

# 建筑材料行业

## 美国室内铺地材料龙头（莫霍克工业）研究及对中国的启示

分析师：邹戈

分析师：谢璐



SAC 执证号：S0260512020001



SAC 执证号：S0260514080004



021-60750616



021-60750630



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

- **莫霍克工业是室内铺地材料全球龙头，营收 CAGR(1992-2018)达 10%，净利润 CAGR(1992-2017)达 15.4%。**莫霍克工业是全球规模最大、布局最广、最具竞争力的室内铺地材料生产企业；业务辐射全球 170 多个国家，主要布局美国和欧洲市场；产品种类囊括宽幅地毯、块毯、瓷砖、层压板、木地板、石地板、高级乙烯基地板（LVT）、塑胶地板等。公司在美国室内铺地材料市场市占率第一，达 23%；从细分赛道看，公司是美国第二大地毯制造商及第一大瓷砖制造商。1992 年上市到 2018 年，26 年期间收入复合增速达到 10%；截止到 2017 年（2018 年净利润同比下降了 11%），25 年期间净利润复合增速达到 15.4%。
- **美国室内铺地材料以重装为主、行业集中度较高，品类众多且流行品类变化快，厂商品牌效应弱且经销商话语权大，产品、管理、渠道是厂商首要竞争要素。**美国室内铺地材料行业有几个特征：（1）需求以重装为主，规模约 2000 亿人民币，行业集中度较高；（2）品类多且相互有替代关系、流行品类变化快；（3）地板厂商品牌效应弱，经销商话语权大，经销细分赛道甚至孕育出 100% 贴牌率的上市公司。以上特征导致厂商竞争要素集中于把握核心品类建立稳固产品矩阵、提高企业整体供应链管理效率、全面分散对优质渠道布局。
- **三重维度构筑宽深护城河，莫霍克龙头地位稳固。**公司通过外延并购及内生扩产抓住核心品类，同时通过高效供应链管理保证生产运营效率。在此基础上，莫霍克从数量和质量两个角度铺设经销网络，准确抓住优质客源。无论是厂商还是经销商，大部分企业 2014-2018 年净利率均值在 5% 以内，ROE 也不超过 15%。而莫霍克 2014-2018 年净利率均值维持 9% 左右，ROE 维持在 14% 左右，财务数据体现出公司的护城河。
- **对中国的启示。**中国室内铺地材料市场总量比美国大很多，同时中美两国室内铺地材料需求结构差异很大（美国以 2C 为主，中国 2B 需求将保持快速增长）。美国室内铺地材料龙头企业在不同品类间已经相互高度渗透，行业整体集中度相对较高（全品类 CR2 达到 45%）；中国目前室内铺地材料企业仍都各自在单一品类上发展，木地板和瓷砖各自的集中度都还很分散，无论是从份额提升还是品类拓展来看，中国室内铺地材料企业发展空间仍然很大。室内铺地材料的赛道属性决定行业内竞争逻辑是产品、管理、渠道，寻找中国室内铺地材料的“未来之星”可以沿着这个线索去找；产品的核心要素是快速开发出匹配市场需求的产品矩阵；管理的核心要素是高效供应链管理、库存管理，优秀的成本费用管控；渠道的核心要素是建立密集覆盖各细分市场、有粘性的优质渠道网络。而这些背后少不了优秀的治理结构和经营团队、专注而坚定的企业战略、渠道和品牌基础作为基础支撑。基于这些线索，我们认为蒙娜丽莎未来潜力较大，帝欧家居和大亚圣象值得关注。
- **风险提示：**对美国室内铺地材料行业了解分析不充分的风险；中国室内铺地材料行业集中度不及预期的风险；蒙娜丽莎、帝欧家居、大亚圣象治理结构和经营管理风险。

### 相关研究：

建筑材料行业：美国建筑涂料行业研究及对中国的启示

2019-11-18

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	52.66	2019/12/14	买入	52.92	6.27	5.88	8.40	8.96	4.64	4.56	24.5	20.0
海螺水泥	00914.HK	HKD	57.30	2019/12/14	买入	57.74	6.27	5.88	9.14	9.74	4.64	4.56	24.5	20.0
华新水泥	600801.SH	RMB	24.18	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	7.42	8.51	3.89	4.03	32.4	24.1
旗滨集团	601636.SH	RMB	5.75	2019/12/27	买入	6.60	0.49	0.60	11.73	9.58	5.73	4.57	16.2	17.6
山东药玻	600529.SH	RMB	32.04	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	41.08	32.36	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	11.22	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	19.34	17.26	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	13.96	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	16.62	14.10	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	12.83	2020/1/15	买入	15.66	0.73	0.87	17.58	14.75	10.96	8.71	10.9	11.6
东方雨虹	002271.SZ	RMB	28.93	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	20.52	16.34	11.00	8.46	21.4	21.6
三棵树	603737.SH	RMB	95.00	2019/12/14	买入	93.30	2.19	3.11	43.38	30.55	25.10	17.62	23.9	27.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.82	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	15.26	13.22	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	26.25	2019/12/14	买入	26.85	0.22	1.79	119.32	14.66	12.99	10.52	2.7	19.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	25.22	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	18.28	14.25	9.37	7.33	14.6	16.3
兔宝宝	002043.SZ	RMB	8.06	2020/1/7	买入	9.60	0.46	0.60	17.52	13.43	10.21	8.07	17.7	18.8
冀东水泥	000401.SZ	RMB	16.43	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	7.47	6.00	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	12.70	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	8.30	7.60	4.17	3.52	16.8	17.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注1: 表中股价数据来源于Wind资讯统计2020年1月20日该公司收盘市值;

注2: 表中2019年和2020年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告。

注3: 海螺水泥 H 股 EPS 的单位是人民币元/股, 合理价值与收盘价的单位是港元/股

## 目录索引

一、莫霍克工业 (MOHAWK INDUSTRIES): 不断成长的全球室内铺地材料 (地板) 龙头 .....	8
(一) 业务概况: 深耕美国本土市场, 重点布局地毯、瓷砖和弹性地板产品 .....	8
(二) 行业地位: 营收和净利润 26 年间双位数增长, 成就室内铺地材料 (地板) 行业龙头 .....	10
(三) 经营近况: 后金融危机时代盈利能力稳步提升, 2018 年净利润出现下滑 .....	12
二、行业背景: 美国室内铺地材料行业赛道研究 .....	14
(一) 行业概况: 美国市场接近 2000 亿人民币; 双龙头格局 .....	14
(二) 品类多变化快, 重装市场占比大 .....	17
(三) 厂商品牌效应弱, 经销商话语权大 .....	21
(四) 产品、管理、和渠道是厂商的核心竞争要素 .....	30
三、三重维度构筑宽深护城河, 莫霍克龙头地位稳固 .....	30
(一) 成长路径: 外延并购+内生成长逐步丰富产品矩阵、扩张产能规模 .....	30
(二) 产品布局: 战略卡位核心品类, 打造强势产品矩阵 .....	32
(三) 运营管理: 垂直整合与去中心化管理模式支撑公司持续扩张 .....	36
(四) 渠道建设: 数量+质量双重优势助力把握优质客源 .....	40
四、再探莫霍克: 赛道因素决定公司长期盈利能力和股价表现弱于建筑涂料龙头宣伟 .....	49
五、对中国的启示 .....	54
六、风险提示 .....	57

## 图表索引

图 1: 莫霍克工业布局全景图: 全球最大的室内铺地材料巨头 .....	8
图 2: 2018 年莫霍克分业务营收(外)及经营利润(内)占比情况: 全球陶瓷和北美地板占大头 .....	9
图 3: 2014-2018 年莫霍克分业务营业收入及经营利润占比变化: 全球陶瓷和北美地板合计约超 75% .....	9
图 4: 莫霍克业务概览: 涵盖地板、瓷砖、木质地板、石质地板、塑胶地板、LVT 地板、层压板等多种品类 .....	9
图 5: 2018 年莫霍克营收区域分布: 以美国为主 .....	10
图 6: 2018 年莫霍克营收品类分布: 以地毯、瓷砖为主 .....	10
图 7: 2018 年美国室内铺地材料(全品类)市场集中度 .....	11
图 8: 2018 年莫霍克美国业务分品类收入情况 .....	11
图 9: 2018 年莫霍克美国地毯业务市占率 .....	11
图 10: 2018 年莫霍克美国瓷砖业务市占率 .....	11
图 11: 莫霍克股价(美元/股)表现: 上市以来股价最高涨幅 50 倍以上 .....	12
图 12: 莫霍克各项业务经营利润(亿美元)分布情况: 受通货膨胀、原材料及运输成本增加等影响, 2018 年全球陶瓷业务、北美地板业务经营利润明显下滑 .....	13
图 13: 莫霍克各项业务营业收入(亿美元)分布情况: 三项主营业务均稳步增长, 美国地板业务增速放缓, 其他地区地板业务增幅较大, 公司营收整体增势不改 ..	13
图 14: 莫霍克营业收入及增速(亿美元, %): 金融危机之后营收稳步增长 .....	14
图 15: 莫霍克归母净利润及增速(亿美元, %): 受通货膨胀成本影响, 净利润略有下滑 .....	14
图 16: 莫霍克毛利率(左)和净利率(右): 稳步提升 .....	14
图 17: 铺地材料(广义地板产品)基本分类 .....	15
图 18: 2018 年全球室内铺地材料市场测算 .....	15
图 19: 2018 年全球室内铺地材料市场分品类占比 .....	15
图 20: 全球室内铺地材料产品分布图 .....	16
图 21: 细分赛道市场集中度分布(横轴指代品类市占率): 地毯、瓷砖等主要品类集中度高 .....	16
图 22: 2018 年美国室内铺地材料(地板)市场品类细分情况 .....	17
图 23: 2008-2018 年各品类的市场份额变化 .....	18
图 24: 2012-2018 年各品类的市场份额增速变化 .....	18
图 25: 美国家用地板消费者调查: 约 75% 采用地毯 .....	18
图 26: LVT 地板结构示意图: 多层材料热压成型 .....	18
图 27: 2018 年美国室内铺地材料(地板)市场需求分布 1 .....	19
图 28: 2018 年美国室内铺地材料(地板)市场需求分布 2 .....	19
图 29: 2018 年住宅重装(左)与商业重装(右)细分品类 .....	20
图 30: 2018 年主要品类需求终端分布 .....	20
图 31: 美国住房历年维修和改造支出(十亿美元) .....	20
图 32: 美国存量房数量: 住房老龄化明显 .....	20

图 33: 2018 年地板市场总体渠道分布 (左) 及 2C 业务渠道分布 (右)	21
图 34: 2018 年各终端市场对应主要渠道	22
图 35: 地板供应链全景图	23
图 36: 消费者偏好调查: 更加关注耐用性、美观度、清洁难易程度, 用户品牌情节轻	24
图 37: 墙面涂料生产工艺 (上) 及典型强化地板生产工艺 (下) 对比	24
图 38: 2018 年油漆工和安装工平均时薪 (美元/小时) 对比	25
图 39: 2018 年主要经销商年营收 (左, 百万美元) 及贴牌率 (右, %)	25
图 40: 主要厂商及经销商广告费用率对比: 厂商费用率较低, 经销商广告投入大	25
图 41: 莫霍克与宣伟毛利率对比 (左)	26
图 42: 莫霍克与宣伟广告费用率比较	26
图 43: 2018 年 Floor & Décor 门店布局: ~120 家	27
图 44: 2018 年 Lumber Liquidators 门店布局: ~410 家	27
图 45: 2018 年 Top5 经销商营收与 Top6-50 平均营收对比 (百万美元)	28
图 46: 典型地板直营店剖面图	28
图 47: 地板及涂料直营店面积 (ft <sup>2</sup> ) 对比	28
图 48: 2018 年地板经销商基本信息: 门店数量多, 门店面积大, SKU 多	29
图 49: 主要地板厂商及经销商销售及一般管理费用率 (SG&A): 经销商费用率远高于厂商	29
图 50: 主要涂料公司销售及一般管理费用率 (SG&A) 比较: 宣伟 (直营模式) 费用率最高	29
图 51: 莫霍克主要收购事宜	30
图 52: 莫霍克规模变化: 营业收入 (左, 亿美元)、并购交易作价 (左, 亿美元) 和员工数量 (右, 人)	31
图 53: 莫霍克资本支出 (左, 百万美元) 及占营收比重 (右, %)	31
图 54: 行业产品矩阵特性	33
图 55: 各公司主要品类对比	33
图 56: 莫霍克主要产品汇总	35
图 57: 美国经销商/建筑商市场调查: 莫霍克产品质量排名超越同行	35
图 58: 莫霍克产品品牌认可度及首选率	36
图 59: 莫霍克垂直整合示意图	36
图 60: 莫霍克再分配中心分布图: 自建物流车队打造高效物流系统	37
图 61: 莫霍克厂房总面积 (左, 万平方英尺) 及平均面积 (右, 万平方英尺)	37
图 62: 莫霍克综合性厂房占比不断提升, 整合度不断提高	37
图 63: 普通地板公司 (左) 与莫霍克 (右) 组织管理结构对比: 去中心化管理模式提高部门间交流效率	38
图 64: 莫霍克不同部门间协作 (左) 与内部成本优化机制 (右)	39
图 65: 莫霍克人均创收不断增加	39
图 66: 莫霍克毛利率呈上升趋势, SG&A 费用率呈下降趋势	40
图 67: 各地板厂商渠道策略对比	40
图 68: 截至 2018 年各地板厂商全美渠道布局	41
图 69: 各厂商历年营收 (左, 百万美元) 及增速 (右, %)	42

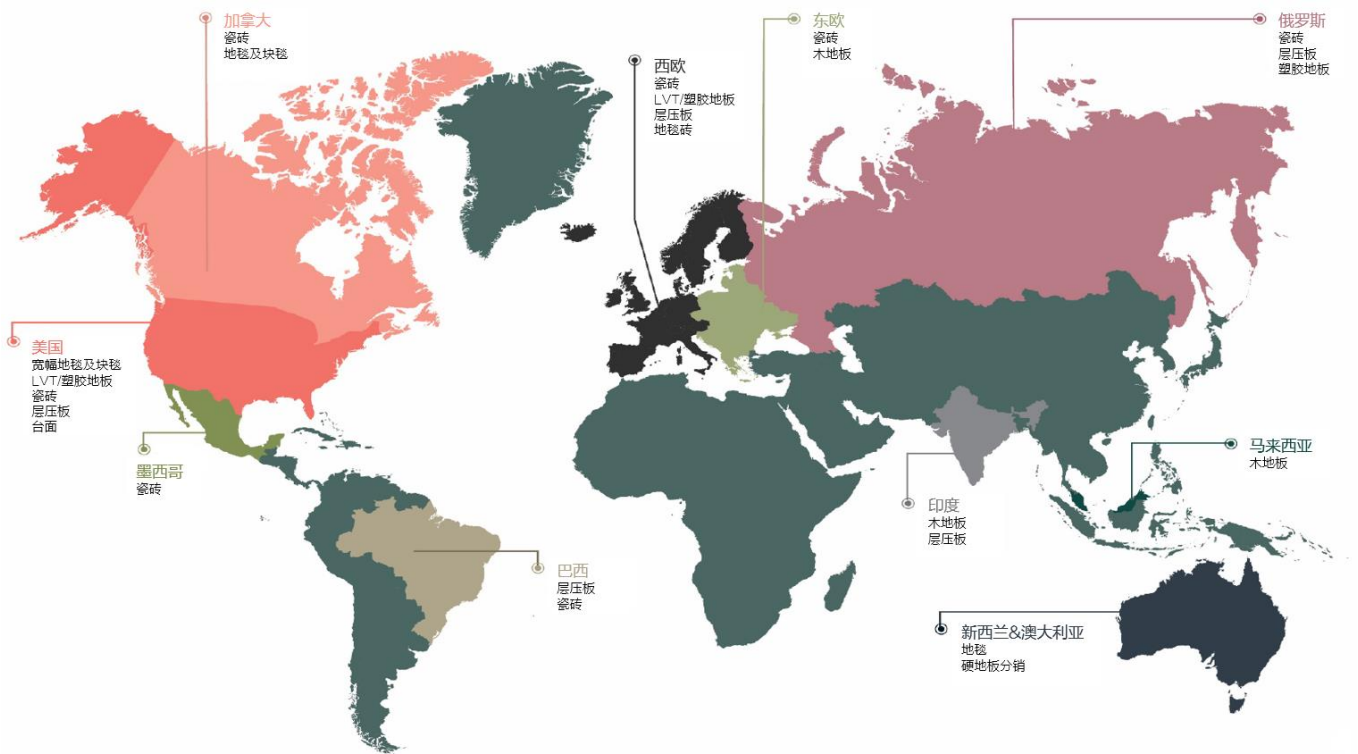
图 70: 莫霍克全美经销商布局 .....	42
图 71: 各厂商与 Top20 经销商合作签约率 .....	43
图 72: 各厂商对 Top20 经销商品牌渗透率 .....	43
图 73: 2018 年家得宝美国门店分布 .....	45
图 74: 2018 年劳氏美国门店分布 .....	45
图 75: 家得宝及劳氏单客户销售额及客户增长率 .....	45
图 76: 各厂商在家得宝及劳氏渠道中品牌渗透率 .....	45
图 77: 美国地板厂商 ROE 对比: 莫霍克 ROE 稳步上升 .....	46
图 78: 美国地板厂商毛利率对比 .....	47
图 79: 美国地板厂商 SG&A 费用率对比 .....	47
图 80: 美国地板厂商营业利润率对比 .....	47
图 81: 美国地板厂商应收账款周转率 .....	47
图 82: 美国地板厂商存货周转率 .....	47
图 83: 美国地板厂商固定资产周转率 .....	48
图 84: 美国地板厂商营运资本周转率 .....	48
图 85: 股价对比 (以 1980 年为基准 1): 莫霍克 25 年涨幅远小于宣伟 .....	49
图 86: ROE 对比: 莫霍克长期 ROE 比宣伟低 10~20pct .....	49
图 87: 莫霍克和宣伟应收账款周转率比较 .....	50
图 88: 莫霍克和宣伟存货周转率比较 .....	50
图 89: 莫霍克和宣伟固定资产周转率比较 .....	51
图 90: 莫霍克和宣伟总资产周转率比较 .....	51
图 91: 莫霍克和宣伟固定资产/总资产 .....	51
图 92: 莫霍克和宣伟折旧摊销/EBITDA .....	51
图 93: 莫霍克与宣伟资产负债率对比 .....	52
图 94: 莫霍克与宣伟净资产 (左, 亿美元) 及增速 (右, %) 对比 .....	52
图 95: 莫霍克与宣伟回购作价 (左, 百万美元) 及回购占比 (右, %): 莫霍克回 购较少 .....	52
图 96: 莫霍克与宣伟分红 (左, 万美元) 及分红率 (右, %) 对比: 莫霍克几乎无 分红 .....	52
图 97: 莫霍克和宣伟自由现金流/资本开支 .....	53
图 98: 中美木地板类产品产量 (亿平方米) .....	54
图 99: 中美瓷砖类产品产量 (亿平方米) .....	54
图 100: 中美总产量 (中国木地板+瓷砖、美国全品类, 亿平方米) .....	54
图 101: 中美人均产量 (中国木地板+瓷砖、美国全品类, 平方米/人) .....	54
图 102: 2017 年美国存量房屋年限结构 .....	55
图 103: 2018 年中国存量商品住宅年限结构 (统计局竣工口径) .....	55
图 104: 木地板品牌百度搜索前 5 名 .....	56
图 105: 瓷砖品牌百度搜索前 5 名 .....	56
图 106: 2019 年开发商 500 强首选木地板前 10 .....	56
图 107: 2019 年开发商 500 强首选瓷砖前 10 .....	56
图 108: 中国室内铺地材料上市公司 2017-2018 年 ROE .....	57
图 109: 中国室内铺地材料上市公司 2017-2018 年经营净现金流/净利润 .....	57

表 1: 1992-2017 年美国主要地板厂商年营收变化 (百万美元) .....	12
表 2: 各类地板基本特征及参数对比 .....	18
表 3: 室内铺地材料 (地板) 行业主要销售渠道对比 .....	22
表 4: 美国主要厂商与经销商上下游集中度 .....	26
表 5: 2018 年 Top30 地板经销商营收 (百万美元) 及门店数 (红色背景为上市公司) .....	27
表 6: 近年来莫霍克资本支出 (单位: 百万美元) 及主要战略目标 .....	32
表 7: 各公司产品对比 (瓷砖品类莫霍克一家独大) .....	34
表 8: 美国 Top20 地板经销商 2018 年营收 (百万美元) 及主要合作品牌 (标红为莫霍克品牌) .....	43
表 9: 美国主要地板厂商 ROE 拆解 .....	46
表 10: 美国主要地板经销商 ROE 拆解 .....	48
表 11: ROE 杜邦分析: 莫霍克和宣伟差距来自周转率、杠杆两方面 .....	50

## 一、莫霍克工业（MOHAWK INDUSTRIES）：不断成长的全球室内铺地材料（地板）龙头

莫霍克工业是全球规模最大、布局最广、最具竞争力的室内铺地材料生产企业。公司业务辐射全球170多个国家，主要布局美国和欧洲市场。其产品种类囊括宽幅地毯、块毯、瓷砖、层压板、木地板、石地板、高级乙烯基地板（LVT）、塑胶地板等。莫霍克是美国第二大地毯制造商及第一大瓷砖制造商，其在巴西拥有最大的瓷砖出口业务，在澳大利亚和新西兰亦拥有最大的地板制造业务。

图 1：莫霍克工业布局全景图：全球最大的室内铺地材料巨头



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

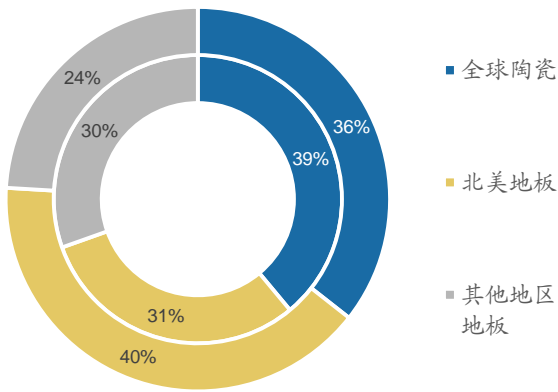
### （一）业务概况：深耕美国本土市场，重点布局地毯、瓷砖和弹性地板产品

公司业务分为三部分：全球陶瓷（GC）、北美地板（FNA）、其他地区地板（FROW）。三块业务囊括公司所有产品线，包括软地板和硬地板的各种品类。

全球陶瓷业务主要负责设计、制造、采购和分销各类陶瓷地板、瓷砖、天然石材陶瓷产品，业务以美国为中心进行全球布局；北美地板业务主要服务美国市场，产品线包括宽幅地毯、块毯、地毯砖、木地板、层压板、LVT及塑胶地板等；其他地区地板业务专注于服务美国之外的市场，除了包含北美地板业务的所有品类之外，还涵盖部分屋面板、隔热板、夹层地板及刨花板等零散业务。

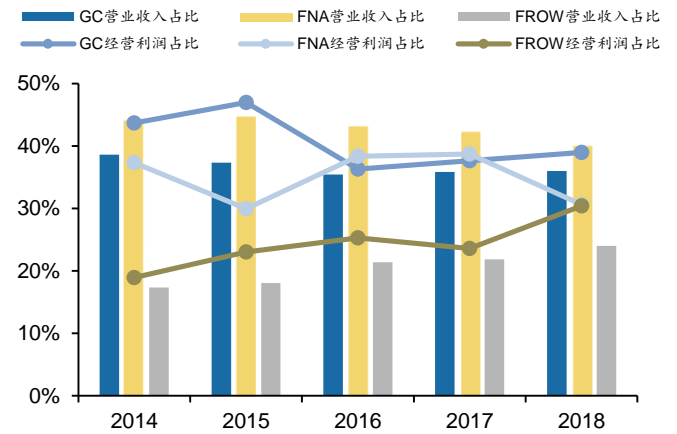
分业务来看，全球陶瓷（GC）业务和北美地板（FNA）业务是公司主要营收和利润来源，合计收入占比超过75%。

图 2：2018年莫霍克分业务营收（外）及经营利润（内）占比情况：全球陶瓷和北美地板占大头



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

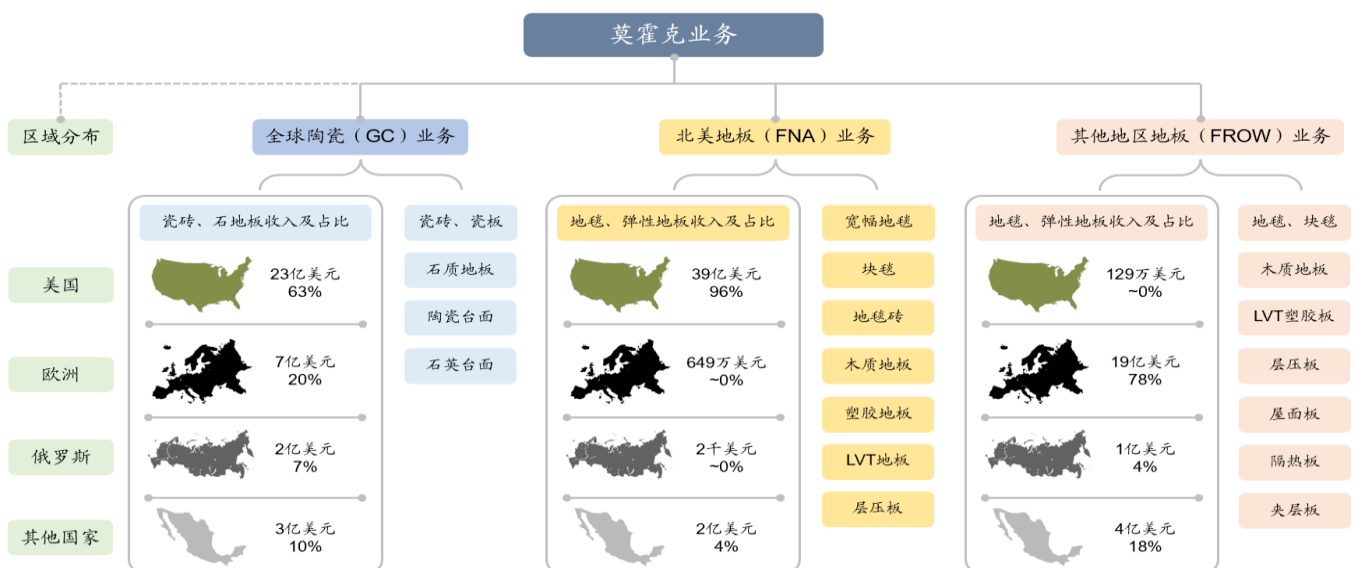
图 3：2014-2018年莫霍克分业务营业收入及经营利润占比变化：全球陶瓷和北美地板合计约超75%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司三项业务分别侧重不同地区，产品品类众多且有交叉。其中全球陶瓷（GC）业务线侧重美国及欧洲市场，北美地板（FNA）业务线侧重美国市场，其他地区地板（FROW）业务线侧重美国以外，以欧洲为主的外国市场。

图 4：莫霍克业务概览：涵盖地板、瓷砖、木质地板、石质地板、塑胶地板、LVT地板、层压板等多种品类

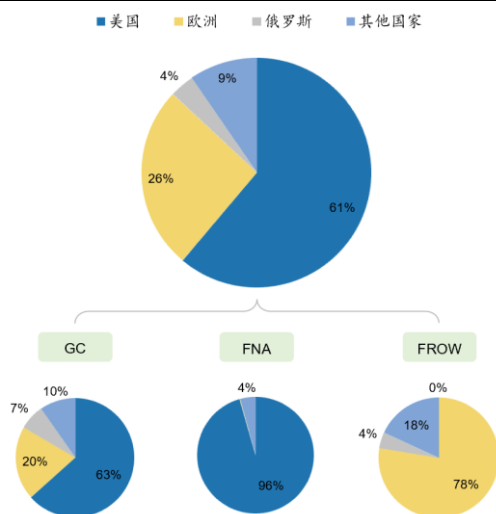


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

根据公司年报，2018年公司在美国、欧洲和俄罗斯的GC业务收入分别为22.5亿美元、7.1亿美元和2.5亿美元，分别占据该业务收入比例为63%、20%和7%；在美国和欧洲的FNA业务收入分别为38.5亿美元和648.7万美元，分别占据该业务收入比例为96%和0.2%；在欧洲、俄罗斯及其他国家的FROW业务收入分别为18.6亿美元、1.0亿美元和4.4亿美元，分别占据该业务收入比例为78%、4%和18%。

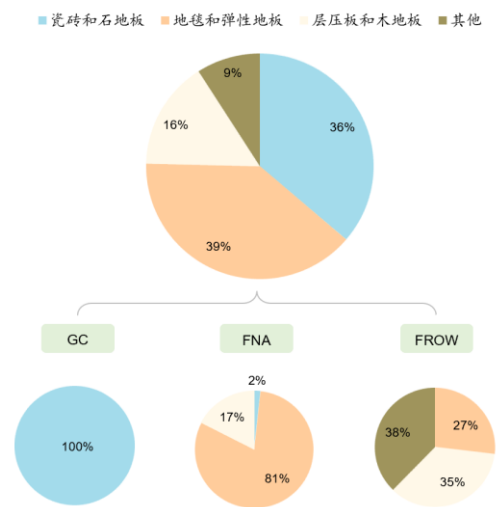
总体来看，公司业务主要集中在美国市场（占比61%，其次是欧洲占比约26%）。业务品类主要集中在地毯（占比39%）、瓷砖（占比36%）和弹性地板。

图 5：2018年莫霍克营收区域分布：以美国为主



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：2018年莫霍克营收品类分布：以地毯、瓷砖为主



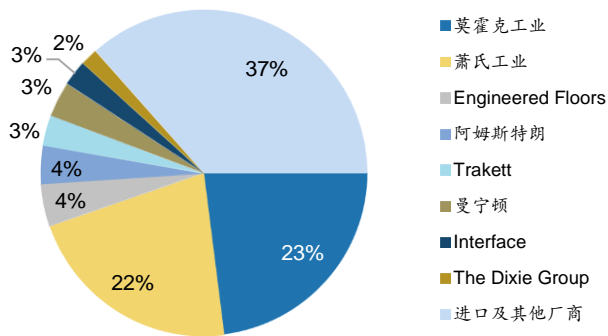
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## （二）行业地位：营收和净利润 26 年间双位数增长，成就室内铺地材料（地板）行业龙头

公司在室内铺地材料全品类产品市占率全美第一。从细分赛道来看，公司在地毯产品领域市占率排名全美第二，在瓷砖产品领域市占率排名全美第一。

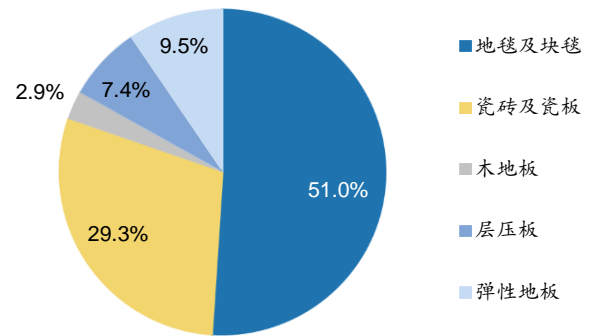
根据Floor Focus地板行业杂志统计数据，公司在地毯行业的市占率达23%，全美第二；在瓷砖行业市占率达52%，占据半壁江山；在室内铺地材料全品类的市占率全美第一，其领先第二名萧氏工业仅1个百分点（萧氏工业为美国老牌地毯制造商，已于2001年被巴菲特收购，此后成为伯克希尔·哈撒韦旗下控股子公司），呈现出典型的双龙头格局（CR2市占率45%）。

图 7：2018年美国室内铺地材料（全品类）市场集中度



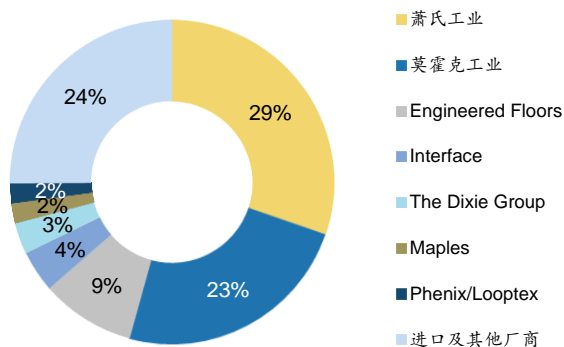
数据来源：Floor Focus，公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：2018年莫霍克美国业务分品类收入情况



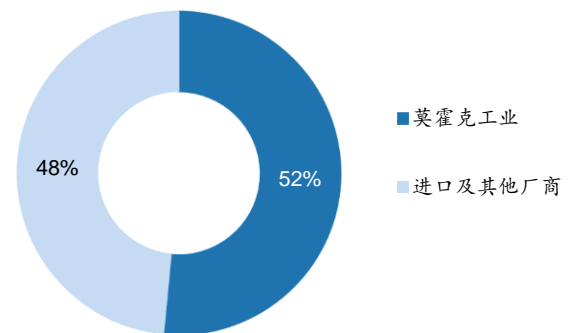
数据来源：Floor Focus，公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：2018年莫霍克美国地毯业务市占率



数据来源：Floor Focus，公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：2018年莫霍克美国瓷砖业务市占率



数据来源：Floor Focus，公司年报，广发证券发展研究中心

**公司成长迅速，26年收入CAGR达10%。**莫霍克工业于1992年上市，从莫霍克工业的财务报表数据来看，截止到2018年，26年期间收入复合增速达到10%（累计增长了13倍多），截止到2017年（2018年净利润同比下降了11%），25年期间净利润复合增速达到15.4%（累计增长了36倍多）。根据Floor Focus地板行业杂志统计数据，1992-2017年期间，莫霍克工业在美国市场的收入复合增速达到12%，相比之下，老牌龙头萧氏工业营收CAGR仅为4%。

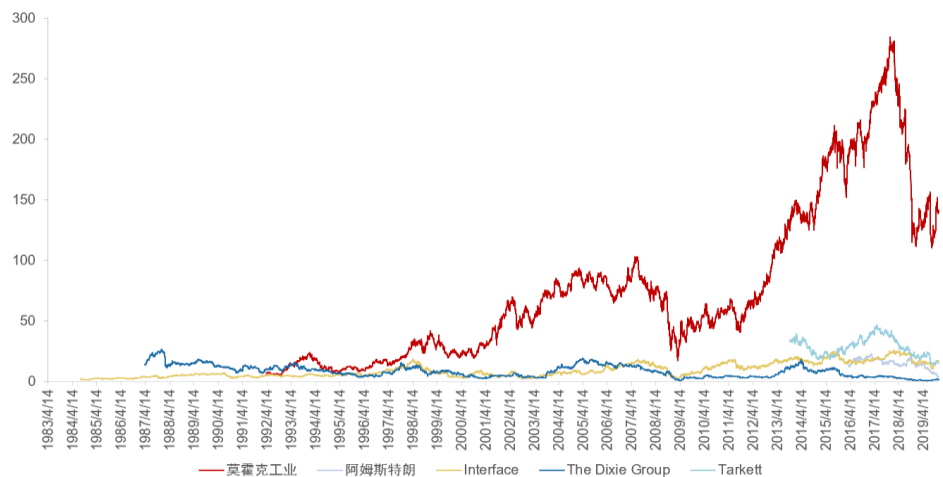
收入和利润的持续较快增长也反映到股价上，莫霍克上市以来股价最高涨幅达到50倍（2018年由于利润下降，股价回撤幅度较大）。

表 1: 1992-2017年美国主要地板厂商年营收变化(百万美元)

公司名称	1992年			2017年			1992-2017年	
	排名	营收	市占率	排名	营收	市占率	营收CAGR	市占率变化值
莫霍克工业	13	279	2%	1	4892	21%	12%	19pct
萧氏工业	1	1619	13%	2	3983	17%	4%	4pct
阿姆斯特朗	2	1058	9%	3	985	4%	-0.3%	-5pct
Tarkett	19	180	1%	4	833	4%	6%	3pct
曼宁顿	4	475	4%	5	785	3%	2%	-1pct
EF	-	-	-	6	659	3%	-	-
Interface	5	455	4%	7	498	2%	0.4%	-2pct
Beaulieu	3	480	4%	8	464	2%	-0.1%	-2pct
Dixie	-	-	-	9	394	2%	-	<2pct
Phenix	-	-	-	10	240	1%	-	<1pct
Maples	-	-	-	11	220	1%	-	<1pct
Nourison	-	-	-	12	191	1%	-	<1pct
OW	-	-	-	13	185	1%	-	<1pct
Congoleum	21	165	1%	14	171	1%	0.1%	0pct
Crossville	-	-	-	15	160	1%	-	<1pct

数据来源: Floor Focus, 公司年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 11: 莫霍克股价(美元/股)表现: 上市以来股价最高涨幅50倍以上



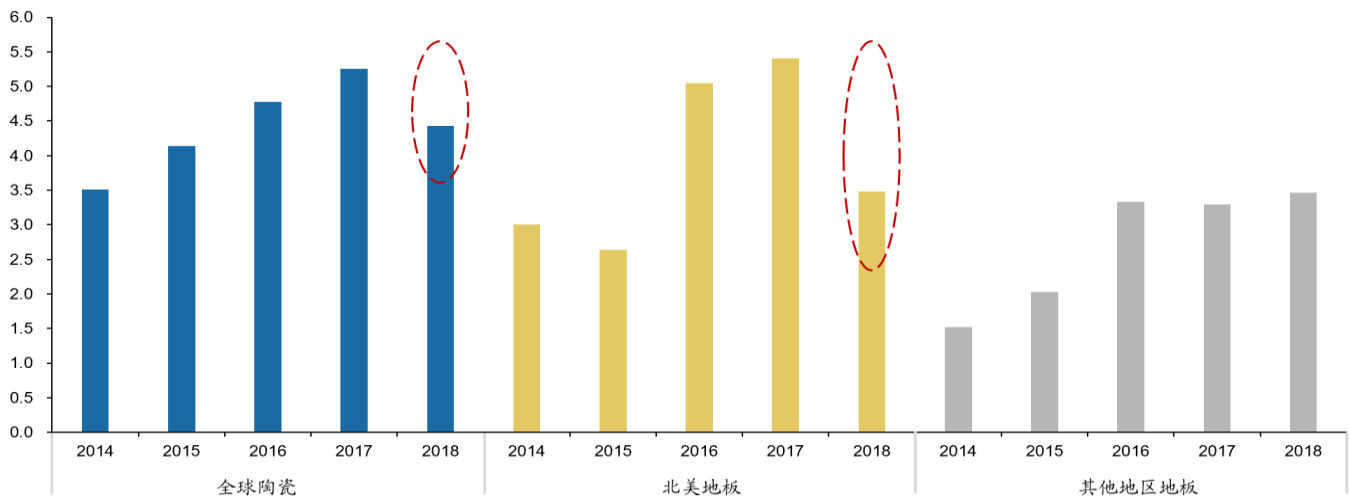
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**(三) 经营近况: 后金融危机时代盈利能力稳步提升, 2018年净利润出现下滑**

受通货膨胀及原材料相关成本上升影响, 公司2018年实现归母净利润8.6亿美

元，同比-11.3%。2018年公司净利润下滑1.1亿美元至8.6亿美元，主要原因是：  
（一）全球陶瓷业务利润被通货膨胀成本上升拖累，经营利润同比下滑0.83亿美元至4.43亿美元；（二）北美陶瓷业务承压，遭遇通货膨胀成本上升、材料成本增加及物流成本增加叠加影响，经营利润同比明显下滑1.92亿美元至3.48亿美元。

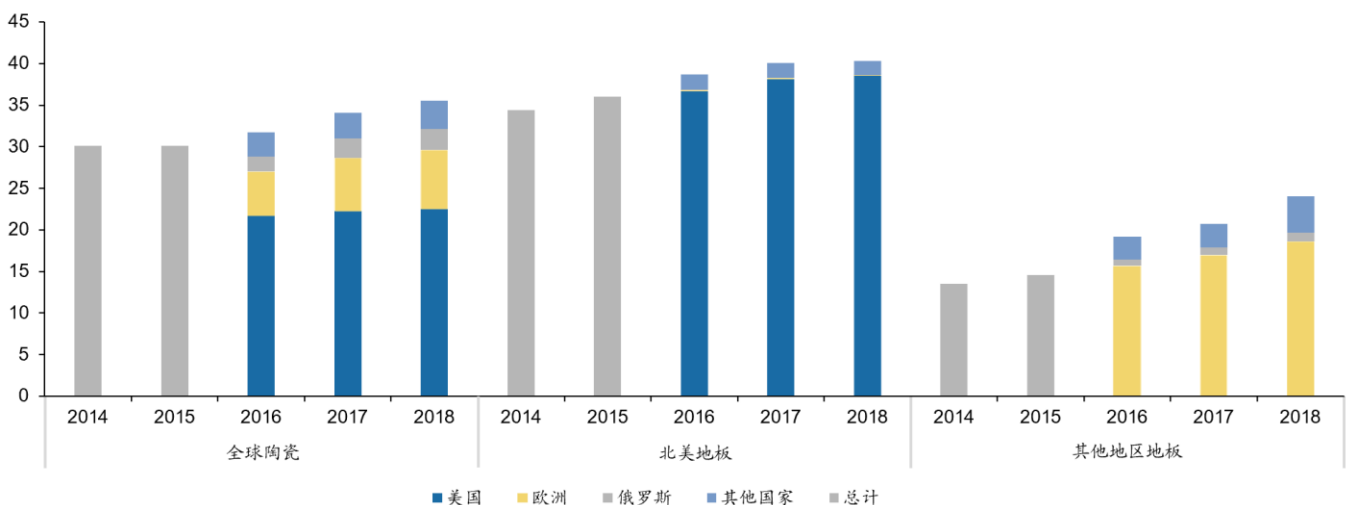
图 12: 莫霍克各项业务经营利润 (亿美元) 分布情况: 受通货膨胀、原材料及运输成本增加等影响, 2018年全球陶瓷业务、北美地板业务经营利润明显下滑



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

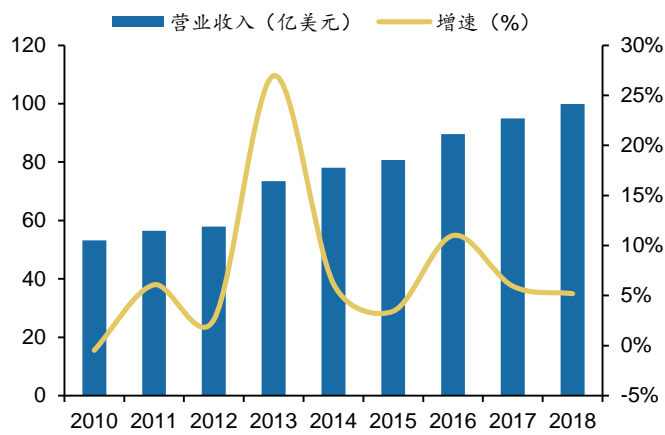
后金融危机时代公司盈利能力稳步提升。自2010年以来, 公司毛利率从26.4%提升2.0pct至28.4%, 净利率从3.5%提升5.1pct至8.6%, 实现稳步提升。2018年公司实现营业收入99.8亿美元, 同比增长5.2%。

图 13: 莫霍克各项业务营业收入 (亿美元) 分布情况: 三项主营业务均稳步增长, 美国地板业务增速放缓, 其他地区地板业务增幅较大, 公司营收整体增势不改



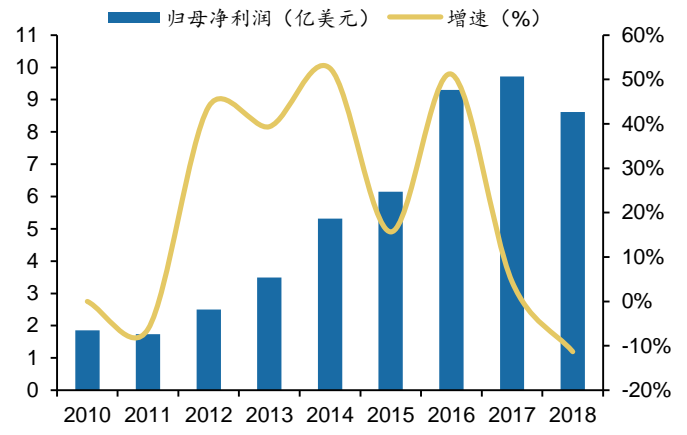
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 14: 莫霍克营业收入及增速 (亿美元, %): 金融危机之后营收稳步增长



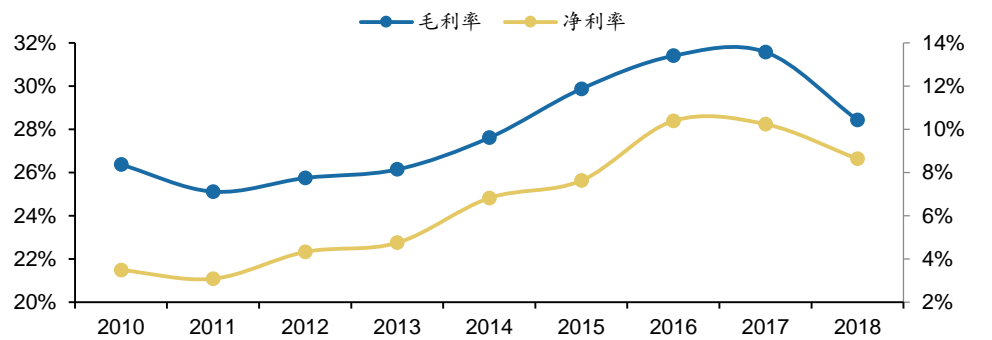
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 莫霍克归母净利润及增速 (亿美元, %): 受通货膨胀成本影响, 净利润略有下滑



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 16: 莫霍克毛利率 (左) 和净利率 (右): 稳步提升



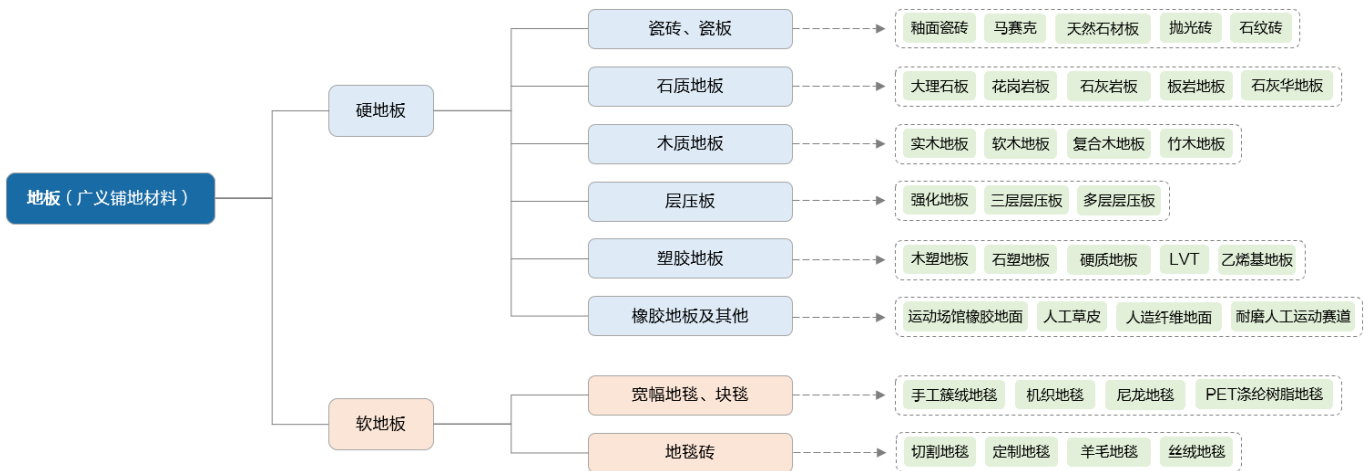
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 二、行业背景: 美国室内铺地材料行业赛道研究

### (一) 行业概况: 美国市场接近 2000 亿人民币; 双龙头格局

室内铺地材料是广义上的地板, 一般按软硬程度分为软地板和硬地板两大类。其中软地板主要指地毯及其衍生品; 硬地板种类繁多, 主要包括瓷砖及瓷板、石质地板、木质地板、层压板、弹性地板、塑胶地板、橡胶地板等。

图 17: 铺地材料 (广义地板产品) 基本分类



数据来源: 莫霍克产品说明书, Tarkett产品说明书, Interface业绩推介材料, 公司年报, Floor Focus, 广发证券发展研究中心

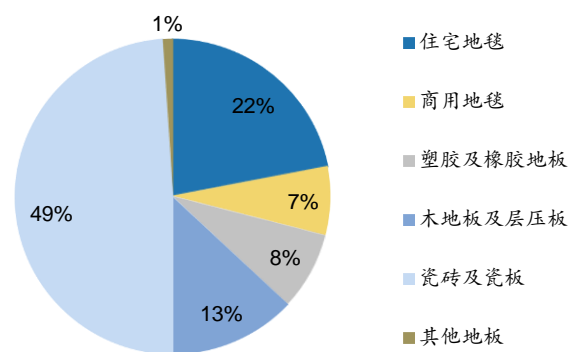
室内铺地材料行业市场规模较大, 各机构对全球地板市场规模估算结果存在一定差距, 从1915亿美元到3393亿美元不等。综合各机构的估算值, 我们认为2018年全球地板市场规模约为2700亿美元, 北美地区占比约为13%~15%, 其中美国地区约占全球10%份额。**2018年美国室内铺地材料(地板)市场规模约为270亿美元, 与美国地板专业咨询机构Catalina Research测算结果基本一致。**

图 18: 2018年全球室内铺地材料市场测算

测算机构	全球总产量 (亿平方米)	全球总产值 (亿美元)	2018-2022年产值 CAGR
Freedonia	186	2000	3.1%
Flooring Market Report	178	1915	4.6%
Global Market Insight	259	2790	3.8%
Transparency Market Research	259	2782	6.4%
Markets and Markets	316	3393	5.7%
Beroe	244	2628	5.7%
Techsci Research	298	3208	6.0%

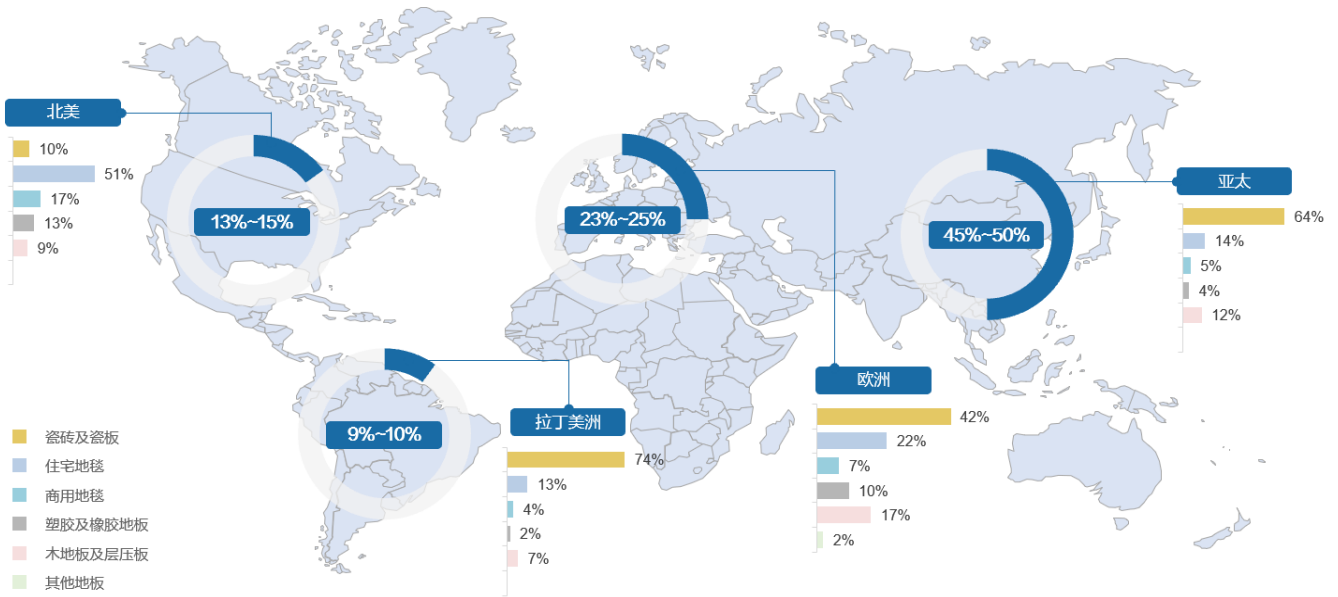
数据来源: Freedonia, Global Market Insight, TMR, M&M, 《Flooring Market Report》, BEROE, Techsci Research, 广发证券发展研究中心  
注: 全球总产量根据地板均价测算得到

图 19: 2018年全球室内铺地材料市场分品类占比



数据来源: Tarkett 年报, Global Market Insight, 广发证券发展研究中心  
注: 各品类占比按《World Flooring Report (2013)》数据及其增速测算得到

图 20: 全球室内铺地材料产品分布图



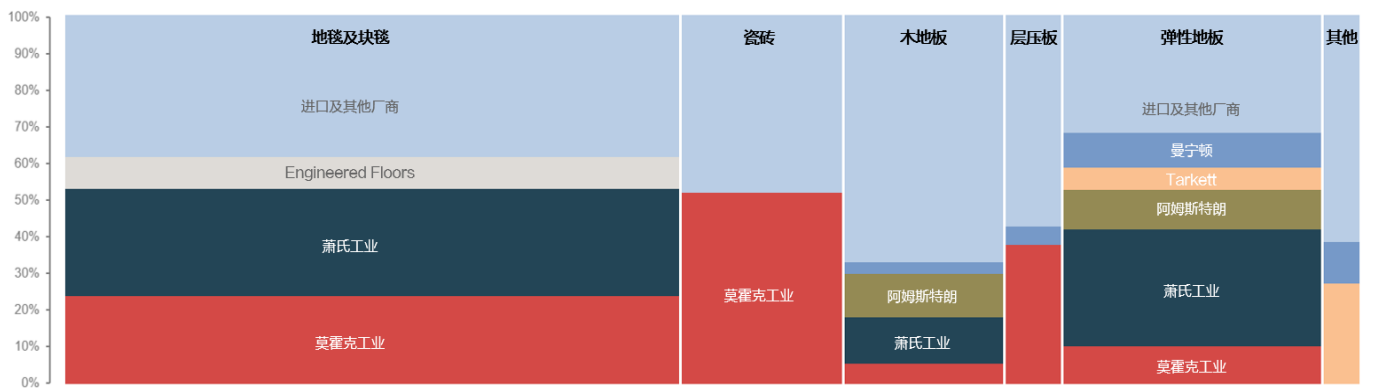
数据来源: Freedoina, 《Flooring Market Report》, Global Market Insight, 公司年报, BEROE, 广发证券发展研究中心

从室内铺地材料产品的全球分布来看, 亚太地区份额约45%-50%, 北美地区份额约13%-15%。全球地板市场份额前三名分别为亚太地区、欧洲地区、北美地区。从产品分类来看, 除北美之外的其他地区以瓷砖产品为主, 仅北美地区地毯占比最高, 原因在于北美地区消费习惯及18世纪以来使用手工簇绒地毯的文化。

美国地区CR2占比约为45%, 双龙头格局, 市场相对集中。室内铺地材料行业生产技术门槛不高, 进入壁垒很低, 市场中大量区域性企业涌入, 因此地板厂商林立。但过去几十年, 美国地板市场处于不断整合中, 市场集中度一直在提升。

2018年美国地板市场约为270亿美元, 前两家地板厂商占比约45%, 前五家地板厂商占比接近60%。可以看出美国地板市场中, 前两家龙头企业具备较大优势。从细分赛道来看, 龙头企业市场份额主要集中在地毯、瓷砖、弹性地板等主要品类中, 其他品类集中度相对较低。

图 21: 细分赛道市场集中度分布 (横轴指代品类市占率): 地毯、瓷砖等主要品类集中度高



数据来源: 公司年报, Floor Focus, 莫霍克工业投资者会议文稿, 广发证券发展研究中心

## （二）品类多变化快，重装市场占比大

美国室内铺地材料（地板）需求端有两个明显的特点：

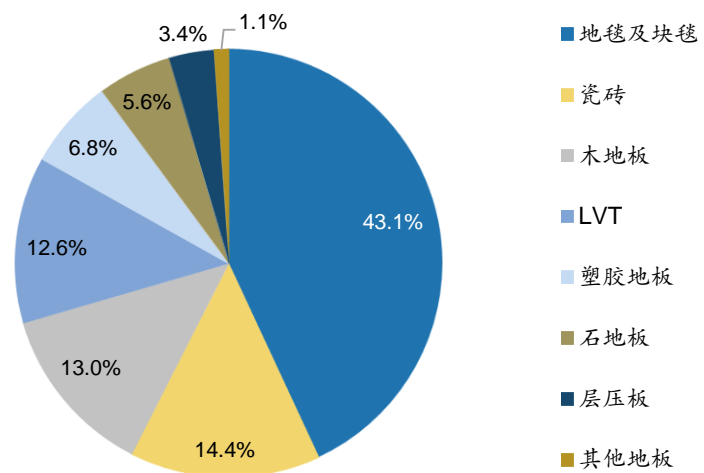
### 1. 品类多，流行品类变化快，各品类间存在互为替代的内部竞争关系

美国室内铺地材料（地板）市场品类众多，主要包括地毯及块毯、瓷砖、木地板、LVT、塑胶地板、石地板、层压板及其他。其中市占率较高的为地毯（43%）及瓷砖（14%）。

一方面，由于具体施工铺设一块地面一般不会铺设两种不同种类的产品，因此用户在选择时不仅要考虑同一品类内部不同档次产品的选择，还要考虑不同产品之间的替代方案，提高了市场需求的复杂度。这种内部竞争关系导致了不同品类份额出现此消彼长的现象。

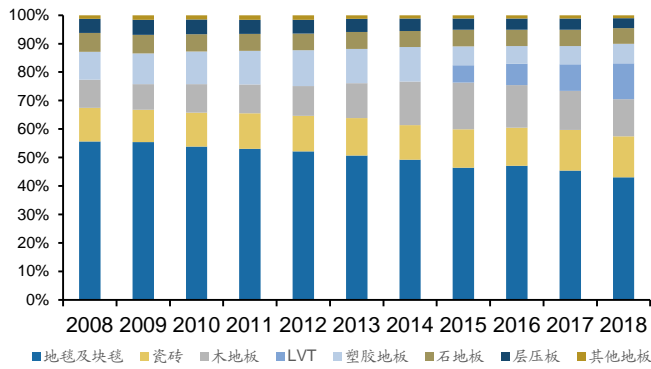
另一方面，消费习惯、审美偏好等变化会造成流行品类变化大。根据Catalina Research的统计数据，从2008年以来，美国传统的铺地材料品类——地毯，其市占率从55.7%下降至43.1%，十年来市占率下降12.6pct；而新流行品类LVT地板份额从2015年的仅6.1%上升至2018年12.6%，三年来市占率上升6.5pct。从增速来看，品类增速变化巨大；例如木地板品类增速从36%下跌至-5%仅用了三年；而随着LVT地板品类的走红，其增速近三年始终维持在30%高位。背后原因，美国消费者一直以来有使用地毯的习惯，根据美国木地板行业协会的消费者调查结果，美国有近75%的家庭习惯使用地毯作为铺地材料，仅有26%的家庭选择乙烯基地板；而由于近年来美国地板市场掀起的“防水”热潮，消费者更加青睐集防水功能与仿实木花色、仿天然石材纹理于一身的中低价木塑、石塑复合地板，导致LVT品类地板风靡一时，成为各大厂商相争之地。另外不同品类的使用寿命不一样（地毯使用寿命为8年，瓷砖为75年），造成品类间重装率差异较大，从而影响日常采购需求。

图 22：2018年美国室内铺地材料（地板）市场品类细分情况



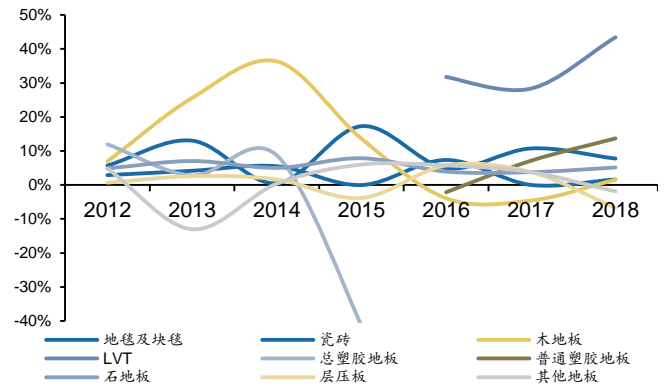
数据来源：Catalina Research，莫霍克业绩推介材料，广发证券发展研究中心

图 23: 2008-2018年各品类的市场份额变化



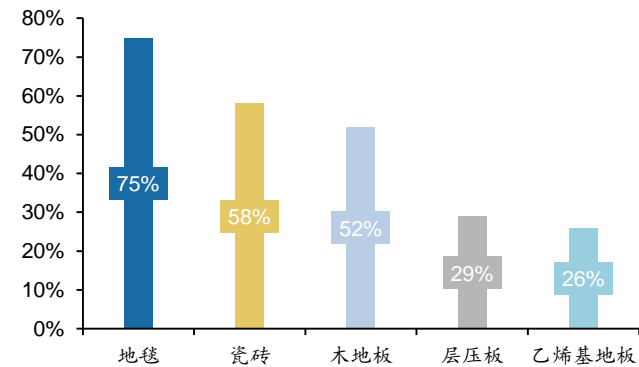
数据来源: Catalina Research, 莫霍克业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

图 24: 2012-2018年各品类的市场份额增速变化



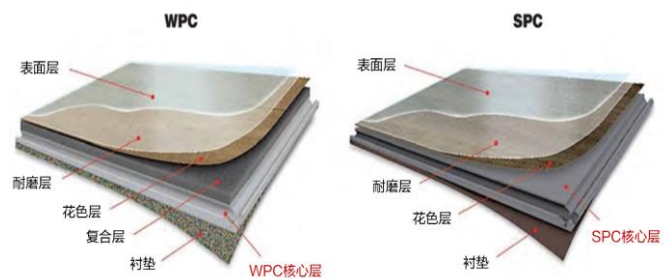
数据来源: Catalina Research, 莫霍克业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

图 25: 美国家用地板消费者调查: 约75%采用地毯



数据来源: NWFA Consumer Study, 广发证券发展研究中心

图 26: LVT地板结构示意图: 多层材料热压成型



数据来源: Floor Weekly News, 广发证券发展研究中心

表 2: 各类地板基本特征及参数对比

品类	耐磨性 (转数)	防水性	防滑性	隔音效果	保温效果	使用寿命	均价 (美元/ft <sup>2</sup> )	主要适用场所
地毯	-	<8.0%	高	高	高	8~10	1.02	家用、商用各类场所
瓷砖	-	<0.5%	低	低	低	75~100	1.14	家用、商用各类场所
水泥地板	-	<0.5%	中	低	低	50+		商用场所居多
石质地板	大理石地板	<0.5%	中	低	低	100+	4.41	商用场所居多
水磨石地板	-	<0.5%	中	低	低	75+		商用场所居多
木质地板	工程木地板	>6000	1~5%	中或高	低或中	中	100+	商用场所居多
实木地板	>6000	1~5%	中	低或中	中或高	100+	2.05	部分家用、高端商用场所
层压板	2000~4000	1~5%	中	中	低或中	15~25	0.92	家用、部分非高端商用场所
普通/高级乙烯基地板	>6000	<0.5%	高	中	低或中	50	0.65/1.26	家用、部分商用场所

数据来源: Floor Focus, Floor Covering Weekly, 莫霍克产品说明书, 各公司官网, Catalina Research, 广发证券发展研究中心

## 2. 室内铺地材料（地板）需求以重装市场为主

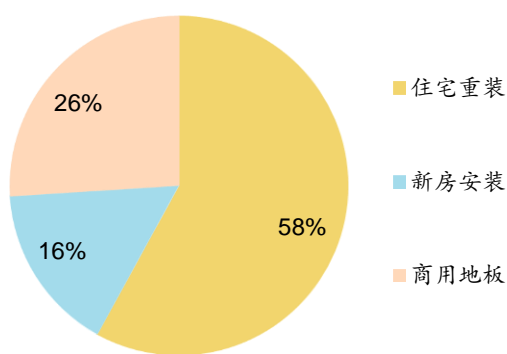
美国室内铺地材料（地板）市场需求分为住宅/商业新装和住宅/商业重装两大类。

根据MarketWise估算，在包括安装等劳务费用的终端销售市场中，全美住宅重装市场占比约为58%，新房安装市场占比约为16%，商用（新装+重装）市场占比约为26%。根据Catalina Research估算，在厂商端的产值市场中，全美住宅新装市场占比约为13%，住宅重装市场占比约为48%，商业新装市场占比约为10%，商业重装市场占比约为22%。

住宅重装市场较为简单，主要为普通住房室内铺地材料的维修与更换，包括客厅、卧室、厨房、浴室、阳台、楼面等等。根据房间类型的不同，适用的地面材料有所区别，比如卧室以及客厅的地毯更换更为频繁，而厨房、浴室的瓷砖类地板更换次数较少，另外对于客厅、走廊、玄关及阳台楼面各处的铺地材料（常为木质地板、塑胶地板、块毯等），由于人流量密集程度较卧室、厨房、浴室等更大，因此更换频率会稍高一些

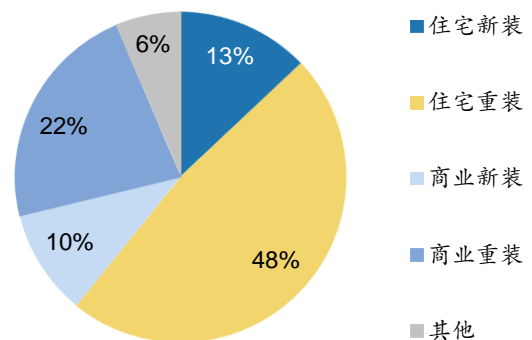
对于商用市场而言，无论是新装还是重装，业务一般都按照商业场所来划分，主要包括：商用办公室、厂房与车间、政府工作场所、酒店及招待所、医院及医疗场所、教室及教学场所、交通工具及公共设施、专业运动场所等等。不同场所适用的地面材料同样区别较大，因此厂商们在商业市场能在更加细分的赛道上建立自身优势。整体来看，地毯及地毯类衍生品（如高级定制地毯砖）、瓷砖及天然石材类地面材料在商业领域运用较为广泛；而教育、医疗相关场所通常更青睐防水、隔音、抗菌及色彩搭配更丰富的塑胶地板、LVT地板等品类。

图 27：2018年美国室内铺地材料（地板）市场需求分布1



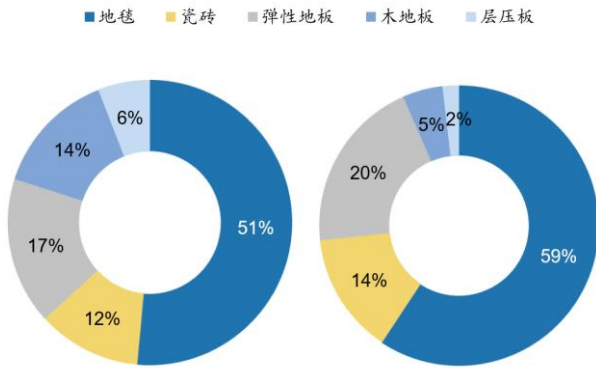
数据来源：MarketWise，广发证券发展研究中心

图 28：2018年美国室内铺地材料（地板）市场需求分布2



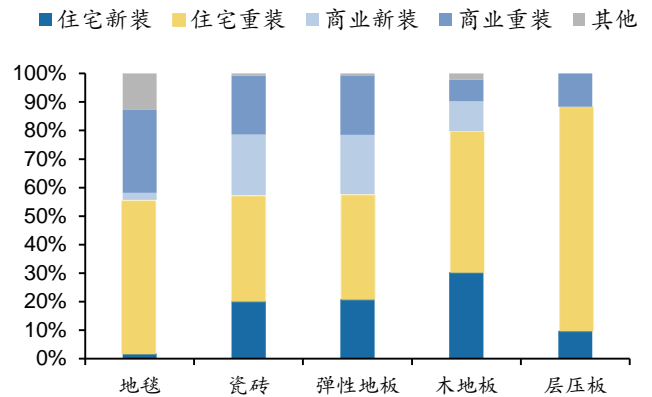
数据来源：Catalina Research，广发证券发展研究中心

图 29: 2018年住宅重装(左)与商业重装(右)细分品类



数据来源: Catalina Research, 广发证券发展研究中心

图 30: 2018年主要品类需求终端分布



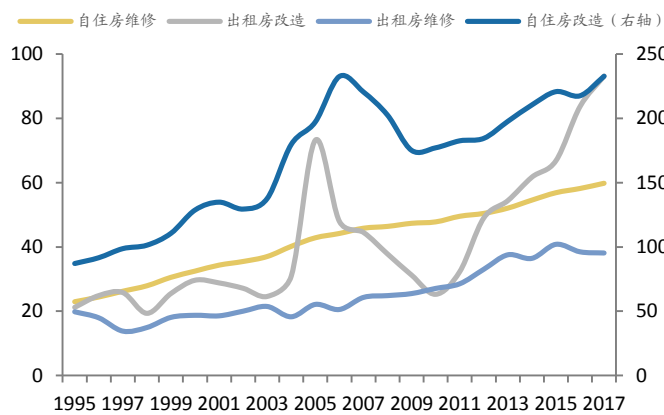
数据来源: Catalina Research, 广发证券发展研究中心

总体来看, 重装市场是美国室内铺地材料(地板)市场需求的主要来源, 占据了70%左右的市场份额; 包括住宅和商业用房在内的新房安装市场占据30%左右。

美国室内铺地材料(地板)市场重装需求驱动的特点和美国建筑涂料市场相似, 两者背后的原因也是类似的(具体可参考相关研究《美国建筑涂料行业深度研究及对中国的启示》):

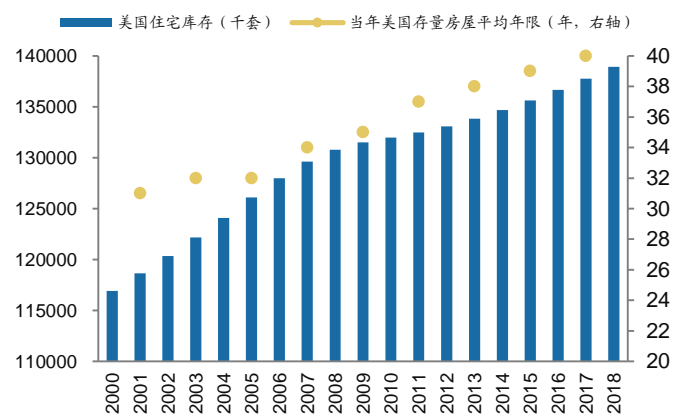
- 美国存量房屋数量巨大。根据美国普查局披露, 2018年美国新建住宅竣工仅有107万套, 而2019年一季度存量房屋数量已经达到13921万户。最近二十年累计竣工新房2513万套, 按照房屋装修二十年周期计算, 需要重装存量房屋至少是需要新装房屋的5倍。
- 美国住房老龄化明显。伴随着住房老龄化, 房屋需要进行重新改造, 重装室内铺地材料(地板)作为房屋改造的基础项目较为广泛。
- 美国房屋维修支出不断上涨。美国房屋装修可分为改造(Improvement)和维修(Maintenance), 一般情况下, 两项支出均涉及重装室内铺地材料活动; 而无论是自住房还是出租房, 两项支出整体均呈现上升趋势。

图 31: 美国住房历年维修和改造支出(十亿美元)



数据来源: US Census Bureau American Housing Survey, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, 广发证券发展研究中心

图 32: 美国存量房数量: 住房老龄化明显

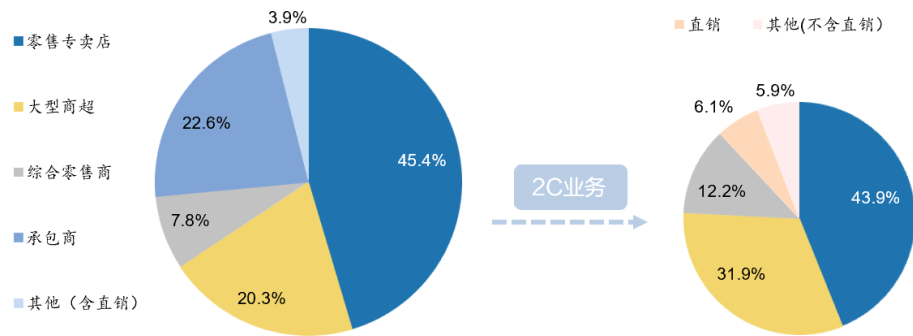


数据来源: US Census Bureau American Housing Survey, 广发证券发展研究中心

### （三）厂商品牌效应弱，经销商话语权大

美国室内铺地材料（地板）销售以经销模式为主。其中零售市场业务中独立经销商和大型商超为两种主要经销主体，工程市场业务中承包商为主要经销主体。

图 33：2018年地板市场总体渠道分布（左）及2C业务渠道分布（右）



数据来源：MarketWise, Catalina Research, 广发证券发展研究中心

几种经销主体中，大型商超主要指家得宝、劳氏一类的综合建材大卖场，主要面对零售市场。大型商超的产品种类丰富，合作品牌众多，几乎涵盖所有品类的铺地材料，但产品价格参差不齐，主要定位中低端产品。

独立经销商又包括传统的零售专卖店与规模较大的综合经销商。地毯是美国传统铺地材料，美国最早的地毯产业出现在18世纪末，彼时地毯主要通过织工使用手织机技术生产。由于生产简单，手织地毯编织活动以家庭为单位广泛传播，衍生出一批家庭手工作坊，随后逐渐演变成大量地区性的小规模地毯夫妻店，最终发展成现代美国地毯市场中数量最庞大的室内铺地材料（地板）零售专卖店。另一种综合经销商则是在小型零售店基础上壮大而来，逐渐发展成自有品牌（零售品牌）。其通过增加品类、门店扩张等方式不断扩大规模，最终形成相较于单一零售店规模与品类均较大的形式；某种程度上可以视综合经销商为一种介于小型零售专卖店与大型商超之间的经销主体。

承包商主要服务工程端市场（但近年来随着市场品类的变化以及工程端市场需求疲软，市场中也逐步涌现出一批面向零售市场的承包商），该主体主要提供包括商业与住宅新装/重装的业务。承包商主体范围较广，最具代表性的有建筑公司、装修公司以及兼具施工安装与艺术设计的独立工作室等等。承包商在为商业用户提供解决方案时，甚至需要同时与厂家、商家以及第三方设计单位进行多方合作沟通，业务特点较零售市场更为复杂。

总体来看，独立经销商和大型商超合计占比约为75%，承包商占比约为20%。

表 3: 室内铺地材料（地板）行业主要销售渠道对比

销售渠道	渠道特征	代表	客户
大型商超 (Home Center)	拥有大量门店的建材大卖场，商品品种繁多，主要面向普通用户，负责区域性销售及供货	家得宝、劳氏、沃尔玛	以普通零售客户为主、有少量商业客户业务
零售专卖店 (Specialty Stores)	由传统夫妻店发展而来，多为地方性小规模店铺，主要面向地域性零售市场，产品往往专注单一品类（如地毯）	ICC Floors、Yates Floor Center、S&H Flooring、Hadinger Flooring	以普通零售客户为主
综合经销商 (Independent Retail)	独立经营的大规模连锁店铺，由小型零售专卖店发展起来，同时面向普通用户与商业用户。一般销售品类集中于特定大类（如硬地板大类），注重产品品质与服务	Floor & Décor、Lumber Liquidators、The Tile Shop	同时面向普通零售客户和商业用户
承包商 (Contractors)	工程端市场主要渠道参与者，大多服务商业用户，包括建筑公司、装修公司及独立工作室等	Shaw Spectra、Bonitz Flooring Group、Interior Specialists	以商业用户为主、有部分转型服务零售市场

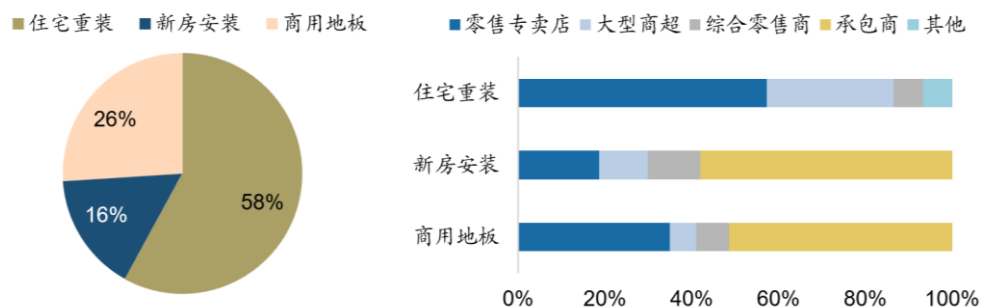
数据来源：Floor & Décor 年报，Lumber Liquidators 年报，The Tile Shop 年报，各公司官网，MarketWise，广发证券发展研究中心

美国室内铺地材料（地板）市场经销渠道多样，总体来看，主要渠道集中在数量众多的独立经销商（包括零售专卖店和综合经销商）、具备较大规模的大型商超以及各类专业承包商手中。

从渠道与终端市场对应的情况来看，住宅重装市场主要渠道为独立经销商及大型商超，两种渠道主体合计占比超过90%，承包商几乎不参与该市场的业务；而新房安装以及商业市场（新装+重装）主要渠道均为专业承包商，两个市场中承包商分别占据六成和五成份额。

从渠道主体的角度看，独立经销商在三种终端市场的参与程度均较高；大型商超主要参与住宅重装市场，其在新房安装市场的份额已经显著下降，在商用市场的份额更是仅有6%，这也说明商业用户一般不通过大型商超购买地板，而是寻找专业承包商或独立经销商寻求整体解决方案。

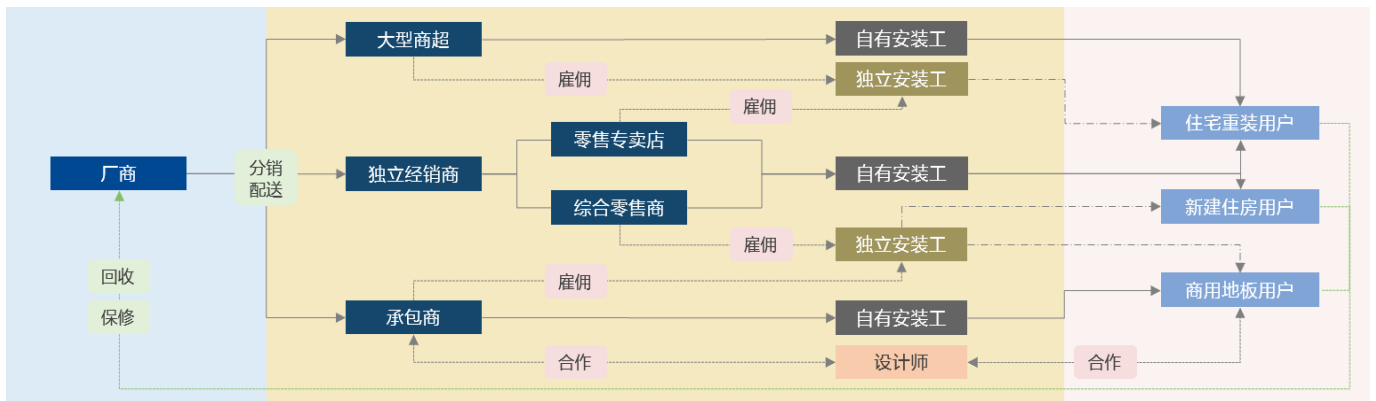
图 34: 2018年各终端市场对应主要渠道



数据来源：MarketWise，Catalina Research，广发证券发展研究中心

和其他装修材料一样，室内铺地材料（地板）链条大致可分为三部分：厂商、经销商、终端用户。其中厂商一般侧重生产商品及分销配送，同时提供部分售后保修与回收的服务；经销商由于直接接触终端用户，在业务中常常涉及与安装工甚至设计师的合作，因此更加注重销售与服务；终端用户分为住宅重装、新建住房以及商业用户（包括新建和重装），如前文所述，用户根据各自需求不同通过不同渠道主体购买产品或寻求解决方案。

图 35：地板供应链全景图



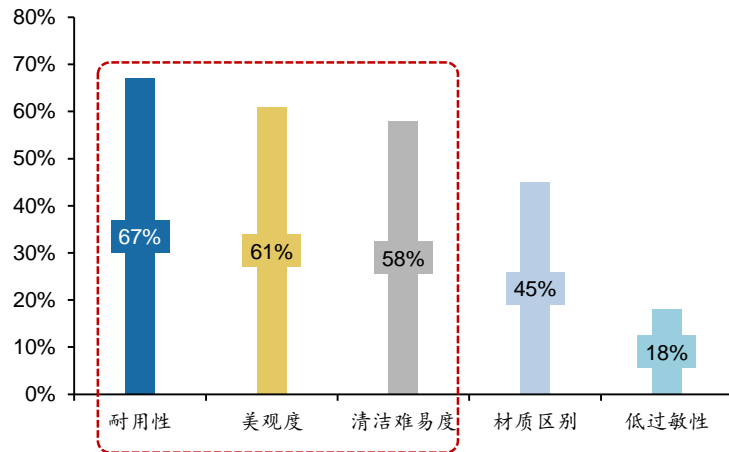
数据来源：莫霍克电话会议记录，Floor Focus，Floor & Décor年报，Lumber Liquidators年报，广发证券发展研究中心

不过，室内铺地材料（地板）商业模式有其独特的地方（比如和建筑涂料相比）：

### 1. 厂商品牌效应弱

根据美国地板协会的消费者调查报告，用户在选购地板时最关注的三个问题分别为耐用性、美观度、清洁难易度，重视程度占比分别为67%，61%及58%。相对来说，终端用户对品牌的敏感度并不高，消费者在选购室内铺地材料（地板）时关注点更多地聚焦在产品的品质、外观以及日常清洗等常规性能上，对于商品出自哪一家厂商关注不大。

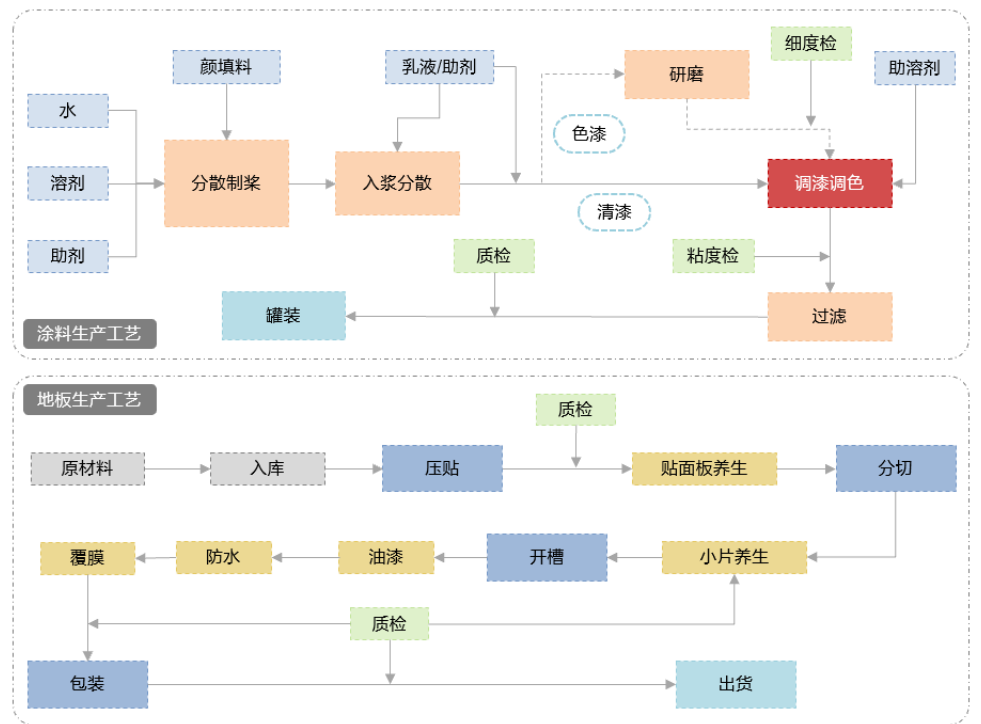
图 36: 消费者偏好调查: 更加关注耐用性、美观度、清洁难易程度, 用户品牌情节轻



数据来源: NWFA Consumer Study, 广发证券发展研究中心

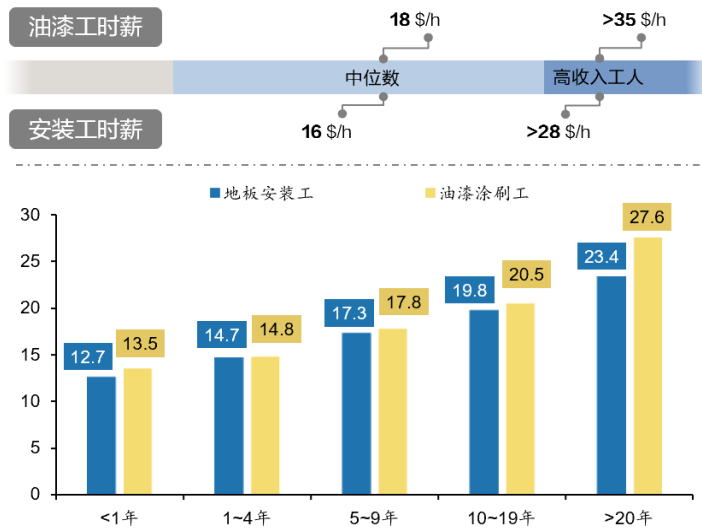
品牌效应弱的原因主要来自产品本身, 和建筑涂料相比, 室内铺地材料(地板)生产是物理变化, 而建筑涂料生产是化学变化, 生产工艺的差异导致产品信息不对称程度不一样, 建筑涂料产品信息不对称程度高; 同时建筑涂料存在环保、耐用、施工效率等功能性痛点, 室内铺地材料更关注美观度等设计款式。这种产品性的差异导致了厂商品牌效应的差异。

图 37: 墙面涂料生产工艺(上)及典型强化地板生产工艺(下)对比



数据来源: 三棵树招股说明书, 大亚圣象招股说明书, 菲林格尔招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 38: 2018年油漆工和安装工平均时薪 (美元/小时) 对比



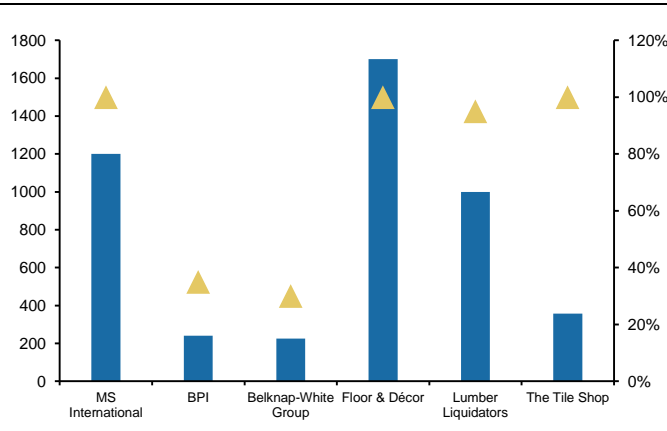
数据来源: Glassdoor, PayScale, Recruiter, 广发证券发展研究中心

厂商品牌效应弱还体现在行业中经销商采用贴牌的行为较为普遍。在整个室内铺地材料(地板)供应链中,经销商通常从广大厂商处收购批发各种产品,随后进行贴牌销售(从国外进口贴牌销售比例也较大),如此做的原因主要是为了降低采购成本;行业中头部经销商贴牌率均超过30%,主要经销商贴牌率甚至接近100%。

而且,经销商/零售商广告投入较大,广告费用率比厂商高出许多,比如莫霍克广告费用率常年维持在1%的低位,而主要经销商广告费用率均超过莫霍克水平,其中Lumber Liquidators(主营硬地板大类的头部经销商)的广告费用率甚至高达7%以上。

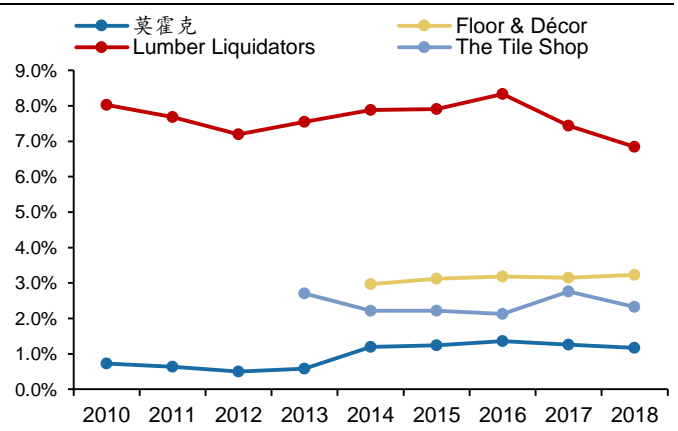
和建筑涂料相比,莫霍克的毛利率比宣伟(建筑涂料龙头)低很多,广告费用率也比宣伟低很多。

图 39: 2018年主要经销商年营收(左,百万美元)及贴牌率(右,%)



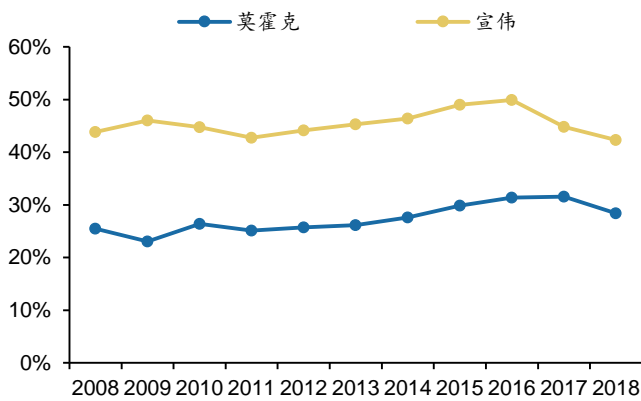
数据来源: Floor Covering Weekly, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 40: 主要厂商及经销商广告费用率对比: 厂商费用率较低, 经销商广告投入大



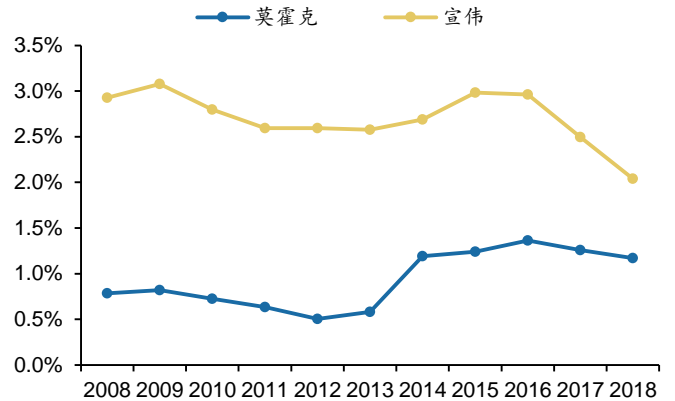
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 41: 莫霍克与宣伟毛利率对比 (左)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 42: 莫霍克与宣伟广告费用率比较



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2. 经销商话语权大, 对上游厂商依赖性低

经销商在美国室内铺地材料(地板)行业中话语权较重, 主要经销商通常从数量众多的厂商处进货, 同时也发展了进口渠道, 例如: 经销商巨头Lumber Liquidators几乎一半进货来源来自中国; 头部经销商Floor & Décor和The Tile Shop的上游供应商均超过240家, 且单一厂商进货占比均小于15%。总体来看, 具备一定竞争力的经销商对上游厂商依赖性相对较低。

表 4: 美国主要厂商与经销商上下游集中度

主要厂商	下游经销商集中度	主要经销商	上游供应商集中度
莫霍克工业	~30000 家经销商, Top1<10%, Top10<20%	Floor & Décor	~240 家供应商, Top1<13%, 此外没有单一供应商份额>10%
Tarkett	下游经销商数量众多, 业务遍及 110 个国家, 主要客户超过 36 个	Lumber Liquidators	上游供应商数量众多, 47% 来自中国
Dixie Group	下游经销商数量众多, Top1<13%, Top10<16%	The Tile Shop	~250 家供应商, Top1<14%, Top10<49%

数据来源: 公司年报, Tarkett 投资者会议文稿, 广发证券发展研究中心

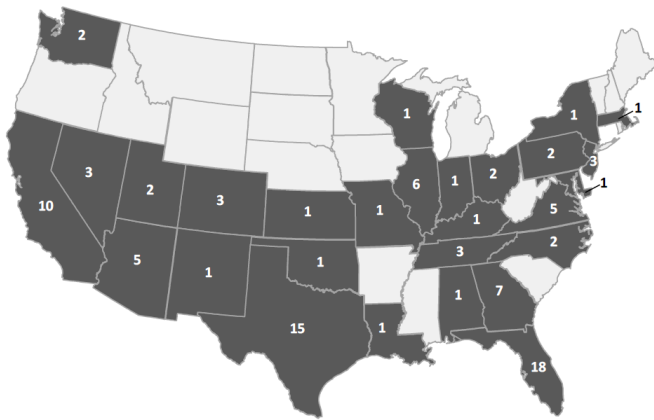
美国室内铺地材料(地板)市场经销渠道已经自成一体, 经销细分赛道甚至孕育出100%贴牌率的上市公司。室内铺地材料(地板)的厂商上市公司有4家(分别为莫霍克工业、Interface、Dixie、阿姆斯特朗), 专营室内铺地材料(地板)的经销商上市公司有3家(分别为Floor & Décor、Lumber Liquidators、The Tile Shop)。

头部综合经销商Floor & Décor, 其主营业务为硬地板大类, 包括瓷砖、木质地板、石质地板、层压板、塑胶地板、LVT地板等等铺地产品及相关配套材料的分销、零售及整体解决方案。2018年该公司营收已经达到17亿美元, 其在全美布局了约120家仓库式直营门店, 总规模远超经销商群体平均水平。

Lumber Liquidators是美国硬地板的领先零售商之一，其主营业务包括各类木质地板、层压板、LVT地板、瓷砖类产品以及相关配件的销售及提供整体解决方案。公司2018年营收达10亿美元，全美门店数超过400家。

The Tile Shop在某种程度上颇具代表性，公司仅主营瓷砖一种品类的销售与服务，全美门店数约为140家，其瓷砖品类数超过6000种，多数均通过其专有品牌Rush River和Fired Earth出售。公司直接从全球供应商网络购买瓷砖产品及相关配件，其2018年营收规模接近4亿美元。

图 43: 2018年Floor & Décor门店布局: ~120家



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 44: 2018年Lumber Liquidators门店布局: ~410家



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

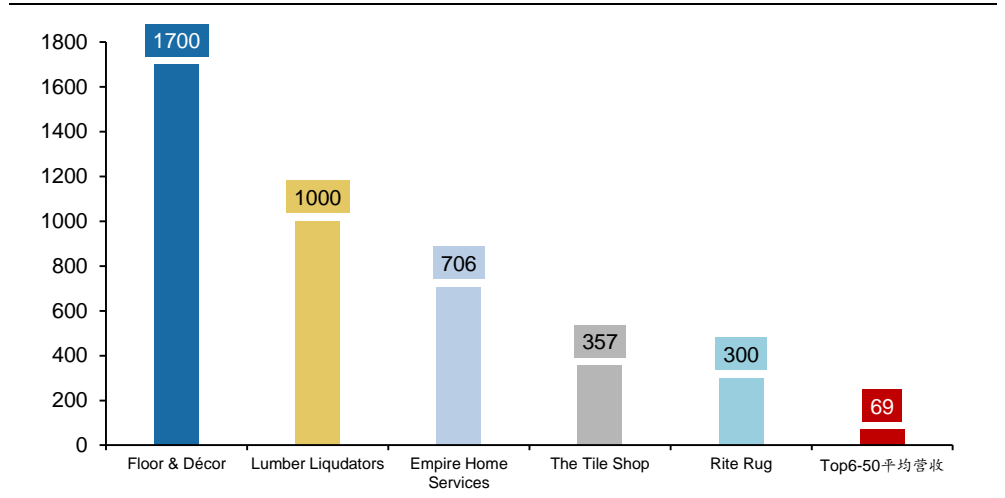
从营收情况来看，Top5经销商/零售商的规模远远超过其后Top6-50的平均水平，后者平均营收水平不超过7000万美元。

表 5: 2018年Top30地板经销商营收(百万美元)及门店数(红色背景为上市公司)

排名	公司名称	18年营收	门店数	排名	公司名称	18年营收	门店数
1	Floor & Décor	1700	120	16	R.C. Willey	76	12
2	Lumber Liquidators	1000	414	17	House of Floors	75	5
3	Empire Home Services	706	-	18	50 Floor	75	10
4	The Tile Shop	357	145	19	Flooring Liquidators	73	17
5	Rite Rug	300	34	20	Carpet & Tile Mart	72	12
6	Great Floors	189	25	21	Carpets N More	71	3
7	Real Floors	179	14	22	Dalton Carpet One	70	5
8	Nebraska FM	150	4	23	Noon's K	68	3
9	Atlanta Flooring	125	9	24	KW Flooring	68	20
10	Avalon Flooring	114	15	25	McSwain Carpet	67	10
11	ABC Carpet	111	3	26	PS Wholesale Floors	63	11
12	Contract FM	109	14	27	Mill Creek Carpet	60	12
13	Carpet Exchange	105	19	28	S&G Discount	55	9
14	America's Floor Source	95	6	29	TF Andrew Carpet	55	6
15	Bode Floors	82	5	30	Touch of Color	55	6

数据来源: Floor Focus, 公司年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 45: 2018年Top5经销商营收与Top6-50平均营收对比 (百万美元)

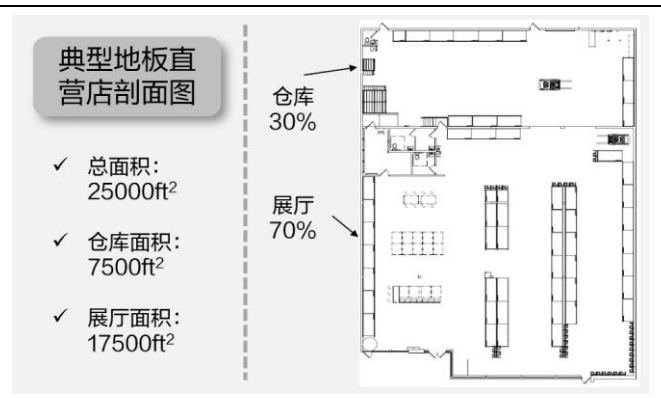


数据来源: Floor Focus, 公司官网, 广发证券发展研究中心

室内铺地材料(地板)厂商和经销商关系(厂商偏弱, 经销商偏强)主要有两个原因:

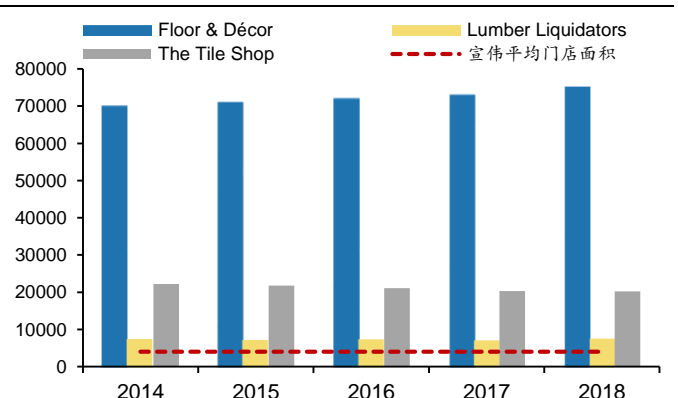
首先, 室内铺地材料(地板)零售门店投入大、运营成本高, 我们可以把地板门店和涂料门店做比较; 从门店面积来看, 典型宣伟涂料直营店面积为4000-6000平方英尺, 而地板直营店由于展厅需求, 往往面积达上万平方英尺, 加之门店还需要配备一定的仓库空间存放存货, 地板的存储空间要比涂料大, 无形之中又增加了面积需求; 从地板经销商直营店面积与宣伟平均门店对比能看出, 地板门店面积少则是涂料门店面积的2倍, 多则达10倍以上。同时从产品SKU来看, 地板门店的SKU较多, 占用资金多、管理难度大。由此造成地板单店初始投入和运营成本远高于涂料; 对于厂商而言需要专门的独立经销商来分担这一风险(这也是室内铺地材料没法像建筑涂料龙头宣伟那样直接开直营店的主要原因)。

图 46: 典型地板直营店剖面图



数据来源: Lumber Liquidators 投资者路演材料, 广发证券发展研究中心

图 47: 地板及涂料直营店面积 (ft<sup>2</sup>) 对比



数据来源: 公司年报, F&D 投资者路演材料, 广发证券发展研究中心

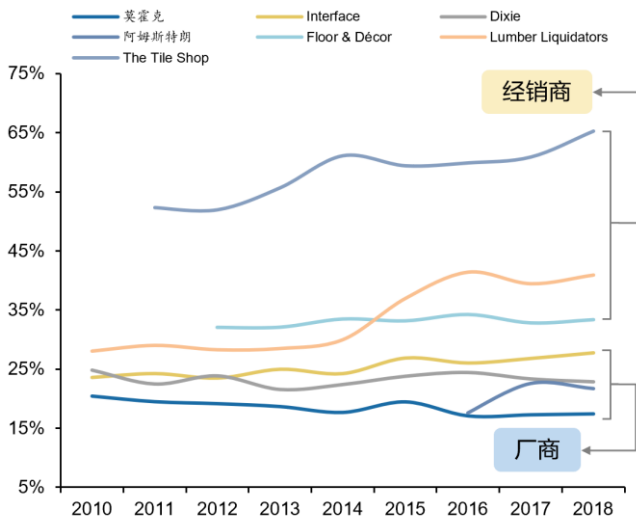
图 48: 2018年地板经销商基本信息: 门店数量多, 门店面积大, SKU多

项目/公司	FLOOR DECOR & TILE • WOOD • STONE	LUMBER LIQUIDATORS FLOORING COMPANY Beautiful Floors. For Less.	The Tile Shop	Walmart LOWE'S
平均门店面积 (ft <sup>2</sup> )	~75000	6500~7500	~20200	100000~200000
美国门店数量	100	400	140	~4400
单店平均 SKUs	展厅	~1650	~400	~2000
	存货	~1450	40~50	20~25
瓷砖	✓	✓	✓	✓
木质地板	✓	✓	✗	✓
石质地板	✓	✗	✓	✓
层压板/乙烯基板	✓	✓	✗	✓
辅助材料	✓	✓	✓	✓
线上销售	✓	✓	✓	✓

数据来源: 公司年报, 公司官网, F&D 投资者路演材料, Lumber Liquidators 投资者路演材料, 广发证券发展研究中心

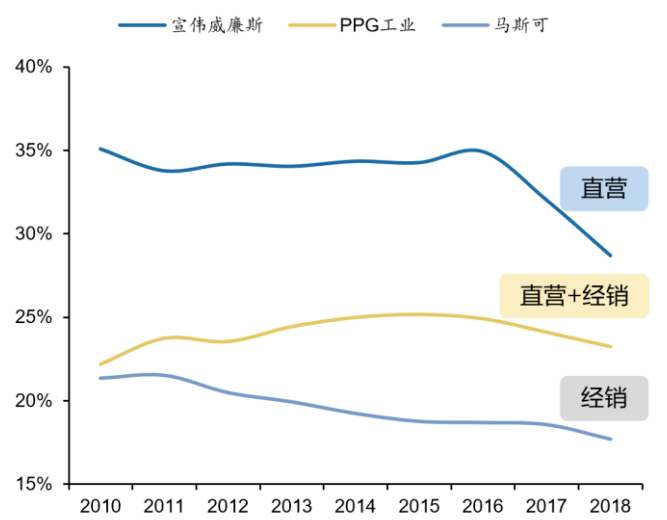
其次, 室内铺地材料(地板)品牌属性较弱(前面已经分析), 厂商的毛利率不高, 厂商难以承担较高的营销费用, 营销费用主要由经销商来承担, 这个和建筑涂料差异较大。

图 49: 主要地板厂商及经销商销售及一般管理费用率 (SG&A): 经销商费用率远高于厂商



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 50: 主要涂料公司销售及一般管理费用率 (SG&A) 比较: 宣伟(直营模式)费用率最高



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

#### (四) 产品、管理、和渠道是厂商的核心竞争要素

以上这些行业特点决定了地板厂商的核心竞争要素与主要发展策略。

首先，室内铺地材料（地板）产品的多样性与丰富度，以及流行品类变化十分迅速，在这样的市场环境中，厂商必定要全面覆盖核心品类，比如现金牛型产品和快速增长的新兴产品，从而打造自身牢固的产品矩阵。具体而言，除了自身的内生扩张，企业通过同业间并购或联营形式来抓住产品品类风口也是有效且必要的手段。

其次，由于厂商品牌效应弱，同时经销商话语权大，致使厂商几乎无法对销售渠道进行整合，需要将重心更多地聚焦在生产端：快速响应市场对新产品需求、优化供应链系统、提高生产效率、降本减费、完善内部管理等以便更好服务经销商和匹配终端需求成为企业的主要竞争要素。具体而言，企业应该尽可能提高组织内部的运营效率以寻求不同产线不同品类之间的协同可能，不断优化整体供应链系统以提升规模效应，同时能对终端消费需求的变化快速响应，推出相匹配的产品策略；从而保持厂商的产品性价比优势，培养经销商的粘性。

再次，下游渠道分散而多元，厂商在经销商的选择上更应注重渠道网络的布局广度、品牌合作的渗透深度以及终端客源的优质程度。

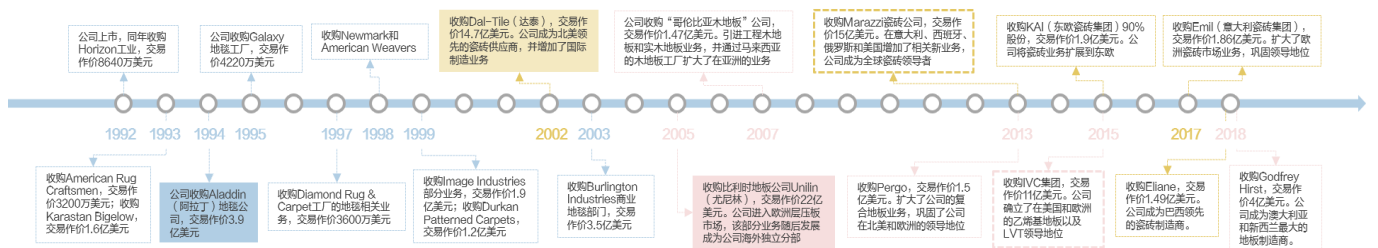
### 三、三重维度构筑宽深护城河，莫霍克龙头地位稳固

莫霍克正是从产品、管理以及渠道三方面建立了核心竞争力，其成长路径清晰。

#### (一) 成长路径：外延并购+内生成长逐步丰富产品矩阵、扩张产能规模

复盘莫霍克发展历程，会发现并购是其扩张规模、丰富自身产品矩阵的主要手段。自从1992年上市以来，莫霍克主要并购事宜超过18项，其中大致可分为三个阶段：基础地毯业务整合期、瓷砖+地毯双轮驱动期及全品类+多地域扩张期，三个阶段分别对应三项最具代表性的收购事项。

图 51：莫霍克主要收购事宜

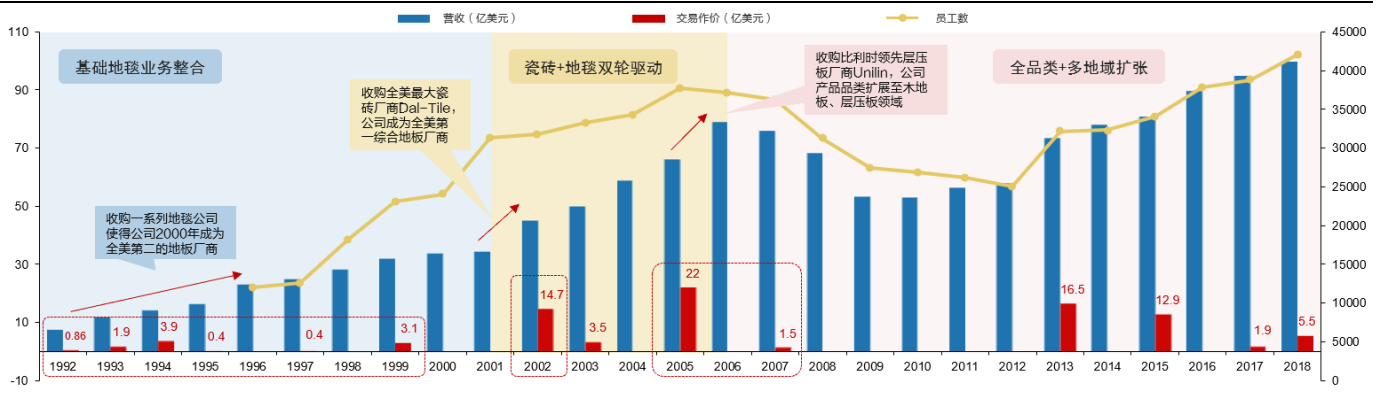


数据来源：公司年报，公司公告，广发证券发展研究中心

首先是1994年收购阿拉丁地毯公司。莫霍克工业创立于1988年，公司以地毯业务起家，1994年收购美国Aladdin（阿拉丁）地毯公司后，为莫霍克的地毯业务奠定了基础；其次是2002年收购美国第一瓷砖厂商Dal-Tile（达泰），使莫霍克一跃成为行业龙头，综合市占率排名第一；再次是2005年收购比利时地板公司Unilin（尤尼林），从此莫霍克进入欧洲层压板市场，开始了全品类与全球化扩张。这三项收购业务也逐渐发展成莫霍克目前三部分主营业务。

莫霍克早期收购的阿拉丁地毯公司原班管理团队接管了新公司的所有业务，新任CEO杰弗里·洛博鲍姆实行激进的收购战略，一步一步带领莫霍克成长为全球性的室内铺地材料龙头。

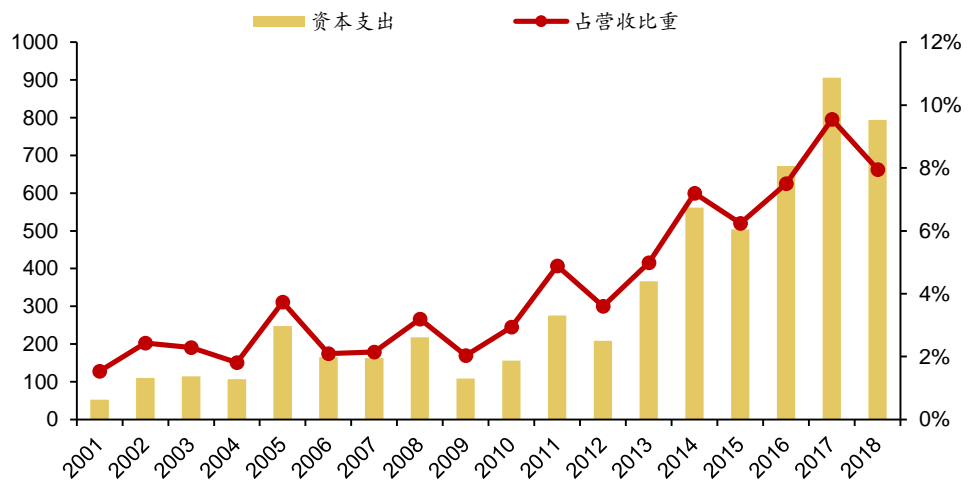
图 52: 莫霍克规模变化: 营业收入 (左, 亿美元)、并购交易作价 (左, 亿美元) 和员工数量 (右, 人)



数据来源: 公司年报, 公司公告, 广发证券发展研究中心

内生扩张是莫霍克另一条成长路径。2001年以来，莫霍克不断提高资本支出，主要用于各品类产品生产线扩产、优化生产流程、提高运营效率、增加新品类产品以及优化改进已有产品。公司厂房总面积同步增加，总体来看，产能呈逐步上升趋势。

图 53: 莫霍克资本支出 (左, 百万美元) 及占营收比重 (右, %)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**表 6: 近年来莫霍克资本支出 (单位: 百万美元) 及主要战略目标**

年份	资本支出	主要战略目标与经营计划
2013	367	加强地毯生产垂直整合程度, 布局多种纤维同步批量处理生产线; 增加瓷砖、台面类自有产品占比, 提升提优自有产品质量及竞争力
2014	562	升级地毯制作工艺, 增加涤纶地毯产量; 将瓷砖生产与相关原材料处理工序进行垂直整合, 缩短生产流程。
2015	500	在美国田纳西州新开设高级瓷砖、瓷板台面工厂, 增加瓷砖类地板产量; 在欧洲新开设 LVT 地板工厂, 增加相关新品类; 进行产品升级, 提高产品维护性能
2016	504	增加新产品、优化加工过程。扩大美国和欧洲地区 LVT 地板产量; 增加美国工程木地板产量; 增加美国和欧洲优质层压板产量。
2017	672	增加新产品。扩大美国和欧洲地区 LVT 地板产量; 在比利时增加商业地毯砖生产线; 在俄罗斯增加乙烯基复合地板生产线。
2018	906	增加新产品、扩大产能、提高生产效率。扩大美国和欧洲地区 LVT 地板产量; 扩大美国、墨西哥、意大利等区域的瓷砖产量; 扩大美国地区住宅地毯及商业地毯产量。
2019	580	增加新产品、扩产并提升生产效率。扩大美国和欧洲地区 LVT 地板产量, 重点完善石塑复合地板 (Rigid LVT) 生产线; 扩大美国、巴西的瓷砖产量; 扩大美国地区地毯产量, 重点提升商用地毯砖产品生产线。

数据来源: 公司年报, 公司官网, 莫霍克业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

## (二) 产品布局: 战略卡位核心品类, 打造强势产品矩阵

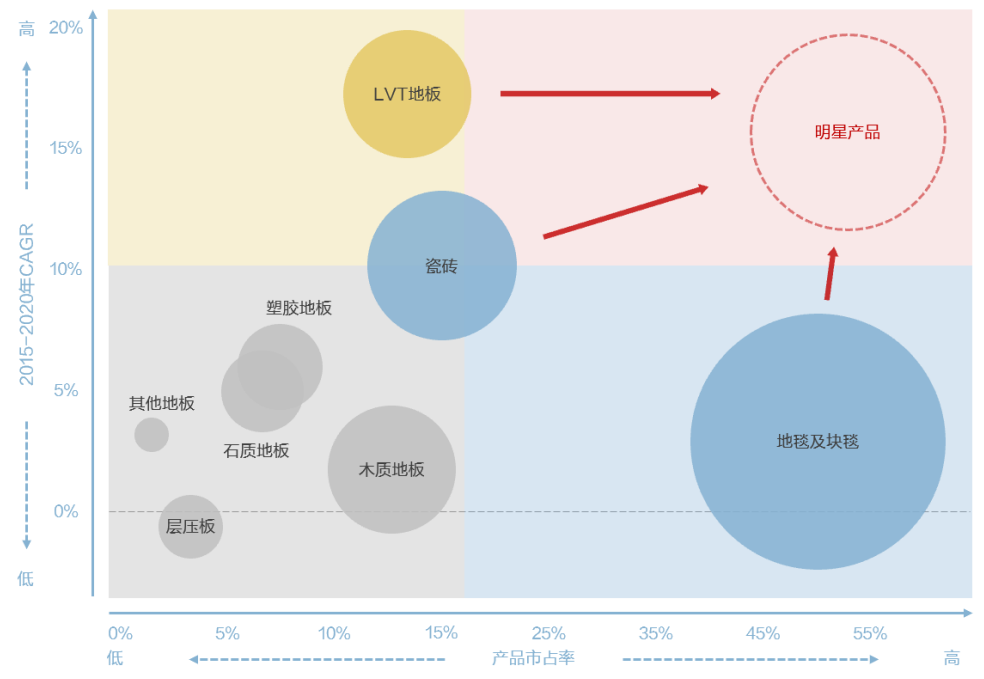
莫霍克核心竞争力之一体现在其强势的产品矩阵中。

前文已经讨论过, 厂商提高竞争力的关键之一是掌握市场中的流行核心品类。

一般来说, 市占率高且增速快的产品市场中属于“明星产品”。然而美国室内铺地材料(地板)市场中并不存在这样的单类“明星产品”, 因此厂商必须寻找多个靠近“明星产品”的品类, 比如市占率最高(~50%)但增速不高(<5%)的地毯品类、市占率适中(~15%)且增速较高(~10%)的瓷砖品类以及市占率虽稍低(~13%)但增速最高(>15%)的LVT地板品类。(以上增速指代2015-2020年CAGR)

莫霍克的产品矩阵正是这样打造的, 公司产品涉及瓷砖、地毯、木质地板、层压板、塑胶地板、LVT地板等多中品类, 且主要品类为地毯、瓷砖以及弹性地板(LVT地板属于弹性地板), 莫霍克产品矩阵与市场核心品类相符。

图 54: 行业产品矩阵特性



数据来源: Catalina Research, 广发证券发展研究中心

图 55: 各公司主要品类对比

主品类	莫霍克 MOHAWK	萧氏工业 Shaw What Good Floors Begin!	Tarkett	阿姆斯特朗 Armstrong	Interface	品类平均 毛利率
瓷砖	✓					30%~35%
地毯	✓	✓	✓		✓	20%~35%
木质地板	✓	✓		✓		~10%
层压板	✓					~30%
塑胶地板	✓	✓	✓	✓	✓	~25%
LVT	✓	✓				~40%
运动地板			✓			-
品类数	⑥	④	③	②	②	-

数据来源: 公司年报, Interface 业绩推介材料, Catalina Research, 广发证券发展研究中心

莫霍克拳头品类均实行多品牌战略, 各品类产品颜色及花色等设计款式众多。公司地毯品类花色数超过15000种, 瓷砖品类超过6400种, 新型LVT地板品类花色书也接近1000种, 远超同行水平。三种产品相互之间有所区别, 但主要竞争要素类似。

地毯属于美国传统地板之一, 竞争较为激烈。各厂家品类及花色数量均达到数千种; 地毯主要性能为防尘、抗污及降噪, 大部分产品均能达到要求, 该市场竞争

要素主要为多样化及高质量服务。莫霍克瓷砖在美国市场一家独大，其产品防滑性高，破裂强度高，同时具有高抗刮强度及耐磨等级，竞争力较大。LVT地板也称木塑地板和石塑地板，是在塑胶复合地板基础上改进而得，其主要原理为多层材料中加入一层木质核心板或石质核心板，产品防水性高，厂商竞争力主要取决于耐磨性、花色样式和高品质服务。

从产品质量来看，莫霍克优势明显。公司地毯产品在防水防尘、抗污及降噪方面性能优越，产品不仅经过ISO、ASTM等多家权威机构质检认证，同时提供覆盖全面的保修服务，体现莫霍克对自身产品的信心十足。其瓷砖产品同样如此，公司在美国瓷砖市场一家独大，产品破裂强度、抗刮强度及耐磨性均属顶级水平，同时产品品类丰富，包含釉面砖及非釉面砖、瓷砖及陶砖等等，体现在吸水性方面略有差异。公司LVT产品质量同样具有较大竞争力，从地板表面耐磨层厚度来看，莫霍克低、中、高三档产品厚度分别为0.55mm、0.75mm及1.00mm，耐磨性能比行业平局水平高出整整一个档次。莫霍克产品质量经过市场检验，常年占据经销商/建筑商市场Top3。

表 7: 各公司产品对比 (瓷砖品类莫霍克一家独大)

莫霍克瓷砖	湿性DCOF	吸水性	破裂强度(lbs)	抗刮硬度	耐磨等级 (瓷砖一般为3级)
24%	>0.42	<0.5%	>275	8	4+
18%	>0.42	<0.5%(3.0%)	>275	6~7	4+
13%	>0.42	<3.0%	>400	8	3+
10%	>0.42	<7.0%	>250	8	3~4
8%	>0.42	<20.0%	120~230	4~6	-
17%	>0.42	<0.5%	>350	8	-
10%	>0.42	0.3~0.1%	>1000	8	3~60+
地毯	品类数	颜色/花色数	主要性能指标	质检机构	保修服务
 MOHAWK	1277	15200	防水防尘、抗污、降噪	ISO、ASTM、CRI、AATCC	25年、终身保修
 Shaw	315	7060	防水防尘、抗污	ISO、ASTM、AATCC	25年、条件性终身保修
 MANNINGTON	196	3177	防尘、抗污	ASTM、AATCC	15年
 Interface	250	2114	防尘、抗污、降噪	ISO、ASTM、AATCC	15年
 HOME	102	2199	防尘、抗污	ASTM、AATCC	2年、10年、条件性终身保修
LVT地板	品类数	颜色/花色数	耐磨层厚度 (mm)	VOC含量	保修服务
 MOHAWK	101	541	0.55、0.75、1.0	低VOC/无VOC	10年、20年、25年、终身保修
 Shaw	74	749	0.3、0.5、0.7	低VOC/无VOC	1年、5年、10年、30年
 MANNINGTON	61	321	0.5、1.0	低VOC/无VOC	10年、15年、20年、25年
 Interface	22	121	0.55、0.7	低VOC/无VOC	15年
 Armstrong	19	435	0.5	低VOC/无VOC	10年、15年

数据来源：公司官网，各公司产品说明书，广发证券发展研究中心

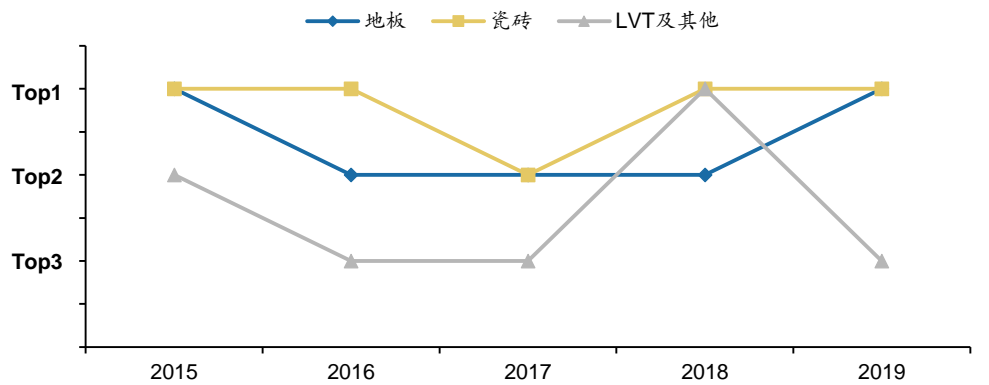
注：此处莫霍克 LVT 品牌仅包含美国地区产品

图 56: 莫霍克主要产品汇总

品类	细分品牌	子系列数量	颜色/花色数	拼接样式	外观多样性	尺寸选择	清洁方法	保修服务	
地毯	MOHAWK	389	7800	-	4星	宽幅定制	吸尘清洁; 定期专业清洁; 吹风机、熨斗简单清洁	10年、15年、25年、终身保修	
	Kamstan	128	2500	-	4星	宽幅定制	吸尘清洁; 油性去污剂; 温水水洗去污; 食用醋去污	10年、25年、终身保修	
	Enfley First	78	600	-	3星	宽幅定制	避免长时间阳光直射; 吸尘清洁; 漂白剂、清洁剂清洁; 定期蒸汽清洁	5年、10年、终身保修	
	MOHAWK TRUCK	4	2300	-	3星	12种	机洗; 中性清洗剂清洁; 定期吸尘; 手动回转清洁	1年	
	Mohawk Group	564	1200	-	4星	宽幅定制、多种常规尺寸	机洗; 定期专业清洁; 吸尘清洁	10年、20年	
	ID DURKAN	114	800	-	4星	宽幅定制、多种常规尺寸	机洗; 定期专业清洁; 吸尘清洁	10年、20年	
瓷砖	daltile	207	3400	600	4星	10~20种	吸尘清洁; 普通擦拭; 温水及食用醋清洁; 中性清洁剂、擦洗粉清洁	1年	
	MARAZZI	172	1100	290	3星	~30种	吸尘清洁; 普通擦拭; 温水及食用醋清洁; 中性清洁剂清洁	1年	
	AMERICAN OLEAN	83	796	68	3星	10~15种	普通擦拭; 温水及食用醋清洁; 中性清洁剂清洁; 擦洗粉清洁	1年	
	RAGNO	110	1121	166	3星	42种	普通擦拭; 温水及食用醋清洁; 吸尘清洁; 擦洗粉清洁	1年	
LVT地板	PERGO	15	225	20	3星	10~15种	温水擦拭; 中性清洁剂清洁; 修复蜡保养	20年、25年、终身保修	
	QUICK-STEP	37	84	15	4星	10~15种	普通干抹布擦拭; 湿拖把擦拭; 中性清洁剂清洁	5年、10年、终身保修	
	live	105	447	5~10	3星	10~15种	软毛扫帚清洁; 软毛刷、扫帚式吸尘器清洁; 温水拖把擦拭	15年、终身保修	
	moduleo	6	160	5~10	3星	~10种	软毛扫帚清洁; 软毛刷、扫帚式吸尘器清洁; 温水拖把擦拭	10年、终身保修	
总计	地毯	6	1277	15200	-	3~4星	12+	一般用吸尘器、中性清洁剂或漂白粉清洁, 定期进行蒸汽清洁保养	商务10~25年, 零售终身保修
	瓷砖	4	572	6417	1124	3~4星	45+	清洁方法简单, 多为温水拖把擦拭, 也可使用中性清洁剂或擦洗粉去污	均为1年保修
	LVT	4	163	916	45+	3~4星	15+	不宜用普通吸尘器清洁, 多用软毛扫帚清扫, 或定期进行修复蜡保养	商用10~25年, 零售终身保修

数据来源: 莫霍克产品说明书, 公司官网, ASTM International, 广发证券发展研究中心

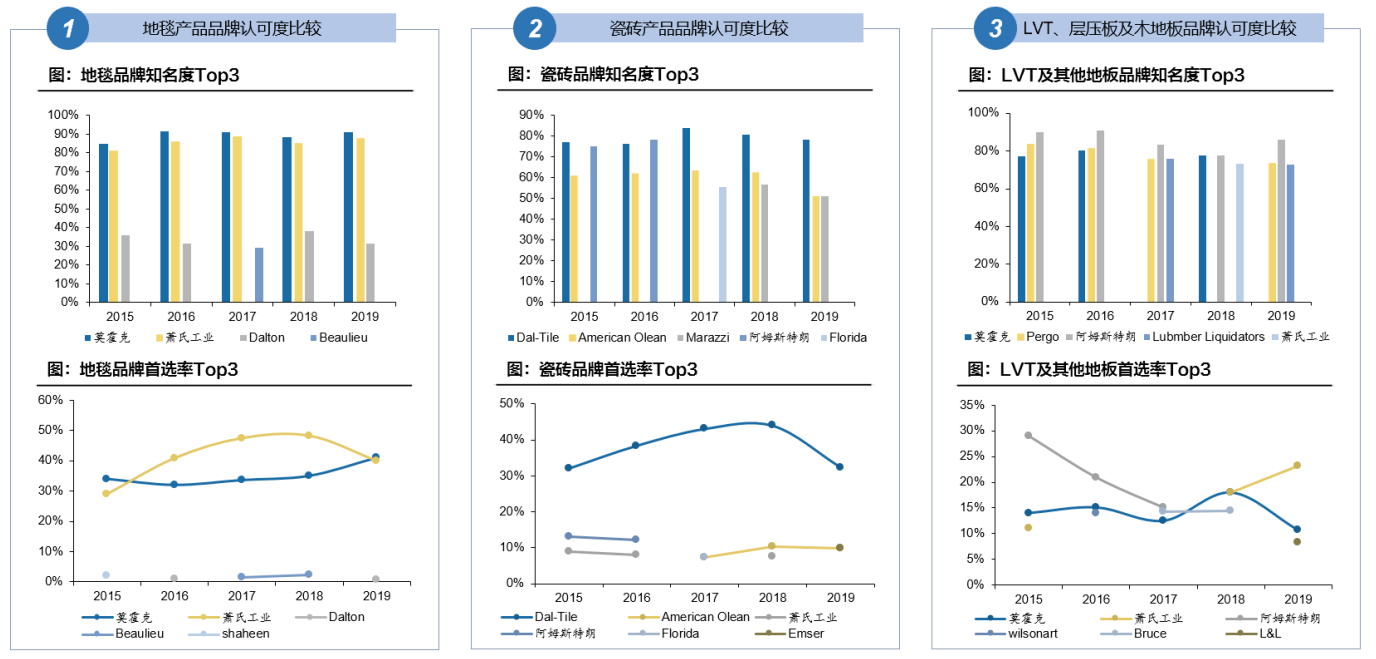
图 57: 美国经销商/建筑商市场调查: 莫霍克产品质量排名超越同行



数据来源: 《Builder Brand Use Study》, 广发证券发展研究中心

根据《Builder Brand Use Study》的市场调查, 公司地毯、瓷砖及LVT等地板品类分别在各自细分市场均有极高的品牌认可度与品牌首选率, 并常年保持优势。

图 58: 莫霍克产品品牌认可度及首选率



数据来源: 《Builder Brand Use Study》, BuilderOnline, 广发证券发展研究中心

注: Dal-Tile、American Olean、Marazzi均为莫霍克旗下瓷砖品牌; Pergo为莫霍克旗下LVT、层压板及木地板品牌

### (三) 运营管理: 垂直整合与去中心化管理模式支撑公司持续扩张

莫霍克持续并购扩张的背后, 是公司强大运营管理能力在做支撑, 这也是公司最重要的核心竞争力之一。莫霍克的运营管理能力体现在两个方面:

#### 1. 垂直整合

不同产品线并购的难点不在于并购事项本身, 而在于并购之后企业能否成功整合经营。由于不同室内铺地材料(地板)产品线之间原材料、工艺流程均有较大差异, 因此并购之后企业生产过程中的协同效应有限。

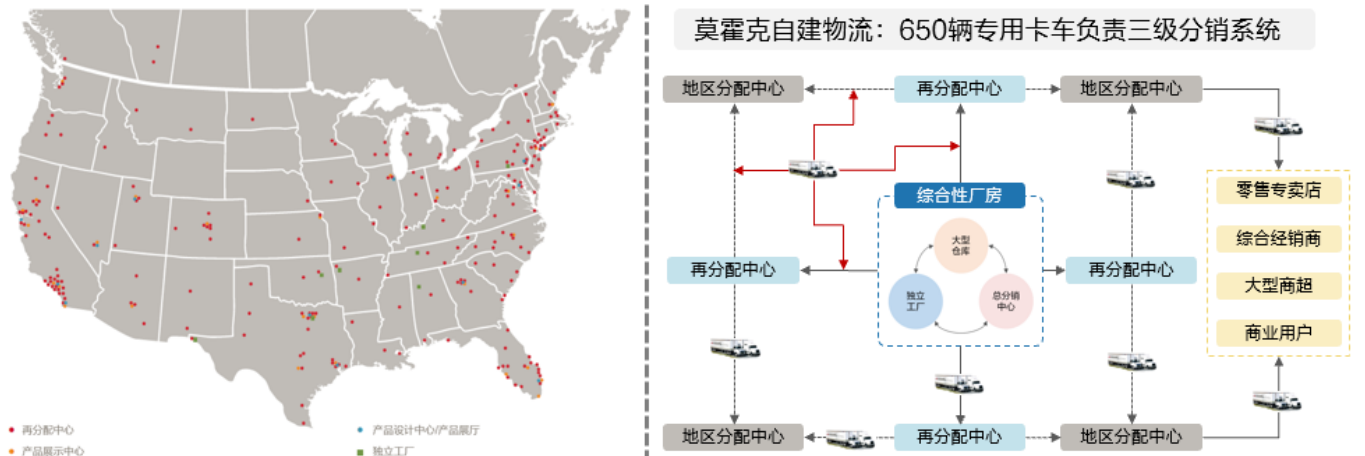
图 59: 莫霍克垂直整合示意图



数据来源: 公司年报, 公司公告, Tarkett 业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

莫霍克从两个不同方面提升了整合效率：第一是横向整合。莫霍克将多家功能相同的厂房之间进行整合，通过优化空间布局与厂房内部结构来减少多余能耗，提高空间利用率；第二是纵向整合。莫霍克将多家功能不同的厂房进行整合，例如将工厂、仓库、分销中心进行整合，如此一来组建成新型综合性厂房。公司通过重新选址建厂并自建物流车队，将供应链打造为三级分销系统，从整体上提升了公司的供应链水平。

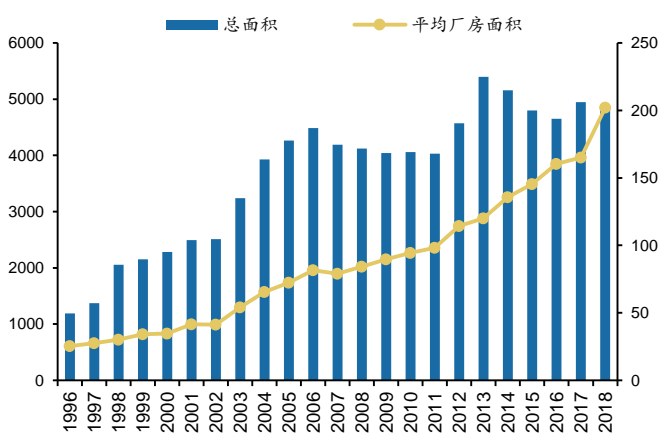
图 60: 莫霍克再分配中心分布图：自建物流车队打造高效物流系统



数据来源：公司年报，公司股东大会文稿，广发证券发展研究中心

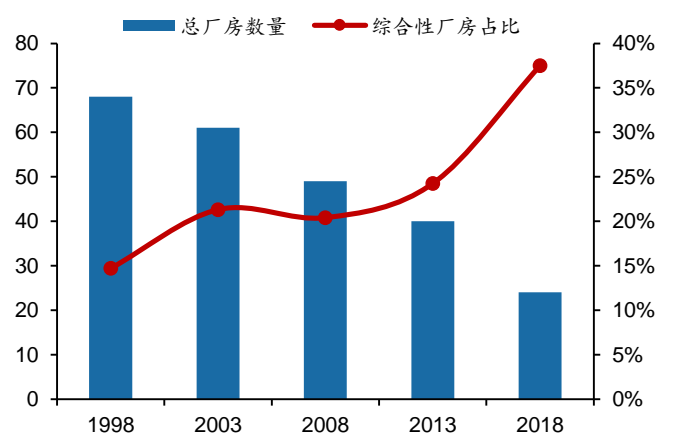
莫霍克自建物流系统配备650辆专用卡车，公司不断优化厂房及供应链系统。截至2018年，莫霍克美国境内大型厂房优化为24个，综合性厂房整合为9个，同时公司在全美布局超过350个再分配中心和地区分配中心，打通全美供应链一体化。

图 61: 莫霍克厂房总面积（左，万平方英尺）及平均面积（右，万平方英尺）



数据来源：公司年报，公司公告，广发证券发展研究中心

图 62: 莫霍克综合性厂房占比不断提升，整合度不断提高

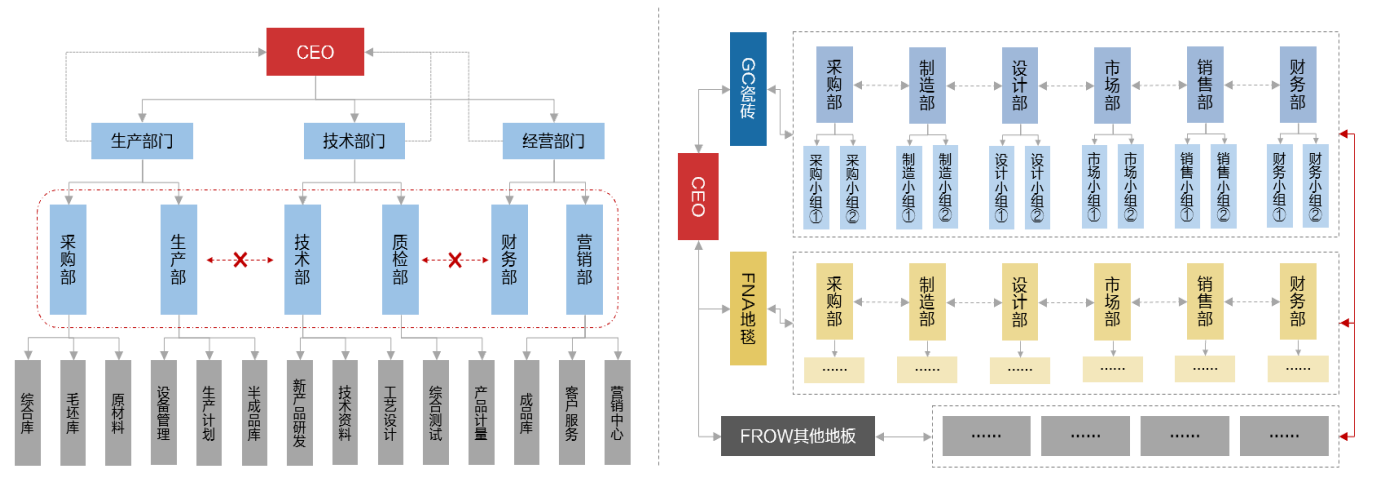


数据来源：公司年报，公司公告，广发证券发展研究中心

## 2. 去中心化管理模式

莫霍克的高效运营管理能力另一方面体现在其去中心化的组织管理模式中。相比于普通地板公司层级分明的集中式组织结构，莫霍克积极使其组织结构去中心化，并下放决策权力激发基层员工活力。莫霍克各部分考核机制独立进行，且考核指标与公司整体利益最大化及成本最小化挂钩，公司鼓励各部门间增强交流，降低沟通成本。

图 63: 普通地板公司（左）与莫霍克（右）组织管理结构对比：去中心化管理模式提高部门间交流效率



数据来源：各公司年报，《世界经济探索》，莫霍克股东大会材料，Floor Covering Weekly，《阿米巴经营实践指南》（田和喜），广发证券发展研究中心

普通室内铺地材料（地板）公司组织结构与大多数企业类似，一般下设多个平行部门并层层递进，主要分为生产部门、技术部门及经营部门。在这种组织结构下，不同部门之间沟通成本高，部门间协作少，交流困难，各自业务无法相互协同使公司整体利益最大化。

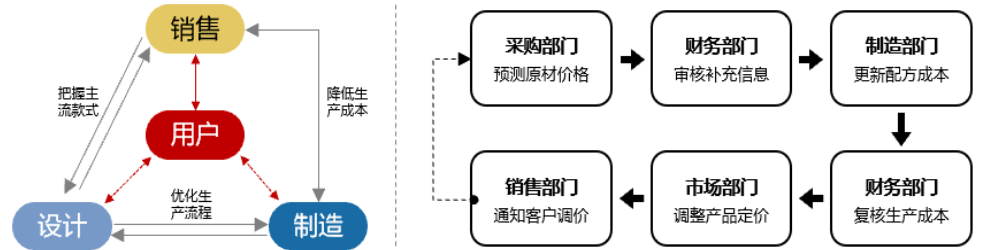
相比之下，莫霍克组织结构围绕三部分主营业务下设三个相似分部，三位分部总经理均对 CEO 负责。同时不同分部内部结构相似，均平行设有采购、制造、设计、市场、销售及财务部，各子部门之间相互交流更加充分。公司为激发基层员工活力，将基层业务以小组形式分配，每个小组考核均和公司整体利益挂钩，有效提升了各小组间为了获得业绩提升而主动进行互动沟通的概率。

如此一来莫霍克取得了两方面最直接的效率提升：

- 公司不同部门间协作增强，体现在后端部门能感知客户需求变化，前端部门能熟悉产品设计与制造。一方面公司整体对市场敏锐度及主动性得以提高；另一方面不同品类之间也可取长补短，比如流行瓷砖或实木地板的纹理样式能快速反应在 LVT 新型地板的设计中。多方面的协同使得公司整体协作效率得到有效提升。
- 公司内部形成成本反馈闭环。成本优化的环节将有多个部门共同参与，例如采购部门预测原材料价格，财务部门审核信息，随后通过制造部门、市场部门及财务部门三方协作将实现调整产品定价、调整生产配方以及复核财务成本同步

更新，最后成本传导至销售部门通知客户调价，最终回到采购部门再次对原材料价格保持快速反应能力。此种内部成本优化机制通过各部门协调配合，有效降低了整个运营生产流程中的总成本，是公司降本减费的重要措施。

图 64: 莫霍克不同部门间协作（左）与内部成本优化机制（右）

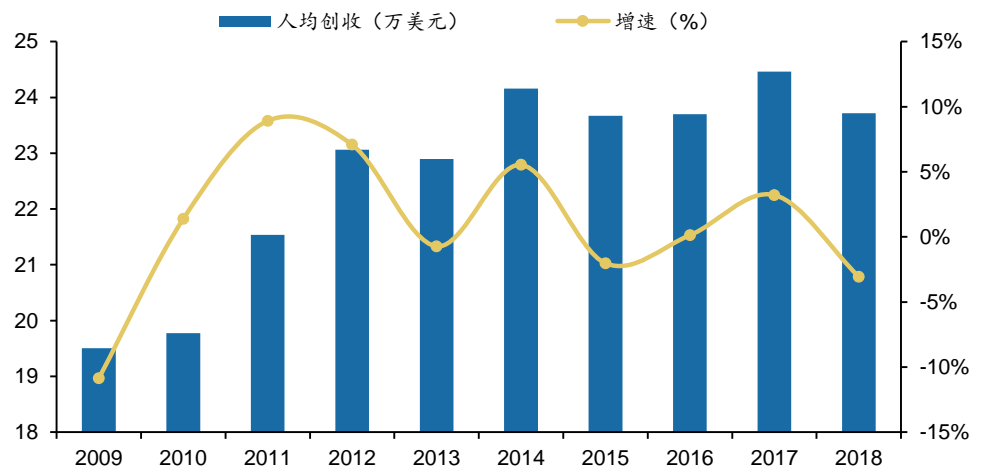


数据来源：公司年报，莫霍克股东大会材料，广发证券发展研究中心

室内铺地材料（地板）产品不同品类业务的整合受到原材料采购、产品制造、分销、运输和设计的规模经济推动，不同品类并购交易在某种程度上能产生一定的协同作用。

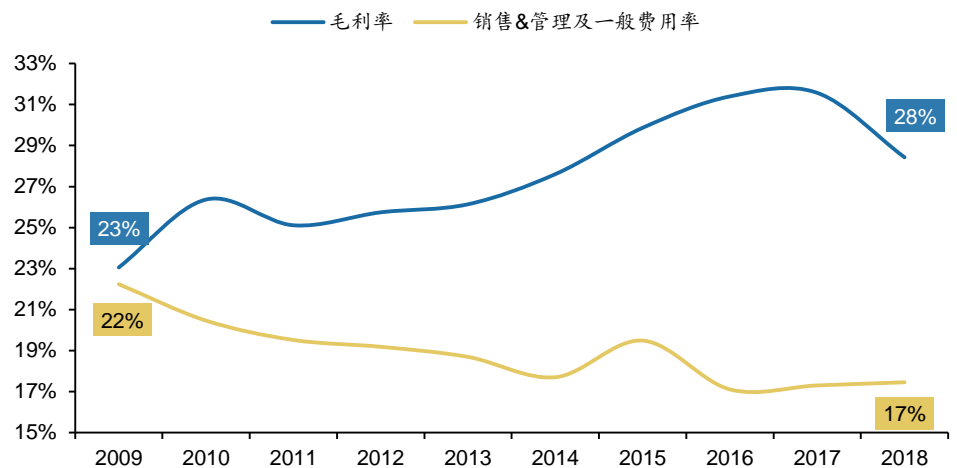
从财务角度验证，莫霍克的并购协同作用来自通过垂直整合及组织管理提升的运营效率，具体体现在节省成本和增加收入两方面。在成本端，规模增长带来更高效的采购、与供应商的谈判能力的提升、关键原材料的生产能力，节省制造和生产成本、SG&A以及运输成本。在收入端，通过整合物流体系、销售渠道和市场，完善供应链体系，增强产品定价权等可获得增量收入。比如莫霍克近几年来人均创收不断增加，毛利率近九年CAGR为2.2%，SG&A费用率近10年CAGR为-2.8%。

图 65: 莫霍克人均创收不断增加



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 66: 莫霍克毛利率呈上升趋势, SG&A费用率呈下降趋势



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 渠道建设: 数量+质量双重优势助力把握优质客源

完备的渠道建设是莫霍克第三个核心竞争力。下游市场和渠道分散而多元, 厂商应注重渠道网络的布局广度、品牌合作的渗透深度以及终端客源的优质程度。

根据前文的分析, 美国室内铺地材料(地板)行业以经销渠道为主, 厂商主要通过数量众多的独立经销商(零售专卖店和综合零售商)、大型商超(以家得宝和劳氏为代表)、专业承包商(建筑公司、设计公司、家装公司)、以及通过广大销售代表直接对接商业用户来销售其产品。在这种商业模式下, 厂商不同目标市场对应着不同渠道侧重点, 若目标市场偏向商业地板市场, 则厂商一般通过培养大量销售代表来争取市场份额; 若目标市场偏向住宅地板市场, 则厂商往往通过铺设经销商、大型商超等零售网络来提高市场竞争力。

图 67: 各地板厂商渠道策略对比

	莫霍克	萧氏工业	阿姆斯特朗	Interface	The Dixie Group
细分品牌	MOHAWK, Karastan, ID DURKAN, daltile, MARAZZI, AMERICAN OLEAN, PERGO, QUICK-STEP	Shaw FLOORS, ANDERSON TUFTEX, shawgrass, ShawContract, patcraft, PHILADELPHIA Commercial	Armstrong FLOORING Commercial, Armstrong FLOORING	Interface, nora, FLOR by Interface	FABRICA, HOME, Masland CARPETS/RUGS, Atlas, Masland CONTRACTS
市场份额	23%	22%	4%	3%	2%
目标市场	住宅地板市场: 80% 商业地板市场: 20%	住宅地板市场: <50% 商业地板市场: >50%	住宅地板市场: 35% 商业地板市场: 35%	住宅地板市场: <5% 商业地板市场: >95%	住宅地板市场: 75% 商业地板市场: 25%
销售渠道	主要为独立经销商、大型商超、专业承包商、商业用户等; 单一渠道用户占比<10%	主要为独立经销商、专业承包商、商业用户等; toB业务主要通过销售人员扩展	独立经销商: 75% 大型商超: 15% 承包商及其他: 10%	大型商超渠道占比几乎为0%, 主要通过专业承包商及商业用户开展商业地板业务	独立经销商: 64% 大型商超: 17% 承包商及其他: 19%

数据来源: 公司官网, 公司年报, Catalina Research, 广发证券发展研究中心

美国室内铺地材料（地板）市场中几个主要厂商的渠道布局重点有较大差异。

莫霍克作为龙头厂商，其目标市场80%为住宅市场，20%为商业市场，总体来说与市场整体需求相似，因此莫霍克的渠道策略侧重在经销商的建设上，但同时公司也培养了1600多名销售代表来开拓商业市场销路。

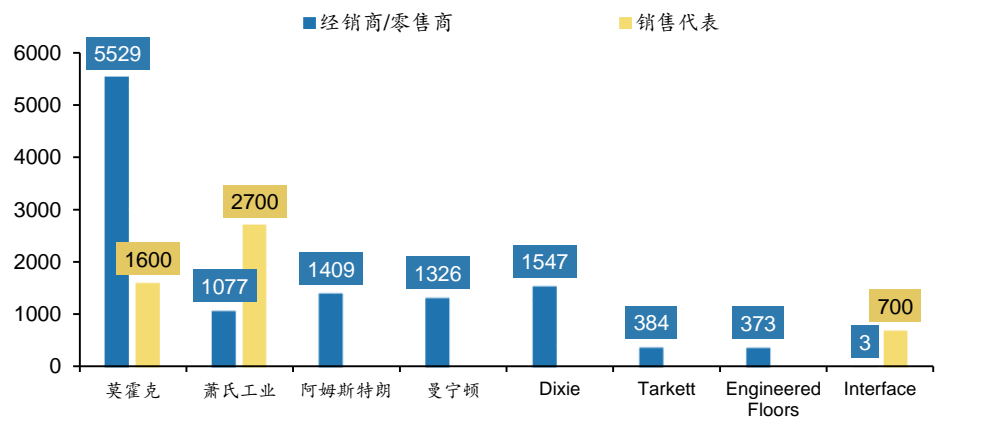
萧氏工业作为美国老牌地毯制造商，在2001年被巴菲特收购后逐渐转型向综合地板商发展，公司的目标市场以商业市场为主，萧氏工业配置的销售代表数量为全美第一，多达2700位左右；同时公司旗下产品品牌数仅次于莫霍克；其面向住宅零售端的合作经销商数量超过1000家，处在行业中等水平。

阿姆斯特朗地板公司前身为阿姆斯特朗世界工业公司中的木地板业务部，该母公司曾主营天花板、木地板（包含少量弹性地板）及其他建筑板材相关业务。2016年阿姆斯特朗木地板业务被剥离并独立上市，新公司即为如今的阿姆斯特朗地板公司。阿姆斯特朗近年逐渐将主营重心偏向包含LVT地板在内的弹性地板，2018年初其又将内部木地板业务剥离出售，从此主营业务只包含弹性地板大类。公司目标市场较为平衡，住宅市场及商业市场各占35%左右，主要渠道策略与萧氏工业相似，但是公司仅布局了经销商网络，并未大规模培养对接商业用户的销售代表。

Interface专注于细分市场，公司体量不大，年营收不超过10亿美元（甚至低于头部经销商），主营品类为高端地毯、块毯、商业定制地毯砖、主要面向教育、办公、医疗等高端商业市场的高价弹性地板、高价塑胶地板等等，业务遍及全球100多个国家。公司目标市场超过95%为商业地板市场，其渠道策略相应地较为激进。Interface以莫霍克营收1/10的体量，超额配置了一共700名左右的销售代表（接近莫霍克销售代表数量的50%），公司在全球范围内员工数量仅4000名左右，销售代表数量占比接近20%。Interface在美国境内几乎没有布局独立经销商渠道。

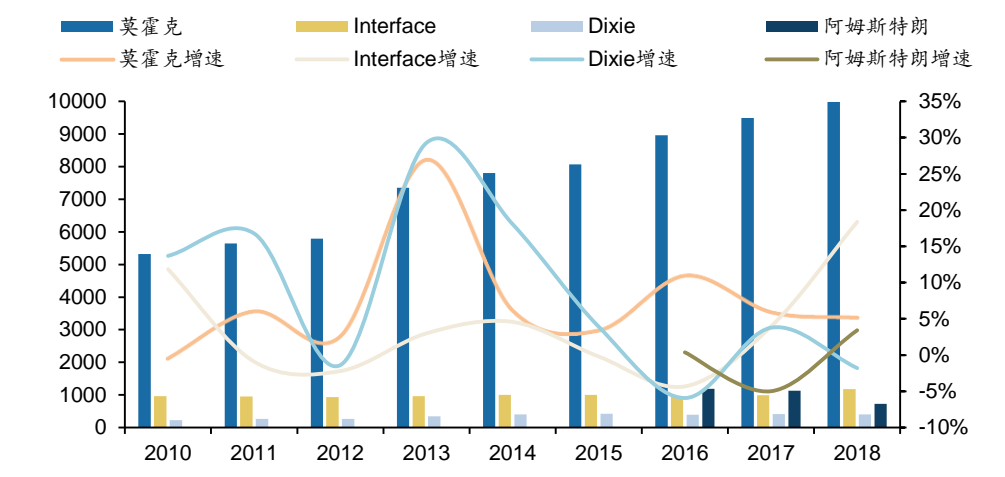
The Dixie Group公司为美国传统地毯公司，由于其既未涉足瓷砖品类，也没能抓住潮流积极引进LVT品类地板，因此该公司近年一直在盈亏平衡线挣扎。公司目标市场与莫霍克最为接近，75%为住宅地板市场，25%为商业地板市场，但其渠道策略与阿姆斯特朗相似，除布局了一部分数量可观的合作经销商之外，在对接商业用户方面并未配置过多销售代表。

图 68：截至2018年各地板厂商全美渠道布局



数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

图 69: 各厂商历年营收 (左, 百万美元) 及增速 (右, %)

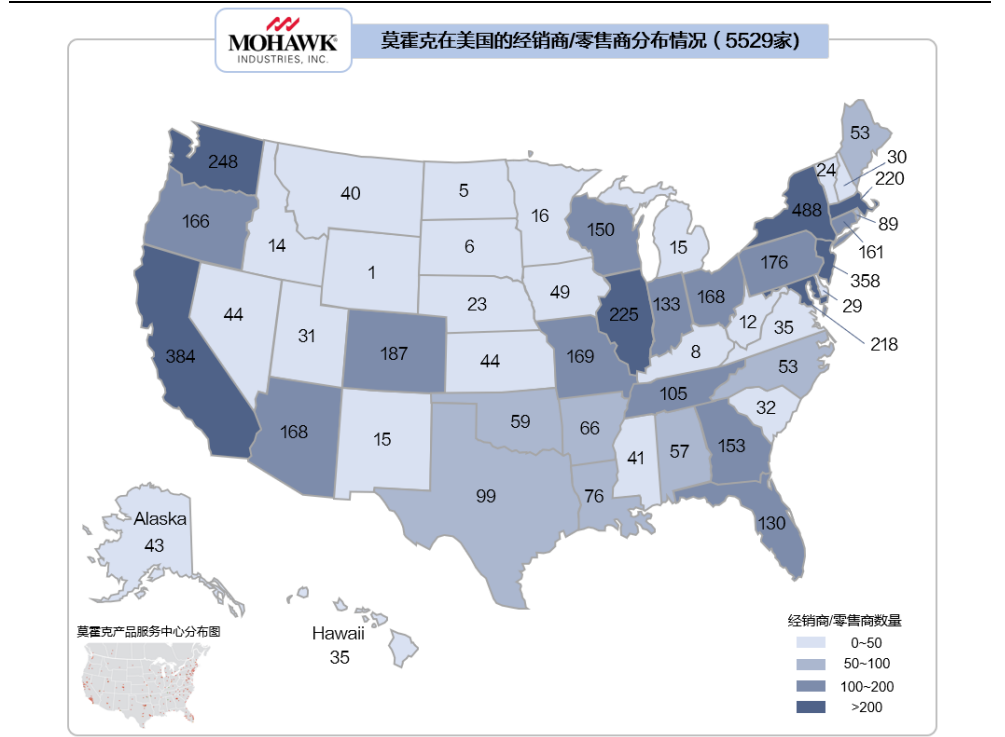


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从莫霍克渠道布局来看, 其在数量和质量两方面均有较大优势。

从数量方面看, 莫霍克在全美布局了5500家以上的合作经销商网络 (不包含大型商超), 根据美国经济情况与地理分布特征有所侧重, 布局超过200家合作经销商的州有7个: 加利福尼亚州 (CA)、伊利诺伊州 (IL)、马里兰州 (MD)、马萨诸塞州 (MA)、新泽西州 (NJ)、纽约州 (NY) 以及华盛顿州 (WA), 均为美国经济贡献重要地区。从总数来看, 莫霍克经销商数量远超第二名Dixie, 后者在全美合作经销商数量约为1500个。从销售代表配置情况来看, 莫霍克位于行业第二, 第一名萧氏工业由于侧重商业地板市场, 其销售代表约有2700名, 数量远超同行。但根据莫霍克商业地板目标市场份额来看, 其销售代表规模依然可观。

图 70: 莫霍克全美经销商布局

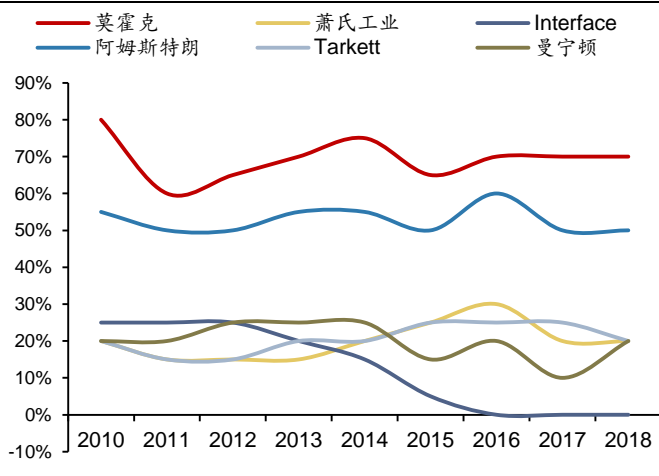


数据来源: 公司官网, 莫霍克业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

从质量方面看，莫霍克的优势同样显著。莫霍克与行业Top20经销商合作紧密，无论是合作签约率还是品牌渗透率都远超对手。

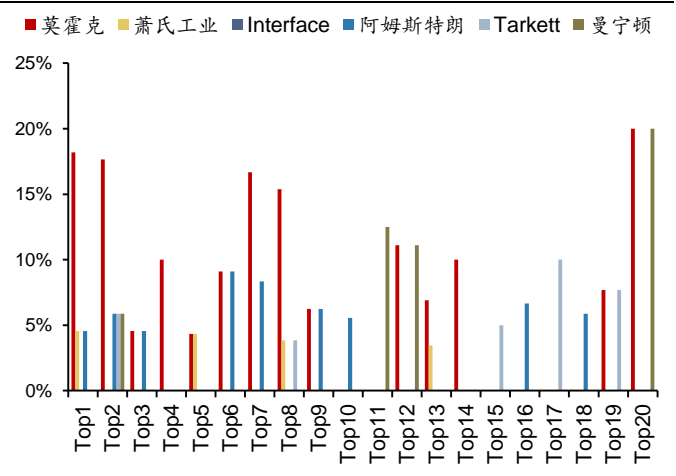
截至2018年，Top20经销商中有14位与莫霍克签约合作，其中Top1~8为其长期合作伙伴。由于地板行业竞争激烈，厂商和经销商均较为分散，因此各大经销商旗下合作品牌众多。从品牌渗透率来看，莫霍克与经销商的合作品牌数占经销商主要品牌数的比重也远高于同行。可见莫霍克的经销渠道十分硬核。数量与质量上的豪华阵容足以保证公司充足的优质客源。

图 71: 各厂商与Top20经销商合作签约率



数据来源：公司官网，Floor Covering News，广发证券发展研究中心

图 72: 各厂商对Top20经销商品牌渗透率



数据来源：公司官网，Floor Covering News，广发证券发展研究中心

表 8: 美国Top20地板经销商2018年营收（百万美元）及主要合作品牌（标红为莫霍克品牌）

排名	公司名称	营收	主要品牌
1	Haines & Co.	475	<b>American Olean</b> , Any Thing Goes, Ardex, Armstrong, Bostik, Callaway, Chesapeake Flooring, <b>IVC</b> , Mapei, <b>Marazzi USA</b> , <b>Quick-Step</b>
2	BPI	240	<b>American Olean</b> , Armstrong, Bruce, Columbia, Crossville, Mannington, <b>Marazzi USA</b> , <b>Quick-Step</b> , Stainmaster, Tarkett
3	Belknap White Group	208	<b>American Olean</b> , Armstrong, Ardex, Atlas Concorde, AHF Products, Ashawa Bay, Flexco, Graf, Laticrete
4	Galleher	205	Bona, Bostik, <b>IVC</b> , Johnsonite, Lauzon, Monarch, Mullican, Reward, Sequoia, Somerset
5	All-Tile	200	Carpenter, Casabella, Congoleum, EarthWerks, Floor Dot, Future Foam, Indusparquet, <b>IVC</b> , ShawMark, USG, XL Brands
6	Tri-West Ltd.	176	Armstrong, Flexco, Gemwoods, Grand Pacific, LM, Metroflor, Mirage, Paradigm, Provenza, <b>Quick-Step</b> , Sika
7	Apollo Dist. Co.	166	Armstrong Commercial, Aqualok, Aspecta, <b>IVC</b> , Bella Cera, Flexco, Inhaus, Metroflor, Milliken, Panaget, Penetron, <b>Quick-Step</b>
8	NRF Distributors	169	<b>American Olean</b> , Amorim, Carpenter, <b>Marazzi USA</b> , <b>Mohawk</b> , Nafco, Next Floor, Phenix, <b>Quick-Step</b> , Raskin, Shaw, Trakett

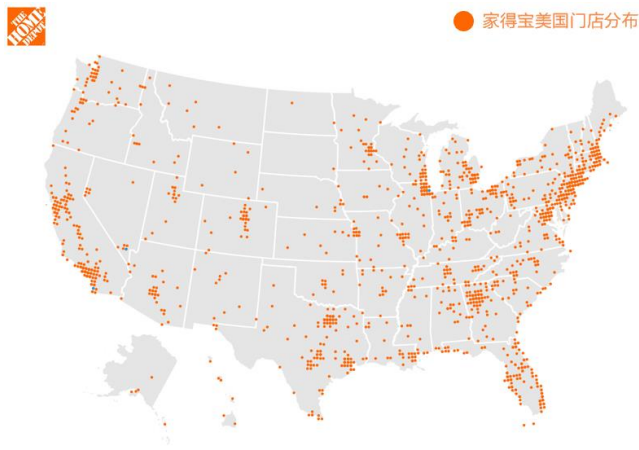
9	B.R.Funsten	164	Ardex, Armstrong, Bostik, Burke, HF Design, Mapei, <b>Quick-Step</b> , Roppe, Sika, USG, XL Brands
10	FlorStar Sales	146	Armstrong, AxisCor, Bella Cera, HomeWood, Inhaus, Lauzon, Milliken, Next Floor, Sika, Sound Seal, VPI
11	T&A Supply	136	Centaur, Kahrs, Laticrete, Mannington, Raintree, Roppe, Six Degrees, TAS Flooring
12	Herregan	136	Canoe Bay, Hearthwood, Mannington, Metroflor, Paramount, <b>Quick-Step</b> , Raintree, Schonox, Vitromex
13	Ohio Valley Flooring	128	AHF Product, Armstrong, <b>Marazzi USA</b> , Maxwell, Metroflor, Mirage, <b>Quick-Step</b> , ShawMark, Stauf, Teragren, Ultimate RB, VPI
14	Denver Hardwood	119	Fusion, Heritage, HomerWood, <b>IVC</b> , Kahrs, Neptune, Smith, Springcreek, Somerest, WoodHouse
15	William M. Bird & Co.	118	American Tile, Azalea Lane, Carpenter, Centaur, Palmetto Road, Raintree, Roberts/QEP, Somerest, Stauf, Tarkett, Toli, Veranda
16	Adleta	119	Armstrong, Artistek, Bella Cera, Bruce, Flexco, High Plains, Metroflor, Solution Core, Stauf, Stone, Terrace, Ultimate RB Rubber
17	Big D Floor Covering Supplies	110	Bonnell, Custom, Leggett & Platt, Mapei, Modern Surface, Paragon, Tarkett, Traxx, Uzin
18	Reader's Wholesale	91	Armstrong, Artistek, Bella Cera, Bruce, Flexco, Floor Hub, Mapei, Metroflor, Southern Traditions, Ultimate RB, Vinyl Trends
19	Gilford-Johnson	90	Beauflor, EarthWerks, Egger, <b>IVC</b> , Somerest, Tarkett, Vallaria Hardwood, Versini Hardwood
20	Elias Wilf Corp.	84	Lauzon, Mannington, Primo, <b>Quick-Step</b> , Somerest

数据来源：各公司官网，Floor Covering News，广发证券发展研究中心

在与大型商超合作方面，莫霍克同样具备较大优势。大型商超渠道以家得宝和劳氏两家巨头为代表，合作地板品牌数量较多，一般高达百种以上；其中家得宝有208个合作品牌，劳氏有130个合作品牌。大型商超是厂商触及住宅市场重要的销售渠道，通常厂商通过品牌入驻的方式与其合作。

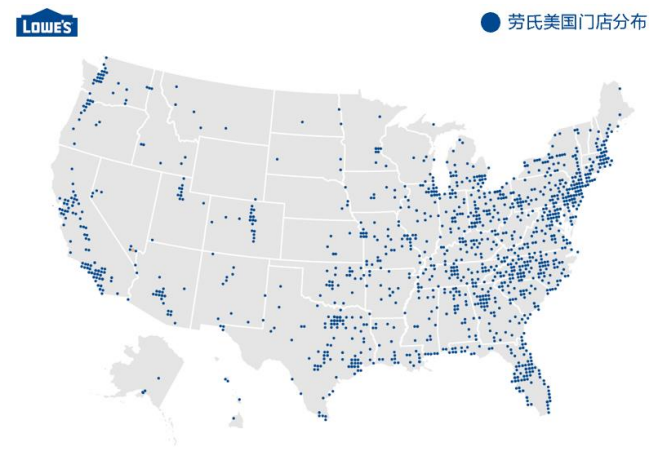
莫霍克同时和家得宝及劳氏进行战略合作，入驻品牌分别达到5个。公司与家得宝的合作品牌包括：Dal-Tile、Pergo、Mohawk、Marazzi、IVC；与劳氏的合作品牌包括：American Olean、Mohawk、Pergo、IVC、Quick-Step。萧氏工业和阿姆斯特朗与两家大型商超分别均各只有一个合作品牌，分别为Shaw Floor和Armstrong。Tarkett在该渠道份额更少，只与劳氏有小部分合作；其他厂商均无合作品牌。整体来看，莫霍克的品牌渗透率处于同行最高水平，在大型商超渠道方面优势同样明显。

图 73: 2018年家得宝美国门店分布



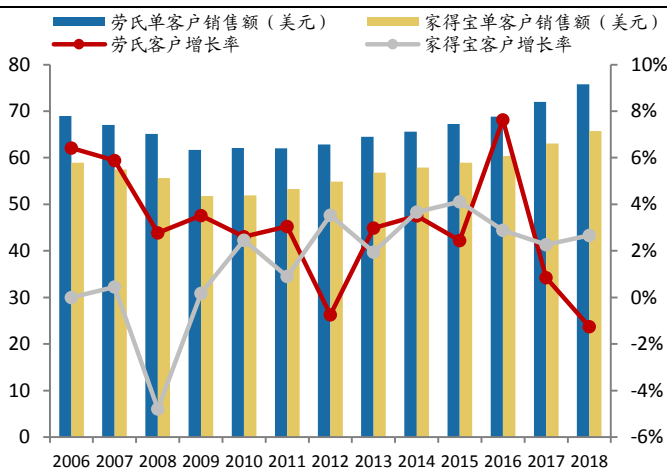
数据来源: 公司年报, ScrapeHero.com, 广发证券发展研究中心

图 74: 2018年劳氏美国门店分布



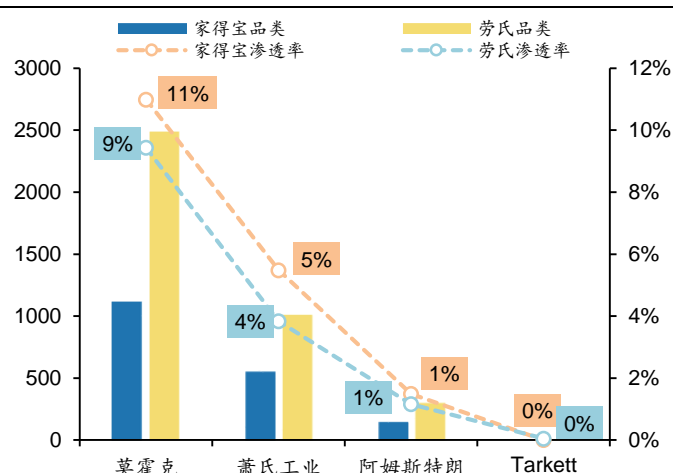
数据来源: 公司年报, ScrapeHero.com, 广发证券发展研究中心

图 75: 家得宝及劳氏单客户销售额及客户增长率



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 76: 各厂商在家得宝及劳氏渠道中品牌渗透率



数据来源: 公司年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

莫霍克从产品布局(强势产品矩阵)、运营管理(垂直整合与去中心化管理提升运营效率)、渠道建设(经销商数量和质量优势明显)三个维度共筑护城河。公司宽深护城河最终体现在优于同行竞争对手的ROE, 而且不仅是优于同行厂商, 也优于下游专业的渠道商。

从厂商对比来看, 莫霍克经营管理效率较高, 库存周转率高、费用率最低, 净利率最高; 由于产品品类多、渠道形式多样, 固定资产转率相对较低。Interface毛利率较高, 主要原因是该公司聚焦商业地板市场, 重点布局高端地毯和弹性地板, 主营高价的商业地板产品, 因此其毛利率较高, 但由于超额配置销售代表, 费用率同样高, 最终拉低了Interface的净利率; 同时由于公司产品品类相对较少, 资产周转率比莫霍克高。Dixie主营toC市场的地毯及木地板类业务; 阿姆斯特朗本来主营木地板, 但已于2018年剥离并转型做弹性地板; 由于近年来木地板市场需求增速疲软, 产品竞争力不及新兴LVT地, 加之传统地毯市场竞争加剧, 两家公司业绩均受到严重影响, 连续亏损。行业市占率第二的萧氏工业由于被巴菲特收购后财务披露

较少，考虑数据可得性，我们通过可取得的营业利润率对比各公司的整体盈利能力。从营业利润率可以看出，萧氏工业略低于莫霍克。

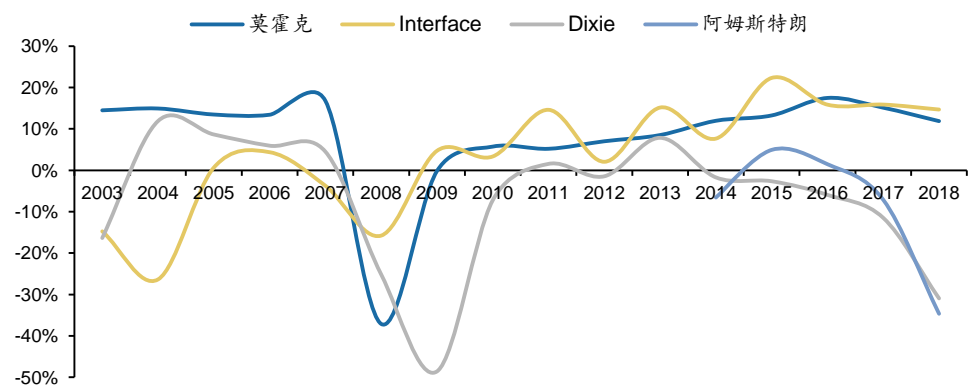
值得注意的是，综合考虑应收账款、库存、应付账款，莫霍克的营运资本周转率保持行业较高水平，资金运营效率高。

表 9：美国主要地板厂商ROE拆解

莫霍克	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	12%	13%	17%	15%	12%	14%
净利率 (%)	7%	8%	10%	10%	9%	9%
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
杠杆系数	1.9	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8
Interface	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	8%	22%	16%	16%	15%	15%
净利率 (%)	2%	7%	6%	5%	4%	5%
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2
杠杆系数	2.4	2.4	2.3	2.4	3.0	2.5
Dixie Group	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	-2%	-3%	-6%	-11%	-31%	-11%
净利率 (%)	0%	-1%	-1%	-2%	-5%	-2%
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
杠杆系数	3.3	3.2	3.2	3.3	3.9	3.4
阿姆斯特朗	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	-7%	5%	1%	-7%	-35%	-8%
净利率 (%)	-3%	2%	1%	-6%	-22%	-6%
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	0.8	0.9	1.2
杠杆系数	1.6	1.4	1.4	1.5	1.7	1.5

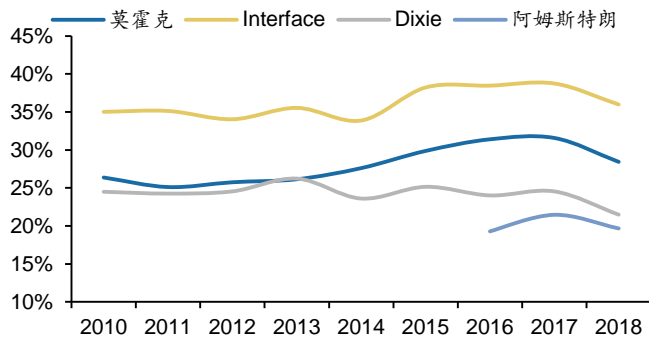
数据来源：公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 77：美国地板厂商ROE对比：莫霍克ROE稳步上升



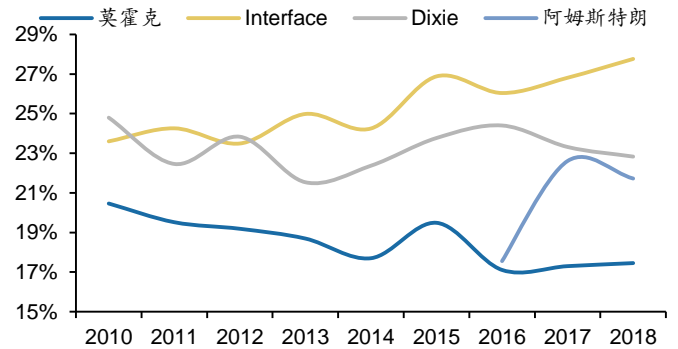
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 78: 美国地板厂商毛利率对比



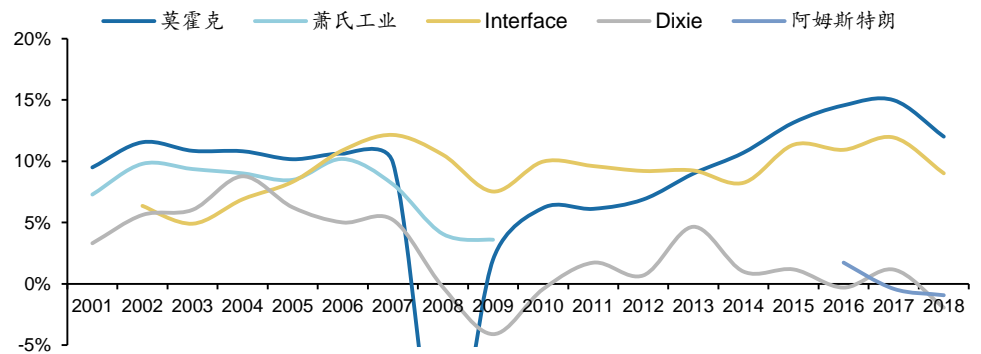
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 79: 美国地板厂商SG&A费用率对比



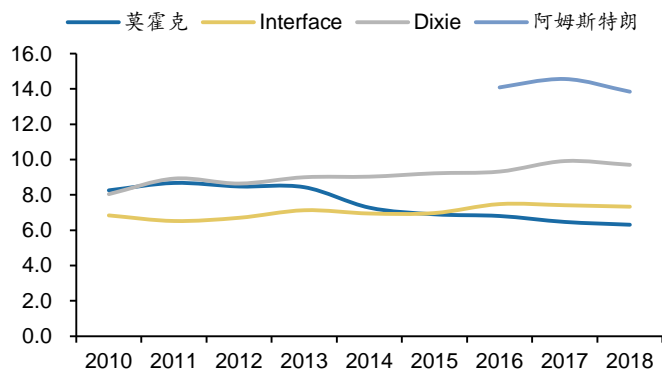
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 80: 美国地板厂商营业利润率对比



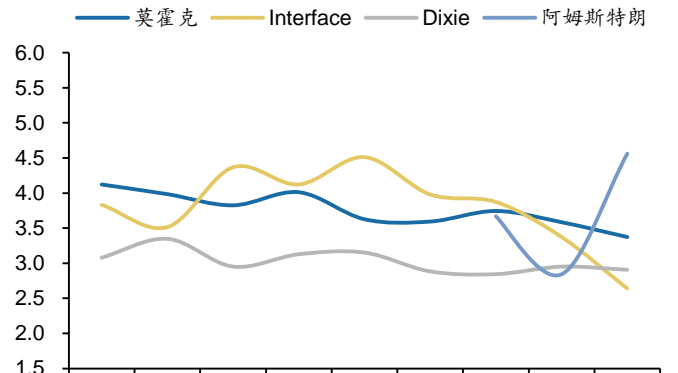
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 81: 美国地板厂商应收账款周转率



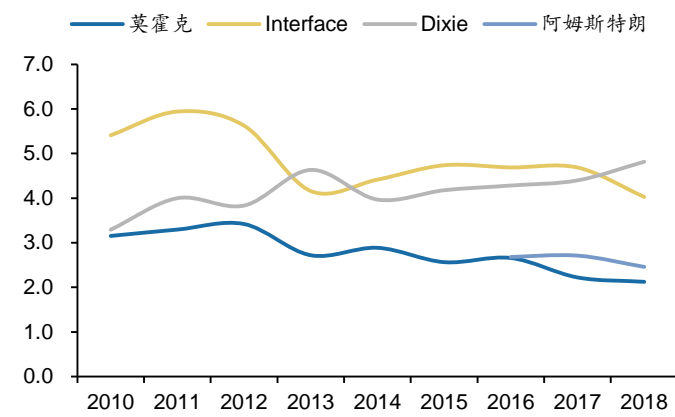
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 82: 美国地板厂商存货周转率



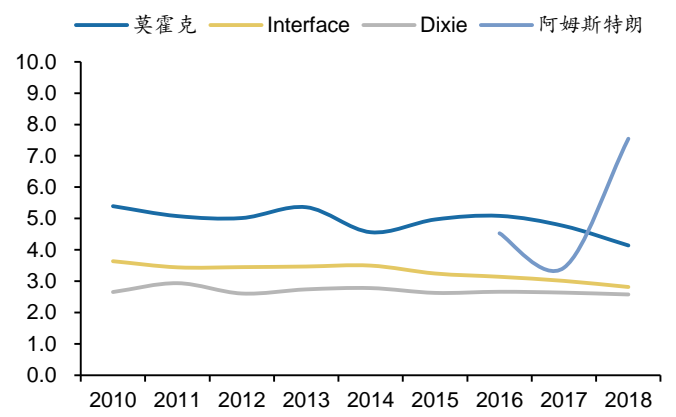
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 83: 美国地板厂商固定资产周转率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 84: 美国地板厂商营运资本周转率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从经销商来看, Lumber Liquidators主营木地板为主的硬地板品类, 受木地板需求疲软影响, 业绩连年亏损, 五年平均净利率为-3%, 五年平均ROE为-15%。Floor & Décor经营以LVT为代表的全品类硬地板, The Tile Shop的经营品类仅有瓷砖一种, 两家公司均把握住市场品类变化, 通过积极扩张门店以及提升配套服务有效占领市场份额, 最终盈利表现位居行业前列, 五年平均ROE均超过10%, 五年平均净利率均为5%左右。

表 10: 美国主要地板经销商ROE拆解

Floor & Décor	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	6%	9%	19%	36%	23%	18%
净利率 (%)	3%	3%	4%	7%	7%	5%
总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.5	1.3
杠杆系数	2.2	2.3	3.5	3.3	2.2	2.7
Lumber Liqui.	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	20%	-19%	-27%	-18%	-32%	-15%
净利率 (%)	6%	-6%	-7%	-4%	-5%	-3%
总资产周转率	2.3	2.1	2.0	2.3	2.4	2.2
杠杆系数	1.4	1.6	1.8	2.1	2.6	1.9
The Tile Shop	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE (%)	12%	15%	15%	8%	7%	11%
净利率 (%)	4%	5%	6%	3%	3%	4%
总资产周转率	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
杠杆系数	2.9	2.4	2.0	1.9	2.0	2.2

数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

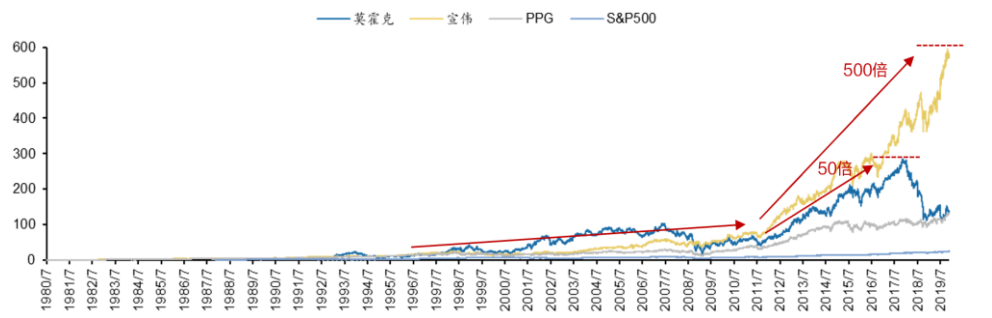
无论是厂商还是经销商, 大部分企业在2014-2018年净利率均值均在5%以内, ROE均值也不超过15%。而莫霍克2014-2018年净利率均值维持9%左右, ROE均值维持在14%左右(在负债率低于同行情况下), 综合表现已经远远超过整个产业链水平, 财务数据体现出公司的护城河。

## 四、再探莫霍克：赛道因素决定公司长期盈利能力和股价表现弱于建筑涂料龙头宣伟

从室内铺地材料（地板）行业来看，莫霍克是毫无争议的行业龙头，公司的行业地位不仅仅体现在规模上，更重要是公司从三方面建立了宽深护城河——稳固的产品矩阵、高效的运营管理以及全面的渠道布局，是同行很难复制和超越的。但是如果跨行业比较的话，公司的长期盈利能力就显偏弱；从消费场景来看，和室内铺地材料接近的品类是墙面涂料（室内铺地材料行与墙体涂料行业有着相似的需求特点以及驱动因素）；我们前期在《美国建筑涂料行业深度研究及对中国的启示》一文中曾对美国建筑涂料行业赛道和龙头公司宣伟威廉斯做过深入研究。

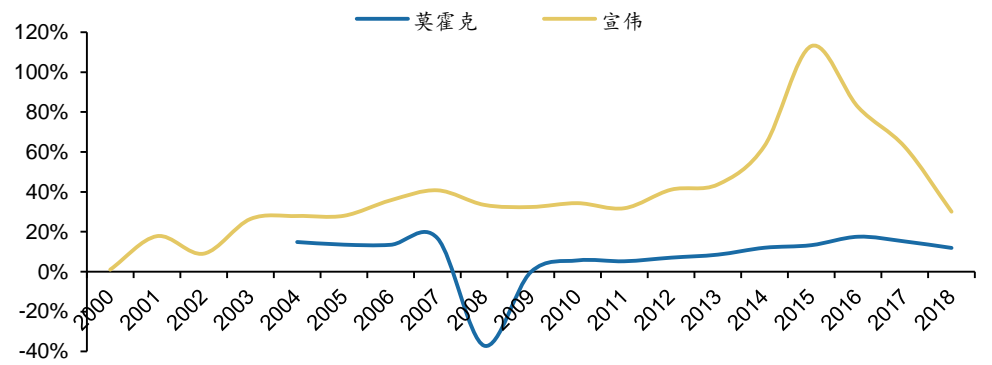
从股价表现和核心财务指标（ROE）来看，莫霍克长期表现均远远落后于宣伟威廉斯。从股价来看，莫霍克25年最高涨幅超过50倍，但宣伟最高涨幅超过500倍；股价差异背后主要来自两家公司ROE长期差异较大，莫霍克常年ROE不超过20%，宣伟ROE一直稳定在40%以上的高位。

图 85：股价对比（以1980年为基准1）：莫霍克25年涨幅远小于宣伟



数据来源：公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 86：ROE对比：莫霍克长期ROE比宣伟低10~20pct



数据来源：公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

为了找到莫霍克长期盈利能力较弱的原因，首先我们用杜邦分析拆分这两家龙头公司的ROE。不难看出，莫霍克净利率水平与宣伟相当，公司的短板在周转率和杠杆两方面。莫霍克总资产周转率五年平均值仅为0.9，低于宣伟的1.5；同时莫霍克杠杆系数（权益乘数）五年平均值为1.8倍，远低于宣伟的5.0倍。

表 11: ROE杜邦分析: 莫霍克和宣伟差距来自周转率、杠杆两方面

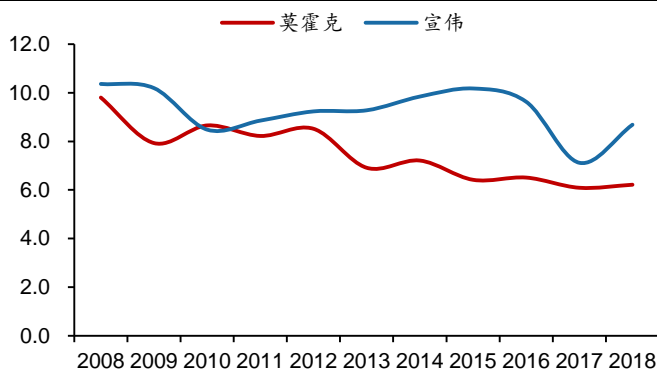
莫霍克	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE	12%	13%	17%	15%	12%	14%
净利率	7%	8%	10%	10%	9%	9%
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
杠杆系数	1.9	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8
宣伟	2014	2015	2016	2017	2018	五年平均
ROE	62%	113%	82%	63%	30%	70%
净利率	8%	9%	10%	12%	6%	9%
总资产周转率	1.8	2.0	1.9	1.1	0.9	1.5
杠杆系数	4.4	6.2	4.6	4.8	5.3	5.0

数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**重资产, 多品类、品牌弱导致莫霍克的周转率、杠杆率弱于宣伟。**

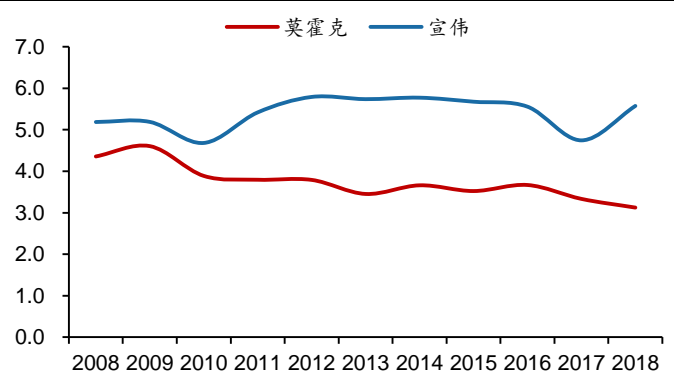
首先, 从周转率来看, 莫霍克应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率都比宣伟差。背后原因一是室内铺地材料(地板)行业厂商品牌效应弱, 经销商较强势, 使得应收账款周转率较低(作为比较, 建筑涂料厂商品牌属性强, 龙头公司宣伟采用直营店模式, 相对下游议价能力强)。二是室内铺地材料(地板)产品品类多, 且不同品类有相互替代、此消彼长关系, 龙头厂商必须要做全品类布局(产品矩阵)使得库存周转率较低(建筑涂料工艺和品类单一)。三是室内铺地材料(地板)行业生产投入较大, 固定资产较重, 固定资产周转率较低。

图 87: 莫霍克和宣伟应收账款周转率比较



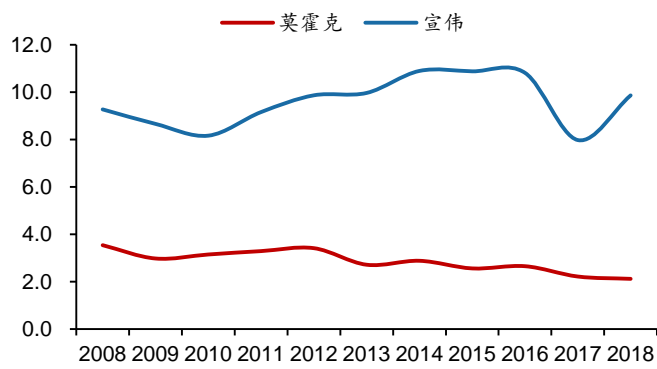
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 88: 莫霍克和宣伟存货周转率比较



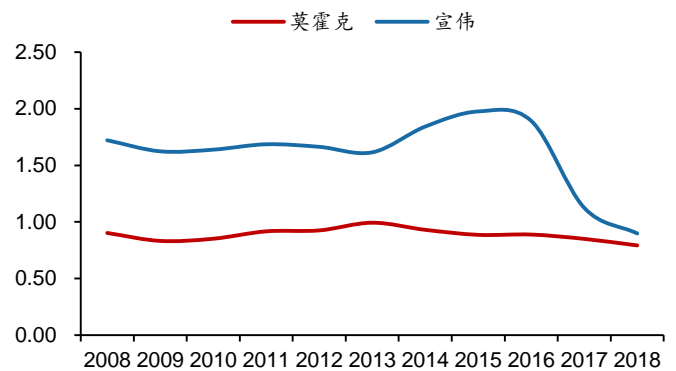
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 89: 莫霍克和宣伟固定资产周转率比较



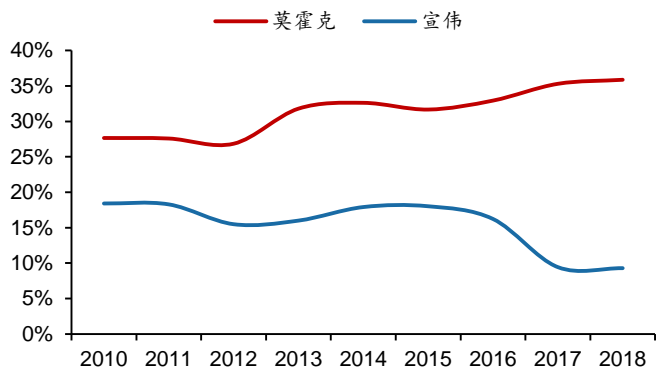
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 90: 莫霍克和宣伟总资产周转率比较



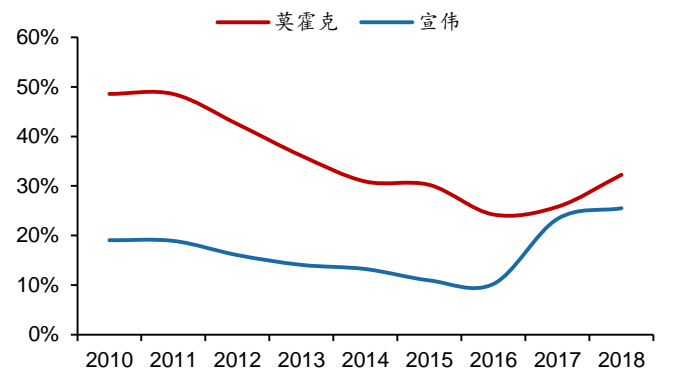
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 91: 莫霍克和宣伟固定资产/总资产



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 92: 莫霍克和宣伟折旧摊销/EBITDA

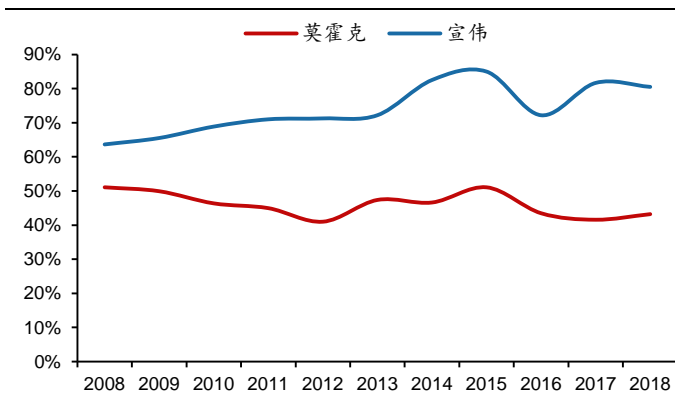


数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

其次, 从杠杆率 (权益乘数) 来看, 莫霍克比宣伟低很多, 主要因为宣伟的杠杆率比较高。

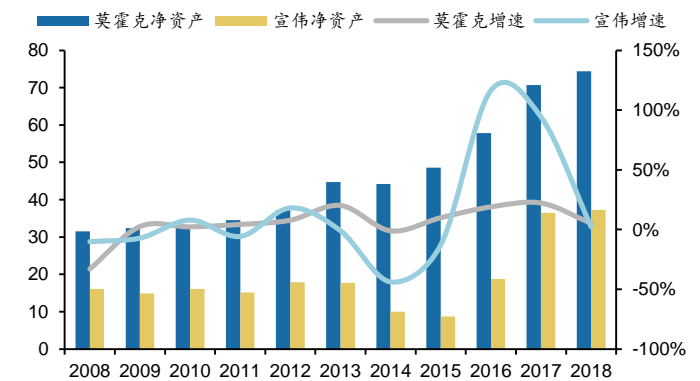
从直接原因来看, 宣伟回购和分红明显高于莫霍克, 使其净资产较少, 导致杠杆系数大幅抬升; 宣伟回购活动十分频繁, 回购力度也较大。20年来宣伟连续18年进行回购, 回购比例稳定在4%以上, 最高金额曾超过14亿美元; 莫霍克, 上市以来回购次数不超过3次, 最大回购金额不超过3亿美元; 除了回购以外, 宣伟分红同样频繁且数额不断攀升至3亿美元以上, 莫霍克上市以来几乎无分红。分红和回购的差异导致两家公司净资产的差别较大, 宣伟净资产远低于莫霍克。

图 93: 莫霍克与宣伟资产负债率对比



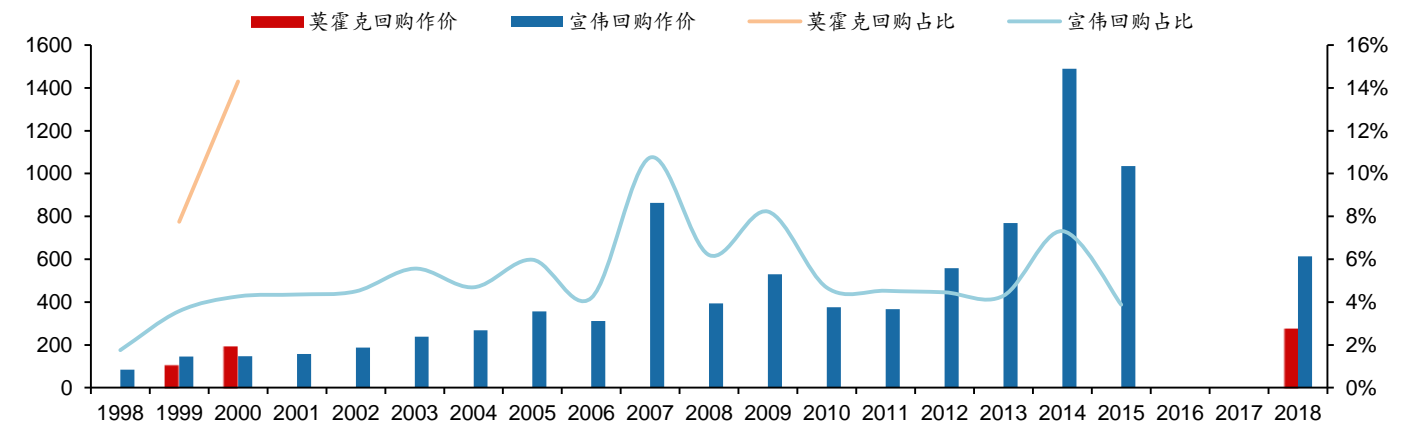
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 94: 莫霍克与宣伟净资产 (左, 亿美元) 及增速 (右, %) 对比



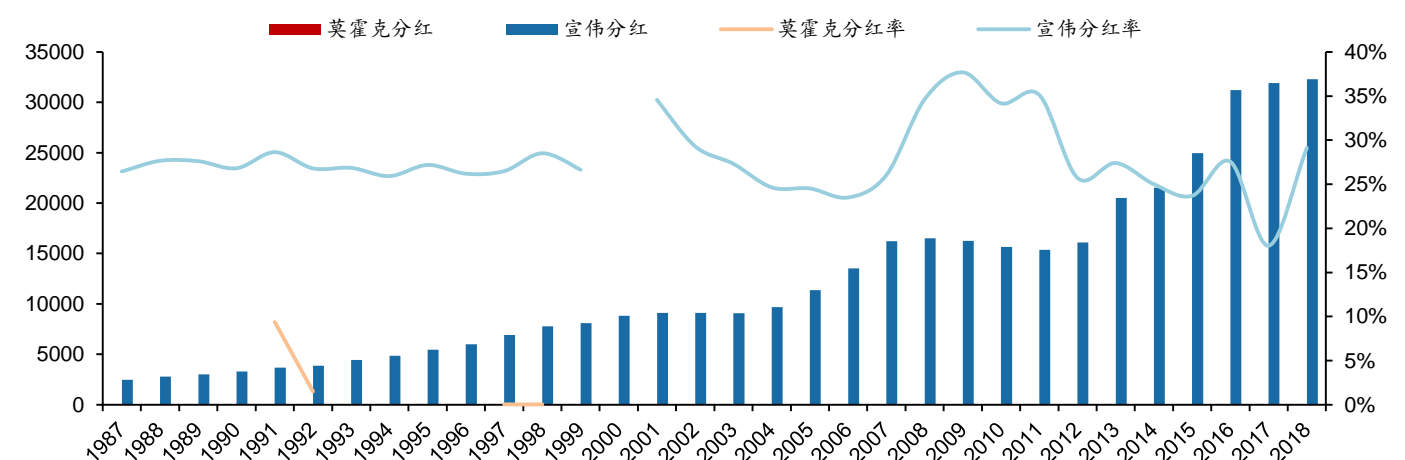
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 95: 莫霍克与宣伟回购作价 (左, 百万美元) 及回购占比 (右, %) : 莫霍克回购较少



数据来源: 公司官网, 公司年报, Catalina Research, 广发证券发展研究中心

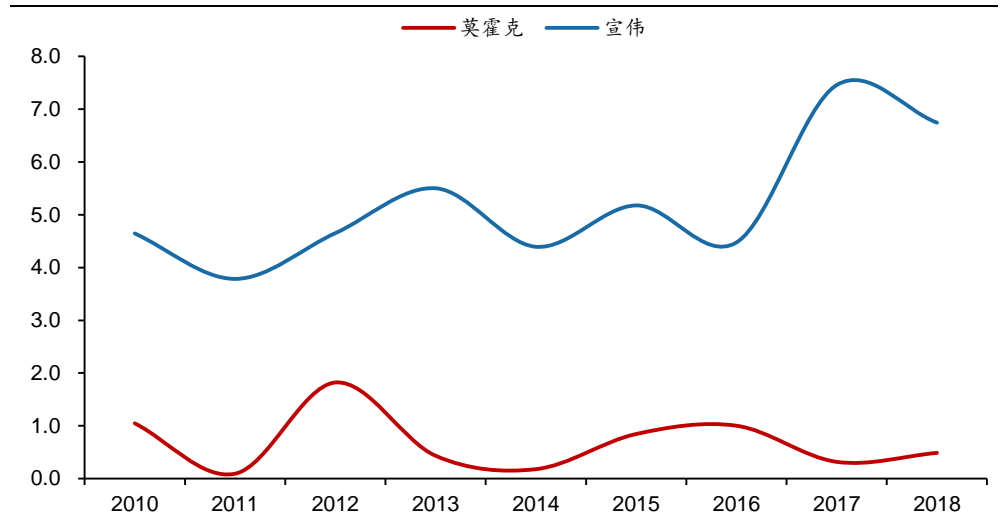
图 96: 莫霍克与宣伟分红 (左, 万美元) 及分红率 (右, %) 对比: 莫霍克几乎无分红



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从更深层次原因来看，莫霍克与宣伟回购和分红的差异背后主要是因为两家公司现金流的差异，室内铺地材料行业资产较重（固定资产投入较大）、品类多变化快使得企业必须始终保持较大的资本开支（包括并购新品类）以保持产品端的优势、厂商品牌属性弱对经销商话语权也较弱（前文已分析）从而使得莫霍克的自由现金流/资本开支远低于宣伟，使其经营的“含金量”量较低。

图 97：莫霍克和宣伟自由现金流/资本开支



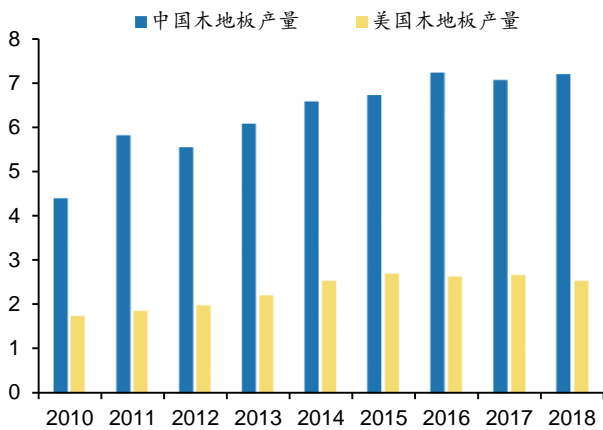
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## 五、对中国的启示

通过上面对美国室内铺地材料（地板）市场分析，和目前中国室内铺地材料（地板）市场比对，我们可以找到“同”和“异”、投资线索。

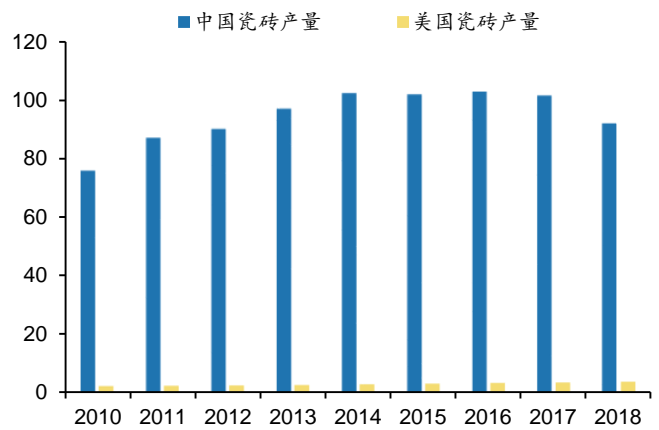
**（1）中国室内铺地材料市场总量比美国大很多。**和美国室内铺地材料（地板）市场相比，中国市场总量大很多，木地板类产品与瓷砖类产品总产量（中国市场地毯的使用率比美国低很多，也没有统计数据）达到美国市场全品类总产量的4倍以上。中国需求比美国大很多，一方面因为中国人口是美国的4-5倍；另一方面像瓷砖类产品使用寿命较长，重装率相对较低，美国市场以重装需求为主，自然需求相对要小（中国木地板类产品产量是美国的2.5~3倍；瓷砖类产品产量是美国的30~40倍）。

图 98: 中美木地板类产品产量（亿平方米）



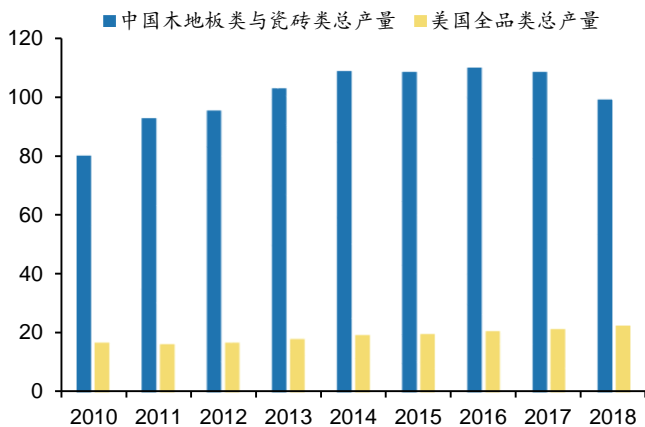
数据来源：中国林业年鉴，Catalina Research，广发证券发展研究中心

图 99: 中美瓷砖类产品产量（亿平方米）



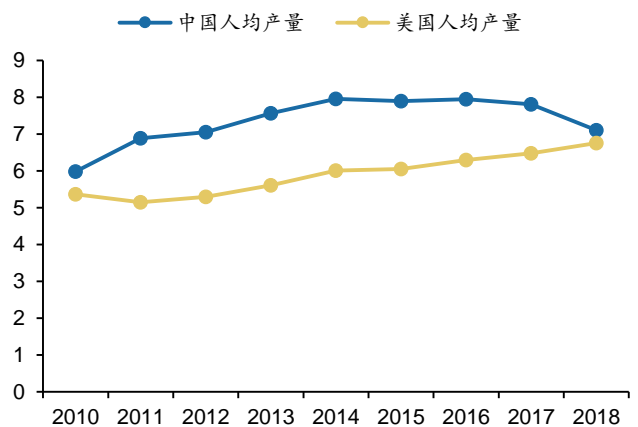
数据来源：统计局，Catalina Research，广发证券发展研究中心

图 100: 中美总产量（中国木地板+瓷砖、美国全品类，亿平方米）



数据来源：中国林业年鉴，统计局，Catalina Research，广发证券发展研究中心

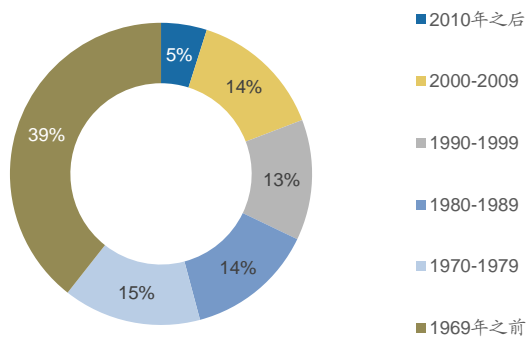
图 101: 中美人均产量（中国木地板+瓷砖、美国全品类，平方米/人）



数据来源：中国林业年鉴，统计局，美国商务部普查局，Catalina Research，广发证券发展研究中心

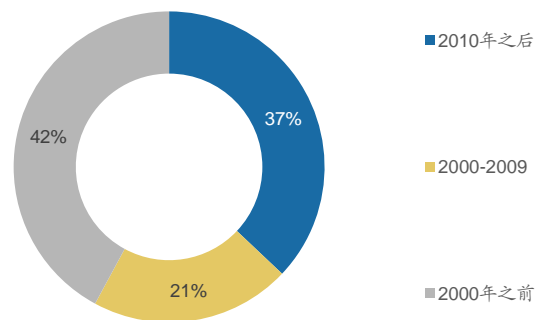
(2) 中美两国室内铺地材料(地板)需求结构差异很大。中国以新建房为主,美国以存量房为主;相比新房需求,存量房需求波动更小,同时存量房需求以2C为主,目前中国新房市场全装修(精装修)渗透率在快速提升,未来一段时间2B需求将保持快速增长;从更长期的维度来看,随着中国城镇化逐步接近发达国家水平、房屋年龄增加,中国室内铺地材料(地板)需求也将慢慢步入存量房阶段。

图 102: 2017年美国存量房屋年限结构



数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图 103: 2018年中国存量商品住宅年限结构(统计局竣工口径)



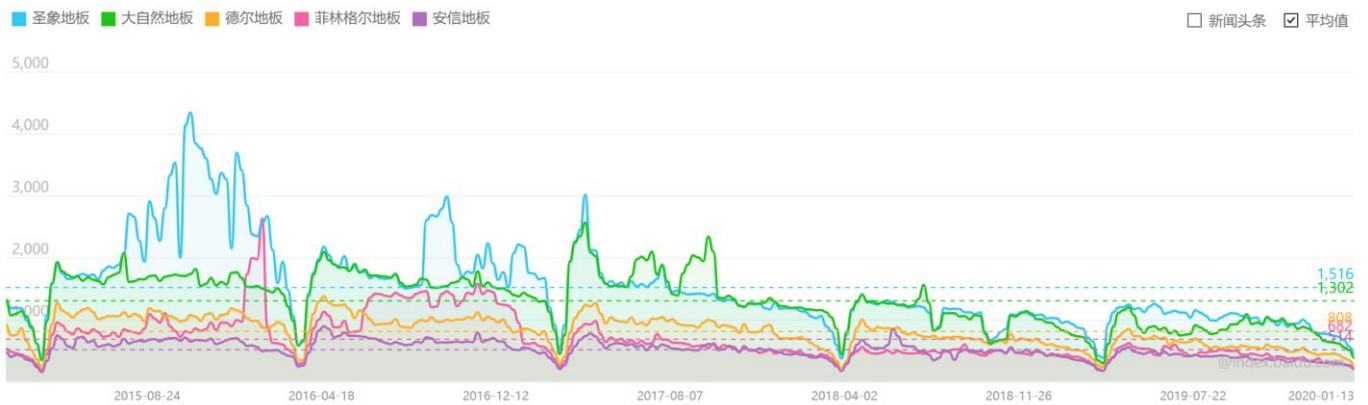
数据来源: 克而瑞, Builder, 广发证券发展研究中心

(3) 美国室内铺地材料(地板)龙头企业在不同品类间已经相互高度渗透,行业整体集中度相对较高(全品类CR2达到45%)。中国目前室内铺地材料企业仍都各自在单一品类上发展,木地板和瓷砖各自的集中度都还很分散;木地板目前已经初步形成第一梯队(圣象和大自然),这两家各自的市场占有率约为10%和5%,我们从百度搜索指数(前5名)、房地产开发企业500强首选木地板品牌(前10名)排名也能看出;瓷砖行业目前收入规模最大的企业是唯美(马可波罗),预计收入超过百亿元,对应市场占有率约3%-4%,东鹏控股瓷砖收入超过50亿元,市场占有率约2%,行业仍然很分散,我们从百度搜索指数(前5名)、房地产开发企业500强首选木地板品牌(前10名)排名也能看出。地毯由于消费习惯的原因目前国内没有大的企业。

同时,和美国龙头企业发展方向不一样,中国的室内铺地材料企业是基于消费场景往其他领域拓展——木地板企业基于生产协同性(木作)往木门、定制家具方向拓展;瓷砖企业基于销售协同性往卫浴方向拓展(瓷砖、卫浴是卫生间必配产品)。

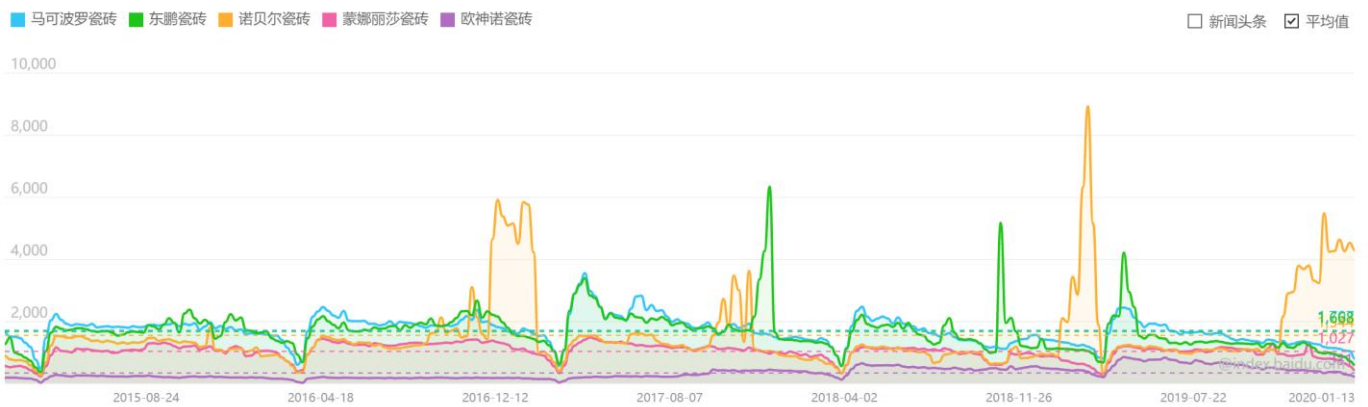
无论是从份额提升还是品类拓展来看,中国室内铺地材料企业发展空间仍然很大。

图 104: 木地板品牌百度搜索前5名



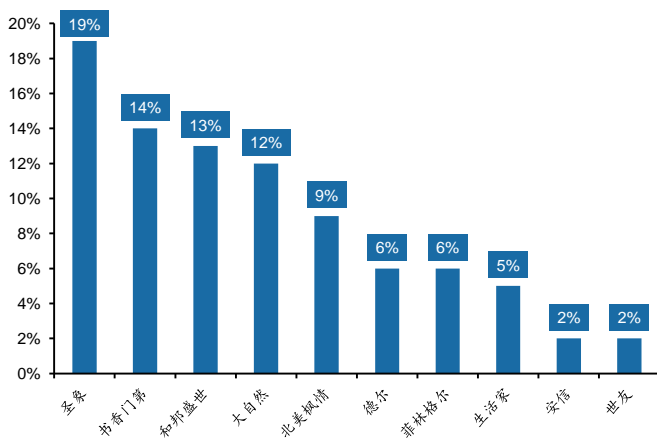
数据来源: 百度, 广发证券发展研究中心

图 105: 瓷砖品牌百度搜索前5名



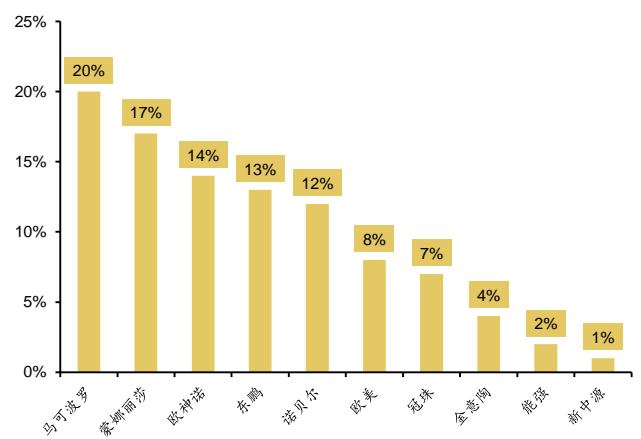
数据来源: 百度, 广发证券发展研究中心

图 106: 2019年开发商500强首选木地板前10



数据来源: 优采, 广发证券发展研究中心

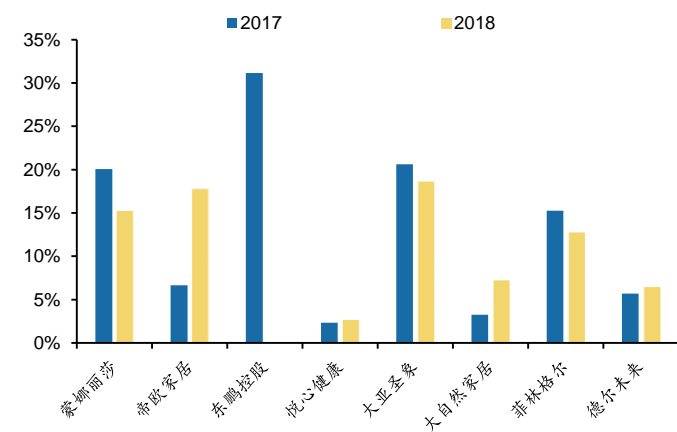
图 107: 2019年开发商500强首选瓷砖前10



数据来源: 优采, 广发证券发展研究中心

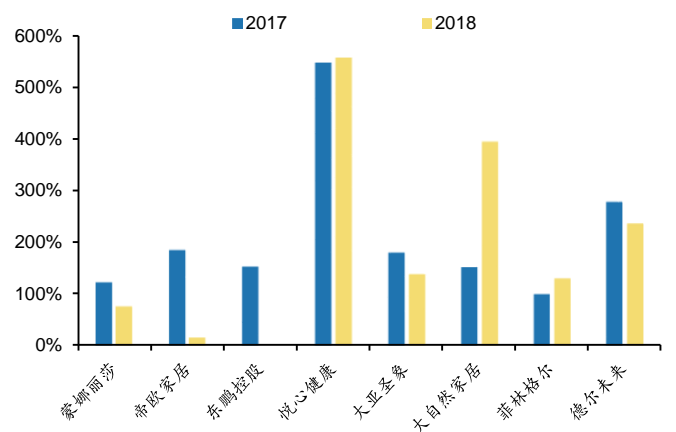
(4) 室内铺地材料的赛道属性决定行业内竞争逻辑是产品、管理、渠道，寻找中国室内铺地材料的“未来之星”可以沿着这个线索去找；产品的核心要素是快速开发出匹配市场需求的产品矩阵；管理的核心要素是高效供应链管理、库存管理，优秀的成本费用管控；渠道的核心要素是建立密集覆盖各细分市场、有粘性的优质渠道网络。而这些背后少不了优秀的治理结构和经营团队、专注而坚定的企业战略、渠道和品牌基础作为基础支撑。基于这些线索，我们认为蒙娜丽莎未来潜力较大，帝欧家居和大亚圣象值得关注。

图 108: 中国室内铺地材料上市公司2017-2018年 ROE



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 109: 中国室内铺地材料上市公司2017-2018年经营净现金流/净利润



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

对美国室内铺地材料行业了解分析不充分的风险，中国室内铺地材料行业集中度不及预期的风险，蒙娜丽莎、帝欧家居、大亚圣象治理结构和经营管理风险。

## 广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属材料建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

赵勇臻：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。