

东易日盛 (002713.SZ)

藏器于身，出必有成

数字家装品牌龙头，受益消费+竣工“双修复”。公司始创于1997年，成立26年以来持续引领家装家居产业革新，2020年起公司全面执行“科技家装战略”，当前已打通家装业务全链路数字化，系业内少数具备该能力的家装企业之一。公司作为头部家装品牌，C端溢价能力强，毛利率大幅优于同业可比，现金流持续优异，盈利质量较高。展望2023年，预计随着居民消费与竣工链景气“双修复”，新房装修、二手房及旧房翻新需求有望企稳回升，叠加近年来疫情及地产下行对中小装企造成较大冲击，行业加速出清，竞争格局已优化，公司作为龙头经营有望显著恢复，市占率有望加快提升。

家装万亿红海市场，数字化为破局关键。家装市场规模近3万亿，空间广阔，但竞争格局极度分散，头部市占率仅约0.1%。其核心原因在于：家装业务链冗长复杂、且用户需求高度非标，导致企业难以快速、均质化地扩张高品质施工供给能力，规模提升存在瓶颈。数字化技术作为提升业务标准化及实现管控一体化的重要工具，可有效提升项目管理效率、扩张管理半径，有望成为家装企业破局关键。

“十年磨一剑”：持续深化数字化应用，实现全链路数字化打通。公司数字化技术沉淀近10年，业务磨合期超3年，数字化已覆盖家装前端营销、中端管理、后端交付全流程：**1) 客资转化：**“DIM+”平台通过内置案例模板及SKU库实现模块化高效设计，结合“真家”3D系统快速呈现全屋渲染图，以实现用户“所见即所得”，提升客户资源转化率。**2) 材料供应：**主材实行总对总集采降低成本；配套家居自研自产，木作工厂配备智能生产系统；运输环节依托“易日通”SaaS平台根据工期进度匹配项目用料配送。**3) 施工管理：**搭建严格施工标准体系，自有工长与核心技术工人，清晰划定责任边界。用户端“360天眼系统”实时采集记录施工关键验收节点，提升交付质量。**4) 交付运营：**依托“星耀”SaaS平台打通各数字化平台数据，减少内部沟通成本，实现业务全流程数字化管理。

“转型正当时”：数字家装龙头启航，引领行业生态重构。依托全链路数字闭环，公司有望：**1) 快速打开管理半径，扩张高品质施工供给，突破规模化瓶颈；2) 通过降本增效提高盈利水平，实现家装业务“量质齐升”；3) 依托数装品牌升级，提升客户满意度，打造从“营销-获客-用户沉淀”到品牌影响力提升的正向循环，实现万亿红海率先破局，中长期市占率有望加速提升，推动整体经营迈入高质量发展新阶段。**

投资建议：我们预测公司2022-2024年的归母净利润分别为-7.3/1.5/2.2亿元，同比增长-1042%/121%/46%，对应EPS分别为-1.74/0.36/0.52元。当前股价对应PE分别为-4/19/13倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：数装推广不及预期，地产销售大幅下滑风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,447	4,292	2,554	3,583	4,534
增长率 yoy (%)	-9.3	24.5	-40.5	40.3	26.6
归母净利润(百万元)	180	78	-730	150	220
增长率 yoy (%)	172.3	-57.0	-1041.9	120.5	46.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.43	0.18	-1.74	0.36	0.52
净资产收益率(%)	21.3	10.7	-279.7	45.1	43.9
P/E(倍)	15.8	36.8	-3.9	19.0	13.0
P/B(倍)	3.2	2.9	11.7	9.4	5.7

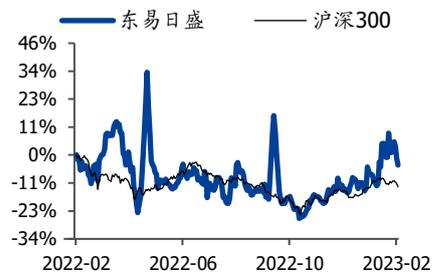
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年2月17日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
2月17日收盘价(元)	6.81
总市值(百万元)	2,857.05
总股本(百万股)	419.54
其中自由流通股(%)	96.44
30日日均成交量(百万股)	25.48

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号: S0680122060010

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究

内容目录

1. 公司概况：全链路家装数字化龙头	5
1.1. 公司简介：A股首家家装上市公司，数字化高效赋能	5
1.2. 业务结构：住宅整装为核心主业，品牌矩阵覆盖中高端全线	6
1.3. 财务分析：盈利质量优异，业绩迈入恢复期	7
2. 行业分析：万亿红海市场，数字化为破局关键	10
2.1. 行业规模：家装市场规模约3万亿，存量翻新贡献主要增长动力	10
2.2. 行业格局：业务模式优但扩张难，头部集中度低	12
2.3. 行业趋势：数字化发展有望引领行业变革，突破发展瓶颈	14
3. 成长动力：家装数字化先行者，引领行业生态重构	16
3.1. 客资转化：线上渠道捕捉用户线索，DIM+系统助力客户高效转化	16
3.2. 材料供应：总对总集采降低成本，易日通SaaS支撑物料精准配送	18
3.3. 施工管理：工艺标准业内领先，天眼系统全流程管控施工质量	19
3.4. 全流程运营：星耀SaaS平台实现各系统一体化管理	20
4. 盈利预测、估值与投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2022 年末）	6
图表 3: 公司业务结构	6
图表 4: 公司品牌矩阵	7
图表 5: 公司营业总收入及同比增速	8
图表 6: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 7: 公司综合毛利率与同业对比	8
图表 8: 公司期间费用率明细	9
图表 9: 公司归母净利率变动趋势及同业对比	9
图表 10: 公司经营性现金流及净利润现金率	10
图表 11: 家装行业市场规模及同比增速	10
图表 12: 家装市场增长动力拆解	11
图表 13: 新房销售面积及同比增速	11
图表 14: 新房销售套数及同比增速	11
图表 15: 中国家装用户消费动机分布	12
图表 16: 上市装饰企业毛利率对比（2016-2021 年均值）	12
图表 17: 上市装饰企业经营性现金流净额（单位：亿元）	13
图表 18: 家装产业链流程及行业经营痛点	14
图表 19: 家装头部品牌形成实质为良性循环建立	15
图表 20: 家装领域数字化应用	15
图表 21: 公司线上渠道引流方式	16
图表 22: DIM+设计成果三维可视化	17
图表 23: DIM+水电隐蔽工程可视化	17
图表 24: 公司 DIM+及“真家”系统实现“所见即所得”	18
图表 25: 易日通供需链智能物流仓储管理平台	19

图表 26: 东易日盛 8+N 欧系工艺体系	19
图表 27: 东易日盛 9 大空间 215 项工艺施工标准.....	20
图表 28: 360°天眼系统.....	20
图表 29: 公司科技家装打造正向循环.....	21
图表 30: 主营业务拆分及其他盈利预测假设.....	22
图表 31: 可比公司估值.....	23

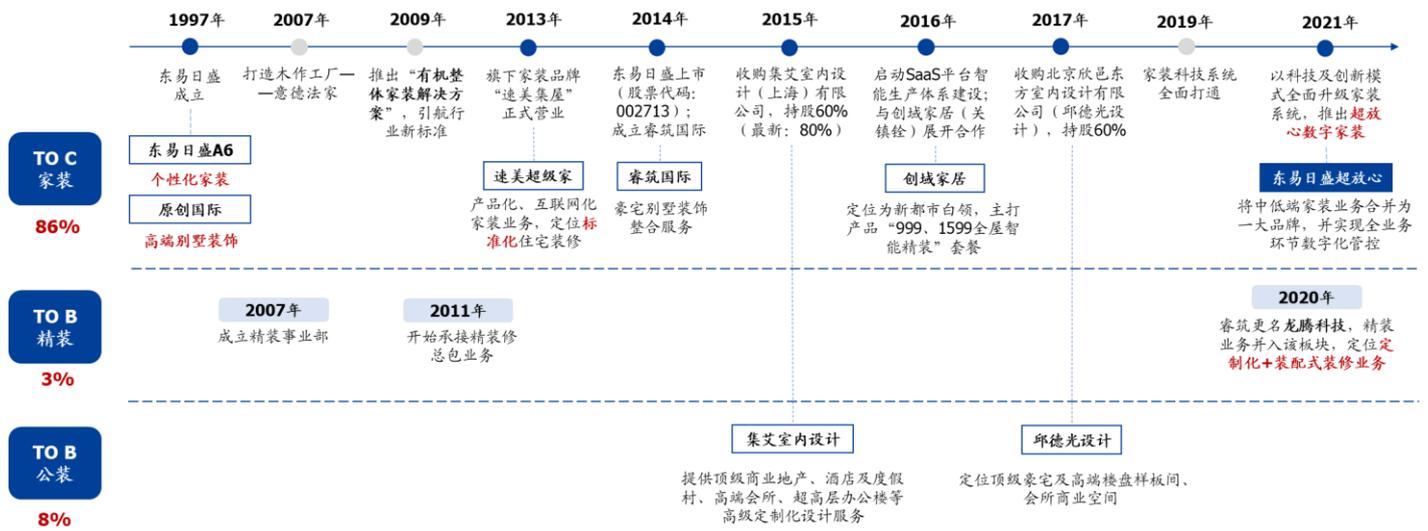
1. 公司概况：全链路家装数字化龙头

1.1. 公司简介：A股首家家装上市公司，数字化高效赋能

历史沿革

东易日盛始创于1997年，2014年成为A股首家家装上市公司，成立26年以来持续引领家装家居产业革新。2010年公司开始自主研发数字化科技家装系统，摸索数字化转型。2020年起公司全面执行“科技家装战略”，加快数字化转型步伐。当前公司已打通家装业务全链路数字化，系业内少数具备该能力的家装企业之一。2021年公司全新推出数字家装产品，依托“真家”VR云设计、DIM+施工系统、天眼系统和SAAS全流程服务管家，一站式提升客户家装体验感，致力于解决传统家装业务痛点，有望引领家装行业生态重构。

图表 1: 公司历史沿革

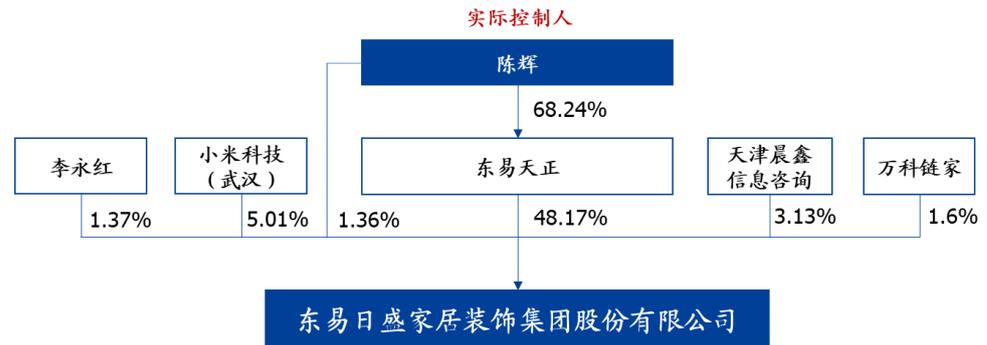


资料来源：公司公告、公司官网、Wind，国盛证券研究所 *注：占比系2021年各业务营收占比数据

股权结构

股权结构稳定，决策权集中于实控人。公司实际控制人为创始人陈辉，现任公司董事长兼总经理，其通过控制北京东易天正对公司间接持股 32.87%，另直接持股公司 1.36% 股份，合计持股比例 34.23%。公司第二大股东小米科技系 2020 年战略入股，持股比例 5.01%，双方规划于产品+渠道、智能生活、生态流量共享、供应链金融、BBC 定制精装领域等方面开展合作。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年末)

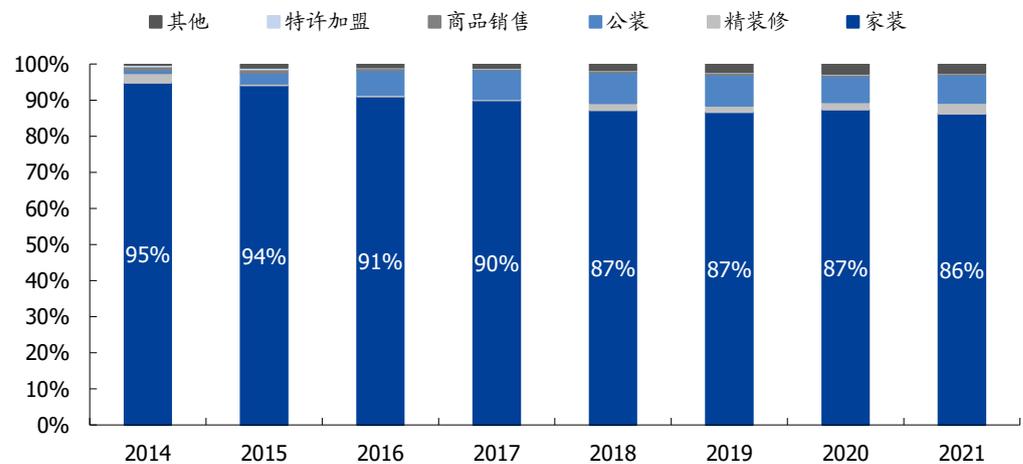


资料来源: 公司公告、Wind、国盛证券研究所

1.2. 业务结构: 住宅整装为核心主业, 品牌矩阵覆盖中高端全线

业务板块: 公司业务分为家装、精装及公装三大板块, 另有少量收入来自木作销售及特许经营业务。其中家装业务为核心主业, 2021 年营收占比达 86%; 公装/精装业务营收占比分别为 7.8%/3.0%。

图表 3: 公司业务结构



资料来源: Wind、国盛证券研究所

家装: 三大 B2C 品牌覆盖多层次消费需求

公司旗下家装品牌主要分中低端及中高端两类: 1) 中低端条线提供标准化整装服务, 由创域家居 (又名关镇铨) 负责经营, 该品牌于 2016 年被纳入公司旗下, 锚定新都市白领整装需求, 主推“999、1599 全屋智能精装”套餐。2) 中高端条线包括东易日盛数字家装业务 (“数装”) 及原创设计业务, 其中数装业务提供从家装设计、施工到家具、软装饰品搭配等全流程服务, 为一站式家装业务; 原创设计为大平层、别墅类装饰业务, 为私人定制家装业务。

公装：收购集艾及邱德光两大品牌，定位高端商业设计服务

2015年，公司以现金出资2.4亿元收购集艾室内设计60%股权，2018年以1.2亿元对价再次收购集艾20%股权，目前合计持股80%。集艾已与众多一线地产公司和酒店管理集团建立战略合作关系，为其提供顶级商业地产、酒店及度假村等定制化设计服务。2017年，公司出资3亿元收购欣邑东方60%股权，欣邑东方定位顶级豪宅及高端楼盘样板间、会所商业空间装饰业务，其核心人员邱德光为新装饰主义领军设计师。

精装：定位定制化+装配式装修业务

公司于2007年设立精装事业部，2011年起开始承接精装修总包业务，2020年精装业务并入旗下龙腾科技，定位定制化及装配式装修业务。后续公司精装业务将落地数字化装饰，以老墅翻新、大宅装修、产品定制化精装业务为主，从批量化模式转变为规模化定制服务；建造方式上以装配式为辅助，提供咨询、设计、安装、运维全过程EMPC一站式服务。

图表4：公司品牌矩阵

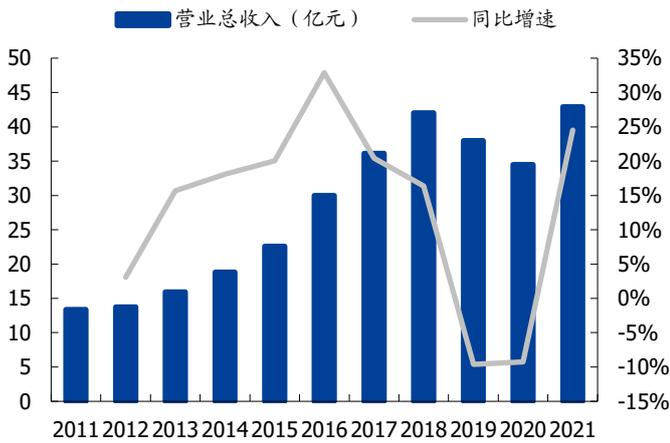


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.3. 财务分析：盈利质量优异，业绩迈入恢复期

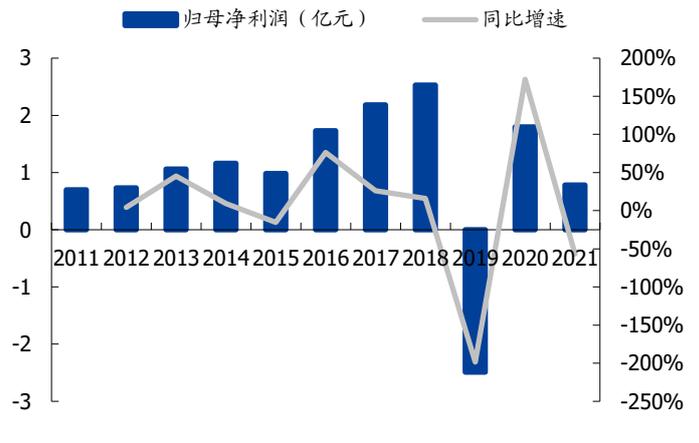
需求冲击致短期业绩承压。2011-2018年公司逐步完善家装品牌矩阵，并通过收购开拓公装业务，内外扩张并举，营收CAGR达12.4%，规模稳步提升。2022年受疫情反复、“烂尾楼”、地产调控等多方因素影响，居民购房需求观望情绪浓重，新房交易市场持续低迷，且多地封控造成在手项目施工进度受阻，公司Q1-3收入大幅下滑（同比-36%，全年预计同比-20%），业绩端受刚性费用占比大幅提升影响，Q1-3亏损4.9亿（全年预计亏损5亿）。

图表 5: 公司营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及同比增速

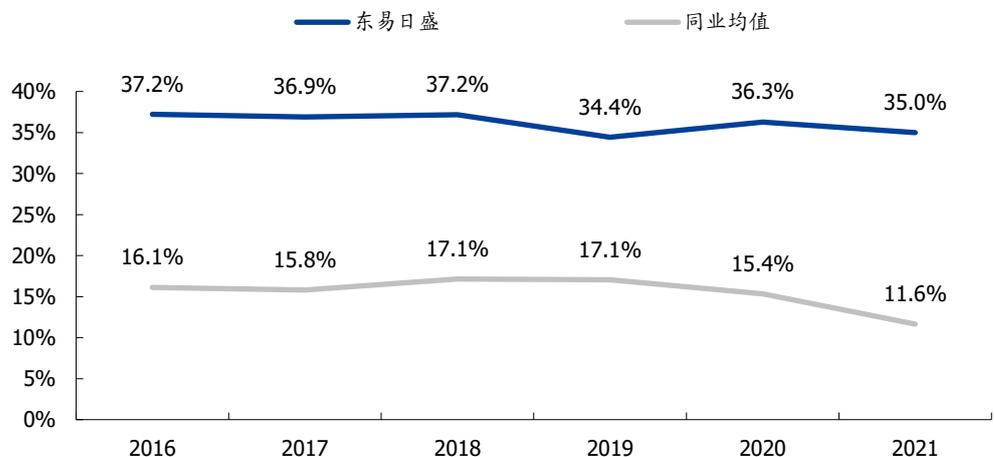


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

多重因素边际改善，业绩有望迈入恢复期。 1) 需求端: 去年底以来地产融资端“三箭齐发”，政策力度持续加码，且明确要求资金优先投向与“保交楼、保民生”相关地产项目。预计 2023 年地产竣工数据将明显修复，有望带动地产后周期景气上行。同时，需求端明确要求加大首套房支持力度，利率下调、限购放宽等政策密集出台，叠加疫情政策优化、经济复苏，居民购房刚需有望逐步恢复，毛坯房装修、二手房翻新需求有望加快释放。 2) 供给端: 近年来受疫情及地产下行冲击，行业供给明显收缩，亏损企业大量出清，竞争格局优化。公司作为家装龙头，有望受益消费+竣工“双修复”、行业格局优化，业绩有望逐步恢复，经营有望迈入稳步增长期。

毛利率超 30%，盈利能力显著优于同业。 公司近年来综合毛利率维持在 34%-37% 间，盈利能力显著优于同业，主要系：1) 家装为 To C 业务，利润率高于工装项目，且公司作为家装头部企业，具备更强品牌溢价能力。2) 公司工装、精装业务均定位高端市场，对比传统工装项目盈利能力显著更高（2021 年公司工装/精装修毛利率分别为 41%/51%）。

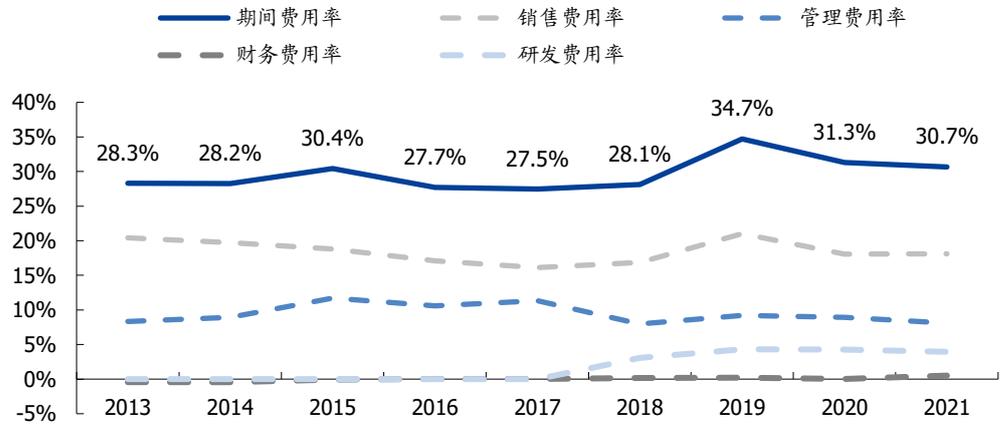
图表 7: 公司综合毛利率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率管控较优，数字化转型有望提升管理效率。2019-2021年公司期间费用率分别为34.7%/31.3%/30.7%，其中销售、管理费用率均有所下降，费用率整体管控较优，后续随着数字化转型成效逐步显现，整体费用率有望延续下行趋势。

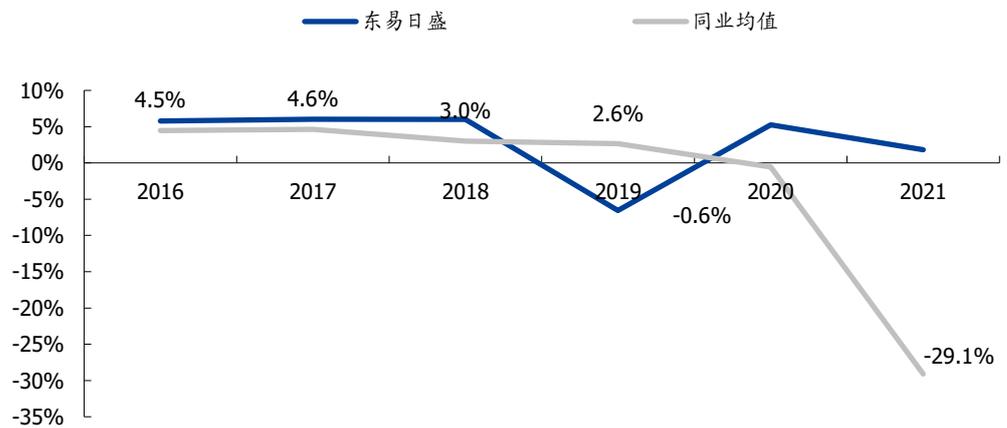
图表 8: 公司期间费用率明细



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率优于同业，后续有望企稳回升。2011-2018年间公司净利率稳定在5%-6%左右，2019年受业务转型及减值计提影响净利率有所下滑。2021年地产需求下行对装饰行业造成较大冲击，装饰企业净利率均大幅下行，公司全年净利率1.8%，优于同业整体。后续待下游需求修复、滞后项目推进，公司净利率有望企稳回升。

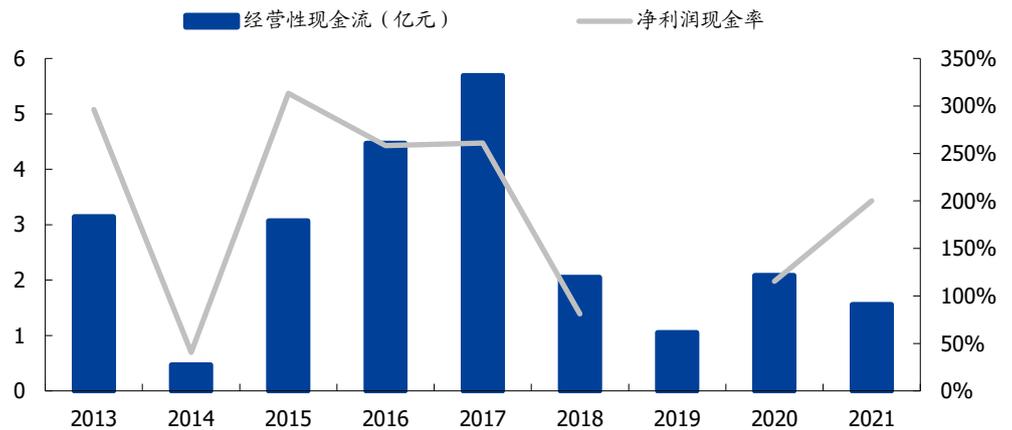
图表 9: 公司归母净利润率变动趋势及同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流持续优异，净利润现金率高。由于家装业务多为预收款模式，公司多年来经营现金流均维持净流入，2019年亏损状态下仍实现1亿正向现金流；2020-2021年间公司净利润现金率达116%/200%，表现持续优异。

图表 10: 公司经营性现金流及净利润现金率



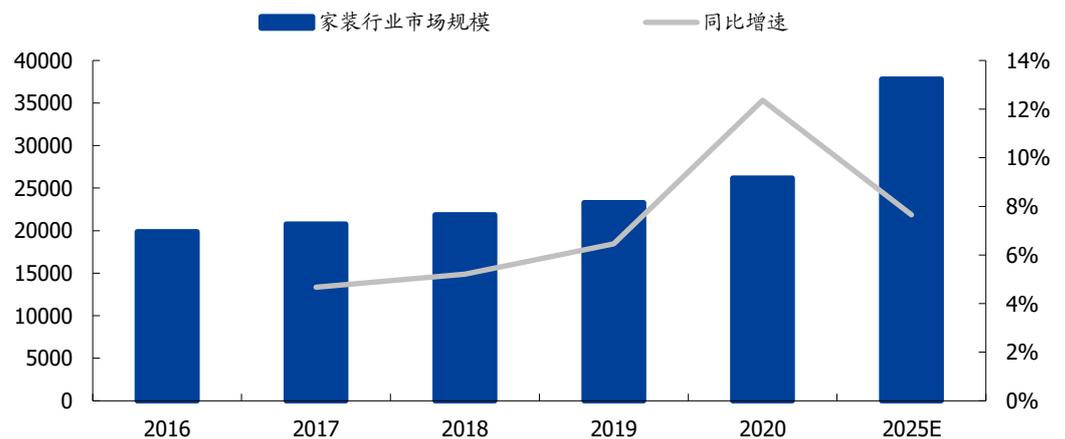
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 万亿红海市场, 数字化为破局关键

2.1. 行业规模: 家装市场规模约 3 万亿, 存量翻新贡献主要增长动力

个人家装: 万亿级 B2C 市场, 需求广阔。住宅装修属刚性消费需求, 下游 C 端消费群体孕育庞大市场空间: 根据中国装饰行业协会数据显示, 2020 年我国家装市场规模达 26163 亿元, 预计到 2025 年将达 37817 亿元, 年复合增长率 7.6%, 空间广阔。

图表 11: 家装行业市场规模及同比增速 (单位: 亿元)

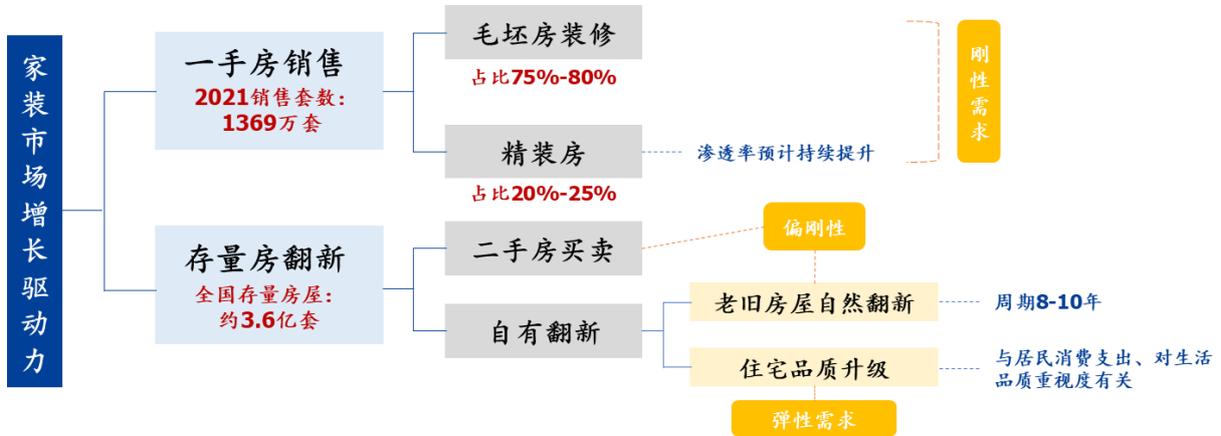


资料来源: 公司年报、艾瑞咨询, 国盛证券研究所 *注: 2025 年增速系 2020-2025 年复合增速

新房套数趋于收缩, 存量翻新贡献主要增长动力。个人家装需求主要来源于: 1) 一手毛坯房装修或精装房改造; 2) 存量二手房翻新或自有住房品质升级。在中长期人口增长承压、城镇化增速放缓背景下, 一手新房交易预计将持续收缩 (且受益精装政策推动, 毛坯房占比预计将明显下降), 存量房翻新带来的装修需求有望成为家装市场主要增长动力: 根据艾瑞调研显示, 新房装修的刚性需求当前仅占用户装修动机的 34%, 旧房改造 (14.6%)、审美变化 (10.2%)、改善居住环境 (10.2%) 等与生活品质提升相关的弹性

需求比例已超 50%，逐步成为家装市场增长新动能。

图表 12: 家装市场增长动力拆解



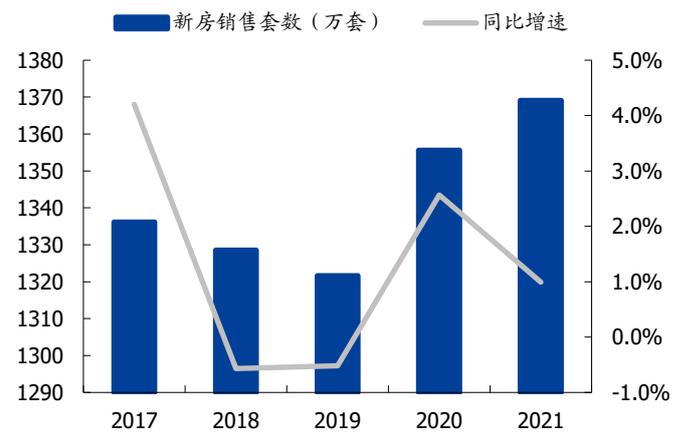
资料来源: Wind、国家统计局、奥维云网、《中国住房存量研究报告》，国盛证券研究所

图表 13: 新房销售面积及同比增速



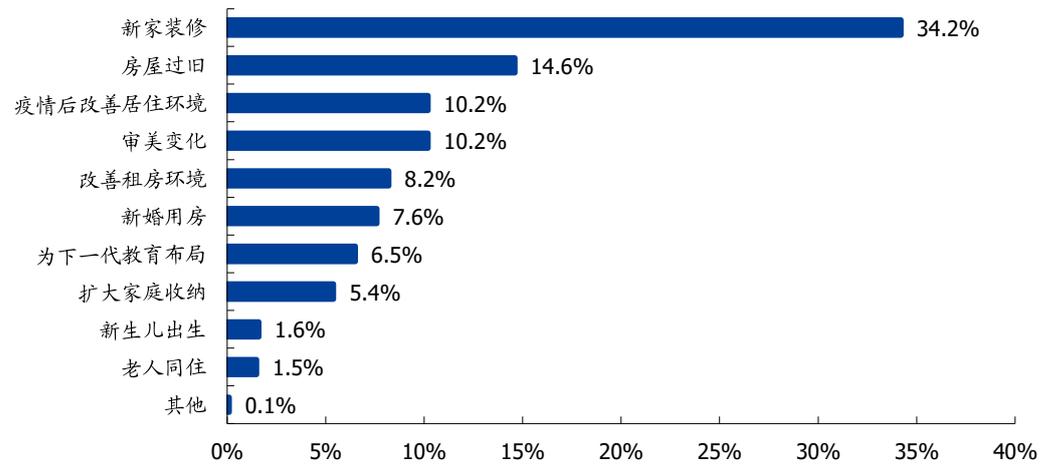
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 新房销售套数及同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 15: 中国家装用户消费动机分布

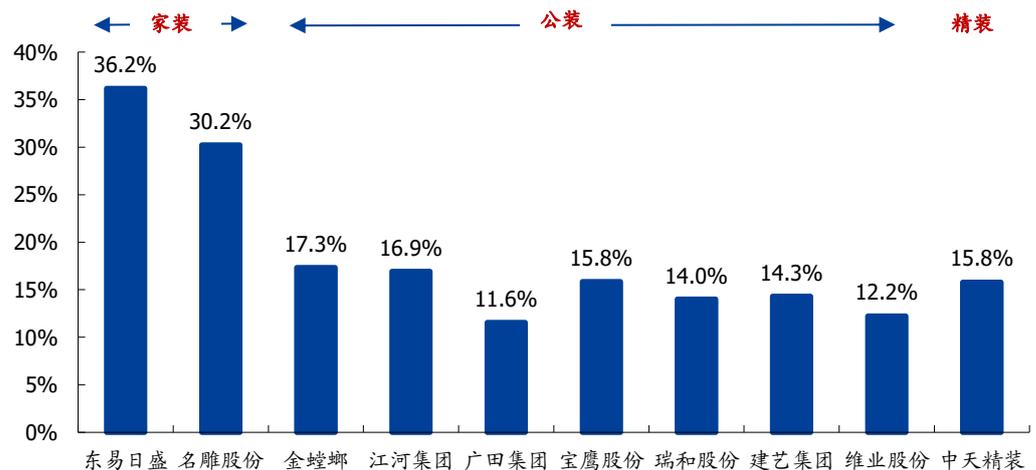


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.2. 行业格局: 业务模式优但扩张难, 头部集中度低

C端家装业务利润率高、回款快, 业务模式优异。对比公建、精装等 To B 类装饰业务, 家装企业直面终端消费者, 议价能力更强, 因此通常具备更高盈利空间: 从 2016-2021 年装饰龙头毛利率均值看, 头部家装公司东易日盛/名雕股份毛利率可达 36%/30%, 然而公装龙头金螳螂及江河集团的毛利率仅约 17%, 与地产商直接对接的精装修类业务毛利率约 15%-17% (如中天精装)。同时, 家装项目多为先收款、后施工, 回款条件显著优于 To B 业务, 头部企业现金流表现普遍优异: 东易、名雕两龙头现金流保持稳定净流入, 2021 年净利润现金率分别达 201%/364%。

图表 16: 上市装饰企业毛利率对比 (2016-2021 年均值)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 上市装饰企业经营性现金流净额 (单位: 亿元)

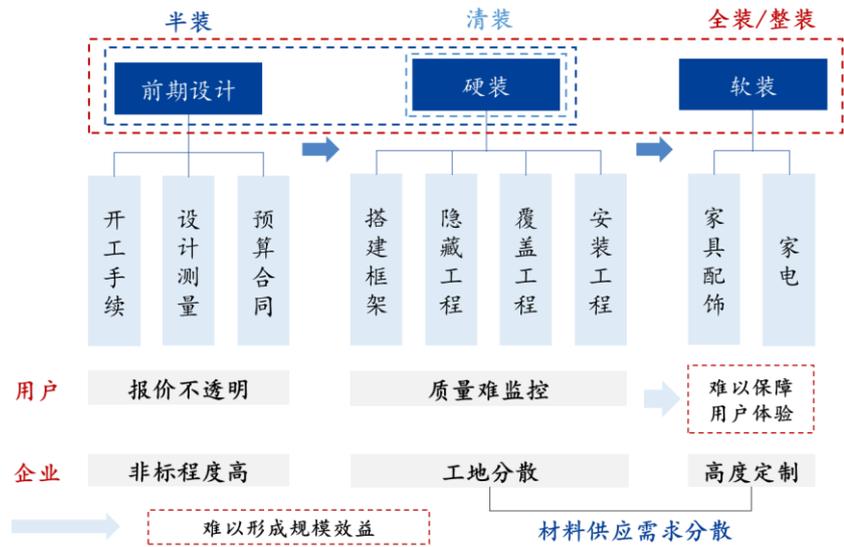
公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021
江河集团	13.08	13.89	14.09	9.91	21.60	11.03
金螳螂	11.01	17.77	16.49	17.55	17.77	8.14
维业股份	0.83	-0.89	0.63	0.84	1.39	2.85
亚厦股份	1.54	1.59	-1.28	4.29	5.54	2.44
宝鹰股份	-5.69	-3.97	-7.99	7.45	7.96	1.65
东易日盛	4.47	5.69	2.05	1.05	2.08	1.56
名雕股份	0.97	1.81	1.26	1.46	1.80	1.06
洪涛股份	-5.53	-1.39	0.36	1.09	-0.15	0.54
美芝股份	0.77	0.23	-2.72	-0.25	-0.66	-0.56
建艺集团	-2.33	0.62	0.63	4.00	-3.41	-1.20
瑞和股份	-0.53	0.63	-2.47	-0.46	-0.79	-1.26
柯利达	0.48	0.29	0.84	0.96	-2.02	-1.92
全筑股份	-2.90	-2.79	1.92	2.41	2.97	-2.49
*ST奇信	-5.23	-1.39	-2.49	2.84	-0.84	-2.89
中装建设	-1.12	-1.78	-2.46	0.66	-3.02	-5.36
ST广田	2.15	10.51	4.49	-9.97	6.03	-9.05

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

市场格局极度分散，头部市占率仅 0.1%。虽然家装市场空间庞大、业务模式优异，但整体行业格局极为分散，东易日盛作为头部家装企业市占率仅 0.1%。我们分析主要因：

- **1) 用户需求分散致规模效益难以显现。**与 C 端零售业务对比，家装业务产业链长（涉及设计、报价、材料供应、施工、验收多个环节），且各环节高度非标准化，叠加下游用户分散、单体项目规模较小（平均数十万），家装企业若要实现百亿级营收，每年需管理数百万个需求各异的装修项目，对企业内部管理、跨项目协同造成较大压力。部分家装企业在扩张过程中发现管理成本率不降反增，并且由于部分项目超出企业管理半径，导致项目最终交付质量不佳，品牌形象大幅受损。
- **2) 买卖双方信息不对称，“劣币驱逐良币”问题仍存。**家装业务不仅服务链冗长复杂，且用户的复购频率低，较少用户会耗时间了解各个环节对应的业务价值，因此难以判断高定价背后是否由高质量服务支撑。买卖双方信息不对称，致使部分以低价策略吸引客户的劣质装饰企业在市场内仍能占据一席之地，而优质品牌的口碑却难以建立，部分区域市场仍存在明显“劣币驱逐良币”现象。

图表 18: 家装产业链流程及行业经营痛点

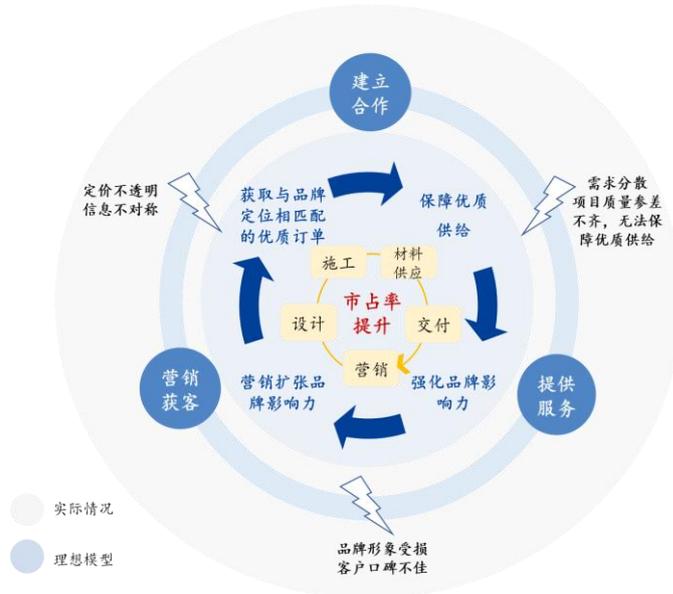


资料来源: 国盛证券研究所

2.3. 行业趋势: 数字化发展有望引领行业变革, 突破发展瓶颈

家装企业如何突破规模扩张瓶颈? 家装头部品牌的形成本质上是“营销-获客-用户沉淀”到品牌影响力提升的正向循环: 1) 前端营销提高品牌声量, 吸引潜在客户; 2) 中端销售深化品牌价值传递, 与潜在客户建立合作; 3) 通过优质服务加深客户对品牌认可度, 进一步强化品牌影响力。然而受制于冗长复杂的业务链及高度非标的用户需求, 家装企业在发展过程中较难形成理想情况下的正向循环, 且难以形成规模效益, 扩张存在瓶颈, 瓶颈突破的核心主要依赖良性循环的形成, 即: 1) 在“营销-获客”环节建立品牌认知, 将优质服务带来的溢价透明化, 提高潜在客户转化率; 2) 提高精细化管理水平, 保障需求各异、高度非标的项目均能高质量交付。

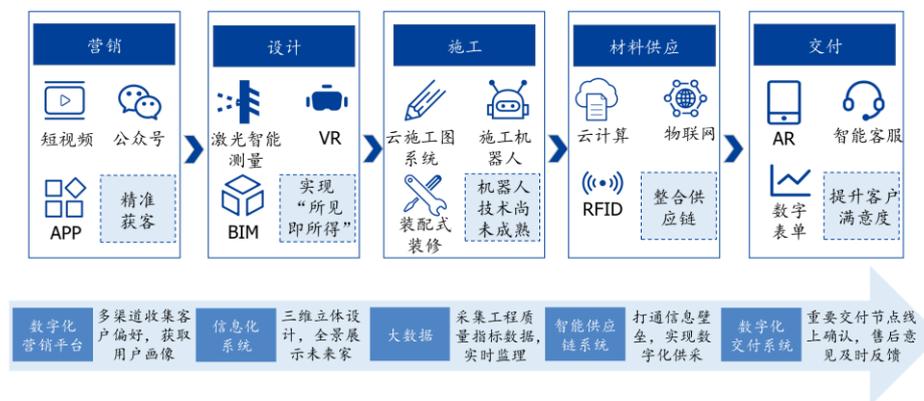
图表 19: 家装头部品牌形成实质为良性循环建立



资料来源: 国盛证券研究所

数字化发展有望成家装企业破局关键。在施工机器人等自动施工技术成熟前，家装仍需高度依赖人工，而“以人为本”的业务扩张核心在于人力资本的有效管理，即通过流程的标准化、透明化来保障服务质量，并通过平台化约束实现有效人员产值的快速扩张。数字化为实现业务标准化、可视化及一体化的重要工具，可有效提升企业管理效率、扩张管理半径，有望成为家装企业破局关键。依托当前信息化技术，家装企业可通过搭建数字化营销、BIM设计、实时监理、智慧供应链等系统来实现从营销获客到设计、施工、材料供应及最终交付的全链条数字化管理，以解决用户信息不对称、交付项目质量层次不齐等行业痛点，突破扩张瓶颈。

图表 20: 家装领域数字化应用



资料来源: 国盛证券研究所

3. 成长动力：家装数字化先行者，引领行业生态重构

已实现全链路数字化打通。历经 10 年研发积累与摸索沉淀，2020 年公司全面启动“科技家装战略”，加快数字化系统与家装业务磨合，数字化转型加速。作为上市家装龙头，公司天然具备数字化探索土壤，充裕现金流可支撑前期研发投入及磨合成本。当前公司已打通家装业务全链路数字化，系业内少数具备该能力的家装企业之一，先发优势显著。

“数装”产品引领数字化家装。2021 年 3 月，公司推出“数装”品牌，以提供量房、报价、设计、选材、工艺、交付、售后的全流程数字化家装服务。“数装”为公司数字化技术的集成应用，依托 DIM+施工系统、“真家”VR 云设计、天眼系统和 SAAS 全流程服务管家，提升客户家装体验感，同时将前端营销、中端管理、后端交付全面连通数装平台，为客资转化、材料供应、施工管理到交付运营赋能，致力于解决传统家装业务痛点，有望引领家装行业生态重构。

3.1. 客资转化：线上渠道捕捉用户线索，DIM+系统助力客户高效转化

布局主流线上平台，实现精准获客。公司前端引流渠道覆盖搜索引擎、自媒体、营销小程序、京东、天猫、抖音等多个主流平台，同时进行了官网改版和自媒体网站开发，获客渠道丰富。营销方式上通过案例展示、家装知识讲解等内容吸引潜在用户，并通过线上填单获取客户线索。目前，公司自主设计开发上线数装案例已达 200 多套，多样案例及快速估价功能的运用有效提升了客户邀约到店率，同时协助销售人员快速定位需求，提高后续客户转化率。

图表 21：公司线上渠道引流方式



资料来源：公司官网抖音平台，国盛证券研究所

DIM+系统结合“真家”3D实现用户“所见即所得”，提升客资转化率。2016年公司上线首款DIM+数字化设计系统，该系统以BIM技术为核心，融合加密、建模、云储存、测绘、多媒体呈现、数据分析等技术，提升设计效率、降低用户信息不对称。其核心功能主要体现在三方面：

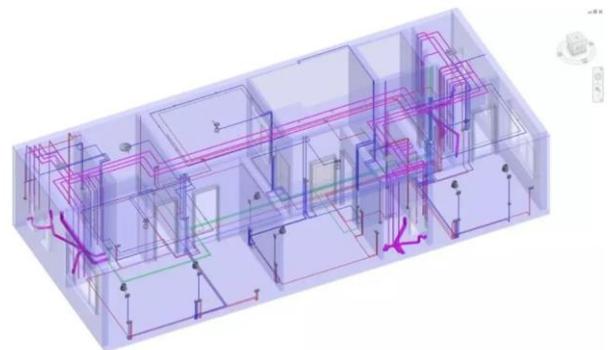
- **1) “案例库+产品SKU”实现模块化高效设计：**DIM+系统内置数据资源池，通过积累各分公司设计案例，形成海量案例库应用，并基于不同设计环节搭建细化数据库（如墙面造型库、主材库等）。在配套产品方面，公司目前数装产品垂直供应链累计在售产品18大项5233个SKU，区域供应链在线10053个SKU。在设计过程中，设计师可根据项目实际需求进行尺寸、材料、工艺的参变，并配套SKU库实现细化设计，有效提升设计效率。
- **2) 设计成果三维可视化：**系统基于设计图纸自动生成户型效果图、鸟瞰图及三维水电图，依托BIM技术将设计成果可视化，提升与客户沟通效率。
- **3) 报价精准透明化：**公司通过DIM+系统可实现三种维度估价，包括基于现有案例的快速进门估价、设计成果输出后的预报价（耗时约40分钟）以及精细测量后的具体报价（准确率95%），最终报价清单包含各类隐蔽工程，确保设计图每类主材、产品、工艺工法均清晰透明，有效避免增项工程造成的价格纠纷。

图表 22: DIM+设计成果三维可视化



资料来源：东易日盛土巴兔宣传平台，国盛证券研究所

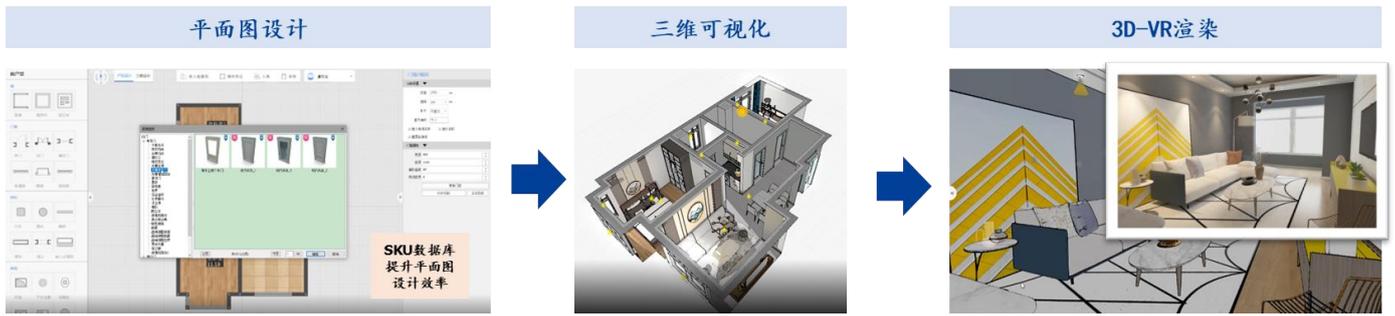
图表 23: DIM+水电隐蔽工程可视化



资料来源：东易日盛土巴兔宣传平台，国盛证券研究所

同时，公司已于2022年对接DIM+系统与“真家”3D平台，实现模型对接率达90%：“真家”系统依托3D-VR渲染引擎及AI+3D云智能设计技术，可通过VR裸眼云台将DIM+设计成果快速呈现为全屋渲染及高清全景图，实现用户“所见即所得”。

图表 24: 公司 DIM+及“真家”系统实现“所见即所得”



资料来源: 真家科技官网, 国盛证券研究所

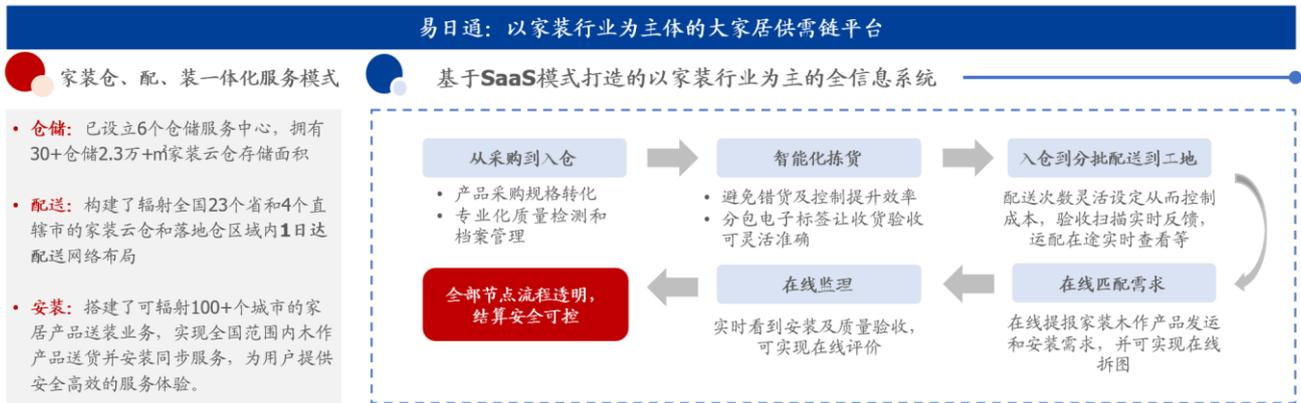
3.2. 材料供应: 总对总集采降低成本, 易日通 SaaS 支撑物料精准配送

装修材料: 总对总集采, 大幅降低主材成本。公司具备行业内先进的产品集采整合能力, 供应链厂商千余家, 以集团总对总集采方式降低成本。对比部分以经销商为主要采购渠道的中小装饰企业, 龙头通过直采模式可降低约 30%-45%的经销商渠道加价, 综合成本优势显著。

配套家居: 自有产能覆盖全线定制家居, 产线打通数装平台实现智能化生产。公司于 2009 年提出“有机整装”理念, 倡导家装应以“生活方式规划与风格创意设计为主线”、“装饰材料应与家装产品系统配套为依托”, 以实现“完美、和谐的装饰效果”。为解决不同设计风格的家居配套问题, 2011 年公司斥资 9 亿元在河北廊坊开建 13.8 万平米工厂, 自主设计并生产整装家居; 2019 年 1 月公司进一步扩大定制家居产能, 于枣庄市开工建设山亭区工厂。当前公司自主产能覆盖木门、橱柜、浴室柜等八类空间产品定制, 产线于 2019 年起已全面应用 OMS 订单管理、Insight-Imos 智能自动拆单及 MES 生产管理系统, 通过提升自动拆解、降低木作非标占比等措施有效提高木作生产效率(系统导入订单拆解准确率 99.84%), 并已与数装业务全流程打通: 家居产品同步上线设计 SKU 库及客户预选区, 下单后自动导入生产系统, 通过智能拆单实现自动化生产与定制化相结合。

物流运输: 建立“易日通”大家居供需链平台, SaaS 系统全线支撑精准配送。2017 年公司成立“易日通”供需链智能物流仓储管理平台, 提供家装行业仓、运、配、装全流程服务, 并基于 SaaS 系统精准匹配配送需求, 高效管理施工物料及配套家居运输。根据公司官网披露, 易日通当前已于全国设立 6 个仓储服务中心, 拥有 30+ 仓储空间, 同时构建辐射 23 省、4 直辖市的 1 日达配送布局及辐射 100+ 城市的产品送装业务。2022 年上半年, 易日通平台已全面连通数装 HDS (报价)、星耀 SAAS (运营)、施工天眼等系统平台, 通过各节点配套信息共享, 有效缩短备货周期、提升发运及时率, 实现各施工现场物料精准、按时配送。

图表 25: 易日通供需链智能物流仓储管理平台



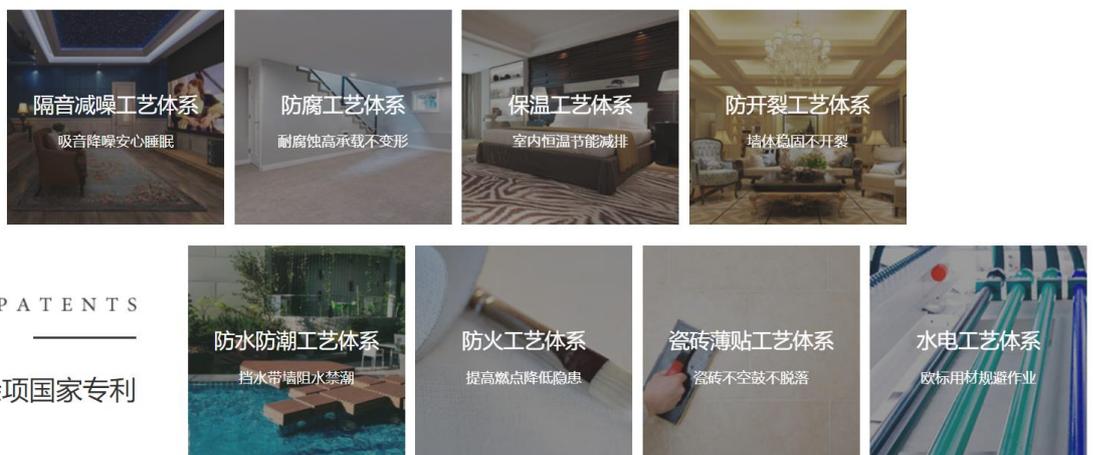
资料来源：东易日盛官网，国盛证券研究所

3.3. 施工管理：工艺标准业内领先，天眼系统全流程管控施工质量

工艺体系业内领先，施工管理体系标准化。公司经过 20 余年的工程经验积累，总结提炼 8 大施工工艺，9 大空间 215 项工艺施工标准，多年来先后推出“八级质量保证”体系、“HDS 报价系统”、“电子点选派工系统”、“远程可视监理系统”、“微信过程管控”、“劳务及监理的客户满意度评价系统”、“DIM+水电系统应用”等，建立了质量、安全、时间控制、客户满意、DIM 水电应用等方面的考核指标，大幅提升公司家装施工环节的标准性、规范性，形成了行业特有的全国性强交付能力体系且引领各地施工和验收标准。

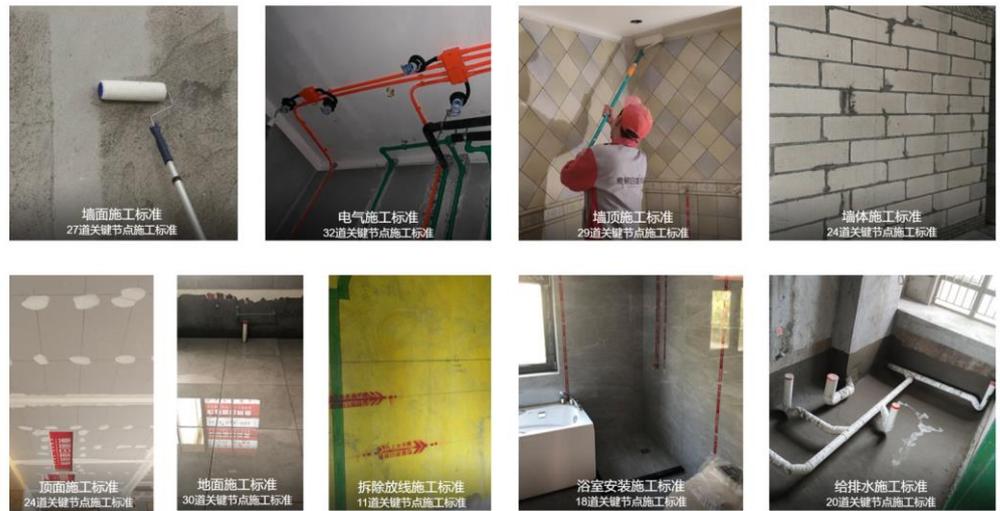
自有工长团队保障项目高质量交付。公司建立了严苛的工长甄选机制，施工团队均具备 15 年以上施工经验，实行定人定岗定编制，多数施工人员需经过施工培训后方可持证上岗，以防范家装项目转包及施工团队外借情况，使责任认定清晰化，促进项目高质量交付。

图表 26: 东易日盛 8+N 欧系工艺体系



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

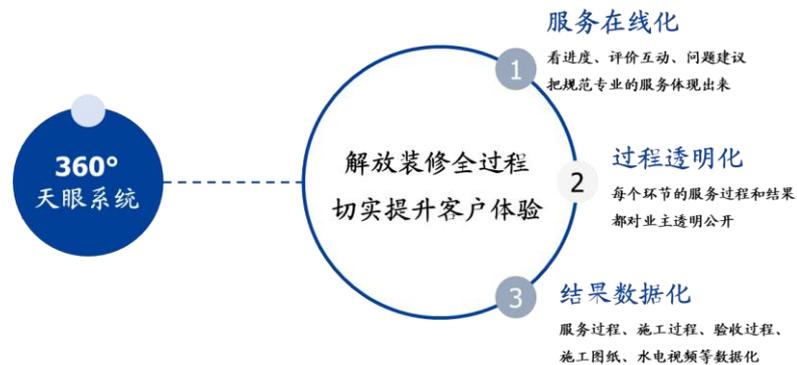
图表 27: 东易日盛 9 大空间 215 项工艺施工标准



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

用户端: 天眼系统助力施工过程透明化。2020 年公司上线“360° 交付管理天眼系统”, 将家装过程拆解成 23 个施工项目 65 项控制点位, 并设置 9 大验收节点 75 项控制点位。通过 n 张节点图片实时记录, 施工档案、水电视频云存储, 实现过程透明化、数据化。业主可通过系统监督工程进度及质量, 打破时间地点限制云监工, 并进行云反馈、云沟通, 促进各方及时发现问题、高效解决问题, 以防范偷工减料、增项工程纠纷, 保障客户满意度。

图表 28: 360° 天眼系统



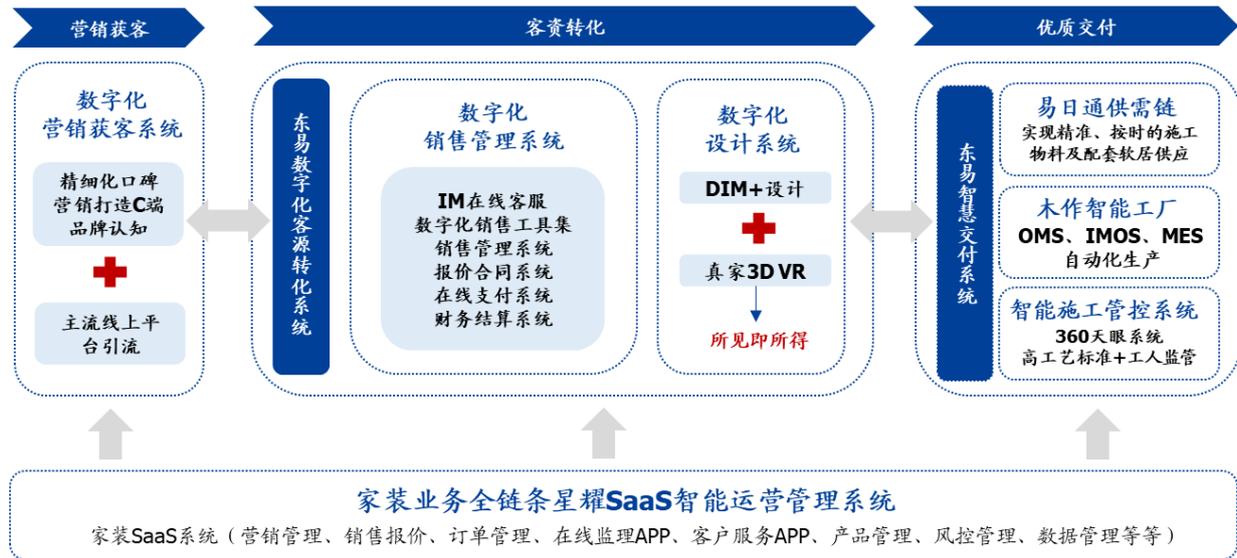
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

3.4. 全流程运营: 星耀 SaaS 平台实现各系统一体化管理

公司在核心数字化系统基础上, 搭建星耀 SaaS 平台, 贯穿数装全流程并集各数字化系统为一体, 通过打通营销、设计、供应链、木作生产、财务等线上平台整合内外部资源, 统一基础数据源, 减少沟通壁垒, 同时提供在线签约、方案确认、收款、验收、施工管控、售后服务等全流程的数字化管理, 当前已覆盖所有数装业务店面。

推动经营“量质齐升”，开启高质量发展新篇章。从内部赋能看，我们认为数字化有望助力公司快速突破规模瓶颈、提高整体盈利质量，实现“量质齐升”，其中：“提量”体现为全流程标准化后管理半径提升带来的整体规模扩张；“提质”体现为数字化降本增效带来的毛利率及净利率提高。叠加C端品牌效应积累，公司市占率有望加速上行，推动整体经营迈入高质量发展新阶段。

图表 29: 公司科技家装打造正向循环



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

营收增速: 2022年受疫情反复影响,居民消费意愿下滑,且多地封控造成公司在手项目进度滞后,预计全年收入将同比下滑约41%。2023年受益地产政策纠偏、疫后消费复苏,预计下游需求将有所恢复,有望带动公司营收企稳回升,预计全年家装/精工装业务均同增45%/50%(精工装受渗透率提升影响增速较快),公装维持20%稳健增速假设,综合计算得2023年营收增速为40%。中长期看:近年来大量亏损装饰企业出清,市场竞争格局优化有望趋于优化,公司作为家装优质龙头,数字化转型已全面落地,市占率有望持续提升,增速有望显著高于行业整体。预计2024年家装/精工装业务延续快速增长,增速分别为28%/32%,整体营收增速为27%。

毛利率: 公司毛利率主要受到人工、材料、运输及其他项目执行成本(如防疫)影响,2022年预计家装业务毛利率将大幅下滑,2023年企稳回升,2024年在数字化降本增效推动下毛利率有望提升,三年毛利率假设分别为28%/33%/35%。公司公装及精工装业务体量较小,且项目甄选制度严格,预计毛利率将保持稳定,测算时分别给予50%/40%毛利率假设。综合测算得2022-2024年公司毛利率分别为32%/35%/37%。

费用率: 2022年由于公司营收大幅下滑,刚性费用占比提升,预计公司各项费用率均大幅上行,按照前三季度情况给予销售/管理/研发费用率分别上行至35%/17%/5%的假设。2023年随着营收增速恢复,费用率预计将下行至正常空间,销售/管理/研发费用率分别为18.2%/8.2%/4.3%。2024年受益数字化系统落地,预计销售、管理费用率将有所下行,分别假设为18%/8.1%;研发投入维持高位,假设为4.3%。综合测算得2022-2024年公司期间费用率分别为58%/32%/31%。

图表 30: 主营业务拆分及其他盈利预测假设

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	42.03	37.99	34.47	42.92	25.54	35.83	45.34
增长率		-9.6%	-9.3%	24.5%	-40.5%	40.3%	26.6%
家装业务	36.67	32.94	30.12	37.03	20.37	29.53	37.80
增长率		-10.2%	-8.6%	22.9%	-45%	45%	28%
公装业务	3.56	3.26	2.49	3.34	3.01	3.61	4.33
增长率		-8.4%	-23.6%	34.1%	-10%	20%	20%
精工装业务	0.80	0.66	0.72	1.28	0.77	1.15	1.52
增长率		-17.5%	9.1%	77.8%	-40%	50%	32%
其他业务	1.00	1.13	1.14	1.27	1.40	1.54	1.69
增长率		13.0%	0.9%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(亿元)	15.62	13.08	12.51	15.02	8.21	12.63	16.70
家装业务	13.14	10.72	10.26	11.98	5.70	9.60	13.08
公装业务	2.14	1.31	1.34	1.71	1.50	1.80	2.16
精工装业务	0.30	0.25	0.28	0.52	0.31	0.46	0.61
其他业务	0.05	0.80	0.63	0.81	0.70	0.77	0.85
毛利率	37.16%	34.42%	36.28%	34.99%	32.15%	35.25%	36.83%
家装业务	35.83%	32.53%	34.05%	32.34%	28.00%	32.50%	34.60%
公装业务	59.98%	40.13%	53.93%	51.33%	50.00%	50.00%	50.00%

精工装业务	37.28%	38.59%	38.67%	40.58%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	4.60%	70.61%	55.14%	63.65%	50.00%	50.00%	50.00%
期间费用率	28.10%	34.71%	31.32%	30.67%	57.60%	31.58%	30.89%
销售费用率	16.9%	21.0%	18.1%	18.1%	35.00%	18.20%	17.70%
管理费用率	8.0%	9.2%	9.0%	8.1%	17.20%	8.15%	8.10%
研发费用率	3.1%	4.3%	4.3%	3.9%	4.80%	4.30%	4.32%
归母净利润 (亿元)	2.53	-2.49	1.80	0.78	-7.3	1.5	2.2
增长率		-198%	172%	-57%	-1042%	121%	46%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 -7.3/1.5/2.2 亿元, 同比增长 -1042%/121%/46%, 对应 EPS 分别为 -1.74/0.36/0.52 元。当前股价对应 PE 分别为 4/19/13 倍。我们选取索菲亚、萤石网络、海鸥住工三大数字化家居企业作为可比公司, 2023 年可比公司 PE 均值为 22 倍。目前公司为业内少数具备全业务链数字化落地能力的家装企业之一, 技术沉淀磨合近 10 年, 壁垒清晰, 未来有望突破家装企业规模化瓶颈, 市占率有望加速提升, 龙头 alpha 属性凸显, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
索菲亚	20.65	0.13	1.23	1.51	1.78	153.7	16.8	13.7	11.6	3.20
萤石网络	34.60	0.80	0.62	0.92	1.29	43.2	55.7	37.6	26.9	4.09
海鸥住工	4.86	0.13	0.21	0.27	0.35	36.9	23.6	17.9	14.1	1.65
平均值						77.9	32.0	23.1	17.5	2.98

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 *股价数据截至 2023/2/17, 盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

数装推广不及预期, 地产销售大幅下滑风险等。

1) 数装推广不及预期: 当前公司已打通家装业务全链条数字通路, 全新推出“数装”品牌, 但若品牌推广不及预期, 可能会对公司增长造成不利影响。

2) 地产销售大幅下滑风险: 公司业务与地产景气度存在较大关联, 若地产销售大幅下滑, 下游家装需求收缩, 可能会对公司订单承接造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com