

精装修红利兑现，规模优势凸显盈利改善
买入（维持）

2019年11月10日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,308	5,620	6,907	8,967
同比(%)	707.3%	30.4%	22.9%	29.8%
归母净利润(百万元)	381	553	702	921
同比(%)	598.1%	45.3%	27.0%	31.1%
每股收益(元/股)	0.99	1.44	1.82	2.39
P/E(倍)	24.72	16.99	13.38	10.21

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

投资要点

- **增量延续高确定性，拓展客户有望维持高增长。**2016-2018年我国精装房开盘套数 CAGR 高达 45.45%，考虑 1.5-2 年的滞后期，我们预计 B 端优势龙头的工程订单高增态势有望贯穿 2020 全年；此外 2019 年 1-8 月精装房开盘套数累计增长 10.39%、增速有所放缓，但后续精装修渗透率仍将持续提升贡献增量，公司受益于精装修行业红利外，挖掘更多潜在地产客户有望维持高增长。
- **精装修红利兑现，公司业绩高增：**受益于精装修市场渗透率提升放量，前三季度公司实现营收 41.02 亿 (+29.47%)，归母净利 4.26 亿 (+57.17%)，扣非净利 3.75 亿 (+42.07%)。其中 Q3 单季实现营收 16.04 亿 (+28.44%)，归母净利 1.93 亿 (+69.64%)，扣非净利 1.70 亿 (+54.31%)。综合来看，公司营收利润环比提速表现均略超预期。其中子公司欧神诺主营瓷砖业务，凭借其务实的综合实力和领先的发展模式，不断创新求变、快速迭代。随着自营工程市场份额不断扩大，零售业务持续增长，2019 年 1-9 月实现营收 37.13 亿元 (+36.48%)，净利润 3.76 亿元 (+38.88%)，净利率 10.13%，同比增加 0.78%。
- **毛利率同比上升显著，费用率微增管控优良。**前三季度公司毛利率 35.94%，同增 1.40pct，系瓷砖业务规模优势凸显及原材料价格下降所致。期间费用率同增 0.51pct 至 24.21%，其中销售费用率同增 0.91pct 至 16.03%，主要系工程业务增长较快带来较多的工程服务费和运输成本；管理费用率同减 0.55pct 至 7.29%；财务费用率同增 0.15pct 至 0.89%。综合来看公司归母净利率 10.39%，同增 1.83pct。
- **周转环比逐步改善，经营性现金流向好。**截至三季度末公司存货 6.14 亿，较 19H1 上升 0.22 亿元，存货周转天数环比下降 4.39 天至 65.09 天；应收账款及票据较 19H1 增 2.21 亿至 22.06 亿，应收账款周转天数环比下降 2.01 天至 115.35 天，我们认为公司加大工程业务下周转率均环比改善。Q1-Q3 公司经营性现金流净额 2.78 亿，较上年同期上升 1.65 亿。
- **深化协同效应、整合渠道资源，看好公司长线发展。**欧神诺瓷砖在工程端深耕碧桂园等存量客户同时积极开拓其他大中型房地产开发商，为瓷砖业务持续高速发展奠定基础；渠道端扩张高力度，增长渐入佳境。帝王洁具业务借助欧神诺积极开拓卫浴直营工程业务，已与包括碧桂园、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户建立合作。我们认为公司业绩增长确定性较高，长期看好！
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 56.20 /69.07 /89.67 亿，同增 30.4% /22.9% /29.8%；归母净利 5.53 /7.02 /9.21 亿，同增 45.3% /27.0% /31.1%。当前股价对应 PE 为 16.99X/13.38X/10.21X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，行业竞争加剧，精装修渗透不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.41
一年最低/最高价	12.26/28.53
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	4557.83

基础数据

每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	45.91
总股本(百万股)	384.96
流通 A 股(百万股)	186.72

相关研究

1、《帝欧家居 (002798)：业绩符合预期，规模红利持续释放》2019-07-31

2、《帝欧家居 (002798)：瓷砖+洁具协同发展，共享工程渠道增长红利》2019-07-24

表 1: 帝欧家居收入拆分一览

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
主营业务收入	386.93	427.46	533.67	1919.98	4308.34	2498.49
YOY	-14.19%	10.47%	24.85%	762.14%	707.30%	30.13%
陶瓷墙地砖收入				1624.59	3658.04	2229.73
占比				84.61%	84.91%	89.24%
YOY						37.25%
毛利率				35.40%	35.84%	35.45%
卫浴产品收入	305.82	339.64	421.91	214.16	478.58	202.10
占比	79.04%	79.46%	79.06%	11.15%	11.11%	8.09%
YOY	-7.41%	11.06%	24.22%	20.74%	13.43%	-5.63%
毛利率	33.88%	35.21%	34.51%	31.23%	33.66%	39.67%
亚克力板收入	76.56	85.2	108.99	69.83	145.24	50.31
占比	19.79%	19.93%	20.42%	3.64%	3.37%	2.01%
YOY	-35.07%	11.29%	27.92%	58.89%	33.26%	-27.95%
毛利率	20.60%	17.32%	8.27%	14.23%	15.38%	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 帝欧家居季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	73.05	149.64	138.57	172.40	756.52	1,163.46	1,248.77	1,139.59	1,041.30	1,457.18	1,603.94
YOY	12.63%	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%	28.44%
归母净利润	1.91	22.22	7.59	22.81	44.17	113.37	113.61	109.50	65.73	167.70	192.72
YOY	190.50%	13.77%	-8.00%	-8.62%	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%	69.64%
扣非归母净利润	-4.11	21.44	4.25	17.76	43.64	110.44	110.06	90.24	64.00	141.43	169.84
YOY	-18.87%	29.93%	-48.57%	-20.10%	1161.64%	415.09%	2492.29%	407.97%	46.65%	28.07%	54.31%
毛利率	23.87%	31.62%	28.06%	30.88%	33.01%	35.15%	34.89%	36.30%	33.63%	36.76%	36.69%
期间费用率	36.72%	17.30%	23.88%	24.75%	25.27%	22.63%	23.74%	26.46%	25.83%	24.36%	23.02%
其中: 销售费用	17.80	17.23	22.51	19.13	125.47	164.52	188.84	199.41	181.71	238.11	237.63
销售费用率	24.37%	11.52%	16.24%	11.10%	16.59%	14.14%	15.12%	17.50%	17.45%	16.34%	14.82%
其中: 管理费用	9.29	9.72	10.97	24.76	61.66	91.79	51.16	35.57	40.74	38.17	52.68
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.98	57.12	38.30	64.21	65.04
管理+研发费用率	12.72%	6.50%	7.92%	14.36%	8.15%	7.89%	7.62%	8.13%	7.59%	7.03%	7.34%
其中: 财务费用	-0.27	-1.07	-0.39	-1.23	4.08	6.95	12.44	9.38	8.21	14.51	13.94
财务费用率	-0.37%	-0.71%	-0.28%	-0.71%	0.54%	0.60%	1.00%	0.82%	0.79%	1.00%	0.87%
归母净利润率	2.61%	14.85%	5.48%	13.23%	5.84%	9.74%	9.10%	9.61%	6.31%	11.51%	12.02%
存货	117.61	119.23	115.00	125.30	462.07	471.23	457.85	652.69	566.71	592.25	614.39
较上年同期增减	25.38%	48.49%	26.05%	36.38%	292.88%	295.23%	298.12%	420.90%	22.65%	25.68%	34.19%
应收票据	6.82	0.00	0.60	8.50	100.34	129.92	174.53	222.81	222.65	233.25	207.38
较上年同期增减	5.52	-2.63	-1.36	3.70	93.52	129.92	173.93	214.31	122.31	103.33	32.85
应收账款	86.97	108.60	101.22	85.79	983.81	1,153.08	1,289.42	1,506.83	1,425.13	1,751.27	1,998.47
较上年同期增减	16.66	9.31	8.67	-18.51	896.84	1,044.48	1,188.20	1,421.05	441.32	598.18	709.05
应付账款及应付票据	29.99	34.85	31.13	35.45	879.71	961.99	1,043.93	1,298.77	1,252.06	1,334.13	1,494.78
较上年同期增减	13.52	11.68	8.69	10.18	849.72	927.14	1,012.80	1,263.32	372.35	372.13	450.86
预收账款	39.24	37.46	44.25	58.20	110.08	146.95	125.76	126.00	130.34	144.49	130.07
较上年同期增减	18.11	23.67	25.52	40.98	70.84	109.48	81.51	67.80	20.26	-2.46	4.31
经营性现金流净额	5.38	15.32	25.71	54.27	-32.68	124.64	21.45	-52.75	181.74	-48.48	144.68
较上年同期增减	13.50	7.64	16.58	31.63	-38.06	109.33	-4.26	-107.02	214.42	-173.13	123.23
筹资性现金流净额	0.00	-25.91	80.86	421.83	37.22	112.67	251.23	-66.85	55.71	-105.90	27.13
较上年同期增减	2.01	-204.92	106.88	427.18	37.22	138.59	170.37	-488.67	18.48	-218.58	-224.10
资本开支	3.34	6.04	4.39	2.41	46.47	272.26	272.20	128.88	95.78	97.92	122.55
较上年同期增减	0.05	1.76	4.14	-12.51	43.13	266.22	267.81	126.47	49.31	-174.34	-149.65
ROE	0.33%	3.79%	1.21%	2.65%	2.25%	3.88%	3.74%	3.45%	2.00%	5.09%	5.70%
YOY (±)	0.87%	-0.26%	-0.24%	-1.71%	1.93%	0.09%	2.54%	0.81%	-0.25%	1.21%	1.96%
资产负债率	12.58%	14.17%	13.45%	16.57%	37.22%	40.10%	42.57%	44.29%	43.77%	45.73%	45.91%
YOY (±)	-1.56%	4.91%	3.50%	5.66%	24.64%	25.93%	29.12%	27.72%	6.55%	5.62%	3.34%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

帝欧家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3112	3685	4675	6222	营业收入	4308	5620	6907	8967
现金	506	536	639	958	减:营业成本	2800	3605	4426	5741
应收账款	1507	2119	2198	3407	营业税金及附加	40	56	66	86
存货	653	650	719	826	营业费用	678	881	1080	1423
其他流动资产	447	380	1119	1032	管理费用	341	445	544	704
非流动资产	2709	3096	3466	3823	财务费用	33	35	34	28
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	45	40	40	42
固定资产	1240	1551	1861	2171	加:投资净收益	8	8	8	8
在建工程	138	158	153	148	其他收益	0	0	0	0
无形资产	730	784	842	882	营业利润	435	622	791	1038
其他非流动资产	601	603	611	623	加:营业外净收支	-6	0	-1	-1
资产总计	5821	6781	8141	10045	利润总额	429	623	791	1036
流动负债	2211	2489	3180	4229	减:所得税费用	53	77	97	128
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	-5	-7	-9	-12
应付账款	687	900	1465	2436	归属母公司净利润	381	553	702	921
其他流动负债	1154	1220	1346	1424	EBIT	489	689	857	1099
非流动负债	368	482	498	498	EBITDA	593	574	875	1119
长期借款	270	385	400	400					
其他非流动负债	98	98	98	98	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2578	2971	3678	4727	每股收益(元)	0.99	1.44	1.82	2.39
少数股东权益	-4	-1	-2	-2	每股净资产(元)	8.42	9.90	11.60	13.82
					发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
归属母公司股东权益	3247	3811	4464	5321	ROIC(%)	11.3%	13.2%	14.4%	15.8%
负债和股东权益	5821	6781	8141	10045	ROE(%)	17.5%	15.5%	16.8%	18.6%
					毛利率(%)	35.0%	35.8%	35.9%	36.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.8%	9.8%	10.2%	10.3%
经营活动现金流	61	672	1123	1758	资产负债率(%)	44.3%	43.8%	45.2%	47.1%
投资活动现金流	-665	-194	-238	-292	收入增长率(%)	707.3%	30.4%	22.9%	29.8%
筹资活动现金流	334	-448	-781	-1147	净利润增长率(%)	598.1%	45.3%	27.0%	31.1%
现金净增加额	-270	30	103	319	P/E	24.72	16.99	13.38	10.21
折旧和摊销	105	-116	18	20	P/B	2.90	2.47	2.10	1.77
资本开支	720	194	238	292	EV/EBITDA	75.23	77.81	51.01	39.89
营运资本变动	64	294	298	499					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

