

工程业务持续高增长，现金流向好

投资要点

- **事件：**公司发布2019年三季报。前三季度实现营收41.0亿元，同比增长29.5%，归母净利润4.3亿元，同比增长57.2%，扣非后归母净利润3.8亿元，同比增长42.1%。其中Q3实现营收16亿元，同比增长28.4%；实现归母净利润1.9亿元，同比增长69.6%；扣非后净利润增长54.3%。公司营收、利润增速环比大幅提升。
- **工程业务引领增长。**1) 前三季度随着自营工程市场份额不断扩大，零售业务持续发力，欧神诺实现营收37.1亿元，同比增长36.5%；实现归母净利润3.8亿元，同比增长38.9%，扣除合并摊销费用1655.4万元后，实现净利润3.6亿元。2) 规模效应提升使得营业成本增幅相对较小（同比+26.7%），同时收到政府补助使其他收益同比增加175.9%，前三季度毛利率35.9%（+1.4pp）；净利率10.4%（+1.8pp）。3) 期间费用率24.2%（+0.5pp），其中：销售费用率16.0%（+0.9pp），主要是前三季度公司工程费用、广告费用增长；管理效率提升，费用率同比3.2%（-1.1pp）；公司增加研发投入，研发费用同比增加47.7%，研发费用率4.1%（+0.5pp）；公司借款增加、支付贷款利息增加，财务费用同比增加56.2%，财务费用率0.9%（+0.2pp）。4) 由于回款及收到政府补助增加，公司经营活动现金流2.8亿元，同比增加145.1%，现金流向好。
- **欧神诺前景可期。**面对市场环境和行业竞争加剧的压力，欧神诺凭借其坚实的综合实力和领先的发展模式，不断创新求变、快速迭代。随着公司与子公司欧神诺高度融合后产生的协同效应，凭借欧神诺在工程业务自营模式多年累积的先发优势，契合了房地产新建住宅精装房的发展趋势。随着住宅精装修政策的推行及市场的导向，除头部房企外，未来腰部及之后房企的精装率也在迅速提升，发展空间巨大。
- **龙头房企合作紧密，拓展零售市场。**1) 公司与龙头房企长期保持着紧密的合作关系，同时新房企合作数量也在快速提升，保障了排产的稳定性、连续性与规模性，保证了制造端的成本优势。2) 公司大力推进零售模式革新和渠道下沉布局，重点拓展四五六线市场，同时推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局，促进零售渠道持续增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为1.46元、1.88元、2.38元，对应PE分别为15倍、12倍和9倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

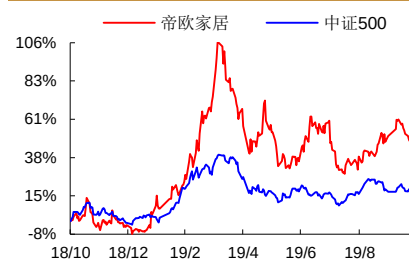
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4308.34	5730.60	7395.96	9115.52
增长率	707.31%	33.01%	29.06%	23.25%
归属母公司净利润（百万元）	380.64	563.86	724.85	917.94
增长率	598.10%	48.14%	28.55%	26.64%
每股收益EPS（元）	0.99	1.46	1.88	2.38
净资产收益率ROE	11.59%	15.42%	17.68%	19.72%
PE	22	15	12	9
PB	2.59	2.32	2.07	1.83

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)	2.03
52周内股价区间(元)	12.67-28.3
总市值(亿元)	83.92
总资产(亿元)	64.21
每股净资产(元)	9.04

相关研究

1. 帝欧家居（002798）：工程引领增长，业绩符合预期（2019-07-31）
2. 帝欧家居（002798）：员工持股显信心，工程龙头业绩确定性高（2019-05-28）
3. 帝欧家居（002798）：工程继续发力，利润增速超预期（2019-04-26）
4. 帝欧家居（002798）：高增长兑现，盈利能力持续提升（2019-03-31）
5. 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）

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 36.08%、35.82%、36.12%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	427.46	533.67	4,308.34	5,730.59	7,395.95	9,115.51
yoy	10.47%	24.85%	707.31%	33.01%	29.06%	23.25%
营业成本	291.12	376.78	2,800.30	3,662.91	4,747.05	5,822.92
毛利率	31.90%	29.40%	35.00%	36.08%	35.82%	36.12%
欧神诺						
收入			3,658.04	4,938.35	6,419.86	7,896.43
yoy			53.40%	35.00%	30.00%	23.00%
成本			2,346.93	3,150.67	4,076.61	4,990.54
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	356.06	447.95	529.27
毛利率	35.05%	34.30%	33.66%	38.00%	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	141.61	206.47	285.48
毛利率	17.32%	8.27%	15.38%	25.00%	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	5730.60	7395.96	9115.52	净利润	375.74	556.60	715.51	906.11
营业成本	2800.30	3662.91	4747.05	5822.93	折旧与摊销	105.15	243.15	250.75	255.76
营业税金及附加	39.63	54.97	69.85	86.17	财务费用	32.85	26.10	23.28	17.06
销售费用	678.24	916.90	1198.15	1494.95	资产减值损失	45.30	30.00	30.00	30.00
管理费用	170.71	412.60	517.72	638.09	经营营运资本变动	-585.49	-480.00	-305.42	-380.44
财务费用	32.85	26.10	23.28	17.06	其他	87.12	-33.32	-29.46	-29.72
资产减值损失	45.30	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	60.66	342.52	684.67	798.78
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	627.12	809.91	1026.34	短期借款	369.27	15.42	-198.18	-186.51
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	628.28	808.87	1025.33	股权融资	1809.47	-0.46	0.00	0.00
所得税	52.78	71.68	93.36	119.21	支付股利	-26.67	-189.07	-278.67	-358.84
净利润	375.74	556.60	715.51	906.11	其他	-2087.78	-86.10	-23.28	-17.06
少数股东损益	-4.90	-7.26	-9.34	-11.83	筹资活动现金流净额	334.28	-260.21	-500.13	-562.41
归属母公司股东净利润	380.64	563.86	724.85	917.94	现金流量净额	-270.16	67.31	166.54	215.37
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	573.06	739.60	954.97	成长能力				
应收和预付款项	1790.38	1924.20	2546.41	3222.45	销售收入增长率	707.31%	33.01%	29.06%	23.25%
存货	652.69	860.22	1116.34	1370.77	营业利润增长率	613.21%	44.21%	29.15%	26.72%
其他流动资产	163.59	217.60	280.83	346.13	净利润增长率	589.11%	48.14%	28.55%	26.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	692.08%	56.47%	20.93%	19.86%
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	1225.82	1068.65	909.46	毛利率	35.00%	36.08%	35.82%	36.12%
无形资产和开发支出	1251.20	1175.67	1100.14	1024.62	三费率	20.47%	23.66%	23.51%	23.59%
其他非流动资产	77.09	77.05	77.00	76.95	净利率	8.72%	9.71%	9.67%	9.94%
资产总计	5821.35	6055.87	6931.22	7907.59	ROE	11.59%	15.42%	17.68%	19.72%
短期借款	369.27	384.69	186.51	0.00	ROA	6.45%	9.19%	10.32%	11.46%
应付和预收款项	1494.67	1318.41	1844.13	2349.61	ROIC	19.25%	14.51%	17.12%	20.12%
长期借款	270.00	270.00	270.00	270.00	EBITDA/销售收入	13.30%	15.64%	14.66%	14.25%
其他负债	444.35	472.65	583.62	693.75	营运能力				
负债合计	2578.28	2445.75	2884.26	3313.35	总资产周转率	1.22	0.96	1.14	1.23
股本	385.43	384.96	384.96	384.96	固定资产周转率	6.27	4.79	6.79	9.56
资本公积	2257.21	2257.21	2257.21	2257.21	应收账款周转率	5.41	3.76	4.11	3.90
留存收益	652.48	1027.27	1473.45	2032.56	存货周转率	7.07	4.79	4.77	4.65
归属母公司股东权益	3247.05	3621.38	4067.56	4626.66	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	-11.26	-20.59	-32.42	资本结构				
股东权益合计	3243.06	3610.12	4046.97	4594.24	资产负债率	44.29%	40.39%	41.61%	41.90%
负债和股东权益合计	5821.35	6055.87	6931.22	7907.59	带息债务/总负债	24.79%	26.77%	15.83%	8.15%
					流动比率	1.41	1.72	1.86	2.00
					速动比率	1.11	1.31	1.42	1.54
					股利支付率	7.01%	33.53%	38.44%	39.09%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.46	1.88	2.38
					每股净资产	8.42	9.38	10.51	11.93
					每股经营现金	0.16	0.89	1.78	2.07
					每股股利	0.07	0.49	0.72	0.93
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	572.88	896.36	1083.94	1299.16					
PE	22.05	14.88	11.58	9.14					
PB	2.59	2.32	2.07	1.83					
PS	1.95	1.46	1.13	0.92					
EV/EBITDA	14.86	9.36	7.40	5.87					
股息率	0.32%	2.25%	3.32%	4.28%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn