

## 江山欧派/家用轻工

## 深度绑定地产商，实现业绩腾飞

**评级：买入（首次）**

市场价格：33.20元

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：蒋正山

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

联系人：徐稚涵

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	31
市价(元)	33.20
市值(百万元)	2689.2
流通市值(百万元)	1029.2

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	766.49	1009.74	1399.59	2083.29	2542.41
增长率 yoy%	16.62%	31.74%	38.61%	48.85%	22.04%
净利润	109.36	137.53	183.09	276.92	346.89
增长率 yoy%	16.68%	25.76%	33.13%	51.25%	25.27%
每股收益(元)	1.35	1.70	2.27	3.43	4.29
每股现金流量	2.11	0.41	1.65	3.50	4.59
净资产收益率	24.63%	12.89%	15.15%	19.37%	20.49%
P/E	25	20	15	10	8
PEG	1.50	0.78	0.45	0.20	0.32
P/B	6.04	2.51	2.22	1.88	1.58
备注:					

**投资要点**

- 江山欧派是国内第一家上市的木门企业，主要从事木门研发、制造、销售和服务。公司主要产品为模压门和实木复合门，2017年实现营业收入10.1亿，同比增长31.74%，实现归母净利润1.38亿，同比增长25.76%。
- 木门是正走向集中的高分散行业。木门行业规模已超千亿，高基数下增速可观（2005-2016年CAGR为6.9%），但受限行业起步晚、自动化程度低、定制程度高及行业标准落后等因素，行业集中度低（CR2不足5%），呈现出大行业小公司特征。受益于地产集中度提升、精装房趋势、消费升级带动品牌消费及行业壁垒提高，行业集中度逐步提升，龙头受益。
- 为什么江山欧派是行业趋势受益者？**1）产能扩张加速。**公司利用上市先发优势扩大产能包括30万套（+150%，2018年投产）实木复合门项目、30万套（+38%，2018年投产）模压门项目，同时牵手德国HOMAG、意大利MAKOR等国际一流装备制造企业重塑供应链，直击行业痛点。**2）深度绑定地产商，业绩腾飞在即。**2016年H1工程渠道收入开始成为公司第一大收入来源（占比43%），江山欧派与地产商合作业务深度与广度齐升，叠加地产集中度提升以及精装房趋势，公司业绩有望获得可观的增长。**3）开展定制柜类业务，引流效应初显。**公司计划投产年产20.5万定制柜类项目，主要面向B端客户。就短期而言，项目完全达产后预计带来1.44亿元年利润；就中期而言，公司借此强化对地产商服务，加深与地产商合作关系；就长期而言，公司拓展品牌矩阵，能够切入全屋定制领域，分享大家居趋势红利。
- **盈利预测和投资建议：**我们预估公司2018-20年实现销售收入14.00、20.83、25.42亿元，同比增长38.61%、48.55%、22.04%，实现归母净利润1.38、1.83、2.77亿元，同比增长33.13%、51.25%、25.27%，对应EPS为2.27、3.43、4.29元。考虑到江山欧派渠道整合和产能扩张明显，我们给予江山欧派2018年20倍PE，对应价格45.4元。
- **风险提示：**地产景气度下滑风险、原材料价格上涨风险。

## 内容目录

始于木门之都，深耕木门十二载 .....	- 4 -
大行业小公司，企业整合加速 .....	- 6 -
现状：市场广阔、企业林立 .....	- 6 -
剖析：当下行业为何分散 .....	- 8 -
未来：集中度提升，龙头受益 .....	- 9 -
为什么江山欧派能突围 .....	- 12 -
产能扩张加速，业绩增长可期 .....	- 12 -
绑定地产商，工装业务期待放量 .....	- 14 -
品类延展，搭乘业绩增长快车 .....	- 17 -
盈利预测、估值分析和投资建议 .....	- 17 -
盈利预测与估值分析 .....	- 17 -
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级 .....	- 18 -
风险提示 .....	- 19 -
地产景气程度下滑风险 .....	- 19 -
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 20 -

## 图表目录

图表 1：江山欧派木门产品 .....	- 4 -
图表 2：江山欧派营业收入及增速 .....	- 4 -
图表 3：江山欧派归母净利润及增速 .....	- 4 -
图表 4：同行业木门业务收入（亿元）对比 .....	- 5 -
图表 5：江山欧派 2017 年营收构成 .....	- 5 -
图表 6：分产品毛利率 .....	- 5 -
图表 7：同行业木门业务毛利率（%）对比 .....	- 5 -
图表 8：江山欧派历年毛利率变化 .....	- 6 -
图表 9：江山欧派历年净利率变化 .....	- 6 -
图表 10：江山欧派销售费用率&管理费用率变化 .....	- 6 -
图表 11：江山欧派三费率变化 .....	- 6 -
图表 12：我国木门行业产值（亿元） .....	- 6 -
图表 13：国内与北美木门行业 CR2 对比（2015） .....	- 7 -
图表 14：国内木门行业区域集中度 .....	- 7 -
图表 15：主要木门企业区域布局 .....	- 7 -
图表 16：木门行业品牌分级（家） .....	- 8 -
图表 17：木门行业发展历程 .....	- 8 -
图表 18：主要房企销售面积（万方）及市场集中度 .....	- 9 -

图表 19: 部分地产开发商项目精装修比例 (2015 年)	- 9 -
图表 20: 部分省份精装房政策一览	- 9 -
图表 21: 美国服务消费占比逐渐超过商品消费	- 10 -
图表 22: 中国城镇消费额的阶级结构 (万亿美元)	- 10 -
图表 23: 国外主要木门品牌 (2017 年)	- 10 -
图表 24: 木门选择的考虑因素	- 11 -
图表 25: 城镇平均工资水平稳步上升 (%)	- 11 -
图表 26: TATA 主打的静音门技术	- 11 -
图表 27: 木门行业现行的主要质量标准	- 12 -
图表 28: 江山欧派产能建设	- 13 -
图表 29: 江山欧派产能利用率	- 13 -
图表 30: 江山欧派产销率	- 13 -
图表 31: 江山欧派信息化管理系统	- 13 -
图表 32: 江山欧派工程业务占比	- 14 -
图表 33: 工程渠道中地产商收入占比	- 15 -
图表 34: 地产商收入中恒大地产占比	- 15 -
图表 35: 江山欧派合作地产商	- 15 -
图表 36: 江山欧派不同渠道收入占比	- 15 -
图表 37: 实木复合门不同渠道毛利率对比	- 15 -
图表 38: 江山欧派经销商分类标准	- 16 -
图表 39: 江山欧派经销商平均收入 (万元/家)	- 16 -
图表 40: 江山欧派经销商数量 (家)	- 16 -
图表 41: 公司前十大经销商稳定	- 17 -
图表 42: 江山欧派经销商分级管理	- 17 -
图表 43: 木门位于家装流程前端	- 17 -
图表 44: 江山欧派三大财务报表	- 19 -

## 始于木门之都，深耕木门十二载

- 国内木门上市第一股，主营木门研发和生产销售。江山欧派是国内第一家主营木门研发、生产、销售和服务的上市公司。2006年公司成立于中国木门之都—江山市，先后获得“中国木门领军企业”、“中国购房者首选家居品牌”、“2011-2012 中国互联网木门十大品牌”等多项殊荣。公司营销渠道覆盖全国，形成了以工程渠道和经销商渠道为主，外贸出口渠道为辅的销售体系。
- 公司产品主要为夹板模压门和实木复合门，模压门产品方面有“雅居系列”、“爱家系列”、“安居系列”、“轩尚系列”和“坤和系列”五大系列产品；实木复合门方面有“经典系列”、“荣耀系列”、“拉斐系列”和“臻品系列”四大系列产品。不同系列产品针对消费群体略有不同，同时成立“欧罗拉”品牌，定位于零售市场中“年青”、“时尚”和“个性化”消费群体。
- 公司 2017 年 2 月 10 日以每股 24.83 元的价格在上交所上市，总股本和流通股份本分别为 8081.61 万股和 2021 万股。

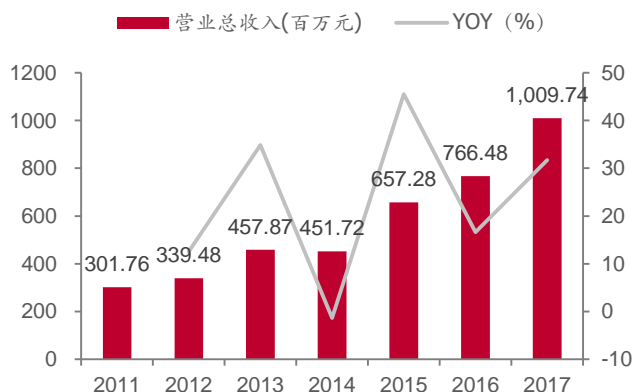
图表 1：江山欧派木门产品



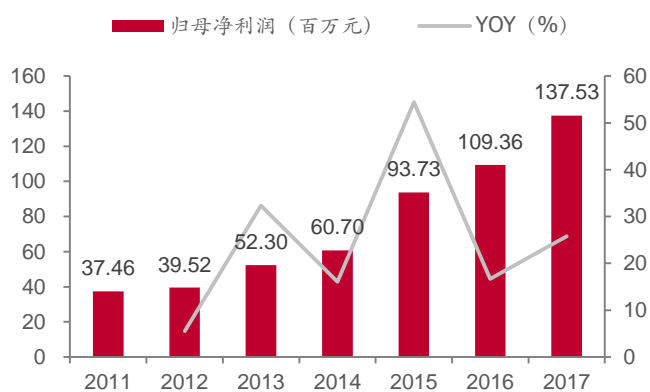
来源：公司官网、中泰证券研究所

- 营收持续稳健增长，近 5 年 CAGR 约为 24%。2017 年江山欧派实现营业收入 10.1 亿，同比增长 31.74%，迈入十亿级俱乐部，公司是 A 股市场木门收入规模第一的企业；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 25.76%。2012 年-2017 年公司归母净利润复合增长率为 28.33%，高于营业收入复合增长率（24.36%）。

图表 2：江山欧派营业收入及增速



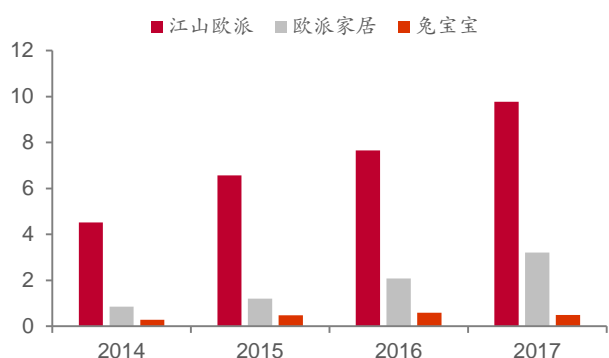
图表 3：江山欧派归母净利润及增速



来源：招股说明书、中泰证券研究所

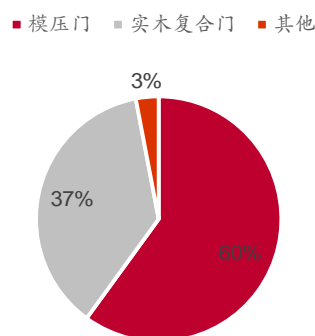
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 4：同行业木门业务收入（亿元）对比



来源：wind、中泰证券研究所

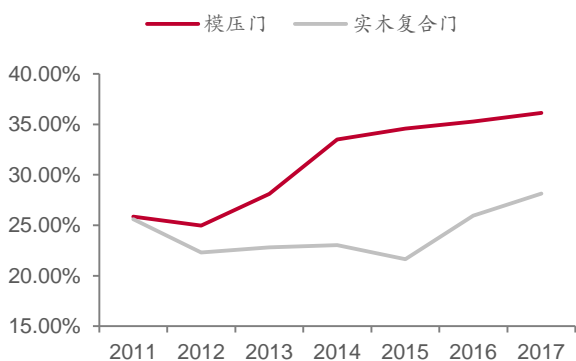
图表 5：江山欧派 2017 年营收构成



来源：wind、中泰证券研究所

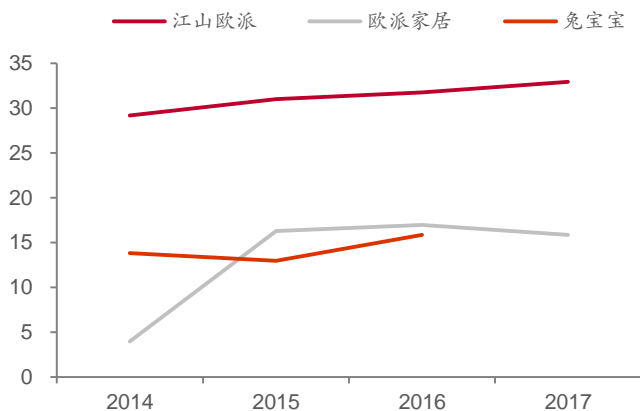
- **模压门为主，实木复合门占比逐步提升。**模压门是公司主要收入来源（占比大于 60%），2017 年模压门收入达到 6.08 亿元，同比增长 26.72%；实木复合门收入同比增长为 44.77%，受益于高单价和工程渠道放量，实木复合门成为公司营收增长的新动力，预计实木复合门销售占比将进一步提升，成为公司收入一大来源。

图表 6：分产品毛利率



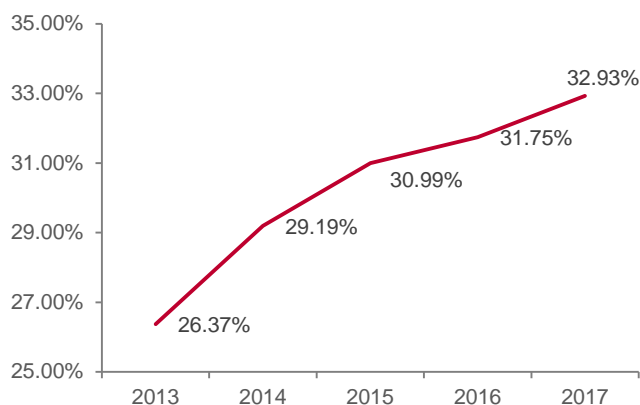
来源：wind、中泰证券研究所

图表 7：同行业木门业务毛利率（%）对比

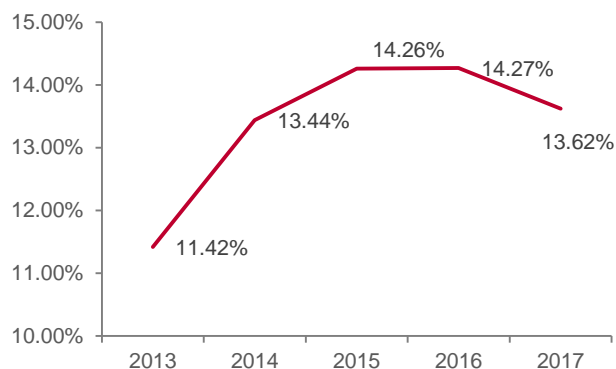


来源：wind、中泰证券研究所

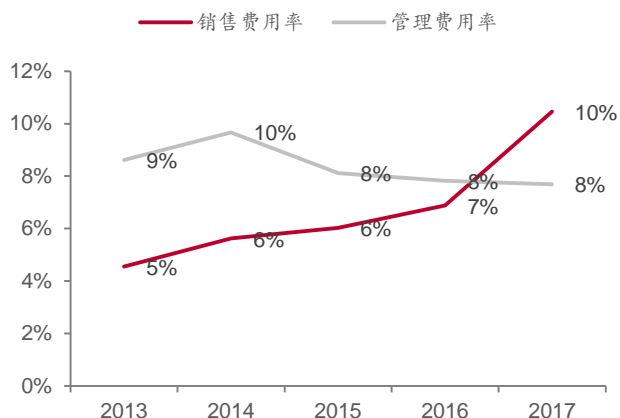
- **盈利能力持续加强。受益于规模效应提升，公司毛利率逐年上升，由 2012 年的 25.46% 逐步增长到 2017 年 32.93%，盈利能力远超行业内其他木门上市企业。2017 年实现净利率 13.62%，较去年同期有所回调，主要系公司加大品牌、渠道建设及研发投入，其中销售费用（+100.18%）和研发支出（+42.38%）增长较快，短期内虽对净利率有所冲击，但长期来看有利于公司产品质量和品牌形象的提升，为公司业绩长期稳定增长护航。**

**图表 8: 江山欧派历年毛利率变化**


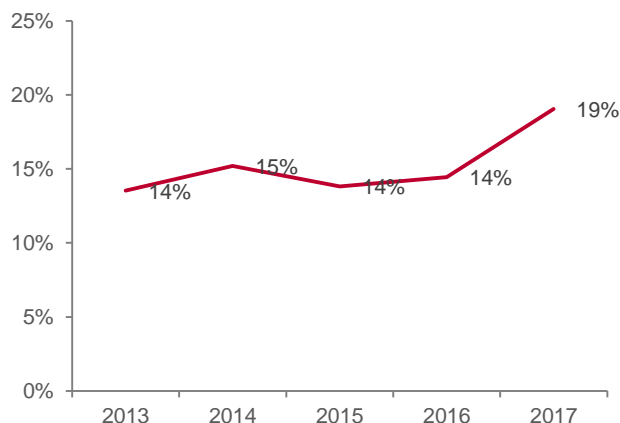
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 9: 江山欧派历年净利率变化**


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 10: 江山欧派销售费用率&管理费用率变化**


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 11: 江山欧派三费率变化**


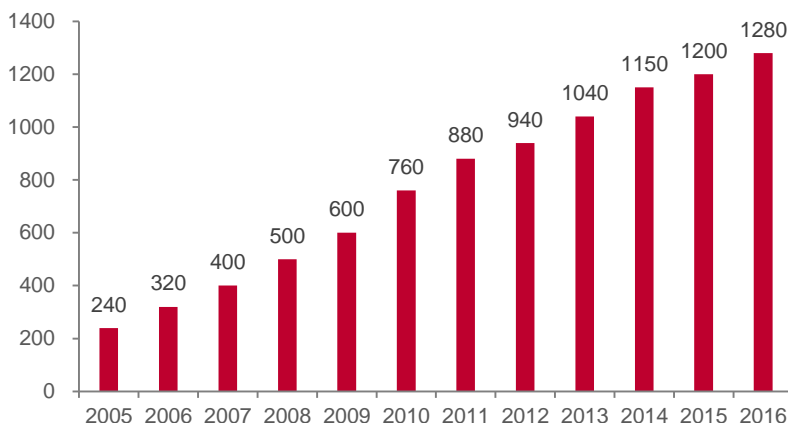
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

## 大行业小公司，企业整合加速

现状: 市场广阔、企业林立

- 行业规模已超千亿。**2016 年我国木门产值达到 1280 亿元，同比增长 6.7%。2016 年行业产值比 2005 年增长了 4 倍，是建材行业增长速度最快的行业之一。2011 年以来，受国内房地产市场调控的影响，木门行业增速有所放缓，但仍保持稳健发展的趋势，若以 6.7% 的复合增速计算，2020 年我国木门产值将达到 1657 亿元。

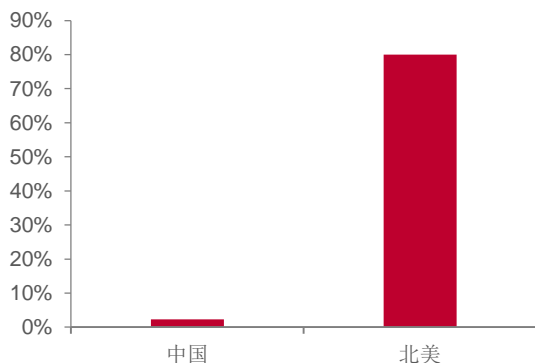
**图表 12: 我国木门行业产值 (亿元)**



来源：中国木材与木制品流通协会、中泰证券研究所

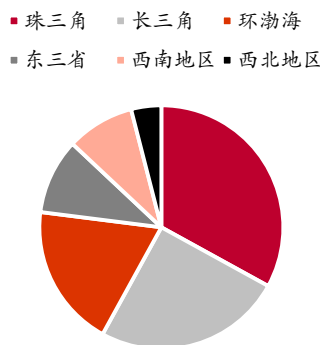
- **高增长低集中，区域性显著。**木门行业的持续高速扩张吸引了众多玩家入场，截至 2017 年，行业内初步达到工厂化生产木门的企业就有大约 6000 家，行业 CR2（梦天和 TATA）不足 5%，整个行业呈现出企业规模偏小、同质化严重、行业竞争激烈等特点。
- 国内木门行业经过十余年的发展，已初步从过去小规模分散的作坊式生产，转变为规模化、品牌化、集成化发展，并形成了产业集群。目前全国主要有六大木门生产基地：珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区、西南地区 and 西北地区。木门企业的区域集群，有利于降低企业的生产成本和交换成本，形成规模经济效益和范围经济，促进行业标准化并提升企业的市场竞争力。

图表 13: 国内与北美木门行业 CR2 对比 (2015)



来源：中国木材与木制品流通协会、Bloomberg、中泰证券研究所

图表 14: 国内木门行业区域集中度



来源：中国林产工业协会、《中国木门行业现状及发展趋势》、中泰证券研究所

图表 15: 主要木门企业区域布局

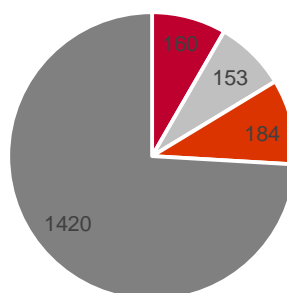
主要木门生产区域	省份	代表企业	原因
东北地区	黑龙江、辽宁、吉林	展志天华木门、华鹤	木材资源优势
渤海湾地区	北京、天津、河北、山东	TATA、博亮	交通便利，临近市场
珠三角地区	广东、福建	润成创展、宜华木业	出口便利
长三角地区	上海、浙江、江苏	梦天木门、江山欧派	临近市场，轻工业发达
西南地区	四川、重庆、云南	美心、星星	木材资源优势
西北地区	山西、陕西	孟氏木门、泰亨	—

来源：中国木门网、中泰证券研究所

- **缺乏领导性品牌，静待龙头诞生。**经过十多年的高速增长，行业内涌现了一批知名的木门企业，如梦天、TATA、星星等，它们凭借技术、渠道以及产能等方面的优势，逐步培育起了全国知名的木门品牌，共同推动着木门行业的规模化、标准化生产。

**图表 16：木门行业品牌分级（家）**

■ 一级品牌 ■ 二级品牌 ■ 三级品牌 ■ 四级品牌



来源：中华门窗网、中泰证券研究所

### 剖析：当下行业为何分散

- **木门行业发展仍处于早期。**我国木门行业发展相对较晚，2000年由手工打制向规模化生产发展，大部分木门企业成立时间比较短，尚未能塑造强大的品牌形象。

**图表 17：木门行业发展历程**

时间	阶段	特点
2000年之前	行业萌芽阶段	木门手工打造为主流
2000年-2004年	行业起步阶段	木门行业开始产业化
2005年-2009年	市场爆发式增长	企业打破区域、行业限制
2010年至今	白热化竞争阶段	规模化大型企业出现

来源：招股说明书、中泰证券研究所

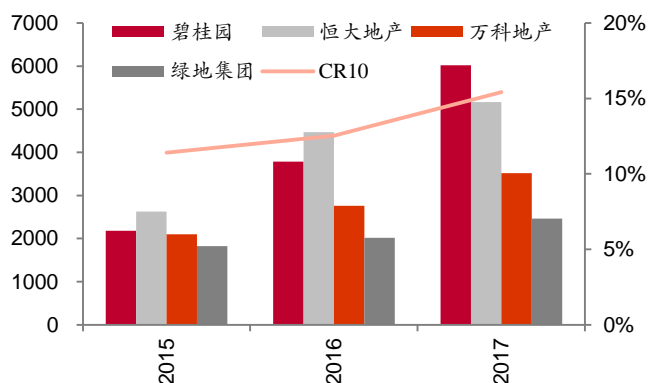
- **自动化程度低、定制化程度高叠加行业标准落后导致产能受限。**木门自动化程度低，企业产能受限，主要系：1) 木门行业发展时间较短，现场木工打制模式仍很普遍；2) 行业标准制定落后于行业发展，门洞尺寸不一的现状阻碍木门企业大规模投入和大批量生产；3) 消费者装修风格偏好导致对木门存在个性化需求。我们认为，木门的生产制造自动化仍有提升空间。



未来：集中度提升，龙头受益

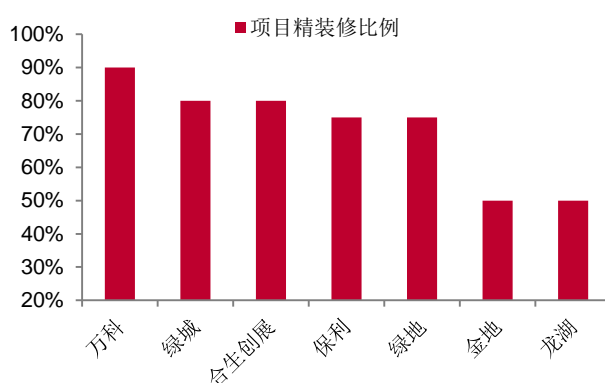
- 1) 地产销售集中度提升，家具采购呈现集采趋势。以全国商品房销售面积为分母的口径中，2017 年销售面积 Top10 房企的市占率合计达到 15.4%，较 2015 年提升 4%。以万科、恒大、碧桂园为首的大型地产开发商近几年销售面积同比高增长，其中 2017 年销售面积第一的房企碧桂园近三年销售面积的 CAGR 达到 40%，地产市场正处集中度提升通道，这将导致家居行业工装业务量显著上升。
- 精装房趋势已定，工装业务从需求端利好行业集中。木门和卫浴等品类基本涵盖在精装房范围内，目前国外精装房占比已超过 80%，国内住宅精装修比例不足 10%，除少数一线城市之外精装房市场仍处于待开发阶段。参考国外房地产市场发展路径，目前超过 13 个省市地区出台精装房政策，国内大型地产开发商精装房比例也逐年提高，其中不乏比例超过 50%者。可以预料到未来房地产市场的精装房趋势将牵动家居领域需求分布的重构，已成为家居领域相关企业开拓的新市场。与 C 端零售业务不同，B 端工装客户需要品牌附加值、完善的供应链管理、高性价比以及高效的安装售后服务能力及现场项目管理能力，对产量与综合管理水平均有较高要求，订单向更高门槛的 B 端转移将显著利好行业内大型企业。

图表 18: 主要房企销售面积 (万方) 及市场集中度



来源: Wind、CRIC、中泰证券研究所

图表 19: 部分地产开发商项目精装修比例 (2015 年)



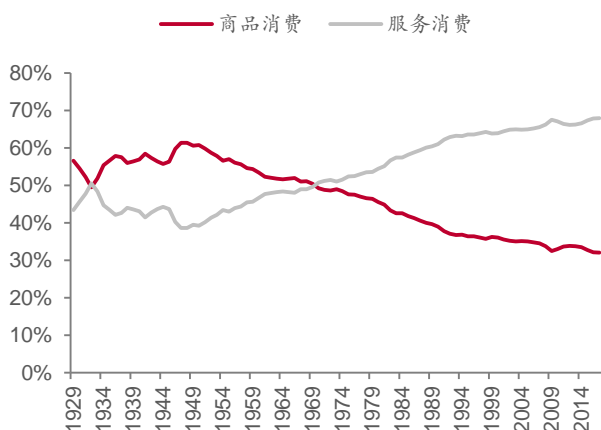
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 20: 部分省份精装房政策一览

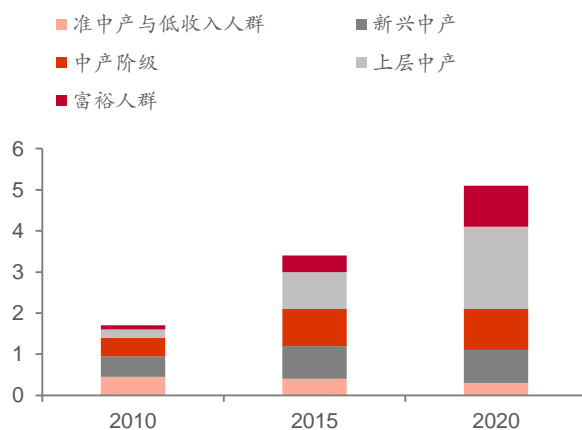
省市	出台时间	相关文件	精装房相关规定
河北	2012年	关于推进新建住房全装修工作的意见	5年内全省新建住房全装修比例不低于60%；包括石家庄在内的设区基本实现新建住房全装修竣工
江苏	2014年	关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见	到2025年江苏将有50%以上新房以成品房形式交付
山东	2015年	山东省房地产业转型升级实施方案	2017年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
浙江	2016年	关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见	2016年10月1日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
河南	2016年	关于加快发展成品住宅的通知	到2020年，新开工全装修成品住宅占到新建住宅面积比例，省辖市及城乡一体化示范区争取要达到80%，即使是县城（市）也要做到60%以上
四川	2016年	关于推进建筑产业现代化发展的指导意见	到2025年，新建住宅全装修达到70%

来源：中泰证券研究所

- 2) 消费升级带动品牌消费，品牌厂商受益。** 对标美国，伴随居民人均收入提升和消费群体结构变化，品质消费逐渐成为需求主导。在消费升级大背景下，品牌作为高品质的背书，为行业内品牌厂商形成天然壁垒。

**图表 21：美国服务消费占比逐渐超过商品消费**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 22：中国城镇消费额的阶级结构 (万亿美元)**


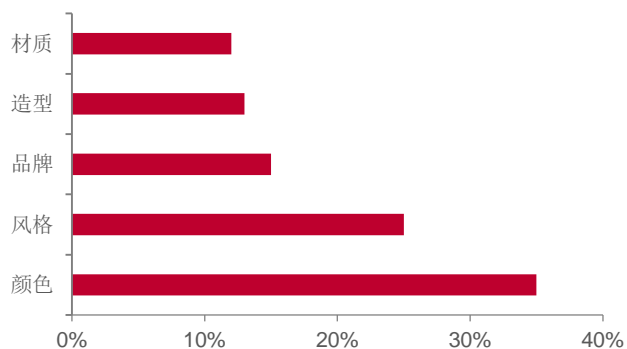
来源：BCG 咨询、中泰证券研究所

**图表 23：国外主要木门品牌 (2017 年)**

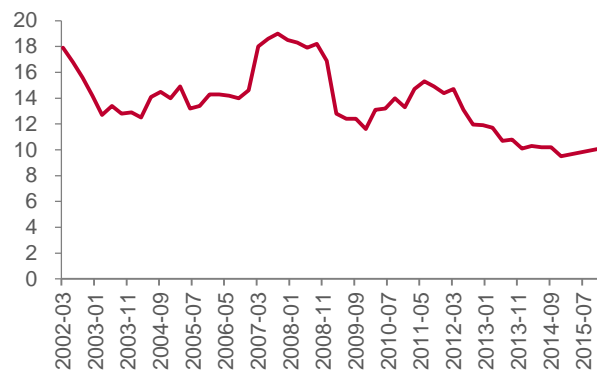
品牌	注册地	简介	营业收入	扣非归母净利润	毛利率
jeld-wen	美国特拉华州	世界上最大的门窗生产厂家之一，在19个国家的111拥有生产工厂，主要分布在北美，欧洲和澳大利亚。	37.64亿美元	0.47亿美元	22.53%
美森特	加拿大	公司从事设计生产户内外用门，业务覆盖北美，欧洲，亚洲，拉丁美洲，以及非洲，品牌组合包括，Masonite, Marshfield, Premdor, Mohawk, Megantic, Algoma, Baillargeon, Birchwood Best以及Lemieux。	20.33亿美元	1.53亿美元	20.02%
FORTUNE BRANDS	美国特拉华州	公司经营家庭用品和安全用品，分为四个业务部门：厨房和浴室的柜子、管道及配件、先进材料的窗户和门系统、安全与存储。	52.83亿美元	4.83亿美元	36.58%

来源:wind, 中泰证券研究所

- 3) 行业门槛提升，中小企业逐渐清洗退出。** (1) 人口红利消散背景下，大厂通过高资本投入打造柔性化生产线，提升工厂效率，对冲人力成本，中小企业成本端将普遍承压。(2) 环保需求从生产端和消费端显著抬高行业门槛。生产端：木材等直接材料占木门企业生产成本近 70%，国家对林业资源保护力度的加强将推高企业原材料成本，环保税开征及环保监管趋严也将提高企业的治污成本。消费端：消费者对健康的日益重视使得具有环保元素的木门受到追捧，大厂优质加工原料和技术优势更加凸显。

**图表 24: 木门选择的考虑因素**


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 25: 城镇平均工资水平稳步上升 (%)**


来源: Wind、中泰证券研究所

- 技术和功能创新为龙头构筑护城河。** 标准化、规模化、自动化和环保化已成为木门企业的发展方向，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。另外，目前国内木门行业产品同质化问题较严重，如果企业的产品缺乏设计、功能等方面的创新，则无法获取较高的附加值与竞争优势。中小企业退出、新进入者壁垒提高叠加龙头企业持续扩张将导致行业加速洗牌，龙头企业脱颖而出。

**图表 26: TATA 主打的静音门技术**

### 静音原理

独创的45°斜口，融入了新型的磁吸元素，模拟冰箱和汽车的原理，使门的吸附力和密封性更好，门扇厚度从40毫米，增厚至45毫米，阻隔声音能力更强。这一系列技术大大增强了门的保温和隔音效果。

斜口门外观专利:ZL201230391523.5



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 27：木门行业现行的主要质量标准

序号	文件编号	文件名称	序号	文件编号	文件名称
1	GB/T 29498-2013	木门窗	14	GB-T 14155-2008	整樘门 软重物体撞击试验
2	WB/T 1024-2006	木质门行业标准	15	GB 1928-1991	木材物理力学试验方法总则
3	LY/T 1923-2010	室内木质门行业标准	16	GB 1931-1991	木材含水率测定方法
4	JG/T 122-2000	建筑木门、木窗行业标准	17	GB 1934.1-1991	木材吸水性测定方法
5	JG/T 419-2014	免漆饰面门	18	GB 1720-1979	漆膜附着力测定法
6	GB-T 11718-2009	中密度纤维板标准	19	GB 12626.6-1990	硬质纤维板 含水率的测定
7	LY/T 1856-2009	挤压法空心刨花板行业标准	20	GB 12626.9-1990	硬质纤维板 静曲强度的测定
8	GB-T 20241-2006	单板层积材	21	GB 18580-2001	室内装饰装修材料 人造板及制品中甲醛释放限量
9	LY-T 1351-1999	指接材	22	GB 18584-2001	室内装饰装修材料 木家具中有害物质限量
10	GB 13024-1991	箱纸板标准	23	GB-T 191-2008	包装储运图示标志
11	GB 12002-1989	塑料门窗用密封条	24	GB-T 14074.4-1993	木材胶粘剂及其树脂检验方法 (PH 值)
12	GB 7276-1987	合页通用技术条件	26	GB-T 14074.5-1993	木材胶粘剂及其树脂检验方法 (固体含量)
13	GB 4871-1995	普通平板玻璃	27	LY-T 1350-1999	指接材物理力学性能试验方法

来源：招股说明书、中泰证券研究所

## 为什么江山欧派能突围

### 产能扩张加速，业绩增长可期

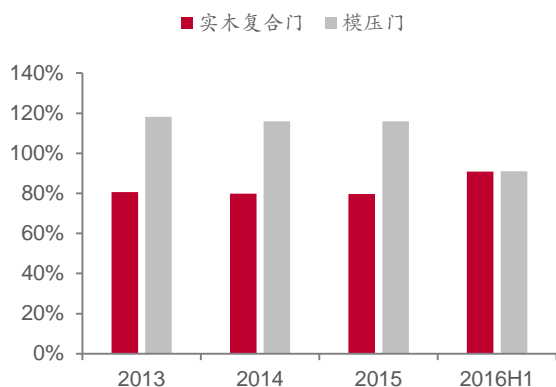
- **先发优势，上市扩产能。**截至2016年6月30日，江山欧派拥有80万套模压门和20万套实木复合门产能。分产品来看，公司模压门产能利用率高于实木复合门，且两者的产能利用率均大于80%（实木复合门大于80%可视为充分利用），产能存在提升空间。公司是行业内第一家上市公司，募集资金主要用于扩建产能和渠道建设，包括30万套（+150%，

2018 年投产) 实木复合门项目、30 万套 (+38%, 2018 年投产) 模压门项目和 20.5 万件 (预计 2019 年投产) 定制柜类项目。我们估计, 产能扩建预计为公司带来 1.44 亿元和 2.05 亿元利润, 给业绩提供有效支撑。

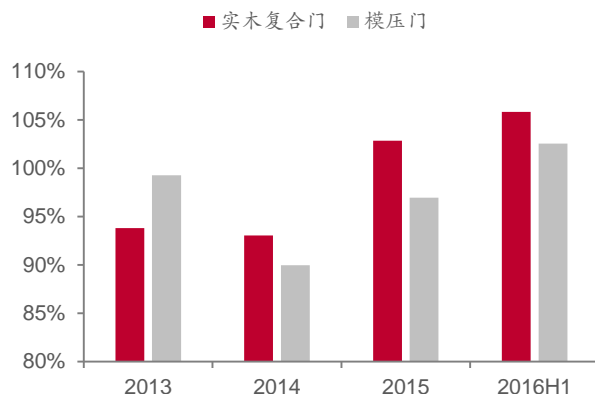
**图表 28: 江山欧派产能建设**

	原有产能 (万套)	新增产能 (万套)	增幅	投产期
实木复合门	20	30	150%	2018 年
模压门	80	30	38%	2018 年
定制柜类	0	20.5	—	2019 年

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 29: 江山欧派产能利用率**


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

**图表 30: 江山欧派产销率**


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **牵手知名装备制造企业重塑供应链, 直击行业痛点。**公司与德国 HOMAG、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作, 建立国内行业先进的自动化实木复合门生产线, 构成对公司产能释放的极大助力。公司建立 SCM 供应链系统, 借助信息化管理手段打通从产品设计到销售等各个环节, 强化经营管理和市场反应能力。

**图表 31: 江山欧派信息化管理系统**

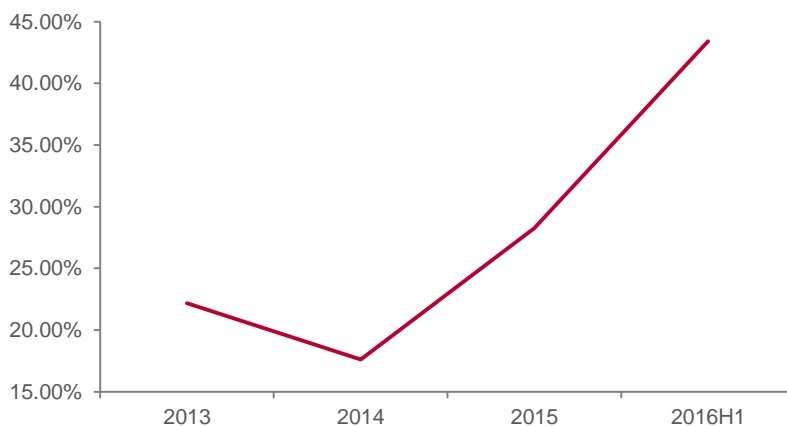


来源：招股说明书、中泰证券研究所

### 绑定地产商，工装业务期待放量

- **工装业务树行业分水岭。**对于木门企业来说，工程渠道收入是主营业务收入的主要来源之一，工程渠道的突出特点是订单额大，对于供应链和交付时间的要求高，且集中化采购趋势明显。大厂的产能富足，交付及时，质量更有保障，规模采购还可以带来议价能力提升，加大供应链优势。对于产能有限的中小企业来说，工程渠道的上述特点天然地构成了产能壁垒。2016 年上半年江山欧派工程渠道的收入已成为公司第一大收入来源，占比 43%。

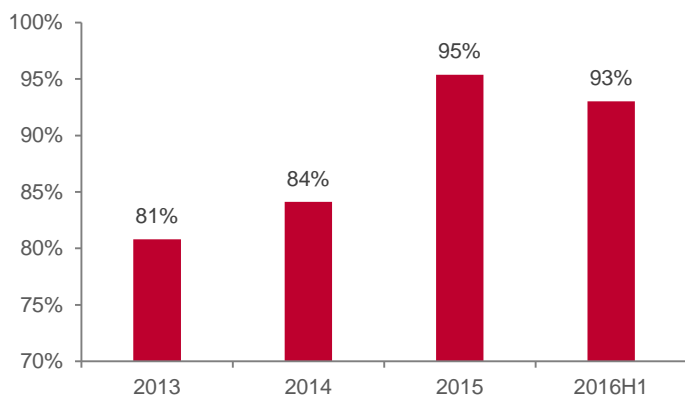
**图表 32：江山欧派工程业务占比**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

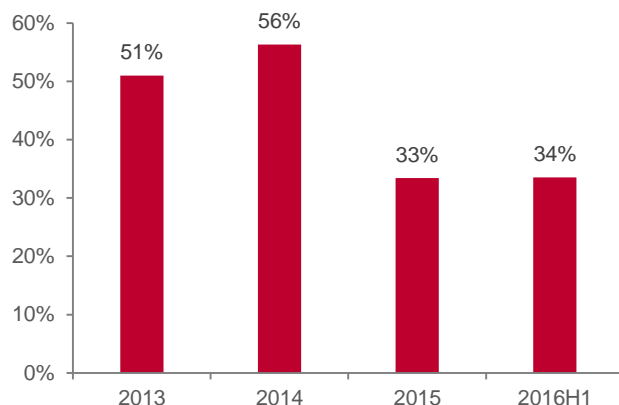
- **深度绑定地产商，业绩增长可期。**2018 年公司获得中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评榜单单子榜单门类 10 强。2013 年-2016 年 H1 地产商收入占工程渠道的 81%/84%/95%/93%。其中恒大地产贡献 4065 万/3644 万/5819 万/4317 万，整体呈现上升趋势。2017 年恒大向公司采购金额为 2.38 亿元，2017-2021 年意向采购金额约 20 亿元，合作更加深入，与恒大地产合作规模提升的基础上收入占比下降，对单一合作方的依赖逐步弱化，地产客户多样化显现。公司与地产商合作业务深度与广度齐升，叠加地产集中度提升以及精装房趋势，公司业绩有望获得可观的增长。

图表 33: 工程渠道中地产商收入占比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 34: 地产商收入中恒大地产占比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

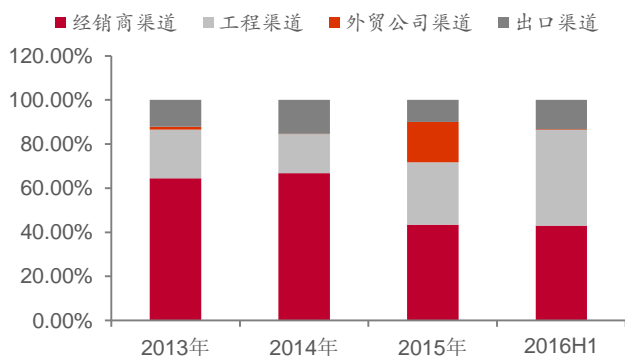
图表 35: 江山欧派合作地产商



来源: 公司官网、中泰证券研究所

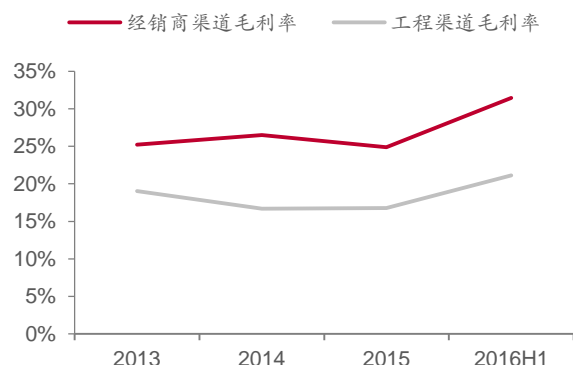
- **工程渠道产品标准化程度高, 利于产能释放。**由于工程渠道产品要求严格, 标准化程度相对较高, 相对于零售渠道, 工程渠道产品可以更充分利用自动化生产线, 降低人工成本, 促进产能释放。因此我们认为, 江山欧派作为业内领先的以工程渠道为主的木门企业, 其产能将得到进一步释放, 加速公司抢占市占率, 提高行业集中度。

图表 36: 江山欧派不同渠道收入占比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 37: 实木复合门不同渠道毛利率对比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **零售渠道稳健发展, 做精作细是主旋律。**截至 2016 年 6 月 30 日, 江山欧派拥有 319 家经销商, 覆盖全国 31 个省市。公司通过分类管理形成

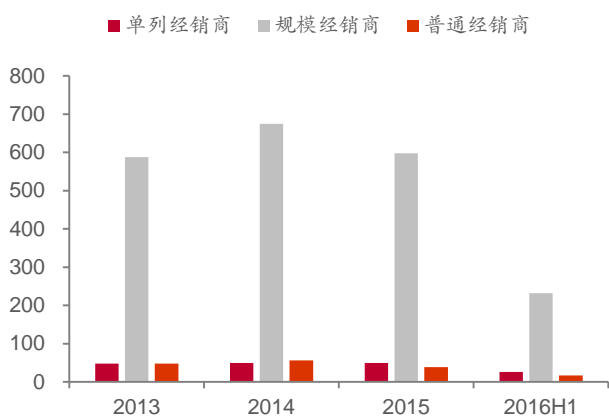
以规模经销商为核心（2016年H1占经销商渠道收入58.50%）的经销商管理体系，提升管理效率和精细化程度，形成对业绩增长的有效保障。2013年-2016年H1公司前十大经销商收入分别为0.99/1.15/1.17/0.53亿元，收入占比分别为34.61%/39.57%/41.70%/38.53%，历年占比基本保持稳定。

**图表 38: 江山欧派经销商分类标准**

	单列经销商	规模经销商	普通经销商
主要区域市场	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
可否发展下级经销商	原则上不可以	可以	原则上不可以
管理效率	高效	高效	一般
终端市场响应速度	快	较快	快
市场投入	成本较高	较低	高
终端市场信息反馈	快且真实	较慢且可能失真	较快且真实
利润来源	经销产品	经销产品+发展下级经销商经营所得	经销产品

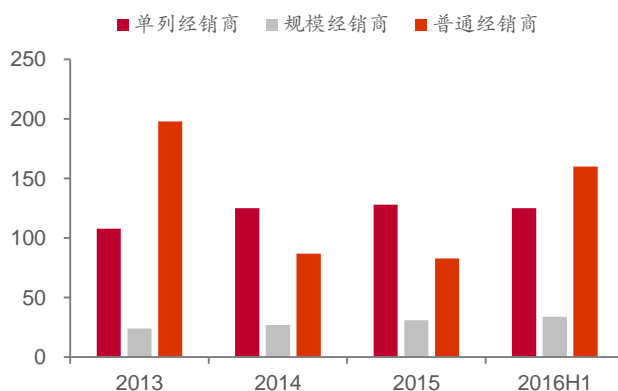
来源：招股说明书、中泰证券研究所

**图表 39: 江山欧派经销商平均收入 (万元/家)**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

**图表 40: 江山欧派经销商数量 (家)**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

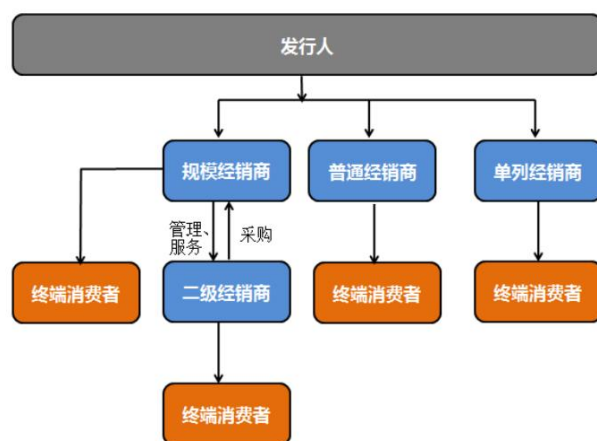


图表 41: 公司前十大经销商稳定

序号	2016H1		2015		2014		2013	
	客户	收入	客户	收入	客户	收入	客户	收入
1	杨正文	931.87	杨正文	2122.41	杨正文	2096.03	杨正文	2545.1
2	舒泽辉	759.17	舒泽辉	1289.51	马志明	1306.42	刘红	1072.4
3	陈荣添	576.08	马志明	1287.8	张子	1144.59	马志明	964.45
4	张子	557.03	张子	1232.02	舒泽辉	1125.77	王家	898.3
5	马志明	490.11	陈荣添	1125.36	杨森	1062.19	覃帮华	862.46
6	刘红	489.14	万国东	1067.17	万国东	1024.76	张兆	806.13
7	覃帮华	413.9	施成雷	999.17	施成雷	1009.31	谢胜	801.57
8	张兆	396.96	覃帮华	877.43	刘红	993.88	郑建新	682.75
9	谢胜	342.06	杨森	868.84	陈荣添	922.12	舒泽辉	669.48
10	杨森	330.91	刘红	838.83	覃帮华	870.56	邢精雷	617.52

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 42: 江山欧派经销商分级管理



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

### 品类延展, 搭乘业绩增长快车

- 木门处于家装流程前端, 大家居入口, 品类延展性强。从家装链条来看, 木门与橱柜处前端环节, 具备良好的引流优势, 将为橱柜和衣柜业务的发展奠定客户基础。

图表 43: 木门位于家装流程前端



来源: 房天下、中泰证券研究所

- 开展定制柜类业务, 引流效应初显。公司计划投产年产 20.5 万定制柜类项目, 预计 2019 年投产, 主要面向 B 端客户。就短期而言, 项目完全达产后预计带来 1.44 亿元年利润; 就中期而言, 公司借此强化对地产商服务, 加深与地产商合作关系; 就长期而言, 公司拓展品牌矩阵, 能够切入全屋定制领域, 分享大家居趋势红利。

## 盈利预测、估值分析和投资建议

### 盈利预测与估值分析

- **核心假设：**公司深度绑定地产商，工装业务成长迅速，柜类业务拓展将增强业绩驱动力。同时，产能端 2018-2020 年 30 万套模压门、30 万套实木复合门以及产值 8.25 亿柜类项目陆续投产，销售端单店收入较高的规模经销商比例逐步提升，江山欧派业绩有望维持可观增长速度。我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 14.00、20.83、25.42 亿元，同比增长 38.61%、48.55%、22.04%，实现归母净利润 1.38、1.83、2.77 亿元，同比增长 33.13%、51.25%、25.27%，对应 EPS 为 2.27、3.43、4.29 元。考虑到江山欧派渠道整合和产能扩张明显，我们给予江山欧派 2018 年 20 倍 PE，对应价格 45.4 元。

**投资建议：**首次覆盖给予“买入”评级

- **投资建议：**公司渠道端整合加速、信息化建设在路上，与恒大等核心地产商建立长期而深入的合作，同时借上市契机实现产能扩张、品类延伸，公司业绩有望实现腾飞。参照 2018 年欧派家居（36.21 倍）、索菲亚（27.17 倍）、好莱客（20.63 倍）、曲美家居（20.70 倍）的估值，我们给予江山欧派 2018 年 20 倍 PE，对应价格 45.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。



求，从而对公司产品销售带来不利影响。

#### 原材料价格大幅上涨风险

- 木门主要原材料分为木材，直接材料成本占比接近70%，若原材料价格大幅上涨将对公司盈利能力造成不利影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。