帝欧家居财务建模　工程经销齐发力

今天，我们建模的这家公司，于 2016 年 5 月上市，连拉 19 个涨停板，从 4.25 元/股，上涨至 32.8 元/股，涨幅 670%。但是，更加夺人眼球的是，其上市 5 个月，就宣布停牌筹划重大资产重组，而且并购标的的体量是其 3 倍，如果收购成功，算得上不折不扣的蛇吞象。



图：股价　（单位：元）

来源：wind

2018 年 1 月，这项重组终于尘埃落定——亚克力洁具行业龙头**帝王洁具**，收购中高端瓷砖企业**欧神诺** 98.39%的股权，对价 20 亿元。重组后的企业，更名为**帝欧家居**，也就是我们今天研究的主角。

不过，市场对重组反应平淡，持续震荡，直到今年 4 月，本案从低位 22 元/股，上涨至 38.89 元/股，涨幅 76%。

而这背后的催化剂，主要是 4 月 12 日，本案与碧桂园创投签订附条件生效的《战略合作暨非公开发行股份认购协议》，碧桂园创投将以不超过 5 亿元现金，持有帝欧家居 6.5% 股份，并获得一席董事会席位。

看到这里，几个问题随之而来：

1）瓷砖行业，未来的增长空间到底能有多大？

2）瓷砖行业增长驱动来自哪里，未来市占率提升看什么？

3）去年以来，行业景气度持续回暖，如今它到底在什么区间？到底是贵了，还是便宜了？

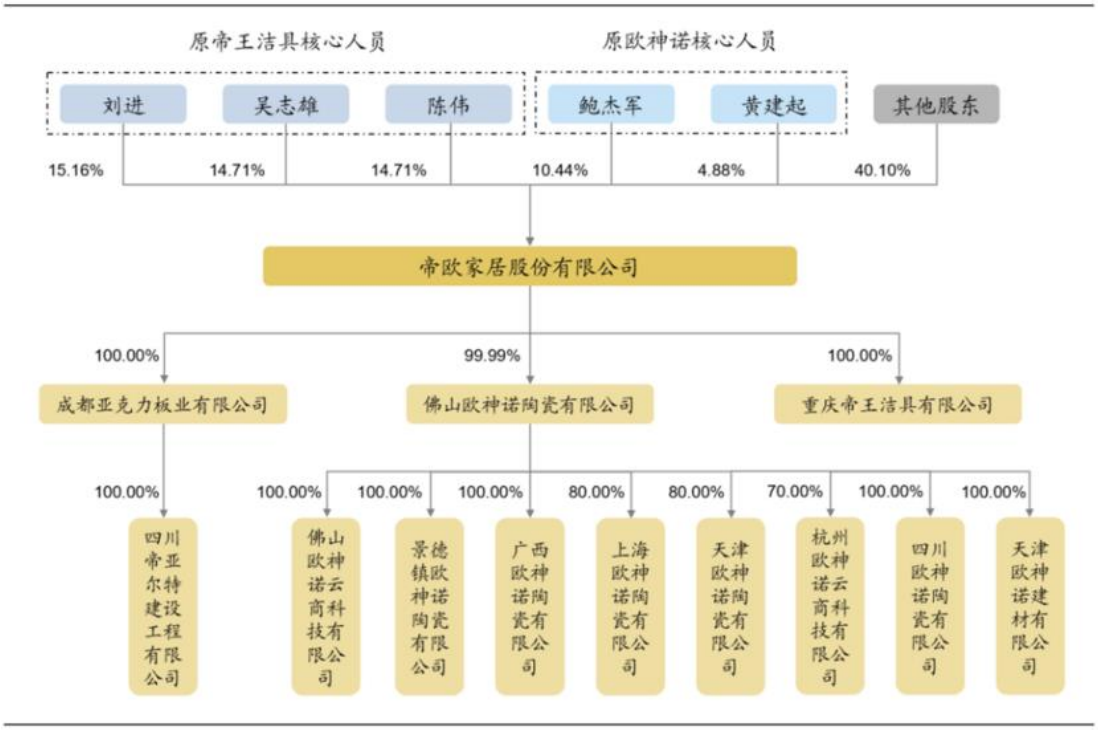
今天，我们就从本案入手，来研究建筑陶瓷行业的产业特征，以及建模逻辑。对家居建材产业，之前我们还研究过金牌、老板、格力、美的、欧派、索菲亚、苏泊尔、敏华、飞科、美大、石头……可订阅专业版报告库，获取之前我们的系列研究，乃至数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —

龙头，模式

▼

帝欧家居，原名帝王洁具，成立于 1994 年，主营卫浴产品，2016 年在深交所挂牌上市。2018 年，通过收购欧神诺，切入建筑陶瓷领域，并更名为帝欧家居。实控人为刘进、陈伟、吴志雄，三人为一致行动人，合计持股 44.58%。



图：股权结构图（2019 年 12 月 31 日）

来源：广发证券研究中心

前 10 大股东，主要为原帝王洁具、欧神诺的核心高管，机构主要有中国香港中央结算、融通基金等。

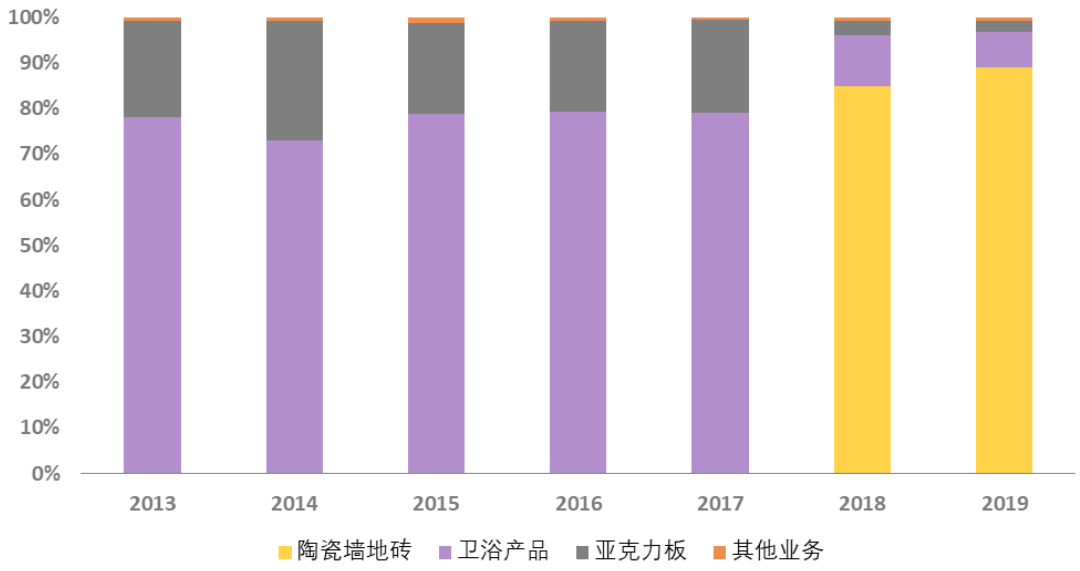
2020 一季报

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股数量变动(股)	持股比例变动(%)	股本性质
1	黄建起	减少	18,162,084	4.7179	-612,820	-0.1592	A股流通股
2	刘进	增加	14,590,427	3.7901	772,500	0.2007	A股流通股
3	陈伟	增加	14,161,099	3.6786	772,500	0.2007	A股流通股
4	吴志雄	增加	14,161,099	3.6786	772,500	0.2007	A股流通股
5	交通银行-融通行业景气证券投资基金	增加	8,620,985	2.2394	430,000	0.1117	A股流通股
6	中国工商银行股份有限公司-融通中国风1号灵活配置混合型证券投资基金	增加	8,564,578	2.2248	1,106,734	0.2875	A股流通股
7	鲍杰军	不变	7,236,384	1.8798	0	0.0000	A股流通股
8	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	7,044,033	1.8298	1,450,371	0.3768	A股流通股
9	陈细	增加	5,000,024	1.2988	10,000	0.0026	A股流通股
10	帝欧家居股份有限公司-第一期员工持股计划	新进	4,685,185	1.2171			A股流通股
	合　计		102,225,898	26.5549			

图：前十大股东

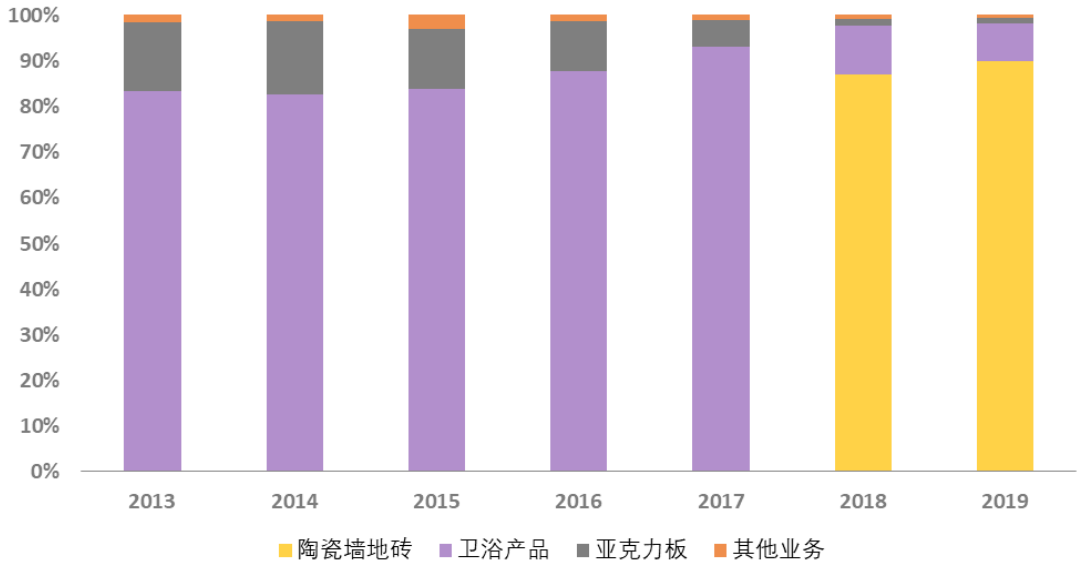
来源：塔坚研究

从收入结构来看，其 89.17%来自陶瓷墙地砖（建筑陶瓷），7.8%来自卫浴产品，其他占比 3.03%。



图：收入结构

来源：塔坚研究



图：毛利结构（单位：%）

来源：塔坚研究

建筑陶瓷，是指用于建筑物饰面、建筑构件的陶瓷制品。从产品材质（陶质、瓷质、是否施釉）、吸水率、厚度、面积等方面考虑，分为以下品类：

1）瓷质无釉砖——以抛光砖为主，具有坚硬耐磨、耐腐蚀的特性，适用于除厨卫以外的多数家居室内空间，是目前市场的主流。

2）瓷质有釉砖——主要有抛釉砖、抛晶砖、仿古砖等，由于耐磨耐压、色彩丰富，广泛应用于酒店、商场超市、办公楼等公共空间和家居背景墙等。

3）瓷片（又称墙面砖）——陶质，吸水率高（10%-20%），强度较瓷质砖低，一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等。

4）陶瓷薄板和薄砖——具有轻薄、易铺贴、节能降耗等特点，成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类。

来看看这门生意的赚钱能力： 2017 年至 2020 年一季报，其营业收入分别为 5.34 亿元、43.08 亿元、**55.7 亿元**、7.93 亿元；净利润分别为 0.55 亿元、3.76 亿元、**5.58 亿元**、0.49 亿元；经营活动现金流净额分别为 1.01 亿元、0.61 亿元、**2.69 亿元**、-3.88 亿元；毛利率分别为 29.4%、35%、**35.94%**、35.9%；净利率分别为 10.22%、8.72%、**10.01%**、6.22%。 从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 135.40%，净利润年复合增速为 122.00%，增速较快主要是并购欧神诺所致。2019 年度营业收入同比增速为 29.29 %，净利润同比增速为 48.46%。

要研究本案，得先从产业链角度做拆解： 本案所处行业为建筑材料，但是兼具家用轻工行业属性（住宅用墙地砖、卫浴产品），整体来看位于产业链的中游。

上游——建筑陶瓷上游行业包括矿物原料、釉原料的开采及加工业、各类辅料的生产制造和陶瓷加工设备。 卫浴行业上游主要是基础原材料（例如 PMMA、亚克力板、树脂、PVC 板、玻璃纤维、色膏等）和五金零配件。代表企业双象股份(毛利率 10.94%)、万华化学（毛利率 28%）。

下游——按照下游终端客户群体，可以分为大 B 端，小 B 端和纯 C 端市场。其中，大 B 端主要面向地产开发商集采，小 B 端主要面向办公楼、酒店、医院等建筑承包商以及家装公司等；C 端面向终端消费者。 大 B 端代表企业有碧桂园（毛利率 26.06%）、万

科（毛利率 36.25%）等，小 B 端代表公司有中国铁建（9.6%）、中国电建（14.06%）等。

本案陶瓷业务的销售渠道主要包括工程渠道、经销渠道，占比分别为 68.98%、31.02%。其中，工程渠道对应大 B 端，经销渠道对应小 B 端和纯 C 端市场。 2017 年至 2019 年，其前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 14.77%、59.13%、37.70%；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 41.90%、24.65%、25.13%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构： 从产业链代表公司的资产结构来看，总资产规模较大的是下游地产商，主要是存货；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。 中游制造商存货、应收账款占比较高，其中，梦娜丽莎由于扩产，在建工程占比较高。

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	在建工程
上游（原材料）	万华化学	968.65	4.71%	4.58%	8.86%	38.69%	23.29%
	双象股份	13.28	16.82%	9.72%	28.08%	24.04%	0.00%
中游（建陶、卫浴制造）	帝欧家居	70.02	7.17%	36.21%	10.06%	20.75%	0.87%
	蒙娜丽莎	51.79	31.42%	16.05%	20.98%	10.75%	10.33%
	惠达卫浴	47.71	3.20%	25.00%	14.31%	27.60%	4.88%
	海鸥住工	30.22	18.70%	23.37%	19.34%	18.74%	2.51%
	四通股份	9.09	17.95%	11.84%	13.76%	35.12%	0.09%
下游（地产商）	碧桂园	19,071.52	14.07%	2.09%	45.51%	0.00%	0.00%
	万科A	17,300.03	9.61%	0.12%	51.85%	0.72%	0.24%

图：资产负债表结构（亿元） 来源：塔坚研究

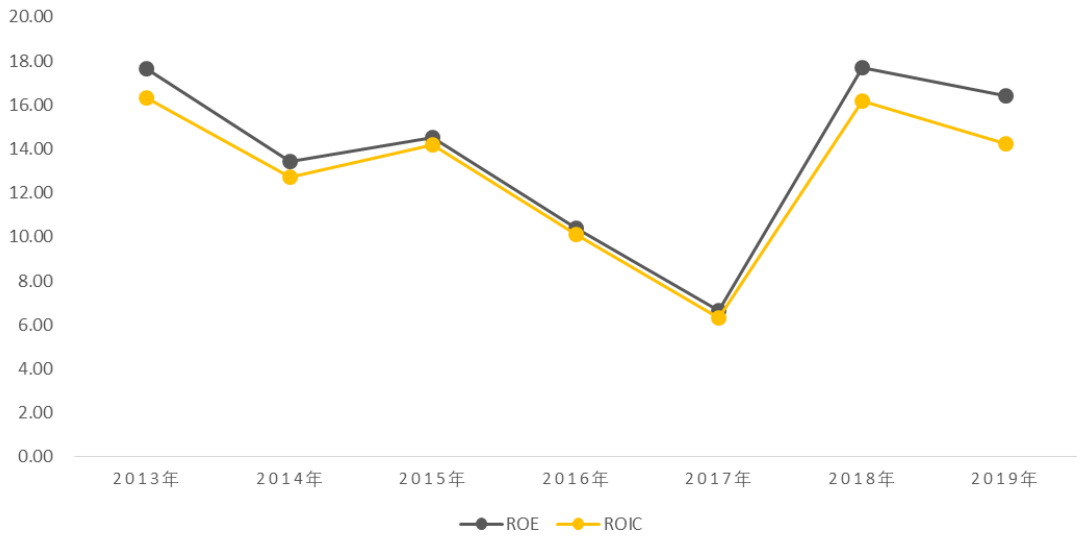
利润表方面，下游地产商以及上游万华化学收入规模较大；从盈利质量来看，万华化学、蒙娜丽莎净现比都达到了 2 以上，盈利质量更好； 毛利率较高的是中游建陶厂商，

约为 35%，高于卫浴的 30%，伴随高毛利的，是高销售费用率，除了广告宣传外，主要是承担运输费用所致。

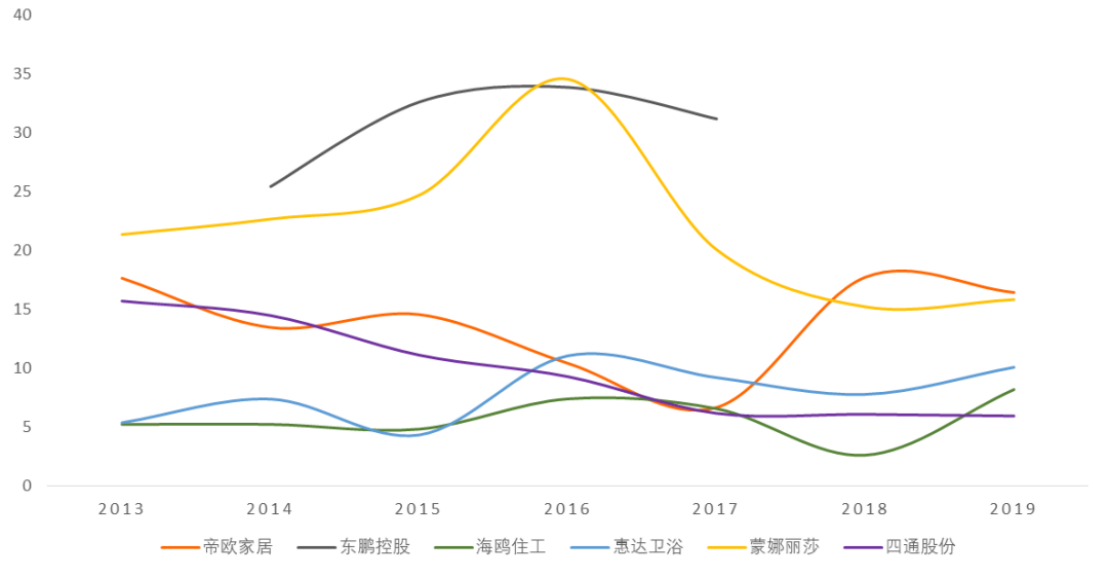
产业链	可比公司	营业收入	净利润	经营活动现金流	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	净利率
上游（原材料）	万华化学	680.51	105.93	259.33	28.00%	4.09%	4.61%	1.59%	15.57%
	双象股份	14.17	0.30	0.19	10.94%	1.44%	6.29%	-0.04%	2.14%
中游（建陶、卫浴制造）	帝欧家居	55.70	5.58	2.69	35.94%	16.06%	7.62%	0.92%	10.01%
	蒙娜丽莎	38.04	4.33	9.21	38.51%	15.42%	9.87%	0.01%	11.38%
	惠达卫浴	32.10	3.46	2.27	33.03%	9.43%	9.87%	0.33%	10.79%
	海鸥住工	25.69	1.35	1.24	24.34%	5.69%	10.83%	1.45%	5.25%
	四通股份	4.05	0.44	0.48	30.39%	5.48%	13.15%	-1.09%	10.89%
下游（地产商）	碧桂园	4,859.08	612.02	146.66	26.06%	3.36%	3.60%	0.00%	12.58%
	万科A	3,678.94	551.32	456.87	36.25%	2.46%	3.28%	1.56%	14.99%

图：利润表结构（亿元） 来源：塔坚研究

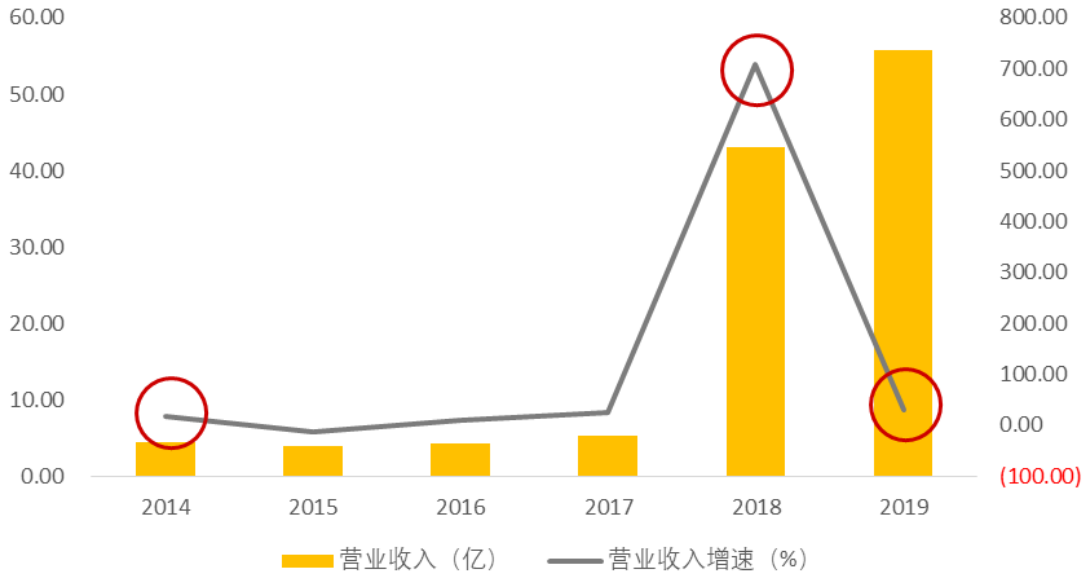
接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



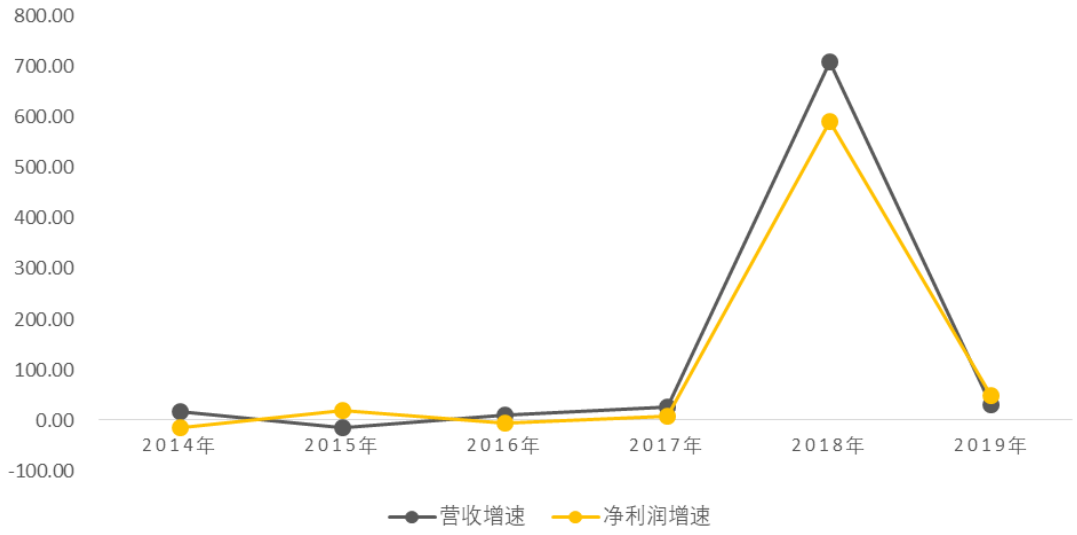
图：ROE VS ROIC（单位：%） 来源：塔坚研究



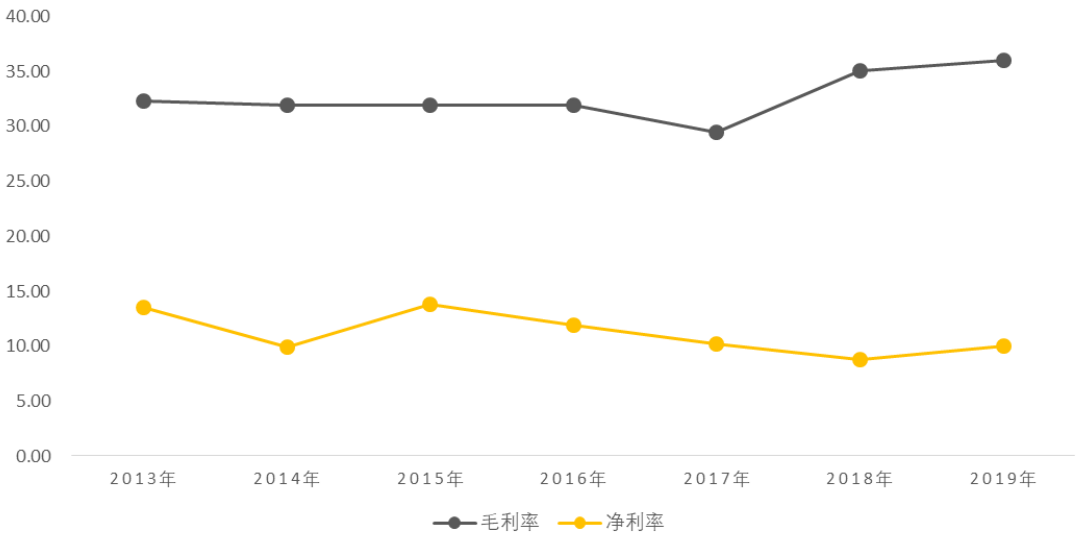
图：同行 ROE 对比（单位：%）来源：塔坚研究



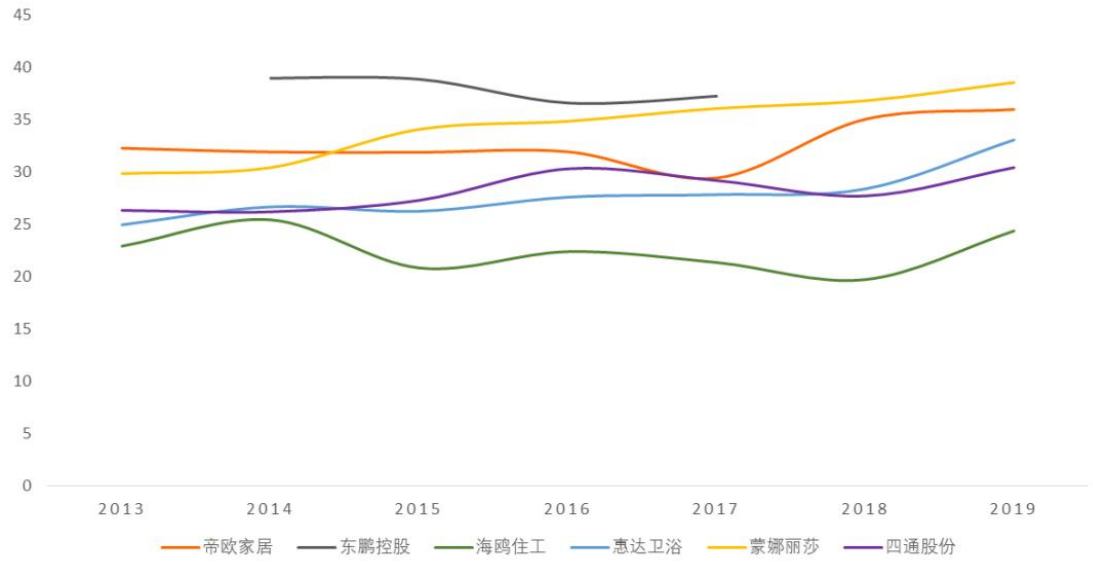
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）来源:塔坚研究



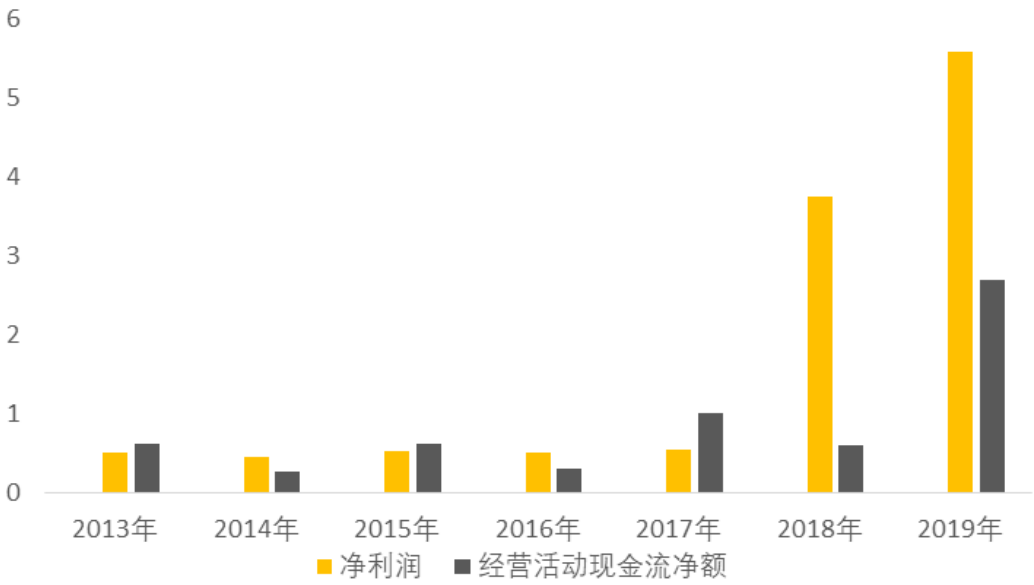
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）来源：塔坚研究



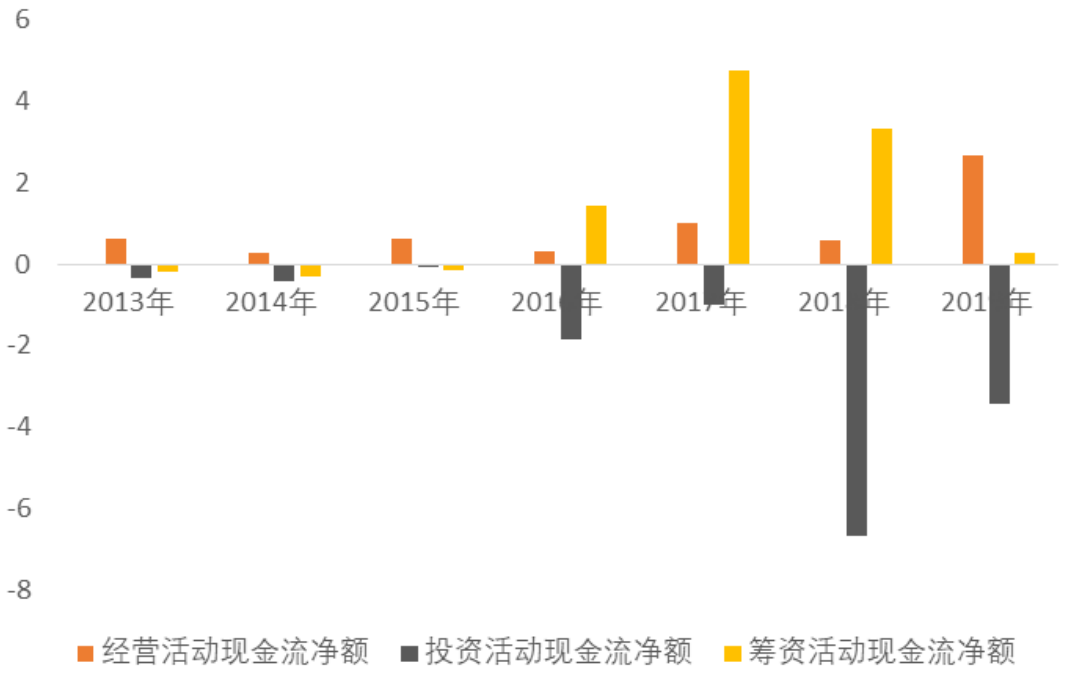
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）来源：塔坚研究



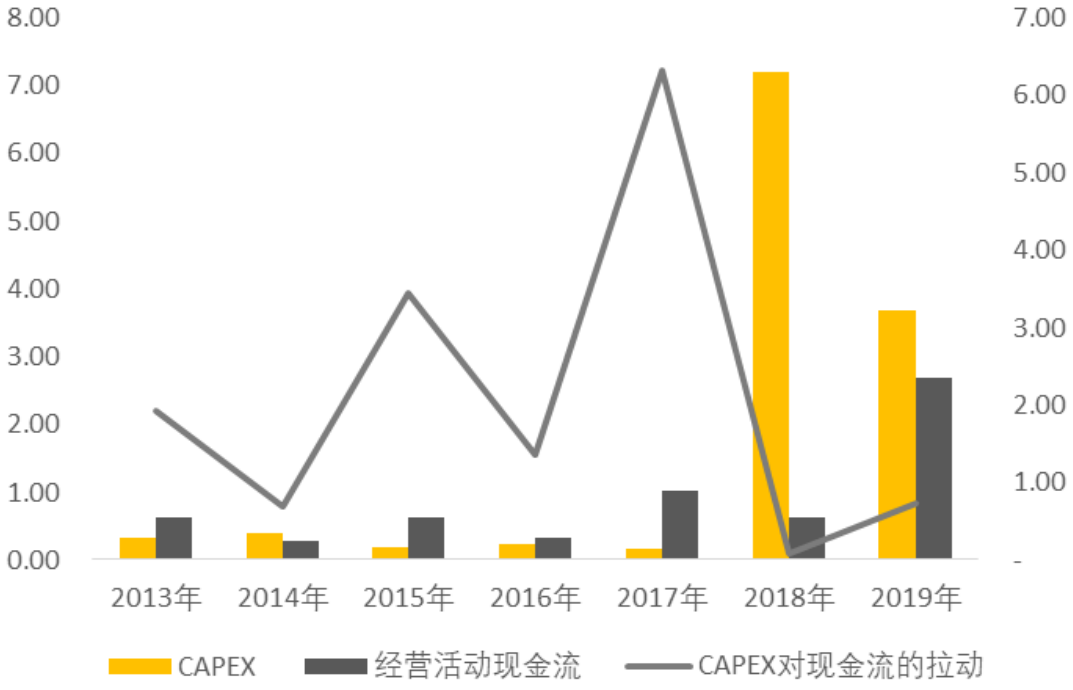
图：同行业毛利率（单位：%）来源：塔坚研究



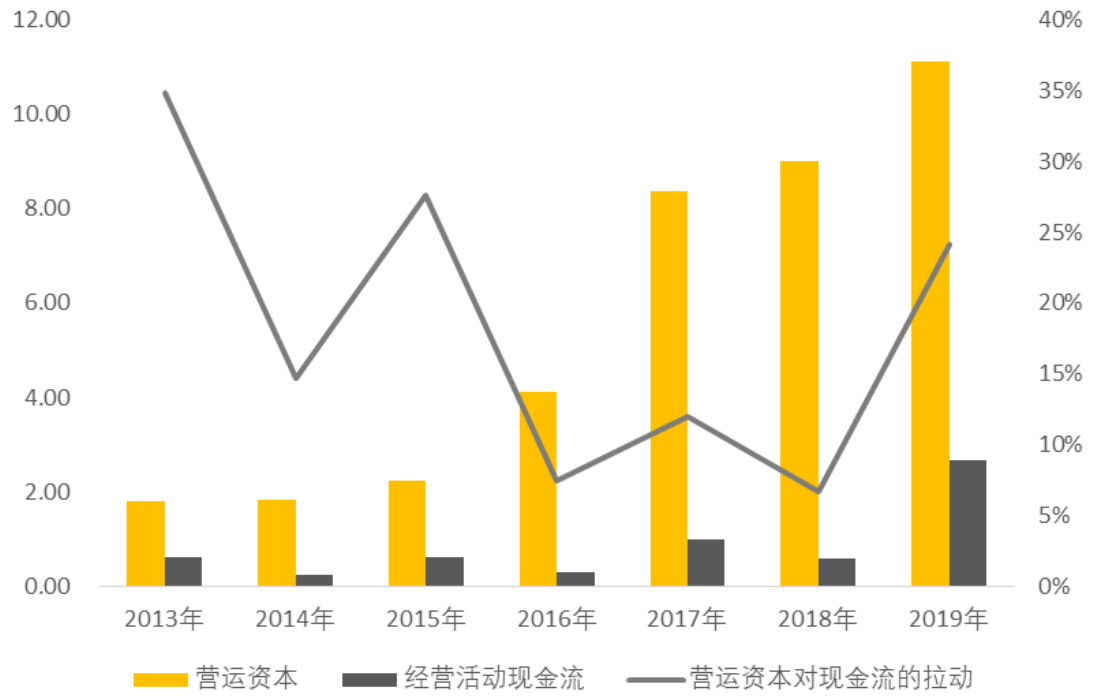
图：净利润及经营活动现金流（单位：亿元）来源：塔坚研究



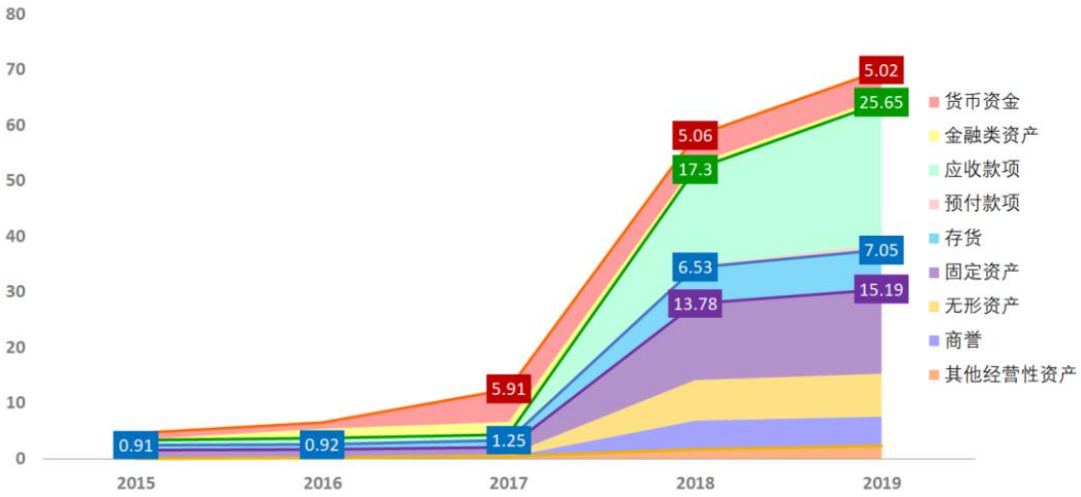
图：现金流（单位：亿元）来源：塔坚研究



图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）来源：塔坚研究



图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、倍）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

▼

在我们的投研体系之下，对任何公司做分析的核心，都始于回报分析。 本案近三年的 ROE 为 6.66%、17.71%、16.42%；ROIC 为 6.33%、16.18%、14.23%；ROA 为 6.03%、13.01%、10.61%。这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

		2017	2018	2019
ROE	帝欧家居	6.66	17.71	16.42
	东鹏控股	31.15		
	海鸥住工	6.55	2.61	8.19
	惠达卫浴	9.19	7.77	10.07
	蒙娜丽莎	20.05	15.20	15.82
	四通股份	6.16	6.08	5.94
ROIC	帝欧家居	6.33	16.18	14.23
	东鹏控股	30.35		
	海鸥住工	6.20	2.73	6.91
	惠达卫浴	8.88	7.75	9.95
	蒙娜丽莎	18.12	14.07	14.47
	四通股份	5.56	5.66	5.72
ROA	帝欧家居	6.03	13.01	10.61
	东鹏控股	18.97		
	海鸥住工	5.83	2.68	6.34
	惠达卫浴	8.38	7.16	9.34
	蒙娜丽莎	13.13	10.90	10.66
	四通股份	5.72	5.60	5.48

图：回报对比　来源：塔坚研究

从历史数据看，行业内投入资本回报率较高的是东鹏控股（目前正在 IPO 进程中，后两年数据不全，因而无法比较），之后是帝欧家居、蒙娜丽莎。 其中，帝欧家居 ROE 高于蒙娜丽莎，而其 ROIC 略低于蒙娜丽莎，主要是因为帝欧家居借款增多，导致杠杆较高。整体来看，建陶行业（东鹏控股、2018 年后的帝欧家居、蒙娜丽莎）回报要高于卫浴行业（2017 年的帝欧家居、惠达卫浴等）。

其次，从核心指标来看： 净利率——除海鸥住工外（受产品结构影响，毛利率较低），其余可比公司基本稳定在 10%左右，**蒙娜丽莎较高，达到 11.38%。 总资产周转率**——帝欧家居较高，主要是固定资产周转率优于同行，得益于其外协加工比例较高，四通股份垫底。

资产负债率——帝欧家居较高，主要是重组后扩建产能，借款上升，其次是蒙娜丽莎。

	销售净利率	总资产周转率	资产负债率
帝欧家居	10.01	0.87	47.98
蒙娜丽莎	11.38	0.80	43.58
惠达卫浴	10.79	0.70	25.59
海鸥住工	5.25	0.87	43.23
四通股份	10.89	0.46	17.58

图：销售净利率、总资产周转率、资产负债率来源：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和收益以及营运效率情况。

		帝欧家居	四通股份	蒙娜丽莎	惠达卫浴	海鸥住工
资产类	货币资金					
	固定资产	14.53	3.19	5.57	13.17	5.66
	在建工程	0.61	0.01	5.35	2.33	0.76
负债类	短期借款	4.53		0.19	0.70	3.55
	长期借款	3.33	0.45	1.40		2.80
营运资本	存货	7.05	1.25	10.86	6.83	5.85
	应收票据及应收账款	25.35	1.08	8.31	11.93	7.06
	应付票据及应付账款	18.32	0.22	15.96	5.51	4.71
	预付款项	0.96	0.04	0.07	0.16	0.39
	预收账款	1.44	0.10	0.29	0.52	0.18
经营情况	营业收入	55.70	4.05	38.04	32.10	25.69
	净利润	5.58	0.44	4.33	3.46	1.35
	经营活动产生的现金流	2.69	0.48	9.21	2.27	1.24
核心资产情况	单位固定资产带来现金流	0.18	0.15	1.65	0.17	0.22

图：同行业财务数据对比　来源：塔坚研究

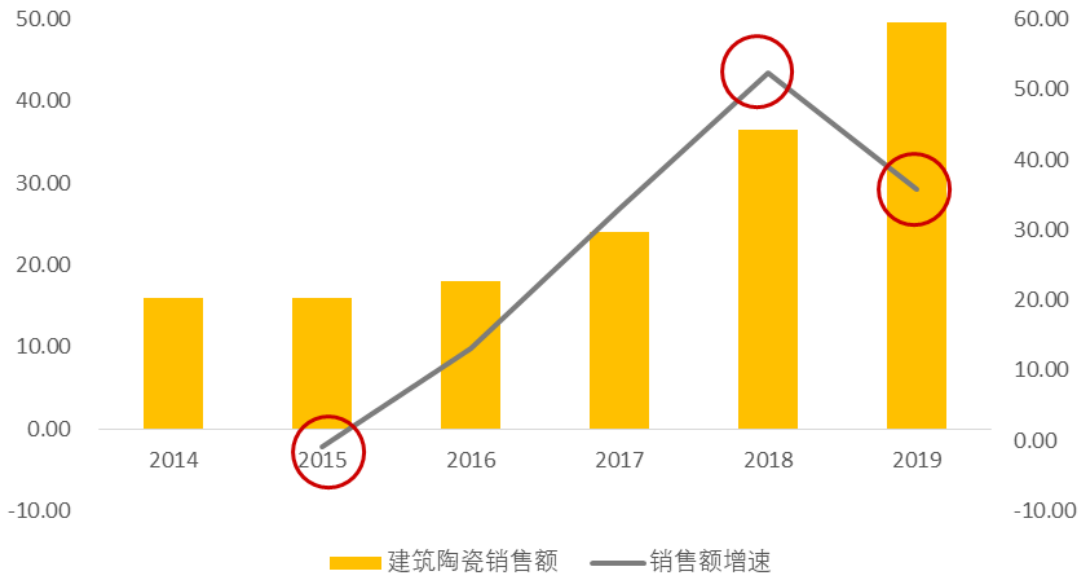
根据以上三张表，我们认为，这个行业的核心资产是固定资产，如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，蒙娜丽莎较强，主要是本期开始使用商业承兑汇票支付供应商货款，导致现金流出减少所致。 这样看来，本案要想进一步提升投入资本回报率，关键在于提升净利率。那么其净利率能否提升？未来增长逻辑如何？我们继续进行建模分析。

— 03 —

增长，拆解

▼

2017 年至 2019 年，本案营业收入同比增速分别为 24.85%、707.31%、29.29%，其中，2018 年增速极高，主要是当年收购欧神诺，重组后形成以建陶业务为主，卫浴业务为辅的产品结构，具体为：*收入=陶瓷墙地砖收入+卫浴产品收入+其他收入* 目前，建筑陶瓷业务收入占比接近 90%，因此，是我们收入预测的重点，其他业务简化预测。 根据公司公告，建筑陶瓷行业与卫生洁具行业市场需求总量均达到饱和，2019 年，陶瓷砖产量继续在下行通道持续走低，达到 82.25 亿平方米，同比下降 8.73%。 **那么，本案建筑陶瓷业务收入驱动来自哪里?**

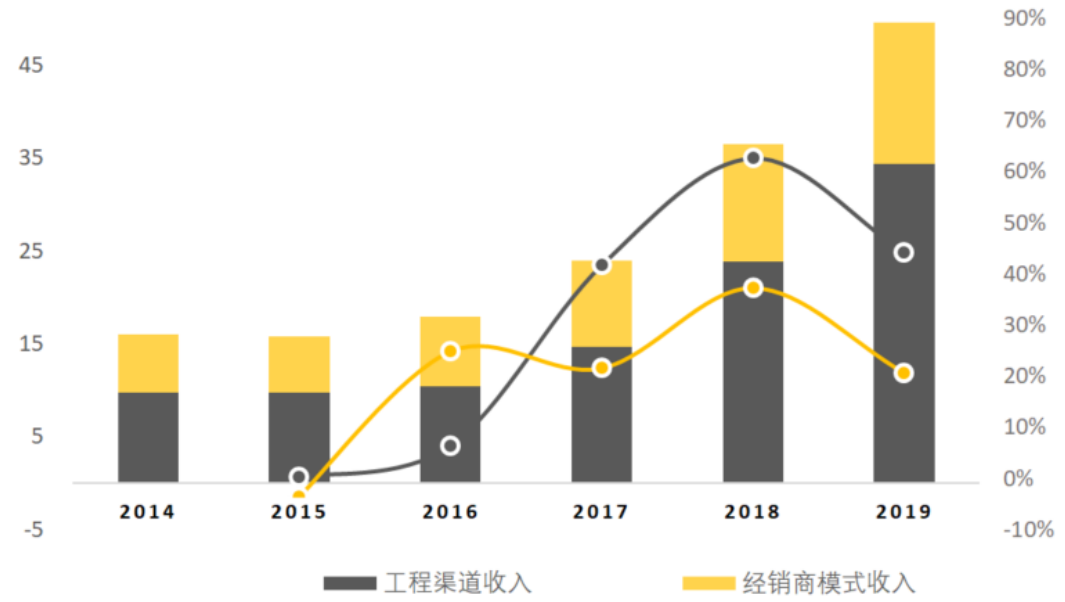


图：建筑陶瓷业务收入同比增速　来源：塔坚研究

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
帝欧家居（建陶收入）		-0.91	13.22	33.01	52.38	35.78
东鹏控股		5.92	25.87	22.77		
蒙娜丽莎	15.62	9.73	47.06	24.33	11.02	18.57
悦心健康	-5.38	-19.05	13.74	15.68	8.67	19.22

图：同行业建筑陶瓷收入增速　来源：塔坚研究

从历史增速来看，本案建筑陶瓷收入处于上升趋势，其中： 2015 年，地产低景气度较低，叠加欧神诺 2014 年转让子公司广东特地，合并范围减小，导致当年收入增速为负数，之后 2016 年至 2018 年保持快速增长。 2018 年收入增速达到高点（52.38%），一方面是工程渠道扩张，其与碧桂园签订为期 2 年的战略合作框架协议，当年对碧桂园销售达到 20 亿元，占当年工程渠道收入的 85.83%；二是广西藤县、景德镇生产基地项目建成投产，产能释放。 分渠道来看，2015 年至 2019 年，工程渠道收入占比由 60.00%上升至 68.98%，复合增速 37.05%，高于经销渠道的复合增速 25.85%，这主要得益于精装修渗透率的提升。



图：帝欧家居建陶收入　来源：塔坚研究

综上，工程渠道是收入增长的主要驱动。因此，我们分渠道，对建筑陶瓷业务进行收入预测，

其中，工程渠道采用自上而下的分析方法，经销渠道简化采用增速法预测。即：*陶瓷墙地砖收入=工程渠道市场规模×工程渠道市占率+上年零售渠道收入×（1+收入增速）其中：工程渠道市场规模=精装修面积×单位面积瓷砖需求量×瓷砖单价 精装修面积=新房销量×精装修渗透率* **上述核心变量，我们挨个分析。**

— 04 —

精装修，替代

▼

1）**精装修面积** 取决于新房销售面积、精装修渗透率，且主要增量来自精装修渗透率的提升。新房销售面积方面，有一个信号值得我们关注——交房缺口收窄：2020 年 1-3 月，住宅竣工面积 1.09 亿平方米，同降 16.2%，环比前 2 月跌幅收窄 6 个百分点。3 月单月竣工面积 0.42 亿平，同升 1.2%，3 月房屋住宅竣工面积出现回暖信号。 精装修渗透率方面，之前我们在志邦家居的报告中有过讨论，详见专业版报告库，此处不详述。精装修渗透率主要驱动来自政策、地产商集中度提升。

我们简单回顾一下： **政策方面**——2017 年发布的《建筑业发展十三五规划》明确提出，到 2020 年全装修占比达到 30%的目标，推动全装修普及。2019 年 2 月，《住宅项目规范（征求意见稿）》中提出“城镇新建住宅建筑应全装修交付”，加速全装修交付进度。

地产商方面——集中度呈上升趋势，从销售规模来看，2011 年至 2019 年，行业 CR10 由

10.8%上升至 26.3%。而龙头地产商行精装房覆盖率更高，万科、恒大、碧桂园基本实现100%精装修，明显高于二线房企精装房装修比例（50%左右）。

恒大	万科	碧桂园	金地	旭辉	鸿坤	绿城
近100%	100%	近100%	51%	60%	20%	50%
富力	华润	中赫置地	中国中铁	中海地产	中国铁建	中国电建
80%	60%	90%	50%	57%	较低	较低

图：龙头地产全装修比例

来源：《2017-2023 全装修行业市场运营状态及发展前景预测》，东吴证券研究所

2016 年至 2019 年，我国住宅全装修渗透率由 12%增长至 32%。所以，我们假设，预测期精装修渗透率逐步提升，之后逐步达到日本当前 85%的水平。

2）单位面积瓷砖需求量。 不同房间地面及墙面瓷砖的使用情况存在差异，比如，厨房、卫生间墙面的瓷砖使用率一般较高，而卧室墙面的瓷砖使用率基本为 0，地面瓷砖使用率也偏低。 此处，我们采用广发证券的模型，根据各户室面积占比，及相应瓷砖覆盖率，估算每百平米瓷砖覆盖面积，进而得到竣工面积与瓷砖用量面积的比例关系。

户室	地面面积占比	地面瓷砖使用率	地面瓷砖平均覆盖率	墙面瓷砖使用率	墙面瓷砖平均覆盖率	每百平米住宅面积对应瓷砖面积（平方米）
卧室	38%	60%	95%	0%	0%	21.7
客厅+餐厅	44%	80%	90%	0%	0%	31.7
厨房	6%	98%	95%	95%	85%	20.1
卫生间	8%	98%	98%	95%	95%	29.3
阳台	4%	95%	95%	95%	85%	13.3
总计	100%	-	-	-	-	119.6

数据来源：全装联，广发证券发展研究中心

注：地面面积与内墙面积比例约为 1：2.5~3，比例参考《Current Situation of Architectural Coatings in 2016 and Development Trend in 2017》（林宣益）；总计每百平米住宅面积对应瓷砖面积已考虑 3%损耗率

图：每百平米瓷砖覆盖面积假设表来源：全装联，广发证券发展研究中心

根据广发证券的估算结果，平均每平米住宅面积需要使用 1.2 平米瓷砖。 3）瓷砖单价，从历史数据来看，影响瓷砖价格的因素主要为：产品结构变化；材料及能源动力价格变动。以 2016 年为例，本案 2016 年瓷砖销售均价由上年的 47.94 元下降到 43.05 元，同比下降 10.19%。一方面是因为 2016 年售价较低的瓷片占比上升（ 同比 20.34%→26.14%），另一方面是因为原材料及能源价格走低，其中，坯料原料由 241.93 元下降到 220.39 元（占成本比重为 18.41%），电费由 0.60 元下降到 0.57 元（占成本比重为 11.27%）。 由于未来产品结构、材料以及能源价格变动趋势较难预测，我们简化处理：*假设未来 5 年，价格保持 2019 年欧神诺及蒙娜丽莎平均水平，为 42.47 元（出厂口径），随后以 CPI 增速 3%上升。*

研究至此，工程渠道的市场规模预测完毕。接下来我们看本案工程渠道市占率。

— 05 —

工程渠道，格局

建筑陶瓷工程渠道集中度较高，帝欧家居、马可波罗、蒙娜丽莎、东鹏控股，CR4 已经达到 50%以上。根据我们的估算，2019 年，本案工程渠道市占率为 14.04%，略低于马可波罗，高于蒙娜丽莎、东鹏控股。 那么，未来其市占率是否还有提升空间？我们从下游客户、环保政策两方面来看。

1）**大客户绑定** 如前文所述，精装修下游地产商集中度呈上升趋势，且龙头精装房覆盖率更高，因此短期内精装修的市场增量多掌握在地产龙头手中。而龙头地产商对陶瓷产品供应商要求严格，包括品牌【TOP10】、产品质量、供应链能力、产品服务以及账期占用

等，中小厂商很难参与其中。 本案工程渠道采用全直营模式，与龙头地产商合作多年，2015 年至 2019 年，对碧桂园、万科的销售额，平均占工程渠道收入的 55.14%和 22.78%（预期占比碧桂园 60%+、占比万科 40%+份额），相对蒙娜丽莎等竞争对手，本案与大客户绑定程度更高。

2015年				2016年				2017年6月				2018年				2019年			
单位名称	渠道	金额	占比	单位名称	渠道	金额	占比	单位名称	渠道	金额	占比	单位名称	渠道	金额	占比	单位名称	渠道	金额	占比
碧桂园	图表区	4.52	46.52%	碧桂园	工程渠道	4.77	46.18%	碧桂园	工程渠道	2.85	56.61%	碧桂园	工程渠道	20.41	85.83%	碧桂园	工程渠道	13.28	38.77%
万科	工程渠道	3.36	34.59%	万科	工程渠道	4.15	40.15%	万科	工程渠道	1.80	35.81%	万科	工程渠道	4.12	17.32%	万科	工程渠道	5.51	16.07%
恒大	工程渠道	0.93	9.56%	恒大	工程渠道	0.62	5.97%	华润建材	工程渠道	0.17	-	-	-	0.34	-	-	-	0.94	-
惠泉美居	经销渠道	0.37	-	粤冠建材	经销渠道	0.33	-	粤冠建材	经销渠道	0.16	-	-	-	0.31	-	-	-	0.77	-
雅居乐	工程渠道	0.31	3.17%	惠泉美居	经销渠道	0.28	-	恒大	经销渠道	0.14	2.72%	-	-	0.30	-	-	-	0.50	-
合计	-	9.49	93.84%	合计	-	10.14	92.30%	合计	-	5.13	95.14%	合计	-	25.47	103.15%	合计	-	21.00	54.85%

图：建筑陶瓷收入前五名（亿元，占比为占工程渠道收入比重）来源：塔坚研究

2) 2018 年荣获碧桂园长期战略合作奖、被万科评为 A 级瓷砖供应商。

图表13： 主要地产企业瓷砖供应商情况

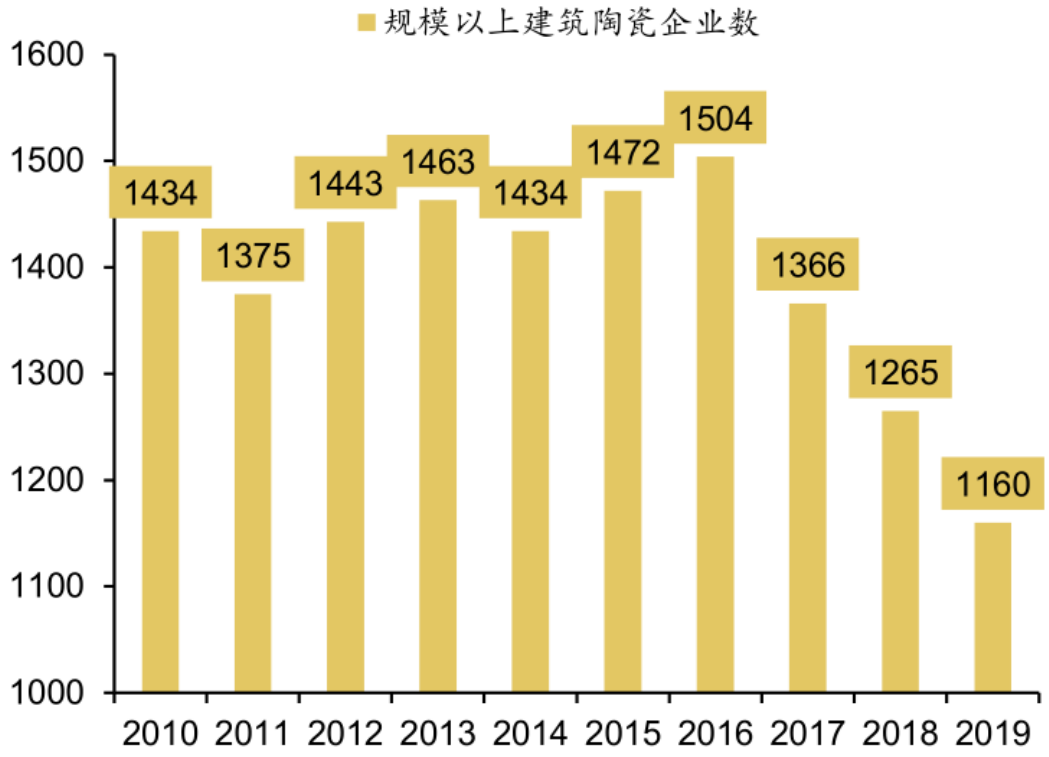
地产商	2017年	2018年
碧桂园	优秀供应商：欧神诺、蒙娜丽莎、博华陶瓷、金意陶、威尔斯陶瓷、宏宇陶瓷、高德瓷砖、惠达卫浴	长期战略合作奖：欧神诺 卓越供应商：蒙娜丽莎、高德、冠星、星辉、卓远、惠达卫浴、圣·凡尔赛
万科	A级：欧神诺、蒙娜丽莎 B级：欧雅、恒佑、新明珠 合格：新中源、家美、简一	A级：欧神诺、蒙娜丽莎 B级：简一、家美 合格：恒佑、东鹏、宏威
恒大	优秀供应商：家美、新明珠	优秀供应商：家美、新明珠
保利地产	合作优秀供应商：蒙娜丽莎	优秀供应商：马可波罗 质量优秀奖：蒙娜丽莎

资料来源：中华陶瓷网，华泰证券研究所

图：主要地产企业瓷砖供应商情况 来源：中华陶瓷网，华泰证券研究所

从客户拓展情况来看，2019 年，新开发的腰部客户（包括荣盛、雅居乐等）开始发力，销售额提升。此外，2020 年 4 月，本案拟定增不超过 5 亿元，引入碧桂园作为战略股东（发行完成后占比 6.5%），加深与核心客户绑定。

3）环保政策 建筑陶瓷生产过程中，会产生大量废水及固体废弃物，并且伴随粉尘、氮氧化物、二氧化硫的排放。此外，建筑陶瓷烧成工序需要高温环境，温度高达 1200℃，需要耗费大量能源（占生产成本的 25%-30%）。 2016 年，供给侧结构性改革以来，不能达标的中小落后产能（在设备、研发以及环保中投入不足）被迫出清，建筑陶瓷市场集中度逐步提高。2016 年至 2019 年，规模以上建筑陶瓷企业数量从 1504 家下降至 1160 家。



图：规模以上建筑陶瓷企业数量　来源：中国建筑卫生陶瓷协会，广发证券发展中心

基于以上结论，对于本案的市占率，我们做出如下假设：*乐观情况下：本案与头部地产商绑定加强，并且与腰部厂商的合作进展顺利，叠加环保政策利好龙头厂商，假设未来五年，本案建筑陶瓷领域市占率逐步提升至 25%。*

不过，随着头部地产商相继实现精装房全覆盖，中小地产商可能成为贡献精装修市场规模的新动力。与头部厂商不同，中小地产商对品牌的关注度较低，对价格更加敏感，可能选择本地区域性瓷砖厂商合作，建陶领域集中度可能小幅下降，我们假设本案市占率在预测期剩余年份逐步下降至 20%。

保守情况下：维持现有市占率不变。 研究到这里，我们已经完成了核心增长部分——工程渠道下建陶业务的预测。那么，经销渠道未来增长前景如何？

— 06 —

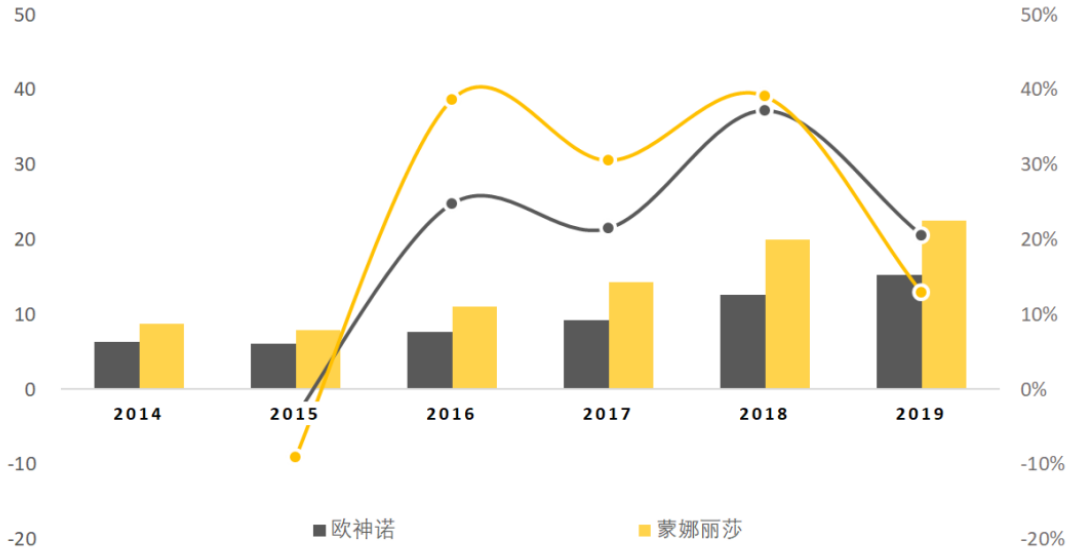
经销渠道，增长

▼

本案经销渠道的收入包括两部分：

1）面向办公楼、酒店、医院等建设项目以及家装公司的小 B 端；2）面向面向消费者的纯 C 端。 经销渠道行业规模约为 3800 亿元，是工程渠道的 15 倍，但是需求趋于饱和，整体进入负增长，2018 年、2019 年产量分别为 90.12 亿平方米、82.25 亿平方米，同比下降 8.73%，且市场集中度较低，CR4 约为 2%。 不过，尽管行业增速下滑，头部厂商的经销渠道收入增速却明显优于行业，本案 2017 年至 2019 年，经销商渠道收入分别为 9.21 亿元、12.6 亿元、15.24 亿元，复合增速 28.62%。

我们简单对比一下头部厂商的品牌、渠道情况。



图：经销渠道收入增速来源：塔坚研究

1）品牌方面，2017 年至 2019 年，帝欧家居广告宣传费支出分别为 2846 万元、6659 万元、6045 万元，占经销渠道收入比重为 3.09%、5.27% 、3.97%，蒙娜丽莎 2019 年广告宣传支出为 9150 万，占经销渠道收入比重为 4.06% (其他年份数据难以拆分)。

2）渠道方面，2019 年，欧神诺加速网点覆盖，下沉渠道，经销商净增 200 家至 900 家，终端门店约净增 1200 个至 2980 个，快速缩小与蒙娜丽莎的差距——2018 年，蒙娜丽莎的终端门店数量为 3300 家以上。

基于上述分析，我们假设未来三年，本案经销渠道收入保持过去五年复合增速 14.22%，随后逐步恢复至建筑装饰行业产复合增速 9.4%。 **研究至此，建筑陶瓷收入预测已经解决，接着来看下帝欧家居的“起家”业务——卫浴产品的情况如何？**

— 07 —

卫浴，亚克力

▼

本案是亚克力卫浴产品细分领域龙头，主要产品包括亚克力浴室柜（占比 32.55%，2017 年数据，下同）、亚克力坐便器（占比 21.30%）、亚克力板（20.42%）。 亚克力，即聚甲基苯烯酸甲酯，简称 PMMA。相对于传统陶瓷等材料，亚克力洁具具有不易破损、洁净性好、修复性强、色彩丰富、冬季使用无冰凉感等优势，价格较传统陶瓷高，主要面向个性化的年轻群体（颜色丰富），以及对价格不敏感中等收入群体。 卫浴产品，主要以线下经销商网络为主，辅以电子商务、整体家装以及互联网家装等渠道销售到终端客户，2019 年，逐步开展直营工程业务，拥有包括碧桂园、融创、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户。考虑到精装修渗透率的快速提升，短期内精装房快速替代毛坯房成为新房装修的主要驱动，此时与 B 端大客户绑定，可能成为未来几年业务增长的核心催化剂。

我们假设，未来卫浴业务保持过去五年复合增速 4.79%。同时，前三年再叠加一个精装修渗透率增速 16.56%，则 2020-2022 年卫浴业务增速分别为 22.14%、19.68%、17.82%。（以 2020 年为例，增速=（1+4.79%）（1+16.56%）-1=22.14%）* 至此，收入预测已经完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

— 08 —

逻辑，印证

▼

综合以上数据，可计算出未来三年的收入增速分别为 23.61%、26.48%、24.08%。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。由于卫生事件影响，2020 年一季度，收入同比下降 28.81%，考虑到一季度是建陶以及卫浴行业的淡季，随着复工复产工作推进，卫生事件对本案全年的业绩影响有限，因此我们不采用季度反推法进行验证。

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 18.62%，近三年平均 ROE 约为 13.60%，通过计算，得到内生增速为 11.07%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 27 家机构在 2020 年-2022 年的预测，营收增速为 24.73%，未来 2 年复合营收增速 24.00%；利润增速为 24.99%，未来 2 年复合利润增速为 25.82%。

华泰证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 23.6%、21.70%、17.96%，房企 3 月复工，全年竣工回暖+精装放量态势不改，工程订单有望快速恢复；工装新老客户共驱成长，整装带动零售业务回升。

东吴证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 25.10%、23.70%、20.50%，碧桂园为帝欧家居大客户，2018 年双方签订战略合作框架协议，随后在合作深度、广度、关系牢固程度方面更进一步；引进碧桂园作为战投，形成更强的品牌效应，有利于客户拓展；4 月以来精装修景气修复较好，看好 B 端业务全年高增长。

国信证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 24.20%、20.10%、18.50%，建陶及卫浴 B 端客户均有拓展，同时继续巩固零售渠道，加强渠道融合，深化协同作用；产能布局更加完善，成本优势、物流优势持续提升；环保严控力度不减，帝欧家居有望明显受益。 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，我们看另一个问题：利润表，该如何建模?**

— 09 —

成本，去向

▼

收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，对本案来说，利润表预测，关键要看毛利率。

可比公司	2015	2016	2017	2018	2019
帝欧家居	31.85	31.90	29.40	35.00	35.94
蒙娜丽莎	34.04	34.81	36.03	36.77	38.51
悦心健康	32.66	35.06	34.61	34.66	34.90
东鹏控股	38.82	36.56	37.21		
惠达卫浴	25.47	26.37	26.52	27.17	31.97
四通股份	26.63	29.21	27.96	26.61	29.34

图：同行业毛利率对比（单位：%） 来源：塔坚研究

成本项——主要包括原材料 (40.22%)、人工成本 (18.73%)、能源折旧 (41.06%) 等。近五年，本案毛利率分别为 31.85%、31.90%、29.40%、35.00%、35.94%，整体来看，2017 年毛利率走低，随后有所反弹。 其中，2017 年毛利率下降 2.5 个百分点，主要是因为亚克力的原材料 PMMA 价格上涨（12000 元/吨→24000 元/吨）所致。 2018 年收购欧神诺后，建陶业务占比明显提升，而建陶业务毛利率在 35%左右，高于卫生洁具（30%左右），因此拉升了整体的毛利率水平。考虑到建陶业务占比较高，我们重点看建陶业务的毛利率。

	2015	2016	2017	2018	2019
销售均价	47.94	43.05	43.08	40.30	38.66
单位成本	32.74	29.09	28.01	25.86	24.66
毛利	15.20	13.96	15.07	14.44	13.99
毛利率	31.72%	32.43%	34.98%	35.84%	36.20%

图：欧神诺建陶业务盈利情况（单位：元/平方米） 来源：塔坚研究

从历史数据来看，2015 年至 2019 年，建陶业务销售均价（复合增长率-5.24%）及单位成本(复合增长率-6.83%)均有所下降,但成本降幅更大,毛利率从 31.72%增长到 36.20%。毛利率上升，主要是工程渠道毛利率高于经销渠道下的产品毛利率，表现在两个方面：一是工程业务模式下，产品 SKU 更加集中，规模化生产提升效率；二是工程渠道下，瓷砖厂商负责产品运输（经销模式下由经销商到厂取货），运费收入计入产品收入，但是运输成本通过销售费用核算，抬升毛利率。

综合上述逻辑，未来本案工装业务占比可能进一步增加，进而带动毛利率上升。不过，目前本案工装业务占比已经接近 70%，未来提升空间较小。因此，我们假设预测期前三年，主营业成本占收入比重，按照历史复合增速-1.41%减少至 59.17%，随后保持不变。 **至此，本案成本支出的预测告一段落，不过，还有另一件重要的事——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱?**

— 10 —

长期资本，支出

本案资本支出主要用于厂房、机器设备、土地使用权等。2015 年至 2019 年，本案资本支

出分别为 0.18 亿元、0.23 亿元、0.16 亿元、7.20 亿元、3.68 亿元。 从资产结构来看，本案的固定资产、无形资产占总资产的比重 20.75%、11.04%，固定资产中厂房、设备居多，无形资产中主要为土地使用权（占比 67.45%）、商标（占比 25.94%）。 对比同行业来看，为适应工程渠道快速放量，建陶及卫浴厂商均保持较高的资本支出，资本支出占收入比重平均在 7%左右，受项目进度影响，各年度资本支出占收入比重存在一定波动。 四通股份资本支出占收入比重较高，主要是收入规模小，且主营的生活陶瓷增长乏力 。

	2015	2016	2017	2018	2019
帝欧家居	4.68	5.32	3.03	16.71	6.60
蒙娜丽莎	3.33	4.30	6.86	6.29	19.24
四通股份	1.77	20.25	24.43	31.52	13.49
惠达卫浴	2.24	2.57	3.70	9.09	9.53
海鸥住工	3.60	3.92	5.34	7.47	4.71
东鹏控股	8.65	10.47	12.32	0.00	0.00

图：同行业资本支出占收入比重（单位：%）来源：塔坚研究

注意，在预测资本支出之前，有两个问题值得思考：

1）建筑陶瓷行业普遍存在外协加工的情况，其中本案 2018 年至 2019 年外协加工占比高达 70%、60%（预计数），这是为什么？

2）未来本案外协加工的比重是否会下降，是否需要增加自建产能？ 先看前面的问题：瓷砖是建材家居产品中 SKU 数量较大的一个产品品类，单一品牌 SKU 数量可达到上千种，各类型产品材料、配方参数、适宜烧制温度各异，因此，小批量需求导致企业需要频繁转产。排产时间越长，毛利率越高。

	2016 年（假设排产 5 天）	排产 3 天	排产 10 天
产量（万平米）	3249	2708	3655
单位成本（元/平米）	31.8	36.9	29
毛利率	34.81%	24.36%	40.56%

图：排产时间对毛利率影响的弹性测算来源：蒙娜丽莎公告，中信证券研究部

同时，转产生产前均需进行窑炉、压机等设备的调试，从开始生产到设备达到稳定的性能往往需要 1~2 天时间。因此，为了发挥规模化生产优势，提高产能利用率，陶瓷厂商选择将部分订单外包给负责外协厂商（单一品类排产时间长）生产。

接着，再看第二个问题：不同于零售渠道，工程订单 SKU 集中，而且通常会提前 1~2 年签订，建陶厂商可以综合考虑产能、运输等情况，综合排产。在设备调试完成后可持续进行生产，提高产能利用率、良品率，充分发挥规模效应。 根据中泰证券调研信息，欧神诺在连续生产 3 天、和 10 天以上的良品率分别为 85%左右、95%以上。

以 2018 年数据为基础，工程业务良品率提升 5 个百分点时，产品毛利率提升幅度达到 3.0 个百分点，规模化生产带来利润率提升较为显著。 因此，预计随着工程渠道收入的增加，本案会逐步增加自建产能。 事实上，本案瓷砖相关产能已经处于建设中，其在建以及计划建设项目，主要包括欧神诺八组年产 5000 万平方高端墙地砖智能化生产线项目（广西,共三期)、高端陶瓷墙地砖智能化生产线项目（景德镇)、智能卫浴生产项目（重庆）等。上述项目的总投资超过 28 亿元，尚有 19 亿元资金缺口。 2019 年初，广西八组年产 5000 万瓷砖生产线一期项目建成投产，累计投入 6.5 亿，因此 2018 年、2019 年资本支出较高。



图：欧神诺建筑陶瓷产能地图（2018 年） 来源：公司公告、中金公司研究部

结合以上数据，可以资本支出做出合理假设：

1）固定资产购建——根据广西八组年产 5000 万瓷砖生产线一期项目的完工时间，我们判断建陶生产线的建设周期大约为 1.5 年； 考虑到目前公司资金缺口较大，项目进度可能受融资情况影响，我们假设剩余项目能够在 3 年内建成投产，则未来三年每年资本支出均值为 7 亿元（在 19 亿元基础上增加研发中心、互联网营运平台等募投项目支出），其中，厂房及设备支出约为 6.65 亿元（土地使用权支出按照项目总支出的 5%计算）。其余年份固定资产购建占收入比重，我们取历史五年均值（剔除 2018 年），为 4.42%。

*2）无形资产购建——前三年参考购建固定资产预测部分，土地使用权支出约为 0.35 亿元，其余年份，无形资产构建占收入比重，我们取历史五年均值（剔除 2018 年），约为 1 %。***研究至此，CAPEX(资本支出)预测完毕。但是，还有另一大变量，会极大的影响自由现金流，**

进而影响建模——本案，在产业链上话语权如何？它是否能够占用上下游的资金，进而增强自己的现金流，以提升企业内含价值？

— 11 —

产业链，话语权

本案，影响营运资本的主要是应收账款和存货，分别来看。

	可比公司	2015	2016	2017	2018	2019
应收账款占收入比重	帝欧家居	19.88	25.52	17.67	40.15	45.52
	东鹏控股	13.46	12.22	12.13		
	海鸥住工	22.73	24.15	18.90	23.91	27.49
	惠达卫浴	19.68	17.84	16.62	28.80	37.15
	蒙娜丽莎	30.29	26.36	21.97	23.49	21.85
	四通股份	29.58	30.17	32.28	19.33	26.56
存货周转率	帝欧家居	2.85	3.19	3.47	7.20	5.26
	海鸥住工	3.58	4.11	4.43	4.43	3.99
	惠达卫浴	2.60	2.57	2.93	2.92	3.05
	蒙娜丽莎	1.48	2.18	2.67	2.53	2.37
	四通股份	3.18	2.81	3.08	3.07	2.31

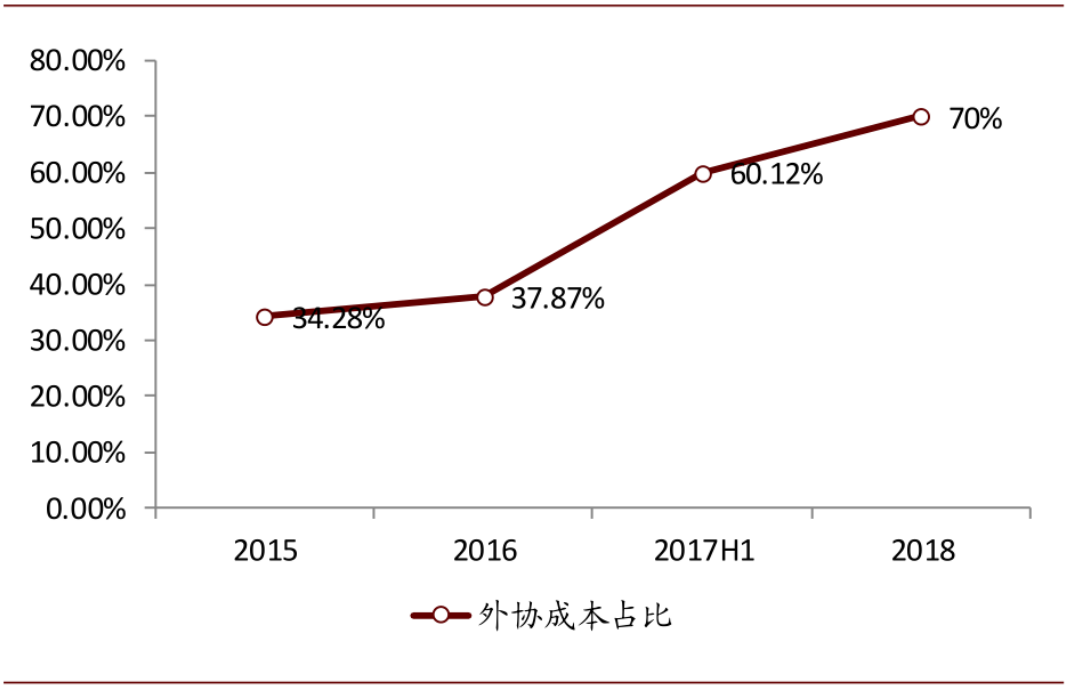
图：同行业应收账款占营收比重、存货周转率（单位：%，次）　来源：塔坚研究

应收账款方面——2015 年至 2019 年，其应收账款占营业收入的比重分别为 19.88%、25.52%、17.67%、40.15%、45.52%， 2018 年以后应收账款大幅攀升，主要是因为收购欧神诺后，工装业务占比提升，地产商处于产业链核心地位，议价能力强，本案应收账款账期变长。且由于工程渠道占比较高，其应收账款占比在同行业中处于较高水平。

未来几年，精装修迅猛发展势头仍将持续。不过，本案工装业务占比已经接近 70%， 未来占比提升空间较小，按照渠道划分的收入结构可能会保持稳定。

因此，我们假设未来应收账款占收入比重保持 2019 年水平。

存货方面——其存货主要包括原材料（27.82%）、库存商品（53.90%）、发出商品（15.98%）。2015 年至 2019 年，本案存货周转率分别为 2.85 次、3.19 次、3.47 次、7.20 次、5.26 次。从历史数据看，本案重组后存货周转率大幅上升，尤其是 2018 年，达到惊人的 7.2 次，约为蒙娜丽莎的 3 倍。这主要是因为本案建陶产品外协生产比例较高。同样在工程渠道下，外协的产品从物料采购、生产、完工入库，一直到发货至施工现场前，这一整个过程中发生支出都不会在存货科目列支（计入外协厂商存货），直到发货后计入发出商品，对比自产模式，账面存货余额更低，因此存货周转率更高。 2018 年，帝欧家居的建陶产品外协生产比例约为 70%，2019 年广西藤县生产线一期项目、景德镇生产基地扩产项目建成并且投入使用，外协成本占比估计有所下降。



图：瓷砖外协成本占比　来源：公司公告、中金公司研究部（2018 年为预计数）

根据管理层有关产能建设的计划，未来本案产能将保持较快的扩张速度，外协比例将进一步下降。 *因此，我们假设未来 3 年，存货占营业成本的比重由当前的 20.50%，上升到 2016*

年欧神诺的水平，约为 24.74%。 **以上，关于建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——建模，到底如何测算?**

— 12 —

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：

1）行业天花板：建筑陶瓷行业与卫生洁具行业市场需求总量均达到饱和，2019 年，1160 家规模以上建陶企业（较上年减少 105 家）实现营收 3079.91 亿元，增长 2.89%。

2）未来增长驱动力：短期看工程渠道；长期看行业集中度的提升。

3）投入资本回报：2017 年至 2019 年，我们计算其剔除现金和类现金资产的 ROIC 分别为 6.7%、22.0%、15.5%；不剔除现金分别为 2.2%、15.7%、13.3%。其中，2018 年剔除现金的 ROIC 较为异常，其原因是本案当年账面保留较多货币资金。

4）护城河分析：品牌、渠道、资金、产能。

5）从竞争格局上来看： 建陶领域龙头是唯美集团（未上市，旗下品牌有马可波罗、L&D 等），帝欧家居、东鹏控股、蒙娜丽莎处于第二梯队。工程渠道方面，本案近两年发展迅速，市场份额由 10%上升至约 15%。 卫浴领域的主要玩家是科勒、摩恩、TOTO 等海外公司，本案市占率不及 1%。

6）风险因素：宏观层面——卫生事件发展不确定性；地产销售大幅下行，地产竣工面

积不及预期；公司层面——客户拓展不及预期；产能释放不及预期；股东层面——大股东存在质押……

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算……

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

— 14 —

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。