

高增长兑现，盈利能力持续提升

投资要点

- **事件：**公司发布2018年年报。全年实现营业收入43.1亿元，同比增长707.3%。实现归属于上市公司股东的净利润3.8亿元，同比增长598.1%；扣非后的归母净利润3.54亿元，同比增长800.8%。大幅增长主要是合并欧神诺所致。
- **欧神诺继续保持快速增长，规模效应提升盈利能力。**受益于精装房市场的快速扩容及龙头地产商销售面积的确定性增长，控股子公司欧神诺实现营收36.8亿元，同比增长53.4%；实现净利润3.6亿元，同比增长60.3%，业绩超预期。欧神诺贡献了公司整体收入的85%。在工程业务快速放量后，受益于制造成本的显著下行，欧神诺规模效应更加明显，毛利率达到35.84%，高于帝王洁具卫浴产品约5个百分点。净利率持续提升至9.7%，未来有望保持在10%左右的利润率水平。合并欧神诺后，2018年公司毛利率提升至35%（+5pp），销售费用率提升1.37pp至15.74%，管理+研发费用率降低2.34pp至7.92%。年末经营性现金流为6100万，账期约半年，资产周转率提升，账期管理合理。
- **扩大地产合作客户至中型地产商。**目前欧神诺工程业务占比近70%，工程业务增速达到60%+。在保持核心地产客户碧桂园、万科、恒大合作份额基础上，还与新增客户雅居乐、荣盛、富力等大型开发商构建了战略合作关系，供货占比快速提升。由于国内整体精装比例尚有很大提升空间，未来2-3年在竞争者有限的工程市场欧神诺有望迎来较快的确定性增长。零售方面，欧神诺计划在2019年加速零售网点覆盖与通路下沉，全面布网细分县级零售空白点的基础上加深一二线城市加盟商布局，促使经销商团队开拓区域性地产商和整装公司，抢占翻新市场的空间。
- **卫浴保持稳定增长，渠道协同打开增量空间。**帝王洁具收入增长17%达到6.3亿元，贡献净利润2500万，同比出现较大下滑，主要是股权激励费用摊销计提3838万所致，若加回后基本与收入增速一致。公司在巩固零售渠道的基础上，加大新零售渠道的线上线下融合，深化与互联网、家装、整装公司的合作；在工程渠道上借鉴欧神诺直营模式积累的服务经验，顺应房地产新建住宅精装修的爆发趋势，积极开拓B端客户，扩大市场占有率。
- **自有产能扩充，助力工装市场扩张。**2018年欧神诺在广西藤县投资建设的地砖生产线一期已投产，日均产能70000平米/天，景德镇生产基地的扩产项目也已投产新增产能17000平米/天。19年公司将充分利用欧神诺研究院自主研发能力，提升产能，降低生产成本，进一步提升盈利水平。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为瓷砖里面工程业务龙头，未来三年随着精装放量有望维持较快增长，且公司在产能、资金、产品上具有较深积累，是最为受益的工程业务标的之一，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧导致终端销售不畅的风险、原材料价格波动的风险、工程业务导致现金流紧张的风险、产能投放进度或不及预期的风险。

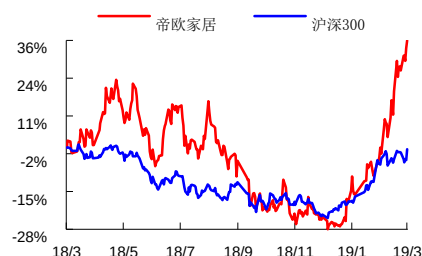
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4308.34	5913.50	7633.73	9407.98
增长率	707.31%	37.26%	29.09%	23.24%
归属母公司净利润（百万元）	380.64	524.91	678.88	841.62
增长率	598.10%	37.90%	29.33%	23.97%
每股收益EPS（元）	0.99	1.36	1.76	2.18
净资产收益率ROE	11.59%	14.02%	15.56%	16.46%
PE	24	18	14	11
PB	2.84	2.49	2.14	1.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.85
流通A股(亿股)	1.57
52周内股价区间(元)	12.67-61.16
总市值(亿元)	92.12
总资产(亿元)	58.21
每股净资产(元)	8.42

相关研究

1. 帝欧家居（002798）：工程业务促收入高速增长，规模效应提升盈利能力（2019-02-14）
2. 帝欧家居（002798）：工程业务进一步放量，业绩持续高速增长（2018-10-29）
3. 帝欧家居（002798）：工程业务加速扩张，规模效应进一步体现（2018-08-26）
4. 帝欧家居（002798）：工程业务持续放量，公司发展迈入全新阶段（2018-08-08）
5. 帝王洁具（002798）：并购协同效应显现，助力业绩大幅提升（2018-04-23）
6. 帝王洁具（002798）：业绩符合预期，并购协同将发力（2018-04-03）

关键假设

假设 1：根据之前公司产能投放进度，我们对欧神诺的新产能投放进度进行假设：广西产线 19、20 年产能释放进度为 65%、90%；景德镇产线 19、20 年产能投放进度为 80%、100%。

假设 2：随着欧神诺工装规模逐渐扩大，规模效应更为显现，毛利率水平逐渐提升；19-21 年公司毛利率为 35.44%、35.84%、36.14%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入成本预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	427.46	533.67	4,308.34	5,913.49	7,633.73	9,407.97
yoy	10.47%	24.85%	707.31%	37.26%	29.09%	23.24%
营业成本	291.12	376.78	2,800.30	3,817.67	4,898.03	6,007.75
毛利率	31.90%	29.40%	35.00%	35.44%	35.84%	36.14%
欧神诺						
收入			3,658.04	5,121.26	6,657.63	8,188.89
yoy			53.40%	40.00%	30.00%	23.00%
成本			2,346.93	3,267.36	4,227.60	5,175.38
毛利率			35.84%	36.20%	36.50%	36.80%
亚克力卫生洁具						
收入	307.15	380.37	478.58	574.30	689.16	826.99
yoy	10.90%	23.84%	25.82%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	199.50	249.90	317.48	379.04	447.95	529.27
毛利率	35.05%	34.30%	33.66%	34.00%	35.00%	36.00%
亚克力板						
收入	85.20	108.99	145.24	188.81	254.90	356.85
yoy	11.27%	27.93%	33.26%	30.00%	35.00%	40.00%
成本	70.44	99.98	122.90	156.71	206.47	285.48
毛利率	17.32%	8.27%	15.38%	17.00%	19.00%	20.00%
其他						
收入	35.11	44.31	26.48	29.13	32.04	35.24
yoy		26.19%	-40.24%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	21.17	26.90	12.99	14.56	16.02	17.62
毛利率	39.70%	39.29%	50.94%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4308.34	5913.50	7633.73	9407.98	净利润	375.74	518.14	670.13	830.78
营业成本	2800.30	3817.68	4898.04	6007.76	折旧与摊销	105.15	225.02	232.62	237.64
营业税金及附加	39.63	56.73	72.10	88.93	财务费用	32.85	25.76	20.53	14.06
销售费用	678.24	900.63	1183.23	1486.46	资产减值损失	45.30	50.00	60.00	70.00
管理费用	170.71	478.99	641.23	799.68	经营营运资本变动	-575.22	-512.71	-317.42	-388.56
财务费用	32.85	25.76	20.53	14.06	其他	76.85	-48.18	-60.31	-70.15
资产减值损失	45.30	50.00	60.00	70.00	经营活动现金流净额	60.66	258.03	605.54	693.77
投资收益	8.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1778.89	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1113.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-665.19	-15.00	-18.00	-21.00
营业利润	434.88	583.71	758.61	941.09	短期借款	369.27	-6.73	-335.29	-27.24
其他非经营损益	-6.36	1.16	-1.03	-1.01	长期借款	270.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	428.51	584.88	757.57	940.08	股权融资	1809.47	0.00	0.00	0.00
所得税	52.78	66.73	87.44	109.30	支付股利	0.00	-64.94	-59.70	-90.08
净利润	375.74	518.14	670.13	830.78	其他	-2114.45	-85.76	-20.53	-14.06
少数股东损益	-4.90	-6.76	-8.75	-10.84	筹资活动现金流净额	334.28	-157.43	-415.52	-131.38
归属母公司股东净利润	380.64	524.91	678.88	841.62	现金流量净额	-270.16	85.60	172.02	541.38
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	505.75	591.35	763.37	1304.76	成长能力				
应收和预付款项	1790.38	1986.16	2628.25	3325.81	销售收入增长率	707.31%	37.26%	29.09%	23.24%
存货	652.69	888.00	1140.12	1398.92	营业利润增长率	613.21%	34.22%	29.96%	24.05%
其他流动资产	163.59	224.54	289.86	357.23	净利润增长率	589.11%	37.90%	29.33%	23.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	692.08%	45.67%	21.24%	17.89%
投资性房地产	2.25	2.25	2.25	2.25	获利能力				
固定资产和在建工程	1378.40	1241.41	1099.82	956.21	毛利率	35.00%	35.44%	35.84%	36.14%
无形资产和开发支出	1251.20	1178.21	1105.23	1032.25	三费率	20.47%	23.77%	24.17%	24.45%
其他非流动资产	77.09	77.05	77.00	76.95	净利率	8.72%	8.76%	8.78%	8.83%
资产总计	5821.35	6188.97	7105.90	8454.38	ROE	11.59%	14.02%	15.56%	16.46%
短期借款	369.27	362.53	27.24	0.00	ROA	6.45%	8.37%	9.43%	9.83%
应付和预收款项	1494.67	1371.68	1902.88	2424.32	ROIC	19.25%	13.43%	15.71%	17.96%
长期借款	270.00	270.00	270.00	270.00	EBITDA/销售收入	13.30%	14.11%	13.25%	12.68%
其他负债	444.35	488.49	599.07	712.67	营运能力				
负债合计	2578.28	2492.70	2799.20	3406.98	总资产周转率	1.22	0.98	1.15	1.21
股本	385.43	385.43	385.43	385.43	固定资产周转率	6.27	4.91	6.86	9.48
资本公积	2257.21	2257.21	2257.21	2257.21	应收账款周转率	5.41	3.82	4.11	3.90
留存收益	652.48	1112.45	1731.63	2483.17	存货周转率	7.17	4.95	4.82	4.73
归属母公司股东权益	3247.05	3707.02	4326.20	5077.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.40%	—	—	—
少数股东权益	-3.99	-10.75	-19.50	-30.34	资本结构				
股东权益合计	3243.06	3696.27	4306.70	5047.40	资产负债率	44.29%	40.28%	39.39%	40.30%
负债和股东权益合计	5821.35	6188.97	7105.90	8454.38	带息债务/总负债	24.79%	25.38%	10.62%	7.92%
					流动比率	1.41	1.74	1.98	2.10
					速动比率	1.11	1.32	1.51	1.64
					股利支付率	0.00%	12.37%	8.79%	10.70%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.36	1.76	2.18
					每股净资产	8.41	9.59	11.17	13.10
					每股经营现金	0.16	0.67	1.57	1.80
					每股股利	0.00	0.17	0.15	0.23
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	572.88	834.49	1011.75	1192.79					
PE	24.20	17.55	13.57	10.95					
PB	2.84	2.49	2.14	1.83					
PS	2.14	1.56	1.21	0.98					
EV/EBITDA	16.27	10.99	8.56	6.79					
股息率	0.00%	0.70%	0.65%	0.98%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn