

洁具+瓷砖双主业并行，工装放量驱动业绩增长

——帝欧家居（002798.SZ）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 亚克力洁具业务国内领先，高端产品具备提价空间，洁具业绩持续向好

公司是国内亚克力洁具领域的龙头企业，拥有两大产品线，分别是亚克力洁具产品线和亚克力板。亚克力洁具主要产品包括坐便器、淋浴房、浴室柜和浴缸，公司上市后募集产能主要投放于浴室柜和淋浴房。公司在产能快速扩张的同时，产品也具备一定提价空间，高端产品的价格敏感程度相对较低，公司洁具业务经营业绩稳健向好。

❖ 帝王洁具收购欧神诺，更名“帝欧家居”，布局建筑瓷砖，实现强强联合

欧神诺是建筑陶瓷行业综合实力位居前五的企业，专注于中高端建筑陶瓷的研发、设计、生产和销售，产品线丰富，研发实力强劲。收购欧神诺后，公司布局建筑瓷砖领域，卫浴和瓷砖行业均高度分散，卫浴行业规模目前约为 1690 亿元，瓷砖行业规模均为 4800 亿元左右，龙头企业联手，有望实现强强联合。

❖ 高协同性凸显合作优势，B、C 端实现渠道共享，工装渠道持续放量

洁具和瓷砖高度互补，产品和服务具有协同性，可在同一下场景中呈现。欧神诺主要客户是房地产开发商，包括碧桂园、万科、恒大，洁具产品零售渠道占比九成以上，双方合作可以 B 端和 C 端实现渠道共享。欧神诺在工程端优势显著，通过积极开拓新的 B 端客户，在快速发展的瓷砖工程市场中迅速提高市场份额，工装业务持续放量。

❖ 携手迈向大卫浴时代，首次覆盖予以“增持”评级

欧神诺 2018 年起正式并表，预计公司 2018 到 2020 年的营业收入分别为 39.35 亿元、51.80 亿元、65.77 亿元，2018 到 2020 年净利润分别为 3.31 亿元、4.44 亿元、5.68 亿元，2018 到 2020 年 EPS 分别为 1.55、2.08、2.67 元，对应的 PE 分别为 19.36、14.44、11.29 倍。首次覆盖，予以“增持”评级。

❖ 风险提示：房地产投资下滑；原材料价格上涨；地产客户订单低于预期

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	534	3935	5180	6577
+/-%	25%	637%	32%	27%
净利润(百万)	55	331	444	568
+/-%	8%	507%	34%	28%
EPS(元)(最新摊薄)	0.26	1.55	2.08	2.67
PE	117.51	19.36	14.44	11.29

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 轻工制造

报告时间 | 2018/8/7

前收盘价 | 29.20 元

公司评级 | 增持评级

分析师

汪云云

证书编号：S1100518070001

021-68595229

wangyunyun@cczq.com

联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006

021-68595117

lindongyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、帝欧家居：从亚克力洁具龙头到瓷砖洁具双主业并行	4
1.1 发展历程：洁具公司并购瓷砖业务	4
1.2 股权结构保持稳定	5
二、亚克力洁具业务国内领先，享行业集中度提升红利	5
2.1 卫浴行业：低集中度的千亿量级市场	5
2.2 亚克力洁具：在小众市场中提升渗透率.....	7
2.3 帝欧家居：深耕亚克力洁具领域，洁具业务有望迎业绩拐点.....	8
三、收购欧神诺，进军中高端建筑陶瓷市场	13
3.1 欧神诺：建筑陶瓷行业龙头企业，2017 年纳入上市公司版图	13
3.2 建筑陶瓷行业：工装市场蕴藏巨大消费潜力.....	15
3.3 客户群体稳定增长，享受工装业务放量红利.....	17
四、协同效应：共享工装业务放量红利，携手迈向大卫浴时代	19
4.1 工程端业务放量，打开规模瓶颈	19
4.2 区域布局逐步完善	20
4.3 产品线有望丰富，产能扩张在即	20
五、估值评级：予以“增持”评级	21
5.1 关键假设	21
5.2 盈利预测	21
风险提示	22

图表目录

图 1:	帝欧家居发展历程.....	4
图 2:	股权结构图（并购前）	5
图 3:	股权结构图（并购后，未考虑配套融资）	5
图 4:	帝欧家居洁具产品线.....	8
图 5:	2013-2017 年帝欧家居洁具产品收入占比.....	9
图 6:	2013-2017 年帝欧家居洁具产品收入结构.....	9
图 7:	帝欧家居洁具产品销售体系	11
图 8:	帝欧家居洁具产品 2013-2017 年营业收入（百万元）及增速	12
图 9:	MMA 市场价（山东）（元/吨）	12
图 10:	帝欧家居 2013-2017 年净利润/百万元.....	12
图 11:	欧神诺 2012-2016 年营业收入（百万元）	13
图 12:	欧神诺 2012-2016 年净利润（百万元）	13
图 13:	建筑陶瓷各品类生产线数量（条）	15
图 14:	建筑陶瓷各品类日产能（万平方米）	15
图 15:	瓷砖行业龙头企业营业收入（亿元）	16
图 16:	2010-2016 年我国建筑瓷砖消费量（亿平方米）	17
图 17:	三十大中城市商品房销售面积（万平方米）	18
图 18:	帝欧家居 2017 年各地区销售收入占比.....	20
表格 1:	三大卫浴品牌群分布.....	6
表格 2:	亚克力洁具和陶瓷洁具性能比较.....	8
表格 3:	亚克力洁具产能（万台）	10
表格 4:	帝欧家居洁具产品销售门店快速扩张.....	10
表格 5:	帝欧家居瓷砖主要产品.....	14
表格 6:	欧神诺主要客户合同销售面积增长率.....	17
表格 7:	房地产精装修政策梳理.....	18
表格 8:	2016 年前五大客户（亿元）	19
表格 9:	帝欧家居可比公司.....	22

一、帝欧家居：从亚克力洁具龙头到瓷砖洁具双主业并行

1.1 发展历程：洁具公司并购瓷砖业务

公司主营产品是以亚克力材质为主的坐便器、浴缸、浴室柜以及淋浴房，辅以为各系列产品配套的五金龙头配件等，是国内进入该细分领域较早、产品门类最齐全的亚克力卫生洁具制造企业之一，也是西南地区最大的卫生洁具制造企业之一。

2017年2月，公司以19.68亿元价格购买欧神诺98.39%的股权，其中，发行股份数量合计为3337万股，支付现金合计为2.23亿元，发行价格为52.29元/股。同年10月，公司将欧神诺剩余的1.60%的股权也全部收入囊中。两次交易之后，帝王洁具已经持有欧神诺99.99%的股权，且上市公司的实际控制人不发生改变。公司向帝王洁具实际控制人、博时基金、兴全基金以47.18元的价格发行963万股，募集资金4.5亿元，目前定增已经完成。欧神诺利润补偿期为2017-2019年，业绩承诺分别为实现净利润1.6亿元、1.9亿元、2.3亿元。

图 1：帝欧家居发展历程



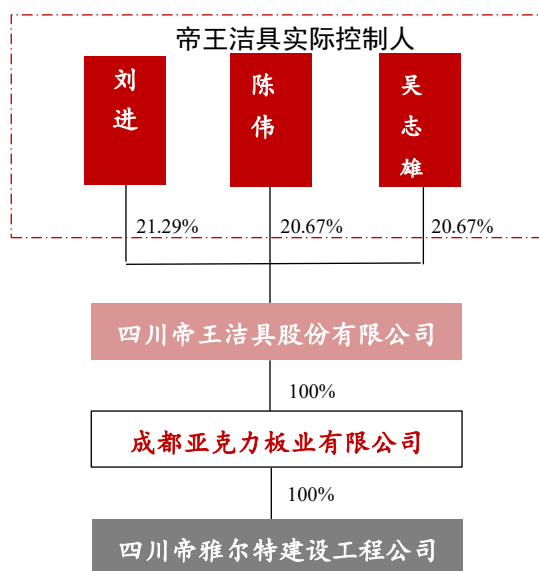
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 股权结构保持稳定

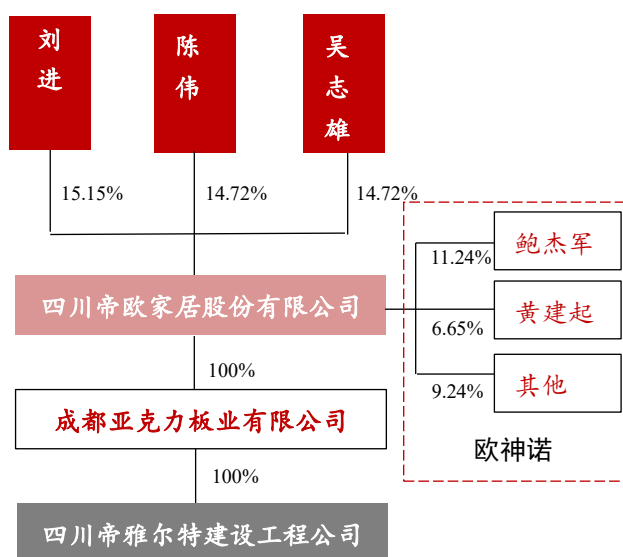
公司成立二十年来，股权结构稳定，刘进、吴志雄、陈伟为公司的控股股东和实际控制人，截至 2017 年 3 月，三人分别持有 21.29%、20.67%、20.67% 的股份，合计 62.63%。2017 年公司收购欧神诺后，刘进、陈伟、吴志雄三人分别持股 15.15%、14.72%、14.72%，合计持股为 44.59%，仍为公司的控股股东及实际控制人。

图 2：股权结构图（并购前）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3：股权结构图（并购后，未考虑配套融资）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、亚克力洁具业务国内领先，享行业集中度提升红利

2.1 卫浴行业：低集中度的千亿量级市场

2.1.1 卫浴市场结构分散，国内品牌静待崛起

目前，全球已经形成了三大知名卫生洁具品牌群，分别是美国、欧洲和亚洲品牌群，三大品牌群的主要产品都是陶瓷卫浴。

全球卫生洁具行业发展逐步从标准化、大众化产品向个性化、标准化产品转移，企业为获取更加高额的附加值越来越倾向于生产个性化高档产品。与此同时，生产工艺的改进使得产品逐步趋于智能化和环保化，智能产品和节水产品的受欢迎程度越来越高，落后产能逐步被淘汰。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 1. 三大卫浴品牌群分布

区域	品牌
美国品牌	科勒 (Kohler), 摩恩 (Moen)
欧洲品牌	高仪 (Grohe), 乐家 (Roca), 汉斯格雅 (Hansgrohe)
亚洲品牌	东陶 (TOTO)、惠达、箭牌

资料来源：川财证券研究所

我国卫生洁具行业起步于 20 世纪初，直到 20 世纪 80 年代早期才真正开始利用现代化工艺与设备进行生产，经过三十多年的发展，我国卫生洁具行业已基本实现了从最初的引进与模仿国外技术、设计到创建本土品牌并实现自主研发的转变。目前，中国已成为全球卫生洁具生产与消费的第一大国家。

从行业格局来看，我国卫浴行业呈现“大行业、小企业”的格局，规模企业超过 3000 家，行业分散，集中度低。行业前十厂商产量尚不足行业总产量的六分之一。规模最大的九牧收入规模在 40 亿左右，国外知名品牌 TOTO、科勒等收入规模在 30 亿左右。

从行业结构来看，科勒和 TOTO 等国外品牌在工程端优势明显，地产商精装修多会采购国际知名品牌，这些品牌同时在高端市场拥有较高的市场地位。本土品牌九牧、惠达、箭牌、帝王等以中端零售市场为主，其他品牌则占据了低端市场。

2.1.2 城镇化进程提升，卫浴市场需求广阔

我国卫浴市场受城镇化进程提升驱动，潜在市场空间非常广阔。根据“十三五”规划提出的到 2020 年我国城镇化率预计达到 60%，国家统计局数据显示 2016 年我国城镇化率为 57.35%，按照 14 亿总人口测算，新增城镇人口约为 3700 万人，目前城镇人均居住面积为 36.6 平方米，2016 年到 2020 年我国住房每年需求量增量约为 3.39 亿平米，若每套房建筑面积为 100 平米，则预计新增住房 339 万套，每套需要使用卫浴产品 3-4 件，则每年家庭对卫浴产品的需求约为 1200 万件左右。

中国卫浴产品的市场规模从 2013 年的 850 亿元快速增至 2014 年的 1080 亿元，2017 年市场规模约为 1690 亿元，占家居市场规模比重的 8%。按照 5% 的增长率测算，到 2020 年卫浴行业的市场空间约为 2000 亿元。

卫生洁具共分为六大类，分别是卫生陶瓷、淋浴花洒、水龙头、浴室柜、淋浴房、浴缸，其中水龙头的品类产销数量占比最高，约为 57%；卫生陶瓷的品类产销金额最高，占比约为 27%。国内陶瓷卫浴洁具市场中，陶瓷坐便器占比最

高，预计目前占比为 50%；陶瓷面盆占比其次，预计目前占比在 35.5%左右。

2.1.3 环保升级，卫浴行业集中度持续提升

2017 年 6 月 1 日，中国建材联合会发布了《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》，预测“十三五”期间淘汰陶瓷砖产能 30 亿平方米，占总产能比例为 21.4%，淘汰卫生陶瓷产能 1000 万件，占总产能比例为 4.3%。陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的 72.9%提升至 85%，卫生陶瓷的产能利用率将由“十二五”末的 91.3%提升至 95%左右。

随着环保政策的日趋严格，卫浴行业供给侧改革正在提速。陶瓷制品作为国内卫浴洁具的主流产品，在生产过程中消耗大量黏土资源，烧制过程也会带来污染，随着节能减排和环保加码，中小陶瓷卫浴厂商受环保处理成本提升，利润大幅下降，生产空间被挤压，龙头企业凭借领先的环保技术、资金优势和规模效应而获取较高的市场份额。

对消费者而言，卫浴产品的价格差异正在被弱化，品牌、性能、质量、环保节能性能正在成为越来越多的消费者考量的重点，中小品牌的市场接受度越来越低，产能出清提升了行业集中度。

2.2 亚克力洁具：在小众市场中提升渗透率

亚克力是一种特殊的可运用于洁具生产的材质，具有容易成色、耐冲击性强、吸水率低、保温性好等优良特性，部分性能优于陶瓷，可被广泛用于生产坐便器、浴缸、浴室柜、淋浴房、浴足器等卫生洁具。中国是全球最大的亚克力洁具消费国。

目前国内从事亚克力卫浴生产的企业较少，主要包括帝欧家居、南茜卫浴、法标洁具、依美斯洁具等，在国内卫浴市场中占比不足 1%。其中，帝欧家居规模最大，并且在国内已经率先拥有了自动化生产线。目前国外的亚克力洁具产品已经在当地获得了较高的认可，日本的 Panasonic Corporation，韩国的 interbath、瑞士的 Geberit 等品牌被当地的中高端消费者广泛认可。

随着对亚克力洁具产品的性能认知程度和接受度的提升，以及生产线自动化程度提升带来的价格下降，亚克力洁具在我国的市场空间有望扩大，小众产品将逐步走入公众视野，渗透率会稳步提升。

表格 2. 亚克力洁具和陶瓷洁具性能比较

	亚克力洁具	陶瓷洁具
色彩	色彩丰富、鲜艳	色彩有限，亮度暗沉
渗透率	几乎零渗透、易清洁	存在渗透
硬度	易划伤	硬度高、耐腐蚀
触感	保温性好、无冷感	保温性差
造型	可塑性强、产品多元化	可塑性较差

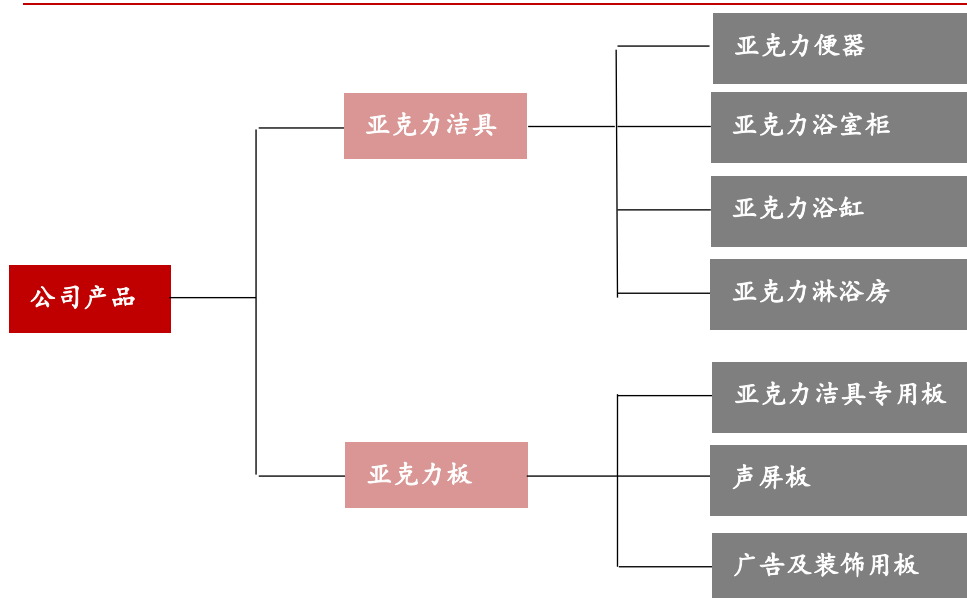
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3 帝欧家居：深耕亚克力洁具领域，洁具业务有望迎业绩拐点

2.3.1 亚克力产品线逐步丰富，坐便器和淋浴房占比显著提升

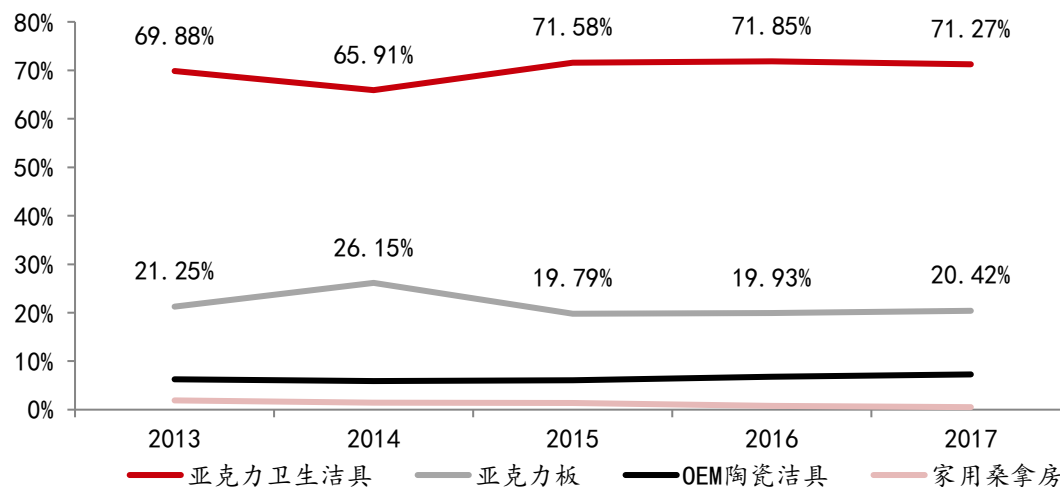
公司在亚克力板及亚克力卫生洁具领域积累丰富的经验，目前在这一领域已形成相对完整的产品结构，主要分为两大产品线：亚克力洁具产品线和亚克力板产品线。2013 到 2017 年，亚克力洁具对主营收入的贡献比例不断提升，从 2013 年的 69.88% 逐步提升至 2017 年的 71.27%。

图 4：帝欧家居洁具产品线



资料来源：公司公告，川财证券研究所

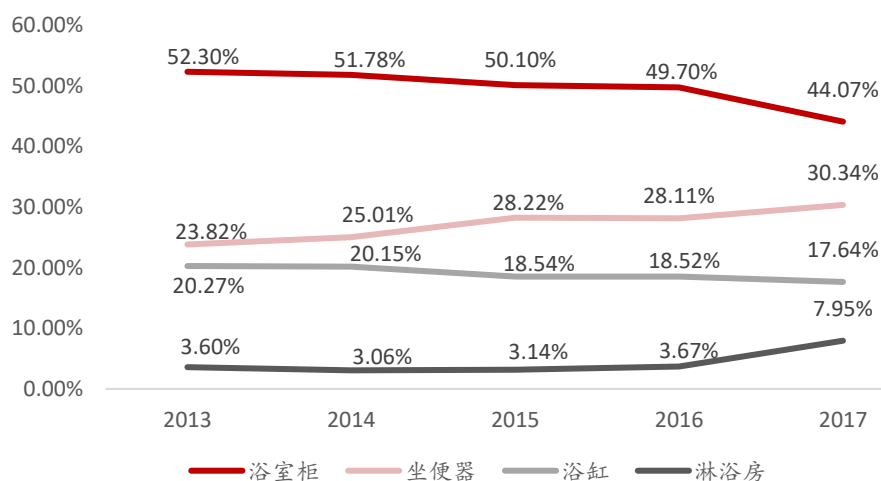
图 5：2013-2017 年帝欧家居洁具产品收入占比



资料来源：wind，川财证券研究所

分产品看，浴室柜、坐便器为公司主要产品，2017 年两者在洁具产品总收入中的占比分别是 44.07%、30.34%，这两者的个性化需求程度较高，在帝欧家居的洁具产品收入结构中长期维持较高比例。随着居民消费结构的变化，小户型住房需求的扩张，淋浴房的销售收入占比 2017 年快速扩张，达到了 7.95%。

图 6：2013-2017 年帝欧家居洁具产品收入结构



资料来源：wind，川财证券研究所

随着房地产宏观调控不断加强以及需求结构变化，中小户型刚需住房成为市场购买主流，这一趋势改变了卫浴产品的需求结构，浴缸的市场份额逐渐被淋浴房替代，因此项目原规划的产能和生产线已不能适应市场需求和公司未来的发展，需要进行调整。

公司洁具产能持续扩大，公司上市前共有亚克力洁具产能 27.8 万台（套），上市后，原本拟投资建设年产 35.5 万台（套）亚克力洁具产能扩建项目，投资总额 1.7 亿元，建设期 2 年。

表格 3. 亚克力洁具产能（万台）

生产线	拟新增产能	2015 年产能	扩产后产能	涨幅
坐便器	-	12	12	-
浴室柜	27.68	12.6	40.28	216.35%
浴缸	-	2	2	-
淋浴房	16.04	1.2	17.24	1336.67%
合计	43.72	27.8	71.52	157.27%

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

2.3.2 渠道深耕，门店扩充

截至 2015 年年底，公司洁具业务签约经销商 591 家，门店 906 家，经营面积总计约 14 万平方米。其中，华东、西南地区洁具销售网点总数占比 57%，对公司销售收入的贡献达到 65%。2016 年，公司加大招商力度，经销商数量增加至 634 家。到 2017 年底，公司拥有经销商 800 家，终端销售店面超过千家。

公司上市募集资金部分用于营销网络扩建，投资总额 4300 万元，拟投入募集资金 3300 万元，建设期 3 年。主要包括建设 20 家办事处；升级现有管理信息系统；与经销商共建销售网点 540 家，项目建设期为 3 年。新网点的布局将侧重东北、华北、华中等弱势区域，渠道的扩张将加速产能的消化。

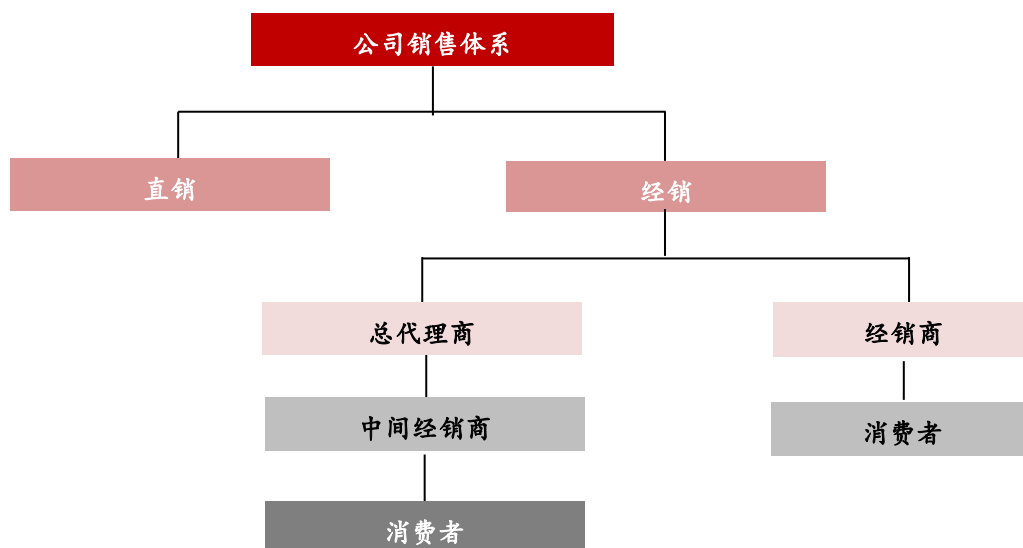
表格 4. 帝欧家居洁具产品销售门店快速扩张

	拟新增门店数量	2015 年门店数量	扩产后门店总量
旗舰店（300 平米）	90	70	160
精品店（200 平米）	240	240	480
品牌店（150 平米）	210	331	541
专卖店（100 平以下）	-	265	265
合计	540	906	1446

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

公司有经销和直销两种销售模式，目前经销收入占比为 80%，直销收入占比为 20%。其中，直销模式下，公司通过展会发展国外客户，直接出口。经销模式分为两种，一种是“销售经理+经销商”，另一种是“总代理商”。

图 7：帝欧家居洁具产品销售体系



资料来源：公司公告，川财证券研究所

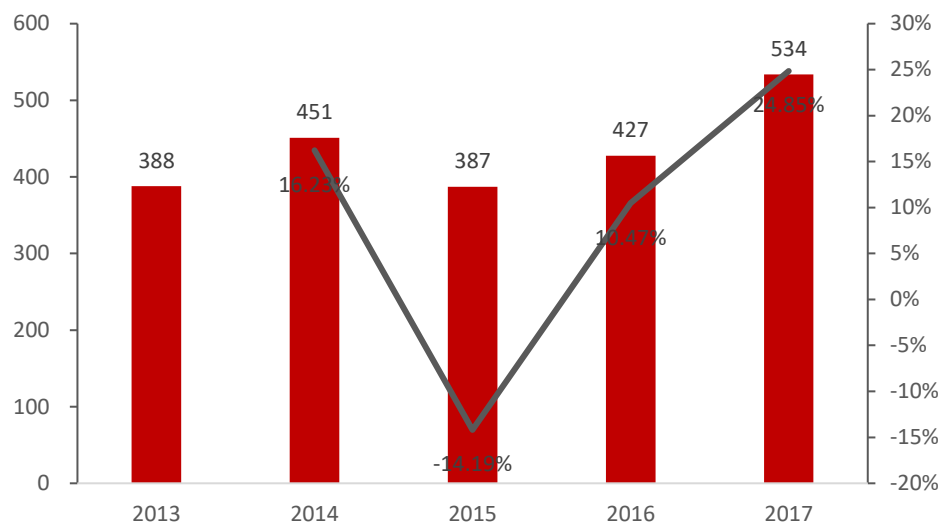
洁具业务目前以经销模式为主，总代理商仅在云南、福建和江西三省。前者是公司部门直接对接经销商，后者是挑选合作时间长的总代理商，负责所在区域的产品销售。两种模式的灵活运动，促进了渠道的充分下沉，目前在西南及华东部分地区销售网点已深入到重点县域城市。

2.3.3 业绩筑底，拐点初现

近五年来，公司营业收入整体上保持增长趋势，2013-2017 年年均复合增长率为 8.30%。与同行业内公司相比，公司的毛利率水平相对稳定，2017 年为 29.40%。公司净利率水平超过同行业内公司，2017 年达到 10.22%，行业平均在 7%到 8%左右。

公司产品定位中高端市场，综合毛利率约为 30%。其中，浴室柜、浴缸、淋浴房、坐便器等亚克力洁具的毛利率在 30%到 35%之间，亚克力板受国际大宗商品市场价格波动的影响，原材料 MMA（甲基丙烯酸甲酯）成本上涨，毛利率下滑。

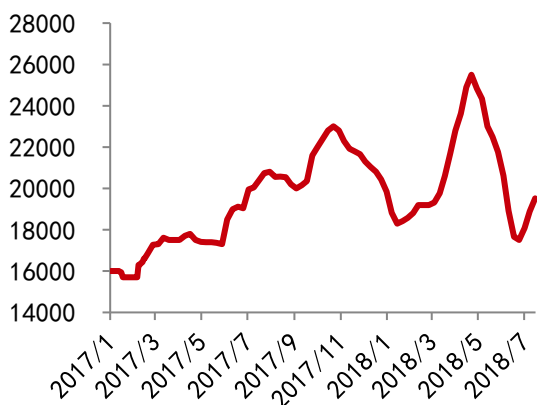
图 8：帝欧家居洁具产品 2013-2017 年营业收入（百万元）及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

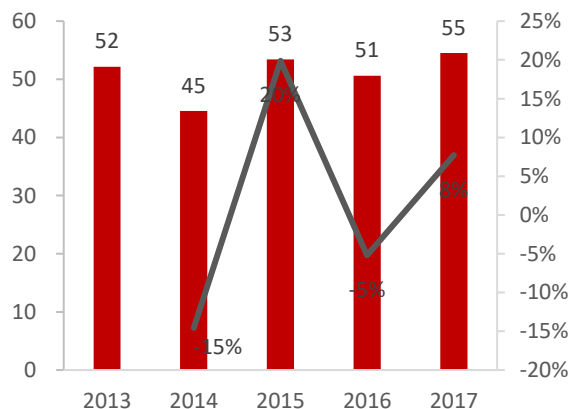
2017 年，公司实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 24.85%，实现净利润 0.55 亿元，同比增长 7.70%。净利润增速很低的主要原因为：全资子公司成都亚克力板业的部分工程销售合同系在原材料 MMA 涨价前签订，对毛利产生一定影响，但是工程合同一般一到两年一签，新合同将减少原材料价格波动的影响。

图 9：MMA 市场价（山东）（元/吨）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：帝欧家居 2013-2017 年净利润/百万元



资料来源：wind，川财证券研究所

2018 年亚克力洁具的业绩有望继续好转，有望迎来拐点。共有三方面原因：
（1）亚克力板会签订新的工程销售合同，原材料价格比去年有所下降，成本压力得到缓解；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

(2) 公司产品有一定的提价能力，2016 年洁具产品提价了 10%，但是终端销售没有受到影响，营业收入继续大幅上涨，本身产品就属于高端产品，定价较高，客户为了满足个性化消费需求，对价格相对不敏感；

(3) 公司的生产线、渠道和终端销售将继续扩张，继续深耕三四线城市，终端门店的继续扩张带来业绩增长，产销并进为长期可持续发展奠定基础。

三、收购欧神诺，进军中高端建筑陶瓷市场

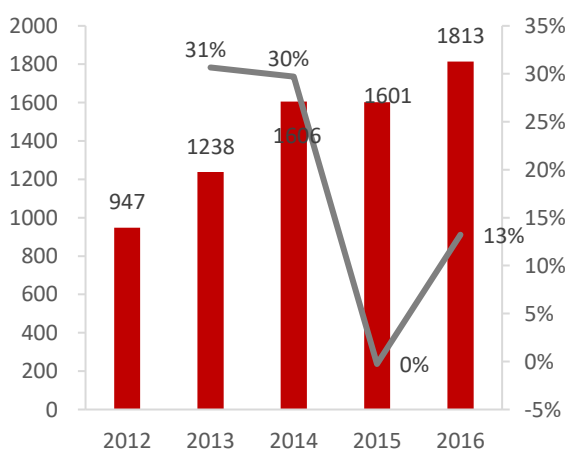
3.1 欧神诺：建筑陶瓷行业龙头企业，2017 年纳入上市公司版图

3.1.1 经营业绩持续稳定增长

佛山欧神诺陶瓷股份有限公司专注于中高端建筑陶瓷的研发、设计、生产和销售，有 600 多个品种的高档建筑陶瓷制品，于 2014 年 4 月挂牌新三板。产品被广泛应用于住宅、商场、酒店、写字楼及市政工程等建筑装饰装修，在国内中高端建筑陶瓷行业中占据领先地位，综合实力位居行业前五。2008-2016 年，欧神诺营业收入复合增长率为 15%，归属于母公司利润复合增长率为 23%。

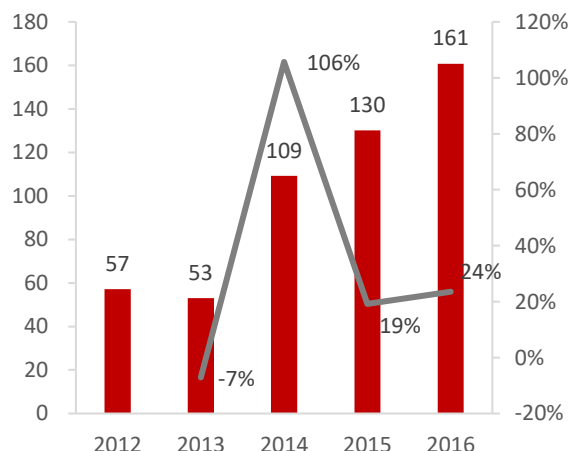
除 2015 年以外，公司从 2012 年以来营业收入保持快速增长（2015 负增长，原因是 2014 年 10 月转让全资子公司广东特地陶瓷有限公司，不再并表）。公司 2017 年上半年营收 9.08 亿元，同比增长 34.23%，实现净利润 8220.86 万元，同比增长 58.75%，业绩继续保持快速增长。

图 11：欧神诺 2012-2016 年营业收入（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：欧神诺 2012-2016 年净利润（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

长期以来，欧神诺保持着出色的盈利能力，主要是受益于其领先的产品研发能力，通过不断进行产品创新，不断适应产品需求，通过推陈出新满足市场需求，保持产品对市场的吸引力，从而取得一定的定价优势，并维持现有产品的毛利率水平。2015 年、2016 年和 2017 年 1-6 月的毛利率分别为 31.70%、32.43%和 35.01%。

3.1.2 产品线丰富，研发能力强

由于瓷砖的差异化需求较多，消费者对图案、纹路、性能等多方面存在形形色色的需求，欧神诺在复合环保型轻质隔热陶瓷与特种健康功能型材料的研发和产业化方面存在一定技术优势，核心产品包括抛釉砖、抛光砖、抛晶砖、仿古砖、瓷片等。目前欧神诺的产品品种达到 800 多种以上。

表格 5. 帝欧家居瓷砖主要产品

产品	定义	2017 年价格 (元/平米)	特征
抛釉砖	在釉面进行抛光工序的一种特殊配方釉，是施于仿古砖的最后一道釉料	56.19	集合了抛光砖、仿古砖、瓷片三种产品的优势，产品完全释放釉面砖哑色暗光的含蓄性，解决半抛砖易藏污的缺陷，具备了抛光砖的光泽度、瓷质硬度，拥有仿古砖的釉面高仿效果和瓷片釉面的印刷效果
抛光砖	通体砖坯体的表面经过打磨而成的一种光亮的砖，属通体砖的一种	48.31	与通体砖相比，抛光砖表面光洁、坚硬耐磨，但在制作时留下的凹凸气孔，表面容易渗入污染物，通常在出厂时都加了一层防污层，但此举会影响通体砖的效果
抛晶砖	采用纳米技术将微晶玻璃经过专业三度烧和多次印花工艺集合烧制而成	162.93	耐磨耐压、耐酸碱、防滑、无辐射无污染
仿古砖	彩釉砖演化而来，是上釉瓷质砖的一种，与一般釉面砖的差别在于釉面的色彩	43.16	品种、花色较多、亚光、防滑、耐磨
瓷片	墙面砖	27.8	强度较低、吸水率大

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 建筑陶瓷行业：工装市场蕴藏巨大消费潜力

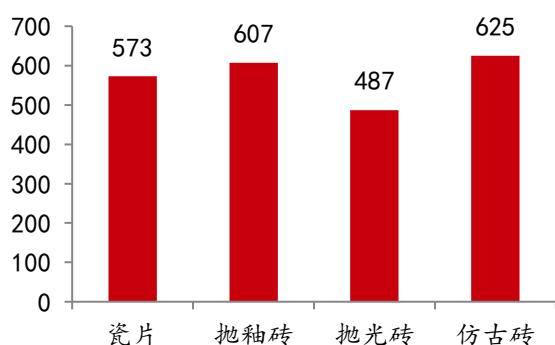
3.2.1 行业供给：产能有所过剩，集中度正在提升

2017 年，国内共有建筑陶瓷生产企业 1366 家，比 2014 年的 1452 家减少 86 家，淘汰率为 5.92%。国内共有生产线 3264 条，比 2014 年的 3621 条减少了 357 条，降幅为 9.86%。瓷砖年产能 136 亿平方米，比 2014 年的 139.63 亿平方米减少 3.35 亿平方米，减幅达 2.4%。

从产品结构来看，瓷片是全行业第一品类，共有生产线 573 条，日产能达 1194.45 万平方米，其次是抛釉砖（含大理石瓷砖）共有生产线 607 条，日产能 891.81 万平方米，第三是抛光砖 487 条，日产能 824.35 万平方米，仿古砖生产线数量居品类第一，达 625 条，但日产能仅有 748.31 万平方米，位居第四。

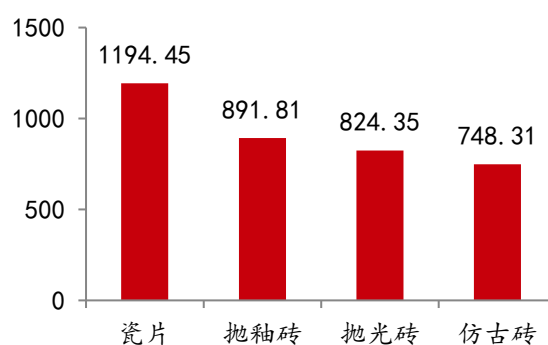
随着陶瓷砖产量的快速扩大，出口额持续下降，陶瓷行业逐步进入一个瓶颈期，面临着产能过剩的局面，近年来行业产能利用率在 80% 以下。根据中国建材联合会发布的《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》显示，预测“十三五”期间淘汰陶瓷砖产能 30 亿平方米，占总产能比例 21.4%。陶瓷砖的产能利用率将由“十二五”末的 72.9% 提升至 85%。因此，建筑瓷砖行业开始面临转型升级，低端产品占比持续下降，中高端市场持续扩张，品牌集中度开始提升。

图 13：建筑陶瓷各品类生产线数量（条）



资料来源：中华建材网，川财证券研究所

图 14：建筑陶瓷各品类日产能（万平方米）



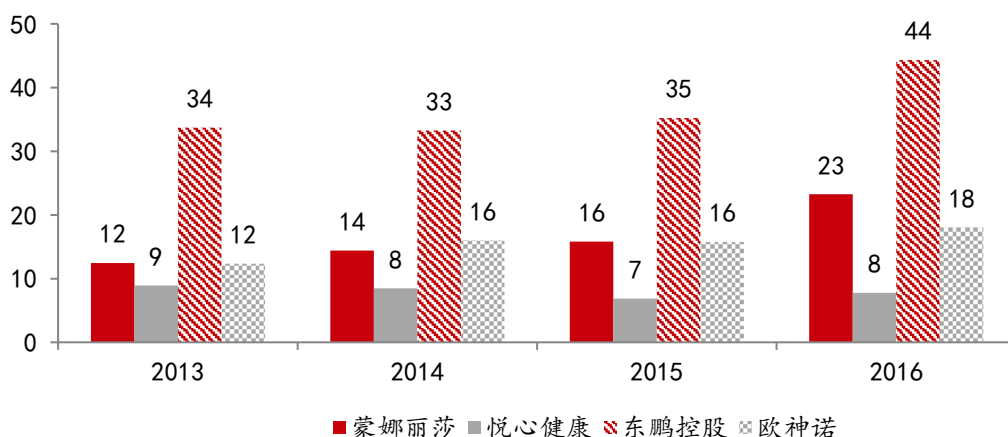
资料来源：中华建材网，川财证券研究所

目前，我国建筑陶瓷行业集中度比较低，行业格局分散，龙头企业的市场占有率也只有 1% 左右。中国建筑卫生陶瓷协会的统计数据显示，2010 年到 2015 年，建筑陶瓷企业全年主营业务收入从 2900 亿元增长至 4354 亿元，复合增

长率为 8.47%，2017 年市场容量约为 5000 亿元。

随着环保政策趋严，落后产能出清，龙头企业市场占有率有望提升，与此同时，消费者对产品质量、外观的要求逐步提升，受益于消费升级，龙头企业凭借良好的品牌形象、完善的渠道布局和丰富的产品品类，有望逐步提高市场份额。从消费属性来看，瓷砖作为装修材料，具有半成品特性，瓷砖售卖后，需经历量房、设计、铺贴等流程才能交付使用，施工工艺很大程度上影响了瓷砖产品的铺贴效果与使用寿命，品牌企业对其经销商施工工艺方面的把控，成为吸引消费者的一大优势。

图 15：瓷砖行业龙头企业营业收入（亿元）

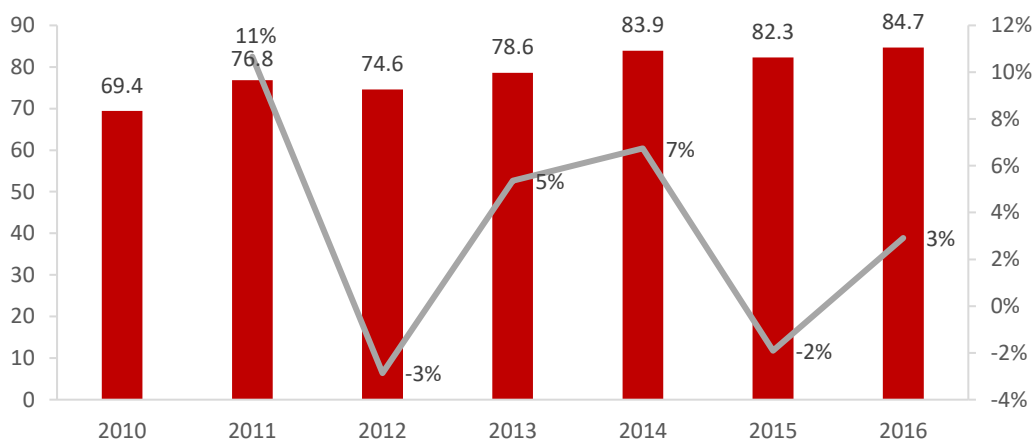


资料来源：wind，各公司公告，川财证券研究所

3.2.2 行业需求：消费量逐年上升

中国是全球最大的陶瓷卫浴产品市场之一，占全球陶瓷卫浴产值的 37% 以上。我国建筑陶瓷 2016 年消费量为 84.7 亿立方米，较 2010 年增长 22%，但是近两年增速略有放缓。

图 16：2010-2016 年我国建筑瓷砖消费量（亿平方米）



资料来源：中华建材网，川财证券研究所

3.3 客户群体稳定增长，享受工装业务放量红利

3.3.1B 端大客户占比持续提升

2011 年，欧神诺开始进入工装领域，与碧桂园、万科、恒大等知名房地产企业开展合作，逐步积累了较高的知名度和良好的市场声誉，客户资源逐步拓展，工程业务成为公司的重点业务。

表格 6. 欧神诺主要客户合同销售面积增长率

	2013	2014	2015	2016
碧桂园	109%	21%	11.67%	74%
恒大	13.1%	22.2%	40.2%	75.2%
万科	15%	21.2%	14.3%	33.78%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

欧神诺在 B 端工装领域拥有一定的竞争优势，与几大地产公司都有着紧密的合作，2017 年和 2018 年的销售增长拥有强有力的支持。截至 2017 年底，工装渠道收入占比 60%左右。

近两年以来，各地相继出台政策要求提高新房精装修比例。全屋装修时代的来临，提升了对瓷砖的需求量。2017 年商品房销售面积较 2016 年虽然有所回落，但是精装修比例的提升，使得瓷砖的需求出现大幅下降的可能性不大。一般而言，装修比销售延后 1 年左右。欧神诺 B 端拥有的销售优势，有望帮助其享受到地产后周期红利。

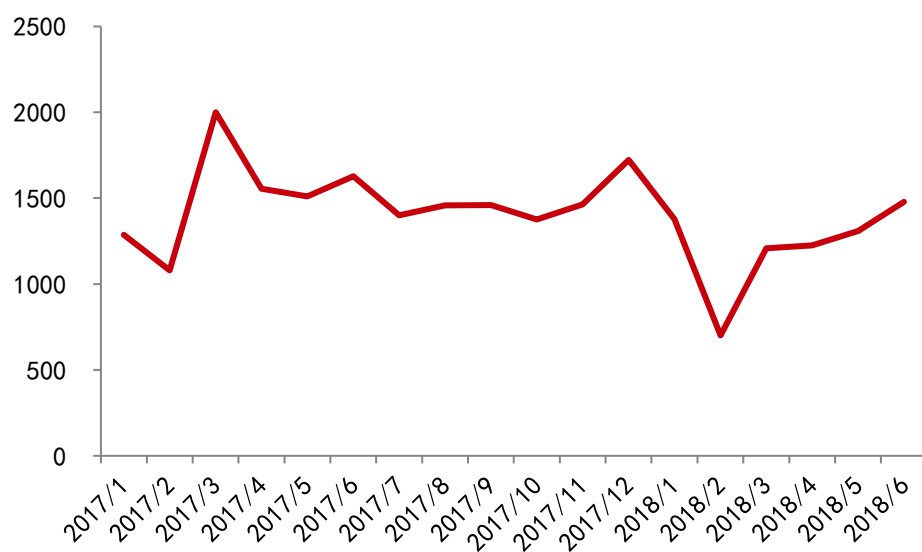
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 7. 房地产精装修政策梳理

地区	细则
山东	到 2017 年, 山东 17 市新建高层住宅实行全装修; 到 2018 年, 新建的高层、小高层住宅全部淘汰毛坯房, 实行精装修。
上海	上海市住建委提出, 从 2017 年 1 月 1 日起, 凡出让的本市新建商品房建设用地, 全装修住宅面积占新建商品住宅面积(三层及以下的低层住宅除外)的比例为: 外环线以内的城区应达到 100%, 除奉贤区、金山区、崇明区之外, 其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%, 至 2020 年应达到 50%。本市保障性住房中, 公共租赁住房(含集中新建和商品住房中配建)的全装修比例为 100%。
浙江	2017 年 1 月 1 日起, 杭州市、宁波市和绍兴市中心城区出让或划拨土地上的新建项目, 全部实施装配式建造; 到 2020 年, 实现装配式建筑占新建建筑比例达到 30%。
江苏	2014 年 11 月发布的《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》中, 提出“到 2025 年江苏将有一半以上新房以成品房交付”。

资料来源: 中华建材网, 川财证券研究所

图 17: 三十大中城市商品房销售面积 (万平方米)



资料来源: wind, 川财证券研究所

3.3.2 完善营销渠道, 开拓线上销售渠道

在 B 端和房地产开发商保持密切合作, 获取稳定自营工程类客户的同时, 公司积极开拓经销商渠道, 从而获取 C 端客户。在线下采取经销商与自营工程类模式并重的情况下, 公司也积极开拓线上销售渠道。

线上方面, 欧神诺推出了“欧神诺在线”云商平台, 提供一站式瓷砖整体解决方案, 打造传统产品+互联网的 O2O 模式。线上平台包括 3D 云设计系统、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

O2O 线上交互系统、数据分析系统等，通过连接销售和生产端，精准获取数据，为消费者提供购前量房、设计、效果预览、铺贴指导及购后保养事项等，可以提升经销商的经营效率，改善消费者的用户体验，预计营销活动费用同比下降 30% 以上。

此外，欧神诺还借助第三方平台开设线上门店，2017 年 3 月和 10 月在天猫和京东开设旗舰店。去年欧神诺试水双十一大促，推出“平米套餐”和“瓷砖空间应用方案一口价套餐”，取得了 1.1 亿元的销售业绩。

四、协同效应：共享工装业务放量红利，携手迈向大卫浴时代

4.1 工程端业务放量，打开规模瓶颈

瓷砖销售渠道主要包括两类：一是建材经销商，包括百安居超市、东方家园、华耐等全国性的大型经销商；二是房地产开发商。由于瓷砖 SKU 数量众多，消费者选择面较为宽泛，C 端集中度提升缓慢。我们认为，B 端工装渠道是一个突破口，作为地产商精装修供应商有助于打开规模瓶颈。

欧神诺 2013 年开始以工程端业务为主，工程业务从 2012 年的 2 个亿发展到 2016 年的 10 个亿，其中碧桂园和万科是最大的 B 端客户，销售额占比都超过了 20%。在存量客户继续保持稳定合作的同时，欧神诺加速开拓新的客户，计划 2018 年有三到五家新的客户进到客户名单。

表格 8. 2016 年前五大客户（亿元）

客户	销售额	占营收比例
碧桂园	4.77	26.30%
万科	4.15	22.86%
恒大	0.62	3.40%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

欧神诺在工程端优势显著，通过积极开拓新的 B 端客户，在快速发展的瓷砖工程市场中迅速获取份额。根据 2018 年 7 月发布的业绩预告，受益于工装业务放量，2018H1 公司净利润将达 1.50 亿元-1.62 亿元，同比增长 520%-570%。

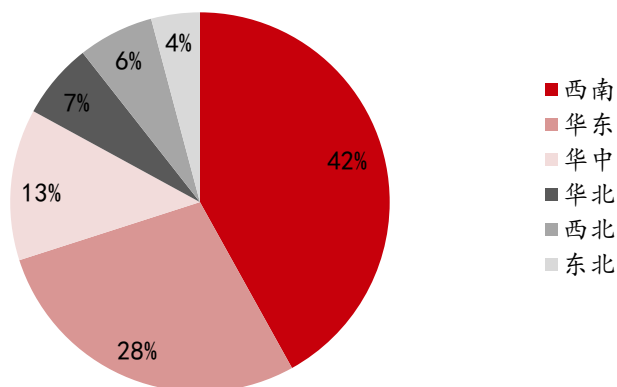
C 端业务也可以产生较强的协同效应。在线下销售中，由于瓷砖与洁具客户重

合度高，卫浴和瓷砖可以在同一场景下呈现，样板间的产品空间融合进一步提升坪效，门店销售效率有望得到提升。截至 2016 年底，欧神诺有 379 家经销商，1300 多家门店，收入占比 40% 左右。零售端将不断加强渠道建设，计划未来每年增加 30% 的经销商，30% 左右的门店。帝欧家居的洁具业务以经销模式为主，经过 20 多年的经营，在国内建立了比较完善的经销网络，特别是在西南及华东部分地区销售网点已深入到重点县域城市，目前门店超过了 800 家。两者终端门店可以实现共享，从而实现渠道的充分下沉。

4.2 区域布局逐步完善

经销商分布方面，欧神诺原将国内市场分为七大区域，重点布局华东、华南、华中和华北，四大区域经销商数合计占比 81.3%，西南地区经销商仅占 8.5%，2016 年贡献收入 3%。行业龙头东鹏在西南地区经销商占比为 14.8%，收入占比为 12%，欧神诺在这一区域还有很大潜力可以挖掘。而帝欧家居的洁具业务则在西南地区拥有良好的渠道优势。

图 18：帝欧家居 2017 年各地区销售收入占比



资料来源：wind, 川财证券研究所

4.3 产品线有望丰富，产能扩张在即

公司深耕卫浴产业链，洁具和瓷砖都属于卫浴用品，未来意在打造“大卫浴”龙头，除了已有的亚克力洁具和瓷砖两大主营业务，未来也有望在陶瓷洁具这一交叉领域进行布局。2018 年 1 月，帝欧家居在佛山设立子公司，将启动陶瓷卫生洁具的设计、研发和生产，为公司现有亚克力洁具产品进行有力的补充。同时，2018 年公司将推出“6S 全卫定制”，实现客户在材质、色彩、风格、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

尺寸、空间、服务的个性化需求，为客户提供一个更舒适、更科技、更专业的卫浴空间解决方案。

欧神诺瓷砖现有产能 2600 万平方米，生产线基本满负荷运行，目前有两大项目在建，未来产能有望迅速扩大。江西景德镇自动化生产线目前有 2 条瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线，扩建 1 条瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线，将新增瓷片产能 1000 万平方米、仿古砖产能 125 万平方米和抛釉砖产能 125 万平方米，预计 2019 年初投产。去年九月广西藤县生产基地正式设立，预计开发总面积 900 亩，产能为 3000 万平方米，预计 2018 年年底投产。

五、估值评级：予以“增持”评级

5.1 关键假设

(1) 公司洁具业务凭借在亚克力洁具领域的龙头地位，零售业务继续稳定增长，工装业务借力欧神诺，有望逐步打开销售通道。新产能根据市场变化，主要集中在生产浴室柜和淋浴房，2018 年到 2019 年能够顺利投产。

(2) 瓷砖业务借力帝欧家居在零售端的优势，完善在西南和华东地区的线下渠道的布局，同时工装业务继续发力。景德镇 1250 万平方米和广西藤县 3000 万平方米产 2019 年能够顺利投产。

5.2 盈利预测

欧神诺 2018 年起正式并表，预计公司 2018 到 2020 年的营业收入分别为 39.35 亿元、51.80 亿元、65.77 亿元，2018 到 2020 年净利润分别为 3.31 亿元、4.44 亿元、5.68 亿元，2018 到 2020 年 EPS 分别为 1.55、2.08、2.67 元，对应的 PE 分别为 19.36、14.44、11.29 倍。

选取与帝欧家居业务相近的惠达卫浴、海鸥住工、蒙娜丽莎作为可比公司，2018 年可比公司平均 PE 为 16 倍，由于持续受益于工装渠道放量，因此予以帝欧家居 2018 年 20 倍左右的估值较为合理。首次覆盖，予以“增持”评级。

表格 9. 帝欧家居可比公司

代码	简称	EPS				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603385	惠达卫浴	0.80	0.73	0.88	1.07	27.42	14.80	12.18	10.11
002084	海鸥住工	0.18	0.26	0.38	0.53	35.74	18.32	12.44	8.99
002918	蒙娜丽莎	1.91	1.62	2.05	2.54	29.12	14.33	11.38	9.16
平均						30.76	15.82	12.00	9.42

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 可比公司 EPS 和 PE 为 wind 一致预期

风险提示

房地产投资增速下滑

建材下游需求与地产密切相关, 房地产投资增速下降影响建筑安装需求, 导致卫浴和瓷砖需求下降, 对公司业绩产生负面影响。

原材料价格上涨

亚克力洁具上游原材料成本上涨, 压缩下游利润空间。

整合低于预期

公司主营业务为亚克力洁具, 并购的欧神诺主营业务为建筑瓷砖, 二者都属于高端建材, 但是客户和销售渠道存在差别, 二者整合存在水土不服的可能性。

大客户订单不及预期

公司工装业务订单主要来自于碧桂园、恒大、万科等地产公司, 大客户订单不及预期, 或将影响公司下游需求。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1043	2555	3212	3852	营业收入	534	3935	5180	6577
现金	591	430	484	466	营业成本	377	2632	3415	4319
应收账款	86	913	1200	1525	营业税金及附加	5	36	51	63
其他应收款	3	16	23	29	营业费用	77	568	748	949
预付账款	8	77	92	115	管理费用	55	349	472	607
存货	125	865	1134	1421	财务费用	-3	-10	7	13
其他流动资产	230	253	279	297	资产减值损失	2	4	4	3
非流动资产	217	204	200	194	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	4	4	5
固定资产	134	122	110	98	营业利润	61	359	487	627
无形资产	40	45	52	59	营业外收入	0	12	10	9
其他非流动资产	43	37	39	37	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1260	2759	3412	4046	利润总额	61	371	497	636
流动负债	205	891	1278	1514	所得税	6	40	53	68
短期借款	0	287	469	490	净利润	55	331	444	568
应付账款	35	229	309	386	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	170	374	500	638	归属母公司净利润	55	331	444	568
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	72	362	508	654
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	1.55	2.08	2.67
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	209	895	1282	1518	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	100	213	213	213	成长能力				
资本公积	733	1042	1042	1042		24.8%	637.3%	31.7%	27.0%
	299	609	875	1273	营业收入				
留存收益						75.1%	489.4%	35.6%	28.7%
归属母公司股东权益	1051	1864	2130	2528	营业利润				
负债和股东权益	1260	2759	3412	4046	归属于母公司净利润	7.7%	506.9%	34.1%	27.9%
					润				
					获利能力				
					毛利率(%)	29.4%	33.1%	34.1%	34.3%
					净利率(%)	4.6%	10.2%	8.4%	8.6%
					ROE(%)	5.2%	17.7%	20.4%	22.2%
					ROIC(%)	12.3%	18.4%	21.3%	22.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.6%	32.4%	36.1%	36.9%
						0.00%	32.13%	34.02%	31.09%
					净负债比率(%)				
					流动比率	5.08	2.87	2.62	2.59
					速动比率	4.45	1.86	1.67	1.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	1.96	1.68	1.77
					应收账款周转率	5	7	5	4
					应付账款周转率	12.41	19.88	12.77	12.49
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	1.55	2.08	2.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-4.40	0.33	0.64
					每股净资产(最新摊薄)	4.94	8.76	10.20	12.00
					估值比率				
					P/E	117.51	19.36	14.44	11.29
					P/B	6.10	3.44	2.95	2.51
					EV/EBITDA	86	17	12	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	101	-936	21	148
净利润	55	331	403	565
折旧摊销	14	13	14	14
	-3	-10	9	16
财务费用				
投资损失	-6	-4	-4	-5
营运资金变动	38	-1365	-431	-477
其他经营现金流	4	99	30	35
投资活动现金流	-97	-5	-3	-3
资本支出	16	0	0	0
长期投资	87	2	-0	-0
其他投资现金流	6	-3	-3	-4
	477	781	36	-162
筹资活动现金流				
短期借款	0	287	182	21
	0	0	0	0
长期借款				
普通股增加	13	113	0	0
资本公积增加	504	309	0	0
其他筹资现金流	-40	71	-146	-183
现金净增加额	481	-160	53	-18

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003