

# 宜华生活 (600978.SH) 家用轻工行业

评级：买入维持评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.36 元

目标价格 (人民币): 17.33 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 23.29/9.86

沪深 300 指数 3178.79



## 泛家居一体化成型，家居航母扬帆起航

### 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	0.58	0.74	0.93
每股净资产(元)	4.30	4.61	5.06	5.40	6.11
每股经营性现金流(元)	0.40	0.71	0.41	0.60	0.78
市盈率(倍)	17	54	20	15	12
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	29.04%	16.26%	39.08%	28.25%	26.08%
净资产收益率(%)	8.31%	9.00%	11.42%	13.73%	15.28%
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，股价为 2015 年 11 月 28 日收盘价

### 投资逻辑

- **“泛家居”产业链的深度整合者。**公司传统业务是以自有品牌出口实木家具为主。从 2014 年起，公司陆续投资参股家居电商、定制、工装、线下、金融、智能、设计和装修以及变形家具、软体家具和家居健康等领域的企业，打造“泛家居”产业链的 Y+生态系统，力图实现国内市场的弯道超车。同时，公司拥有丰富的海内外林地资源，是国内少有的纵贯“人工造林、林地采伐、木材加工、产品研发、生产制造、销售网络”完整产业链型一体化经营模式企业。
- **泛家居生态引领行业转型变革：**随着房地产行业已走过黄金发展期，家具行业整体亦步入中速增长时代。家具行业进入壁垒低，呈现多、小、弱的特征，产品同质化较为严重。龙头企业携竞争优势进行行业资源整合成为突破发展瓶颈的重要手段，并购和重组将是行业未来的发展主题之一。传统消费痛点与行业困境并存，“互联网+泛家居”应运而生。
- **三大因素驱动盈利增厚：1) “泛家居” Y+生态系统助力公司掘金国内市场。**公司以资本为纽带，把产业链升级转化为生态体系，形成巨大的协同效应。通过整合资源，公司为供应链企业提供了基础性产品和服务，提升自身的实体经济规模与效益，从而实现系统整体业务规模的持续增长。**2) 收购华达利，完善家具品类，整合海外市场布局。**华达利是全球领先的皮革沙发生产商，销售网络布局广泛，公司得以高起点切入软体家具行业，进一步完善产品品类。考虑到华达利的资产和业务状况、管理层的延续、与 Y+生态系统的整合协同以及较为有利的汇率环境和原材料供应状况，华达利私有化业绩承诺预计将达标无忧甚至超出。**3) 出口业务优势明显。**公司拥有林木资源优势，且坚持自有品牌出口，营销网络布局完善，因此出口业务毛利水平保持优于同业公司。

### 估值和投资建议

- 我们上调公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.58/0.74/0.93 元（原为 0.55/0.68/0.83 元/股）。考虑到公司木材自给率提升将促使综合毛利率水平提高，海外业务稳定增长，Y+生态系统整合协同将促进公司国内业务实现弯道超车，以及华达利私有化后或有可能超越业绩承诺，我们给予公司 2016 年 PE 为 30 倍，对应目标价 17.33 元，维持“买入”评级。

### 风险

- 中国或主要出口国房地产市场下行风险；“泛家居” Y+生态系统整合和管理风险；华达利私有化进程或业绩承诺不达预期；汇率波动风险。

### 相关报告

1. 《宜华木业点评报告-“Y+生态系统”融合协进，家居产业巨轮启航》，2016.4.25
2. 《宜华木业 2015 年年报点评-Y+生态圈整合提效、出口业务恢复...》，2016.4.20
3. 《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
4. 《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
5. 《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

## 内容目录

估值及投资评级 .....	4
公司概况：“泛家居”产业链的深度整合者 .....	4
“泛家居”产业链整合引领家具行业转型变革 .....	9
家具行业高速发展不再，集中度正在提升 .....	9
“互联网+泛家居”，推动家具行业整合升级 .....	10
三大因素驱动公司发展加速 .....	11
驱动因素一：“泛家居”Y+生态系统助力公司掘金国内市场 .....	11
驱动因素二：收购华达利，完善家具品类，整合海外市场布局 .....	23
驱动因素三：出口业务优势明显 .....	26
风险因素 .....	27
中国或主要出口国房地产市场下行风险 .....	27
“泛家居”Y+生态系统整合和管理风险 .....	28
华达利私有化进程或业绩承诺不达预期 .....	28
汇率波动风险 .....	28
盈利预测 .....	28
关键假设 .....	28
盈利预测 .....	错误!未定义书签。

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	4
图表 2：宜华生活 2015 年主营收入分解 .....	5
图表 3：宜华生活历史营运表现 .....	5
图表 4：宜华生活 2015 年营业利润分解 .....	5
图表 5：宜华生活近年盈利表现 .....	5
图表 6：宜华生活近年经营效率 .....	5
图表 7：宜华生活近年现金流和盈利能力 .....	5
图表 8：宜华生活股权结构 .....	6
图表 9：宜华生活国内营收占比快速提高 .....	6
图表 10：宜华生活国内毛利润增速 .....	6
图表 11：公司 ROE 呈稳步上升态势 .....	7
图表 12：公司历年经营活动现金流都高于净利润 .....	7
图表 13：宜华生活发展历程 .....	8
图表 14：宜华生活林木资源情况 .....	8
图表 15：家具制造业月度累计营业收入及增速 .....	9
图表 16：家具制造业月度累计出口交货值及增速 .....	9
图表 17：30 大中城市商品房成交套数增速回升 .....	9
图表 18：全国建材家居景气指数（BHI）创同期新高 .....	9
图表 19：家具类 A 股上市公司 2015 年营收情况 .....	10
图表 20：美国家具企业 2014 年营收情况 .....	10
图表 21：中国家具行业集中度远低于发达国家 .....	10

图表 22: 中国定制家具行业市场规模及增速 .....	11
图表 23: 定制家·索菲亚” .....	11
图表 24: 上市公司优势明显,“泛家居”业态层出不穷 .....	11
图表 25: 泛家居产业链仍在完善中 .....	11
图表 26: 泛家居产业链及其代表企业 .....	11
图表 27: 宜华生活 Y+生态系统成员企业 .....	12
图表 28: 宜华生活 Y+生态系统结构图 .....	12
图表 29: 美乐乐较早在国内实现了家居 O2O 商业模式 .....	13
图表 30: 美乐乐发展历程 .....	13
图表 31: 美乐乐历年营业收入情况 .....	14
图表 32: 美乐乐实体店分布 .....	14
图表 33: 美乐乐与宜华生活战略合作架构 .....	14
图表 34: 美乐乐相较于传统家具品牌商优势明显 .....	15
图表 35: 美乐乐与宜华生活线下店: 互补与升级 .....	15
图表 36: 爱福窝 3D 家装设计操作界面图 .....	16
图表 37: 导购宝全渠道商品管理接入流程 .....	17
图表 38: 有住网三大系列产品 .....	18
图表 39: 有住网与 Y+生态系统成员之间的协同 .....	18
图表 40: 爱福窝 3D 家装设计操作界面图 .....	19
图表 41: 沃棣家居与 Y+生态系统成员合作图 .....	20
图表 42: 2016-2020 年中国智能家居产业市场规模预测 .....	21
图表 43: 海尔家居核心竞争力 .....	21
图表 44: 海尔家居收入及承诺净利润情况 .....	21
图表 45: Y+生态系统供应链金融模型 .....	22
图表 46: 主要家具除醛技术比较 .....	22
图表 47: 华达利全球各地区销售额占比 .....	24
图表 48: 中国市场销售额及占比有较大提升 .....	24
图表 49: 进口巴西蓝湿牛皮平均单价 (美元/千克) .....	25
图表 50: 华达利主要出口目的地货币相对人民币升值 .....	25
图表 51: 华达利盈利能力测算 .....	25
图表 52: 宜华大家居布局基本完成 .....	26
图表 53: 世界前十名家具出口规模 (十亿美元) .....	26
图表 54: 宜华生活出口份额相对稳定 .....	26
图表 55: 宜华生活出口业务居于行业前列 (百万元) .....	27
图表 56: 宜华生活出口毛利率稳定且丰厚 .....	27
图表 57: 宜华生活知名经销商情况 .....	错误!未定义书签。
图表 58: 宜华生活盈利预测 .....	28

## 估值及投资评级

- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司的核心业务是家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售。我们认为其估值应该参考 A 股中从事家具业务的公司。我们选取了该板块的所有上市公司，包括大亚科技、索菲亚、德尔未来、美克家居、喜临门、曲美家居和好莱客等作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值分别为 36/28/21 倍。我们上调公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.58/0.74/0.93 元（原为 0.55/0.68/0.83 元/股）。考虑到公司木材自给率提升将促使综合毛利率水平提高，海外业务稳定增长，Y+生态系统整合协同将促进公司国内业务实现弯道超车，以及华达利私有化后或有可能超越业绩承诺，我们给予公司 2016 年 PE 为 30 倍，对应目标价 17.33 元，维持“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		PEG
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	EPS CAGR (%)	(倍)
000910	大亚科技	14.00	73.85	0.60	0.68	0.86	1.16	23	21	16	12	2.6	24.7	0.9
002572	索菲亚	53.22	234.69	1.04	1.41	1.87	2.46	51	38	28	22	9.9	33.2	1.5
002631	德尔未来	24.85	161.49	0.21	0.44	0.56	0.65	118	56	44	38	10.3	45.5	2.6
600337	美克家居	12.17	78.65	0.46	0.55	0.69	0.81	26	22	18	15	2.5	20.9	1.3
603008	喜临门	16.50	51.98	0.61	0.81	1.02	1.27	27	20	16	13	4.1	27.5	1.0
603818	曲美家居	15.22	73.68	0.26	0.30	0.39	0.58	59	50	39	26	0.0	30.7	1.9
603898	好莱客	31.67	93.11	0.58	0.74	0.98	1.37	55	43	32	23	9.1	33.3	1.6
	平均							51	36	28	21	5.5	30.8	1.6
600433	宜华生活	11.36	168.45	0.42	0.58	0.74	0.93	27	20	15	12	2.2	31.0	0.9

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 6 月 6 日收盘价

## 公司概况：“泛家居”产业链的深度整合者

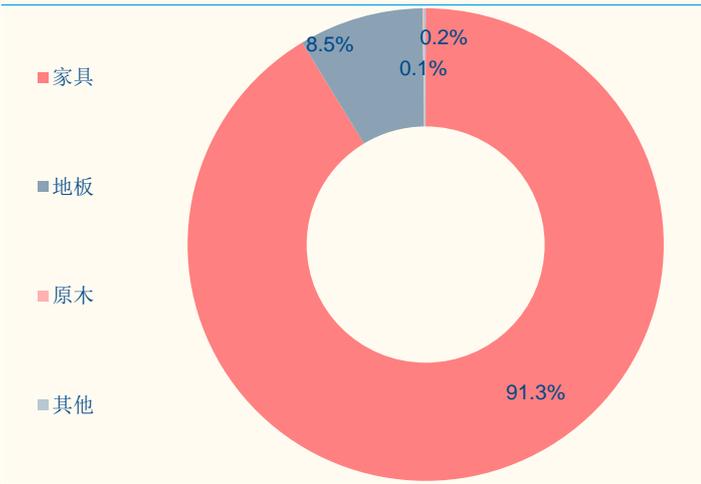
**公司沿革：**宜华生活 1996 年成立于广东汕头，主要从事家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售，产品定位中高端。公司通过投资参股，已经布局涵盖家居设计、装修、家具 O2O 以及消费金融的泛家居全产业链。

**管理层简介：**公司董事长刘绍喜先生是公司创始人，曾任中国国际商会副会长，香港中国商会创会会长和广东省工商联副主席等社会职务。

**股权结构：**公司控股股东为宜华企业集团有限公司，持股 23.84%，实际控制人刘绍喜先生，持股 19.97%。

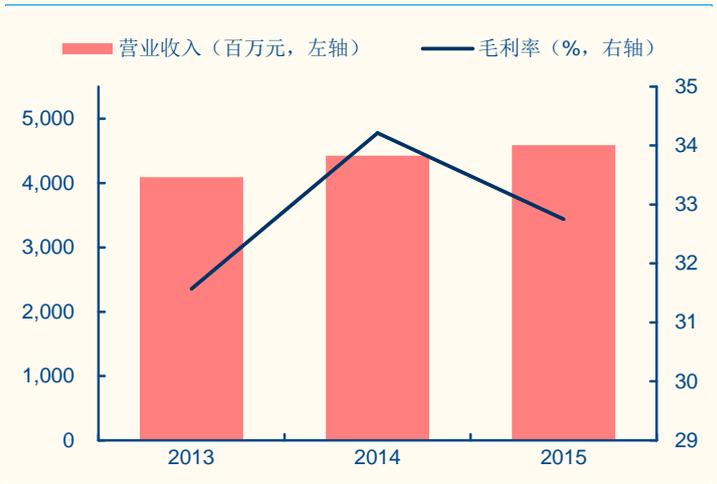
**融资历史：**公司上市以来累计募资 79.1 亿元。其中，2014 年以配股融资 13 亿元，2015 年债券融资 21 亿元。

图表 2: 宜华生活 2015 年主营收入分解



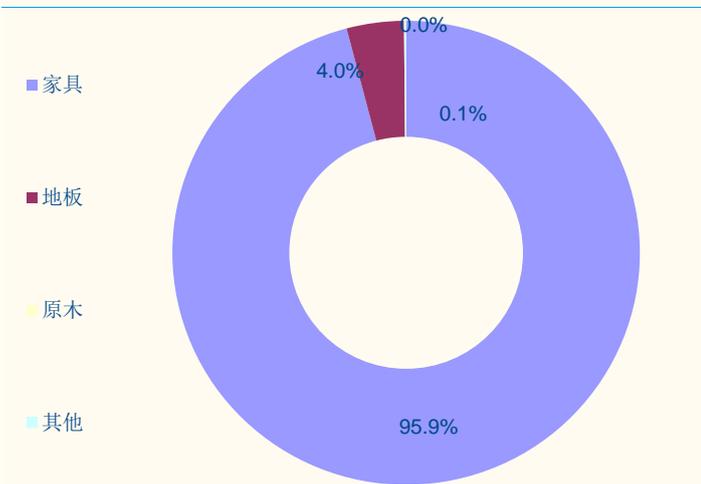
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 宜华生活历史营运表现



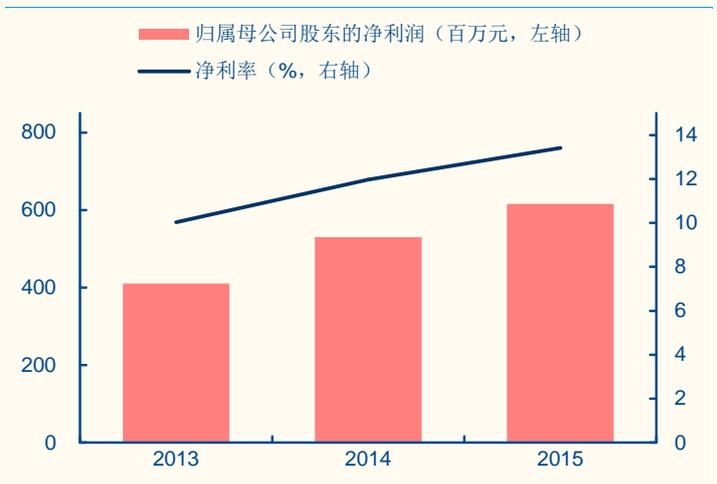
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 宜华生活 2015 年营业利润分解



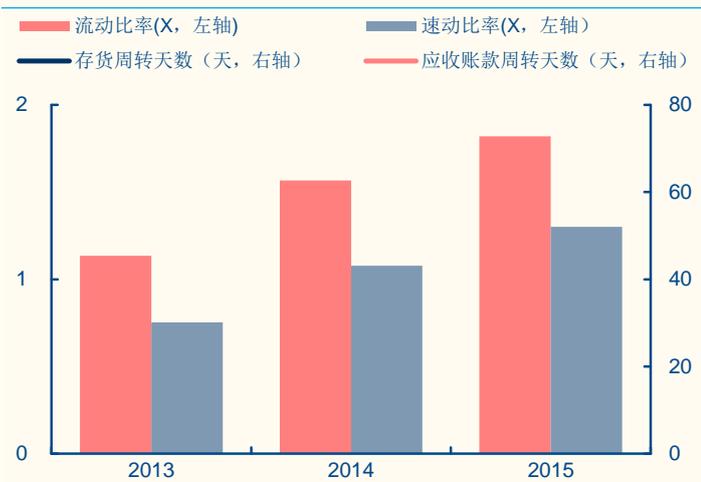
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 宜华生活近年盈利表现



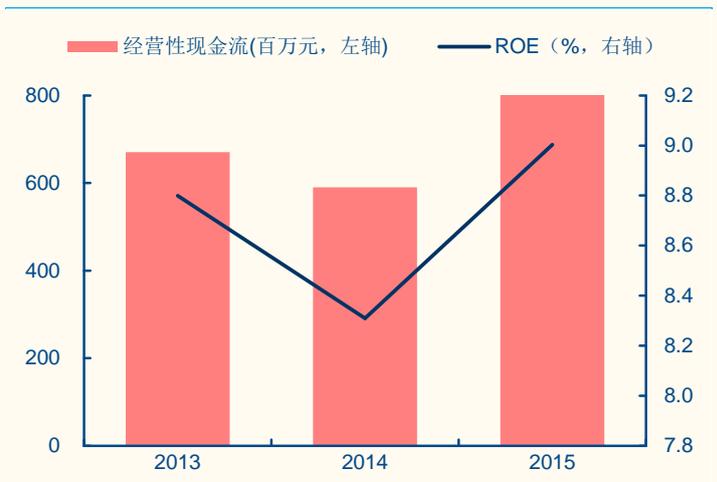
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 宜华生活近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 宜华生活近年现金流和盈利能力

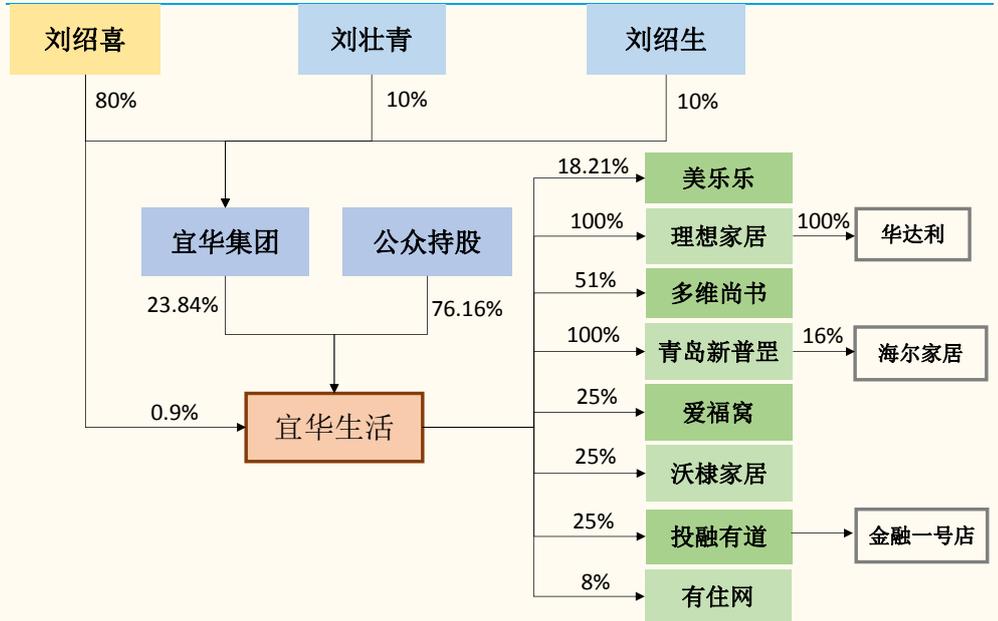


来源: Wind, 国金证券研究所

- **股权结构明晰。**公司于 2004 年 8 月 IPO 上市, 前身是广东泛海木业有限公司。公司最近一次于 2014 年 2 月向全体股东配售 A 股股份 330,207,286 股, 每股价格 4.03 元。目前公司总股本为 1,482,870,004 股,

第一大股东是宜华企业（集团）有限公司，刘绍喜先生直接持有公司 0.90% 股份，通过宜华集团间接持有公司 24.38% 股份，是公司的实际控制人，担任公司董事长。从 2014 年开始，公司先后投资参股美乐乐、爱福窝、沃棣家居和多维尚书等多家公司股权，目前正在私有化上交所上市公司华达利，打造“泛家居”全产业链生态系统。

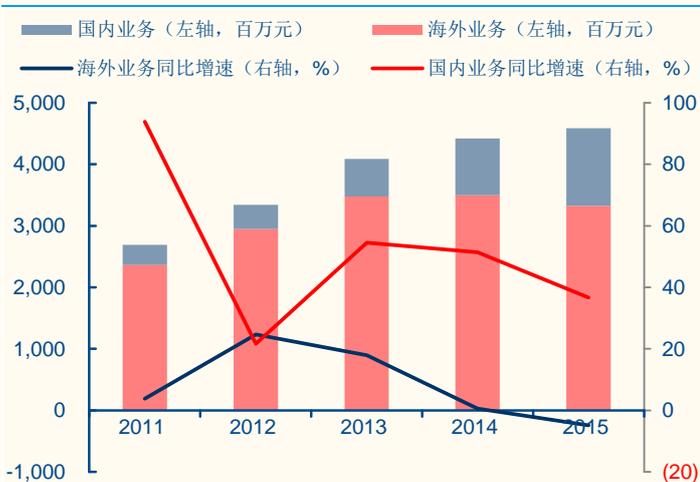
图表 8：宜华生活股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

- 海外业务总体稳定，“泛家居”Y+生态系统助力国内业务实现弯道超车。公司传统业务是以自有品牌出口实木家具为主。公司的海外业务在 2008 年金融危机期间下滑约 10.6%。此后虽然在 2009 年即出现恢复性增长，当年同比增速超过 20%，但是海外市场高速发展的态势已难再现，公司逐渐将经营重心转至开发国内市场。2011 年，国内业务占主营收入和毛利的比重首度突破 10%。从 2014 年起，公司开始构建“泛家居”产业链的 Y+ 生态系统，协同效应逐步显现。2015 年，公司国内业务在基数较高的基础上实现营收 12.6 亿元，同比增长 36.7%，国内收入和毛利润占比已经分别提高到 27.43% 和 34.87%（2011 年分别为 12.02% 和 12.23%）。我们预计，随着公司进一步加大 Y+ 生态系统的整合和协进，未来数年，公司的国内业务有望保持约 40% 的同比增长总收入的 27%，较上年增加了 7 个百分点。

图表 9：宜华生活国内营收占比快速提高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：宜华生活国内毛利润增速

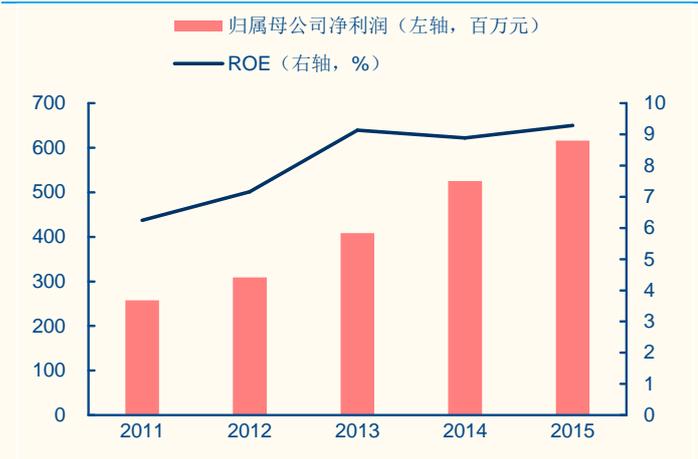


来源：Wind，国金证券研究所注：公司未披露 2014 年海外和国内收入/毛利拆

分数据，此图数据系假设 2014/15 两年匀速增长拟合而成

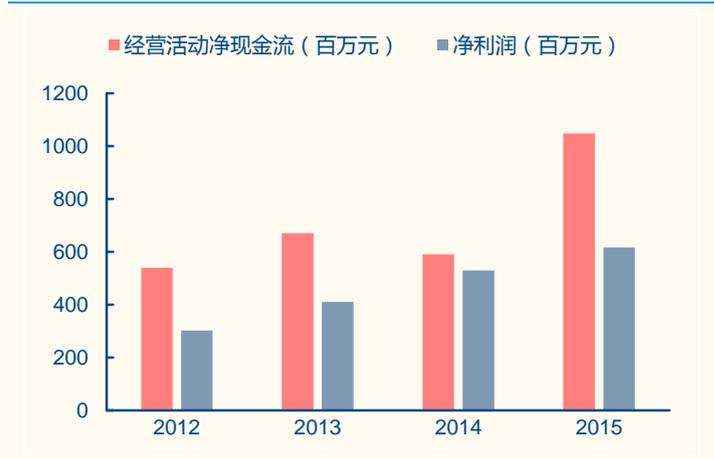
- **盈利能力逐年提高，现金流水平充足。**公司海外业务均以自有品牌出口，其毛利水平已比同业公司常见的 OEM 代工出口业务为高，不过仍低于国内同类业务的水平。近年来，公司内销业务占比逐年提升，并且随着林地资源的不断丰富，公司原材料自给率亦逐年提高（2015 年达到约 28%），因此公司的综合毛利水平保持逐年提高态势，带动公司归母净利润保持较高增速。2011 年至今，净利润 5 年 CAGR 为 19.9%，ROE 从 6.3% 提高到 2015 年的 9.3%。与此同时，公司历年的经营活动净流量均高于同期净利润水平，经营能力和支付能力良好。

图表 11：公司 ROE 呈稳步上升态势



来源：Wind，国金证券研究所

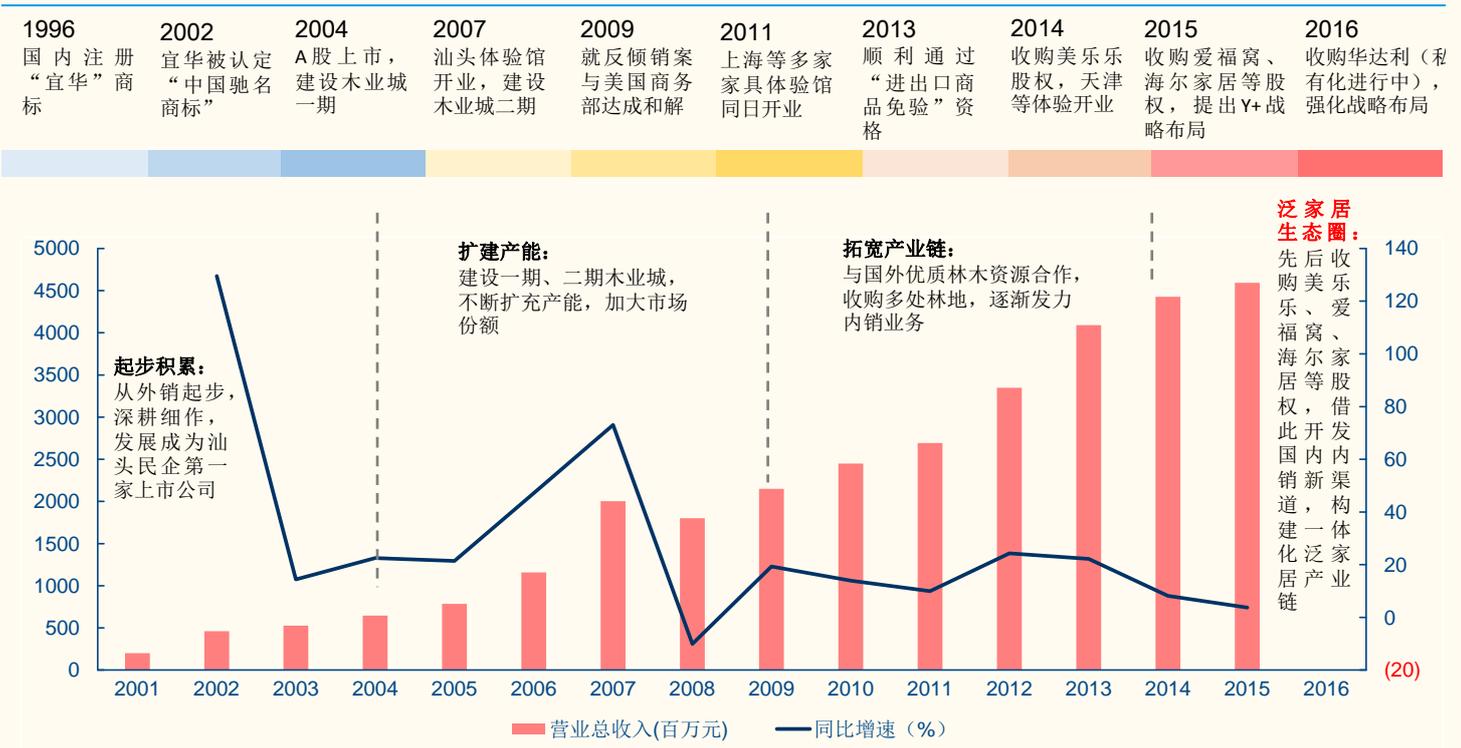
图表 12：公司历年经营活动现金流都高于净利润



来源：Wind，国金证券研究所

- **海外市场奠定基础，布局泛家居生态系统掘金国内市场。**成立初期，公司抓住 2000 年前后国外木制家具市场所蕴含的巨大商机。当公司在海外市场打开销路之后便先后在俄罗斯、苏里南和加蓬等国家收购林木资源，扩充产能。具备了规模效益和成本优势之后，公司以高起点进军国内市场。顺应国内市场“互联网+泛家居”产业链潮起的趋势，公司投资参股了一批产业链上的优秀企业，加速布局泛家居生态系统，深度整合产业链，正在实现国内市场的弯道超车。

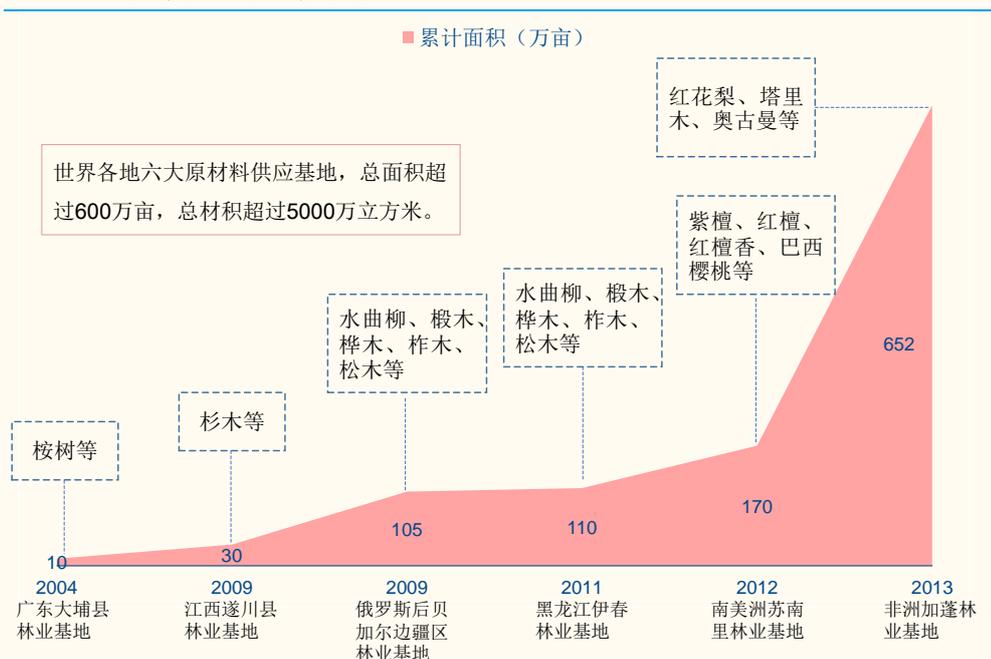
图表 13: 宜华生活发展历程



来源: Wind, 国金证券研究所

- **丰富的林地资源保障毛利水平逐年提升。**公司较早就确立了推进产业链整合的战略, 目前是国内少有的纵贯“人工造林、林地采伐、木材加工、产品研发、生产制造、销售网络”完整产业链型一体化经营模式企业。从2004年起, 公司陆续在国内的广东大埔、江西遂川和黑龙江伊春, 以及海外的俄罗斯、苏里南和加蓬等地建设或收购林地资源。目前, 公司自有或控制的国内外林木资源已经超过 600 万亩, 是国内家居制造行业中林木资源最为丰富的公司之一。这既有利于提高公司的木材自给率, 有助公司保持原材料供应的稳定, 并且不断降低持原材料成本。

图表 14: 宜华生活林木资源情况



来源：国金证券研究所

- **员工持股彰显信心，各方利益高度一致。**2015年1月份，公司实施第一期员工持股计划：1) 共涉及公司董事、监事、高级管理人员及其他员工 120 人；2) 计划筹集资金总额上限 1.1 亿元，计划份额上限为 3.3 亿份，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额。截至 2015 年 5 月 22 日，已完成二级市场股票购买，购买数量共计 17,510,492 股，占公司总股本的比例为 1.18%，购买均价为人民币 16.7164 元/股。员工持股计划不仅彰显了管理层对于公司未来发展的信心，同时可以绑定各方利益，有效解决代理问题。

**“泛家居”产业链整合引领家具行业转型变革**

**家具行业高速发展不再，集中度正在提升**

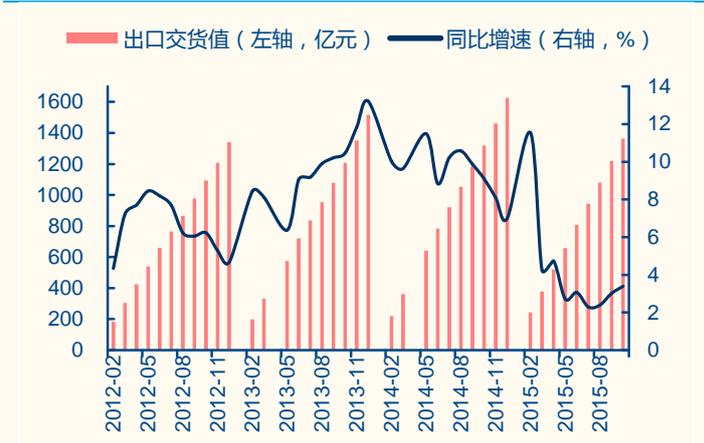
- **家具行业整体转入中速增长，近期有所反弹。**家具行业是典型的房地产后周期行业。随着房地产行业已走过黄金发展期，家具行业整体亦步入中速增长时代。从行业总体营收来看，同比增速由 2013 年的约 17% 已经下降到 2015 年 9%。与此同时，海外市场也日趋饱和。截至 2015 年 10 月，家具出口交货值累计值为 1,363 亿元，同比增加 3.4%，比上年同期减少了 5.7 个百分点。不过，从 2015 年开始，随着新房及二手房交易的重新活跃，包括家具在内的建材、家居景气指数 BHI 出现反弹，2016 年 3 月创下六年同期最高，家具行业复苏明显。

图表 15：家具制造业月度累计营业收入及增速



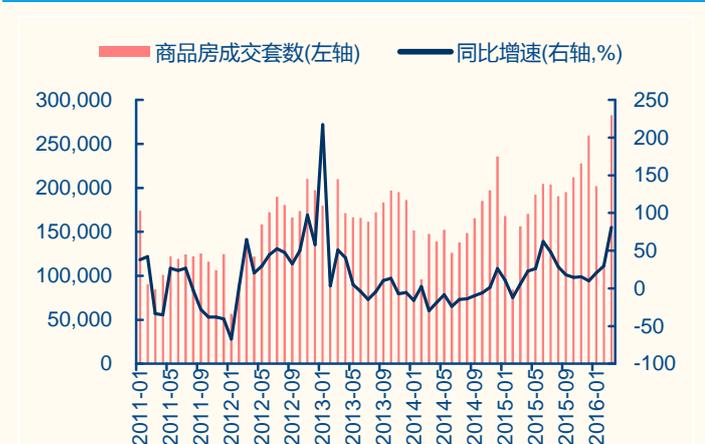
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：家具制造业月度累计出口交货值及增速



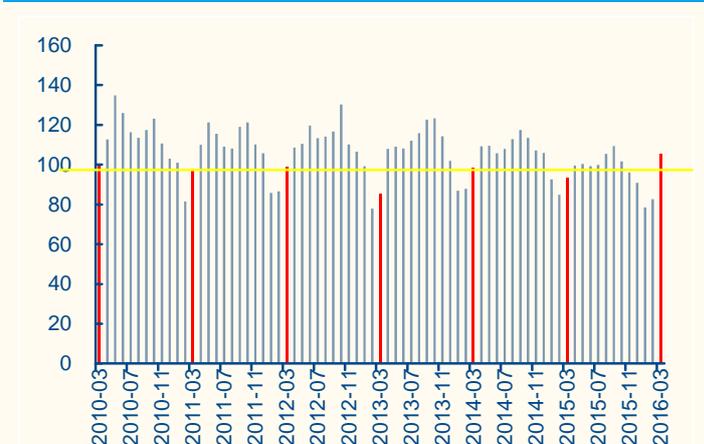
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：30 大中城市商品房成交套数增速回升



来源：Wind，国金证券研究所

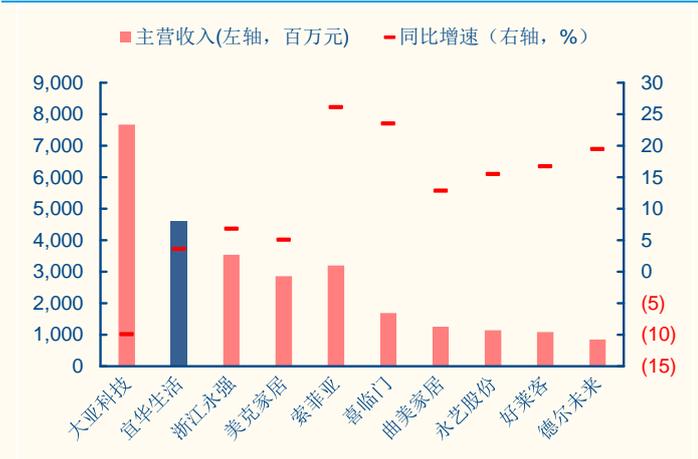
图表 18：全国建材家居景气指数 (BHI) 创同期新高



来源：Wind，国金证券研究所

- **家具行业集中度低，行业整合成为趋势。**根据中国家具协会统计，全国家具企业有七万多家，规模以上企业 5,290 家，年营收均低于 100 亿元。家具行业进入壁垒低，呈现多、小、弱的特征，产品同质化较为严重。随着行业步入中速增长，原本被高增长所掩盖的种种问题开始显现。龙头企业携竞争优势进行行业整合成为突破发展瓶颈的重要手段。另一方面，中国家具行业的集中度远低于成熟经济体的水平。根据全球家具行业权威杂志 FurnitureToday 发布的报告，2014 年美国前 100 家家具企业销售额占全美家具行业销售额的 79%。中国家具行业的集中度还有巨大的提升空间，并购和重组将是行业未来的发展主题之一。

图表 19：家具类 A 股上市公司 2015 年营收情况



图表 20：美国家具企业 2014 年营收情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：，国金证券研究所

图表 21：中国家具行业集中度远低于发达国家

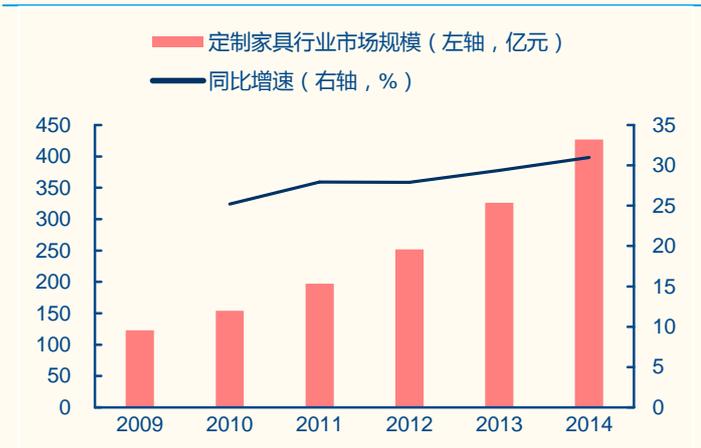
	美国	德国	法国	英国	日本	意大利	欧洲	中国
领导者	8.9%	6.3%	5.3%	5.0%	3.2%	2.7%	1.7%	<1%
前 5 家	22.4%	18.4%	14.2%	11.4%	7.7%	5.5%	5.2%	<2%
前 10 家	44.3%	26.1%	20.5%	15.2%	9.7%	6.9%	7.8%	<5%
前 50 家	54.3%	--	--	--	--	--	17.3%	--

来源：深圳家具研究开发院《未来中国家具制造业的格局与形态，许柏鸣》，国金证券研究所

“互联网+泛家居”，推动家具行业整合升级

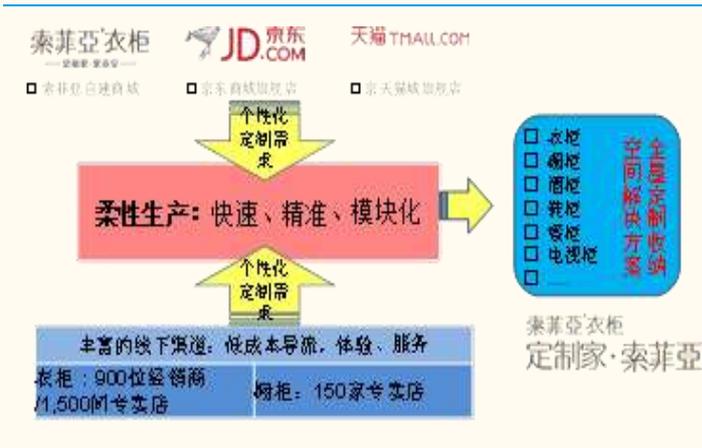
- **传统消费痛点与行业困境并存，“互联网+泛家居”应运而生。**在传统的家居/家装消费中，由于供需双方信息不对称等原因，长期存在着价格不透明、设计整体感差、消费环节长、售后服务无保障以及重复消费少等等痛点。而与此同时，由于劳动力成本、店租以及运营资产成本逐年上涨，家居行业也面临着总体增速放缓和盈利能力减弱等行业困境。“互联网+泛家居”因此应运而生。一方面，不少家具企业在天猫和京东等平台开设了官方旗舰店或者自建 O2O 平台，通过线上导流、线下体验促进销售。另一方面，不仅局限于销售，在线设计、互联网家装和供应链平台等基于互联网和移动互联网的各种新模式和新业态也层出不穷。由于家居/家装消费的个性化、重体验和服务型消费等特点，原有的家具厂商和家居卖场也在加速拥抱互联网新经济，将线上的便利和价格优势与线下的体验和服务有效结合，例如能够满足个性化需求的定制家具行业近年来发展迅猛。

图表 22：中国定制家具行业市场规模及增速



来源：博思数据研究中心，国金证券研究所

图表 23：“定制家·索菲亚”



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：上市公司优势明显，“泛家居”业态层出不穷

公司	转型动作
索菲亚	与 Mlily 梦百合就记忆绵类产品达成战略合作，协同销售床垫、枕头等家品，增强用户黏性；加快电商渠道布局，线上线下协同作战；拟投资 3 亿元在深圳前海设立金融平台，主要服务“大家居”战略，延伸产业链，并且参与投资搜房网
美克家居	积极布局互联网+智能制造，牵手巴斯夫，展开新材料新技术向终端应用的延伸以及创新孵化等方面展开合作；布局互联网家装 1000 万增资小窝金服，获得 11% 的股份，打通上下游产业链资源；与 IBM 签署战略合作协议，开始为家居行业插上互联网的翅膀
宜华生活	布局 Y+ 生态系统战略，先后投资美乐乐、海尔家居和爱福窝等，全面转型为家具市场一站式服务平台；正在私有化新交所上市公司华达利，进军软体家具行业，形成国内外一体、线上线下交互的良好销售网络布局，并实现覆盖全屋家居品类的“互联网+泛家居”战略
好莱客	积极布局线上平台+线下大店的 O2O 模式，搭建多方业务运营平台；增资入股创想明天取得其 25% 股权，积极向智能化转型；牵手家具 O2O 商城优家购整合资源布局，拓宽公司销售模式
曲美家居	线上线下全部资源整合，曲美官网、云设计平台、线下曲美生活馆、ERP 系统、CRM 系统五部分打通全部资源
喜临门	募集资金投资智能家居（智能床垫）领域；投资浙商创投 O2O 创新消费基金，探索更为丰富的盈利模式；多渠道拓展产品销售，国内外业务双轮驱动

来源：国金证券研究所整理

图表 25：泛家居产业链仍在完善中



来源：国金证券研究所整理绘制

图表 26：泛家居产业链及其代表企业

类别	领域	代表性企业
硬装	装修咨询与设计	土巴兔、沃棣家居 (/宜华生活)、土拨鼠、和家网
	建材选购	齐家网 (/海鸥卫浴)、丽维家、我爱我家
	装修设计	爱福窝 (/宜华生活)、丽维家、尚品宅配、瑞丽家居
软装	装修施工	家装 e 站、有住网 (/宜华生活)、爱空间、海尔家居 (/宜华生活)
	家居电商	美乐乐 (/宜华生活)、丽维家、我爱我家、尚品宅配、淘美居、星易家、舒适易佰 (/索菲亚)
	配送安装	日日顺
其他	定制家居	索菲亚、欧派家居
	家装金融	金融 1 号店 (/宜华生活)、小窝金服 (/美克家居)

来源：国金证券研究所整理

### 三大因素驱动公司发展加速

#### 驱动因素一：“泛家居” Y+ 生态系统助力公司掘金国内市场

- **全面推进 Y+生态系统构建，实现国内市场突破。**2014 年开始，公司先后投资参股美乐乐、海尔家居、沃棣家居、爱福窝和金融一号店等多家战略投资伙伴，共同构建“Y+生态系统”。公司以资本为纽带，把产业链升级转化为生态体系，形成巨大的协同效应。通过整合资源，公司为供应链企业提供了基础性产品和服务，提升自身的实体经济规模与效益，从而实现系统整体业务规模的持续增长。

图表 27：宜华生活 Y+生态系统成员企业

时间	投资方式	协同效应
2014 年 4 月	投资 3500 万元取得海尔电器旗下的沃棣家居设计咨询公司 25% 股权	获取生产+渠道+品牌的强强联合
2014 年 10 月	以 2550 万元对“多维尚书家居”进行增资并增持至 51% 股权	便于公司快速切入功能性家具这一目前国内相对空白的家居细分领域，进一步丰富公司产品链布局，增强公司的市场竞争能力
2015 年 1 月	以 6250 万元对爱福窝进行增资，增资完成后将持有爱福窝 25% 股权	通过线上流量获取、方案设计以及线下渠道实现优势互补，从而更进一步完善 O2O 商务模式
2015 年 6 月	通过增资及以股权转让方式花费 4000 万元直接持有有住网 8% 股权	有住网选择宜华生活为其材料类产品的核心战略供应商，加速推进“互联网+泛家居”一体化战略布局
2015 年 6 月	以 2.38 亿元间接投资海尔家居 15.84% 的股份，成为海尔家居的战略合作伙伴和间接股东	公司将依托海尔家居服务大型房地产开发商、星级连锁酒店等项目资源的优势，快速切入工装及精装领域，进行泛家居发展战略布局
2015 年 8 月	以 8402 万美元投资 Meilele Inc (美乐乐) 18.21% 股权，投资后宜华生活将成为美乐乐第一大股东	以“产品+服务”的模式持续提升综合竞争力，全面推进“互联网+泛家居”一体化战略布局
2015 年 8 月	通过增资及股份转让方式注资金融 1 号店 5100 万元	正式切入消费金融领域，为生态系统内上下游产业链及消费者提供延伸金融服务，完善泛家居生态系统闭环
2015 年 11 月	公司通过其在香港设立的全资子公司理想家居国际有限公司作为收购主体，以现金方式全面收购华达利 100% 股份	将进一步拓展海内外市场，进入软体家具行业，形成国内外一体、线上线下交互的良好销售网络布局，并实现覆盖全屋家居品类的“互联网+泛家居”战略

来源：国金证券研究所整理

图表 28：宜华生活 Y+生态系统结构图



来源：公司网站，国金证券研究所整理

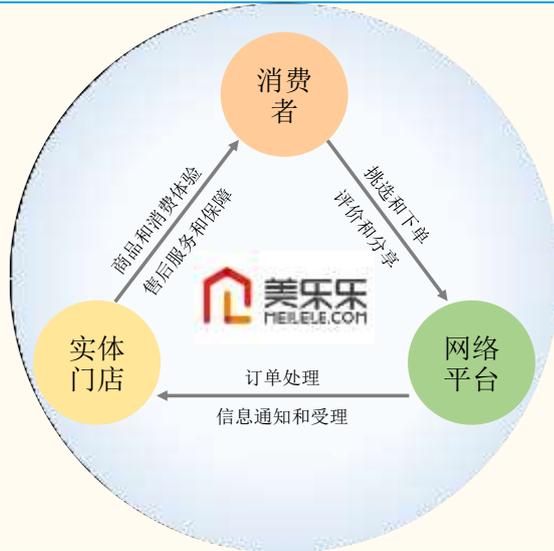
- Y+生态系统由外而内依次是接入层、产业层和用户层三大平台。这三大平台互相连接，将宜华生活及其战略合作伙伴联结在一起，实现生态系统闭环。

1. **“Y+生态系统”外圈：八大入口接入层。**接入层通过互联网+，吸纳资源，形成电商、定制、工装、线下、金融、智能、设计和装修八大入口，提供在线家装设计、装修方案、家具配饰以及消费贷款等一条龙服务。

**美乐乐 (电商入口): 加速平台化模式转型, 引领行业新发展**

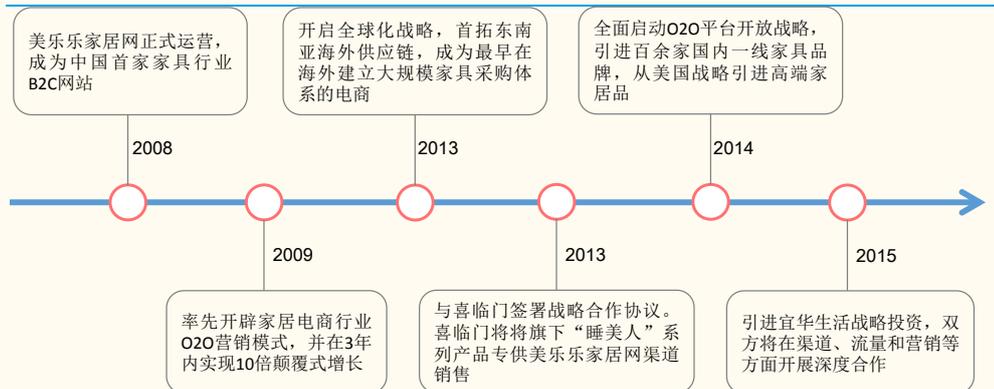
- 家居 O2O 商业模式的开创者。**2008 年, 美乐乐家居网正式运营, 成为中国首个家具行业的 B2C 网站。之后, 美乐乐的业务由最初的成品家具销售, 开始向装修、建材、家饰家纺和定制家具等领域拓展。2011 年, 美乐乐率先在国内实现由线上美乐乐家居网与线下美乐乐体验馆结合的“O2O 双平台”营销模式。美乐乐家居网是线上模块, 平台集多种产品品类与服务于一体, 年访问用户超 3 亿。美乐乐体验馆是线下模块, 体验馆主要负责客户接待体验及售后服务。目前, 美乐乐家居网产品涵盖家具、建材和家居家饰 3 大领域, 在全国 200 多个城市拥有 340 个线下体验馆。通过 IT 互联网技术创新, 美乐乐已为超过百万家庭提供服务, 接待访问量超过 28 亿人次。

**图表 29: 美乐乐较早在国内实现了家居 O2O 商业模式**



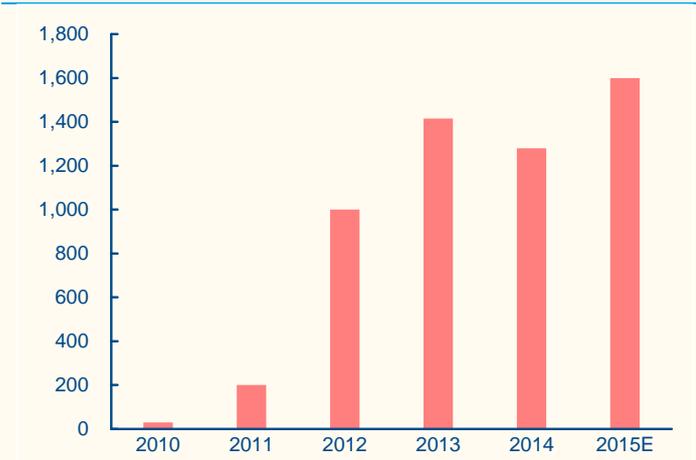
来源: www.meilele.com, 国金证券研究所

**图表 30: 美乐乐发展历程**



来源: 国金证券研究所整理

图表 31：美乐乐历年营业收入情况（百万元）



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 32：美乐乐实体店分布



来源：公司资料，国金证券研究所

- **协同效应显著。**美乐乐加入 Y+生态系统后，宜华生活承接其所有自营业务，并将宜华现有的 16 家自有大卖场并入美乐乐 O2O 体系，扩充美乐乐线下体验平台，使其在生态系统中充分发挥 O2O 平台技术优势。宜华生活将在美乐乐官网设立“宜华家居旗舰店”，将公司客户资源扩充到线上，不仅拓宽了公司内销渠道流量入口，更能通过美乐乐 IT 技术支持，运用大数据技术对线上客户做需求分析，精准定位产品规划，改善销售效率。

图表 33：美乐乐与宜华生活战略合作架构



来源：国金证券研究所整理

- **模式迭代演进，移动 O2O+线下定制开放平台将成为新的增长点。**美乐乐 O2O 闭环通过线上宣传，吸引顾客线下体验来实现交易。目前，互联网的发展趋势是由 PC 端向移动端转移，标志着传统以流量为核心的网站模式正在衰落，而以人为中心、以内容为导向、以社交为途径的新媒体传播时代已经到来。因此，除了 PC 端的线上推广，美乐乐开始重点发力移动端，通过 APP 上线及微信公众号获取移动端流量。美乐乐基于微信公众号的 O2O 技术平台在行业中亦是首创，是对传统店面营销模式的又一次颠覆。

**1) 线上移动端：**美乐乐自主研发的基于微信公众号的移动 O2O 技术平台，已在数百家实体店投入使用且成效显著。通过微信公众号，“线上跨屏点击方案”低成本获取海量用户。一方面，店员通过手机 APP，通过公司微信公众号与客户开展沟通互动，通过精准获取消费需求，加速客户购物体验与下单决策；另一方面，技术平台大数据的用户建模与画像功能，帮助门店因店制宜作出准确的营销决策。

2) 线下定制开放平台: 美乐乐在广州的第一个定制家具体验店已经开业, 未来还会继续在其他地区复制线下定制家具体验店。美乐乐定制家具平台计划将引入多个家具品牌, 成为全覆盖定制及成品家具的全屋式家具用品一站式平台。

图表 34: 美乐乐相较于传统家具品牌商优势明显

比较	美乐乐	传统定制模式	传统成品模式
覆盖品类	与多个家具品牌商合作, “定制+成品”全屋式覆盖	定制家具满足消费者个性化需求, 但风格及品牌较为单一	风格多样但不能满足个性化定制需求
店面条件	写字楼等低成本地标位置, 不影响原有渠道	需要借助于红星美凯龙等大卖场的黄金位置来进行营销推广	
流量优势	移动及 PC 端流量不断增长, 可以借助流量优势获取海量用户	多借助于品牌及广告营销, 流量优势不明显	
营销方式	客户留下联系方式, 设计师及营销人员可以上门服务, 主动接洽客户	等待客户进店体验, 客户需多次前往实体店沟通协调	等待客户进店体验, 对现有产品进行推销

来源: 国金证券研究所整理

- 2016 “家+美乐乐”新战略, 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”。具体措施主要有以下几点: 1) 推出家居定制平台 (dz.meilele.com), 通过引入不同领域品牌商及优质资源, 满足消费者的全屋定制需求。2) 推出基于微信公众号的移动 O2O 技术平台, 抢占移动端市场, 通过公众号圈粉方式吸引客户进店, 从而形成有效 O2O 闭环。3) 与喜临门共同打造“Hey 美人”新品床垫, 汇集了天然乳胶床垫、记忆棉床垫和 3D 材料床垫 3 种床垫优势, 价格仅为市场同档次产品的一半。4) 与华达利签署战略合作协议, 华达利为美乐乐在线上专供“KOKUNN”产品系列, 为平台引入更多国际化的终端品牌和产品。
- 线下实体店: 互补与升级。宜华生活已在全国 110 多个大中城市建立了 400 多家经销商门店, 在北京、上海、广州和深圳等重点城市设立了 18 家体验馆。体验馆主要作为品牌推广、产品展销及区域性物流配送中心, 又承担对经销商的管理、服务功能。美乐乐目前有线下体验馆 305 家, 在广州已开出了第一家定制体验馆。未来, 现有的美乐乐体验馆将会逐步转型为综合馆, 与宜华生活在战略合作基础上联合开店, 双方合开的第一家门店已经正式落户成都, 即宜华生活原成都门店将改造为“宜华美乐乐家居生活广场”。未来宜华生活将根据市场情况及 Y+ 生态系统需要, 继续完善及升级体验中心建设布局。

图表 35: 美乐乐与宜华生活线下店: 互补与升级

区域规划	地址	成立时间	子公司	净资产 (万元)	2015 营业收入 (万元)	2015 净利润 (万元)	同比上年增减变动
华南地区	广州	2010.03	广州宜华时代家具有限公司	1560	2173	-386	↓
	汕头	2007.01					
	深圳	2013.12	深圳宜华时代家具有限公司	1186	1913	-914	↓
华北地区	北京	2011.06	北京宜华时代家具有限公司	497	3331	-751	↑
	天津	2014.06	天津宜华时代家具有限公司	692	96	-194	↓
	上海	2011.12	上海宜华时代家具有限公司	1469	2629	-272	↑
华东地区	南京	2011.12	南京宜华时代家具有限公司	353	1907	-228	↑
	厦门	2015.07	厦门宜华时代家具有限公司	997			
	武汉	2011.12	武汉宜华时代家具有限公司	1333	2271	-191	↓
华中地区	郑州	2014.06	郑州宜华时代家具有限公司	704	1687	-37	↑
	浏阳		浏阳宜华时代家具有限公司	1000			
	湘潭		湘潭宜华时代家具有限公司				
东北地区	大连	2013.01	大连宜华时代家具有限公司	732	1326	-284	↑

	沈阳	2014.06	沈阳宜华时代家具有限公司	692	242	-201	↓
西南地区	成都	2011.12	成都宜华时代家具有限公司	2861	3223	-424	↑
	昆明		昆明宜华时代家具有限公司	996			
西北地区	西安		西安宜华时代家具有限公司	997			
	乌鲁木齐	2011.12	新疆宜华时代家具有限公司	844	361	-242	↑

来源：公司公告，国金证券研究所整理

### 爱福窝（设计入口）：为用户带来家居设计新体验

- 在线 3D 家装设计平台。**爱福窝是国内领先的定制家居服务平台。公司以自主研发的 Web3D 引擎 Jehovah3D、云渲染技术和大数据挖掘为技术核心，凭借自身强大的技术研发能力，对整个家装行业进行深度融合，在为客户带来更好家装体验的同时，又积极推动整个家居行业“互联网+”的发展。目前公司已研发出一系列与家居相关的云技术软件产品，例如 MyHome3D 爱福窝装修设计软件、线下 3D 家具建材导购宝、3D 家具单体 360 度展示以及爱家家 APP 等，从“装修前”就切入搭建平台，围绕房型选择、虚拟之家设计以及家具建材选购三个核心环节，帮助业主用户进行装修决策。

图表 36：爱福窝 3D 家装设计操作界面图



来源：<http://www.fuwo.com/>，国金证券研究所整理

- 福窝六宝为企业用户打造专属 APP。**除了公司自身强大的云技术之外，平台为了加强用户体验，还推出了爱家家移动 APP。由于公司产品更多的是面向 B 端，因此针对 B 端爱福窝又衍生出了设计宝、售房宝、流量宝、3D 导购宝和品牌宝等五大产品。以 3D 导购宝为例，使用 3D 导购宝的用户，可以将业主喜欢的家具直接放入业主虚拟的家装图里查看效果，宜华生活就是 3D 导购宝的首批用户。

图表 37：导购宝全渠道商品管理接入流程



来源：国金证券研究所整理

- **探索 VR+家居新模式，家居设计体验升级。**在 MyHome3D 云设计的基础上，爱福窝还新推出了 VR 结合家居服务新技术新模式。通过 VR，买房者可以直观的看到自己所购买房屋的户型、采光和景观等。家装方面在用户在装修之前就可以看到装修好的房子，并且想要更换家具之前，可以通过 VR 看到新的家居和家里的装饰风格是否匹配。VR 技术在家装设计领域的应用，不仅能够提升客户体验度，虚拟现实技术实时修改、即时呈现效果的特性也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。
- **爱福窝盈利模式：年费+佣金。**爱福窝的盈利主要分为两个部分，一部分是向 B 端客户收取软件的使用年费，另一部分是商家、设计师和装修公司等做流量导入获取一定比例的佣金。

**有住网（装修入口）：一站式互联网装修平台**

- **国内首创的互联网家装平台。**公司主要从事互联网装修产品研发，致力于为广大用户提供一站式的互联网在线装修平台。有住旗下主营两大系列产品，一是面向个人用户的精装产品——“百变加”；另一个是为国内各大顶级地产商（如万科、恒大和龙湖等）提供的商业装修解决方案——“ideahome”。2015 年，有住网推出了针对中高端个人用户的“白”系列产品，从设计、材料、施工和服务等全方面升级，商情阿玛尼御用设计师 Antonio Lamorcarca 亲自操刀设计，同时有住网还推出去监理化 APP “来活”，进一步为用户升级服务。

图表 38: 有住网三大系列产品

## 百变加——一个人用户标准化装修产品

- ◆ 互联网方法降低成本，价格远低于市场终端，产品性价比高
- ◆ 大数据分析市场方向，个性产品标准化生产
- ◆ 快速推出新产品迭代，重点关注，省心环保
- ◆ 用户参与标准方案设计，手机APP直播家装过程，事后用户进行家装评价



## 白——中高端个人家装产品



- ◆ 满足用户艺术设计、智能科技、极致环保等更高需求
- ◆ 产品系列多样化，满足不同的消费层次需求，扩大商业版图
- ◆ 总价=3,999元/平\*产权面积+个性空间+个性模块。
- ◆ 创新推出“去监理化”APP——“来活”

## Ideahome——专为地产商打造的互联网装修产品

- ◆ 地产商可以通过ideahome直接与消费者沟通，通过app，移动终端，用户大数据了解用户需求
- ◆ 直接关注了用户利益，按需定制，智能安全，以及全产业链结构的组合
- ◆ 涵盖在全产业链下的产品体系，将整体的打通地产业与装修行业的二次升级



来源：国金证券研究所整理

图表 39: 有住网与Y+生态系统成员之间的协同

宜华家居	家装产品及延伸方案使用宜华实木地板，全面引入宜华单品
美乐乐	双方流量共享互换
海尔家居	借助海尔地产商资源发展高增值业务
爱福窝	携手爱福窝定制家装数据设计个性标准化产品，线下门店合作引入导购宝，销售可视化
金融1号店	获取金融1号店金融资源服务支撑

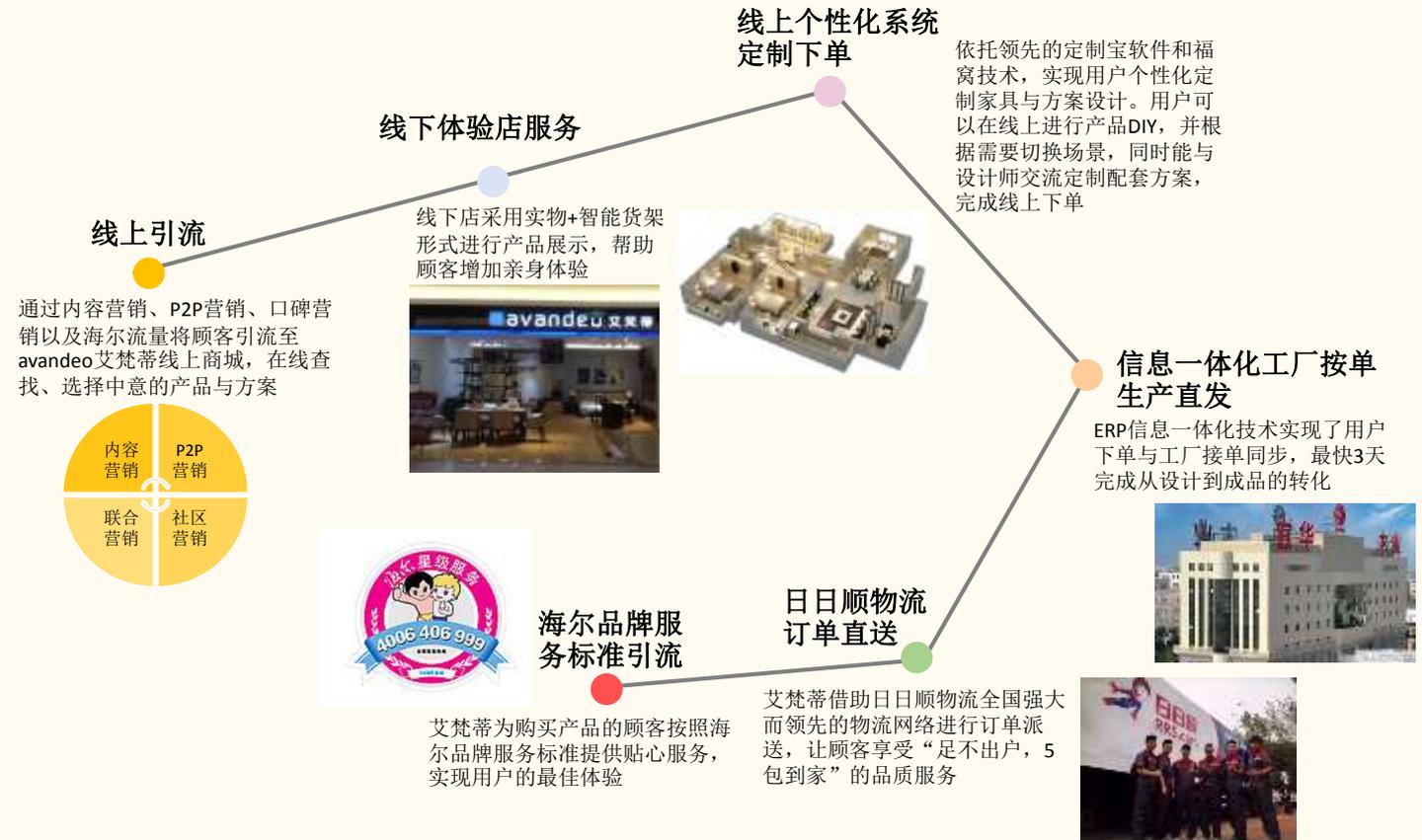
来源：国金证券研究所整理

### 沃棣家居（定制入口）：互联网交互定制生活方式 O2O 平台

- **差异化 O2O 运营模式。**沃棣家居原来是海尔集团旗下的全资子公司。2013 年，海尔集团斥巨资收购德国品牌 avandeo 艾梵蒂家具以及该公司开发的配置器软件、电子商务平台、ERP 系统、设计师和供应商网络，正式全面接管 avandeo 艾梵蒂家具品牌，成立沃棣家居。2014 年，宜华生活投资 3,500 万元取得沃棣家居 25% 的股权，联手海尔共同涉足家居定制市场。沃棣家居是中国首家互联网交互定制生活方式的

O2O 平台，海尔+宜华品牌、强大的物流体系及个性化定制设计使得沃棣家居 O2O 模式具有相当的差异化竞争力。

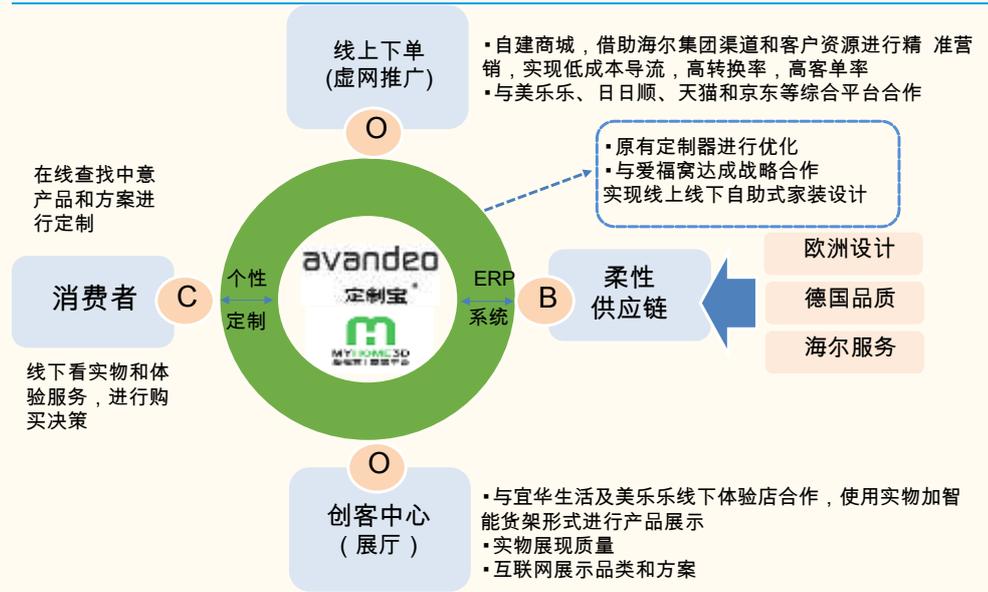
图表 40：爱福窝 3D 家装设计操作界面图



来源：国金证券研究所整理

- “欧洲设计+德国品质+海尔服务”造就平台核心竞争力。沃棣家居的产品以欧式为主，涉及软体沙发、实木板式、床品、桌椅、柜类和饰品等全品类定制家具，推行以真实的风格意识为导向的新购物方式。与一般定制化平台相区别，沃棣家居主要提供的是交互式定制模式。消费者可以通过网络对选中的产品进行自助模块化设计，并在网络上显示出产品的定制效果。交互式定制模式相对于传统的定制模式能够提供消费者更多的个性化需求。
- 宜华生活通过沃棣切入定制家具市场，双方优势互补。沃棣家居加入宜华 Y+生态系统是双赢之举。对于沃棣家居来说，通过和宜华生活及供应链上其他公司的合作，可以使得沃棣在产品定价、工艺及后期服务方面得到有效完善，并且宜华生活强大的生产制造能力可以为艾梵蒂在国内的快速扩张提供坚实的产能保障。对于宜华生活，通过投资沃棣家居，公司得以切入国内千亿级定制家具市场，补足公司原本仅聚焦成品家具的不足，有助公司国内业务获得又一增长引擎。

图表 41：沃椽家居与 Y+ 生态系统成员合作图

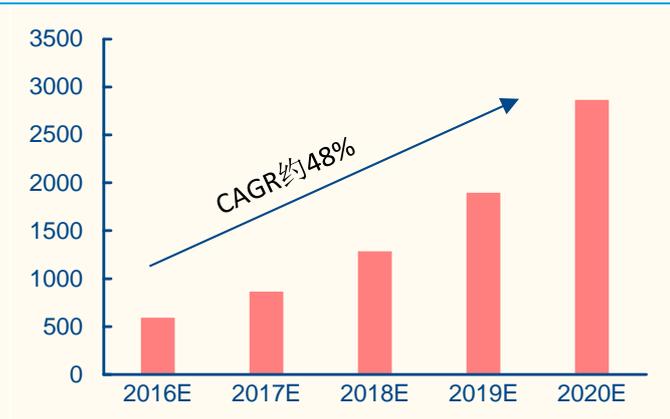


来源：国金证券研究所

### 海尔家居（工装入口）：提供一揽子装修解决方案

- **海尔家居为用户提供一站式智能全屋定制、整体家居解决方案服务。**海尔家居成立于 2001 年 9 月，是一家以室内装饰为主体，融幕墙、家具、智能化、机电设备安装等为一体的专业化家居集成及建筑装饰公司，是国家住宅产业化基地、中国建筑装饰行业百强企业。公司目前与万科、恒大、世茂、绿城、绿地、首创和龙湖等一批行业内优质开发商建立了全方位合作关系。
- 宜华生活将依托海尔家居服务大型房地产开发商、星级连锁酒店、城市综合体及大型公建业主的项目资源的优势，**快速切入工装及精装领域，向集成家居平台业务渗透，进一步提升公司市场竞争力和品牌影响力**，逐步打造具有稳固主业基础、新兴业态结合的泛家居发展战略布局，同时海尔家居借助其实力雄厚的大股东背景在智能家居领域的持续快速发展将给公司本次投资的财务价值带来升值空间。
- **智能家居入口。**智能家居在美国、德国、日本、新加坡、日本已经实现了广泛的运用。2011 年，美国智能家居市场规模已经达到 34 亿美元，预计 2016 年这一数据将达到 55 亿美元。海尔家居是国内较早涉足智能家居的企业，公司一直专注于智能全屋定制产品的研究及生产。公司携手华为和百度联合打造的克鲁德机器人采用语音识别、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。

图表 42: 2016-2020 年中国智能家居产业市场规模预测



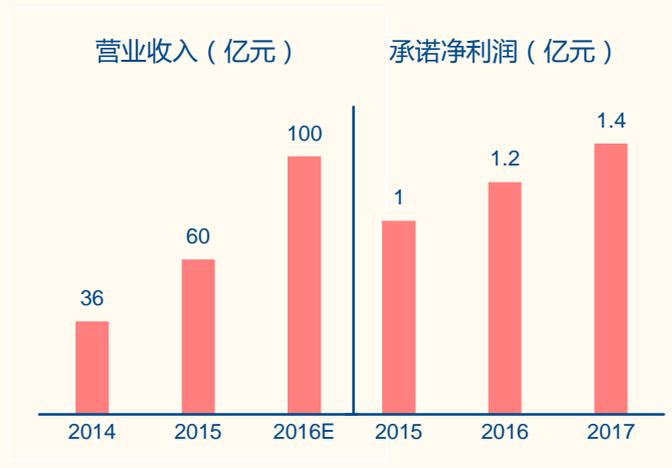
来源:《2016-2020 年中国智能家居市场投资分析及前景预测报告》,中投顾问,国金证券研究所

图表 43: 海尔家居核心竞争力



来源:国金证券研究所整理

图表 44: 海尔家居收入及承诺净利润情况

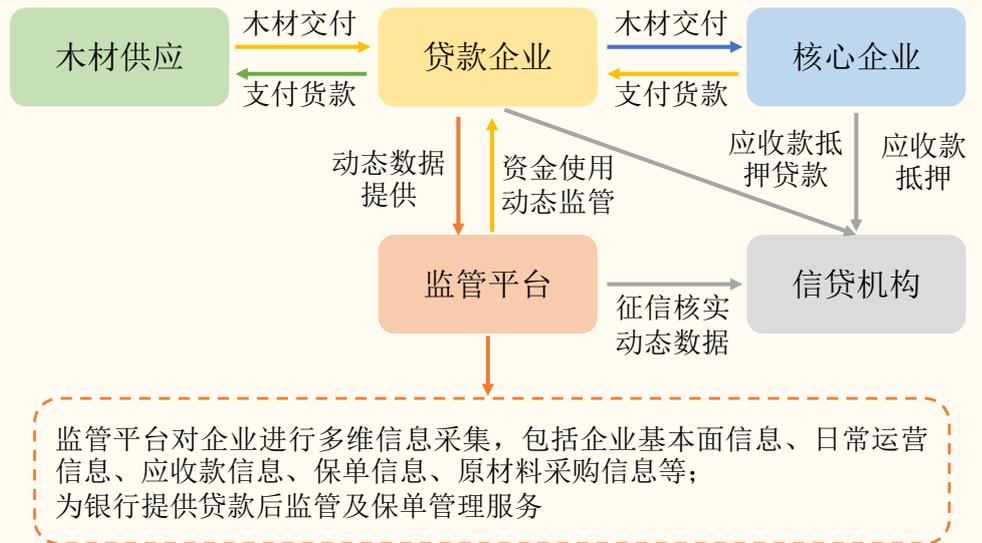


来源:公司公告,国金证券研究所

### 金融一号店 (金融入口): 综合性互联网金融服务平台

- 金融一号店是北京投融有道科技有限公司旗下互联网金融平台品牌。投融有道成立于 2013 年,是国内兼具创新性和成长性的互联网金融公司之一。截至 2016 年 4 月,金融一号店平台累计注册用户数 26 万,交易量超过 6.7 亿元人民币。2015 年 8 月 19 日,宜华生活宣布 5100 万注资金融一号店,并成为最大的股东,金融一号店正式加入宜华生活“Y+生态系统”,成为生态系统内唯一一家金融公司。
- 金融服务可作为 Y+生态系统润滑剂。金融一号店是一个综合性互联网金融服务平台,主要为企业和个人提供安全便捷的金融产品推荐以及金融产品的周边服务,同时也建立起具价值的金融消费者数据库和丰富的金融产品数据库。它的加入完善了 Y+生态系统的互联网金融业务,不仅依托于供应链,联系核心企业及上下游,提升资金周转速度,强化生态系统价值,更能对客户消费金融服务,刺激消费者对生态系统的消费欲望,提升消费者对于生态系统的消费粘性。

图表 45: Y+生态系统供应链金融模型



来源：国金证券研究所

2. “Y+生态系统”中间层：泛家居产业层。产业层位于“Y+生态系统”中间，体现了产业和消费导向功能

- 产业层从家具消费者的实际需求出发，在接入层的有效导入下，丰富了家居产品品类，通过建材、家具、软装、家品、家政等多个维度的布局延伸产业链条，为消费者提供泛家居一体化的家居产品和服务。未来，随着产业层纵向协同效应的发挥，公司泛家居一体化战略将得到强化，将进一步夯实公司的整体核心竞争优势。
- 入股国内变形家具第一品牌，家具功能实现多元化。宜华生活 2014 年入股变形家具多维尚书，提出“多维创造空间”理念，使家具功能由单一性向多元化转变。多维尚书以小户型和青年白领为主要目标市场，并且逐步向智能化转变，二代产品已经全部实现移动端操控应用。2015 年，多维尚书成功实现与 you+ 青年公寓和深圳创客合作，并承接万科和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一线大城市。
- 投资健康家，拓展家居健康领域。2016 年 4 月，宜华生活公告，拟通过全资子公司理想家居对健康家国际生物科技股份有限公司进行股权转让及增资，将持有健康家不低于 51% 的股权。健康家成立于 2010 年，是中国台湾最早专注于除甲醛、防霉和抗菌研发的公司，也是中国台湾唯一拥有甲壳素除甲醛发明专利的创始公司，在国际发明竞赛中荣获铜牌的殊荣。“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”还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。

图表 46: 主要家具除醛技术比较

	活性炭-早期	捕捉剂(除味剂)-中期	光触媒-近期	生物酶-近期	健康家_甲壳素
来源: 原理	利用活性炭的多孔性, 吸附有害甲醛气体	氮氮化合物和游离甲醛分子结合形成高分子化合物	以紫外线光源为催化剂, 激发高活性电子作用, 裂解甲醛分子	将各具功能的菌提取出来并进行优化组合形成全谱微生物, 微生物降解污染物	纳米硅片吸醛超人, 甲壳素除醛超人相互合作, 先除去空气中及污染物表层的有毒有害气体, 再短时间内强效吸附、分解污染物深层次有害物质。
优点	价格低使用方便无需施工	反应速度快, 施工方便	活性大裂解力强	快速分解, 无毒	安全无毒, 分解速度快, 有效时间长, 功能性、实用性于一

	活性炭-早期	捕捉剂(除味剂)-中期	光触媒-近期	生物酶-近期	健康家_甲壳素
缺点	吸附量少,作用时间短,转移污染物,无分解效果,吸附饱和后随温度变化又会释放出来	短效,效果差,挥发后即失去效果;快速反弹;和甲醛反应会,形成甲酸铵造成二次污染	需要紫外线灯照射反应;家具里没有光源效果差;药剂脱落易被人体吸入导致心血管疾病	效果一般只能维持8-24小时产品单一无法全方位使用	针对不同的污染物使用不同的实用性产品,室内污染源浓度不同,需要适度增加使用量
施工工艺	放置即可	对污染源喷涂	对墙体,玻璃吊顶灯喷涂/产品单一	对污染源直接喷涂	根据污染源不同,综合使用喷涂、擦拭、涂刷等方式
防护措施	不需要	戴口罩和护目镜	戴口罩和护目镜	戴口罩和护目镜	主要成份为甲壳素与纳米级原料,家庭自己施作不需要,专业施工需要口罩
不良反应	对环境无破坏	导致室内金属物生锈,刺激人体呼吸道	长时间烈解容易导致家具漆膜变异/粉化,花草枯萎	对环境无破坏,比较温和	产品温和,可以替代清洁类产品使用;对家具无不良反应,同时具有防霉抗菌,自动滋养、修复家具、地板、皮革等细微裂纹

来源:国金证券研究所整理

### 3. “Y+生态系统”核心层:用户层。围绕用户入住前及入住后的住居生活需求,提供增值服务。

- 用户层是整个“Y+生态系统”的最核心部分。外部潜在客户通过接入层的接入、产业层的导向,最终成为用户,包括家装用户和工装用户。这些用户沉淀累积,可以形成一个庞大的高精度、强黏性的用户池,通过用户体验生成的大数据,可以反向对设计进行优化,以及开展 C2B、按需生产等,打通全产业链提供增值服务,推动服务延伸、变革,创造新的盈利模式。通过生态系统打造 O2O 开放平台,建立“线上线下一体化”立体营销网络,以“产品+服务”模式不断提升用户体验、创造增值服务。

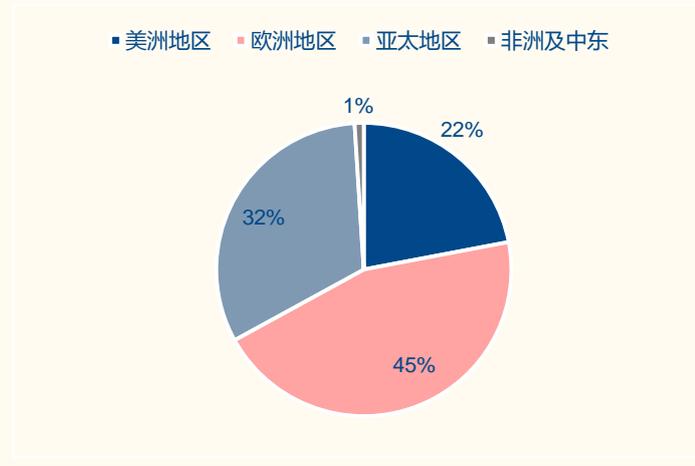
- “Y+生态系统”融合协进,奠定公司长期发展基础。“Y+生态系统”已经成功打通家居全产业链。公司在总部层面成立生态部,着力协调系统内资源的整合、流量的共享和产品之间的渗透,促进成员企业的协同发展。系统的协同已经初见成效,2015年,公司国内销售营业收入同比增长了36.7%。我们预计未来数年,内销业务高速发展的态势仍将持续。未来生态系统的协同效应以及并购中的华达利3年业绩承诺,将确保公司中短期的业绩稳健增长。而系统一体化服务提供商布局的逐渐完善,以及供应链体系的构建,将打开公司中长期盈利增长空间。与此同时,公司还将依靠宜华集团资本运作的经验,推动系统内各成员企业上市或在新三板挂牌,公司的股权投资将获得有效增值。

#### 驱动因素二:收购华达利,完善家具品类,整合海外市场布局

- 完善“Y+生态系统”,实现整体业务成长。2015年11月,公司公告,将通过香港全资子公司理想家居国际收购主体,全面收购新加坡交易所上市公司华达利100%股份,交易对价约18.3亿元。在本次收购之前,“Y+生态系统”的主要产品是木制家具及地板,而华达利聚焦经营软体家具。交易完成后,公司可以高起点切入软体家具行业,为消费者提供便捷和完善的一站式服务,从而有效完善全方位的“泛家居”生态系统。
- 全球领先的皮革沙发生产商,销售网络布局广泛。华达利成立于1976年,总部位于新加坡,1993年在新加坡证券交易所上市。华达利是全球领先的皮革沙发生产厂商,生产基地分布于新加坡、马来西亚以及中国的昆山、常熟和扬州等地,在全球拥有超过6,000名员工,产品销往全球43个国家。2015年,华达利在全球开出103家特许经营店,同时在中国市场新开6家自营专卖店。目前,华达利的主要业务收入来源是在欧洲与亚太地区,其中中国收入占比不足3%。然而,根据CSIL的数据,2012年,中国就已经超越美国成为全球最大的软体家具消费市场,年消费量达到185.65亿美

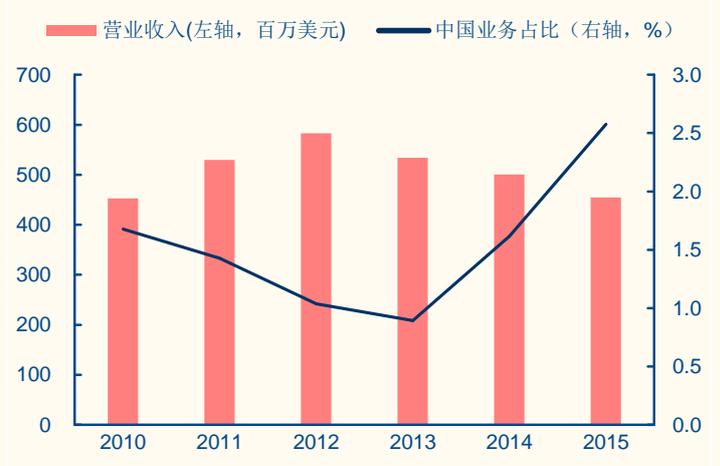
元。未来，随着华达利融入宜华生活 Y+生态系统，中国业务预计将快速扩张，从而为公司带来又一盈利增长点。

图表 47：华达利全球各地区销售额占比



来源：公司公告，国金证券研究所

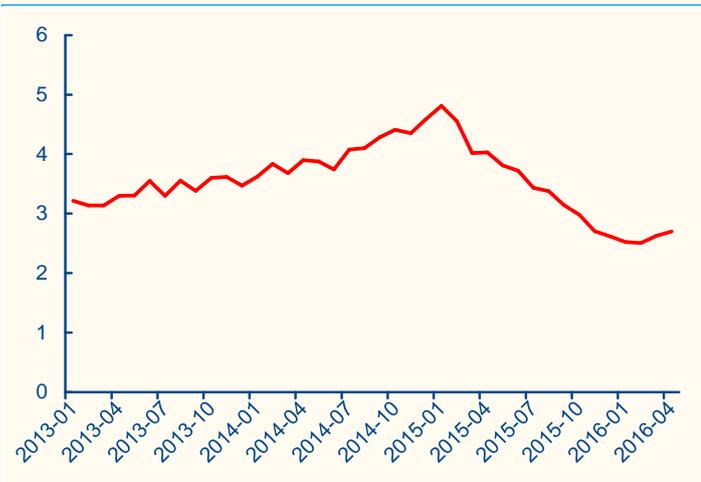
图表 48：中国市场销售额及占比有较大提升



来源：公司公告，国金证券研究所

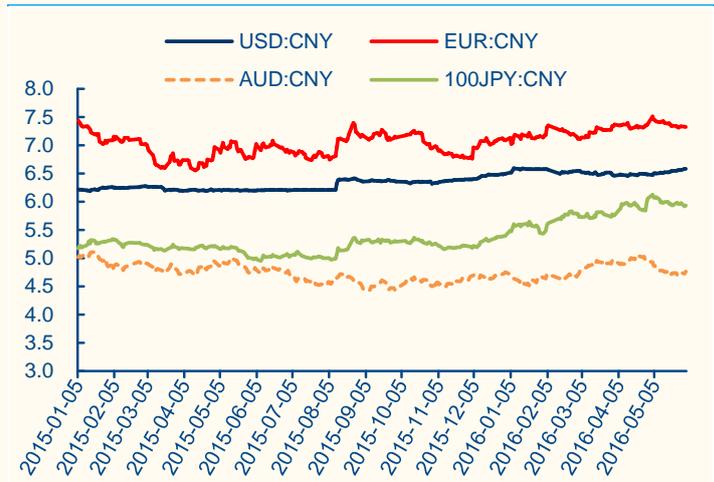
- **多因素驱动消费需求，行业增长潜力巨大。**华达利的主要产品是皮革类沙发，行业分类为软体家具行业。随着人均收入及生活水平的提高，人们对家居环境舒适性要求逐渐提高，全球软体家具消费需求也呈逐年上升趋势。根据 CSIL 的统计数据，全球软体家具消费量由 2003 年的 371.00 亿美元增长至 2012 年的 633.02 亿美元，年均复合增长率达 6.12%。一方面，发达国家比较注重家居环境，老旧房屋更新带来对软体家具的持续需求；另一方面，发展中国家尤其是新兴经济体城镇化进程不断加速，也成为全球软体家具消费需求新的增长点。
- **产品产销率高，部分亏损业务有待整合。**华达利沙发产品的产销率平均约在 98% 以上。2015 年，华达利实现营业收入 US\$4.55 亿元，同比降低 9.2%；净利润-200 万美元，系近年来公司首次出现亏损。公司营收下滑的原因主要有：1) 公司产品销售区域主要集中在欧洲和北美地区，而欧洲市场受经济复苏进程缓慢的影响，区域消费需求不振；2) 日本及澳洲的销售收入也因日元和澳币相对华达利报表货币美元的贬值而影响到合并报表的收入。宜华收购华达利后，计划将会关闭华达利部分亏损零售店，同时将华达利现有业务与 Y+生态系统进行整合。
- **资产优良，经营情况良好，业绩承诺达标无忧。**本次收购交易中，华达利的业绩承诺分别为第一个财务期间 2,500 万美元、第二个财务期间 2,750 万美元及第三个财务期间 3,025 万美元。基于以下原因，我们认为华达利的业绩承诺达标无忧，理想状态下还有可能超出：
  - 1) 私有化完成之后，华达利总部将会搬迁至中国大陆，且将会关闭现有亏损零售店，公司盈利能力也会得到进一步提高。此外，近两年由于主要原材料巴西蓝皮价格上扬且人民币对美元汇率持续升值，公司净利润出现明显下滑。不过，巴西蓝皮自 2014 年低价格创出近几年新高后持续下跌。由于蓝皮采购有一定的生产领用周期，因此**接下来两年公司的巴西蓝皮的综合成本将会显著降低**；同时，华达利的主要出口目的地国家的货币，如美元、欧元、澳元和日元自 2016 年初开始对人民币出现升值趋势，华达利出口业务可以在原有量的基础上提升盈利能力。

图表 49: 进口巴西蓝湿牛皮平均单价 (美元/千克)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 华达利主要出口目的地货币相对人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 华达利盈利能力测算

项目	2013 年 (万美元)	2014 年 (万美元)	2015 年 1-9 月 (万美元)
历史经营数据			
税前利润	465	1,080	8
非经常性损益	87	-61	-63
扣除非经常性损益后税前利润	378	1,141	70
并购和经营调整的影响			
新加坡上市费用的减少	112	134	96
新加坡总部迁入中国大陆的费用成本减少	931	615	633
终端零售业务整合的费用成本的减少	53	719	561
市场因素的影响			
按照六年期皮革市场平均价格计算的成本减少	-47	1,131	957
按照 2015 年末人民币汇率水平计算的成本费用减少	1,020	1,077	755
并购完成汇率皮革价格正常情况下税前利润	2,447	4,818	3,072
所得税费用 (按照中国所得税税率 25%)	612	1,204	768
税后净利润	1,836	3,613	2,304
少数股东损益	7	5	3
归属母公司损益	1,828	3,608	2,301

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 华达利成立至今已逾 40 年, 是全球知名的软体家具制造企业, 公司拥有优秀的经营管理团队。根据收购协议, 过渡期内华达利以正常方式经营, 华达利现有结构和核心人员基本不变。同时华达利核心管理人士仍需至少在华达利任职 60 个月且核心管理人士辞职后竞业禁止期为两年, 确保了华达利的经营管理优势能够持续。

3) 私有化收购完成之后, 宜华能与华达利产生良好的协同效应, 提升整体盈利能力, 获得 1+1>2 的合作成果。首先, 华达利的主要业务市场在欧美及亚太地区, 主营产品为软体家具, 而宜华的主要业务在中国及美国, 主营产品为木质家具。整合后, 双方可以充分共享现有销售渠道及优质客户, 进一步开拓国内外市场。此外, 华达利未来一个重要的发展方向是开拓中国市场, 但其作为海外公司, 可以依靠宜华在中国市场成熟的销售网络及运营经验, 有助于华达利在中国市场的业务拓展。最后, 本次收购丰富了公司的家居产品品类, 宜华生活正式进入软体家具行业, “泛家居” Y+ 生态系统布局得到充分加强。

图表 52：宜华大家居布局基本完成



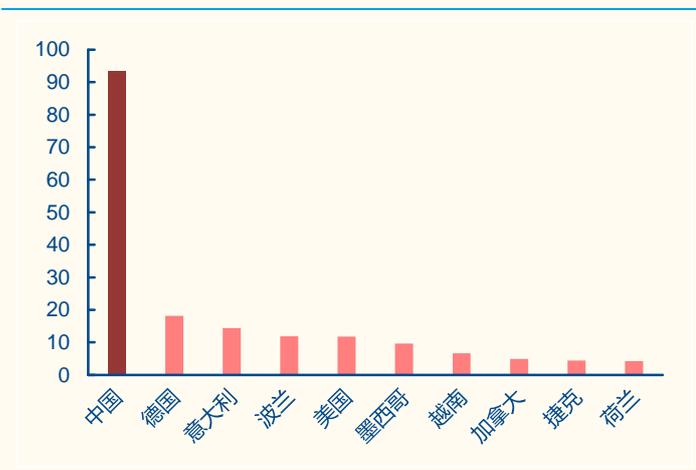
来源：国金证券研究所

- **牵手美乐乐，深拓中国市场业务，完善华达利全球布局。**2016年4月，美乐乐宣布与华达利达成战略合作协议：华达利将为美乐乐在线上提供专供产品“KOKUNN系列”，双方携手推出的定制产品已经在线上渠道销售，未来将引入更多国际化的终端品牌和产品，为消费者提供更多选择。作为国际品牌，华达利的主力市场一直在欧洲与北美，两地的销售额占了华达利总销售收入的近70%，华达利在中国虽有全资的子公司，但是在中国的市场占比却并不高，有着极大的拓展潜力。通过与美乐乐的合作，华达利将借助美乐乐在国内家居市场的影响力和号召力推广品牌、产品，依托美乐乐的平台优势，在将更多更好的产品传递给消费者的同时，为其深拓中国市场的打开突破口，完善华达利在全球市场的布局。

驱动因素三：出口业务优势明显

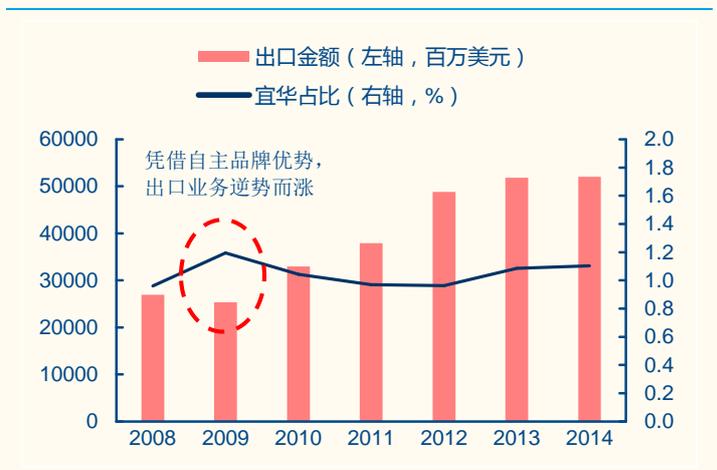
- **我国家具出口规模位列第一，公司出口份额相对稳定。**我国家具生产属于劳动密集型产业，低成本一直是我国出口的核心竞争优势之一。但随着人力成本及原材料价格的上涨，我国家具生产企业利润有所降低，削弱了出口竞争力。然而，欧美房地产回暖、新兴市场需求旺盛以及多元化发展又为家具出口带来了新机遇。我们预计未来几年我国家具出口规模还将保持稳健势头。不过，面对生产成本的提升，订单向东南亚等竞争区域逐渐转移以及发达国家贸易保护主义的抬头，家具企业迫切需要加速调整产品结构及营销策略，保持并增强自身竞争力。

图表 53：世界前十名家具出口规模（十亿美元）



来源：Worldatlas，国金证券研究所

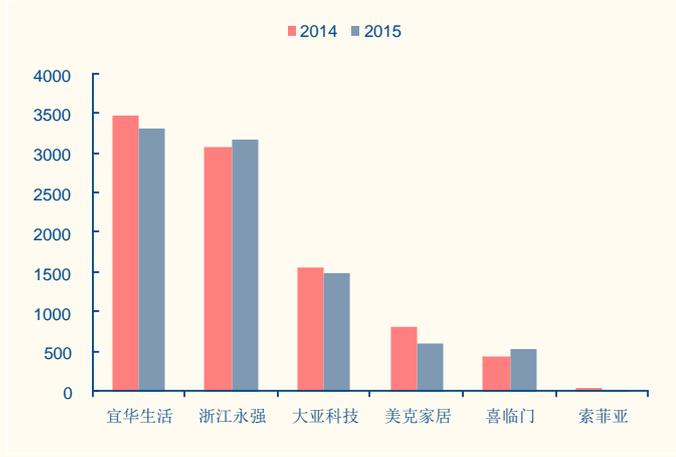
图表 54：宜华生活出口份额相对稳定



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

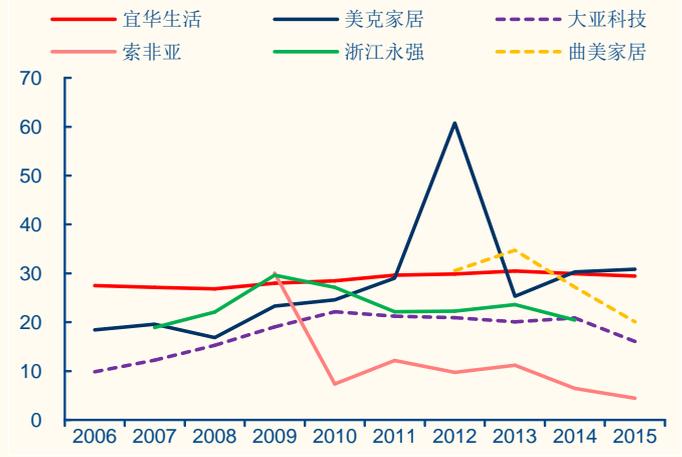
- **自有品牌出口，毛利水平高于同业公司。**与大多数家具出口企业不一样，公司是以自有品牌而非 OEM 方式出口，这使得公司拥有较强的定价能力和渠道掌控能力，因而享有较为丰厚且稳定的出口业务毛利率，这是公司继续发展出口业务的竞争力基石。

图表 55：宜华生活出口业务居于行业前列（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 56：宜华生活出口毛利率稳定且丰厚



来源：Wind，国金证券研究所

- **海外布局网络广泛，尤其美国市场根基深厚。**在海外市场经营模式上，公司主要采用批发模式，即将产品销售给海外经销商及销售商，然后再将产品传导给消费者。公司目前的海外产品经销商已经包括如 J.C.PENNEY、NEWCLASSIC 和 POWLL 等世界知名顶级销售商和家具销售商。公司出口业务当中，以美洲市场为主，占公司总出口额 80%以上。公司自 2000 年开始进军美国市场，铺设销售网络，建造仓储基地，至今为止，公司已经在美国各州发展了超过 2,000 个营销网点。2007 年，公司投资 4,000 万美元在洛杉矶建立宜华生活美国分公司，将公司在美国办公仓储面积扩大到 3.72 万平方米，这也成为中国在美国洛杉矶地区最大的投资项目，受到美国各界大力支持。公司在 2006 年就通过了 FSC 认证，并且在对美国行业协会的反倾销诉讼上达成和解，获得了 7.4% 的反倾销低税率，而行业平均税率为 33.98%。

图表 57：宜华生活知名经销商情况

经销商	公司 LOGO	公司定位	公司概况
Powell		美国家具品牌零售商	成立于 1968 年，主要设计、进口及销售青少年家具、厨房家具、休闲家具
Jcpenney		美国百货零售企业	在美国 49 个州有 1060 家零售店
Hank's Fine Furniture		美国家具品牌零售商	1975 年成立，在 4 个州拥有 16 家零售店，主要位于东南部，汉克斯产品多样，从 15 个不同国家进口家具
Furniture Power		家具连锁店	线下零售，主要位于西部加州
AGA Warehouse		美国家具贸易商	

来源：国金证券研究所整理

### 风险因素

中国或主要出口国房地产市场下行风险

- 公司所处的家具制造业是房地产后周期行业，行业景气度直接取决于房地产新屋交易量和二手房交易量。如中国或公司主要出口国房地产市场下行，将对公司业务发展带来系统性风险。

#### “泛家居”Y+生态系统整合和管理风险

- Y+系统涵盖了“泛家居”产业链上的各个环节，其中还包括了众多互联网企业。系统成员企业业务的整合，系统本身的管理以及传统制造业企业与新兴互联网企业的磨合，其效果都存在不确定性。

#### 华达利私有化进程或业绩承诺不达预期

- 华达利规模占公司整体份额较大，若公司私有化华达利进程或华达利未来三个财务期间业绩承诺不达预期，则将对公司整体营收及净利润水平造成不利影响。

#### 汇率波动风险

- 公司海外业务仍超过七成，美元为主要结算货币。随着欧美经济的复苏以及人民币国际化的进程持续，预计未来将会出现人民币对美元汇率的双向波动，公司仍面临汇率波动对经营业绩影响的风险。

#### 盈利预测

##### 关键假设

- 公司在2016年7月底前完成对华达利的私有化。
- 公司木料的自给率从2015年的27-28%在未来5年内提高到70%以上。
- Y+生态系统整合顺利，协同效应逐步显现。
- 公司海外业务保持按年同比3-5%稳定增长。
- 未测算Y+系统成员企业上市或挂牌对公司带来的股权投资增值影响。

图表 58：宜华生活盈利预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	269,319.8	334,766.8	409,095.5	442,662.9	459,166.8	512,454.8	613,798.1	726,047.6
家具	245,403.0	309,176.0	373,636.0	407,672.0	419,324.0	465,449.6	558,539.6	661,310.8
地板	23,190.0	25,024.0	34,772.0	34,002.0	38,893.0	45,893.7	53,948.1	63,179.3
原木	236.0	35.0	105.0	154.0	238.0	328.4	450.8	615.3
其他	490.8	531.8	582.5	834.9	711.8	782.9	859.7	942.2
营业成本 (万元)	188,919.1	232,839.7	279,953.2	291,216.7	308,781.9	340,055.0	405,479.6	474,709.3
家具	173,600.0	215,623.0	254,632.0	265,620.0	275,106.0	303,286.6	361,998.0	426,278.5
地板	15,143.0	17,166.0	25,157.0	24,785.0	32,946.0	36,256.1	42,845.6	47,637.2
原木	176.0	41.0	62.0	93.0	167.0	223.3	308.0	422.3
其他	0.1	9.7	102.2	718.7	562.9	289.0	328.2	371.3
业务利润 (万元)	80,400.7	101,927.2	129,142.3	151,446.2	150,384.8	172,399.8	208,318.4	251,338.3
家具	71,803.0	93,553.0	119,004.0	142,052.0	144,218.0	162,163.0	196,541.6	235,032.3
地板	8,047.0	7,858.0	9,615.0	9,217.0	5,947.0	9,637.7	11,102.5	15,542.1
原木	60.0	-6.0	43.0	61.0	71.0	105.1	142.8	193.0
其他	490.7	522.2	480.3	116.2	148.8	493.9	531.5	570.9
毛利率 (%)	29.9	30.4	31.6	34.2	32.8	33.6	33.9	34.6
家具	29.3	30.3	31.9	34.8	34.4	34.8	35.2	35.5
地板	34.7	31.4	27.7	27.1	15.3	21.0	20.6	24.6
原木	25.4	-17.1	41.0	39.6	29.8	32.0	31.7	31.4

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
其他	100.0	98.2	82.5	13.9	20.9	63.1	61.8	60.6
增速 (%)	-	24.3	22.2	8.2	3.7	11.6	19.8	18.3
家具	-	26.0	20.8	9.1	2.9	11.0	20.0	18.4
地板	-	7.9	39.0	-2.2	14.4	18.0	17.6	17.1
原木	-	-85.2	200.0	46.7	54.5	38.0	37.2	36.5
其他	-	8.4	9.5	43.3	-14.7	10.0	9.8	9.6

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 8.57/10.99/13.85 亿元 (原预测为 8.17/10.08/12.26 亿元), CAGR 为 31.0%, 摊薄后每股收益为 0.58/0.74/0.93 元/股 (原预测为 0.55/0.68/0.83 元/股)。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>4,091</b>	<b>4,427</b>	<b>4,592</b>	<b>5,125</b>	<b>6,138</b>	<b>7,260</b>	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	-3,401	-4,055	-4,747	存货	1,393	1,764	1,981	1,942	2,316	2,711
%销售收入	68.4%	65.8%	67.2%	66.4%	66.1%	65.4%	其他流动资产	393	442	305	470	560	655
毛利	1,291	1,514	1,504	1,724	2,083	2,513	流动资产	4,179	5,658	6,997	6,361	7,307	8,291
%销售收入	31.6%	34.2%	32.8%	33.6%	33.9%	34.6%	%总资产	48.4%	55.2%	55.0%	54.6%	57.9%	60.8%
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%	28.6%	26.8%	25.2%
%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%	45.4%	42.1%	39.2%
息税前利润 (EBIT)	776	890	915	1,062	1,328	1,662	<b>资产总计</b>	<b>8,625</b>	<b>10,250</b>	<b>12,725</b>	<b>11,641</b>	<b>12,622</b>	<b>13,639</b>
%销售收入	19.0%	20.1%	19.9%	20.7%	21.6%	22.9%	短期借款	2,590	2,575	2,342	875	1,079	726
财务费用	-284	-243	-186	-29	-5	2	应付款项	644	820	888	956	1,140	1,336
%销售收入	7.0%	5.5%	4.1%	0.6%	0.1%	0.0%	其他流动负债	448	215	615	386	479	586
资产减值损失	2	-14	-10	0	0	0	流动负债	3,682	3,610	3,846	2,217	2,699	2,648
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%	<b>负债</b>	<b>3,954</b>	<b>3,871</b>	<b>5,872</b>	<b>4,128</b>	<b>4,610</b>	<b>4,560</b>
营业利润	493	633	724	1,034	1,323	1,665	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,665</b>	<b>6,376</b>	<b>6,841</b>	<b>7,501</b>	<b>8,000</b>	<b>9,067</b>
营业利润率	12.1%	14.3%	15.8%	20.2%	21.6%	22.9%	少数股东权益	6	3	11	11	11	11
营业外收支	3	6	4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,625</b>	<b>10,250</b>	<b>12,725</b>	<b>11,641</b>	<b>12,622</b>	<b>13,639</b>
税前利润	496	639	728	1,034	1,323	1,664	<b>比率分析</b>						
利润率	12.1%	14.4%	15.8%	20.2%	21.6%	22.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-86	-112	-117	-177	-224	-279	<b>每股指标</b>						
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	0.58	0.74	0.93
净利润	410	527	611	857	1,099	1,385	每股净资产	4.05	4.30	4.61	5.06	5.40	6.11
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	0.41	0.60	0.78
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>411</b>	<b>530</b>	<b>616</b>	<b>857</b>	<b>1,099</b>	<b>1,385</b>	每股股利	0.08	0.09	0.11	0.13	0.17	0.21
净利率	10.0%	12.0%	13.4%	16.7%	17.9%	19.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.80%	8.31%	9.00%	11.42%	13.73%	15.28%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.76%	5.17%	4.84%	7.36%	8.70%	10.16%
							投入资本收益率	8.61%	8.05%	6.92%	8.55%	10.02%	11.80%
净利润	410	527	611	857	1,099	1,385	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	22.20%	8.21%	3.73%	11.61%	19.78%	18.29%
非现金支出	221	261	277	254	270	287	EBIT 增长率	36.15%	14.72%	2.84%	16.00%	25.02%	25.16%
非经营收益	204	245	252	159	58	54	净利润增长率	36.13%	29.04%	16.26%	39.08%	28.25%	26.08%
营运资金变动	-165	-442	-92	-656	-530	-573	总资产增长率	8.10%	18.83%	24.15%	-8.52%	8.43%	8.06%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>670</b>	<b>590</b>	<b>1,047</b>	<b>615</b>	<b>896</b>	<b>1,153</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-351	-365	-374	123	-306	-321	应收账款周转天数	85	87	96	96	96	96
投资	-3	-10	-956	-1	0	0	存货周转天数	179	198	221	208	208	208
其他	85	3	29	1	1	1	应付账款周转天数	64	67	73	70	70	70
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-270</b>	<b>-372</b>	<b>-1,301</b>	<b>123</b>	<b>-305</b>	<b>-321</b>	固定资产周转天数	216	216	217	193	159	132
股权募资	0	1,305	0	0	-347	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	369	-335	1,793	-1,582	205	-352	净负债/股东权益	28.60%	8.10%	12.08%	3.93%	3.81%	-2.43%
其他	-176	-609	-377	-90	-255	-307	EBIT 利息保障倍数	2.7	3.7	4.9	36.8	251.8	-737.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>194</b>	<b>361</b>	<b>1,416</b>	<b>-1,672</b>	<b>-397</b>	<b>-659</b>	资产负债率	45.84%	37.76%	46.15%	35.46%	36.52%	33.43%
<b>现金净流量</b>	<b>595</b>	<b>580</b>	<b>1,162</b>	<b>-935</b>	<b>194</b>	<b>173</b>							

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

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
5	2016-04-25	买入	12.30	N/A

来源：国金证券研究所

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



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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

**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