

在未来几年的时间里，消费升级将是贯穿始终的一个非常重要的投资领域，而定制家居板块，在我们看来则是消费升级领域里最闪耀的珍珠；

虽然这么说，我们却发现，家居定制板块从去年密集上市到现在就一直争议不断，这个板块从之前只有索菲亚一家，到现在欧派，金牌，志邦等 8 家公司齐聚一堂，而且后面还有还在 IPO 排队中的顶固等公司，不少人都在担心竞争加剧，坐等着几家公司上演撕逼崩盘的好戏，重温当年家纺行业的轨迹，但真的会这样么？看好家居定制板块的核心逻辑又是什么呢？我们不妨从定制板块的生意模式开始切入；

1.家居定制板块商业模式

我们投资是为了形成连续的复利，从而在未来达成财务自由的目标，而评价一个行业好不好，首先要考察的其实就是他的商业模式，商业模式优秀，则公司的雪道会足够的长，未来形成超长期复利的可能就越大；也就是说，投资于商业模式优秀的公司，我们才更可能达成目标；

在我看来，在目前 A 股的上市公司里，家居定制商业模式仅次于白酒；白酒公司先款后货，产品放在经销商手里，而就算在自己手里的时候，形成的存货也不会贬值甚至还会升值，在这种情况下，白酒公司只要做好销售即可，其担心的最大风险就只有食品安全的黑天鹅了，连反腐造成的打击都可以通过时间和拓展消费渠道的方式逐渐化解；

我们再来看家居定制，首先这个行业也是先款后货的，他也是由经销商直面 C 端客户，先收钱，再发货；有兴趣的各位可以翻一下各家公司的资产负债表，你可以发现这些公司虽然负债率都很高，但大多几乎没有一分钱是需要付利息的，都是来自经销商的押金，预收款，在产业链中极尽主导地位；

而说到预收款我们不妨算一笔账，以厨柜为例，欧派，金牌，志邦目前一套厨柜在市面上销售的平均单价大约 2 到 2.5w 左右，经销商加价率在 100 到 130% 左右，也就是对应的出厂价大约 1w 元左右，而各家的毛利率大约在 35 到 40% 左右，也就是说，一套厨柜的成本大约在 6000 元左右，正好和 30% 左右的定金相当——也就是说，当一个客户刚刚下单交了定金以后，家居定制企业就已经提前收回成本了；而家居定制的关键就在于有订单，交定金以后，厂家才会备货生产，公司手里的存货除了原材料以外，大部分都是已经有主的产品，因而不会存在积压贬值的情况，这在市场情况出现恶化的时候对经销商和公司自己是一种非常有利的保障，同时也使得家居定制公司的资金利用率远远超过普通的成品家具企业，这是家居定制相对于成品家居行业的一个重要壁垒；

其次呢，我们可以观察下这个行业的投入产出比，查看各公司 IPO 募投产能的情况我们可以发现，投建一个年产值 10 到 15 亿的产能基地仅需要 1.5 到 3 亿左右投资，而建成时间仅需一年左右——也就是说，只要网点扩张、经销商维护开发工作做的足够好，公司的产能是不会成为制约公司发展的天花板的，而且投入产出性价比超高，远强于普通的制造业；

另外要多说一句的事，像今年新上市的金牌志邦这些公司，你可以发现虽然他们都在大兴土木建造新产能，但账上的现金不但没减少，甚至还变多了，IPO 募来的钱也都进了银行买成了理财——这些公司压根不缺钱，他们上市的目的只是为了增加个以资本运作的平台，能够用股票留下经销商，收购上下游，同时成倍的扩大老板的财富，在这种情况下，我们和公司管理层的利益目标是一致的，这使得我们买入公司的股权后，更有希望获得很好的回报；

第三我们则不妨来看看家居定制板块其他方面的壁垒，很多人觉得这个行业很

简单嘛，不就是上门安个家具么，有啥难的？产品看起来同质化也很强，壁垒到底在哪呢？实际上我要说的是，这个行业其实是不容易的，表面产品的同质化，造成了人们的误解——事实上，这是个制造、IT 和品牌的结合体，特别制造和 IT，这两者是有冲突的，看起来简单，实际门槛不低。

举个简单的例子，索菲亚从 2014 年中即开始涉足跨界进入厨柜行业，但是干了整整 3 年了还没能盈利，今年 Q3 司米橱柜的营收增速甚至只有 14%；而厨柜公司这几年纷纷跨界进入衣柜行业的试水则很成功，比如老大欧派这部分业务的体量甚至都快从 0 赶上索菲亚了，志邦（两年即盈利）金牌（第一年就开了 100 个店铺）这部分业务的进展也很顺利，就连皮阿诺这种 3 线品牌，衣柜业务虽然没做大，也早早就开始盈利了——这种状况既是由于 IT 和制造的结合不过关造成的，IT 不过关，会造成公司返工率增加，一般返工一次，该次业务的毛利率就会减少一大半，返工两次基本就白干了——如何降低返工率，这是目前掩藏在同质化表面下的，家居定制公司最大的壁垒，而这是目前的市场并没有意识到的问题，这将会在未来几年被逐渐发掘出来，并成为这个行业存在的最大的预期差；

说完商业模式和壁垒我们再来看看下一个问题，关于降价；

很多人比较担心，家居定制公司最近扎堆上市，还都在扩建产能，那未来会不会产生价格战呢？之前我们说到预收款的时候算了笔账，我们接下来不妨继续算一算；

首先重述下刚才的数据：一套厨柜在市面上销售的平均单价大约 2 到 2.5w 左右，经销商加价率在 100 到 130%左右，也就是对应的出厂价大约 1w 元左右；目前大部分公司的净利润率都在 10%~13%左右，也就是说，一套产品家居定制公司能够赚到 1000 到 1300 元；除非发生革命性变革，让各家公司的毛利率可以大幅提升，否则，实际每家公司每套产品降价的幅度也就只有 200 到 300 元左右；折合回市面售价，即每套仅降价 1%左右，可以说是毫无意义，也就是说，从这个角度来看，厂家本身毫无降价空间。

那么对于经销商呢？经销商每套的毛利大约在 1w 元左右，其中店铺人工等成本占 8000 元（设计师很贵的，而且人力会越来越贵！），一个门店一年卖 100 套橱柜，净赚 20 万元；经销商开个夫妻店，劳心劳力一年只挣 20 万。如果还让他们让利的話，那么迎来的结果多半是渠道崩溃；

从这两个角度来说，其实家居定制公司本身基本不存在降价空间；但由于他们的资金利用率已经撑到了极限，他们打击的对象，实际是行业里的其他公司，比如成品家具厂商，小型的其他家居厂商等——而事实上，我国目前家居定制行业的 CR5 只有 10%左右，美国的 CR5 水平在 50%左右，欧洲也在 40%左右，未来国内龙头企业还有着巨大的上升空间——且不说目前增量市场还在持续扩大，就算是只关注存量市场，小公司和成品家居公司不死光，家居定制企业之前就很难发生实质意义的价格战。

当然，如果严谨一点，其实家居定制企业之间目前也是有价格战的——这种价格战集中在大宗业务中，也就是给地产商做精装修服务的过程中；不过有目前国内精装修房的比例还比较低，而房屋限价的政策要求也在一定程度上打击了精装修房的供给力度，因而这种挤压至少在 2,3 年后才会对家居定制企业产生一定的影响；

那么说到这，我们就已经对家居定制行业有一个比较清晰的认识了，我们接下来不妨探讨下到底那部分业务才是家居定制行业的入口？这个入口存在的意义是什

么？

在刚才讨论壁垒的时候我们已经提到过，橱柜行业相对于衣柜，木门等其他领域其实是存在着更好的壁垒作用的——即做橱柜的可以跨界进入衣柜、木门、地板、壁纸等等行业，而衣柜、木门等企业却很难进入橱柜领域，这就使得几家经营橱柜的公司相对其他家居定制公司有了一个很好的入口；

这个入口目前来看还没有很好的显现效力，但欧派其实已经在作出表率了，把握橱柜在家居定制行业的入口效应，会导致橱柜公司可以轻易进行跨界，把每家门店都包装升级为真正的一站式购物中心，各类产品一应俱全，这种情况可以使得店铺很轻松的提升单店营收额，同时分摊店租人工等渠道成本，而中小型的家具商以及成品家居企业却难以做到这点；

而且，这种建立在大量线下经销渠道上的入口效应，会导致其他销售单品类的店铺在价格上完全无法竞争，比如全品类家居定制公司对木门部分进行降价优惠，专门经营木门的公司就只能选择跟随降价，这基本是一种降维式的打击——家居定制公司可以通过价格定向打击单品店，但单品店只能跟随却完全无法报复，这种结果必然会导致大量的单品店彻底退出竞争。

说到这我们不妨总结一下，家居定制行业是个具有先款后货，未生产既收回成本，产能投建性价比极高，管理层意图与投资者方向一致，具有隐形壁垒从而造成预期差，且市场广阔，相对其他成品家居类公司具有超强竞争力的行业，那么这个行业未来的上限到底在哪呢？

我们不妨先来引用一段金牌橱柜总经理潘孝贞的判断：“定制家居行业的风口还能定制家居行业的风口还能持续 5 到 10 年，期间整个行业肯定能保持不低于 20% 的增长率”——当行业持续 20% 的增速发展，龙头企业就更有希望收获 30%，乃至 40% 的长效增速了；

而从人口情况考虑，根据 2010 年人口普查的结果，我们可以看到 2020 年适婚人群的比例为 27.5% (20 到 39 岁)，即 3.68 亿人口 (2010 年人口总数为 13.4 亿)；

而根据券商数据，2015 年定制橱柜的渗透率为 60% 左右，且每年的增长率约为 3% 左右，则 2020 年以后其渗透率将超过 80%；

以此计算，则 2020 年至 2030 年间每年的需求约为 1500 万套 ($3.68 \text{ 亿} / 2 * 80\% / 10 = 1474$)；

对比美欧中橱柜行业，美国 CR5 高达 50%，欧洲 35%，我国 CR5 目前仅为 10%，假设 2020 年前后全市场集中度介于欧美之间，来到 40% 左右，而第三名的市占率达到 10% 左右，则进入稳定期后每年的销量大约在 150 万套左右，对应的营收规模约为 130 亿左右，考虑规模效应，届时净利润率若维持在 13% 到 15% 左右，则橱柜业务净利润为 17 到 20 亿左右；若其他品类能做到橱柜业务的 80%，则总体净利润约为 30 到 36 亿，考虑到行业现金流一流，给予 20PE，公司市值上限或将达到惊人的 600 到 700 亿规模。

因此我们不难看出，这个行业将是个成长期很长，上限很高，非常值得长期重注投资的机会，而我们的投资思路也如上述所示——深入理解商业模式，先于市场介入，从而获得超额收益。