

江山欧派 (603208)

证券研究报告

2020 年 05 月 16 日

木门行业领军者，工程业务快速增长

国内领先木门企业，营收和净利高速增长

公司是国内首家上市木门企业，集研发、生产、销售、服务于一体，自成立以来十余年专注打造优质木门。2019 年，公司实现营收和归母净利润 20.27/2.61 亿元，同比增长 57.98%/71.11%；毛利率和归母净利率分别为 32.22%/12.89%，同比变动-0.51/+0.99pct。2020 年 Q1，实现营收和归母净利润 3.01/0.37 亿元，同比增长 24.29%/259.44%；毛利率和归母净利率分别为 29.19%/12.44%，同比增长 2.10/8.14pct。

全装修政策驱动精装房放量，带动工程渠道业务增长和行业集中度提升

各级政策出台鼓励住房全装修，推动精装修项目发展，2019 年我国精装修房开盘数量达 319.3 万套，同比增长 26.21%，全装修覆盖率提升至 32%，同比提升 4pct。相比欧美等发达国家 80% 以上的全装修渗透率，我国市场仍有较大发展空间，二三四线城市将逐步成为精装市场发展的主力区域。木门作为必需配套部件，工装市场有望借政策推进和精装市场发展的东风快速增长。工程渠道业务对企业产能以及生产的标准化、规模化程度要求较高，业务回款周期较长，中小企业往往难以切入工程市场，市场份额将逐步集中于龙头厂商，同时，下游房地产行业集中度的提升也将进一步推动上游木门行业市场份额的集中。

工装业务迎来黄金发展期，柜类产品反响良好，产能扩张支撑未来发展

公司具有多年工装业务经验，拥有成熟的工程业务团队和工程服务团队，与恒大、万科、保利、旭辉、中海等主要地产公司建立战略合作关系，工程业务是公司营收和增长的主要来源。2019 年公司境内大宗业务收入为 16.20 亿元，同比提升 86.84%，占主营收入的 85.10%，主要为工程渠道收入。伴随住宅精装修比例的提升，工程渠道业务预计将维持增长态势。2) “花木匠”品牌产品主要为橱柜、衣柜，业务增长迅速，2019 年实现营收 6588.44 万元，同比增长 354.93%，占总收入的 3.25%，毛利率为 22.48%。3) 公司自上市以来不断扩张产能，年产 30 万套实木复合门项目、年产 30 万套模压门项目、年产 20.5 万件定制柜类项目相继完成验收，年产 120 万套木门项目稳步推进，产能逐步释放，2020 年 3 月，公司拟投资 4.5 亿元建设防火门项目，年设计产量 150 万套，为未来业务增长提供有力支撑。

盈利预测与评级：综合考虑公司各业务发展情况，预计公司 20-22 年营业收入为 30.68/41.56/53.04 亿元，增速分别为 51.37%/35.47%/27.63%，归母净利润为 3.69/4.90/5.88 亿元，增速分别为 41.07%/32.86%/20.14%，对应 PE 分别为 27.54X/20.73X/17.25X。考虑到公司在细分领域竞争优势领先，大宗业务增速快，我们给予公司 2020 年 PE 估值区间为 30-33 倍，对应目标价格区间为 137.28-151.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司客户集中度过高风险，地产行业波动风险，行业竞争加剧风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,282.87	2,026.63	3,067.80	4,155.94	5,304.04
增长率(%)	27.05	57.98	51.37	35.47	27.63
EBITDA(百万元)	255.01	430.41	454.98	591.70	710.46
净利润(百万元)	152.70	261.29	368.60	489.71	588.36
增长率(%)	11.03	71.11	41.07	32.86	20.14
EPS(元/股)	1.89	3.23	4.56	6.06	7.28
市盈率(P/E)	66.47	38.85	27.54	20.73	17.25
市净率(P/B)	9.25	7.74	6.35	5.07	4.04
市销率(P/S)	7.91	5.01	3.31	2.44	1.91
EV/EBITDA	6.41	8.48	21.17	14.87	12.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	125.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	80.82
流通 A 股股本(百万股)	80.82
A 股总市值(百万元)	10,150.50
流通 A 股市值(百万元)	10,150.50
每股净资产(元)	16.70
资产负债率(%)	47.02
一年内最高/最低(元)	128.99/28.82

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司为国内木门行业领军者	5
1.1. 历史沿革	5
1.2. 公司管理层稳定，股权结构集中度高	5
1.3. 木门行业龙头，产品体系完善	5
1.4. 收入维持高速增长，2019 年收入业绩增长靓丽	7
2. “大行业、小公司”，工装有望借精装东风快速增长	8
2.1. 木门产业链	8
2.2. 行业格局分散，企业整合加速	9
2.3. 住宅精装修渗透率持续提升	14
2.4. “他山之石”美国木门行业两巨头 Masonite, Jeld-Wen	18
3. 工装业务增速快，产能持续扩张，品类不断充实	20
3.1. 工装业务迎来黄金发展期，经销商布局渠道完善	20
3.1.1. 工程业务增速快，盈利能力稳中有升	20
3.1.2. 经销商精细化管理，业务布局完善	21
3.2. 产品矩阵扩充，柜类引流反响良好	23
3.3. 产能陆续投产，品类逐渐扩展	25
4. 总结及盈利预测	27

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：江山欧派股权结构	5
图 3：公司主营产品系列	6
图 4：公司历年营业收入及同比增速	7
图 5：公司历年归母净利润及同比增速	7
图 6：公司利润率水平稳定	7
图 7：公司主营产品利润率	7
图 8：木门类别	8
图 9：木门产业链	8
图 10：板材价格指数变动情况	8
图 11：木门行业经营模式	9
图 12：木门行业产值及增速	9
图 13：木门行业发展历程	10
图 14：2019 年各公司人工成本对比	10
图 15：2015 年木门产业产值分布	11

图 16: 工程业务起量, 人工成本占比降低	13
图 17: 不同渠道毛利率情况	13
图 18: 全国全装修政策不断出台	14
图 19: 全装修总市场渗透率持续提升	15
图 20: 2016-2019 精装市场分城市等级项目规模	15
图 21: 全国精装开盘量不断提升	16
图 22: 2019 年上半年各区域全装修商品住宅开盘量	16
图 23: 一线城市精装房渗透率接近发达国家水平	16
图 24: 房企集中度呈上升态势	17
图 25: 大型房企全装修市场份额占比高 (2018 年)	17
图 26: 住宅二次装修市场产值不断攀升	17
图 27: 我国家装市场结构	17
图 28: 北美木门市场分布 (%)	18
图 29: Masonite 营收 (亿美元) 及同比增速	18
图 30: Jeld-Wen 营收 (亿美元) 及同比增速	18
图 31: 2019 年 Masonite 销售业务拆分	19
图 32: 2019 年 Jeld-wen 销售地区分布	19
图 33: 两巨头收入中 The Home Depot 占比	20
图 34: 2016-2019 前五大客户占比	20
图 35: 公司工程客户概览	20
图 36: 主营收入渠道分布情况	21
图 37: 主营收入 (分渠道) (百万元)	21
图 38: 各渠道收入增速	21
图 39: 各渠道毛利率	21
图 40: 经销商不同渠道收入	22
图 41: 经销商不同渠道平均收入	22
图 42: 欧派标准门店数量	22
图 43: 2018/2019 净增加数量	22
图 44: 不同区域收入占比	23
图 45: 不同区域毛利率水平	23
图 46: 主营收入产品分布情况	23
图 47: 主营产品收入及增速 (百万元)	23
图 48: 各产品毛利率	23
图 49: 各品牌收入 (百万元)	24
图 50: 各品牌毛利率	24
图 51: 传统采购模式	24
图 52: 一站式采购模式	25
图 53: 公司主营产品产销率	25
图 54: 公司生产线先进	26
图 55: SCM 供应链—以用户为中心的全程信息化	27

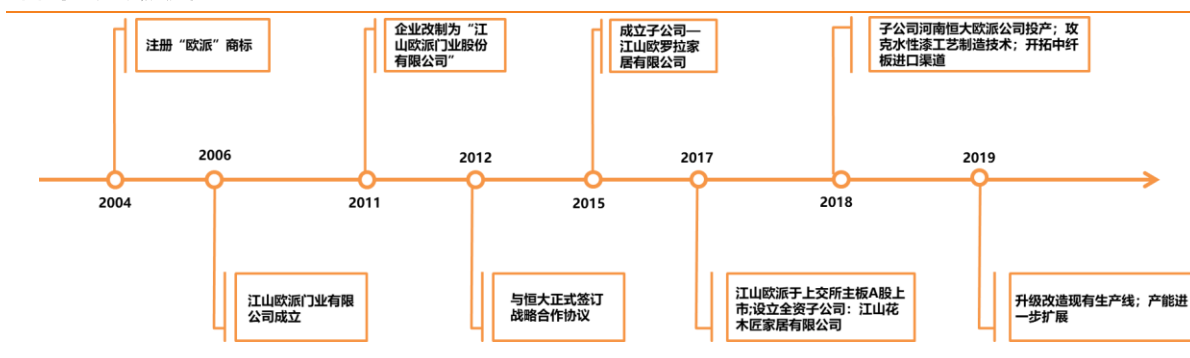
表 1：公司主营产品	6
表 2：木门行业主要企业	11
表 3：各部位门洞最小尺寸	12
表 4：我国住宅全装修相关政策及解读	14
表 5：各省市住宅全装修政策	15
表 6：上海市全装修住宅套内房间门扇的最小尺寸	17
表 7：公司产能布局情况	26
表 8：营收拆分及预测	28
表 9：可对比公司估值表	29

1. 公司为国内木门行业领军者

1.1. 历史沿革

江山欧派是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门企业。公司成立于 2006 年，2017 年 2 月在上交所主板上市，是国内首家木门上市公司。自创立以来，公司便以“全球木门制造专家”为己任，十余年匠心打造优质木门，依靠管理创新和技术革新不断推动企业进步。公司拥有国际一流的自动化生产设备以及遍布全国的公司的营销网络及服务体系，截至 2019 年末，公司已经与恒大、万科、保利、阳光城、旭辉、中海、新城等国内龙头地产公司建立了战略合作伙伴关系；同时，公司也拥有自营进出口权，产品远销欧、美、非等国家和地区，为全球消费者提供优质的产品和服务。

图 1：公司发展历程

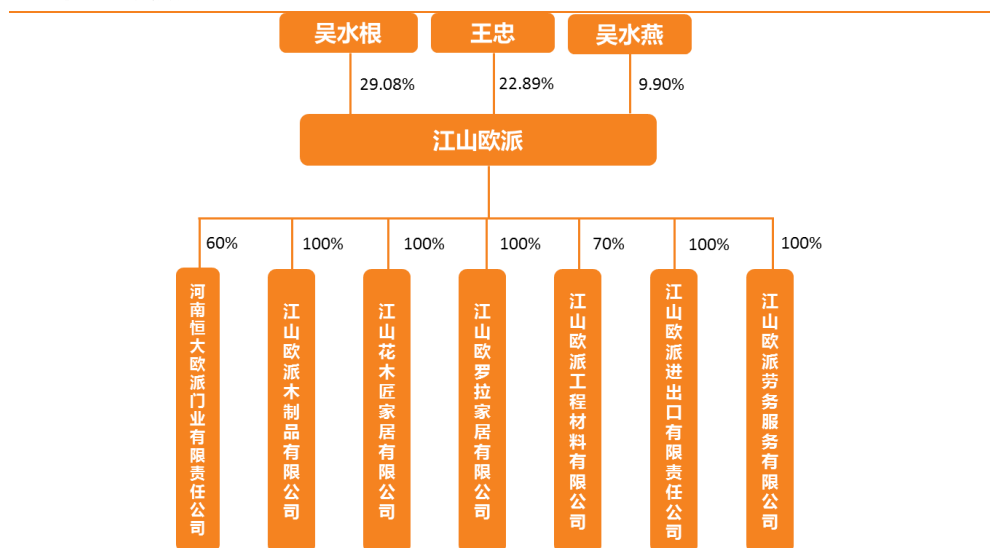


资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司管理层稳定，股权结构集中度高

公司股权集中度高。董事长及控股股东吴水根先生目前持有公司股份比例为 29.08%，其妹夫王忠先生和妹妹吴水燕女士分别持有公司 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，公司实际控制人及其亲属持有公司股份达 61.87%，公司控制权集中，有利于公司决策的高效性和统一性。

图 2：江山欧派股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

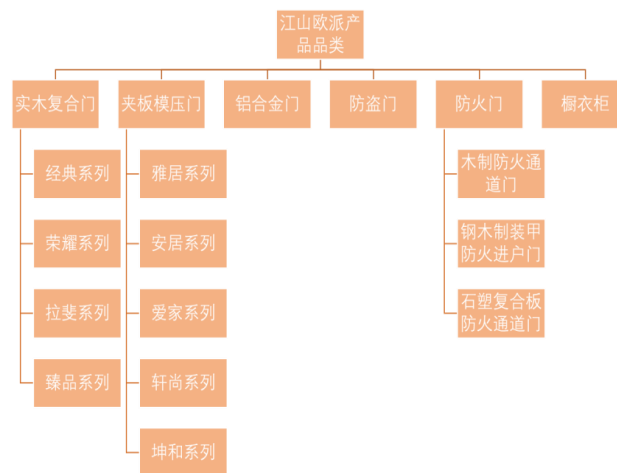
1.3. 木门行业龙头，产品体系完善

木门制造领头羊，产品体系完善。公司主要从事木门的研发、生产、销售和服务，目前主要产品包括夹板模压门、实木复合门。通过多年在木门行业的专注发展，公司先后推出了“雅居系列”、“爱家系列”、“荣耀系列”等多个系列、多种风格的产品。

公司目前产品主要分为三大品牌：欧派、欧罗拉、花木匠。

- “欧派”品牌，是公司木门产品的最主要品牌，产品款式新颖、系列丰富，广泛覆盖不同消费者的需求，经十余年品牌创建，已成为国内知名的室内木门品牌，2019 年“欧派”木门品牌实现营收 18.33 亿元，占总收入比例达 90.44%，毛利率为 32.67%。
- “欧罗拉”品牌设立于 2015 年初，主要为深化木门市场的精细化运作，清晰“欧派”品牌木门的市场定位。“欧罗拉”品牌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，产品配色丰富，适配多种家装流行风格。2019 年实现营收 431.35 万元，占总收入的 0.21%，毛利率为 27.82%，业务规模相对较小。
- “花木匠”品牌产品主要为橱衣柜，业务增长迅速，2019 年实现营收 6588.44 万元，同比增长 354.93%，占总收入的 3.25%，毛利率为 22.48%。

图 3：公司主营产品系列



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

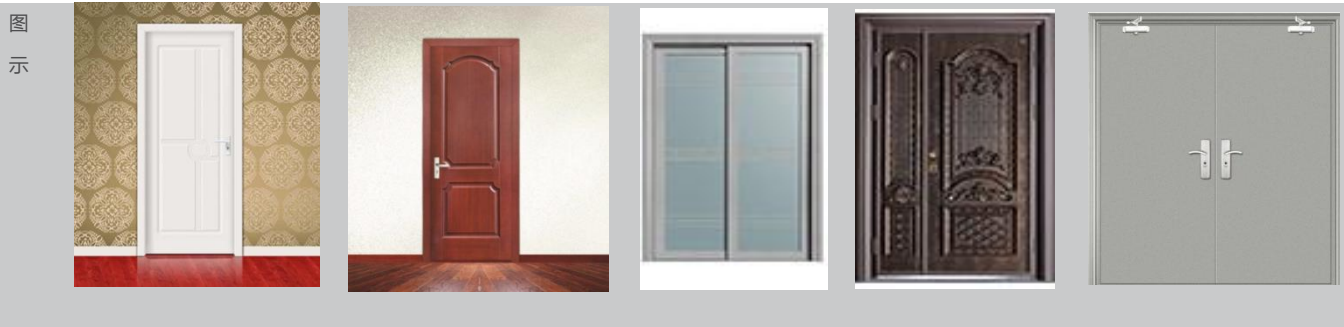
表 1：公司主营产品

	夹板模压门	实木复合门	铝合金门	防盗门	防火门
产 品 结 构	以实木做框架，两面用装饰板粘压在框架上，经热压加工制成的室内门	以木材、胶合材等为主要材料复合而成的实型体，表面为木质单板贴皮、实木贴皮或其他材料覆面，经过表面油漆处理的室内门	将表面处理过的铝合金型材，经下料、打孔、铣槽、攻丝、制作等加工工艺面制作成的门框构件，再用连接件、密封材料和开闭五金配件一起组合装配而成的一种门	配有防盗锁，在一定时间内可以抵抗一定条件下非正常开启，具有一定安全防护性能并符合相应防盗安全级别的进户门	用难燃木材或难燃木材制品作门框、门扇骨架、门扇面板，门扇内若填充材料，则填充对人体无毒无害的防火隔热材料，并配以防火五金配件所组成的具有一定耐火性能的门。
制 造 工 艺	以实木做框架，两面用装饰板粘压在框架上，经热压加工制成的室内门	门扇边框使用杉木或松木，中间有中纤板、门芯板、填充蜂窝纸等结构，面层使用中纤板或胶合板等，表面贴各种名贵实木木皮，经高温热压后制成，并用实木线条封边等木工工艺，再经过砂光、补灰、底漆、油磨、面漆等油漆工艺	门扇拼装方式：45度铝合金角码拼接，角强度压力试验可达145KG 平开合页承重可达 80KG，推拉滑轮承重可达 120KG，挂重耐久测试10万次以上	封边条铝质浇筑一体成型，多道喷漆及烤漆处理，表面耐氧化、耐腐蚀、不褪色，长期使用也能保持色彩度	采用性能不低于冷轧薄钢板的钢制材料，门扇内部填充材料使用对人体无毒无害的防火隔热材料，达到了GB8624-2006 规定燃烧性能A1 级要求和GB/T20285-2006 规定的产烟毒性危险分级 ZA2 级要求
产	保持了木材纹理的装饰效	较强的实用性和相对实木门良	材质较轻、密封性好、	防破坏更安全，色泽持	大功率密度、长寿命、安全可

品 果, 同时也可进行面板拼花, 好的价格优势
特 其生产成本较低, 性价比优
点 势明显

色泽美观、加工方便 久鲜艳、永不生锈

靠性高、对温度差异不太敏感



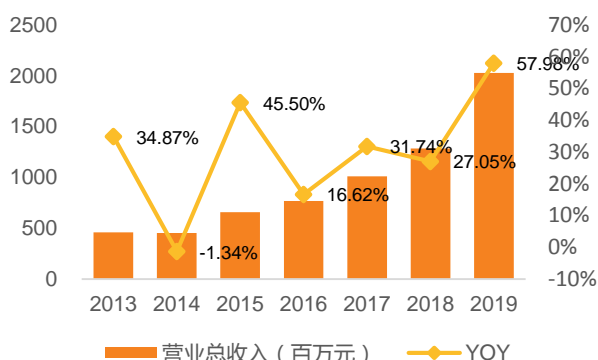
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.4. 收入维持高速增长, 2019 年收入业绩增长靓丽

营业收入和净利润保持快速增长: 2013-2019 年, 公司实现 342.63% 的增长, 归母净利润实现 399.60% 的增长。2019 年公司收入达到 20.27 亿元, 同比增长 57.98%, 归母净利润达到 2.61 亿元, 同比增长 71.11%。2020 年 Q1, 公司实现营收 3.01 亿元, 同比增长 24.29%; 归母净利润 0.37 亿元, 同比增长 259.44%。

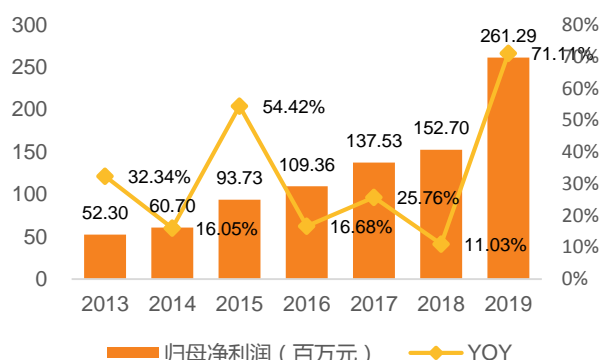
公司盈利能力稳定, 2019 年毛利率达到 32.22%, 归母净利率为 12.89%。从细分品类看, 公司模压门的毛利率 33.67%, 实木复合门毛利率 31.49%。随着工程业务占比扩大, 公司规模优势逐渐显现, 两大品类的毛利率最近年呈上升趋势。2020 年 Q1, 公司毛利率为 29.19%, 归母净利率 12.44%, 同比提升 2.10/8.14pct, 盈利能力有所提升。

图 4: 公司历年营业收入及同比增速



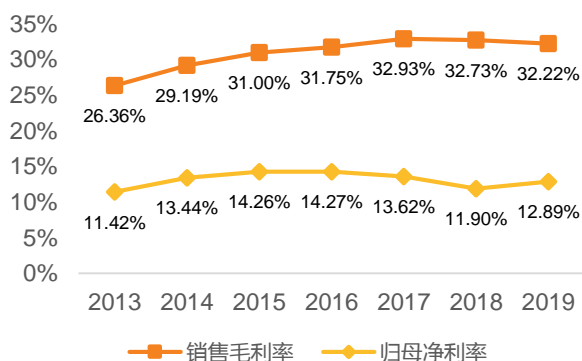
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 公司历年归母净利润及同比增速



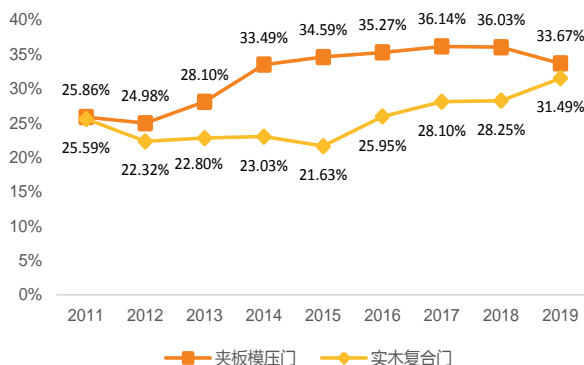
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 公司利润率水平稳定



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 公司主营产品利润率



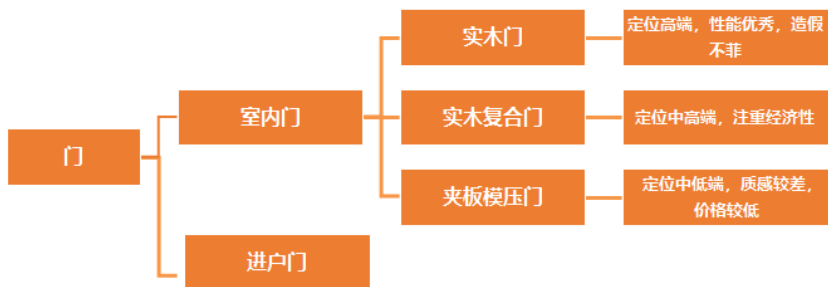
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. “大行业、小公司”，工装有望借精装东风快速增长

2.1. 木门产业链

从门的作用上来说，主要可把门分为进户门、室内门等。进户门俗称防盗门，目前大多数住宅交付都安装了进户门，普通消费者自主选购的更多的是室内门。

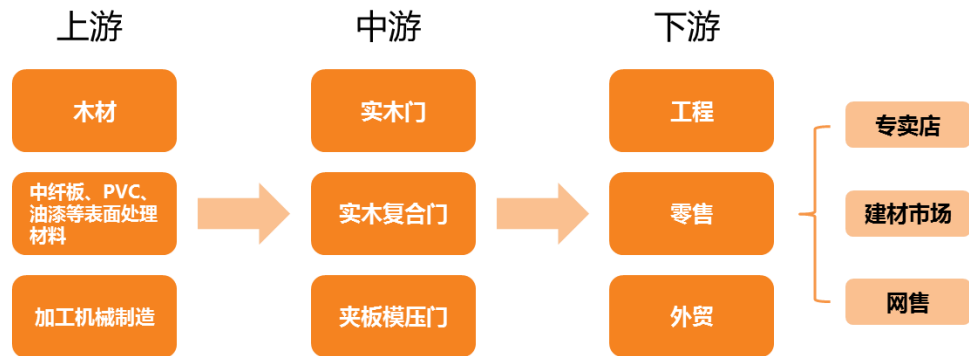
图 8：木门类别



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

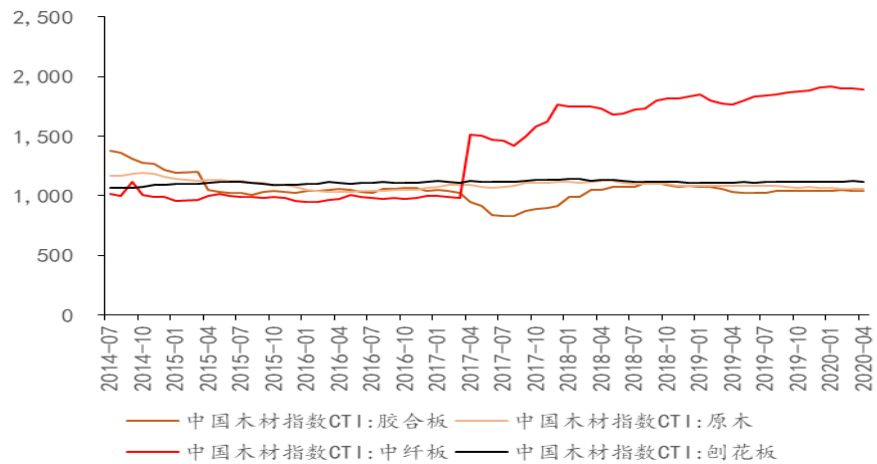
从木门产业链来看，木门主要生产成本集中于木材，公司板材采购中最重要的是中纤板，2017 年 4 月起中纤板开始涨价，对公司毛利率造成了一定影响。基础化工原料及加工机械行业的生产及销售已形成较为完全的市场化竞争，尤其是基础化工原料，大型木门企业需求相对较大，对上游供应商有较强的议价能力。

图 9：木门产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：板材价格指数变动情况

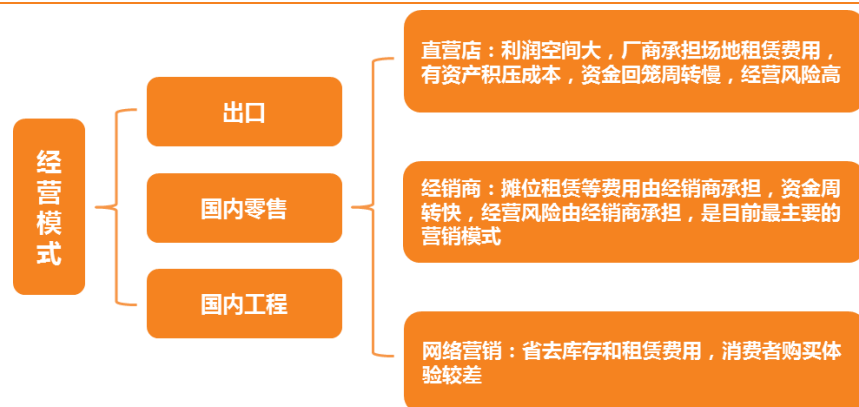


资料来源: Wind, 天风证券研究所

木门生产企业的经营模式（销售渠道）主要分为零售、工程和出口三种类型。

- 零售模式根据营销渠道的不同可分为直营店、经销商和网络营销三种类别，其中以发展经销商的营销模式最为普遍。
- 工程业务经营模式的服务对象是房地产商和装修公司，其出货量大，有助于企业实现木门的规模化和标准化生产，但中小型企业针对该类别客户的承揽和议价能力较弱，对企业的资金实力要求较高。
- 出口经营模式主要是指为国外大型企业和建材超市进行木门代工生产，该类别适用于中小型木门加工企业，其品牌知名度和利润空间较小。

图 11: 木门行业经营模式

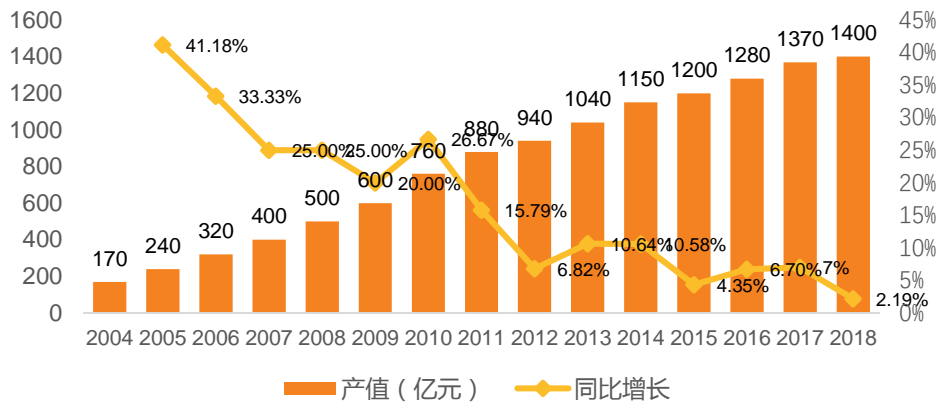


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2.2. 行业格局分散，企业整合加速

木门行业是典型的“大行业、小公司”。企业规模偏小，行业集中度低。2004 年至今年我国木门行业产值一直保持增长态势。2018 年木门行业产值约为 1400 亿元，同比增长 2.19%，2004 年至 2018 年实现 8.24 倍的增长。江山欧派为木门行业上市公司，2019 年营收 20.27 亿元，位于房地产产业链上游，在木门行业市场占有率不到 2%，行业发展空间广阔。

图 12: 木门行业产值及增速



资料来源：中国产业信息网，立鼎产业研究网，现代林业产业网，天风证券研究所

行业格局分散的原因主要有：

1) 我国木门行业发展较晚，2004 年后才开始形成规模化产业。大部分木门企业成立时间较晚，未能树立强大的品牌。木门行业发展主要可分为以下几个阶段：

- **2004 年之前：**由于当时建筑房门洞口尺寸非标准化，因此规模化、机械化、工厂化生产时期尚未到来。木门主要是以传统的木工制造、即装修工匠现场打制为主。
- **2000-2004 年：行业起步阶段。**21 世纪初，随着中国城镇化建设的推进，中国木门开始进入产业化阶段，木门以手工打制生产起步逐步发展为具有一定规模的产业。
- **2005 年-2009 年：市场高速增长。**2005 年以来，随着房地产市场的增长，中国木门行业步入旺盛发展的“黄金周期”，越来越多的木门企业进入了规模化生产的阶段，这个阶段已经出现大厂家打破区域限制，跨地域发展。木门行业在建材装饰业中的地位开始显现。
- **2010 年至今：规模化大型企业出现。**自 2009 年起，受到房产调控政策以及环保政策的限制，许多小型木门生产企业达不到行业标准，这为木门行业提供了行业整合的机遇。这个阶段，机械化程度高、规模大、工厂化生产的大型品牌木门企业出现，并引领行业由价格竞争向品牌、设计竞争过渡。

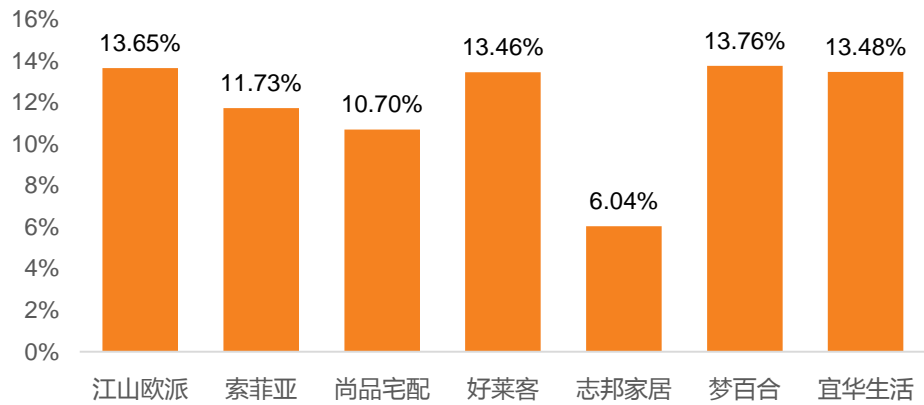
图 13：木门行业发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2) 相比其他板式家具，木门自动化程度较低。早期木门市场消费端主要以零售端客户为主，定制化要求较高，难以规模化量产。以江山欧派为例，尽管早在 2012 年江山欧派就已建成国内领先的自动化实木复合门生产线，其人工成本占比仍高于索菲亚、尚品宅配等其他板式家具生产厂商。自动化程度较低导致木门厂商难以形成规模效应，来扩大市场份额。

图 14：2019 年各公司人工成本对比

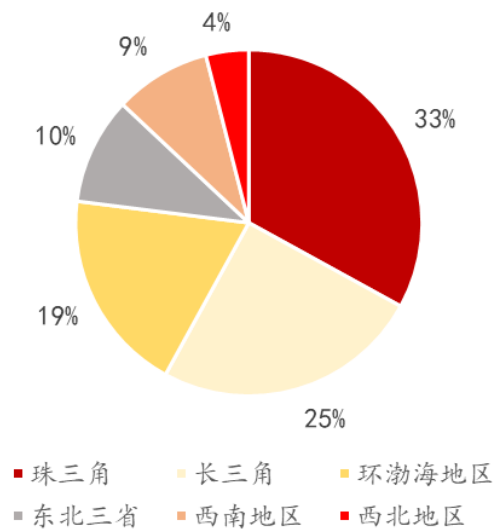


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3) 地域原因导致区域化竞争: 国内木门企业分布呈现较为明显的区域性特征, 全国形成了珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区、西南地区等五大生产基地。木门本身存在属性差异, 不同的木门适应不同的气候环境, 这就造成对木门的生产技术和工艺的差别, 如南方空气中的含水率和使用环境跟北方存在一定区别, 导致木门企业分布存在南北市场差异。

- 珠三角地区以广东、福建、深圳为中心, 利用其靠海的优势, 木门以外销为主, 主要面向国外市场。
- 长三角地区凭借江山附近地区丰富的林业资源、周边发达的制造业传统、腹地内广阔的市场需求, 建立起国内最为高效的产业集群。
- 环渤海地区地处首都和首都周边地带, 消费水平较高, 家装市场大, 交通发达, 形成整个京津冀地区的木门销售网络。

图 15: 2015 年木门产业产值分布



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

表 2: 木门行业主要企业

企业名称	创立时间	侧重区域	门店数量	简介
------	------	------	------	----

	1989 年	长三角区域	全国 1400 多家	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
	1999 年	环渤海区域	全国近 2000 家	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。
	2004 年	长三角区域	610 家	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企业
	1956 年	东北地区	500 多家	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。
	2001 年	珠三角	200 多家	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。
	1962 年	西南地区	1200 多家	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。
	1989 年	西南地区	近 1000 家	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
	2010 年（木门）	珠三角		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。

资料来源：招股说明书，各公司官网，天风证券研究所

我们认为木门行业未来集中度将提升，主要基于以下几点：

1) 木门行业向规模化发展，技术壁垒限制中小企业：随着住宅标准化进程的加速，建筑门洞尺寸趋向统一规范，为未来标准门的发展提供了市场基础，有助于提高木门行业的生产效率，增强规模化生产企业的竞争优势，进一步提高行业集中度。标准化、规模化、自动化已成为木门企业的发展方向，这对木门企业的技术实力提出了更高要求，在淘汰缺乏经营优势的中小型企业的同时，也为新进入者设置了较高的技术壁垒。

表 3：各部位门洞最小尺寸

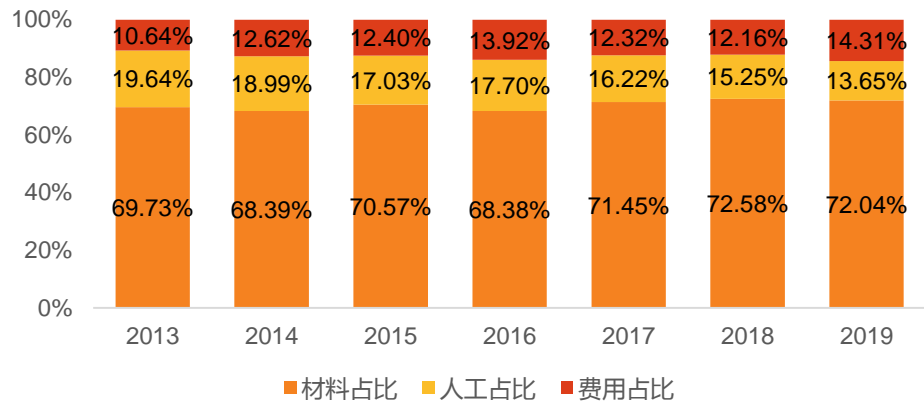
类别	洞口宽度	洞口高度
共用外门	1.20m	2.00m
户（套）门	1.00m	2.00m
起居室（厅）门	0.90m	2.00m
卧室门	0.90m	2.00m
厨房门	0.80m	2.00m
卫生间门	0.70m	2.00m

阳台门（单扇）	0.70m	2.00m
---------	-------	-------

资料来源：住建部，天风证券研究所

2) 工程业务占比提高，可降低人工成本占比：由于工程业务定制化更少，更加标准化、规范化。所以相比零售端，工程业务所需要的人工相对较少，更容易形成批量化生产。如江山欧派在 2013 年切入工程业务，随之而来人工费用占比越来越低。

图 16：工程业务起量，人工成本占比降低

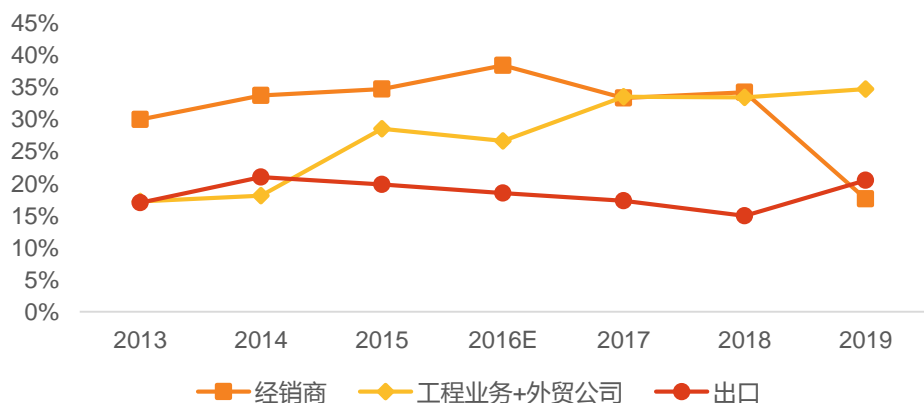


资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

3) 中小企业难以切入工程业务：工程业务在木门厂商收入占比越来越高，但中小型木门厂商难以开拓工程客户，其原因主要有，生产能力达不到工程客户要求、工程客户毛利率低、现金流压力大。

- **中小木门厂商生产能力不足：**工程业务客户主要为房地产开发商和装饰装修企业，其订单额一般较大，而且对于供应链和交付时间要求高，小厂的产能难以达到订单要求，相比之下大厂产能更为富足，产品质量，交付能力更有保障。
- **工程业务毛利率低、现金流端压力大：**由于下游房地产厂商比较强势，议价能力强，导致工程业务的毛利率低于零售渠道，而且由于房地产厂商欠款现象较为普遍，会对中小企业造成较大的现金流压力。而大厂有资金提高设备的自动化，引入柔性生产线，提升工厂端效率，与之带来的规模效应其单位生产成本会低于小厂，且相较之下大厂现金流承压能力也较强。

图 17：不同渠道毛利率情况



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

4) 环保要求提升，中小企业治污成本提高：随着整个社会对环保节能的逐步重视，环保节能的产品已成为木门行业的发展趋势。实木复合门的生产需要用到油漆，而部分中小企

业在治理废漆方面未能达到环保要求。此外国家对林业资源保护力度的加强将推高企业原材料成本。环保税的开征以及环保监管的不断加强的也将提高企业的治污成本。

2.3. 住宅精装修渗透率持续提升

全装修与精装修是两个相似但是不同的概念。全装修概念首次出现在 2002 年建设部颁布的《商品住宅装修一次到位实施细则》中。我国官方政策文件中推行的一直都是全装修，而地产开发商在实际运作过程中往往使用“精装修”概念，但目前市场对精装修缺乏统一定义。一般而言，全装修指装修范围，精装修指装修档次和规格。精装修住房往往使用品牌家具和高级材料，装修完成度较全装修更高，有些甚至可达拎包入住程度；全装修更注重基础设施和硬装的完整，相当于低标准的精装修。

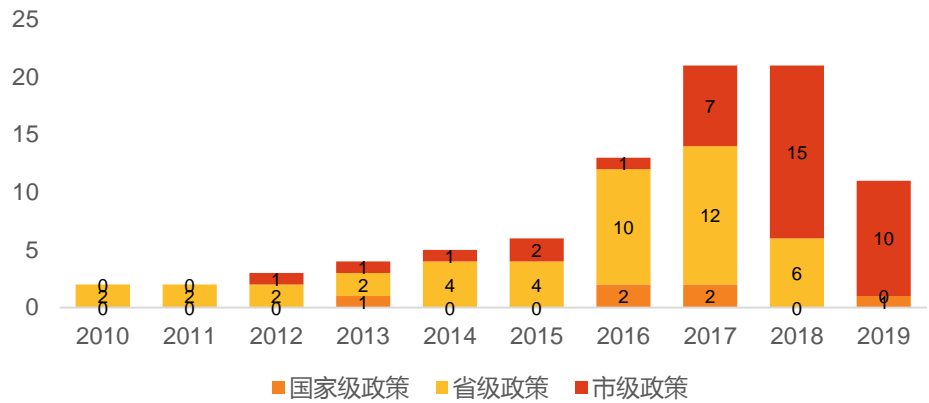
住宅全装修政策推动精装修发展。2015 年以来，各地政府纷纷出台鼓励全装修的相关政策。2017 年，住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出在 2020 年之前，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。2019 年，住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，提出城镇新建住宅建筑应全装修交付。

表 4：我国住宅全装修相关政策及解读

时间	颁布单位	政策	政策解读
1999	国务院	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	定义并推广一次性装修或菜单式装修模式，提高住宅装修集约化水平。
2002	住建部	《商品住宅装修一次到位实施导则》	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房。
2008	住建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	鼓励各地完善扶持政策，推广全装修房。
2011	住建部	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013	国务院	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	推进建筑全装修；实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2017	住建部	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%
2019	住建部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	城镇新建住宅建筑应全装修交付

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 18：全国全装修政策不断出台



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

表 5: 各省市住宅全装修政策

省市	实施时间	实施政策
北京	2015/5/1	全市保障房 100%全装修
郑州	2016/1/1	郑州航空港经济综合试验区、郑东新区、新建住宅 100%全装修
浙江	2016/10/1	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修
上海	2017/1/1	外环线内 100%，外环线外 50%，奉贤、金山和崇明 30%全装修
山东	2017/1/1	全省、新建高层建筑 100%全装修
海南	2017/1/1	全省新建住宅 100%全装修
河南	2020/1/1	全省新建住宅 100%全装修
四川	2020/1/1	全省新建住宅 50%全装修
江苏	2025/1/1	全省新建住宅 60%全装修

资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

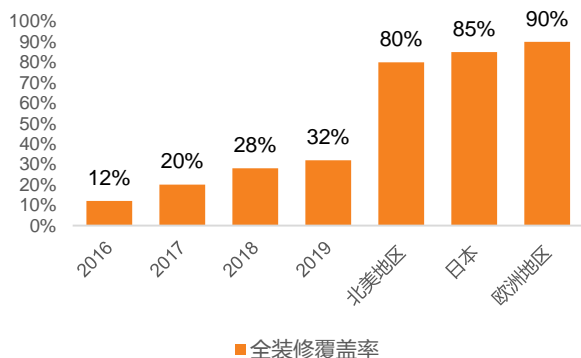
精装房项目开盘数量和渗透率逐年提升，增长空间广阔。从渗透率来看，2016 年至 2019 年，我国住宅全装修覆盖率由 12%增长至 32%，持续提升。从开盘数量来看，2018 年全国精装房开盘数量为 253 万套，同比增长 59.9%；2019 年全国精装房开盘数量达 319.3 万套，同比增长 26.21%。

分城市看：由于一线城市精装房渗透率已经较高，在新开盘项目中，二三四线城市逐渐成为精装修市场的主力区域。2019 年精装修开盘项目中，二三四线城市占到绝大多数，预计占比合计达 95.80%。

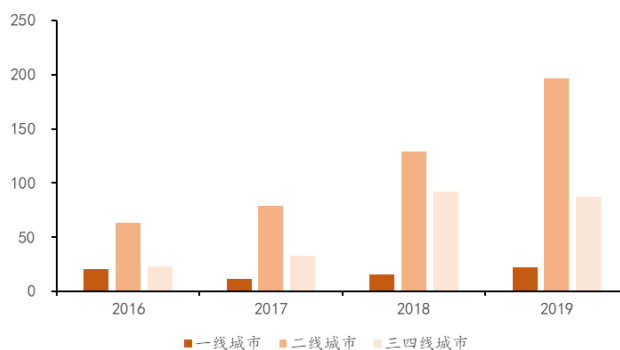
分区域看：根据 2019 年上半年数据，由于大部分一、二线城市都集中在华东（上海、杭州、苏州、南京等），华南（广州、深圳、珠海等），华东、华南份额走在前列，全装修商品住宅开盘量分别为 48.2 万套、31.6 万套。华中地区开盘套数为 17.3 万套。东北地区 and 西北地区开盘数量较少，分别为 4.8 万套和 6.5 万套，但增长速度较快，同比增长分别为 54.1%和 55.4%。

图 19: 全装修总市场渗透率持续提升

图 20: 2016-2019 精装市场分城市等级项目规模

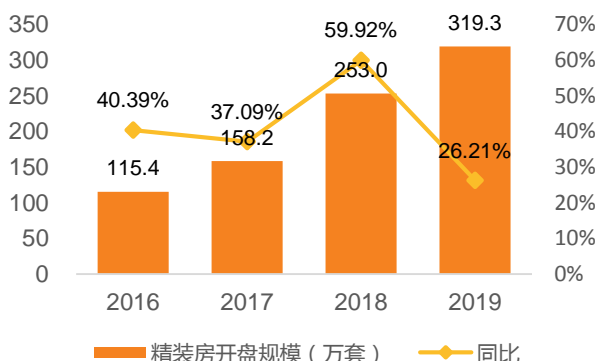


资料来源：前瞻产业研究院，智研咨询，天风证券研究所



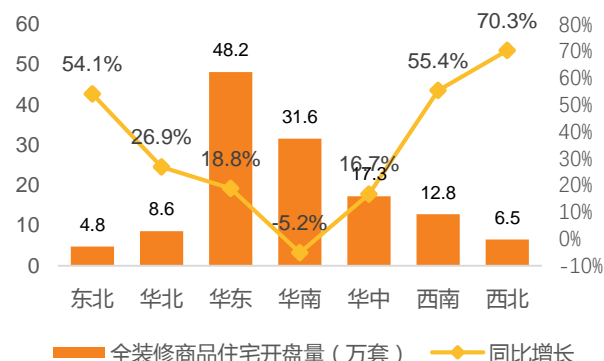
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 21：全国精装开盘量不断提升



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

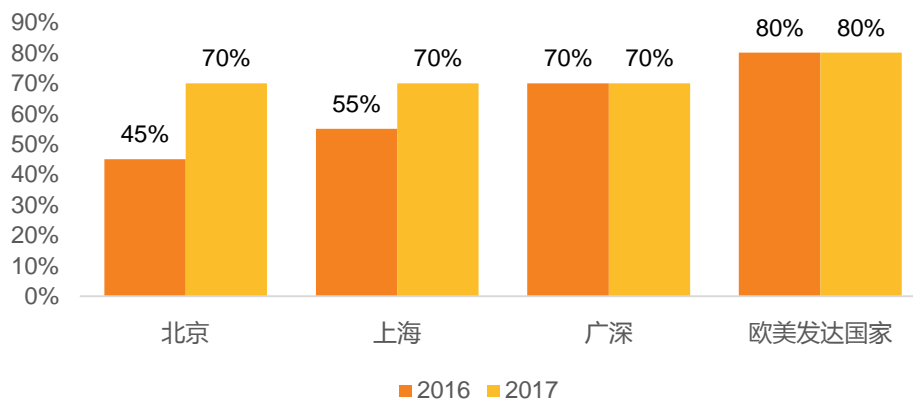
图 22：2019 年上半年各区域全装修商品住宅开盘量



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

我国全装修市场仍有较大上升空间。大型地产开发商所开发项目的精装修住宅比例持续上升。中国住宅精装修发展历史较短，尚处于发展阶段。欧美日等发达国家全装修市场成熟度高，政策法规也较为完善，据《中国建材报》数据，发达国家全装修比例普遍达到 80% 以上，相比之下，我国的全装修市场渗透率 17 年刚达到 20%，还有很大的上升空间。随着近年来国家及各省市区全装修政策推进，一线城市精装房渗透率已经接近发达国家水平。

图 23：一线城市精装房渗透率接近发达国家水平



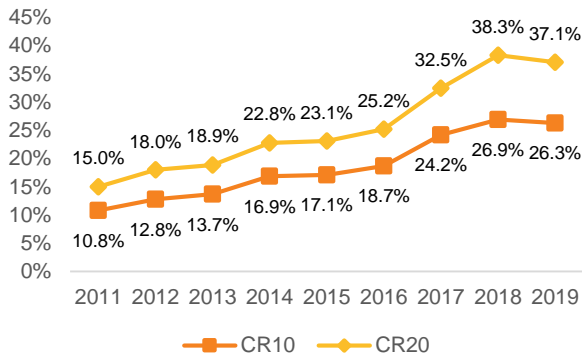
资料来源：中国产业发展研究网，天风证券研究所

房地产行业集中度呈上升态势。龙头地产是全国精装房建设的主力军。近年来下游地产行业集中度不断提升。以销售规模为衡量指标，2011 年行业 CR10 与 CR20 分别为 10.8%和

15.0%，至 2018 年，提升至 26.9%和 38.3%；2019 年两指标分别为 26.3%和 37.1%，略有降低，但总体而言，行业集中度呈上升趋势。

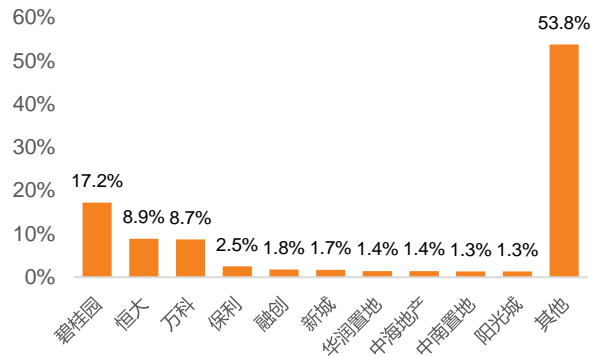
龙头房企全装修渗透率高且份额不断提升。全装修业务交付链条更长也更注重质量把控，小型房企难以承担，同时，小型房企议价能力较弱，集采优势不明显，全装修获利较少。相比之下，龙头房企拥有集成化优势，品牌力更强，逐步提高全装修门槛。据全装联数据，2018 年新建住宅全装修市场种，碧桂园份额占比为 17.2%，恒大份额占比为 8.9%，万科份额占比为 8.7%，top3 地产商套数占比共 34.8%。渗透率方面，万科、恒大、碧桂园基本实现 100%精装修。

图 24：房企集中度呈上升态势



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 25：大型房企全装修市场份额占比高（2018 年）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

住宅全装修政策推动木门行业发展。上海、北京和浙江省各自出台的《全装修住宅室内装修设计标准》中全装修的配置范围均包括门窗系统。我们认为木门作为硬装之一，伴随着全装修政策的推进以及房地产商精装修比例的提升，行业未来有望进一步发展。

表 6：上海市全装修住宅套内房间门扇的最小尺寸

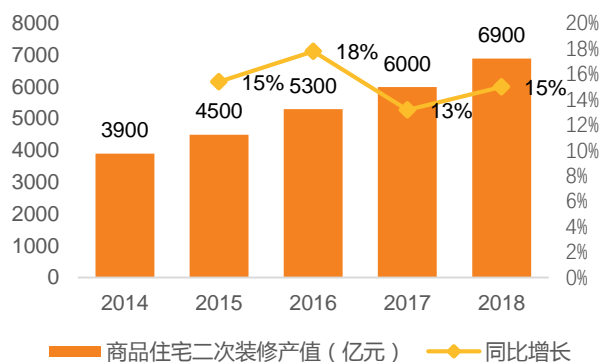
功能空间	门扇宽度 (m)	门扇高度 (m)
起居室、餐厅、卧室	0.85	2.05
厨房	0.70	2.05
卫生间	0.65	2.05
储藏室	0.60	1.95

资料来源：上海市城乡建设和管理委员会，天风证券研究所

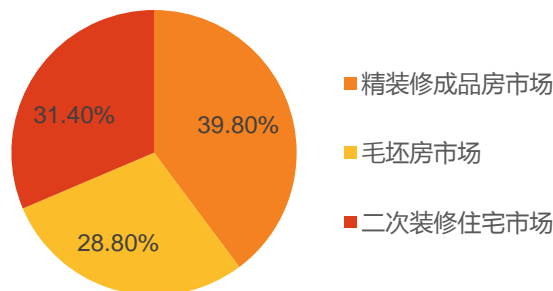
二次装修带动木门市场发展。我国房地产行业发展迅猛，存量住宅的二次装修市场逐渐形成规模，由于早期的商品住宅结构不合理、装修品质较差，二次装修的需求日益增长。根据全国第六次人口普查数据，我国大陆地区共有家庭户 40,152 万户，以 10 年重新装修一次计算，每年有超过 4,000 万户二次装修。二次装修市场规模不断扩大，已逐渐形成对木门行业持续而稳定的需求。

图 26：住宅二次装修市场产值不断攀升

图 27：我国家装市场结构



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

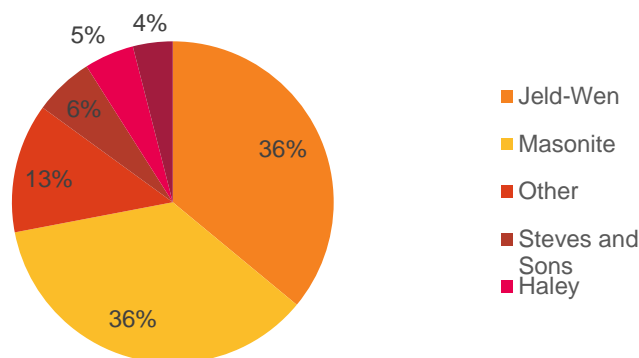


资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

2.4. “他山之石” 美国木门行业两巨头 Masonite, Jeld-Wen

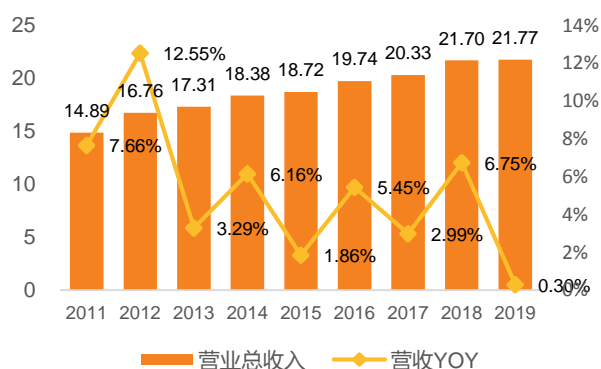
北美市场龙头市场份额占比高。2015 年美国国内销售住宅木门 6000 万套，前两大品牌 Masonite, Jeld-Wen 市占率合计超 70%，Masonite, Jeld-Wen 都是成立时间比较早的公司，Masonite 于 1925 年成立，是全球领先的室内外门设计商，制造商和分销商，Jeld-Wen 于 1960 年成立，是世界上最大的门窗制造商之一，主要产品有室内门和外门，乙烯基和铝窗等。2019 年 Masonite 营收达到 21.77 亿美元，同比增长 0.30%，Jeld-Wen 营收达到 42.90 亿美元，同比下降 1.31%。

图 28：北美木门市场分布 (%)



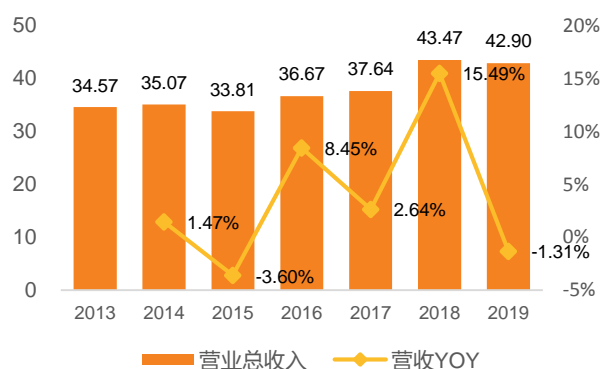
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 29：Masonite 营收（亿美元）及同比增速



资料来源：SEC，天风证券研究所

图 30：Jeld-Wen 营收（亿美元）及同比增速

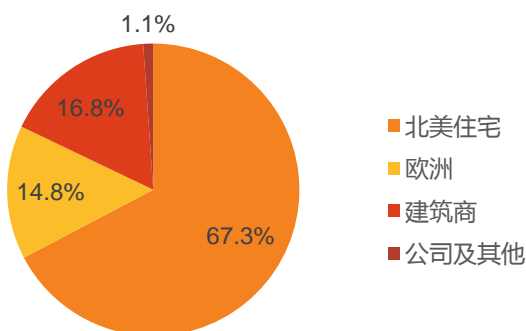


资料来源：SEC，天风证券研究所

垂直一体化造就生产端核心竞争力，高资本投入难复制。Masonite 和 Jeld-wen 是北美仅有的两家垂直一体化住宅门制造商，其垂直整合延伸到整个生产过程，通过不断提升制造自动化程度来提高质量和缩短交货时间，达到降低成本、迅速响应客户偏好的目的。这种垂直一体化方式往往需要大量资本投资，难以复制，得益于此，Masonite 和 Jeld-wen 在产品端树立起核心竞争力。

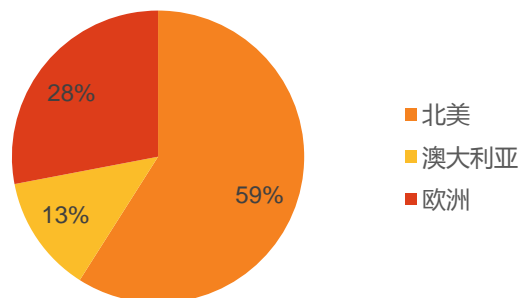
持续的战略收购来巩固其市场领导地位，在净收入的地域分布上，Masonite 和 Jeld-wen 分别为北美市场贡献 67%和 59%，为欧洲市场贡献 16.8%和 28%。并通过持续的战略收购来巩固其市场领导地位、拓展其他市场份额。以 Masonite 为例，从 2011 年开始，Masonite 每年都会收购新公司来补强现有业务、进行产品增值，实现技术互补及在成本和渠道端达成协同效应。

图 31：2019 年 Masonite 销售业务拆分



资料来源：Masonite2019 财年年报，天风证券研究所

图 32：2019 年 Jeld-wen 销售地区分布



资料来源：Jeld-wen2019 财年年报，天风证券研究所

表 8：Masonite 和 Jeld-Wen 的收购进程

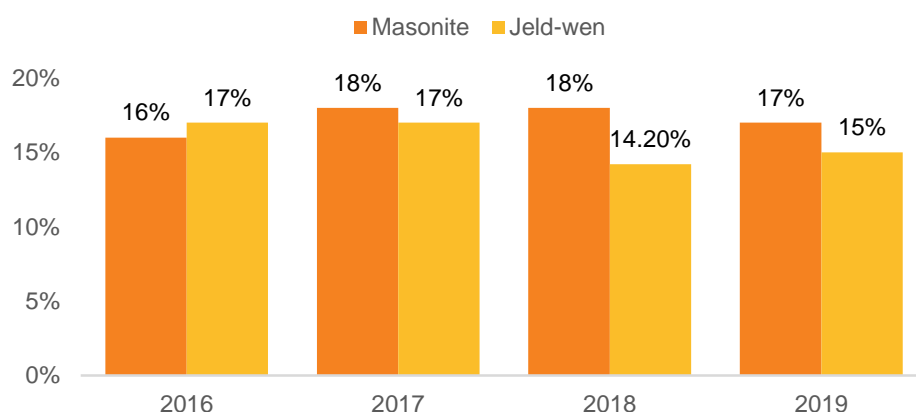
Masontie	时间	业务
Top Doors	2019 年 8 月	欧洲专业门框制造商
Bridgewater Wholesalers Inc.	2018 年 11 月	产品包括住室内门和外门，面向中大西洋和美国东北部的客户
AADG Inc.	2018 年 6 月	主要为非住宅建筑行业提供定制木门
DW3 Products Holdings Limited	2018 年 1 月	公司为英国领先的高品质门窗系统供应商
A&F Wood Products	2017 年 10 月	位于美国中西部的建筑和商业门的批发商和制造商
FyreWerks Inc	2016 年 11 月	生产经认证的防火门和框架芯，用于建筑窗框和木板门
USA Wood Door Inc	2015 年 10 月	美国东部一家实木门供应商，为门和五金经销商提供加工
Hickman Industries Limited	2015 年 8 月	领先的木制品和 doorkits 解决方案供应商
Performance Doorset Solutions Limited	2015 年 7 月	专业从事非标准定制木门生产的领先供应商
Harring Doors Corporation	2014 年 12 月	生产非住宅建筑的内外门制造商
Door-Stop International Limited	2014 年 2 月	基于互联网的订购程序，为住宅维修和翻新市场制造外部门套
Jeld-Wen	时间	业务
D&K	2018 年 4 月	布局澳大利亚，门业务供应商
ABS	2018 年 3 月	北美市场，木制品行业的主要增值服务供应商
A&L	2018 年 2 月	布局澳大利亚，住宅铝合金窗户外和庭院门的领先制造商
Domoferm	2018 年 2 月	布局欧洲，商业和住宅市场的钢门和防火门的领先供应商

Kolder	2017 年 8 月	澳大利亚领先的淋浴房，壁橱系统和相关建筑产品供应商
MMI Door	2017 年 8 月	MMI Door 是美国中西部地区门和相关增值服务的领先供应商
Mattiovi	2017 年 6 月	芬兰领先的室内门和门框制造商
ARCPAC Building Products Limited	2016 年 8 月	-
Trend Windows & Doors	2016 年 2 月	-

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

聚焦大客户战略，Masonite 和 Jeld-wen 均有长期合作大客户，其中 Masonite 前 20 大客户均合作超过十年。ToB 端对于产能、供应链管理、品质管理、服务能力的要求更高，2016-2019 年 The Home Depot 占比两公司收入基本达到 15%以上，2019 年 The Home Depot 分别占据 Masonite 和 Jeld-wen 收入的 17%和 15%。

图 33：两巨头收入中 The Home Depot 占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 工装业务增速快，产能持续扩张，品类不断充实

3.1. 工装业务迎来黄金发展期，经销商布局渠道完善

按照生产模式公司客户可分为两类：

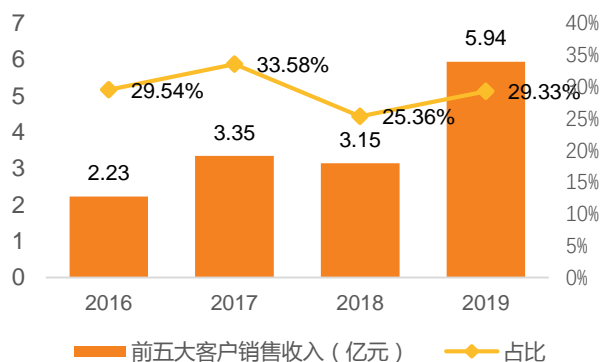
- 经销商客户：该渠道销售的产品主要直接面对终端消费者，产品的个性化特点更加鲜明，产品订单小批量、多品种、多款式。因此，在生产上，公司根据该渠道的订单特点，采用小批量定制化生产方式。
- 大宗业务客户（包括工程业务、外贸公司、出口）：单笔订单的产品数量较大。因此，公司采用的是较大批量的生产方式，同时针对产品的差异化特点，辅以小批量的定制化加工生产。

3.1.1. 工程业务增速快，盈利能力稳中有升

工程业务聚焦核心客户：公司 2012 年进入工程业务，采用聚焦核心客户的战略。公司与恒大、万科、保利、旭辉、中海等国内主要地产公司建立了战略合作伙伴关系。2017 年 3 月 30 日，公司同广州恒大签署《战略合作框架协议》，广州恒大承诺在 2017-2019 年向江山欧派采购总额不少于 10 亿元，2017-2021 年意向采购总额约 20 亿元，伴随住宅精装修比例提升、地产龙头集中度增加，工程渠道发展空间广阔。

图 34：2016-2019 前五大客户占比

图 35：公司工程客户概览



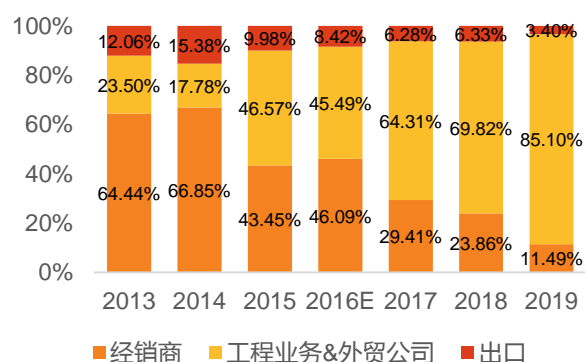
资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

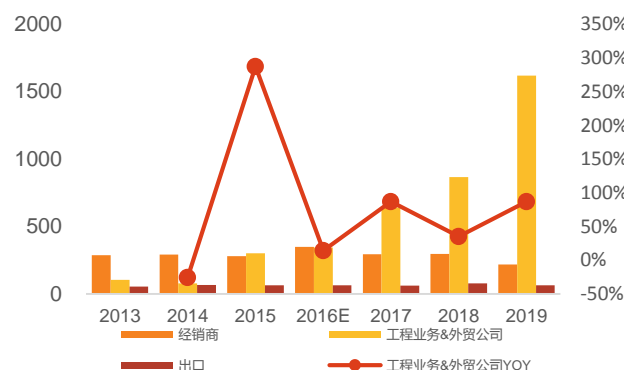
工程渠道销售占比逐年提升: 2017/2018/2019 国内大宗业务占主营业务收入占比分别为：64.31%/69.82%/85.10%，工程渠道现已成为公司销售增长的主要来源。2019 年公司大宗业务实现营收 16.84 亿元，同比增长 78.17%。毛利率达 34.21%，其中国内大宗业务（工程渠道+外贸公司）营收 16.20 亿元，同增 86.84%，毛利率 34.76%；出口业务营收 0.65 亿元，同比下降 17.54%，毛利率 20.50%。

图 36：主营收入渠道分布情况



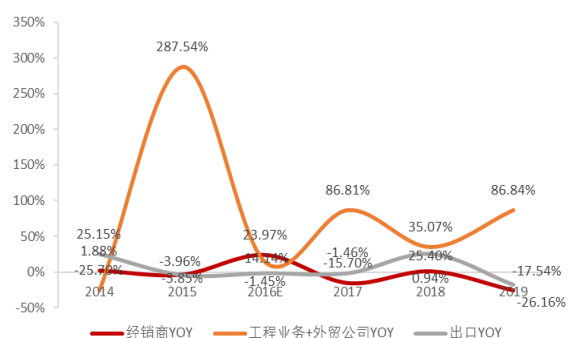
资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 37：主营收入（分渠道）（百万元）



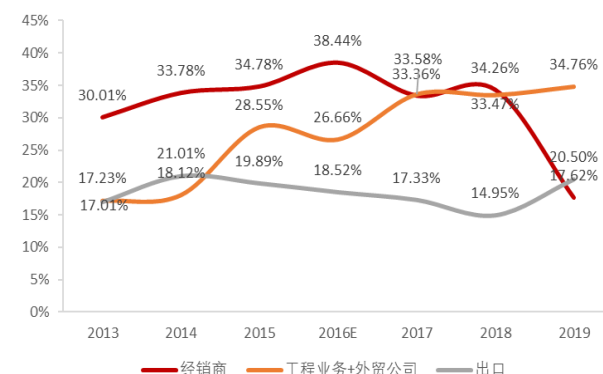
资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 38：各渠道收入增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：各渠道毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 经销商精细化管理，业务布局完善

经销商体系完善: 公司经销商共分为三个层级：规模经销商、单列经销商和普通经销商。据公司招股说明书，截止 2016H1 公司共计发展 319 家经销商，覆盖全国 31 个省区。公

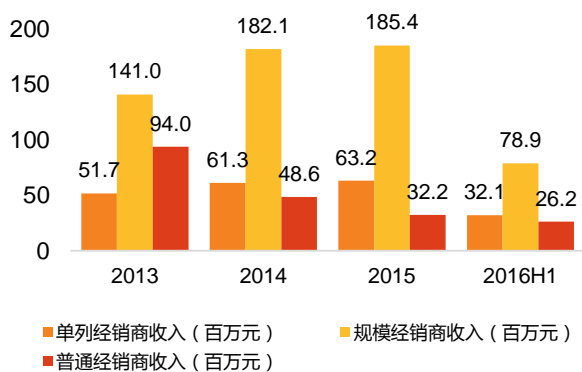
司渠道下沉布局完善，在三四线城市的布局相对领先，据公司官网公布的最新数据，公司的销售网点主要分布在地级市和县级城市，公司在低能级城市的运营能力强。

表 9：公司经销商体系

	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

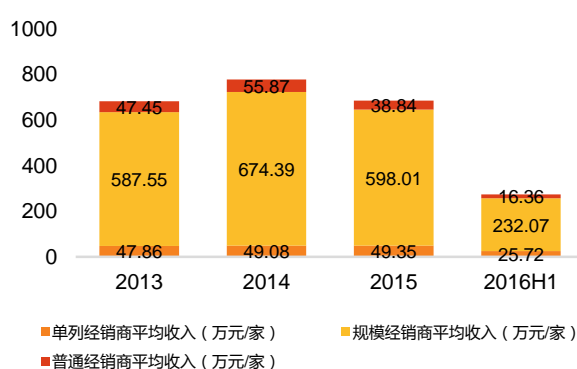
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：经销商不同渠道收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

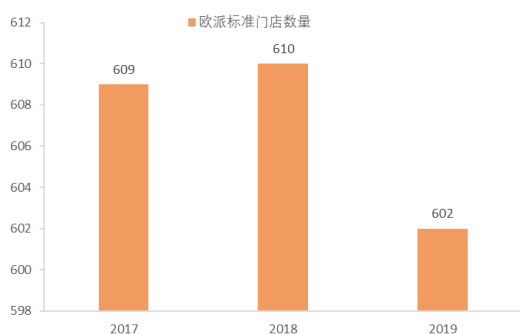
图 41：经销商不同渠道平均收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

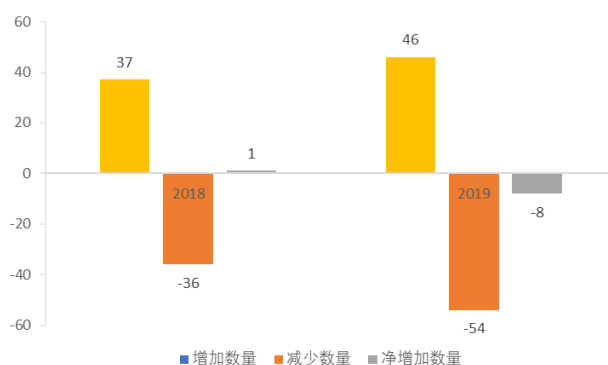
2017/2018/2019 年欧派木门标准门店数量分别为 609/610/602 家。其中 2018 年新开 37 家门店，关闭 36 家门店；2019 年新开 46 家门店，关闭 54 家门店，净增加 8 家门店。

图 42：欧派标准门店数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2018/2019 净增加数量

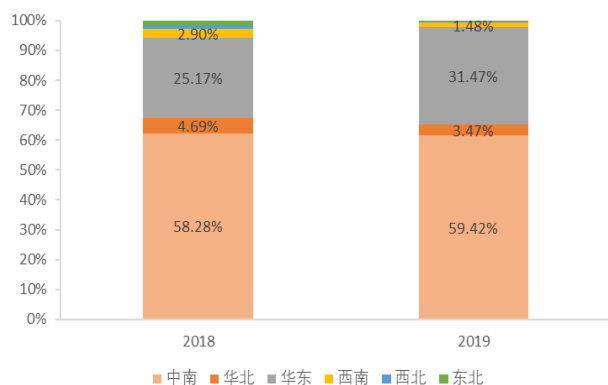


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要收入来源为中南地区及华东地区，2019 年中南地区收入占比 59.42%，同比增加 1.14pct，华东地区收入占比 31.47%，同比增加 6.3pct，2019 年华东地区毛利率水平最高，

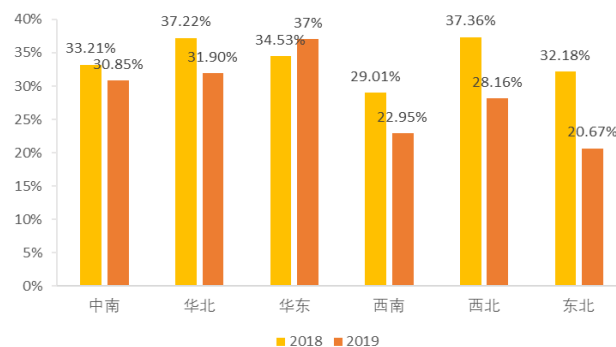
达到 37%，其次为华北，中南地区，毛利率分别为 31.9%、30.85%。

图 44：不同区域收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 45：不同区域毛利率水平

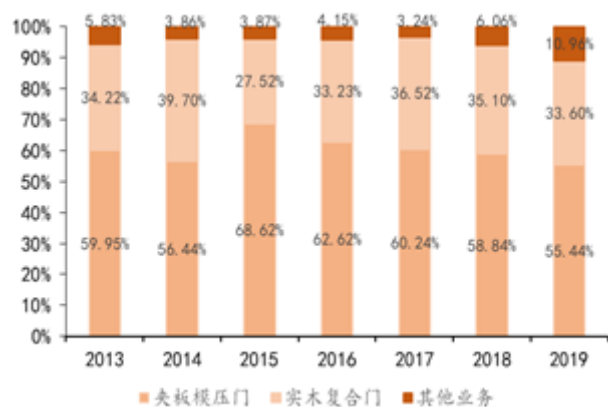


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 产品矩阵扩充，柜类引流反响良好

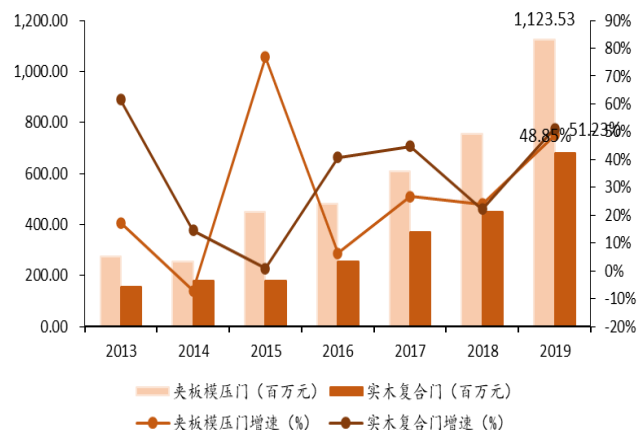
公司主营产品为夹板模压门，实木复合门。从收入占比来看，夹板模压门收入占比较高，2018/2019 年收入占比分别为 58.84%/55.44%，实木复合门 2018/2019 年收入占比分别为 35.1%/33.60%。从收入规模来看，2019 年夹板模压门、实木复合门分别实现收入 11.24 亿元/6.81 亿元。同比增长 48.85%/51.23%。

图 46：主营收入产品分布情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

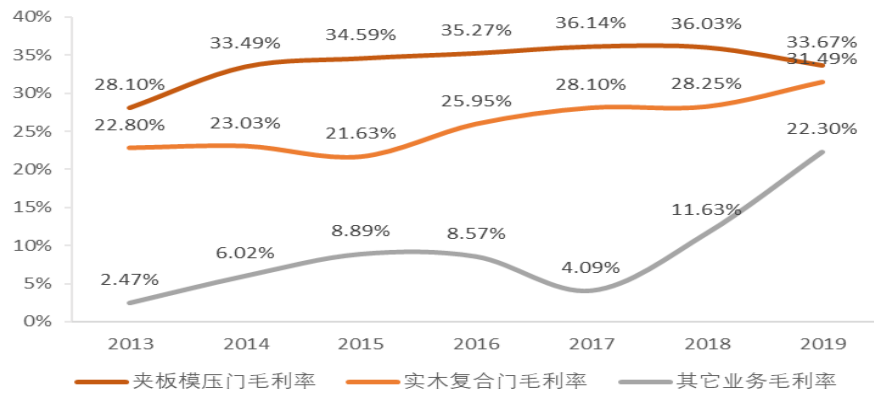
图 47：主营产品收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从各产品的盈利能力上来看，夹板模压门的毛利率最高，其它业务毛利率水平近年来呈现上升趋势。夹板模压门毛利率 2018/2019 年毛利率水平分别为 36.03%/33.67%，实木复合门毛利率水平分别为 28.25%/31.49%，其它业务毛利率分别为 11.63%/22.3%

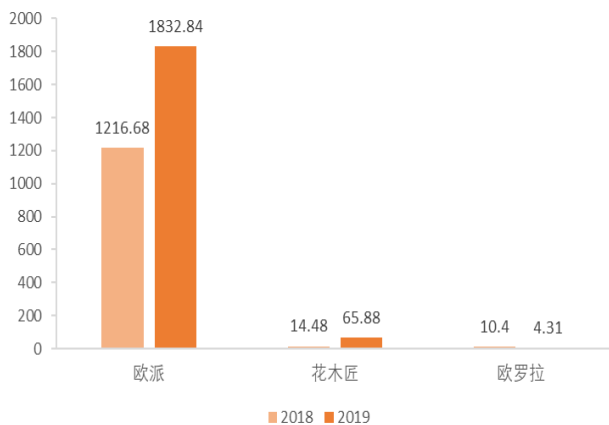
图 48：各产品毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

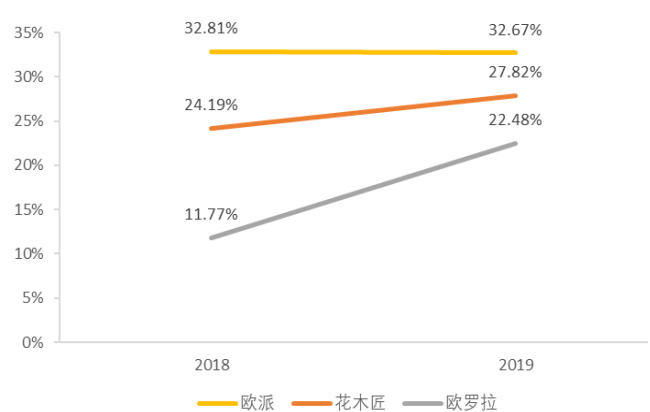
公司旗下有三大品牌，分别为欧派、花木匠、欧罗拉。从各品牌的收入来看，欧派收入规模最大，2018/2019 年收入规模分别为 12.17/18.33 亿元，花木匠收入分别为 0.14/0.66 亿元，欧罗拉收入分别为 10.4/4.31 百万元。从各品牌的盈利能力来看，欧派盈利能力最强，2018 年/2019 年毛利率分别为 32.81%/32.67%，花木匠毛利率分别为 24.19%/27.82%，欧罗拉毛利率分别为 11.77%/22.48%。

图 49：各品牌收入（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

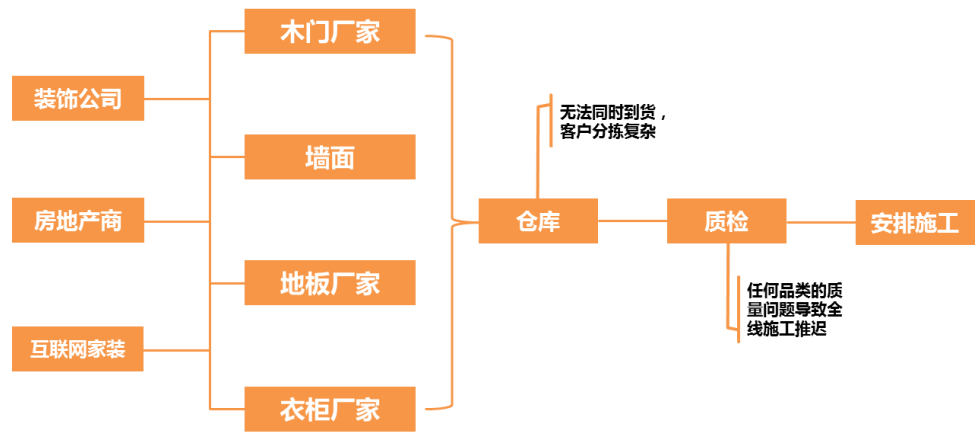
图 50：各品牌毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

全包式装修兴起。2014 年以前，消费者大多选择的是半包式，“半包”是指装修公司负责施工和辅材，主材由业主自己负责。“全包”是指从施工、设计到材料全权由装修公司来负责。这种“全包式”装修通过装修公司一次性采购材料，不仅给消费者节省了时间，而且由于装修公司直接与建材厂商合作，可取得比零售价更低的价格优惠。

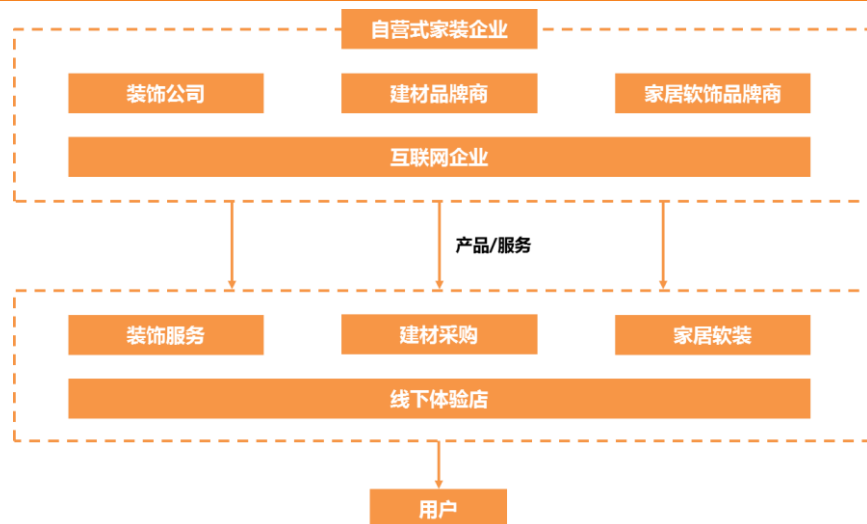
图 51：传统采购模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

大客户一站式集中采购成为趋势。一站式集中采购模式要求供应商具有多种定制化产品的大规模生产制造能力。为了顺应大客户采购模式的转变，提高自身产品竞争力，公司设立江山花木匠家居有限公司，作为 IPO “年产 20.5 万件定制柜类产品项目”募投项目实施主体，2019 年，该项目已完成阶段性自主验收。2019 年，公司“花木匠”品牌橱柜收入为 6588.44 万元，同比增速高达 354.93%，毛利率为 22.48%，同比提升 10.71pct，橱柜业务迅速发展迅速。

图 52：一站式采购模式

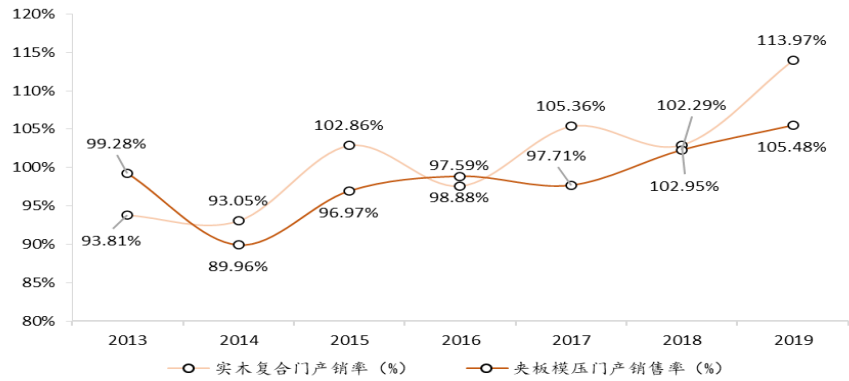


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 产能陆续投产，品类逐渐扩展

下游需求旺盛、产能快速扩张：自 2013 年起，公司两款主营产品产销率就达 90%，2019 年实木复合门和夹板模压门的产销率分别为 113.97%和 105.48%。随着近年来木门行业下游需求扩张以及公司工程业务客户不断拓展，下游需求旺盛，公司竞争力强。

图 53：公司主营产品产销率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，公司 IPO 募投项目“年产 30 万套实木复合门项目”及“年产 30 万套夹板模压门项目”均已完成自主验收。2017 年 8 月，公司投资 6.5 亿元建设年产 120 万套木门项目。此外，公司在河南兰考投建的年产 60 万套实木复合门项目进度为 95%。2020 年 3 月，公司拟投资 4.5 亿元建设防火门项目，年设计产量 150 万套，拟用 24 个月完成，建设期结束后的第一年生产线的试生产阶段，预计产能利用率为 60%，第二年预计利用率为 80%，第三年开始预计产能利用率或将达到 100%。

表 7：公司产能布局情况

项目名称	区域	项目投资金额（万元）	工程进度	资金来源
年产 30 万套实木复合门项目	江山	13953.66	100%	自筹、募投
年产 30 万套模压门项目	江山	3753.25	100%	募投
年产 20.5 万件定制柜类项目	江山	37000	100%	自筹、募投
兰考年产 60 万套实木复合门项目	兰考	28943	95%	自筹
年产 120 万套木门项目	江山	65000		自筹
年产 150 万套防火门项目	江山	45000	0%	自筹

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

工艺技术创新：为进一步开拓工程业务、为定制门的规模化生产提供良好的硬件保障，公司与德国 HOMAG、德国 HEESEMANN、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作，引进了包括电子开料锯、CNC 加工中心、电脑镂刻中心、自动化滚涂等数控自动化流水线，公司于 2012 年下半年建成目前国内木门行业先进的自动化实木复合门生产线，确保了木门的制造品质和加工精度，提高了产能，缩短了加工和交货周期。

图 54：公司生产线先进



四面刨：电子定位、提高工艺精度



封边机：德国HOMAG直线封边机



短周期贴压线：德国BURKLE产品



UV底漆平面辊涂线：德国HEESENMANN产品

资料来源：公司官网，天风证券研究所

信息化建设：公司的信息化建设贯穿于产品设计、物料采购、存货仓储、产品生产、产品销售和售后服务，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。公司已着手完善 SCM 供应链管理系统。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 55：SCM 供应链—以用户为中心的全程信息化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 总结及盈利预测

国内领先木门企业，营收和净利高速增长。公司是国内首家上市木门企业，集研发、生产、销售、服务于一体，自成立以来十余年专注打造优质木门。2019 年，公司实现营收和归母净利 20.27/2.61 亿元，同比增长 57.98%/71.11%；毛利率和归母净利率分别为 32.22%/12.89%，同比变动-0.51/+0.99pct。2020 年 Q1，实现营收和归母净利 3.01/0.37 亿元，同比增长 24.29%/259.44%；毛利率和归母净利率分别为 29.19%/12.44%，同比增长 2.10/8.14pct。

全装修政策驱动精装房放量，带动工程渠道业务增长和行业集中度提升。各级政策出台鼓

励住房全装修，推动精装修项目发展，2019 年我国精装修房开盘数量达 319.3 万套，同比增长 26.21%，全装修覆盖率提升至 32%，同比提升 4pct。相比欧美等发达国家 80% 以上的全装修渗透率，我国市场仍有较大发展空间，二三四线城市将逐步成为精装市场发展的主力区域。木门作为必需配套部件，工装市场有望借政策推进和精装市场发展的东风快速增长。工程渠道业务对企业产能以及生产的标准化、规模化程度要求较高，业务回款周期较长，中小企业往往难以切入工程市场，市场份额将逐步集中于龙头厂商，同时，下游房地产行业集中度的提升也将进一步推动上游木门行业市场份额的集中。

工装业务迎来黄金发展期，柜类产品反响良好，产能扩张支撑未来发展。1) 公司具有多年工装业务经验，拥有成熟的工程业务团队和工程服务团队，与恒大、万科、保利、旭辉、中海等主要地产公司建立战略合作关系，工程业务是公司营收和增长的主要来源。2019 年公司境内大宗业务收入为 16.20 亿元，同比提升 86.84%，占主营收入的 85.10%，主要为工程渠道收入。伴随住宅精装修比例的提升，工程渠道业务预计将维持增长态势。2) “花木匠”品牌产品主要为橱衣柜，业务增长迅速，2019 年实现营收 6588.44 万元，同比增长 354.93%，占总收入的 3.25%，毛利率为 22.48%3) 公司自上市以来不断扩张产能，年产 30 万套实木复合门项目、年产 30 万套模压门项目、年产 20.5 万件定制柜类项目相继完成验收，年产 120 万套木门项目稳步推进，产能逐步释放，2020 年 3 月，公司拟投资 4.5 亿元建设防火门项目，年设计产量 150 万套，为未来业务增长提供有力支撑。

盈利预测与评级：综合考虑公司各业务发展情况，预计公司 20-22 年营业收入为 30.68/41.56/53.04 亿元，增速分别为 51.37%/35.47%/27.63%，归母净利为 3.69/4.90/5.88 亿元，增速分别为 41.07%/32.86%/20.14%，对应 PE 分别为 27.54X/20.73X/17.25X。

关键假设

- 公司工程业务持续放量，预计 2020-2022 年大宗业务收入增速分别为 60%、40%、30%；
- 预计经销业务 2020-2022 年均维持 5% 的增长，毛利率维持稳定；
- 预计出口业务 2020-2022 年，收入增速分别为 -5%、5%、5%；
- 其他业务 2020-2022 年收入增速分别为 50%、20%、20%；

表 8：营收拆分及预测

单位（百万元）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
大宗工程业务						
收入	641.74	866.80	1619.55	2591.27	3627.78	4716.12
yoy	86.81%	35.07%	86.84%	60%	40%	30%
成本	426.21	576.66	1056.57	1711.80	2432.80	3209.80
毛利	215.53	290.15	562.97	879.47	1194.98	1506.32
毛利率(%)	33.58%	33.47%	34.76%	33.94%	32.94%	31.94%
经销业务						
收入	293.43	296.19	218.71	229.65	241.13	253.19
yoy	-15.70%	0.94%	-26.16%	5%	5%	5%
成本	195.55	194.70	180.18	170.08	178.58	187.51
毛利	97.89	101.49	38.53	59.57	62.55	65.68
毛利率(%)	33.36%	34.26%	17.62%	25.94%	25.94%	25.94%
出口业务						
收入	62.65	78.56	64.78	61.54	64.62	67.85
yoy	-1.46%	25.40%	-17.54%	-5%	5%	5%
成本	51.79	66.82	51.50	50.57	53.10	55.76
毛利	10.86	11.74	13.28	10.97	11.52	12.10

毛利率(%)	17.33%	14.95%	20.50%	17.83%	17.83%	17.83%
其他业务						
收入	12.17	41.34	123.56	185.34	222.41	266.89
yoy	12.62%	239.63%	198.89%	50%	20%	20%
成本	3.45	24.82	84.75	130.83	161.44	193.73
毛利	8.73	16.52	38.81	54.51	60.97	73.16
毛利率(%)	71.68%	39.96%	31.41%	29.41%	27.41%	27.41%
合计						
收入	1010.00	1282.90	2026.60	3067.80	4155.94	5304.04
yoy	31.85%	27.02%	57.97%	51.38%	35.47%	27.63%
成本	677.00	863.00	1373.00	2063.27	2825.92	3646.79
毛利	333.00	419.90	653.60	1004.53	1330.02	1657.25
毛利率(%)	32.97%	32.73%	32.25%	32.74%	32.00%	31.25%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选取和公司业务近似的帝欧家居、坚朗五金作为可比公司，按照 Wind 一致预期，2020 年可比公司平均 PE 为 29.98X。考虑到公司在细分领域竞争优势领先，大宗业务增速快，我们给予公司 2020 年 PE 估值区间为 30-33 倍，对应目标价区间为 137.28-151.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可对比公司估值表

公司/PE	2020E	2021E	2022E
帝欧家居	18.04	14.41	11.80
坚朗五金	41.92	31.10	22.57
平均估值	29.98	22.75	17.19

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：

- **公司客户集中度过高风险：**公司大宗业务收入占比较高，大宗业务主要客户为大型房地产开发企业，公司或面临客户集中度高，经营风险较难分散风险。
- **地产行业波动风险：**公司在国内市场的需求主要来自尚品住宅新房及存量房装修需求，而目前国家对地产调控政策整体趋严，公司或面临地产调控政策进一步趋严，木门行业整体需求降低风险。
- **行业竞争加剧风险：**考虑到木门作为建筑装饰终端消费产品，市场潜力较大，竞争企业较多，更不乏出现行业中一些多元化经营的建材企业涉足木门行业，公司或面临木门行业竞争日益激烈风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	592.62	598.91	557.80	1,392.78	1,432.47
应收票据及应收账款	471.72	678.98	1,131.77	1,143.23	1,760.25
预付账款	18.54	32.18	32.63	62.13	61.70
存货	230.41	390.67	461.60	753.83	764.95
其他	28.29	88.11	52.55	56.57	76.71
流动资产合计	1,341.59	1,788.85	2,236.34	3,408.53	4,096.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	512.66	704.67	755.15	801.58	832.58
在建工程	68.74	140.30	120.18	120.11	102.06
无形资产	170.32	167.11	162.31	157.51	152.71
其他	58.77	61.05	53.10	54.31	56.15
非流动资产合计	810.48	1,073.14	1,090.75	1,133.51	1,143.51
资产总计	2,152.07	2,861.98	3,327.09	4,542.04	5,239.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	526.73	754.73	1,039.88	1,542.85	1,759.43
其他	256.07	477.92	461.69	769.34	734.08
流动负债合计	782.79	1,232.65	1,501.57	2,312.19	2,493.51
长期借款	56.17	86.17	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.43	152.70	148.72	149.62	150.35
非流动负债合计	203.60	238.87	148.72	149.62	150.35
负债合计	986.39	1,471.52	1,650.29	2,461.81	2,643.86
少数股东权益	68.08	78.46	78.67	79.02	84.74
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	80.82
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	517.59
留存收益	1,016.78	1,231.19	1,517.31	1,920.39	2,430.17
其他	(517.59)	(517.59)	(517.59)	(517.59)	(517.59)
股东权益合计	1,165.67	1,390.47	1,676.80	2,080.23	2,595.73
负债和股东权益总	2,152.07	2,861.98	3,327.09	4,542.04	5,239.59

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	148.74	268.87	368.60	489.71	588.36
折旧摊销	32.52	56.12	34.44	38.44	41.85
财务费用	(1.03)	3.58	(3.37)	(10.49)	(15.19)
投资损失	(16.45)	20.43	(3.23)	(3.23)	(3.23)
营运资金变动	(16.93)	(92.37)	(203.00)	469.08	(469.22)
其它	57.66	67.03	0.23	0.36	5.85
经营活动现金流	204.50	323.67	193.67	983.87	148.42
资本支出	274.78	311.22	63.98	79.10	49.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(570.77)	(674.11)	(120.75)	(155.87)	(96.04)
投资活动现金流	(295.99)	(362.88)	(56.77)	(76.77)	(46.77)
债权融资	67.57	110.95	12.06	16.08	17.64
股权融资	(13.68)	1.92	3.37	10.49	15.19
其他	(46.15)	(118.36)	(193.44)	(98.70)	(94.79)
筹资活动现金流	7.74	(5.49)	(178.01)	(72.13)	(61.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(83.76)	(44.71)	(41.11)	834.97	39.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,282.87	2,026.63	3,067.80	4,155.94	5,304.04
营业成本	862.97	1,373.69	2,063.27	2,825.92	3,646.79
营业税金及附加	14.41	14.58	30.18	39.16	46.77
营业费用	126.72	174.43	295.94	390.68	505.13
管理费用	62.94	73.56	130.93	177.37	226.37
研发费用	55.04	78.09	124.92	169.23	212.11
财务费用	13.68	(1.92)	(3.37)	(10.49)	(15.19)
资产减值损失	9.80	(4.34)	5.25	3.57	1.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.45	(20.43)	3.23	3.23	3.23
其他	(51.81)	29.03	(6.46)	(6.46)	(6.46)
营业利润	172.67	309.95	423.91	563.74	683.80
营业外收入	0.44	1.35	1.18	0.99	1.17
营业外支出	0.57	7.31	2.74	3.54	4.53
利润总额	172.54	303.99	422.36	561.19	680.45
所得税	23.80	35.13	53.53	71.12	86.24
净利润	148.74	268.87	368.83	490.07	594.21
少数股东损益	(3.96)	7.58	0.23	0.36	5.85
归属于母公司净利润	152.70	261.29	368.60	489.71	588.36
每股收益（元）	1.89	3.23	4.56	6.06	7.28

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.05%	57.98%	51.37%	35.47%	27.63%
营业利润	9.01%	79.50%	36.77%	32.99%	21.30%
归属于母公司净利润	11.03%	71.11%	41.07%	32.86%	20.14%
获利能力					
毛利率	32.73%	32.22%	32.74%	32.00%	31.25%
净利率	11.90%	12.89%	12.02%	11.78%	11.09%
ROE	13.91%	19.91%	23.06%	24.47%	23.43%
ROIC	40.89%	46.82%	43.64%	44.82%	89.93%
偿债能力					
资产负债率	45.83%	51.42%	49.60%	54.20%	50.46%
净负债率	-45.04%	-35.09%	-32.55%	-66.18%	-54.51%
流动比率	1.71	1.45	1.49	1.47	1.64
速动比率	1.42	1.13	1.18	1.15	1.34
营运能力					
应收账款周转率	3.07	3.52	3.39	3.65	3.65
存货周转率	6.99	6.53	7.20	6.84	6.98
总资产周转率	0.66	0.81	0.99	1.06	1.08
每股指标（元）					
每股收益	1.89	3.23	4.56	6.06	7.28
每股经营现金流	2.53	4.00	2.40	12.17	1.84
每股净资产	13.58	16.23	19.77	24.76	31.07
估值比率					
市盈率	66.47	38.85	27.54	20.73	17.25
市净率	9.25	7.74	6.35	5.07	4.04
EV/EBITDA	6.41	8.48	21.17	14.87	12.34
EV/EBIT	7.35	9.75	22.90	15.90	13.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com