

## 东易日盛

002713

审慎增持 (维持)

A6 业务稳健增长, 2019 年速美放量可期

2019 年 05 月 07 日

## 市场数据

市场数据日期	2019-05-06
收盘价(元)	16.92
总股本(百万股)	262.67
流通股本(百万股)	250.18
总市值(百万元)	4444.30
流通市值(百万元)	4232.99
净资产(百万元)	1192.35
总资产(百万元)	3303.43
每股净资产	4.54

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4203	4878	5597	6300
同比增长(%)	16.4%	16.0%	14.7%	12.6%
净利润(百万元)	253	307	359	406
同比增长(%)	16.1%	21.5%	17.0%	13.1%
毛利率(%)	37.2%	37.1%	37.2%	37.3%
净利率(%)	6.0%	6.3%	6.4%	6.4%
净资产收益率(%)	21.2%	20.2%	19.1%	17.8%
每股收益(元)	0.96	1.17	1.37	1.55
每股经营现金流(元)	0.78	1.75	1.29	1.45

## 相关报告

《东易日盛: 家装业务稳健增长, 速美亏损扩大拖累业绩》  
2019-04-21

《Q3 收入保持较快增长, 现金流有所恶化——东易日盛三季报点评》2018-10-22

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

团队成员: 孟杰、黄杨、高远、蔡琨

## 投资要点

- **东易日盛: 全国性家装龙头企业。**东易日盛成立于 1997 年, 主要从事面对个人客户的整体家装业务, 公司旗下众多业务可分为: 传统家装业务、新兴家装业务、设计业务、木作业务。大股东及实际控制人为陈辉、杨劲夫妇, 合计持股比例达 63.88%。
- **“大行业、小公司”, 家装新模式切入中低端市场。**住宅装饰行业市场规模达 1.78 万亿, 受地产行业影响, 近年增速有所放缓。家装/C 端装修市场规模达 1.08 万亿, 占比达 60%、呈下降的趋势; 毛坯装修市场开始下降, 改造性装修市场迅速增长。CR2 市占率仅 0.34%, 家装行业市场集中度低的原因在于产品非标准化和作业方式传统。垂直类互联网家装盈利模式在于通过标准化产品以做大规模、降低成本, 进而盈利; 垂直类互联网家装企业的落脚点则回归到传统的套餐装修模式。
- **A6 业务优势明显, 渠道扩张+均单价提升=持续稳健增长。**公司设计实力强大+全产业链盈利模式+“DIM+”系统铸就 A6 业务的优势。A6 业务以中大户型为主, 均单价呈现持续提升的态势; 渠道持续扩张, 2012 年以来门店数量翻倍增长、开店节奏逐渐趋稳, 门店覆盖全国大部分省市, 江浙两省门店数量超 20 家; 均单价和交付数量稳健增长, A6 业务增速未来将保持在 15% 左右。
- **速美业务: 切入低端市场, 2019 年放量可期。**速美超级家是公司近年着力打造的产品化、互联网化的家装业务; 速美与 A6 二者在定位、均单价、材料档次、经营模式、报价模式等方面均不同, 速美业务的赢利点集中于材料。2018 年速美单店收入偏低; 参照金螳螂\*家, 营业满一年的门店的接单量在 50-60 单, 按照均单价 12 万元计算(含配套), 预计 2019 年单店收入在 600 万元-720 万元之间。在稳健扩张的基调下, 预计公司 2019 年的门店数量稳定在 70-80 家, 则 2019 年速美收入有望达 4-5 亿元。
- **未来看点: 高股息率+链家导流+并购并表+地产限购放松。**公司股息率高达 6.5%、位居建筑板块首位; 战略引入链家, 导流效果值得期待; 并购标的业绩超预期增长, 增厚公司业绩; 地产调控放松预期, 有助于提升公司估值。
- **盈利预测与估值:**我们维持公司的盈利预测, 预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.17 元、1.37 元、1.55 元, 5 月 6 日收盘价对应的 PE 分别为 14.5 倍、12.4 倍、10.9 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 速美业务拓展不及预期、速美费用缩减低于预期、A6 门店扩张低于预期、房地产限购政策放松低于预期**



## 目 录

1、东易日盛：全国性家装龙头企业 .....	- 4 -
1.1、公司简介 .....	- 4 -
1.2、股权结构与业务体系 .....	- 4 -
2、“大行业、小公司”，产品化家装切入中低端市场 .....	- 7 -
2.1、家装市场规模达 1.08 万亿，近年来增速有所放缓 .....	- 7 -
2.2、行业集中度较低，CR2 市占率仅 0.34% .....	- 9 -
2.3、产品化家装兴起，借助互联网及标准化切入中低端市场 .....	- 10 -
3、公司业绩持续稳健增长，消费属性凸显 .....	- 13 -
3.1、家装收入占比 90%，华北&华东占比超过 2/3 .....	- 13 -
3.2、财务特点：高毛利率、现金流好，消费属性凸显 .....	- 14 -
4、A6 业务优势明显，渠道扩张+均单价提升=持续稳健增长 .....	- 17 -
4.1、A6 业务的优势：设计实力强大+全产业链盈利模式+“DIM+”系统 .....	- 17 -
4.2、A6 业务的增长：渠道持续扩张，市占率有望继续提升 .....	- 22 -
5、速美业务：切入低端市场，2019 年放量可期 .....	- 25 -
5.1、速美与 A6 的对比：赢利点集中于材料 .....	- 25 -
5.2、速美主打套餐式装修，性价比较高 .....	- 26 -
5.3、2019 年速美收入有望快速放量，预计可达 4-5 亿元 .....	- 27 -
6、未来看点 .....	- 29 -
6.1、股息率高达 6.5%，安全边际高 .....	- 29 -
6.2、战略引入链家，导流效果值得期待 .....	- 29 -
6.3、并购标的业绩超预期增长，增厚公司业绩 .....	- 29 -
6.4、地产调控边际放松&一二线城市成交回暖，有助于提升公司估值 .....	- 30 -
7、盈利预测与估值 .....	- 31 -
图 1、东易日盛股权结构及业务结构 .....	- 5 -
图 2、家居企业分类 .....	- 7 -
图 3、住宅装饰装修产值占比 .....	- 7 -
图 4、住宅装饰装修行业产值（万亿） .....	- 8 -
图 5、住宅装饰装修产值占装饰行业产值比例 .....	- 8 -
图 6、精装修和 C 端家装市场规模增长（亿元） .....	- 8 -
图 7、家装细分领域占比变动 .....	- 8 -
图 8、家装行业 CR2 产值占比 .....	- 10 -
图 9、装饰百强企业市占率（亿元） .....	- 10 -
图 10、14 家上市公装公司市占率变化（亿元） .....	- 10 -
图 11、家装消费市场的构成 .....	- 12 -
图 12、东易日盛历年收入（亿元） .....	- 13 -
图 13、东易日盛历年归母净利润（亿元） .....	- 13 -
图 14、东易日盛收入分行业占比 .....	- 13 -
图 15、东易日盛收入分产品占比 .....	- 13 -
图 16、东易日盛收入分地区占比 .....	- 14 -
图 17、东易日盛家装和公装收入增长（亿元） .....	- 14 -
图 18、装饰龙头企业毛利率 .....	- 14 -
图 19、装饰龙头企业净利率 .....	- 14 -
图 20、装饰龙头企业销售费用率 .....	- 15 -
图 21、装饰龙头企业管理费用率 .....	- 15 -
图 22、装饰龙头收现比 .....	- 15 -
图 23、装饰龙头资产负债率 .....	- 15 -
图 24、东易日盛母公司收入及增速（亿元） .....	- 17 -

图 25、扣掉投资收益后的净利润及增速 (亿元)	- 17 -
图 26、上市装饰龙头公司设计师数量 (人)	- 18 -
图 27、上市装饰龙头公司设计业务收入 (亿元)	- 18 -
图 28、上市装饰公司设计业务毛利率	- 18 -
图 29、东易日盛和名雕股份设计师人均总收入 (万元)	- 18 -
图 30、东易日盛 A6 各环节赢利点及取费模式	- 20 -
图 31、东易日盛家装业务成本构成	- 20 -
图 32、主材成本的构成	- 20 -
图 33、辅材成本的构成	- 20 -
图 34、东易日盛“DIM+”系统设计方案	- 21 -
图 35、东易日盛“DIM+”系统各类效果图及物料清单	- 21 -
图 36、A6 客户按面积占比	- 22 -
图 37、东易日盛家装均价 (万元)	- 22 -
图 38、东易日盛 A6 直营门店数量 (个)	- 23 -
图 39、东易日盛门店各省市分布图	- 23 -
图 40、东易日盛 A6 业务 2011-2018 年经营指标变动	- 24 -
图 41、速美历年收入和业绩变动 (万元)	- 25 -
图 42、东易日盛速美各环节赢利点及取费模式	- 26 -
图 43、建筑上市公司股息率前 7 名	- 29 -
表 1、东易日盛经营情况 (亿元)	- 4 -
表 2、东易日盛历史沿革	- 5 -
表 3、东易日盛重要子公司收入及利润 (万元)	- 6 -
表 4、互联网家装相关企业的类型	- 11 -
表 5、典型的家装套餐装修方案	- 12 -
表 6、东易日盛并购集艾设计和欣邑东方经营业绩 (万元)	- 19 -
表 7、敏感性分析表 (亿元)	- 24 -
表 8、速美超级家 899 VS 1299 套餐	- 27 -
表 9、速美业务收入敏感性分析 (万元)	- 28 -
表 10、东易日盛并购标的业绩表现 (万元)	- 30 -
表 11、公司盈利预测结果	- 31 -
附表	- 32 -

## 报告正文

## 1、东易日盛：全国性家装龙头企业

### 1.1、公司简介

东易日盛成立于1997年，注册地位于北京，主要从事面对个人客户的整体家装业务，包括家庭装饰设计、装饰施工、主材及自产的木作产品配套等系列服务。公司业务的主要品牌有：东易日盛装饰、原创国际设计、速美超级家、睿筑豪宅装饰、东易日盛精装、集艾室内设计、创域家居、邱德光设计。有别于各类传统家装模式，公司的“有机整体家装解决方案”以设计为主线，以家装产品开发、装饰材料、装饰产品系统配套为依托，以家装服务、工程施工为手段，对家庭装饰的各个环节进行有机整合。

2018年公司实现收入42.03亿元、同比增长16.36%，实现归母净利润2.53亿元、同比增长16.12%；2010年以来公司收入CAGR为18.40%，归母净利润CAGR为26.33%；并且，2010年以来公司毛利率基本保持稳定，净利率持续提升、从3.6%提升至7.32%。

表1、东易日盛经营情况（亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业总收入	10.88	13.35	13.76	15.92	18.80	22.57	29.99	36.12	42.03
YOY	22.09%	22.68%	3.12%	15.68%	18.09%	20.07%	32.85%	20.46%	16.36%
营业利润	0.57	0.85	0.88	1.27	1.44	1.62	2.50	3.45	3.80
YOY	10.84%	49.19%	3.67%	44.49%	13.30%	12.61%	54.71%	37.80%	10.18%
净利润	0.39	0.70	0.73	1.06	1.16	1.16	2.03	2.73	3.08
归母净利润	0.39	0.70	0.73	1.06	1.16	0.98	1.73	2.18	2.53
YOY	10.72%	78.63%	4.67%	44.20%	10.13%	-15.42%	75.74%	25.86%	16.12%
ROE(加权)	16.19%	25.15%	22.95%	28.38%	14.17%	10.52%	17.46%	21.05%	21.48%
销售毛利率	35.78%	35.02%	36.50%	40.21%	38.17%	39.13%	37.22%	36.91%	37.16%
销售净利率	3.60%	5.24%	5.32%	6.63%	6.19%	5.13%	6.77%	7.55%	7.32%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、股权结构与业务体系

东易日盛成立于1997年，2001年公司成立特许经营中心，2006年公司首个整体家居体验馆在北京开业，2012年公司获中国家居产业百强企业家装第一名。公司2014年登陆资本市场，大股东及实际控制人为陈辉、杨劲夫妇，二者共同控制的东易天正持股上市公司61.60%的股权，并且二人均直接持股上市公司1.81%的股权，合计持股比例达65.22%。

表 2、东易日盛历史沿革

时间	事件
1997 年	东易日盛成立，提出并实施了“八级质量保证体系”
2001 年	东易日盛特许经营中心成立；同年聘请意大利设计师毕达宁先生，筹建国际室内设计团队
2006 年	东易日盛携手意德法家联袂推出的整体家居体验馆在北京开业
2007 年	斥资亿元打造木作工厂——意德法家；
2009 年	推出“有机整体家装”
2012 年	蝉联“2012 中国家居百强企业家装类第一名”
2013 年	发布“家装四大新标准”，同年东易日盛旗下家装品牌“爱屋集屋”正式营业
2014 年	登录资本市场
2015 年	推出全新家装理论体系“十宅 七论”
2017 年	发布无毒定制产品

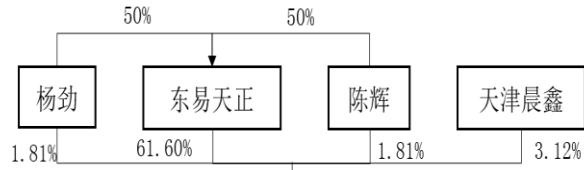
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司旗下众多业务可分为四类：传统家装业务、新兴家装业务、设计业务、木作业务。

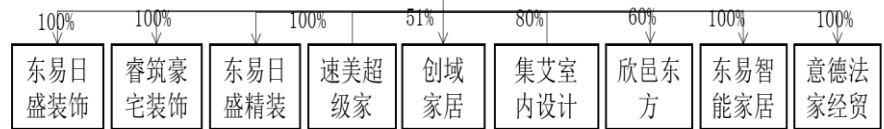
- **个性化家装业务：**东易日盛装饰（A6 业务）是公司的个性化家装业务，也是公司的中坚业务，主要针对中大型客户，以“有机整体家装”为导向；“睿筑”业务专注提供豪宅别墅装饰服务；“精装”业务以定制化精装为主，未来将开拓装配式精装、长租公寓业务。这三种业务针对的客户层有所不同，但是业务模式相同、均为传统家装业务，其中 A6 业务是主导业务。
- **产品化/标准化家装业务：**“速美超级家”，是公司近年着力打造的产品化、标准化的家装业务，以互联网的思维深度整合家装业务；“创域家居”于 2016 年纳入公司旗下，属于家装套餐产品，客户定位为新都市白领，主打产品“999 智能精装”套餐，业务范围集中在上海及周边区域。这两种业务均为客户提供套餐式产品和服务。
- **设计业务：**凭借实业与投资双轮驱动的发展模式，公司设计业务版图不断扩充，先后收购集艾设计、欣邑东方——集艾设计致力于从事顶级商业地产、酒店及度假村、高端会所、超高层办公楼等高级定制化设计服务，欣邑东方（“邱德光设计”）业务范围定位顶级豪宅及高端楼盘样板间、会所商业空间。
- **配套业务：**公司于 2007 年建立专业木作工厂，定位于中高档家具流水线制造以及个性化家具定制，为公司 A6 业务、速美业务提供木作解决方案，自有木作配套可在兼顾整体效果和风格匹配的同时，在保障装修工期、一站式服务、售后服务、整屋环保达标（真正无毒）等方面满足客户需求，因此意德法家木业（现为东易日盛智能家居科技有限公司）是公司装饰业务的重要支撑。

图 1、东易日盛股权结构及业务结构

股权结构



资产结构



业务类型

个性化家装业务

产品化家装业务

设计业务

配套业务

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、东易日盛重要子公司收入及利润（万元）

公司名称	集艾设计	欣邑东方	速美集家	创域实业	意德法家经贸	易日通供应链管理	东易日盛智能家居
持股比例	80	60	100	51	100	100	100
投资额	35520	28904	2000	11220	4500	2000	10000
2018 收入	29,787	10,366	14,177	39,726	5,200	2,331	23,842
YOY	41.4%	339.7%	57.9%	55.5%	0.6%	3883.3%	27.4%
2018 净利润	6,710	3,913	-9,012	3,376	872	10	860
YOY	5%	194%	--	22%	-22%	-255%	67%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、“大行业、小公司”，产品化家装切入中低端市场

中国家居行业产业规模大、链条长、业态丰富，家居制造企业除了传统企业外，还有近年来兴起的定制家居制造企业，家装公司除提供个性化服务的传统装修公司外，近几年提供标准化产品/服务的互联网家装和装修平台公司异军突起。具体来看，家装公司主要是指针对个人消费者（to C端）的住宅装饰企业，既包括提供个性化服务的传统家装公司，也包括提供标准化产品和服务的新兴家装公司。

- 家居企业包括家居制造企业（如瓷砖、橱柜、地板、木门、家居等），家居流通企业（如红星美凯龙、居然之家等），以及家居装饰企业；
- 装饰企业包括公共建筑装饰装饰（如金螳螂、亚厦股份）、幕墙装饰（如江河集团、远大中国）以及住宅装饰装修企业；
- 住宅装饰装修企业包括以 to B 业务为主的 B 端装饰企业如全筑股份、广田集团，和以 to C 业务为主的 C 端装饰企业如东易日盛、名雕股份，以及提供装饰公司筛选服务的平台公司如齐家网、土巴兔等。

图 2、家居企业分类

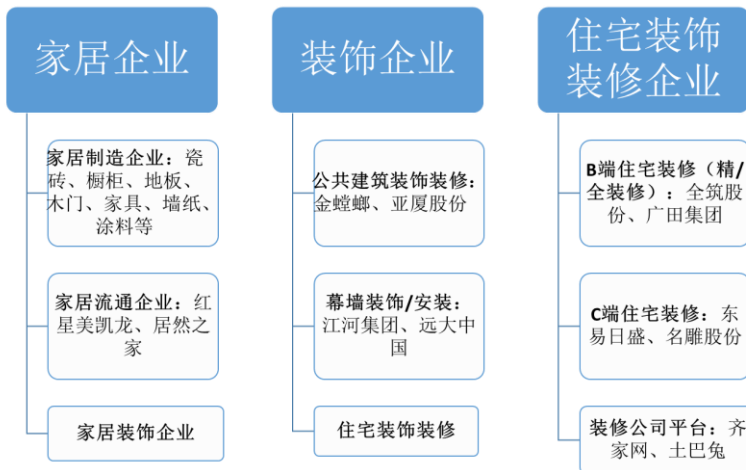
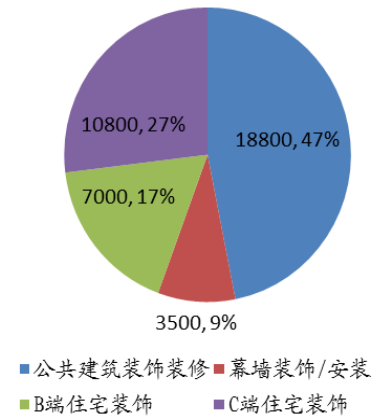


图 3、住宅装饰装修产值占比



数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

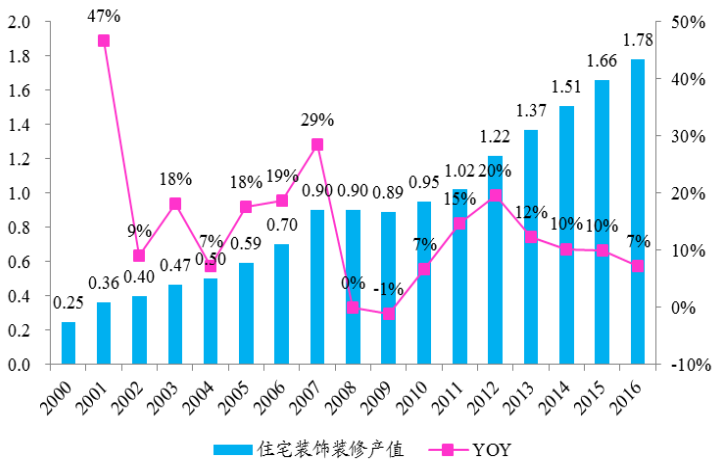
数据来源：中国建筑装饰协会，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1、家装市场规模达 1.08 万亿，近年来增速有所放缓

住宅装饰行业市场规模达 1.78 万亿，2001 年以来产值 CAGR 达 11.18%。装饰行业包括公共建筑装饰、住宅装饰、幕墙三部分，C 端家装属于住宅装饰的一部分。住宅装饰行业产值从 2001 年的 3630 亿元提升至 2016 年的 17800 亿元，年均复合增速达到 11.18%，而在装饰行业中的占比从 2009 年的 44.7% 提升至 2016 年的 48.6%，增速较高于公装业务水平，市场空间巨大。

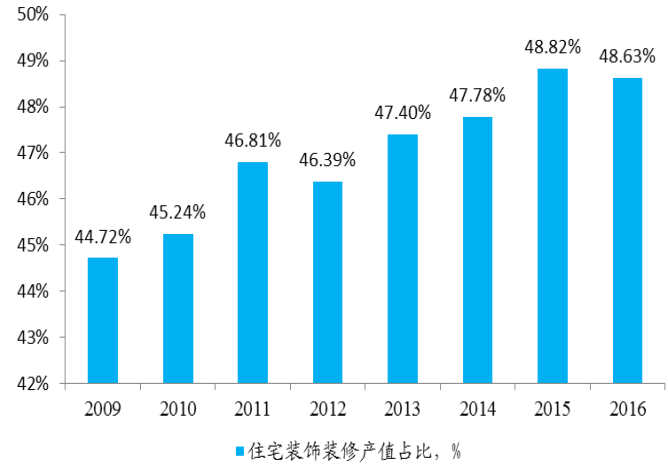
受地产行业景气度影响，近年住宅装饰市场增速有所放缓。从增速来看，住宅装饰行业增速从 2011 年的 15.8% 放缓至 2016 年的 7.2%，增速明显放缓，主要受房地产行业景气度下行所致。

图 4、住宅装饰装修行业产值（万亿）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、住宅装饰装修产值占装饰行业产值比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**家装/C端装修市场规模达1.08万亿，占比达60%、呈下降的趋势。**根据中国建筑装饰协会，住宅装饰包括精装修商品房、新建住宅毛坯房装修、改造性住宅装修三部分，2016年的产值分别为7000亿、5500亿、5300亿，新建毛坯装修、改造性住宅装修两类属于C端家装市场，占比住宅装饰市场的比例约为60%、近两年呈现下降的态势，商品房精装占比保持在39%-40%之间。

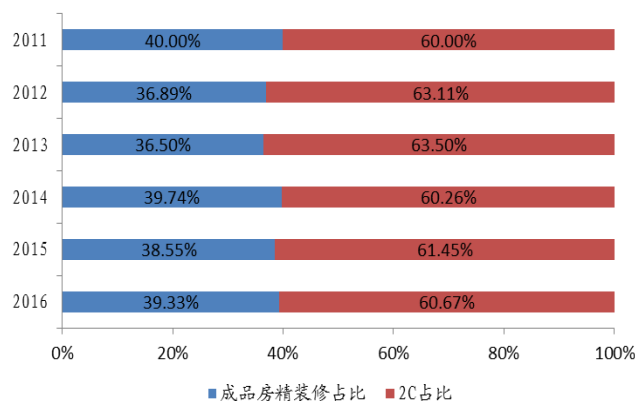
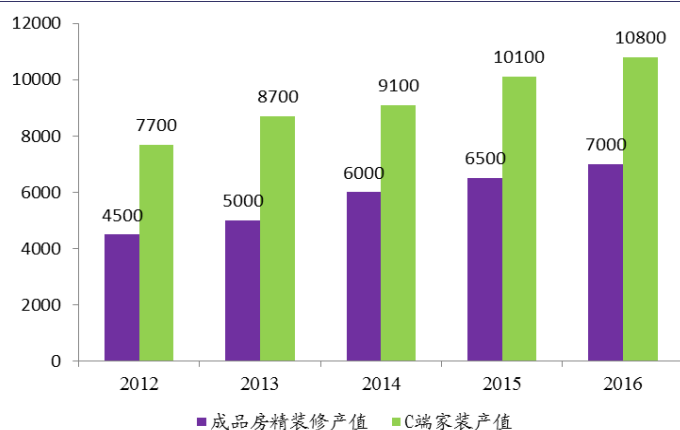
**家装市场中，毛坯装修市场开始下降，改造性装修市场迅速增长。**2016年，住宅装修市场中，商品房精装修、新建毛坯、改造性装修产值增速分别为9.38%、-3.51%、17.78%。

- ✓ 商品房精装修、新建毛坯均受地产行业景气度影响，但是针对这两个市场的政策大为不同——各省均发布住宅精装修政策、推行精装房，毛坯房的比例逐渐降低，因此2016年毛坯房装修市场同比下降、精装房占比提升。
- ✓ 值得注意的是，改造性装修市场增长迅速，连续两年增速在15%以上且呈现加速增长的态势，主要是因为我国存量房规模巨大且大量存量房到了翻新期，未来存量房装修市场的占比有望继续提升。

图 6、精装修和C端家装市场规模增长（亿元）

图 7、家装细分领域占比变动





数据来源：中国建筑装饰协会，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中国建筑装饰协会，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、行业集中度较低，CR2 市占率仅 0.34%

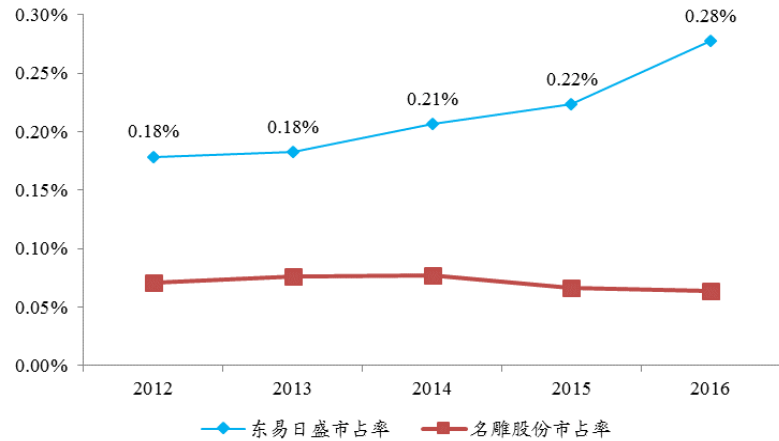
C 端家装企业可分为三类，一是以东易日盛、业之峰、龙发、名雕股份为代表的全国性的家装公司；二是以苏州红蚂蚁、杭州九鼎、武汉嘉禾为代表的区域性家装公司；三是以居然之家等家居卖场为代表的间接装饰公司。

- 以东易日盛、业之峰、龙发为代表全国性家装企业，以家装设计、工程施工、装饰材料供应为主，由本地市场的经营逐渐发展到全国市场的连锁经营。
- 以江苏红蚂蚁、浙江九鼎、武汉嘉禾等为代表的区域性家装公司，立足于当地市场，通过密集的店面形成区域业务网络，形成了较为广泛的品牌认知度，在当地基本都有较好的业绩表现和影响力；不过区域性家装公司在规模和渠道建设能力等方面存在不足。
- 以居然之家为代表的一些家居卖场均成立了自己的家装公司，不同程度进入了家装行业，并以主材代购为主线向消费者提供整体家装服务。

**CR2 市占率仅 0.34%，东易日盛市占率持续提升。**从上市的两家家装公司来看，东易日盛的市占率持续提升，从 0.18% 提升至 0.28%，而名雕股份的市占率基本维持在 0.06%。东易日盛的市占率持续提升主要源于其渠道的扩张——通过新开门店进行异地扩张、占领市场，使得市场份额不断提升。

**家装行业市场集中度低的原因在于产品非标准化和作业方式传统。**传统家装是典型的一户一设计、一户一装修，产品标准化程度低、客户个性化要求多，一对一服务降低了效率；施工周期较长，一般需要 3-6 个月甚至更长，而且施工周期受各方面影响，时间长短难以控制、不稳定。传统家装的施工环节作业方式较为传统、基本为手工作业，机械化程度较低、效率较低；作业结果（工程质量）强烈依赖于人（工人的手艺、经验和责任心），交付品质因人而异，因此交付品质的稳定性较差。家装专业性高使得客户相对处于弱势地位，并且家装链条长、环节多、价格不透明、痛点多，导致用户体验差，因此品牌效应较弱。产品非标准化导致规模效应较弱，施工周期长且难控制导致周转率底下，手工作业方式导致行业发展受劳动力制约，结果是低端市场无品牌效应、高端市场无规模效应。

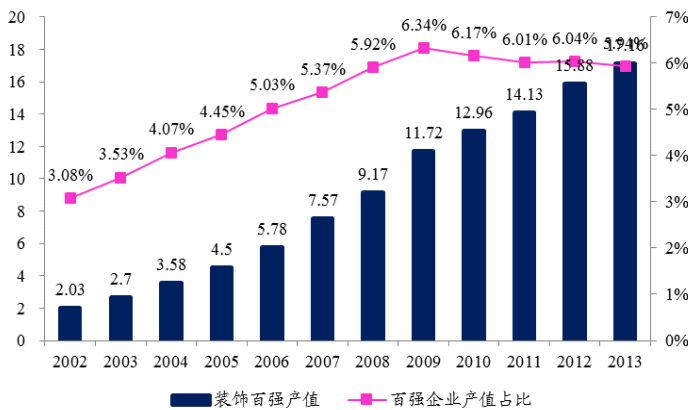
图 8、家装行业 CR2 产值占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

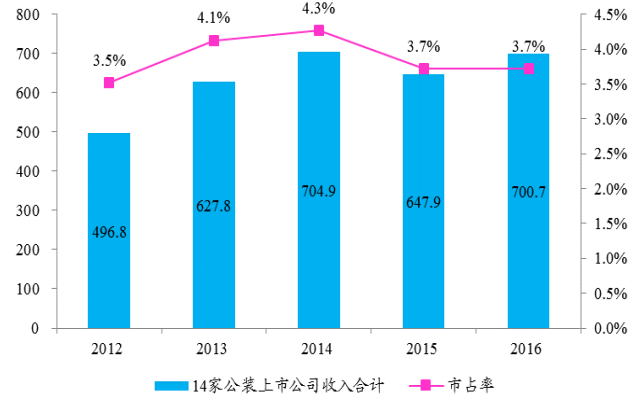
家装行业的市占率同样难以提升、百强市占率在 6%左右，管理瓶颈制约着集中度的提升。根据中国建筑装饰协会的统计数据，截至 2013 年装饰百强的市占率为 5.94%，自 2009 年以来百强的市占率基本稳定在 6%左右、并无明显提升；以上市的 14 家家装公司为例，2016 年其合计收入占整个行业的比例为 3.7%，较 2012 年仅提升 0.2%，行业前三公司（金螳螂、广田集团、亚厦股份）2015 年其收入一度下滑 18%，至 2017 年又恢复至 2014 年的水平。总得来看，家装行业并无集中度提升的趋势，管理瓶颈无法突破制约着龙头公司集中度的进一步提升。

图 9、装饰百强企业市占率（亿元）



数据来源：中国建筑装饰协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、14 家上市家装公司市占率变化（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、产品化家装兴起，借助互联网及标准化切入中低端市场

产品化家装有别于传统的个性化家装，二者的核心差别在于装修产品/服务的标准化程度，产品化家装一开始以互联网家装的面貌为大家所熟知，并且与互联网结合衍生出种类繁多的业态。目前互联网的作用更多地体现在获客环节，而且传统家装公司较之前也加大了通过互联网获客的力度。

互联网家装是指利用互联网平台和工具对传统家装进行改造的一种新型家装模式，但是由于家装服务链条长、环节多、涉及企业类型多，因此互联网和家装结合后产生的业态十分丰富，如平台型互联网家装企业齐家网、垂直型互联网家装企业速美超级家、家居供应链服务商蚁安居、施工工人平台新浪抢工长、全屋定制企业尚品宅配。

家装行业的核心是交付能力，交付能力取决于施工，而家装施工手工化程度高，可以说是典型的手工业。因此，介入到施工环节的垂直类互联网家装企业由于其触及传统家装行业的核心环节，才在我们的讨论范围之类。

**表 4、互联网家装相关企业的类型**

类型	性质	代表性企业
平台型互联网家装	流量导购平台	京东、淘宝、天猫
	信息撮合平台	齐家网、土巴兔、兔狗家装
垂直型互联网家装	重度垂直类	整装全包
		主攻硬装
	垂直类(线上流量+整包产品+供应链输出)	供应链平台
		服务交易平台
专业装修服务商	设计服务类	设计师服务
		VR 服务
	供应链服务商	物流仓储
		辅材 B2B
		主材 B2B
	工长类服务商	施工平台
		派单平台
	监理类服务商	单一监理平台
		复合监理平台
	工具类服务商	设计师工具
		量房工具
		ERP/BIM 等信息化工具
互联网软装/订制品	软装平台	
	定制产品及全屋定制	
互联网家装后市场	翻新	
	安装	
	维修	
	局装	
	环保	

资料来源：家装研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**垂直类互联网家装盈利模式在于通过标准化产品以做大规模、降低成本，进而实现盈利。**垂直类互联网家装公司，一般是线上平台引流、线下门店接单的方式来获客，并通过推行标准化产品和流程化施工以提升效率，打造口碑效应和提升用户体验以使家装业务放量成为可能，业务放量以摊低成本、进而实现盈利。

**垂直类互联网家装企业的目标客户群多为实用型住房、过渡型住房装修，落脚点则回归到传统的套餐装修模式：**

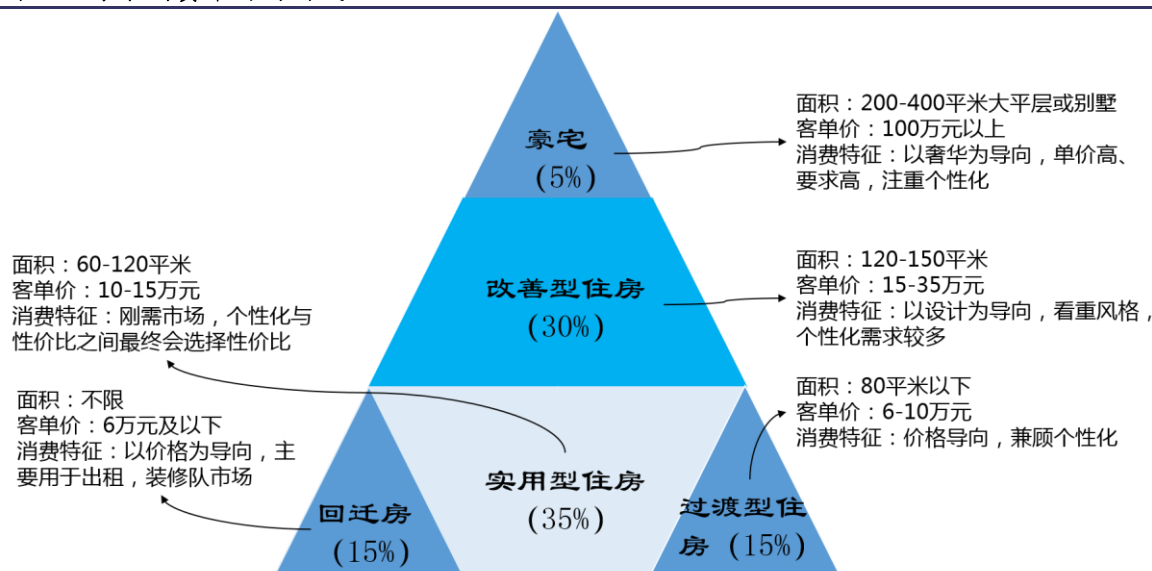
- 我国家装消费市场分层级来看，5%为豪宅装修、30%左右为改善型住房装修、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

35%左右为实用型住房装修、15%左右为过渡型住房装修、15%为回迁房装修，伴随着消费层次的下降，客单价越来越小、个性化要求越来越少、品质要求越来越低。改善型住房及豪宅的装修，几乎完全个性化、一户一设计；实用型住房装修注重性价比、牺牲个性化；回迁房、过渡型住房的装修基本以价格为导向。实用型及过渡型住房装修市场规模足够大，脱离了个性化需求同时又看重品质，因此适宜采取标准化产品，与互联网家装注重性价比的理念最为契合。

- 套餐式装修一般是按平米报价，每一价位对应若干种设计/装修风格，为客户提供有限的方案选择，能够一定程度满足客户的个性化需求、同时大幅提高标准化水平。套餐式装修模式早已有之，在互联网家装兴起的浪潮中，这种模式契合了互联网家装的客户定位和产品特点，因此被垂直类互联网家装企业推而广之，所以垂直类互联网家装的落脚点实际上均为套餐装修模式。

图 11、家装消费市场的构成



数据来源：家装研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、典型的家装套餐装修方案

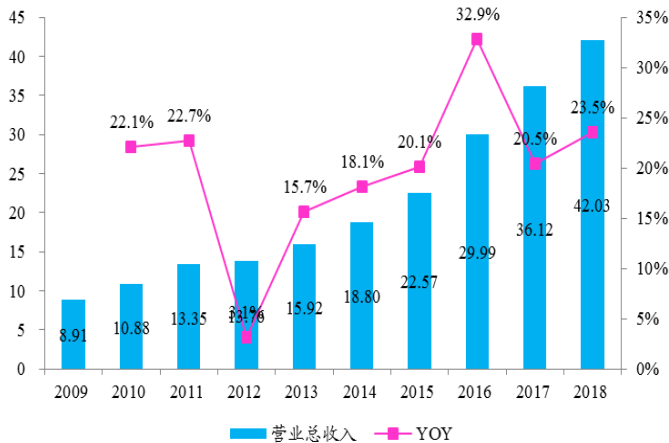
装修公司	模式	工期	针对户型	说明
金螳螂家	基准包+厨房包+卫浴包	75天	75-200平米	基准包按平米分城市、分档次报价；厨房包、卫浴包分档次整体报价
速美超级家	899清新装	45天	90平米以下	全国各城市均按统一报价
	1299轻奢装	55天	90平米以下	全国各城市均按统一报价
爱空间	799/899/999	33天	面积不限	分城市报价

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、公司业绩持续稳健增长，消费属性凸显

2009年以来公司收入CAGR为19.1%，归母净利润CAGR为25.7%。2009年以来的收入复合增速接近20%（18.81%），仅2012年收入增速低于15%；2009年以来公司归母净利润复合增速达24.58%，公司收入和净利润持续稳健增长。

图 12、东易日盛历年收入（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、东易日盛历年归母净利润（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

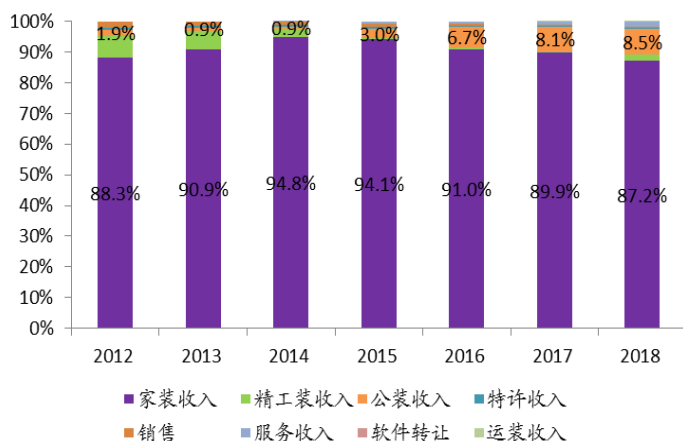
#### 3.1、家装收入占比 90%，华北&华东占比超过 2/3

家装收入占比在 90%左右，并表集艾设计驱动工装收入快速增长。分行业来看，2012年以来公司家装收入稳步增长、增速在 19%-28%之间，占比稳定在 90%左右，工装收入占比从 0.9%提升至 8.1%，主要系并表高端工装公司集艾设计所致；分产品来看，公司工程收入占比在 88%左右，设计收入占比在 10%左右。

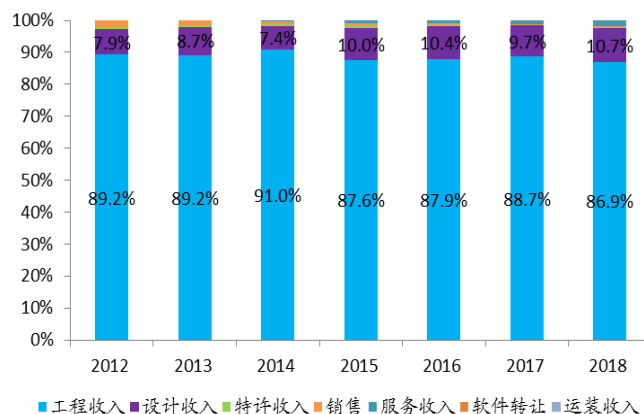
华北和华东地区合计收入占比超过 2/3，华东和华中地区收入占比有所提升。分地区来看，2018年公司在华北地区的收入为 13.82 亿、占比 32.9%，在华东地区的收入为 14.45 亿、占比为 34.4%，华中地区的收入为 5.33 亿、占比为 12.7%。2012年以来，公司在华北地区的收入占比下降了 10.4%，华东和华中地区的收入占比均有所提升，分别提升了 8.4%、3.0%。

图 14、东易日盛收入分行业占比

图 15、东易日盛收入分产品占比



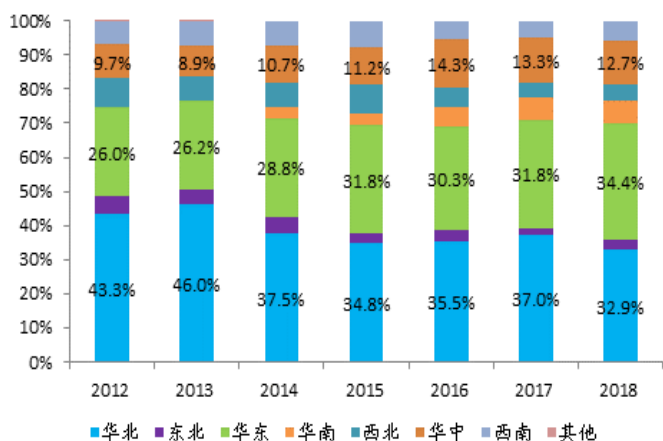
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



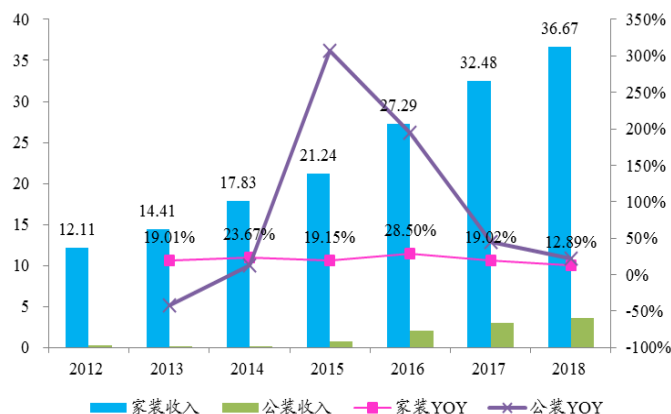
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、东易日盛收入分地区占比

图 17、东易日盛家装和公装收入增长 (亿元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

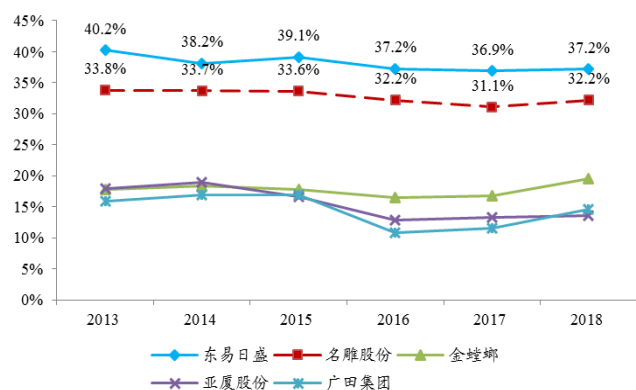
### 3.2、财务特点: 高毛利率、现金流好, 消费属性凸显

公司盈利能力较强, 毛利率稳定在 35% 以上并且大幅高于其他装饰公司, 公司 2015 年以来毛利率有所下降主要系低毛利率的速美业务占比持续提升所致; 公司净利率自 2015 年开始持续提升, 主要源于期间费率的持续下降、显示出公司较强的费用控制能力。

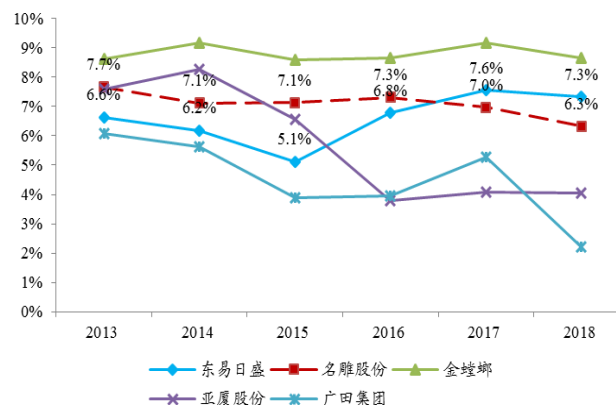
2018 年公司净利率为 7.3%, 较上年下降了 0.3pct, 主要系速美亏损幅度扩大所致; 扣掉速美因素, 母公司净利率提升 1.32pct。

图 18、装饰龙头企业毛利率

图 19、装饰龙头企业净利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

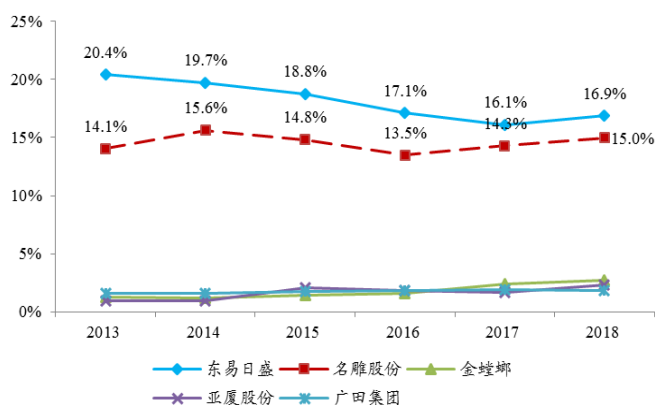


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

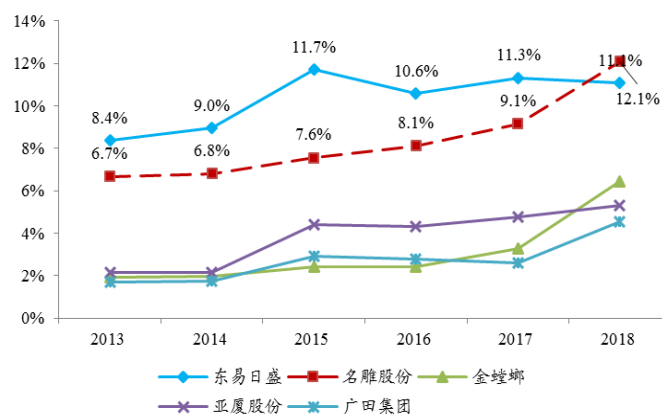
公司销售费率高于其他装饰公司，自2013年以来公司销售费率持续下降，我们预计部分系公司品牌效应逐渐显现所致；公司管理费率高于其他装饰公司，2015年以来公司管理费率基本保持稳定。

图 20、装饰龙头企业销售费用率

图 21、装饰龙头企业管理费用率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

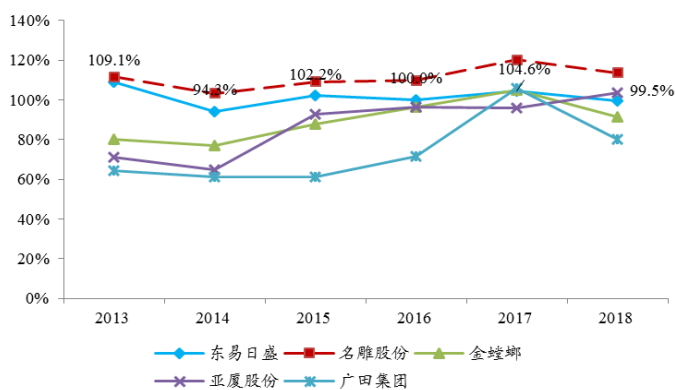


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

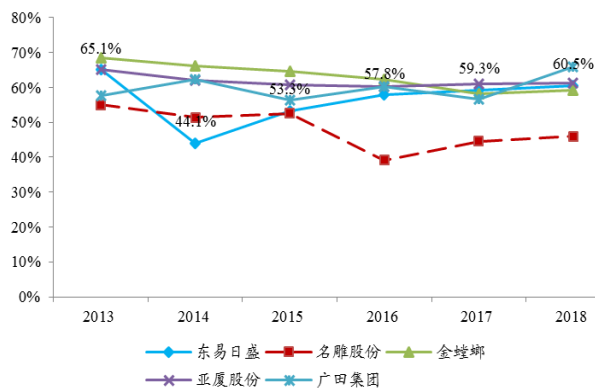
公司经营现金流状况较好，收现比基本持续高于100%，位居装饰龙头公司中首位，主要系公司业务主要为to C模式，对客户的议价能力和收款能力较强所致。公司资产负债率位于行业中等水平、近四年有所提升；更具体来看，公司的有息负债仅0.22亿元，公司应付账款和预收款项合计达14.51亿元、占负债总额的72.6%，因此公司负债率较高主要系占用客户和供应商款项所致，表明公司在产业链中的议价能力较强。因此，总得来看，公司的消费属性十分明显。

图 22、装饰龙头收现比

图 23、装饰龙头资产负债率



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



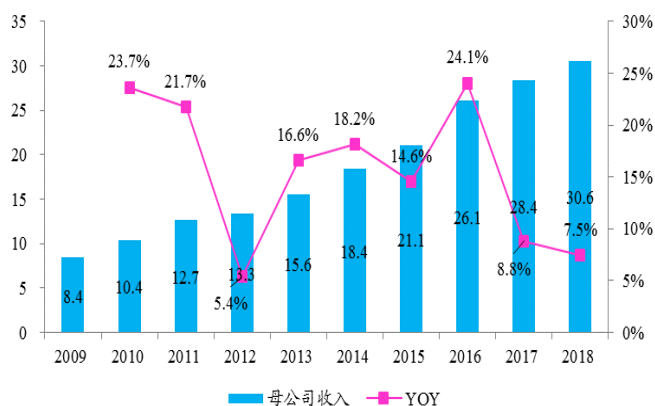
## 4、A6 业务优势明显，渠道扩张+均单价提升=持续稳健增长

“东易日盛装饰”（包括东易日盛装饰和原创国际设计，简称 A6 业务）是公司的传统业务与中坚业务，定位于中高端大户型市场，是公司最为核心的业务；A6 业务注重以定制化产品满足客户个性化需求，是典型的“一户一设计、一户一装修”模式。

考虑到 A6 业务主要由各地分公司承接和执行，而且母公司并未经营除 A6 外的其他主业，因此我们认为母公司收入大致即为 A6 业务收入；同时，值得注意的是，木作子公司等为 A6 业务进行配套，因此母公司/A6 收入中已经包含了木作配套的价值，因此不再单独考虑。把母公司收入和合并报表收入对比发现，2014 年之前二者的差额并不大，差额在 4000 万元左右，可以印证母收入基本均为 A6 业务贡献的，2015 年之后二者差距快速扩大至 7.7 亿，主要系收购并表集艾设计、欣邑东方等所致。

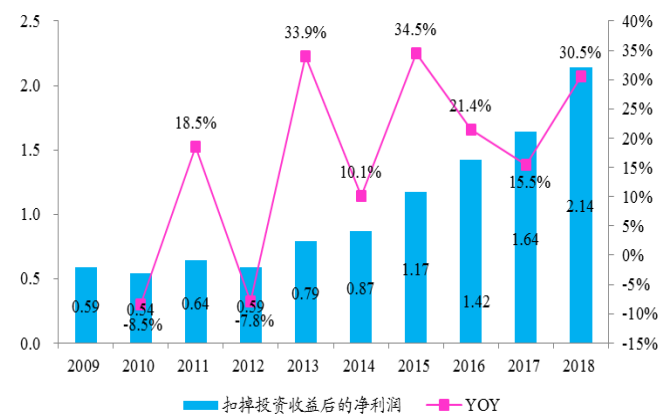
A6 业务收入从 2013 年的 15.6 亿元增长至 2018 年的 30.6 亿，CAGR 为 14.5%；扣掉投资收益后的净利润从 2013 年的 0.79 亿元增长至 2018 年的 2.14 亿元，CAGR 为 22.1%，表明近 5 年来 A6 业务的盈利能力不断提升。

图 24、东易日盛母公司收入及增速（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、扣掉投资收益后的净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.1、A6 业务的优势：设计实力强大+全产业链盈利模式+“DIM+”系统

#### 设计实力强大

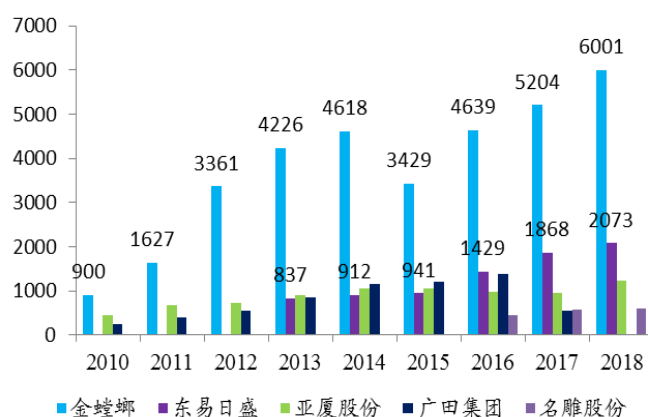
设计是装饰的“灵魂”，是保证服务效果的关键，而且设计师也是装饰公司重要的业务人员，多年来东易日盛一直坚持中大户型和大户型的市场定位，培育了一大批优秀的设计师；公司对设计师的管理模式成熟，公司通过设计师分级管理，将技能、绩效、客户满意度作为重要的评价指标。

2000年，公司聘请意大利著名设计师 Danilo Beltrame（毕达宁）为公司首席设计师，组建国际化设计团队，通过定期汲取国际水准的设计理念，结合中国本土家居文化，创造出适合中国人生活方式的家居艺术和室内设计流行风格；公司在全国一系列重大家庭装饰设计大赛中获得了众多奖项，优秀的设计水平使公司在行业具备了明显的差异化竞争优势。

**东易日盛设计师数量位居装饰上市公司第二，且数量持续增长。**截至2018年底，公司拥有超过2073人的设计师团队，在上市的装饰公司中仅次于金螳螂，高于广田集团、亚厦股份等。公司设计师规模庞大且稳定，主要在于：（1）公司建立了成熟的设计师激励机制，部分业绩优秀的设计师同时也是公司的股东；（2）公司为设计师提供了大量培训和学习机会，为设计师提供了广阔的成长空间；（3）公司有大量的中大户型、大户型客户资源，能够为设计师提供大量的中大户型设计业务。

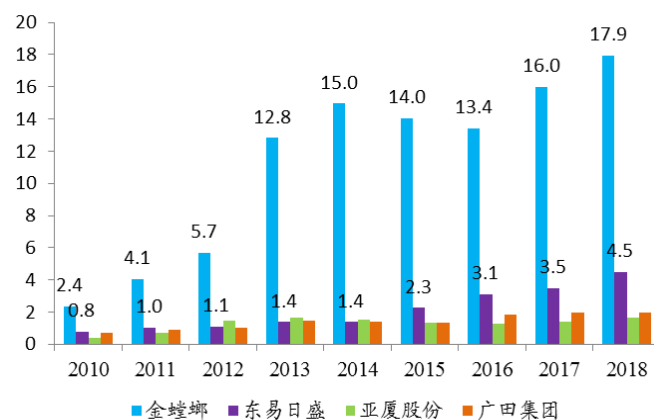
**公司设计业务收入为4.5亿，设计毛利率接近70%。**公司的设计收入为4.5亿，高于公装企业广田集团、亚厦股份等；公司设计业务的毛利率在70%左右，普遍高于公装企业设计业务的毛利率；从设计师能够带动的收入来看，东易日盛设计师带动的收入为202.7万元，高于名雕股份（125.7万元）。

图 26、上市装饰龙头公司设计师数量（人）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

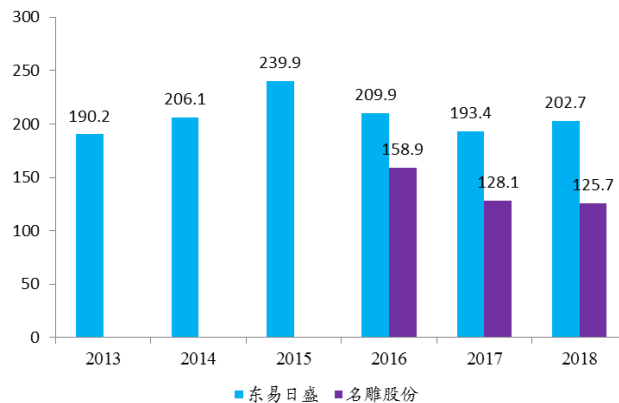
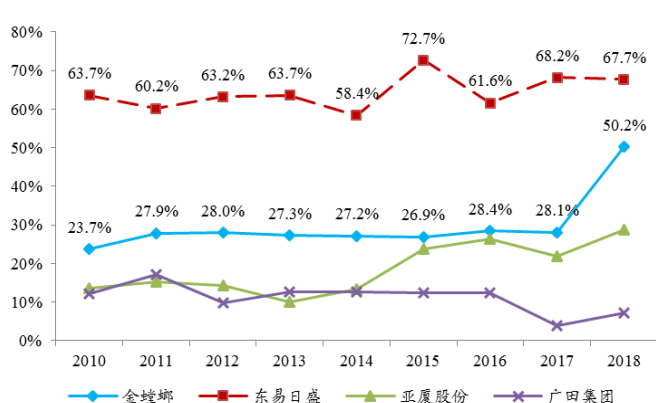
图 27、上市装饰龙头公司设计业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、上市装饰公司设计业务毛利率

图 29、东易日盛和名雕股份设计师人均总收入（万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**通过并购不断增强设计实力，并购标的业绩优异。**2015年纳入公司旗下的集艾设计拥有100余位享誉业界的中外设计师，精研顶级商业地产、酒店及度假村、高端会所的室内设计服务；2017年邱德光设计加入公司，核心人员邱德光先生是新装饰主义ART-DECO的创始人，在奢华巴洛克、新中式、新装饰艺术领域均具有较高的专业地位。从业绩表现来看，集艾设计2018年实现收入2.98亿元、增长41.4%，实现净利润0.67亿元、增长5%，净利率达23%；欣邑东方2018年实现收入1.04亿元，净利润0.39亿元，净利率达38%。

表6、东易日盛并购集艾设计和欣邑东方经营业绩（万元）

公司名称	持股比例	投资额	科目	2015	2016	2017	2018
集艾设计	80%	35520	收入	3,073	11,891	21,060	29,787
			净利润	3,283	4,147	6,370	6,710
欣邑东方	60%	28904	收入	-	-	2,358	10,366
			净利润	-	-	1,330	3,913

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 全产业链的盈利模式

公司向客户提供的“有机整体家装解决方案”，包括了家装设计、工程施工、主材代理、自产的木作产品配套等系列服务，形成了公司全产业链的盈利模式。

- ✓ **赢利点 1: 设计费占工程成本的 11%左右。**由于公司设计实力强大，设计师收取的设计费较高；客户根据自己的需求选取不同级别的设计师，设计师级别不同、每平米的设计费不同。
- ✓ **赢利点 2: 辅材占工程成本的 30-35%。**公司辅材产品采取集中、批量采购，由于公司业务规模大，集中采购具有价格优势；而且，公司辅材大多采用欧洲等国外品牌，质量高、加成高、价格高。辅材由公司统一采购、统一配送。
- ✓ **赢利点 3: 主材占工程成本的 20-25%左右。**主材中占比超过 50%的木作由公司木作工厂自产，并且代理了来自意大利、西班牙等国的瓷砖、壁纸等主材，进一步增加了公司的赢利点，也是公司优于其他中小装修公司的核心竞争力之一；而且公司现有成熟的木作体系，能够保证内门、墙板、厨柜、衣帽间、壁柜和部分家具等做到“同风格、同材质、同色彩、同工艺质量标准”。

- ✓ **赢利点 4: 管理费占装修总报价的 10-12%**。主要基于施工监理费用、设计师现场指导费用、人工调度、材料安排、各工种协调而收取的。
- ✓ **非赢利点: 劳务占工程成本的 27-32%**。装修市场中工人紧缺且工资透明, 因此不构成公司的赢利点。

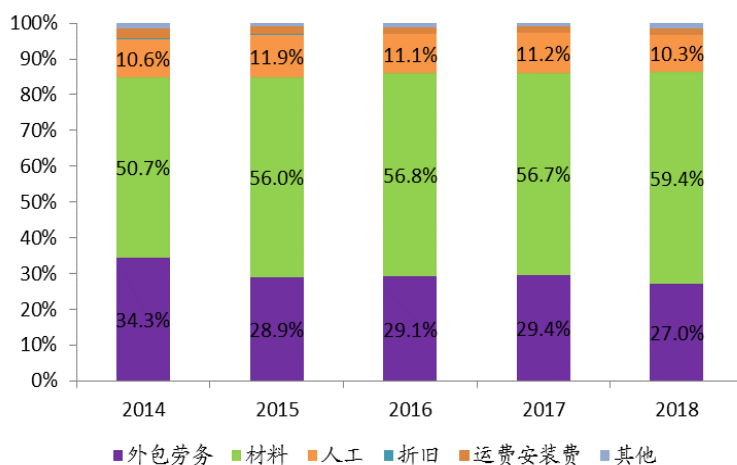
公司综合实力强大, 构筑全产业链盈利模式。地域性的中小装修公司通常采取设计免费的方式吸引客户签单, 但是在设计实力及品牌效应叠加之下, 东易日盛设计收费较高, 因此设计是公司重要利润点; 公司利用作为全国性家装公司的规模优势, 与材料商建立了长期合作关系, 对国外品牌的辅材和部分主材获得大陆市场独家代理或厂家直供等资格, 因此材料端的毛利率较高, 而且占主材比例超过 50% 的木作产品公司具备自产能力, 进一步增厚了材料端的毛利。

图 30、东易日盛 A6 各环节赢利点及取费模式



数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

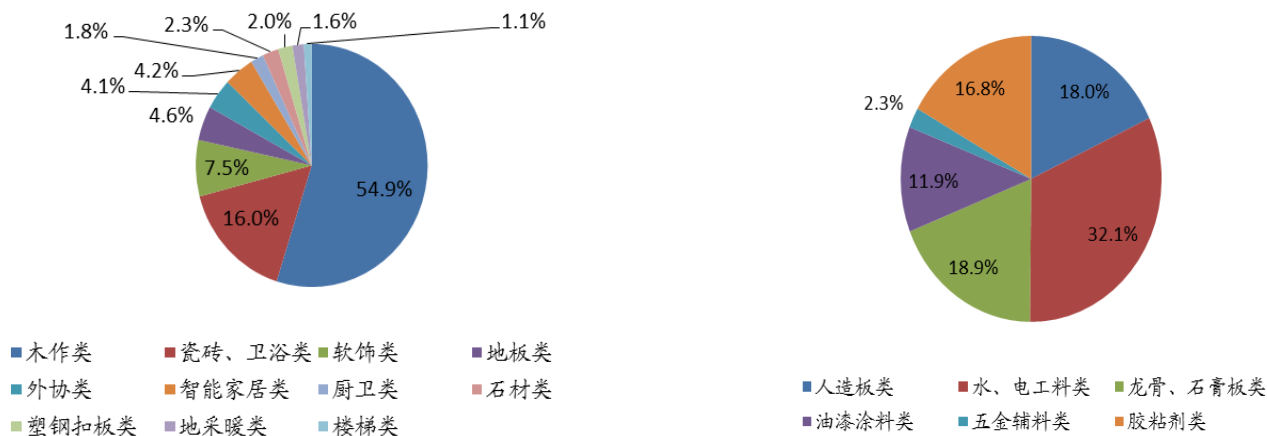
图 31、东易日盛家装业务成本构成



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、主材成本的构成

图 33、辅材成本的构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

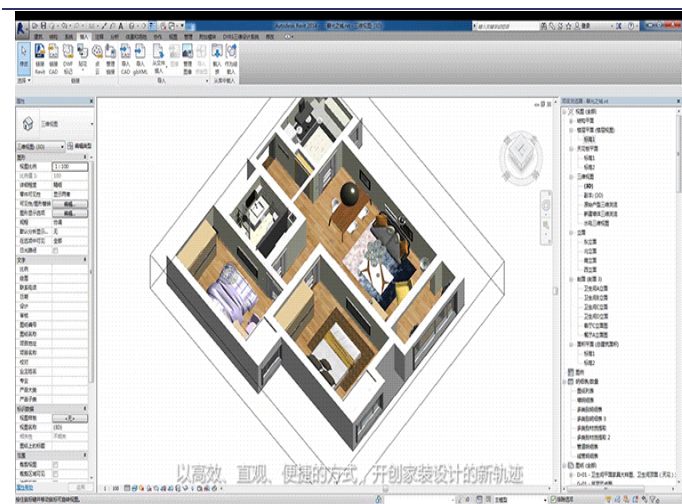
### 强大的数字化系统——“DIM+”系统

DIM+数装美居系统即数字化家装设计系统，是基于 BIM 技术并通过对现行设计模式的改变，DIM+系统集家装综合管理和三维设计平台双轮引擎为一体，拥有项目管理、知识管理、项目展示、三维可视化设计、自动绘图、快速渲染和即时报价等七大功能，实现从方案设计、设计管理、施工管理和知识管理等方面的全生命周期管理。2014 年“DIM+”系统成功上线，2015 年 DIM+系统进行优化升级，并与 CRM、HDS、ERP 等系统的无缝对接；2017 年 DIM+系统被评为住建部科技计划项目示范工程。

- ✓ **通过数字化实现标准化：** DIM+技术将模拟化工具变成数字化工具，结合领先的信息化系统，实现了从家装前端设计报价到后端施工各环节的标准化。以设计为例，由激光设备导入量房数据，计师根据用户需求搭建设计效果图，系统自动搭建水电等基础工程，从而自动生成真实报价和施工工艺参数，减少设计师工作量、极大提升效率。
- ✓ **通过数字化实现精准化：** DIM+系统能够确保能够精准量房、精准设计、精准列项、精准算量、精准报价，解决传统装修“设计图错漏百出，量房不精准，材料人工估算多退少补”等痛点。
- ✓ **通过数字化实现可视化：** DIM+系统打通了从设计到施工再到供应体系的数据链，实现了数据的实时、清晰、完整、联动的呈现，对客户实现了家装服务的“所见即所得”。

图 34、东易日盛“DIM+”系统设计方案

图 35、东易日盛“DIM+”系统各类效果图及物料清单



数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

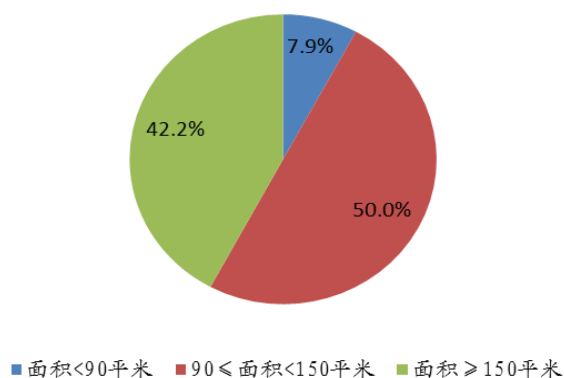
## 4.2、A6 业务的增长：渠道持续扩张，市占率有望继续提升

### A6 定位中高端市场，客单价持续提升

从面积来看，A6 业务以中大户型为主。A6 业务主要以 90 平米以上的户型为主，其中 150 平米以上的户型占比达 50%、90-150 平米的户型占比达 42.2%，90 平米以下的户型占比不足 8%。

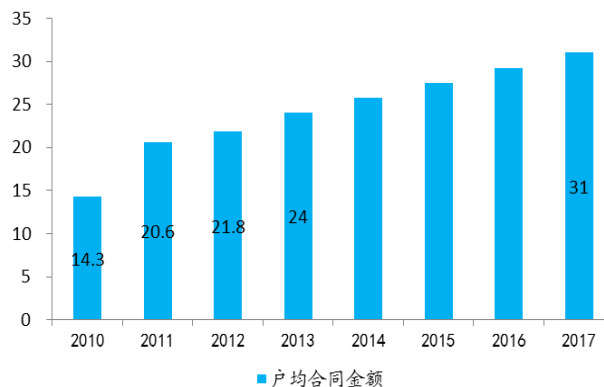
从均单价来看，A6 均单价呈现持续提升的态势。A6 业务定位中高端市场、以中大户型装饰为主，因此均单价较高——2012 年公司均单价均为 21.8 万元，至 2018 年公司均单价提升至 31 万元，均单价提升主要在于公司的全产业链配套能力持续提升，为客户提供更多的配套、延长服务链，进而做高客单价。对于装修公司而言，做高均单价的做法比提高交付户数更具性价比，一方面是因为家装行业存在获客成本高的问题，做高客单价能够摊低销售费用；另一方面，装修客户需求多种多样，公司通过延长服务链来满足客户多样需求，有助于提升客户体验和满意度。

图 36、A6 客户按面积占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、东易日盛家装均单价（万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 渠道持续扩张，直营门店覆盖全国大部分地区

从数量来看，2012 年以来门店数量翻倍增长，开店节奏逐渐趋稳。2007-2012 年公司门店数量基本保持稳定，2013 年开始公司重新开始进行渠道扩张，2013-2015 年公司新开门店较多、累计新开门店 56 家，2016 年新开店 3 家，2017&2018 年新开店数量又有所增长、分别为 16 和 13 家。

从分布来看，门店覆盖全国大部分省市，江浙两省门店数量超 20 家。公司门店数量已覆盖全国大部分地区，中部地区仅江西未覆盖；山西省由公司原加盟商山西东易园（后被收购控股）进行覆盖。公司位于浙江和江苏的门店数量均超过 20 家，北京、天津和广东的门店数量均超过 10 家；2018 年公司新开门店 13 家，其中广东、湖南分别为 2 家，安徽、福建、甘肃等地为 1 家。

图 38、东易日盛 A6 直营门店数量（个）

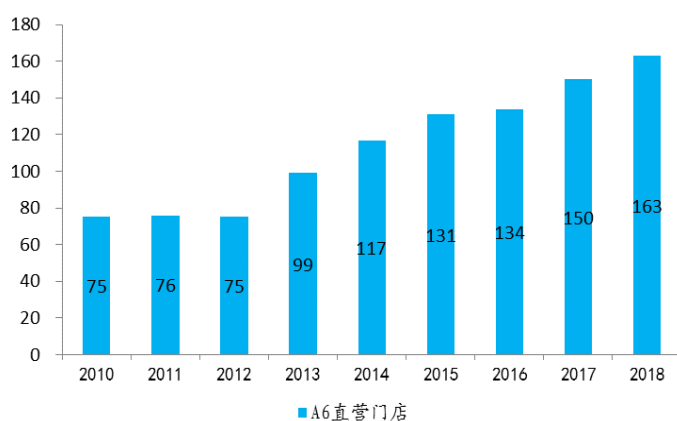
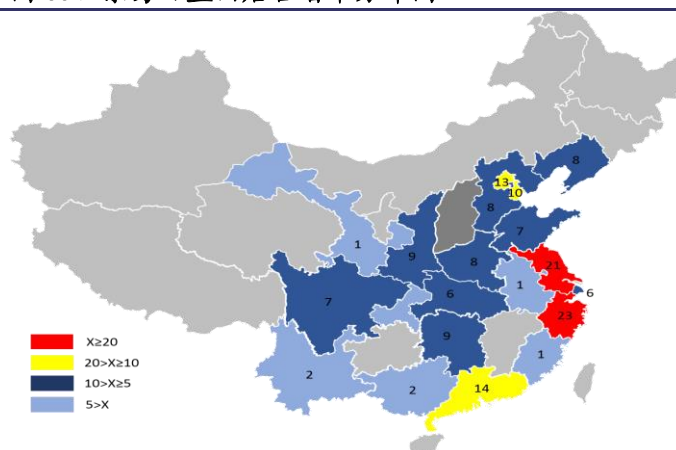


图 39、东易日盛门店各省市分布图



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 渠道扩张&客单价提升，驱动市占率持续提升

**增长路径 1: 均单价提升+交付量增加驱动收入增长。**A6 业务的均单价从 2011 年的 20.6 万元提升至 2018 年的 31 万元，提升幅度达 50.5%，核心在于公司不断延长服务链、满足客户家装后市场的需求；交付量从 2011 年的 6155 套提升至 2018 年的 9907 套，增长了 61%。

**增长路径 2: 单店收入提高+门店数量扩张驱动收入增长。**A6 业务的单店收入从 2011 年的 1666 万元提升至 1884 万元、提升 13.1%，门店数量从 76 家扩张至 163 家、增长 113.2%。

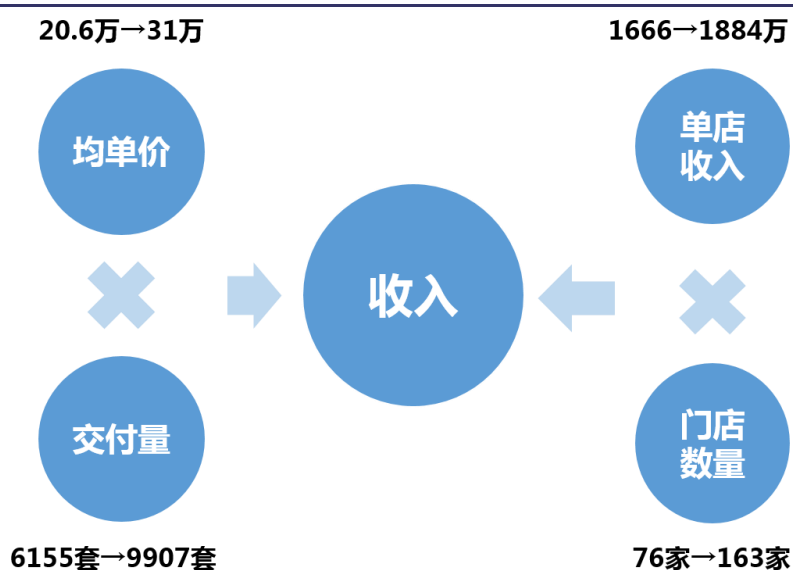
### 均单价和交付数量稳健增长，A6 业务增速未来将保持在 15%左右：

- ✓ 东易日盛的均单价在 31 万元，但是在东易日盛装修的客户的总花费在 50 万元以上，因此公司未来能够通过延长服务链持续提高均单价；过去 6 年公司均单价年均提升幅度为 7.1%，假设未来将保持同样的增速。
- ✓ 随着公司门店稳步增长，公司的交付量将持续增加，过去 6 年公司交付年均

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增长 6.88%，假设未来保持这一增速。

图 40、东易日盛 A6 业务 2011-2018 年经营指标变动



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、敏感性分析表（亿元）

均单价（万） 交付量（单）	31	33.2	35.5	38.1	40.7	43.6	46.7	50.0	53.5
9173	28.4	30.4	32.6	34.9	37.4	40.0	42.8	45.9	49.1
9804	30.4	32.5	34.8	37.3	39.9	42.8	45.8	49.0	52.5
10479	32.5	34.8	37.2	39.9	42.7	45.7	48.9	52.4	56.1
9174	28.4	30.5	32.6	34.9	37.4	40.0	42.8	45.9	49.1
9805	30.4	32.5	34.8	37.3	39.9	42.8	45.8	49.0	52.5
10480	32.5	34.8	37.2	39.9	42.7	45.7	48.9	52.4	56.1
9175	28.4	30.5	32.6	34.9	37.4	40.0	42.9	45.9	49.1
9174	28.4	30.5	32.6	34.9	37.4	40.0	42.8	45.9	49.1
9805	30.4	32.5	34.8	37.3	39.9	42.8	45.8	49.0	52.5
10480	32.5	34.8	37.2	39.9	42.7	45.7	48.9	52.4	56.1

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

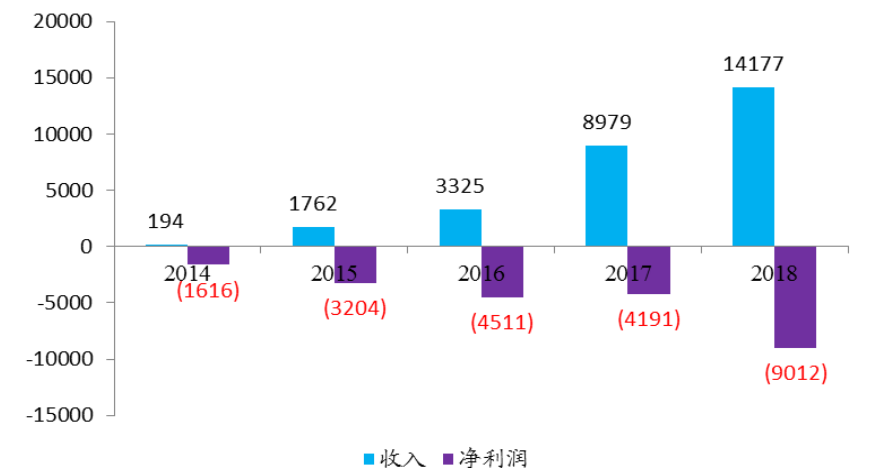


## 5、速美业务：切入低端市场，2019 年放量可期

速美超级家是公司近年着力打造的产品化、互联网化的家装业务，采取“交钥匙”入住的方式，倡导高品质、高品位、高配置并且省时、省心、省力、省钱，主要面向 80 后、90 后新一代装修客户，以互联网的思维深度整合家装业务，追求高性价比、家装标准化、装修产品化，真正实现“所见即所得”。

**速美收入连年翻倍增长，但盈利情况有待好转。**2017 年速美业务实现收入 8979 万元、较 2016 年增长 170.05%；2018 年速美业务实现收入 1.42 亿元，但亏损进一步扩大至 0.90 亿元。由于速美业务规模较小、且前期扩张时投入较大，因此速美业务近几年均有所亏损，我们预计随着公司收入规模扩大，速美的盈利情况有望好转。

图 41、速美历年收入和业绩变动（万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.1、速美与 A6 的对比：赢利点集中于材料

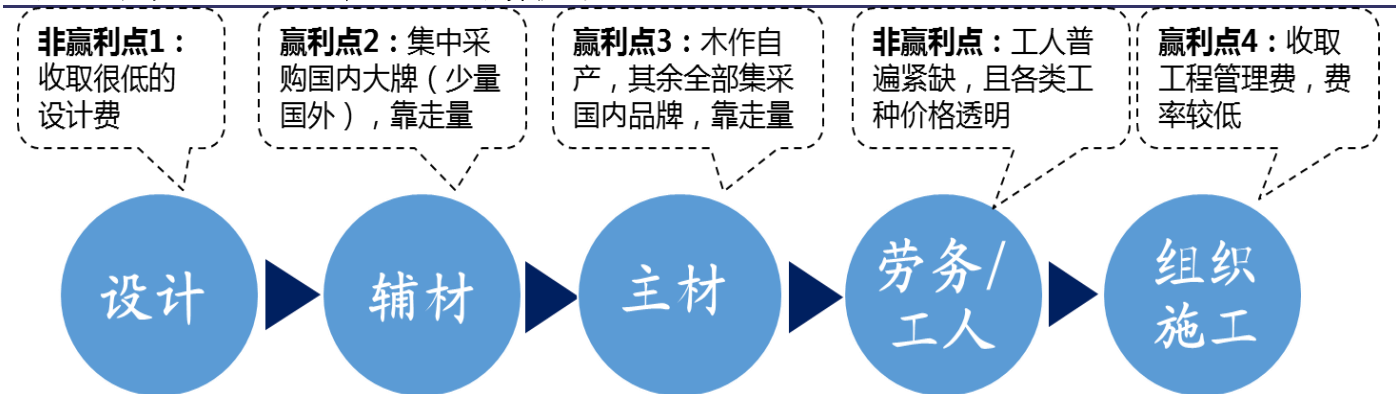
“速美”项目主要针对公司在小户型（90 平方米及以下）家装方面的市场空白，兼顾客户品质需求与理性消费的特点；主要是在“东易日盛”连锁经营已经建立的市场区域，能够充分利用公司在大型家装市场中积累的竞争优势与品牌影响力，与“东易日盛”系列家装体验馆、设计馆共同在全国重点区域市场进行布局，实现公司品牌共享、设计优势共享、产品互补、客户群体互补的良性格局。

#### 速美超级家与 A6 业务的不同点和相同点：

- 1) **二者定位和均单价不同：**A6 业务针对中高端市场/中大户型，速美超级家针对中低端市场/中小户型，因此二者的均单价也不同，A6 的均单价目前已经提升到 30 万元左右、速美的均单价在 10 万元左右。
- 2) **二者的材料档次不同：**A6 业务的辅材均为国外大牌，速美的辅材主要为国内

- 品牌、少量国外大牌；A6的主材除了木作自供、瓷砖和壁纸集采外，其余主材均为地产，速美业务的主材除了木作自供外，其余均改为集采，能够进一步降低主材成本。
- 3) **二者的个性化/标准化不同：**A6 是传统的家装业务模式——“一户一设计、一户一装修”，装修的个性化很强；速美追求标准化和产品化，装修的个性化较低。
  - 4) **二者的报价模式不同：**A6 业务按项报价、各项加总得出总价，速美业务按面积报价、根据所选套餐的价格乘以面积大小得出总价。
  - 5) **二者的赢利点有差异：**对 A6 业务而言，设计是重要的赢利点，而对速美来说只收取较低的设计费；尽管主材和辅材都是赢利点，但是速美业务因为主打高性价比、采取“薄利多销”的模式，因此更依赖装料获取利润。
  - 6) **二者的经营方式相同：**A6 业务采取直营模式+特许经营模式（收取特许费），速美超级家从 2017 下半年开始采取“以直营为主、服务商为辅”的模式。
  - 7) **二者的市场区域重合：**速美超级家基本依托 A6 业务所在的城市，因此二者的市场区域是重合的。

图 42、东易日盛速美各环节赢利点及取费模式



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、速美主打套餐式装修，性价比较高

速美超级家目前有两款产品，分别为“清新装（899元/平米）”和“轻奢装（1299元/平米）”，二者均为按平米报价，价位差别的核心在于主材及辅材的档次不同。

- ✓ **清新装：**从毛坯到精装、从设计到交付，装修结束就能入住，呼吸清新空气，结合东易日盛 DIM+数装系统让消费者全透明。
- ✓ **轻奢装：**将全屋的设计、环保、风格贯穿、融合性格色彩来装修一个家；从设计、主材、辅材、工程施工、产品安装等项目服务一个家；从毛坯到竣工交付，全屋环保享受绿色定制家。

“速美”模式通过产品的模块化、套装化，将家装产品轻松导入家装设计的风格体系，既可以降低消费者的家装成本，又通过风格套餐与模块化组合相结合的形式满足了消费者多元化与个性化的家装需求。

交付能力为传统优势，叠加材料集采优势，速美产品极具性价比。由于家装为服务业且个性化不强，无完全相同的案例可供直接比较。但是东易日盛作为长期经营的老牌家装公司，其交付能力在业内有口皆碑，施工质量的把控和施工组织能力较强；再叠加速美的套餐式、标准化模式，辅材和主材的采购价格极具性价比，因此相对于地域性的中小装修公司具有极高的性价比。

表 8、速美超级家 899 VS 1299 套餐

	899 清新装	1299 轻奢装
色彩	北欧现代/北欧风格/新中式/现代简约	淡山·茱萸粉/羽衣·甘蓝绿/魅惑·蓝/陶俑·红/岩·青
交付期	45 个工作日	55 个工作日
品牌档次	全屋大牌尖货	全屋国际大牌尖货
木作风格	环保木作体系	定制木作，绿色环保，静电粉末喷涂技术
客餐厅	地砖/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/窗台石台面/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护。 <b>地砖 VS 瓷砖、地板/电路改造。</b>	
厨房	集成吊顶厨卫灯/扣板/墙地砖/台面/装饰包立管/烟机灶具/单盆水盆、龙头/内门/橱柜/花岗岩过门石/改水改电/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护。 <b>单盆 VS 智能节水阀/包立管。</b>	
卧室	地砖/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/电路改造/窗台石台面/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护	
卫生间	墙地砖/浴霸/台面/坐便器/台下盆/花洒/一体水盆/柱盆/龙头/三件套/地漏/角阀、软管/水盆 S 弯管/洗衣机龙头/镜前灯/内门/浴室柜/花岗岩过门石/防水/改水改电/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护。 <b>台下盆/一体水盆/柱盆/龙头 VS 面盆/单孔面盆龙头。</b>	
书房	地砖/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/电路改造/窗台石台面/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护。	
儿童房	地砖/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/电路改造/窗台石台面/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护。 <b>地砖 VS 瓷砖、地板。</b>	
差别	<b>玄关:</b> 地砖/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/电路改造/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护	<b>门厅:</b> 瓷砖、地板/墙顶面面乳胶漆/石膏线(板)/开关面板、插座/踢脚线/电路改造/原始墙顶面基层处理/原始地面保护/原始门窗保护

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：标红处为二者不同的地方

### 5.3、2019 年速美收入有望快速放量，预计可达 4-5 亿元

2017 年下半年开始，公司对速美业务模式进行调整，由加盟模式转为直营模式；2018 年上半年公司新开门店 50 家，截至 2018 年底速美直营门店达到 71 家。公司的风格一向较为稳健，我们预计公司可能参照 2015-2018 年对 A6 业务区域加密、强化的思路，未来 1-2 年门店的扩张速度将大幅放缓，以提高单店收益、拉高整体效益为主。

#### 2018 年速美单店收入偏低，2019 年速美单店收入有望快速放量：

- ✓ 2018 年速美业务收入为 1.42 亿，那么单店收入约为 200 万元；按照均单价 12 万元计算，接单量为 16.67 单（2018H1 开业的门店，营业时间不满一年）。
- ✓ 考虑到 71 家门店营业时间已经接近一年，宣传营销、业务模式、物流配送等各方面已经较为成熟，且 2019 年能够全年营业。参照金螳螂·家的业务拓展进度，营业满一年的门店的接单量在 50-60 单（不含定制精装），按照均单价 12 万元计算（含套餐外的配套），我们预计 2019 年单店收入在 600 万元-720 万元之间。
- ✓ 在稳健扩张的基调下，我们预计公司 2019 年的门店数量有望稳定在 70-80 家，

则 2019 年速美收入有望达 4-5 亿元。

表 9、速美业务收入敏感性分析（万元）

单店收入 门店数量	200	400	600	800	1000	1200	1400	1600
71	14200	28400	42600	56800	71000	85200	99400	113600
80	16000	32000	48000	64000	80000	96000	112000	128000
90	18000	36000	54000	72000	90000	108000	126000	144000
100	20000	40000	60000	80000	100000	120000	140000	160000
110	22000	44000	66000	88000	110000	132000	154000	176000
120	24000	48000	72000	96000	120000	144000	168000	192000
130	26000	52000	78000	104000	130000	156000	182000	208000

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、未来看点

### 6.1、股息率高达 6.5%，安全边际高

公司股息率高达 5.97%（4 月 30 日收盘价），位居建筑板块首位，在所有上市公司中位居前 1.27%，公司高股息率提供了较高的安全边际。

图 43、建筑上市公司股息率前 7 名



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 6.2、战略引入链家，导流效果值得期待

2018 年 1 月 4 日，公司定增募资金额 2.4 亿元，发行价为 24.98 元/股，目前已倒挂；此次定增由天津晨鑫商务咨询有限公司和万科链家（北京）装饰有限公司认购，分别认购 70.8%、29.2%。值得注意的是，天津晨鑫为链家全资子公司，万科链家为链家持股 35% 的子公司。

链家为房地产交易服务龙头企业，链家已经进驻 29 个城市，全国直营门店数量超 8000 家，一年成交量在 70 万套左右，而东易日盛一年的交付户数接近 1 万套。公司与连接的合作模式清晰：在二手房交易成功后由链家经纪人将东易日盛介绍给需要装修的业主，并获得相应的提成；目前已经在成都进行试点运营。战略合作链家，从入口端精准把握有装修需求的客户，从而实现精准导流；公司有望借助链家巨大的流量优势，实现业务的快速扩张，未来表现值得期待。

### 6.3、并购标的业绩超预期增长，增厚公司业绩

公司分别于 2015、2016 及 2017 年完成收购集艾设计 60% 股权、上海创域 51% 股权及欣邑东方 60% 股权，集艾设计及欣邑东方主要针对高端商业地产、酒店及会所提供室内外设计服务，而上海创域主要通过整合一线高端主材品牌，为客户提供整体家装解决方案。

- 集艾设计已完成三年业绩承诺，2018 年东易日盛按约定增持 20% 股份。公司 2017 年净利润增长 53.6%，2018 年实现净利润 6710 万元。
- 公司 2016 年 8 月完成上海创域收购，上海创域 2016/2017 年分别并表净利润 643/2778 万元，2018 年净利润达 3376 万元。
- 欣邑东方于 2017 年 11 月开始并表，并表利润为 1330 万元；2018 年贡献净利润 3913 万元。

表 10、东易日盛并购标的业绩表现（万元）

公司名称	持股比例	投资额	承诺业绩	科目	2015	2016	2017	2018
集艾室内设计(上海)有限公司	80%	35520	2015-2017 年分别实现净利润 3283/4147/6370 万元	收入	3,073	11,891	21,060	29,787
				净利润	3,283	4,147	6,370	6,710
				净利率		34.9%	30.2%	22.5%
北京欣邑东方室内设计有限公司	60%	28904	合并日起，每 12 个月扣非净利润 4560/5244/6030.6 万元	收入		5875.0	2,358	10,366
				净利润		1550.1	1,330	3,913
				净利率		26.4%	56.4%	37.8%
上海创域实业有限公司	51%	11220	合并日起，每 12 个月扣非净利润 2000/2600/3380 万元	收入		6,130	25,548	39,726
				净利润		643	2,778	3,376
				净利率		10.5%	10.9%	8.5%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 6.4、地产调控边际放松&一二线城市成交回暖，有助于提升公司估值

12 月 18 日菏泽取消限售，随后广州放松商服类物业的调控政策、珠海下调部分区的社保限购年限；进入 2019 年后，深圳、南京、西安等城市加大人才引进力度。

实际上，地产调控政策已经边际放松，并且自春节后一二线城市成交量明显回暖，公司主业家装属于地产后周期行业，未来将明显受益于地产调控放松，进而迎来估值修复。

## 7、盈利预测与估值

表 11、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4203	4878	5597	6300
增长率	16.4%	16.0%	14.7%	12.6%
营业利润(百万元)	380	449	532	601
增长率	10.2%	18.2%	18.5%	13.0%
净利润(百万元)	253	307	359	406
增长率	16.1%	21.5%	17.0%	13.1%
最新摊薄每股收益(元)	0.96	1.17	1.37	1.55
每股净资产(元)	4.54	5.78	7.14	8.69
动态市盈率(倍)	17.6	14.5	12.4	10.9
市净率 (倍)	3.7	2.9	2.4	1.9

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测与估值：**我们维持公司的盈利预测，预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.17 元、1.37 元、1.55 元，5 月 6 日收盘价对应的 PE 分别为 14.5 倍、12.4 倍、10.9 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**速美业务拓展不及预期、速美费用缩减低于预期、A6 门店扩张低于预期、房地产限购政策放松低于预期

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1731	2464	3176	3948
货币资金	832	1444	1827	2243
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	390	402	517	741
其他应收款	63	62	71	80
存货	155	288	462	556
<b>非流动资产</b>	1573	1306	1256	1217
可供出售金融资产	96	180	180	180
长期股权投资	6	0	0	0
投资性房地产	21	0	0	0
固定资产	564	524	485	445
在建工程	2	1	1	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	106	106	106	106
<b>资产总计</b>	3303	3769	4432	5165
<b>流动负债</b>	1953	2086	2326	2589
短期借款	22	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	846	797	915	1027
其他	1085	1289	1412	1563
<b>非流动负债</b>	47	5	9	6
长期借款	0	0	0	0
其他	47	5	9	6
<b>负债合计</b>	2000	2091	2335	2595
股本	263	263	263	263
资本公积	584	584	584	584
未分配利润	232	510	835	1202
少数股东权益	111	161	220	287
<b>股东权益合计</b>	1303	1679	2097	2570
<b>负债及权益合计</b>	3303	3769	4432	5165

## 现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	253	307	359	406
折旧和摊销	63	40	40	40
资产减值准备	20	20	35	50
无形资产摊销	33	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-1	-3	-4
投资损失	-47	-48	-40	-30
少数股东损益	55	50	59	67
营运资金的变动	203	-41	124	144
<b>经营活动产生现金流</b>	146	459	340	381
投资活动产生现金流	18	225	41	30
融资活动产生现金流	-460	-72	3	4
现金净变动	-296	612	384	415
现金的期初余额	1226	832	1444	1827
现金的期末余额	930	1444	1827	2243

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4203	4878	5597	6300
营业成本	2641	3066	3517	3949
营业税金及附加	25	29	39	41
销售费用	709	829	923	1039
管理费用	335	537	616	693
财务费用	7	-1	-3	-4
资产减值损失	23	16	12	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	47	48	40	30
<b>营业利润</b>	380	449	532	601
营业外收入	17	14	9	12
营业外支出	1	5	5	7
<b>利润总额</b>	396	458	536	606
所得税	88	101	118	133
净利润	308	357	418	473
少数股东损益	55	50	59	67
<b>归属母公司净利润</b>	253	307	359	406
<b>EPS(元)</b>	0.96	1.17	1.37	1.55

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.4%	16.0%	14.7%	12.6%
营业利润增长率	10.2%	18.2%	18.5%	13.0%
净利润增长率	16.1%	21.5%	17.0%	13.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.2%	37.1%	37.2%	37.3%
净利率	6.0%	6.3%	6.4%	6.4%
ROE	21.2%	20.2%	19.1%	17.8%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	60.5%	55.5%	52.7%	50.2%
流动比率	0.89	1.18	1.37	1.52
速动比率	0.80	1.03	1.15	1.30
<b>营运能力</b>				
资产周转率	122.7%	137.9%	136.5%	131.3%
应收帐款周转率	1064.8%	1043.2%	1023.5%	841.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.96	1.17	1.37	1.55
每股经营现金	0.78	1.75	1.29	1.45
每股净资产	4.54	5.78	7.14	8.69
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	17.6	14.5	12.4	10.9
PB	3.7	2.9	2.4	1.9



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn