

投资评级 **优于大市** 维持

# 19Q2 收入、利润均降速，速美收入大增但亏损扩大

**股票数据**

08月21日收盘价(元)	8.61
52周股价波动(元)	8.01-22.60
总股本/流通A股(百万股)	420/401
总市值/流通市值(百万元)	3618/3456

**相关研究**

《18Q4 业绩放缓，19Q1 订单和营收增速回暖》2019.04.23

《业绩实现快速增长，收款放缓导致现金流下降》2018.10.22

《A6 业务稳定发展，速美亏损有所扩大》2018.08.21

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.3	-21.4	-16.7
相对涨幅 (%)	-2.6	-20.1	-19.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

分析师:李富华

Tel:(021)23154134

Email:lfh12225@htsec.com

证书:S0850518050001

**投资要点:**

- **事件:**公司 2019 年上半年营收为 18.65 亿元,同增 3.02%,归母净利润为-0.62 亿元,同降 663.34%。
- **19Q2 营收及归母净利润降速明显。**从单季度看, Q1、Q2 营收分别同增 11.09%和-2.29%,归母净利润分别同增-28.38%和-75.34%,19Q2 增速大幅下降。分业务来看,上半年家装和公装业务营收分别为 16.38 和 1.55 亿元,分别同增 2.04%和-4.77%;分区域来看,公司业务主要集中在华北和华东等区域,华北和华东营收分别同增 20.35%和-2.44%。分主体来看,子公司速美、山西东易、集艾设计、上海创域、欣邑东方营收分别增长 195.81%、16.82%、-22.01%、23.83%、-10.39%,净利润分别增长-49.67%、4.71%、-35.91%、28.80%和-44.74%。
- **毛利率、净利率下降,经营现金流同降,负债率提升。**2019 年上半年毛利率下降 2.66 个 pct 至 33.38%,其中家装业务毛利率下降 2.31 个 pct 至 31.62%,与去年同期基数较高有关。期间费用率提升 2.21 个 pct 至 34.42%,与收入增速放缓有关。其中,销售费用率提升 1.14 个 pct 至 20.64%;管理费用率(含研发费用)提升 1.03 个 pct 至 13.57%,其中研发费用率提升 0.34 个 pct 至 3.43%。财务费用率提升 0.04 个 pct 至 0.21%。资产减值损失与信用减值损失合计 930.83 万元,同增 42.03%。综上,公司净利率下降 4.56 个 pct 至 -2.13%。现金流方面,经营性现金流净额为 2.35 亿元,同比下降 0.11 亿元,其中收现比下降 0.01 个 pct 至 113%。资产负债率提升 2.22 个 pct 至 69.05%。
- **19H1 新签订单增势平稳,精工装订单大幅增长。**上半年公司新签合同 24.01 亿元,同比增长 7.99%,其中家装 20.54 亿元,同增 3.13%;公装 2.18 亿元,同降 7.33%;精工装 1.336 亿元,同增 1.329 亿元。截止 19 上半年,公司 A6 业务“东易日盛家装”直营及子公司门店共计 171 家,产品化家装业务门店共 54 个,其中“速美超级家”48 家、上海创域家居“关镇铨”6 家。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 19-20 年 EPS 为 0.65 元和 0.76 元,考虑公司上半年订单情况趋势稳中向好,且速美全年有望减亏,另外链家和万科参股公司有望实现精准导流,提升公司传统业务的增长速度,下半年业绩有望好转,给予 19 年 15-17 倍市盈率,合理价值区间 9.75-11.05 元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**速美拓展不及预期风险、地产回暖不及预期风险

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3612	4203	4486	5020	5784
(+/-)YoY(%)	20.5%	16.4%	6.7%	11.9%	15.2%
净利润(百万元)	218	253	275	318	375
(+/-)YoY(%)	25.9%	16.1%	8.8%	15.6%	17.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.52	0.60	0.65	0.76	0.89
毛利率(%)	36.9%	37.2%	34.2%	36.1%	36.3%
净资产收益率(%)	16.5%	21.2%	16.4%	16.2%	16.0%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002081.SZ	金螳螂	262.29	0.79	0.93	1.08	10.08	10.58	9.06
002781.SZ	奇信股份	42.44	0.75	0.93	1.16	19.24	20.30	16.20
均值						14.66	15.44	12.63

注：收盘价为 2019 年 8 月 21 日价格，EPS 为 wind 一致预期  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4203</b>	<b>4486</b>	<b>5020</b>	<b>5784</b>
每股收益	0.60	0.65	0.76	0.89	营业成本	2641	2950	3208	3682
每股净资产	2.84	3.99	4.67	5.59	毛利率%	37.2%	34.2%	36.1%	36.3%
每股经营现金流	0.49	0.91	1.06	1.41	营业税金及附加	25	27	30	35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	709	695	818	954
P/E	26.08	13.24	11.45	9.71	营业费用率%	16.9%	15.5%	16.3%	16.5%
P/B	5.53	2.17	1.85	1.55	管理费用	335	305	361	416
P/S	0.54	0.81	0.73	0.63	管理费用率%	8.0%	6.8%	7.2%	7.2%
EV/EBITDA	7.87	5.76	4.33	2.76	EBIT	363	397	451	523
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	7	-1	-3	-3
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
毛利率	37.2%	34.2%	36.1%	36.3%	资产减值损失	23	24	20	13
净利润率	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	投资收益	47	10	30	40
净资产收益率	21.2%	16.4%	16.2%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>380</b>	<b>420</b>	<b>484</b>	<b>573</b>
资产回报率	7.6%	6.9%	7.0%	7.0%	营业外收支	16	11	14	14
投资回报率	64.1%	66.8%	78.4%	118.0%	<b>利润总额</b>	<b>396</b>	<b>431</b>	<b>498</b>	<b>587</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	426	417	474	547
营业收入增长率	16.4%	6.7%	11.9%	15.2%	所得税	88	95	110	130
EBIT 增长率	13.0%	9.4%	13.7%	15.9%	有效所得税率%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利润增长率	16.1%	8.8%	15.6%	17.9%	少数股东损益	55	60	69	82
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>253</b>	<b>275</b>	<b>318</b>	<b>375</b>
资产负债率	60.5%	53.6%	51.8%	50.5%					
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.2	货币资金	832	1301	1682	2243
现金比率	0.4	0.6	0.7	0.9	应收账款及应收票据	397	430	495	570
<b>经营效率指标</b>					存货	155	178	211	262
应收帐款周转天数	29.6	35.0	36.0	36.0	其它流动资产	347	382	408	452
存货周转天数	22.5	22.0	24.0	26.0	流动资产合计	1731	2291	2796	3528
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	长期股权投资	6	14	22	30
固定资产周转率	7.4	7.6	7.8	8.4	固定资产	564	621	666	710
					在建工程	2	4	6	7
					无形资产	106	106	106	106
					非流动资产合计	1573	1690	1773	1861
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3303</b>	<b>3982</b>	<b>4569</b>	<b>5389</b>
净利润	253	275	318	375	短期借款	22	0	0	0
少数股东损益	55	60	69	82	应付票据及应付账款	846	896	975	1119
非现金支出	86	44	43	38	预收账款	605	646	723	833
非经营收益	-42	-20	-42	-51	其它流动负债	480	526	572	650
营运资金变动	-147	25	58	150	流动负债合计	1953	2068	2269	2601
<b>经营活动现金流</b>	<b>205</b>	<b>384</b>	<b>446</b>	<b>593</b>	长期借款	0	20	50	70
资产	-81	-66	-60	-57	其它长期负债	47	47	47	47
投资	-115	-63	-33	-43	非流动负债合计	47	67	97	117
其他	22	10	30	40	<b>负债总计</b>	<b>2000</b>	<b>2136</b>	<b>2366</b>	<b>2719</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-119</b>	<b>-63</b>	<b>-60</b>	实收资本	263	420	420	420
债权募资	20	-22	0	20	普通股股东权益	1192	1675	1963	2348
股权募资	0	158	0	0	少数股东权益	111	171	241	322
其他	-443	69	-2	7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3303</b>	<b>3982</b>	<b>4569</b>	<b>5389</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-423</b>	<b>205</b>	<b>-2</b>	<b>27</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-392</b>	<b>469</b>	<b>381</b>	<b>560</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 21 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

杜市伟 建筑工程行业  
张欣劼 建筑工程行业  
李富华 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,西部水泥,鲁阳节能,中设集团,中材国际,龙元建设,中国建筑,华新水泥,三棵树,隧道股份,伟星新材,冀东水泥,岭南股份,中国中铁,祁连山,东方雨虹,海螺水泥,中材科技,文科园林,再升科技,中钢国际,北新建材,中国交建,凯伦股份,信义玻璃,华润水泥控股,金螳螂,中国化学,苏交科,东易日盛

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。