

## 高点至今腰斩 57%! 但阿里巴巴无惧大跌，大笔砸钱入局！怎么回事？（估值建模）

今天，我们研究的这家公司，可以说是“家居行业的麦当劳”，因为它的业务模式跟麦当劳的商业模式，其实非常类似——一边当着“包租婆”收租，一边儿靠品牌输出收取冠名咨询费。如果你看过优塾团队关于麦当劳的建模报告，应该对这样的模式不陌生。

但是，与麦当劳“承租-转租”的形式不同的是，本案持有的，大多是自有物业，而且从报表数据看，其投资性房地产高达 **785 亿元**（占资产总额的 70%），高于中国建筑（686 亿元）、万科（540 亿元）、中国平安（467 亿元）、招商蛇口（398 亿元）、绿地控股（222 亿元）。

不仅如此，如今它背后还有阿里站台，牵手新零售。2019 年 5 月，阿里以 43.59 亿元的价格，全额收购了其发行的可转换债券，如可交换债转股后，阿里巴巴将持有其 10% 的股份。阿里还在港股收购其 3.7% 股份，未来甚至有望成为其第二大股东。



图：股价图（单位：元/股）

来源：wind

看到这里，你可能已经猜到它的名字，它就是：**美凯龙，连锁家居卖场龙头。**

在国内家居产业，其是无可争议的龙头。不过，尽管是龙头，但自其 2018 年初上市至今，其走势却一路下滑，从高点 23.09 元/股，降至近期的低点 9.85 元/股，降幅高达 57%。

乍一看，这走势跌得有点厉害，但如果再看美国连锁家居卖场龙头**家得宝 (Home Depot)** 的画风（市值 2500 亿美元，10 年 10 倍），本案如今的走势，着实让人费解。



图：家得宝股价图（单位：美元/股）

来源：wind

看到这里，几个值得我们深思的问题，随之而来：

- 1) 家居零售行业处于地产产业链，其未来行业的驱动力是什么？短期受地产行业走势影响有多大？
- 2) 对比国外家居零售卖场，国内企业会是怎么样的发展路径？本案业绩增量来自哪里？
- 3) 目前本案持续回调，其估值到底出于什么位置？到底是贵了，还是便宜了？未来的估值提升逻辑，主要看什么？

今天，我们就从**美凯龙**入手，来研究家居及家具卖场的产业特征，以及估值建模逻辑。

对家居家电产业，之前我们还对**老板电器**、**格力电器**、**美的集团**做过建模，此外还研究过**欧派家居**、**索菲亚**、**苏泊尔**、**敏华控股**、**飞科电器**、**浙江美大**、**石头科技**.....可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分重点案例估值建模报告，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

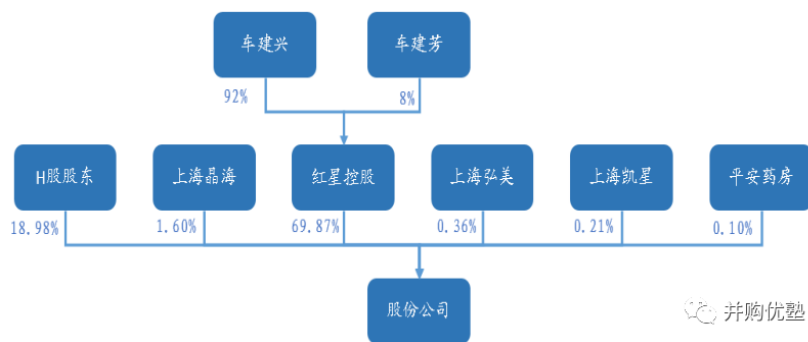
— 01 —



龙头，模式



美凯龙，成立于1994年，控股股东为**红星控股**，持股比例55.7%，实控人为**车建兴**，主营家居商场经营及管理，分别于2015年、2018年在联交所、上交所上市。



图：股权结构（单位：%）

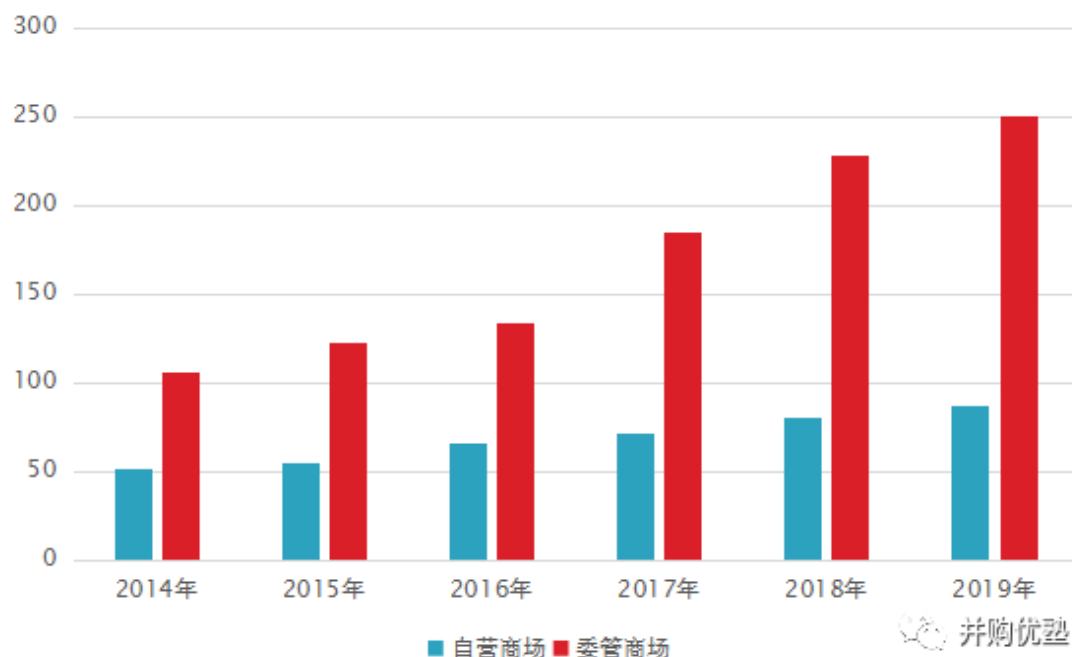
来源：并购优塾

它属于**连锁家居商场**，是指：在一站式运作下，商场内部各种品牌家居产品按一定要素布局，形成空间上的“一体化共生”和上下游经营互利的主题呈现，实现各个产业环节的共

同发展[1]。本案经营模式有两种：

- 1) **自营模式**——自行获取商场的物业，再统一招商，收取租赁和管理收入，包括自有、租赁和合营联营物业。
- 2) **委管模式**——向委管商场业主提供委管服务，以公司的品牌，经营委管方的商场，收取咨询及管理费，包括项目冠名咨询服务、工程项目商业管理咨询、招商服务和委托经营管理。

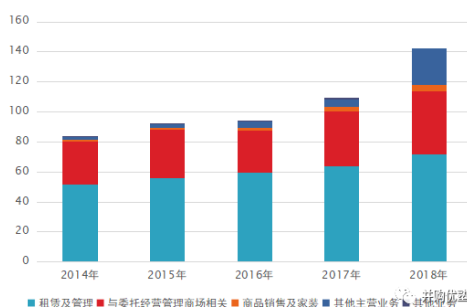
截至 2019 年 6 月，它拥有自营商场 84 家，委管商场 231 家，平均出租率 **95%**。截至 2019 年 12 月 31 日，其经营了 87 家自营商场、250 家委管商场，通过战略合作经营 12 家家居商场。此外，以特许经营方式授权开业 44 个特许经营家居建材项目，共包括 428 家家居建材店/产业街。



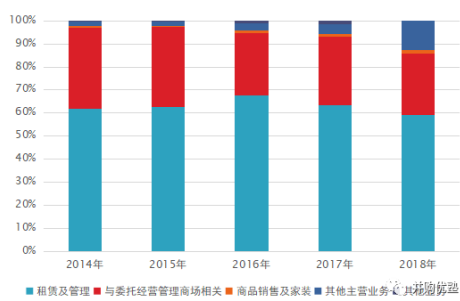
图：自营&委管商场数量 来源：并购优塾

它的收入，60%左右来源于自营模式，30%左右来源于委管模式。其中，自营模式毛利率较

高，在 75%以上，委管模式毛利率在 60%以上。



图：收入结构 (单位: 元) 来源：并购优塾



图：毛利结构 (单位: %) 来源：并购优塾

### 业绩，到底如何？我们来看基础数据：

2016 年至 2018 年，2019 年 9 月 30 日，其营业收入分别为 94.36 亿元、109.6 亿元、**142.4 亿元**、118.24 亿元，净利润分别为 36.73 亿元、42.78 亿元、**47.05 亿元**、40.51 亿元，经营活动现金流量净额分别为 39.84 亿元、65.18 亿元、**58.58 亿元**、29.25 亿元，销售毛利率为 72.31%、71.14%、**66.2%**、67.07%，净利率分别为 38.93%、39.03%、**33.04%**、34.26%。

近三年，营业收入、净利润复合增速分别为 15.76%、11.56%，2019 年前三季度收入、净利润增速分别为 18.34%、-7.75%，净利润有所下滑，主要是因投资性房地产公允价值变动

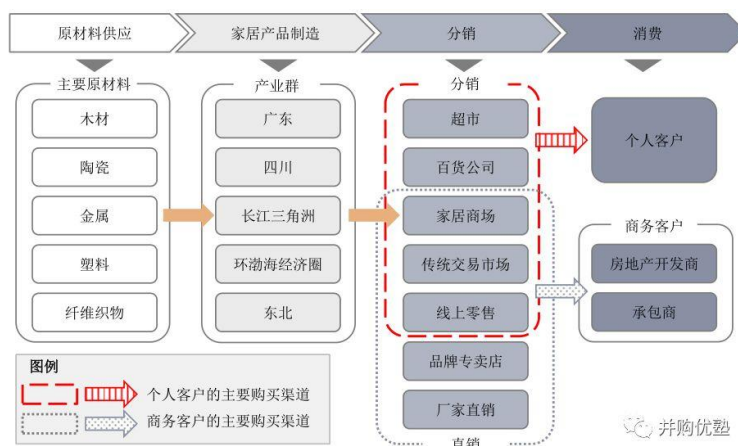
收益收窄,扣非净利润 23.12 亿元,同比增长 5.13%。从资产负债表结构来看——2019 年 9 月 30 日,其资产总额 1220.12 亿元,资产构成中占比较大的有:投资性房地产(68.04%)、其他非流动资产(6.68%,预付工程款等)、货币资金(6.83%);负债总额 740.29 亿元,占比较大的有长期借款、递延所得税负债、其他应付款等。从利润表结构来看——2019 年前三季度,其营业收入为 118.24 亿元,其中营业成本占比 32.93%,销售费用烧掉了 12.8%,管理费用花掉 9.73%,研发费用占比 0.24%,财务费用占比 13.83%,另外,公允价值变动损益贡献 11.88%利润占比,整体净利率 34.26%。

**此外,要弄明白本案,还需要从产业链来看:**

上游:原材料供货商,木材、塑料及金属等原材料已商品化,且可广泛获取。

中游:家居装饰及家具制造环节,由于进入壁垒较低,呈现数量大(1万多家)、规模小、高度分散的特点,且标准化程度较低,代表公司有:顾家家居、欧派家居、索菲亚等。值得一提的是,我们之前研究过欧派家居,本案还持有其部分股份。

下游:家居装饰及家具分销商以及终端消费者。



图：家居装饰及家具行业产业链来源：招股说明书

本案属于下游零售分销渠道, 同行业代表公司还有**居然之家**、**月星集团**、**金盛集团**、**欧亚达**、**香江控股**等, 家具零售行业高度分散, CR5 占据 28.53%的市场份额, 而本案作为行业龙头, 占据了超过 10%的市场份额。

接下来, 我们来看一组《并购优塾》整理的数据:



图: 营业收入、收入增速 (单位: 亿元、%) 来源: 并购优塾

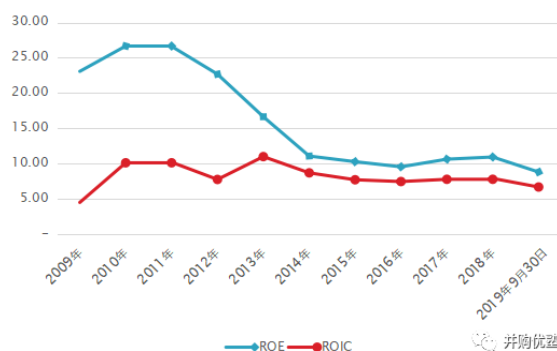


图: ROE、ROIC, 不剔除现金的口径 (单位: %) 来源: 并购优塾

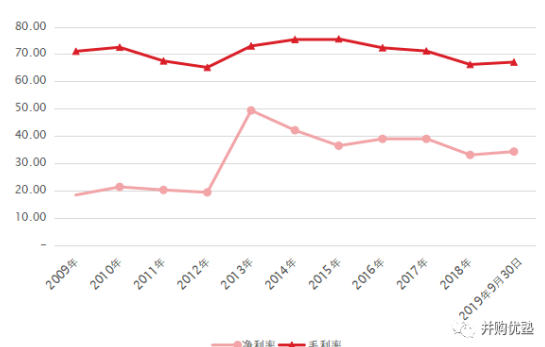
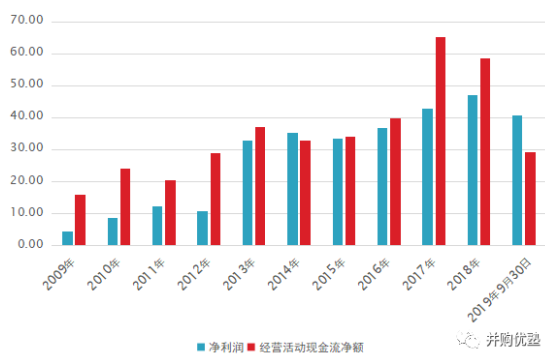
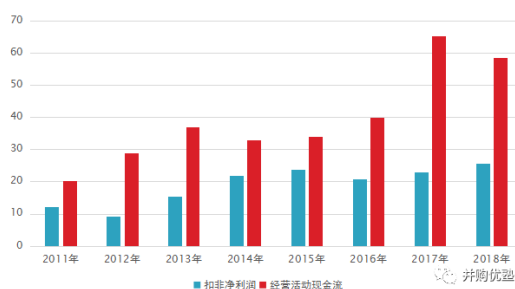


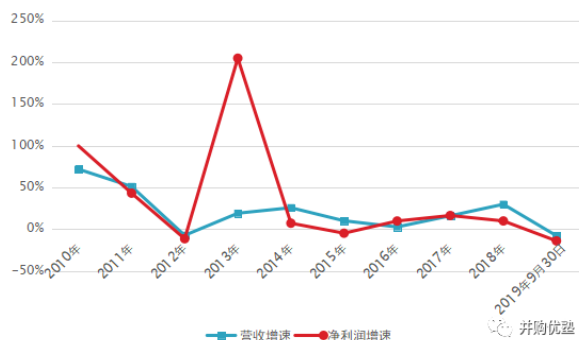
图: 毛利率&净利率 (单位: %) 来源: 并购优塾



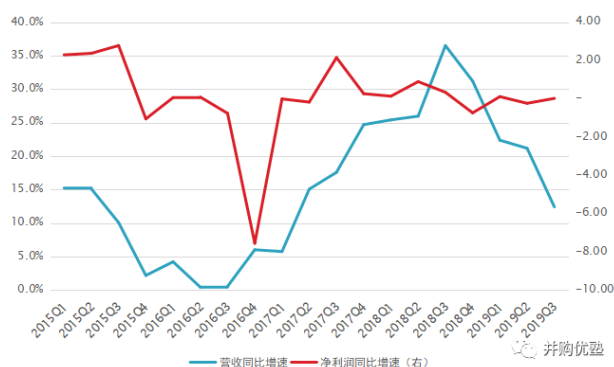
图：净利润、经营活动现金流量净额 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾



图：扣非净利润、经营活动现金流量净额 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾



图：收入增速、净利润增速 (单位：%) 来源：并购优塾

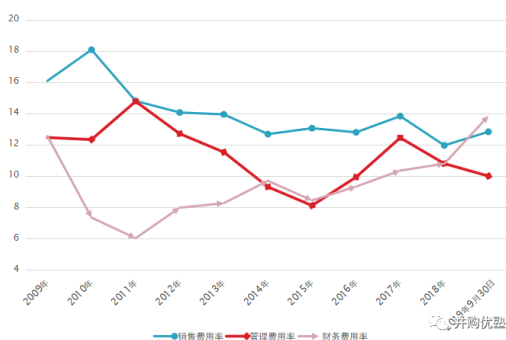


图：单季度收入增速、利润增速 (单位：%) 来源：并购优塾

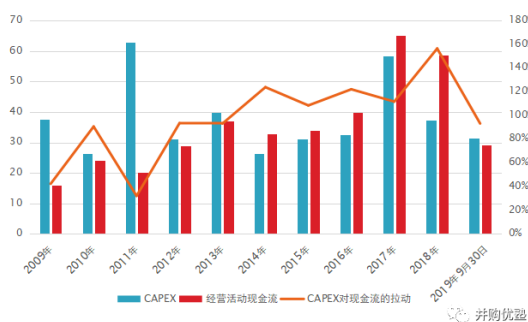




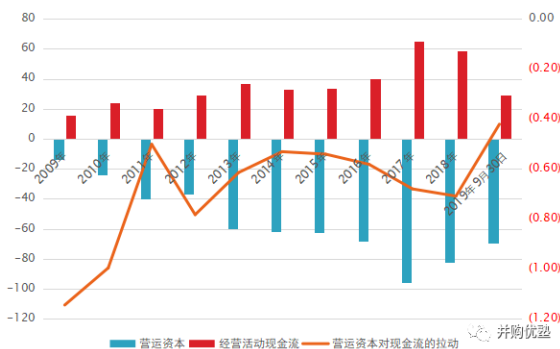
图：现金流量表结构（单位：亿元）来源：并购优塾



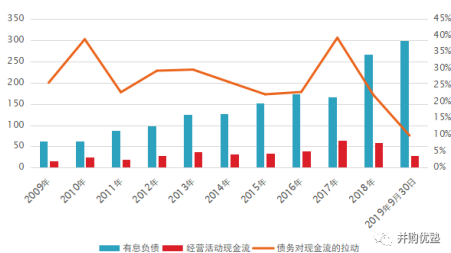
图：期间费用率（单位：%）来源：并购优塾



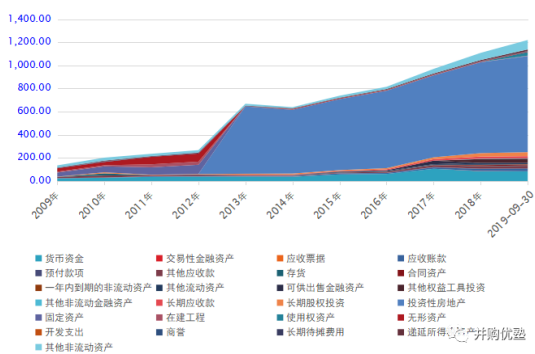
图：CAPEX 对现金的拉动效应（单位：%）来源：并购优塾



图：经营活动现金流 vs 净营运资本（单位：亿元）来源：并购优塾



图：经营活动现金流、有息负债 (单位: 亿元) 来源：并购优塾



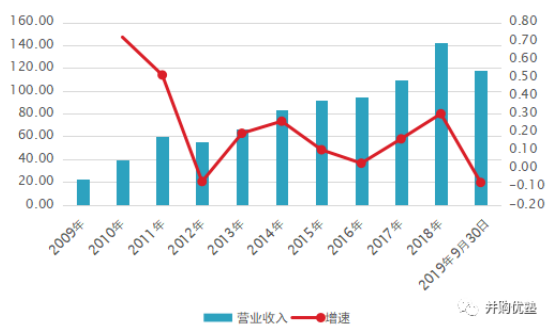
图：资产结构 (单位: 亿元) 来源：并购优塾

分析完以上数据后，重要的问题来了——如果要对本案这样的巨无霸做估值建模，到底应该从何入手？

— 02 —



增长，驱动



图：营业收入 VS 收入增速 (单位: 亿元、%) 来源：并购优塾

从其历史数据看，其收入增速的高点主要有 2014 年、2018 年，其中：

1) 2014 年，收入增速 25.82%，主要源于自营商场营业面积、租金价格的增长，其中，营业面积从 358.11 万平方米增加至 403.35 万平方米，单位租金从 122 元/平方米上升至 124 元/平米/月；

2) 2018 年，收入增速 29.93%，一方面是自有及租赁商场增加 9 家，另一方面是当年通过产业延伸，承接部分委管商场业主，或外部商业物业业主的商场建筑安装，以及装饰施工业务所致（增长 2535.9%）。

可看到，其收入增长驱动主要来源于两方面，一是新增门店贡献的增量；二是单位租金或咨询服务费的增长。那么，本案开店的核心驱动力来自哪里？未来收入增长跟什么因子有关？

### — 03 —



## 收入，拆分



为了理清上述问题，我们将自营业务、委管业务合并，并采用自上而下的拆分方法，具体公式为： $主营业务收入 = GMV * 美凯龙市场份额 * 货币转化率$ ；其中： $GMV = 家居零售行业零售额 * 连锁家居商场市场份额$ ；其实，上述公式与优塾团队对阿里巴巴估值建模中的拆分方法类似。因为，本案作为家居零售平台，但其实与阿里的电商平台属性有诸多相似之处，只是一个实体店铺，一个是虚拟商城。

因此，影响收入的关键变量有四个：家居零售行业零售总额、线下连锁家居商场市场份额、美凯龙市场份额、货币转化率，我们分别来看。首先是家居零售行业零售额，其增长的驱动力和基础，主要来自城镇化率、人均可支配收入的提升。截止 2018 年底，我国城镇人口达到 8.31 亿人，城镇化率 59.58%，同比增长 2.2%。根据监管层的人口发展规划，2020 年

我国城镇化率将达到 60%，2030 年将达到 70%。

随着城镇人口持续增长，新增住房需求增多（至 2030 年城镇人口将增加 1.4 亿人，以目前人均 30 平米的住房面积计算，新房新增需求在 42 亿平方米），推动家居装饰及家具行业的发展。**(新增需求)** 2017 年，我国中等收入群体（家庭年收入在 10-50 万元的家庭）已达 1.4 亿个，占中国 4.55 亿户家庭的 30%以上，2018 年，我国人均可支配收入增速 8%，高于美国（4%）、英国（1.8%）、日本（1%）、德国（2.4%）等，消费升级会拉动改善型住房需求增长。**(更新需求)** 此外，如果从人均口径来看，根据 Euromonitor 数据，2017 年我国人均家居消费额 68 美元，仅为美国的 15%，日本的 30%，仍有巨大的成长空间。

**值得注意的是，家居及家具装饰属于后地产产业链，家居流通一般滞后房屋销售 12 个月，因此，随着我国房地产增速下行趋稳，家居行业会从低基数高增速的阶段，进入了稳增长阶段。** 地产波动在一定程度上，会对行业造成短期扰动，不过，家居家具行业具有一定防御性，因为二次装修（周期 6-8 年）带来的存量市场也在增加。宏观数据可以印证这一点：2014-2015 年，房地产市场低迷，住宅销售面积均同比下滑，而家居装饰及家具行业的销售却保持稳健增长（10%左右）。另外，从精装修角度看，由于多是硬装类建材家居产品，仍有许多家居产品，需要亲自到家居商场购买。这也是家居行业比较特殊的一点，虽然“电商化”的浪潮势不可挡，但本质上家居行业仍然是一个“线下体验性消费”的赛道，受电商影响相对较小。

同时，反观精装修比例较高的美国，且新建住房销售占比约 10%，是典型的存量房市场，但美国“个人家具及家用设备消费支出”增速基本维持在 5%以上。以家居连锁巨头**家得宝**为例，尽管美国城镇化率早就已经到顶，但其收入、利润增速仍然能大致维持在 5%、10%以上。考虑家装市场本身规模巨大（2016 年约 4 万亿），因此，精装修导流效应不用过分悲

观。那么，未来，对本案所处的家居零售行业增速，应该怎么预测？

## — 04 —



### 家居零售额，预测



据弗若斯特沙利文的数据，2018 年我国家居零售行业零售额增长至 33045 亿元，同比增长 11.9%。预计 2018 年至 2023 年将增至 51949 亿元，年复合增长率在 9.5%。这个增速，和人均可支配收入增速相仿。

图 1：家居零售市场会继续保持增长（单位：十亿）



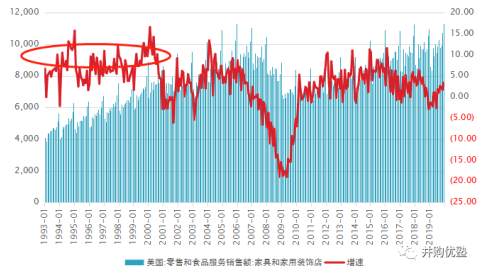
图：家居零售额 来源：弗若斯特沙利文、国元国际

我们以人均可支配收入为锚，对标美国的家居零售额增速，来确定远期国内的行业增速。

2018 年，我国居民人均可支配收入约为 2.8 万元人民币（同比增长 8.7%），相当于美国 1973 年的水平，增速同样处于 8%至 10%的高位区间。1983 年后，随着美国人均可支配收入超过 1 万美元，增速逐渐放缓至 5%左右。

由于美国家居零售额统计始于 1992 年，因此，我们将时间向后移，可以发现，在人均可支配收入持续放缓的背景下，1992 年至 2000 年的 10 年间，美国的家居零售额增速，也

仍然有 5%左右。



图：美国家具零售额及增速（单位：亿美元、%） 来源：wind、并购优塾

因此，《并购优塾》合理假设，2019年至2023年的家居零售行业零售额，保持弗若斯特沙利文的预测增速9.5%，之后从2023年的7.6%匀速递减至5%。

行业增速确定后，我们来看下一个因子：连锁卖场的市场占比，到底在什么水平？

— 05 —



连锁卖场模式，主流



家居装饰及家具行业有一个特点是：**零售渠道品牌，强于产品品牌**。对比同属家装行业的大家电（高价低频），由于产品高度标准化、品牌份额高度集中（CR5 达 80%以上），消费者往往对品牌商而非渠道商认可度较高。而家居家具行业则截然相反，作为低频、非标、高度分散的品类（1.4 万多家制造商，定制家居 CR5 不足 15%），消费者对渠道的依赖程度更高。

同时，消费者倾向于软装+硬装等多品类一站式购物，而家装产业链条较长，多数品牌制造商提供的品类有限，且不具有获得足够客流量的集聚效应，很难平衡在生产制造和品牌推广、自建渠道上的资金投入，因此，对渠道依赖较大。

目前，零售渠道形式主要有：连锁家居商场（23%）、非连锁家居商场（37.39%）、线上零售（7.21%）及其他（32.40%，传统交易市场、百货公司、超市和品牌专卖店等）。

由于家居产品重体验和服务的消费特质，使得线下实体零售渠道无可替代（但是，考虑定制

家居、互联网家装的影响，未来线上线下融合的新零售是大趋势)。

从线下渠道看，连锁家居商场将是未来的主流渠道。因为，连锁家居商场提供一站式购物服务及全面的产品组合，拥有较高的品牌知名度，且运作模式成熟、资源整合能力突出，而非连锁模式一般规模较小，缺乏品牌管理，容易缺乏消费者信任，未来的份额必然会被连锁模式挤占（2012年至2016年，连锁家居商场占商场渠道份额从35%上升至38.1%）。

看到这里，好像只解决了连锁模式/非连锁模式谁更优的问题，那么，还有一个值得思考的问题是：除了连锁家居商场，未来国内会出现类似宜家的品牌家居巨头吗？

— 06 —

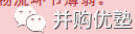


连锁卖场，份额



我们根据主要公司类型，将全球家居建材行业销售模式，大致划分为三类：摊位式家居卖场、仓储超市式家居卖场、自有品牌专卖店。其中，本案属于摊位式家居卖场（平台，收租金），不同于家得宝（自营）、宜家等。

类型	代表公司	特点
摊位式家居卖场	红星美凯龙、居然之家	业主等管理者承包，经营者租用，收入主要是租金；
仓储超市式家居卖场	美国：家得宝、劳氏	开放陈列、自助选购，全品类买断式自营，收入主要来自商品销售；
自有品牌零售商	瑞典：宜家 日本：宜得利 国内：欧派家居、尚品宅配、顾家家居等	宜家采用自主设计、外包代工生产（OEM）； 宜得利制造、物流、零售一条龙； 国内品牌以自主生产为主，供应链及物流环节薄弱。 收入主要是商品销售收入。



图：不同家居零售商模式来源：并购优塾

通过梳理宜家、家得宝、宜得利等海外家居卖场的成功经验，我们发现，它们基业长青的原因主要是：通过提供**性价比高、设计感强**的产品，以及较强的用户体验形成强大的品牌优势，叠加全球化采购、物流配送的供应链优势，配合自身产品特点的终端零售优势（引入餐饮、饰品等高频次消费），迅速打开市场（“产品设计+供应链整合+终端零售”一体化）。

**但是，视线回到国内，有两种现象需要正视：**

1) 家得宝、百安居等国外大型建材超市，在国内市场水土不服，“本土化”多以失败告终，主要原因是，国内家居建材商品种类繁多且价格低廉，这些龙头的采购及供应链优势很难体现；同时，国内、外消费者购买行为存在差异，比如家得宝在美国成功的 DIY 理念，在国内开展的并不顺利。

2) 类似宜家等家居零售品牌，也尚未出现国内企业成功借鉴的案例，一方面是国内厂商初期大多以 OEM 方式生产，产品种类单一，缺乏品牌和设计意识；另一方面是资金实力较弱，行业高度分散。

目前，国内许多品牌家居企业（如欧派家居、曲美家居等）开始尝试单点大店，布局全品类家居产品，但品牌、供应链、渠道和资金等关键要素仍面临较多压力，因此大多仍以经销模式为主。

综上，家居销售渠道多元化是趋势，但本案的连锁家居卖场模式仍将是主流，互联网家装、定制家居大店等，将作为补充。

*此处，我们合理假设，连锁家居卖场的市场份额将从 23%，上升至美国家具零售行业 TOP4（家得宝、劳氏、王牌五金、梅纳德）企业市场份额 35.7%。*

**解决以上因子后，我们接下来再研究另一大因子：本案能够占据的市场份额，到底是多少？**

— 07 —



## 美凯龙，市场份额



本案在渠道、品牌两方面竞争力，分别来看：

1) 渠道优势——本案通过“自营+委管”双轮驱动的模式扩张，获得区位先发优势。家居

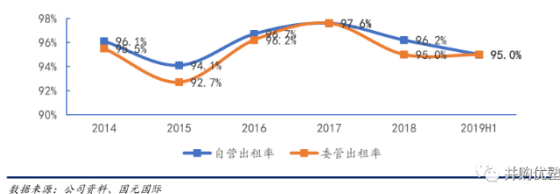


零售卖场高度依赖于**地理位置**，成熟的优质商圈需要长时间的人气积聚，同时受配套交通设施、城市规划等因素影响。本案大多数自营商场，分布在国内一线城市及选定的二线城市的优质地段，考虑到**优质地段资源的稀缺性**，竞争对手和新进入者复制难度较大。所以，地理位置是一项护城河。委管模式则采取轻资产战略，凭借品牌实力、成熟的业务流程及庞大的商户资源，在大幅减少资本开支的同时，在三线及其他城市迅速扩张，抢占市场份额，获取先发优势。

2) 品牌优势——本案作为销售平台，本案的全国性布局网络体系，不管是对处于品牌强化期，还是成长期的家居装饰及家具生产企业，都有较强的号召力。

截至 2018 年，其商场品牌库拥有 2.4 万个品牌，与约 1.1 万家家居品牌工厂和约 4 万户家居产品经销商建立了紧密的合作关系。此外，它还通过建立战略联盟、对外投资等方式，绑定产业链利益。其中，与品牌家居企业签订战略合作协议（优先店铺选择权等），包括领绣、左右家私、美克家居、中策装饰等行业龙头，解决了卖场品牌商户入驻率的问题，以及品牌家居扩张所面临的渠道资源困难。除此之外，它还持有上游制造商欧派家居（4.43%）、诗尼曼（4.99%）、奥普家居、蓝海科技、广州酷漫居等部分股权，利用自身的资源为家居企业进行“赋能”，而成长起来的家居品牌，为其带来客流量，并提升影响力。**两个数据可透视运营能力：通常情况下，其可以在 6 个月内完成新商场的招商，开业时出租率（实际出租面积除以商场经营面积）通常超过 90%，充分体现了其品牌影响力及招商运营能力。**

图 43：出租率保持在 95%



图：美凯龙出租率（单位：%）来源：国元国际

综上，本案作为行业龙头，随着门店扩张，可以进一步扩大市场占有率。此处，《并购优塾》

假设其远期市场份额匀速递增,逐步增加到家得宝在美国连锁家居商场的市场份额 24.9%。

市占率因子解决后, 还需要研究另一大因子: 转化率, 未来将会如何?

— 08 —



转化率



转化率, 需要从三方面看: 1) 自营模式转化率; 2) 委管模式转化率; 3) 自营、委管模式结构占比。

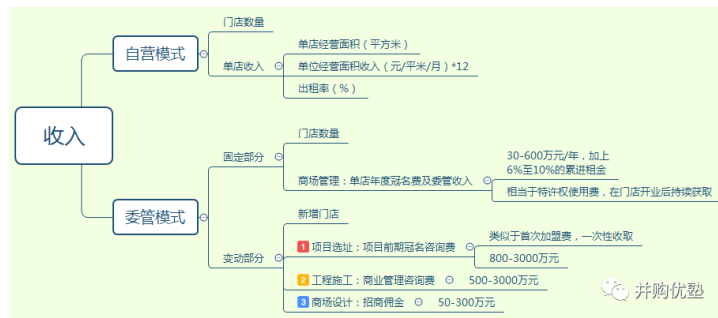


图: 收入构成影响因素拆分 来源: 并购优塾

一, 先看自营模式转化率。具体可以通过 “ $\text{自营收入} / \text{自营商场 GMV}$ ” 测算, 大致在 25% 左右。由于上文已经预测 GMV, 因此重点看自营收入。根据  $\text{自营收入} = \text{门店数量} * \text{单店收入}$ , 其中:  $\text{单店收入} = \text{单店经营面积} * \text{单位面积收入} * \text{出租率}$ ; 由于门店讲究选址, 而随着核心地段趋于饱和, 新增门店的速度大概率会下降。由于本案出租率已经达到较高水平, 而门店经营面积较难判断 (标准店 10 万平方米), 因此重点看租金水平的提升。

一般来说, 其自营商场的租赁及管理收入, 属于可预测的稳定经常性收入, 租金每年按照 3-8% 增长, 如宏观环境不景气时, 会降低租金增速。但是, 由于其新开门店区位优势不如处

在核心区域的成熟门店，单位经营面积收入呈下降趋势（127元→107元）。未来随着持续开店，预计仍将持续这一趋势。

**二，其次看委管模式转化率。**具体可以通过“ $\text{委管收入} / \text{委管商场 GMV}$ ”测算，大致在5%左右。

委管收入可以分成固定部分和非固定部分：其中，固定部分主要是年度冠名费及委管收入（在委管收入中占比约40%）主要向已开业商场收取，与**已开业门店数量**直接相关，考虑门店下沉影响，单店收入也有下降压力。

变化部分包括：前期冠名咨询委托管理费用、工程项目咨询费用、以及商业咨询费及招商佣金，与**新增门店数量**以及建设周期相关，年度波动较大。

**三，看自营与委管模式的结构走向。**本案对外扩张，实行明确的战略性布局策略，自营商场主要布局于全国一、二线城市，委管商场则快速占领三四线城市市场，目前其渠道下沉力度较大，因此，委管模式占比仍然会上升。

由于委管模式转化率低于自营模式，因此，综合来看，本案转化率提升空间不大，甚至可能会继续下降，此处，我们设置情景分析：*1、乐观假设，转化率从2018年的9.8%匀速下降至京东货币化率均值5%（同时大致相当于委管模式转化率），背后的逻辑是京东第三方销售以家电为主，而线下平台成本理论上高于线上电商平台，因此转化率大概率不会低于线上平台。此外，考虑2020年年初意外事件影响，假设免租一个月，涉及的租金及管理费约为5.3至5.9亿元，故调低2020年转化率0.05%。*

*2、悲观假设，2019年至2023年，转化率从2018年的9.8%，下降至京东货币化率均值5%，之后维持不变，2020年同上。*

**除了上述主营业务，本案还有部分其他业务，主要包括建造施工及设计，商品销售及家装收入，非主营业务，我们仅做简单预测。**

## — 09 —

**互联网，新零售**

前文提到，未来线上线下渠道融合将成为趋势，因此，我们重点看互联网家装。2017年，互联网家居家装行业市场规模达2461.2亿元，同比增长26%，高于实体零售增速（8.5%）。本案通过子公司家倍得，在家居商场内开设自营家装门店，向消费者提供家居设计及装修一体化服务。截至2018年底，本案在北京、天津、上海等13个城市线下经营40家家装门店。

另一方面，其通过美凯龙APP实现互联网零售。并且，2019年5月，阿里以43.59亿元全额认购其发行的可转换债券，如果全部转股，阿里相当于持有其10%的股份（此外，还收购美凯龙在港股的股份3.7%）。双方签订了战略合作协议，未来将在新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、门店复合业态、支付系统、信息共享七大领域进行深度合作。

*此处，简单假设商品销售及家装业务，2019年收入增速从行业增速26%匀速递减至6%；建筑施工等业务增速保持GDP增速6%不变。*

**综上，收入预测完毕，不过，一种分析方法下的收入预测结果，可信度有限，因此我们从其他角度与其进行交叉印证。**

— 10 —



逻辑，印证



上述预测结果中，乐观情况下近三年增速分别为 **16.27%**、**14.63%**、**14.69%**，来看看其他方法下的增速情况。 **方法一，季报反推法**——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季度营业收入与全年收入占比（单位：亿元、%） 来源：并购优塾

从历史波动图来看，其前三个季度收入占年度收入比例的均值约为 71%。由此，大致可倒推出 2020 财年收入约为 166.54 亿元，同比增速约 **16.95%**，计算公式：2020 财年收入 = 前三季度收入 (142.40 亿元) ÷ 71% = 166.54 亿元。此处计算数据，与我们上述预测增速差异不大。

**方法二：内生增速**——按照公式：内生增速 = 净资产回报率 \* (1 - 分红率)，本案上市不久，2018 年分红率为 21.41%，ROE 为 10.9%，内生增速为 8.56%。其中，ROE 较低主要是投资性房地产采用公允价值法核算，占资产比重较高，导致总资产周转率较低。

**方法三：外部分析师预测增速**——根据 WIND 一致预测 (11 家机构)，本案 2019 年至 2021 年的收入增速分别为 17.57%、14.51%、14.08%，归母净利润增速分别为 7.35%、10.88%、9.75%。其中：华西证券预测收入增速为 18.53%、14.00%、13.05%，华创证券预测收入

增速分别为 16.44%、15.40%、14.45%，申万证券预测收入增速分别为 18.52%、16.79%、18.60%，兴业证券预测收入增速分别为 18.08%、18.13%、16.46%，中信证券预测收入增速分别为 15.25%、13.72%、14.53%，国泰君安预测收入增速分别为 18.42%、16.25%、13.00%。整体来看，我们的预测增速与机构数据差异不大。

**至此，收入部分预估完成。接下来，我们还必须仔细研究另一件重要的事——本案每年要花掉多少钱？这些钱，未来又会花在哪里？**

— 11 —



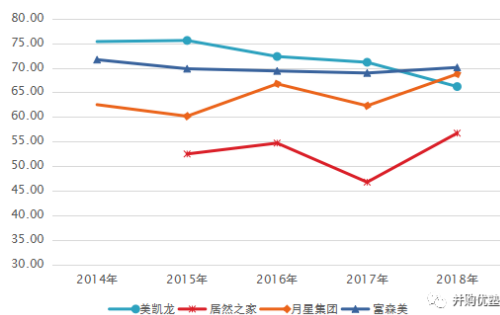
**核心，盈利能力**



先看毛利率，2014 年至 2018 年，毛利率从 75.35% 下降至 66.20%，主要是毛利率较低的委管业务占比提升。

同时，由于委管商场主要分布在三四线地区，占比超八成，在低线城市扩张的委管商场盈利能力较弱，加上业务拓展导致人员成本上升，委管商场相关业务的毛利率也逐渐降低，从 2014 年的 77%，降低至 2018 年的 60%。

此处，也能看出本案扩张的思路：一二线等盈利能力强的地区，以自营为主；三四线等盈利能力稍弱的地区，以委管模式为主。这样的单点扩张模式，之前我们在对**宋城演艺**的报告中，也做过分析，具体可参看“优塾核心产品一：专业建模报告库”。



图：毛利率 来源：并购优塾

由于家得宝（毛利率 34%）、宜得利（毛利率 50%）等海外企业与本案模式不同，因此主要对比国内同行业来看，本案毛利率处于较高水平，主要是其自持物业较多，这部分作为**投资性房地产**，以公允价值模式核算，不计提折旧，整体成本较低。

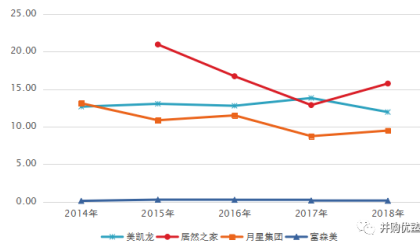
而居然之家租赁物业较多，租金（计入营业成本）较高，因而拉低了毛利率。富森美立足于成都区域市场，区域竞争力强，毛利率较高。

综上，随着渠道下沉加速，短期毛利率仍有下降压力，2019 年前三季度，其营业成本占收入的比重为 73.71%，较上年同期上升 0.9 个百分点，因此，《并购优塾》假设本案 2019 年营业成本占收入的比重上升 1 个百分点至 33.96%，且之后每年上升 1 个百分点。

**接下来，再看销售费用率**——此项整体比较稳定，在行业处于较高水平，主要是其持续采用委管模式扩张，为了保持全国范围内的品牌影响力、吸引新品牌商户，企划宣传和市场营销开支等较高。

富森美整体销售费用率较低，主要是其以“富森”市场品牌为中心，在重庆、成都等区域开展集合式营销（以市场为主导，商户共同参与）。

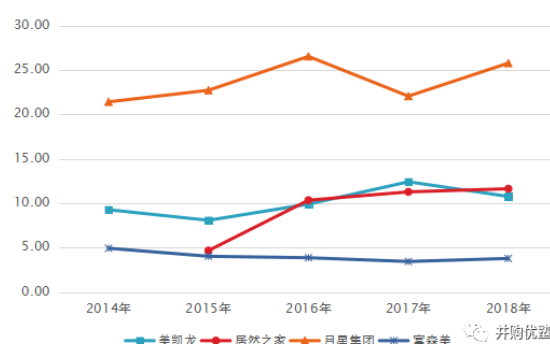
商场网络规模的持续扩张，有赖于消费者对其品牌的信赖和认可，尤其是委管商场的轻资产业务模式的价值创造核心，在于向合作方输出品牌冠名并提供全套解决方案。因此，预计本案未来销售费用率仍将保持较高水平。



图：销售费用率（单位：%）来源：并购优塾

2019 年前三季度，本案销售费用率为 12.8%，较上年同期上升 1.5 个百分点，此处，《并购

《优塾》假设，2019年销售费用率在2018年基础上上升1.5个百分点，之后保持不变。管理费用率方面，在行业中处于较高水平，且呈上升趋势，主要是其建立了较庞大的总部管理体系和管理人员规模，以形成精细化、标准化的管理模式。此外，其围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的定位，着力孵化和发展家居产业链相关拓展性新业务体系，因此加大了相关人员投入和业务开支，造成管理费用相应增加。



图：管理费用率（单位：%）来源：并购优塾

2019年前三季度，其管理费用率9.98%，基本与去年同期持平，此处，《并购优塾》假设其管理费用率保持近三年均值。

至此，利润表的预测还没有结束，影响本案净利润的关键科目——公允价值变动损益需要仔细研究（占利润总额的比重高至30%以上）。而在此之前，我们需要预测影响自由现金流的核心项目——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱？





截至 2018 年末，本案经营 80 家自营商场（**2019 年底为 87 家**），其中**自持物业 53 家**，其将自有商场相关房屋建筑物及对应土地使用权、专用设备及装修改造支出，均计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量（主要依据未来租金回报进行折现）。

与本案不同，同行业 A 股上市公司富森美采用成本法，对投资性房地产进行后续计量，两种计量方式对报表的影响主要体现在：

- 1) 成本费用：成本模式下，需根据资产原值及预计使用年限，计提折旧摊销；而公允价值模式下不需要计提；
- 2) 非经常性损益：成本模式下，投资性房地产公允价值的变动（评估增值部分）不计入当期损益，而公允价值模式下需要计入当期损益。

因此，影响本案投资性房地产账面价值的因素主要有：

- 1) **新增购置**；2) **并购增加**；3) **处置减少**；4) **公允价值变动损益**。

其中，前三项与自有物业数量相关，第四项公允价值变动损益主要与**租金水平、出租率**等因素相关。

2018 年，投资性房地产账面价值 785.33 亿元，占资产总额的比例超过 70%，此处，我们具体预测如下：

- 1) 随着其继续投资建造新的自持物业，预计投资性房地产规模仍会继续增加，但考虑委管商场规模增长较快，且优质资源具有稀缺性，因此自持物业增速会逐步放缓。*假设投资性房地产净增加/营业收入，从近三年均值 33.05% 匀速降至 3%（与远期收入增速同步水平）。*
- 2) 预计未来出租率仍能维持高水平，租金保持稳定增长，自有物业会继续贡献平稳的收益增长，*假设公允价值变动损益/期初投资性房地产（增值率）保持 2018 年水平 2.6%（大致相当*

于CPI增速。此处是个调研点，需要重点关注，未来增值如果为CPI附近则为合理水平，如偏高或偏低，都需要做调研。

具体估值结果如下表：

单位：亿美元（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
投资性房地产															
期初值	508.94	551.17	613.61	669.48	708.31	785.33	860.47	939.25	1021.08	1103.69	1185.38	1264.26	1338.37	1405.78	1464.67
本年购置	29.53	32.00	30.04	40.00	28.49										
因处置等减少	(5.92)			(28.82)		54.97	56.66	57.70	55.37	53.32	48.42				
因收购等增加		20.34	8.29	7.67	30.33										
公允价值变动	18.62	10.10	17.54	19.96	18.20	20.18	22.11	24.13	26.24	28.36	30.46	32.49	34.39	36.12	37.63
期末值	551.17	613.61	669.48	708.31	785.33	860.47	939.25	1021.08	1103.69	1185.38	1264.26	1338.37	1405.78	1464.67	1513.49

图：投资性房地产预测结果 来源：并购优塾

此外，本案还有少量固定资产、无形资产，由于比重较小，我们简单预测，具体见我们在“专业版建模报告库”中发布的Excel估值建模表。

至此，本案花钱的地方已经挨个梳理清楚，但还有一个变量需要考虑——在产业链上，它的话语权到底如何？它能否占用上下游资金，以增强自身现金流？

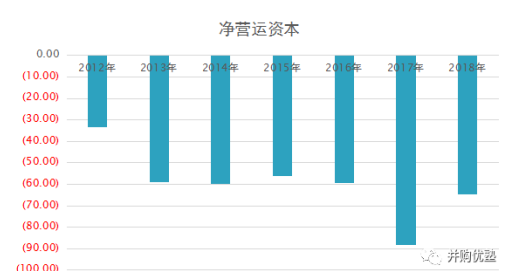
— 13 —



巨头，话语权



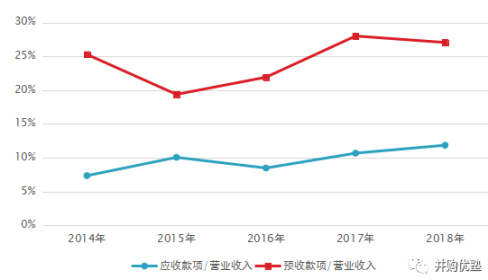
本案营运资本一直为负数，意味着超强的产业链话语权，这一点，和美股零售龙头家得宝、好市多、沃尔玛类似。对本案，我们重点看应收款项、预收款项、应付账款以及预付款项。



1) 应收款项——主要是应收的与委托经营管理商场收入相关的款项，租金及管理费作为收

### 入主要来源，一般向商户预先收取，相关收入形成的应收账款较少。

应收账款余额占各期营业收入的比例，有上升趋势，主要因为随着其加大委管业务拓展力度，新增签约和开发的委管商场数量持续增长。同时，各项目合作方的资金状况和回款速度存在差异，部分商场于开业前确认的项目前期冠名咨询委托管理服务收入，由于开发建设进度延迟等因素而未能及时回款，导致相关应收账款占比上升。



预计随着委管商场增加，应收款项占比仍会上升，2019年前三季度，其应收账款余额为 20.67 亿元，较上年同期下降 2.3 亿元，此处，《并购优塾》假设 2019 年应收占比下降至近三年均值 10.34%，之后回升至 2018 年水平并保持不变。

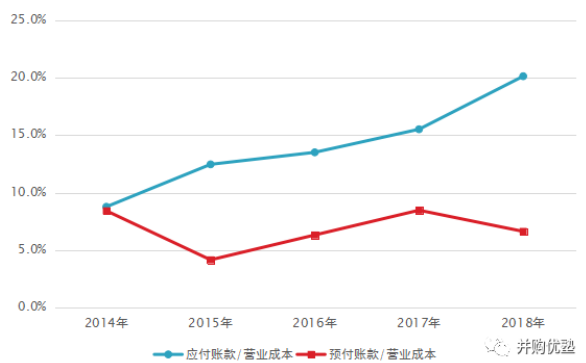
### 2) 预收账款——主要是预收的租赁及管理收入，以及与委托经营管理商场相关收入，整体同样呈上升趋势，主要是预收租金、商业咨询费等增加。

其中，2015 年有所下降是因为部分预收前期冠名咨询管理费达到收入确认条件，同时当年新签订合同产生预收款项有所下降。

2019 年前三季度，其预收款项（含合同负债）余额为 30.66 亿元，基本与去年同期、上年余额持平，此处，《并购优塾》假设其预收款项占比保持近三年均值。

### 3) 应付账款——主要包括与市场营销、促销活动相关的广告费，以及材料采购款、部分项目工程款。

应付账款占比有所增加，主要是随着经营业务规模扩大，相关工程劳务等采购成本上升，以及品牌宣传的广告投放力度加大，与之相关的应付账款有所增长所致。《并购优塾》假设应付账款占比保持近三年均值。



#### 4) 预付款项——主要包括预付租赁商场租金、货款、工程款、广告费等，占比较小，且波动不大。

2019年前三季度，预付款项 4.85 亿元，同比增长 40.13%，大于营业成本 27% 的增幅，

*此处假设预收款项保持近三年均值。*

研究到这里，估值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。

— 14 —



### 基本面，总结



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

- 1) 未来增长空间——很多人担心家居行业没增长，其实根本不用担心。2018年，我国家居装饰及家具零售市场的零售销售金额增至人民币 33,045 亿元，同比增长 11.9%，未来五年的年复合增长率(CAGR)预计在 10.9%，行业增速高于中国宏观经济整体增速。即便城镇化率达到美国的水平，以美国情况来看，即便在行业成熟期，龙头公司仍可维持 5% 的增速。

2) 收入驱动力——宏观层面看两大因素：城镇化进程、居民收入水平增长，微观层面主要看三大因素：市场份额提升、门店数量增加、单位租金收入提升。

3) 回报分析——2016年至2018年，其剔除现金后的 ROIC 分别为 6.1%、6.2%、8.4%，主要是有息负债较高，以及投资性房地产采用公允价值模式，导致留存收益较高。整体来说，其商业模式有商业地产行业的属性。

4) 核心护城河——家居家装具有重平台、轻品牌的特点，本案是我国家居连锁商场行业全国性龙头，护城河主要在**渠道、品牌**。其采用自营和委管两种模式，且自营模式占据一二线城市核心地段，具有区位上的先发优势，近三年出租率高于 96%。

5) 竞争格局——家居家装行业非标准化程度高，全产业链集中度都较低，从分销渠道中的连锁门店来看，2016年前五名合计占比仅 28.53%，其中本案处于首位，为 11.82%，其次为**居然之家、月星集团**。

6) 风险因素——A：财务层面，有息负债较高，投资性房地产核算方法可能导致利润波动；B:股东层面，大股东质押股份比例 35.11%；C：行业及公司层面，一是地产调控政策，以及精装修等负面影响；二是经济增速放缓，居民消费意愿下降，对于可选消费更为谨慎；三是新零售开展不及预期；四是今年年初的意外事件。

**至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告关键的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格.....**

**如需获取本报告全文**

**以及部分重点公司详细估值建模表，**

**请购买科技版报告库，**

**以金山办公、九号智能、埃夫特为例，**

**估值建模部分，样图如下：**

### 以金山办公为例，经配平后的资产负债表预测样图：

金山办公									
资产负债表 Balance Sheet									
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>本表假设</b>									
非核心资产（流动）					10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
非核心资产（非流动）					0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
其他长期经营性资产					0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
长期经营性负债					0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
货币资金	0.65	1.37	3.15	1.66	1.87	3.86	8.41	10.91	13.91
应收款项	0.68	1.36	1.55	1.76	2.27	2.84	3.42	4.07	4.81
预付款项	0.03	0.01	0.11	0.04	0.06	0.01	0.11	0.13	0.15
存货	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.02	0.03	0.03
其他经营性流动资产	1.00	0.49	0.21	0.15	0.21	0.28	0.34	0.41	0.48
非核心资产（流动）	1.83	2.05	3.86	8.49	10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
流动资产合计	4.20	5.29	8.89	12.11	14.90	17.47	22.78	26.02	29.86

### 以九号智能为例，现金流量表预测样图：

九号智能						
现金流量表 Cash Flow Statement						
(单位为亿元人民币，特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>						
净利润				7.7	10.2	12.1
折旧				0.2	0.2	0.2
摊销				0.3	0.3	0.3
财务费用				1.2	0.9	0.6
(非经常性或非经营性损益)				0.0	0.0	0.0
经营性营运资金减少				-1.0	-1.4	-1.3
长期经营性负债增加				0.2	0.3	0.3
经营活动现金流				8.5	10.5	12.1

### 以埃夫特为例，利润表预测样图：

埃夫特							
利润表 Income Statement							
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
				1	2	3	4
<b>本表假设</b>							
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务成本/主营业务收入	82.74%	87.47%	85.54%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
税金及附加/主营业务收入	0.79%	0.64%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
销售费用/主营业务收入	5.36%	5.63%	4.57%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
管理费用/主营业务收入	11.31%	11.89%	11.04%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用/主营业务收入	6.94%	6.52%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
其他经营性损益	0.29	0.47	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
非经常性损益	-0.18	0.47	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
所得税率	-10.64%	0.00%	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(0.01)	(0.09)	(0.03)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74

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，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，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“核心产品二：科技版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys\_dsj

— 15 —

除了这个案例，  
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

**价值洼地、安全边际**，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。



无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

**我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。**

**【版权与免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

**【数据支持】** 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。