

轻工制造

2015年01月30日

宜华木业 (600978)

——切入前端家装市场，开启“泛家居”战略布局“云时代”，进一步推进 O2O 布局，推行员工持股有效激励

报告原因：有信息公开需要点评

增持

维持

市场数据：2015年01月29日

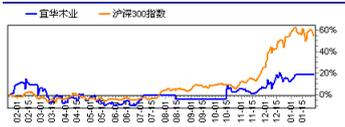
收盘价(元)	6.34
一年内最高/最低(元)	7.01/4.53
上证指数/深证成指	3262/11249
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9401

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	4.25
资产负债率%	42.93
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

《宜华木业(600978)2014年三季报点评——业绩基本符合预期，内销收入大幅增长，增资“多维空间”家居品牌，“泛家居”战略布局再下一城》2014/10/31
《宜华木业(600978)——收购高端酒店软装解决方案提供商恒安兴，“产品+服务”双线发展布局“泛家居”领域，建议“增持”》2014/10/15

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- 公司于2015年1月27日公告：以6,250万元对上海爱福窝云技术有限公司进行增资，增资完成后公司将持有爱福窝25%股权。上海爱福窝云技术有限公司成立于2013年1月，致力于家装在线云技术开发，目标是打造家居O2O平台，让业主通过线上设计软件轻松实现个性化家装设计。迄今已开发出包括爱福窝在线3D云设计软件、线下3D家具建材导购宝、3D家具单体360度展示、爱家家移动APP等在内的一系列家装相关云技术。2013年9月爱福窝正式与天猫合作，在天猫家装馆 jia.tmall.com 建立“家装DIY”频道；2014年10月又与阿里巴巴O2O事业部合作，共同打造家装行业O2O。
- 爱福窝盈利模式：软件及第三方模型使用费+定制化家装设计和施工佣金+线上线下家具装饰销售佣金。与天猫的战略合作使爱福窝具有先天的流量优势。爱福窝从业主“家装前”的步骤入手搭建平台，在PC端设计软件、天猫线上软件及移动APP端设计软件等平台上导入大量房型图，让业主只需简便操作（个性化选择硬装、家具、家饰材料拖入虚拟房间中）便能完成家装设计，通过360度3D渲染，达到逼真效果。盈利模式方面，在设计过程中，除保留业主自主设计的主动性，在线设计师可以为业主提供设计帮助，实现设计佣金收入及软件使用收入。完成设计后，在定制化家装和施工，以及家具、建材的销售过程中，均可实现流量转化，提取家装施工和家居装饰销售佣金。
- 宜华木业：增资爱福窝，“泛家居”战略跨入“云时代”具有里程碑意义。爱福窝靠近前端设计入口，有利于公司切入万亿家装市场。增资爱福窝后，公司将通过天猫家装平台的流量导入轻松获取目标客户资源，通过自主设计、设计咨询、实景展示、3D导购等环节促进线下销售的导流，最终转化为家具、建材、家饰等供应商及宜华木业相关产品的销售，完成完整O2O的闭环。
- 内销市场多渠道导流，大力开拓国内市场。除公司在“泛家居”布局所做的持续努力（14年与海尔涉足定制家具沃康家居，收购多维尚书）外，近年来公司持续由外销市场向内销市场转型，通过拓展线上线下多种渠道挖掘内销市场潜力。目前公司已设立13家线下直营体验店，350多家经销商门店；线上渠道则与美乐乐、日日顺等电商合作，同时在微信上建立服务平台，进行线上推广、促销等活动，以“互联网+微信+实体门店”形式促进销售。预计公司在完成对爱福窝的增资后，云设计业务将对公司原有线上、线下业务产生巨大协同效应。

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4,091	3,372	4,508	5,613	6,668
同比增长率(%)	22	13	10	25	19
净利润(百万元)	411	449	509	641	781
同比增长率(%)	36	29	24	26	22
每股收益(元/股)	0.36	0.3	0.34	0.43	0.53
毛利率(%)	31.6	34.1	33.9	34.5	34.8
ROE(%)	8.8	7.1	9.8	11	11.8
市盈率	18	--	19	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

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

- **推出员工持股计划，统一高管利益，为公司股价提供安全边际，建议增持。**公司于2015年1月13日公告推出员工持股计划，拟筹集不超过1.1亿元资金，全额认购兴证资管鑫众16号集合资产管理计划的次级份额，该计划份额上限3.3亿份，按2:1比例设立优先级份额和次级份额，员工以加杠杆方式，持有公司股票，统一高管利益，提供股价安全边际。公告虽近日公告因高端酒店家具市场环境发生变化，终止购买恒安兴的资产重组，但在业务方面仍将推进与恒安兴的合作，继续在产业链上延伸推进。我们维持公司14-15年0.34元和0.43元的盈利预测，停牌前股价（6.34元）对应14-15年PE分别为18.6倍和14.7倍，建议增持！

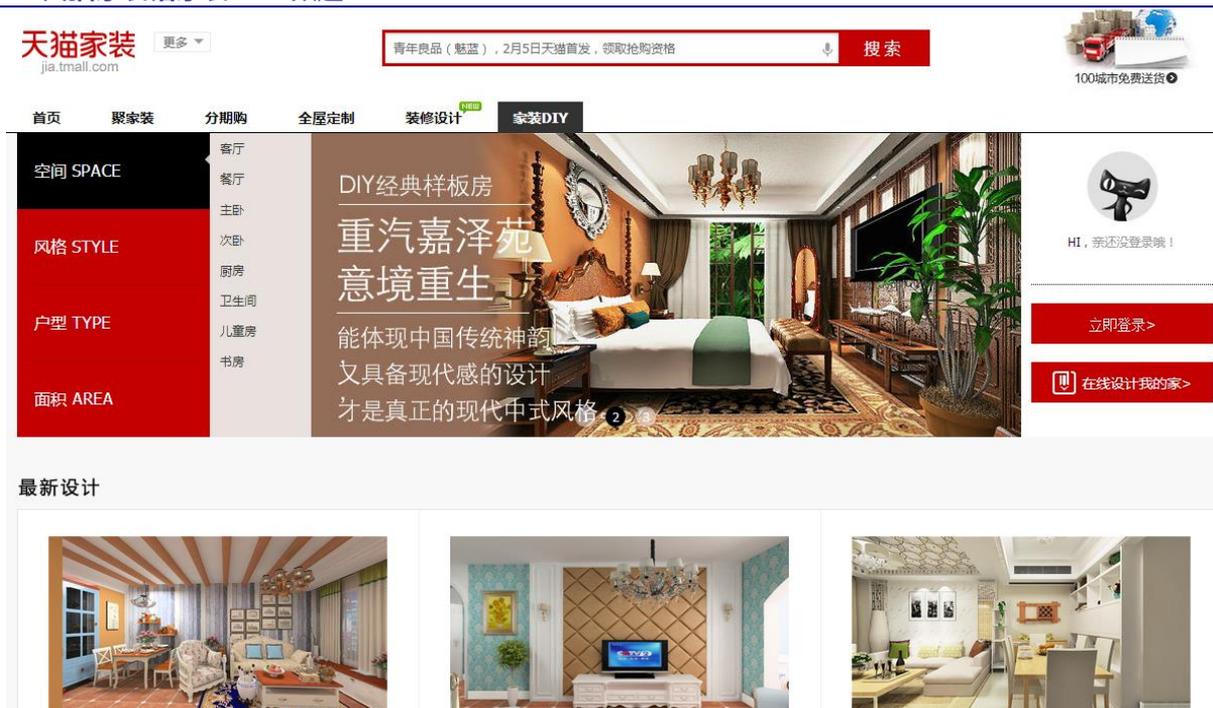
1. 投资标的简介

随着人均收入水平的不断提高,消费者对个性化的诉求日益明显,面对过去大同小异的装修风格,成为装修主力军的80后甚至90后更希望突出自身的个性差异,追求年轻、时尚,中国的4万亿家居市场已迎来个性化软装时代。近期,各大集团纷纷涉足家居电商市场,3D家装软件已受到越来越多的关注。

上海爱福窝云技术有限公司成立于2013年1月,致力于家装在线云技术开发,目标是打造家居O2O平台,让业主通过线上设计软件轻松实现个性化家装设计。迄今已开发出包括爱福窝在线3D云设计软件、线下3D家具建材导购宝、3D家具单体360度展示、爱家家移动APP等在内的一系列家装相关云技术。**2013年9月爱福窝正式与天猫合作**,在天猫家装馆 jia.tmall.com 建立“家装DIY”频道;2014年10月又与阿里巴巴O2O事业部合作,共同打造家装行业O2O。

爱福窝盈利模式:软件及第三方模型使用费+定制化家装设计和施工佣金+线上线下家具装饰销售佣金。与天猫的战略合作使爱福窝具有先天的流量优势。爱福窝从业主“家装前”的步骤入手搭建平台,在PC端设计软件、天猫线上软件及移动APP端设计软件等平台上导入大量房型图,让业主只需简便操作(个性化选择硬装、家具、装饰材料拖入虚拟房间中)便能完成家装设计,通过360度3D渲染,达到逼真效果。盈利模式方面,在设计过程中,除保留业主自主设计的主动性,在线设计师可以为业主提供设计帮助,实现设计佣金收入及软件使用收入。完成设计后,在定制化家装和施工,以及家具、建材的销售过程中,均可实现流量转化,提取家装施工和家居装饰销售佣金。

图 1: 天猫家装馆家装DIY频道



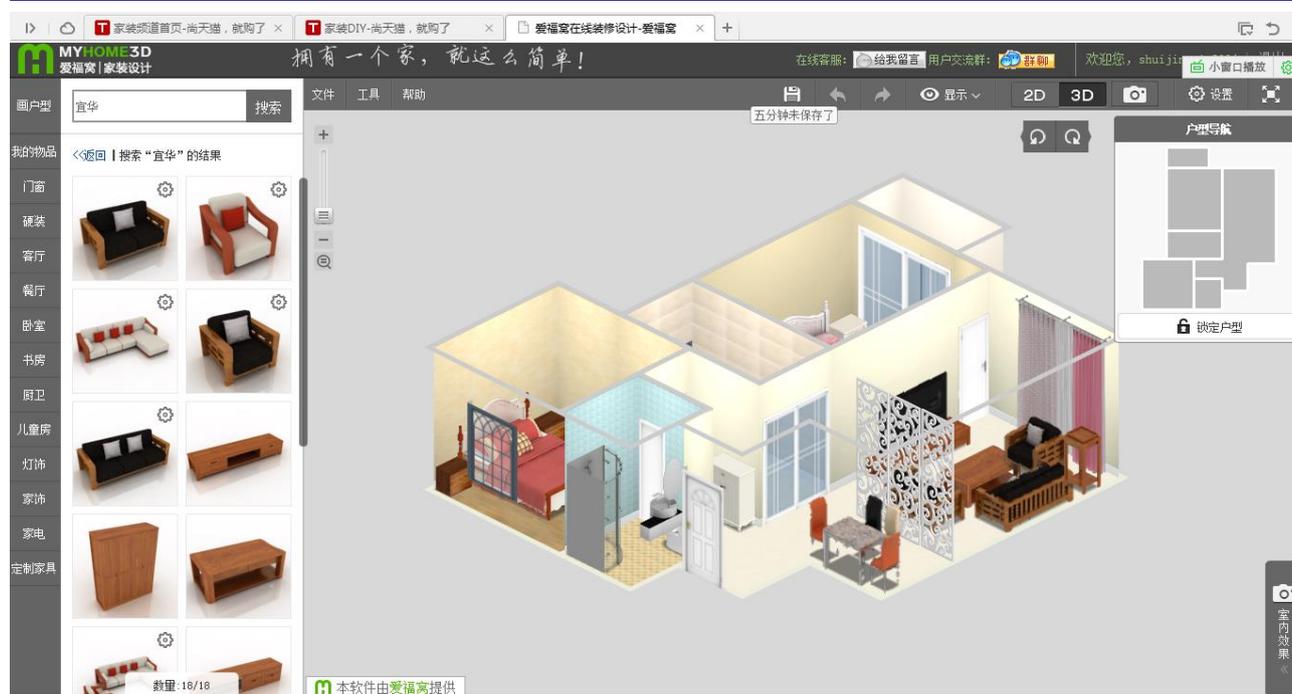
资料来源:天猫,申万宏源研究

图 2: 点击“在线设计我的家”即可转至爱福窝设计软件, 导入户型图后, 在 2D 模式中选择家具、建材、家饰 (可筛选品牌, 产品含名称、价格等信息) 添加至虚拟房间中



资料来源：爱福窝家装软件，申万宏源研究

图 3: 点击 3D 后, 出现 3D 效果图



资料来源：爱福窝家装软件，申万宏源研究

图 4: 可选中一个视角拍摄局部室内图并进行渲染, 得到真实的效果图(灯光瓦数、窗外亮度等皆可根据真实情况选择)



资料来源：爱福窝家装软件，申万宏源研究

在设计师服务方面,爱福窝提供多种设计服务模式:1)设计咨询服务(一对多),包括设计服务和咨询服务。设计服务是设计师基于业主提交的家装设计需求,提供个性化设计服务;咨询服务则是业主在DIY设计时,可选择向一个或多个设计师进行咨询。2)在线聊天服务(一对一)。即在业主设计过程中,可在线与商家、设计师进行实时互动,讨论家装要求、家居和建材产品的选择等。3)装修社区服务(多对多)。业主可在平台中获取专业知识及家装知识库,可就装修材料选择、家居选择以及保养等方面获取专家建议。同时,爱福窝为业主提供了一个与家装公司、其它业主间交流的论坛和社区。

实现O2O闭环。1)线上(Online):通过3D设计软件吸引设计师和消费者。对消费者来说,业主可借鉴爱福窝平台的家居模型,通过3D设计软件设计出满意的初步效果图,再与设计就是进行沟通,设计师凭借多年累积的实战经验帮助其完善家居布局,得到满意的设计。而对设计师而言,设计师可将满意的作品上传至平台共享

或提供有偿使用。2) 连接 (to) : 交流、分享, 留在爱福窝平台。业主可随时在爱福窝平台上设计、布置、改进、分享自己的“家”, 并与其他业主分享装修心得, 增加客户停留平台的粘性。同时, 业主可根据设计效果图在家装平台上选择设计图中相应的建材、家具、家饰进行线上或至线下店购买, 方便业主实现“所见即所得”。3) **线下 (Offline) : 通过 3D 导购宝将线上客户引流至线下供应商, 实现 O2O 闭环。** 3D 导购宝通过 3D 渲染实景展示家居用品, 刺激消费者购买欲望, 为线下家居供应商引流, 提升转换率; 此外, 通过 3D 导购宝, 爱福窝还可运用大数据分析业主消费偏好, 为商家提供有效信息。

2. 投资建议

宜华木业: 增资爱福窝, “泛家居”战略跨入“云时代”具有里程碑意义。 爱福窝靠近前端设计入口, 有利于公司切入万亿家装市场。增资爱福窝后, 公司将通过天猫家装平台的流量导入轻松获取目标客户资源, 通过自主设计、设计咨询、实景展示、3D 导购等环节促进线下销售的导流, 最终转化为家具、建材、家饰等供应商及宜华木业相关产品的销售, 完成完整 O2O 的闭环。

内销市场多渠道导流, 大力开拓国内市场。 除公司在“泛家居”布局所做的持续努力 (14 年与海尔涉足定制家具沃棣家居, 收购多维尚书) 外, 近年来公司持续由外销市场向内销市场转型, 通过拓展线上线下多种渠道挖掘内销市场潜力。目前公司已设立 13 家线下直营体验店, 350 多家经销商门店; 线上渠道则与美乐乐、日日顺等电商合作, 同时在微信上建立服务平台, 进行线上推广、促销等活动, 以“互联网+微信+实体门店”形式促进销售。预计公司在完成对爱福窝的增资后, 云设计业务将对公司原有线上、线下业务产生巨大协同效应。

推出员工持股计划, 统一高管利益, 为公司股价提供安全边际, 建议增持。 公司于 2015 年 1 月 13 日公告推出员工持股计划, 拟筹集不超过 1.1 亿元资金, 全额认购兴证资管鑫众 16 号集合资产管理计划的次级份额, 该计划份额上限 3.3 亿份, 按 2:1 比例设立优先级份额和次级份额, 员工以加杠杆方式, 持有公司股票, 统一高管利益, 提供股价安全边际。公告虽近日公告因高端酒店家具市场经营环境发生变化, 终止购买恒安兴的资产重组, 但在业务方面仍将推进与恒安兴的合作, 继续在产业链上延伸推进。我们维持公司 14-15 年 0.34 元和 0.43 元的盈利预测, 停牌前股价 (6.34 元) 对应 14-15 年 PE 分别为 18.6 倍和 14.7 倍, 建议增持!

表：盈利预测表**单位：百万元，元，百万股**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	3,348	4,091	3,372	4,508	5,613	6,668
二、营业总成本	2,976	3,598	2,826	3,883	4,822	5,696
其中：营业成本	2,328	2,800	2,222	2,984	3,688	4,368
营业税金及附加	41	36	32	50	62	67
销售费用	235	263	206	325	427	487
管理费用	173	216	174	252	326	387
财务费用	193	284	172	247	302	366
资产减值损失	5	(2)	19	25	19	22
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	372	493	547	625	790	972
加：营业外收入	3	9	11	12	14	10
减：营业外支出	11	5	5	6	7	4
四、利润总额	364	496	553	631	797	978
减：所得税	62	86	104	123	157	198
五、净利润	302	410	449	508	640	781
少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	302	411	449	509	641	781
六、全面摊薄每股收益	0.20	0.28	0.30	0.34	0.43	0.53
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。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。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、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

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。

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。

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。

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。