



2017 年 11 月 06 日

买入(维持评级)

当前价: 23.6 元
目标价: 30.25 - 36.3 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2.999	3.909	4.914	6.19
(+/-)	32.9%	30.3%	25.7%	26.1
归母净利润	173	242	335	436
(+/-)	75.7%	40.2%	38.3%	30.0
EPS(元)	0.69	0.87	1.21	1.57
P/E	34.7	27.5	19.9	15.3

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《东易日盛(002713) - 【联讯建筑建材季报点评】东易日盛(002713): 费用控制出色, 业绩增长确定》2017-10-20

东易日盛(002713.SZ)

【联讯建筑公司深度】东易日盛(002713): 成长路径清晰的低估值家装龙头

投资要点

✧ 存量房装修市场快速增长

中国的存量住宅数量全球最大, 而商品住宅每年还在以 700 万套的速度增长。到 2020 年, 存量商品住宅数量将超过 1.1 亿套。实际上, 改造性住房装修产值从 15 年开始步入快速增长, 2014 年行业产值 3900 亿, 2015 年增长到 4500 亿, 增速达到 15.4%, 2016 年产值增长到 5400 亿, 增速达到 17.7%, 远高于同期行业整体各位数的增速。

✧ 家装行业是消费升级的受益者

人均收入超过 3000 美金后将逐步进入品牌消费阶段, 在过去, 一直是高收入群体的收入增长更快, 而低收入人群的收入增长较慢, 但是从 2006 年开始, 低收入群体收入开始快速增长, 随着这部分人对品牌消费的意识逐渐增强以及时间成本的逐渐上升, 其选择品牌装饰进行消费的意识将逐渐增强, 中低收入人群和中等收入人群在进行家装时, 可能将逐步从选择游击队为主转向选择品牌连锁

✧ A6 业务新店拓展还有较大空间、速美产品和模式逐步成熟

A6 业务共有直营店 134 家, 加盟店 66 家, 相较于定制家居公司, 公司门店数明显偏少。而从收入的区域分布来看, 公司目前收入超过 5 个亿的区域仅有华东和华北, 两个区域占收入的比例高达 66%, 其它地区收入规模均非常小。A6 近几年同店保持了较好的增长, 一方面来源于客户数量的增加, 另一方面则来源于客单价的增长, 原因在于随着消费升级的趋势, 越来越多的客户愿意选用更好的材料, 且整装趋势下, 客户在公司采购的品类越来越多。速美超级家经过四年的产品打磨, 我们认为目前三款产品极具性价比, 速美主材配置主打进口品牌, 而其他互联网品牌以国产一线为主, 另外, 速美的商业模式经过几轮试错, 目前逐步成熟, 未来放量可期。

✧ 技术手段解决行业痛点

家装行业的问题在于高度依赖人工和手工的模式造成管理难度大, 生产效率不高, 解决家装行业的低效率模式单纯依靠商业模式的变革不现实, 一定要借助于技术进步, 目前来看, 通过信息化和工业化的手段是完全可以解决行业痛点的, 东易日盛开发了领先行业的 DIM+ 数装系统, 全流程的信息化系统和世界级的木作工厂, 以期通过技术手段解决行业痛点。

✧ 平台思维及募投项目打开远期发展空间

东易日盛 2015 年全面转型时就提出向平台型公司转变, 我们认为公司的 DIM+ 数装系统, 以及供应链系统都具备成为有开放平台的可能, 家装行业的天然分散的状况决定了大部门装修公司只能借助第三方公司的信息系统和供应链, 这



个领域出现平台型公司的可能性极大。公司 2016 年启动了定增工作，募集资金主要用于供需链智能物流仓储管理平台建设项目、数字化家装体验系统的建设，如果公司能把供应链和数装系统打造成开放平台，未来行业十几万家小家装公司都有望成为公司客户，则公司未来发展不可限量。

◇ 盈利预测与投资评级

我们预计东易日盛 2017-2019 年将实现营业收入 39.09、49.14 和 61.98 亿元，同比分别增长 30.3%、25.7%和 26.1%，实现净利润 2.42、3.35 和 4.36 亿元，同比分别增长 40.2%、38.3%和 30.0%，考虑定增摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.21 和 1.57 元，对应 PE 分别为 28、20 和 15x，我们认为公司股价当前阶段仍具备投资价值，公司是消费升级和家装行业向龙头集中的受益者，中期增长依赖于 A6 业务的跨区域扩张和客单价提升，以及速美业务在经过试错后的快速放量，而远期来看，如果未来公司的数装业务和供应链整合能形成开放平台，则有望打破家装行业复制难，复购率低的瓶颈，发展空间不可限量。无论如何，对于一家高分红，现金流优秀的上市公司，我们认为目前估值水平极具吸引力，重申“买入”评级。

◇ 风险提示

房地产调控风险，新业务拓展风险；新店开设风险；



目 录

企业篇：持续快速增长的家装行业龙头.....	1
持续快速增长的家装行业龙头企业.....	1
公司发展历程.....	1
覆盖家装和公装的全产业链结构.....	1
遍布全国的销售渠道.....	1
连锁家装企业翘楚.....	1
家装行业是消费升级的受益者.....	1
“十三五”期间家装行业仍将维持正增长.....	1
二手房改造装修快速增长.....	1
家装行业迎来品牌消费时代.....	1
消费升级也带来了行业的进一步集中.....	10
成长篇： 路径确定，三维构建成长空间.....	10
A6 增长源于区域扩张和客单价提升.....	10
A6：跨区域扩张还有空间.....	11
同店增长可能主要来源于客单价增长.....	11
速美：产品打磨和模式探索逐步成熟.....	11
速美是公司渠道下沉的排头兵.....	11
产品高性价比.....	11
技术手段解决行业痛点.....	14
无毒家装开启环保整装新时代.....	10
试错期已过，高速扩张可期.....	11
外延并购助力主业增长.....	11
募投项目打开开放平台想象空间.....	11
订单情况向好.....	11
主要财务指标的板块对比.....	11
盈利预测及投资评级.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 收入 7 年复合苏 19%.....	1
图表 2： 净利润 7 年复合增速 28%.....	1
图表 3： 东易日盛发展历程.....	1
图表 4： 东易日盛业务构架.....	1
图表 5： 东易日盛收入构成成分业务类型.....	1
图表 6： 东易日盛收入构成按区域.....	1
图表 7： 东易日盛近三年获奖情况.....	1
图表 8： 家装行业总产值历史增长.....	1
图表 9： “十二五”和“十三五”行业总产值对比.....	1



图表 10: 超过一亿套存量住宅.....	1
图表 11: 存量住宅装饰市场快速增长.....	1
图表 12: 人均可支配收入已经超过 3 万元.....	1
图表 13: 人均可支配收入保持平稳增长.....	1
图表 14: 中国家装消费升级变迁.....	1
图表 15: “十二五”期间装饰企业数量将进一步减少.....	10
图表 16: 有资质企业占比将进一步提高.....	10
图表 17: “意十流”——都市自然.....	11
图表 18: “意十流”——香草天空.....	11
图表 19: 图 1: A6 直营店数量.....	11
图表 20: 图 2: 东易日盛收入结构.....	11
图表 21: A6 平均单店收入.....	11
图表 22: A6 客单价.....	11
图表 23: 此处录入标题.....	11
图表 24: 速美 1299 无毒家装.....	11
图表 25: 速美 999 明星版.....	11
图表 26: 图 3: 中国家装消费升级变迁.....	14
图表 27: 速美与爱空间同价位产品主材配置对比.....	14
图表 28: DIM+数装系统的.....	14
图表 29: 东易日盛信息系统.....	14
图表 30: 东易近两年研发费用支出.....	10
图表 31: 速美 1299 无毒家装.....	10
图表 32: 速美无毒家装产品.....	10
图表 33: 无毒家装采用大自然零醛地板.....	11
图表 34: 美涂士硅藻泥乳胶漆.....	11
图表 35: 图 4: 中国家装消费升级变迁.....	11
图表 36: 东易上市后并购情况.....	18
图表 37: 东易日盛定增方案.....	18
图表 38: 东易日盛新签订单及在手订单.....	18
图表 39: 东易日盛毛利率.....	19
图表 40: 东易日盛净利率.....	19
图表 41: ROE.....	19
图表 42: 期间费用率.....	19
图表 43: 经营净现金/营业收入.....	19
图表 44: 资产负债率.....	19
图表 45: 存货周转率.....	20
图表 46: 总资产周转率.....	20
附录: 公司财务预测表(百万元).....	21



企业篇：持续快速增长的家装行业龙头

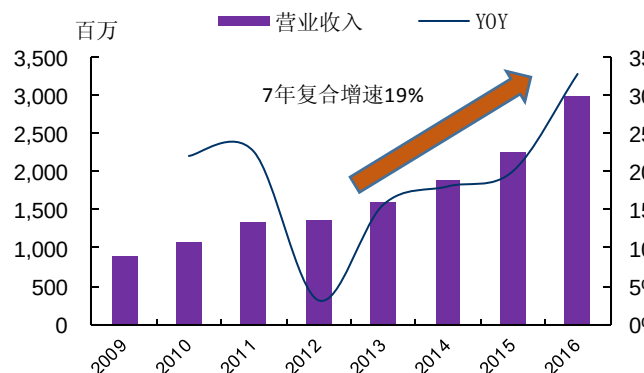
持续快速增长的家装行业龙头企业

东易日盛成立于 1997 年，长期并坚定地致力于为精英阶层提供真正“高品质完整家居解决方案”、引领客户步入拥有先进生活方式的高品位家居生活。

公司以“装饰美好空间，筑就幸福生活”为使命，以“成为最受尊敬的卓越的住宅装饰品牌运营商”为愿景，以“专业的整体家装解决方案供应商”为定位，努力成为中国最具规模的、最具品牌影响力的、专业领先的家装产业集团。

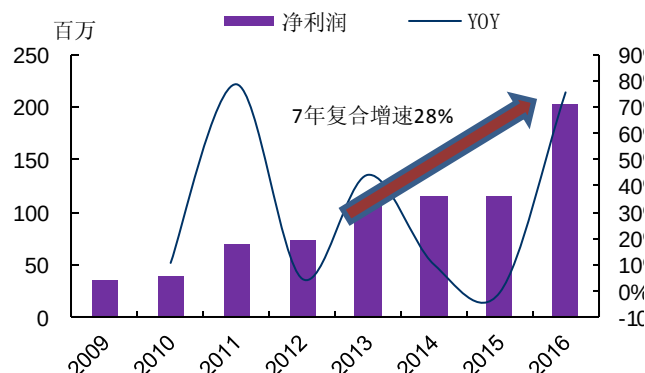
公司是家装行业第一家上市企业，收入规模接近 30 亿元，从 2009 年以来，公司收入和利润保持了较快增长。

图表1：收入 7 年复合 19%



资料来源：wind、联讯证券研究院

图表2：净利润 7 年复合增速 28%

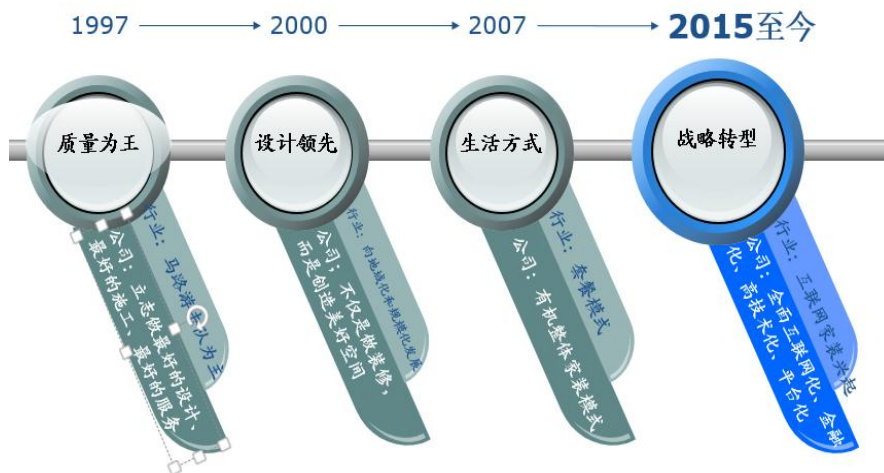


资料来源：wind、联讯证券研究院

公司发展历程

公司自成立以来，经过了 4 个阶段的发展历程，从公司过往发展阶段可以看出，公司始终走在行业前列。

图表3：东易日盛发展历程



资料来源：wind，联讯证券研究院

1997 年到 2000 年是公司的初创阶段，当时行业还以马路游击队为主，家装风格单一、以功能装修为主。而东易日盛从成立初就立志做最好的设计、最好的施工、最好的服务。997 年，东易日盛成立，在业内首次提出并实施



了“八级质量保证体系”，迈出了中国家装行业规范发展的第一步。

2001 年到 2006 年是公司的发展阶段，在经历住宅供应改革后，中国的商品房市场迎来快速发展期，家装行业开始蓬勃发展，开始出现区域型和规模化的公司。东易日盛依托高质量的设计始终领先行业一步，在 2005 年率先提出了八大风格，在 2006 年又推出了四大风尚，让装修不再仅仅满足功能性要求。

2007 年到 2015 年公司在提倡风格设计的基础上，又提出了“有机整体家装”，把家装提升到生活方式的高度。

2015 年，互联网家装兴起，因传统家装模式痛点太多，行业希望通过互联网对行业的改造解决行业痛点，东易日盛也开始全面战略转型，围绕全面互联网化、高技术化、金融化、平台化四个方向做了多种努力和尝试，速美超级家、DIM+ 系统，易日升金融均是这一阶段公司转型的成效。

覆盖家装和公装的全产业链结构

围绕住宅精装修，公司目前形成了面向家庭用户（2C）的三大家装品牌以及面向开发商（2B）的“精装”品牌。公司面向家庭用户的三大品牌分别为东易日盛装饰（简称 A6 业务）、速美超级家、及睿筑。

“东易日盛装饰业务”是公司的传统业务与中坚业务，主要以“有机整体家装”为导向，以基于系统研发的有机家装风格体系“意十流”为设计基调，注重强调基于生活方式设计的个性化定制家具。在项目施工方面，采用高环保材料和先进的施工工艺进行现场施工，确保家居生活环境的优质环保。公司建立了“质量、安全、进度控制、客户满意”四个方面的考核指标，大幅提升了现场施工的规范水平。公司先后推出了“八级质量保证”体系、“电子报价系统”、“电子点选派工系统”、“远程可视监理系统”、“专业水电报价规范”、“劳务及监理的客户满意度评价”系统，大大提高了公司家装施工环节的规范性。

图表4：东易日盛业务构架



资料来源：wind，联讯证券研究院

“速美超级家”，是公司近年着重打造的产品化、互联网化的家装业务。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，拥抱新技术改造传统业务流程，追求高颜值、高性价比、家装标准化、装修产品化。“睿筑”业务的开启标志着公司已经进入高端别墅市场，在保留原创别墅装饰业务的基础上，开辟了新的细分市场业务。“睿筑”品牌专注为国内外顶层财智人士搭建专业化的豪宅别墅装饰整合服务。

“精装”是公司面向开发商的业务，现阶段公司精装以定制化精装为主，未来将发展产业化精装、现场装配化精装。

围绕公司四大品牌发展，公司还形成了完善的信息化系统、世界级的木作工厂，国外优秀建材品牌代理及大家



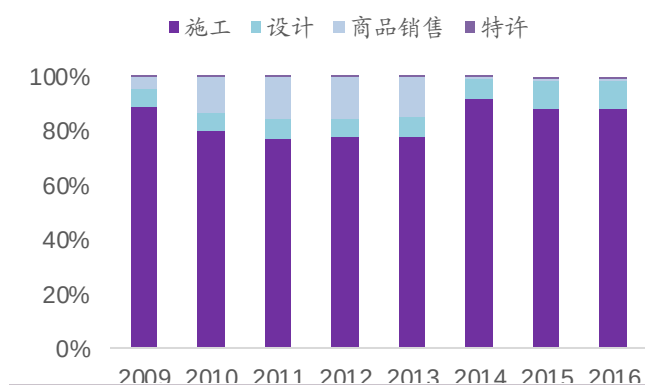
居供应链构建。

遍布全国的销售渠道

公司传统拳头品牌 A6 采用连锁+加盟的形式，目前全国门店超过 130 家，加盟店约 66 家，基本已经完成全国布局。

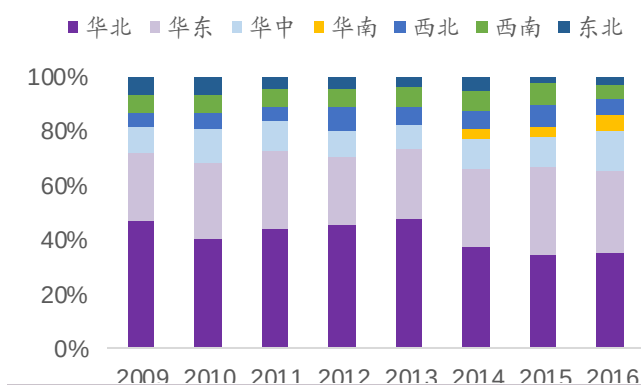
速美超级家主要面向新一代装修客户；目前处于快速扩张期，拥有 4 家直营店，60+落地服务商。

图表5：东易日盛收入构成分业务类型



资料来源：wind、联讯证券研究院

图表6：东易日盛收入构成按区域



资料来源：wind、联讯证券研究院

连锁家装企业翘楚

公司定位高端，在家装行业属第一梯队。家装行业以零售为主，单个订单规模较小（普遍在几十万），因此企业规模一般较公装企业小，目前，国内与公司在规模和业务模式上比较接近的有业之峰、龙发等。

公司长期注重品牌建设，不断通过质量控制和诚信服务提升“东易日盛”品牌的影响力，2010 年 1 月，“东易日盛”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

公司自成立至今，共获得各类主要奖项百余项，良好的品牌形象和众多的奖项为本公司赢得了巨大的市场声誉和卓越的竞争优势。

图表7：东易日盛近三年获奖情况

年份	月份	奖项
2017 年	1 月	乐居家居主办的“创赢 2017”家居峰会，东易日盛再次领航获评“2016 年度中国家居产业影响力品牌”
		由中国室内装饰协会等十一大行业协会联合主办 2016 年度中国家居产业“大雁奖”，东易日盛获得 2016 年度中国家居产业“家装领军品牌”
		董事长陈辉获得“2016 年度人物大奖--影响力人物”
	2 月	东易日盛再次荣膺《2016 年度中国品牌价值 500 强》：家装行业排名第一
2016 年	1 月	2015 中国（成都）家居总评榜家装行业领导品牌
	5 月	东易日盛再次荣膺“2016 年度第十届品牌价值 500 强”家装行业第一名
	11 月	2016 新浪家居杰出家装公司评选荣获“北京影响力家装公司”；



年份	月份	奖项
		由全国工商联家具装饰业商会家装专委会与新浪家居联合主办的“2016 年度中国家装金钻奖”中荣获“2016 年度中国家装优秀施工品质企业”
	12 月	东易日盛集团董事长陈辉先生入驻“中国家居名人堂；第二届亿欧创新奖评选中获得“2016 年度中国·产业升级创新奖”；2016 新浪家居杰出家装公司评选荣获“北京影响力家装公司”
		北京晨报主导的“2016 年京城家居旗舰品牌评选”活动中荣获“2016 年京城家居旗舰品牌行业领军奖”
2015 年	9 月	获得中国连锁经营协会颁发的 2014~2015 年度“中国特许经营奖”

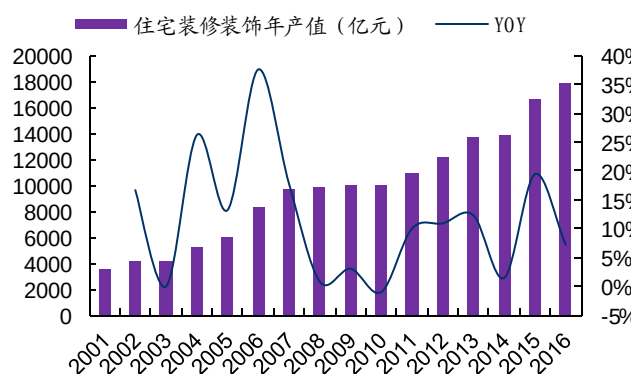
资料来源：百度，联讯证券

家装行业是消费升级的受益者

“十三五”期间家装行业仍将维持正增长

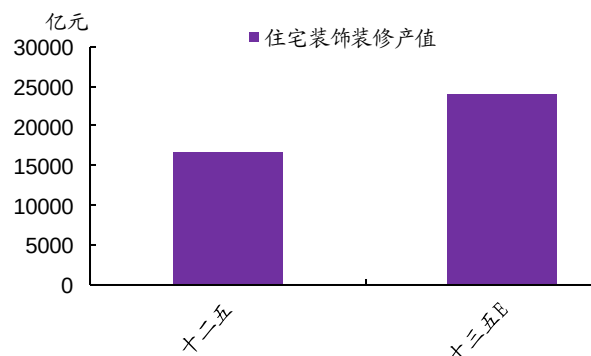
根据装饰业协会“十三五”规划纲要，2020 年住宅装饰装修（即家装）年产值争取达到 2.4 万亿元，比 2015 年增长 7400 亿元，增长幅度在 44.57% 左右，年平均增长速度为 8.9% 左右。截止 2016 年，家装行业总产值已达到 1.78 万亿元。

图表8： 家装行业总产值历史增长



资料来源：WIND，装饰业协会，联讯证券研究院

图表9： “十二五”和“十三五”行业总产值对比



资料来源：WIND，装饰业协会，联讯证券研究院

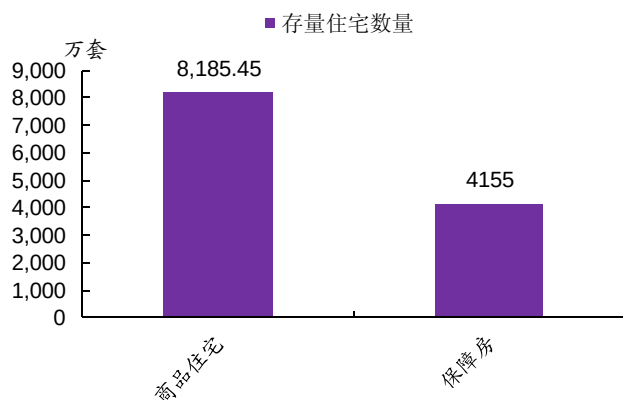
二手房改造装修快速增长

1999-2015 年竣工的商品住宅累计达到 8185 万套，而 2009-2015 年完工的保障住房累计超过 4000 万套，98 年房改后完工的住宅超过 1.2 亿套，而这个数字没有包含老公房，福利房等很多目前尚在使用的住宅。中国的存量住宅数量无疑已经全球最大，而商品住宅每年还在以 700 万套的速度增长。到 2020 年，存量商品住宅数量将超过 1.1 亿套。

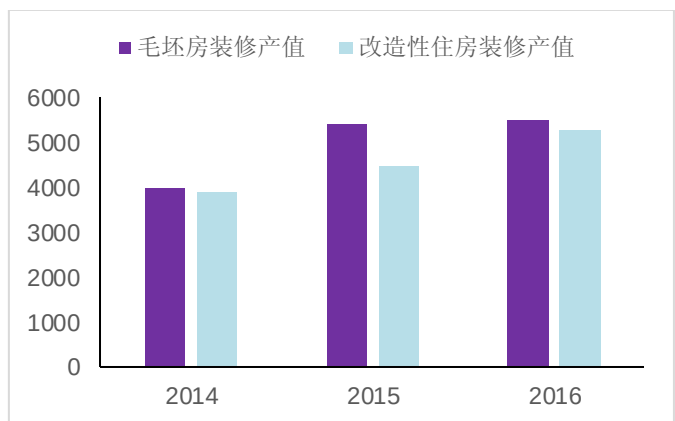
实际上，改造性住房装修产值从 15 年开始步入快速增长，2014 年行业产值 3900 亿，2015 年增长到 4500 亿，增速达到 15.4%，2016 年产值增长到 5400 亿，增速达到 17.7%，远高于同期行业整体各位数的增速。

图表10： 超过一亿套存量住宅

图表11： 存量住宅装饰市场快速增长



资料来源：装饰业协会，联讯证券研究院



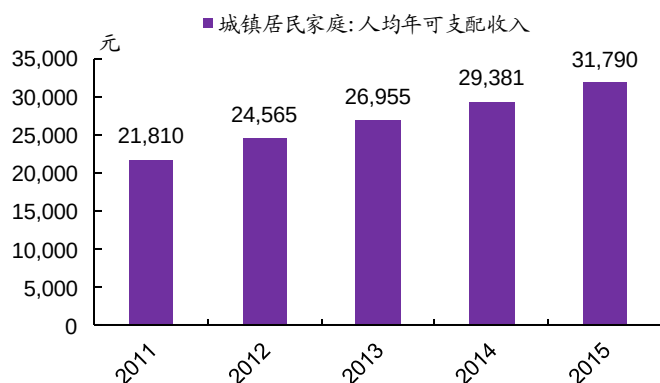
资料来源：装饰业协会，联讯证券研究院

市场一直担心房地产市场调控对行业的负面影响，但基于如此巨大的存量房数据以及快速增长的改造性住房装修产值，再对比以行业目前龙头公司几乎忽略不计的市场占有率，我们认为市场空间目前并不是家装企业发展瓶颈。

家装行业迎来品牌消费时代

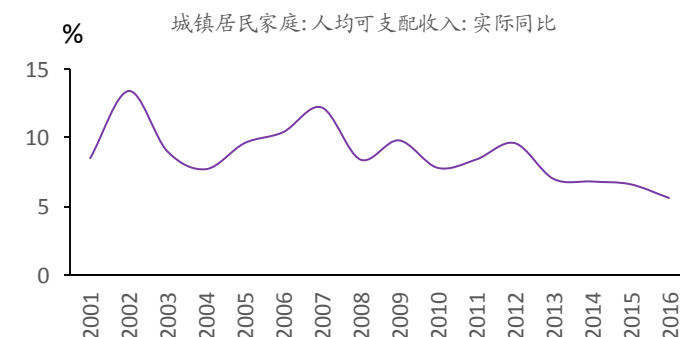
按照国际经验，人均收入超过 3000 美金后将逐步进入品牌消费阶段，在过去，一直是高收入群体的收入增长更快，而低收入人群的收入增长较慢，但是从 2006 年开始，低收入群体收入开始快速增长，随着这部分人对品牌消费的意识逐渐增强以及时间成本的逐渐上升，其选择品牌装饰进行消费的意识将逐渐增强，中低收入人群和中等收入人群在进行家装时，可能将逐步从选择游击队为主转向选择品牌连锁。

图表12：人均可支配收入已经超过 3 万元



资料来源：装饰业协会，联讯证券研究院

图表13：人均可支配收入保持平稳增长



资料来源：装饰业协会，联讯证券研究院

从改革开放至今，消费者对装修的个性化需求日益显现，这其中不仅是收入增加的原因，也是人们通过家装消费升级来满足各自内心和精神层面的需求。上世纪 70 年代，家庭装修没有个性化需求，几乎全民统一采用四白墙水泥地的，几乎称不上装修到 90 年代，随着住房改革的推进及收入的提升，吊顶、软包墙或木墙裙、组合柜、瓷地砖成为那个年代的时髦。

而当时间进入 2015 年，消费者对家装的要求不再停留在设计和施工质量，体验、个性化定制、环保等成为消费者选择的重要因素。

图表14：中国家装消费升级变迁



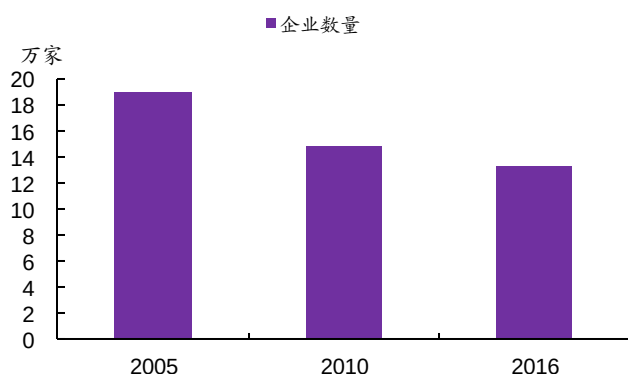
资料来源:装饰业协会,联讯证券归纳

更高的要求意味着更多付费,直观体现就是客单价的提升。因此,我们看到实际上住宅装修行业的产值增速高于商品房竣工面积的增速,一方面固然是量的原因,另一方面在于价的原因。

消费升级也带来了行业的进一步集中

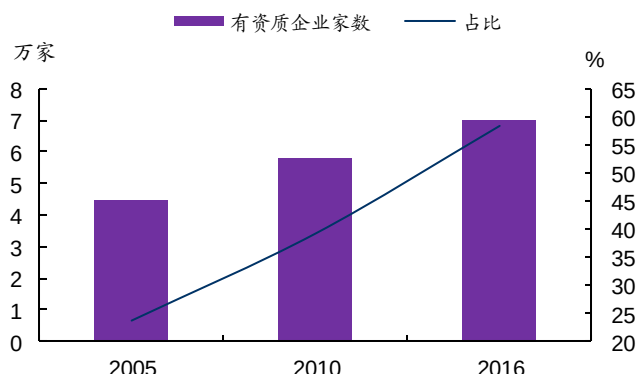
装饰行业是一个高度分散的行业,根据中国装饰业协会的统计,2016 年行业共有企业 13.2 万家,较 2010 年的 14.8 万家减少 1.6 万家,退出市场的主要是在库存严重、去库存前景不佳的三、四线城市以散户住宅装修装饰的小微企业,除了受房地产行业的影响,我们判断品牌消费的崛起也是行业逐步走向集中的原因。

图表15: “十二五”期间装饰企业数量将进一步减少



资料来源:装饰业协会,联讯证券研究院

图表16: 有资质企业占比将进一步提高



资料来源:装饰业协会,联讯证券研究院

家装行业的入口属性进一步强化

成长篇: 路径确定, 三维构建成长空间

A6 增长源于区域扩张和客单价提升

“A6”是公司的传统业务与中坚业务,主要以“有机整体家装”为导向,以基于系统研发的有机家装风格 体系“意十流”为设计基调,注重强调基于生活方式设计的个性化定制家具。在项目施工方面,采用高环保材料和先进的施工工艺进行现场施工,确保家居生活环境的优质环保。公司建立了“质量、安全、进度控制、客户满意”四个方面的考核



指标，大幅提升了现场施工的规范水平。公司先后推出了“八级质量保证”体系、“电子报价系统”、“电子点选派工系统”、“远程可视监理系统”、“专业水电报价规范”、“劳务及监理的客户满意度评价”系统，大大提高了公司家装施工环节的规范性。

图表17: “意十流”——都市自然



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表18: “意十流”——香草天空

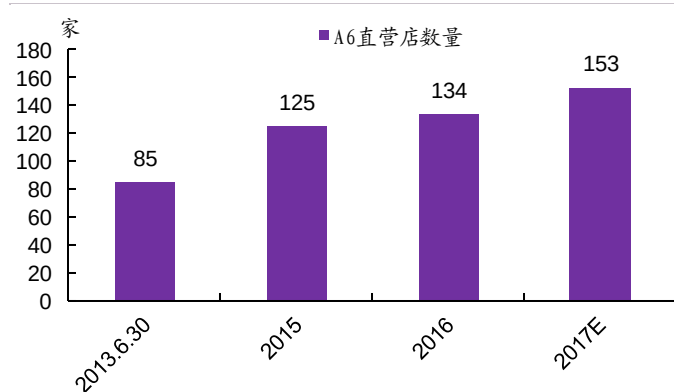


资料来源: wind, 联讯证券研究院

A6: 跨区域扩张还有空间

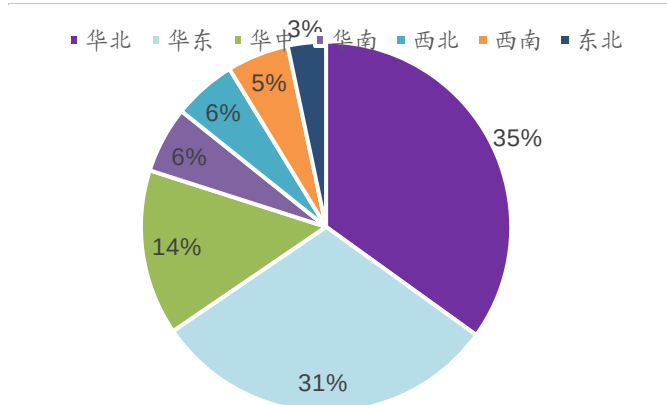
A6 业务在公司业务中占比最大，是公司收入和净利润的基石，作为公司相对较成熟的业务品牌，A6 依然还有较大的发展空间，一方面区域扩张还大有可为，另一方面，客单价的提升是大势所趋。

图表19: 图 1: A6 直营店数量



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表20: 图 2: 东易日盛收入结构



资料来源: wind, 联讯证券研究院

截止 2017 年 3 月东易日盛 A6 业务共有直营店 134 家，加盟店 66 家，相较于定制家居龙头如欧、索菲亚等数千家的门店数量，公司门店数明显偏少。

而从收入的区域分布来看，公司目前收入超过 5 个亿的区域仅有华东和华北，两个区域占收入的比例高达 66%，华北地区收入破 10 亿，其它地区收入规模均非常小，假设公司未来几年加大在华北华东以外的布局，则 A6 业务规模至少还有翻倍空间。

同店增长可能主要来源于客单价增长

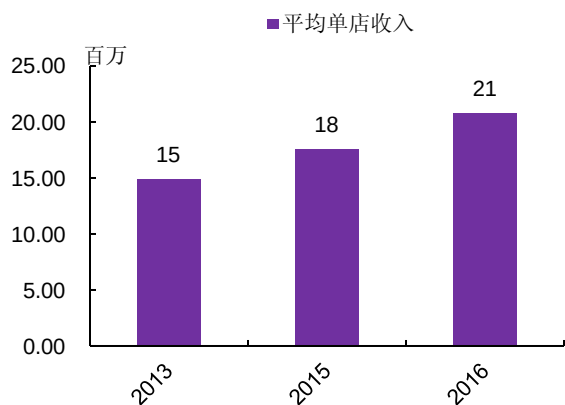
根据公司招股说明书披露，公司 2013 年单店平均应收大约在 1500 万，且保持 5%以上的年增长，我们简单测



算了公司 2015 年和 2016 年单店平均收入大约在 1800 万和 2100 万左右，说明公司近几年同店保持了较好的增长水平。我们认为同店的增长一方面来源于客户数量的增加，另一方面则来源于客单价的增长，原因在于随着消费升级的趋势，越来越多的客户愿意选用更好的材料，且整装趋势下，客户在公司采购的品类越来越多。

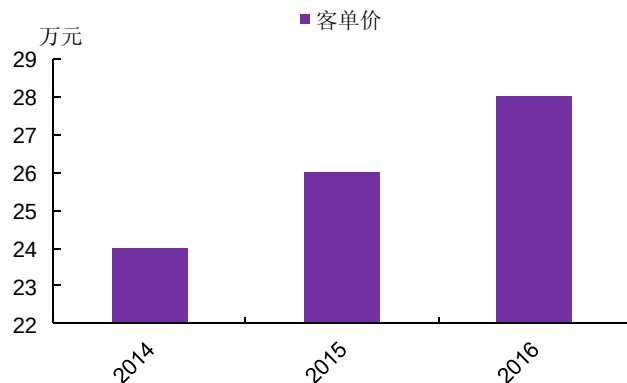
2014 年，公司 A6 业务客单价大约 24 万元，2015 年大约 26 万元，2016 年增长到 28 万元。

图表21: A6 平均单店收入



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表22: A6 客单价



资料来源: wind, 联讯证券研究院

公司近几年 A6 业务要获得 20%以上的增长并非难事，一般门店的成熟期在 1-1.5 年左右，只要公司新增门店数保持 10%以上的增长，同店增长再有 10%以上的增长即可达到。

速美：产品打磨和模式探索逐步成熟

速美是公司渠道下沉的排头兵

速美的定位是给“想要大师级装修设计，又付不起高价的白领”，速美并不会因为定位相对较低而降低产品的品质，主要还是利用规模化、减少个性化需求，增加标准化产品来降低成本。

我们认为速美的定位可以帮助公司占领中小户型这一规模最大的家装市场，2006 年 5 月 29 日，住建部发布了“《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》”公布，首次提出新建住房中面积小于 90 平米的户型需占到整个项目 70%以上。虽然后来开发商通过双拼户型“规避”这一政策，但随着限购令的实施，双拼房劣势突显，从当前市场的成交情况看，也主要以中小户型为主。

实际上，我们从四大一线城市近几年成交的新建商品房套均面积可看出，平均面积基本在 100 平米左右，中小户型在商品住宅中占比最大，对应的装饰市场规模和市场容量更大。速美的推出是公司针对当前市场和未来发展而果断采取渠道下沉的表现，

图表23: 此处录入标题

	上海	北京	广州	深圳
2012	97.34	100.89	100.54	90.5
2013	97.03	100.69	90.79	96.42
2014	94.37	97.66	86.15	95.5
2015	97.71	96.25	90.02	101.21
2016	91.87	92.77	86.5	101.01

资料来源: WIND, 联讯证券



产品高性价比

目前速美推出 3 款产品，分别为 899 的青春版、999 的明星版和 1299 的无毒家装。

图表24: 速美 1299 无毒家装



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表25: 速美 999 明星版



资料来源: wind, 联讯证券研究院

对于普通白领来说，选择装修公司时，价格还是最重要的影响因素，速美价位在 900—1300 元/平米左右，价格与主流互联网家装公司定位基本一致。我们比较了速美 899 产品与爱空间 899 产品，二者厨房配置仅烟机灶具相同，都采用老板品牌，其它主材来看，速美超级家主打进口品牌，而爱空间以国产一线为主，由于东易日盛有自己的木作工厂因此橱柜、门都采用了自己意德法家的产品，总体来看，速美的主材配置较其他互联网家装品牌略高。



图表26： 图 3： 中国家装消费升级变迁



资料来源：公司网站，联讯证券归纳

图表27： 速美与爱空间同价位产品主材配置对比

项目	速美超级家	爱空间
墙、地面	西班牙进口	马可波罗
吊顶：	奥普	友邦
集成灯	西蒙	友邦
门	idealidea 木门及门套，含五金、门锁	梦天/科宝
橱柜	idealidea 意德法家橱柜	科宝
台面	喜仕隆石英石台面	高端定制
烟机灶具	老板	老板
洁具	欧琳水槽、龙头	科宝水槽，摩恩龙头
开关面板	施耐德	公牛
地漏	潜水艇地漏	

资料来源：公司网站、联讯证券

技术手段解决行业痛点

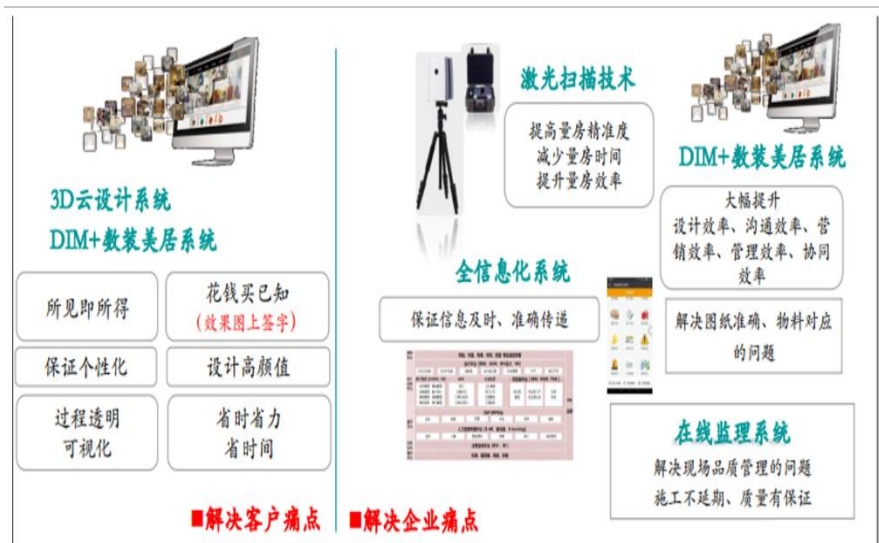
传统家装行业的几大痛点包括：1、效果图和最终产品差距较大，无法实现所见即所得，2、算量算不准导致后续增项，以及结算价和报价差距大，3、出图不完整，周期长等。

速美通过技术手段解决家装行业的痛点问题，速美是我们目前在市场上找到的极少数全系统、全流程信息化打通的互联网家装产品，从量房、设计、项目管理、物流配送等全过程都实现了最

速美通过 DIM+数装美居系统可以较好的解决上述客户痛点，实现真正所见即所得。



图表28: DIM+数装系统的



资料来源: 装饰业协会, 联讯证券归纳

DIM+系统是一个参数化、可视化的信息系统, 是 BIM 在家装领域的具体运用, 系统架构有两大块, 一是数据库, 主要存储家装的产品部件、工艺节点等, 并通过三维建模形成数据包; 二是参数库。当客户的房屋户型出来后, 系统会自动的轴网建墙, 一键调用这些参数放置到家里, 若尺寸上有所不同, 还可以参变, 拉伸, 参变完了系统会自动精确算量。

由于数据库中的每一个数据包都对应真实的供应链产品, 所以最终可以达到真正的所见即所得, 同时随着产品的选定, 精准的报价也同时得出, 不会有增项。

我们认为, DIM+的地位远远超过其他的信息系统, 它是家装行业真正摆脱传统模式的一个“核武器”, 真正的通过数字化家装技术系统, 让家装能够精准落地。

除了 DIM+数装系统, 速美还拥有全流程打通的信息化系统, 使数据高效准确的传递, 避免人为失误。完整的信息化系统可以确保在客户端可以提升客户体验 (报价、项目监理), 在工程端可以实现实时管理、物料实时配送, 在后台可以保证采购、物流、财务等的完美对接, 可以极大的解决行业的规范性和低效率问题。

图表29: 东易日盛信息系统



资料来源: 装饰业协会, 联讯证券归纳

建筑行业两大趋势分别是信息化和工业化, 家装行业的问题在于高度依赖人工和手工的模式造成管理难度大, 生产效率不高, 解决家装行业的低效率模式单纯依靠商业模式的变革不现实, 一定要借助于技术进步, 目前来看,



通过信息化和工业化的手段是完全可以解决行业痛点的，东易日盛在现阶段通过信息化的方式在这方面做出了。

图表30： 东易近两年研发费用支出

	研发人员数量	研发人员占比	研发费用（万元）	研发占收入比例
2015	474	11.44%	7,451.66	3.30%
2016	498	9.92%	9,646.44	3.22%

资料来源：公司公告、联讯证券

无毒家装开启环保整装新时代

消费升级的另一个体现是消费者更加注重环保并愿意为之付费，家装的环保问题主要体现在甲醛排放，速美超级家通过引入“静电粉末喷涂”技术，在行业内率先推出了无毒家装产品。

静电粉末喷涂技术中的粉末涂料本身并不含有甲醛、苯及苯系物、TVOC、重金属等有害物质。同时由于热熔工艺，高温状态下木材中的甲醛等有害物质瞬间释放，又达到了二次环保净化的目的。静电粉末喷涂技术突破以往液体油漆调色难以计量的局限，固体粉末可实现精确计量，不同批次的产品也可做到无色差。给家装带来的意外惊喜，实现了丰富的色彩。

图表31： 速美 1299 无毒家装



资料来源：公司网站，联讯证券研究院

图表32： 速美无毒家装产品



资料来源：公司网站，联讯证券研究院

速美超级家的无毒家装产品除除木作无毒定制外，全部采用高环保主材及最先进的工艺工法。



图表33: 无毒家装采用大自然零醛地板



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表34: 美涂士硅藻泥乳胶漆



资料来源: wind, 联讯证券研究院

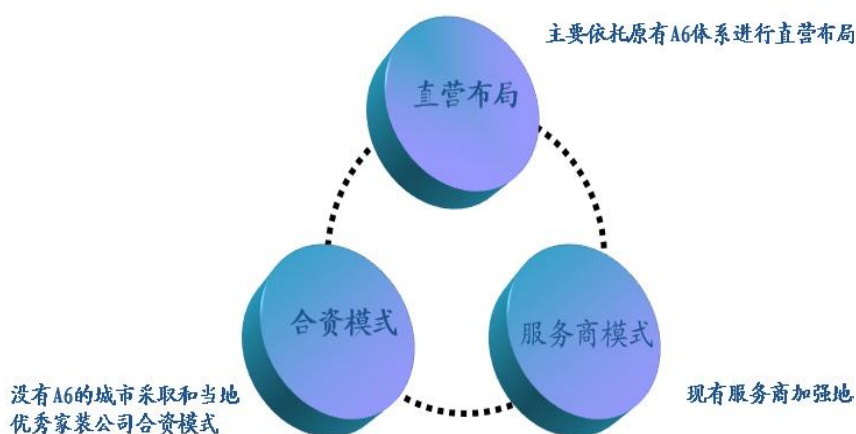
试错期已过，高速扩张可期

速美是公司从上市就准备推出的子品牌，是公司应对行业变革的重磅产品，从产品的打磨到渠道的铺设，公司经过 3 年的不断试错，目前无论是产品的品质，商业模式的验证还是后台系统的打通，都已度过前面的试错期。

产品方面，根据我们一直以来的跟踪和了解，速美目前的产品和 14 年的版本已经经过多次迭代，除了定位和高品质是产品从始至终的要求，从主材的配置到定价到设计，都已经与当初完全不同，我们认为目前的三款产品具备高性价比和高颜值，与速美的定位和初衷高度匹配。

而速美的推广模式也一直在被市场不断验证，从小 A6 到平米价，从落地服务商向自营+合资+服务商的转变，在商业模式上可能遇到的挑战和问题速美应该已经全部经历过，未来采用三箭齐发的模式加快美业务的落地：（1）加速速美业务的直营布局，主要依托原有的 a6 体系；（2）没有 A6 的城市采取和当地优秀家装公司合资模式，和当地的优秀家装企业合作；（3）现有的服务商要加强地推能力。

图表35: 图 4: 中国家装消费升级变迁



资料来源: 装饰业协会, 联讯证券归纳



外延并购助力主业增长

公司上市后把投资确定为增长的一个驱动轮，由总经理杨总亲自负责，目前已经先后完成了 5 单并购，集艾和创域对于公司打开华东市场起到了很好的促进作用，而新邑东方对于公司进军高端市场有所助力。

图表36： 东易上市后并购情况

公司名称	时间	收购比例	金额	业绩承诺
山西东易园装饰工程有限公司	2015/3/6	51%	2550 万元	标的公司 2015-2017 年净利润不少于 600、720、860 万。
南通东易通盛装饰工程有限公司	2015/6/23	51%	867 万元	标的公司 2015-2017 年净利润不少于 100、221、287 万。
集艾室内设计（上海）有限公司	2015/11/14	60%	24,000 万元	标的公司 2015-2017 年净利润不少于 4000、4800、5760 万。
上海创域实业有限公司	2016/8/20	51%	11220 万元	自本次收购的工商变更登记之日起三年内，净利润分别达到 2000、2600、3380 万以上。
北京新邑东方室内设计有限公司	2017/10/13	60%	30,096 万元	业绩承诺期为合并基准日起 36 个月内，每 12 个月为一个承诺期，净利润达到 4560 万、5244 万、6030.6 万。

资料来源：联讯证券

募投项目打开开放平台想象空间

对于家装行业，我们认为得供应链者得天下，能否完成供应链整合是解决家装复购率低的一种较好方式，中国能否走出“家得宝”这样的行业巨头，我们认为在某种程度上取决于能否有人完成行业供应链的整合，目前已经有企业在做这方面的尝试，家装公司离客户最近，在整装模式下，天然就是入口，是有机会走出这样一家企业的。

传统家装公司都是封闭体系，但是东易日盛 2015 年全面转型时就提出要有平台思维。家装行业高度分散的格局决定了平台型公司巨大的发展空间。我们认为公司的 DIM+数装系统，以及供应链系统都有成为开放平台的可能。

东易日盛已经看到供应链体系对家装行业的重要性。公司 2016 年启动了定增工作，募集资金主要用于供需链智能物流仓储管理平台建设项目、数字化家装体验系统的建设，如果公司能把供应链和数装系统打造成开放平台，未来行业十几万家小家装公司都有望成为公司客户，则公司未来发展不可限量。目前公司定增已经于 8 月 9 日拿到批文，目前股价与定增底价仍然存在倒挂。

图表37： 东易日盛定增方案

	东易日盛定增方案	单位
定增底价	24.98	元/股
增发数量	2802.2417	万股
募集资金总量	70000	万元
进展	2017.8.09 已经拿到批文	
募集资金用途	家装行业供需链智能物流仓储管理平台建设项目、数字化家装体验系统建设项目	

资料来源：联讯证券

订单情况向好

公司今年前三季度累计新签订单 30.3 亿元，同比增长超过 20%，截止 3Q17，在手订单 35.6 亿元，较年初增长 33.6%。

图表38： 东易日盛新签订单及在手订单

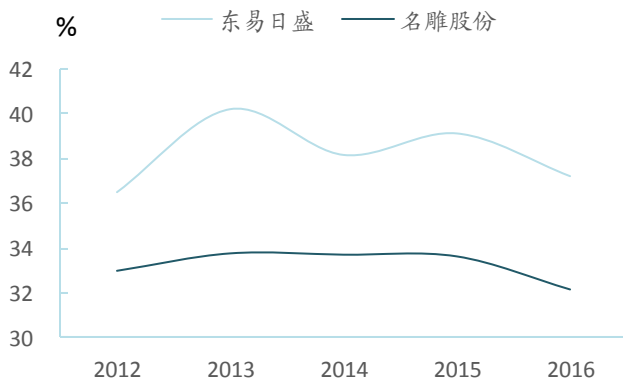


业务类型	新签订单金额				截至报告期末累计已签约未完工订单金额			
	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
家装业务	67,601.39	87,115.00	99,995	90,646	166,447.65	288,992	276,442	306,333
精工装业务				50	10,080.60	9,506		50
公装业务	3,736.91	3,264.00	13,061	9,704	52,626.17	55,769	43,132	50,076
合 计	71,338.30	90,379.00	113,056	100,400	229,154.43	354,268	319,573	356,459

资料来源：公司公告，联讯证券

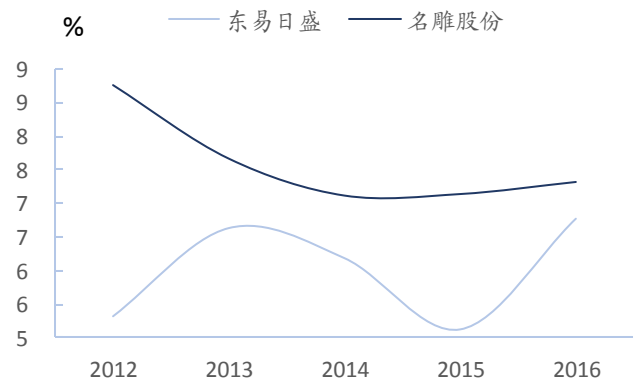
主要财务指标的板块对比

图表39： 东易日盛毛利率



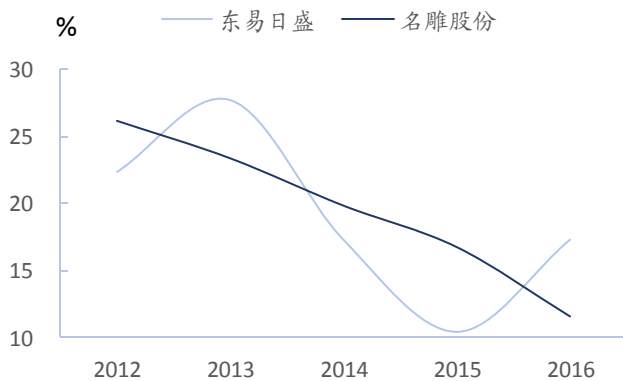
资料来源：wind，联讯证券研究院

图表40： 东易日盛净利率



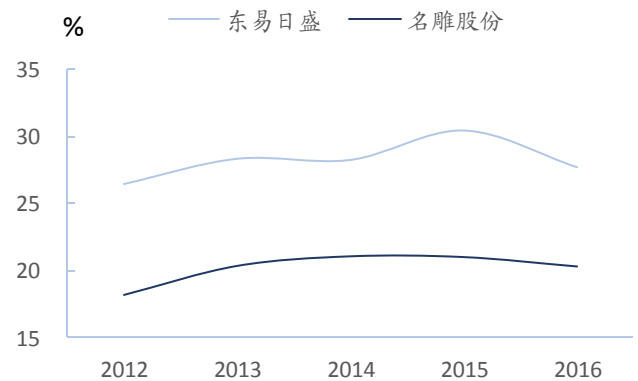
资料来源：wind，联讯证券研究院

图表41： ROE



资料来源：wind，联讯证券研究院

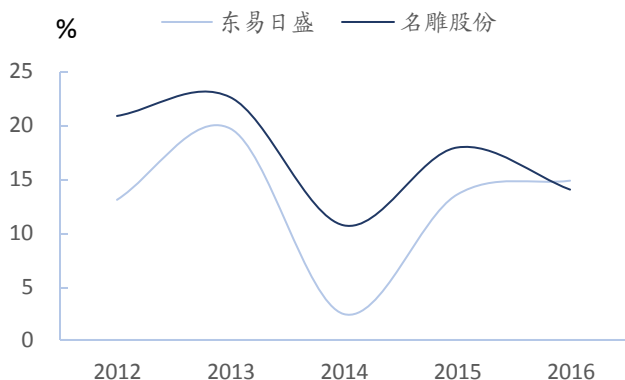
图表42： 期间费用率



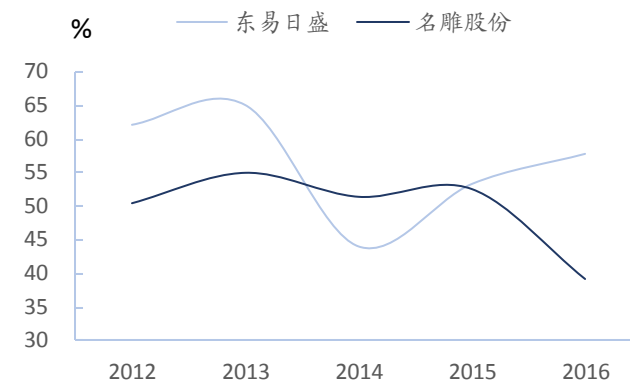
资料来源：wind，联讯证券研究院

图表43： 经营净现金/营业收入

图表44： 资产负债率



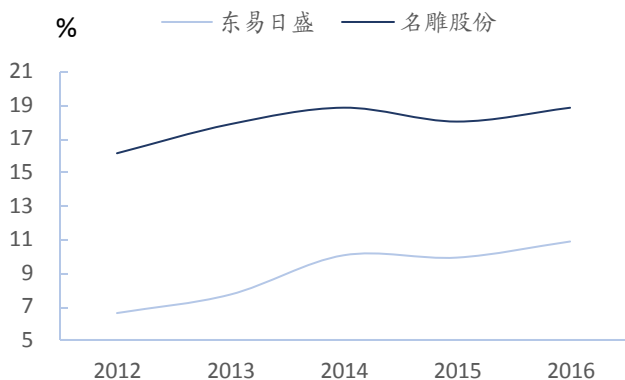
资料来源: wind, 联讯证券研究院



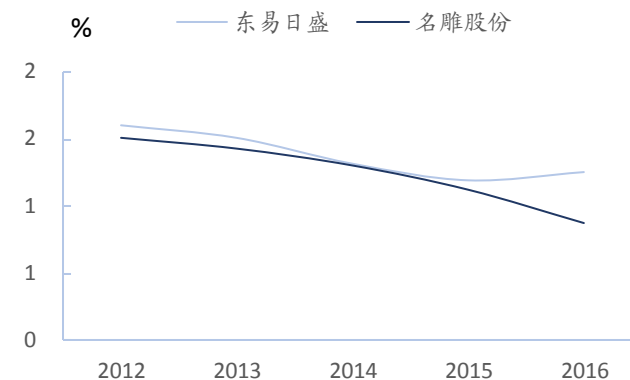
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表45: 存货周转率

图表46: 总资产周转率



资料来源: wind, 联讯证券研究院



资料来源: wind, 联讯证券研究院

盈利预测及投资评级

我们预计东易日盛 2017-2019 年将实现营业收入 39.09、49.14 和 61.98 亿元, 同比分别增长 30.3%、25.7% 和 26.1%, 实现净利润 2.42、3.35 和 4.36 亿元, 同 36.78 比分别增长 40.2%、38.3%和 30.0%, 考虑定增摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.21 和 1.57 元, 对应 PE 分别为 28、20 和 15x, 我们认为公司股价当前阶段仍具备投资价值, 公司是消费升级和家装行业向龙头集中的受益者, 中期增长依赖于 A6 业务的跨区域扩张和客单价提升, 以及速美业务在经过试错后的快速放量, 而远期来看, 如果未来公司的数装业务和供应链整合能形成开放平台, 则有望打破家装行业复制难, 复购率低的瓶颈, 发展空间不可限量。无论如何, 对于一家高分红, 现金流优秀的上市公司, 我们认为目前估值水平极具吸引力, 重申“买入”评级。

风险提示

房地产调控风险: 房地产行业的景气度与公司的发展息息相关, 而房地产受宏观政策影响较大, 未来如果政策不能放松可能会导致房地产景气度的再次下滑, 从而影响公司业绩。

新业务拓展风险: 速美和睿筑的业务模式还在探索阶段, 业务的拓展可能出现低于预期的情况;

新店开设风险: 新店开设进度缓慢或盈利情况低于预期。





附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1036	2106	2578	3198	营业收入	2999	3909	4914	6198
应收款项	244	321	404	509	营业成本	1883	2488	3104	3906
存货净额	183	236	295	372	营业税金及附加	45	12	15	19
其他流动资产	121	156	197	248	销售费用	513	665	826	1041
流动资产合计	1584	2819	3473	4327	管理费用	317	394	495	623
固定资产	296	284	271	249	财务费用	0	(16)	(23)	(29)
无形资产及其他	95	92	88	85	投资收益	18	0	0	0
投资性房地产	595	595	595	595	资产减值及公允价值变动	(9)	(16)	(20)	(25)
长期股权投资	89	89	89	89	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	2659	3879	4517	5345	营业利润	250	351	479	613
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	5	10	10	10
应付款项	557	708	884	1115	利润总额	255	361	489	623
其他流动负债	974	1230	1537	1938	所得税费用	52	76	103	131
流动负债合计	1532	1938	2422	3053	少数股东损益	30	42	51	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	173	242	335	436
其他长期负债	6	6	6	6					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	1538	1944	2428	3059	净利润	173	242	335	436
少数股东权益	77	94	114	137	资产减值准备	11	6	(1)	(1)
股东权益	1044	1841	1975	2150	折旧摊销	32	43	47	52
负债和股东权益总计	2659	3879	4517	5345	公允价值变动损失	9	16	20	25
					财务费用	0	(16)	(23)	(29)
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	332	247	301	397
每股收益	0.69	0.87	1.21	1.57	其它	1	11	21	24
每股红利	0.42	0.52	0.72	0.94	经营活动现金流	558	565	723	932
每股净资产	4.18	6.63	7.11	7.74	资本开支	(62)	(50)	(50)	(50)
ROIC	20%	28%	48%	118%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	13%	17%	20%	投资活动现金流	(137)	(50)	(50)	(50)
毛利率	37%	36%	37%	37%	权益性融资	60	700	0	0
EBIT Margin	8%	9%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(104)	(145)	(201)	(262)
收入增长	33%	30%	26%	26%	其它融资现金流	41	0	0	0
净利润增长率	76%	40%	38%	30%	融资活动现金流	(106)	554	(201)	(262)
资产负债率	61%	53%	56%	60%	现金净变动	315	1069	472	620
息率	1.7%	2.4%	3.4%	4.4%	货币资金的期初余额	722	1036	2106	2578
P/E	34.7	27.5	19.9	15.3	货币资金的期末余额	1036	2106	2578	3198
P/B	5.7	3.6	3.4	3.1	企业自由现金流	494	517	673	879
EV/EBITDA	27.6	21.9	17.4	14.7	权益自由现金流	536	529	692	902

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、联讯证券，分别任职房地产行业分析师、建筑建材资深分析师。2011年新财富入围，2012年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作8年。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com