敏华控股财务建模　功能沙发制造赛道如何?

今天我们要研究的这个赛道，2019 年以来，除卫生事件期间短暂调整，其价值回归趋势明显。行业里的某龙头，从 4 月至今，短短 4 个月时间，其从低点 4.1 元，一路暴涨至 10 元，涨幅达到 143%。



但是，时间往前追溯，2017 年 6 月其被做空机构浑水大举做空，当天跳水 10%，随后一蹶不振，从高位的 8.3 港元/股，跌至低位的 2.6 港元，跌幅高达 66%。

回想当时，浑水做空之后，我们曾对其做过一次深入研究，并且明确

提出不认可其做空报告的逻辑。时隔整整两年，价值回归的逻辑，终于还是来了。一晃眼，已经两年时间，真是感慨。



图：股价（单位：港元/股） 来源：Wind

它就是：功能沙发制造商，**敏华控股**。其功能沙发国内市场市占率高达 50.1%，是不折不扣的龙头。此外，美国市场市占率 10.8%，仅次于乐至宝。

2020 财年（财务报表日 2020/3/31），其实现收入 123.34 亿港元，净利润 16.38 亿港元，分别增长 7.8%、20%。毛利率同比上升 2.3 个百分点至 36.38%，净利率同比上升 1.5 个百分点至 13.72%。

可以看到，卫生事件催生的“宅经济”，反倒让人们更加注重家居舒适度，快速提升功能沙发的市场认知度和渗透率。618 活动期间，其旗下芝华仕品牌全网总成交价超 4.5 亿元，同比增长 73.5%。

对这个行业，有几个值得我们思考的问题：

1) 功能沙发这个赛道到底有什么优势，渗透率提升的逻辑是什么？

2) 本案近年来市场份额快速上升，然而收入增长却有所减缓，行业龙头护城河究竟够不够宽？

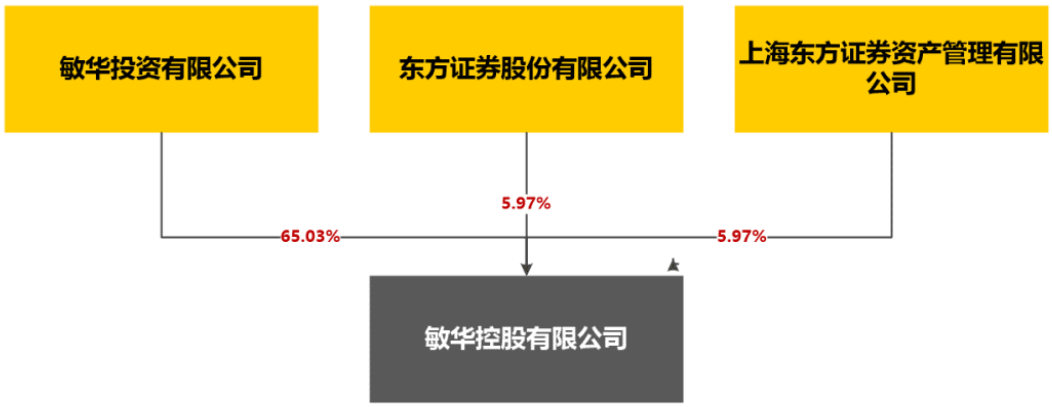
3) 复工复产以来，行业景气度持续回暖，如今它的估值到底在什么区间？到底是贵了，还是便宜了？ 今天，我们就从本案入手，来研究功能沙发行业的产业特征，以及建模逻辑。

— 01 —

龙头，模式

▼

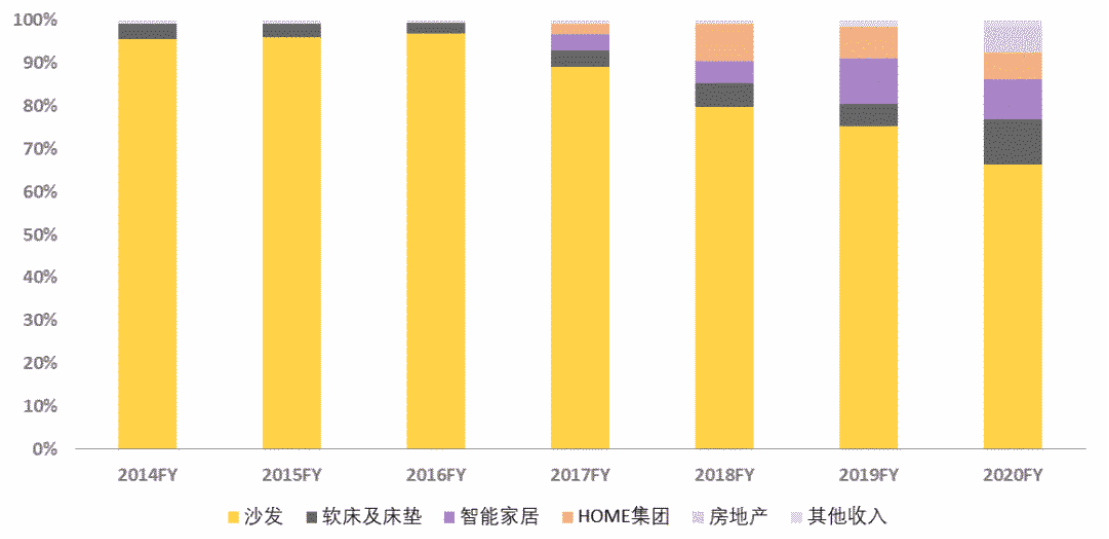
敏华控股，为功能沙发领域龙头，成立于 2004 年，先后在新加坡和中国港股上市，控股股东为敏华投资，持股 65.03%，实际控制人为黄敏利及其妻子徐慧卿。



图：股权结构

来源：塔坚研究

从收入结构来看，其收入的 66.35%来自沙发及配套产品，10.60%来自软床及床垫，其他业务占比 23.05%，主要包括功能沙发铁架、房地产、欧洲 HOME 集团（沙发）等。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

来看看这门生意的赚钱能力：

2018 财年至 2020 财年，其营业收入分别为 101.24 亿港元、114.44 亿港元、**123.34 亿**港元；净利润分别为 15.36 亿港元、13.64 亿港元、**16.38 亿港元**；经营活动现金流净额分别为 14.62 亿港元、11.29 亿港元、**26.82 亿港元**；毛利率分别为 37.33%、34.08%、36.38%；净利率分别为 15.35%、12.27%、13.72%。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 16.30%，净利润年复合增速为-2.22%，其中，2019 年度营业收入同比增速为 7.87%，净利润同比增速为 20.11%。

从产业链来看，本案处于家居产业链的中游，其中：

上游——主要包括皮革、木材、海绵、铁架等原材料生产厂商，由于原材料供应充分，可获得性强，其下游议价能力较强。代表企业兴业科技（毛利率 11.21%）、万华化学（毛利率 20.09%）、礼恩派（22.11%）等。

下游——国内主要是终端消费者、经销商渠道，以及家居卖场；境外客户主要是家居零售商；家居卖场代表企业包括美凯龙（毛利率 65.17%）、居然之家（毛利率 25.37%）。

中游——家具制造，分为成品家具和定制家具，其中成品家具代表公司有本案敏华控股（毛利率 36.38%）、顾家家居（毛利率 34.86%）、喜临门（床垫，毛利率 34.75%）、梦百合（床垫，39.72%）；定制家具代表公司有欧派家居（毛利率 35.84%），索菲亚（毛利率 37.33%）。

2018 财年至 2020 财年，本案前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 20.2%、14.01%、12.54%；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 16.1%、16.96%、20.70%，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，主要是投资性房地产比重较高；上游的万华化学属于重资产模式，固定资产、在建工程占比较高。

中游家具制造商应收账款、存货（床垫厂商较高，主要是因为床垫规格差异较小，库存量大）、固定资产（定制家具厂商较高）占比较高。

本案近年来收购欧洲沙发品牌 Home 集团、越南沙发工厂，积极进行全球产能布局，固定资产占比较高。此外，本案 2019 财年支

出 13.38 亿元，收购深圳前海土地，用于建设办公楼，导致无形资产较多，占比 18.50%。

产业链	可比公司	总资产	货币资金	应收票据及应收账款	存货	固定资产及在建工程	投资性房地产
上游（原材料）	兴业科技	29.75	43.28%	7.01%	17.32%	17.64%	0.37%
	万华化学	968.65	4.71%	4.58%	8.86%	61.98%	0.00%
中游（家具制造）	敏华控股	120.73	15.29%	9.16%	13.10%	0.00% 29.69%	0.00%
	顾家家居	122.60	24.13%	8.25%	10.33%	18.73%	0.00%
	喜临门	66.58	15.74%	17.31%	17.29%	24.90%	0.00%
	索菲亚	84.84	15.79%	12.27%	3.99%	38.41%	0.00%
	梦百合	46.20	17.55%	17.12%	16.06%	32.06%	0.76%
	欧派家居	148.14	9.90%	4.12%	5.71%	44.92%	0.00%
下游（家居卖场）	美凯龙	1,222.94	5.91%	1.48%	0.27%	0.00% 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，上游万华化学、下游美凯龙收入规模较大；从盈利质量来看，万华化学净现比达到 2 以上，本案净现比为 1.74，处于较高水平。

毛利率较高的是家居卖场，主要是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。销售费用率较高的顾家家居（冠名天猫晚会导致广告宣传费较高），管理费用率较高的是定制家具厂商。

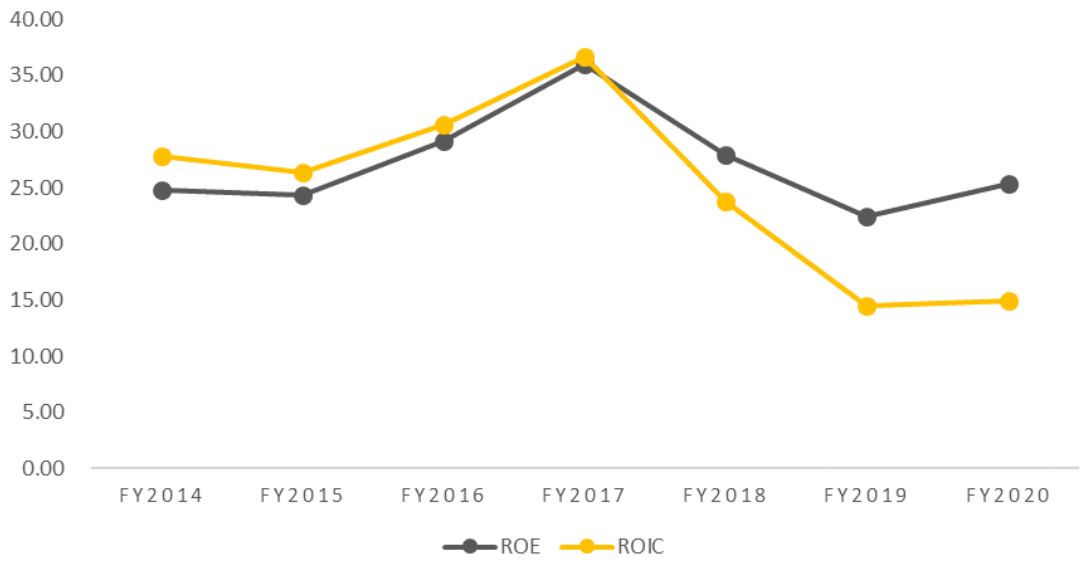
本案净利率水平在中游家具制造厂商处于第一梯队，得益于其期间费用率较低（全球范围布局产能，运输费用降低；精益管理，控制管理费用）。

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）	兴业科技	15.87	1.18	0.43	15.37%	1.18%	7.44%	-1.10%	7.42%
	万华化学	680.51	105.93	259.33	28.00%	4.09%	4.61%	1.59%	15.57%
中游（家具制造）	敏华控股	112.69	14.94	24.51	36.38%	16.23%	5.04%	1.24%	13.72%
	顾家家居	110.94	12.20	21.24	34.86%	18.69%	4.42%	0.94%	11.00%
	梦百合	38.32	3.92	1.30	39.72%	16.30%	8.51%	0.77%	10.24%
	欧派家居	135.33	18.39	21.56	35.84%	9.68%	11.68%	-0.51%	13.59%
	索菲亚	76.86	10.95	13.01	37.33%	9.96%	10.10%	0.33%	14.24%
	喜临门	48.71	4.12	4.98	34.75%	16.67%	6.82%	1.43%	8.47%
下游（家居卖场）	居然之家	90.85	31.51	25.74	46.76%	8.00%	5.05%	0.63%	34.68%
	美凯龙	164.69	46.86	40.94	65.17%	13.91%	10.87%	13.72%	28.45%

图：利润表结构（亿元）

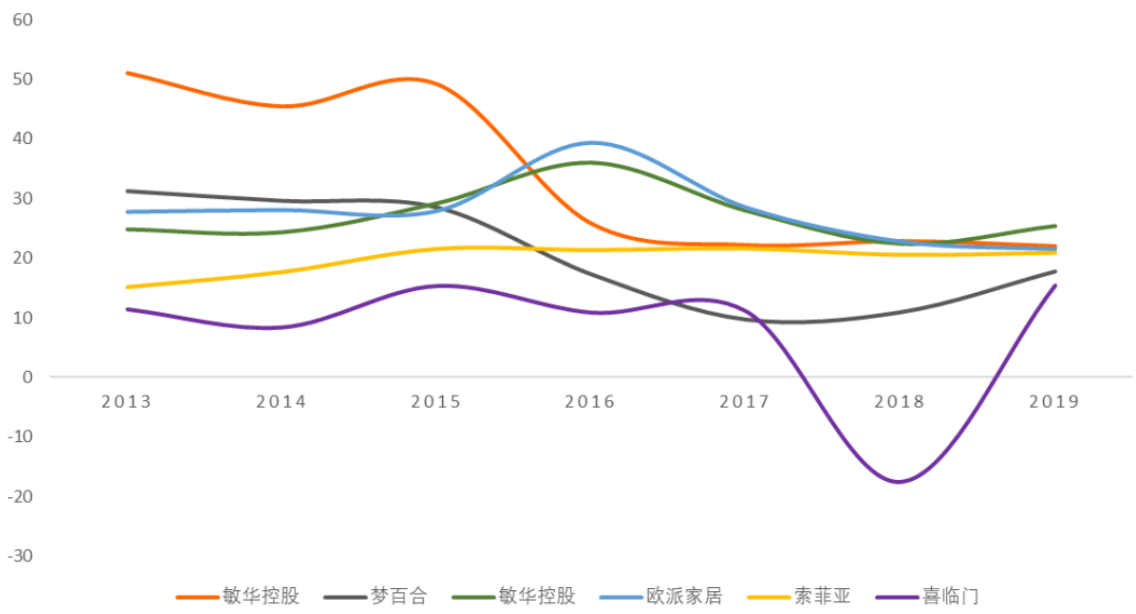
来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



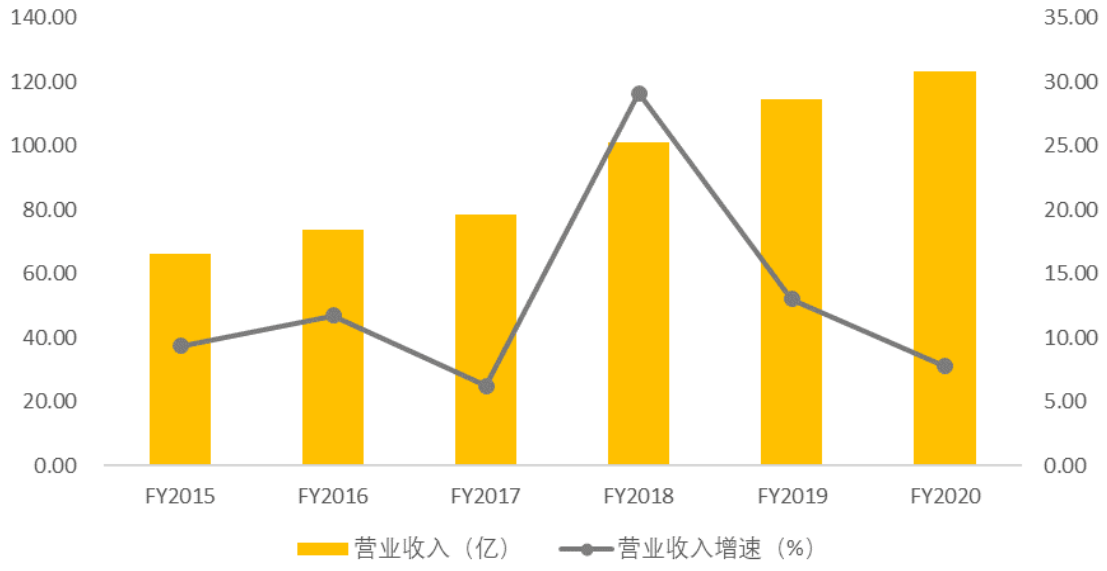
图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



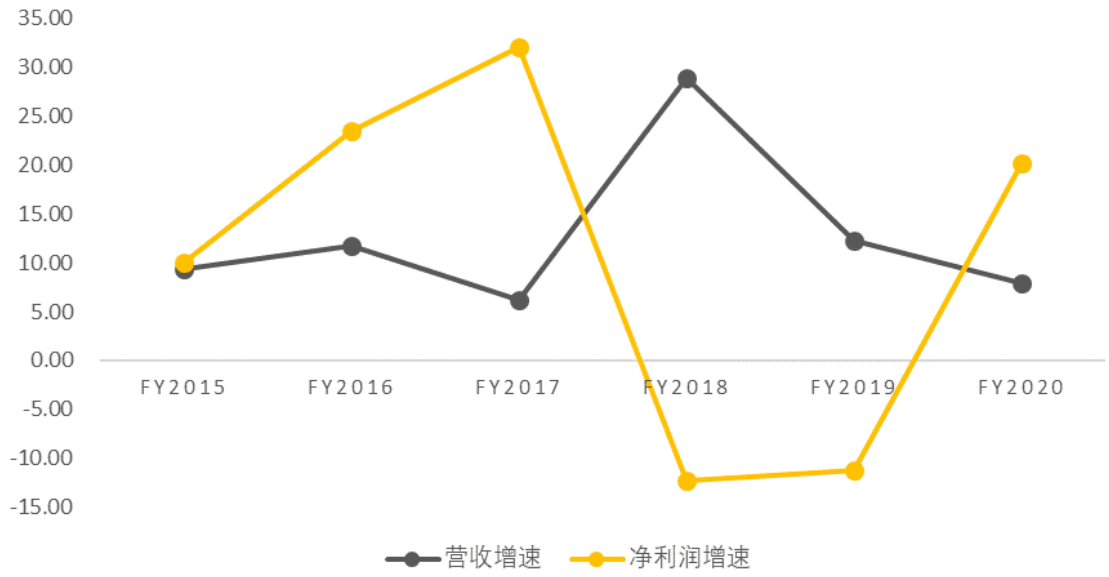
图：同行 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



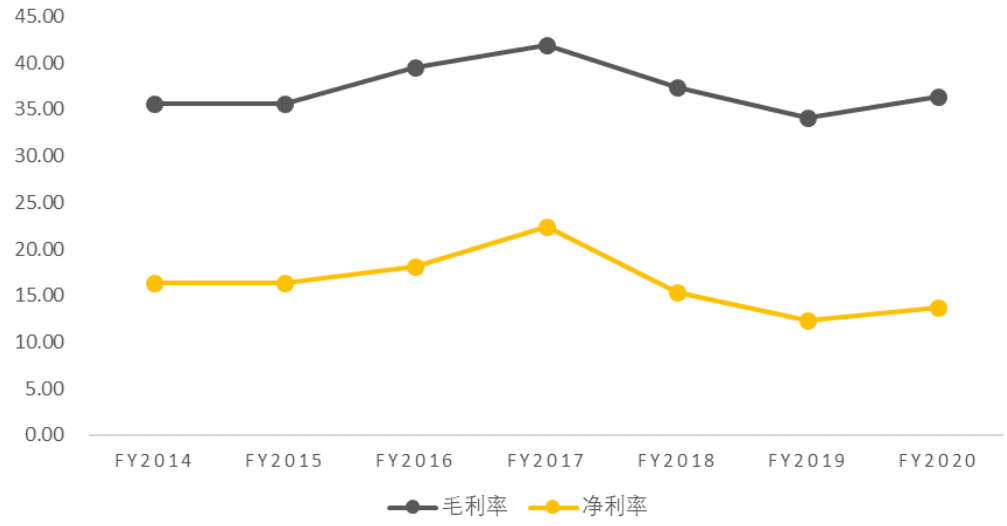
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿港元、%）

来源：塔坚研究



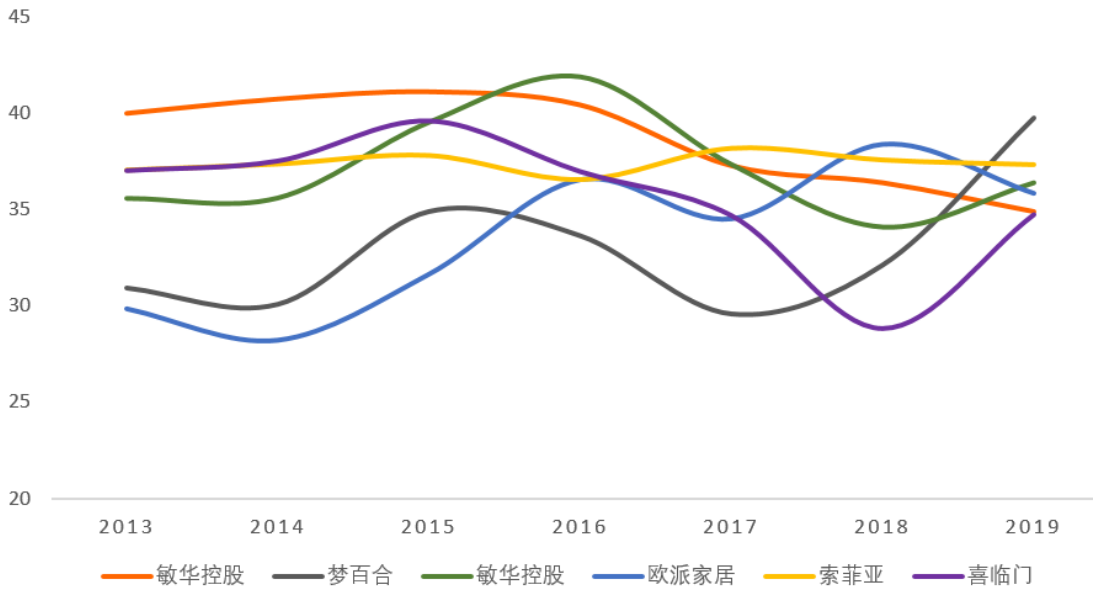
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



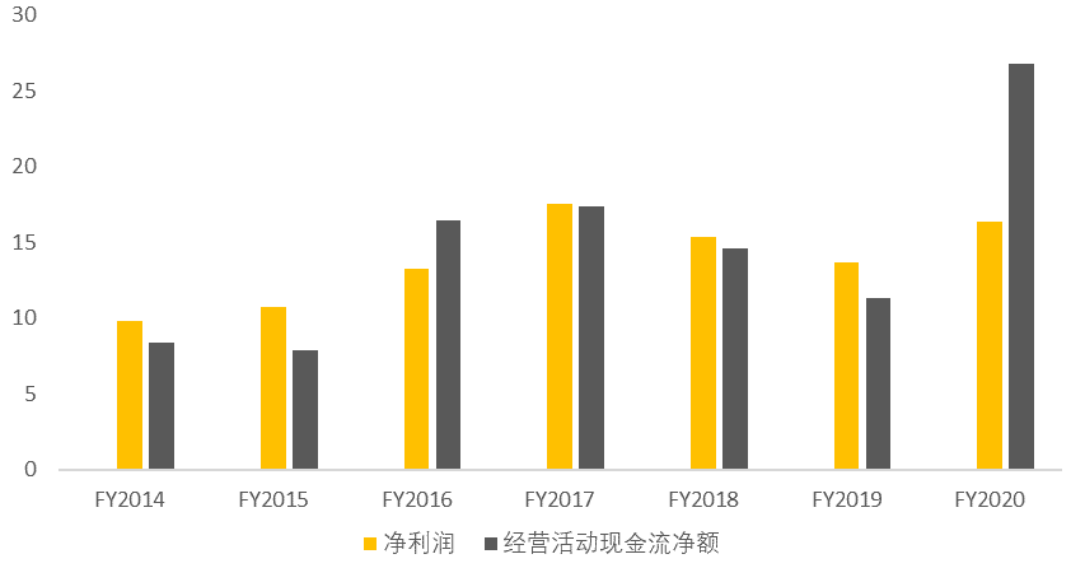
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



图：同行业毛利率（单位：%）

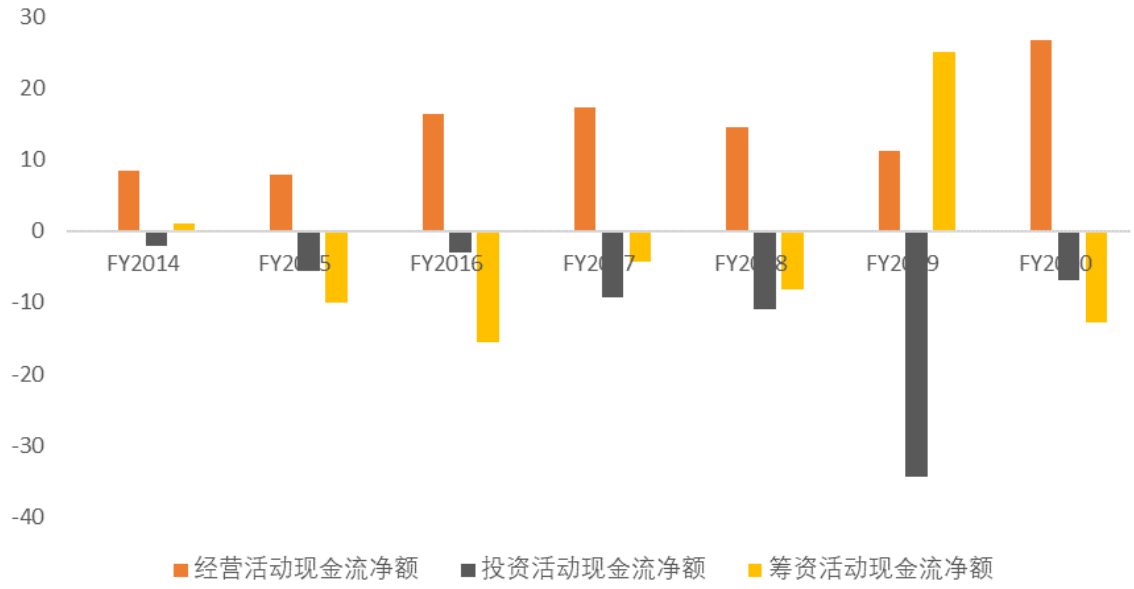
来源：塔坚研究



图：净利润及经营活动现金流（单位：亿港元）

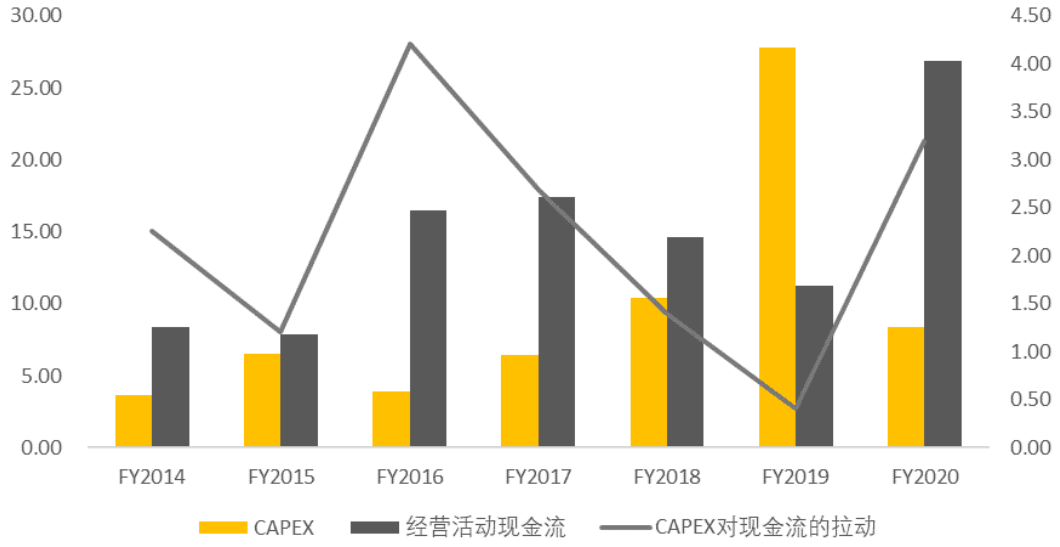
来源：塔坚研究

注：2020 财年经营活动现金流大幅上升，主要是因为房地产业务销售回款、应付账款增加（导致现金流出减少）。



图：现金流（单位：亿港元）

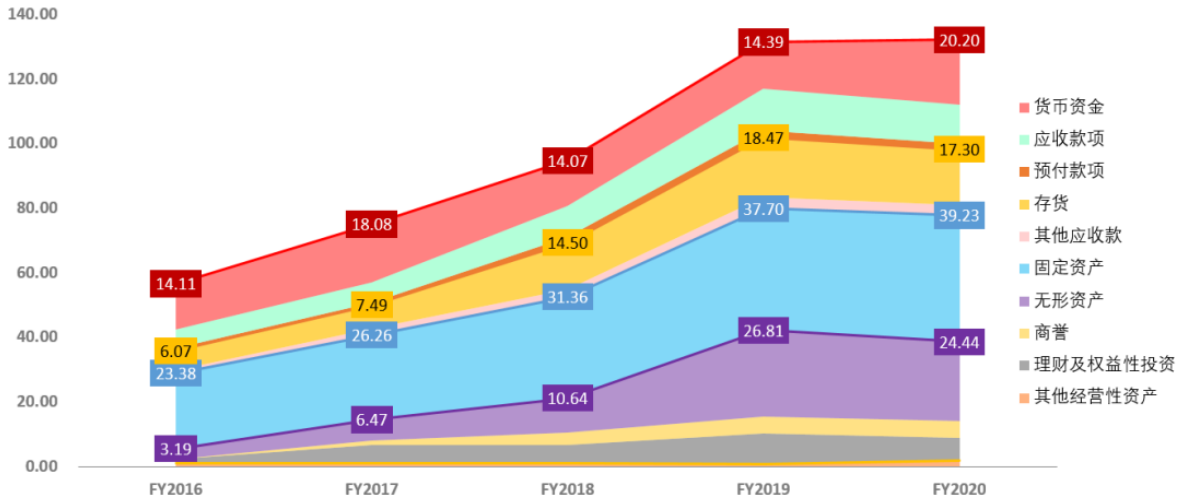
来源：塔坚研究



图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿港元、%）

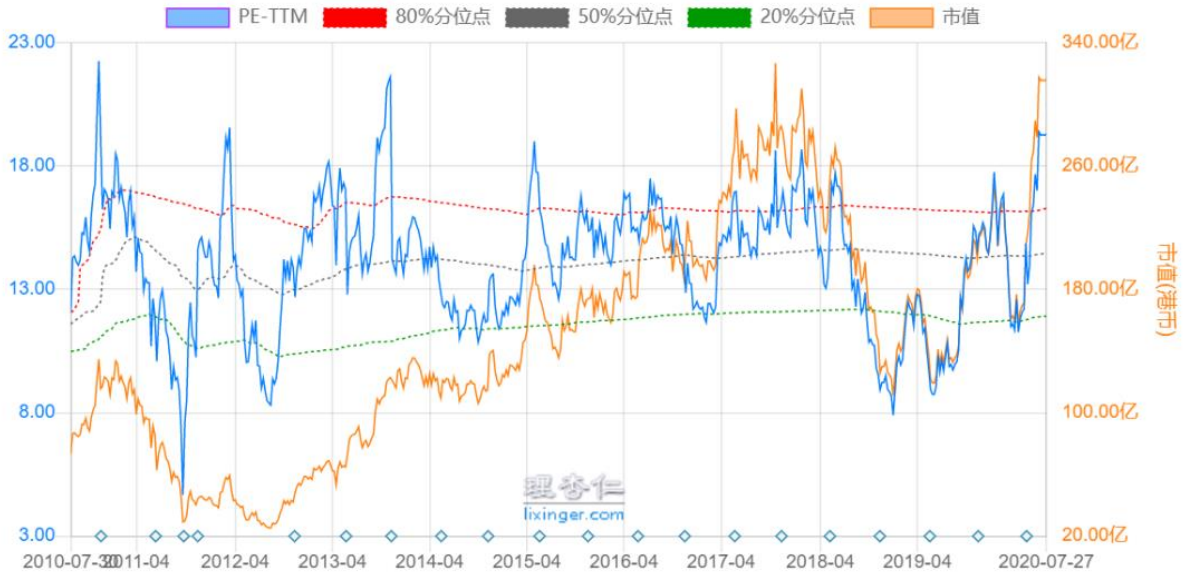
来源：塔坚研究

注：2019 财年资本支出大幅增加是因为收购越南工厂及深圳土地开支较大。



图：资产结构 单位（亿港元）

来源：塔坚研究



图：股价与可比乘数（单位：港元、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？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —

同行业，回报分析

▼

在我们的投研体系之下，对任何行业做分析的核心，都始于回报分析。本案近三年的 ROE 为 27.92%、22.38%、25.34%；ROIC 为 22.89%、15.09%、15.27%；ROA 为 22.94%、15.88%、17.16%，这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

		2017	2018	2019
ROE	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
	欧派家居	28.55	22.80	21.49
	索菲亚	21.69	20.62	20.97
	喜临门	11.08	-17.57	15.40
ROIC	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
	欧派家居	27.58	22.08	18.79
	索菲亚	18.88	17.02	17.96
	喜临门	8.22	-8.92	10.58
ROA	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
	欧派家居	19.95	17.35	15.79
	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 较高的是敏华控股、欧派家居，之后是顾家家居。ROA 方面行业差距缩小，索菲亚也处于龙头梯队（资产负债率不高，导致 ROE 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 年为负数是因为毛利率下降（材料成本上升）、销售费用提高（行业低谷逆势扩张渠道等）以及商誉减值（影视子公司业绩不及预期）导致当年发生亏损。

其次，从核心指标拆解来看：

1、净利率——敏华控股、欧派家居、索菲亚较高，在 13%以上，喜临门较低，仅为 8.47%。

2、总资产周转率——除喜临门较低仅为 0.77 外，其余厂商基本稳定在 1 左右。

3、资产负债率——本案敏华控股、顾家家居和梦百合资产负债率较高，本案主要是近两年资本支出高（收购越南工厂、购买深圳土地），借款增长较快。

	销售净利率	总资产周转率	资产负债率
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
欧派家居	13.59	1.04	35.47
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。

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

图：同行业财务数据对比（单位：亿元）

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（敏华控股、顾家家居）更强。

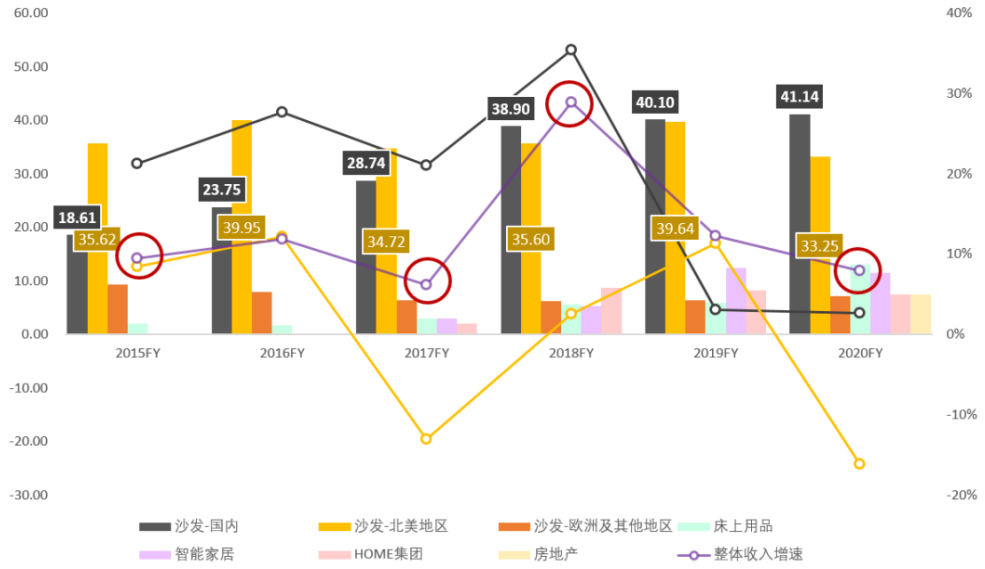
整体看下来，本案想要进一步提升投入资本回报率，还得在净利润和营运能力方面发力。那么其净利率能否提升？营运能力能否进一步改善？未来增长逻辑如何？我们继续进行分析。

— 03 —

增长，拆解

▼

与我们之前研究的定制家居领域一样，功能沙发等家居产品属于成品家具，也是后地产产业链的一部分，受地产行情影响明显，反映在本案的增速中，典型的是 2015 财年的低点、2018 财年的高点。



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
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

此处，我们进一步细拆，分析除下游地产周期影响外，还有哪些驱动力。

2017 财年低点——主要是当年北美地区收入出现下滑（13.31%），与当地家具零售商面临去库存压力有关。

2018 财年高点——主要来自两方面：1）新开门 305 家，同比增长 19.03%，带动国内收入上升 35.37%；2）2017 财年，并购的北欧时尚家居品牌 HomeGroup Ltd.**全年**收入并表，贡献收入 8.71 亿港元。

2020 财年低点——意外事件叠加卫生事件，导致整体沙发收入下降 5.37%，但是国内沙发业务仍然保持上升（2.6%），这主要是因为本案通过新零售渠道走性价比路线，降价销售提高市场份额（市占率 45.3%→50.1%）。

整体来看，本案增长驱动主要为：1）国内沙发业务放量（市场份额迅速提升）；2）拓品类；3）渠道扩张（直营转经销）。

此处，我们拆分品类，重点对沙发业务进行预测，床具业务以及业务简化分析。此外，考虑国内外功能沙发发展阶段存在差异，我们区分国内、国外收入，分别预测。

其中：

沙发收入=上一年境内沙发收入×（1+境内沙发收入增速）+上一年境外沙发收入×（1+境外沙发收入增速）；

其中：

境内功能沙发收入增速=（1+境内沙发市场规模增速）×（1+功能沙发渗透率）×（1+敏华控股市占率增速）-1；

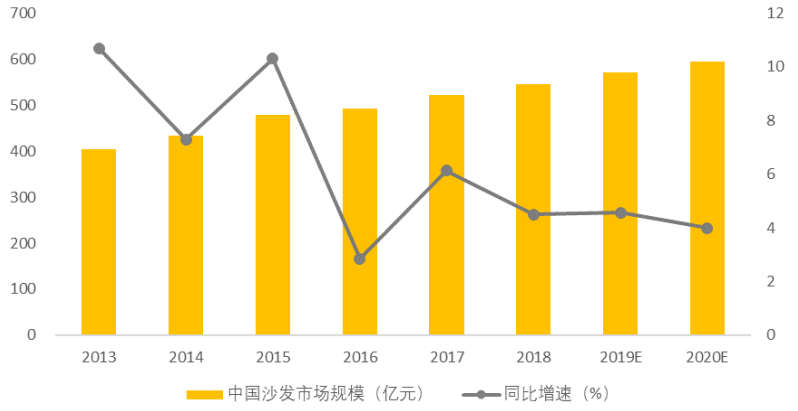
上述核心变量，我们挨个分析。

— 04 —

境内沙发，规模

▼

2013 年，国内沙发市场规模突破 400 亿元，2018 年市场规模增至 545.74 亿元，根据中商产业研究院的预测，2020 年沙发市场规模将逼近 600 亿元，年复合增长率为 6.18%。



图：中国沙发市场规模情况

来源：中商产业研究院，塔坚研究

根据之前我们对顾家家居的分析（详见专业版报告库，此处不详述），境内沙发市场的增长逻辑，短期看地产竣工回暖，长期看更新换代需求、消费升级，此处不再赘述。

我们沿用顾家报告中的逻辑，假设未来国内沙发市场增速由 2013 年至 2018 年复合增速 6.18%，逐渐下降至美国沙发市场年复合增长率 4%。

本案主营功能沙发，那么，未来功能沙发市场增长情况如何？功能沙发渗透率能够达到什么水平？

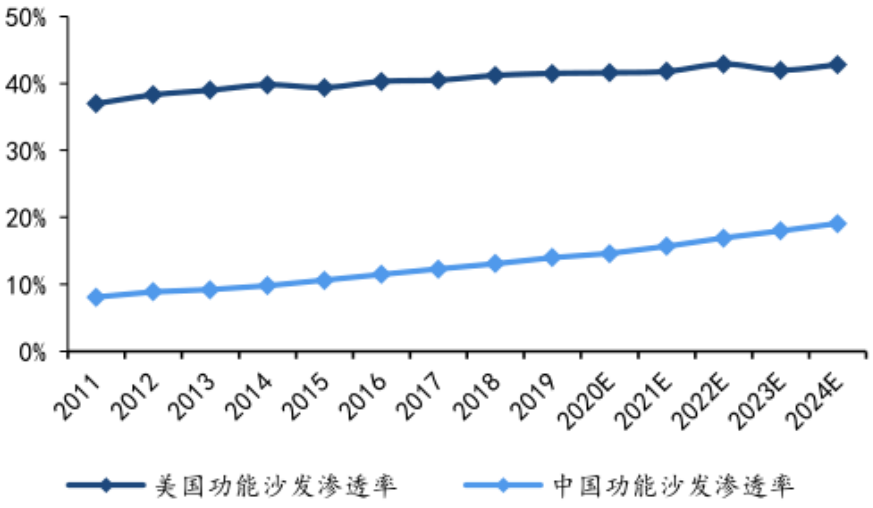
— 05 —

功能沙发，渗透率

▼

2013 年至 2018 年，我国功能沙发市场规模从 37.3 亿元，上升至 75.94 亿元，渗透率从 9.2%上升至 13.92%。根据中产商业研究院的预测，2020 年功能沙发市场规模将达 88.36 亿元，渗透率接近 15%。

对比美国，国内功能沙发市场规模仍有增长空间——2018 年，美国功能沙发的渗透率超过 40%。



图：中美功能沙发渗透率

来源：Euromonitor，太平洋研究院

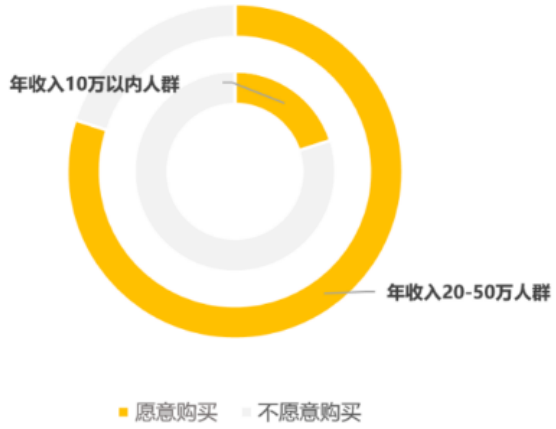
功能沙发渗透率的提升，得益于功能沙发相较传统沙发，能够调整靠背和脚垫，在舒适性（调整姿态）和功能性（充电、音乐、饮料杯座）方面更具有优势。



图：功能沙发调整姿势示意图

来源：天猫商城，塔坚研究

此外，较传统沙发，功能沙发更加受益于消费升级，收入越高的人群越倾向购买功能沙发。根据《中国沙发舒适健康白皮书》数据显示：年收入在 20-50 万元的人群有 81%已拥有或计划购买功能沙发，而年收入 10 万元以下的人群，因单身或收入受限仅有 19%人计划在 30 岁左右再考虑购买功能沙发。



图：功能沙发购买意愿

来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》

广发证券，塔坚研究

不过，渗透率的提升并非一蹴而就，需要功能沙发品牌持续推动，减少渗透率提升的阻力[1]。具体为：

1）提升产品认知度，通过展会、主流媒体、线上推广以及线下实体店面布局等渠道，加强产品形象塑造，推动消费者教育。

2）拓宽价格区间，降低更换门槛

由于沙发功能具有调整姿态（加入铁架、电机）、播放音乐（加入蓝牙模块、音响）等功能，因此，相对传统沙发，**价格更高。**为了适应国内消费水平，芝华仕等功能沙发品牌，推出覆盖不同消费群体的新品，仿真皮、布艺沙发以及单椅沙发将功能沙发从万元档，拉入了 2000 元档，降低了功能沙发购买的门槛。



图：功能沙发价格

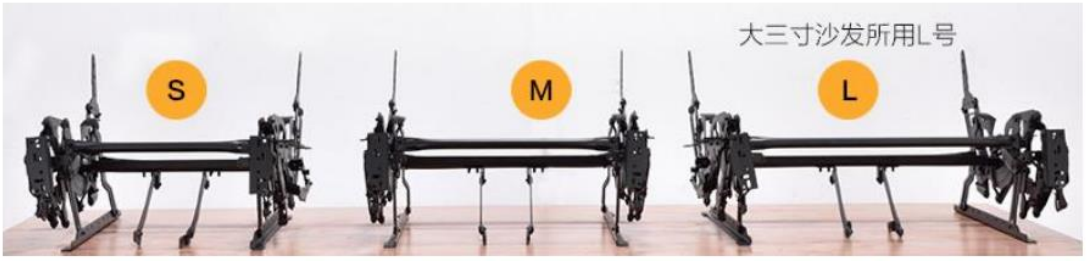
来源：芝华仕天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

3）增加设计型号，克服占用空间问题。

功能沙发增加了铁架、电机等部件，调整坐姿时靠背和脚垫还需要向外延伸，同时受美式沙发风格影响，相较传统沙发，**占用空间大。**针对这点，头部掌握核心铁架技术的厂商，已经通过研发，制造出小型号、欧式风格的功能沙发，例如 3+1 座的功能沙发长度已经能够做到 2.5m 以下（一般大户型沙发长度在 3m 以

上，中户型沙发长度约在 2.6-3m，小户型沙发长度在 2.5m 以下），而单椅长度能够做到 1m。

部分高端产品设计使功能位（躺位）打开时，背部和座位向前移动，实现靠墙躺倒，能够节约功能沙发占地面积。



图：不同型号的铁架

来源：芝华仕天猫旗舰店、广发证券研究中心



图：芝华仕小款型号功能沙发尺寸参数

来源：芝华仕天猫旗舰店、广发证券研究中心

基于此，对于国内功能沙发渗透率，我们做出如下假设：

乐观情况下：未来 10 年，国内功能沙发渗透率以每年增长一个百分点的速度，逐步提升至 25%（考虑到中美人均居住面积差异，短期内国内功能沙发渗透率较难达到美国 40%的水平）。

保守情况下：考虑到目前一二线城市功能沙发渗透率已经达到 20%以上，而对于三四线城市，其消费习惯决定了偏好传统产品、木质产品等。我们认为一二线城市代表了国内主流的消费趋势，随着人均收入提升，未来国内整体渗透率向一二线城市看齐，达到 20%。

研究到这里，我们已经完成了境内功能沙发市场规模增速的测算，接下来，我们看本案境内沙发业务的市占率增速。

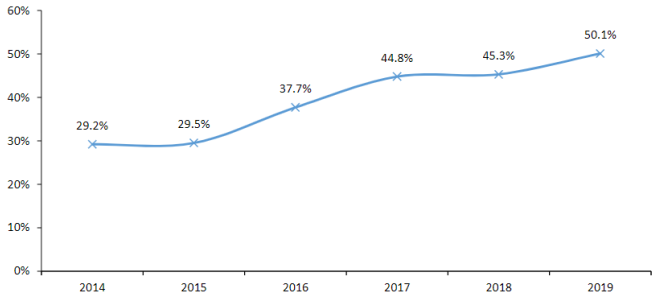
— 06 —

功能沙发，市占率

▼

根据弗诺斯特沙利文的数据，2019 年国内功能沙发市场份额差异显著，CR5 达到 69.3%，其中敏华控股市占率为 50.1%，其他四

家企业依次是 Natuzzi、La-z-Boy、M&D 和 Farrell，市占率分别为 5.8%、5.6%、5.2%和 2.6%。



图：敏华控股市占率

来源：敏华控股年报，华创证券

目前敏华控股在功能沙发市场占据绝对领先的地位，2016 财年至 2020 财年，其市占率由 29.2%上升至 50.1%，年复合增长率为 11.40%，其中 2020 财年同比增长 10.6%。

那么，本案未来本案市占率增速能够达到什么水平？我们从品牌、渠道和成本控制（垂直一体化）三个方面来看。

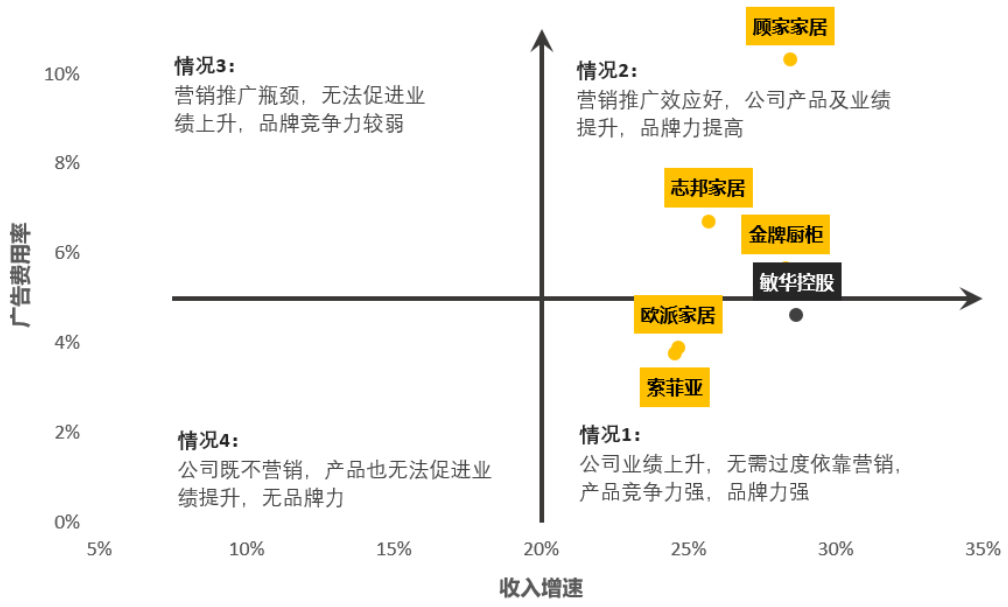
1）品牌

自 2010 年上市以来，本案专注功能沙发领域，2016 年签约天王刘德华， 2018 年与分众传媒开展战略合作，2019 年合作真人秀节目《向往的星居》，并且持续在央视等主流媒体、机场和高铁等人流大的场所投放广告，提升消费者对产品和品牌的认知。

从品牌四象限来看：

本案作为功能沙发龙头，与定制家具龙头欧派和索菲亚的广告费用率均保持较低水平，单位广告投入带来的收入增长更多，品牌成熟。

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，位于一象限。



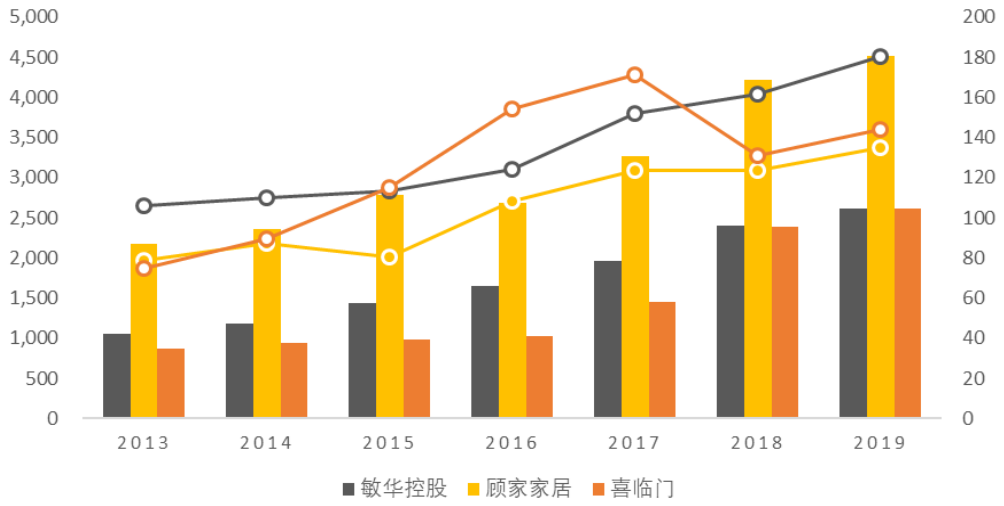
图：品牌四象限

来源：塔坚研究

注：取 2016 年至 2019 年收入复合增速（其中顾家家居和敏华控股选取境内业务增速）和年平均广告费用率

2）渠道

为了加快渠道扩张，并向三四线城市渗透，本案自 2016 财年开始门店开设的重心由直营转向加盟店，扩张速度提升。2013 年至 2019 年，门店数量由 1056 家增加到 2614 家，平均每年新开店 250 余家，年复合增速为 16.25%，门店数量仅次于与顾家家居（2019 年门店数 4518 家）。



图：同行业厂商门店数量及单店提货额（右轴折线，单位：万元）

来源：塔坚研究

不过，从单店提货额来看，本案 2019 年单店提货额为 180.11 万元，远高于顾家家居的 134.95 万元，主要受坪效、渠道区域分布、产品类型差异影响。

此外，本案一方面通过与连锁家居卖场红星美凯龙、居然之家合作，获得卖场核心位置。另一方面，对渠道的扶持、管控（统一装潢、严控价格），门店存活率 92%，而某些小厂招商存活率不足 50%。

3）成本控制（垂直一体化）

从成本端，2005 年起，本案开始垂直整合上游产业链，目前已经成为全球第二大铁架生产商，以及国内海绵生产商龙头，是业内少数实现沙发铁架（成本占比 18%）、海绵（成本占比约 12%）、电机和弹簧等关键原材料自主生产的公司。此前我们在首次研究敏华控股时有过分析，此处不再赘述。

类别	生产	处理标准
专用合金架	自主设计、研发、生产的专用合金钢打造	1. 通过 26 万次无折损测试，承重达 160KG，在行业内率先实现保用期可达 5 年；2. 在关节连接处特别加入了独家研发的太空硅合胶片，确保持续润滑和耐磨损；3. 独家研发安全指设计，防止夹伤小孩，同时所有零部件表面经特殊水性漆处理和去锐处理，有效防锈蚀、磨损，不易伤手；4. 为使合金架更加厚实、稳固，芝华仕沙发合金架经过加固处理，比市面上普通合金架重 20%。
电机装置	自主研发的功能沙发专用电机	1. 针对亚洲人体型量身定制电机，机身小巧推力大，最大推力达到 1700N；2. 2 万次伸缩测试无折损，达到欧盟 55 分贝以下超静音标准，并经过多重国际标准检。
海绵	采购原料自主生产	1. 生产的海绵各项指标达到全球权威的 STC 检测标准，高于欧洲标准；2. 根据每款海绵的硬度、回弹及密度运用于沙发的不同部位，沙发坐垫部分密度 33，回弹 55，靠背和扶手部分海绵密度 24，回弹 50，为身体的每一部分塑造完美贴合度，赋予头等舱沙发极致享受，也充分保证沙发的耐用度和舒适度，使用寿命高达 15 年。
太空棉	自主生产为沙发靠背打造的太空棉	1. 长度为 64mm，呈三维螺旋状，中空(用放大镜看)；2. 采用增强润滑效果的 7D 加硅处理工艺，柔软度更好，为用户提供完美 0 压力护背护脊享受。
“会呼吸”科技布	自主研发	1. 极具真皮质感，表面触感细腻，透气性达大于 4000ML/(CM2 · H)，表面成仕博耐磨测试达 20 万次以上，抗撕裂强度强，持久耐用；2. 具有良好的耐酸、耐碱性，布面容易清洗。



专用合金架 塑胶件 推杆电机 高密度高回弹专用海绵 太空棉 科技布

图：敏华控股关键原材料及部件加工水平

来源：招股章程、凤凰网海南、北京家具、凤凰网、华创证券

费用端，主要是物流、内部管理成本，其中，沙发属于抛货，且涉及真皮材质，体积大而且不可拆卸，因而运费占比高，占出厂价格的 6%-15%。同样的运输费用运载价格低廉沙发，或者订单规模小空载率很高，远距离运输可能难以覆盖成本。本案产能实现北方、华中、华南、西南地区全覆盖，以降低运输成本、提高物流效率。

综上，本案的规模优势、成本优势，为其推出更具性价比的产品提供了空间。与中小厂商对比，本案在品牌、渠道以及生产研发方面均具有先发优势，与顾家家居等头部厂商对比，本案的品牌建设、产业链整合能力相对更加成熟。

不过，考虑到本案目前市占率已经达到 50.1%，在整个家居产业链涵盖的上市公司中也处于较高水平，我们认为未来保持这一市占率水平已经相当具有挑战，这里，我们假设其市占率维持当前水平，增速为 0%。

— 07 —

境外沙发

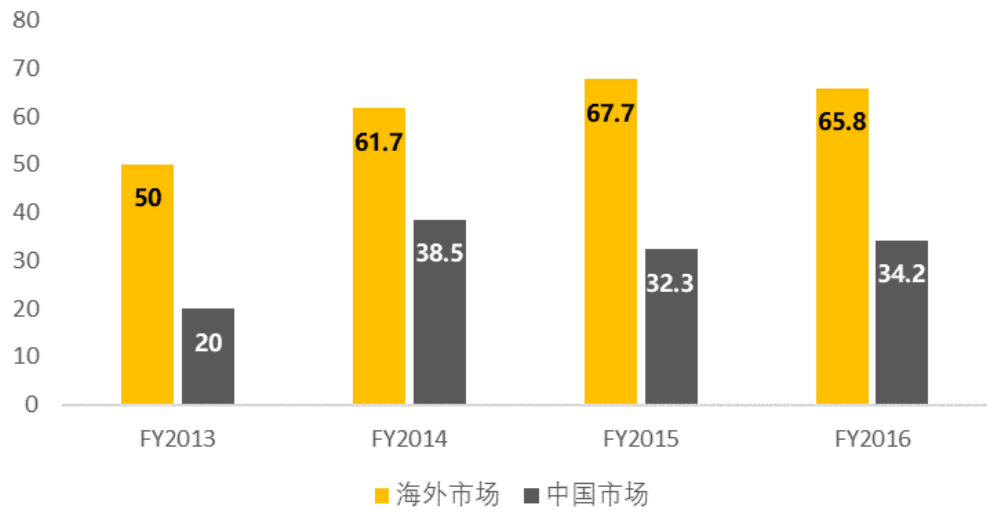
▼

本案海外收入主要来自 USA，占沙发总收入比重为 40.78%，欧洲及其他地区占比 8.76%。我们从行业、市占率两个层面看。

1）行业层面，根据 Euromonitor 的数据，美国功能沙发增速快于沙发行业整体水平（4%），2013 年至 2017 年，市场规模由 91 亿美元增长至 112 亿美元，年复合增长率为 5.3%，其中 2017 年同比增速为 5.66%。

考虑美国沙发市场发展相对成熟，且以存量市场为主，预计行业增速仍将稳定在 5%左右。

2）市占率层面，包括 ODM 贴牌，以及自有品牌销售。其中，芝华仕品牌沙发，在美国市场份额达到 10.8%，仅次于 La-Z-Boy（乐至宝）。 海外业务的竞争优势主要来自性价比，除了得益于前文所述的**产业链一体化**，还有其**自主研发能力**，体现在材料、款式、功能等方面。 就材料来说，2013 财年，本案在全球推出极具真皮特点、但价格只有传统皮革 50%的科技仿皮面料——**Leath-Aire**；2015 财年，又推出高性能的升级版 **Bolero 合成纤维面料**，更加贴近真皮。新款面料降低了成本，同时减少了对真皮的依赖。



图：非真皮沙发销量占比（单位：%） 来源：塔坚研究

此外，对美出口方面的负面事件，可能会提升沙发出口市场集中度——中小企业因议价能力不强、盈利受压，存在退出市场的压力，本案通过转移产能化解风险——2018 年，其以 5.34 亿港币收购越南 Beyond Excel 集团（从事出口沙发业务）100%股权，并对其进行扩建，新厂房于 2019 年 8 月投产，目前销往美国的沙发基本都由越南基地生产。因此，出口业务会逐步恢复。

因此，我们假设未来 5 年，本案境外沙发收入能够保持 2010 财年至 2020 财年复合增速 6.97%，随后逐步减少到 2013 年至 2017 年美国功能沙发市场增速 5.3%，其中，2020 财年受卫生事件影响，我们假设当年境外业务增速为 0%。

至此，沙发业务预测完毕，本案在多品类经营方面（主要是床具）也有所成效，考虑体量不大，我们简化预测。 2017 财年本案以“芝华仕五星床垫”品牌代替“爱蒙”品牌，通过芝华仕沙发的渠道和品牌力进行引流，真正实现了与沙发业务之间的资源共享，床具收入由 2017 财年的 3.02 亿港币增长至 2020 财年的 13.02 亿港币，年复合增长率达到 44.12%。

考虑床具业务的高增长可能与其基数较低有关，我们假设未来 10 年本案床具业务增速由 2017 财年至 2020 财年的复合增长率 44.12%，下降至 2015 年至 2019 年国内床垫市场规模复合增速 8.2%。

— 08 —

逻辑，印证

▼

综合以上数据，可计算出，近三年的收入增速分别为 2.72%、11.05%、13.25%。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 54.66%，近三年平均 ROE 约为 25.21%，通过计算，得到内生增速为 11.43 %。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 9 家机构在 2021 财年-2023 财年的预测，营业收入增速为 9.41%，未来 2 年收入复合增速 13.72%；利润增速为 11.38%，未来 2 年复合利润增速为 15.73%,分析师一致预测目标价为 10.27 元。

长城证券观点——预测 FY2021-FY2023 三年增速分别为 4.2%、15.3%、14.6%， 拟高性价比收购华达利，敏华与华达利协同作用较强，收购完成后有望在渠道、生产基地、产业链方面迎来全方位提升。

华西证券观点——预测 FY2021-FY2023 三年增速分别为 3.2%、16.7%、11.3%，华达利是国际领先的皮革软体家居企业，本次收购性价比高；销售、产品&品牌、产能端将逐渐发挥协同效应，马太效应突显；长期来看，敏华通过线下门店扩展及线上营销发力，结合差异化价格战略，有望进一步提高市占率；海外卫生事件及意外事件迫使部分小企业退出，外销市场份额有望逐步集中。

太平洋证券观点——预测 FY2021-FY2023 三年增速分别为 11.36%、20.05%、17.25%，华达利品牌强势，资产优质，能够与敏华业务形成协同，收购性价比高； 敏华控股护城河深，是家居行业中较为稀缺的具备生产壁垒的龙头，规模效应+上游供应链整合+精细化

运营可提升产品性价比，与功能沙发行业深度绑定（市占率 50%）+强化新媒体运营可夯实品牌力。另若收购华达利成功，将进一步增厚收益。 整体来看，我们预测的增速低于其他机构预测，差异的原因在于，2020 财年其他业务（包括房地产销售）增长较快，我们认为该等业务带来的增长不可持续。

此外，关于拟收购标的华达利，其于 1976 年在新加坡成立，主营沙发等家具，产品销往全球 20 多个国家，有“全球沙发大师”的美誉”，2019 年实现营收 4.42 亿美元。不过，华达利主要面向海外市场，受卫生事件影响严重，叠加新加坡银行抽贷导致其资金紧张，我们认为其难以维持 2019 年收入规模，且收购事项尚处于尽调阶段，即使年终并表，带来的收入增长也极为有限。 **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。**

— 09 —

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 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
敏华控股	39.52	41.88	37.33	34.08	36.38
欧派家居	31.65	36.55	34.52	38.38	35.84
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
索菲亚	37.80	36.57	38.17	37.57	37.33
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

图：同行业毛利率对比（%）

来源：塔坚研究

营运资本同行业对比——

		2015	2016	2017	2018	2019
存货周转率	敏华控股	6.38	6.67	5.71	4.50	4.32
	欧派家居	9.10	7.32	8.24	9.91	11.65
	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
	永艺股份	8.80	9.33	8.10	8.26	7.14
	索菲亚	11.71	12.34	13.72	15.48	15.01
	金牌厨柜	4.47	5.97	6.90	6.84	6.64
	志邦家居	9.61	8.23	8.79	9.87	9.85
	梦百合	5.11	5.65	5.99	5.97	4.16
应付账款占成本比重	敏华控股	5.01	8.41	9.61	7.67	11.44
	欧派家居	14.92	15.22	11.59	11.62	11.43
	顾家家居	18.07	21.74	17.22	17.37	18.12
	金牌厨柜	51.41	43.24	43.62	43.45	41.86
	梦百合	16.61	14.42	17.29	15.98	21.82
	索菲亚	11.42	14.41	14.49	14.72	17.33
	喜临门	45.24	55.83	58.00	46.95	48.30
	永艺股份	20.75	22.15	22.94	23.01	24.89
	志邦家居	26.89	28.13	18.95	21.25	24.49

图：同行业厂商存货周转率（次）、应付账款占成本比重（%）

来源：塔坚研究

— 10 —

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：科技版建模案例库

以及：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。

【参考资料如下，特此鸣谢】

[1]广发证券：功能沙发：深度解答渗透率提升的疑虑，2019-07-04；