

协同效应初显，业绩增长持续

——帝欧家居（002798）2018 年年报点评

2019 年 04 月 2 日

强烈推荐/维持

帝欧家居

财报点评

投资要点：

■ **事件：**3 月 30 日，公司发布 2018 年财报。公司 2018 年实现营业总收入 43.08 亿元，同比增加 707.31%，实现归属上市公司股东的净利润 3.81 亿元，同比增长 598.10%。每股收益为 1.01 元，同比增长 359.09%。

■ **陶瓷业务高速拓展，助力营收大幅增长。**公司 2018 年实现营业总收入 43.08 亿元，同比增加 707.31%，主要系 2018 年公司并表欧神诺所致。其中，母公司实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 13.39%；欧神诺实现营业收入 36.82 亿元，同比增长 53.36%。分季度来看，2018 年 Q1-Q4 公司营业收入分别为 7.57 亿元、11.63 亿元、12.49 亿元和 11.40 亿元，对应营收增长率分别为 935.55%、677.48%、801.18%和 561.03%。

公司 2018 年完成对欧神诺的并购，成功切入高端瓷砖领域，新增建筑陶瓷的主营业务。公司 2018 年销售瓷砖 9077.98 万平米，取得营业收入 36.58 亿元，占营收总额的 84.91%。除此之外，原有的卫浴业务也实现量价齐升，相比 2017 年营收稳步增长。2018 年，公司销售卫浴产品 44.31 万套，销量同比提升 11.25%，均价相比 2017 年提高 2%至 1080 元/套；销售亚克力板 5247.34 万吨，销量同比提升 8.44%，均价相比 2017 年提升 22.89%至 27679 元/吨。在价格上涨与销量提升的共同作用下，2018 年公司卫浴产品实现营收 4.79 亿元，同比增长 13.43%，占公司总营收的 11.11%；亚克力板实现营收 1.45 亿元，同比增长 33.27%，占公司总营收的 3.37%。

分地区来看，收购佛山欧神诺以后，公司营收的地域结构发生了较大的变化。华东地区营收占比由 27.44%上升至 33.60%，超过西南地区，成为公司最大的收入来源；华南地区的销售份额也迅速上升，从 2017 年的 2.43%上升至 24.71%，成为第二大收入来源地区。西南地区营收占比由 2017 年的 40.43%下降至 12.36%，其他地区营收占比未发生较大变化。

■ **协同效应显现，盈利能力提升。**2018 年，公司实现归属上市公司股东的净利润 3.81 亿元，同比增长 598.10%，其中子公司欧神诺实现净利润 3.34 亿元（扣除合并摊销费用），约占公司净利润的 88.72%。分季度来看，公司 2018 年 Q1-Q4 的净利润分别为 4346.78 万元、1.12 亿元、1.13 亿元和 1.09 亿元。

公司合并欧神诺后新增瓷砖业务，毛利率为 35.84%，高于公司原有业务毛利率的平均水平，使得公司整体毛利率水平有所提升。从公司的原有卫浴业务来看，卫浴产品单位成本上涨 3.28%至 717 元一套，每单位毛利润下降 2 元至 363.6 元/套，毛利率小幅下降 0.85%至 33.66%；亚克力板单位成本上升 13.36%至 23422 元/吨，单位毛利润上涨 2395.4 元至 4257.1 元/吨，毛利率从 8.27%大幅上涨至 15.38%。综合来看，公司整体毛利率水平为 35%，比去年同期提高 5.6%。

从费用率来看，对欧神诺的合并反而降低了公司的期间费用率。2018 年公司期间费用率为 20.46%，相比 2017 年下降了 3.62 个百分点。其中，销售费用率为 15.74%，较上年同期增长 1.37 个百分点；管理费用率为 3.96%，较上年同期降低了 6.3 个百分点，费用支出情况有所改善。财务费用率为 1.31%，较上年同期增长 1.31 个百分点，主要因为欧神诺报告期内支付贷款利息所致。

在毛利率上升与期间费用率下降的共同作用下，公司 2018 年 ROE 为 11.72%，比去年提高了 6.53 个百分点，凸显了公司整合带来的良好协同效应。

■ **整合协同，1+1 大于 2。**卫浴业务方面，公司在 2018 年持续巩固零售渠道，不断深化与互联网、家装、整装公司的合作；在工程渠道方面，利用欧神诺与工装客户合作的渠道，开拓直营工程客户；陶瓷业务方面，公司借助欧神诺不仅继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长，也拓展了新客户，并在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	12.46-63.71
总市值（亿元）	100.52
流通市值（亿元）	41.04
总股本/流通 A 股（亿股）	3.85/1.57
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	2.45

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. 《帝欧家居（002798.SZ）：2018 年中报点评，收购助力渠道协同，环境推动加速发展》
2018-08-27

速网点覆盖、实行通路与服务下沉。截至 2018 年 12 月 31 日，欧神诺陶瓷经销商逾 700 家，经销商门店逾 1700 个。重组完成后，公司为欧神诺提供直接资金支持、银行融资担保，保证欧神诺各项业务开展的资金需求，解决过去发展过程中的资金瓶颈问题。

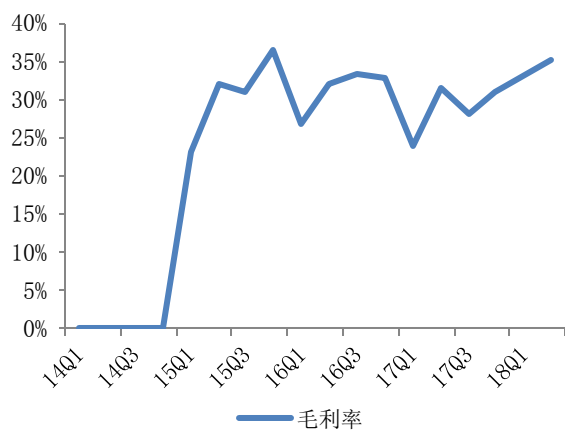
- **科技研发实力强，产能逐步投入。**2018 年，公司产生研发支出 1.71 亿元，占营业收入百分比达到 3.96%，同比上涨 1.31 个百分点。研发人员数量从 2017 年的 49 人增加至 690 人，增幅 1,308.16%，研发人员占比也从 3.00% 提升至 12.04%。公司投资建设高端墙地砖智能化生产线，广西一期项目已投入使用，2018 年生产 70,000 平方米/天，景德镇生产基地 2018 年新增的生产线日均产能 17,000 平方米/天。这些新增产能预计在 2019 年发挥更大的作用，支撑公司业绩增长。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2019 年到 2021 年的，EPS 分别为 1.36 元、1.83 元和 2.21 元，对应 PE 分别为 19 倍、14 倍和 12 倍，考虑到公司和欧神诺并表后实现了 1+1 大于 2 的效果，渠道和资金均得到改善，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**地产行业的韧性的持续性不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	533.67	4,308.3	5,772.5	7,462.8	9,172.0
增长率（%）	24.85%	707.31	33.99%	29.28%	22.90%
净利润（百万元）	54.53	380.64	524.91	705.46	852.77
增长率（%）	7.69%	598.10	37.90%	34.40%	20.88%
净资产收益率（%）	5%	12%	14%	16%	16%
每股收益(元)	0.63	1.01	1.36	1.83	2.21
PE	41	26	19	14	12
PB	2.48	3.10	2.63	2.22	1.87

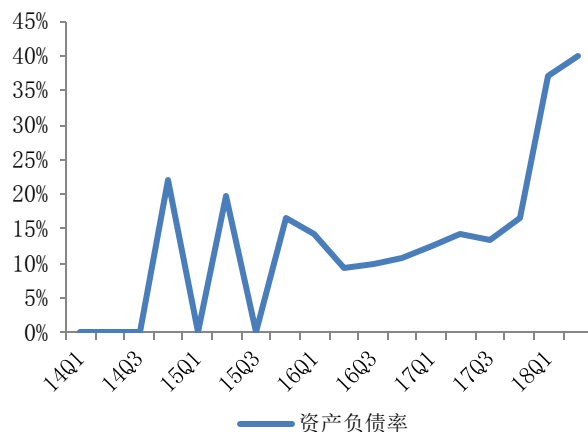
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1：帝欧家居毛利率变化



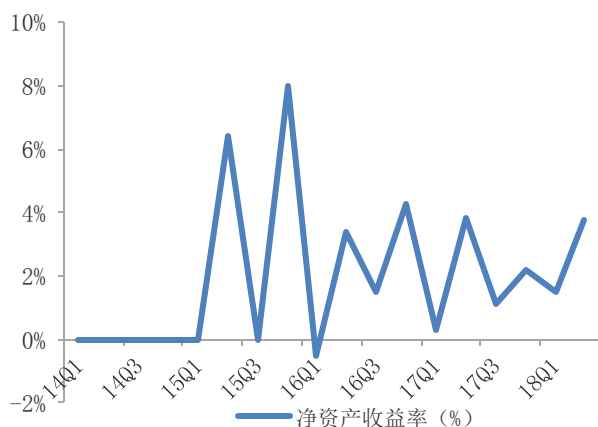
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：帝欧家居资产负债率变化



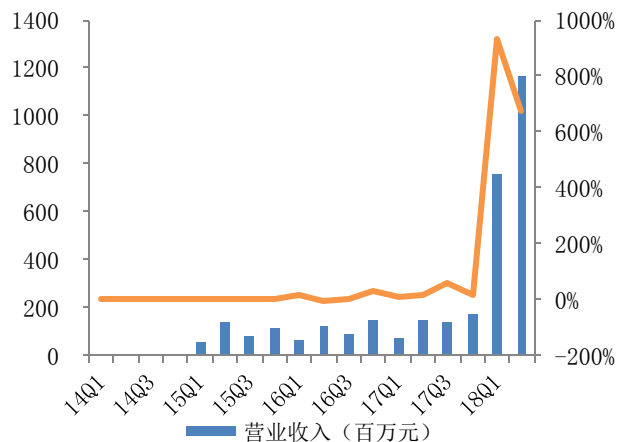
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：帝欧家居单季度净资产收益率变化



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：帝欧家居单季度营业收入



资料来源：wind，东兴证券整理

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		
流动资产合计	1042.84	3112.41	3959.37	5107.55	6268.16	营业收入	533.67	4308.34	5772.59	7462.83	9172.09		
货币资金	590.67	505.75	692.71	895.54	1100.65	营业成本	376.78	2800.30	3735.96	4824.55	5923.31		
应收账款	85.79	1506.83	2024.36	2617.10	3216.51	营业税金及附加	5.07	39.63	54.84	70.90	87.13		
其他应收款	2.99	28.76	38.53	49.81	61.22	营业费用	76.68	678.24	825.48	1067.18	1311.61		
预付款项	7.84	31.98	31.98	31.98	31.98	管理费用	54.75	170.71	457.19	591.06	726.43		
存货	125.30	652.69	871.04	1124.85	1381.02	财务费用	(2.96)	32.85	57.12	103.75	150.20		
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.48	45.30	45.00	2.48	2.48		
非流动资产合	216.68	2708.94	3533.09	4561.44	5778.19	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.40	8.20	8.00	8.00	8.00		
固定资产	133.56	1240.44	2236.47	3357.50	4657.09	营业利润	60.97	434.88	604.99	810.91	978.92		
无形资产	39.97	729.82	656.84	583.86	510.88	营业外收入	0.17	1.07	1.10	1.10	1.10		
其他非流动资产	32.16	50.96	51.00	51.00	51.00	营业外支出	0.29	7.43	7.43	7.43	7.43		
资产总计	1259.52	5821.35	7492.47	9668.99	12046.36	利润总额	60.85	428.51	598.66	804.58	972.59		
流动负债合计	205.19	2210.57	3378.79	4784.13	6243.08	所得税	6.32	52.78	73.76	99.12	119.82		
短期借款	0.00	369.27	1227.32	2051.02	2906.49	净利润	54.53	375.74	524.91	705.46	852.77		
应付账款	35.45	687.39	921.20	1189.61	1460.54	少数股东损益	0.00	(4.90)	0.00	0.00	0.00		
预收款项	58.20	126.00	183.72	258.35	350.07	归属母公司净利	54.53	380.64	524.91	705.46	852.77		
一年内到期的非	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA	72.29	572.55	802.07	1133.16	1444.79		
非流动负债合	3.51	367.71	352.30	352.30	352.30	EPS (元)	0.63	1.01	1.36	1.83	2.21		
长期借款	0.00	270.00	270.00	270.00	270.00	主要财务比率							
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	208.70	2578.28	3731.09	5136.43	6595.38	成长能力							
少数股东权益	0.00	-3.99	-3.99	-3.99	-3.99	营业收入增长	24.85%	707.31%	33.99%	29.28%	22.90%		
实收资本(或股	99.80	385.43	385.43	385.43	385.43	营业利润增长	75.11%	613.21%	39.12%	34.04%	20.72%		
资本公积	733.36	2257.21	2257.21	2257.21	2257.21	归属于母公司净	7.69%	598.10%	37.90%	34.40%	20.88%		
未分配利润	259.24	609.20	1081.62	1716.52	2484.02	获利能力							
归属母公司股东	1050.82	3247.05	3820.02	4525.48	5378.25	毛利率(%)	29.40%	35.00%	35.28%	35.35%	35.42%		
负债和所有者	1259.52	5821.35	7492.47	9668.99	12046.36	净利率(%)	10.22%	8.83%	9.09%	9.45%	9.30%		
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润(%)		4.33%	6.45%	6.96%	7.30%		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	5.19%	11.72%	13.74%	15.59%	15.86%		
经营活动现金	163.92	(130.44)	248.27	658.48	961.08	偿债能力							
净利润	54.53	375.74	524.91	705.46	852.77	资产负债率(%)	16.57%	44.29%	49.44%	53.18%	55.10%		
折旧摊销	14.27	104.83	0.00	218.50	315.67	流动比率	5.08	1.41	1.17	1.07	1.00		
财务费用	2.96	(32.85)	(57.12)	(103.75)	(150.20)	速动比率	4.47	1.11	0.91	0.83	0.78		
应付帐款的变化	10.18	651.94	233.81	268.42	270.93	营运能力							
预收帐款的变化	40.98	67.80	57.73	74.63	91.72	总资产周转率	0.56	1.22	0.87	0.87	0.84		
投资活动现金	(33.01)	(2530.33)	(909.84)	(1175.60)	(1461.24)	应收账款周转率	5.62	5.41	3.27	3.22	3.14		
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	12.41	7.75	4.65	4.57	4.47		
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	6.40	8.20	8.00	8.00	8.00	每股收益(最新摊	0.63	1.01	1.36	1.83	2.21		
筹资活动现金	439.37	2575.85	848.53	719.95	705.27	每股净现金流(最	4.82	(0.70)	0.49	0.53	0.53		
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	10.53	8.42	9.91	11.74	13.95		
长期借款增加	0.00	270.00	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	13.42	285.62	0.00	0.00	0.00	P/E	41.40	25.82	19.15	14.25	11.79		
资本公积增加	503.85	1523.84	0.00	0.00	0.00	P/B	2.48	3.10	2.63	2.22	1.87		
现金净增加额	570.28	(84.92)	186.96	202.83	205.11	EV/EBITDA	27.83	17.89	13.61	10.18	8.44		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

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。