

宜华木业 (600978.SH) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

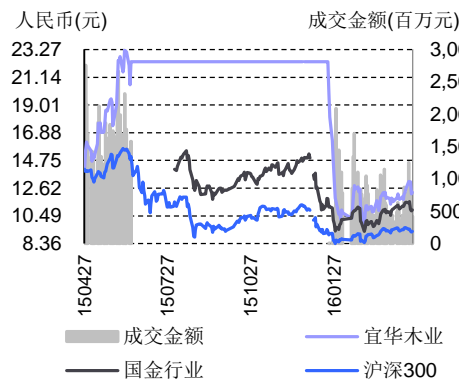
市场价格(人民币)：12.30元

“Y+生态系统”融合协进，家居产业巨轮启航

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,482.87
总市值(百万元)	18,239.30
年内股价最高最低(元)	23.29/9.86
沪深300指数	3174.90
上证指数	2959.24



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.36	0.42	0.55	0.68	0.83
每股净资产(元)	4.30	4.61	5.04	5.33	5.96
每股经营性现金流(元)	0.40	0.71	0.38	0.53	0.66
市盈率(倍)	17	54	24	19	16
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	70	70	70
净利润增长率(%)	29.04%	16.26%	32.68%	23.37%	21.60%
净资产收益率(%)	8.31%	9.00%	10.94%	12.76%	13.86%
总股本(百万股)	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月21日，公司于上海举行Y+生态系统融合协进暨“家+美乐乐”战略发布会。主要内容包括：1) 美乐乐现状及发展规划介绍；2) 美乐乐与华达利战略合作签约；3) 乐美生活O2O移动运营平台发布；4) 克路德机器人演示；5) Y+生态系统各企业实体产品展示及现场体验。

评论

- “Y+生态系统”融合协进，奠定公司长期发展基础：“Y+生态系统”已经成功打通家居全产业链。公司正在着力协调成员企业的协同发展，并且已经初见成效，2015年，公司国内销售营收同比增长36.7%。未来看，生态系统的协同效应以及并购中的华达利3年业绩承诺，将确保公司中短期的业绩稳健增长。而系统一体化服务提供商布局的逐渐完善，以及供应链体系的构建，将打开公司中长期盈利增长空间。同时，系统内各成员企业都已确定了明确的上市或挂牌计划，公司的股权投资将获得有效增值。

- 美乐乐：推出定制商城和移动O2O平台，实现四个“更多”：美乐乐2016“家+美乐乐”战略的核心是实现“更多门店、更多产品、更多流量和更多资源”。1) 推出家居定制平台(dz.meilele.com)，目前已有艾依格和KD等3家优秀定制企业入驻，首家线下定制体验馆也已开业。未来，还将引入众多不同领域的不同特点品牌商，通过打通与定制企业之间的联系，整合优质定制资源，满足消费者的全屋定制需求。2) 美乐乐认识到流量从PC端转向移动端的大趋势，推出基于微信公众号的移动O2O技术平台，抢占移动端市场。这个平台以微信公众号作为客户获取渠道，以顾客为核心，通过“红包”等“圈粉”方式吸引潜在客户，结合公司业务实现48小时互动式精准营销服务，随时保持通过优惠券等形式吸引客户入店，形成有效的O2O闭环，从而解决了公众号与公司运营脱节的行业难题。O2O技术平台打破了传统客户主导的家居消费方式，转型成为卖家(店员)引导型消费方式，从而提升家具销售的成单率。3) 与喜临门共同打造的新品床垫“Hey美人”深睡床垫，结合天然乳胶床垫、记忆棉床垫以及3D材料床垫等优势，价格约为市场同档次产品的一半。4) 与华达利签署战略合作协议，华达利正式入驻美乐乐互联网家具销售平台。华达利将为美乐乐在线上提供专供产品“KOKUNN系列”，并将引入更多国际化的终端品牌和产品。

- 爱福窝：将3D云设计平台升级为线上VR设计平台，打造家居设计新体

相关报告

- 《宜华木业2015年年报点评-Y+生态系统整合提效、出口业务恢复...》，2016.4.20
- 《控股股东出手增持，看好公司长期价值-宜华木业点评报告》，2016.1.26
- 《品牌提升价值，营销改革体现增长拉-宜华木业点评报告》，2016.1.20
- 《打造“Y+生态系统”，实现国内市场突破-宜华木业点评报告》，2015.8.21

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

验。爱福窝是 3D 技术研发应用的领先企业，通过量房宝、设计宝、导购宝、流量宝以及品牌宝等产品，实现线上整合服务与线下渠道实现优势互补。而虚拟现实技术在家装设计领域的应用，不仅能提升客户体验度（足不出户感受家装效果），同时虚拟现实技术实时修改、即时呈现效果的特性，能够有效避免因方案修订导致设计周期延长的问题，并且成功消除传统家装在设计环节的“附加费用”，使客户以经济实惠的方式，获得优质的体验。

- **智能家居+新材料，使家居生活更舒适、更安全。**1) 海尔家居的克路德机器人“哇哦”，采用语音识别、室内地图构建、室内导航和云计算等先进技术，具备远程监控、室内检测和运动控制等功能，能够 24 小时保障家庭成员和家居环境的安全与健康。2) 多维尚书是国内变形家居行业的领导企业，通过增加家具使用功能，以提升房屋使用空间。在 2014 年获得宜华木业的战略入股后，多维尚书不断提升产品质量，并逐步向智能化转变。公司市场定位精准，以小户型、青年白领为主要目标，2015 年成功与 you+ 青年公寓和深圳创客合作，并承接万科、绿地等地产公司小户型房屋样板房装饰工程。2016 年 3 月，公司在深圳开设第一家线下体验店，将深圳作为今年业务发展主要城市，并计划在未来逐步进入各高房价的一线大城市。3) 台湾“健康家”，以天然甲壳素为原料生产除甲醛喷剂和涂料等产品，通过建材、家装，到家居三个阶段实现甲醛控制。“健康家”家用除醛产品将在美乐乐独家发售，而美乐乐也将基于健康家除醛产品，推出室内和汽车上门除醛服务以及具有除醛功效的家具产品。“健康家”将推出智能室内空气监控服务，通过无线传感设备和智能开关控制，配合公司除醛产品，迅速处理和排出毒害气体，保证室内空气洁净、安全。
- **风险因素：**内销市场下行；线上、线下竞争加剧；Y+生态系统整合和管理风险。

盈利预测与投资建议

- 公司产业链布局完整，“Y+生态系统”的有效整合，将促进公司国内业务的跨越式发展，今年以来控股股东的多次增持亦彰显对公司长期价值的认可及维护。我们维持公司 2016-2018 年 EPS 为 0.55/0.68/0.83 元/股（三年 CAGR25.8%），对应 PE 分为 24/19/16 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,091	4,427	4,592	5,125	6,138	7,260	货币资金	1,434	2,221	3,426	2,491	2,685	2,859
增长率		8.2%	3.7%	11.6%	19.8%	18.3%	应收款项	958	1,231	1,286	1,458	1,747	2,066
主营业务成本	-2,800	-2,912	-3,088	-3,447	-4,158	-4,926	存货	1,393	1,764	1,981	1,968	2,375	2,813
%销售收入	68.4%	65.8%	67.2%	67.3%	67.7%	67.8%	其他流动资产	393	442	305	476	574	679
毛利	1,291	1,514	1,504	1,678	1,980	2,335	流动资产	4,179	5,658	6,997	6,394	7,380	8,417
%销售收入	31.6%	34.2%	32.8%	32.7%	32.3%	32.2%	%总资产	48.4%	55.2%	55.0%	54.8%	58.1%	61.1%
营业税金及附加	-36	-48	-41	-47	-56	-65	长期投资	0	0	966	967	966	966
%销售收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,876	3,067	3,276	3,332	3,385	3,435
营业费用	-263	-328	-269	-307	-350	-393	%总资产	33.3%	29.9%	25.7%	28.5%	26.7%	25.0%
%销售收入	6.4%	7.4%	5.9%	6.0%	5.7%	5.4%	无形资产	1,014	1,000	1,027	979	962	945
管理费用	-216	-248	-279	-307	-350	-393	非流动资产	4,447	4,592	5,728	5,280	5,315	5,348
%销售收入	5.3%	5.6%	6.1%	6.0%	5.7%	5.4%	%总资产	51.6%	44.8%	45.0%	45.2%	41.9%	38.9%
息税前利润 (EBIT)	776	890	915	1,016	1,224	1,483	资产总计	8,625	10,250	12,725	11,673	12,695	13,765
%销售收入	19.0%	20.1%	19.9%	19.8%	19.9%	20.4%	短期借款	2,590	2,575	2,342	935	1,246	1,064
财务费用	-284	-243	-186	-30	-11	-11	应付款项	644	820	888	968	1,167	1,382
%销售收入	7.0%	5.5%	4.1%	0.6%	0.2%	0.1%	其他流动负债	448	215	615	378	459	551
资产减值损失	2	-14	-10	0	0	0	流动负债	3,682	3,610	3,846	2,280	2,872	2,997
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	180	163	123	123	123	124
投资收益	0	0	5	1	1	1	其他长期负债	92	98	1,904	1,789	1,789	1,789
%税前利润	0.0%	0.0%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	3,954	3,871	5,872	4,191	4,783	4,909
营业利润	493	633	724	986	1,214	1,473	普通股股东权益	4,665	6,376	6,841	7,471	7,900	8,845
营业利润率	12.1%	14.3%	15.8%	19.2%	19.8%	20.3%	少数股东权益	6	3	11	11	11	11
营业外收支	3	6	4	0	0	0	负债股东权益合计	8,625	10,250	12,725	11,673	12,695	13,765
税前利润	496	639	728	986	1,214	1,473	比率分析						
利润率	12.1%	14.4%	15.8%	19.2%	19.8%	20.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-86	-112	-117	-169	-206	-247	每股指标						
所得税率	17.4%	17.5%	16.1%	17.1%	16.9%	16.8%	每股收益	0.36	0.36	0.42	0.55	0.68	0.83
净利润	410	527	611	817	1,008	1,226	每股净资产	4.05	4.30	4.61	5.04	5.33	5.96
少数股东损益	0	-2	-5	0	0	0	每股经营现金净流	0.58	0.40	0.71	0.38	0.53	0.66
归属于母公司的净利润	411	530	616	817	1,008	1,226	每股股利	0.08	0.09	0.11	0.13	0.16	0.19
净利率	10.0%	12.0%	13.4%	15.9%	16.4%	16.9%	回报率						
							净资产收益率	8.80%	8.31%	9.00%	10.94%	12.76%	13.86%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.76%	5.17%	4.84%	7.00%	7.94%	8.91%
净利润	410	527	611	817	1,008	1,226	投入资本收益率	8.61%	8.05%	6.92%	8.15%	9.19%	10.43%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	221	261	277	254	270	287	主营业务收入增长率	22.20%	8.21%	3.73%	11.61%	19.78%	18.29%
非经营收益	204	245	252	161	64	67	EBIT 增长率	36.15%	14.72%	2.84%	10.96%	20.54%	21.13%
营运资金变动	-165	-442	-92	-676	-556	-606	净利润增长率	36.13%	29.04%	16.26%	32.68%	23.37%	21.60%
经营活动现金净流	670	590	1,047	556	787	974	总资产增长率	8.10%	18.83%	24.15%	-8.26%	8.75%	8.43%
资本开支	-351	-365	-374	123	-306	-321	资产管理能力						
投资	-3	-10	-956	-1	0	0	应收账款周转天数	85	87	96	96	96	96
其他	85	3	29	1	1	1	存货周转天数	179	198	221	208	208	208
投资活动现金净流	-270	-372	-1,301	123	-305	-321	应付账款周转天数	64	67	73	70	70	70
股权募资	0	1,305	0	0	-347	0	固定资产周转天数	216	216	217	193	159	132
债权募资	369	-335	1,793	-1,523	311	-181	偿债能力						
其他	-176	-609	-377	-91	-252	-299	净负债/股东权益	28.60%	8.10%	12.08%	4.74%	5.96%	1.33%
筹资活动现金净流	194	361	1,416	-1,614	-288	-480	EBIT 利息保障倍数	2.7	3.7	4.9	33.4	111.0	140.0
现金净流量	595	580	1,162	-935	194	173	资产负债率	45.84%	37.76%	46.15%	35.90%	37.68%	35.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

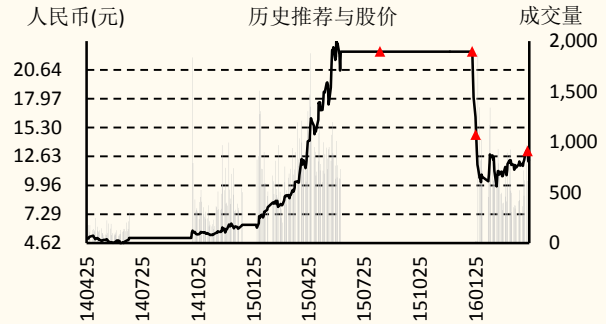
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-21	买入	22.33	28.00
2	2016-01-20	买入	22.33	N/A
3	2016-01-26	买入	16.28	N/A
4	2016-04-20	买入	13.12	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD