

开拓互联网家装及长租公寓蓝海，家装龙头扬帆起航

首次覆盖报告

◆ A6 为中坚业务，带动业绩持续稳健增长：

A6 业务是公司主要的收入及利润贡献来源，近年经营持续稳健增长：一是体现在店面扩张上，每年保持 15-20 家增长速度，2017 年已有店面 150 余家；二是体现在客单价稳步提升上，客户均单值从 2014 年的 24 万稳步提升 2017 年的 29 万，未来将通过提供丰富的全家定制衍生服务，进一步提升均单值；三是在手订单充足，考虑到公司稳定的高量房转化率，未来业绩可期。在主营 A6 业务的带动下，根据 2017 年业绩快报显示，公司实现营业总收入 36.47 亿元，同比增长 21.6%；归母净利润 2.18 亿元，同比增长 26.02%，业绩增长稳健，符合市场预期。

◆ 速美业务厚积薄发，加速落地：

在整装和互联网家装成为行业新趋势的背景之下，公司潜心研发的“速美超级家”契合市场需求，解决行业痛点。其 DIM+ 数局美装系统、全信息化系统和在线施工管理系统能实现客户“所见即所得”的购物体验；行业领先的物流仓储系统为业务爆发提供保障；依托“直营+落地商服务”模式，加速线下渠道扩张。随着业务体系的完善，我们判断该业务 2018 年将实现盈亏平衡，2019 年起开始盈利。借助直营模式，预计速美业务未来将加速落地，营收实现飞速增长。

◆ 定增引入万科/链家，形成协同效应：

公司于 2018 年 1 月 3 日以非公开方式向天津晨鑫（链家持股 100%）和万科链家（万科持股 50%、链家持股 35%）进行股票发行，发行后天津晨鑫及万科链家分别持股 2.59% 和 1.07%。随后，1 月 4 日天津晨鑫和万科链家以 21.38 元/股的价格通过大宗交易分别增持公司股票 140.28 万股。定增及大宗交易之后，天津晨鑫及万科链家分别持有公司股份 3.12% 和 1.6%，成为公司第二及第六大股东。公司将定增的募集资金用于家装行业供需链智能物流仓储管理平台建设项目和数字化家装体验系统建设项目，有助于快速提高家装主业的拓展效率。此外，引入万科及链家，能为公司增加引流获客渠道，提高家装业务的市场渗透率。

◆ 拓展长租公寓及装配式建筑，打开成长空间：

近年来我国长租公寓政策红利不断，市场发展迅速。根据测算，未来三年长租公寓市场空间约 2930 亿元，平均每年对家装行业带来 977 亿元的规模拉动。公司提前布局长租公寓市场，于 17 年 9 月设立长租公寓事业部，或将为公司速美等业务开辟新的空间。此外，公司有望通过与链家旗下的长租公寓品牌“自如”合作，获取大批量长租公寓装修订单，协同作用显现。公司还提前对装配式建筑市场开展布局，于 16 年 10 月成为首批“国家装配式建筑产业基地”的家装企业。长租公寓与装配式建筑具备很高的契合度，二者结合将为公司未来业务发展打开新的成长空间。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2019 年实现归母净利 2.18/2.70/3.53 亿元，同比增长 26%/23.8%/30.9%，对应 EPS 为 0.83/1.03/1.34 元。当前股价对应 2017~2019 年的 PE 为 32.9/26.6/20.3 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

◆ **风险提示：**地产行业景气度下行，政策推进不及预期，业务协同不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2257	2,999	3,647	4,716	6,123
增长率(%)	20.1	32.9	21.6	29.3	29.8
净利润(百万元)	98.4	173	218	270	353
增长率(%)	-15.4	75.7	26.0	23.8	30.9
毛利率(%)	39.1	37.2	38.8	38.1	38.0
净利率(%)	4.4	5.8	6.0	5.7	5.8
ROE(%)	7.6	16.6	21.5	27.9	38.9
EPS(摊薄/元)	0.39	0.68	0.83	1.03	1.34
P/E(倍)	69.23	40.1	32.9	26.6	20.3
P/B(倍)	5.29	6.6	7.1	7.4	7.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

联系人

王斌
wangbin1@xsdzq.cn

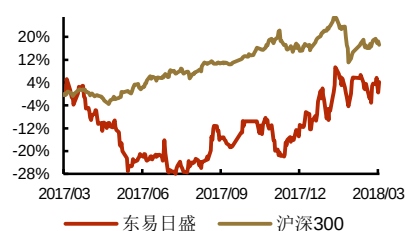
王萌
wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.03.16

收盘价(元)：27.28
总股本(亿股)：2.63
总市值(亿元)：71.72
近 3 月换手率：184.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.62	20.43	-14.38
绝对	-0.37	22.33	2.13

相关研报

目 录

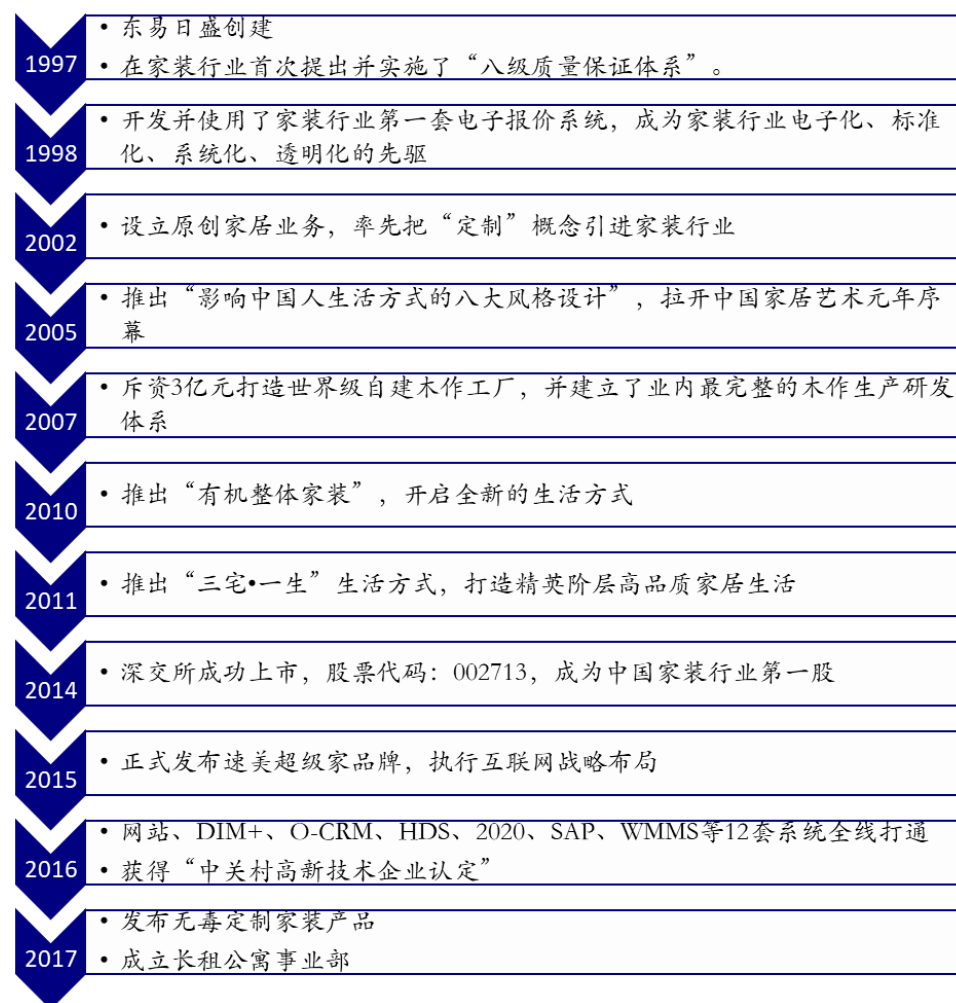
1、 东易日盛：深耕市场 20 年，成就家装领军企业	3
1.1、 引领行业发展，子品牌完整覆盖市场与产业链	3
1.2、 业绩增长稳健，财务情况良好	4
2、 家装行业方兴未艾，整装及互联网家装成为新方向	5
2.1、 家装行业万亿级市场，存量房市场空间大	5
2.2、 “大行业、小企业”特点明显，进入整合洗牌期	6
2.3、 整体家装成为趋势，互联网家装锋芒已露	7
3、 “A6”为基“速美”为翼，拓展长租公寓蓝海未来可期	9
3.1、 A6 为中坚业务，持续稳健增长	9
3.2、 速美业务厚积薄发，加速落地	10
3.3、 定增引入万科/链家，形成协同效应	11
3.4、 拓展长租公寓及装配式建筑，打开成长空间	12
4、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15
图表目录	16

1、东易日盛：深耕市场 20 年，成就家装领军企业

1.1、引领行业发展，子品牌完整覆盖市场与产业链

东易日盛集团始创于 1997 年，主营业务是面向个人客户和住宅开发商提供“有机整体家装解决方案”，包括设计、施工、产品整合配套等系列服务，具有全产业链整合运营能力。2014 年公司成为中国家装行业率先上市企业，连续多年居于中国品牌价值家装行业前列，拥有 55 项专利，在家装行业中率先成为高新技术企业。目前公司下设 21 家子公司、34 家直营分公司、开设超过 300 家连锁店面，产品和服务辐射超过 150 个重点城市，业务版图延伸至北美、中东和东南亚等多个国家和地区。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

目前，东易日盛集团旗下已拥有东易日盛装饰（A6 业务）、速美超级家、睿筑国际设计、原创国际设计、创域家居 5 大 B2C 品牌；邱德光设计、集艾设计、东易日盛健康科技人居子公司、易日通（供需链）等 4 大 B2B 品牌；金融投资品牌文景易盛；由网家科技公司、数字化及人工智能研究院、信息化开发及运维事业部组成的科技板块；由东易日盛智能家居子公司、意德法家家居公司、产品开发事业部组成的产品板块；以及由山西东易园、南通东易通盛、长春东易富盛德、特许事业部组成的同心阵营等。业务类型深入覆盖整个家居产业，为国内外各消费阶层提供多样化、高品质的家装服务。

表 1：东易日盛 5 大 B2C 品牌

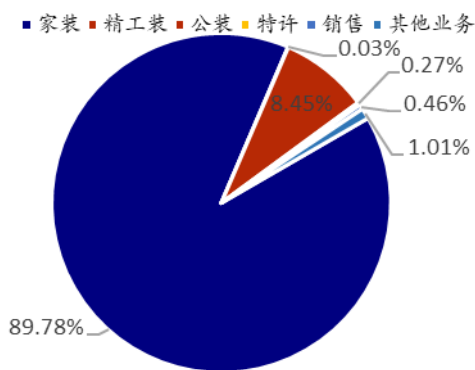
东易日盛装饰	简称A6业务，是公司的传统业务与中坚业务，以“有机整体家装”为导向，以“意十流”为设计基调，面向中国精英阶层。
速美超级家	高品质互联网家装品牌，着重打造产品化、互联网化的家装业务，运用“DIM+数字化设计系统”进行设计方案前置。主要面向80后、90后新一代装修客户。
睿筑国际设计	专业化顶级豪宅别墅整体解决方案供应商，建立定制服务模式，首创大宅生活规划师，专注国内外顶层财智人士。
原创国际设计	以国际化视野、专业化模式领航中国豪宅室内设计发展，其业务涉及私家别墅、样板间、高端会所等私享空间的室内设计与软装陈设配饰服务。
创域家居	立足上海，拥有5家设计中心，2家华装家居生活馆，涵盖整体家装及工装业务，研发智能精装产品，独创蓝钻工程施工工艺。

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

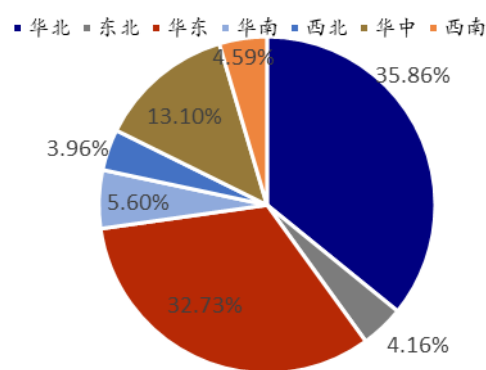
1.2、业绩增长稳健，财务情况良好

公司拥有全产业链的盈利模式，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。根据 2017 年半年报分行业营收构成，公司家装收入达 13.38 亿元，营收占比 89.78%；其次是公装收入 1.26 亿元，营收占比 8.45%；精工装收入 39.65 万元，占比 0.03%。

从地区分布来看，公司业务覆盖全国。华北、华东地区为营收第一梯队，占比分别为 35.86%和 32.73%；华中地区为营收第二梯队，占比 13.10%；华南、西南、东北、西北地区为营收第三梯队，占比 5.6%/4.59%/4.16%/3.96%。

图 2：公司 2017 半年度分行业营收占比

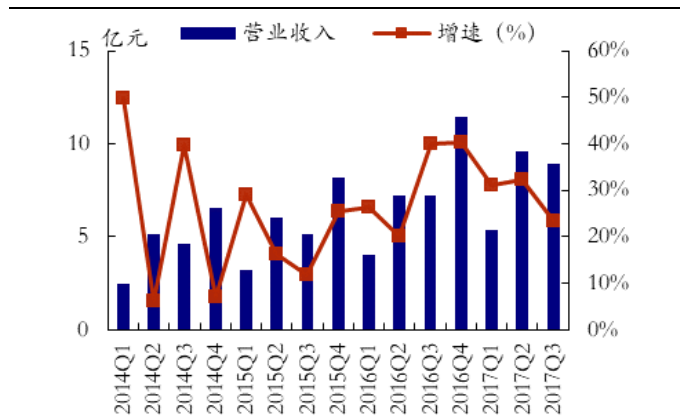
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 3：公司 2017 半年度分地区营收占比

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

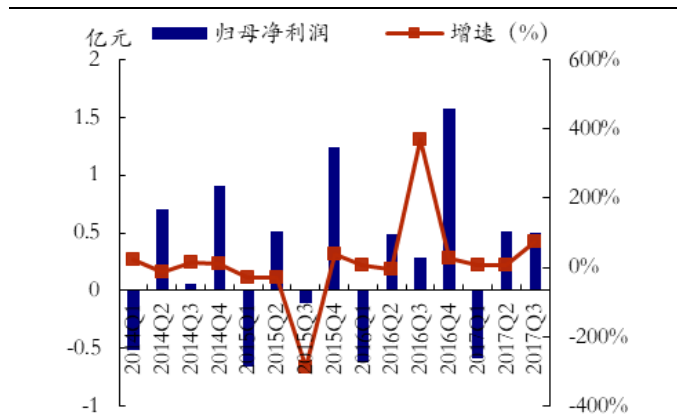
自 2014 年上市之后，公司全面布局市场，保持研发技术优势，发挥品牌与规模效应，营收呈逐年稳步增长态势，从 2015 年起年均增速均维持在 20%以上。公司归母净利润季节性显著，与家装行业特性有关。一季度气温较低不便施工，因此一般出现亏损。而四季度为收入确认结算集中期，因此归母净利润往往大幅增长。根据 2017 年业绩快报显示，公司实现营业总收入 36.47 亿元，同比增长 21.6%；归母净利润 2.18 亿元，同比增长 26.02%，业绩增长稳健，符合市场预期。

图 4：公司近年营收及增速情况



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

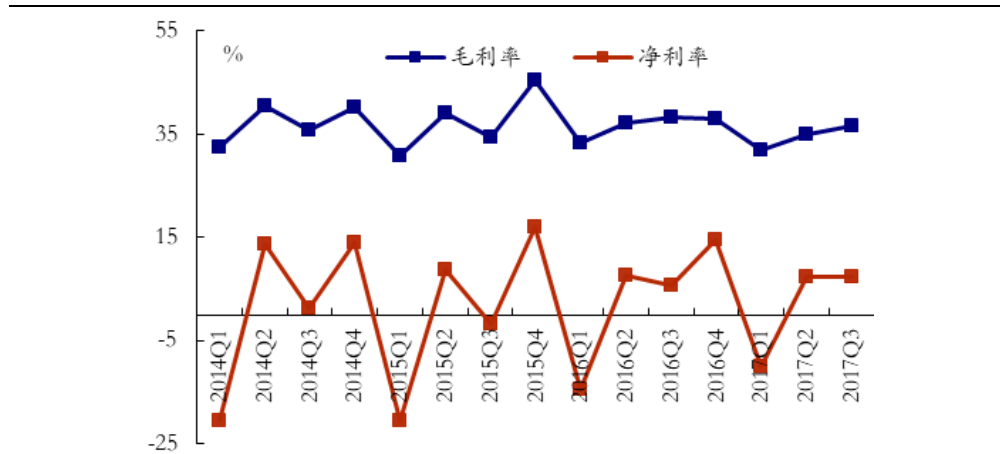
图 5：公司近年归母净利润及增速情况



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司毛利率较为平稳，从 2014 年起基本保持在 30% 以上。净利率波动较为明显，呈现季度性差异。2014 至 2017 年 Q1 净利率均低于 -10%，主要是由于收入往往在第四季度确认，但每季度均需分摊固定费用所致。

图 6：公司近年毛利率及净利率变化

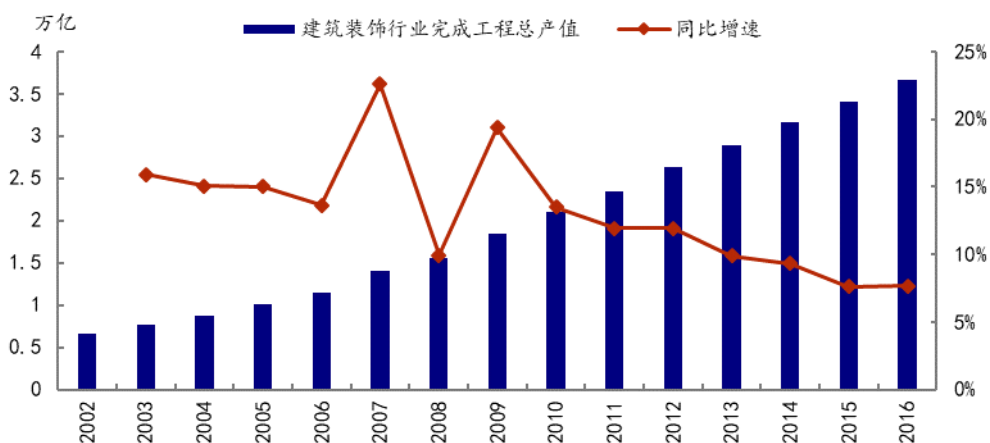


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

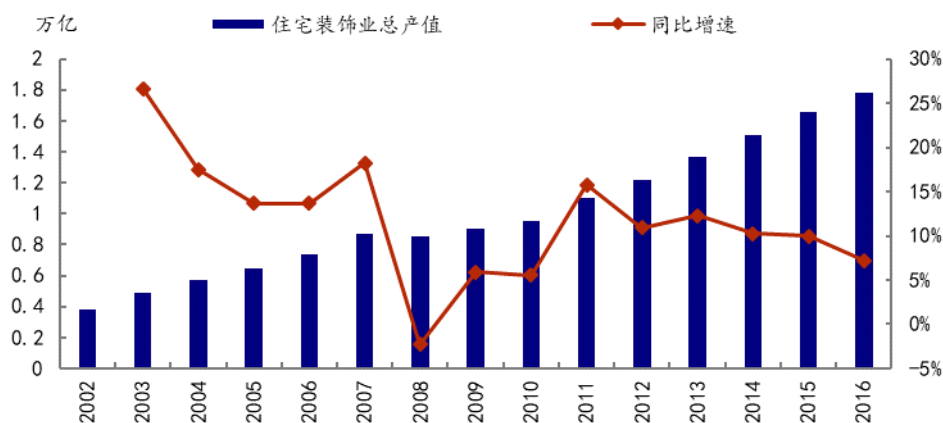
2、家装行业方兴未艾，整装及互联网家装成为新方向

2.1、家装行业万亿级市场，存量房市场空间大

改革开放以来，我国建筑装饰行业逐步发展成为一个专业化工程领域，行业年总产值由 1978 年的 150 亿元增长到了 2016 年的 3.66 万亿元，产值提高近 250 倍。近年来行业增速逐年放缓，从 2010 年的 13.5% 下滑至 2016 年的 7.6%，建筑装饰行业由高速成长期步入平稳发展阶段。而其中的家装行业产值增速稳定，根据中国建筑装饰业协会数据，2016 年我国住宅装饰业完成工程总产值 1.78 万亿，同比增速 7.23%，超过 GDP 增速，行业整体市场前景广阔。

图 7：建筑装饰行业总产值及同比增速（2002-2016 年）

资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

图 8：家装行业总产值及同比增速（2002-2016 年）

资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

虽然本轮地产上行周期遭遇史上最严调控，2017 年以来房地产投资及销售增速持续下滑，但存量房市场空间广阔，为家装行业保驾护航。根据住建部的数据，当前中国城镇人均住房面积已超 36.6 平方米，结合 2017 年中国城镇常住人口为 81347 万人，可估算我国目前住宅面积约为 298 亿平米。相比于 2017 年房地产 16.9 亿的销售面积增量，地产存量房面积约为增量房的 18 倍。家庭装修一般的更新周期为 8-10 年，具有一定的可持续性。只要每年有 5.7% 的存量房进行二次装修，就会带来与一次装修相当的市场份额。可见，存量房对家装行业带来的需求拉动是持续性的。除周期性翻新之外，2017 年以来已有 12 个城市二手房交易超过或接近新房的 50%，二手房再次装修市场空间亦不容小觑。

2.2、“大行业、小企业”特点明显，进入整合洗牌期

目前装饰市场趋于成熟、产品服务同质化严重，导致现有建筑装饰企业竞争较为激烈。根据中国建筑装饰行业协会数据，2011-2016 年，全行业企业总数大约由 14.5 万家减少至 13.2 万家，年均降幅达 1.9%，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，有资质的并已换新资质证书的企业退出市场的极少。

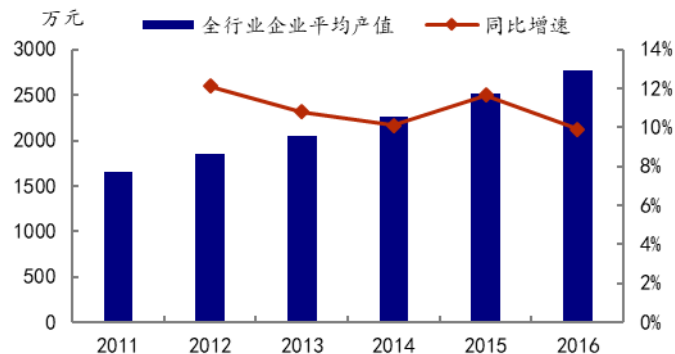
与此同时，随着全行业企业总数量的逐年递减，企业平均产值逐年抬升，由2011年的1650万元增加至2016年的2770万元，年均复合增长率达到10.9%。截止2016年底，行业年产值超过10亿元的企业数量超过200家，年产值超过50亿元的企业数量超过40家，年产值超过百亿元的企业已达到3家。

图9：建筑装饰行业企业数量（2011-2016年）



资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

图10：建筑装饰行业企业平均产值（2011-2016年）



资料来源：中国建筑装饰业协会，新时代证券研究所

由于建筑装饰行业市场规模大，进入门槛相对较低，因此市场集中度依然较低。行业集中度低，大行业、小公司的格局仍旧是行业现状。我们认为，未来装饰行业市场份额将加快向龙头公司集聚，原因如下：首先，在产品服务同质化严重的竞争环境下，龙头公司比小企业在管理与成本控制方面更具优势；其二，在家装消费升级的大背景下，消费者更青睐注重产品创新与质量把控的龙头公司；其三，随着反腐常态化，行业越来越透明和规范，一些资质不全、靠不正当竞争的小企业将失去竞争力；最后，大型地产企业都会与固定的龙头装修企业结为合作伙伴，随着装修产业上游地产企业的集中度提升，必将提高龙头装修企业的市场份额，促进装饰行业集中度的提升。

2.3、整体家装成为趋势，互联网家装锋芒已露

家装发展历程大致经历四个阶段，第一阶段为“游击队”形式，第二阶段正式装饰公司开始出现，第三阶段为集成家居模式，第四阶段则是目前成为趋势的整体家装。整体家装以‘系统化整体设计’为核心，贯穿各个空间始末；由一套生产体系实现全套家居的系统化生产，可以杜绝集成化模式‘多品牌式’拼凑装修之弊端，使居住空间风格统一、完整和谐。

表2：家装发展历程阶段特征

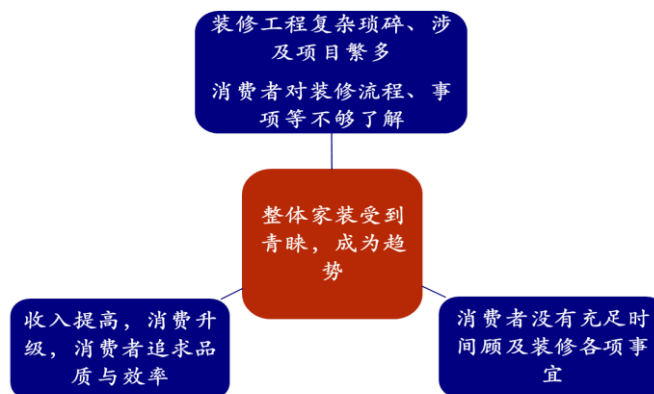
第一阶段 “游击队”形式	装修队人员不固定，施工专业度参差不齐。
第二阶段 正式装饰公司	家装行业迅速发展，正规装饰公司开始出现，提供有保障的家装服务。
第三阶段 集成家居	装饰公司将具有各自品牌特征的产品组合在一起，设计师和消费者在现成的特定品牌和产品中进行选择。
第四阶段 整体家装	以“系统化整体设计”为核心，贯穿各个空间始末，实现全套家居的系统化生产。

资料来源：新时代证券研究所整理

家装行业近年整体家装趋势明显，以家为单位，以风格、色彩、产品材质、家居布局为主线，以室内整体设计方案贯穿，包含整体厨房、整体卫浴、室内门、地

板主材等产品，加以装修基础施工（含装修辅材）在内的系统性个性化定制的整体家居解决方案受到消费者的青睐。究其原因，有三个方面：（1）普通客户因装修工程复杂琐碎、涉及项目繁多等原因对装修流程、建材等不够了解。（2）大多数消费者无法拿出充足的时间顾及装修的各项事宜，住宅装修执行起来有难度。（3）随着国民收入提高，消费转型升级，消费者追求品质，服务型消费上升，越来越多消费者尤其是年轻的 80、90 后选择整体家装，省时省心省力，提高效率。

图 11：整体家装受到青睐的原因分析

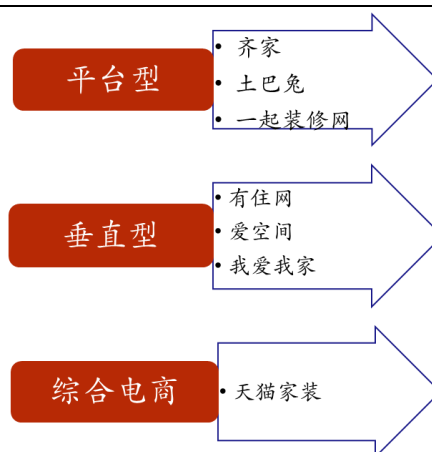


资料来源：新时代证券研究所整理

根据网易家居发布的《2016 年互联网家装白皮书》，家装市场互联网化从 2010 年逐渐开始，至 2015 年初受到资本热捧，企业纷纷涌入这一市场。2015 年下半年，超过 200 个家装平台及企业在互联网上线。部分企业由于同质化严重，竞争力差而退出市场，2016 年互联网家装平台及企业减少至 120 家左右，但互联网家装仍然是行业发展的必然趋势及方向。

互联网家装企业分为平台型、垂直型和综合电商三个不同类型。平台型以土巴兔、齐家、一起装修网为代表；垂直型以有住网、爱空间、我爱我家为代表；综合电商型以天猫家装为代表。

图 12：互联网家装企业类型及代表



资料来源：《2016 互联网家装白皮书》，新时代证券研究所

互联网家装能减少消费者与企业的传统痛点。传统家装产业链条多，参与主体多，有诸如市场鱼龙混杂、中间环节多、工程进度难把握、验收标准不一致、维权困难等行业痛点。对于消费者来说，互联网家装有助于打破中间环节，使得信息更透明，流程更标准。对于企业来说，互联网为家装企业提供产品营销和对接客户的

新口径,连通线上客户与线下家装业务,提高产品成交量,并可通过精准定位客户,推动产品标准化和可复制性。

据艾媒咨询发布的报告显示,2016年互联网家装市场规模达2103.7亿元,预计2019年市场规模将达5941.2亿元。家装上市龙头企业同样重视布局互联网家装业务,如金螳螂、亚厦股份、广田集团等于2015年均已开始互联网家装进程。随着未来互联网家装产品和服务优化升级,市场规模呈现巨大发展潜力,互联网家装已成行业发展新方向。

3、“A6”为基“速美”为翼,拓展长租公寓蓝海未来可期

3.1、A6为中坚业务,持续稳健增长

东易日盛装饰业务(简称A6业务)是公司的传统与中坚业务,以品牌、设计、专业、产品、服务和体系为目标,以“有机整体家装”为导向,将系统研发的有机家装风格体系“意十流”作为设计基调,专为中高端客户提供个性化家具定制,尊享英式大管家全程托管式服务,其产品及服务覆盖全国范围内132个重点城市,店面稳健扩张,是公司主要的收入及利润贡献来源。

图 13: A6 装饰效果图 1



资料来源:公司官网,新时代证券研究所

图 14: A6 装饰效果图 2



资料来源:公司官网,新时代证券研究所

A6业务持续稳健增长一是体现在店面扩张上,公司2013年开设直营店面63家,此后店面数量不断扩张,2013-2016年每年保持15-20家增长速度,2017年已有店面150余家。二是体现在客单价稳步提升上,客户均单值从2014年的24万稳步提升至28万,2017年进一步提升至29万,未来将通过提供丰富的全家定制衍生服务,进一步提升均单值。三是在手订单充足,考虑到公司稳定的高量房转化率,未来业绩可期。

未来A6业务将不断实现营业收入、贡献和规模的全面增长,核心竞争能力稳步提升。其采用全国集采与地方分采相结合的方式,同上游产业链达成战略合作,实现成本小化的同时扩张产品品类,实现规模效应。并且定位于中高端人群,客户的收入水平和消费能力较强,为市场规模的进一步扩大做出保障,一对一的业务服务更好地对接客户的个性化需求,满足中高端收入阶层的高品质要求,结合公司未来的全家定制衍生服务规划,均单值有望实现进一步提升。

从公司整体订单层面来看,订单维持高速增长。无论是新签订单还是在手订单,

家装均占全部订单的 80% 左右。2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 新签订单分别为 9.04/11.31/10.04/10.16 亿元，全年累计新签订单 40.55 亿元，累计已签约未完工订单金额 28.41 亿元。第四季度新签订单同比增长 42.5%，其中家装业务新签订单 8.32 亿元，精工装业务新签订单 4 万元，公装业务新签订单 1.84 亿元。家装业务与公装业务订单均同比大幅上涨，成为后续业绩增长的坚实基础。

表 3：2016Q4-2017Q4 公司订单情况（亿元）

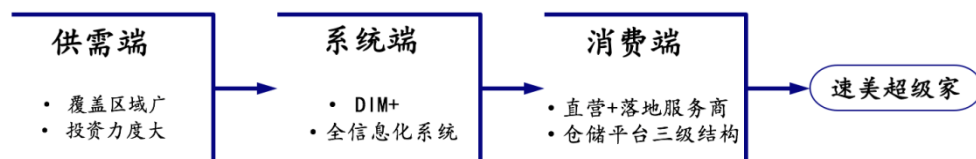
订单类型	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
新签订单					
家装业务	6.76	8.71	10.00	9.06	8.32
精工装业务	-	-	-	0.01	0.00
工装业务	0.37	0.33	1.31	0.97	1.84
合计	7.13	9.04	11.31	10.04	10.16
在手订单					
家装业务	16.64	28.90	27.64	30.63	22.67
精工装业务	1.01	0.95	-	0.01	0.01
工装业务	5.26	5.58	4.31	5.01	5.73
合计	22.92	35.43	31.96	35.65	28.41

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、速美业务厚积薄发，加速落地

“速美超级家”是公司针对 80 后、90 后新一代装修客户而设计的互联网家装产品，公司斥巨资打造 DIM+ 数局美装系统，借助 OCRM、HDS 等全线打通的 14 套信息化系统，实现客户“所见即所得”的购物体验，同时保证数据传递的及时性与精准性。另外，公司拥有行业领先的物流仓储系统，为客户提供一体化、标准化的高颜值、高性价比家装产品，依托“直营+落地商服务”模式，加速线下渠道扩张，真正实现从系统端、供需链及消费端的全方位提升。

图 15：“速美超级家”具备全方位优势



资料来源：新时代证券研究所整理

DIM+ 核心技术是公司用 3 年时间斥巨资研发出的智能家装系统，作为中国唯一可实现前端效果、后端控制与精准报价为一体的先进系统，通过对 HDS、2020 等多项系统的对接和设计、销售、供应链等环节的整合优化，实现家装行业线上线下一同步发展，将互联网思维嵌套于家装行业全价值链，真正为客户提供效果图、隐蔽工程、木作和价格“所见即所得”、全透明公开化的互联网家装新体验，客户可以从线上体验并进行量房预约，参与体验方案定制，预约到店体验实物并进行个性化调整，提供现场比价单，更可在效果图上签约并最终完成线上支付，提供完整的互联网获客生态闭环。同时，采用 OCRM/HKS 等 14 套信息化系统实现了包括设计、施工、报价、主材及物流配送等中后台运营标准化，保证了客户的极致体验，运作效率大为提升，更实现了公司产品一定程度的可复制性，以此降低成本。

作为行业一流的整体家装服务商，公司借力互联网对其供应链环节进行改造升级，于 2017 年成立全资子公司易日通，作为中国首家家装行业供应链管理公司、一站式家装供需链服务商，其服务范围涵盖国内八大地区，提供从仓储、配送到安装的一体化和智能化服务。在家装市场体量不断上升的背景下，具备行业领先的物流仓储系统和智能物流仓储管理平台将大大提升公司的市场竞争力。2018 年 1 月，公司开展定增及大宗交易，将募集的资金用于供需链智能物流仓储管理平台建设，加大物流环节投资力度，更好地匹配消费端对服务质与量的要求。目前，客户和供应商均可通过手机二维码扫描方式查看库存商品等信息，预计将于 18 年一季度完成手持机扫描、对外商品的信息化、入库、拣货、出库、信息查询、盘点等流程。

公司采用“直营+落地服务商”模式，一改传统落地商独占格局，于 2017 年上半年开始加盟直营商，在 A6 业务覆盖的城市内设立速美业务直营店，一方面可实现公司在设计、采购、监督、诉求管理等方面的直接控制，又可利用原有落地商积累的客源，降低风险的同时提高市场渗透率。公司在全国范围内布局区域仓+中心仓城市配送点三级结构，一级仓（6 个）主要覆盖北京、上海、武汉、广州、成都和沈阳六大城市，二级仓（18 个）和三级仓（36 个）将覆盖华北、华东、华中、华南、西部及东北区域的大部分地区，打通原材料采购和供货全线流程，提高采购质量与供货稳定性。

由于新业务拓展的固定费用支出，速美业务目前仍处于亏损状态。随着其业务体系的完善，我们判断该业务 2018 年将实现盈亏平衡，2019 年起开始盈利。借助直营模式，预计速美业务未来将加速落地，营收实现飞速增长。

3.3、定增引入万科/链家，形成协同效应

公司于 2018 年 1 月 3 日以非公开方式向天津晨鑫（链家持股 100%）和万科链家（万科持股 50%、链家持股 35%）进行股票发行，发行价格为 24.98 元/股。发行后，天津晨鑫及万科链家分别持股 2.59%和 1.07%。

表 4：东易日盛非公开发行股票情况

序号	询价/获配对象名称	申购价格 (元/股)	申购金额 (万元)	最终获配股数 (股)	获配金额 (万元)
1	天津晨鑫商务咨询有限公司	24.98	17000	6805444	16999.99
2	万科链家（北京）装饰有限公司	24.98	7000	2802241	6999.99
合计				9607685	23999.99

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2018 年 1 月 4 日，天津晨鑫和万科链家均以 21.38 元/股的价格通过大宗交易平台分别增持公司股票 140.28 万股。经过此次定增及大宗交易，天津晨鑫和万科链家分别持有公司股份 3.12%和 1.6%，成为公司第二及第六大股东。

表 5：东易日盛大宗交易情况

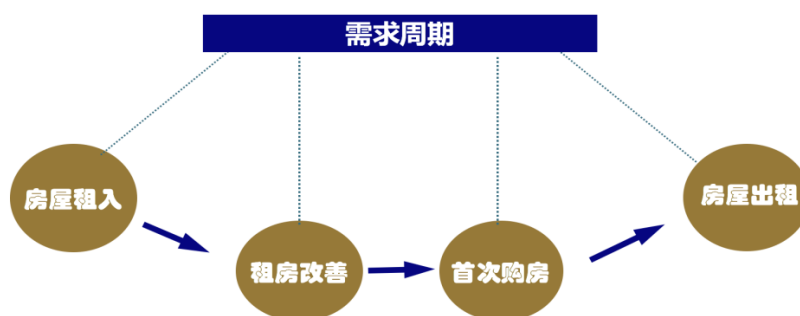
序号	询价/获配对象名称	增持价格 (元/股)	增持股数 (股)	增持比例 (%)	变动后持股比例 (%)
1	天津晨鑫商务咨询有限公司	21.38	1402800	0.53	3.12
2	万科链家（北京）装饰有限公司	21.38	1402800	0.53	1.60

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司将定增所筹资金用于家装行业供需链智能物流仓储管理平台建设项目和数字化家装体验系统建设项目。同时引入战略投资者万科及链家，为公司增加引流获客渠道。

作为公司第二大股东，链家的战略引进为东易日盛带来 1+1>2 的外部协同效应。链家是房地产 O2O 最大的交易平台，自 2001 年成立以来发展迅猛，线下业务已覆盖北京、上海、广州、深圳等全国 28 个省市和地区，门店数量逾 8000 家，线上平台涵盖 PC 端和链家 APP 等终端，核心业务包括二手房交易、新房交易，同时提供长租公寓及住房相关金融服务。其业务范围与供需双方各需求阶段完美对接，从租房到租房条件改善、首次购房到房屋出租，公司利用互联网大数据消除信息不对称导致的逆向选择与道德风险，降低交易成本，由此带来更高的客流量。

图 16：链家业务覆盖客户完整需求周期



资料来源：新时代证券研究所整理

链家客源广泛，能为东易日盛提供有效的获客通道。链家的新房市场规模基数大，自 2014 年进入新房市场以来，链家不断组建自己的新房事业部，同时与融创、碧桂园等龙头房产企业开展战略合作，新房布局范围广。此外，链家也是国内最大的二手房经济服务商，拥有涵盖全国 30 多个重点省市的真房源数据库，逾 13 万经纪人，并于 2017 年成立第二品牌“中联事业部”以期模式扩张。无论是新房装修或二手房翻新，都可为东易日盛引来巨额流量，为其扩充客户资源提供坚实基础。

3.4、拓展长租公寓及装配式建筑，打开成长空间

长租公寓市场自 2015 年以来利好政策不断，十九大之后的首个中央经济工作会议明确指出，将住房租赁等房地产工作列为八大重点工作之一，并将住房租赁的表述放置于调控之前，强调加快建立租购并举的住房制度，发展住房租赁市场特别是长期租赁。

表 6：长租公寓相关政策梳理

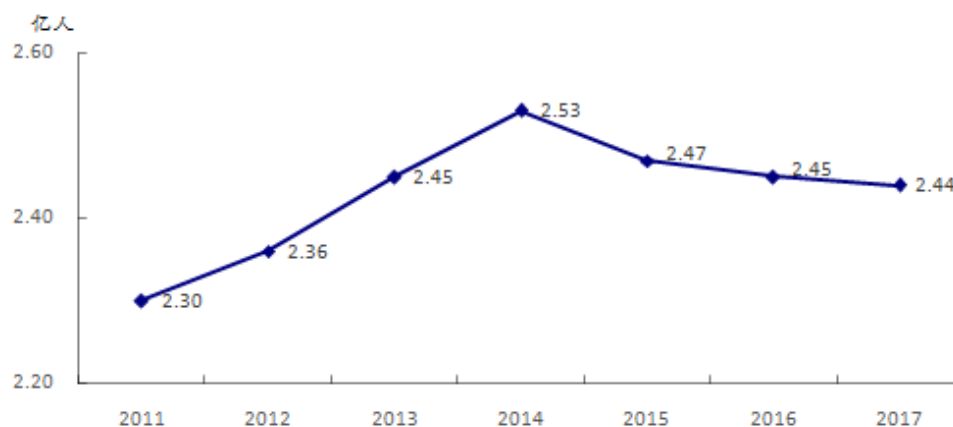
时间	文件名称	发布部门	主要内容
2015 年 1 月 14 日	《住房城乡建设部关于加快培育和 发展住房租赁市场的指导意见》	住建部	建立多种渠道，发展租赁市场：建立住房租赁信息政府服务平台、积极培育经营住房租赁的机构、支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租、积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点、支持从租赁市场筹集公共租赁住房房源
2015 年 11 月 22 日	《关于加快发展生活性服务业促进 消费结构升级的指导意见》	国务院	积极发展短租公寓、长租公寓等满足广大人民群众消费需求的细分业态
2016 年 11 月 21 日	《国家税务总局关于在境外提供建 筑服务等有关问题的公告》	税务总局	明确纳税人无论以长租或短租形式出租酒店式公寓，同时提供配套服务的，按照住宿服务缴纳增值税
2017 年 4 月 1 日	《关于加强近期住房及用地供应管 理和调控有关工作的通知》	住建部	增加租赁住房有效供应，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；继续发展公租房，转变公租房保障方式，实行实物保障与租赁补贴并举，推进公租房货币化。
2017 年 5 月 20 日	《住房租赁和销售管理条例（征求意 见稿）》	住建部	国家鼓励发展规模化、专业化的住房租赁企业，支持住房租赁企业通过租赁、购买等方式多渠道筹集房源，支持个人和单位将住房委托给住房租赁企业长期经营。住房租赁企业依法享受有关金融、税收、土地等优惠政策，可依法将住房租赁相关收益设立质押权
2017 年 7 月 18 日	《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》	九部委	在人口净流入的大城市中，加快发展住房租赁交易平台，增加新建租赁住房供应；首批试点城市：广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、沈阳、合肥、郑州、佛山等 12 个城市；加大对住房租赁企业的金融支持力度，拓宽直接融资渠道，支持公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务
2017 年 8 月 28 日	《利用集体建设用地建设租赁住房 试点方案》	国土资源部、 住建部	确定了第一批开展利用集体建设用地建设租赁住房试点的城市

资料来源：相关文件、新时代证券研究所

随着我国城镇化率的不断提升，城市流动人口增多，房屋租赁需求随之上升。我们根据租赁人口来测算长租公寓建筑面积，进而得到长租公寓对于家装市场的增量拉动，房屋租赁市场主要由流动人口及少数本地居民的租房需求支撑：

1) 流动人口租房需求：2017 年我国流动人口为 2.44 亿，根据《中国流动人口发展报告》的统计，流动人口租房比例为 67.3%，据此测算流动人口中的租赁人口约为 1.42 亿人；

图 17：我国流动人口数量（2011-2017 年）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2) 本地居民租房需求: 2017 年中国城镇常住人口约 8.13 亿人, 根据《中国家庭金融调查报告》, 我国居民的住房自有率为 85.39%, 剩余的人口主要是租赁或者借宿亲友、雇主等, 假设本地居民租房需求率约为 5%, 据此测算常住人口中的租赁人口约为 0.41 亿人。

3) 长租公寓对家装行业拉动: 根据以上测算我们预计当前我国租赁人口约为 1.83 亿人, 而对比发达国家长租公寓 20%-30% 的渗透率, 我国目前一线城市长租公寓的渗透率仅为 5%, 全国仅为 2%。假设未来 3 年长租公寓行业将迎来跨越式发展, 全国房屋租赁市场的渗透率将由目前的 2% 提升至 10%, 按照人均租住面积 20 平米计算, 将带来 2.93 亿平米的长租公寓新增面积, 按照装修费用 1000 元/平米计算, 将带来 2930 亿元的市场空间, 平均每年对家装行业带来 977 亿元的规模拉动。

长租公寓市场发展迅速, 千亿元的市场规模拉动结合统一装修的需求将为公司装饰业务创造更多机会。东易日盛抓住风口, 提前布局长租公寓市场, 于 2017 年 9 月设立长租公寓事业部, 结合公司自身独特的 DIM+ 核心技术优势和“直营+落地服务商”营销模式, 在智能化供应链的支撑下, 公司在长租公寓招标时更易获得优质资源。并且, 公司速美标准化家装产品具有快速复制的能力, 契合长租公寓市场装修的需求。长租公寓蓝海市场将为公司速美等业务开辟新的空间, 未来值得期待。此外, 链家旗下的“自如”是目前国内规模第一的长租公寓品牌, 拥有房源 20 万间和自如寓 7 栋, 公司有望获取大批量长租公寓装修订单, 协同作用显现。

装配式建筑是指建造房屋可以模仿机器生产过程, 将预制完工的房屋构建运送至工地即可完成装配。由于该工程成本低、生产效率高、符合绿色建筑的要求, 以及高性价比特性使其在世界范围内快速推广。长租公寓租赁市场日益成熟, 其利润核心在于成本管控, 而标准化设计流程为规模化复制提供便利。长租公寓选择装配式装修方式不仅可以控制前期的装修成本, 保证品质的同时大大缩短完工时间, 极度贴合租房群体需求, 提高利润空间。

自 2015 年以来, 我国开始密集出台装配式建筑相关政策, 2015 年末发布《工业化建筑评价标准》, 于 2016 年起在全国范围内全面推广装配式建筑; 2015 年住建部出台《建筑产业现代化发展纲要》, 计划于 2020 年装配式建筑占新建建筑比例 20% 以上, 2025 年占比达到 50% 以上; 2016 年国务院出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 要求力争 10 年左右时间, 使装配式建筑占比达到 30%, 同年召开国务院常务会议, 部署加快推进“互联网+政务服务”, 大力发展装配式建筑, 推动产业结构调整优化升级。据公开资料显示, 2015 年全国新公开的装配式建筑面积已达 3500 万~4500 万平方米, 更有多个省市对装配式住宅项目予以资金补贴, 或成立示范基地。政策红利不断, 未来装配式建筑市场发展空间广阔。

公司提前对装配式建筑市场开展布局, 于 16 年 10 月成为首批“国家装配式建筑产业基地”的家装企业。并且, 长租公寓与装配式建筑具备很高的契合度, 二者结合将为公司未来业务发展打开新的成长空间。

4、风险提示

地产行业景气度下行, 政策推进不及预期, 业务协同不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1331	1584	3473	3766	4308
现金	722	1036	2900	3021	3340
应收账款	150	216	221	286	371
其他应收款	19	27	33	42	55
预付账款	49	70	52	69	89
存货	162	183	204	267	346
其他流动资产	230	52	64	82	107
非流动资产	786	1074	1045	1019	996
长期投资	14	89	89	89	89
固定资产	219	292	281	267	255
无形资产	86	95	85	77	69
其他非流动资产	467	599	590	586	583
资产总计	2117	2659	4518	4785	5304
流动负债	1128	1532	3384	3650	4169
短期借款	20	0	1644	1500	1500
应付账款	291	557	661	865	1124
其他流动负债	817	974	1078	1285	1545
非流动负债	1	6	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	5	5	5
负债合计	1129	1538	3388	3655	4173
少数股东权益	-301	77	115	162	224
股本	250	254	263	263	263
资本公积	393	466	466	466	466
留存收益	646	324	286	239	177
归属母公司股东权益	1288	1044	1015	968	906
负债和股东权益	2117	2659	4518	4785	5304

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	307	447	504	611	762
净利润	98	173	218	270	353
折旧摊销	20	23	40	37	34
财务费用	-1	0	43	36	35
投资损失	-29	-18	-18	-18	-18
营运资金变动	315	476	180	223	275
其他经营现金流	-97	-208	41	63	83
投资活动现金流	-229	-32	-11	-11	-11
资本支出	-65	-60	-11	-11	-11
长期投资	-125	-129	0	0	0
其他投资现金流	-420	-220	-22	-22	-22
筹资活动现金流	-119	-95	1371	-479	-431
短期借款	0	0	1644	-144	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	125	4	9	0	0
资本公积增加	-125	74	0	0	0
其他筹资现金流	-119	-173	-282	-334	-431
现金净增加额	-41	320	1864	121	319

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2257	2999	3647	4716	6123
营业成本	1374	1883	2234	2921	3796
营业税金及附加	66	45	54	70	91
营业费用	424	513	624	807	1048
管理费用	264	317	386	499	648
财务费用	-1	0	43	36	35
资产减值损失	-2	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	18	18	18	18
营业利润	162	250	317	393	516
营业外收入	6	9	9	9	9
营业外支出	17	4	4	4	4
利润总额	150	255	322	398	521
所得税	34	52	66	81	106
净利润	116	203	256	317	415
少数股东损益	17	30	38	47	62
归属母公司净利润	98	173	218	270	353
EBITDA	180	274	400	466	585
EPS(元)	0.39	0.68	0.83	1.03	1.34

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	20.1	32.9	21.6	29.3	29.8
营业利润(%)	12.6	54.7	26.5	24.2	31.2
归属于母公司净利润(%)	(15.4)	75.7	26.0	23.8	30.9
获利能力					
毛利率(%)	39.1	37.2	38.8	38.1	38.0
净利率(%)	4.4	5.8	6.0	5.7	5.8
ROE(%)	7.6	16.6	21.5	27.9	38.9
ROIC(%)	12.3	17.8	10.3	13.0	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	57.8	75.0	76.4	78.7
净负债比率(%)	0.9	0.0	36.4	31.3	28.3
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.8	1.0	1.2
应收账款周转率	20.0	16.4	16.7	18.6	18.7
应付账款周转率	6.1	4.4	3.7	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.68	0.83	1.03	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.76	1.92	2.32	2.90
每股净资产(最新摊薄)	5.16	4.11	3.86	3.68	3.45
估值比率					
P/E	69.23	40.06	32.93	26.60	20.33
P/B	5.29	6.63	7.07	7.41	7.91
EV/EBITDA	183.09	120.7	82.5	70.8	56.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司 2017 半年度分行业营收占比.....	4
图 3: 公司 2017 半年度分地区营收占比.....	4
图 4: 公司近年营收及增速情况	5
图 5: 公司近年归母净利润及增速情况	5
图 6: 公司近年毛利率及净利率变化	5
图 7: 建筑装饰行业总产值及同比增速 (2002-2016 年)	6
图 8: 家装行业总产值及同比增速 (2002-2016 年)	6
图 9: 建筑装饰行业企业数量 (2011-2016 年)	7
图 10: 建筑装饰行业企业平均产值 (2011-2016 年)	7
图 11: 整体家装受到青睐的原因分析	8
图 12: 互联网家装企业类型及代表.....	8
图 13: A6 装饰效果图 1.....	9
图 14: A6 装饰效果图 2.....	9
图 15: “速美超级家”具备全方位优势	10
图 16: 链家业务覆盖客户完整需求周期	12
图 17: 我国流动人口数量 (2011-2017 年)	13
表 1: 东易日盛 5 大 B2C 品牌	4
表 2: 家装发展历程阶段特征	7
表 3: 2016Q4-2017Q4 公司订单情况 (亿元)	10
表 4: 东易日盛非公开发行股票情况	11
表 5: 东易日盛大宗交易情况	11
表 6: 长租公寓相关政策梳理	113

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>