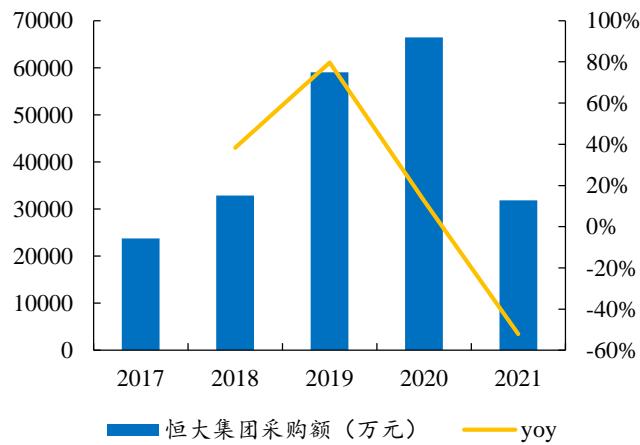
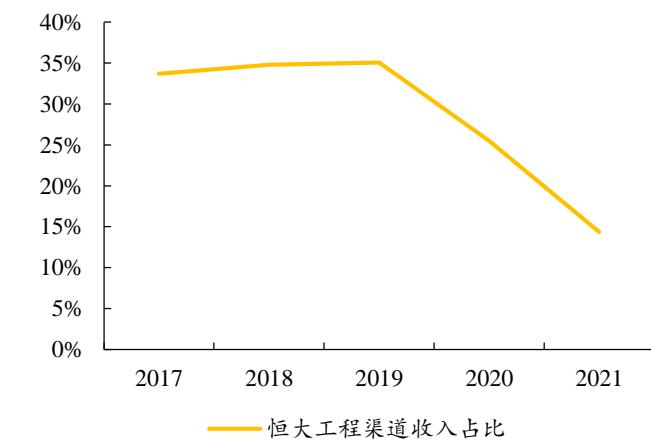
表11：预计 2024 年工程渠道市场规模约为 191.27 亿元

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
住宅商品房销售面积 (万平方米)	150,144.32	154,878.47	156,532.17	123,660.42	123,660.42	123,660.42
yoy	1.50%	3.20%	1.10%	-21.00%	0.00%	0.00%
平均每套面积 (平方米)	80	80	80	80	80	80
住宅商品房销售套数 (万套)	1877	1936	1957	1546	1546	1546
精装修渗透率	32%	30%	34.6%	36%	38%	40%
精装修住宅商品房套数 (万套)	601	581	677	556	587	618
木门渗透率	90%	90%	90%	90%	90%	90%
平均每户购置室内门数量	4	4	4	4	4	4
木门均价格 (元)	816.11	838.04	742.29	779.41	818.38	859.29
yoy	10.04%	2.69%	-11.43%	5%	5%	5%
精装修室内门市场规模测算 (亿元)	176.45	175.22	180.91	156.14	173.05	191.27
yoy	-0.69%	3.25%	-13.69%	10.83%	10.53%	

数据来源：奥维云网、Wind、开源证券研究所

多项竞争优势满足工程直营客户较高交付要求。公司木门具备品质好、品类多、产能足、价格低、交期短、服务优、品牌强等众多竞争优势，满足工程直营客户在质量、价格、服务及交付量等方面较高的交付要求，连续五年荣获中国房地产开发企业 500 强首选室内木门类供应商。

减轻对工程直营大客户依赖，持续绑定优质国、央企客户。2017-2020 年恒大集团采购额由 2.38 亿元上升至 6.64 亿元，2021 年采购额同比下降 52.06% 至 3.19 亿元。2019-2021 年恒大在工程渠道的收入占比由 35.07% 持续下滑至 14.36%。受房地产行业景气度下行、地产公司资金链紧张等影响，公司降低对大客户依赖程度。凭借在工程渠道的强竞争力，持续绑定优质国、央企客户。目前公司与万科、保利、华润、旭辉和中海等优质地产客户建立了长期战略合作关系；新开拓中国电建、远洋地产、越秀地产等优质客户。

图46：2021 年起恒大集团采购额同比下降

图47：2019 年起恒大在工程渠道收入占比持续下滑


数据来源：公司公告、开源证券研究所

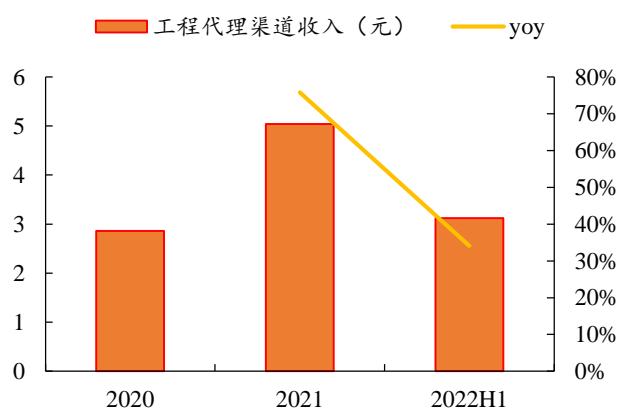
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.2、扩展工程代理商缓解现金流压力

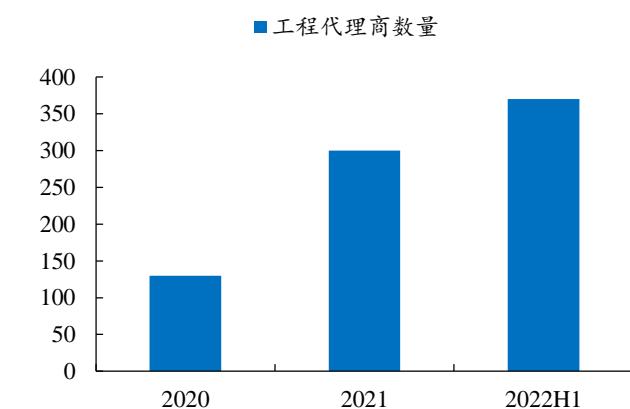
发展工程代理商以规避坏账风险。公司于 2019 年起开拓工程代理渠道以缓解地

产资金链紧张造成的坏账风险。该模式下公司将产品销售给工程代理商开发的房地产开发商和装修装饰企业，并通过款清发货规避坏账风险。

代理商渠道发展顺利，渠道规模迅速扩张，2020-2021年公司工厂代理渠道销售收入由2.86亿元提升至5.04亿元(+75.74%)，2022H1实现销售收入3.12亿元(+34.13%)，2020-2022H1代理商数量由130余家迅速增长至370余家。招商速度放缓，收入释放仍可期。截至2021年底公司370余家代理商中只有100-120家左右产生收入。即使未来工程代理渠道招商放缓，通过转化现有存量代理商也可以实现一定收入增长。

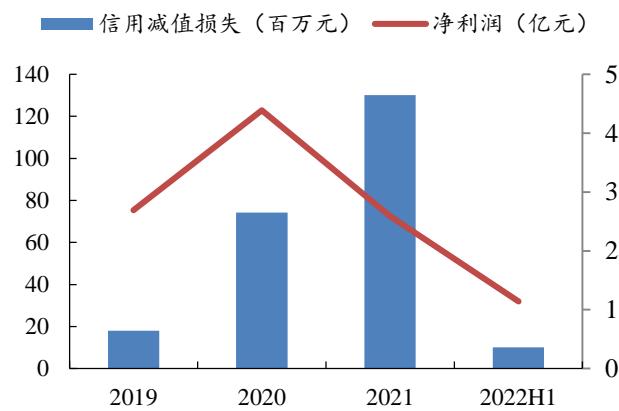
图48：2022H1 工程代理渠道收入 3.12 亿元 (+34.13%)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

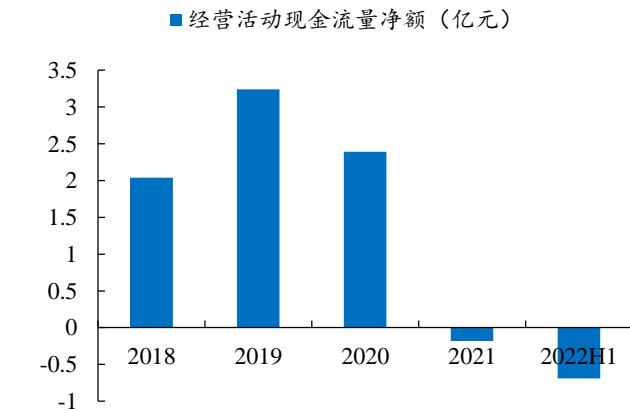
图49：2020-2022H1 工程代理商数量迅速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

信用减值损失大幅改善，资金压力有望缓解。款清模式下，信用减值损失改善，坏账风险得到有效控制。受房地产企业资金紧张影响，2019-2021年信用减值损失由0.18亿元迅速提升至1.30亿元。2021年公司大规模计提工程客户坏账准备，信用减值损失上升、净利润同比下滑。2022H1信用减值损失大幅改善(0.10亿元)，恢复至正常水平。营销变革不断推进，资金压力有望缓解。受工程直营渠道回款风险影响，2020-2022H1公司经营性活动现金流净额由2.39亿元下降至-0.69亿元。随着营销变革进程推进，款清发货业务占比提升，资金压力有望缓解。

图50：2022H1 信用减值损失大幅改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：工程直营渠道回款风险导致资金压力凸显


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、三季报点评：减值带来盈利短期承压，渠道改革成效显著

2022Q3 收入逆势恢复正增长，大额减值带来盈利短期承压。2022Q1-Q3 公司实现营收 22.13 亿元/-3.26%，归母净利润 0.31 亿元/-89.37%，扣非归母净利润-0.39 亿元/-115.03%。分季度看，2022Q3 公司实现营收 9.43 亿元/+7.05%，归母净利润-0.86 亿元/-175.41%，扣非归母净利润-0.95 亿元/-186.90%。单三季度收入在疫情反复和地产持续疲弱下逆势恢复正增长，主要系渠道改革成效显著，工程代理和经销商渠道继续高增长；利润承压主要系公司单三季度计提 2.36 亿元信用减值，以及渠道结构调整下较低毛利率的工程代理和经销商渠道收入占比提升。

渠道改革成效显著，工程代理和经销商渠道继续高增长。分渠道看，2022Q1-Q3 公司大宗渠道营收 14.34 亿元/-14.91%，其中工程直营/工程代理收入分别为 8.15 亿元/-34.16%、5.55 亿元/+66.01%，地产持续疲软下公司加强风险管控，主动缩减工程直营业务，拓展代理商模式。2022Q1-Q3 公司经销商渠道收入为 6.10 亿元/+45.46%，公司积极拓展经销商数量，2022Q3 末公司加盟经销商数量 22409 家，较 2021 年末净增 8940 家。分品类看，2022Q1-Q3 公司夹板模压门收入 13.44 亿元/-1.65%，实木复合门收入 4.42 亿元/-10.77%，柜类产品收入 1.26 亿元/-15.26%，夹板模压门和实木复合门仍贡献主要收入。

多因素影响下盈利能力阶段性承压，前瞻指标和现金流表现优秀。2022Q1-Q3 公司整体毛利率为 26.4%/-5.0pct，2022Q3 毛利率为 23.4%/-9.8pct，毛利率下降主要系原材料成本上升，以及较低毛利率的工程代理和经销商渠道收入占比提升。2022Q1-Q3 公司期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.00pct/+1.64pct/+0.06pct/+0.21pct/+0.10pct，销售费用率同比增加主要系公司积极推进渠道变革，费用投放增加。叠加计提信用减值等多种因素的影响，公司 2022Q1-Q3 公司归母净利率为 1.4%/-11.3pct，2022Q3 归母净利率为-9.1%/-22.0pct，展望 2023 年公司轻装上阵，盈利能力有望修复。此外，公司 2022Q3 末公司合同负债 2.7 亿元/+68.6%，前瞻指标优秀，展示了公司作为木门龙头的较强韧性；2022Q1-Q3 公司经营活动净现金流为 2.7 亿元，2021 年同期为-2.8 亿元，改善明显主要系公司款清业务收入占比增加。

6、催化因素：疫情防控优化和楼市兜底政策密集出台利好公司短期估值和业绩修复

2022Q4 以来家居板块面临多重政策利好，具体为：(1) 疫情防控优化 20 条出台利好线下零售场景复苏，重线下消费场景的家居企业有望受益。(2) 交易商协会出台政策支持民企融资，可支持约 2500 亿元债券融资规模。(3) 央行发布 16 条房产新政，涉及房贷延期、房企风险化解、包支付等。(4) 第一财经消息显示，央行拟发布保交楼贷款支持计划，至 2023 年 3 月 31 日，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。我们认为地产政策持续放松，楼市信心恢复利好地产后周期板块估值修复；江山欧派大宗渠道收入占比较长，2022Q1-Q3 大宗渠道收入占比高达 70%，后期兜底政策逐步落地有望改善公司资产负债表质量，同时也有望增加公司整体收入，带来短期业绩弹性。

7、盈利预测与投资建议

7.1、关键假设

1. 大宗业务：

(1) 工程直营渠道：公司逐渐降低对恒大等大客户依赖，着手开发优质国、央企客户，业务放量节奏较明确。预计 2022 年营业收入同比 2021 年下降至 12.23 亿元，2023-2024 年营业收入同比+2/+1%。该渠道毛利率受原材料价格波动影响大，毛利率上升幅度不高。随着 2022H2 以来原材料价格回落，预计 2022H2 该渠道毛利率环比 2022H1 有所上升，预计 2022-2024 年毛利率为 33.6%/34.6%/34.8%

(2) 工程代理渠道：代理商数量持续增加，预计 2022 年营业收入同比增长 70% 至 8.57 亿元，2023-2024 年营业收入同比+40%/+20%。原材料价格波动时，该渠道可通过多种方式改善毛利率，包括采购价格管控、精益制造、区域供应优化等，预计 2022-2024 年毛利率为 23.8%/24.9%/26.1%。

2. 经销商业务：

公司加速扩展经销商，预计 2022-2024 年经销商数量分别为 3.00 万/4.98 万/7.07 万家，营业收入同比+46%/+40%/+25%。随着订单规模扩大和费用控制优化，盈利能力有望上行，预计 2022-2024 年毛利率为 21.0%/21.7%/22.3%。

综上，我们预计 2022-2024 年总营业收入为 32.51/40.32/46.42 亿元，同比+3%/+24%/+15%。

表12：预计 2022-2024 年总营业收入为 32.51/40.32/46.42 亿元，同比+3%/+24%/+15%

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入（亿元）	30.12	31.57	32.51	40.32	46.42
YOY	49%	5%	3%	24%	15%
整体毛利率	32.2%	29.1%	26.8%	26.9%	27.0%
A. 大宗业务					
营业收入（亿元）	26.07	22.18	20.80	24.47	27.00
YOY	55%	-15%	-6%	18%	10%
毛利率	33.6%	32.3%	29.6%	29.8%	30.2%
其中：工程直营渠道					
营业收入（亿元）	22.09	16.31	12.23	12.48	12.60
YOY		-26%	-25%	2%	1%
毛利率	35.2%	35.2%	33.6%	34.6%	34.8%
其中：工程代理商渠道					
营业收入（亿元）	2.87	5.04	8.57	12.00	14.39
YOY		76%	70%	40%	20%
毛利率	25.7%	25.3%	23.8%	24.9%	26.1%
B. 经销商业务					
营业收入（亿元）	2.47	6.93	10.12	14.16	17.71
YOY	13%	181%	46%	40%	25%
毛利率	24.2%	21.8%	21.0%	21.7%	22.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

7.2、相对估值

江山欧派是国内木门制造龙头企业，所处行业为家具制造业。我们选取索菲亚、欧派家居、志邦家居、好莱客等定制家居一体化服务供应商作为可比公司进行估值。

我们认为公司木门品价比优势显著、营销改革不断深化，经销商及工程代理业务放量节奏明确；对恒大、万科等大客户依赖程度降低，着手开发优质国、央企客户，叠加款清发货业务占比提升，坏账风险有效控制、资金压力有望缓解；经销渠道收入迅速增长、销售费用保持稳定，中长期销售费用率有望改善。我们预计2022-2024年归母净利润为0.81/3.89/4.62亿元，对应EPS为0.60/2.85/3.38元，当前股价对应PE为81.4/17.0/14.3倍。相对于可比家居公司索菲亚、好莱客、志邦家居等，公司渠道改革已逐步迈入收获期，工程代理和经销渠道收入快速增长(2022Q1-Q3工程代理和经销商渠道收入增速分别为+66%/+45%)，带来一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：江山欧派当前股价对应2022年PE为81.4/17.0/14.3倍，对应EPS为0.60/2.85/3.38元

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002572.SZ	索菲亚	148.99	12.74	15.85	18.67	11.69	9.40	7.98
603833.SH	欧派家居	626.88	27.49	33.47	40.09	22.80	18.73	15.64
603898.SH	好莱客	35.83	4.50	3.53	4.08	7.96	10.15	8.78
603801.SH	志邦家居	78.68	5.53	6.62	8.12	14.23	11.89	9.69
平均						14.15	12.76	10.80
603208.SH	江山欧派	66.24	0.814	3.89	4.62	81.38	17.03	14.34

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：收盘价为2022/11/22收盘价，江山欧派/索菲亚/欧派家居/志邦家居盈利预测来自开源证券研究所，好莱客盈利预测来自Wind一致预测。

8、风险提示

下游客户资金链紧张导致计提坏账水平上升，精装修渗透率提升不及预期，经销商提货不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2582	2999	3012	3923	3852	营业收入	3012	3157	3252	4033	4637
现金	644	997	1033	1273	1464	营业成本	2042	2239	2382	2949	3383
应收票据及应收账款	1339	1195	1189	1578	1395	营业税金及附加	20	20	21	26	30
其他应收款	11	15	11	22	16	营业费用	178	264	325	363	417
预付账款	29	21	31	33	40	管理费用	86	99	100	109	125
存货	400	476	456	699	626	研发费用	94	121	119	135	153
其他流动资产	159	294	291	319	310	财务费用	7	7	4	9	8
非流动资产	1330	1678	1692	1950	2113	资产减值损失	-7	-13	-13	-17	-14
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	38	48	0	0	0
固定资产	906	1021	1038	1276	1426	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	265	263	292	310	332	投资净收益	-23	-27	100	110	100
其他非流动资产	159	395	361	364	355	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	3912	4677	4704	5873	5966	营业利润	518	285	96	453	537
流动负债	1791	1884	2031	2980	2795	营业外收入	1	3	1	2	2
短期借款	53	82	82	419	326	营业外支出	3	2	3	4	3
应付票据及应付账款	1113	1090	1253	1648	1680	利润总额	517	286	94	451	536
其他流动负债	626	713	696	913	789	所得税	78	27	12	55	66
非流动负债	311	887	762	666	553	净利润	439	259	82	396	470
长期借款	62	630	505	409	296	少数股东损益	14	2	1	7	8
其他非流动负债	249	257	257	257	257	归属母公司净利润	426	257	81	389	462
负债合计	2102	2771	2793	3645	3347	EBITDA	581	397	167	541	644
少数股东权益	161	64	65	72	80	EPS(元)	3.12	1.88	0.60	2.85	3.38
股本	105	105	137	137	137	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	493	519	488	488	488	成长能力					
留存收益	1059	1192	1255	1568	1951	营业收入(%)	48.6	4.8	3.0	24.0	15.0
归属母公司股东权益	1648	1842	1845	2155	2538	营业利润(%)	67.2	-45.0	-66.5	373.9	18.5
负债和股东权益	3912	4677	4704	5873	5966	归属于母公司净利润(%)	63.0	-39.7	-68.3	377.5	18.9
						盈利能力					
						毛利率(%)	32.2	29.1	26.8	26.9	27.0
						净利率(%)	14.1	8.1	2.5	9.6	10.0
						ROE(%)	24.3	13.6	4.3	17.8	17.9
						ROIC(%)	31.8	15.1	4.4	19.1	22.7
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	239	-18	147	323	656	资产负债率(%)	53.7	59.2	59.4	62.1	56.1
净利润	439	259	82	396	470	净负债比率(%)	-15.1	-1.0	-4.8	-3.8	-18.2
折旧摊销	76	95	79	94	114	流动比率	1.4	1.6	1.5	1.3	1.4
财务费用	7	7	4	9	8	速动比率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
投资损失	23	27	-100	-110	-100	营运能力					
营运资金变动	-382	-520	374	15	233	总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
其他经营现金流	75	115	-293	-81	-70	应收账款周转率	6.9	4.4	5.0	5.5	6.0
投资活动现金流	-293	-384	7	-242	-177	应付账款周转率	8.0	7.1	7.1	7.1	7.1
资本支出	343	379	93	352	277	每股指标(元)					
长期投资	-10	-5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	3.12	1.88	0.60	2.85	3.38
其他投资现金流	60	0	100	110	100	每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	-0.13	1.07	2.37	4.80
筹资活动现金流	71	773	-118	-177	-195	每股净资产(最新摊薄)	12.07	13.24	13.26	15.53	18.33
短期借款	53	29	0	337	-93	估值比率					
长期借款	-24	568	-125	-96	-113	P/E	15.6	25.8	81.4	17.0	14.3
普通股增加	24	0	32	0	0	P/B	4.0	3.7	3.7	3.1	2.6
资本公积增加	-24	26	-32	0	0	EV/EBITDA	11.2	16.8	39.4	12.2	9.7
其他筹资现金流	42	150	6	-417	10						
现金净增加额	14	370	36	-96	284						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn