

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

帝欧家居 (002798.SZ)

首次评级

报告原因：调研简报

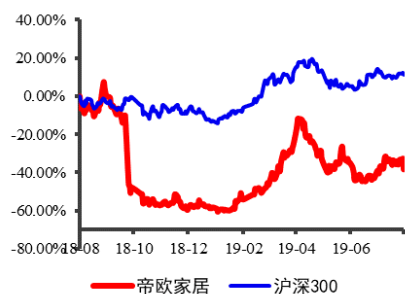
精装房大势所趋，看好建陶业务增长和帝欧互补协同

增持

2019 年 8 月 2 日

公司研究/调研简报

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 8 月 2 日

收盘价(元):	19.25
年内最高/最低(元):	28.53/12.26
流通 A 股/总股本(亿):	2.03/3.85
流通 A 股市值(亿):	39.03
总市值(亿):	74.10

基础数据：2019 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.62
摊薄每股收益:	0.61
每股净资产(元):	8.51
净资产收益率:	7.16%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

事件描述

➤ 7 月 31 日，我们调研了帝欧家居，并就公司中报业绩、业务发展情况、未来经营规划等问题进行了交流。

事件点评

➤ 从“帝王洁具”到“帝欧家居”，开启卫浴大家居版图，欧神诺并表带动业绩翻倍，建筑陶瓷成为公司第一主营业务。2018 年，公司实现营业收入 43.08 亿元，同比+707.31%；归母净利润 3.81 亿元，同比+598.10%。2019H1，公司实现营收 24.98 亿元，同比+30.13%；归母净利润 2.33 亿元，同比+48.18%；归母扣非净利润 2.05 亿元，同比+33.33%。2019H1，公司陶瓷墙地砖收入占到总营业收入的 89.24%，卫浴产品、亚克力板收入占比分别为 8.09%、2.01%。收购欧神诺之后，公司顺利进军高端瓷砖领域，同时与欧神诺在产品、渠道、资本等多方面展开合作，形成了“建筑陶瓷+卫生洁具”双主业并行发展的新格局。

➤ 精装房大势所趋，欧神诺工程渠道优势突出，新老客户订单持续放量，建陶业务成为未来业绩增长亮点。欧神诺目前工程收入占比约 75%，零售业务占比约 25%。工装渠道方面，欧神诺在原有包括碧桂园、万科、恒大、雅居乐、荣盛、富力等大型房地产开发商客户基础上，新增包括敏捷地产、海伦堡、合正地产、华侨城等大中型房地产开发商客户，新客户放量比较明显，荣盛、雅居乐已经进入到前五大客户名单。经销渠道方面，欧神诺拥有包括华耐、惠泉等全国性的大型经销商，以及遍布全国主要省市的区域性经销商，截至 2019 年 6 月 30 日，欧神诺经销商逾 800 家，终端门店逾 2400 个。双方合作，帝王洁具借助欧神诺逐步开展直营工程业务，同时欧神诺亦将受益于帝王洁具扁平化经销商模式积累的客户和经销商资源。

➤ 规模效应凸显，毛利率、净利率显著提升，管理费用率大幅下降。2019H1，公司毛利率提升 1.15pct 至 35.46%，净利率提升 1.13pct 至 9.22%，其中，卫浴产品、陶瓷墙地砖毛利率分别为 39.67%、35.45%，分别提升 8.44、0.05pct。费用端，2019H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 16.80%、7.26%、0.91%，分别同比变动+1.70、-0.73、+0.34pct。其中，销售费用率大幅增长主要由工程业务快速放量所致，工程业务服务费、物流费用分别增长 71.58%、51.35%。同时，公司加强精细化管理、成本费用集约，管理费用率下降明显。

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资建议

➤ 预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.17、6.91、8.80 亿元，同比增长 35.94%、33.57%、27.35%，对应 EPS 为 1.33/1.80/2.29 元，PE 为 14.32/10.72/8.42 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；工程业务回款风险；工程订单增长不及预期；原材料价格波动风险；产能过剩风险；经销商管理风险等。

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	533.7	4,308.3	5,471.6	6,795.7	8,154.9
同比增长	24.85%	707.31%	27.00%	24.20%	20.00%
归母净利润（百万元）	54.5	380.6	517.4	691.1	880.1
同比增长	7.69%	598.10%	35.94%	33.57%	27.35%
每股收益（元）	0.55	0.99	1.34	1.80	2.29
PE	35.23	19.49	14.32	10.72	8.42
PB	1.83	2.28	1.39	1.23	1.09

附录：会议纪要

问：并购费用拖累净利率显著下降，请问费用主要是哪些？是否涉及未来期间的分摊？

答： 并购费用，每年 2000 万，摊销 10 年；
股权激励费用每年摊销 1000 万，还有员工持股计划，也是摊销费用。

问：公司 18 年完成对欧神诺的并购，双方业务、人员、资源协同是否达到公司的预期？

答：公司给予欧神诺很强的资金支持：授信、担保、结余资金都会倾向于欧神诺。

欧神诺工装渠道优势给予公司 B 端客户和资源：欧神诺会给公司带客户，我们第一个签的就是碧桂园。

问：欧神诺放弃 IPO 选择帝王洁具重组的原因？

答：首先是机遇巧合，当时有一家中介想要投资欧神诺，我们老板和欧神诺见面后聊得比较投机，最终做出的选择是一种股东的智慧；

其次，欧神诺董事长鲍总当时判断瓷砖行业进入一个瓶颈，处于集中度提升的关键时期，欧神诺要想进入第一梯队必须要快速实现弯道超车，而 IPO 还需要排队、可能存在很大不确定性。在重组的过程中，两家公司老板就已经对合作事项做出较合拍的讨论。

问：19 年欧神诺的经营目标、业绩预期？

答：30%-40%的增长。

问：未来对欧神诺的发展战略是什么？长短期发展目标是怎样的？未来是否还会并购新的优质公司拓宽产品线？

答：B 端：覆盖大中型房地产公司，往 TOP20 覆盖，然后往 20 以后的公司。直营工程部门，主要服务大客户，直接和房地产公司对接，招投标、签合同、送货，中间没有经销商，签收即交付。同时扶持经销商做工程业务，主要做经销商本地的房地产公司。

C 端：大型国内建材经销商，以前店面没这么多，以前覆盖都是一二线城市，现在往下沉。融合店大概率不会，但会有集中展示、引流。

问：跟公司主营业务类似的上市公司有哪些？惠达卫浴、海鸥住工、瑞尔特，在经营发展、财务指标是否具有可比性？

答：蒙娜丽莎，主营瓷砖，渠道以零售为主；
惠达卫浴可以和母公司比，不要和合并报表比，惠达主要做陶瓷洁具，成本比我们低很多。

问：欧神诺工装业务对现金流压力的影响如何，现金流状况如何？

答：账期保持还比较稳定，房地产资金面紧张是一直存在的。现金流总体状况看还算是比较良性的，能支持公司可持续发展的，现金流的占用来源于欧神诺的工装业务，工程客户应收帐款周期 6 个月左右，这个状况应该说对欧神诺还是比较能接受。

问：销售费用的物流成本较高原因、未来趋势？

答：主要是欧神诺渠道的问题，工程客户是要包邮（运输到项目所在地），对经销商是自己提货。未来产能基地建设完成，运输半径会减小，但是随着工程量上来，运输费用肯定也还会随之上升。

问：公司传统业务亚克力洁具的发展规划？未来这个领域还会有新的增长点吗？

答：我们已经在建有重庆项目，是一个陶瓷洁具生产线，预计明年可以投产，不通过 OEM，而是通过自产，主要供应给工程客户。陶瓷成本比亚克力低，对现有成本做一个补充。

这个项目是由双方高层决策，双方都出了人员组建团队，并且借助欧神诺的经验。选择重庆是基于原材料、用人等方面的综合考虑，比如黏土、能源充沛，适合烧制陶瓷产品，蒙娜丽莎、东陶也都在重庆拿了地。今年主要还是借助欧神诺开拓工程业务和客户资源。



利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	533.7	4,308.3	5,471.6	6,795.7	8,154.9	成长性					
减:营业成本	376.8	2,800.3	3,529.2	4,379.8	5,251.7	营业收入增长率	24.8%	707.3%	27.0%	24.2%	20.0%
营业税费	5.1	39.6	50.3	66.0	76.7	营业利润增长率	75.1%	613.2%	31.5%	35.1%	28.5%
销售费用	76.7	678.2	902.8	1,073.7	1,239.5	净利润增长率	-18.2%	1680.2%	-7.7%	30.2%	49.6%
管理费用	54.7	170.7	394.0	485.9	570.8	EBITDA增长率	-27.0%	2293.8%	-0.1%	33.0%	28.5%
财务费用	-3.0	32.8	10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	74.8%	688.9%	26.0%	32.8%	28.0%
资产减值损失	2.5	45.3	17.7	21.8	28.3	NOPLAT增长率	7.7%	598.1%	35.9%	33.6%	27.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	701.7%	0.8%	20.4%	8.5%
投资和汇兑收益	6.4	8.2	4.1	5.1	6.0	净资产增长率	79.4%	208.6%	64.5%	13.0%	13.0%
营业利润	61.0	434.9	571.7	772.5	992.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-6.4	10.6	6.5	2.7	毛利率	29.4%	35.0%	35.5%	35.6%	35.6%
利润总额	60.8	428.5	582.3	779.0	995.4	营业利润率	11.4%	10.1%	10.4%	11.4%	12.2%
减:所得税	6.3	52.8	64.9	87.9	115.3	净利润率	10.2%	8.8%	9.5%	10.2%	10.8%
净利润	54.5	380.6	517.4	691.1	880.1	EBITDA/营业收入	7.2%	16.0%	11.6%	12.2%	15.2%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	4.6%	13.5%	10.6%	11.4%	12.2%
货币资金	590.7	505.7	1,994.8	1,992.8	2,456.8	投资回报率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.2%	11.7%	9.7%	11.5%	12.9%
应收帐款	88.8	1,535.6	1,318.1	1,637.1	1,964.5	ROA	4.3%	6.5%	7.1%	8.3%	9.3%
应收票据	8.5	222.8	-	-	-	ROIC	11.5%	97.9%	15.4%	20.3%	21.6%
预付帐款	7.8	32.0	100.4	124.7	149.5	费用率					
存货	125.3	652.7	483.5	600.0	719.4	销售费用率	14.4%	15.7%	16.5%	15.8%	15.2%
其他流动资产	221.8	163.6	168.5	173.6	178.8	管理费用率	10.3%	4.0%	7.2%	7.2%	7.0%
可供出售金融资产	-	2.5	-	-	-	财务费用率	-0.6%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	24.1%	20.5%	23.9%	23.0%	22.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	运营效率					
投资性房地产	5.1	2.2	2.2	2.2	2.2	固定资产周转天数	87	57	97	103	104
固定资产	133.6	1,240.4	1,709.5	2,193.6	2,518.4	流动资产周转天数	514	174	236	228	221
在建工程	1.8	138.0	202.3	301.7	271.0	应收帐款周转天数	65	68	53	53	58
无形资产	40.0	729.8	693.7	657.7	621.6	存货周转天数	104	50	58	45	51
其他非流动资产	36.2	74.1	76.3	78.6	81.0	总资产周转天数	647	296	431	412	392
资产总额	1,259.5	5,821.3	7,271.1	8,283.9	9,484.9	偿债能力					
短期借款	-	369.3	123.1	123.1	153.9	资产负债率	16.6%	44.3%	26.6%	27.2%	28.2%
应付票据	-	611.4	776.5	964.4	1,157.2	负债权益比	19.9%	79.5%	36.3%	37.5%	39.3%
应付账款	35.4	687.4	435.4	540.3	647.9	流动比率	5.08	1.41	2.22	2.11	2.13
其他流动负债	3.5	97.7	102.6	107.7	113.1	速动比率	4.47	1.11	1.95	1.83	1.85
长期借款	-	270.0	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	3.5	97.7	102.6	107.7	113.1	业绩和估值指标					
负债总额	208.7	2,578.3	1,935.4	2,257.1	2,677.5	EPS(元)	0.55	0.99	1.34	1.80	2.29
股本	99.8	385.4	385.0	385.0	385.0	BVPS(元)	10.53	8.42	13.87	15.67	17.69
资本公积与留存收益	298.5	652.5	1,169.9	1,861.0	2,653.2	PE(X)	35.2	19.5	14.3	10.7	8.4
少数股东权益	-	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	PB(X)	1.8	2.3	1.4	1.2	1.1
股东权益	1,050.8	3,243.1	5,335.7	6,026.9	6,807.4	P/FCF	22.0	-4.0	-85.1	24,853.5	13.1
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	P/S	3.6	1.7	1.4	1.1	0.9
净利润	54.5	375.7	517.4	691.1	880.1	EV/EBITDA	126.1	7.7	8.6	6.6	4.1
加:折旧和摊销	2.5	45.3	-	-	-	CAGR(%)	133.2%	32.8%	117.0%	133.2%	32.8%
资产减值准备	14.3	105.2	52.8	52.8	242.3	PEG	26.5%	59.4%	12.2%	8.1%	25.7%
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	-0.0	41.6	10.0	1.0	1.0						
投资收益	-6.4	-7.8	-4.1	-5.1	-6.0						
少数股东损益	-	-4.9	-	-	-						
营运资金的变动	-45.2	-321.7	468.2	-145.4	-89.6						
经营活动产生现金流量	100.7	60.7	1,044.3	594.4	1,027.9						
投资活动产生现金流量	-96.7	-665.2	-543.9	-595.4	-494.0						
融资活动产生现金流量	476.8	334.3	1,234.8	-1.0	-100.6						

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

