

家居行业的供需情况如何？依据哪些指标可判断其未来走势？

今天我们研究的行业，其中几大龙头，自 2018 年以来，跌幅已经达到 50% 以上，形成了“集体腰斩”的态势。这，是一条超大规模的产业链。2019 年，我国该行业规模以上企业数量为 6410 家，累计产量为 8.97 亿件。然而，在多年高速发展滞后，人口红利逐渐消失，其增速也有所放缓。

并且，随着卫生事件的突袭之后，这个行业也遭受打击随之暴跌。比如，这家龙头，从 2018 年高位 152 元，一路跌至卫生事件至今的区间低位 87 元，跌幅达到 42%。



图：行业龙头走势 来源：wind

而另外两家龙头，更惨。这家，从 2018 年高点 36.13 元，跌至当下低点 15.74 元，跌幅超 56.44%。



图：龙头走势图 来源：wind

而这家，从 2018 年高点 48.54 元，跌至近期低点 18.5 元，跌幅超 61.89%。



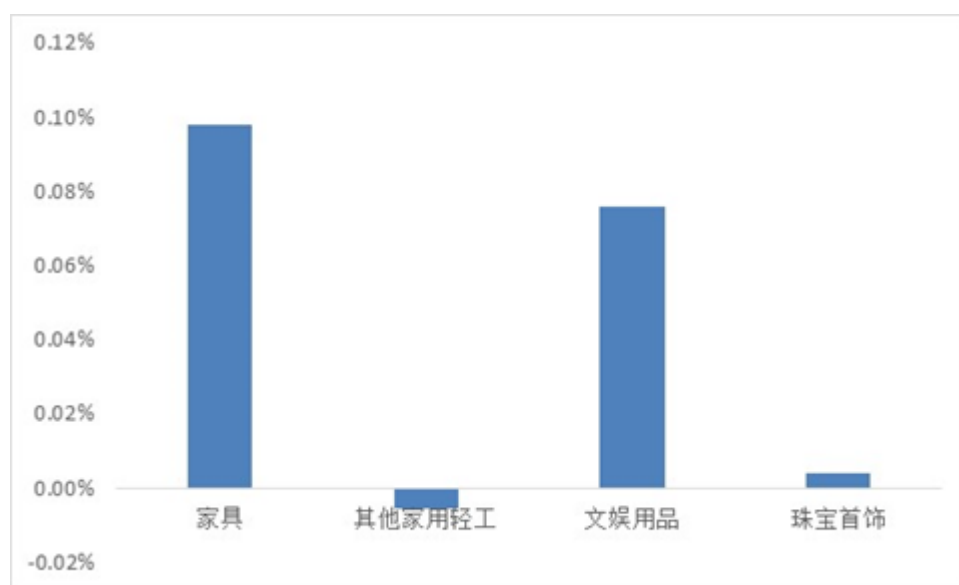
图：龙头走势图 来源：wind

这个行业就是——家居。对于这条产业链，眼下，我们必须研究一下，并且还要解决几个核心问题：

一是，家居行业的供需情况到底如何？宏观层面和行业层面的影响因素有哪些？

二是，未来判断其行业走势，依据的指标是哪些？

之前的几个逆向行业研究逻辑，白酒、免税逻辑已经比较清晰，保险、MDI 还在等待，大炼化发现仅有低估但逻辑不清。同时，在行业景气度跟踪方面，近期重点研究的是家居、环保、光伏。在我们统计的近一周（4.20-4.26）中，轻工制造的北上资金流入比例变动较小，仅 0.006%。而在轻工制造子行业中，以家具净买入为主，资金流入为 1.18 亿元，比例变动为 0.1%。



图：轻工制造三级子行业资金变动情况

来源：并购优塾

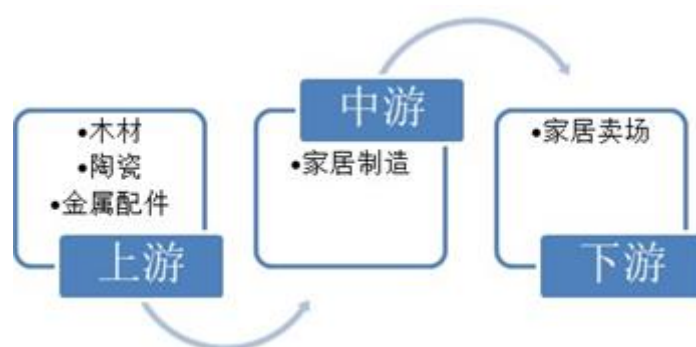
(壹)

家居这条产业链，从上游到下游，依次为：

上游——木材、陶瓷、金属等配件，代表公司有兔宝宝、松发股份、恒林股份等；

中游——家居制造，分为定制家居、成品家居、其他家居，代表公司有欧派家居、索菲亚、敏华控股、惠达卫浴等；

下游——家居卖场，代表公司有美凯龙、家得宝、居然之家等。



图：家居产业链

来源：并购优塾

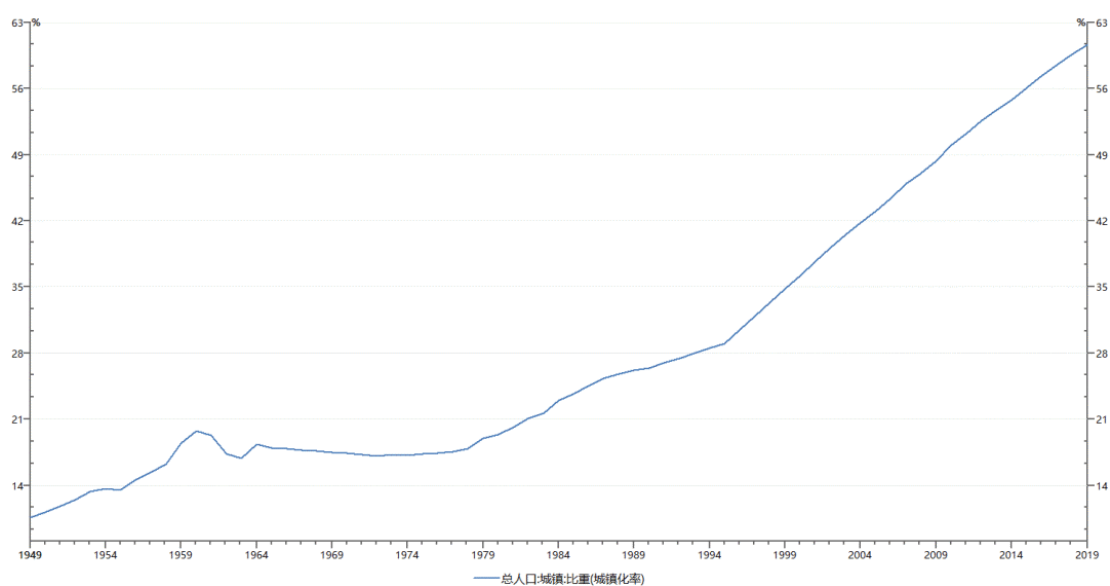
大致了解了资金流向及产业链结构之后，我们来看行业细分赛道的情况。

(貳)

从宏观层面来看，家居行业的驱动增长在于——城镇化率、人均可支配收入、RPI：家具（家具行业零售物价指数），它们分别代表着，家居行业未来的新增需求、更新需求、消费情况。

先来看城镇化率（新增需求）。

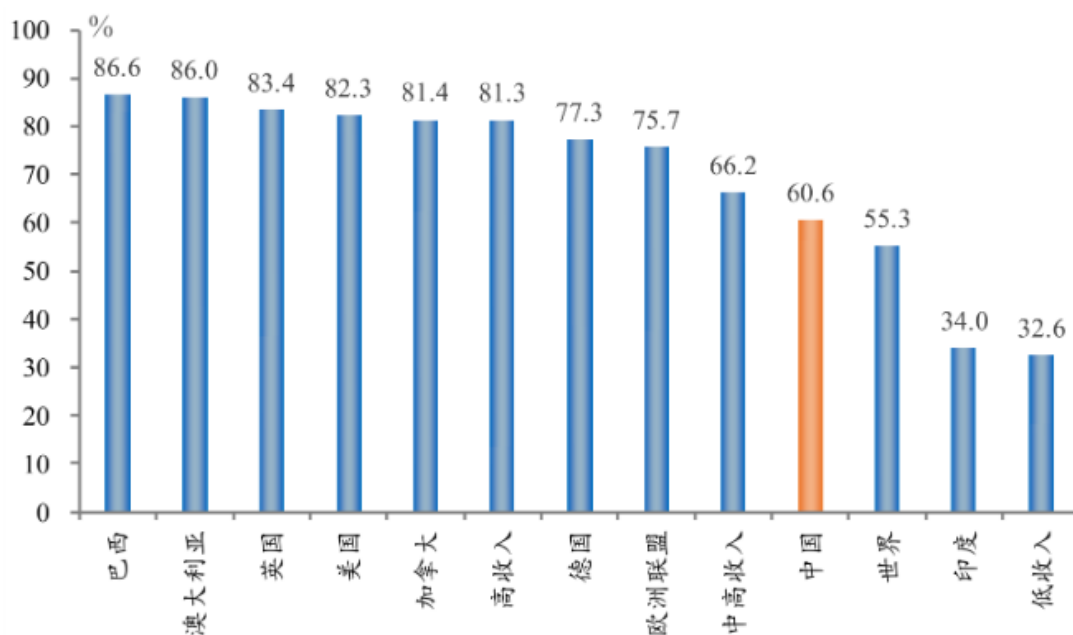
2019 年, 我国内地总人口为 140005 万人, 比上年末增加 467 万人。其中, 城镇常住人口为 84843 万人, 比上年增加 1706 万人; 乡村常住人口 55162 万人, 减少 1239 万人; 城镇化率达 60.6%。



图：城镇化率（单位：%）

来源：wind

但与发达国家相比, 我国城镇化率还有一定差距。根据人口发展规划及联合国预计, 2035 年中国城镇化率将达到 70%; 2050 年, 中国城镇化率将达到 80%。按照这个计算, 从现在起到 2035 年, 城镇化率年增长 0.97%。



图：各国城镇化率（单位：%）

来源：恒大研究院

人均可支配收入方面（更新需求），据国家统计局网站 1 月 17 日消息：2019 年，全国居民人均可支配收入 30733 元，实际增长 5.8%。其中，城镇居民人均可支配收入 42359 元，实际增长 5.0%；农村居民人均可支配收入 16021 元，实际增长 6.2%。

根据国家统计局测算，我国中等收入群体已经超过 4 亿人。报告预计，未来 15 年内，我国中等收入群体数量有望翻倍。**如果按照未来 15 年翻倍计算，人均可支配收入年化增长约 4.73%。**

接着，与美国对比来看，根据 Bloomberg 统计，我国 2017 年家庭收入 3.5 万美元以上群体占比达 7.8%，折人民币约 24 万元，由 2008 年 2.3%至 2017 年的 7.8%，大约翻了 3.4 倍。

而美国收入结构占比已趋稳定，其中 20 万美元以上群体占比，稳定在 11%至 13%之间。考虑汇率及 CPI，中国 3.5 万美元实际购买力应低于美国 20 万美元，即前者理论对应人群更宽。

因此，可以判断：伴随经济进一步发展和财富分配，未来中国 3.5 万美元以上家庭稳定占比应高于 13%。整体来看，高收入人群上升空间较为充裕。

2018 年，我国人均可支配收入增速 8%，高于美国 (4%)、英国 (1.8%)、日本 (1%)、德国 (2.4%) 等，消费升级会拉动改善型住房需求增长。如果从人均口径来看，根据 Euromonitor 数据，2017 年，我国人均家居消费额 68 美元，仅为美国的 15%，日本的 30%，仍有巨大的成长空间。

再接下来，对比日本：2017 年，我国国内人均可支配收入为 28228 元，与日本 20 世纪 70 年代，人均可支配收入 27000 元人民币水平，较为相近。

目前，国内人均可支配收入为 42359 元，如果预期未来 10 年能达到日本 20 世纪 90 年代末的水平（约 107308.68 元），那么，人均可支配收入的年化增速，大约有 9.7%。

（当然，10 年达到日本现在水平可能比较乐观了点，后续数据需要修正）

图2：中国家庭年收入分布（%）

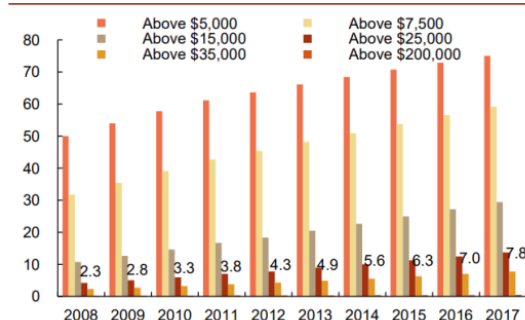
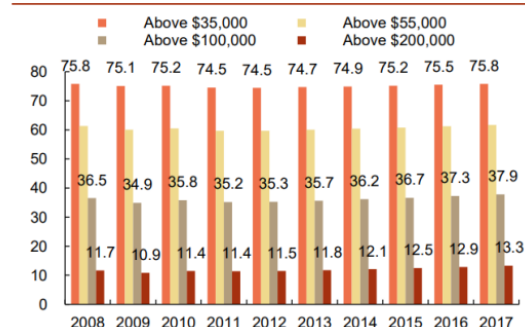


图3：美国家庭年收入变化（%）



图：中美家庭年收入变化

来源：申港证券

此外,根据不同机构对中国中产阶级规模的推算,预计未来中产阶级占比可达 35%以上。

因此,随着我国人均可支配收入的继续提升,家具行业的潜在受众空间仍然较为广阔。

| 机构 | 收入/财富标准 | 规模推算 | 规模预测 |
|---------|---|--|---|
| 胡润百富 | 除去基本开支后至少有 50%收入可自由支配以提升生活质量,北上广深一线城市家庭年收入 30 万以上、其他城市 20 万以上 | 3321 万户家庭, 1 亿多人口 (2018) | 未来 10 年规模及财富值将持续扩大 (2018) |
| 麦肯锡 | 2012 年城镇居民家庭可支配收入\$9000 至\$34000 (约 6 至 21 万人民币) | 约 68%城镇家庭, 1.8 亿户 (2013) | 2022 年将达到 6.3 亿, 分别占城镇及总人口 76%/45% (2016) |
| 经济学人智库 | 2015 年人均可支配收入\$10800 以上(约 6.7 万人民币) | 约 10%总人口, 1.3 亿人(2016) | 2030 年总人口的 35% (2016) |
| 国家统计局 | 2018 年全国居民 5 等份(各 20%)分组人均可支配收入: 低/中等偏下/中等/中等偏上/高收入户各为 6440 元/14361 元/23189 元/36471 元/70640 元 | 中等偏上及高收入组合计 5.6 亿人 (2018) | |
| 世界银行 | 家庭年收入\$14600 至\$146000(约 10 至 96 万人民币) | 3 亿人, 7500 万户家庭(4 人/户)约占总人口 22% (2017) | |
| 瑞士信贷研究所 | 以全球财富标准\$10000 至\$100000 (约 7 至 66 万人民币) | 3.9 亿人, 约占总人口 28% (2017) | |

资料来源:《2018 中国新中产白皮书》, 国家统计局, The EIU, McKinsey, 申港证券研究所 注: 规模推算及规模预测中括号内年度为对应报告发布的年度

图：各机构对中国中产阶级规模推算

来源：申港证券

然后, RPI 指数, 是指反映一定时期内商品零售价格变动趋势和变动程度的相对数。

家具的零售物价指数, 从 2018 年左右就一直呈现增速下降的趋势, 从 3% 下降至 0.1%。

这反映出当前下游家具消费需求不高, 物价走低。同时, 这一指标也受到地产行业景气度的低迷而下滑。

综上所述, 我国家具行业的规模总量上升空间仍较大, 但家具物价指数则容易受到地产行业、下游消费需求等短期因素的影响。

从这个走势图来看, 该数据已经处于 2008 年来的低位。



图: RPI 指数

来源: wind

分析完宏观的逻辑后, 我们来看短期内行业高频数据, 哪些信息值得关注?

(叁)

此处, 我们从量、价两大维度, 来分别分析家居行业的高频数据。

首先，我们先来看量。

注意，由于家居及家具装饰属于后地产产业链，因此它的行情也必然受地产波动的影响。

并且，家居流通一般滞后房屋销售 12 个月，即，若房地产增速下行趋稳，家具行业会从低基数高增长进入稳增长。因此，地产行业的数据往往可以作为家具行业的前瞻指标。

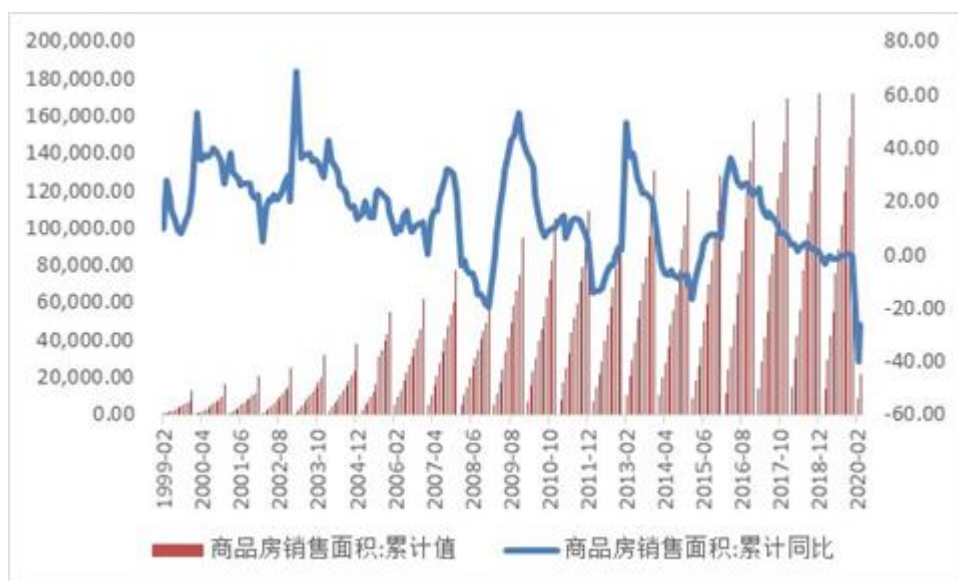
不过，家居行业比地产行业具有一定**防御性**，因为二次装修（周期 6-8 年）带来的存量市场也在增加。宏观数据可以印证这一点：2014-2015 年，房地产市场低迷，**住宅销售面积**均同比下滑，而家居装饰及家具行业的销售却保持稳健增长（10%左右）。因此，地产波动在一定程度上，只会对家具行业造成短期扰动，长期的增长大趋势是确定的。

好，我们具体来看其量的关注指标——商品房销售面积、30 大城市商品房成交面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积。

前两个指标反映当下消费需求、后两个指标分别反映未来的新增需求、实际交付情况。

整体来看，各指标从年初至今均出现大幅下挫，这主要是因为家居行业作为可选消费，受卫生事件影响较大。但随地产逐步复工、需求逐渐修复。目前，3 月虽仍是同比负增长，但相较 2 月跌幅，已经稍有缓和。

但注意，在卫生事件发生之前，2019 年年底，商品房销售面积（-0.1%）、30 大中城市成交面积（-3.74%）已经开始出现小幅下降。这说明，短期内，地产消费需求并不高。



图：商品房销售面积情况（单位：万平方米、%）

来源：并购优塾



图：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米、%）

来源：并购优塾

不过，2019 年年底，有一波房屋竣工交付。因此，即使短期内消费者对购房需求不高，但竣工交付的一批房屋，对购置家具仍是刚性需求。因此，我们预期未来短时间内，房地产竣工对家居企业能起到一定的拉动效应。



图：房屋竣工面积（单位：万平方米、%）

来源：并购优塾

注意，房屋竣工面积是决定家居行业经营景气度回升的核心指标。

据长城证券测算，全年装修的需求当中，有 55%是竣工交付带来的。竣工带来的装修需求中，约 24%是来自于地产商主导的精装房，31%来自于竣工交付后购房者自行装修。

2016 年起，竣工增速由高走低，2017 年竣工增速转负，家具单季零售额同比增速随之负增长。

从竣工与家具零售额、家居营业收入指标来看，家居行业滞后于竣工指标约一个季度。

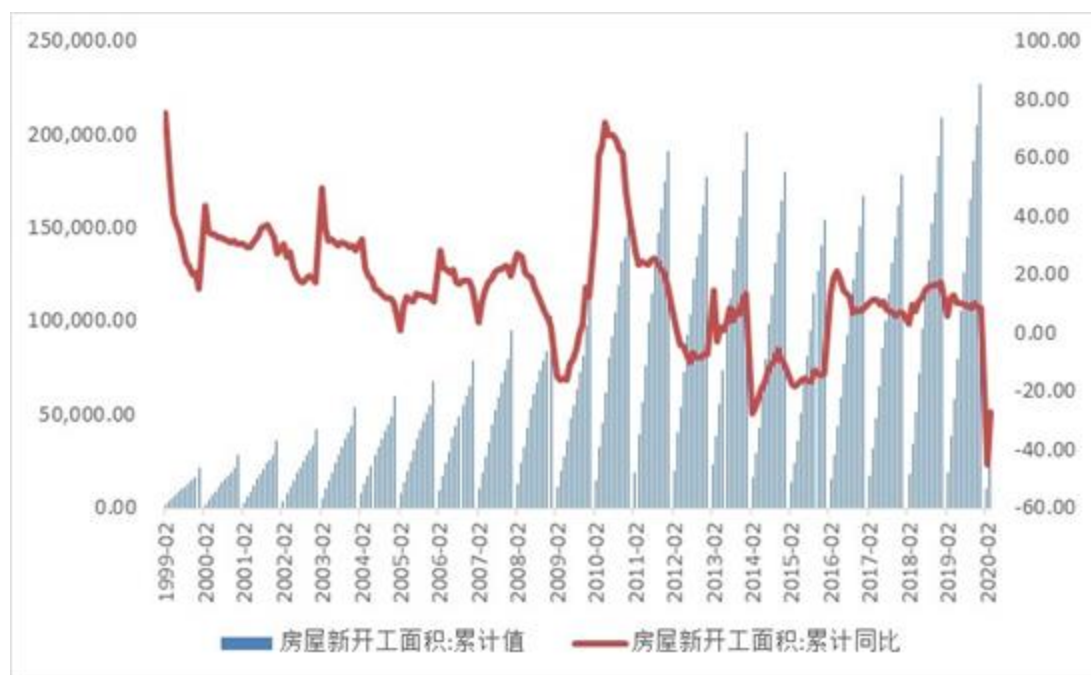


图：竣工面积与家具零售额、家居营业收入增速情况

来源：长城证券

另外，从长期来看，还需要关注房地产行业前置指标——房屋新开工面积。

除去卫生事件影响，2019 年年底保持 8.5% 的增速。但这一增速相较历史 10% 以上的增速，仍呈现小幅回落的现象。这表明地产行业还未出现明显转好迹象。预计未来依靠新房销售，拉动家具行业出现景气度全面回升，可能性相对较小。



图：房屋新开工面积（单位：万平方米、%）

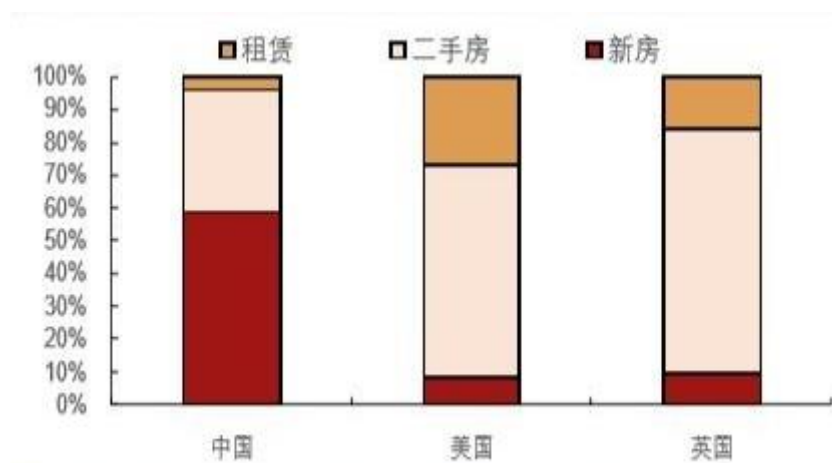
来源：并购优塾

那么，未来，家具行业的长期增长，到底看什么？

答案：二手房或改善型住房。

参考发达国家房屋交易结构，存量房市场崛起是市场规律的长期趋势。据《中国房地产租赁市场分析报告》，以美国、英国为代表的发达国家房屋交易结构中，新房交易占比均不到 10%，而二手房交易占比在 65%以上，远大于国内二手房交易比例。

而从以北京、上海、深圳为代表一线城市来看，新房交易比例均已降至 30% 以下，预计未来国内整体房屋交易结构，有望逐步向国际市场靠拢，以二手房交易为主的存量房市场规模，将远大于新房市场。



图：各国二手房交易占比情况

来源：招商证券

此外，据住建部曾表示，2018 年，我国针对各类需求实行差别化调控政策，满足首套刚需，支持改善需求。以及后续的个税修正新增的专项附加扣除，对住房贷款利息和住房租金的抵扣，客观上短期对改善型住房有明显促进。

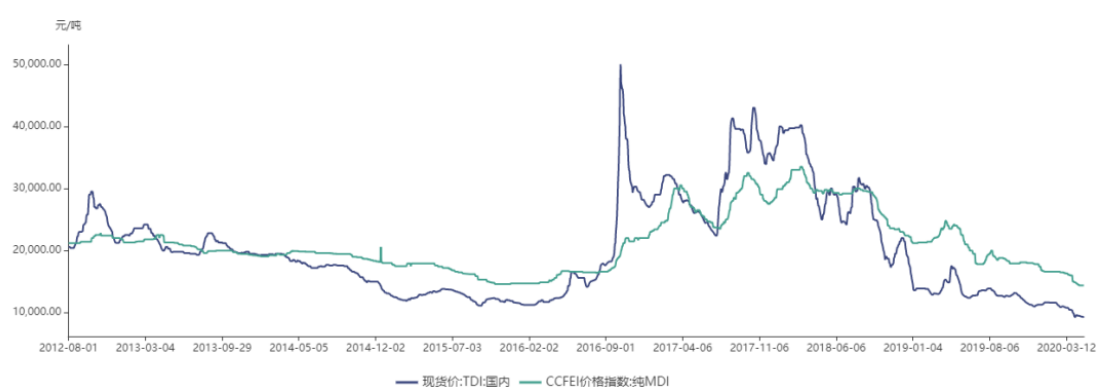
因而，整体来看，围绕二手房相关的产业链，才是我们需要长期关注的方向。

看完量方面,再看价方面的关注指标——原材料价格,包括 TDI、纯 MDI、木材指数 CTI。

TDI 和 MDI 同为聚氨酯的主要原料，互为替代品，但 MDI 毒性比 TDI 低。此外，它们因结构、性能差别、细分用途大不相同。纯 MDI 用于 PU 合成革、弹性体（鞋底、实心轮胎、气动软管等）、防水涂层、胶粘剂、氨纶等；TDI 主要用于聚氨酯软泡，应用于家具垫材、吸音材料、玩具等行业。不过由于 TDI 的剧毒性，其应用受到一定程度限制。

从 TDI、纯 MDI 价格走势来看，由于全球卫生事件继续发酵，订单大批量延迟，导致库存高企，价格仍处于调位调整。截至 4 月 28 日，国内 TDI 现货价为 9400 元/吨，环比增长从-0.53%至 1.08%；纯 MDI 为 14400 元/吨，环比 0 增长。

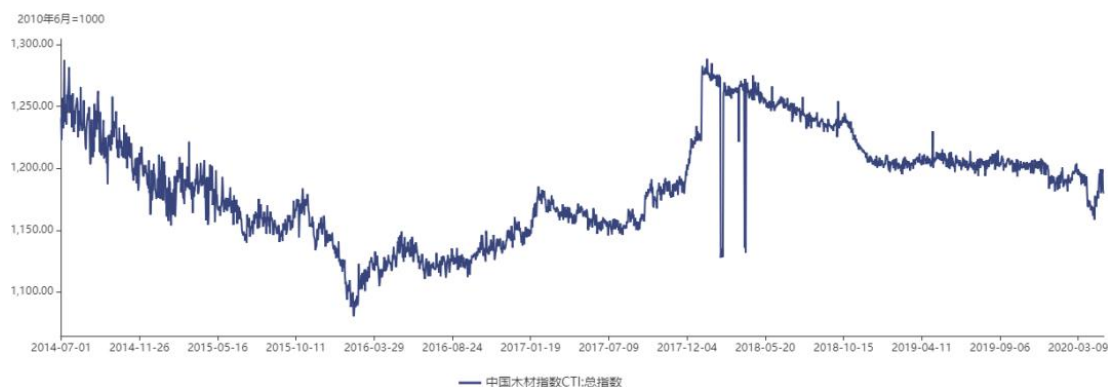
(对 MDI 产业链的详细梳理，我们在专业版报告库中有过分析，此处不详述)



图：TDI、纯 MDI 价格走势（单位：元/吨）

来源：wind

木材指数方面，在 4 月之前，它一直在波动回落，随着四月初国内卫生事件控制，家居、建材企业陆续复工，指数开始回升。



图：中国木材指数 来源：wind

此外，伴随卫生事件缓和及五一假期，各类家具企业均采取不同措施。比如，近期美凯龙出台 20 亿元家居消费券营销方案。在活动期间，消费者均可通过线上平台以 200 元购买 3000 元券包，内含一张 400 元家具通用券、一张 300 元建材通用券、以及设计装修家居建材券等。

同时，家居企业还推出经销商扶持政策，截至 2 月 9 日，共有 142 家家居企业发布帮扶政策。

| 日期 | 活动 | 地区 | 内容 |
|-------------------|----------------------|----|---|
| 4 月 15 日-5 月 5 日 | 五一壕派，20 亿元“家居消费券” | 全国 | 五一活动期间，消费者到 红星美凯龙 线上平台，即可用 200 元购买 3000 元券包，内含一张 400 元家具通用券、一张 300 元建材通用券、设计装修家居建材券等。 |
| 4 月 10 日-5 月 30 日 | 3000 万元“超级家装节消费补贴券” | 西安 | 消费者预付 50 元即可领取消费补贴大礼包，内含一张 2200 元家具建材券、2000 元国美电器代金券等。 |
| 4 月 11 日-5 月 5 日 | 1500 万元“家居消费券” | 北京 | 消费者登陆 红星美凯龙 线上平台，即可以 200 元价格购买总价值 3000 元的消费券包，内含一张 400 元家具通用券、300 元建材通用券等。 |
| 4 月 20 日起 | 3000 万元“抗议情·惠民消费补贴券” | 天津 | 抗疫工作者凭券可至 红星美凯龙 商场内参与活动品牌内购物。 |
| 4 月 20 日-5 月 5 日 | 1000 万元“消费补贴券” | 保定 | 消费者预付 100 元即可得到 3000 元消费补贴大礼包，内含 1000 元家装家居券、1000 元苏宁易购代金券等。 |

图：美凯龙营销方案

来源：开源证券

| 公司名称 | 疫情应对措施 | 主要影响 |
|------|-----------------------------------|--|
| 美凯龙 | 商户免租一个月 | 预期影响收入 5.3-5.9 亿元，占比 3.7%-4.1%，归母净利润 3.8-4.3 亿元，占比 8.5%-9.6% |
| 顾家家居 | 自 2020 年 2 月 10 日为全国经销商承担全年干线物流费用 | 根据物流占比约 2%推断对顾家影响约在 1-2 亿，我们认为公司有望在广告减少、生产效率提升等其他方面减少影响。 |
| 欧派家居 | 10 亿经销商补贴 | 我们认为欧派补贴本质是为了提振经销商信心，辅助经销商更高效的抢占市场份额。且从利润端，公司有望其他费用方面优化。 |
| 敏华控股 | 7 亿经销商补贴 | 补贴是为了收入更有确定性的增长。 补贴细项：1.5 亿元帮扶经销商和商场全国开店抢占市场，1.5 亿元支持经销商和商场 1000 多场明星推广活动，1.5 亿元投入爆款引流产品支持经销商和商场促销活动，1.5 亿元帮助线下门店和商场做好广告宣传，1 亿元奖励经销商和商场，激励单店提货增长。 |
| 索菲亚 | 3 亿元信用支持 | 本次援助计划所使用的信用额度预计任意连续 12 个月累计金额不超过 3 亿元人民币，对利润层面影响较小（主要减少了现金的利息收入），短期应收账款可能增加 |
| 志邦家居 | 出厂价三个月直减 10% 全年线上引流派单费全免 | Q1 收入占比较低，15%左右，预计影响净利润 1.5%，更多的是提振经销商信心。免线上派单费反应公司重视线上渠道的开发运营 |

图：家具公司应对措施

来源：光大证券

综上所述，短期内，伴随家居业营销刺激方案陆续出台，线下家具零售和订单有望迎来修复期，但家居价格方面仍会处于相对低位，以利用促销、折扣的价格优势来吸引顾客回流。

长期来看，家居行业的价格走势随全屋定制等服务、下游消费升级等，提高整体议价权。

好，看完行业高频数据之后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链重要的中期趋势：精装房渗透率提升。

(肆)

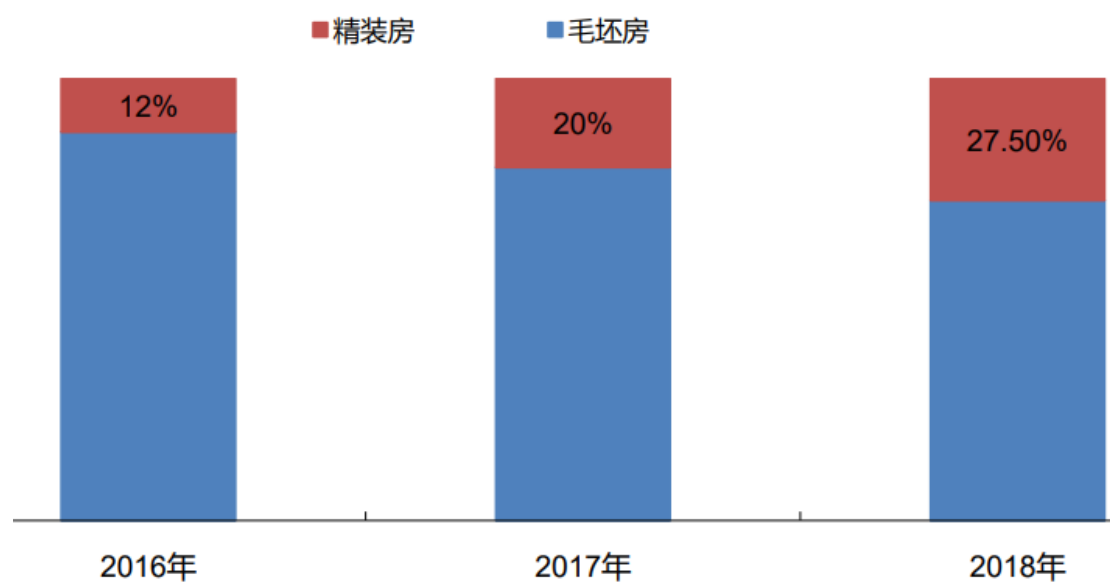
2017 年以来，在精装修政策推动下，精装修市场快速发展，成为家居市场的主要推动力。

据奥维云网数据，2019 年，全国精装修住宅开盘量达到 319.3 万套，同比增长 26%，全国精装渗透率达到 32%（2017 年渗透率 15%，2018 年渗透率为 28%）。

同时，住建部发布的“十三五规划”表示：到 2020 年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。

城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。而之所以政府加大精装房的推动，是为防止浪费，推行节约、低碳环保。

整体来看，以毛坯房占比为主，精装房近年来逐步提升，从 28%提升至 32%，已超额完成“十三五规划”。

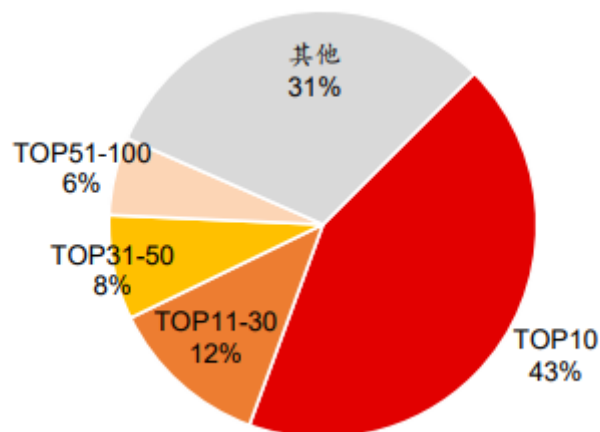


图：毛坯房、精装房占比

来源：财富证券

其中，龙头地产商精装修交付比例较高。根据奥维云网数据，2019 年上半年，Top 10 房企精装修开盘量，占精装房市场份额达到 43%，TOP30 房企占比达到 55%。

很明显，随着地产行业集中度不断提高，龙头房企精装修交付比例增长，带动了精装业务的加速发展。同时，也利好具备工装渠道的家居企业，谁的工装渠道推进多，未来增长也会较快。



图：精装房市场份额情况

来源：华泰证券

地产商，是这个产业链的核心。对它们来说楼盘品质极为重要，因而会像汽车产业链、消费电子产业链类似，对配件企业生产销售规模、资本实力、品牌影响力、产品质量价格都有严格要求。

以万科采筑平台瓷砖品类招标为例，投标企业需满足行业排名前 20 名、有大型房企战略合作经验、具备覆盖全国销售网络等要求。因此，工装门槛较高，无形中塑造了工装渠道的竞争力。

注意，根据奥维云网数据，建材、卫浴、厨房用品等几乎成为标配，配置率在 95%以上，2018 年增幅也近 60%；瓷砖配置率接近 100%。

同时，注意，小家电配置率则在 0%至 20%。

可见，瓷砖品类、卫浴、厨房用品（橱柜、燃气灶、抽油烟机等）是精装修交付中配置重点。因此，随着精装修交付的提升，这些品类的工程渠道增长，也将会较快增长。

这其中，典型的工程渠道突出、业绩增长较快的，就是卫浴+瓷砖赛道。

2019 年，这个领域的一家龙头，实现收入 55.7 亿元，同比增长 29.29%，净利润 5.67 亿元，同比增长 48.97%，主要受益于精装修渗透率提升，并且，受益于主打高端陶瓷市场的欧神诺的新老客户订单，持续放量影响。（陶瓷领域的龙头欧神诺被帝王洁具收购，2017 年实现并表）。其中，欧神诺工装业务的三大客户，分别为碧桂园、万科、恒大，2018 年，它的核心大客户碧桂园收入占其总收入比例达 55%。

| 配置率 | 产品品类 |
|---------|--|
| 90%以上 | 瓷砖、乳胶漆、户内门、开关插座、卫浴五金、坐便器、洗面盆、橱柜、厨房水槽、烟机、灶具 |
| 20%-90% | 消毒柜、智能家居、空调、热水器、新风系统 |
| 0%-20% | 净水器、洗碗机、微波炉、电烤箱、冰箱、洗衣机、电视 |

图：产品品类配置情况 来源：华泰证券

| 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 |

图：主要地产企业瓷砖供应商情况 来源：华泰证券

因此，综上所述，龙头房企为精装主力供应商，在精装渗透率加速提升下，工装渠道的家居企业，长期绑定龙头房企、开拓地产新客户，可以持续为自己带来收入增量。

(伍)

以上逻辑梳理完毕后，我们来看产业链图谱。

从产业链环节上来看，中游家居制造的整体业绩情况较好，而表现较差的则是上游木材、陶瓷原材料企业。具体情况，可细看这个产业链图谱：

| | | | 总市值1 [交易日期] 最新收盘日 [单位] 亿元 | 总资产报 酬率(TTM) [报告期] 最新一期 [单位] % | 总资产报 酬率ROA [报告期] 最新一期 [单位] % | 投入资本 回报率 ROIC(TTM) [报告期] 最新一期 [单位] % | 投入资本 回报率 ROIC [报告期] 最新一期 [单位] % | 净资产收 益率(TTM) [报告期] 最新一期 [单位] % | 营业收入 (同比增长率) [报告期] 最新一期 [单位] % | 一致预期 营业收入 2年复合 增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] % | 一致预期 净利润2 年复合增 长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] % | 营业收入 复合年 增长率 [截止年 度] 2018 [前推N 年, N=3] [单位] % | 市盈率 PE(TTM) [交易日期] 最新收盘日 [单位] 倍 | 市现率 PCF(经营 现金流 TTM) [交易日期] 最新收盘日 | 大股东兼 计质押数 占持股数 比例 [交易日期] 最新收盘日 [大股东排 名] 第1名 [单位] % | 销售毛利 率 [报告期] 最新一期 [单位] % | 销售净利 率 [报告期] 最新一期 [单位] % | 评级机构 家数 [截止日期] 最新 |
|------------------------------|------|-------------|------------------------------------|--|--|---|--|--|--|--|---|--|---|---|--|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| 上游 (原材料、陶 瓷、金属等配 件) | 木材 | 东帝宝 | 64.1 | 12.6 | 15.1 | 12.2 | 15.8 | 19.1 | 3.2 | 21.8 | 19.7 | 37.8 | 16.2 | 12.2 | 79.1 | 18.2 | 7.9 | 6 |
| | | 大亚圣象 | 62.9 | 11.6 | 13.7 | 14.1 | 17.6 | 15.8 | 0.1 | 7.6 | 10.6 | -1.8 | 8.8 | 7.3 | 91.2 | 36.3 | 9.4 | 3 |
| | | 德尔未来 | 52.3 | 3.3 | 5.9 | 2.6 | 5.5 | -3.7 | -3.4 | | | 27.9 | 62.5 | 29.9 | 44.0 | 30.3 | 6.2 | |
| | 陶瓷 | 永发林业 | 13.7 | -46.8 | -37.5 | -64.3 | -46.5 | -167.9 | -2.3 | | | -5.4 | -5.8 | -54.2 | | 21.3 | -6.7 | |
| | | 松发股份 | 17.7 | 5.7 | 6.2 | 3.0 | 7.1 | 4.8 | 0.2 | | | 26.7 | 56.9 | 14.9 | | 36.6 | 10.0 | |
| 中游 (家居制造) | 定制家居 | 恒林股份 | 36.4 | 9.0 | 6.9 | 9.0 | 7.6 | 10.6 | 16.1 | 31.0 | 47.7 | 14.8 | 14.0 | 22.3 | | 25.8 | 11.3 | 1 |
| | | 家具配件 | 199.5 | 7.5 | 5.0 | 9.4 | 6.0 | 11.2 | 32.2 | 26.4 | 33.1 | 18.3 | 47.4 | 57.8 | | 40.3 | 7.4 | 8 |
| | | 欧派家居 | 453.4 | 13.6 | 17.3 | 15.5 | 22.1 | 19.4 | 16.3 | 17.0 | 18.2 | 27.1 | 25.9 | 20.1 | 0.0 | 37.6 | 14.5 | 36 |
| | | 索菲亚-2020Q1 | 168.8 | 14.5 | 16.8 | 14.0 | 17.0 | 17.6 | -36.6 | 10.3 | 9.6 | 31.8 | 17.7 | 15.3 | 13.4 | 30.9 | 2.5 | 34 |
| | | 尚品宅配 | 131.5 | 10.0 | 11.5 | 15.0 | 16.7 | 15.0 | 9.2 | 12.8 | 13.9 | 29.1 | 24.9 | 21.2 | 14.1 | 41.6 | 7.3 | 24 |
| | 成品家居 | 金牌橱柜 | 42.5 | 10.1 | 13.6 | 15.2 | 22.3 | 20.0 | 24.9 | 18.2 | 15.8 | 29.5 | 17.5 | 10.6 | 52.8 | 35.8 | 11.4 | 8 |
| | | 皮阿诺 | 25.5 | 10.1 | 11.6 | 13.8 | 14.3 | 14.9 | 32.5 | 26.3 | 26.8 | 29.4 | 14.5 | 25.3 | 29.3 | 35.8 | 11.7 | 5 |
| | | 志邦家居 | 55.2 | 12.0 | 11.2 | 17.0 | 14.5 | 17.1 | 21.7 | 16.7 | 15.7 | 27.0 | 16.7 | 16.0 | 10.1 | 38.5 | 11.1 | 16 |
| | | 顾家家居-2020Q1 | 242.2 | 14.5 | 15.9 | 14.3 | 18.7 | 19.2 | -7.0 | 17.3 | 17.0 | 35.5 | 20.7 | 16.4 | 57.9 | 32.8 | 13.8 | 23 |
| | | 敏华控股 | 165.9 | | 15.9 | | 15.1 | | 1.9 | | | | 11.8 | | | 35.0 | 12.8 | 15 |
| | 其他家居 | 美克家居 | 71.9 | 8.8 | 7.9 | 6.9 | 7.7 | 10.4 | 5.2 | 7.7 | 9.7 | 22.5 | 15.3 | 11.7 | 82.9 | 53.0 | 8.3 | 3 |
| | | 康达卫浴 | 36.3 | 7.7 | 7.2 | 7.6 | 7.8 | 8.9 | -24.4 | 15.0 | 14.5 | 9.1 | 11.9 | 16.0 | | 29.3 | 5.4 | 6 |
| | | 中顺家居 | 114.9 | 9.7 | 13.0 | 12.5 | 16.9 | 15.5 | 29.3 | 23.6 | 24.5 | 123.3 | 20.3 | 42.8 | 67.7 | 35.9 | 10.0 | 24 |
| | | 罗敏丽莎 | 94.7 | 9.2 | 10.9 | 12.3 | 14.1 | 14.0 | -19.8 | 28.5 | 30.3 | 26.6 | 21.5 | 9.0 | | 38.1 | 8.2 | 11 |
| | | 江山欧派 | 82.9 | 10.6 | 9.7 | 17.4 | 13.9 | 19.9 | 58.0 | 37.1 | 33.9 | 25.0 | 31.7 | 25.6 | | 32.2 | 13.3 | 14 |
| | | 喜临门 | 45.3 | -3.3 | -6.2 | -7.2 | -8.9 | -12.0 | 13.1 | 13.6 | | 35.6 | -14.6 | 7.9 | 100.0 | 35.1 | 9.2 | 4 |
| | | 梦百合 | 65.8 | 11.6 | 9.3 | 9.7 | 8.8 | 15.9 | 25.4 | 29.4 | 65.4 | 30.3 | 19.6 | 23.6 | 53.2 | 37.0 | 10.4 | 8 |
| 下游 (渠道) | 家居卖场 | 美凯龙 | 299.6 | 6.9 | 7.1 | 5.3 | 7.9 | 9.8 | 15.7 | 16.6 | 12.2 | 15.8 | 7.5 | 8.2 | 35.1 | 65.2 | 28.5 | 17 |
| | | 居然之家-2019Q3 | 478.6 | 7.4 | 5.9 | 6.1 | 6.6 | 8.1 | -0.2 | 2.0 | 32.2 | -2.8 | 445.3 | 286.4 | | 25.4 | 5.8 | 1 |
| | | 家得宝 (美元) | 2,174.4 | | 35.3 | | 39.9 | | 1.9 | | | | 19.3 | | | 34.1 | 10.2 | 6 |
| | | 富森美 | 88.3 | 15.3 | 15.5 | 15.1 | 16.6 | 15.2 | -9.4 | 5.3 | 5.5 | 10.9 | 11.4 | 12.4 | | 67.6 | 51.2 | 3 |

图：产业链公司情况

来源：并购优塾

从这个图谱来看，产业链的核心赛道，无疑是定制家居。同时，沙发、木门、床垫等赛道，也值得深挖。

整体来看，核心增长逻辑有两条：一是高端产品（定制家居、高端成品）受益于长期消费升级趋势；二是工程渠道渗透率提升（门、瓷砖、五金等）。

先来看产业链上业绩较好的中游家居制造。

家居制造中又分为定制家居、成品家居、其他家居。其中，定制家居，即根据顾客喜好和空间格局，选择自己喜欢的家居风格进行设计制作；成品家居，即实体店看到的款式直接随买随用。这三种类别中，又以定制家居的整体业绩表现较佳。

定制家居代表公司中，欧派家居、金牌橱柜表现相对较好。

其中，欧派家居为国内定制家居行业龙头，规模优势明显。大家居融合的整装模式，进一步提高品类协同效应，作为精装修标配品类，木门、卫浴业务直接受益于当前的工程业务红利（政策助力、供需拉动精装修市场快速发展），因此，欧派定制家居企业工程端，开始高速增长。

金牌橱柜同样受精装修市场快速发展的红利而增长（虽以橱柜为主，近年来也开始整体衣柜业务），加上渠道扩张和店效提升，驱动整体业绩上升。

注意，索菲亚（2020Q1）收入增速为负，是率先披露了今年一季报数据，这是受短期卫生事件影响，很多消费需求被延迟，导致业绩下滑。

要注意，定制家居领域目前还是以个人消费占比为主，只是，近些年来，房地产大宗业务（工程渠道）增速较快。因此，短期逻辑来看，精装修渗透率的提升，可以拉动定制家居的快速增长。但长期逻辑来看，由于房地产未来主要靠二手房、改善型需求驱动，对人均消费水平提升，消费升级需求增长的依赖更大。

因此，我们可以大致清楚一个重要的行业逻辑：行业短期看工程渠道，长期看消费升级。

接着，再看上游环节，这个领域赚钱能力一般，尤以木材行业表现较差。

这是由于之前大量对森林进行乱砍乱伐，导致目前可用于家居制作的成材林极少，加上监管层禁止天然林的砍伐，我国用于实木家具的木材主要依赖进口。并且，对树种性能有一定要求。大概有 907 个树种、380 个商品材种类的木材广泛用于商品制作，但只有 60 余种商品材用于制作家具。

其中，木材类代表企业中永安林业较弱，主要是因会计差错更正原因，对子公司森源家具业绩承诺进行更正，并股份补偿。

（陆）

分析完产业链上下游，我们再次回到本案要梳理的重点行业——家居制造。看看，细分行业中的重点公司情况。

从回报层面来看，综合实力靠前的是敏华控股，由于其“自主研发+纵向一体化”的经营逻辑，其净利率相对较高，对企业的管理费用控制相对较好。若单看剔除现金的 ROIC，尚品宅配较高，源于其货币资金占比较大，且无负债，投入资本较小。

| | 2019年 | ROE | ROA | ROIC | ROIC (剔除现金) |
|------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| 定制家居 | 欧派家居 | 21.49 | 15.79 | 18.79 | 33.20 |
| | 索菲亚 | 20.97 | 16.84 | 17.96 | 40.10 |
| | 尚品宅配 | 16.10 | 10.71 | 15.87 | 107.90 |
| | 金牌橱柜 | 22.11 | 11.98 | 18.52 | 67.00 |
| | 皮阿诺 | 15.91 | 11.23 | 14.74 | 36.20 |
| | 志邦家居 | 17.33 | 12.62 | 16.84 | 43.00 |
| 成品家居 | 顾家家居 | 21.94 | 14.27 | 17.07 | 48.40 |
| | 敏华控股 | 22.38 | 22.94 | 23.78 | 21.80 |
| | 美克家居 | 9.84 | 8.22 | 7.91 | 9.40 |
| 其他家居 | 惠达卫浴 | 10.07 | 9.34 | 9.95 | 13.90 |
| | 帝欧家居 | 16.42 | 10.61 | 14.23 | 17.40 |
| | 蒙娜丽莎 | 15.82 | 10.66 | 14.47 | 36.10 |
| | 江山欧派 | 21.69 | 12.06 | 19.55 | 45.00 |
| | 喜临门 | 15.40 | 9.09 | 10.58 | 14.20 |
| | 梦百合 | 17.84 | 13.26 | 12.31 | 22.20 |

图：回报情况

来源：并购优塾

而从经营数据来看，定制和成品家居的规模普遍较大，而其他家居的规模相对偏弱。定制家居中，欧派家居的规模较大；成品家居中，顾家家居的规模较大。

在整体规模相近的三大龙头公司中（欧派、顾家、敏华），欧派的盈利能力更好，费用率控制相对较佳。这是因为，欧派的供应链效率以及对渠道的把控力领先国内同行，以供应链可控+柔性化生产+信息化品类，助力营运及盈利能力的提升。

| | 2019年 | 营业收入 | 净利润 | 经营活动 现金流 | 毛利率 | 净利率 | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 | 所得税率 |
|------|-------|--------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居 | 135.33 | 18.39 | 21.56 | 35.84 | 13.59 | 9.68 | 6.94 | -0.51 | 15.00 |
| | 索菲亚 | 76.86 | 10.95 | 13.01 | 37.33 | 14.24 | 9.96 | 10.10 | 0.33 | 15.00 |
| | 尚品宅配 | 72.61 | 5.29 | 6.19 | 41.57 | 7.28 | 27.16 | 6.49 | -0.03 | 25.00 |
| | 金牌厨柜 | 21.25 | 2.42 | 4.02 | 35.84 | 11.39 | 15.91 | 8.77 | -0.12 | 15.00 |
| | 皮阿诺 | 14.71 | 1.73 | 1.01 | 35.78 | 11.74 | 14.16 | 6.01 | 0.15 | 15.00 |
| | 志邦家居 | 29.62 | 3.29 | 3.44 | 38.53 | 11.12 | 15.62 | 10.21 | -0.25 | 15.00 |
| 成品家居 | 顾家家居 | 110.94 | 12.20 | 21.24 | 34.86 | 11.00 | 18.69 | 4.42 | 0.94 | 25.00 |
| | 敏华控股 | 98.17 | 11.70 | 9.69 | 34.08 | 12.27 | 16.04 | 4.89 | 0.7 | |
| | 美克家居 | 55.88 | 4.58 | 6.05 | 52.59 | 8.19 | 29.85 | 8.48 | 2.68 | 15.00 |
| 其他家居 | 惠达卫浴 | 32.10 | 3.46 | 2.27 | 33.03 | 10.79 | 9.43 | 9.87 | 0.33 | 15.00 |
| | 帝欧家居 | 55.70 | 5.58 | 2.69 | 35.94 | 10.01 | 16.06 | 7.62 | 0.92 | 15.00 |
| | 蒙娜丽莎 | 38.04 | 4.33 | 9.21 | 38.51 | 11.38 | 15.42 | 9.87 | 0.01 | 15.00 |
| | 江山欧派 | 20.27 | 2.69 | 3.24 | 32.22 | 13.27 | 8.61 | 7.48 | -0.09 | 15.00 |
| | 喜临门 | 48.71 | 4.12 | 4.98 | 34.75 | 8.47 | 16.67 | 6.82 | 1.43 | 15.00 |
| | 梦百合 | 38.32 | 3.92 | 1.3 | 39.72 | 10.24 | 16.3 | 8.51 | 0.77 | 15.00 |

图：经营数据

来源：并购优塾

周转率层面，尚品宅配的应收账款周转率很高，对下游话语权相对更强，这主要是尚品宅配没有大宗业务，是直接面向 C 端的居多；而像索菲亚、欧派则主要面向房地产企业的大宗业务，因此话语权相对偏弱。

而出货效率来看，定制家居的出售情况快于成品家居、其他家居。其中，又以欧派家居、索菲亚的家具出售速度较快。

| | 2019年 | 总资产周转率 | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 固定资产周转率 | 毛利率 | 净利率 |
|------|-------|--------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居 | 1.04 | 11.65 | 35.12 | 3.22 | 35.84 | 13.59 |
| | 索菲亚 | 0.93 | 15.01 | 9.30 | 2.44 | 37.33 | 14.24 |
| | 尚品宅配 | 1.26 | 6.15 | 166.77 | 5.02 | 41.57 | 7.28 |
| | 金牌厨柜 | 0.93 | 6.64 | 34.99 | 2.75 | 35.84 | 11.39 |
| | 皮阿诺 | 0.81 | 4.84 | 3.05 | 4.82 | 35.78 | 11.74 |
| | 志邦家居 | 1.00 | 9.85 | 8.30 | 3.31 | 38.53 | 11.12 |
| 成品家居 | 顾家家居 | 0.97 | 5.95 | 11.33 | 5.35 | 34.86 | 11.00 |
| | 敏华控股 | 1.01 | 4.50 | 9.94 | 3.31 | 34.08 | 12.27 |
| | 美克家居 | 0.66 | 1.21 | 18.41 | 3.36 | 52.59 | 8.19 |
| 其他家居 | 惠达卫浴 | 0.69 | 3.05 | 3.12 | 2.24 | 33.03 | 10.79 |
| | 帝欧家居 | 0.86 | 5.26 | 2.59 | 3.82 | 35.94 | 10.01 |
| | 蒙娜丽莎 | 0.80 | 2.37 | 6.53 | 7.74 | 38.51 | 11.38 |
| | 江山欧派 | 0.80 | 4.42 | 3.50 | 2.82 | 32.22 | 13.27 |
| | 喜临门 | 0.77 | 3.06 | 2.91 | 3.43 | 34.75 | 8.47 |
| | 梦百合 | 0.96 | 4.16 | 5.64 | 0.96 | 39.72 | 10.24 |

图：周转率情况 来源：并购优塾

从资产负债结构来看，家具行业的核心资产为固定资产。以一单位固定资产所带来的收益能力看，蒙娜丽莎的综合实力较好，能带来 6.83 元的收入、0.78 元的利润、1.65 元的现金流；其次是顾家家居，可达到 5.98 元收入、0.66 元利润、1.15 元现金流。

不过，这样的数据对比并不能完全说明一家公司的好坏，还要结合其企业的其他方面的情况，还需深入研究分析。

| 资产类 | 欧派家居 | 索菲亚 | 尚品宅配 | 金牌厨柜 | 皮阿诺 | 志邦家居 | 顾家家居 | 敏华控股 | 美克家居 | 惠达卫浴 | 帝欧家居 | 蒙娜丽莎 | 江山欧派 | 喜临门 | 梦百合 |
|-----------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 固定资产 | 496 | 2731 | 892 | 66 | 3 | 706 | 1854 | 3234 | 1887 | 1317 | 1453 | 557 | 705 | 1612 | 1092 |
| 在建工程 | 1694 | 528 | 783 | 191 | 031 | 26 | 442 | | 432 | 233 | 061 | 535 | 14 | 046 | 389 |
| 无形资产 | 1125 | 54 | 418 | 124 | 101 | 136 | 755 | 19 | 606 | 221 | 773 | 195 | 167 | 249 | 178 |
| 存货 | 846 | 339 | 814 | 243 | 231 | 215 | 1266 | 1584 | 209 | 683 | 705 | 1086 | 391 | 1151 | 742 |
| 应收账款 | 493 | 694 | 056 | 038 | 326 | 338 | 1012 | 161 | 268 | 632 | 2346 | 609 | 394 | 1152 | 791 |
| 预付款项 | 099 | 038 | 052 | 023 | 029 | 045 | 055 | | 319 | 016 | 096 | 007 | 032 | 079 | 081 |
| 负债类 | 欧派家居 | 索菲亚 | 尚品宅配 | 金牌厨柜 | 皮阿诺 | 志邦家居 | 顾家家居 | 敏华控股 | 美克家居 | 惠达卫浴 | 帝欧家居 | 蒙娜丽莎 | 江山欧派 | 喜临门 | 梦百合 |
| 应付账款 | 837 | 776 | 833 | 446 | 296 | 314 | 128 | 569 | 285 | 542 | 733 | 708 | 246 | 1113 | 485 |
| 预收账款 | 116 | 544 | 1319 | 303 | 086 | 37 | 1492 | 487 | 201 | 052 | 144 | 029 | 281 | 139 | 06 |
| 净营运资本 | 1757 | 786 | -323 | -181 | 407 | 166 | -73 | 2293 | 2024 | 1696 | 1149 | 06 | -018 | 855 | 1091 |
| 带息负债 | 1655 | 472 | 0 | 378 | 026 | 011 | 1924 | 4553 | 2213 | 07 | 87 | 159 | 111 | 1778 | 1493 |
| 单位效应 | 欧派家居 | 索菲亚 | 尚品宅配 | 金牌厨柜 | 皮阿诺 | 志邦家居 | 顾家家居 | 敏华控股 | 美克家居 | 惠达卫浴 | 帝欧家居 | 蒙娜丽莎 | 江山欧派 | 喜临门 | 梦百合 |
| 收入/CAPEX | 273 | 281 | 814 | 322 | 490 | 420 | 598 | 304 | 296 | 244 | 383 | 683 | 288 | 302 | 351 |
| 利润/CAPEX | 037 | 040 | 059 | 037 | 059 | 047 | 066 | 036 | 024 | 026 | 038 | 078 | 039 | 026 | 036 |
| 现金流/CAPEX | 043 | 048 | 069 | 061 | 034 | 049 | 115 | 030 | 032 | 017 | 018 | 165 | 046 | 031 | 012 |

图：资产负债、单位效应情况

来源：并购优塾

(柒)

卫生事件：2019 年末爆发的突发事件，几乎影响到了各家各业。而它对家具产业链的影响有多大呢？我们从以下几方面来看：

1) 上游原材料——我国家具行业木材大部分依靠进口，其中从俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚进口木材产品量占比很大，此外，美国、加蓬、德国、泰国等也都是中国主要的木材进口来源地。

在全球卫生事件不断严峻的形势下，各国纷纷进入停工抗疫状态，国外各大港口封闭，产材国的木材采伐出口普遍受阻。这导致上游原材料价格上涨的可能较高。

2) 中游家居制造——中国家居行业区域集中度较高，中国家具产量的 50%左右来自浙江省和广东省。此次卫生事件较严重的湖北并不是家具行业的重要产区，省内仅三个家具产业集群。

并且，从复工情况来看，大多数家居制造企业从 2 月中旬开始有序复工，3 月初基本投入正常生产经营（复工率 95%）。同时，对于家具行业来说，一季度通常是销售淡季，整体看卫生事件对其有一定影响，但影响相对有限。

3) 下游市场需求——房地产作为家具行业的主要下游应用市场，对家具行业影响较大。卫生事件对经济产生巨大冲击，抑制房地产销售，从而影响家具需求。此外，家具行业虽发展线上线下，但主要渠道仍在线下。一些家居大卖场、家具专门市场、家具建材商场、直营门店等，受到卫生事件影响，导致春节间无法正常开放，节后开店延迟，人员流动受阻。

目前，虽然逐渐开门营业，但仍需一定时间恢复至正常客水平，短时间内仍会管控，客流不会迅速回升。因此，就目前而言，家具行业线下实体零售，基本不会出现太大起色。

4) 家居出口承压——我国是家具生产和出口大国，出口相当一部分家具企业的重要来源之一。其中，出口排名前五的国家分别为美国、英国、日本、德国、澳大利亚。

不过，目前海外卫生事件仍然不容乐观，各国政府管控措施不断升级，零售行业除食品药品等必需品以外的实体店铺，开始大范围关闭。因此，家具出口订单极大可能，面临被暂停或者取消的风险，海外需求在短期内无法恢复，家具出口前景并不乐观。

另外要注意，欧派、索菲亚这类定制家居的出口比例较低，仅 1% 左右。而成品家居，如顾家家居、敏华控股的出口比例较高，在 20% 至 40% 左右，受影响更大。

(捌)

产业链的逻辑分析完，还有一块核心问题需注意——风险点。

从以下两张表来看，定制家居的带息负债率，整体低于成品家居和其他家居。这些公司中，需要关注的是——大股东质押率较高的美克家居、喜临门、帝欧家居；商誉占净资产比例略高的为喜临门；应收账款增速较快的皮阿诺、志邦家居、尚品宅配（和工装渠道占比提升相关）。

其中，皮阿诺应收账款增速较高，是由于大宗业务大幅增长所致，对房地产这类公司的话语权偏弱；志邦家居应收账款增速较高，系工程项目验收增长所致，对于 B 端用户话语权较弱；而尚品宅配则是受部分销售合同款项未到结算期影响所致。

| | 2019年 | 大股东质押率 | 毛利率 | 净利率 | 净现比 | 收入增速 | 应收账款增速 | 商誉/净资产 | 开发支出 | 其他应收款 | 货币资金 | 带息负债 |
|------|-------|--------|--------|--------|------|--------|---------|--------|------|-------|-------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居 | - | 35.84% | 13.59% | 1.17 | 17.59% | 77.12% | - | - | 0.4 | 14.67 | 16.55 |
| | 索菲亚 | 13.36% | 37.33% | 14.24% | 1.19 | 5.13% | 70.61% | 0.35% | 0.05 | 0.41 | 13.4 | 4.72 |
| | 尚品宅配 | 14.08% | 41.57% | 7.28% | 1.17 | 9.41% | 140.88% | - | 0.8 | 0.57 | 15.22 | 0 |
| | 金牌厨柜 | 52.80% | 35.84% | 11.39% | 1.66 | 25.16% | 48.27% | - | - | 0.13 | 6.62 | 3.78 |
| | 皮阿诺 | 29.32% | 35.78% | 11.74% | 0.58 | 32.62% | 326.27% | - | - | 0.09 | 3.61 | 0.26 |
| 成品家居 | 志邦家居 | 10.07% | 38.53% | 11.12% | 1.05 | 21.68% | 143.35% | - | - | 0.23 | 5.27 | 0.11 |
| | 顾家家居 | 57.86% | 34.86% | 11.00% | 1.74 | 21.16% | 8.54% | 14.00% | - | 1.29 | 29.58 | 19.24 |
| | 敏华控股 | - | 34.08% | 12.27% | 0.83 | 13.04% | 0.38 | 8.45% | - | - | 12.34 | 45.53 |
| | 美克家居 | 82.86% | 52.59% | 8.19% | 1.32 | 6.21% | -21.18% | 1.38% | - | 1.67 | 10.27 | 22.13 |
| 其他家居 | 惠达卫浴 | - | 33.03% | 10.79% | 0.65 | 10.75% | 7.39% | - | - | 1.16 | 1.53 | 0.7 |
| | 帝欧家居 | 67.72% | 35.94% | 10.01% | 0.48 | 29.42% | 55.68% | 14.28% | - | 0.77 | 5.02 | 8.7 |
| | 蒙娜丽莎 | - | 38.51% | 11.38% | 2.13 | 18.96% | 9.56% | - | - | 1.38 | 16.27 | 1.59 |
| | 江山欧派 | - | 32.22% | 13.27% | 1.2 | 57.98% | 62.80% | - | - | 0.04 | 5.99 | 1.11 |
| | 喜临门 | 99.98% | 34.75% | 8.47% | 1.21 | 15.68% | -2.29% | 20.26% | - | 1.52 | 10.48 | 17.78 |
| | 梦百合 | 53.21% | 39.72% | 10.24% | 0.33 | 25.47% | 39.52% | 3.90% | - | 1 | 8.11 | 14.93 |

图：风险数据

来源：并购优塾

| | 2019年 | 带息负债率 | 资产负债率 | 经营活动现金流 | CAPEX | 筹资活动现金流 | 净营运资本 |
|------|-------|--------|--------|---------|-------|---------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居 | 11.17% | 35.47% | 21.56 | 18.31 | 14.41 | 17.57 |
| | 索菲亚 | 5.56% | 30.35% | 13.01 | 6.86 | -7.39 | 7.86 |
| | 尚品宅配 | 0 | 42.50% | 6.19 | 8.03 | -1.23 | -3.23 |
| | 金牌厨柜 | 14.13% | 54.64% | 4.02 | 2.61 | 3.48 | -1.81 |
| | 皮阿诺 | 1.30% | 37.98% | 1.01 | 1.69 | -0.15 | 4.07 |
| | 志邦家居 | 0.36% | 37.68% | 3.44 | 3.34 | -2.5 | 1.66 |
| 成品家居 | 顾家家居 | 15.69% | 48.61% | 21.24 | 7.61 | -10.46 | -7.3 |
| | 敏华控股 | 40.38% | 48.91% | 9.69 | 23.81 | 21.53 | 22.93 |
| | 美克家居 | 27.28% | 42.83% | 6.05 | 5.37 | -12.58 | 20.24 |
| 其他家居 | 惠达卫浴 | 1.47% | 25.59% | 2.27 | 3.06 | -2.56 | 16.96 |
| | 帝欧家居 | 12.43% | 47.98% | 2.69 | 3.68 | 0.3 | 11.49 |
| | 蒙娜丽莎 | 3.07% | 43.58% | 9.21 | 7.32 | -2.98 | 0.6 |
| | 江山欧派 | 3.88% | 51.42% | 3.24 | 3.69 | -0.05 | -0.18 |
| | 喜临门 | 26.70% | 56.80% | 4.98 | 3.55 | -1.67 | 8.55 |
| | 梦百合 | 32.32% | 47.97% | 1.3 | 7.84 | 5.4 | 10.91 |

图：资金情况

来源：并购优塾

(玖)

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面：

.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

【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。