



东兴证券
DONGXING SECURITIES

其疾如风，其徐如林，有望续写“30%+”篇章

——杰恩设计（300668）2018 年报点评

2019 年 04 月 09 日

强烈推荐/上调

杰恩设计

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 3.42 亿，同增 36.76%，实现归母净利润 0.84 亿，同增 34.31%，实现扣非 0.76 亿，同增 27.41%；
- **业绩订单其疾如风：**近 3 年营收/归母 CAGR 高达 32%/36%，期末在手订单同增 41%，2019 年有望续写“30%+”篇章。公司 2016-2018 营收增速为 23.3%/36.5%/36.8%，归母增速为 23.4%/52.5%/34.3%，连续多年保持在较高水准。Q2-Q4 新签合同为 1.65 亿（+41%）/1.41 亿（+42%）/1.32 亿（+48%），全年新签 5.19 亿/期末已签约未完工订单 11.87 亿（+41%），分别对应当期收入的 1.5 倍/3.5 倍，基于公司设计业务处于项目全周期前端，我们判断公司 2019 年业绩增速保持 30%+ 的确定性较强；
- **运营有序其徐如林：**我们认为公司自主研发的 ERP 系统是助力公司稳健、有序发展的关键一环，有力提升了项目管理和回款效率、扩展管理边界、激励员工活力，其对公司的深远影响被市场所低估。公司 ERP 系统作用至少包括（1）显著提升项目管理效率（项目全线上数字化运营）、（2）直击小企业回款痛点（将回款与项目推进和绩效奖励紧密关联）、（3）扩展管理边界并及时应用得以保障后续健康有序扩张（在公司规模快速增长之初即推广开来）、（4）项目制充分释放高素质员工队伍业务活力（理念先进可对标 MBB 等顶级战略咨询公司）等。得益于 ERP 优化公司运营，报告期内经营现金流入 2.82 亿同比增长 28%。我们注意到，该 ERP 系统在公司对外合作交流中打动了众多企业，报告期内已向多家设计企业实现了销售输出并取得良好反馈；
- **商业和轨交室内设计龙头，细分主业均强势增长且保持较高利润水平。**公司业务覆盖商业综合体/轨交/医养全业态、全流程设计，拥有 JATO/J&A/BPS 等知名品牌，2019 年在权威杂志 INTERIOR DESIGN 评比综合/商业/轨交设计领域分别位列全球 25/3/8 位，在国内商业/轨交设计市场占据领导地位，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”；报告期内公司主业均强势增长且保持较高利润水平：商业/办公/酒店/轨交/医养五类设计业务收入为 1.68 亿/0.68 亿/0.51 亿/0.3 亿/0.04 亿，增速为 35%/38%/25%/30%/-36%，占比为 49%/20%/15%/9%/1%，毛利率为 56.5%/49.1%/50.2%/49.1%/51.1%处在行业内较高水准，判断系公司在个性化差异化设计领域保持了一定品牌溢价；
- **毛利率略有提升、净利率略有下滑。现金流持续向好，负债率有所攀升但仍处在极低水平。**报告期内毛利率为 52.16%（+0.2pp）；销售/管理/财务/期间费用率为 5.41%（-0.5pp）/15.97%（+1.9pp）/0.06%（-0.1pp）/21.45%（+1.4pp），管理费增加较多系报告期加大员工激励和研发力度，管理费/研发费分别同增 56%/55%所致；减值 0.14 亿同增 95%，占净利润比例 16.47%；税率 13.26%（-2.9pp）；净利率 24.47%（-0.5pp）；收付现比 81.25%（-5.6pp）/35.33%（-2.9pp），经营现金流 0.27 亿（+16.7%）；负债率 14.78%（+3.9pp）在 SW 建筑板块已披露年报的 58 家公司中位列倒数第二、Q3 负债率位于全板块倒数第三；
- **华南业务占比较高，率先受益大湾区建设。**公司深耕深圳市场多年，承建了平安金融中心、星河时代、深圳 1/5/7/11 号线等多类当地重大工程，报告期内在华南收入为 1.32 亿（+13%），占比 39%，较第二名的华东区域（22%）高出 17 个 pp，新签合同中有接近半数位于广东，未来随着大湾区建设推进，将获得更多基建、文化、酒店、医疗等细分市场业务机会；
- **轨交业务增速较快，有望进一步巩固头部地位。**公司系轨交室内装饰设计龙头，承建了深圳 1/5/7/11 号线、苏州 2/4 号线/青岛 2 号线等系列代表性项目，报告期内新签 17 个项目，数量同比大幅增长 89%。2018H2 以来发改委新批上海、苏州等 7 城轨交规划，总额约 7736 亿；轨交项目投资和定位高于一般工程，公司有望凭借差异化的品牌优势、既有业绩优势和

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

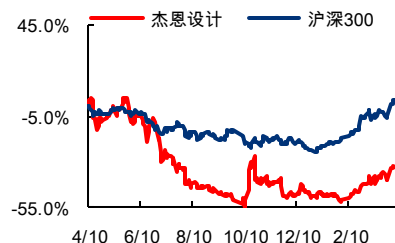
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	23-84.87
总市值（亿元）	24.24
流通市值（亿元）	9.45
总股本/流通 A 股（万股）	10540/4111
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.79

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《杰恩设计（300668）2018 中报点评：上市新贵内外兼修，将在多重市场机遇哺育下高速增长》2018-08-27

更高的客户认可度进一步扩大市场份额；

- **有望充分受益存量翻新叠加消费/审美升级。**公司业务覆盖的高档酒店/写字楼建筑内装翻新周期一般为 5-7 年/10-15 年。2017 年全国装饰行业总产值 3.94 万亿 (+7.6%)，其中公共建筑改造的存量市场增速达 11.8% 高于整体，叠加消费/审美升级有望驱动存量改造市场对室内设计的需求越发旺盛；
- **持股激励释放活力。**公司 2017 年推出股权激励计划，根据 2018 年中调整，激励对象覆盖 61 位公司员工，行权价格为 28.96 元/股，2019.4 已达成首个行权条件；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 4.61 亿元、6.07 亿元、7.94 亿元；归母净利润分别为 1.11 亿元、1.45 亿元和 1.87 亿元；EPS 分别为 1.06 元、1.38 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 21.8X、16.7X 和 12.9X。上调至“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、地产调控风险；2、市场竞争风险；3、回款风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	249.87	341.73	460.65	606.82	793.60
增长率（%）	36.51%	36.76%	34.80%	31.73%	30.78%
净利润（百万元）	62.25	83.61	111.26	144.93	187.36
增长率（%）	52.47%	34.31%	33.08%	30.26%	29.28%
净资产收益率（%）	16.22%	20.48%	25.58%	30.82%	36.33%
每股收益(元)	1.69	0.79	1.06	1.38	1.78
PE	13.61	29.11	21.79	16.73	12.94
PB	2.53	5.94	5.57	5.16	4.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	328	372	409	456	590	营业收入	250	342	461	607	794				
货币资金	50	99	82	61	155	营业成本	120	163	219	290	380				
应收账款	124	193	240	299	326	营业税金及附	1	2	3	4	5				
其他应收	4	8	10	14	18	营业费用	15	18	23	32	41				
预付款项	5	9	14	21	30	管理费用	35	37	62	88	123				
存货	0	0	0	0	0	财务费用	0	0	-1	-1	1				
其他流动	145	60	60	60	60	资产减值损失	7	14	9	10	11				
非流动资产	103	107	110	115	121	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	5	5	5	5	6	投资净收益	(0)	3	1	1	2				
固定资产	84	87	91	96	101	营业利润	74	96	147	186	235				
无形资产	6	5	5	5	5	营业外收入	0	0	1	1	1				
其他非流	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	20	20	20				
资产总计	431	479	519	572	710	利润总额	74	96	128	167	216				
流动负债	46	70	84	91	175	所得税	12	13	17	22	29				
短期借款	0	1	1	1	74	净利润	62	84	111	145	187				
应付账款	3	4	6	7	10	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	13	15	18	21	26	归属母公司净	62	84	111	145	187				
一年内到	0	0	0	0	0	EBITDA	131	197	196	245	308				
非流动负	0	0	0	10	20	EPS (元)	1.69	0.79	1.06	1.38	1.78				
长期借款	0	0	0	10	20	主要财务比									
应付债券	0	0	0	0	0	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	47	71	84	101	195	成长能力									
少数股东	0	0	0	0	0	营业收入增长	36.51%	36.76%	34.80%	31.73%	30.78%				
实收资本	42	105	105	105	105	营业利润增长	51.30%	30.68%	52.49%	26.79%	26.21%				
资本公积	203	144	144	144	144	归属于母公司	52.47%	34.31%	33.08%	30.26%	29.28%				
未分配利	131	146	155	137	107	获利能力									
归属母公	384	408	435	470	516	毛利率(%)	52.56%	51.97%	52.45%	52.24%	52.18%				
负债和所	431	479	519	572	710	净利率(%)	24.91%	24.47%	24.15%	23.88%	23.61%				
现金流	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	14.46%	17.45%	21.45%	25.35%				
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	16.22%	20.48%	25.58%	30.82%	36.33%				
经营活动	23	27	119	150	240	偿债能力									
净利润	62	84	111	145	187	资产负债率(%)	11%	15%	16%	18%	27%				
折旧摊销	57	100	101	104	107	流动比率	7.07	5.28	4.88	4.99	3.38				
财务费用	0	0	-1	-1	1	速动比率	7.07	5.28	4.88	4.99	3.38				
应收账款	-46	-69	-47	-59	-27	营运能力									
预收帐款	2	2	3	3	4	总资产周转率	0.76	0.75	0.92	1.11	1.24				
投资活动	-156	79	-67	-82	-97	应收账款周转	2.47	2.15	2.13	2.25	2.54				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	89.87	94.17	95.13	94.69	89.66				
长期股权	0	0	1	0	-1	每股指标 (元)									
投资收益	0	3	1	1	2	每股收益(最新)	1.69	0.79	1.06	1.38	1.78				
筹资活动	139	-62	-95	-119	-85	每股净现金流	0.15	0.42	-0.41	-0.48	0.55				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	9.10	3.87	4.13	4.46	4.89				
长期借款	0	0	-20	-10	-15	估值比率									
普通股增	11	63	0	0	0	P/E	13.61	29.11	21.79	16.73	12.94				
资本公积	181	-60	0	0	0	P/B	2.53	5.94	5.57	5.16	4.70				
现金净增	6	44	-43	-50	58	EV/EBITDA	7.00	11.81	11.96	9.69	7.68				

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。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。本科及硕士毕业于清华大学土木工程系，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

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。