



2018-02-04

公司深度报告

买入/首次

东易日盛(002713)

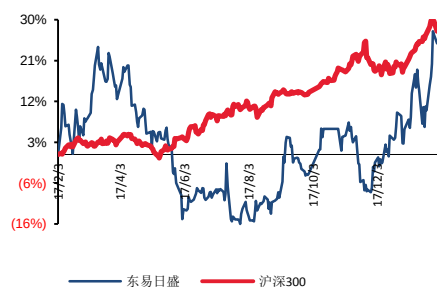
目标价: 40.00

昨收盘: 27.60

轻工制造

先发优势叠加集中度提升的巨大空间，未来看五百亿市值！

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	263/75
总市值/流通(百万元)	7,369/2,099
12 个月最高/最低(元)	28.79/18.88

相关研究报告:

《家装行业进入整装时代，集中度加速提升》（行业深度）

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentianjiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

东易日盛业绩增长稳定，传统A6业务持续扩张，行业空间巨大，集中度仍然较低。公司营业收入增长稳定，2016年同比增长33%。公司是行业内少有的全国扩张的企业，过去几年传统业务A6直营门店保持15-20家/年增长，客单价稳步提升。行业来看，2016年行业总产值达到1.78万亿，但由于重服务，产品和施工流程过于非标，严重依赖人等因素，行业集中度较低，CR50仅2.65%。

家装行业进入整装时代，速美业务有望放量增长。一站式整装成为行业趋势，一定程度的标准化硬装+全屋定制家具的结合能在家装产品的标准化、可复制化和消费者个性化需求之间找到比较好的平衡点。速美标准化套餐结合以“DIM+数字化设计系统”为核心的信息化系统，为家装产品标准化和快速复制奠定了基础。

公司综合优势突出，有望在众多家装企业中脱颖而出：（1）东易日盛的服务对象覆盖中小户型刚需、中大面积改善需求，以及别墅等大宅装修，满足消费者全方位需求；（2）以DIM+系统为核心的信息化系统，实现高效运营，目前交付周期行业领先；（3）建立智能物流仓储管理平台，提供高效物流配送服务；（4）是行业中唯一完美整合定制家具的家装公司，自有木作工厂无毒工艺领先，配套整装服务，满足消费者一站式需求，提升客单价；（5）F2C工厂直采实现规模效应，降低成本，产品套餐化在一定程度上降低供应链管理难度，增加产品和服务的可复制性。

链家入股，业务协同效应有望显现。链家已经成为公司第二大股东。链家作为目前地产服务的最大流量平台，有望为东易日盛打开获客通道，而获客成本过高也是行业其他竞争对手最为头痛的问题之一。我们以北京二手房市场为例来计算，链家导流或可为东易日盛带来至少24亿二手房装修订单。另外在新房和长租公寓方面，公司也有望与链家发挥协同效应。

行业集中度提升刚刚开始，未来看500亿市值：从行业来看，我们认为目前家装行业正处于集中度加速提升的初期阶段，未来空间巨大，公司目前交付时间全行业最短。我们认为由于家装行业存在着重服务和流程复杂等特点，先发优势巨大，形成规模后品牌壁垒较高，可以给予至少33倍的估值水平，目前市值72亿，我们认为公司的第一市值目标位为100亿！从中长期来看，目前住宅装饰市场CR50为2.6%，东易日盛作为龙头，市占率仅为0.2%，未来随着行业集中度的提升，我们看好龙头集中度提升至1%以上的水平，未来市值有望达到500亿！

投资风险：订单不及预期，房地产景气程度低于预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2999	3683	4764	6321
(+/-%)	32.9	22.8	29.4	32.7
净利润(百万元)	203	255	351	474
(+/-%)	75.74%	26.81%	38.47%	34.88%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.83	1.15	1.56
市盈率(PE)	34.33	34.18	24.68	18.30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、东易日盛：家装行业龙头，业绩持续增长.....	5
1.1 业绩表现稳健，传统 A6 业务持续扩张.....	5
1.2 家装市场空间广阔，行业集中度仍然较低.....	8
2、家装进入整装时代，速美有望放量增长.....	9
2.1 家装产品化发展，一定程度的标准化提高可复制性.....	9
2.2 速美顺应家装行业整装趋势，未来收入可期.....	12
3、核心竞争力突出，公司有望在众多家装企业中脱颖而出.....	13
3.1 多品牌协同发展，几乎覆盖全部市场需求.....	13
3.2 领先的家装信息化系统，打造行业内最快交付周期.....	15
3.3 物流仓储系统不断强化.....	18
3.4 自有木作工厂完美整合定制家具业务，满足客户个性化需求.....	20
3.5 F2C 工厂直采提升盈利空间.....	23
4、链家入股，业务协同效应有望显现.....	24
4.1 链家成为东易日盛第二大股东.....	24
4.2 东易日盛与链家业务协同效应显著.....	24
4.3 长租公寓千亿蓝海，携手链家业务可期.....	28
5、先发优势明显叠加集中度提升的巨大空间，未来看 500 亿市值.....	32
5.1 盈利预测的基本假设.....	32
5.2 集中度提升刚刚开始，未来看 500 亿市值.....	34
6、风险提示.....	34

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司旗下品牌家族	5
图表 3: 公司营业收入及同比增长	6
图表 4: 2016 年分地区收入情况	6
图表 5: 公司销售毛利率及销售净利率	6
图表 6: 公司各项业务毛利率情况	6
图表 7: A6 业务营业收入及增速	7
图表 8: A6 业务门店情况	7
图表 9: 我国建筑装饰行业产值及增速	8
图表 10: 中国家装市场产值及增速	8
图表 11: 我国建筑装饰行业家装 50 强企业市场份额	8
图表 12: 我国建筑装饰行业企业数量逐渐递减	9
图表 13: 我国建筑装饰行业企业平均工程产值及增速	9
图表 14: 传统家装行业产业链复杂冗余	9
图表 15: 用户重视时间成本装修首选短周期	10
图表 16: 五类消费者选择装修方式差异	10
图表 17: 家装消费者年龄分布情况	10
图表 18: 标准化套餐+个性化定制打造一站式整装服务	11
图表 19: 速美营业收入情况	12
图表 20: 速美直营+落地服务商模式	12
图表 21: 速美业务体系与信息化应用	12
图表 22: 公司旗下品牌结构和业务生态	14
图表 23: 家装领域品牌与市场覆盖对比	14
图表 24: 东易日盛全信息系统架构	15
图表 25: 以 DIM+ 为核心的数字化家装系统	15
图表 26: DIM+ 数装系统与传统设计方式时效对比	17
图表 27: 速美 45 天工期	17
图表 28: 家装物流模式举例	18
图表 29: 易日通供需链全流程	19
图表 30: 非公开发行股票募集资金使用项目 (单位: 万元)	19
图表 31: 智能物流仓储管理平台项目仓库选址	20
图表 32: 定制家具整合难, 与定制家具品牌经销商合作问题多	20
图表 33: 东易日盛木作工厂主要产品	22
图表 34: 东易日盛木作工厂无毒工艺	22
图表 35: 东易日盛非公开发行股票认购情况	24
图表 36: 定增与大宗交易后持股比例	24
图表 37: 链家产品线丰富, 业务范围广	25
图表 38: 链家产品覆盖整个用户住房需求周期	25
图表 39: 2015 年主要城市二手房交易佣金与链家预计佣金收入	26
图表 40: 2015 年链家主要城市二手房市占率估算	26
图表 41: 2008-2017 年北京二手房成交走势	26
图表 42: 东易日盛若受链家导流北京二手房装修规模测算	26
图表 43: 链家收购高策正式进军新房业务	27
图表 44: 链家新房业务流程, 亦可为东易日盛导流	27
图表 45: 2008-2017 年北京商品房成交走势	28
图表 46: 东易日盛若受链家导流北京新房装修规模测算	28

图表 47: 我国租赁市场相关出台政策.....	28
图表 48: 中国流动人口规模变动情况.....	29
图表 49: 2016 年超过 2/3 的流动人口选择租住私房.....	29
图表 50: 东易日盛品牌荣誉及获奖情况	30
图表 51: 速美高性价比产品化家装.....	31
图表 52: 木作工厂配套整装供应链.....	31
图表 53: 链家自如长租房业务模式, 二次装修或可与东易日盛合作	32
图表 54: 分业务预测	33
图表 55: 估值对比	34

1、东易日盛：家装行业龙头，业绩持续增长

1.1 业绩表现稳健，传统 A6 业务持续扩张

家装行业龙头，规模快速扩张。东易日盛创立于 1997 年，定位为“专业的整体家装解决方案提供商”，二十年发展过程中，公司逐步将业务从北京拓展到全国，在行业中率先使用“数字化环保”并斥资打造自己的木作工厂，为整体家装解决方案打下基础。目前东易日盛已发展为一家专业化、品牌化、产业化的大型家装集团公司，旗下已拥有 21 家子公司，34 家直营分公司，业务覆盖全国 132 个重点城市。

图 1：公司发展历程

1997	东易日盛创建，业内率先提出并实施了“八级质量保障体系”
1998	开发、使用了装饰行业首套电子报价系统，领跑装饰行业电子化进程，成为装饰行业电子化、透明化的先驱
1999	东易日盛在业内首次提出重装饰、轻装修的理念，引起家装客户的广泛赞同
2002	东易日盛在行业率先实践“数字化环保”，采用国家权威检测数据，掀起了中国家装环保的热潮
2005	东易日盛推出“影响中国人生活方式的八大设计风格”，拉开中国家居文化元年序幕
2006	东易日盛推出“欧洲家居前沿风头最劲的四大风尚”，与国际设计流行接轨
2007	斥资3亿元自建木作工厂，开建立了业内最完整的木作生产研发体系
2008	推出“新意十流”十大风格，至今对行业产生深远影响
2010	推出“有机整体家装”，开启全新的生活方式
2012	推出“宅·一生”生活方式，打造精英阶层高品质家居生活
2014	深交所成功上市，闪耀全国（股票代码：002713）
2015	推出高品质互联网家装产品“速美超级家”
2017	国内首发“无毒定制家装产品”

资料来源：公司资料

作为专业的整体家装解决方案供应商，公司从事的主要业务是：**家庭建筑装饰设计、装饰施工和产品配套**，分为四个品牌即东易日盛装饰（A6）、速美超级家、精装和睿筑。四个品牌分别位于不同细分市场，其中 A6 是东易日盛的传统业务，以“有机整体家装”为导向，面向大户型中高端客户；速美超级家为近年着重打造的产品化、互联网化的家装业务；睿筑为高端别墅装饰业务；精装则以定制化精装为主，2016 年获批为国家装配式建筑产业基地。

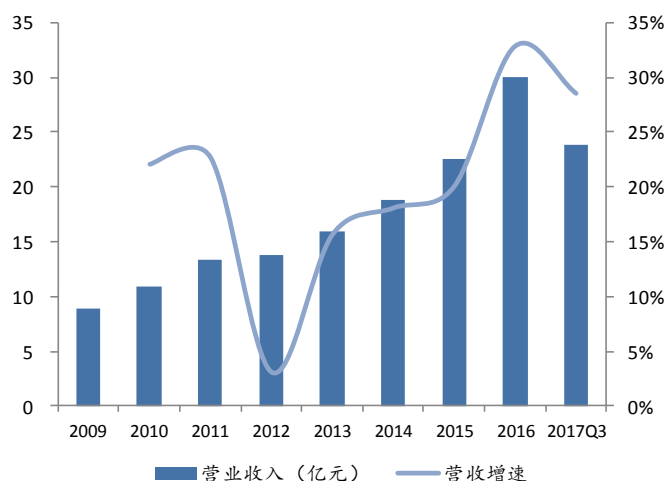
图表 2：公司旗下品牌家族



资料来源：公司官网

公司业绩增长稳定，盈利表现优异。公司自上市以来，业绩持续增长，公司营业收入增长稳定，2016 年增长率达 33%。2016 年华北依然是公司优势地区，华东地区收入表现良好，公司全国布局扩张成效明显。

图表 3：公司营业收入及同比增长

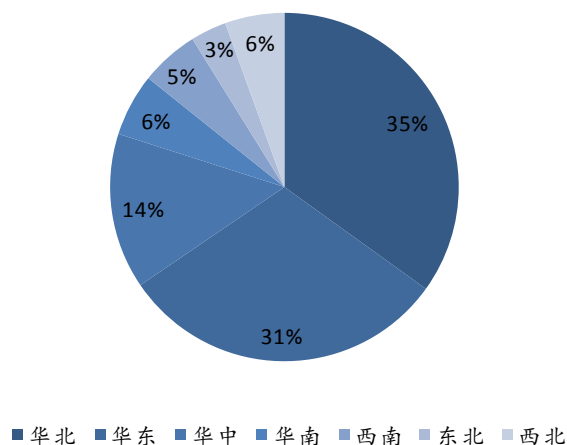


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

公司销售毛利率基本维持在 35% 左右，净利率表现稳定维持在 6% 左右水平，盈利能力表现稳定。各项业务毛利率表现稳定，商品销售毛利率稳步提升，工程施工毛利率 2015 年有一定上升，2016 年回到历史均值水平，表现稳定。

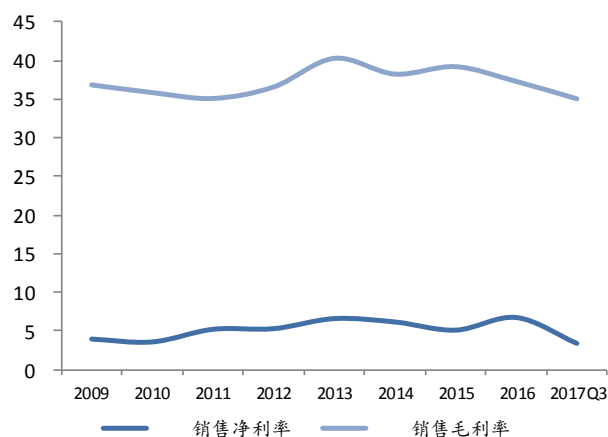
图表 5：公司销售毛利率及销售净利率

图表 4：2016 年分地区收入情况

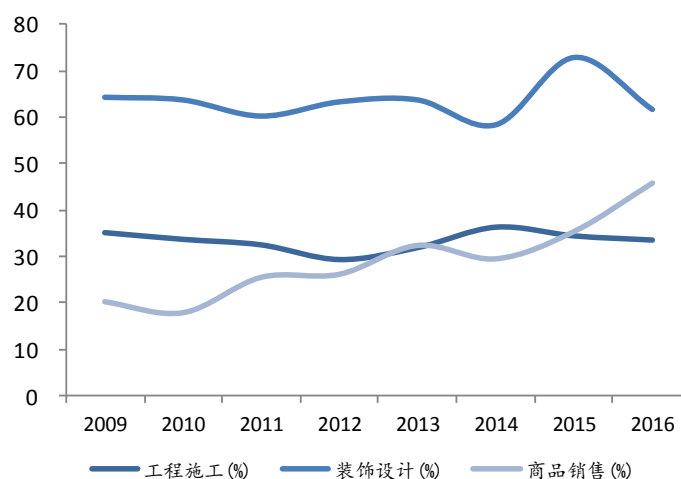


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 6：公司各项业务毛利率情况



资料来源: Wind

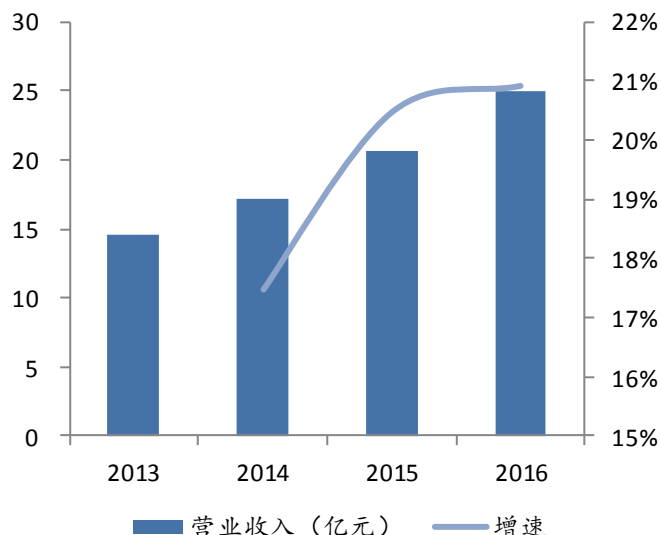


资料来源: Wind

传统 A6 业务表现稳健, 门店扩张和客单价提升推动未来业绩增长。A6 业务是公司传统业务, 是公司的主要利润来源。A6 业务营业收入稳定增长, 2016 年该业务收入达 24.98 亿元, 2013-2016 年 CAGR 达到 19.6%。2013-2016 年, A6 直营店每年保持 15-20 家的增长, 至 2017 年 A6 直营门店已有 150 余家, A6 业务持续扩张是公司规模效应的支撑, 随着消费升级等, 定位中高端的 A6 业务市场有望继续拓展。

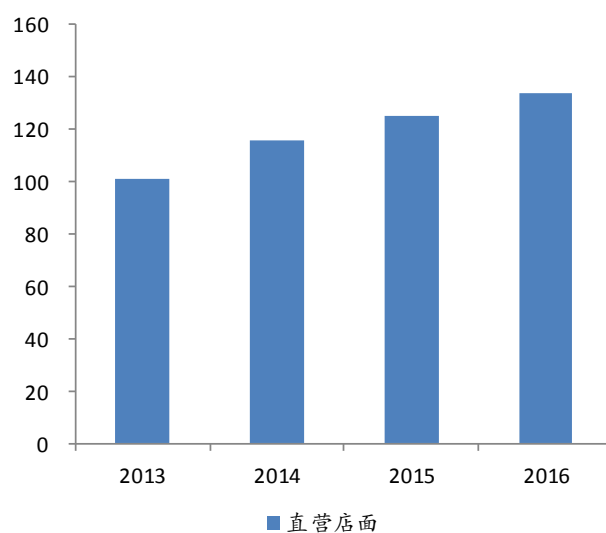
A6 客单价稳步提升, 2017 年上半年已达 29 万, 相比 2014 年提高 5 万。我们预计客单价未来计划以每年 1-2 万元的速度增加, 目前 A6 业务在手订单充足, 截至 2017 年 6 月 30 日, 手持订单 8216 笔, 在施工程 5,571 个; 2017 年四季度报告显示, 新签家装订单金额 8.3 亿元, 在施工程 22.7 亿元, 业绩增长有保障。

图表 7: A6 业务营业收入及增速



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 8: A6 业务门店情况

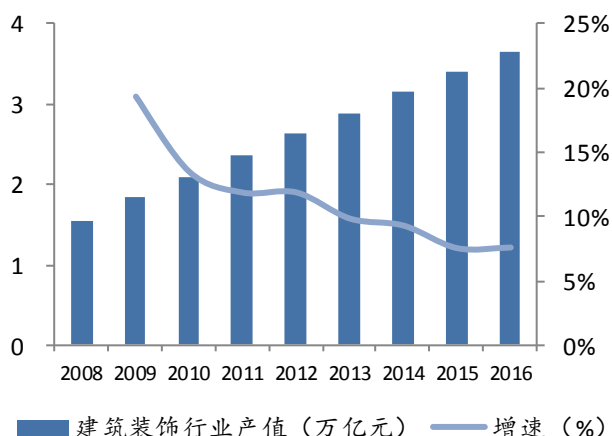


资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

1.2 家装市场空间广阔，行业集中度仍然较低

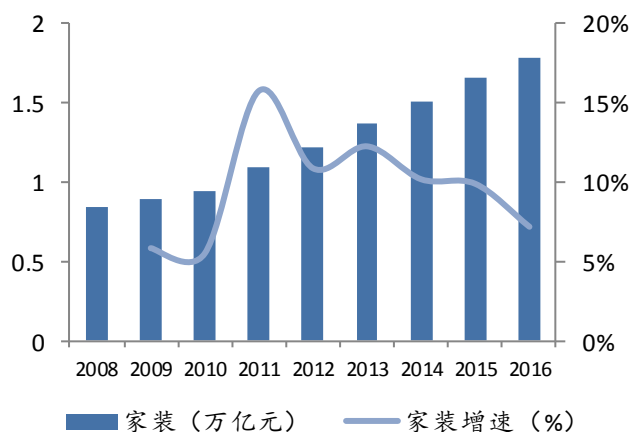
家装行业产值稳定增长，市场空间广阔。我国建筑装饰市场整体处于扩张中，保持一定的增速，其中家装行业产值一直保持稳定增速。根据中国行业装饰协会报告显示，2016 年我国建筑装饰装修行业完成工程总产值 3.66 万亿元，同比增加 7.5%，超宏观经济增速 0.8 个百分点；住宅装修装饰全年完成工程总产值 1.78 万亿元，同比增长 7.2%。

图表 9：我国建筑装饰行业产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院

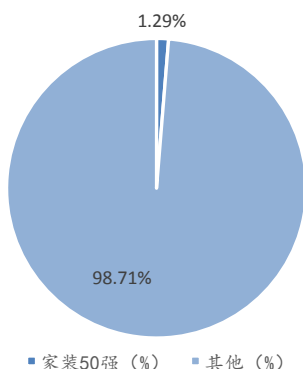
图表 10：中国家装市场产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院

家装行业市场空间广阔，但是准入门槛低，市场集中度低，呈现大行业小企业的特点。行业内企业超过 17 万家，大型装饰企业特别是有双甲资质的企业（设计甲级，施工一级）占比偏低。据亿欧网数据显示，2016 年行业前 50 强家装企业总产值 471.4 亿，占建筑装饰行业和家装行业总产值比重分别为 1.29% 和 2.65%，市场中大多数是小作坊、游击队形式的小公司。其中互联网家装产值为 80 亿元，占家装行业总产值比例为 0.45%。

图表 11：我国建筑装饰行业家装 50 强企业市场份额



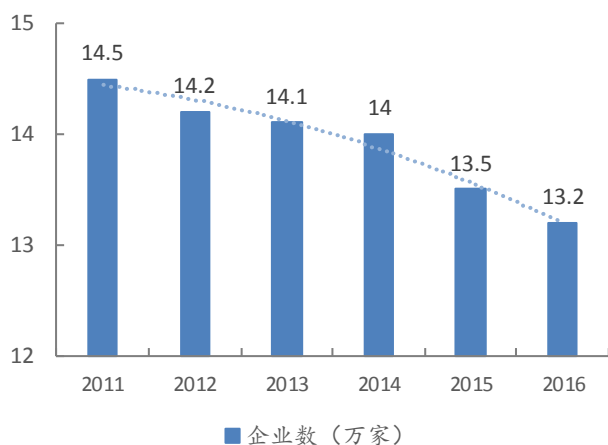
资料来源：亿欧智库

随着龙头企业上市，小企业退出，行业内整合加速，市场集中度逐步增加。2011 年到 2016

年建筑装饰行业内企业数逐年减少，2014 年以来行业内企业减少速度加快，两年间减少的企业数将近 1 万家，行业逐步走向成熟。退出市场的主要是在库存严重、去库存前景不佳的三、四线城市以散户装修为主的小微企业。

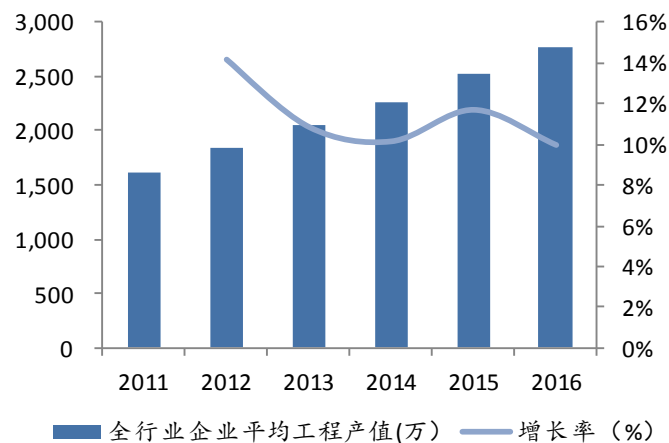
从整个建筑装饰行业来看，2011-2016 年饰行业企业平均工程产值逐年上升并保持相对稳定的增速，2016 年已达到 2770 万元，2011-2016 年 CAGR 达 11.31%。2016 年产值超过 10 亿元的企业数量超过 200 家，年产值超过 50 亿元的企业数量超过 40 家，年产值超过百亿元的企业已达到 3 家，单个企业的经营实力和发展水平逐步提高。但从家装行业来看，尚未出现规模较大的公司。

图表 12：我国建筑装饰行业企业数量逐渐递减



资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院

图表 13：我国建筑装饰行业企业平均工程产值及增速



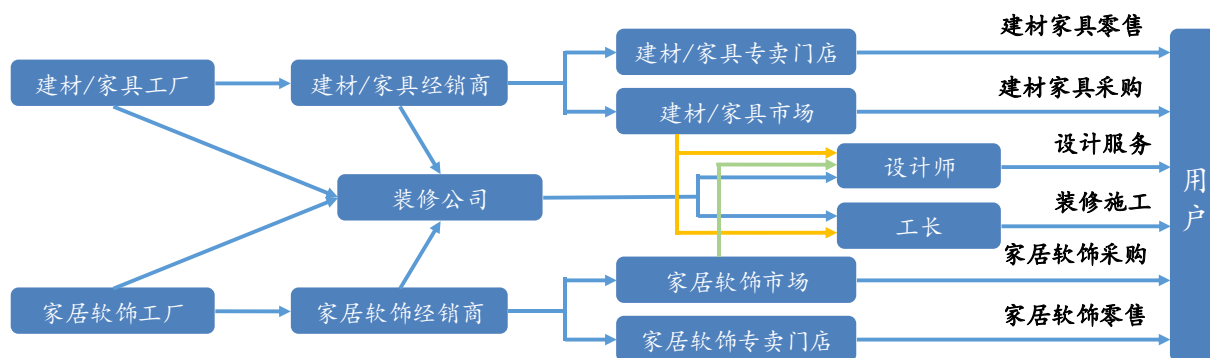
资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院

2、家装进入整装时代，速美有望放量增长

2.1 家装产品化发展，一定程度的标准化提高可复制性

家装行业整个产业链冗长牵涉主体多。包含设计、施工、材料、验收、维保等流程，牵涉主体包括家居家装用户、设计师、施工队、装修公司、建材家居软饰工厂及经销商、物流运输服务商等。采购多层经销商加价，透明度较低，小规模装修公司无法与品牌商直接达成合作导致采购成本高；提供服务的主体水平参差不齐，施工过程缺乏行业标准与监管过程中可能会偷工减料等现象，用户满意度差。

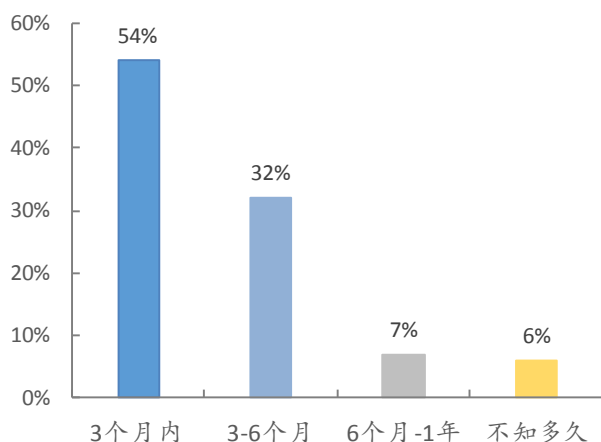
图表 14：传统家装行业产业链复杂冗余



资料来源：互联网公开资料，太平洋证券研究院

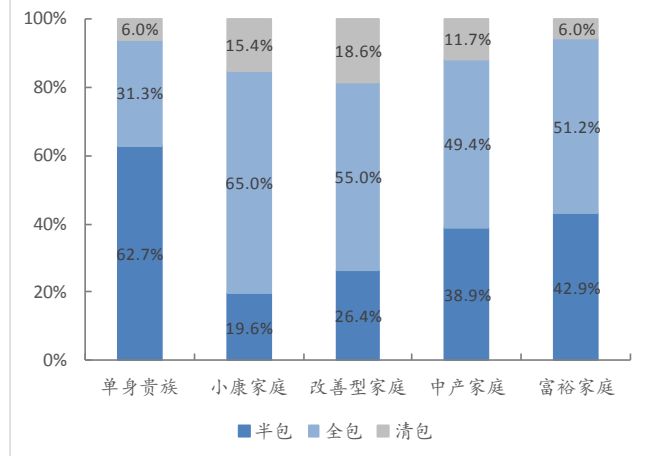
我们认为一站式整装将成为行业趋势，一定程度的标准化套餐降低客户个性化因素影响，提升家装产品可复制性，形成规模效应降低运营成本。因此，我们认为一定程度的标准化硬装+全屋定制家具的结合能在家装标准化和消费者个性化需求之间找到比较好的平衡点。标准化的装修包以平米报价，设计方案、材料体系选择面收窄，提供部分个性化选择内容，设计、施工、材料等打包销售，不需要业主参与采买等环节。

图表 15：用户重视时间成本装修首选短周期



资料来源：新浪家居

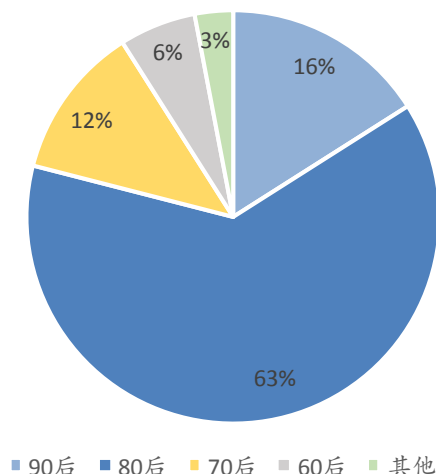
图表 16：五类消费者选择装修方式差异



资料来源：亿欧智库

消费者注重时间成本，硬装套餐接受程度较高。调查数据显示，超过一半的消费者期望装修周期在3个月内，3-6个月也被大部分消费者所认可，而6个月-1年则被消费者认为周期过长。

图表 17：家装消费者年龄分布情况

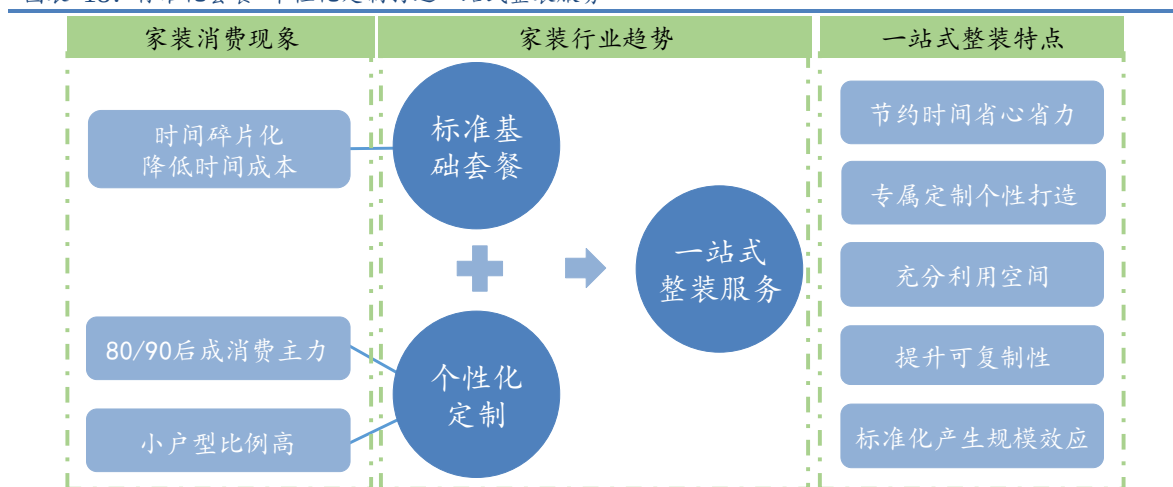


资料来源：京东大数据

80、90后适婚人群成为家装消费主力，消费群体中中小户型占比较高，催生个性化定制需求。新兴消费群体所接受的思想更新颖，在装修中参与意愿高，有一定的自主设计意愿，更青睐定制家具产品。在装修需求中中小户型占比较高。因此消费者有提高空间利用率方面的装修诉求，定制家居根据室内布局以及测量数据进行设计，能充分利用空间。

“一定程度标准化基础套餐+个性化定制”适应家装行业消费端的升级，一站式整装服务实现“拎包入住”需求。消费升级带来消费理念的改变，装修小户型比例的攀升，中产阶级更为重视时间成本等，这些消费现象对家装行业的一站式整装服务构成需求。标准化套餐逐渐成为基础服务解决家装个性化与标准化的矛盾，个性化定制在此基础上更大地满足消费者差异化需求，真正意义上实现消费者一站式整装服务需求。

图表 18：标准化套餐+个性化定制打造一站式整装服务

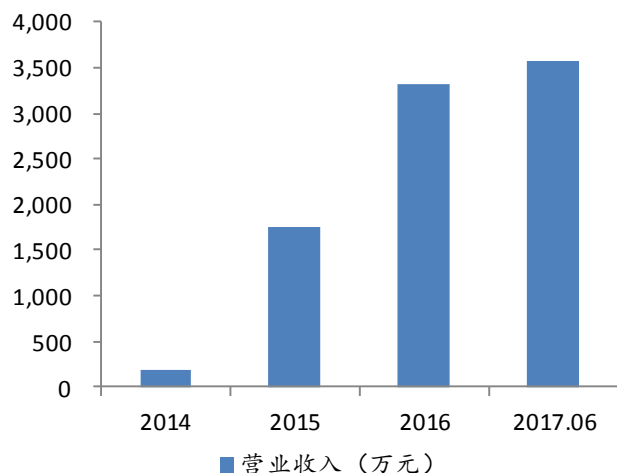


资料来源：太平洋证券研究院

2.2 速美顺应家装行业整装趋势，未来收入可期

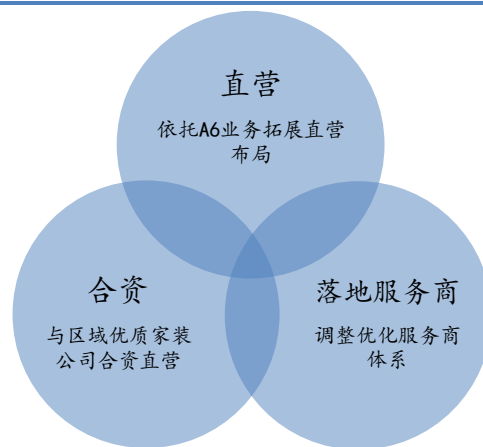
一站式整装服务顺应行业趋势，速美竞争力突出。速美超级家面向追求时尚品质生活的白领精英、年轻人群，提供一定程度标准化的一站式整家产品和一体化服务。通过让消费者体验标准样板间的方式选择整体家装产品，为消费者提供“所见即所得”整套成品家装。目前速美超级家官网推出 899 和 1299 两款高性价比套餐，套餐包包含设计、施工、主材等，在此基础上用户可在范围内选择个性化模块。

图表 19：速美营业收入情况



资料来源：公司公告

图表 20：速美直营+落地服务商模式

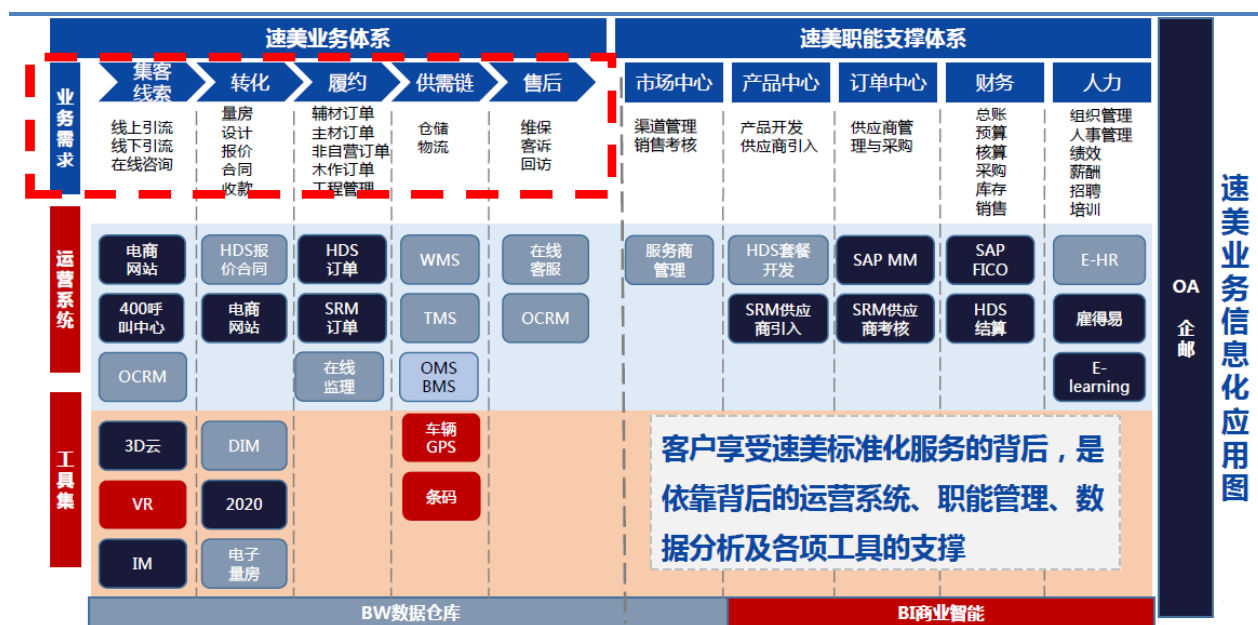


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

“直营+落地服务商”模式加速线下渠道扩张，速美业务未来有望增长。落地服务商的获客渠道、方案设计、主材采购、报价收款、工程监督等方面均由公司控制，落地服务商仅负责流量转化与施工组织，公司与落地服务商进行服务费结算。落地服务商有助于对速美超级家业务进行快速拓展。

直营商通过对落地服务商形成互补，提升整体获客能力和品质管控能力。在直营门店布局方面，公司积极拓展一二线城市，在 A6 业务所在城市由 A6 下子业务渠道承接，在没有 A6 布局三四线城市，通过与区域优质家装公司合资建立合资直营店铺；在落地服务商方面，对服务商进行评价分级，以淘汰机制对其进行转型调整。根据公司资料，直营店当前有 20 多家，落地服务商进过一年的调整，淘汰不合格、运营不理想的部分运营商后，目前约保留 40 家。未来渠道端直营扩张结合落地服务商调整，我们认为速美线下布局将有望继续优化。

图表 21：速美业务体系与信息化应用



资料来源：公司资料

以“DIM+数字化设计系统”为核心的信息化系统，为速美业务一定程度的标准化和可复制性奠定基础。速美结合信息技术改造传统业务流程，实现前台个性化、后台标准化、装修产品化，推动业务发展提升客户满意度。目前公司 90% 以上的订单可以在 45 天内完成交付，处于行业领先水平。

在前端，速美应用行业唯一的“DIM+数字化设计系统”进行方案设计，客户可参与可视化设计与报价，实现“所见即所得”。同时在家装中后台方面，通过 OCR、HDS 等全线打通 14 套信息化系统，保障数据传递的及时性和精准性，实现标准化管理。借助信息化系统的应用，速美使产品和管理系统都实现了标准化，提升了可复制性，为未来扩张打下基础。

3、核心竞争力突出，公司有望在众多家装企业中脱颖而出

3.1 多品牌协同发展，几乎覆盖全部市场需求

专注发展家装业务，多品牌覆盖多层次家装需求。东易日盛发展多年一直致力于家装业务领域的深耕，家装业务占总收入 90% 以上，是行业内专业的整体家装解决方案供应商。不同于单一产品整合的家装模式，东易日盛以“有机整体家装解决方案”进行创造性拓展。公司的主要业务覆盖四大品牌，分别是东易日盛装饰（A6）、速美超级家、精装和睿筑，分别覆盖不同层次消费群体需求。

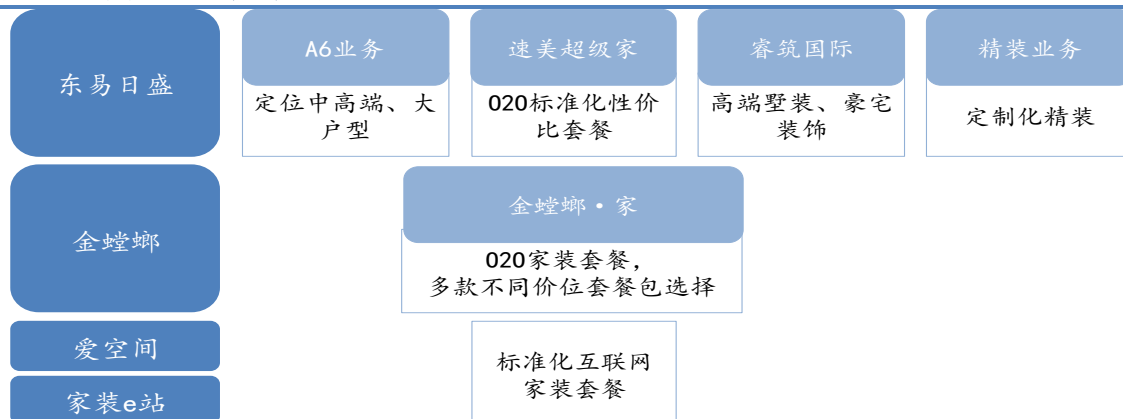
图表 22：公司旗下品牌结构和业务生态



资料来源：公司官网

睿筑业务是在保留原创别墅装饰业务基础上，开辟新的高端细分别墅豪宅装饰市场。A6是公司传统中坚业务，定位于中高端市场中大户型家装。速美超级家为融合互联网家装理念的渠道下沉品牌，定位于中低端市场的刚需房中小户型装修业务，是了一定程度的标准化家装套餐产品。此外精装业务主要是定制化精装模块，未来将在现场装配式精装方向发展。**四大业务品牌定位于不同家装细分领域，更加全面覆盖家装消费需求。**

图表 23: 家装领域品牌与市场覆盖对比

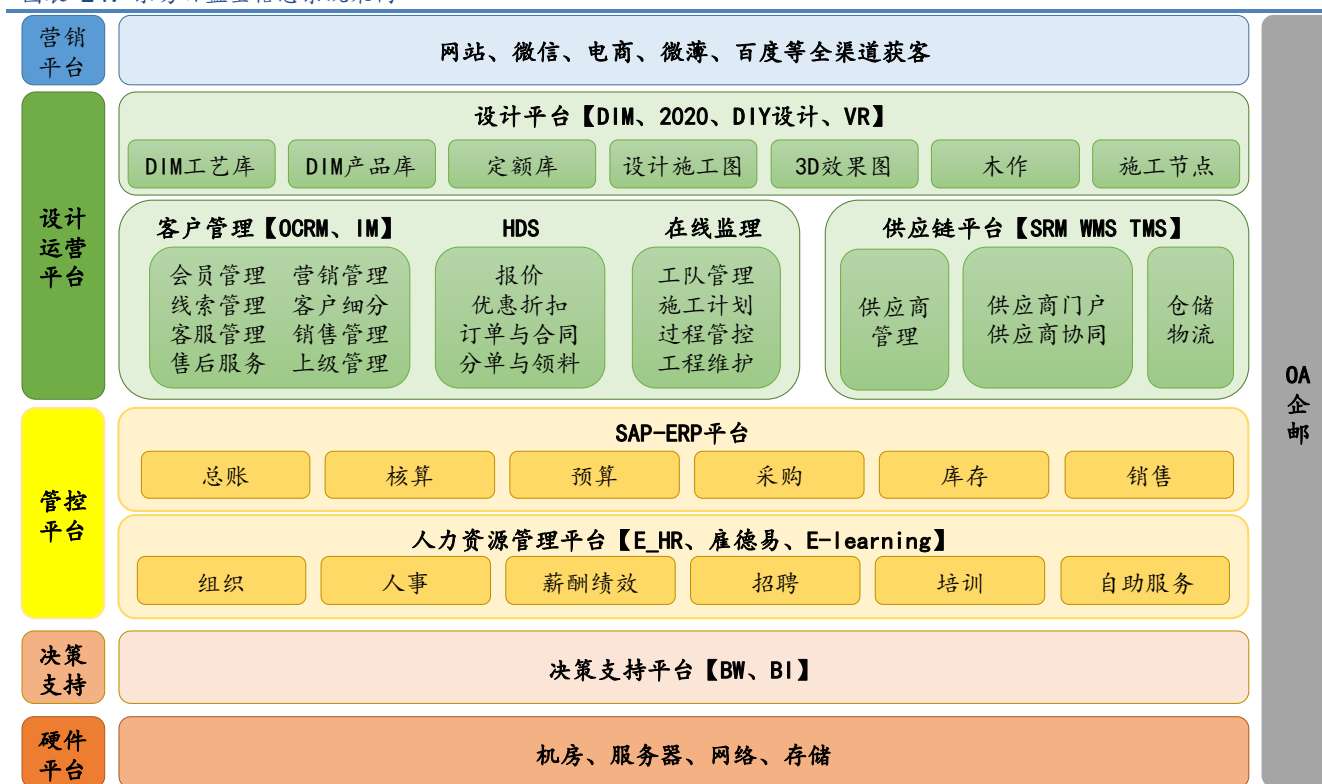


资料来源：太平洋证券研究院

3.2 领先的家装信息化系统，打造行业内最快交付周期

全信息系统架构打通公司业务各环节，实现高效运营。全信息系统打通财务、人力、供应链、电子商务等平台使数据准确传输，实现了运营效率提升；另外，客户关系管理系统平台（CRM）及电子商务平台的全信息化系统的搭建，实现以客户为导向的 O2O 业务模式。公司目前信息化技术人员近 70 人，基本可实现信息化内部自主开发维护。

图表 24：东易日盛全信息系统架构



资料来源：公司资料

以 DIM+ 为核心的数装美居系统的应用，实现数据精准化，使家装产品实现一定程度标准化，提高可复制性。传统设计方式使用 CAD 模拟，设计信息形成和转换依赖设计师的专业水平和负责程度，设计施工等强烈依赖人，人为因素影响大，标准化程度低，因此家装行业普遍存在量房不准、设计图表不全、列项易出错、算量不准确、报价误差大、订单易弄错、物料对不上、施工总延期等痛点。

图表 25：以 DIM+ 为核心的数字化家装系统



资料来源：公司资料

DIM+技术将模拟化工具变成数字化工具，通过对设计、施工、采购、监理等传统家装系统的全线贯通，真正实现了家装设计、报价、产品、供应链、施工各环节的标准化。系统不仅能解决表面设计风格，还对各种材料的用料精准计算，实现从设计源头保证数据的精确性，确保量房、设计、列项、算量、报价的精准性。

➤ **可视化设计：**可视化设计以立体效果呈现，直观地身临其境居室空间效果，3D 呈现增强客户体验，同时使客户参与到前端设计中，实现“所见即所得”提升客户满意度，提高转化率；

➤ **参数化设计：**将设计通过参数族进行墙顶地尺寸和报价进行变参，自动得出内部结构排布和数量，使设计实现参数化，使设计师更改局部设计后能即时给出新的参数，大幅减轻工作量；

➤ **水电设计：**三维可视化水电设计，明确管线走向，自动检测管线碰撞，通过精确预算和领料，最大程度减少水电增项，提高客户满意度；针对别墅客户提供荷载校准、冷热计算、碰撞检测、智能运维等设计，优化线路布局，降低维运成本；

➤ **快速设计：**按照操作系统建立户型完成平面方案的规划，选择方案库中相应风格，实现快速生成方案，按照已设置的功能空间，空间家具布置等实现一键复制，提高设计效率；

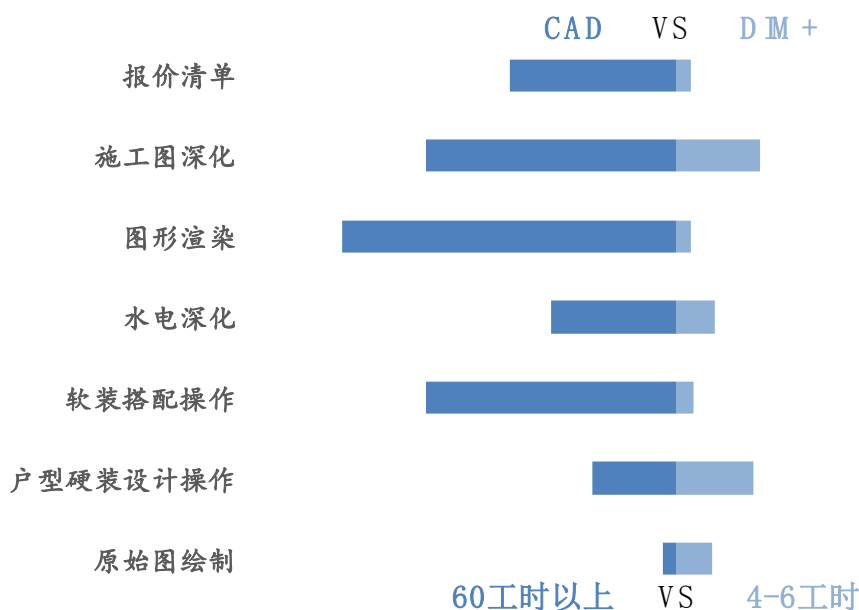
➤ **瓷砖铺设：**瓷砖铺设功能是最领先的技术，依照施工真实现场模拟铺设瓷砖，通过定制计算实现精准计量，从排布方式到起铺点到裁切方式按照施工方案快速建立；

➤ **即时报价：**与 HDS 系统数据连接，使计算报价精准化一键精准生成主材预算和木作预算报价单，工程预算即时生成，最终实现快速精准报价；

➤ **定额领料：**与目前实施“定额领料”相比更为精准。借助构件化数字信息模型等自动计算材料清单和数量明细，实现施工标准化，减少偷工漏项问题；系统生成的料单，以米或者平米为单位领用材料，以 kg 为单位领用膏粉剂等；

➤ **跨系统对接**: 木作设计过程实现“2020 Design”模型信息和报价信息的完美数据化对接; 布局规划后导出文件到 2020 中进行木作产品设计, 完成后导出模型与报价导入文件读取布置, 最终在户型设计中生成木作设计信息。

图表 26: DIM+数装系统与传统设计方式时效对比

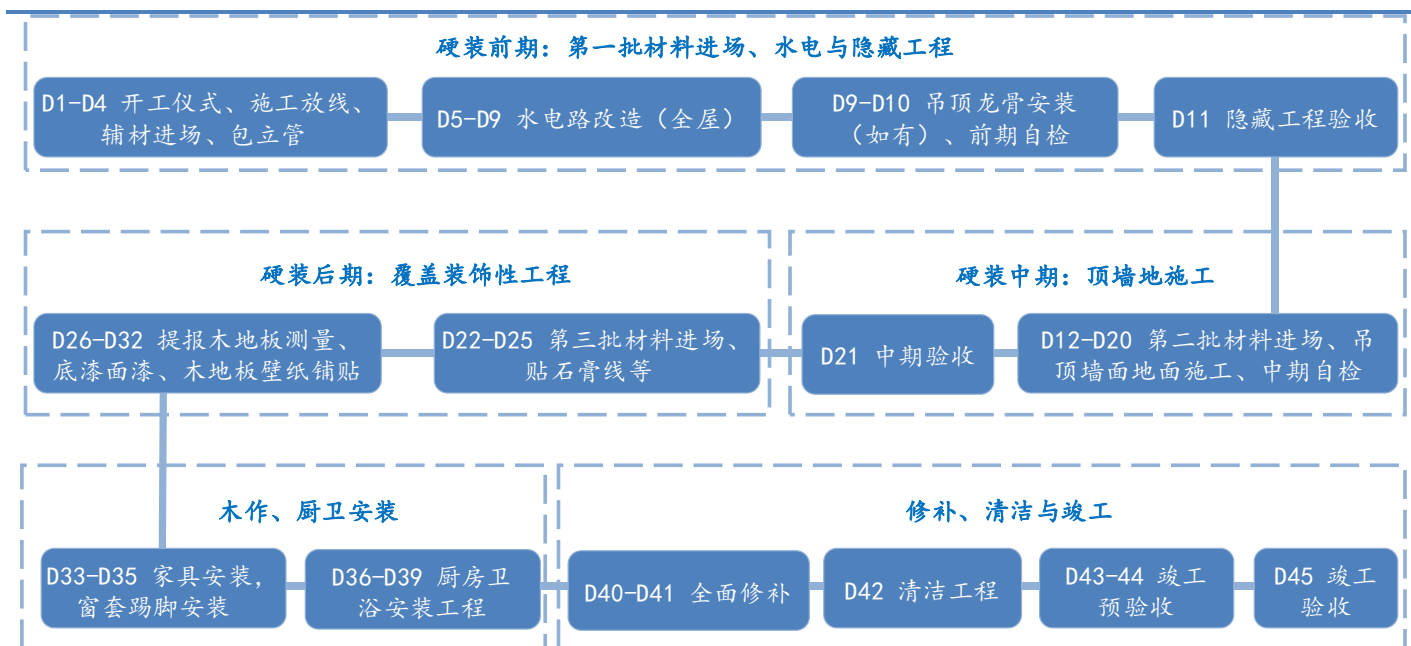


资料来源: 公司资料

DIM+数装美居系统的应用家装服务的“报价、计量、拆解”等多环节做到透明化和精准化, 大幅缩短装修工期。以常规 100 平方米户型为例, 若在族库体系完备建立基础下, 在报价清单、施工图表深化、图表形渲染、水电深化、软装搭配等环节数装系统所需工作时长大幅缩短, 使得原先几天的工作量只需半天即可做完。结合数装系统对材料的精准计算, 对施工环节也可实现一定程度标准化, 使总体施工周期缩短。

依托数装系统的应用, 速美业务工程交付能力在不断提升, 准时完工率可达 90%。速美一定程度的标准化依靠后端数装系统的精准化来实现, 交付效率高, 施工周期控制在 45 日。同时, 为强化数装系统公司于 2016 年通过非公开发行募集资金, 其中拟用 12000 万元投于数字化家装体验系统建设项目。数字化家装系统将继续得以完善。

图表 27: 速美 45 天工期

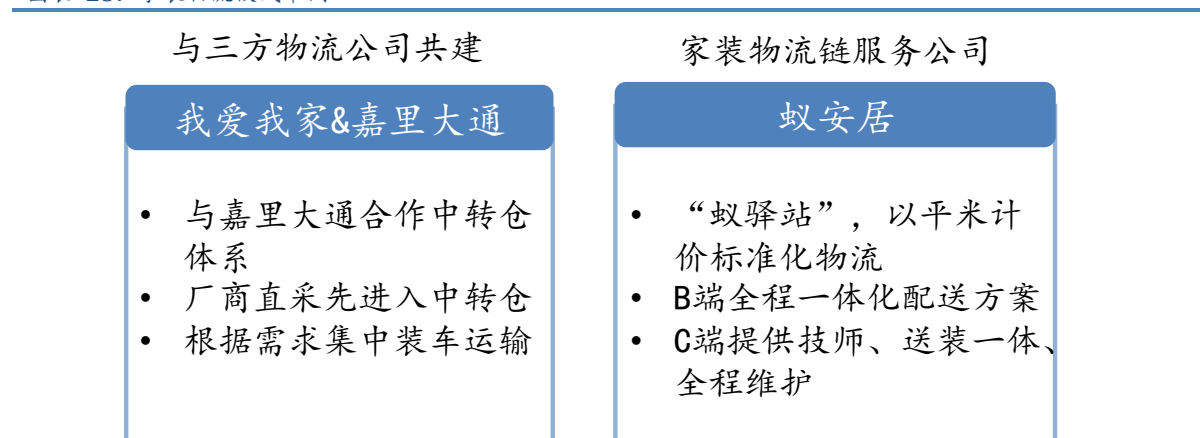


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

3.3 物流仓储系统不断强化

家装企业物流体系效率低，存在诸多难点。（1）家装产品物流更为复杂和专业。家装属于非标准化产品，配送难度大，破损几率大。（2）物流成本难控，对于大部分中小家装公司来说，由于采购规模小，零散发货运输距离长成本难控。（3）非智能化后台信息不透明，库存信息割裂，可能发生部分地区缺货，部分地区积压货物，影响部分区域施工进度。（4）配送效率低。不同材料商地域分散，容易造成到货时间差异影响工期。若发生货物破损，退补货耗时不确定性大。

图表 28：家装物流模式举例



资料来源：中国商业电讯，太平洋证券研究院

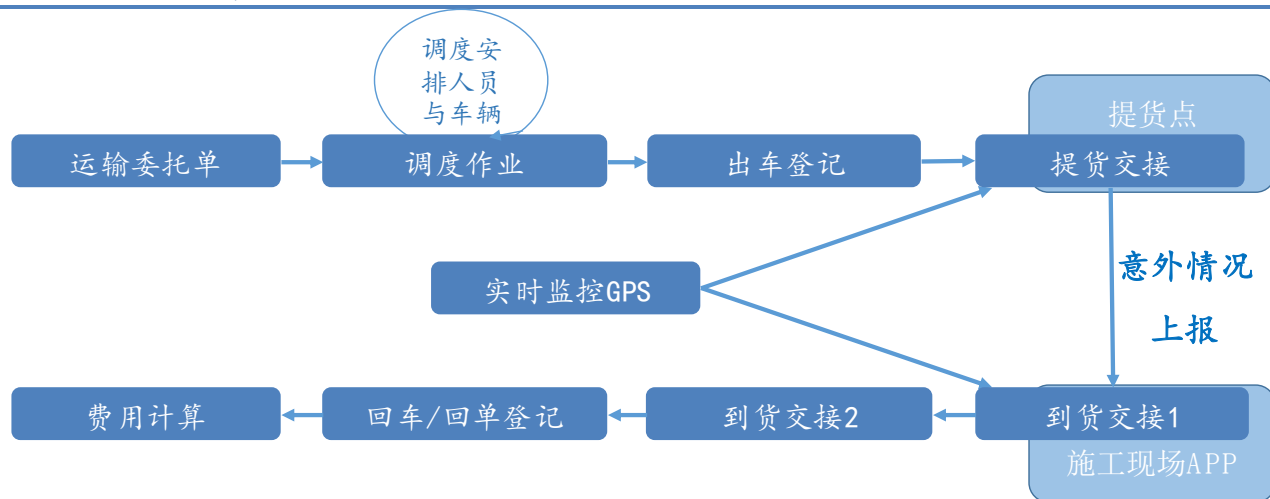
目前家装物流模式多采用与三方物流公司达成合作共建物流仓，或者依托专业家装供应链一体化服务商配送。我爱我家网是 O2O 模式的家装公司，通过与嘉里大通合作共同建设中转仓模式，

从而实现从厂商到客户的两步到达。蚁安居则是家装供应链一体化服务的提供商，首次以标准化平米计价，适应家装公司的装修套餐化趋势。但上述两种方式对第三方公司依赖大，效率、质量可控性较低。

突破家装行业供需链瓶颈，建立快速、准确获取信息的智能物流仓储体系是关键。易日盛通过建立智能物流管理系统解决家装物流问题。智能物流仓储体系将依托现代物流技术和物流信息系统，快速、准确地获取销售反馈信息和配送货物跟踪信息，提高供需链时效，进而满足消费者对商品的品质要求及服务内容不断的提高的需求，将商品快速而完整地送达客户手中，打通消费者、制造商、供应商之间的有机生态通道。

东易日盛成立供应链管理子公司，提供高效供需链服务。东易日盛于2016年投资成立“易日盛通供应链”，设立8个仓储服务中心，构建辐射全国23个省和4个直辖市物流服务网络，承接全国52个城市的家居产品送装业务，实现全国范围内送货、安装同步上门服务，为用户提供一站式服务体验。现已实现全国30个城市次日达，8个仓储物流中心同城当日达，并不断推出双众包配送、次日达、干线班车等新型定制化业务。

图表 29：易日盛供需链全流程



资料来源：网易新闻中心

非公开募集资金建设供需链智能物流仓储管理平台，建立高效物流配送服务体系。公司以非公开发行募集资金于2017年8月获证监会批复，所募资金用于建设供需链智能物流平台和数字化家装体验项目，数字化体验项目即对上述信息化系统发展的补充。家装行业供需链智能物流仓储管理系统包括仓储系统、物流系统、信息化管理平台、质量管理体系、数据业务化分析系统等，适应公司未来业务发展。

图表 30：非公开发行股票募集资金使用项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
------	--------	----------

家装行业供需链智能物流仓储管理平台建设项目	77,278.47	57,000.00
数字化家装体验系统建设项目	16,473.50	13,000.00
合计	93,751.97	70,000.00

资料来源：公司公告

仓储系统布局覆盖全国，克服家装物流短板。仓储系统是该项目六大系统中重要的一环。根据公开资料，目前公司将在六个大区建立一级仓覆盖华北、华东、华中、华南、西部和东北，一级仓通过两级辐射传递到各个中小城市。

图表 31：智能物流仓储管理平台项目仓库选址

区域	华北区	华东区	华中区	华南区	西部区	东北区
一级仓	北京	上海	武汉	广州	成都	沈阳
二级仓	天津 石家庄 太原 济南 包头	南京 杭州 合肥	长沙 郑州	福州 南宁	贵阳 昆明 重庆 西安	哈尔滨 长春
三级仓	唐山 保定 大同 临汾 青岛 济宁	无锡 淮安 徐州 宁波 温州 芜湖	荆州 南昌 邵阳 驻马店 安阳	深圳 茂名 汕头 赣州 厦门 三明 柳州	宜宾 遵义 大理 安康 银川 兰州 固原	大连 锦州 佳木斯 吉林 通化

资料来源：公司公告

3.4 自有木作工厂完美整合定制家具业务，满足客户个性化需求

消费升级、小户型比例高带来个性化定制需求，整合定制家具可以实现整装，提升客单价。从单一产品定制到全屋定制，“全屋定制”已成为风口，全屋定制具有家装的属性，是整装中重要的一环。对家装公司而言，标准化的硬装套餐与定制家具结合提供整装服务，可以提升客单价，摊薄获客成本。

图表 32：定制家具整合难，与定制家具品牌经销商合作问题多

自建定制家具工厂困难

- 初期不能快速上量，投入回报期长。
- 转做定制生产专业性欠缺

和专业定制家具品牌经销商合作难

- 装修风格很难统一
- 工期得不到保障
- 环保标准难统一

资料来源：太平洋证券研究院

家装公司整合定制家具业务面临很多难点，主要体现在：

(1) 定制家具初期不能快速上量，投入回报期长。定制家具制造工厂前期投入的成本高，是重资产项目，对家装公司资金要求高。然而定制家具个性化成分高，难以快速形成规模化生产，短期难以回收成本，资金压力大。

(2) 家装公司专攻装修服务，转做定制生产专业性欠缺。家装公司长项在于施工服务，在基础工程、隐藏工程等方面专业。定制家具对设计、产品依赖大，需要新的运营模式和人才。

多数家装公司采用与定制家具品牌经销商合作的方式，成本高问题突出。由于大多家装公司规模小，难以和品牌总部直接签单，一般与区域经销商达成合作。经过分销商环节抬升成本，获利空间小，同时还面临其他诸多问题：

(1) 装修风格很难统一。设计环节与合作的定制家具厂商间信息不对称，导致不同厂商与公司整体设计效果难以统一，主要体现在颜色搭配和风格匹配不和谐上。硬装设计与定制家具间需要色调平衡，同时设计风格要求匹配例如现代风格的设计难以搭配田园风格的定制家具，而家装设计师与定制家具品牌商间信息没有打通，设计图表纸不能调用和共享，最终设计效果难协调，用户体验差。

(2) 工期得不到保障。家装公司顺提供整装服务，可以选择与定制家具厂商合作，但二者供需链脱节，导致施工周期难以协调，硬装部分施工顺序和工期有自己的体系，定制家具的进场要配合施工周期，一般需要提前 5-10 天订货。若板材提前进场影响施工，若交付不及时将导致施工周期拖延降低准时完工率，二者无法进行流畅的衔接，工期难保障。

(3) 环保标准难统一。客户对绿色消费和环保认知逐渐提升，对家居的无毒安全性要求高。装修建材中甲醛、苯、TVOC 等为主要有害污染物。公司硬装使用的涂料、胶水等选择可能刚好可达环保标准，但最后叠加外包的定制家具时，可能由于板材等使用标准不统一，验收出现甲醛超

标等问题。污染物超标最终责任方难确认，家装公司可能需同时承担损失，用户满意度下降。

东易日盛木作配套优势凸显，保证施工周期，为实现整装服务提供支持。东易日盛自有木作工厂木作产品主要包括内门、墙板、橱柜、衣帽间、橱柜和部分家具产品，为公司 A6 业务、速美业务提供木作产品配套。目前，工厂准时交付率持续保持 99% 以上，返工率控制在 5% 以下，整体质量水平有所保障。

图表 33：东易日盛木作工厂主要产品

定制类木作	内门	壁柜	橱柜	浴室柜
	衣帽间	护板墙	榻榻米	
活动类家具	厅柜	厅书柜	书柜	床及床头柜
	屉柜	沙发	茶几边几	餐桌椅
功能空间类定制	门厅柜	客厅家俱	餐厅家俱	书房家俱
	次卧家俱	主卧家俱	儿童房家俱	青少年家俱

资料来源：公司资料

数字化系统结合优秀设计，实现装修风格统一。木作工厂连接公司数字化系统，“2020 Design”设计软件实现木作产品从销售设计到下单生产的一体化数据传递。同时该系统与报价信息系统实现跨系统对接，实现精准即时报价。公司木作产品的生产解决了由不同厂家生产的产品与公司个性化、多元化设计风格不匹配问题，实现家装木作产品与公司设计和谐统一。

木作工厂采用世界先进无毒工艺，产品环保需求得以保障。木作工厂全部使用高级别环保材料，投入资金购置先进设备以匹配环保工艺。东易日盛与世界著名材料科学家合作，成功将静电粉末喷涂技术应用于家装行业，革新了困扰行业数十年油漆高耗能、高污染问题。静电粉末喷涂技术在保证色彩丰富的基础上兼顾环保，粉末涂料不含甲醛等有害物质，同时热熔工艺将木材中甲醛等有害物质在高温状态下瞬间释放，达到二次环保净化目的。

图表 34：东易日盛木作工厂无毒工艺

●**无毒工艺**

■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。



●**色彩丰富**



资料来源：公司资料

3.5 F2C 工厂直采提升盈利空间

特许经营制度逐步实现统一采购，配送保障施工质量，有效降低采购成本。公司建立了完善的特许经营制度，通过统一管理、同一品牌，集中报送所需材料，实现统一采购和统一配送。集中采购可以综合各店所需材料，采购量大对上游材料商形成较高议价能力，有效降低主辅材采购成本，提升毛利率。公司与知名辅材供应商合作，从水、电、木、瓦建立技术标准，使环保无毒不仅仅停留在概念上。

公司与材料供应商建立了长期稳定的业务合作关系，合作模式主要采用社会公开招标和总代理、区域代理的形式。公司与国外有文化积淀、有规模实力知名厂商合作，引入世界级品质装饰材料，绝大部分产品如西班牙知名品牌 VENUS、ARGENTA、ALBAGERS 等实现中国大陆市场独家总代理。作为中国大陆区总代理，具有获得国外厂商最新产品和最具竞争力价格权利。

整合全球顶级修装饰主辅材，提供最具性价比高端材料。意德法家经贸通过全球寻源、集采模式，整合国内外顶尖装修辅材供应商和优质辅材产品，保证供给产品工艺领先、质量一流、服务优质。目前，意德法家经贸旗下产品主要分为主材、辅材、软饰三大类，涵盖瓷砖、壁纸、卫浴、洁具、石膏板、轻钢龙骨、电线、开关、窗帘、布艺等，均为全球高端品牌产品。

4、链家入股，业务协同效应有望显现

4.1 链家成为东易日盛第二大股东

链家、万科参与定增并以大宗交易购入股份，分别成为东易日盛第二、第六大股东。公告显示，天津晨鑫（链家全资子公司）、万链装饰通过定增以 24.98 元/股获配相应股数，随后以 21.38 元/股进行股东大宗交易。最终链家持股比例达 3.12%，成为公司第二大股东，万科以 1.6% 成为第六大股东。链家入股，看好公司未来发展，并且将可能对公司未来业务形成互补，有望实现业务协同。

图表 35：东易日盛非公开发行股票认购情况

序号	询价对象名称	获配股数（股）	限售期（月）
1	天津晨鑫商务咨询有限公司	6,805,444.00	12
2	万科链家（北京）装饰有限公司	2,802,241.00	12
合计		9,607,685.00	-

资料来源：公司公告

图表 36：定增与大宗交易后持股比例

序号	股东名称	持股比例
1	天津晨鑫商务咨询有限公司	3.12%
2	万科链家（北京）装饰有限公司	1.60%

资料来源：公司公告

4.2 东易日盛与链家业务协同效应显著

链家业务覆盖全国一二线城市，业务所在城市市占率高，是国内最大房产综合服务平台。链家 2015 年交易额超过 6800 亿元，收入超 160 亿，随着业务扩张，链家布局全国核心城市，业务覆盖全国 20 个主要城市，目前二手房经济业务全国第一。

链家业拥有丰富产品线，涵盖二手房买卖和租赁、新房销售、长租公寓运营、住房相关金融服务，覆盖用户整个住房周期需求。链家二手房经济业务依托线上线下强大体系，吸引海量房屋和客户资源，是国内最大的二手房经纪服务商。链家旗下还有租房业务，2016 年自如业务从链家体系独成为链家全资子公司，并推出新品“自如民宿”和“自如驿”两款新品，进入短租市场。此外链家还提供新房代理和相关金融服务等。

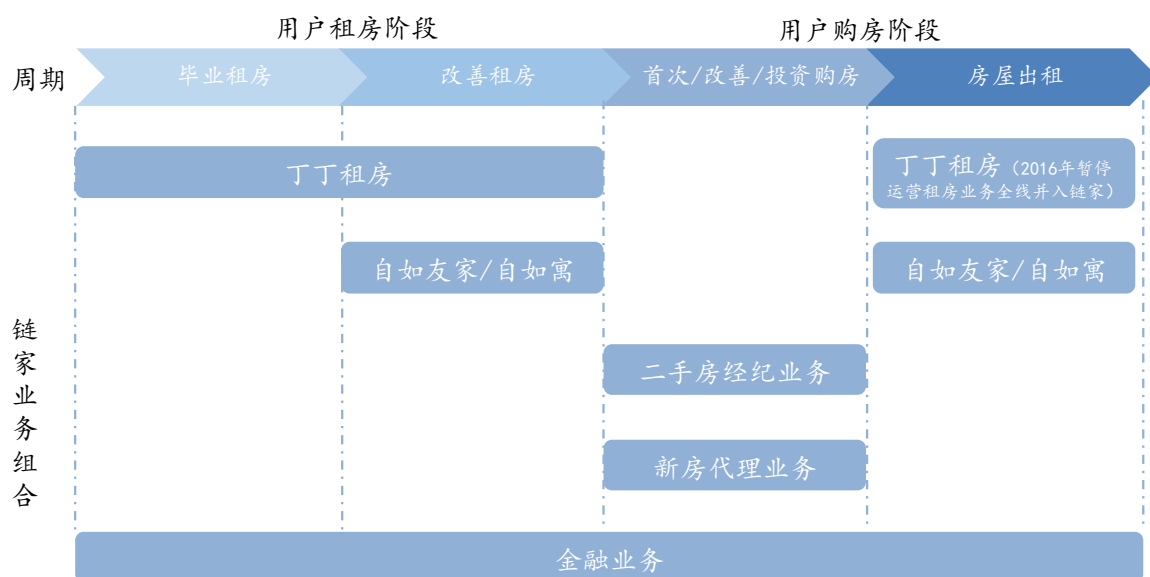
图表 37: 链家产品线丰富, 业务范围广

二手房经纪业务	- 国内最大规模的专业二手房经纪服务商 - 强大的线下经纪门店体系和线上“链家网”平台吸引海量房屋和客户资源 - 高素质的经纪人队伍提供从看房、手续办理到交易后保障的全流程高品质服务
丁丁租房业务	- 高流量、高效率的创新型互联网房屋租赁垂直平台 - 只向房东收取5天房租, 让买卖双方以最低成本、最快速度完成租赁交易 2016年6月关闭独立运营平台, 租房业务全线并入链家
自如业务	- 面向年轻人群的高品质长租公寓O2O运营服务商 - 超过20万间房源, 租客累计数超过50万人, 行业规模遥遥领先 - 获取分数的业主持租房源, 提供标准化的装修改造和运营管理 - 提供保洁、维修等周边服务, 推出“自如民宿”和“自如驿”进入短租市场
新房业务	- 为开发商的新建楼盘提供代理策划、“一二手联动”销售服务, 为链家海量客户提供更多置业选择 - 链家新房布局全国25城, 服务500余开发商, 覆盖近3000余楼盘 - 推出线上销售平台“房江湖”, 覆盖90%以上中小经济公司, 经纪人用户超1万人
金融业务	- 为客户提供产权代办、资金托管、按揭办理等一站式服务 - 拥有业内唯一获得第三方支付牌照的担保支付工具“理房通”, 充分保障交易过程资金安全 - 通过对接银行、自有资金、P2P等多种渠道为买卖双方提供按揭贷款、过桥贷款等全方位融资支持 - 自建P2P平台“链家理财”, 上线200天累计交易我突破50亿元, 月交易额15亿元, 位居行业前5名

资料来源: 互联网公开资料, 太平洋证券研究院

链家旗下品牌和业务覆盖了用户的整个住房需求周期, 各业务之间相互促进, 构成地产服务的有机生态整体。

图表 38: 链家产品覆盖整个用户住房需求周期



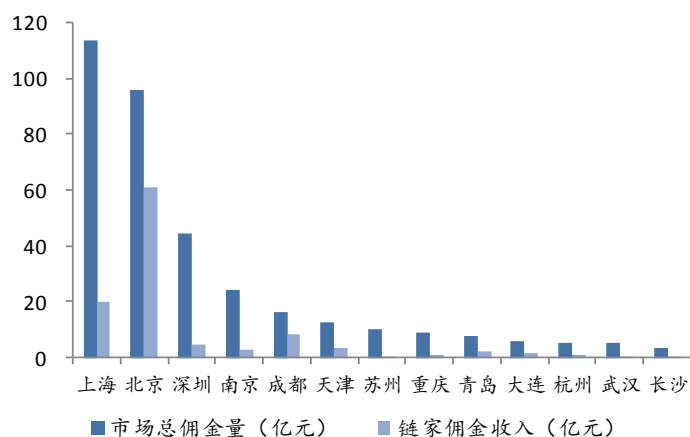
资料来源: 公司资料

链家拥有地产服务最大流量入口, 有望打开东易日盛更大获客通道。链家在房地产服务领域有多年的积淀, 是国内最大的地产服务平台, 链家网日独立访客超过 300,000 人, APP 端 DAU 超

过 100,000 人，平台在售类房源 110,000 套。链家庞大的客户流量，为家装获客渠道提供更大支持。

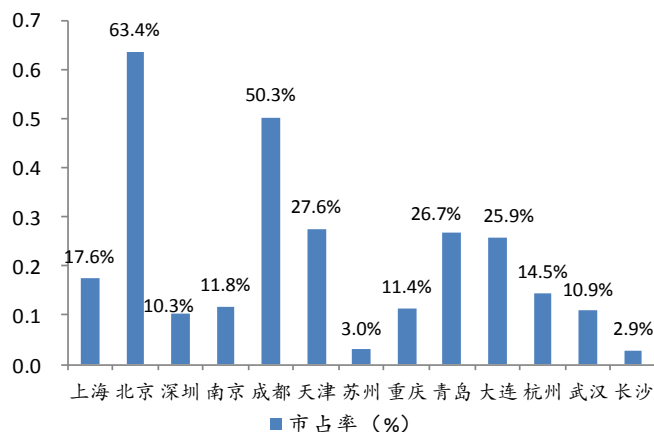
链家在新房和二手房市场有规模优势，无论在新房装修还是二手房翻新方面，都有望为东易日盛家装业务导流。链家深耕二手房经纪市场，二手房业务把控力很强，市场地位领先。根据我们掌握的情况，2015 年，链家在北京市二手房经纪业务佣金收入占比已经高达 63.4%。同时在天津、成都、大连等地市占率也超过 20%，上海地区链家在收购当地最大地产中介德佑地产后市占率迅速提升。

图表 39: 2015 年主要城市二手房交易佣金与链家预计佣金收入



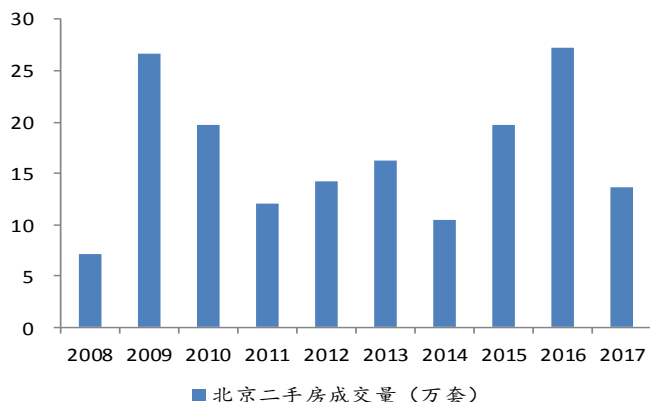
资料来源：公司资料

图表 40: 2015 年链家主要城市二手房市占率估算



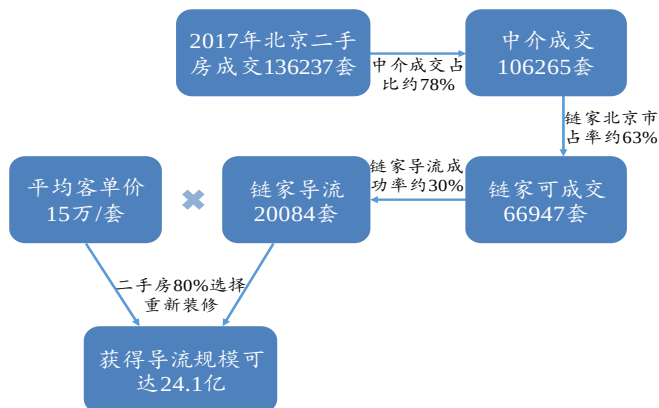
资料来源：公司资料

图表 41: 2008-2017 年北京二手房成交走势



资料来源：北京房产金融圈

图表 42: 东易日盛若受链家导流北京二手房装修规模测算



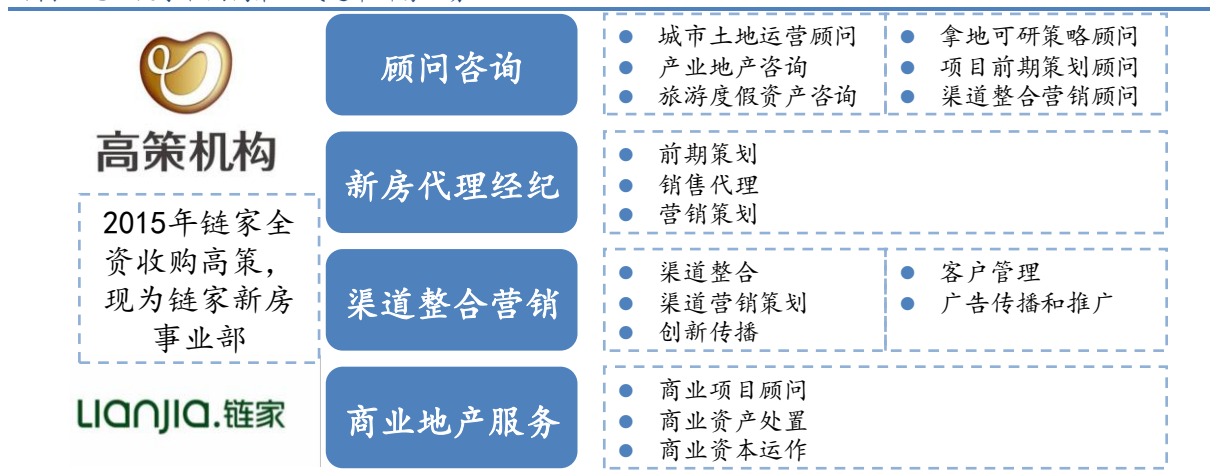
资料来源：太平洋证券研究院

目前双方具体合作形式尚未正式确定，我们以北京二手房市场为例进行测算，链家导流或可为东易日盛带来 24.1 亿二手房装修规模。我们以二手房成交较为冷清的 2017 年来看，2017 年北

京房成交 136237 套，其中中介成交占比平均约为 78%，假设 80%二手房购买者选择重新装修，按照链家在北京市占率 63%，导流成功率为 30%来测算（30%是目前链家给银行等合作对象的导流成功率），东易日盛可获得北京二手房装修规模约为 24 亿元。

新房装修方面，双方亦有可能发挥协同效应。2014 年 4 月，链家与北京万科金域东郡项目合作，开始进入新房市场。7 月，链家组建了新房团队，正式成立链家新房事业部。2015 年链家与高策合并正式进入新房领域。2017 年先后与融创、远洋、碧桂园、金科、鸿坤等十几家品牌房企达成战略合作关系，在销售代理、渠道合作、营销研究创新以及大数据互通互联等层面达成战略合作。截至 2017 年 1 月，链家新房布局全国 25 城，服务 500 余家开发商。

图表 43：链家收购高策正式进军新房业务



资料来源：高瓴资本

与链家合作的地产开发商例如万科、碧桂园等都具有庞大规模和跨区优势，保障新房房源的优质质量。而链家线下门店布局广阔，线上流量资源丰富。优质房源结合链家流量大数据平台，未来链家新房业务将有望进一步扩大，新房业务中的导流将可为东易日盛获取更多优质装修客户资源。

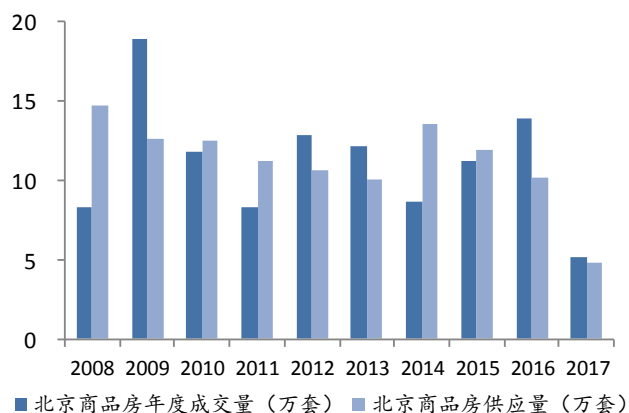
图表 44：链家新房业务流程，亦可为东易日盛导流



资料来源：高瓴资本，太平洋证券研究院

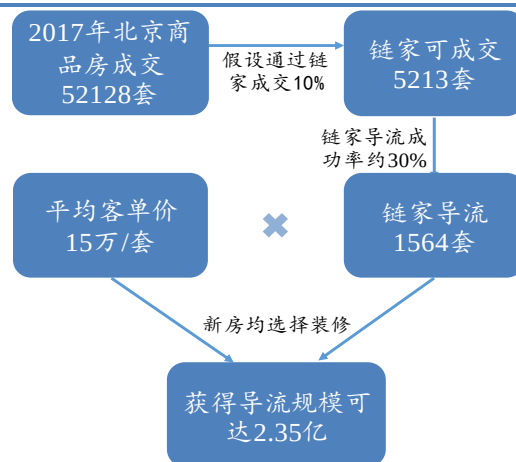
根据北京 2017 年新建商品房成交量进行保守测算，经链家导流或可得 2.35 亿元北京新房装修市场规模。2017 年北京新房成交 52128 套，相对 2016 年同比下降 62.5%。保守假设未来新房成交量与 2017 年相等；链家新房业近几年刚起步，新房业务市场占比较低，假设为 10%；同样地，链家导流装修业务成功率假设为 30%；假设平均客单价为 15 万/套，全部新购房均选择装修；保守测算北京地区链家导流东易日盛新房装修业务规模或可达 2.35 亿元。

图表 45：2008-2017 年北京商品房成交走势



资料来源：云房资讯

图表 46：东易日盛若受链家导流北京新房装修规模测算



资料来源：太平洋证券研究院

4.3 长租公寓千亿蓝海，携手链家业务可期

国家租赁市场政策利好，东易日盛成立长租公寓事业部，携手链家拓展长租公寓业务，二者将强强联合，长租公寓装修有望取得进一步发展。国家持续推进针对我国租房市场的宏观政策，完成我国租房市场的顶层设计，未来长租业务市场空间广阔。东易日盛 20 年深耕家装行业，具有开展长租公寓装修业务的基础与优势。同时，链家紧随宏观政策持续创新推进长租公寓业务，未来有望共同合作推进长租装修业务市场。

长租房政策频出推进“租售并举”，长租公寓装修市场空间广阔。政府陆续密集出台相关政策，推动住房租赁市场发展方案频出。2017 年 5 月住建部明确建立购租并举的住房制度，规范住房租赁和销售行为，保护当事人合法权益。之后各地方也相继出台相关细则推进住房租赁市场发展。

图表 47：我国租赁市场相关出台政策

时间	政策文件	主要内容
2014/3/12	《中共中央、国务院关于印发〈国家新型城镇化规划(2014—2020 年)〉的通知》	对城镇低收入和中等偏下收入住房困难家庭，实行租售并举、以租为主，提供保障性安居工程住房，满足基本住房需求。稳定增加商品住房供应，大力发展二手房市场和住房租赁市场，推进住房供应主体多元化。
2015/1/6	住建部发布《加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	提出培育市场供应主体，完善住房租赁支持政策，支持租赁住房建设，为登记备案的住房租赁企业、机构和个人，给予税收

2015/12/21	《2016 年中央经济工作会议公报》
2016/2/6	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》
2016/4/14	《国土资源部关于进一步做好新型城镇化建设土地服务保障工作的通知》
2016/4/27	发改委《关于印发促进消费带动转型升级的行动方案》
2016/5/17	住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2017/5/19	住建部发布《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》
2017/7/18	九部委印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》
2017/8/28	国土资源部会同住房和城乡建设部制定《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》

优惠和金融支持。

要加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房提供租赁房源,鼓励发展住房租赁专业化企业。

建立购租并举的城镇住房制度;加快推广租赁补贴制度,采取市场提供房源、政府发放补贴的方式,支持符合条件的农业转移人口通过住房租赁市场租房居住;加快发展专业化住房租赁市场。

完善住房用地供应政策;鼓励以各类住房配建、现有非住宅用地改变用途等方式,支持发展住房租赁市场。

提出稳定住房消费预期,增加一线和部分热点二线城市的住宅建设用地供应;加大对房地产中介机构的管理,规范房地产市场秩序;加快培育和发展住房租赁市场。

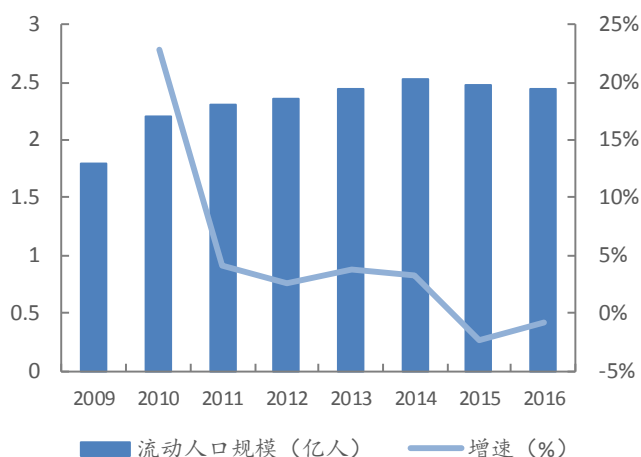
到 2020 年,根本构成供给主体多元、运营效劳标准、租赁关系波动的住房租赁市场体系。其中,开展住房租赁企业摆在培育市场供给主体首要地位。鼓励租赁企业长期发展。

建立购租并举的住房制度,规范住房租赁和销售行为,保护当事人合法权益。

人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业,以充分发挥国有企业在稳定租金和租期,积极盘活存量房屋用于租赁,增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。允许集体建设用地建设租赁住房符合法律规定;房地产开发企业可以参与集体建设用地上租赁住房建设、运营,但必须通过与作为土地使用者的集体经济组织联营或入股方式合作。

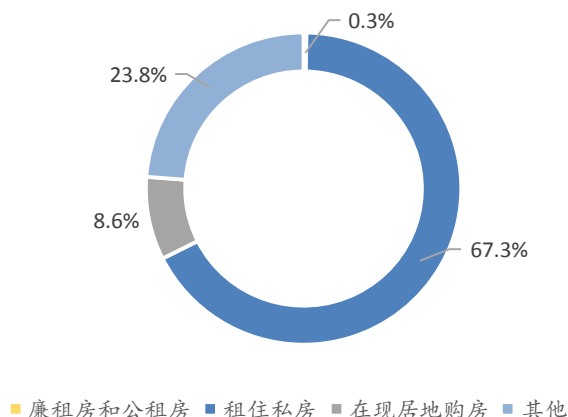
资料来源:相关文件,太平洋证券研究院

图表 48: 中国流动人口规模变动情况



资料来源:国家统计局,太平洋证券研究院

图表 49: 2016 年超过 2/3 的流动人口选择租住私房



资料来源:欧立信咨询

长租房装修市场将成千亿蓝海, B2C 租赁业务推动家装行业加速整合。(1) 2016 年我国流动人口规模为 2.45 亿人,流动人口长租比例为 56%;(2) 长租公寓渗透率达到 30%;(3) 人均 25 平方米的租住面积,长租公寓面积将达到 10.29 亿平方米;(4) 装修装饰行业每平方米装修金额约为

800~1400 元；(5) 根据调查，自住房平均每 8.72 年重新装修一次，长租公寓损耗预计更快周期预计为 7 年；那么未来长租公寓装修市场年均市场规模将达到 1176 亿-2058 亿元。

东易日盛设立长租公寓事业部，具有开展长租装修业务的基础与优势。2017 年 9 月公告称公司将设立长租公寓事业部，全面负责长租公寓装修的市场研究、业务开拓、项目开展和实施，并设置单独的服务体系以保障后续的售后服务工作，当前处于业务规划阶段。长租公寓业务是 B2B 业务，装修在长租公寓的运营中占据重要地位，客户注重租房设计风格、环保等因素。公司深耕家装行业多年，具有一定的开展相关业务的优势与基础，主要体现在：

(1) 公司品牌优势突出，是首批“国家装配式建筑产业基地”家装企业，在技术和成本管控方面具显著优势。共获得各类奖项 90 余项。家装行业公司众多，东易日盛多年居于“中国品牌价值 500 强榜单”，品牌价值已增长至 203.19 亿元，蝉联家装行业品牌价值第一名。公司产品和服务辐射全国 132 个重点城市，规模布局与长租公寓契合，能在线下快速响应。另外公司是首批“国家装配式建筑产业基地”。公司具有良好的品牌形象，众多的奖项为公司赢得了巨大的市场声誉和卓越的竞争优势。

图表 50：东易日盛品牌荣誉及获奖情况

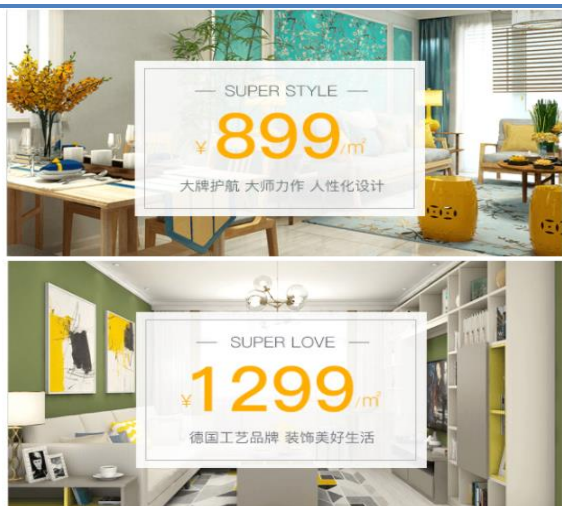
年份	月份	获奖情况
2010 年	1 月	“东易日盛”被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。
	2 月	荣获“2009 中国住宅精装修企业实力榜”第八名。
	3 月	获评“2009 年中国房地产开发企业 500 强建材采购首选品牌（橱柜类）”。
	7 月	获得由《时尚家居》颁发的“十年家居推动奖”。
	11 月	获《京华时报》主办的“第三届‘拇指之尊’京城百姓最钟爱家居建材品牌”。
2011 年	12 月	荣获“力”江苏广播 2010“年度最具影响力家居品牌”。
	1 月	公司获得由北京市税务系统颁发的“纳税信用 A 级企业”称号。
	5 月	连续五年蝉联中国特许奖。
	6 月	蝉联由北京市工商局认定的“北京市著名商标”称号（2010-2013）。
2012 年	11 月	设计作品获第十九届亚太设计大奖赛居住空间类银奖。
	1 月	东易日盛被搜狐家居评为“消费者喜爱品牌”
	2 月	被中国建筑装饰协会评为“全国住宅装饰装修行业绿色低碳”企业；2011 年度新华网家居最具影响力企业
	5 月	被中国建筑装饰协会、北京市建筑装饰协会评定为“建筑装饰装饰工程专业承包 AAA 级信用企业”
2013 年	6 月	中国建筑装饰协会、中国指数研究院评定的“2012 中国家居产业百强企业家装第一名”
	6 月	中国指数研究院、中国装饰装修及材料指数系统主办“2013 年中国家居产业百强企业研究成果发布会”，东易日盛被评为“2013 中国家居产业百强企业”家装类第一名。

2014 年	9 月	34 位设计师斩获第五届“筑巢奖”大赛奖项
	1 月	“2014 年北京家庭居住装饰装修行业资信等级 AAA 级”
2015 年	11 月	国家高新技术企业认证
	10 月	住建部颁发“国家装配式建筑产业基地”
2016 年	12 月	中国家居产业发展年会暨 2016 年度中国家居产业“大雁奖”； “中国家装行业特别贡献奖”、“中国产业升级创新奖”、“中国家装金钻奖”
	3 月	“数字化的人工智能家装关键技术北京市工程实验室”获 838 万政府奖励资金
2017 年	12 月	2017 年中国品牌价值 500 强第 204 名，家装行业头名
2018 年	1 月	文化产业投资高峰论坛暨时尚娱乐消费影响力年度颁奖礼斩获“最具风尚开拓奖”

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

(2) 公司具有具有核心技术 DIM+数装系统和全信息化平台优势。DIM+数装系统实现了家装设计、报价、产品、供应链、施工各环节的标准化。14 套软件全信息系统打通了财务、人力、供应链、电子商务等平台使数据准确传输，实现了运营效率提升。公司目前信息化书技术人员储备充足，基本可实现信息化内部自主开发维护。高效的系统运营能力能够保障长租公寓业务需要交付的设计品质、工期需求。

图表 51：速美高性价比产品化家装



资料来源：公司官网

图表 52：木作工厂配套整装供应链



资料来源：公司官网

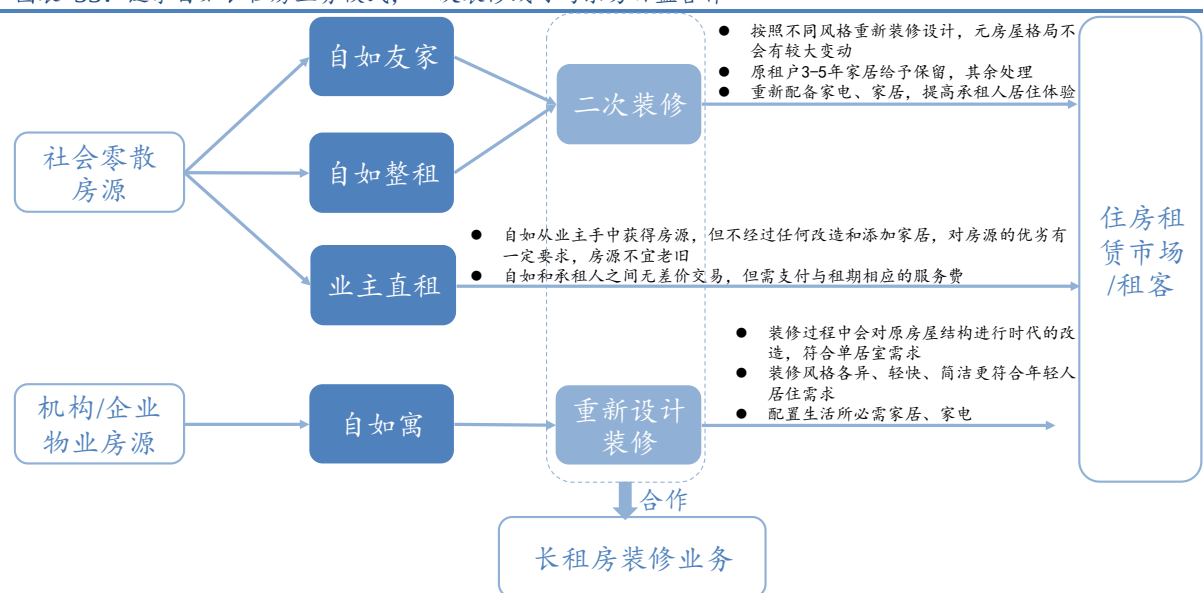
(3) 速美高性价比产品化家装契合长租公寓装修需求。速美标准化家装产品在东易日盛强大的设计支撑的基础上，具有高性价比的特征。同时速美的一定程度标准化的产品可以具有快速复制能力。依托公司领先无毒工艺的木作配套体系，速美将提供风格统一的整装解决方案，并且可以保证产品环保品质。整体风格设计、供应链的支撑、整装产品开发能力是长租公寓装修业务的有力保障。

链家积极开拓长租房市场，长租公寓业务全国第一。作为地产中介机构，链家有天然租赁业务优势。链家手中掌握着精准而庞大的住房流量入口，可以将这些住房流量转化给自身的公寓租赁体系，同时本身掌握的房源优势也将为链家拿方有优势基础。链家依托自身在二手房市场经济业务的快速发展，创新拓展业务到租房市场，2011-2013 年期间，加大业务扩张力度，建立“自如”品牌，开拓租赁业务。

“自如”于 2016 年 5 月从链家体系中独立出来，作为链家独立的全资子公司运营。“自如”品牌旗下有自如友家(合租)、自如整租(整套)、自如寓(集中式)、自如驿(短租)几大产品线，是目前国内规模第一的长租公寓品牌。目前自如服务租客累计达 85 万人，房源保有量超 35 万间，累计服务业主超 15 万人。

“自如寓”定位于集中式长租公寓，运营模式为从三方获取物业资源，通常租赁整栋或几层，经过统一装修推向市场。“自如友家”和“自如整租”则通过获取分散式的社会房源，经过简单的二次装修后推出到租赁市场。几类产品都涉及作为租赁中介的装修设计过程，这部分业务更有可能与具有规模的家装公司合作。长租公寓本身对装修的性价比以及环保性有相当的要求，这与东易日盛推出的速美超级家业务有一定的契合性，长租业务协同作用凸显。

图表 53：链家自如长租房业务模式，二次装修可与东易日盛合作



资料来源：同策研究院，太平洋证券研究院

5、先发优势明显叠加集中度提升的巨大空间，未来看 500 亿市值

5.1 盈利预测的基本假设

我们假设公司 2017-2019 年家装业务收入增速分别为 22.5%、30.0%和 33.8%，毛利率分别为

35.2%、34.3%和 33.6%；精工装业务 2017-2019 年收入复合增速为 20%，毛利率维持在 20%；公装业务收入 2017-2019 复合增速为 23%，毛利率维持在 40%；特许收入 2017-2019 年收入基本持平，毛利率为 100%；商品销售收入 2017-2019 年收入增速维持在 30%，毛利率稳定在 40%，服务收入 2017-2019 年增速维持在 28%，毛利率为 100%。

图表 54：分业务预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,257,325,473.72	2,998,905,933.11	3682788869	4763653222	6320854611
营业收入 YOY	20.1%	32.9%	22.8%	29.3%	32.7%
营业成本	1,374,093,052.99	1,882,744,267.55	2348944838	3079601327	4131786767
毛利率	39.1%	37.2%	36.2%	35.4%	34.6%
家装收入	2,123,938,039.33	2,729,161,985.31	3344342978	4346084832	5814473665
家装收入 YOY	19.1%	28.5%	22.5%	30.0%	33.8%
家装成本	1,316,137,859.33	1,738,910,660.49	2167134250	2855377735	3860810513
家装毛利率	38.03%	36.28%	35.2%	34.3%	33.6%
精工装收入	11,480,927.13	14,957,831.91	17949398.29	21539277.95	25847133.54
精工装收入 YOY	-76.7%	30.3%	20%	20%	20%
精工装成本	8,455,866.47	14,533,716.28	14359518.63	17231422.36	20677706.83
精工装毛利率	26.35%	2.84%	20%	20%	20%
公装收入	68,454,464.98	202,082,783.22	254624306.9	313187897.4	375825476.9
公装收入 YOY	306.7%	195.2%	26%	23%	20%
公装成本	35,778,030.47	119,107,161.83	152774584.1	187912738.5	225495286.2
公装毛利率	47.73%	41.06%	40%	40%	40%
特许收入	11,124,305.92	7,015,713.60	7015713.6	7015713.6	7015713.6
特许收入 YOY	29.8%	-36.9%	0%	0%	0%
特许成本					
特许毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
商品销售	21,224,193.22	18,816,007.13	24460809.27	31799052.05	41338767.66
销售收入 YOY	18.8%	-11.3%	30%	30%	30%
销售成本	13,721,296.72	10,192,728.95	14676485.56	19079431.23	24803260.6
销售毛利率	35.35%	45.83%	40%	40%	40%
服务收入	21,103,543.14	26,871,611.94	34395663.28	44026449	56353854.72
服务收入 YOY		27.3%	28%	28%	28%
服务成本					
服务毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

综上所述，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 36.8、47.6 和 63.2 亿元，复合增速为

31%，2017-2019 年归母净利润分别为 2.3、3.1 和 4.1 亿元，复合增长率为 33.5%，2017-2019 年 EPS 分别为 0.87、1.19 和 1.55 元。

5.2 集中度提升刚刚开始，未来看 500 亿市值

截止至 2018 年 2 月 4 日，公司的收盘价为 27.6 元，总市值为 72.56 亿元，对应的 2017 年-2019 年市销率分别为 5.19 倍、3.71 倍、2.55 倍，市盈率分别为 31.14 倍、22.76 倍、17.46 倍，和家装行业另一家公司名雕股份相比，估值优势较为明显。

图表 55：估值对比

公司名称	EPS				PE				PEG	PS		市值 (亿元)
	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E		18E		
东易日盛	0.69	0.84	1.15	1.56	46.71	33.01	23.91	17.71	0.63	1.52		72.56
名雕股份	1.01	0.44	0.49	0.53	89.11	40.37	36.28	33.04	3.22	2.73		23.48

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

我们认为公司作为家装行业的龙头，且是上市公司中唯一一家以 C 端客户为主的全国性家装公司，从行业来看，我们认为目前家装行业正处于集中度加速提升的初期阶段，东易日盛通过速美将家装产品进行一定程度的标准化和套餐化，以满足众多主流消费人群的整装需求，并通过 DIM+ 系统实现施工环节的标准化，目前交付时间全行业最短，且未来还有进一步缩短的可能性。

公司是行业内唯一一家拥有木作工厂的家装公司，定制家具已经成为行业趋势，而定制家具生产工艺较为复杂，且具有较强的服务属性和非标准化属性，一直以来是家装公司供应链环节中最难整合的产品品类，而与市面上大部分定制家具企业合作也存在着众多问题，随着定制家具渗透率的提升，我们认为东易日盛在这方面的优势会愈发凸显。

考虑到目前链家网已经是公司二股东，双方未来在新房装修、二手房装修、以及长租公寓等方面的业务均有着广泛的合作空间，而精准流量成本高的问题一直是困扰大部分家装公司做大的重要因素之一，我们认为由于家装行业存在着重服务和流程复杂等特点，可以给予至少 33 倍的估值水平，目前市值 72 亿，我们第一市值目标位为 100 亿！

从中长期来看，目前住宅装饰市场 CR50 为 2.6%，东易日盛作为龙头，市占率仅为 0.2%，未来随着行业集中度的提升，我们看好龙头集中度提升至 1% 以上的水平，对应公司 200 亿收入水平，按 8% 的净利率推算，16 亿市值，按照 33 倍 PE 来测算，我们认为未来公司市值有望达到 500 亿！

6、风险提示

房地产销售下行风险。定制橱柜产品需求受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易的影响。近年来，为抑制部分城市房价过快上涨的势头，促进房地产市场平稳健康发展，国家针对住宅房地产出台了一系列调控政策，打压投机性房地产投资。如果未来宏观调控、经济发展环

境导致我国房地产市场持续低迷，家装行业会受到一定的影响。因此，公司存在因房地产市场不景气导致业绩下滑的风险。

市场竞争加剧的风险。公司在设计研发、品牌、渠道等方面具有较强的优势。但由于家装行业发展迅速，前景广阔，且进入门槛较低，会不断有较小规模的公司涌入市场。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

原材料价格波动的风险。公司生产定制木作产品的原材料包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分电器。由于直接材料占主营业务成本的比例较高，直接材料的采购价格变动对主营业务成本将产生较大的影响。近年来，部分原材料价格存在一定的波动，若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司经营产生负面影响。

其他风险：订单不及预期风险。

资产负债表(百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	722	1036	2034	2729	3711
应收和预付款项	199	286	297	392	520
存货	162	183	222	288	388
其他流动资产	249	79	81	90	102
流动资产合计	1331	1584	2634	3499	4721
长期股权投资	14	89	89	89	89
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	219	292	343	384	417
在建工程	40	3	-41	-83	-126
无形资产开发支出	91	101	91	88	85
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	786	1074	687	683	670
资产总计	2117	2659	3321	4182	5392
短期借款	20	0	0	0	0
应付和预收款项	779	1083	1177	1531	2041
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	331	455	551	708	934
负债合计	1129	1538	1728	2238	2974
股本	250	254	263	263	263
资本公积	393	466	674	674	674
留存收益	311	384	603	906	1316
归母公司股东权益	953	1044	1480	1784	2193
少数股东权益	34	77	113	160	224
股东权益合计	988	1121	1593	1944	2418
负债和股东权益	2117	2659	3321	4182	5392

现金流量表(百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	307	447	393	719	1007
投资性现金流	-229	-32	387	-24	-24
融资性现金流	-119	-95	217	0	0
现金增加额	0	0	0	0	0

利润表(百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2257	2999	3683	4764	6321
营业成本	1374	1883	2349	3080	4132
营业税金及附加	66	45	72	86	117
销售费用	424	513	571	700	885
管理费用	264	317	405	472	604
财务费用	-1	0	1	2	2
资产减值损失	-2	9	-18	2	3
投资收益	29	18	21	20	21
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	162	250	324	443	599
其他非经营损益	-12	5	-1	1	1
利润总额	150	255	323	444	600
所得税	34	52	69	93	126
净利润	116	203	255	351	474
少数股东损益	17	30	36	47	64
归母股东净利润	98	173	219	304	409

预测指标

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	39.13%	37.22%	36.22%	35.35%	34.63%
销售净利率	4.36%	5.76%	5.95%	6.37%	6.48%
销售收入增长率	20.07%	32.85%	22.80%	29.35%	32.69%
EBIT 增长率	2.31%	71.83%	26.89%	37.50%	35.02%
净利润增长率	-15.42%	75.74%	26.81%	38.47%	34.88%
ROE	10.32%	16.56%	14.81%	17.02%	18.67%
ROA	4.65%	6.50%	6.60%	7.26%	7.59%
ROIC	71.52%	-119.7%	-36.74%	-33.91%	-30.70%
EPS(X)	0.39	0.69	0.83	1.15	1.56
PE(X)	65.77	34.33	34.18	24.68	18.30
PB(X)	6.72	5.76	5.06	4.20	3.42
PS(X)	2.84	2.01	2.03	1.57	1.19
EV/EBITDA(X)	30.45	16.24	14.89	9.63	5.74

资料来源: WIND, 太平洋证券



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
I 内，行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。