

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

帝欧家居 (002798.SZ)

维持评级

报告原因：业绩报告

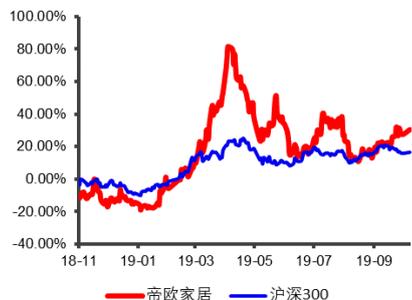
工程发力、零售革新，三季报业绩超预期

买入

2019年10月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年10月29日

收盘价(元):	20.28
年内最高/最低(元):	28.53/12.26
流通 A 股/总股本(亿):	2.03/3.85
流通 A 股市值(亿):	78.07
总市值(亿):	15.70

基础数据：2019年9月30日

基本每股收益	1.13
摊薄每股收益:	1.10
每股净资产(元):	9.04
净资产收益率:	12.67%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】帝欧家居 (002798.SZ) 调研简报：精装房大势所趋，看好建陶业务增长和帝欧互补协同》2019-08-02

事件描述

➤ 公司发布 2019 年三季报：报告期内，公司实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 29.47%；实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 57.17%；实现扣非后净利润 3.75 亿元，同比增长 42.07%；非经常性损益约 5088 万元，主要构成是政府补助。业绩超出此前预期。

事件点评

➤ Q3 业绩超预期，归母净利润同比增长 69.94%。Q3 单季度公司实现营业收入 16.04 亿元 (+28.44%)，归母净利润 1.93 亿元 (+69.64%)，扣非净利润 1.70 亿元 (+54.31%)，Q3 业绩增长超预期，主要受益于公司与欧神诺的协同发展效果，以及前期地产回暖的影响。

➤ 毛利率、净利率双双提高，管理费用率显著改善，研发支出大幅增加。报告期内，公司毛利率、净利率分别为 35.94% (+1.40pct)、10.30% (+1.84pct)；期间费用率为 24.21%，同比增加 0.51pct。其中，销售费用率 16.03% (+0.92pct)，管理费用率 7.29% (-0.55pct)，财务费用率 0.89% (+0.15pct)。报告期内，公司加大研发投入，研发支出达到 1.68 亿元，同比增加 47.69%。

➤ 借助欧神诺工程业务优势切入快速增长的精装房市场，新零售探索和渠道下沉推动零售端增长。报告期内，随着自营工程市场份额不断扩大，零售业务持续增长，欧神诺实现营业收入 37.13 亿元，同比增长 36.48%；实现净利润 3.76 亿元，同比增长 38.88%，扣除合并摊销费用 1,655.40 万元后，实现净利润为 3.60 亿元。公司与欧神诺高度融合后产生的协同效应开始显现，公司借助欧神诺在工程业务自营模式多年累积的先发优势，顺应精装房的发展趋势，积极开展零售模式革新和渠道下沉布局，实现 2019 年前三季度经营业绩保持高速增长。

➤ 精装房大势所趋，欧神诺工程渠道优势突出，新老客户订单持续放量，建陶业务成为未来业绩增长亮点。欧神诺目前工程收入占比约 75%，零售业务占比约 25%。工装渠道方面，欧神诺在原有包括碧桂园、万科、恒大、雅居乐、荣盛、富力等大型房地产开发商客户基础上，新增包括敏捷地产、海伦堡、合正地产、华侨城等大中型房地产开发商客户，新客户放量比较明显，荣盛、雅居乐已经进入到前五大客户名单。

➤ 近期地产竣工数据回暖，利好公司四季度业绩释放。1-9 月住宅销售面

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

积回归正增长，住宅竣工面积增速显著提升。据国家统计局数据显示，1-9 月商品房住宅销售面积 104650 万平方米，同比增长 1.10%，环比 1-8 月提升 0.50pct，重新回到正增长区间。1-9 月，全国住宅竣工面积 33084 万平方米，同比下降 8.50%，增速比去年同期回升 3.80pct，环比 1-8 月提升 1.10pct。

### 投资建议

➤ 预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.52、7.16、8.71 亿元，同比增长 45.11%、29.71%、21.54%，对应 EPS 为 1.43/1.86/2.26 元，PE 为 14.13/10.90/8.97 倍，维持“买入”评级。

### 存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；工程业务回款风险；工程订单增长不及预期；原材料价格波动风险；产能过剩风险；经销商管理风险等。

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	533.7	4,308.3	5,536.2	6,920.3	8,304.3
同比增长	24.85%	707.31%	28.50%	25.00%	20.00%
归母净利润（百万元）	54.5	380.6	552.3	716.4	870.7
同比增长	7.69%	598.10%	45.11%	29.71%	21.54%
每股收益（元）	0.55	0.99	1.43	1.86	2.26
PE	37.12	20.53	14.13	10.90	8.97
PB	1.93	2.41	1.45	1.28	1.14

数据来源：wind



利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>533.7</b>	<b>4,308.3</b>	<b>5,536.2</b>	<b>6,920.3</b>	<b>8,304.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	376.8	2,800.3	3,543.2	4,435.9	5,323.1	营业收入增长率	24.8%	707.3%	28.5%	25.0%	20.0%
营业税费	5.1	39.6	50.9	63.0	74.7	营业利润增长率	75.1%	613.2%	46.2%	29.0%	21.5%
销售费用	76.7	678.2	885.8	1,093.4	1,303.8	净利润增长率	-18.2%	1680.2%	1.6%	25.1%	41.9%
管理费用	54.7	170.7	398.6	498.3	597.9	EBITDA增长率	-27.0%	2293.8%	10.9%	27.1%	21.5%
财务费用	-3.0	32.8	10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	74.8%	688.9%	37.4%	27.6%	21.5%
资产减值损失	2.5	45.3	20.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	7.7%	598.1%	45.1%	29.7%	21.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	701.7%	0.9%	20.5%	8.5%
投资和汇兑收益	6.4	8.2	8.0	6.1	7.2	净资产增长率	79.4%	208.6%	65.6%	13.3%	12.7%
<b>营业利润</b>	<b>61.0</b>	<b>434.9</b>	<b>635.7</b>	<b>819.9</b>	<b>996.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.1	-6.4	-3.0	-2.0	-2.0	毛利率	29.4%	35.0%	36.0%	35.9%	35.9%
<b>利润总额</b>	<b>60.8</b>	<b>428.5</b>	<b>632.7</b>	<b>817.9</b>	<b>994.0</b>	营业利润率	11.4%	10.1%	11.5%	11.8%	12.0%
减:所得税	6.3	52.8	80.4	101.4	123.3	净利率	10.2%	8.8%	10.0%	10.4%	10.5%
<b>净利润</b>	<b>54.5</b>	<b>380.6</b>	<b>552.3</b>	<b>716.4</b>	<b>870.7</b>	EBITDA/营业收入	7.2%	16.0%	12.6%	12.6%	14.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	4.6%	13.5%	11.7%	11.9%	12.0%
货币资金	590.7	505.7	2,026.5	2,045.7	2,499.6	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.2%	11.7%	10.3%	11.8%	12.7%
应收帐款	88.8	1,535.6	1,333.7	1,667.1	2,000.5	ROA	4.3%	6.5%	7.5%	8.6%	9.1%
应收票据	8.5	222.8	-	-	-	ROIC	11.5%	97.9%	16.8%	21.2%	21.4%
预付帐款	7.8	32.0	100.8	126.3	151.5	<b>费用率</b>					
存货	125.3	652.7	485.4	607.7	729.2	销售费用率	14.4%	15.7%	16.0%	15.8%	15.7%
其他流动资产	221.8	163.6	168.5	173.6	178.8	管理费用率	10.3%	4.0%	7.2%	7.2%	7.2%
可供出售金融资产	-	2.5	-	-	-	财务费用率	-0.6%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	24.1%	20.5%	23.4%	23.0%	22.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	5.1	2.2	2.2	2.2	2.2	固定资产周转天数	87	57	96	102	102
固定资产	133.6	1,240.4	1,709.5	2,193.6	2,518.4	流动资产周转天数	514	174	235	227	221
在建工程	1.8	138.0	202.3	301.7	271.0	应收帐款周转天数	65	68	53	53	58
无形资产	40.0	729.8	693.7	657.7	621.6	存货周转天数	104	50	58	44	51
其他非流动资产	36.2	74.1	76.3	78.6	81.0	总资产周转天数	647	296	427	408	389
<b>资产总额</b>	<b>1,259.5</b>	<b>5,821.3</b>	<b>7,320.8</b>	<b>8,376.1</b>	<b>9,575.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	-	369.3	123.1	123.1	153.9	资产负债率	16.6%	44.3%	26.6%	27.3%	28.4%
应付票据	-	611.4	785.6	982.0	1,178.4	负债权益比	19.9%	79.5%	36.3%	37.6%	39.6%
应付账款	35.4	687.4	437.1	547.2	656.7	流动比率	5.08	1.41	2.23	2.12	2.14
其他流动负债	3.5	97.7	102.6	107.7	113.1	速动比率	4.47	1.11	1.96	1.84	1.86
长期借款	-	270.0	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21	-	-	-
其他非流动负债	3.5	97.7	102.6	107.7	113.1	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>208.7</b>	<b>2,578.3</b>	<b>1,950.1</b>	<b>2,289.0</b>	<b>2,716.3</b>	EPS(元)	0.55	0.99	1.43	1.86	2.26
股本	99.8	385.4	385.0	385.0	385.0	BVPS(元)	10.53	8.42	13.96	15.82	17.83
资本公积与留存收益	298.5	652.5	1,204.8	1,921.3	2,705.0	PE(X)	37.1	20.5	14.1	10.9	9.0
少数股东权益	-	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	PB(X)	1.9	2.4	1.5	1.3	1.1
<b>股东权益</b>	<b>1,050.8</b>	<b>3,243.1</b>	<b>5,370.7</b>	<b>6,087.1</b>	<b>6,859.2</b>	P/FCF	23.2	-4.2	-141.1	364.3	14.1
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	P/S	3.8	1.8	1.4	1.1	0.9
净利润	54.5	375.7	552.3	716.4	870.7	EV/EBITDA	126.1	7.7	8.3	6.6	4.3
加:折旧和摊销	2.5	45.3	-	-	-	CAGR(%)	136.0%	32.3%	121.8%	136.0%	32.3%
资产减值准备	14.3	105.2	52.8	52.8	242.3	PEG	27.3%	63.5%	11.6%	8.0%	27.7%
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	-0.0	41.6	10.0	1.0	1.0						
投资收益	-6.4	-7.8	-8.0	-6.1	-7.2						
少数股东损益	-	-4.9	-	-	-						
营运资金的变动	-45.2	-321.7	465.1	-149.6	-91.2						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>100.7</b>	<b>60.7</b>	<b>1,072.2</b>	<b>614.5</b>	<b>1,015.6</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-96.7</b>	<b>-665.2</b>	<b>-540.0</b>	<b>-594.4</b>	<b>-492.8</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>476.8</b>	<b>334.3</b>	<b>1,234.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>-99.7</b>						

数据来源: wind

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

