定制家居产业链数据研究：未来增长前景到底如何？

今天研究的这个赛道，历来都是地产产业链上的明星，然而，2017 年上市之后，其走势一波三折，表现差强人意。受卫生事件影响，2020 年一季度，其营业收入、净利润分别下滑 35.09%、210%。不过，2020 年 3 月至今，其从低点的 62.11 元，上涨至高点的 109.99 元，涨幅超过 63%。



图：股价（单位：元/股）来源：wind

从机构持仓来看，名单也相当豪华，兴全新视野、易方达消费行业、兴全趋势投资混合、富国天惠成长混合 A、兴全合泰混合 A 等等均在列，且兴全新视野、兴全趋势在二季度有所加仓。

序号	基金代码	基金简称	持流通股数量(万股)	持流通股市值(万元)	占流通股(合锁定股)比例(%)	占流通股(合锁定股)比例变动(%)	基金经理	基金公司
1	001511.OF	兴全新视野定期开放混合型发起式	300.85	34,868.55	0.7160	0.3132	董承非	兴证全球基金
2	110022.OF	易方达消费行业股票	274.79	31,848.03	0.6540	-0.0875	萧楠	易方达基金
3	163402.SZ	兴全趋势投资混合(LOF)	241.18	27,952.79	0.5740	0.0775	董承非、童兰	兴证全球基金
4	002001.OF	华夏回报混合A	195.92	22,706.66	0.4663	-0.0194	蔡向阳、林青泽	华夏基金
5	163412.SZ	兴全轻资产混合(LOF)	122.88	14,241.35	0.2924	-	董理	兴证全球基金
6	002021.OF	华夏回报二号混合	83.12	9,633.42	0.1978	-	蔡向阳、林青泽	华夏基金
7	161005.SZ	富国天惠成长混合(LOF)A	80.01	9,273.04	0.1904	-	朱少醒	富国基金
8	002624.OF	广发优企精选混合	77.67	9,001.92	0.1849	0.0054	程琨	广发基金
9	007802.OF	兴全合泰混合A	73.16	8,478.73	0.1741	-	任相栋	兴证全球基金
10	000011.OF	华夏大盘精选混合	71.50	8,287.02	0.1702	-	陈伟彦	华夏基金

图：机构持仓

来源：choice

8 月 27 日，它发布 2020 年半年报，上半年营收、归母净利润分别达到了 49.66 亿元、4.89 亿元。第二季度业绩环比大幅改善，营业收入、净利润环比增加 147%、681.7%。

它，就是定制家居龙头：**欧派家居。**

看到这里，我们必须思考几个问题：

1）定制家居赛道的增长驱动来自哪里，未来的行业空间有多大？

2）这门生意门槛较低，玩家众多，竞争激烈，其背后的经营逻辑和竞争核心究竟是什么？

3）复工复产以来，行业景气度持续回暖，如今它的估值到底在什么区间？ 今天，我们就从本案入手，来研究定制家居行业的产业特征。

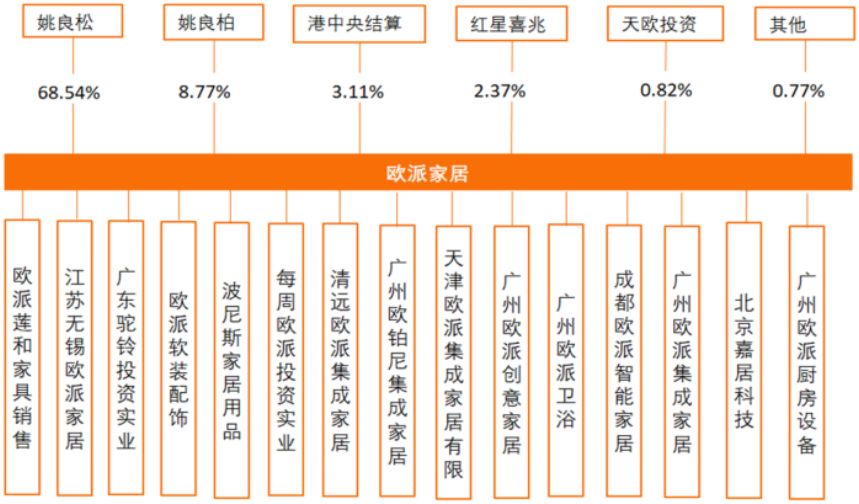
对家居产业，之前我们还研究过金牌、老板、格力、美的、索菲亚、苏泊尔、志邦、帝欧、敏华、飞科、美大、石头……可订阅专业报告库 ，获取之前我们对数十个产业链的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —

龙头，模式

▼

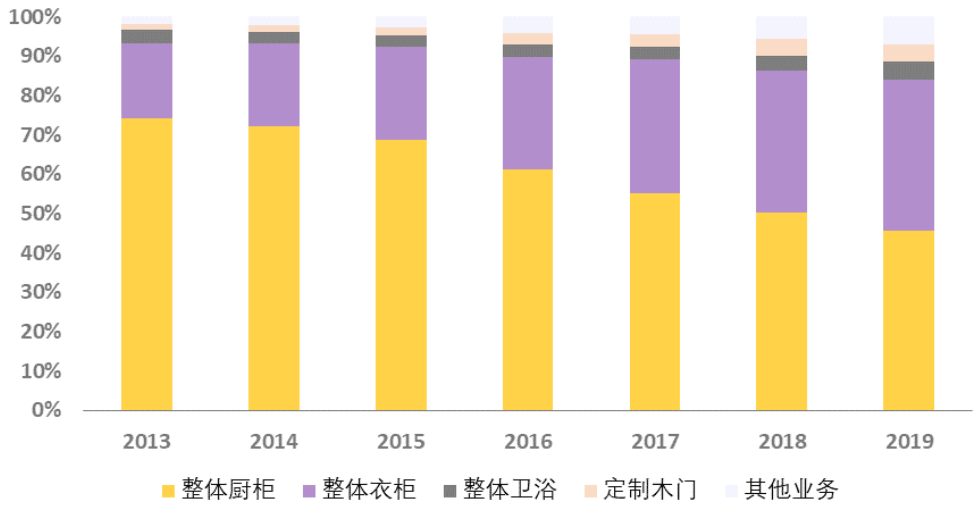
欧派家居，1994 年成立于广州，以整体厨柜发家，随后逐步开展整体卫浴、整体衣柜以及整体木门等业务，并成为定制家居行业龙头。2017 年 3 月于上交所挂牌上市，实控人为姚良松，持股 68.54%。



图：欧派家居股权结构

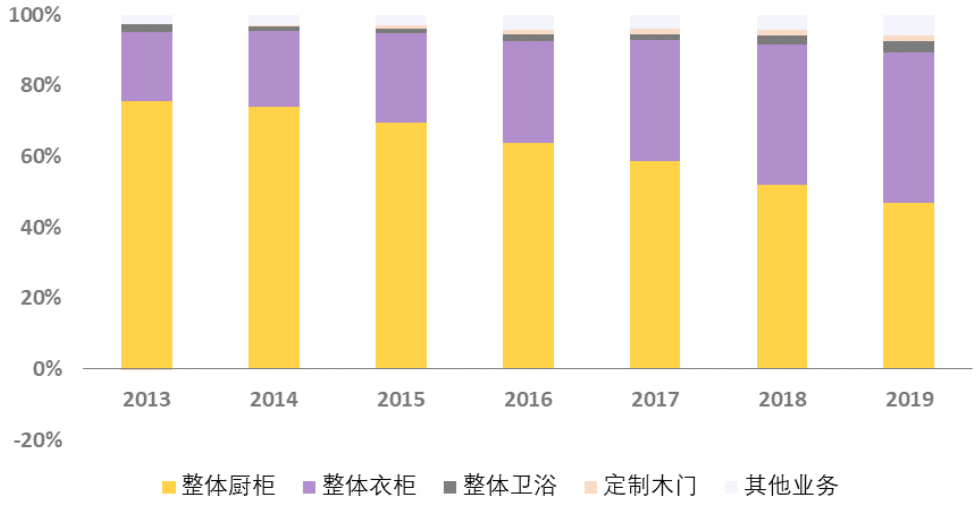
来源：Wind、天风证券研究所

前十大流通股东有红星美凯龙的子公司红星喜兆、港资，以及易方达消费、兴全新视野、兴全趋势投资等知名机构。从收入结构来看，其收入的 45.76%来自整体厨柜，38.18%来自整体衣柜，整体卫浴、定制木门分别占比 4.61%、4.41%，其他占比 7.03%。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究



图：毛利结构（单位：%）

来源：塔坚研究

来看看这门生意的赚钱能力：

2017 年至 2020 年中报，其营业收入分别为 97.1 亿元、115.09 亿元、**135.33 亿元**、49.66 亿元；净利润分别为 12.99 亿元、15.72 亿元、**18.39 亿元**、4.89 亿元；经营活动现金流净额分别为 18.78 亿元、20.18 亿元、**21.56 亿元**、5.6 亿元；毛利率分别为 34.52%、38.38%、**35.84%**、33.43%、；净利率分别为 13.38%、13.66%、**13.59%**、9.85%。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 23.79%，净利润年复合增速为 24.94%，其中，2019 年度营业收入同比增速为 17.59%，净利润同比增速为 18.39 %。

从产业链来看，本案处于家居产业链的中游：

其上游为人造板制造（以中纤板、刨花板为主）、五金配件等原材料，大约占家居产品成本的 76.12%，可获得性高，议价能力较弱。代表企业兔宝宝（毛利率 18.2%）、坚朗五金（毛利率 40.3%）。

中游为家居制造，分为定制家具和成品家具等，其中定制家具代表公司有欧派家居(毛利率 37.6%)，索菲亚(毛利率 30.86%)、金牌厨柜(毛利率 35.84%)，成品家具代表公司顾家家居 (毛利率 32.83%)、敏华控股 (毛利率 34.98%)。

下游为终端销售环节，主要参与者包括经销商、工程代理商、房地产企业（大宗业务）、终端消费者。具有代表性的家具卖场包括美凯龙(毛利率 65.17 %)、居然之家（毛利率 25.37 %）。

2017年至2019年，本案前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为6.45%、8.39%、6.17%；前五大供应商的采购额占当期原材料采购总额的比例分别为11.11%、10.79%、11.34%，客户、供应商均较为分散。

以上产业链和业务模式，形成了如下财报结构：

全产业链中，资产规模较大的是下游家居卖场（如美凯龙），主要是投资性房地产比重较高。

其次是中游家具家具制造龙头（欧派家居、顾家家居），主要资产是厂房设备，得益于"先款后货"的经销模式，资金比较充裕。

上游材料厂商产品同质性高，存货占比较大，坚朗五金应收账款占比高，是因为主营建筑五金，偏建材属性，面对工程类客户话语权偏弱。

产业链	可比公司	总资产	货币资金占比	应收账款占比	存货占比	固定资产及在建工程占比	投资性房地产
上游（原材料、金属等配件）	兔宝宝	37.60	21.12%	3.04%	9.34%	10.36%	0.33%
	大亚圣象	80.04	22.04%	12.89%	26.02%	23.20%	0.00%
	坚朗五金	49.52	13.27%	24.48%	19.06%	14.78%	0.00%
中游（家居制造）	欧派家居	148.14	9.90%	3.33%	5.71%	44.92%	0.00%
	志邦家居	30.95	17.02%	10.92%	6.96%	31.19%	0.00%
	索菲亚	84.84	15.79%	8.18%	3.99%	38.41%	0.00%
	尚品宅配	61.18	24.89%	0.91%	13.31%	27.39%	0.00%
	金牌厨柜	26.76	24.73%	1.42%	9.08%	31.80%	0.00%
	顾家家居	122.60	24.13%	8.25%	10.33%	18.73%	0.00%
下游（渠道）	美凯龙	1,222.94	5.91%	1.48%	0.00% 0.27%	2.64%	69.59%
	居然之家	337.86	12.78%	1.31%	0.60%	11.71%	43.10%

图：资产负债表结构（亿元）

来源：塔坚研究

利润表方面，下游家具卖场收入规模较大，中游定制家具龙头欧派、成品家具龙头顾家收入也破百亿；从盈利质量来看，兔宝宝、金牌厨柜、顾家家居净现均在 1.6 以上（三家厂商对上游压款能力较强，应付账款大幅增长）。本案净现比为 1.17，处于产业链中游水平。

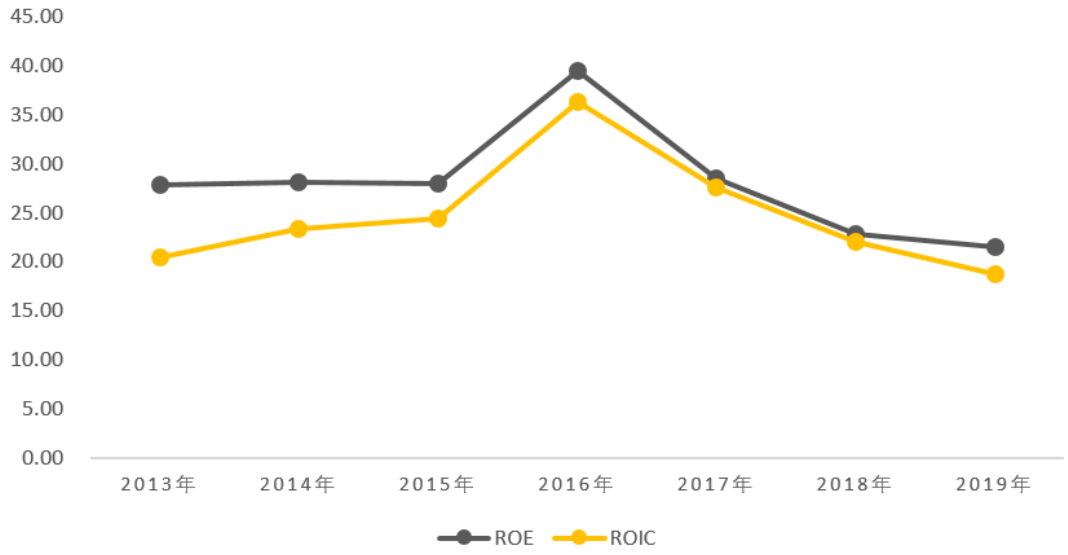
毛利率较高的是家居卖场，主要因为其投资性房地产采用公允价值计量，不计提折旧，其次是中游家具制造厂商。销售费用率较高的是尚品宅配（直营模式占比高）、顾家家居（冠名猫晚）、志邦家居（周杰伦代言），管理费用率较高的是本案欧派家居。

产业链	可比公司	营业收入	净利润	经营活动现金流	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	净利率
上游（原材料、金属等配件）	兔宝宝	46.32	3.92	6.97	17.15%	4.07%	4.25%	0.86%	8.46%
	大亚圣象	72.98	7.37	5.49	36.17%	13.48%	10.39%	0.09%	10.10%
	坚朗五金	52.55	4.39	6.19	39.82%	18.74%	9.91%	0.00%	8.36%
中游（家居制造）	欧派家居	135.33	18.39	21.56	35.84%	9.68%	11.68%	-0.51%	13.59%
	志邦家居	29.62	3.29	3.44	38.53%	15.62%	10.21%	-0.28%	11.12%
	索菲亚	76.86	10.95	13.01	37.33%	9.96%	10.10%	0.33%	14.24%
	尚品宅配	72.61	5.29	6.19	41.57%	27.16%	6.49%	-0.03%	7.28%
	金牌厨柜	21.25	2.42	4.02	35.84%	15.91%	8.77%	-0.12%	11.39%
	顾家家居	110.94	12.20	21.24	34.86%	18.69%	4.42%	0.94%	11.00%
下游（渠道）	美凯龙	164.69	46.86	40.94	65.17%	13.91%	10.87%	13.72%	28.45%
	居然之家	90.85	31.51	25.74	46.76%	8.00%	5.05%	0.63%	34.68%

图：利润表结构（亿元）

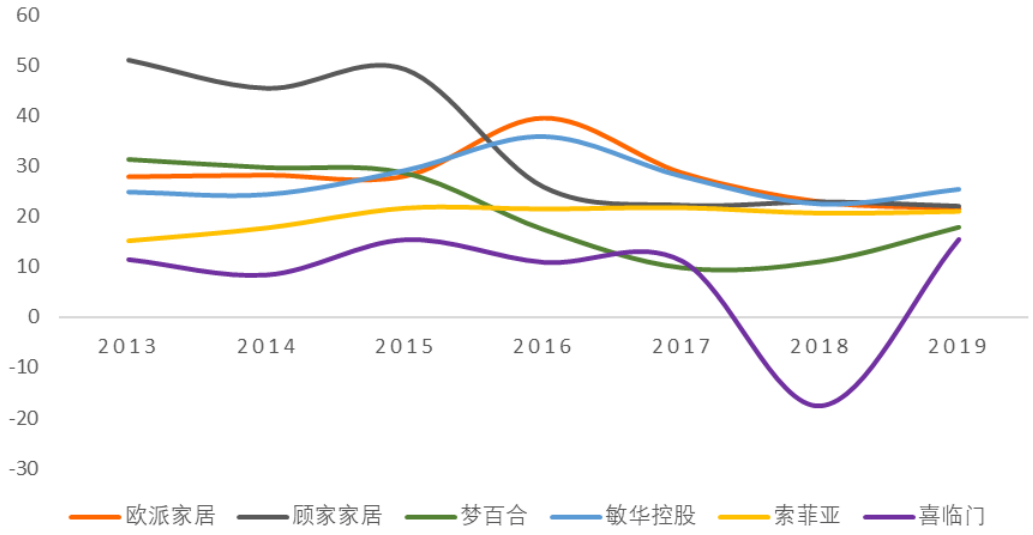
来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



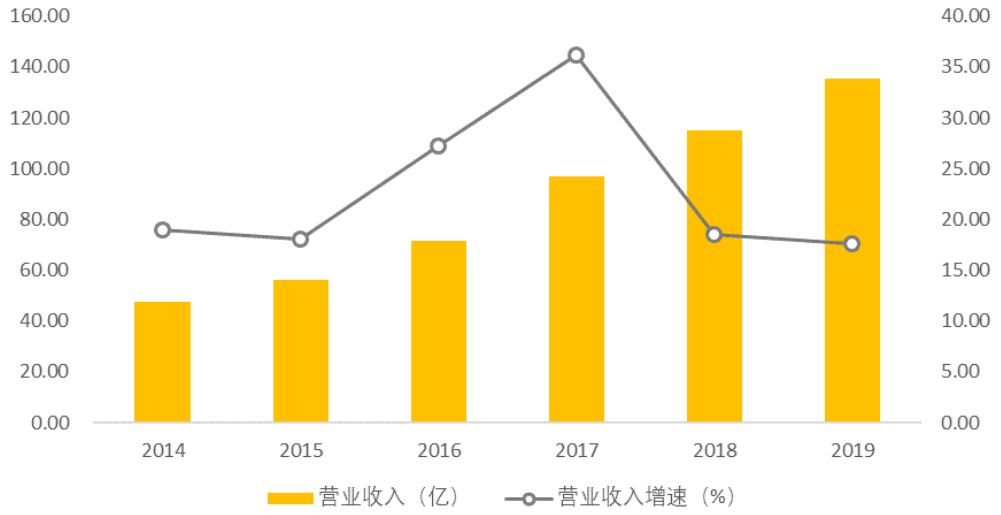
图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



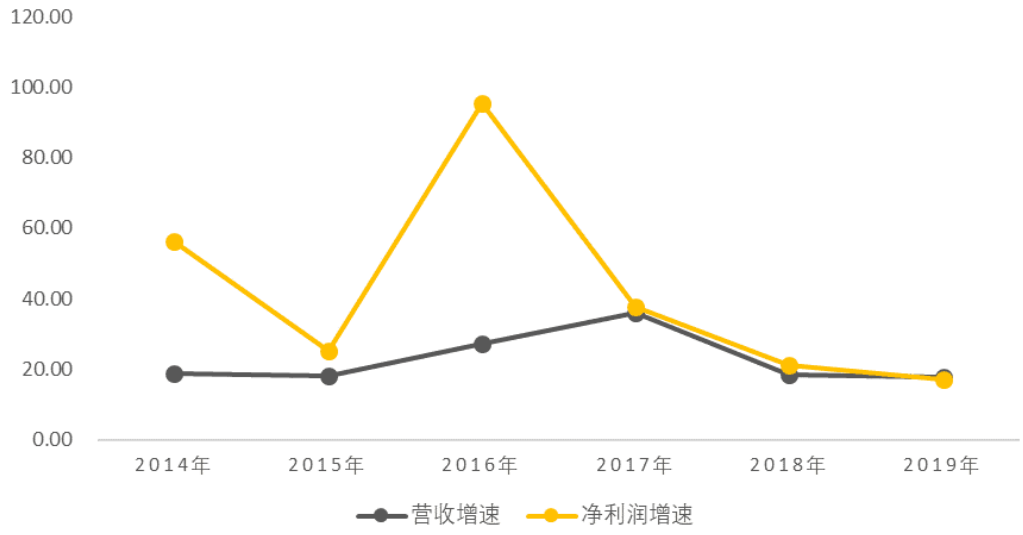
图：同行 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



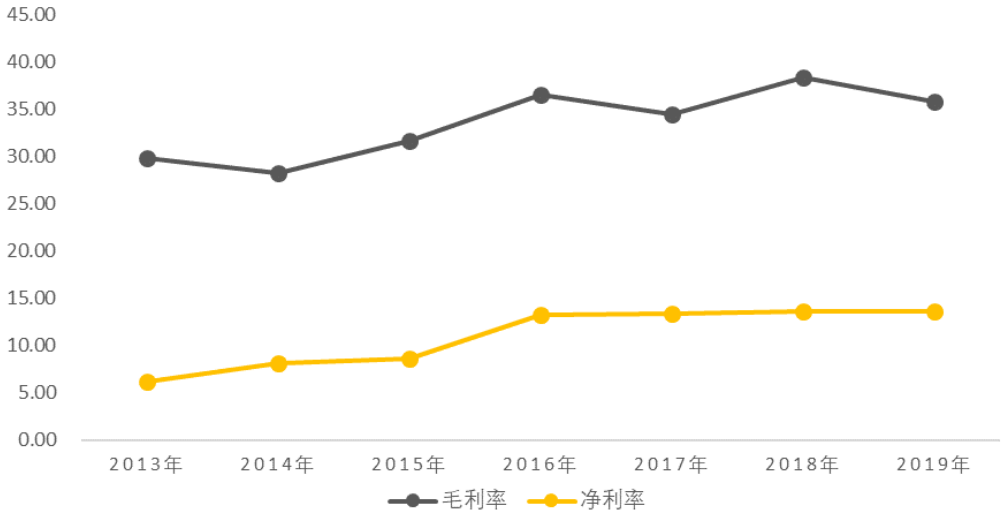
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源:塔坚研究



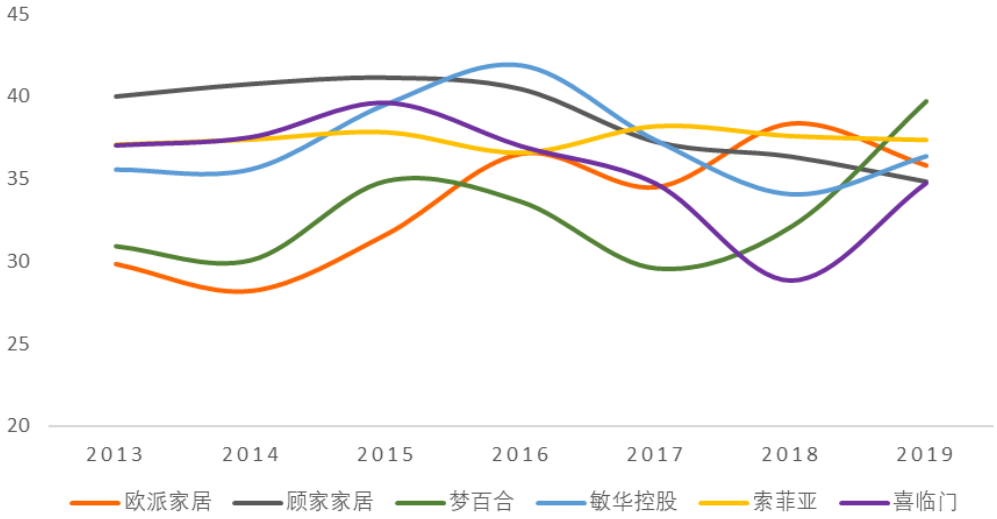
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



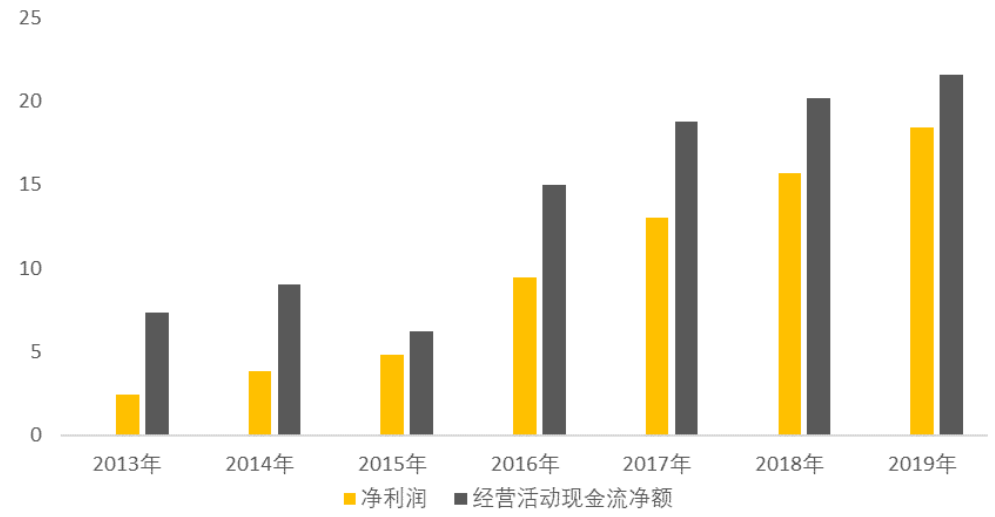
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



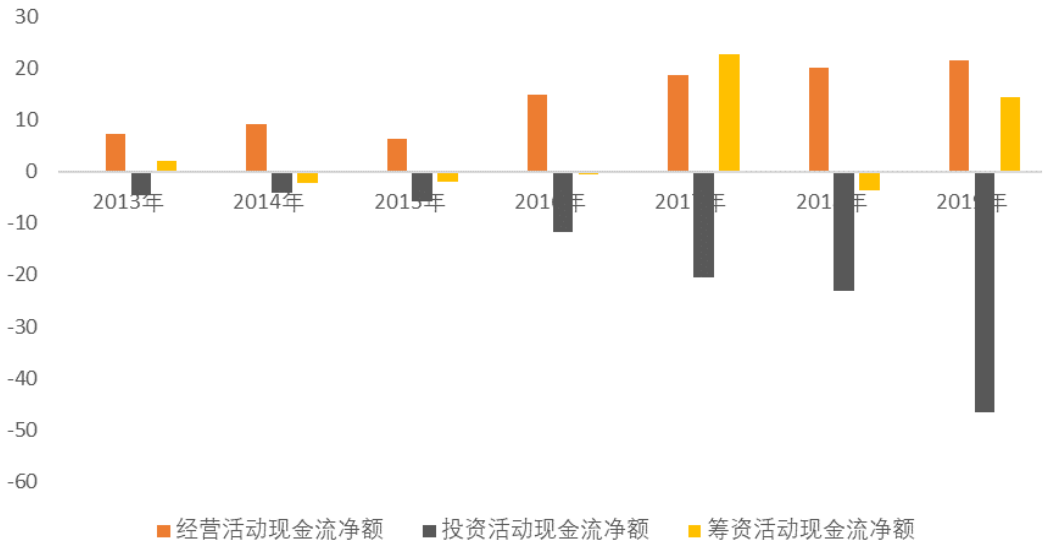
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



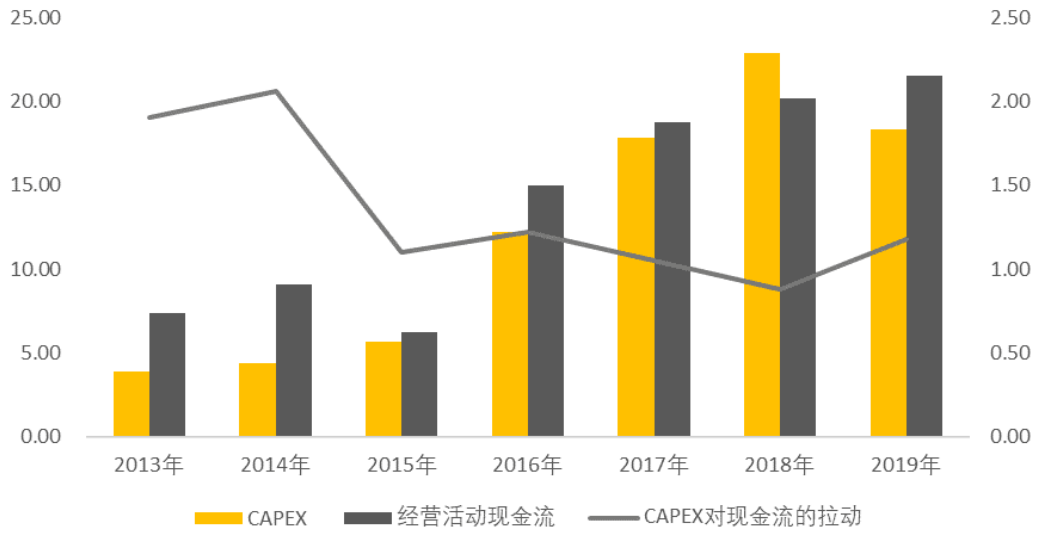
图：净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



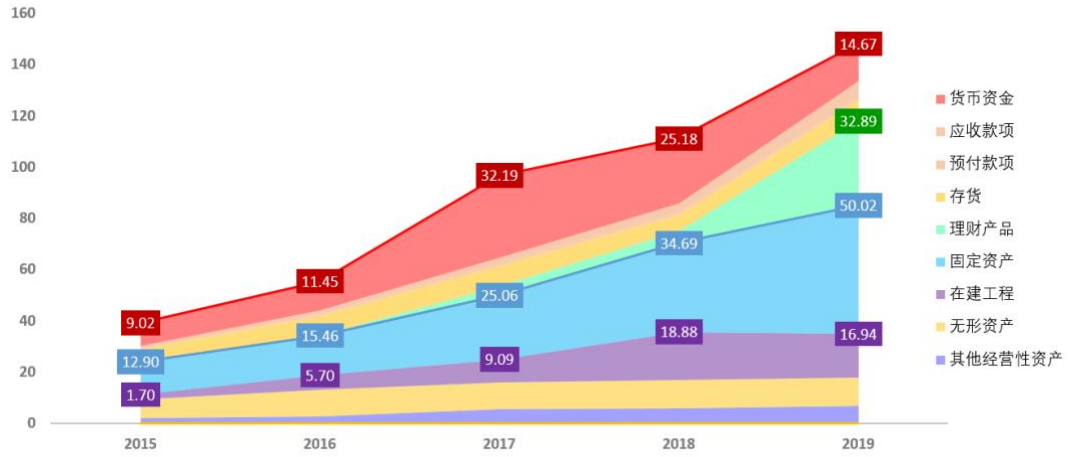
图：现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



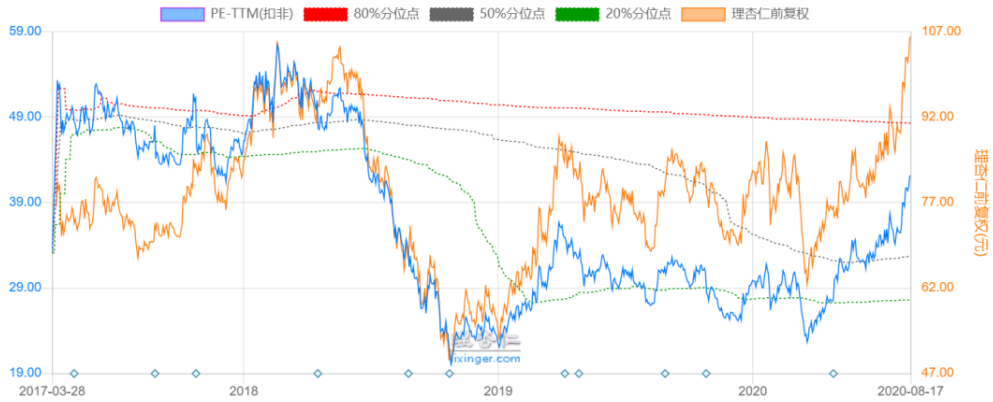
图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



图：资产结构 单位（亿元）

来源：塔坚研究



图：股价与可比乘数（单位：元、倍）

来源：理杏仁

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这个行业做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —

同行业，回报分析

▼

在塔坚的投研体系之下，对任何公司做分析的核心步骤，都始于回报分析。

本案近三年的 ROE 为 28.55%、22.8%、21.49%；ROIC 为 27.58%、22.08%、18.79%；ROA 为 19.95%、17.35%、15.79%，这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

		2017	2018	2019
ROE	欧派家居	28.55	22.80	21.49
	敏华控股	27.92	22.38	25.34
	顾家家居	22.12	22.80	21.94
	梦百合	9.75	10.99	17.84
	索菲亚	21.69	20.62	20.97
	喜临门	11.08	-17.57	15.40
ROIC	欧派家居	27.58	22.08	18.79
	敏华控股	22.89	15.09	15.27
	顾家家居	21.61	18.66	17.07
	梦百合	8.57	8.80	12.31
	索菲亚	18.88	17.02	17.96
	喜临门	8.22	-8.92	10.58
ROA	欧派家居	19.95	17.35	15.79
	敏华控股	22.94	15.88	17.16
	顾家家居	16.90	15.88	14.27
	梦百合	8.84	9.32	13.26
	索菲亚	19.21	16.83	16.84
	喜临门	6.80	-6.22	9.09

图：回报对比（单位：%）

来源：塔坚研究

从历史数据看，同行业厂商中 ROE 较高的是欧派家居、敏华控股，之后是顾家家居，本案 2019 年数据下滑，主要是大宗业务增加、厂房大批完工（生产线尚未安装完毕），导致应收账款、固定资产周转效率降低。

ROA 方面，行业差距缩小，索菲亚上升至龙头梯队（权益乘数较低），其中梦百合、喜临门较低，是因为净利率和资产周转效率较低；喜临门 2018 年为负数，是因为销售费用提高（行业低谷逆势扩张渠道等）、商誉减值（影视子公司业绩不及预期）所致。

其次，从核心指标拆解来看：

净利率——欧派家居、敏华控股、索菲亚较高，在 13%以上，喜临门较低，仅为 8.47%，主要是其销售费用率较高。

总资产周转率——基本稳定在 1%左右。

资产负债率——顾家家居、梦百合、敏华控股由于新建产能，借款增加，导致资产负债率较高。相比顾家家居，本案资产负债率较低，主要是因为经营性应付款项以及借款占比较低。

	销售净利率	总资产周转率	资产负债率
欧派家居	13.59	1.04	35.47
敏华控股	13.72	0.94	45.26
顾家家居	11.00	0.97	48.61
梦百合	10.24	0.96	47.97
索菲亚	14.24	0.94	30.35
喜临门	8.47	0.77	56.80

图：销售净利率、总资产周转率、资产负债率（2019 年）

来源：塔坚研究

接下来，我们将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一下各家的资产情况、收益以及营运效率情况。

		欧派家居	敏华控股	顾家家居	索菲亚	梦百合	喜临门
资产类	货币资金	14.67	18.46	29.58	13.40	8.11	10.48
	固定资产及在建工程	66.54	35.84	22.96	32.59	14.81	16.58
负债类	短期借款	0.53	29.95	2.87	3.13	9.99	15.74
	长期借款	4.06	6.41	4.74	0.30	0.05	1.76
	应付债券	11.96		8.37		1.76	
营运资本	存货	8.46	15.81	12.66	3.39	7.42	11.51
	应收票据及应收账款	6.11	11.06	10.12	10.41	7.91	11.52
	应付票据及应付账款	9.93	8.84	13.09	8.35	5.04	15.35
	预付款项	0.98	1.46	0.55	0.38	0.81	0.79
	预收账款	11.60	2.14	14.92	5.44	0.60	1.39
经营情况	营业收入	135.33	121.44	110.94	76.86	38.32	48.71
	净利润	18.39	14.97	12.20	10.95	3.92	4.12
	经营活动产生的现金流量净额	21.56	24.51	21.24	13.01	1.30	4.98
核心资产情况	单位固定资产带来现金流	0.32	0.68	0.93	0.40	0.09	0.30

图：同行业财务数据对比

来源：塔坚研究

根据以上三张表，我们认为，这个行业的核心资产是固定资产，如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，沙发厂商（顾家家居、敏华控股）更强。

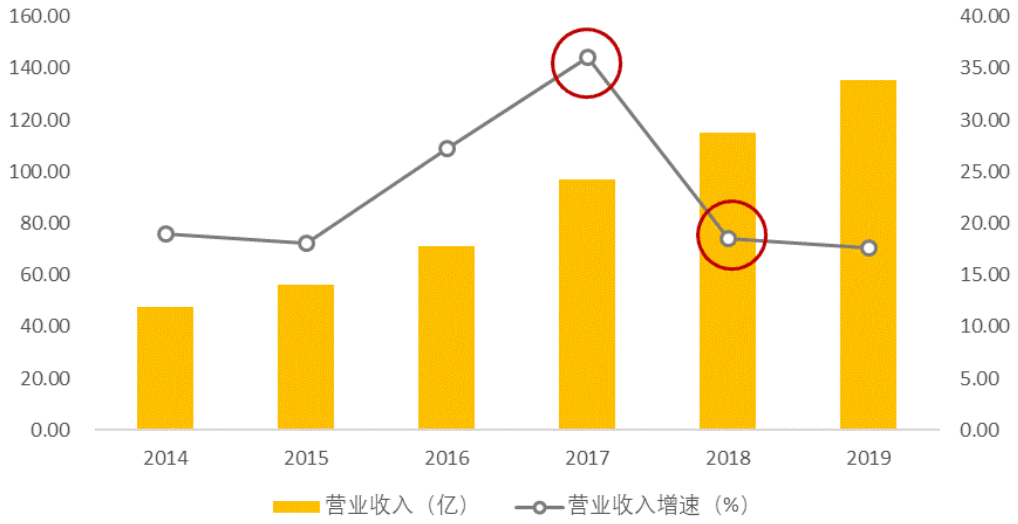
看完回报，行业未来增长逻辑如何？我们继续进行建模分析。

— 03 —

增长，拆解

▼

从历史增速来看，处于后地产产业链，宏观层面受地产周期影响较大，典型如2015 年的低点、2017 年的高点（36.11%），但整体增速基本维持在 18%左右。



图：历史收入情况（右轴折线为同比增速）

来源：塔坚研究

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	18.92	18.02	27.23	36.11	18.53	17.59
敏华控股	9.36	11.75	6.22	29.11	13.04	7.78
顾家家居	20.81	13.74	30.11	39.02	37.61	20.95
喜临门	26.29	30.75	31.39	43.76	32.11	15.68
永艺股份	6.99	18.33	23.44	31.29	30.99	1.63
索菲亚	32.39	35.35	41.75	36.02	18.66	5.13
金牌厨柜	22.21	14.18	40.25	31.22	18.01	24.90
志邦家居	8.27	13.21	32.11	37.38	12.80	21.75

图：同行业厂商收入增速

来源：塔坚研究

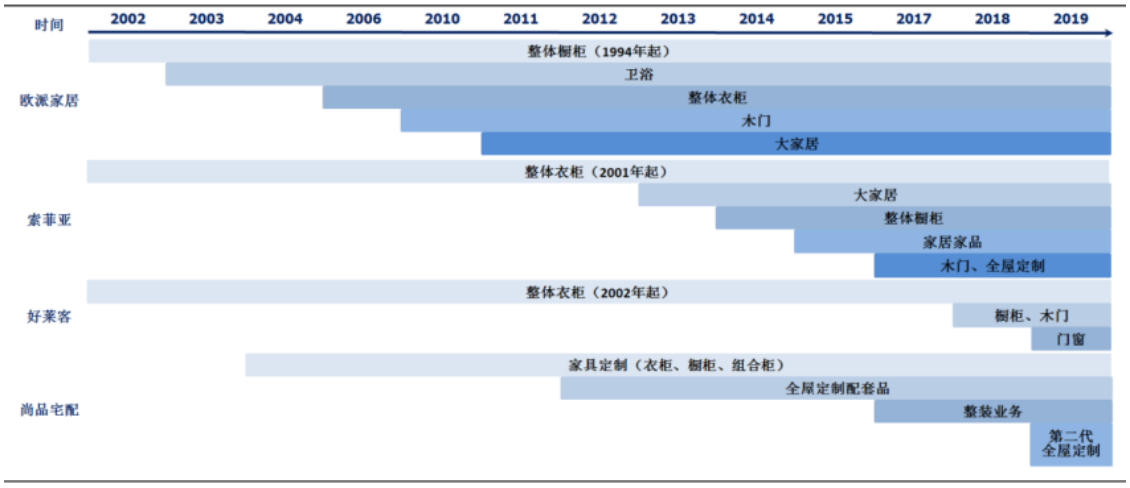
公司层面，增长驱动主要来自以下方面：

1)零售渠道扩张:2017 年新增门店 878 家,达到 5938 家,同比增长 17.35%;

2) 大宗业务发展：收入由 5.72 亿提升至 9.6 亿，为整体收入带来 5.49%的增长;

3) 品类扩张：2017 年衣柜收入增长 12.74 亿元，为整体收入带来 17.86%的增长。2018 年收入增速放缓,主要是因为住宅销售面积下降,地产低景气度回调,

同时 2017 年定制家居行业扎堆上市，行业竞争加剧。随着渠道红利逐渐消失，定制家居行业增长的驱动力看什么？ 本案在行业内率先启动**整装大家居**战略，拓展多品类业务，目前厨柜、衣柜业务占比比较均衡，均在 40%左右，木门和卫浴迅猛发展，未来全品类发展依旧会是本案主攻的方向。



图：定制家居代表企业产品拓展时间线 来源：公司公告、新时代证券研究所

因此，我们不再分品类，直接对整体收入进行预测。不过，由于零售业务和大宗业务在行业长、短期成长逻辑，以及集中度提升逻辑上均有明显不同，此处我们分渠道分别预测增速，其中：

大宗业务收入增速=（1+整体家居大宗业务行业增速）×（1+欧派家居大宗业务市占率增速）-1；

零售业务收入增速=（1+家居零售行业增速）×（1+整体家居渗透率增速）×（1+欧派家居零售业务市占率增速）-1； **上述核心变量，我们挨个分析。**

— 04 —

整体家具，规模

▼

1）家居零售行业增速 我们分别从量、价来看：

销量方面——主要驱动为房屋装修套数（毛坯房装修量+存量房翻新量），具体的测算方法，我们在中国建筑、金牌、志邦的研究中已经做过讨论，详情见专业版报告库，*此处我们直接引用，得到未来 10 年零售销量复合增速为-0.13%（毛坯房装修量减少抵消了存量房翻新量的增长）。*

价格方面——考虑到当前家具制造行业增速放缓，甚至出现负增长（2018 年市场规模同比缩小 19%），行业玩家众多，竞争激烈，价格下行压力较大。不过，消费者品牌意识、环保意识加强，对家居材料提出更加严苛的要求，成本上涨传导至价格端，对价格形成一定支撑。*此处，我们假设未来 5 年家具价格增速为 0%，随后恢复至 CPI 增速 3%。*

2）整体家居，渗透率 根据中信证券的测算，2018 年定制家具出厂口径市场规模约为 2040 亿元，同比增速回落至 7.8%，定制家具渗透率约为 34.60%。 分品类来看：

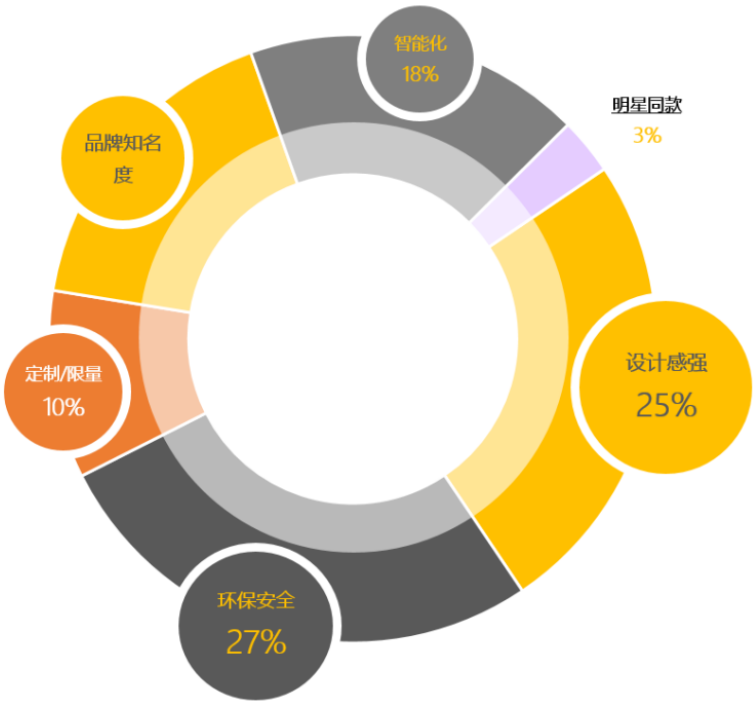
定制厨柜——由于起步较早，渗透率超过 60%，发展较为成熟；

定制衣柜——兴起晚于定制橱柜，渗透率约为 30%以上，仍有发展空间；

其他柜体——包括鞋柜、酒柜等多种家具，渗透率在 10%左右。

与韩国等发达国家定制的高渗透率（60%~70%）相比，国内定制行业渗透率较低，那么，国内的渗透率未来能提升至什么水平？ 我们从两方面看：

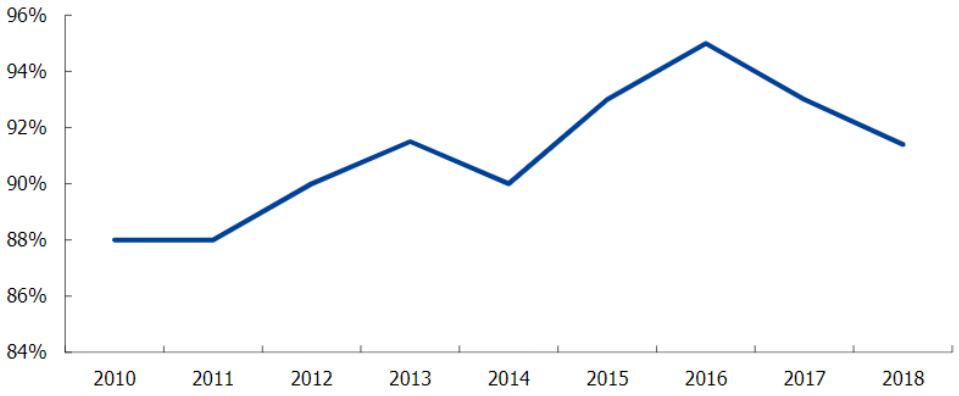
a) **人均可支配收入增加，消费升级** 相较于手工家具，成品家居，定制家居风格统一、款式新颖，能满足房屋整体的个性化设计，具有消费升级趋势。从国内定制厨柜渗透率看，其与人均可支配收入高度相关，二者相关系数为 0.99。 据艾瑞咨询数据，近两年装修或购买家居的人群中，70、80、90 后购买定制家居比例分别为 47.3%、62%、74.7%，80、90 后占比相对较高。在家具产品的选择上，更加注重设计（25%）、环保（27%）、品牌、智能、定制等多因素，参与家居环境的自主设计意识也日益增强。



图：消费者选择家居产品时考虑的要素

来源：太平洋家居网《2019 定制家居用户调查报告》，塔坚研究

b) 空间利用率 房价持续上涨，以一线城市为首的住宅商品房平均面积呈逐渐下降趋势，小户型住宅成为越来越多人的选择。从万科的销售数据看，2010 年至 2018 年，中小户型销售占比由 88%上升至 91%。住房面积下降，对空间利用率的要求会提升，进而推动定制家居需求增加。



图：中小户型住宅销售占比　来源：万科年报，国盛证券研究所

此外，整装（受客户一站式装修需求、家居厂商提升客单价意愿驱动）兴起，对定制家具渗透率提升也具有一定催化作用，因此，我们对定制家具渗透率做出如下假设：*乐观情况下：假设未来 10 年，我国零售渠道定制家具整体渗透率由 34.60%逐步增长到 70%，达到海外成熟市场水平，渗透率增速由 10.23%逐渐降至 5.33%。保守情况下：定制衣柜及其他定制柜类对成品柜体的替代情况不及预期，我国零售渠道定制家居市场规模按照 5%的增速增长，10 年后定制家具渗透率达到 57.1%，则渗透率增速为 5.14%。*

2）大宗业务，精装修 大宗业务市场（精装修渗透率）的驱动主要来自政策、地产商集中度提升，我们在金牌、志邦、帝欧的报告中均做过分析，这里不再赘述（详见专业版报告库）。*此处我们直接引用志邦报告中对工程渠道下**定制厨柜**的*

市场增速的预测数据，并作为定制家居行业整体增速，即未来 10 年复合增长率为 11.26%。 **研究至此，市场规模的预测完毕。接下来我们来看市占率。此处，我们合并分析本案零售业务、大宗业务的竞争逻辑，并总结一下，两个渠道分别看重哪些核心竞争力。**

— 05 —

竞争力，市占率

2019 年，零售业务市场、大宗业务市场的定制家居 CR3 分别为 14.08%、11.68%，集中度均处于较低水平。本案作为龙头，零售业务、大宗业务市占率分别为 6.31%、6.75%。那么，定制家居领域集中度能否提升，其背后的逻辑是什么？未来本案市占率又能达到什么水平？

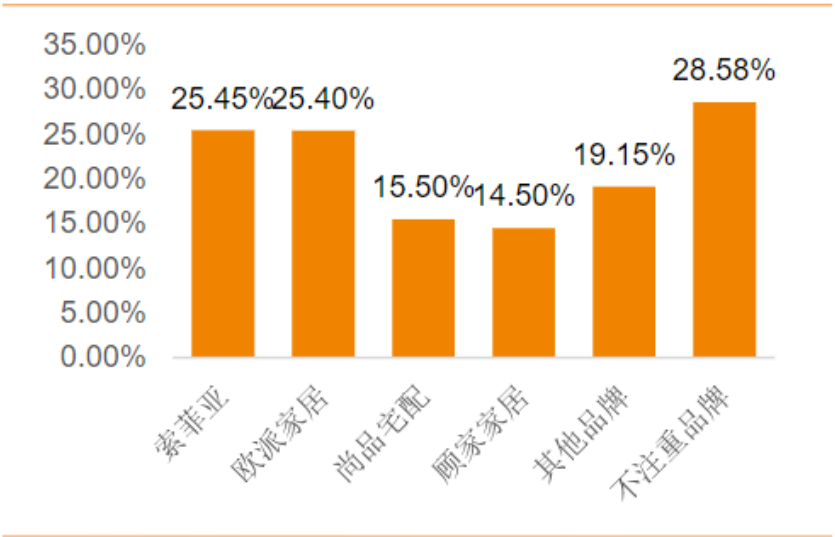
我们从品牌、渠道、资金及产能、产品四个方面分别来看：

1)品牌 本案下设“欧派”、“欧铂丽”（大家居）、“欧铂尼”（木门）三大核心品牌，欧派与欧铂尼定位中高端，欧铂丽主打年轻时尚、高质低价理念。**我们先通过搜索指数对品牌曝光度做一个大致判断：** 零售市场龙头梯队玩家尚品宅配、索菲亚、欧派曝光度较高，搜索指数分别为 2456、2117、2060，志邦家居、金牌厨柜搜索指数偏低。剔除部分干扰项（尚品宅配股价突破新高、“索菲亚大教堂”、脱“欧派”等），曝光度高点一般与促销活动、新品发售相关。



图：定制家具品牌百度搜索指数　来源：百度指数，塔坚研究

天风证券的问卷调查数据，与百度搜索指数的曝光情况大体一致，品牌普及度较高的是索菲亚、欧派家居和尚品宅配。

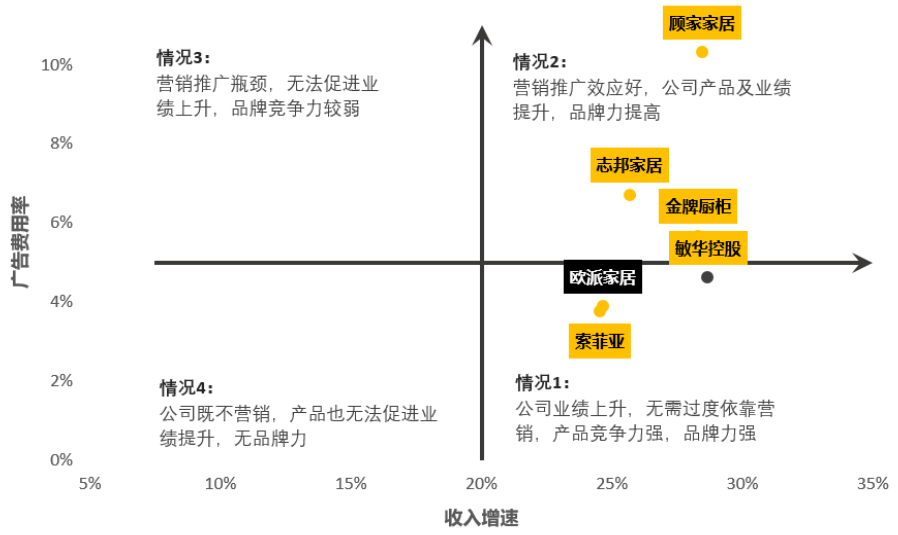


图：天风证券 2019 春节问卷调查　来源：天风证券研究所

从品牌价值方面来看： 2019 年中国品牌价值 500 强企业中，定制家居企业上榜 5 名，其中，欧派以 363.57 亿元的品牌价值位列龙头，索菲亚 265.12 亿元、尚品宅配 252.16 亿元、好莱客 129.19 亿元、金牌厨柜 104.53 亿元 。

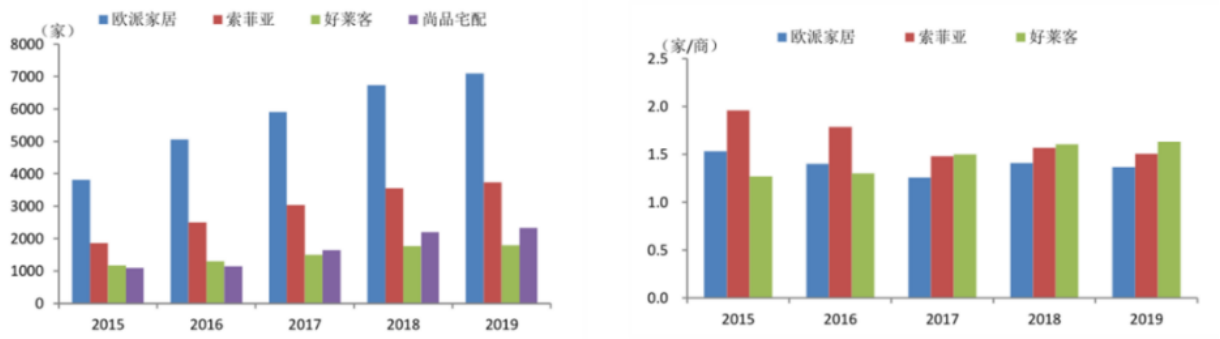
此外，通过品牌四象限分析： 广告效用方面，本案作为定制厨柜龙头，与功能沙

发龙头敏华控股以及定制衣柜龙头索菲亚的广告费用率保持较低水平，单位广告投入带来的收入增长更多，品牌成熟，位于第四象限。 顾家家居（冠名猫晚）、志邦家居（周杰伦代言）广告投入维持高位，品牌处于上升期，位于第一象限。



图：品牌四象限　　来源：塔坚研究

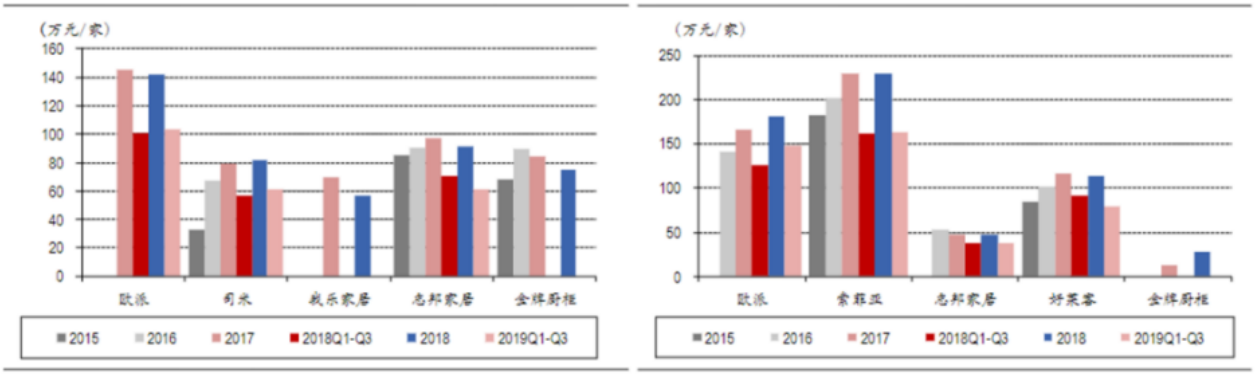
2）渠道 从门店数量上看，2019 年本案新增门店 354 家，总数达到 7062 家，占据绝对优势，约为定制衣柜龙头索菲亚的两倍，主要是其通过树根理论，积极培育优质经销商。 从经销商实力来看，2019 年本案欧派家居、索菲亚与好莱客的经销商均开店量分别为 1.36、1.5、1.63，衣柜厂商索菲亚、好莱客的经销商均开店数更高，纵向来看，随着基数增加以及渠道下沉，经销商平均开店数将有所下降[1]。



图：经销商门店数量（左）、经销商平均开店数量（右）

来源：公司公告、新时代证券研究所

从单店提货额来看，衣柜业务单店提货额整体高于厨柜业务，其中，厨柜业务单店提货额欧派大幅领先，不过近年来差距正在缩小，主要与渠道下沉有关；衣柜单店提货额索菲亚较高。

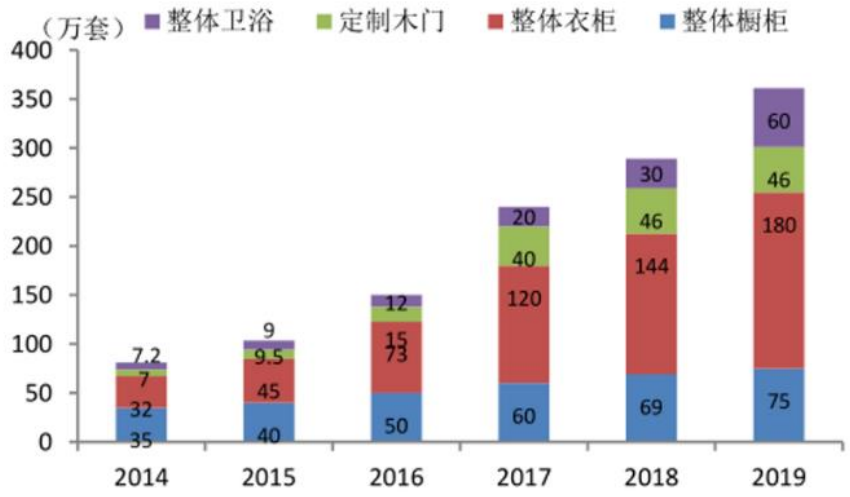


图：厨柜业务单店提货额情况（左）、衣柜业务单店提货额情况（右）

来源：公司公告、中银国际证券

此外，本案 2013 年与红星美凯龙签署战略合作协议，在卖场渠道发力，后者通过其子公司红星喜兆参股欧派，截至 2019 年末持有本案 2.37%的股份，为第四大股东，有利于本案在家居卖场中获得优势展位。

3) 资金及产能 本案 IPO 募集资金 19.9 亿元，其中 16.6 亿用于产能建设。拉长时间区间，从 2014 年至 2019 年，本案定制家具各品类产能合计数由 81.20 万套增长至 361 万套。 此外，在产能扩张如此迅猛的同时，本案产能利用率均值还能保持在 90%以上。



图：欧派家居定制家具产能　来源：公司公告，新时代证券研究所

对比同行业厂商，厨柜柜产能规模方面，欧派家居>志邦家居>金牌厨柜>皮阿诺>我乐家居，衣柜产能方面，我们推测索菲亚>欧派家居 > 尚品宅配 > 好莱客。 此处，工程渠道市占率的提升，除了上述因素，还得益于下游地产商集中度的上升，此前我们在金牌、帝欧等报告中有过分析，此处不再赘述。(详见专业版报告库)。

整体看下来，本案作为定制家居龙头，在品牌、渠道、产能、资金等方面具有一定先发优势，定制家居行业集中度提升的确定性较高。而分渠道来看，大宗业务渠道集中度上升，本质上依靠的是下游高集中度拉动，竞争力方面更看重产能、

成本、资金；零售渠道集中度上升，则更看重厂商的品牌和渠道建设。

市场分类	品牌建设	经销渠道	产能建设及生产效率	资金	下游集中度拉动
零售业务	√	√	√		
大宗业务	√		√	√	√

图：定制家具不同渠道下护城河分析　来源：塔坚研究

考虑到市占率是影响估值的关键因素，此处我们设置情景假设：

1）零售业务市占率 A.乐观情况下：定制厨柜行业大鱼吃小鱼，集中度提升，预测期 CR3 逐步达到 26%，与美国 2018 年水平（不区分渠道）相当；假设 CR3 格局不变，则本案零售渠道远期市占率逐步提升至 12.35%，市占率增速由 9.59% 逐渐减少至 5.15%。 B.保守情况下：整装模式加速崛起，该模式突出整体设计装饰属性，弱化制造品牌，定制家居厂商客流量可能被拦截，市占率提升速度不及预期，假设预测期市占率保持 2019 年水平。

2）工程渠道市占率 根据我们在家居产业链中的梳理，工程渠道下厨电行业集中度高，CR3 约为 80%，之后是卫浴、瓷砖、工程涂料、地板、木门，厨柜等。厨电集中度高，主要是高端品牌优势明显。

未来定制家居行业仍有较大上升空间，但由于参与者众多，品类众多，品牌分散，预计很难达到厨电行业的集中度水平。 基于此，我们做出如下假设： 本案与下游头部地产商绑定加强，并且与腰部厂商的合作进展顺利，假设未来本案工程渠道下市占率，逐步达到目前地板龙头大亚圣象的水平，为 22%（接近韩国定制

家居龙头汉森的整体市占率），则未来 10 年市占率复合增速为 12.54%。

— 06 —

逻辑，印证

综合以上数据，计算出，近三年的收入增速分别为 *13.29%、22.50%、19.14%*。

这里，我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其历史平均分红率约为 22.95%，近三年平均 ROE 约为 24.28%，通过计算，得到内生增速为 18.71%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 21 家机构在 2020 年-2022 年的预测，营业收入增速为 9.6%，未来 2 年收入复合增速 13.65%；利润增速为 8.81%，未来 2 年复合利润增速为 13.86%,分析师一致预测目标价为 102.27 元。其中：

光大证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 4.1%、15.36%、12.34%，品类方面，衣柜在二季度仅新开 10 家店的情况下，实现了 18%的增长，衣柜仍然是驱动欧派家居增长的重要品类；渠道方面，整装业务逆势增长，工程业务稳健成长，全渠道布局可期。

新时代证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 12.3%、17.5%、15.5%，欧派家居是定制家具行业标杆，引领大家居革命。在产品、生产、渠道方面具有

先发优势；精装红利释放，工程渠道持续发力客户拓展与市场下沉，提升市场份额；消费升级背景下，预计整装大家居新模式中长期内加速落地扩容。

大平洋证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 7.85%、16.59%、16.04%，大宗继续迎来集中履约期，整装开店加速，橱柜零售承压，但通过价格带拓展和产品升级提升，衣柜零售延展性强，预期整体稳健增长。成本端，卫生事件后规模效应释放，叠加信息化转型和标准化制造，毛利率可显著改善。

整体来看，我们预测的增速略高于其他机构预测，差异原因在于，拆分渠道预测后，我们认为政策驱动下，精装修渗透率提升，短期内对行业规模、集中度均有较大幅度拉升。**至此，收入层面已经分析完毕，接下来，还剩利润表、资本支出、营运资本等项目假设。**

— 07 —



其他假设

▼

对于利润表、资本支出计划、营运资本的数据和逻辑，详见专业报告库中的 Excel 建模表，在此我们简要列出几张对比表，供参考：

毛利率同行业对比——

可比公司	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	31.65	36.55	34.52	38.38	35.84
索菲亚	37.80	36.57	38.17	37.57	37.33
敏华控股	39.52	41.88	37.33	34.08	36.38
顾家家居	41.13	40.44	37.26	36.37	34.86
喜临门	39.61	36.98	34.70	28.84	34.75
永艺股份	20.21	21.10	18.76	15.64	19.98
金牌厨柜	41.20	38.11	39.14	39.00	35.84
志邦家居	37.74	36.80	34.90	35.96	38.53
梦百合	34.86	33.60	29.54	32.08	39.72

营运资本同行业对比——

		2015	2016	2017	2018	2019
应收账款占收入比重	欧派家居	1.40%	1.92%	2.21%	3.20%	4.51%
	索菲亚	2.26%	2.76%	3.63%	8.15%	13.54%
	志邦家居	10.79%	12.91%	14.72%	10.24%	15.46%
	永艺股份	11.95%	13.84%	12.44%	15.59%	16.21%
	梦百合	12.98%	12.59%	16.65%	18.62%	20.65%
	金牌厨柜	1.03%	0.74%	1.43%	1.60%	4.40%
	顾家家居	5.94%	7.11%	6.42%	10.16%	9.12%
	喜临门	32.02%	32.21%	33.17%	29.14%	23.65%
存货周转率	欧派家居	9.10	7.32	8.24	9.91	11.65
	索菲亚	11.71	12.34	13.72	15.48	15.01
	志邦家居	9.61	8.23	8.79	9.87	9.85
	永艺股份	8.80	9.33	8.10	8.26	7.14
	梦百合	5.11	5.65	5.99	5.97	4.16
	金牌厨柜	4.47	5.97	6.90	6.84	6.64
	顾家家居	4.47	5.06	5.36	5.72	5.95
	喜临门	3.84	3.32	3.19	3.50	3.06

— 08 —

建模，到底如何操作？

▼

在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

……

以上为本报告部分内容

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力

资产负债表 Balance Sheet

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	**621.1**	**597.0**	**568.3**	**517.5**	**452.1**	**381.1**	**346.8**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	**1,703.7**	**1,638.8**	**1,528.1**	**1,333.4**	**1,145.6**	**1,005.2**	**908.5**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	**1,285.3**	**1,355.2**	**1,426.8**	**1,470.4**	**1,545.3**	**1,612.0**	**1,686.8**	**1,763.7**	**1,835.5**	**1,908.1**	**1,981.4**	**2,055.5**	**2,130.4**
负债和股东权益总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
平衡吗？	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**

并购优塾

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视												
现金流量表 Cash Flow Statement												
（单位为百万元人民币，特殊说明除外）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
（投资收益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（非经常性或非经营性损益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】	资产减少，现金流入			-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				**8,720**	**12,802**	**16,855**	**20,163**	**23,624**	**27,254**	**30,901**	**34,381**	**37,485**	**40,000**
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（固定资产购建）				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
（无形资产购置）				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
（新增长期待摊费用）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				**-3,938**	**-4,651**	**-5,367**	**-6,137**	**-6,929**	**-7,005**	**-6,880**	**-6,529**	**-5,945**	**-5,139**
融资活动现金流													
（偿还期初融资缺口）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（财务费用）				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
（归属于母公司股东的分红）	（表示负）			-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
（归属于少数股东的分红）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				**-8,700**	**-3,711**	**-5,396**	**-7,317**	**-8,588**	**-10,284**	**-12,053**	**-13,836**	**-15,537**	**-17,045**
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,776	4,776	4,776
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
期末货币资金				**22,633**	**27,073**	**33,166**	**39,875**	**47,983**	**57,948**	**69,917**	**83,932**	**99,936**	**117,752**

并购优塾

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1）在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2）综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3）本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4）经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

— 15 —

除了这个案例，

你还必须学习这些……

▼

这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用 10 年时间，研究 10000 家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

【参考资料，特此鸣谢】

【1】新时代证券：多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强，2020-5-22