

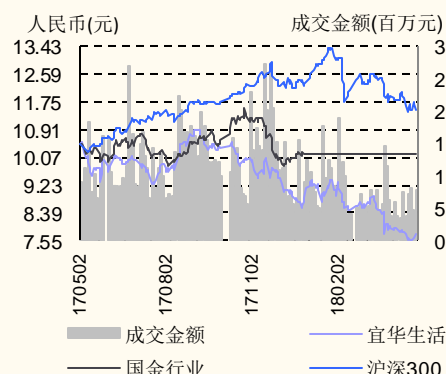
宜华生活 (600978.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.76 元

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)	11,507.07
年内股价最高最低(元)	10.92/7.55
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



相关报告

1. 《宜华生活 2017 年半年报点评-业绩增长符合预期, 继续聚焦生态...》, 2017 8 25

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

加速营销创新, 内销或进入新的增长期

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.8	0.51	0.62	0.80	0.98
每股净资产(元)	4.99	5.38	5.94	6.48	7.14
每股经营性现金流(元)	0.86	0.87	0.97	0.66	0.91
市盈率(倍)	22	18	12	10	9
行业优化市盈率(倍)	11	9	8	8	8
净利润增长率(%)	15.18%	6.11%	22.72%	27.70%	23.54%
净资产收益率(%)	9.58%	9.44%	10.48%	12.28%	13.77%
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

业绩简评

■ 2017 年, 公司分别实现营收/营业利润/归母净利润 80.22 亿元、8.90 亿元和 7.48 亿元, 同比分别增长 40.73%/2.70%/6.11%, 实现全面摊薄 EPS0.51 元, 基本符合预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股派发现金红利 0.55 元 (含税)。2018 年 Q1 公司营收/归母净利润分别增长 11.22%/15.14%。

经营分析

- **营销模式创新+新品推出, 家具主业产销两旺。**去年公司通过产学研循环价值链、主题促销和体验+产品等创新营销模式, 以提升客户交互体验和转化率。另一方面, 公司对家具主业也持续推进在成熟基础上更新迭代, 并推出各种玄关台、斗柜、茶几、洗手柜、火炉柜等非卧房系列新品, 进一步丰富产品线, 优化产品结。受益于此, 公司 2017 年家具产品产销两旺, 分别增长 63.95%和 45.08%, 带动家具主业收入大幅提升 40.74%。
- **发挥产业链一体化优势, 内外销并举支撑未来业绩增长。**家具业务上, 公司具备产业链一体化优势, 自有或控制的国内外林木资源已超过 500 万亩, 主要原材料供应来源稳定。渠道端, 公司继续通过“家居体验中心+经销商”模式完善国内市场营销网络布局, 公司已拥有 400 多家经销商门店, 同时在北京、上海等一二线城市设立 18 家体验中心。去年公司在郑州筹备首家新零售体验中心, 针对消费升级、品质购物的消费趋势, 展示出多种家居生活场景, 以体验式服务刺激消费需求, 提升客户黏性。同时, 年内公司与百度、小葱智能建立战略合作, 落地北京智能家居体验馆, 规划构建前端智能体验服务+后端智慧数据串联, 通过创新驱动, 提高公司的智能化水平。外销方面, 公司进一步加强软体家具业务在客户、业务及品类等方面的协同整合, 此外, 在加蓬基地布局的先发优势之上, 出口业务有望得益国家“一带一路”经济战略布局, 成为外销业务增长的新动力。

盈利预测与投资建议

- 公司产业链布局完整, “Y+生态系统”的有效整合将促进国内业务的快速发展。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.62/0.80/0.98 元 (三年 CAGR24.6%), 对应 PE 分为 12/10/8 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 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; 汇率波动风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,592	5,700	8,022	9,744	11,776	14,147
增长率		24.1%	40.7%	21.5%	20.9%	20.1%
主营业务成本	-3,088	-3,643	-5,278	-6,434	-7,787	-9,373
%销售收入	67.2%	63.9%	65.8%	66.0%	66.1%	66.2%
毛利	1,504	2,057	2,744	3,310	3,989	4,775
%销售收入	32.8%	36.1%	34.2%	34.0%	33.9%	33.8%
营业税金及附加	-41	-60	-95	-127	-153	-183
%销售收入	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-269	-505	-871	-1,150	-1,387	-1,663
%销售收入	5.9%	8.9%	10.9%	11.8%	11.8%	11.8%
管理费用	-279	-393	-527	-663	-799	-958
%销售收入	6.1%	6.9%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	915	1,099	1,251	1,371	1,650	1,971
%销售收入	19.9%	19.3%	15.6%	14.1%	14.0%	13.9%
财务费用	-186	-256	-415	-230	-231	-238
%销售收入	4.1%	4.5%	5.2%	2.4%	2.0%	1.7%
资产减值损失	-10	7	-4	-21	-4	-5
公允价值变动收益	0	10	24	0	0	0
投资收益	5	7	10	10	11	11
%税前利润	0.6%	0.8%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
营业利润	724	868	890	1,130	1,425	1,739
营业利润率	15.8%	15.2%	11.1%	11.6%	12.1%	12.3%
营业外收支	4	8	-9	-10	-10	-11
税前利润	728	876	880	1,121	1,415	1,728
利润率	15.8%	15.4%	11.0%	11.5%	12.0%	12.2%
所得税	-117	-168	-132	-202	-241	-277
所得税率	16.1%	19.2%	15.0%	18.0%	17.0%	16.0%
净利润	611	708	748	919	1,174	1,452
少数股东损益	-5	-2	-5	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	616	709	753	924	1,180	1,457
净利率	13.4%	12.4%	9.4%	9.5%	10.0%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	611	708	748	919	1,174	1,452
少数股东损益	-5	-2	-5	-5	-5	-5
非现金支出	274	298	412	406	426	464
非经营收益	252	288	299	322	328	330
营运资金变动	-92	-22	-164	-212	-953	-890
经营活动现金净流	1,045	1,271	1,295	1,435	975	1,356
资本开支	-374	-516	-489	-301	-772	-483
投资	-956	-1,675	-12	0	0	0
其他	29	5	7	10	11	11
投资活动现金净流	-1,301	-2,187	-494	-291	-761	-472
股权募资	0	0	10	0	0	0
债权募资	1,793	1,533	1,196	-195	346	-251
其他	-377	-327	-1,369	-408	-718	-812
筹资活动现金净流	1,416	1,206	-163	-603	-372	-1,063
现金净流量	1,160	291	638	541	-158	-179

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,426	3,552	4,229	4,770	4,612	4,433
应收款项	1,286	1,705	1,877	2,171	2,624	3,152
存货	1,981	2,677	2,791	3,261	3,947	4,750
其他流动资产	305	585	334	413	481	561
流动资产	6,997	8,519	9,232	10,615	11,663	12,896
%总资产	55.0%	53.3%	55.3%	59.0%	60.2%	62.5%
长期投资	966	958	974	974	974	974
固定资产	3,276	4,024	4,067	4,071	4,095	4,134
%总资产	25.7%	25.2%	24.4%	22.6%	21.1%	20.0%
无形资产	1,027	1,973	1,857	1,755	2,067	2,037
非流动资产	5,728	7,456	7,470	7,378	7,720	7,735
%总资产	45.0%	46.7%	44.7%	41.0%	39.8%	37.5%
资产总计	12,725	15,975	16,701	17,993	19,383	20,631
短期借款	2,342	3,255	3,161	2,993	3,338	3,084
应付款项	888	1,328	1,206	1,555	1,894	2,289
其他流动负债	615	1,340	1,095	1,224	1,338	1,469
流动负债	3,846	5,922	5,461	5,772	6,570	6,843
长期贷款	123	78	329	329	329	330
其他长期负债	1,904	2,557	2,935	3,082	2,889	2,891
负债	5,872	8,557	8,725	9,183	9,788	10,064
普通股股东权益	6,841	7,406	7,976	8,815	9,606	10,582
少数股东权益	11	12	0	-5	-10	-16
负债股东权益合计	12,725	15,975	16,701	17,993	19,383	20,631

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.415	0.478	0.508	0.623	0.796	0.983
每股净资产	4.613	4.994	5.379	5.945	6.478	7.136
每股经营现金净流	0.705	0.857	0.874	0.968	0.658	0.914
每股股利	0.125	0.055	0.000	0.206	0.263	0.324
回报率						
净资产收益率	9.00%	9.58%	9.44%	10.48%	12.28%	13.77%
总资产收益率	4.84%	4.44%	4.51%	5.13%	6.09%	7.06%
投入资本收益率	6.92%	6.75%	7.45%	7.53%	8.53%	9.87%
增长率						
主营业务收入增长率	3.73%	24.14%	40.73%	21.48%	20.85%	20.14%
EBIT 增长率	2.84%	20.07%	13.79%	9.62%	20.36%	19.41%
净利润增长率	16.26%	15.18%	6.11%	22.72%	27.70%	23.54%
总资产增长率	24.15%	25.54%	4.55%	7.73%	7.73%	6.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.0	92.7	79.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	221.3	233.4	189.1	185.0	185.0	185.0
应付账款周转天数	73.0	81.4	64.6	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	217.4	241.4	179.1	147.2	122.3	102.5
偿债能力						
净负债/股东权益	12.08%	27.90%	24.18%	13.84%	17.95%	15.62%
EBIT 利息保障倍数	4.9	4.3	3.0	6.0	7.1	8.3
资产负债率	46.15%	53.56%	52.24%	51.03%	50.50%	48.78%

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
	0	0	1	2	8
	0	0	0	2	2
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	1.00	1.50	1.36

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	2016-06-07	买入	11.36	17.33~17.33
2	2016-07-24	买入	11.91	N/A
3	2016-08-26	买入	11.66	N/A
4	2016-10-31	买入	11.28	N/A
5	2017-04-24	买入	10.63	N/A
6	2017-08-25	买入	10.54	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



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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH