

上市新贵内外兼修，将在多重市场机遇哺育下高速成长

——杰恩设计（300668）2018 半年报点评

2018 年 08 月 27 日

推荐/首次

杰恩设计

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司于近日发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 1.56 亿元，同比增加 36.94%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增加 50.29%；实现扣非归母净利润 0.34 亿，同比增加 34.38%。其中 Q2 实现营业收入 0.94 亿，同增 44.11%；实现归母净利润 0.22 亿，同增 40.28%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	50.76	48.96	64.89	72.22	63.81	62.38	93.52
增长率（%）	-	31.85%	62.98%	30.49%	25.71%	27.42%	44.11%
毛利率（%）	51.15%	50.74%	52.21%	49.43%	55.60%	52.90%	52.85%
期间费用率（%）	15.80%	21.57%	19.11%	19.92%	20.00%	22.97%	24.89%
营业利润率（%）	31.32%	27.57%	31.24%	29.88%	28.93%	32.05%	28.14%
净利润（百万元）	13.03	10.37	15.64	17.69	18.54	17.16	21.94
增长率（%）	-	25.34%	73.70%	68.30%	42.26%	65.39%	40.28%
每股盈利（季度，元）	0.41	0.33	0.37	0.42	0.44	0.41	0.21
资产负债率（%）	43.08%	36.24%	20.01%	11.61%	10.87%	8.84%	14.48%
净资产收益率（%）	9.98%	7.35%	4.50%	4.84%	4.83%	4.27%	6.06%
总资产收益率（%）	5.68%	4.69%	3.60%	4.28%	4.31%	3.89%	5.19%

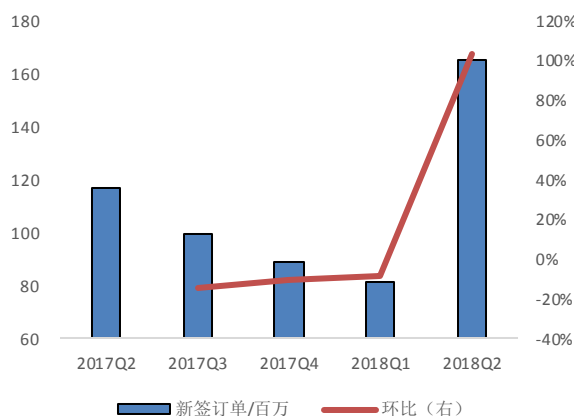
资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

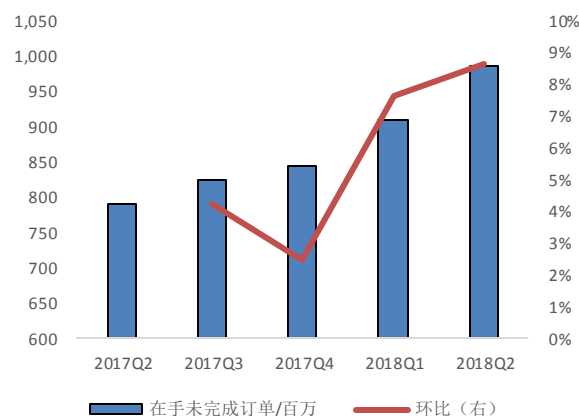
1. 订单充沛推动业绩如预期增长，未来将持续受益大湾区建设、消费升级及基建回暖

- ◆ 业绩增长基本符合预期。2018 年上半年公司实现营收 1.56 亿，YOY+36.94%，归母净利润 0.39 亿元，YOY+50.29%，扣非 0.34 亿，YOY+34.38%，业绩增长系业务规模扩大、合同量增加；
- ◆ 二季度新签订单提速，当前在手订单充沛。二季度新签订单同比增速 41%、环比增速 103%有显著提升，截至报告期末在手已签约未完成订单为 9.86 亿，对应于 2017 全年收入的 3.9 倍，对应于 2018H1 收入的 6.3 倍，在手订单充沛将充分保障公司未来业绩增长；
- ◆ 行业领军企业，未来将充分受益大湾区建设、消费升级及基建回暖。公司系知名建筑室内设计企业，具备建筑装饰工程设计专项甲级资质，承建了上海瑞博陆家嘴金融中心、等标杆项目，以及、苏州 2/4 号线和青岛 2 号线等地铁车站项目，连续九年十三次被不同机构评为“中国最具影响力设计团队”，并被中国

建筑学会室内设计分会评选为“2014-2015 年度全国最具影响力室内设计机构”、中国室内装饰协会评选为“2016 中国十强室内设计机构”。从业务区域来看未来有望受益粤港澳大湾区建设。公司地处深圳, 华南业务占比一直保持在 40% 以上居各区域首位, 承建了深圳星河时代、深圳平安金融中心、深圳 1/5/7/11 号线等多个重要项目, 凭借在区域内的深耕优势有望率先受益大湾区建设。从业务领域来看未来有望受益消费升级及基建回暖。公司业务覆盖商业、酒店、办公、轨交以及新兴医养领域, 四大传统细分板块上半年收入分别同增 15%/98%/39%/17%, 未来将持续受益公装消费升级, 同时由于政治局会议定调下半年基建投资回暖后, 发改委于近期加速审批地铁项目、批复了苏州 4 条线路和绍兴 1 号线共计 1188 亿项目, 公司此前接连承接了苏州 2/4 号线车站项目, 凭借项目优势有望再接大单, 扭转上半年地铁板块收入增速较 17 年全年增速下滑局面。

图 1 2017Q2-2018Q2 分季度新签订单及环比


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2 2017Q2-2018Q2 在手未完成订单及环比


资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 2 2016-2018H1 公司业务增速及占比情况

	2016	2017	2018H1
一、主营业务营收增速及占比			
1.建筑室内设计			
营收/万	17,623	24,395	14,625
同比	21%	38%	32%
占比	96%	98%	94%
2.软装饰品销售			
营收/万	426	188	597
同比	833%	-56%	199%
占比	2%	1%	4%
3.其他业务			
营收/万	256	404	368
同比	3%	58%	352%
占比	1%	2%	2%
二、建筑室内设计细分业务增速			
1.1 商业类			
营收/万	10,769	12,441	8,271
同比	13%	16%	15%
1.2 办公类			
营收/万	2,818	4,959	2,811
同比	41%	76%	98%
1.3 酒店类			
营收/万	2,686	4,094	2,117
同比	96%	52%	39%
1.4 轨道交通类			
营收/万	1,349	2,287	1,138
同比	-20%	69%	17%
1.5 医养类			
营收/万	-	615	288
同比	-	-	-

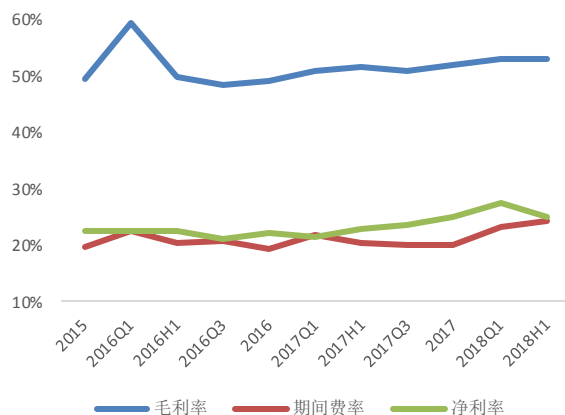
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 盈利水平提升，经营性现金流出加大

- ◆ **毛利率稳步提升，业务规模扩大致期间费率上升。**公司从事室内设计行业具有个性化差异化特点，毛利率在设计细分领域属较高水平。报告期内公司商业/办公/酒店三类主要建筑室内设计业务毛利率分别同增 0.4 个/3.8 个/5 个 pct，整体毛利率为 52.9%，较 2017H1/2017 分别提高 1.3 个/0.9 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 5.3%/18.9%/-0.06%，分别同比变化 0.1 个/4.4 个/-0.6 个 pct，判断主因系业务规模扩大，业务订单量增加，且报告期内公司无贷款的利息支出。合计期间费率 24.27%，较 2017H1/2017 全年分别上涨 3.9/4.2 个 pct。
- ◆ **税率下降、投资收益增加致整体盈利水平提升显著。**所得税率 15.6%同比下降 9.1 个 pct，系公司于 2017 年底获得《高新技术企业证书》享受相关税收优惠政策，按 15%的税率缴纳企业所得税。报告期内投资净收益 260 万，较 2017H1/2017 分别增加 260/290 万。净利率 25.08%，较 2017H1/2017 分别增加 2.2 个/0.2 个 pct，同比提升显著。
- ◆ **业务规模扩大致收现比逐季下滑，付现比有所提升，经营性现金流出加大：**报告期内公司业务规模扩大后现付项目成本同步增加，但按照设计合同约定收款时点有一定滞后，因此公司收现比 74.8%，较 2017H1/2017/2018H1 分别下降 9.5 个/12 个/8.1 个 pct，近 4 个季度呈逐季下滑趋势，同时付现比 39.7%，

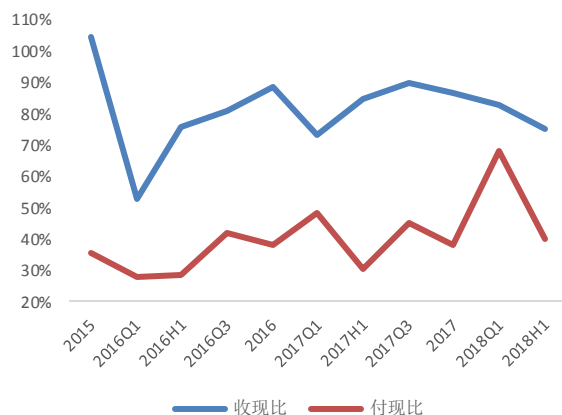
较 2017H1/2017/2018H1 分别变化 9.1 个/1.5 个/-28 个 pct, 同比提升, Q2 较 Q1 有所改善, 经营性现金流净额-6.5m 较上年同期-2.3m 流出加大; 此外, 筹资性现金流净额-0.6 亿较上年同期 1.9 亿流出加大, 系报告期内公司实施 2017 年年度权益分派方案, 向股东派发现金分红; 投资性现金流净额 1.2 亿较上年同期-1.2m 流入加大, 主要系报告期内公司利用闲置资金购买理财产品。

图 3 2015-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 4 2015-2018H1 收现比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3. 对内完善项目制运营管理、完成持股计划将充分释放业绩活力, 对外积累客户资源巩固行业领军优势

- ◆ **项目制运营管理系统助力产能释放, 当前已趋成熟并成功向业内输出。**公司近年来大力推行组织变革, 已初步建立了以项目为管理核心、以自主研发的企业运营管理平台 (ERP) 为运营载体的项目制运营管理体系, 促使产能释放, 加快设计进度, 目前公司 ERP 系统研发成果已初步趋向成熟并具有良好的实际可操作性, 同时, 公司已向行业内部分企业输出 ERP 系统平台。
- ◆ **完成持股激励计划将充分释放设计企业业绩活力。**公司于 2018.1 公告股票期权激励计划授予完成登记, 激励对象为副总经理 3 人, 公司及公司分子公司中高层管理人员、核心技术 (业务) 骨干 (61 人), 合计 64 人, 占公告时股本总额的比例 3%;
- ◆ **客户资源积累丰富, 巩固行业领军优势。**建筑室内设计项目具有品牌累积的特点, 在某一细分领域完成的项目越多, 在这一领域的客户资源积累优势就越明显。凭借突出的设计能力和较强的品牌优势, 公司与华润、万科、保利、龙湖、星河等国内知名的房地产开发商以及深圳市地铁集团有限公司、苏州市轨道交通集团有限公司等城市轨道交通建设、运营商有着良好的合作关系, 在商业类建筑、酒店类建筑、办公类建筑、轨道交通类建筑等建筑室内设计服务领域积累了较强的市场影响力。同时, 公司积极拓展市公司积极拓展市场业务服务半径, 先后在深圳、香港、北京、大连、上海、武汉成立分支机构, 项目足迹遍布全国近百个大中城市, 形成了一个初步覆盖全国的客户资源网络。

结论:

报告期内公司营收/归母同增 37%/50% 基本符合预期。毛利率稳步提升、税率下降、投资收益, 期间费率虽上升但整体盈利水平提升显著。业务规模扩大致收现比逐季下滑、付现比上升, 经营性现金流流出加大。

公司二季度新签订单骤提速, 当前在手订单充沛。对内完善项目制运营管理、完成持股计划将充分释放业绩活力, 对外积累客户资源将巩固行业领军优势, 未来有望充分受益大湾区建设、消费升级及基建回暖。

预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 3.46 亿元、4.61 亿元和 5.94 亿元；每股收益分别为 0.88 元、1.09 元和 1.3 元，对应 PE 分别为 22.3X、17.8X 和 15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、地产调控风险、市场开拓风险

表 3 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	183.05	249.87	345.70	460.79	593.57
增长率（%）	23.30%	36.51%	38.35%	33.29%	28.81%
净利润（百万元）	40.83	62.25	92.26	115.06	136.79
增长率（%）	23.36%	52.47%	48.22%	24.71%	18.88%
净资产收益率（%）	31.27%	16.22%	19.35%	19.51%	18.90%
每股收益(元)	1.29	1.69	0.88	1.09	1.30
PE	15.10	11.53	22.25	17.84	15.01
PB	4.71	2.14	4.31	3.48	2.84

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 4 公司主营业务分析

单位：百万	本报告期	上年同期	同比增长%	变动原因
营业收入	155.9	113.8	36.94%	业务规模扩大，合同量增加，从而带动公司营业收入增加
营业成本	73.5	55.1	33.28%	因业务规模扩大，成本同步增加
销售费用	8.2	5.9	39.46%	业务规模扩大，业务订单量增加，从而销售人员奖金总额增加，导致人员薪酬总体增长所致
管理费用	29.5	16.5	79.02%	主要系报告期内，公司业务规模扩大，相应管理需求加大，从而员工薪酬提升；同时，公司持续加大研发力度，研发项目投入增多所致
财务费用	-0.1	0.6	-116.51%	报告期内，公司无贷款的利息支出
所得税费用	7.2	8.5	-15.65%	主要系公司获得《高新技术企业证书》，享受相关税收优惠政策，按 15% 的税率缴纳企业所得税
研发投入	7.1	2.4	197.10%	公司持续加大研发力度，研发项目投入增多所致。
经营活动产生的现金流量净额	-6.5	-2.3	183.76%	因业务规模扩大，现付项目成本同步增加，但按照设计合同约定收款时点有一定滞后所致
投资活动产生的现金流量净额	115.2	-1.2	-9405.96%	主要系报告期内，公司利用闲置资金购买理财产品
筹资活动产生的现金流量净额	-60.4	187.2	-132.27%	报告期内，公司实施 2017 年年度权益分派方案，向股东派发现金分红
现金及现金等价物净增加额	48.3	183.6	-73.70%	公司首次公开发行股份募集资金到账后，公司利用闲置资金购买理财产品并于报告期内到期赎回；以及本报告期内实施 2017 年年度权益分派方案，向股东派发现金分红

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 5 公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表			单位：百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	129	328	587	840	1197	营业收入	183	250	346	461	594		
货币资金	44	50	76	95	124	营业成本	93	120	162	215	277		
应收账款	78	124	144	206	269	营业税金及附加	1	1	2	2	3		
其他应收款	5	4	6	8	10	营业费用	10	15	17	23	30		
预付款项	2	5	9	12	18	管理费用	25	35	44	58	75		
存货	0	0	0	0	0	财务费用	0	0	7	22	39		
其他流动资产	0	145	353	519	776	资产减值损失	4.78	7.06	10.60	8.83	9.71		
非流动资产合计	101	103	201	315	451	公允价值变动收益	0.00	0.00	-0.04	-0.01	-0.02		
长期股权投资	0	5	5	5	5	投资净收益	0.00	-0.28	4.86	3.47	2.31		
固定资产	5	84	179	294	431	营业利润	49	74	108	135	161		
无形资产	4	6	9	8	7	营业外收入	2.97	0.44	1.18	1.53	1.05		
其他非流动资产	84	0	0	0	0	营业外支出	0.02	0.00	0.02	0.01	0.01		
资产总计	229	431	788	1155	1648	利润总额	52	74	109	136	162		
流动负债合计	58	46	306	580	949	所得税	11	12	17	21	25		
短期借款	12	0	246	507	862	净利润	41	62	92	115	137		
应付账款	2	3	4	5	7	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	12	13	15	17	19	归属母公司净利润	41	62	92	115	137		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	127	88	119	161	206		
非流动负债合计	41	0	6	-15	-25	EPS（元）	1.29	1.69	0.88	1.09	1.30		
长期借款	40	0	0	-20	-30	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	99	47	312	565	924	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	23.30%	36.51%	38.35%	33.29%	28.81%		
实收资本(或股本)	32	42	105	105	105	营业利润增长	17.13%	51.30%	46.37%	24.65%	19.45%		
资本公积	22	203	142	142	142	归属于母公司净利润	23.36%	52.47%	48.22%	24.71%	18.88%		
未分配利润	74	131	214	317	438	获利能力							
归属母公司股东权	131	384	477	590	724	毛利率(%)	49.09%	51.99%	53.11%	53.24%	53.25%		
负债和所有者权益	229	431	788	1155	1648	净利率(%)	22.30%	24.91%	26.69%	24.97%	23.05%		
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润（%）	1.50%	17.80%	14.46%	11.70%	9.96%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	31.27%	16.22%	19.35%	19.51%	18.90%		
经营活动现金流	16	23	-111	-74	-124	偿债能力							
净利润	41	62	92	115	137	资产负债率(%)	43%	11%	40%	49%	56%		
折旧摊销	78	14	-	5	6	流动比率	2.21	7.07	1.92	1.45	1.26		
财务费用	0	0	7	22	39	速动比率	2.21	7.07	1.92	1.45	1.26		
应付帐款的变化	0	0	-20	-62	-63	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	1	2	3	总资产周转率	1.02	0.76	0.57	0.47	0.42		
投资活动现金流	-89	-156	-105	-124	-150	应收账款周转率	3	2	3	3	3		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	99.38	89.87	102.73	102.84	98.71		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）							
投资收益	0	0	5	3	2	每股收益(最新摊薄)	1.29	1.69	0.88	1.09	1.30		
筹资活动现金流	50	139	239	218	303	每股净现金流(最新摊)	-0.72	0.15	0.23	0.19	0.27		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.13	9.10	4.52	5.59	6.87		
长期借款增加	0	0	0	-20	-10	估值比率							
普通股增加	0	11	63	0	0	P/E	15.10	11.53	22.25	17.84	15.01		
资本公积增加	0	181	-61	0	0	P/B	4.71	2.14	4.31	3.48	2.84		
现金净增加额	-23	6	24	20	29	EV/EBITDA	4.90	8.74	18.70	15.19	13.41		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。