

志邦家居财务建模 深挖定制家居企业的增长驱动力

今天要建模的这家公司，上市后连拉 3 个涨停，随后一路走高，涨幅高达 197.4%。然而好景不长，画风突变，半年内腰斩，前复权价格由 47.53 元一路下杀峰值低点 15.33 元，下跌幅度达到 67%，之后一年半时间，一致不温不火低位徘徊。5 月 27 日，包括本案在内，这条产业链上多个龙头纷纷涨停。其画风如下：



图：市场走势 （单位：元/股）

来源：塔坚研究

它，就是**志邦家居**，主营定制厨柜，目前已经发展了衣柜、木门等新品类，步入大家居行列。2019 年，其营业收入为 29.65 亿元，同比增长 21.75%，净利润为 3.29 亿美元，同比增长 20.72%，毛利率为 38.53%、净利率为 11.12%，ROE 为 17.33%。

看到这里，在研究这个行业之前，几个值得我们深思的问题来了：

- 1) 定制家居行业的增长驱动来自哪里？行业集中度上升缓慢，护城河究竟够不够宽？
- 2) 受益于精装修渗透率提升，家居行业大宗业务发展迅猛，精装修带来的增长驱动到底有多大？
- 3) 去年以来，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，来研究定制家居行业的产业特征，以及建模逻辑。对家居家电产业，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。

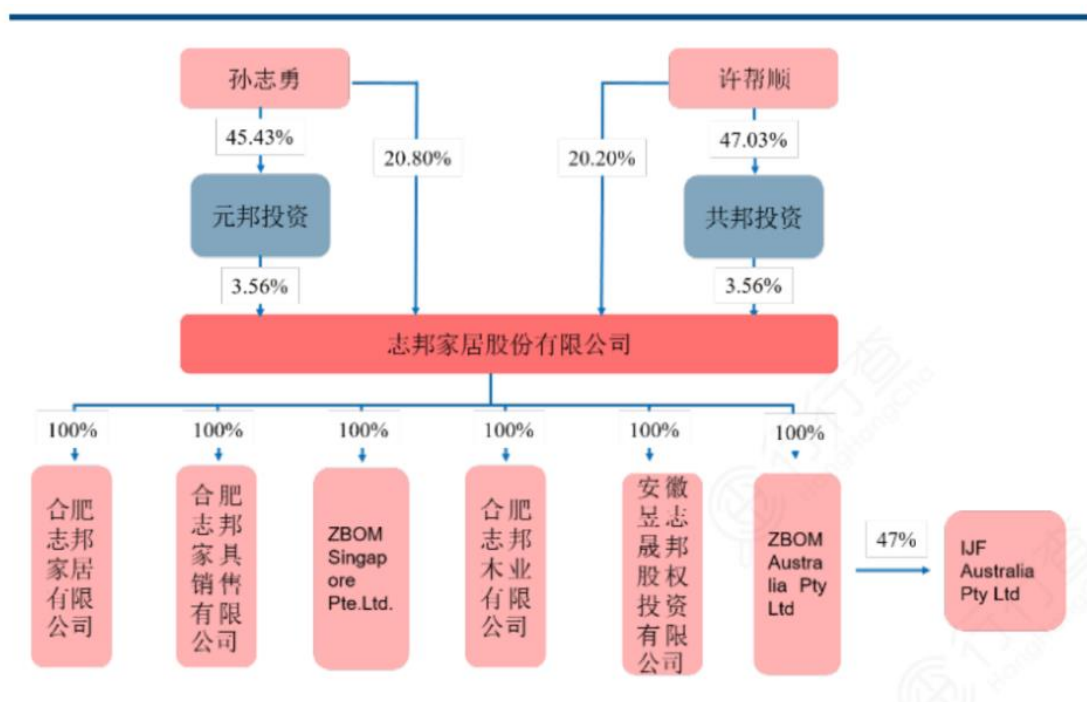
— 01 —



生意，模式



本案 2005 年成立，一直从事整体厨柜业务，目前已形成美厨、名仕、御庭、维也纳、凡尔赛五大产品系列。2015 年开展定制衣柜业务，2017 年 6 月在上交所挂牌上市，实控人为孙志勇、徐帮顺，前十大流通股东包括社保基金，泰康策略优选、国信证券等。



图：志邦家居股权结构图

来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2020 年一季报，前 10 大流通股中，蒯正东、尚志有限公司、刘国宏减仓，机构中中庚小盘价值、中庚价值领航、兴全有机增长、工银瑞信均减仓。

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	香港中央结算有限公司(陆股通)	新进	8,656,211	3.8759			A股流通股
2	蒯正东	减少	7,688,653	3.4427	-428,400	-0.1918	A股流通股
3	孙家兵	不变	5,111,368	2.4230	0	0.0000	A股流通股
4	尚志有限公司	减少	4,135,000	1.8515	-445,300	-0.1994	A股流通股
5	刘国宏	减少	3,837,460	1.7183	-221,066	-0.0990	A股流通股
6	全国社保基金——四组合	不变	2,977,940	1.3334	0	0.0000	A股流通股
7	中国工商银行股份有限公司-泰康策略优选灵活配置混合型证券投资基金	新进	2,320,132	1.0389			A股流通股
8	程云	新进	2,150,000	0.9627			A股流通股
9	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002沪	新进	1,600,000	0.7164			A股流通股
10	国信证券股份有限公司	新进	1,450,000	0.6493			A股流通股
合 计			40,226,764	18.0120			

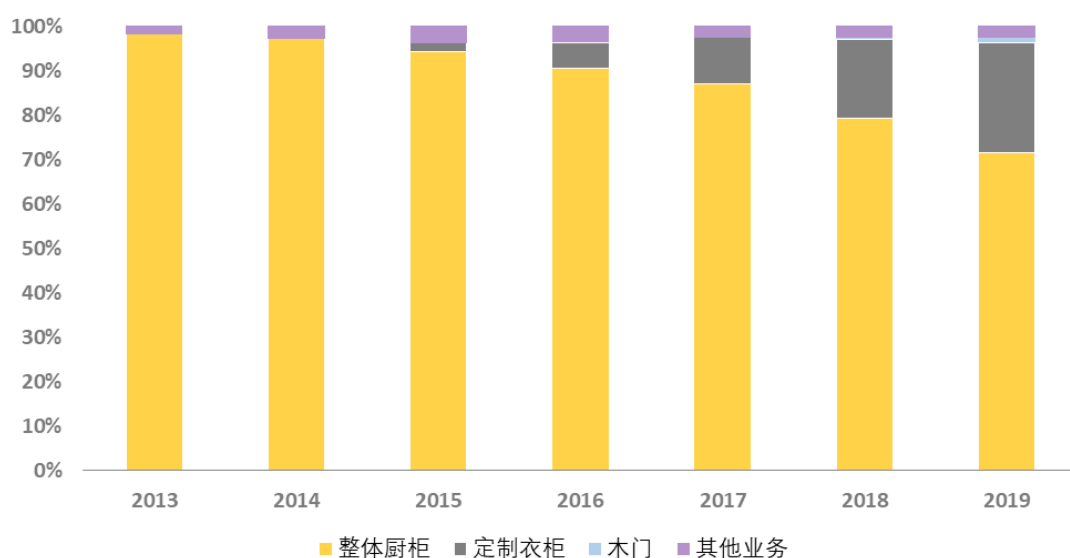
图：前 10 大股东

来源：塔坚研究

2017 年至 2019 年、其营业收入分别为 21.57 亿元、24.33 亿元、**29.62 亿元**；净利润分别为 2.34 亿元、2.73 亿元、**3.29 亿元**；经营活动现金流净额分别为 3.96 亿元、3.70 亿元、**3.44 亿元**；毛利率分别为 34.90%、35.96%、**38.53%**；净利率分别为 10.86%、11.22%、**11.12%**。

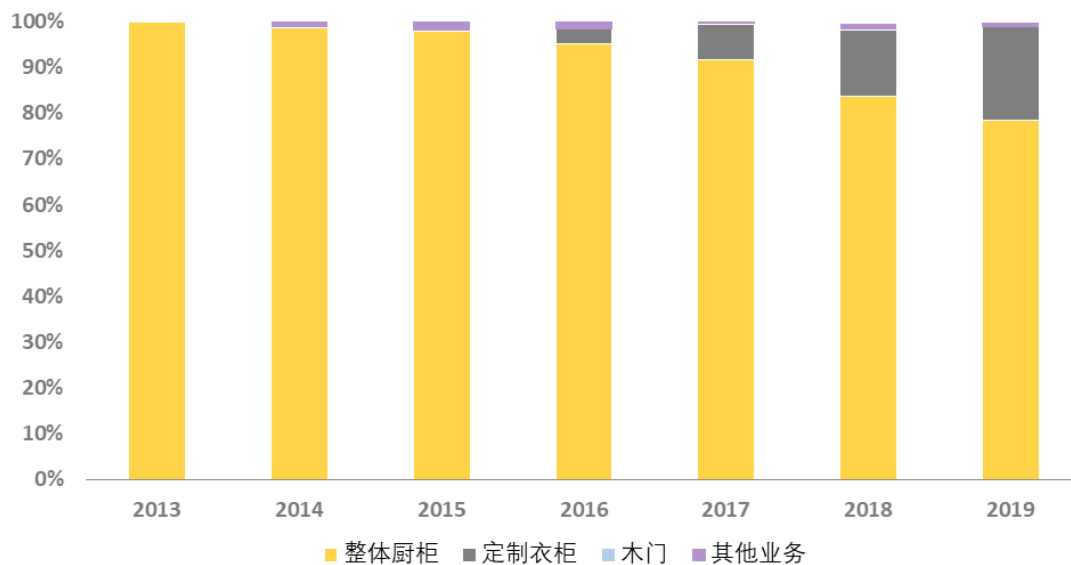
从业绩增速来看,近三年营业收入年复合增速为 23.56%,净利润年复合增速为 22.72%, 2019 年营业收入同比增速为 21.75 %，净利润同比增速为 20.72 %。

从收入结构来看，2019 年，71.47%来自整体厨柜，24.79%来自定制衣柜，其他产品占比较小。整体厨柜贡献 78.71%的毛利，衣柜毛利占比 20.34%。



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

从产业链来看，其上游——人造板制造（以中纤板、刨花板为主）、五金配件、建材和陶瓷加工，这些材料可获得性高，本案对上游议价能力较强。原材料成本大约占到整体厨柜成本的 80%，代表企业兔宝宝（毛利率 18.2%）、坚朗五金（毛利率 40.3%）。

中游——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%）、志邦家居（毛利率 38.53%），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——主要是经销商、工程代理商、房地产企业（工程业务）、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,其前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 19.11%、12.71%、14.09%; 前五大供应商的采购额占年度采购总额的比例分别为 20.77%、21.48%、22.60%

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从产业链上下游公司的资产结构来看，固定资产占比较高的是中游家居制造厂商，应收账款占比较高的是上游材料配件厂商，存货占比较高的是上游材料以及中游全屋定制厂商（尚品宅配）、成品家具厂商（顾家家居）；资产规模方面，下游家居卖场总资产规模较高。本案在定制家具行业处于第二梯队，需要注意的是，其应收账款占比高于同行业水平，由于工程渠道占比较高导致。

产业链	可比公司	总资产	货币资金占比	固定资产占比	应收账款占比	存货占比
上游 (原材料、金属等配件)	兔宝宝	37.60	21.12%	8.01%	3.04%	9.34%
	大亚圣象	80.04	22.04%	22.90%	12.89%	26.02%
	坚朗五金	49.52	13.27%	12.54%	24.48%	19.06%
中游 (家居制造)	志邦家居	30.95	17.02%	22.80%	10.92%	6.96%
	索菲亚	84.84	15.79%	32.19%	8.18%	3.99%
	尚品宅配	61.18	24.89%	14.58%	0.91%	13.31%
	欧派家居	148.14	9.90%	33.48%	3.33%	5.71%
	金牌厨柜	26.76	24.73%	24.65%	1.42%	9.08%
下游 (渠道)	顾家家居	122.60	24.13%	15.13%	8.25%	10.33%
	美凯龙	1,222.94	5.91%	0.73%	1.48%	0.27%
	居然之家	337.86	12.78%	6.72%	1.31%	0.60%

图：资产负债表结构（亿元）

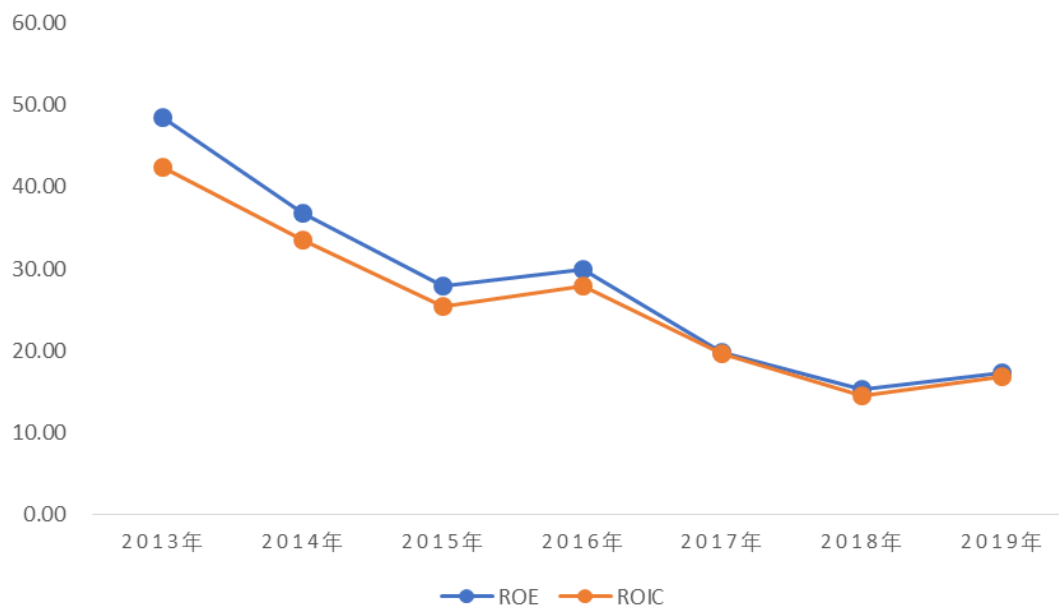
来源：塔坚研究

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)	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%
	欧派家居	135.33	18.39	21.56	35.84%	9.68%	11.68%	-0.51%	13.59%
	金牌厨柜	21.25	2.42	4.02	35.84%	15.91%	8.77%	-0.12%	11.39%
下游 (渠道)	顾家家居	110.94	12.20	21.24	34.86%	18.69%	4.42%	0.94%	11.00%
	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）

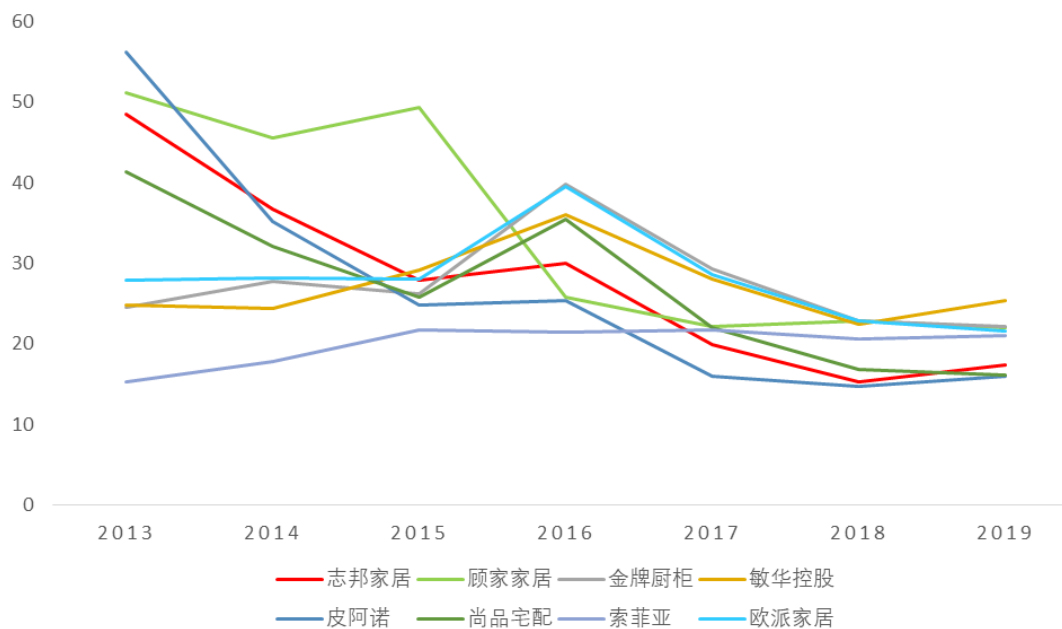
来源：塔坚研究

接着，来看一组我们整理的基本面数据：



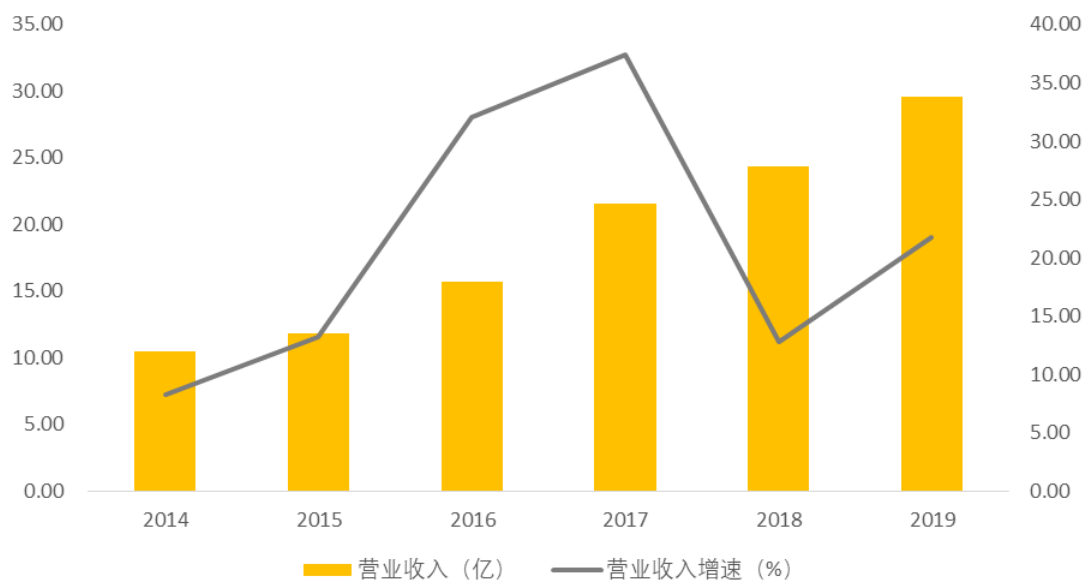
图：ROE VS ROIC (单位：%)

来源：塔坚研究



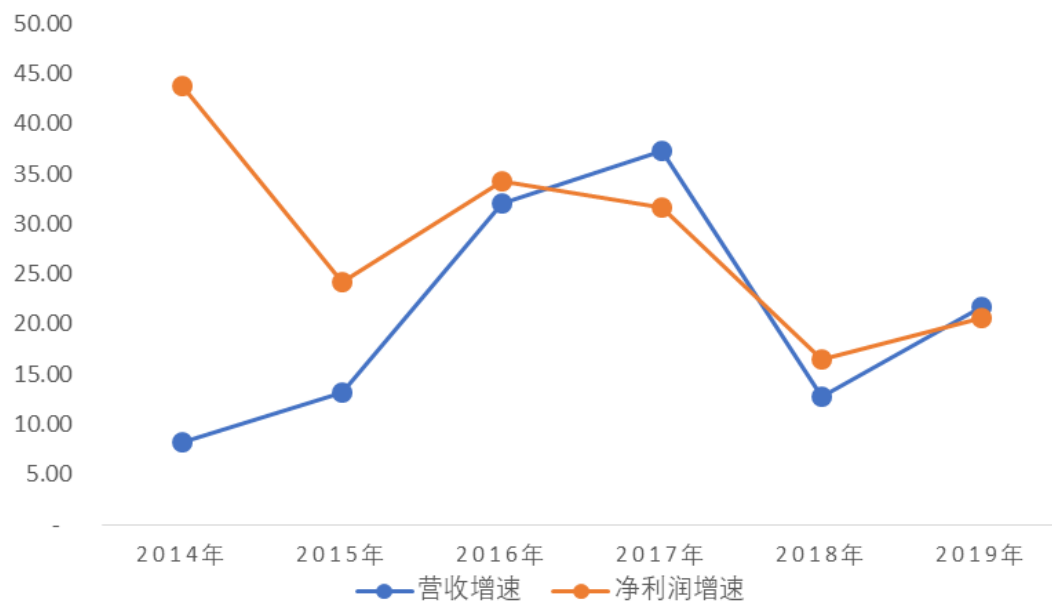
图：同行 ROE 对比 (单位：%)

来源：塔坚研究



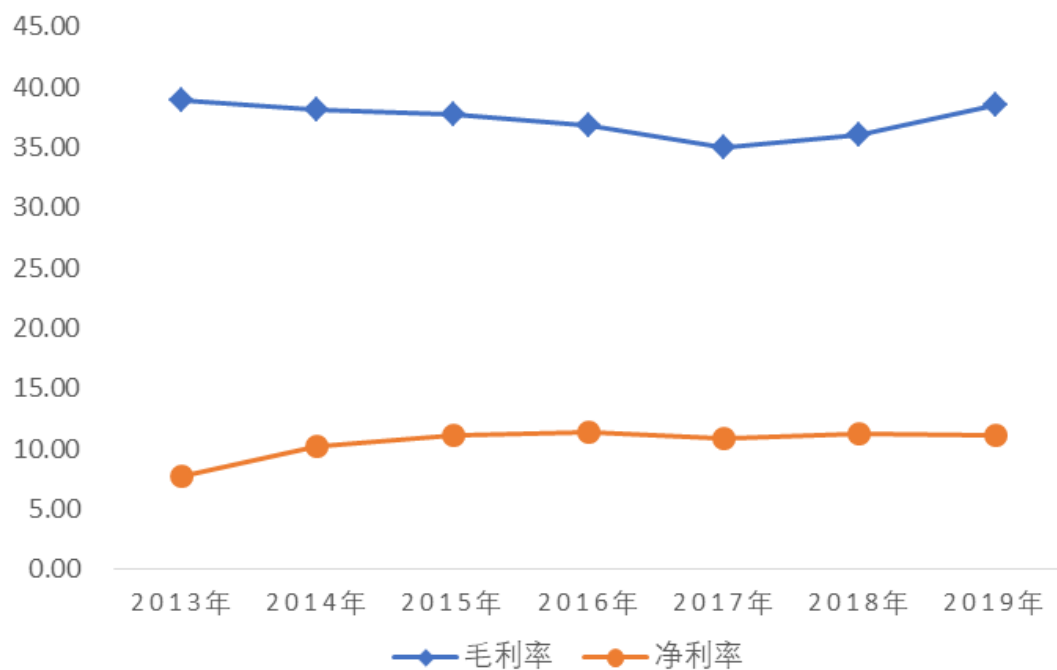
图：营业收入 VS 营收增速 (单位：亿元、%)

来源:塔坚研究



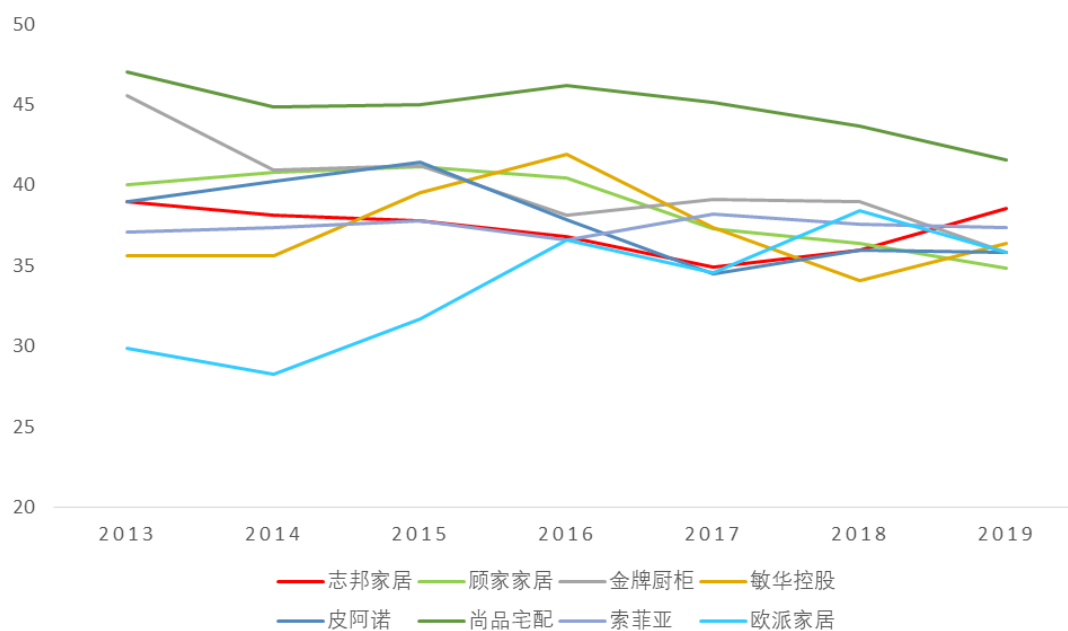
图：营业收入增速及净利润增速 (单位：%)

来源：塔坚研究



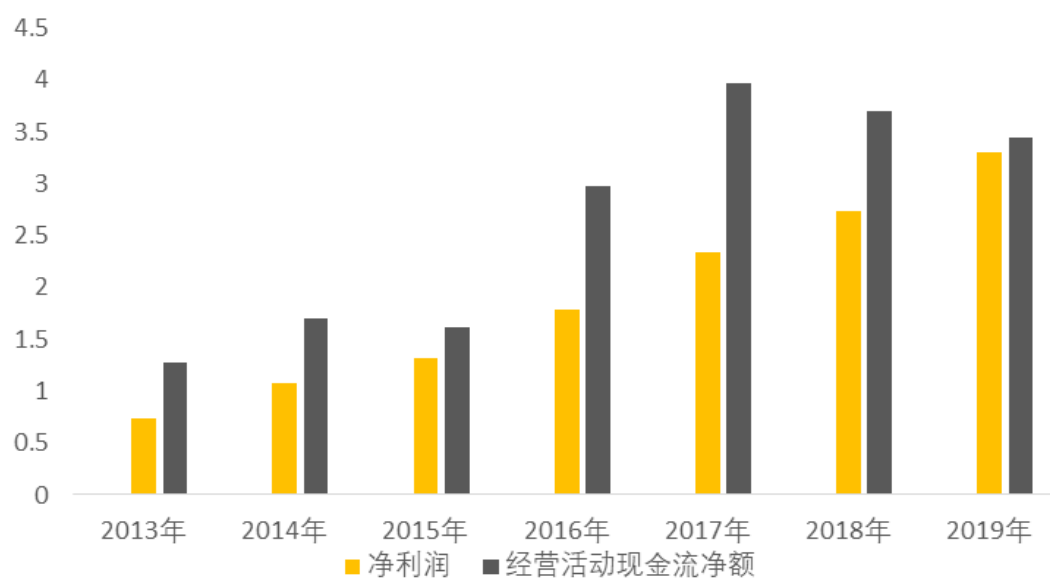
图：毛利率 VS 净利率 (单位：%)

来源：塔坚研究



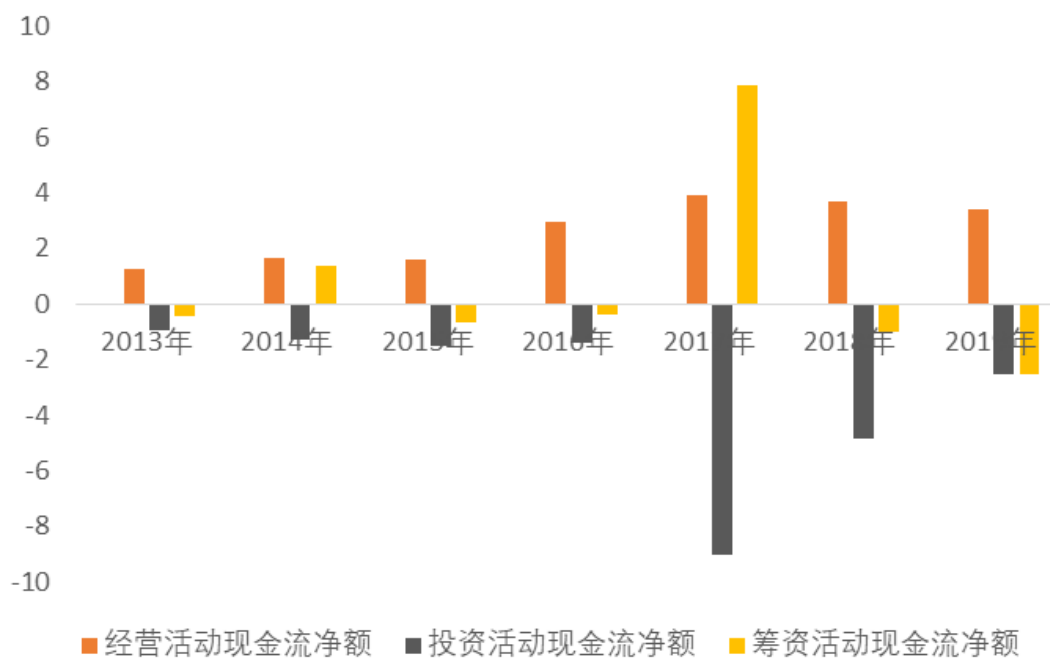
图：同行业毛利率 (单位：%)

来源：塔坚研究



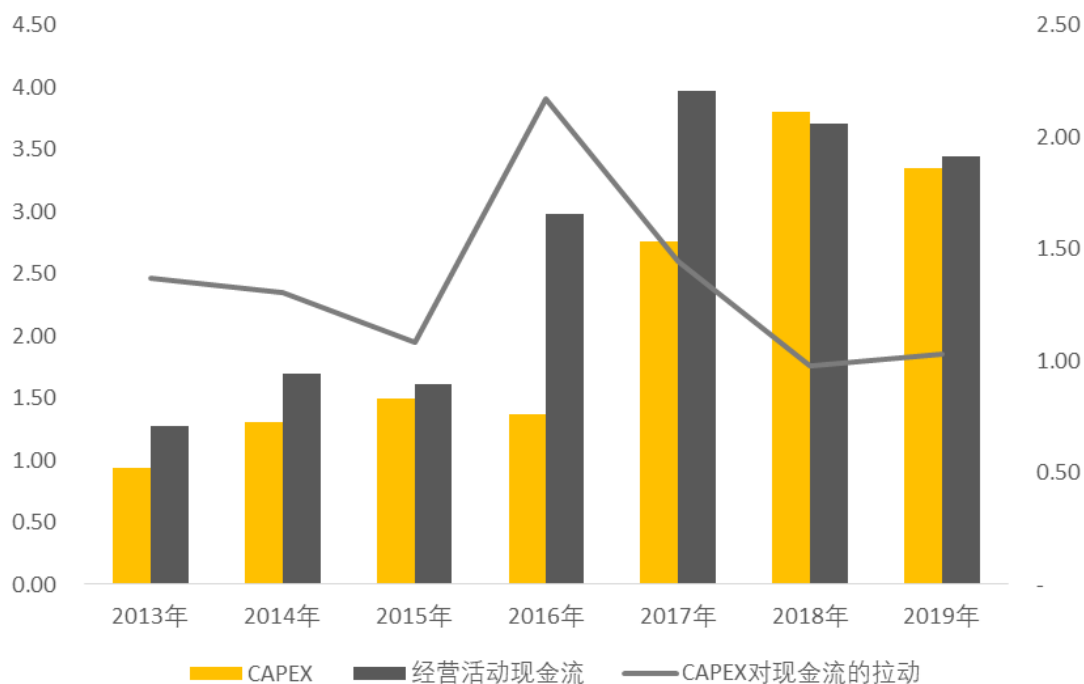
图：净利润、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



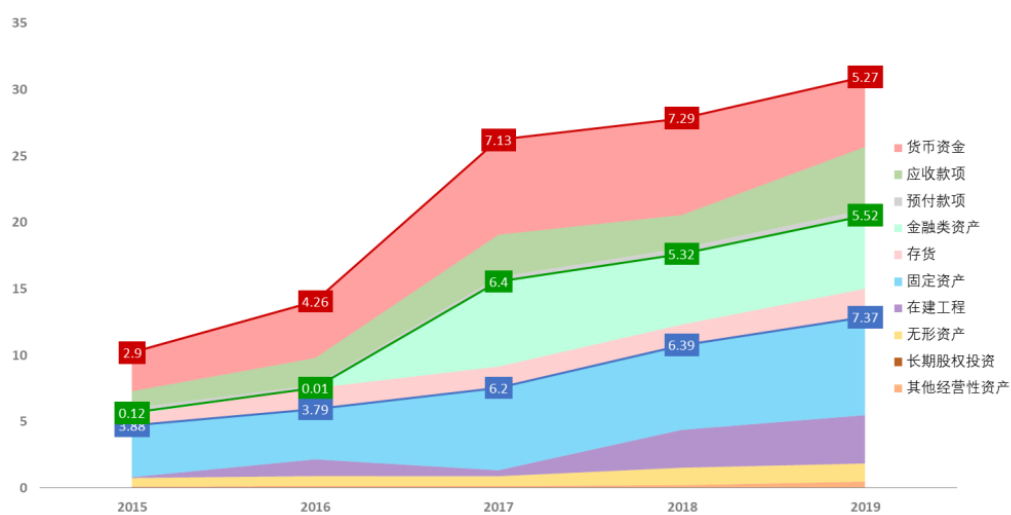
图：现金流（单位：亿元）

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？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —



同行业，回报分析



在优塾的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。本案近三年的 ROE 为 19.80%、15.28%、17.33%， ROIC 为 19.59%、14.48%、16.84%， ROA 为 13.60%、11.20%、12.62%。这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

		2017	2018	2019
ROIC	志邦家居	19.59	14.48	16.84
	欧派家居	27.58	22.08	18.79
	金牌厨柜	28.50	22.34	18.52
	索菲亚	18.88	17.02	17.96
	顾家家居	21.61	18.66	17.07
	尚品宅配	21.51	16.75	15.87
	敏华控股	22.89	15.09	
ROE	志邦家居	19.80	15.28	17.33
	欧派家居	28.55	22.80	21.49
	金牌厨柜	29.20	22.83	22.11
	索菲亚	21.69	20.62	20.97
	顾家家居	22.12	22.80	21.94
	尚品宅配	22.01	16.84	16.10
	敏华控股	27.92	22.38	25.34
ROA	志邦家居	13.60	11.20	12.62
	欧派家居	19.95	17.35	15.79
	金牌厨柜	14.97	13.63	11.98
	索菲亚	19.21	16.83	16.84
	顾家家居	16.90	15.88	14.27
	尚品宅配	13.32	11.53	10.71
	敏华控股	22.94	15.88	17.16

图：回报对比

来源：塔坚研究

整体来看，行业内欧派家居、金牌厨柜投入资本回报率较高，本案处于平均水平。

其次，从核心指标拆解来看：

总资产周转率——行业整体总资产周转率在 1 左右，差距不大；

净利率——索菲亚、欧派家居较高，在 14%左右，本案为 11%，尚品宅配较低，为 7%，

主要是直销模式占比较高，导致销售费用率较高。

资产负债率——本案资产负债率处于行业中游，金牌厨柜 2019 年发债，资产负债率较

高，为 54.6%，其次是顾家家居的 48.6%。

	销售净利率	总资产周转率	资产负债率
志邦家居	11.12	1.01	37.68
顾家家居	11.00	0.97	48.61
金牌厨柜	11.39	0.94	54.64
敏华控股	13.41	0.96	45.26
皮阿诺	11.74	0.82	37.98
尚品宅配	7.28	1.27	42.50
索菲亚	14.24	0.94	30.35
欧派家居	13.59	1.04	35.47

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、收益以及营运效率情况。

根据以上三张表，我们能看出，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经营活动现金流来看，成品家居更强，定制家具龙头索菲亚、欧派家居反而偏弱。而本案，略高于同行业金牌厨柜的水平。

人效方面，本案人均创收、人均创利均处于行业靠前水平。（此处有一些疑问需要调研解决，后文会提到）

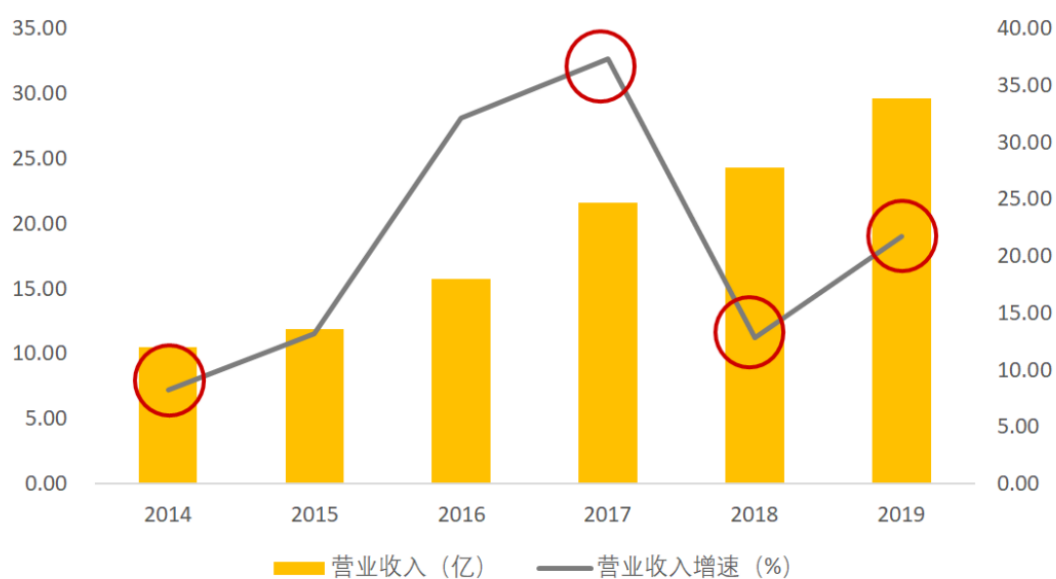
		志邦家居	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	顾家家居	金牌厨柜
资产类	货币资金	5.27	14.67	13.40	15.22	29.58	6.62
	固定资产	7.06	49.60	27.31	8.92	18.54	6.60
	在建工程	2.60	16.94	5.28	7.83	4.42	1.91
负债类	短期借款	0.11	0.53	3.13	0.00	2.87	0.55
	长期借款	0.00	4.06	0.30	0.00	4.74	0.00
	应付债券	0.00	11.96	0.00	0.00	8.37	3.23
营运资本	存货	2.15	8.46	3.39	8.14	12.66	2.43
	应收票据及应收账款	4.58	6.11	10.41	0.63	10.12	0.94
	应付账款及应付票据	4.46	9.93	8.35	8.33	13.09	5.71
	预付款项	0.45	0.99	0.38	0.52	0.55	0.23
	预收账款	3.70	11.60	5.44	13.19	14.92	3.03
经营情况	营业收入	29.62	135.33	76.86	72.61	110.94	21.25
	净利润	3.29	18.39	10.95	5.29	12.20	2.42
	经营活动产生的现金流	3.44	21.56	13.01	6.19	21.24	4.02
单位固定资产带来收入	固定资产周转率	4.49	3.22	2.99	8.14	6.70	3.44
人效	人均创收（元）	834,640.74	624,808.87	651,307.25	462,029.07	762,027.28	491,432.32
	人均创利（元）	92,824.08	84,923.75	91,300.07	33,623.85	79,761.12	56,068.59

图：同行业财务数据对比

来源：塔坚研究

这样看来，本案想要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？长期增长逻辑如何？我们继续进行建模分析。





图：历史收入增速

来源：塔坚研究

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
志邦家居	8.27	13.21	32.11	37.38	12.80	21.75
索菲亚	32.39	35.35	41.75	36.02	18.66	5.13
顾家家居	20.81	13.74	30.11	39.02	37.61	20.95
金牌厨柜	22.21	14.18	40.25	31.22	18.01	24.90
欧派家居	18.92	18.02	27.23	36.11	18.53	17.59
尚品宅配	62.72	61.47	30.39	32.23	24.83	9.26

图：同行业厂商收入同比增长率

来源：塔坚研究

从历史增速来看，分别经历了两次高点（2017 年、2019 年）、两次低点（2014 年、2018 年），分别来看：

与之前我们研究的金牌厨柜一样，本案收入驱动主要来自：1) 新房装修、旧房翻新需求；
2) 渠道扩张，包括大宗业务；3) 品类拓展。我们分别来看：

2017 年高点：一是宏观层面，2016 年国内房地产销售面积增速回暖（住宅销售面积增长 22.5%），以及按照住房翻新周期为 10-15 年推算，旧房装修需求增加；

二是渠道方面，2017 年底，本案厨柜经销专卖店达到 1335 家，较上年增长 223 家，同比增长 20.05%，衣柜专卖店 242 家，同比增长 158.17%，新增经销网点的销量逐渐释放。

2019 年高点：一是大宗业务收入同比增长 63.63%，占总收入的比重达到 21.59%。二是衣柜业务规模达到 7.34 亿，同比增长 70.80%。2014 年、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。

回到本案的收入预测，我们采用自上而下拆分法。由于厨柜收入占比大，我们单列预测，而衣柜、木门等业务直接简化采用增速法，其中：

$$\text{厨柜收入} = \text{厨柜销量} \times \text{客单价};$$

值得一提的是，本案早在 2010 年就在工程渠道发力，大宗业务占比保持在 15%左右，2019 年上升到 21.59%。考虑精装房渗透率提升趋势明确，预计工程渠道会是本案的核心驱动。

由此，我们按照渠道进一步细分：

$$\text{厨柜收入} = \text{零售渠道销量} \times \text{零售出厂价} + \text{工程渠道销量} \times \text{工程渠道出厂价};$$

其中：

零售渠道销量 = (毛坯新房装修量 + 存量房翻修量) × 厨柜配套率 × 定制厨柜渗透率 × 志邦

家居市占率；

工程渠道销量 = 新房装修量 × 精装房渗透率 × 厨柜配套率 × 志邦家居市占率；

注意，新房装修量、存量房装修量，厨柜配套率等相关变量的预测逻辑，我们在金牌厨柜的报告中已经研究过，本文直接沿用之前预测结果。之前的预测过程，详见专业版报告库，此处不再详细展开。

因此，对本案，预测的关键变量有**精装房渗透率、志邦家居在零售渠道、工程渠道的市占率**。这几大变量中，我们挨个分析。先来看工程渠道。

— 04 —



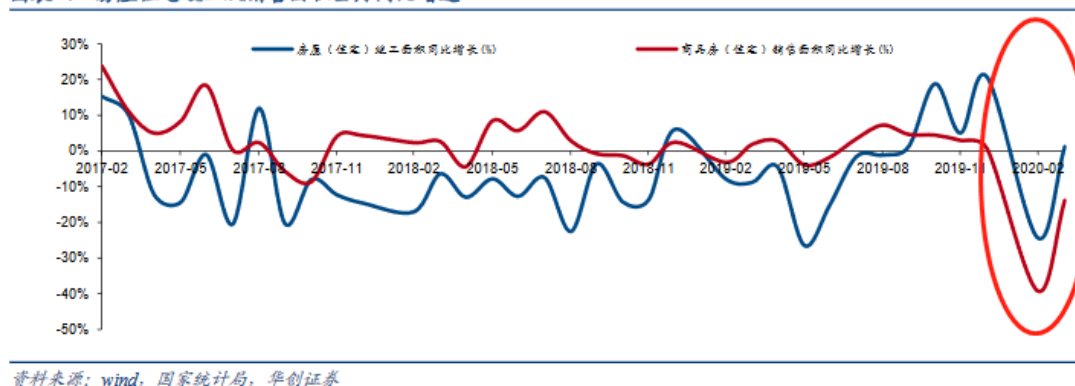
精装修，蓝海



1) 新房装修量——取决于商品房住宅销售面积（相关测算见中国建筑报告，全文见专业版报告库，此处不详述），我们假设单户房屋面积平均为 90 平米，可以计算出房屋套数，即：**房屋套数 = 住宅销售面积 ÷ 90。**

这里注意，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。

图表 4 房屋住宅竣工及销售面积当月同比增速



图：住宅销售面积及竣工面积增速（单位：%）

来源：Wind，塔坚研究

虽然定制家居赛道属于受卫生事件冲击的“次生灾害”行业，不过由于一季度是家具行业淡季，叠加交房缺口有收窄迹象，我们认为卫生事件影响有限。因此，对当年装修量，我们给予 10% 的折扣率，简化处理。

2) 厨柜配套率——厨柜已经成为厨房必不可少的家居配套设施，我们假设每套住宅购买一套厨柜，配套率为 100%。

3) 精装修渗透率——从渗透率来看，2016 年至 2019 年，我国住宅全装修覆盖率由 12% 增长至 32%。从开盘数量来看，2018 年全国精装房开盘数量为 253 万套，同比增长 59.9%；2019 年全国精装房开盘数量达 319.3 万套，同比增长 26.21%。

之前我们在研究金牌厨柜的时候分析过，未来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。同时，各省积极响应，提高对精装房的支持力度。

省市	实施时间	实施政策
北京	2015/5/1	全市保障房 100%全装修
郑州	2016/1/1	郑州航空港经济综合试验区、郑东新区、新建住宅 100%全装修
浙江	2016/10/1	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修
上海	2017/1/1	外环线内 100%，外环线外 50%，奉贤、金山和崇明 30%全装修
山东	2017/1/1	全省、新建高层建筑 100%全装修
海南	2017/1/1	全省新建住宅 100%全装修
河南	2020/1/1	全省新建住宅 100%全装修
四川	2020/1/1	全省新建住宅 50%全装修
江苏	2025/1/1	全省新建住宅 60%全装修

图：各省市住宅全装修政策

资料来源：天风证券研究所

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）。

综合上述逻辑，我国精装修渗透率将继续提升，根据《中国建材报》数据，发达国家精装修比例普遍达到 80%，相比之下，我国的全装修市场渗透率 2019 年刚达到 32%，还有很大的上升空间。



资料来源：前瞻产业研究院，智研咨询，天风证券研究所

图：全装修覆盖率

来源：前瞻产业研究院，智研咨询，天风证券研究所

这里我们假设，预测期精装修渗透率逐步提升，最终达到日本当前 85% 的水平——最后一年精装房套数达到 1,607.37 万套，十年复合增速为 11.65%。

研究至此，工程渠道的销量预测完毕。接下来我们看工程渠道市占率。

— 05 —



大宗业务，市占率



根据我们的测算,从厨柜市场规模来看,2017 年至 2019 年,CR3 分别为 6.01%、5.25%、6.65%,志邦家居的市占率为 1.6%左右,目前这个赛道还很分散。未来本案大宗业务市占率能够达到什么水平?我们从下游地产商需求、资金及产能实力、渠道布局几个方面分别来看:

这里注意,在分析每一个要素时,我们需要始终保持两条思考的主线,一是定制厨柜行业整体集中度是否能够提升,二是作为行业前五的厂商,志邦家居在与头部玩家的竞争中,是否能够获得优势(下文零售渠道市占率分析时同样适用)。

1) 下游地产行业集中度提升,同时地产龙头精装房覆盖率更高——如前文所述,龙头地产商精装修比例明显高于二线房企。

而龙头地产商对厨柜供应商要求严格,包括产品质量、交付能力(产能)、品牌影响力、业务经验等,之前在金牌橱柜中有过分析(全文见专业版报告库,此处不再赘述)。

证券简称	合作地产商
欧派家居	万科、绿城、保利、恒大、碧桂园、中粮、远洋、和记黄埔、华润、南京金梦都等（目前，地产百强企业中跟欧派签订战略合作协议的有 20 多家，长期合作的约 70 多家）
索菲亚	珠海嘉业、天津绿城全运村建设开发有限公司等
志邦股份	恒大、五洋建设集团、绿地、俐马、重庆龙湖、万科等
金牌厨柜	中国金茂、复地、金科、中骏、泰禾、绿城、华润、合景泰富、绿地、保利等
皮阿诺	广州恒大材料设备有限公司、珠海市富景居、上海恒申置业、上海张江万科、苏州中南世纪城、上海天同、珠海碧海山景、广东宏鼎等
我乐家居	广州恒大材料设备有限公司等

图：各上市公司大宗业务主要合作地产商

来源：公司公告，海通证券研究所

2) 资金及产能

2017 年定制家居企业扎堆上市，从募投项目来看，募集资金多用于扩充产能。本案于 2017 年 6 月上市，并成功募集 8.4 亿元，分别用于年产 20 万套整体橱柜建设项目、年产 12 万套定制衣柜建设项目等，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。

表 6：IPO 项目

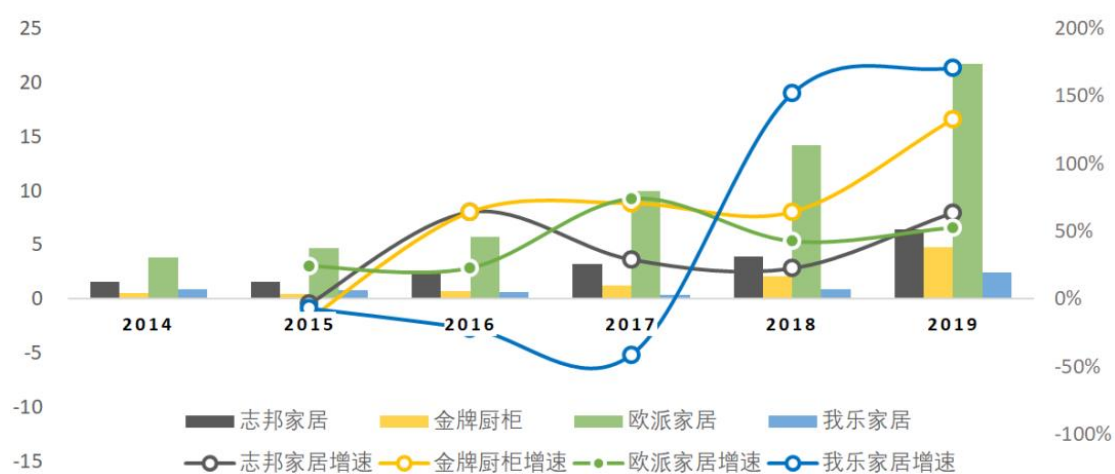
公司	产品类别	上市前产能	募投新增产能	新增比例	建设周期
欧派家居	整体橱柜	50 万套	40 万套	80.00%	2 年
	整体衣柜	73 万套	60 万套	75.34%	2 年
	整体卫浴	12 万套	-	-	-
	定制木门	15 万樘	60 万樘	400.00%	2 年
	其他	-	50 万套抽油烟机、50 万套燃气灶	-	2 年
尚品宅配	定制家居	142.07 万件	完全达产后新增营收 33.07 亿元	82.14%	1.5 年
志邦家居	整体橱柜	20 万套	20 万套	100.00%	2 年
	定制衣柜	3 万套	12 万套	400.00%	2 年
金牌厨柜	整体橱柜	13.5 万套	19 万套	140.74%	1.5 年
我乐家居	整体橱柜	7.26 万套	-	-	-
	定制衣柜	2.26 万套	-	-	-
	全屋定制	0.35 万套	174 万平方米	-	1.5 年
	其他	-	实木家具 8.3 万平方米，台面 8.3 万平方米	-	-
皮阿诺	定制橱柜	6.5 万套	12 万套	184.62%	2 年
	定制衣柜	2.5 万套	9 万套	360.00%	2 年
顶固集创	定制衣柜	230 万平方米	30 万套	-	2 年
	定制生态门	2.73 万扇	-	-	-

图：定制家居企业募投新增产能情况

来源：华金证券研究所

对比非上市公司，定制家居头部公司在资金充裕程度、产能建设方面具有先发优势。

3) 渠道布局——本案大宗业务起步较早，但 2017 年之后增速放缓，不及金牌厨柜、我乐家居，原因有两方面，一是大宗业务承接方式不同，二是收入基数存在差异。



图：可比厂商大宗业务销售额（亿元）及同比增速

来源：塔坚研究

大宗业务可以分为直营模式、代理模式，与零售渠道一样，工程渠道中的代理模式，相比直营模式，可以降低家居厂商的资金压力、迅速扩大销量。

其中，金牌橱柜基本全面由工程代理承接，而本案直营模式占比（36%）高于金牌橱柜。

管理层计划加大工程代理商开发培育力度，推进大宗业务发展，未来直营模式占比预计逐渐下降到 20%。

表 15 各公司大宗业务承接特点

	欧派	金牌厨柜	索菲亚	志邦	皮阿诺
承接方式	工程经销商为主,与地产公司、经销商签订三方合同	由工程经销商全面承接大宗业务	公司设有大宗客户销售部	公司大宗事业部负责销售,鼓励经销商拓展	公司工程中心负责大宗用户类的各项工作
工程经销商负责环节	渠道拓展、设计、安装、售后服务	承接业务	N/A	N/A	N/A
主要客户	保利	N/A	恒大	恒大	恒大
优势	迅速拓展渠道、规避风险、只负责生产	迅速扩大销量,规避货款回收风险	在其他情况相同时,合作地产商会优先购买	控制力强、毛利率较高	毛利高达 37.88%
其他			与河南恒大设立合资公司,为恒大楼盘和当地经销商供货	志邦已经完成销售、生产和交付的自循环	成立子公司捷迅家居,服务大宗用户的安装业务

资料来源：欧派、金牌厨柜、索菲亚、志邦、皮阿诺招股说明书，志邦 2017 年半年报，索菲亚公司公告，海通证券研究所

图：各公司大宗业务承接特点

来源：塔坚研究

考虑工程渠道市占率是影响估值的关键因素，此处我们设置情景假设：

- 1) 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 6.45%。
- 2) 保守情况下：家装公司、项目施工单位向定制家具行业渗透，行业竞争加剧，我们假设预测期工程渠道市占率，按照定制厨柜行业 CR3（不分渠道）过去四年复合增长率 9.42% 增长至 4.10%。

工程渠道预测完毕，再来看零售渠道。

— 06 —



零售业务，市占率



根据公式：

零售渠道销量 = (毛坯新房装修量 + 存量房翻修量) × 橱柜配套率 × 定制橱柜渗透率 × 志邦

家居市占率；

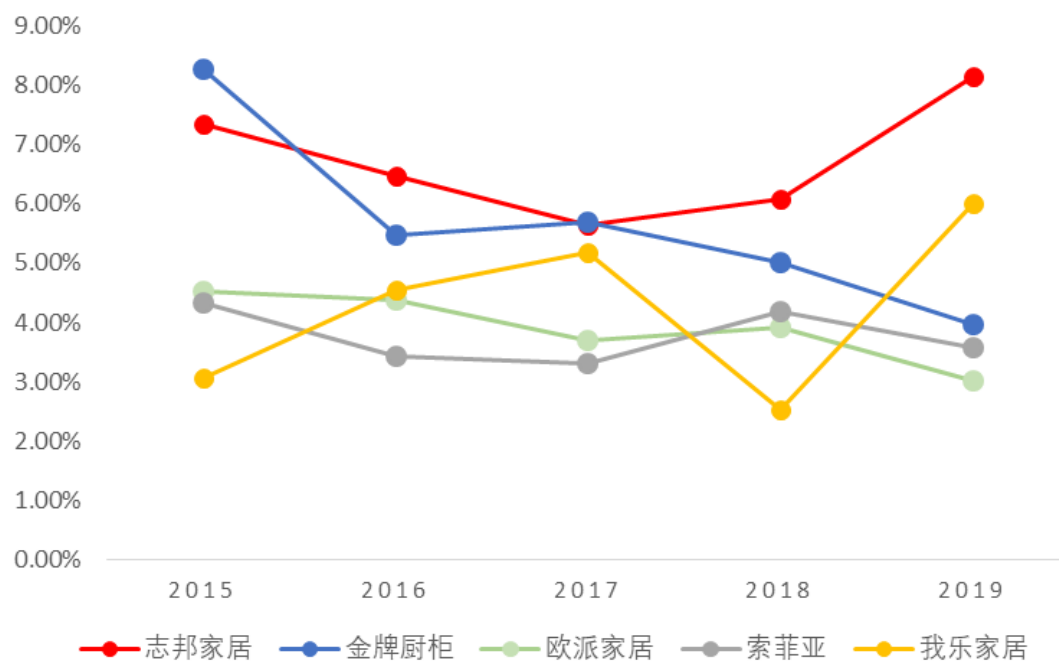
房屋装修数据、橱柜配套率、定制橱柜渗透率，我们沿用之前在金牌橱柜建模中的预测，此处重点看市占率。

未来，本案零售渠道市占率究竟能否提升，我们从品牌、渠道、生产效率几个方面来考虑。

1) 品牌

本案近年广告宣传费逐年增加，由 2015 年的 0.87 亿提升至 2019 年的 2.41 亿。2018 年、2019 年持续增加广告支出，推进品牌影响力，广告费用率上升较明显，高于同行业可比厂商。

具体宣传方式包括，在时代广场、全国大中型机场、高铁站投放广告，更换周杰伦为代言人，与腾讯、头条、抖音等头部流量媒体合作，面向年轻群体。

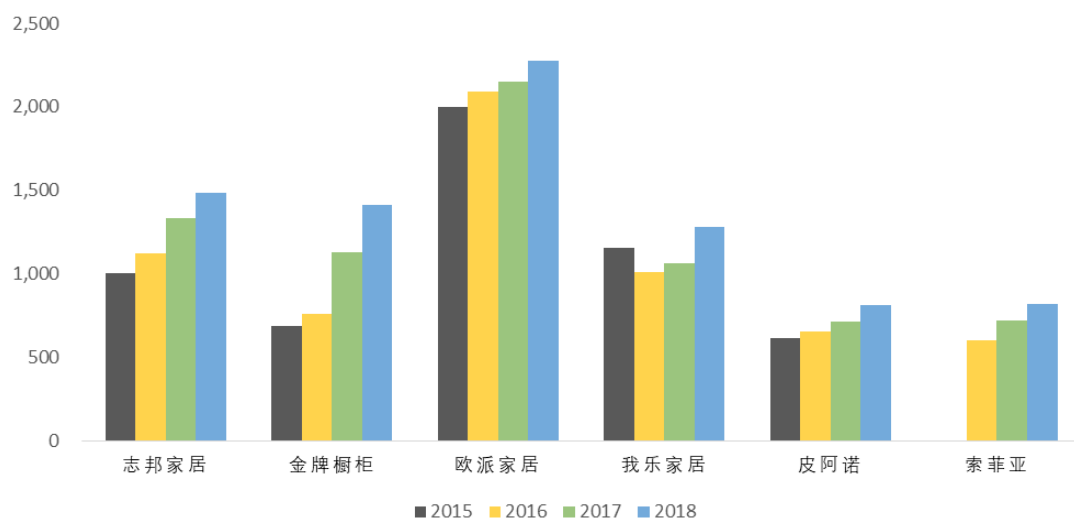


图：广告费用率

来源：塔坚研究

2) 零售渠道

从店面数量来看，2015 年至 2018 年，厨柜专卖店数量分别为 1007 家、1122 家、1335 家、1487 家，三年复合增速达到 13.87%。在同行业中，欧派家居>志邦家居>金牌厨柜>我乐家居>索菲亚。



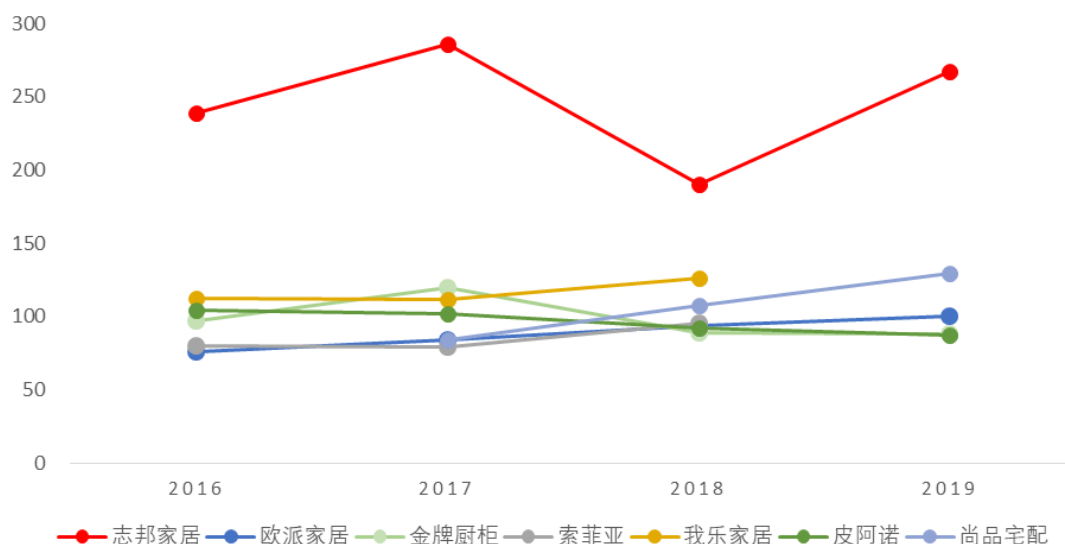
图：厨柜专卖店数量

来源：塔坚研究

从单店提货额看，2017 年单店提货额在 80 万元左右，低于欧派家居（180 万元）、索菲亚（90 万元），与金牌厨柜差异不大。

3) 大规模定制

对于定制家居企业来说，既要满足个性化的定制需求，又要兼顾规模化高效生产。解决定制化和规模化的矛盾，需要厂商投入大量的资本和精力，来保证内部高效的协调能力。



图：生产人员人均产值（万元）

来源：塔坚研究

对比同行业厂商，志邦家居生产人员人均产值远高于竞争对手，其管理层认为，公司地处合肥，属于中部地区，1000 公里半径渠道有优势，未跨区域建厂。同时引入**精益生产**，生产效率提高。

尚品宅配脱胎于互联网公司，信息化程度较高，收入规模扩大的同时，生产人员数量持续下降，生产人员人效较高。再次是同样是布局在中部地区的我乐家居，仅在南京设厂，未跨区域建厂。

注意，此处是个调研点，需要进一步调研：按道理说，各家龙头自动化生产水平不会拉开明显差距，且同样产能区域比较集中的我乐家居，人均产值也远低于本案，那么，除了区位优势差异，是否还有其他影响因素，使其人均产值高出这么多？

公司	生产基地	2018 年生产量
欧派家居	清远、天津、无锡、成都	整体橱柜 63.50 万套、整体衣柜 136.02 万套、整体卫浴 28.21 万套、定制木门 45.50 万樘
索菲亚	索菲亚全屋定制家具生产基地：增城、嘉善、廊坊、成都、黄冈、兰考（在建）；司米定制橱柜生产基地：增城、黄冈（在建）；木门生产基地：齐齐哈尔	定制衣柜及配套 4085.95 万平方米、地板 9.75 万平方米、橱柜 7.21 万单、木门 6.90 万樘
尚品宅配	佛山、成都	定制家居 199.38 万件
志邦家居	合肥	整体橱柜 26.68 万套、定制衣柜 11.46 万套、木门 0.44 万樘
好莱客	广州萝岗、从化（在建）、惠州、汉川（在建）	整体衣柜 981.18 万平方米、橱柜 0.224 万套、木门 0.49 万樘
金牌厨柜	厦门、邵阳	整体橱柜 18.58 万套、整体衣柜 0.55 万套
我乐家居	南京	整体橱柜 7.66 万套、全屋定制 2.82 万套
皮阿诺	中山、天津、兰考（在建）	定制橱柜、衣柜及配套 31.11 万套
顶固集创	中山、佛山、成都	定制衣柜 266.4 万平方米、定制生态门 2.56 万扇

图：定制家具企业生产基地布局及产能

来源：华金证券研究所

整体来看，厨柜行业龙头在品牌建设、零售渠道、产能建设以及信息化方面均具备一定先发优势，行业集中度有望进一步提升（需要注意的是，工程渠道行业集中度上升逻辑更强）。

提升逻辑	品牌建设	零售渠道	产能建设及生产效率
行业集中度提升	✓	✓	✓
志邦市占率提升	✓		✓

图：定制家具行业及志邦家居护城河分析

来源：塔坚研究

考虑零售渠道市占率也是影响估值的关键因素，此处我们设置情景假设：

1) 乐观情况下：假设预测期零售渠道市占率，按照定制厨柜行业 CR3（不分渠道）过去三年复合增长率 9.42%，增长至 4.54%。

2) 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。

研究至此，市场规模、市占率方面需要关注的要点已经解决，接着我们来看影响未来收入的第三个关键指标——价格。

— 07 —



橱柜，价格



从历史数据来看，本案厨柜均价波动下降，从 2014 年的 7837 元/套，下降至 2017 年的 6,702 元/套，随后小幅回暖。主要是地产增速放缓，以及行业整体进行促销活动，叠加整装模式下产品单价下降。

本次建模在金牌厨柜的模型基础上，将零售渠道和工程渠道单独划分考量，分别来看。

工程渠道——根据我们的测算，大宗业务厨柜价格（未公开披露）占零售渠道价格的 65%左右。工程渠道厨柜价格基本呈现下降趋势，2019 年小幅回升（我们推测可能与管理层，开拓大宗业务优质**工程代理**及优质客户的规划有关）。

但是，未来工程代理比例、地产集中度大概率仍然保持上升趋势，我们认为，通过寻找优质客户来提升价格和毛利率的逻辑不可持续，价格可能会进一步下降。

这里，我们假设，3 年后工程代理占比达到管理层预期（80%），价格下降至过去 5 年均值，随后工程代理比例保持稳定，价格不再发生变化。

零售渠道——考虑到全屋定制仍是行业发展的趋势，未来一段时间，价格仍然持续承压。

不过，中长期来看，存量房需求释放、行业集中度上升、消费升级等因素能够对价格形成支撑。我们假设，未来五年零售渠道下厨柜价格，保持过去五年复合增速-0.73%，随后逐步恢复至 CPI 增速 3%。

— 08 —



衣柜、木门



整装模式是未来发展的趋势，这已经是业内共识。一方面，它满足了消费者一站式装修需求，降低单品价格，同时对定制家居厂商来说，通过单品流量共享，提高了客单价。

本案 2015 年开始发展衣柜业务，近五年衣柜收入为 0.22 亿元、0.91 亿元、2.25 亿元、4.30 亿元、7.34 亿元，复合增速 140.34%，已经成为新的利润增长点。

未来，随着体量增加，预计衣柜业务增速将逐渐回归行业整体水平，这里我们假设，未来衣柜业务增速保持行业平均水平，13.48%。

不过，本案以厨柜起家，定制厨柜业务行业第二。厨柜作为装修业务中第一道程序，由厨柜带动衣柜具有一定优势（品牌和渠道），厨柜转衣柜行业转单率一般在 30%-50%，一体店的转单率更高。

因此，预测期的前 3 年，我们将厨柜业务引流的优势考虑进来，在行业增速的基础上，叠加一个增量：当年零售渠道厨柜销量的 30%（选取较保守的转单率）转化为衣柜销量。

木门业务，目前尚处于探索阶段，收入占比 0.93%。根据《中国木材与木制品流通行业年鉴》、智研咨询数据，2018 年我国木门行业产值达 1498 亿元，2009~2018 年行业产值 CAGR 达到 10%，近年木门行业产量增速放缓，2018 年产量较上年增长 3%。

考虑到本案依靠厨柜积累的品牌及渠道优势，木门业务的增速可能高于行业水平，我们假设未来 2 年，本案木门收入规模达到当年总收入的 5%（约为欧派家居 2019 年水平），随后保持 2009~2018 年木门行业 10% 的增速。

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。

— 09 —



逻辑，印证



综合以上数据，可计算出数据，近三年的收入增速分别为 25.24%、27.14%、16.50%。

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-21.19%，考虑到一季度是定制家居行业的淡季，随着复工复产工作推进，卫生事件对本案全年业绩影响有限，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 28.99%，近三年平均 ROE 约为 17.33 %，通过计算，得到内生增速为 12.41%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 **19** 家机构在 2019 年-2021 年的预测，营收增速为 **14.65%**，未来 2 年复合营收增速 16.27%；利润增速为 **13.41%**，未来 2 年复合利润增速为 **15.53**，分析师一致预测目标价为 **27.95**。

天风证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 15.83%、14.40%、15.46%，2020 年零售渠道价值持续回归，志邦家居或将持续受益于工程单快速增长和零售价值回归双轮驱动。

光大证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 2.18%、25.05%、13.51%，志邦家居发力定制衣柜，形成新的收入增长点；精装渠道具有优势，支撑收入稳健增长；公司上市后推出两次股权激励计划，推动管理层积极性，执行力行业领先。

华泰证券观点——预测 2020-2022 三年增速分别为 15.32%、18.66%、16.27%，厨柜营收增速回升，衣柜延续高增长，大宗渠道持续发力；多渠道全品类扩张，驱动营收稳步增长，毛利率显著提升，不过现金流有所走弱。

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。对于 2020 年的预测，我们认为卫生事件对本案影响有限。

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？

— 10 —



资金，去向



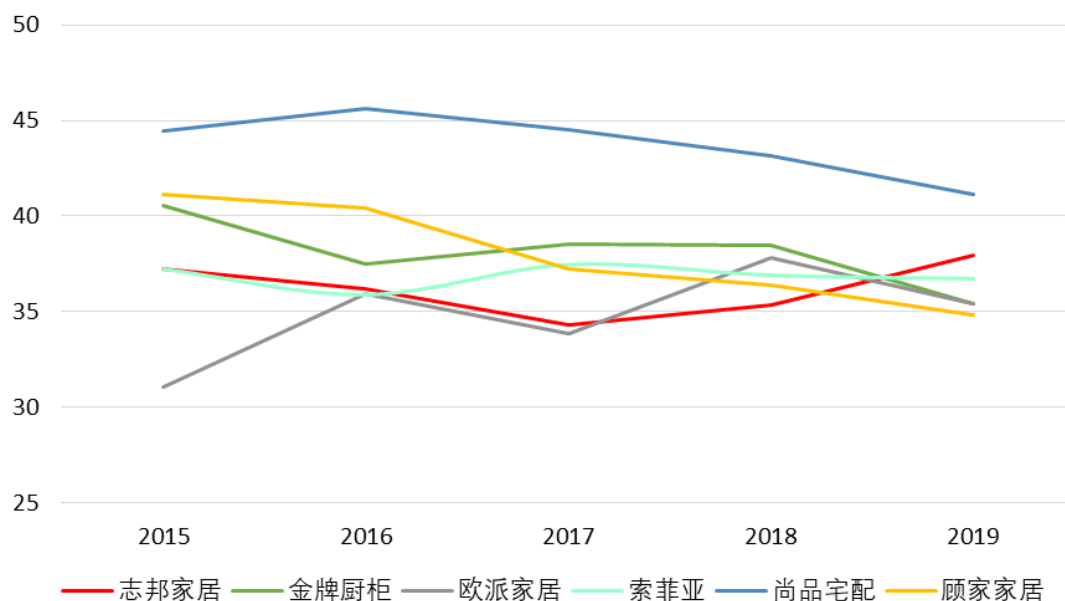
收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，这部分可以拆分为三大块：成本、管理费用、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

先看成本项，主要包括材料（占比 80.29%）、人工（占比 6.04%）、制造费用（13.67%）。

最近五年，本案毛利率分别为 37.74%、36.80%、34.90%、35.96%、38.53%，处于行业较低水平。

从趋势看，2015 年至 2017 年持续走低，与行业基本一致，主要是因为，毛利率较低的大宗业务、衣柜业务以及经济实用性产品占比上升。

不过，2017 年后，行业毛利率整体呈上行趋势，本案却逆势反弹，这是什么情况？



图：同行业毛利率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

根据公司公告，一方面是因为优化大宗业务客户结构，另一方面是精细化管理带来成本下降，提升了工程毛利率，其工程渠道毛利率 2019 年同比增加 39.08% (30.22%→42.03%)。

不过，此处究竟是如何调整的客户结构，才能让毛利率实现和同行迥异的增长，本案未做披露，因而，这个问题需要后续调研才能解决。

分渠道来看：

1) 工程渠道方面，近 5 年，工程渠道毛利率分别为 24.71%、26.32%、28.19%、30.22%、**42.03%**，2019 年毛利率甚至与零售渠道毛利率相当（具体原因还需要调研），考虑到本案未来将进一步扩大工程代理承接业务的比例，工程渠道毛利率大概率将回落。

这里我们假设,工程渠道厨柜毛利率保持历史三年(剔除 2019 年数据,大概率不可持续)均值, 29.2%。

2) 零售渠道方面,过去五年零售渠道毛利率整体稳定在 42%至 45%之间。未来,整装渠道迅速发展可能削弱单品价格,不过规模化生产可能进一步优化产品成本。

这里我们进行合理假设,未来零售渠道厨柜毛利率保持历史五年均值, 42.5%。

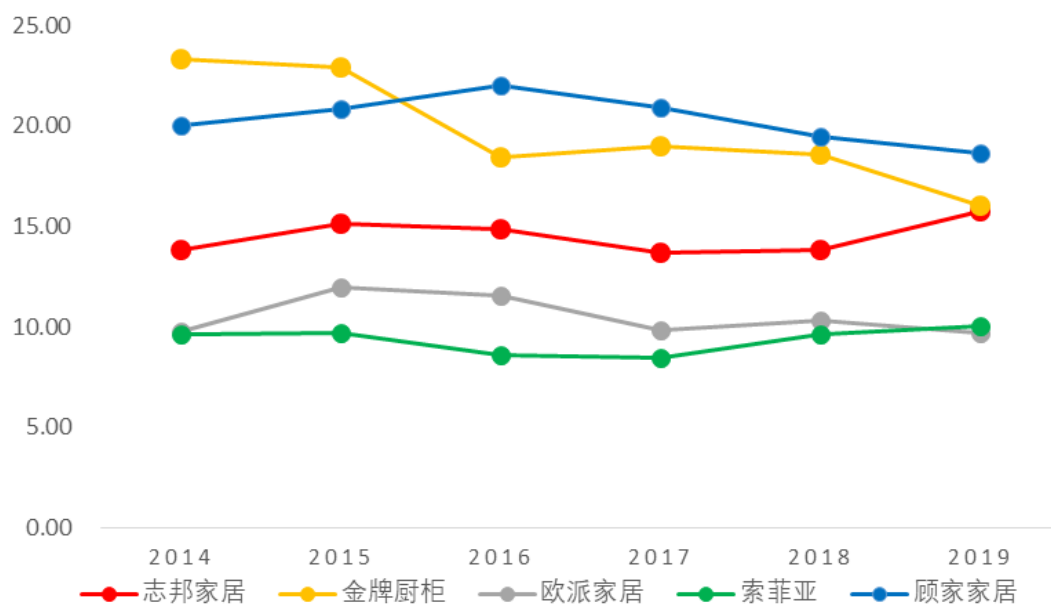
衣柜及木门的毛利率我们简化预测,衣柜毛利率取 2019 年水平,木门毛利率由于缺少数据,取欧派家居历史均值。

销售费用——主要包括职工薪酬、广告宣传费、市场服务费、办公差旅费、运输安装费等,上述五项费用占销售费用的比例在 95%左右。

2015 年至 2019 年,本案销售费用占营业收入的比例分别为 15.15%、14.89%、13.71%、13.85%、15.77%,整体较为稳定。2019 年有所攀升,主要是广告宣传费(周杰伦代言)、市场服务费(家装公司服务费、电商平台服务费)增加较快,带动销售费用率上升。

与同行业相比,本案的销售费用率处于行业平均水平。

顾家家居（成品家具）、金牌厨柜（直营渠道占比高）费用率较高，分别为 18%、15%；欧派家居、索菲亚作为赛道龙头，品牌影响力较强，单位销售费用拉动的收入较多，因此销售费用率处于较低水平。



图：同行业销售费用率（单位：%）

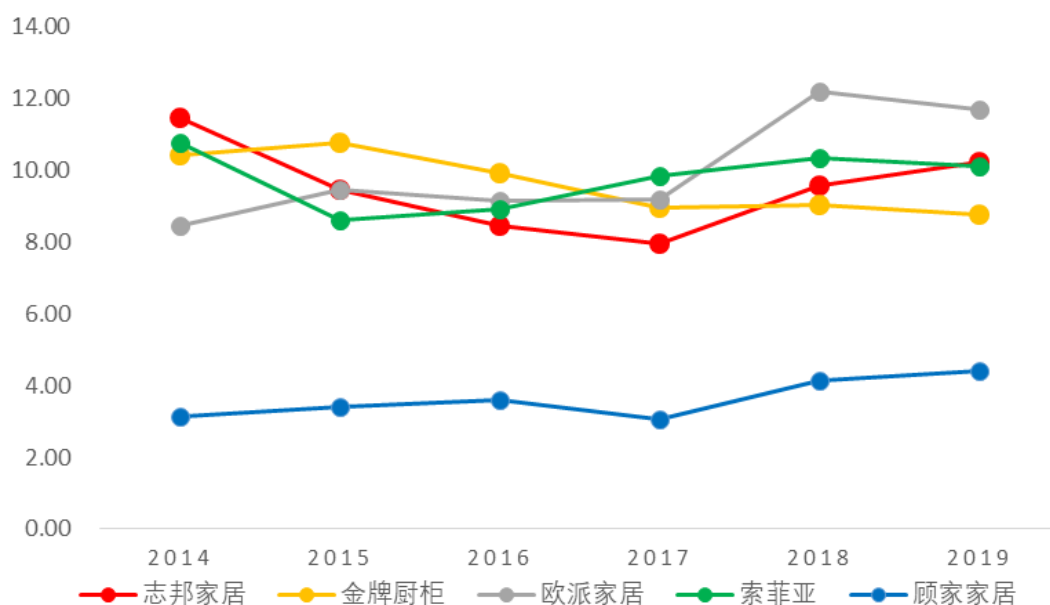
来源：塔坚研究

此处，我们假设在预测期内，其销售费用率（剔除折旧摊销）维持 2019 年水平，为 13.92%。

管理费用（含研发费用）——主要包括研发费用、职工薪酬、中介机构费折旧摊销费、装饰装修费等，上述五项费用占管理费用的 92%左右。

2015 年至 2019 年，本案的管理费用占营业收入的比例分别为 11.47%、9.44%、8.44%、7.95%、9.58%、10.21%。

2014 至 2017 年，管理费用率较稳定（2014 年剔除股权支付 0.2 亿元后管理费用率为 8.62%），2017 年以后有所提升，是因为研发支出增长较快。



图：同行业管理费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

此处，我们假设在预测期内，其管理费用率（剔除折旧摊销）维持 2019 年水平 9.05%。

至此，利润表的构建已经告一段落，不过，还有折旧摊销方面需要分析。而分析折旧摊销，就必须研究另一件重要的事——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱？这些钱，将如何摊销到每一年的利润表中？

— 11 —

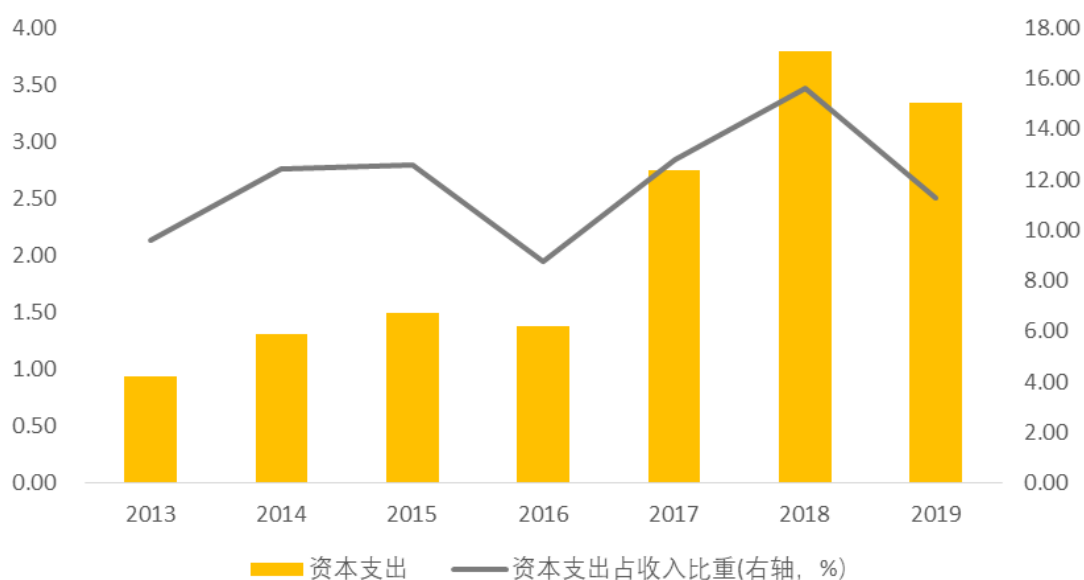


长期资本，支出



本案资本支出主要用于厂房、生产设备、土地使用权等，其近五年资本支出分别为 1.49 亿元、1.37 亿元、2.75 亿元、3.79 亿元、3.34 亿元，占收入比重分别为 12.54%、8.73%、12.75%、15.58%、11.28%。

本案于 2017 年上市，募集约 8.5 亿元用于产能、信息化建设以及品牌推广，导致 2017 年、2018 年资本支出较高。



图：志邦家居资本支出（亿元）

来源：塔坚研究

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分别为 22.8%、4.41%，固定资产中厂房、设备居多，无形资产中主要为土地使用权。

在金牌厨柜的报告中，我们对同行业厂商资本支出情况进行了对比，主要厂商资本支出占收入比重有所波动，但是基本维持在 10%至 20%之间，尚处于扩张阶段。2017 年是定制家居厂商扎堆上市年份，50%以上的募集资金用于建设产能，资本支出整体上升。由于募投扩产项目的建设周期在 1.5 至 2 年，项目陆续完工后，资本支出放缓。

结合以上数据，我们对资本支出做出合理假设：

1) 购建固定资产/营业收入——考虑到各大产商在建的产能逐步释放，行业竞争激烈，后期产能投入可能放缓，我们假设购建固定资产占营业收入的比重，由近三年均值 10.23%按照历史三年复合增速-4.59%，下降至第十年的 6.70%。

2) 折旧——分为已存固定资产折旧和新增固定资产折旧，假设已存固定资产折旧按照折旧率每年递减，新增固定资产采用加权平均折旧年限 16 年，按直线法进行折旧。

3) 无形资产购建/主营业务收入——其无形资产主要由土地使用权构成，与产能及收入密切相关。这里，无形资产占收入的比重，我们取过去五年均值 1.19%。

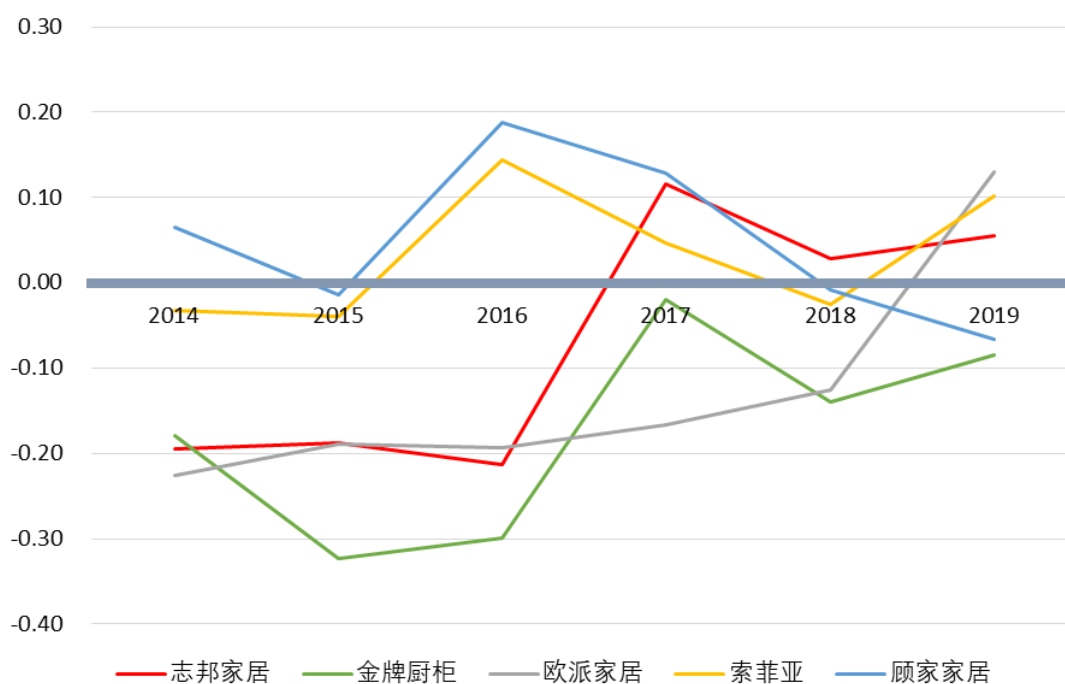
4) 无形资产摊销——无形资产摊销占无形资产比重较为稳定，我们假设取近五年平均水平。

研究至此，CAPEX(资本支出)、折旧摊销预测完毕。但是，还有另一大变量，会极大的影响自由现金流，进而影响估值建模——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？

— 12 —



产业链，话语权



图：净营运资本占收入比重

来源：塔坚研究

定制家居行业在产业链中具有较强的话语权（下游经销模式先款后货，上游供应商行业集中度低），因此净营运资本普遍为负数。

从历史来看，2016 年以前，行业主要厂商净营运资本占收入比重，普遍处于较低水平（顾家家居主营成品家居）。随着精装修渗透率迅速上升，大宗业务比例提高，导致净营运资本占收入比重持续攀升。

本案净营运资本占收入比重的走势，与行业变动趋势基本一致，不过 2017 年起净营运资本已经由负转正，什么原因？我们分别从应收账款、预收账款、存货这几个主要科目来看。

	同行业可比公司	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
应收账款占收入比重	志邦家居	10.81%	10.79%	12.91%	14.72%	10.24%	15.46%
	金牌厨柜	1.05%	1.03%	0.74%	1.43%	1.59%	4.40%
	欧派家居	1.85%	1.40%	1.92%	2.21%	3.20%	4.51%
	索菲亚	3.57%	2.26%	2.76%	3.63%	8.15%	13.54%
	顾家家居	5.53%	5.94%	7.11%	6.42%	10.16%	9.12%
预收账款占收入比重	志邦家居	17.73%	17.11%	20.76%	21.97%	15.48%	12.48%
	金牌厨柜	9.90%	15.92%	13.48%	13.30%	13.91%	14.25%
	欧派家居	17.49%	13.39%	15.14%	14.22%	11.09%	8.57%
	索菲亚	3.12%	3.73%	9.06%	7.89%	7.31%	7.08%
	顾家家居	5.49%	7.01%	13.65%	14.40%	11.00%	13.45%
存货周转率	志邦家居	8.65	9.61	8.23	8.79	9.87	9.85
	金牌厨柜	4.32	4.47	5.97	6.90	6.84	6.64
	欧派家居	9.55	9.10	7.32	8.24	9.91	11.65
	索菲亚	10.59	11.71	12.34	13.72	15.48	15.01
	顾家家居	4.27	4.47	5.06	5.36	5.72	5.95

图：应收账款、预收账款、应付账款、存货

来源：塔坚研究

应收账款方面——本案应收账款占收入比重呈上升趋势（2015 年-2019 年），主要是因为大宗业务占比提高。其中，2018 年应收账款占营收比例小幅回落，我们推测，主要受各大宗项目验收回款进度影响。

与同行业对比，由于本案大宗业务占比高，且工程代理比重低，应收账款占营业收入的比重远高于行业平均水平。未来几年，精装修迅猛发展势头仍将持续，各厨柜厂商资金压力不减，不过，本案也采取提升工程代理比例等措施进行应对。*这里我们假设，预测期内应收款项占主营业务收入的比重，保持 2019 年水平，为 15.87%*

预收账款方面——本案预收账款占收入比重高低与行业景气程度高度相关。2017 年后预收账款占营收比重持续降低，一是行业供需关系恶化，二是工程业务占比提升。

与同行业对比，本案预收账款占营业收入的比重高于行业水平，我们推测与其调整对经销商的结算政策有关。

考虑到本案预收账款占营收比重已经来到行业平均水平，这里我们合理假设，测期内预收款项占主营业务收入的比重保持 2019 年水平，为 12.49%。

存货方面——其存货主要由发出商品、原材料、库存商品构成，占比分别为 40%、34%、24%。

与同行业对比来看，本案的存货周转率处于行业平均水平，低于索菲亚（厨柜品种、组件更多，需要库存配套厨电），高于金牌厨柜（后者直营模式占比高）、顾家家居（主营成品家居，存货储备相对较高）。

从历史数据来看，本案近三年存货占主营业务成本比重相对稳定，这里我们合理假设，预测期内存货占主营业务成本的比重，取历史三年均值 11.14%。

以上，关于估值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？

— 13 —



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：对标海外成熟市场定制家居渗透率，国内定制家具行业仍有上升空间。精装修可能是个看点，国内政策推动力度大，远期精装修渗透率、定制家居渗透率有望突破海外水平。
- 2) 未来增长驱动力：短期，看大宗业务、多品类扩展；长期，看存量房翻新、消费升级。
- 3) 投入资本回报：2016 年至 2018 年，我们计算其剔除现金和类现金资产的 ROIC 分别为 77.4%、50.4%、39.7%；不剔除现金分别为 19.59%、14.48%、16.84%。其中，剔除现金的 ROIC 较为异常，其原因是本案在现有业务模式下现金流充裕，账面有大量现金、类现金资产。

4) 护城河分析：品牌和渠道。

5) 从竞争格局上来看：志邦家居厨柜业务排第二，行业龙头是欧派家居；衣柜方面，行业龙头是索菲亚。

6) 风险因素：地产发展不及预期；行业竞争加剧；业务承接模式调整（直营→工程代理）不及预期，大宗业务被赶超；高毛利水平不可持续；高管减持；

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	586.9	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

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：百万人民币，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
经营性资产减少【期初-期末】				-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）				-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	4,299	4,674	5,049
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

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。