



证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

## 内销如期发力，华达利顺利并表， 大股东持续增持彰显信心

### 事件

1、10月28日，宜华生活公告，公司前三季度实现营业收入37.53亿元，较上年同期增20.55%；实现归属于上市公司股东的净利润为6.10亿元，较上年同期增15.73%；分季来看，公司2016年Q3实现营业收入15.09亿元，同比增长39.83%；实现归属于上市公司股东的净利润为2.21亿元，较上年同期增16.53%。

2、10月31日，公司公告控股股东宜华集团于10月31日增持公司股份193.53万股，占公司总股本的0.13%，增持均价为11.37元/股。

### 简评

内销发力效果开始显现，外销延续稳增，内生驱动引擎轰鸣。

(1) 内销业务开始发力：2016上半年，公司内销业务开始逐渐加大投入，大力挖掘市场潜力及进行线上线下多渠道拓展。但是由于6月公司组织为期一个月的“宜华生活，你所想”大型主题营销活动收入确认存在滞后，故2016H1内销增长较为保守（同比7.47%）。第三季度公司内销发力效果开始显现，其中2016Q3单季扣除华达利内销收入同比增长27.76%，拉动2016Q1-3扣除华达利内销收入同比增14.61%，回到两位数增长区间。

此外，公司三季度末预收账款余额同比大增139.61%至1.46亿元，预计主要来源于内销订单，随着公司进一步拓展生活家居业务和销售网络，经销商开拓和门店增长等因素，内销增长引擎有望持续轰鸣。

(2) 外销业务稳增延续：外销业务方面公司则保持了上半年稳健增长势头，2016Q3单季扣除华达利实现外销收入8.67亿，同比增13.68%；2016Q1-3扣除华达利实现外销收入24.80亿，同比增11.56%，增速基本和上半年持平。

(3) 华达利顺利并表带来业绩增量：公司收购华达利9月份已顺利并表，2015年华达利业绩处于历史底部，仅实现归母净利润-0.1亿元，2016年以来随着牛皮价格下滑带来的成本节约，以及人民币贬值带来的汇兑收益增厚，华达利业绩开始反弹，9月份华达利扣除补偿费用实现净利润2082万，带来业绩增厚。

## 宜华生活 (600978)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

执业证书编号：S1440115110155

发布日期：2016年11月1日

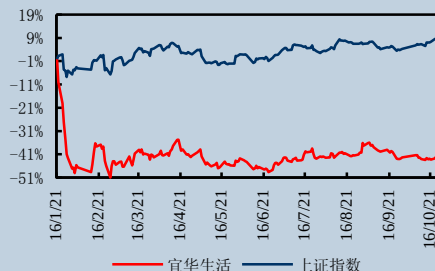
当前股价：11.28元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1个月          | 3个月         | 12个月          |
|--------------|-------------|---------------|
| -1.66/-5.19  | -2.42/-6.61 | -48.93/-40.70 |
| 12月最高/最低价(元) |             | 20.1/9.76     |
| 总股本(万股)      |             | 148287.00     |
| 流通A股(万股)     |             | 146535.95     |
| 总市值(亿元)      |             | 167.27        |
| 流通市值(亿元)     |             | 165.29        |
| 近3月日均成交量(万)  |             | 2247.52       |
| 主要股东         |             |               |
| 宜华企业(集团)有限公司 |             | 24.72%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

|          |                             |
|----------|-----------------------------|
| 16.08.29 | 下半年考虑内销大促以及华达利并表，业绩反弹仍可期    |
| 16.07.24 | Y+生态圈协同发力，华达利添新翼，“新宜华”扬帆再起航 |
|          | 内销仍发力，收购“健康家”，续扩生           |



**毛利率窄幅下降，一次性计提并购费用致销售费用率提高。**

(1) 2016年第三季度由于毛利率较低的华达利并表，导致公司 2016Q1-3 毛利率同比下降 0.90pct 至 35.82%，其中内销毛利率为 40%+，外销毛利率为 30%+。值得一提的是，随着牛皮价格的下降华达利的毛利率已回到正常水平，9 月单季毛利率相比 2015 年大幅提高约 5pct，华达利盈利水平提升显著。

(2) 期间费用率上，由于公司于 9 月一次性计提并购华达利的人员遣散补偿费用，导致公司 2016 年 Q1-3 销售费用同比增 0.68pct 至 6.47%；管理费用率则控制良好，虽然计提一次性海外中介机构费用，但在收入高增基数下 2016Q1-3 管理费用率仍同比下降 0.18pct 至 5.94%；财务费用率同比增 0.29pct 至 3.97%。

**战略上纵横并拓，Y+生态圈潜力渐显，华达利业绩可期，发展前景长期看好。**

(1) **纵向上，公司继续推进上下游产业链整合，增强抗风险能力和竞争优势。**由于公司主要产品为实木家具，主要原材料占产品生产成本比例较高，公司在上游通过租赁林地使用权、境外股权收购等方式丰富自有林地资源，目前公司自有或控制的国内外林木资源已超过 500 万亩，随着粗加工生产能力的不断提升，公司产品原材料的自供木材占比不断提升，驱动毛利率水平的提升。公司在下游打造“家具体验中心+经销商”的国内营销网络布局，以体验馆为中心点辐射周边区域经销商。目前公司已拥有 16 家体验中心，400 多家经销门店，随着下半年经销商招商的持续推进，公司经销商渠道建设有望持续完善扩张，推动内销收入可持续增长。

(2) **横向上，Y+生态圈实效渐显现。为夯实在国内市场实力，公司全力构建“Y+生态系统”。**通过投资美乐乐等泛家居领域企业，整合实体渠道和互联网平台的流量，布局“互联网+泛家居一体化”，实现融合大数据、移动应用、消费金融等创新技术的 O2O 家居运营模式。2016 年上半年，一方面，公司相继举办“Y+，∞+——2016 年互联网+泛家居生态融合峰会”、“宜华 Y+，智·荟·生活发布会”等一系列的高端策划，组织、展示泛家居生态系统协同融合、拓展扩容的阶段性成果，提升品牌高度与行业地位，扩大品牌影响力，增强品牌核心竞争力；另一方面，公司在 6 月举办的“宜华生活，>你所想”大型主题营销活动中，采取线下体验馆专卖店和美乐乐、爱福窝、有住网、金融一号店等线上平台联动营销的创新方式，同时在全国各地展开密集的媒体投放，利用电视、电台、报纸、互联网、高铁站、电梯、户外、公交车等多样化媒体渠道进行立体传播，有效积聚线上线下流量，提升交互体验和转化率，当月获得的超高订单量显示了公司 Y+生态圈协同力量的巨大潜力。

(3) **华达利内外协同共进，业绩可期。华达利在制造、产品、渠道方面与宜华协同效应显著。**在产品端，华达利将补充宜华生活软体家具板块，在渠道端，华达利和宜华分别主攻欧洲、美国市场，海外渠道有望协同，而宜华内销拓展有带动华达利国内销售。此外，宜华生活收购完成后华达利将从新加坡退市，并计划将总部迁入中国，进行终端零售业务整合，上市维护费用减少和管理费用率下降有助于公司业绩显著提升。

华达利承诺公司核心管理人士至少任职 60 个月，且在 2016-2018 财年分别实现净利不低于 0.25、0.28、0.30 亿美元，按照 2016 年 10 月 30 日汇率换算（1:6.76），合人民币 1.9、2.1、2.3 亿元。我们认为，华达利目前的承诺业绩仍较谨慎，不排除超预期可能。

**大股东持续增持彰显信心。**

大股东 2016 年以来大规模增持彰显信心，2016 年 10 月 31 日，宜华集团再通过上交所交易系统以集中竞价交易方式增持公司股份 193.53 万股，占公司总股本的 0.13%，增持均价为 11.37 元/股。同时，宜华集团承诺后续将以自筹资金择机继续增持公司股份，增持比例不低于总股本 1%，不超过总股本 2%（含本次已增持股份）。

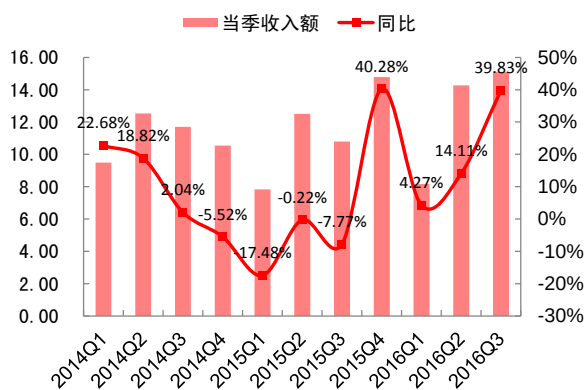
截至 2016 年 10 月 31 日，宜华集团已累计增持金额 5.46 亿，已履行 2016 年 3 月 1 日作出的关于拟继续增持

金额不低于人民币 4 亿元的承诺，自 3 月 1 日起至 10 月 31 日，累计增持公司股票 4915 万股，均价 11.11 元，增持金额合计 5.46 亿元。持续增持彰显大股东对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

### 投资建议：

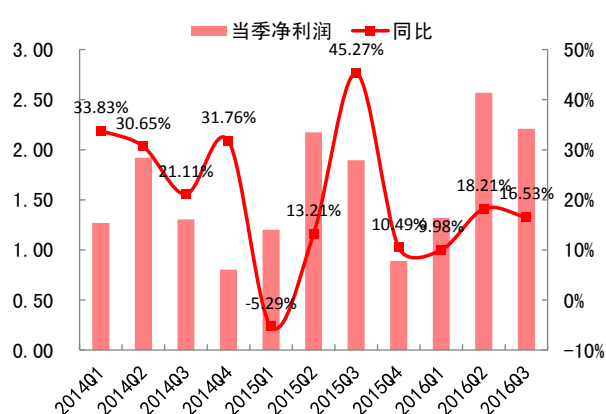
公司第三季度内销增长如期发力，华达利亦顺利实现并表，带动三季度业绩增长良好。后续展望上，我们持续看好公司纵横并拓战略下 Y+生态圈的巨大潜力，以及华达利与公司内外协同作用下的业绩增长，“宜华木业”改名“宜华生活”，生活新内涵空间亦打开。2016 年我们假设公司扣除华达利公司全年净利润为 7 亿，同比增长 15%，华达利并表贡献净利润 0.67 亿，预计公司 2016-2017 年归母净利润分别为 7.67、10.15 亿，对应 14.83 亿的股本，EPS 分别为 0.52、0.68 元，对应 PE 为 22、16 倍，目前总市值 167 亿，股东增持彰显信心，维持“买入”评级。

图 1：宜华生活分季度营业收入及同比（亿元，%）



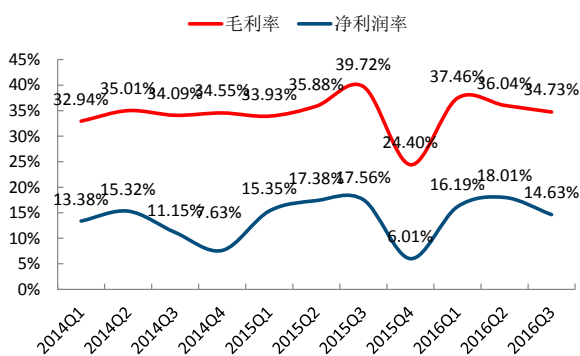
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：宜华生活分季度归母净利润及同比（亿元，%）



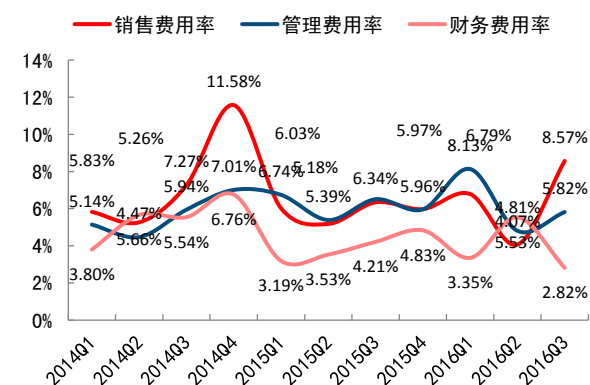
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 3：宜华生活分季度毛利率及净利润率（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 4：宜华生活分季度期间费用率（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部



表 1：公司控股股东宜华集团 2016 年 3 月至 10 月增持情况

| 时间                | 本次增持情况     |            |             |            | 累计增持情况      |            |
|-------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
|                   | 股数<br>(万股) | 占总股<br>本比例 | 均价<br>(元/股) | 金额<br>(亿元) | 股数<br>(百万股) | 金额<br>(亿元) |
| 2016 年 3 月 10 日   | 613.24     | 0.41       | 10.91       | 0.67       | 16.16       | 0.67       |
| 2016 年 3 月 11 日   | 600.35     | 0.4        | 10.99       | 0.66       | 22.17       | 1.33       |
| 2016 年 5 月 4 日    | 546.53     | 0.37       | 12.28       | 0.67       | 27.63       | 2          |
| 2016 年 5 月 17 日   | 271        | 0.18       | 11.05       | 0.3        | 30.34       | 2.3        |
| 2016 年 5 月 20 日   | 372.55     | 0.25       | 10.74       | 0.4        | 34.07       | 2.7        |
| 2016 年 5 月 23 日   | 268.41     | 0.18       | 11.18       | 0.3        | 36.75       | 3          |
| 2016 年 5 月 30 日   | 318.91     | 0.22       | 10.96       | 0.35       | 39.94       | 3.35       |
| 至 2016 年 6 月 2 日  |            |            |             |            |             |            |
| 2016 年 6 月 14 日   | 22         | 0.01       | 10.33       | 0.02       | 46.24       | 4.01       |
| 至 2016 年 6 月 27 日 | 608.05     | 0.41       | 10.56       | 0.64       |             |            |
| 至 2016 年 7 月 25 日 | 97.4       | 0.07       | 11.03       | 0.11       | 47.214      | 5.24       |
| 2016 年 10 月 31 日  | 193.53     | 0.13       | 11.37       | 0.22       | 49.15       | 5.46       |

资料来源：公司公告中信建投证券研究发展部



## 分析师介绍

**花小伟**：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

**研究助理张溢**：所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

## 报告贡献人

### 研究服务

陈斌 yongbin@csc.com.cn chenweiqi@csc.com.cn

#### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

#### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

#### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-85130905 liukaizgs@csc.com.cn

#### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

#### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

#### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

### 北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

### 上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622