

江山欧派（603208）专题报告

精装红利下再谈公司被忽视的制造优势

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
轻工行业研究团队
2020年5月

主要看点

□ 行业规模及竞争格局：

1) 工程木门业务在公司率先布局，相对优势突出。受益于全（精）装修比例提升趋势确定+竣工有望快速修复的背景下，工程业务爆发将是木门行业未来几年的主要看点。根据我们测算，2019年工程木门市场规模约114亿，到2021年有望达到192亿，近两年复合增速约30%。目前精装房渗透率约32%，在政策倡导+地产商盈利驱动下，我们认为精装渗透率中长期能提升到50%的水平，精装市场增长远景依然广阔。

2) 公司目前在工程木门中的市占率约15%，竞争对手以中小型工程木门企业为主，如昆山日门、华品木门、千川木门等。公司在产能、资金、落地服务能力、规模成本控制上均有优势，竞争格局分散，没有大的竞争对手，零售型木门企业进入工程领域需要合作上的积累磨合，零售产线调整、新建工程产线、投标地产客户时间跨度长，中期来看竞争威胁小。

□ 公司竞争优势：

1) 与恒大、万科、保利等大型地产商保持深度长期战略合作关系，已经连续成为“中国房地产开发企业五百强首选木门供应商”，在木门行业和工程渠道具有较高品牌知名度，能助其顺利进入到其他大中型地产商的供应名单。2019年新开拓了一些战略客户，目前战略客户约30家。随着中型地产商精装项目占比提升，新客户将逐渐放量。2) 针对大客户渠道拓展产品品类，扩大单一客户的供货规模，现已拓展木门外的柜类、防火门等品类，产能扩建后有望贡献新增量。3) 公司在交货周期、现金流管理、落地服务能力等方面优势突出。随着工程业务规模扩大，单位成本显著下行，毛利率稳步提升，运营效率提高，盈利能力强，ROE持续改善。4) 公司单位成本显著低于同行，制造优势尤为突出，将助力公司抢占市场份额。

□ 盈利预测与投资建议：

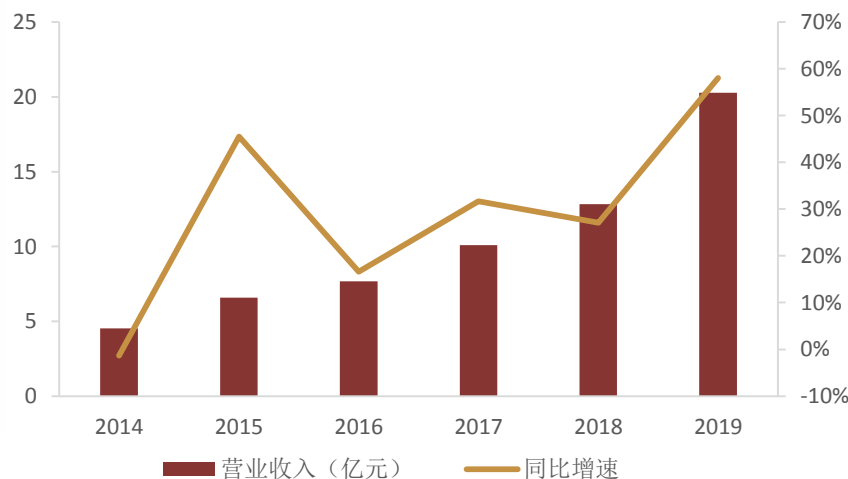
预计2020年公司收入增速为47.8%达到30亿元，净利润3.8亿元，对应PE为27倍；2021年预计收入40亿元，净利润约5.1亿元，对应PE 20倍，考虑工程放量逻辑持续，维持“买入”评级。

风险提示：房地产市场变化的风险；终端销售不及预期的风险；现金流回款不及预期的风险。

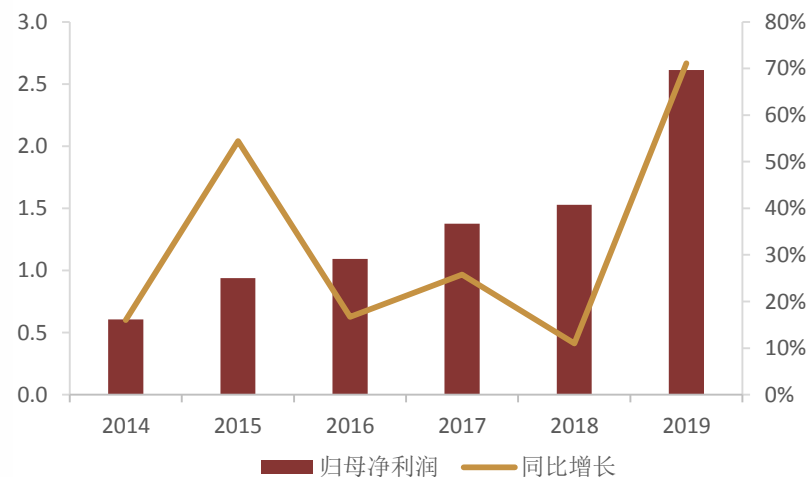
公司经营情况分析：营收和净利润增长亮眼

- 回顾公司历史业绩，14-19年公司均保持了较快增长趋势，年均复合增速达到35%，净利润增速达到34%。19年公司业绩再上台阶，实现营收20.3亿元，同比增长58%，实现归母净利润2.6亿元，同比增长71.1%。
- 分季度看，19Q1-Q4营收净利润增速保持上行趋势，营收增速分别为22%、74%、59%、64%，归母净利润增速分别为10%、47%、96%、82%，订单放量，增长提速。

2014-2019年营业收入（亿元）及增速



2014-2019年净利润（亿元）及增速



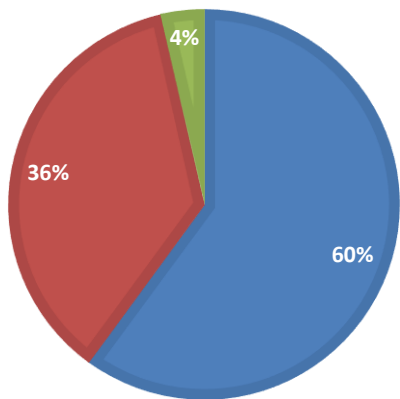
数据来源：WIND，西南证券整理

公司经营情况分析：工程渠道高占比，业绩弹性大

- ❑ 公司产品包括模压门、实木复合门和新投产的柜类产品。模压门和实木复合门营收占比分别达到60%和36%，是公司最重要两大品类。2019年模压门和实木复合门收入分别为11.2亿和6.8亿，增速分别达到48.9%和51.2%，厨柜类产品由于基数低（6600万），增速达到355%。
- ❑ 渠道结构以工程、经销为主，我们测算2019年占比分别达到77%和11%，工程业务收入约16亿，经销渠道营收2.2亿，增速分别为110%和-24%，工程渠道占比高、弹性大，整体业绩充分受益于工程业务放量。

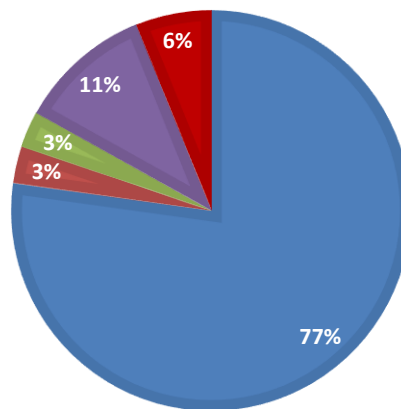
产品结构分析

■ 夹板模压门 ■ 实木复合门 ■ 柜类产品



渠道结构分析

■ 工程 ■ 外贸 ■ 家装 ■ 经销 ■ 其他

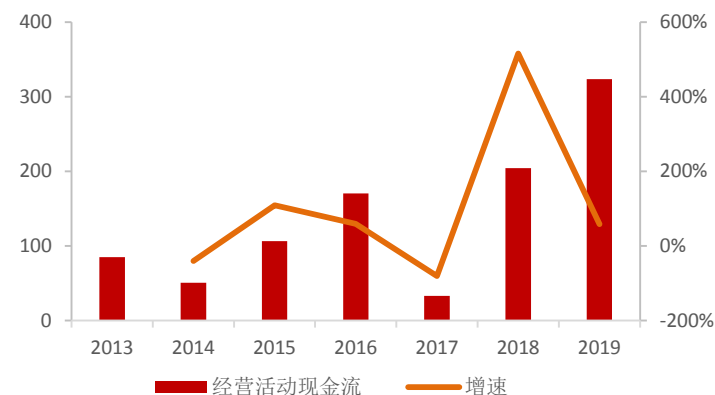


数据来源：公司公告，西南证券整理

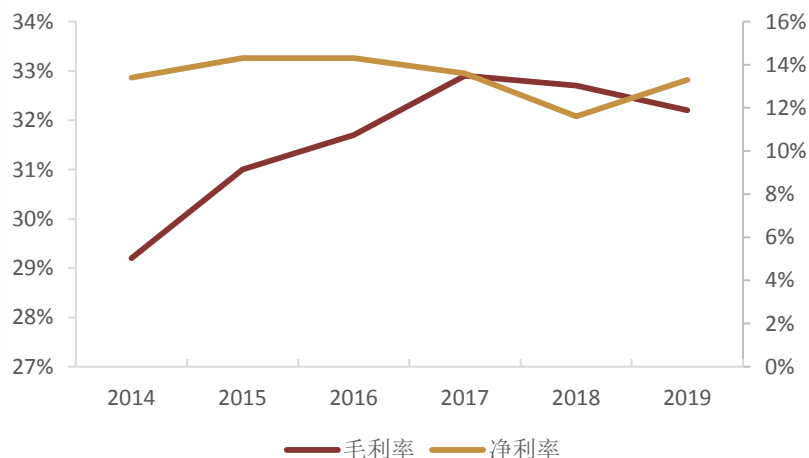
公司经营情况分析：现金流健康，ROE持续改善

- 盈利能力方面，公司毛利率稳定在32%，工程业务的毛利率更高，约34%，已超零售业务，表明随着公司生产规模扩大，单位制造成本下行，规模效应逐渐体现，制造壁垒加深；
- 工程业务的费用率较低，对销售推广的需求少，19年公司成本费用管控更加到位，人效明显提升，净利率升至12.9%；
- ROE方面，在净利率、周转率及负债率都有所提升下，2019年ROE提升至20%；
- 19年底公司经营性现金流3.2亿，同比增长58%，过去几年经营性现金流都保持较好水平，表明公司非常注重并加强了对应收款项的管理，建立起较好的现金流系统性管理机制。

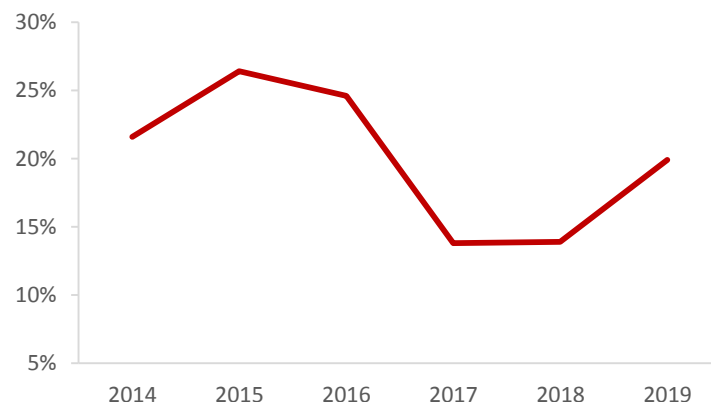
经营性现金流



2014-2019年公司毛利率和净利率水平



ROE明显提升

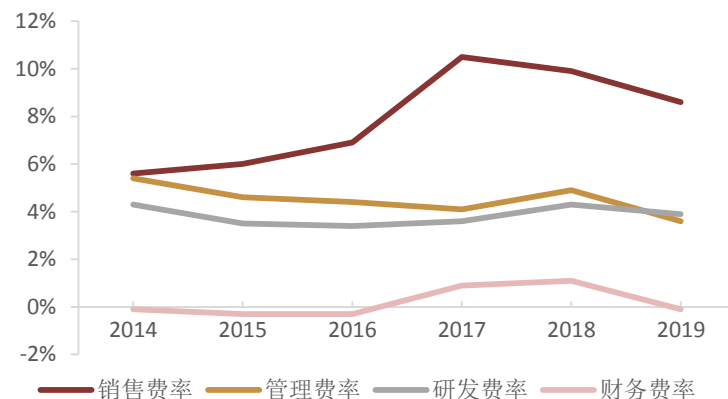


数据来源：WIND，西南证券整理

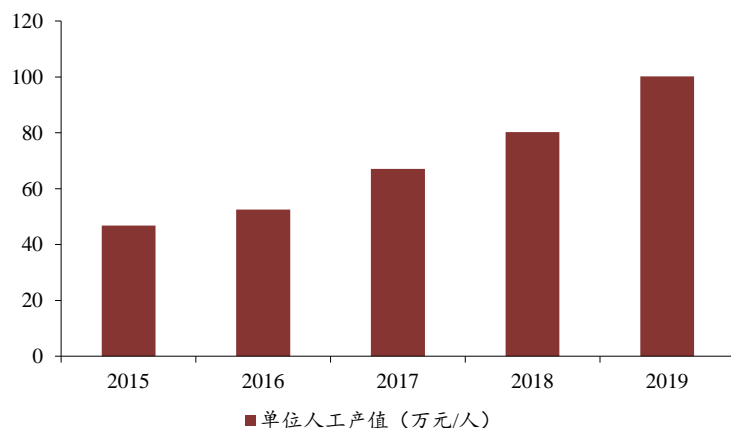
公司经营情况分析：减费增效，人均产值稳步提升

- 人效方面，19公司通过对产线进行技改，对客户专设产线提升规模效应，引进豪迈等先进设备等方式，大幅提升公司生产效率，人均产值随之明显提升。据测算，2019年公司人均产值达到100万元，同比提升25%。
- 费用率方面，2019年各项费用率都呈现下行，销售费用率下行主要是公司严格控制销售人员的增加和广告费的投，减少不必要的费用支出，财务费用率下行主要是原保理费按新准则计入投资损益。总的来看，公司加强对费用管控，投放更为高效。

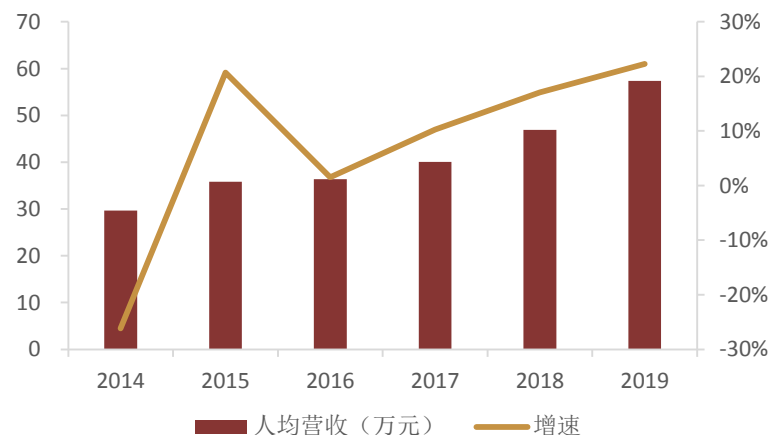
费用率变化情况



2015-2019年人均产值



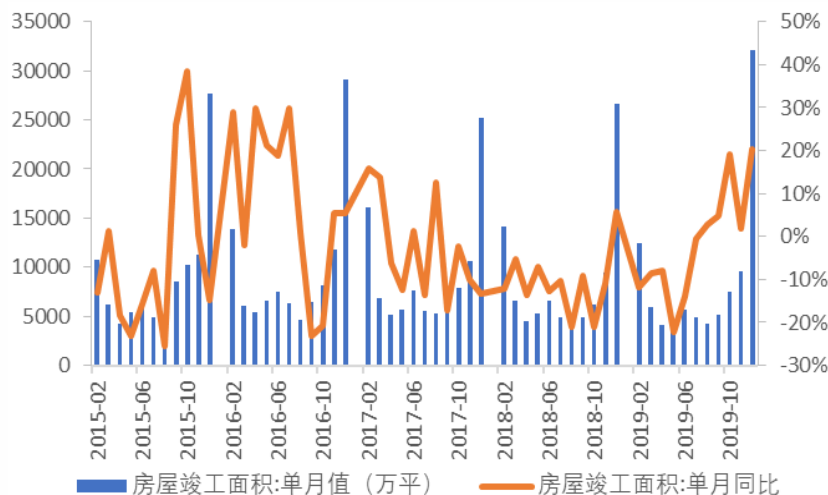
2014-2019年人均营收及增速



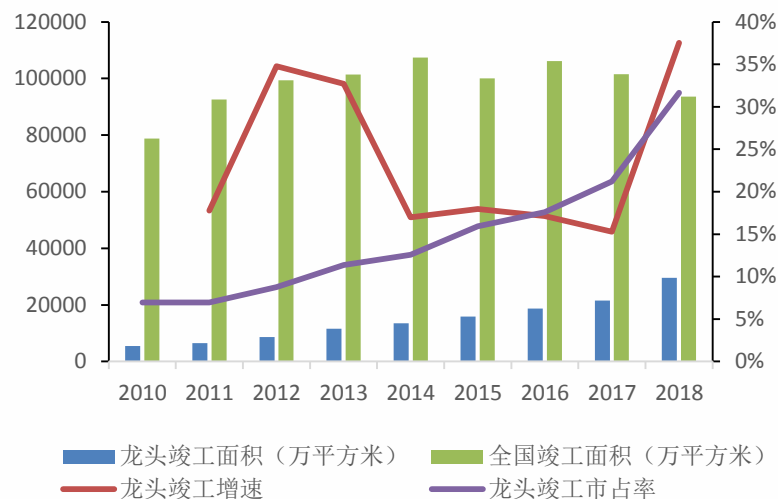
数据来源：公司公告，西南证券

行业分析：对2020年工程业务增速的预判

单月竣工面积（万平）及增速



龙头房企竣工面积、增速及竣工市占率



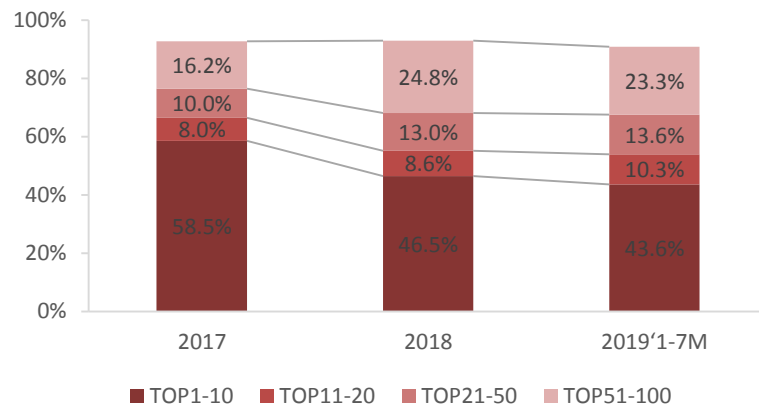
数据来源：WIND，西南证券整理

- 单月竣工数据反弹趋势明显，19年8月竣工面积增速首转正，随后迎来增速大幅反弹，10月-12月单月增速分别为19.2%、1.8%和20.2%，进入竣工修复期。按竣工滞后销售的时间来看，预计竣工修复行情会持续约2-3年。
- 龙头企业竣工修复从2018年就开始了，基本领先行业竣工需求1年左右；龙头精装占比高，目前大部分的家居工程业务都是龙头带动，龙头竣工增速可作为考察行业的先行指标。
- 过去两年精装房开盘量大幅上升，以开盘到竣工两年测算，**2020年和2021年是精装房竣工的高峰期**，我们认为在竣工大趋势+精装交房的高确定性下，今年和明年工程业务都会有较好表现。

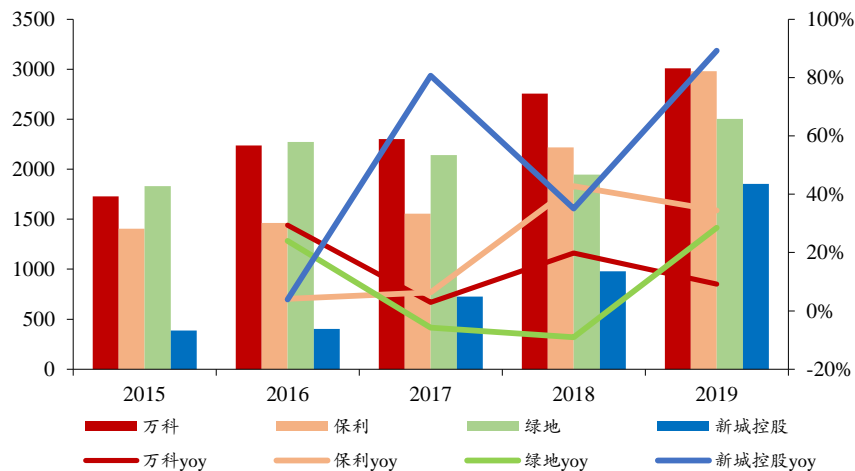
行业分析：精装房渗透率提升进入第二阶段，中大型地产商放量

- 前五大龙头地产商的精装项目占比已达到80%以上，中大型地产商的精装率还有很大提升空间，我们认为未来这部分将成为重要增量。恒大、万科、碧桂园精装率接近100%，富力达到80%，旭辉、华润、中海约60%、金地、绿城、中铁等约50%，在政策引导及扩大利润的目标促进下，中型地产商的精装率有望快速提升。
- 从增速看，2019年1-12月，TOP10、TOP50、TOP100的全年增速分别是13%、15%、16%；在中大型地产商销售增速加快+精装占比提升的双击下，中大型地产商将促进整体的精装房渗透率进入第二波提升阶段。

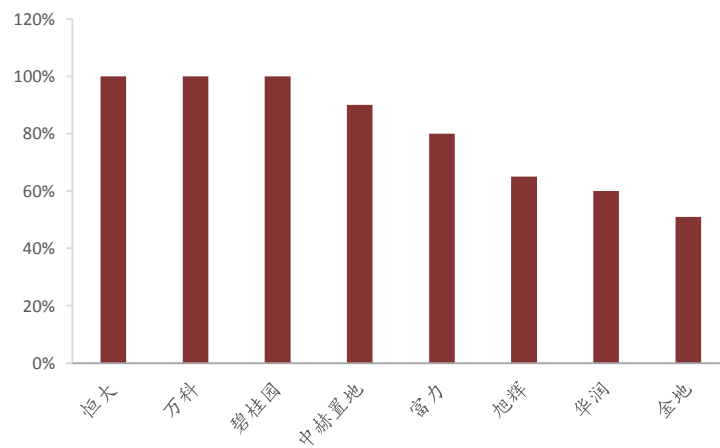
龙头房企竣工面积、增速及竣工市占率



19年主流房企竣工面积（万平）及增速



19年主流房企精装修占比



数据来源：WIND，奥维云网，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

行业分析：2020年精装房装修规模有望达到5600亿，增速60%

□ 关键假设

- 根据奥维云网估计，2020年和2021年精装渗透率分别达到36%和40%；
- 由于从开盘到精装有1.5-2年的滞后期，因此20年的精装规模实际对应18年的精装开盘数据；
- 根据奥维云网数据，18年装修出厂约1542元/平，假设保持每年递增3%的增速。

□ 估算结果

- 2019-2021年精装房套数分别为366、401和433万套。
- 2019-2021年精装市场规模增速分别为80.8%、60%和25%。

指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
商品房住宅销售面积（亿平）	13.8	14.5	14.8	15.0	14.7	14.4
YOY	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	-2.0%	-2.0%
每套面积	107.2	108.4	111.2	112.4	113.5	114.6
YOY	0.9%	1.0%	2.7%	1%	1%	1%
住宅销售套数（万套） =住宅销售面积/每套面积	1282.3	1336.1	1329.8	1336.0	1296.3	1257.8
期房占比	76%	76%	84%	86%	86%	86%
住宅销售期房套数（万套） =住宅销售套数*期房占比	974.5	1015.5	1117.1	1143.6	1114.8	1081.7
精装房渗透率	12.0%	20.0%	27.5%	32.0%	36.0%	40.0%
精装房销售套数（万套）	116.9	203.1	307.2	366.0	401.3	432.7
装修单价（元/平米）	1453	1497	1542	1588	1636	1685
精装市场装修规模（万亿）			0.19	0.35	0.56	0.69
装修市场总规模（万亿）	2.00	2.17	2.28	2.38	2.41	2.43

数据来源：WIND，奥维云网，西南证券

行业分析：各品类精装规模测算

□ 各品类精装规模测算

- 通过测算主要上市公司做工程业务的单价，我们推算出一套房需要的各品类采购价格。同时假定橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的配套率能达到100%；单价以每年3%的速度增长。
- 根据估计，2020年橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的精装市场规模分别为147亿、163亿、196亿、156亿、163亿，同比增速为56%。
- 2018-2023年精装市场年复合增速可以达到34%，远高于家居零售行业；目前木地板市场规模最大，瓷砖集中度较高。

不同品类精装市场规模（出厂）									
品类	覆盖率	配套数量	均价 (元/套)	精装市场规模(亿元)					
				2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
橱柜	100%	1套	4500	53	94	147	180	206	231
卫浴	100%	2套	2500	58	105	163	200	228	257
木地板	100%	50 m ²	6000	70	126	196	240	274	308
木门	100%	4扇	1200	56	114	156	192	219	246
瓷砖	100%	100 m ²	5000	58	105	163	200	228	257

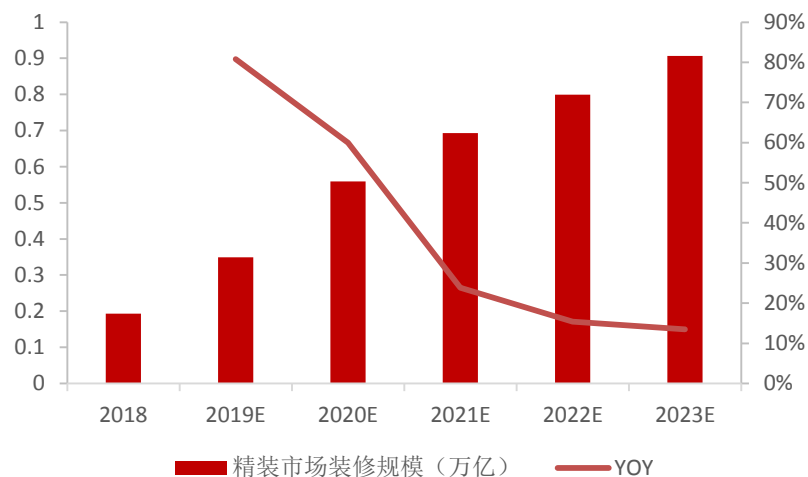
数据来源：WIND，奥维云网，西南证券

行业分析：不同品类工程龙头市占率测算

□ 大部分品类的工程业务龙头市占率还有提升空间

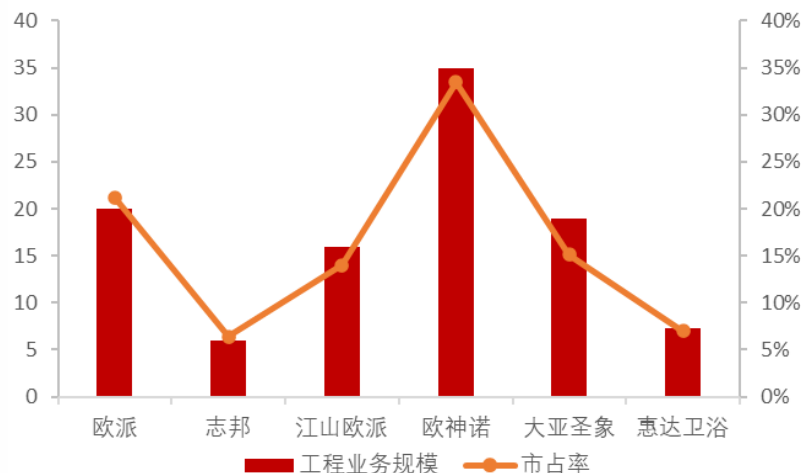
- 根据我们测算，2019年精装市场规模达到3500亿，2023年有望达到9100亿，2018-2023年复合增速为37%，2020年精装市场规模预计5600亿，增速为60%。
- 我们选取了各品类中有代表性的工程业务公司，测算其19年工程业务规模及在各自工程业务市场的占比。可以看到目前占比最高的是欧神诺，其工程市占率达到30%+，也从侧面印证出瓷砖的工程业务集中度较高；江山欧派市占率约15%，还有较大提升空间。

精装市场规模及增速



数据来源：奥维云网，西南证券

19年工程龙头收入规模（亿元）及市占率



数据来源：公司公告，西南证券

行业分析：不同精装渗透率下各品类规模及龙头收入天花板测算

在不同精装渗透率下各品类精装规模

市场规模测算依据及假设：

- 商品房销售总套数维持在1300万套的水平；
- 各品类出厂价基于19年数据假设。
- 假定全国销售总套数维持在1300万套的水平；以2019年的品类单价作为估算基础。
- 根据精装渗透率的变化趋势，以50%、60%、70%、80%的渗透率水平对各品类的精装规模进行测算。目前欧美日的精装房占比达到80%，以此作为渗透率提升的天花板，橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的精装规模有望达到482亿、536亿、643亿、514亿和536亿。

各品类龙头工程收入规模天花板

- 根据调研，单一供应商在地产商中的占比平均约20%，最多达到40%，极少能达到60%。以50%精装渗透率作为条件，40%的市占率作为天花板，则橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的龙头市场规模天花板为121亿、134亿、161亿、129亿和134亿，远高于零售企业。

品类/ 渗透率	各品类精装规模预测（出厂价，亿元）			
	50%	60%	70%	80%
	650万套	780万套	910万套	1040万套
橱柜	301	362	422	482
卫浴	335	402	469	536
木地板	402	482	562	643
木门	321	386	450	514
瓷砖	335	402	469	536

数据来源：奥维云网，西南证券

50%精装渗透率条件下细分龙头可拥有的市场规模（亿元）					
市占率/ 品类	橱柜	卫浴	木地板	木门	瓷砖
20%	60	67	80	64	67
30%	90	100	121	96	100
40%	121	134	161	129	134

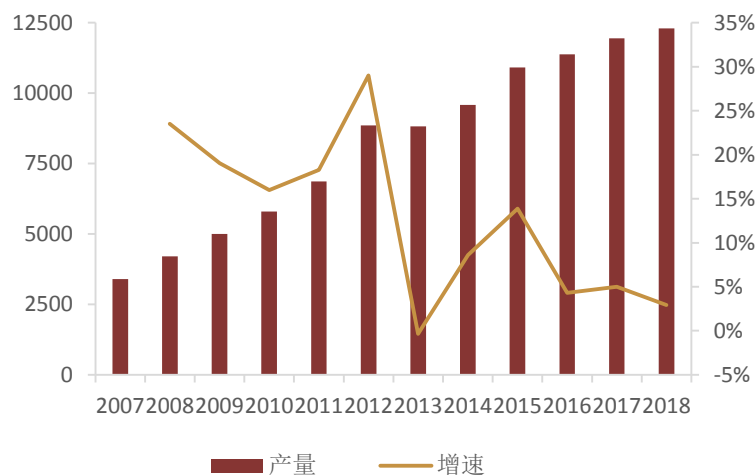
数据来源：奥维云网，西南证券

行业分析：木门行业竞争格局

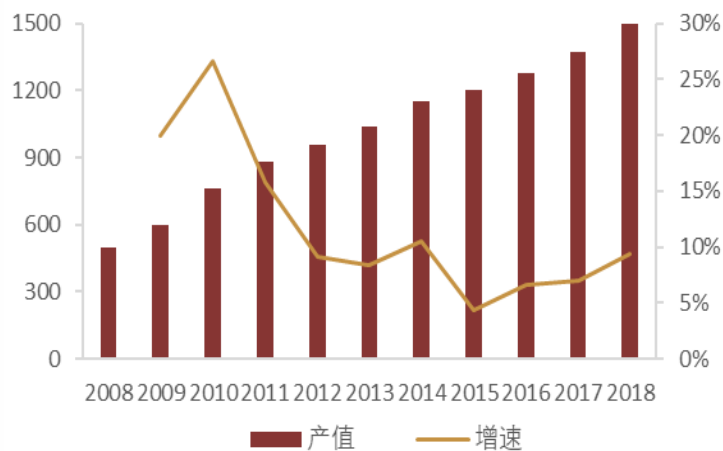
□ 千亿市场，格局分散

- 根据《中国木材与木制品流通行业年鉴》及智研咨询数据，2018年我国木门产量达1.23亿樘，同比增长3%，产值约1500亿元，近10年行业产值CAGR达到10%，出口占比约4%，内销占绝大比重。
- 行业起步相对较晚，2000年后才逐渐有企业介入到定制木门领域，晚于厨衣柜等细分品类，其中行业领军品牌（TATA、江山欧派、欧派·欧铂尼等）的合计销售收入不到100亿，龙头TATA木门市占率不足5%。对比国外高度集中的竞争格局，当前我国木门市场的发展非常分散，行业集中度有待进一步提高。

我国木门行业产量（万樘）及增速



我国木门行业产值（亿元）及增速



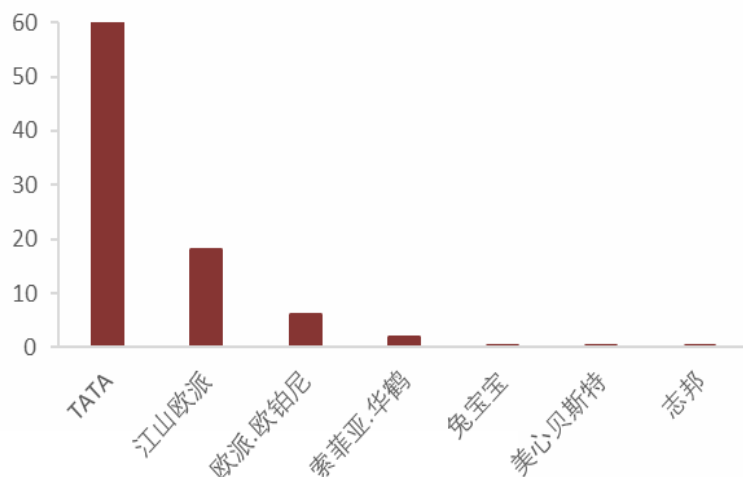
数据来源：《中国木材与木制品流通行业年鉴》，智研咨询，西南证券整理

行业分析：木门行业竞争格局

□ 工程木门行业集中趋势明显

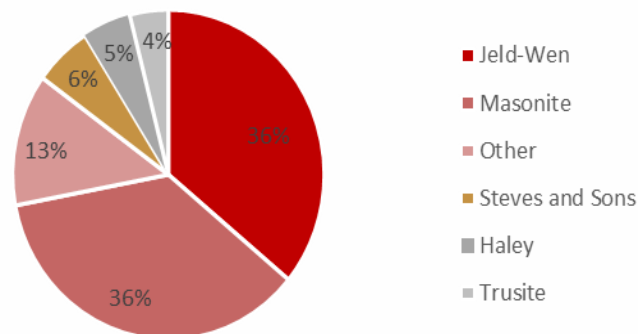
- 近几年，得益于精装房趋势的不断深化，木门工程业务迎来放量增长，与地产商的合作成为工装木门竞争取胜的关键。江山欧派、昆山日门、干川木门、星月门业等品牌由于进入时间较早、规模化和机械化生产程度高，获得了大地产商的青睐，在抢占市场份额上具有明显的先发优势。19年江山欧派收入规模约20亿，工程市场中市占率达到15%，昆山、干川为十亿级，因此相比C端市场，工程木门企业在B端的集中度明显更高。

2019年木门行业主要品牌收入情况（亿元）



数据来源：公开资料，西南证券整理

北美木门市场竞争情况



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

行业分析：木门是天然适合做工程的品类

□ 优选与工程业务紧密挂钩的细分品类：

工程业务目前涉及较多的家居品类包括 瓷砖、木门>柜类、地板>卫浴；软体家具涉及少。

□ 木门天然适合做工程业务：

1) 没有外资品牌冲击，对品牌性的要求不像卫浴、家电这么高

2) 精简SKU，规模效应可以凸显，单品成本明显降低，利润率持续提升，甚至高于零售业务

□ 与地产商有长期合作关系、有规模效应、资金实力的企业占优：

1) 龙头地产商采购周期一般在1-2年，新进入者的供货占比非常低，战略合作方的采购规模可达50%-70%，合作时间长的供应商先发优势明显。

2) 在工程业务中，地产商对供应商的议价力强，因此价格会低于经销出厂价。但是随着供货规模扩大，规模效应显现，盈利能力稳步上行。有制造优势的企业能够以更低的价格抢占供货份额，竞争力凸显。

3) 总体而言，工程业务对于产品质量、采购价格、生产研发能力、供货速度、落地服务能力、多地项目管理能力、工程队伍、账期承受能力等诸多方面都提出严格的要求，这需要企业在综合制造能力、资金实力、专业团队建设等各方面都出类拔萃，容易形成强者恒强的竞争格局。

公司分析：工装市场第一批“吃螃蟹的人”

□ 公司股权结构

- 实际控制人公司实际控制人吴水根先生持有29.1%的股权，总经理王忠先生持有公司22.9%的股权，副总经理兼财务总监吴水燕女士持有9.9%股份，三人为一致行动人，合计持有公司61.9%的股权，股权相对集中，便于决策高效执行。



□ 公司发展历程

- 公司成立于2004年，以木门出口起家，在08年金融危机后开始发力内销，逐渐开展木门零售业务。2012年公司 与恒大开始合作，以此契机进入木门工程领域，逐渐与万科等大型地产商建立合作关系，公司首先敏锐观察到精装红利爆发趋势，乘上精装市场爆发的东风，公司发展进入快车道，成为第一批“吃螃蟹的人”。



公司分析：品类扩张，产能充足

□ 公司产品系列

- 公司主要产品包括模压门、实木复合门、防火门及柜类产品。其中模压门已有产能160万套，在建产能75万套；实木复合门产能100万套，防火门在建30万套，橱衣柜类25万套。

□ 产能规划

- 公司目前有四大产能基地，江山清湖花园岗、江山贺村莲花山、江山贺村淤头总部、河南兰考生产基地。公司目前拥有木门年产能280万套（一天工作8小时，一年按照300天计算的产能），正在建设的120万套木门项目产能预计2020年下半年开始投产，产能充足，足以支撑公司未来几年的高速发展。

产品	系列	定位	产能地
模压门	雅居系列	中端消费群体	本部+莲花山
	爱家系列	价格敏感性客户	
	安居系列	价格敏感性客户	
	坤和系列	高端消费群体	
	轩尚系列		
实木门	经典系列	定位于对价格敏感的用户	本部+莲花山+兰考
	荣耀系列	定位于具有一定消费能力的用户	
	拉菲系列		
	臻品系列		
防火门/防火防盗门	建设中		莲花山
衣柜	欧罗拉		莲花山

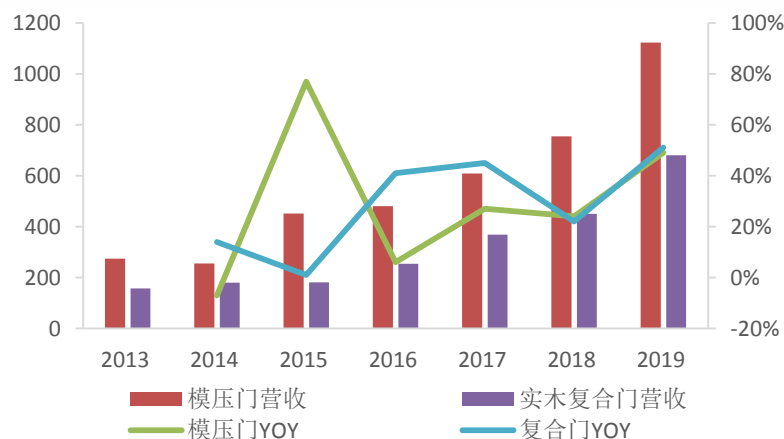
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：品类扩张，产能充足

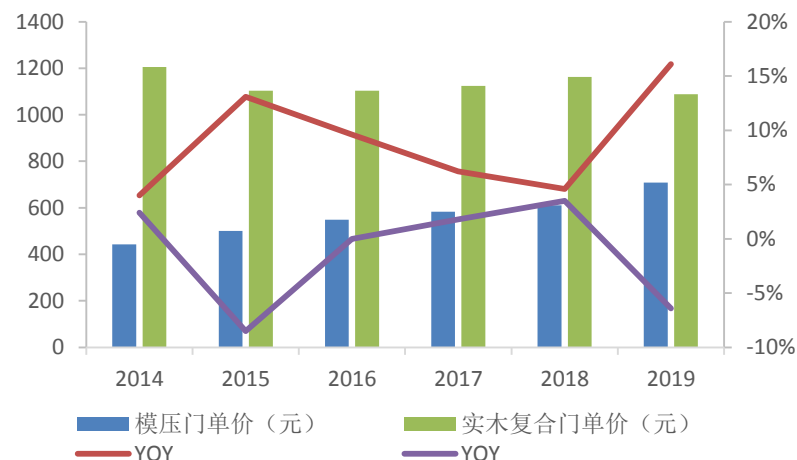
□ 充分利用渠道协同，实现品类扩张

- 从16年至今，公司两大核心品类模压门及实木复合门保持较快增速，16-19年模压门收入CAGR达到32.8%，实木复合门CAGR达到39%，营收占比分别达到60%和36%；
- 近几年模压门和实木复合门单价稳中有升，这与公司不断进行产品升级、推新品有关，而单位成本在规模效应下呈下行趋势，带动毛利率上行。2019年模压板单价大幅上涨16%，主要是公司有一部分新产品拼装模压门计入其中，拼装模压门单价比普通模压门高40%-70%，同时随着新产品防火门产能投放，有望带动公司业绩进一步大幅扩张。
- 19年开始公司新品类厨柜产品开始发力，柜类花木匠品牌19年实现收入6600万，同比增速达到355%。公司的木门、防火门、柜类产品在渠道上高度一致，品类拓展可助公司充分挖掘大客户潜力，提升销售规模和协同性。**我们非常看好公司在竞争格局更加分散的防火门市场进行布局，将充分发挥公司的工程先发优势和木质防火门的协同制造优势，实现规模快速扩张。**

分品类营收（百万元）及增速



价格变动趋势



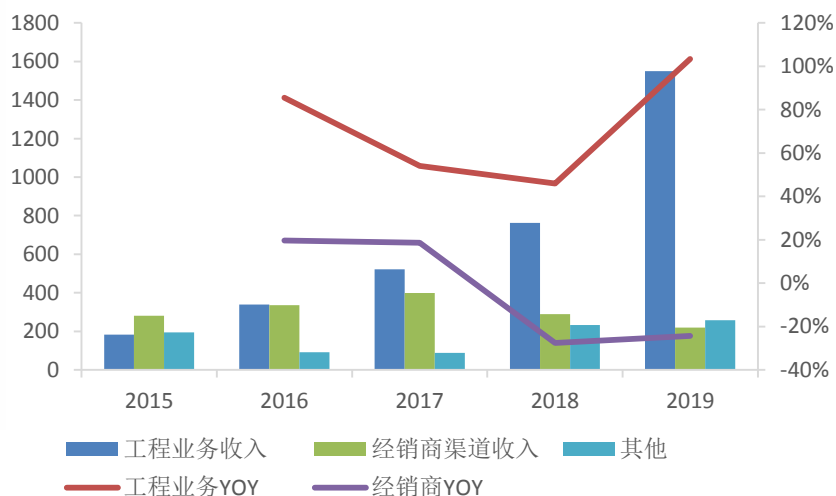
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：工程渠道保持高增，新客户放量在即

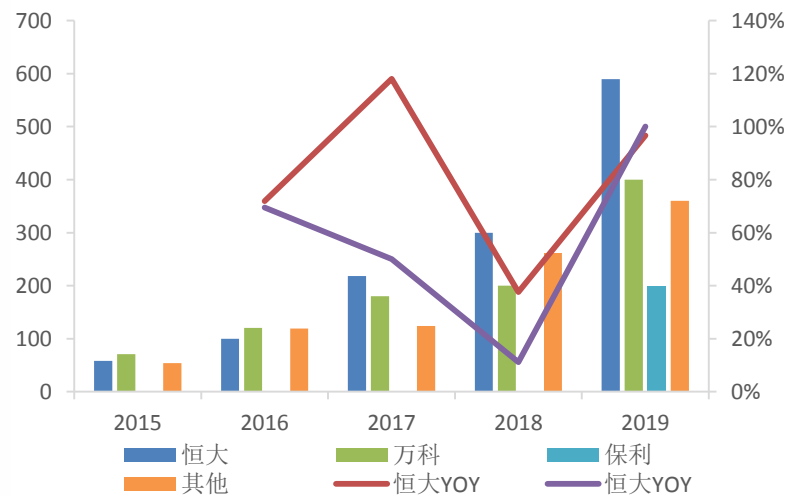
□ 公司客户结构详解

- 19年公司工程业务贡献营收15.5亿元，同比翻倍增长，零售2.2亿，下滑24%。
- 19年主要地产大客户包括恒大、万科、保利、中海、旭辉、新城控股、阳光城等，不存在大客户过度集中的风险。
- 一个更好的趋势是，随着中型地产商精装房渗透率提升，在低基数上实现了高增长，未来将成为工程业务重要增量。公司顺应趋势开发了美的、海尔、蓝光、龙光等诸多新地产客户，2020年，新开发的中型地产商将进一步贡献增量，更多战略客户有望在今年下半年到明年开始放量，将助力公司迎来第二波黄金发展期。

各渠道营收（百万元）及增速



重要客户营收（百万元）及增速



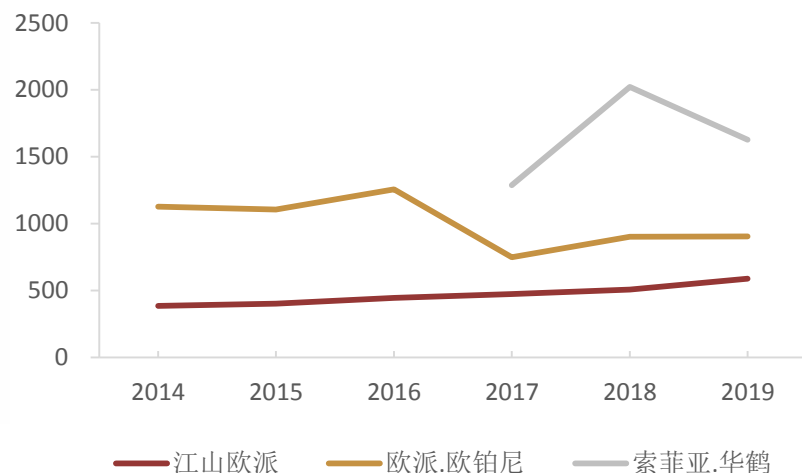
数据来源：公司调研，西南证券

公司分析：成本优势明显，制造壁垒被低估

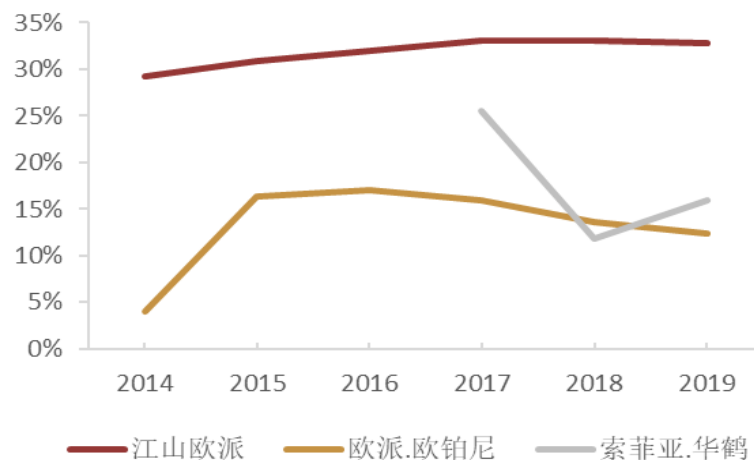
□ 制造成本低，毛利率维持相对高位，竞争优势明显

- 公司1) 不断改进生产工艺、提升生产效率，加深技术壁垒，2) 工厂产能只用于生产B端订单，规模优势进一步显现，二者共同助力公司建立起显著的成本优势。经测算，2019年江山欧派木门产品（实木+模压）的平均生产成本显著低于同行其他品牌的平均生产成本。
- 较低的单位成本使公司的毛利率亦维持领先水平，2019 年江山欧派模门类产品的毛利率为32.8%，而同期欧派家居木门/索菲亚木门毛利率分别为12.4%/15.9%。随着公司规模效应的进一步体现以及内部“降本增效”策略的实施，公司的成本优势有望得到持续加强，从而驱动工程订单的快速增长。

木门品牌生产成本对比（元/樘）



木门品牌毛利率对比

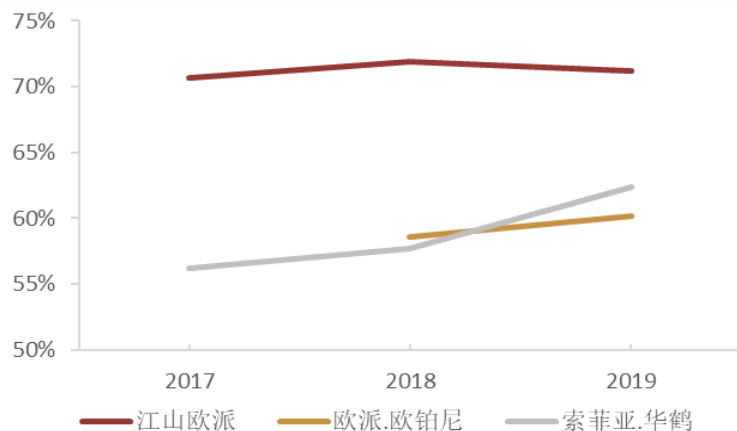


数据来源：公司公告，西南证券

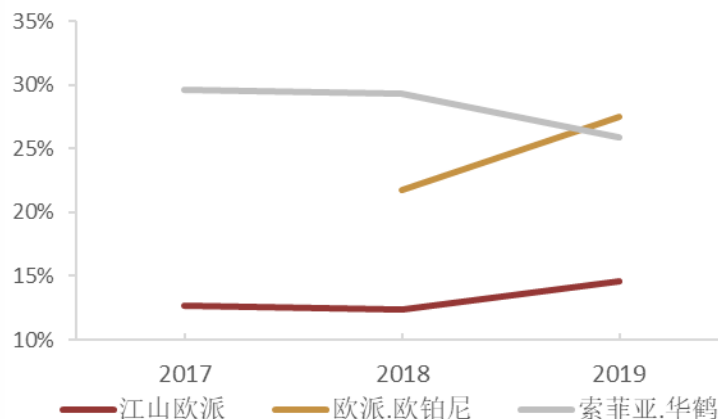
公司分析：成本优势明显，制造壁垒被低估

- 江山欧派原材料成本占比明显高于同行，达到70%+，而制造成本和人工成本占比明显较低，制造成本占比15%，人工成本占比14%，表明公司通过提升智能制造水平和人均产出，已将可变制造成本降至很低水平。
- 公司在国内培养了一批优质稳定的材料战略供应商，同时开拓部分东南亚供应商，确保进口木材的稳定供应，完善了采购运行管理制度，降低平均材料成本，为木门利润的提升释放更多空间。

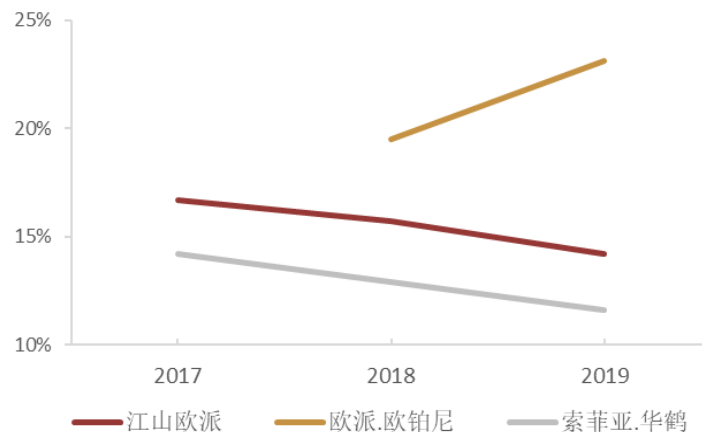
材料成本占比



制造成本占比



人工成本占比



数据来源：公司公告，西南证券

公司分析：成本优势明显，制造壁垒被低估

□ 生产制造壁垒存在低估

- 具体来看，公司的原材料成本、制造成本及人工成本均低于同行，尤其单位制造成本和人工成本处于显著低位。据测算，2019年公司单位制造成本和人工成本为86元和84元，仅为竞品的1/3。公司通过采购德国豪迈、意大利MAKOR等国际一流设备制造商，同时根据需求对设备进行研发技改，降本增效，不断提高自动化、信息化水平，新产线对人力需求降低，制造能力突出。
- 通过对新品类及产能利用率较低的工厂拆分测算，恒大欧派19年产能利用率仅30%，净利率5个点，2020年有望提升至60%，净利率有望进一步提升；经测算，花木匠品牌公司一开始投入不大，且重视控制费用，净利率达到13.5%。拆分下来公司本部老基地的净利率可达到15%，处于定制家居企业中的较高水平，我们认为市场对公司的生产制造壁垒或存在低估。

单位成本拆分

2019年	原材料成本	制造成本	人工成本
江山欧派	420	86	84
欧派.欧铂尼	545	249	209
索菲亚.华鹤	1016	422	189
2018年	原材料成本	制造成本	人工成本
江山欧派	365	63	80
欧派.欧铂尼	529	197	176
索菲亚.华鹤	1167	593	260
2017年	原材料成本	制造成本	人工成本
江山欧派	335	60	79
索菲亚.华鹤	723	381	183

单位：百万元

单位：百万元	营收	净利润	净利率
总公司	2026.6	261.3	12.9%
河南恒大欧派	422.5	22.2	5.3%
花木匠	65.9	8.9	13.5%
老基地	1538.2	230.2	15%

数据来源：公司公告，西南证券

公司分析：主要推荐逻辑

- 公司未来增长点主要在三个方面：1) 继续保持几家核心大客户的供货占比，在与恒大的合资厂逐步投产后，恒大供货量将继续提升。2) 逐渐开发新的战略客户，提升中大型地产商的供货占比。2019年新开拓了多家战略客户，目前战略客户已达约30家。借助既有品牌和产品优势，随着中型地产商精装项目占比提升，新客户将逐渐放量。3) 充分利用现有大客户资源，针对其需求配套拓展新品类，扩大单个客户的供货规模，现已拓展至木门外的柜类、防火门等，产能扩建后将贡献新增量。4) 公司单位成本显著低于同行，制造优势尤为突出，将助力公司抢占市场份额。

江山欧派业绩情况

亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总营收	4.6	4.5	6.6	7.7	10.1	12.8	20.3
营收增速	35%	-1%	47%	16%	31%	27%	58%
归母净利润	0.52	0.61	0.94	1.09	1.38	1.53	2.64
净利润增速	30%	32%	55%	16%	27%	11%	73%
工程业务	0.98	0.77	1.8	3.3	5.2	7.62	16
工程占比	-	17%	27%	43%	52%	59%	79%
工程业务增速	-	-21%	134%	85%	54%	46%	110%

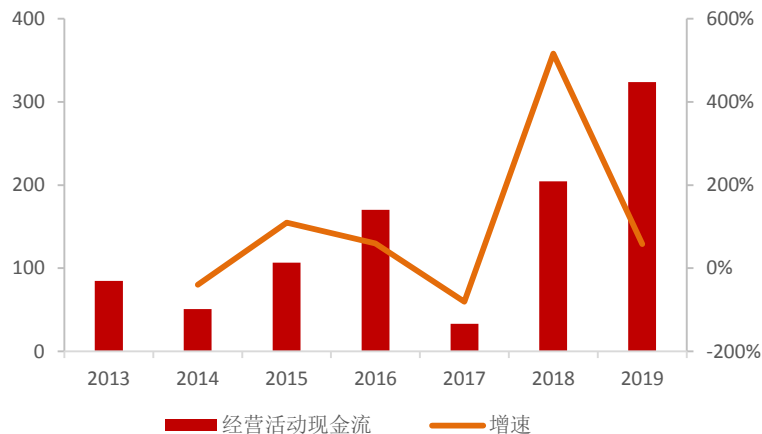
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：市场关注问题

□ 江山欧派关注问题

- 工程木门市场竞争情况：2020年工程木门规模有望达到150亿，江山欧派市占率约15%，是最大的工程木门公司，同行竞争对手包括华品木门、昆山日门、千川木门等，主要以非上市公司为主，相对而言公司资金和产能优势明显。
- 公司的核心竞争力：公司从2012年就组建工程团队，逐渐跟恒大、万科展开合作，已经建立起深度的合作关系。公司与恒大在河南兰考合资建厂60万套烤漆门，预计2020年产能利用率能达到60%。在工程渠道上已经树立了品牌，成为工程渠道的首选核心木门供应商品牌；公司产能充足且优势明显；产品性价比高、竞争力强；制造能力突出、自动化智能化制造水平高；同时拥有覆盖全国的工程营销服务网络，工程项目落地服务能力很强；综合以上优势，公司在大客户的供货份额中有望进一步提升，同时新客户将进一步贡献新的增量。
- 公司的盈利能力：规模扩大后公司的工厂主要用于工程业务，规模效应明显，成本控制得当，公司工程业务毛利率可达到30%-35%，净利率可达到10%以上，逐渐靠近零售业务净利率。
- 公司回款情况：公司对现金流考核严格，回款不达标会严重影响工程团队奖金，公司的现金流情况在同类公司中一直处于较好水平。预计账期在半年内。

江山欧派经营性现金流情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：盈利预测与估值

□ 江山欧派业绩拆分

- 预计2020年江山欧派收入增速为47.8%达到30亿元，净利润为3.8亿元，对应PE为27倍；2021年预计收入40亿元，净利润约5.1亿元，对应PE 20倍，考虑工程放量逻辑持续，维持“买入”评级。
- 风险提示：房地产市场变化的风险；终端销售不及预期的风险；现金流回款不及预期的风险。

亿元	2015A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计							
营业收入	7.66	10.10	12.82	20.26	29.95	40.23	51.08
yoy	16.5%	31.8%	27.0%	58.0%	47.8%	34.3%	27.0%
营业成本	5.23	6.77	8.63	13.74	20.28	27.11	34.31
毛利率	31.7%	32.9%	32.7%	32.2%	32.3%	32.6%	32.8%
工程							
收入	3.39	5.22	7.61	15.50	24.80	34.72	45.14
yoy	86%	54%	46%	104%	60%	40%	30%
成本	2.31	3.50	5.06	10.20	16.37	22.92	29.79
毛利率	31.8%	33.0%	33.5%	34.2%	34.0%	34.0%	34.0%
经销商渠道							
收入	3.36	3.99	2.89	2.18	2.18	2.25	2.36
yoy	20%	19%	-28%	-25%	0%	3%	5%
成本	2.24	2.62	1.88	1.80	1.83	1.91	2.00
毛利率	33.4%	34.4%	35.0%	17.6%	16.0%	15.0%	15.0%
外贸公司							
收入	0.16	0.14	0.12				
yoy	-86%	-12%	-15%				
成本	0.11	0.10	0.08				
毛利率	29.6%	29.6%	30.0%				
海外							
收入	0.64	0.63	0.79				
yoy	-1%	-1%	26%				
成本	0.52	0.52	0.65				
毛利率	19%	17%	18%				
其他业务							
收入	0.11	0.12	1.41	2.58	2.97	3.26	3.59
yoy	3%	5%	1084%	83%	15%	10%	10%
成本	0.05	0.04	0.95	1.75	2.08	2.28	2.51
毛利率	55%	69%	32.3%	32.3%	30%	30%	30%

数据来源：WIND，西南证券

附表：盈利预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2026.63	2995.63	4024.16	5109.97	净利润	268.87	381.10	507.52	654.53
营业成本	1373.69	2028.24	2711.68	3431.75	折旧与摊销	56.12	49.61	54.77	60.83
营业税金及附加	14.58	27.53	35.67	35.26	财务费用	-1.92	21.11	21.13	22.62
销售费用	174.43	254.63	350.10	459.90	资产减值损失	-4.34	10.00	10.00	10.00
管理费用	73.56	224.67	305.84	393.47	经营营运资本变动	-1.68	-24.18	100.95	1.45
财务费用	-1.92	21.11	21.13	22.62	其他	6.62	-23.89	-9.44	-10.88
资产减值损失	-4.34	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	323.67	413.75	684.92	738.55
投资收益	-20.43	15.06	0.27	0.27	资本支出	-270.04	-100.00	-150.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-92.84	15.06	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	-362.88	-84.94	-149.73	-159.73
营业利润	309.95	444.52	590.01	757.24	短期借款	0.00	87.92	-87.92	0.00
其他非经营损益	-5.96	-8.00	-10.00	-10.00	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	303.99	436.52	580.01	747.24	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.13	55.42	72.49	92.71	支付股利	0.00	-71.05	-100.36	-129.75
净利润	268.87	381.10	507.52	654.53	其他	-35.49	-45.89	-21.13	-22.62
少数股东损益	7.58	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-5.49	-29.03	-209.41	-152.37
归属母公司股东净利润	261.29	381.10	507.52	654.53	现金流量净额	-43.58	299.78	325.78	426.45

数据来源：WIND，西南证券

附表：盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	598.91	898.69	1224.47	1650.92	成长能力				
应收和预付款项	715.41	1052.45	1415.80	1796.16	销售收入增长率	57.98%	47.81%	34.33%	26.98%
存货	390.67	575.64	769.18	974.58	营业利润增长率	79.50%	43.42%	32.73%	28.34%
其他流动资产	83.85	54.39	73.07	92.79	净利润增长率	80.76%	41.74%	33.17%	28.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.38%	41.49%	29.24%	26.25%
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	844.97	881.23	952.34	1017.39	毛利率	32.22%	32.29%	32.61%	32.84%
无形资产和开发支出	167.11	181.24	205.36	239.49	三费率	12.14%	16.70%	16.83%	17.14%
其他非流动资产	61.05	61.05	61.05	61.05	净利率	13.27%	12.72%	12.61%	12.81%
资产总计	2861.98	3704.70	4701.28	5832.37	ROE	19.34%	22.41%	24.08%	24.86%
短期借款	0.00	87.92	0.00	0.00	ROA	9.39%	10.29%	10.80%	11.22%
应付和预收款项	1114.73	1539.89	2170.89	2728.38	ROIC	22.55%	24.92%	27.22%	29.35%
长期借款	86.17	86.17	86.17	86.17	EBITDA/销售收入	17.97%	17.20%	16.55%	16.45%
其他负债	270.63	290.22	336.56	385.38	营运能力				
负债合计	1471.52	2004.19	2593.62	3199.93	总资产周转率	0.81	0.91	0.96	0.97
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	3.33	4.09	4.96	5.65
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	应收账款周转率	6.38	6.18	5.95	5.80
留存收益	713.60	1023.64	1430.80	1955.57	存货周转率	4.40	4.19	4.02	3.93
归属母公司股东权益	1312.01	1622.05	2029.20	2553.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.78%	—	—	—
少数股东权益	78.46	78.46	78.46	78.46	资本结构				
股东权益合计	1390.47	1700.51	2107.66	2632.44	资产负债率	51.42%	54.10%	55.17%	54.87%
负债和股东权益合计	2861.98	3704.70	4701.28	5832.37	带息债务/总负债	5.86%	8.69%	3.32%	2.69%
					流动比率	1.45	1.46	1.48	1.52
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	速动比率	1.13	1.14	1.15	1.20
EBITDA	364.15	515.24	665.91	840.69	股利支付率	0.00%	18.64%	19.78%	19.82%
PE	38.97	26.72	20.06	15.56	每股指标				
PB	7.76	6.28	5.02	3.99	每股收益	3.23	4.72	6.28	8.10
PS	5.02	3.40	2.53	1.99	每股净资产	16.23	20.07	25.11	31.60
EV/EBITDA	26.45	18.24	13.49	10.18	每股经营现金	4.00	5.12	8.48	9.14
股息率	0.00%	0.70%	0.99%	1.27%	每股股利	0.00	0.88	1.24	1.61

数据来源：WIND，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣
电话：023-67511807
执业证号：S1250517080002
邮箱：cxin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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
持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%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

分析师承诺

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。

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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

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：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

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
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn