

轻工制造

2017年04月24日

宜华生活 (600978)

——2016年年报点评：低毛利工程单减少影响内销收入，直营业务增长推升盈利能力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月21日

收盘价(元)	10.63
一年内最高/最低(元)	13.05/9.79
市净率	2.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15763
上证指数/深证成指	3173.15 / 10314.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	4.99
资产负债率%	53.56
总股本/流通A股(百万)	1483/1483
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《宜华生活(600978)2016年三季报点评：内销增长明显提速，华达利并表9月产生一次性计划外费用，未来将成为新增盈利贡献点》2016/10/31

《宜华生活(600978)收购国际软体家具巨头华达利进展顺利，打造“Y+生态系统”再下一城，未来协同效应将逐步显现》2016/09/01

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dinazv@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司公布2016年年报，业绩略低于市场预期。2016年实现收入57亿元，同比增长24.1%，(归属于上市公司股东的)净利润7.1亿元，同比增长15.2%，合EPS 0.48元，略低于市场预期(归母净利润增长25%)；其中16Q4实现收入19.5亿元，同比增长31.7%，(归属于上市公司股东的)净利润为9939.73万元，同比增长11.9%。公司经营活动产生的现金流量净额为12.78亿元，同比增长22.0%。公司2016年利润分配预案为拟每10股派0.55元(含税)。
- 低毛利工程单收入减少，致公司内销增速略有回落，但产品结构升级至内销毛利率明显提升。扣除华达利的因素后，1)内销：2016年实现内销收入12亿元，2015年同期为12.6亿元，同比减少4.1%，主要为2015年内销收入中包含约3亿元低毛利工程单业务收入，而2016年工程单业务收入仅为1个多亿，对内销收入形成拖累；内销直营收入增长35%；加盟店收入与上年同期基本持平。收入结构向高毛利内销直营业务倾斜，2016年内销毛利率同比增长2.17个百分点，达43.8%。2)外销：2016年实现外销收入32.6亿元，同比下滑2.0%；与内销业务情况相同，外销毛利率同比提升明显。3)毛利率：总体来看，公司2016年综合毛利率为36.1%，较上年同期增长3.3个百分点，其中，16Q4受工程单大幅减少影响，毛利率同比大幅改善12.2个百分点回升至36.6%。4)开店：目前公司开设了18家家居体验中心，并在全国两百多个大中城市拥有400多家经销商门店，2017年公司计划新增5家自营门店、50家加盟店，同时计划在下半年在国内开设华达利门店，加之“O2O”模式也成为产品销售的重要渠道之一，未来公司收入增长可期。
- 华达利于2016年9月并表，产生新增计划外费用2399万元，对公司整体盈利产生拖累，预计未来将产生正面盈利贡献。因会计处理方式的不同，9月新增计划外费用2399万元，包括1409万元的华达利新加坡总部营销人员遣散补偿费用(合并之前已经预提，不影响最终业绩承诺)，以及990万元的海外中介机构费用(原作为资本化处理)，对公司整体盈利产生一次性拖累，但合并后华达利仍带来显著盈利贡献：2016年9月并表后，华达利实现营业收入11.0亿元，净利润1.2亿元，增厚公司业绩。
- 长期看点：借助资本纽带，以多渠道导流为重点打造“Y+生态系统”，泛家居平台日臻完善。公司借助资本纽带，搭建起日趋完善的泛家居平台，先后将爱福窝25%股权、海尔家居16%股权、美乐乐18.21%股权、多维尚书51%股权、沃棣家居25%股权、有住信息8%股权、投融资有道(金融一号店)25%股权、华达利100%股权纳入囊中。通过多渠道导流、多产品线覆盖、由制造向家居服务配套以及配合产业孵化基金多方整合，全力打造宜华生活“Y+生态系统”。1)多渠道导流，完善营销体系布局：华达利与宜华在国内外渠道形成互动，分别借力对方国内或国外渠道布局拓展业务，发挥“1+1>2”效应。此外，公司十分注重线上线下渠道的开拓：线下：公司现已布局18家直营店+400多家经销商店，线下渠道布局完整；线上：公司战投“美乐乐”；同时与京东商城、日日顺等电商合作，并在微信设立互动平台，进行互动及推广，搭建“互联网+微信+线下门店”立体营销网络，多渠道导流促进内销业务增长。2)多产品线覆盖，迈向大家居平台：公司除增强自身实木家具设计、制造能力之外，前期通过增资沃棣家居、多维尚书，完善多功能、定制家具布局。此次收购全球软体家具领先制造商华达利，业务拓展软体家具，建立完善的泛家居生产体系，丰富产品线，有效提升公司客单价水平，向大家居发展方向迈进。3)制造向服务转型，提供产业链多种家居服务配套：非公开募资打造泛家居供应链智能服务平台，整合爱福窝3D在线家装设计平台、与日日顺合作的配送、安装、售后服务一体化物流平台以及金融一号店提供的上下游及消费者金融服务平台，并通过大数据、云计算等技术提升供应链效率。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,592	5,700	6,735	10,274	13,788
同比增长率(%)	3.73	24.14	18.15	52.55	34.20
净利润(百万元)	616	709	900	1,086	1,380
同比增长率(%)	16.26	15.18	26.86	20.67	27.07
每股收益(元/股)	0.42	0.48	0.61	0.73	0.93
毛利率(%)	32.8	36.1	33.5	31.3	30.6
ROE(%)	9.0	9.6	10.9	11.6	12.9
市盈率	26	22	18	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **华达利收购完成，宜华“Y+生态圈”框架初具雏形，内生增长动力充足，未来协同效应将逐步显现！**公司近年来逐步完善线上线下立体营销网络的搭建，多渠道齐发力挖掘国内市场潜力，同时稳步推进宜华“Y+生态圈”的打造，未来圈内协同效应将逐步释放，为业绩稳定增长提供动力。华达利收购完成使公司可利用华达利遍布全球的完善销售渠道，进一步拓宽海外渠道，实现营销全球化。因公司内销开店进度低于预期，我们下调公司17-18年盈利预测至0.58元和0.69元（原为0.63元和0.77元），目前股价（10.63元）对应17-18年PE分别为18倍和15倍，前期员工持股股价成本为16.71元。长期看好公司泛家居生态圈前瞻布局，维持增持！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,427	4,592	5,700	8,985	12,255	15,255
二、营业总成本	3,793	3,873	4,850	7,971	11,012	13,769
其中：营业成本	2,912	3,088	3,643	6,173	8,542	10,678
营业税金及附加	48	41	60	99	135	183
销售费用	328	269	505	764	1,091	1,399
管理费用	248	279	393	602	846	1,068
财务费用	243	186	256	323	392	430
资产减值损失	14	10	(7)	10	8	11
加：公允价值变动收益	0	0	10	12	11	8
投资收益	0	5	7	7	5	5
三、营业利润	633	724	868	1,034	1,258	1,499
加：营业外收入	18	19	17	17	19	17
减：营业外支出	12	15	8	11	12	12
四、利润总额	639	728	876	1,040	1,265	1,504
减：所得税	112	117	168	186	239	292
五、净利润	527	611	708	854	1,026	1,212
少数股东损益	(2)	(5)	(2)	(3)	(2)	(2)
归属于母公司所有者的净利润	530	616	709	857	1,028	1,214
六、全面摊薄每股收益	0.36	0.42	0.48	0.58	0.69	0.82
发行后总股本（百万）	1483	1483	1483	1483	1483	1483

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。