

业绩符合预期，规模红利持续释放 买入（维持）

2019 年 07 月 31 日

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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,308	5,607	6,828	8,793
同比（%）	707.3%	30.1%	21.8%	28.8%
归母净利润（百万元）	381	542	679	884
同比（%）	598.1%	42.3%	25.4%	30.1%
每股收益（元/股）	0.99	1.41	1.76	2.30
P/E（倍）	21.87	15.35	12.24	9.41

投资要点

■ **公司发布 19 年半年度报告：**期内公司实现营收 24.98 亿元（+30.13%），归母净利润 2.33 亿元（+48.18%），扣非归母净利润 2.05 亿元（+33.33%），非经常性损益 0.28 亿（主要为政府补助）；Q2 单季度实现营收 14.57 亿元（+25.25%），归母净利润 1.68 亿元（+47.93%），扣非归母净利润 1.41 亿元（+28.07%）。公司业绩增速亮眼，整体表现符合预期。

■ **瓷砖：欧神诺工程渠道持续放量，零售业务稳步增长。**期内欧神诺实现营收 22.46 亿元（+37.44%），净利润 1.96 亿元（+19.89%），毛利率 35.45%（同比基本持平），净利率 8.74%（-1.28pct），工程和零售渠道均有亮眼表现：1）**自营工程方面**，我们估计上半年碧桂园、万科订单分别增长 30%+、40%+，整体工程渠道同比增长预计在 35%+，核心客户合作持续深化；此外公司 18H2 以来新开拓的雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等客户预计将于明后年贡献不菲增量；2）**零售渠道方面**，期内公司加速网点覆盖与服务下沉，截至期末拥有经销商逾 800 家（较期初 +100 家），终端门店逾 2400 个（+700 个），我们估计公司零售业务实现了 20%+ 的逆势增长。我们预计下半年欧神诺瓷砖业务仍将维持高增长。

■ **卫浴：亚克力板销售下滑，洁具借力欧神诺工程渠道有望贡献增量。**期内洁具业务实现营收 2.02 亿元（-5.63%），毛利率提升至 39.67%（+8.44%），主要系原材料价格下跌；亚克力板营收 0.50 亿元（-27.95%），主要系原材料 MMA 价格大幅下滑带动亚克力板售价下跌所致。公司洁具产品零售渠道持续加密网点、提升经销商质量，并积极拓展与家装、整装公司的合作；工程渠道方面，公司充分利用欧神诺与工装客户合作的渠道并借鉴欧神诺自营工程服务经验，积极开拓直营工程客户，为快速进驻工装市场夯实基础。

■ **毛利率稳中有升，费用率有所增长。**期内公司毛利率 35.46%，同增 1.15pct，系瓷砖业务规模优势凸显及原材料价格下降所致。期间费率同增 1.30pct 至 24.97%，其中销售费用率同增 1.7pct 至 16.80%，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 0.73pct 至 7.26%；财务费用率同增 0.34pct 至 0.91%。综合来看公司归母净利率 9.34%，同增 0.51pct。

■ **工程单放量致周转放慢，经营性现金流向好。**截至期末公司存货 5.92 亿，较期初下降 9.26%，周转天数同比上升 26.91 天至 69.48 天；应收账款较期初增 16.22% 至 17.51 亿，周转天数同比上升 59.29 天至 117.36 天。系与地产商合作订单增长较快所致。期内公司经营性现金流净额 1.33 亿，较上年同期上升 44.90%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.60
一年最低/最高价	12.26/28.53
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	4379.70

基础数据

每股净资产(元)	8.51
资产负债率(%)	45.73
总股本(百万股)	384.96
流通 A 股(百万股)	202.76

相关研究

1、《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

- **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 56.07 /68.28 /87.93 亿，同增 30.1% /21.8% /28.8%；归母净利润 5.42 /6.79 /8.84 亿，同增 42.3% /25.4% /30.1%。当前股价对应 PE 为 15.35X/12.24X/9.41X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动

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
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
YOY	12.63%	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%
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
YOY	-190.50%	13.77%	-8.00%	-8.62%	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%
毛利率	23.87%	31.62%	28.06%	30.88%	33.01%	35.15%	34.89%	36.30%	33.63%	36.76%
期间费用率	36.72%	19.34%	24.26%	20.65%	25.27%	22.73%	23.96%	26.24%	25.83%	24.60%
其中：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%
管理+研发费用率	12.72%	8.54%	8.30%	10.26%	8.15%	7.99%	7.84%	7.92%	7.59%	7.26%
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%
归母净利率	2.61%	14.85%	5.48%	13.23%	5.84%	9.74%	9.10%	9.61%	6.31%	11.51%
存货	117.61	119.23	115.00	125.30	462.07	471.23	457.85	652.69	566.71	592.25
较上年同期增减	23.81	38.93	23.77	33.42	344.46	352.00	342.84	527.39	104.64	121.02
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
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
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
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	372.14
预收账款	39.24	37.46	44.25	58.20	110.08	146.95	125.76	126.00	130.34	144.49
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
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
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
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
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
资本开支	3.34	6.04	4.39	2.41	46.47	272.26	272.20	128.88	95.78	97.92
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
ROE	0.33%	3.79%	1.21%	2.65%	2.25%	3.88%	3.74%	3.45%	2.00%	5.09%
YOY (±)	0.87%	-0.26%	-0.24%	-1.71%	1.93%	0.09%	2.54%	0.81%	-0.25%	1.21%
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%
YOY (±)	-1.56%	4.91%	3.50%	5.66%	24.64%	25.93%	29.12%	27.72%	6.55%	5.62%

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3112	3563	4508	6022	营业收入	4308	5607	6828	8793
现金	506	1081	1283	2054	减:营业成本	2800	3625	4410	5674
应收账款	1507	1444	1401	2116	营业税金及附加	40	55	65	84
存货	653	657	707	820	营业费用	678	879	1067	1395
其他流动资产	447	381	1118	1031	管理费用	341	444	538	690
非流动资产	2709	3096	3465	3822	财务费用	33	18	16	3
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	610	765	996
其他非流动资产	601	603	610	622	加:营业外净收支	-6	0	-1	-1
资产总计	5821	6659	7974	9844	利润总额	429	610	765	995
流动负债	2211	2482	3146	4164	减:所得税费用	53	75	94	123
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	-5	-7	-9	-11
应付账款	687	893	1431	2371	归属母公司净利润	381	542	679	884
其他流动负债	1154	1220	1346	1424	EBIT	489	660	813	1033
非流动负债	368	378	398	428	EBITDA	593	544	831	1053
长期借款	270	280	300	330					
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	2860	3543	4592	每股收益(元)	0.99	1.41	1.76	2.30
少数股东权益	-4	-1	-2	-2	每股净资产(元)	8.42	9.87	11.51	13.65
归属母公司股东权益	3247	3800	4432	5255	发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
负债和股东权益	5821	6659	7974	9844	ROIC(%)	11.3%	13.0%	14.0%	15.2%
					ROE(%)	17.5%	15.2%	16.3%	18.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	35.0%	35.4%	35.4%	35.5%
经营活动现金流	61	1299	1168	2123	销售净利率(%)	8.8%	9.7%	9.9%	10.1%
投资活动现金流	-665	-194	-238	-292	资产负债率(%)	44.3%	43.0%	44.4%	46.6%
筹资活动现金流	334	-529	-729	-1059	收入增长率(%)	707.3%	30.1%	21.8%	28.8%
现金净增加额	-270	575	201	772	净利润增长率(%)	598.1%	42.3%	25.4%	30.1%
折旧和摊销	105	-116	18	20	P/E	21.87	15.35	12.24	9.41
资本开支	720	194	238	292	P/B	2.56	2.19	1.88	1.58
营运资本变动	64	179	282	495	EV/EBITDA	62.02	67.61	44.29	34.95

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>