

帝欧家居 (002798)

公司研究/点评报告

欧神诺快速发展，工装业务打开未来成长空间

—帝欧家居 (002798) 2018 年年报点评

点评报告/轻工制造

2019 年 04 月 01 日

一、事件概述

3 月 29 日，公司发布 2018 年年报。报告期内，公司实现营业收入 43.08 亿元，同比增长 707.31%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 598.10%；实现基本每股收益 1.01 元，利润分配预案为向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 欧神诺业绩快速增长

报告期内公司营收、归母净利润分别同比增长 707%、598%，其中欧神诺收入端、利润端增速分别为 53%、60%，业绩实现快速增长。分产品看，卫浴产品发展稳健，全年贡献收入 4.79 亿元，同比增长 13%，其中销售量提升 11%至 44.3 万套，单价提升 2%至 1080 元/套；亚克力板产品快速增长，贡献收入 1.45 亿元，同比增长 33%，其中销售量提升 8%至 5247 吨，单价提升 23%至 27679 元/吨；陶瓷墙地砖为收购欧神诺带来的新增品类，贡献收入 36.58 亿元，是未来业绩的主要增长点。

➤ 期间费用率小幅上升，净利率承压

报告期内，物流及工程服务费增加较多销售费用率同比上升 1.37pct 至 15.74%，管理费用率下降 3.64pct 至 3.96%，欧神诺支付贷款利息使财务费用率上升 1.32pct 至 0.76%，欧神诺陶瓷墙地砖研发投入力度加大使研发费用率上升 1.30pct 至 3.96%，期间费用率整体上升 0.35pct 至 24.43%。

全年来看，公司毛利率同比上升 5.60pct 至 35.00%，推测是欧神诺毛利率较高对整体拉动所致；增值税退税占比下降使净利率下降 1.50pct 至 8.72%。

➤ 继续开拓地产客户叠加为卫浴产品打开突破口，工装渠道是重要看点

工装渠道方面，欧神诺在保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户合作份额大幅增长的同时，继续开拓雅居乐、荣盛、富力、华润等新客户，进一步拉动业绩增长，也为公司卫浴产品进入房地产工装市场打开突破口。零售渠道方面，公司推动一二线城市深度布局及布网县级空白点，截至 18 年底欧神诺有超过 700 家经销商，超过 1700 个经销商门店。

➤ 产能扩张助力公司持续发展

报告期内，公司将募投项目中“亚克力坐便器 16.04 万台/年、亚克力浴室柜 15.08 万台/年、亚克力浴缸 3.00 万台/年、亚克力淋浴房 1.50 万套/年”调整为“亚克力坐便器 16.04 万台/年、亚克力浴室柜 27.68 万台/年”。此外，18 年欧神诺广西一期项目及景德镇扩产项目顺利投产，新增日均产能分别为 70000、17000 平米/天，进一步支撑公司未来发展。

三、投资建议

公司工装业务有望持续放量，预计 2019-2021 年实现基本每股收益 1.32 元、1.71 元、2.08 元，对应 PE 分别为 18X、14X 和 11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

原材料价格大幅波动、大宗客户拓展不及预期、行业竞争加剧。

推荐

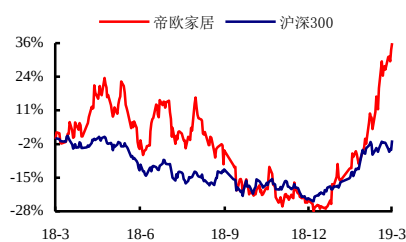
首次评级

当前价格： 23.9 元

交易数据 2019-3-29

近 12 个月最高/最低(元)	61.16/12.67
总股本(百万股)	385
流通股本(百万股)	157
流通股比例(%)	40.83
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	38

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
 电话： 010-85127729
 邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075
 电话： 01085127729
 邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,308	5,472	7,058	8,964
增长率 (%)	707.3%	27.0%	29.0%	27.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	381	508	660	804
增长率 (%)	598.1%	33.4%	30.1%	21.7%
每股收益 (元)	1.01	1.32	1.71	2.08
PE (现价)	24	18	14	11
PB	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,308	5,472	7,058	8,964
营业成本	2,800	3,528	4,552	5,826
营业税金及附加	40	54	67	86
销售费用	678	859	1,108	1,407
管理费用	171	219	282	359
EBIT	449	592	767	928
财务费用	33	30	30	30
资产减值损失	45	4	3	3
投资收益	8	5	7	7
营业利润	435	563	740	901
营业外收支	(6)	0	0	0
利润总额	429	569	740	901
所得税	53	63	83	104
净利润	376	505	656	797
归属于母公司净利润	381	508	660	804
EBITDA	554	796	1,052	1,305
研发费用	171	653	741	830
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	506	810	529	380
应收账款及票据	1730	1201	1560	2000
预付款项	32	63	74	93
存货	653	768	925	1150
其他流动资产	164	164	164	164
流动资产合计	3112	3026	3277	3818
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1240	1796	2445	3139
无形资产	730	1048	1413	1795
非流动资产合计	2709	3218	4112	4971
资产合计	5821	6245	7389	8790
短期借款	369	369	369	369
应付账款及票据	1299	751	1073	1437
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	2211	2244	2732	3337
长期借款	270	270	270	270
其他长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	368	368	368	368
负债合计	2578	2612	3100	3704
股本	385	385	385	385
少数股东权益	(4)	(6)	(11)	(18)
股东权益合计	3243	3633	4289	5085
负债和股东权益合计	5821	6245	7389	8790

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	707.3%	27.0%	29.0%	27.0%
EBIT 增长率	2100.5%	32.0%	29.4%	21.0%
净利润增长率	598.1%	33.4%	30.1%	21.7%
盈利能力				
毛利率	35.0%	35.5%	35.5%	35.0%
净利润率	8.8%	9.3%	9.4%	9.0%
总资产收益率 ROA	6.5%	8.1%	8.9%	9.1%
净资产收益率 ROE	11.7%	14.0%	15.4%	15.7%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.1	1.0	0.9	0.8
现金比率	0.2	0.4	0.2	0.1
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	67.5	68.1	67.4	67.6
存货周转天数	50.7	79.5	74.2	72.0
总资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.7	2.1
每股净资产	8.4	9.4	11.2	13.2
每股经营现金流	0.2	2.7	2.7	2.9
每股股利	0.3	0.3	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.7	18.1	13.9	11.5
PB	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.0	11.4	8.9	7.3
股息收益率	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	376	505	656	797
折旧和摊销	150	207	289	380
营运资金变动	(493)	309	72	(87)
经营活动现金流	61	1,043	1,042	1,115
资本开支	719	712	1,182	1,240
投资	45	0	0	0
投资活动现金流	(665)	(706)	(1,176)	(1,233)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	328	0	0	0
筹资活动现金流	334	(32)	(147)	(31)
现金净流量	(270)	305	(281)	(150)

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。