

家装龙头转型互联网，落地年协A6 高增长预期强

——东易日盛（002713）2015年财报和2016年一季报点评

2016年4月22日

强烈推荐/维持

东易日盛

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email:zhaojis@dxzq.net.cn Tel:010-66554088	

事件:

公司2015年实现营业总收入22.57亿元，同比增加20.07%，实现归属于上市公司股东的净利润9836.63万元，同比下降15.42%，每股收益为0.39元，每10股派息4元（含税）。公司2016年1季度实现营业收入4.07亿元，同比增长26.47%，实现归属母公司净利润-6383.17万元，同比增长4.46%。每股收益为-0.25元。

公司分季度财务指标

指标	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
营业收入（百万元）	460.68	652.42	321.66	602.34	515.58	817.75	406.79
增长率（%）	39.69%	7.18%	29.14%	16.32%	11.92%	25.34%	26.47%
毛利率（%）	35.89%	40.16%	30.86%	39.03%	34.36%	45.46%	33.26%
期间费用率（%）	33.21%	20.90%	50.99%	27.33%	33.93%	22.42%	47.14%
营业利润率（%）	1.44%	17.25%	-20.50%	10.01%	-1.96%	21.71%	-14.40%
净利润（百万元）	5.64	91.00	-66.21	51.82	-9.56	139.66	-59.42
增长率（%）	12.97%	8.97%	29.91%	-26.63%	-269.40%	53.47%	-10.26%
每股盈利（季度，元）	0.045	0.729	-0.530	0.203	-0.042	0.498	-0.249
资产负债率（%）	50.58%	44.05%	46.07%	54.36%	56.77%	53.35%	56.93%
净资产收益率（%）	0.67%	9.79%	-7.67%	6.15%	-1.15%	14.14%	-6.40%
总资产收益率（%）	0.33%	5.48%	-4.13%	2.81%	-0.50%	6.60%	-2.76%

观点:

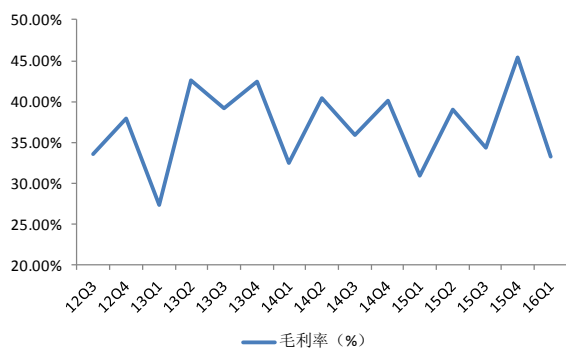
➤ **2015年和2016年1季度营业收入增速保持向上。**2015第3季度到2016年第1季度营业收入增速保持持续向上态势，各季度增速分别为11.92%、25.34%和26.47%。房地产销售的逐步改善和公司自营店进入业绩释放阶段推动公司营业收入增速持续改善。

家装业务收入稳定增长。分业务看，2015年家装业务营业收入为21.23亿元，同比增长19.15%；公装营业收入为6845万元，同比增长306.7%；精工装营业收入为1148万元，同比增长26.35%；特许收入为1112万元，同比增长29.77%；材料销售营业收入为2122万元，同比增长18.75%。

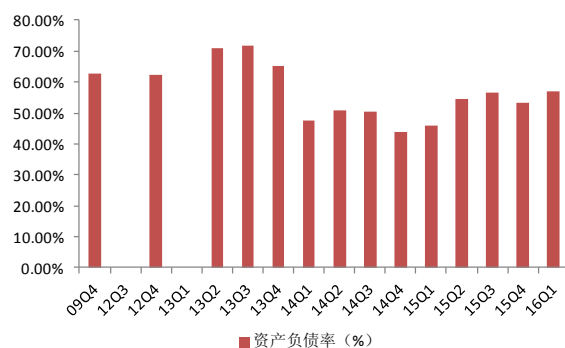
向西拓展覆盖，进展顺利。分区域看，收入增速的排名为：西北、华东、华中、西南、华南、华北和东

北, 营业收入分别为 1.85 亿、7.19 亿、2.53 亿、1.72 亿、0.80 亿、7.64 亿和 0.62 亿, 同比增速分别为 38.09%、32.83%、26.24%、24.94%、23.11%、9.22%和-35.51%。

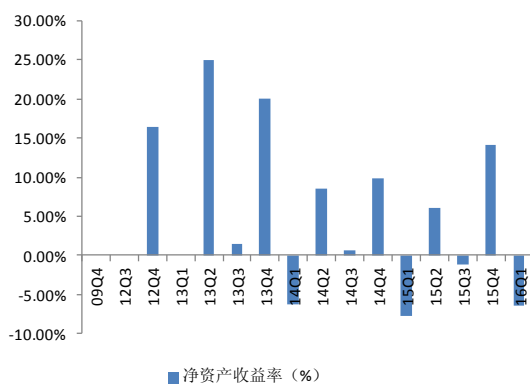
- **毛利率稳定向上和期间费用率平稳波动。**2015年公司综合毛利率为39.13%，同比提高0.96个百分点。2016年1季度毛利率为33.26%，同比提高2.40个百分点。2015年期间费用率30.43%，同比提高2.19个百分点，2016年1季期间费用率为47.14%，同比下降3.85个百分点，主要是速美超级家业务开始启动，公司广告宣传和资源拓展费用投入较多，以及新开店成本和费用率增加。虽然营业收入增速提升，但费用增长也不慢所致。其中2016年1季度销售费用率为33.34%，同比下降0.62个百分点。2015年管理费用率为13.96%，同比下降3.31个百分点。财务费用率为-0.16%，同比提高0.18个百分点。
- **注重研发技术优势突出，投资+实业双轮驱动。**公司注重研发，研发投入保持在营业收入的3%-5%的水平。公司的 DIM+数装美系统，具备管理、展示、数据库、设计和报价功能，达到可见即所得的效果。并推出自己研发设计的互联网家装整装全套系木作产品。2015年集团申请住建部的重要课题《基于 BIM 技术的综合管理系统在装修行业东易日盛的示范应用》和北京市课题《家居功能空间科学化设计》。2015年公司获得专利 25 项，拥有自主知识产权 40 余项。公司在自身内生增长的基础上注重投资外延式发展的方式加快发展,像收购上海集艾设计公司 60%股权、山西东易园和南通东易通盛等、入股美乐乐，设立上海汇付互联网金融信息服务创业股权投资中心等,打造完整和完善产业链条，
- **龙头企业规模化和标准化体系具备快速扩张基础。**公司有近 20 年的家装从业经验，是国内的家装龙头企业，在家装原材料等成本端具备规模化优势，使得公司互联网家装能够一开始就具备成本优势。同时公司对于施工落地服务商具有标准化的经营、管理、培训的一整套标准化的体系，使得施工落地服务商模式具备快速扩展的基础。
- **传统业务为基，打造多层次营销体系互联网家装发展空间广阔。**公司 2015 年底启动互联网家装业务，规划 2016 年发展施工商 150 家，现在正在逐步稳步推进。A6 业务也充分利用互联网拓展销售渠道，达到和速美超级家的协同效应。木作工厂和信息化系统结合，并在生产模式上更新为生产线模式，提升效率。2015 年末公司在全国已经有 238 家连锁店面，辐射 135 个城市，营销网络体系包含大型家体验馆、设计馆和连锁店。加大互联网引流渠道的拓展，和天猫、京东、国美、大众点评、百度 战略合作，和腾讯、今日头条、齐家网、58 同城等 12 家引流渠道合作，构建 BAT 合作、SEM 精准营销、SEO 搜索引擎优化、B2C 官网、引流网站群组和 APP 的多层次多角度互联网营销体系，并和 OA 系统打通形成完整的信息化体系。实现传统业务稳步向上，互联网家装快速扩张。2016 年是东易日盛互联网家装的落地年，当前业务进展顺利。当前家装电商渗透率仅为 3.4%，较发达国家差距较大，未来空间广阔。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2016 到 2017 年公司的每股收益 0.77 元和 1.48 元，以收盘价 30.71 元计算，对应的动态 PE 为 40 倍和 21 倍。考虑到公司为家装龙头企业品牌优势强、具备规模化和标准化体系、传统家装业务的稳定增长和互联网家装业务的快速扩张，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**互联网家装业务落地速度和效果低于预期的风险。

图 1: 东易日盛毛利率变化


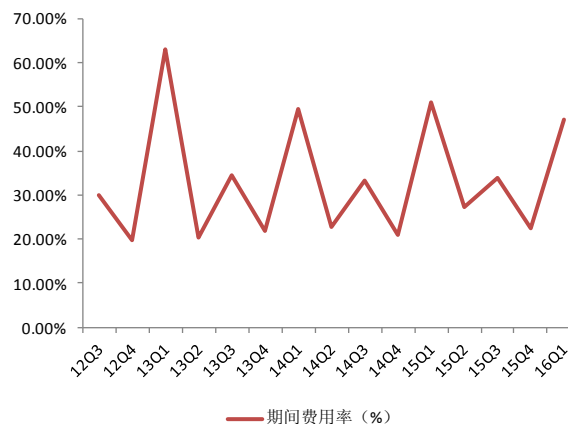
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 东易日盛资产负债率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 东易日盛单季度净资产收益率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 东易日盛期间费用率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	
流动资产合计	944.25	1322.78	1331.05	1938.43	3127.65	营业收入	1592.02	1880.02	2257.33	4151.00	6716.00
货币资金	705.80	760.03	721.74	1245.30	2014.80	营业成本	951.85	1162.46	1374.09	2898.00	4928.00
应收账款	68.62	75.60	150.01	284.32	460.00	营业税金及附加	49.37	57.09	65.55	120.00	195.00
其他应收款	15.47	17.63	18.99	34.92	56.50	营业费用	324.79	370.92	423.85	593.18	702.49
预付款项	37.97	55.08	48.70	48.70	48.70	管理费用	133.00	168.30	264.24	303.85	405.65
存货	116.25	114.07	161.94	317.59	540.05	财务费用	(6.84)	(8.28)	(1.21)	5.87	24.45
其他流动资产	0	0	0	0.00	0.00	资产减值损失	13.05	7.55	(2.34)	0.00	0.00
非流动资产合计	246.25	339.15	786.12	850.72	1020.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	13.77	14.00	14.00	投资净收益	0.00	21.68	28.61	29.00	29.00
固定资产	124.67	112.43	219.11	316.72	505.08	营业利润	126.79	143.65	161.76	259.10	489.41
无形资产	88.43	88.29	86.27	77.64	69.01	营业外收入	8.80	10.52	5.53	5.50	5.50
其他非流动资产	2.34	15.59	30.03	30.00	30.00	营业外支出	0.71	0.54	17.37	17.00	17.00
资产总计	1190.50	1661.93	2117.17	2789.15	4148.11	利润总额	134.88	153.63	149.91	247.60	477.91
流动负债合计	773.94	730.85	1128.23	1822.48	2803.86	所得税	29.27	37.33	34.20	56.45	108.96
短期借款	0.00	0.00	20.00	393.58	946.71	净利润	105.61	116.30	115.71	191.15	368.95
应付账款	111.19	161.74	291.40	611.36	1039.61	少数股东损益	0.00	0.00	17.34	0.00	0.00
预收款项	540.46	442.62	487.54	487.54	487.54	归属母公司净利润	105.61	116.30	98.37	191.15	368.95
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	142.66	160.60	187.64	392.40	661.96
非流动负债合计	1.02	1.31	1.26	1.30	1.30	EPS (元)	EPS (元)	0.96	0.39	0.77	1.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	774.96	732.16	1129.49	1823.78	2805.16	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	34.44	34.44	34.44	营业收入增长	18.09%	20.07%	83.89%	61.79%	81.30%
实收资本(或股	100.72	124.84	249.68	249.68	249.68	营业利润增长	13.30%	12.61%	60.18%	88.89%	102.57%
资本公积	81.50	517.73	392.89	392.89	392.89	归属于母公司净利	10.12%	-15.42%	94.32%	93.02%	105.04%
未分配利润	190.56	233.57	242.46	415.64	749.91	获利能力					
归属母公司股东	415.54	929.77	953.23	1144.38	1513.33	毛利率(%)	38.17%	39.13%	30.19%	26.62%	22.80%
负债和所有者权益	1190.50	1661.93	2117.17	2789.15	4148.11	净利率(%)	6.19%	4.36%	4.60%	5.49%	6.21%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		12.51%	10.32%	16.70%	24.38%	33.33%
经营活动现金流	27.77	334.86	309.98	521.03	1007.12	偿债能力					
净利润	116.30	115.71	191.15	368.95	756.49	资产负债率(%)	44.05%	53.35%	60.74%	64.44%	68.36%
折旧摊销	25.23	27.09	127.43	148.10	185.87	流动比率	1.81	1.18	1.06	1.12	1.14
财务费用	8.28	1.21	(5.87)	(24.45)	(60.35)	速动比率	1.65	1.04	0.89	0.92	0.93
应付帐款的变化	50.55	129.66	319.96	428.25	943.40	营运能力					
预收帐款的变化	(97.84)	44.92	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.32	1.19	1.69	1.94	2.17
投资活动现金流	(80.07)	(414.53)	(154.17)	(280.21)	(538.61)	应收账款周转率	26.07	20.01	19.11	18.05	18.82
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	8.52	6.06	6.42	5.97	6.22
长期股权投资减	0.00	13.77	0.23	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	21.68	28.61	29.00	29.00	29.00	每股收益(最新摊	0.96	0.39	0.77	1.48	3.03
筹资活动现金流	468.92	41.31	367.75	528.68	1169.49	每股净现金流(最	0.44	(0.16)	2.10	3.08	6.56
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	7.45	3.82	4.58	6.06	9.09
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	24.12	124.84	0.00	0.00	0.00	P/E	31.99	78.74	40.09	20.78	10.14
资本公积增加	436.23	(124.84)	0.00	0.00	0.00	P/B	4.12	8.04	6.70	5.07	3.38
现金净增加额	416.62	(38.36)	523.56	769.50	1638.00	EV/EBITDA	19.14	37.12	17.37	9.97	5.00

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年(暨2013年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。