

发布限制性股票激励计划，持续看好 B 端成长性！

买入（维持）

2020 年 02 月 10 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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,308	5,740	7,236	9,178
同比（%）	707.3%	33.2%	26.1%	26.8%
归母净利润（百万元）	381	573	739	945
同比（%）	598.1%	50.6%	28.9%	27.9%
每股收益（元/股）	0.99	1.49	1.92	2.45
P/E（倍）	19.60	13.00	10.09	7.89

投资要点

■ **事件及解读：**公司公告 2020 年限制性股票激励计划，拟授予控股子公司欧神诺的 166 位核心员工 400 万股限制性股票，占总股本 1.04%，授予价格为 10.86 元（折价率 56%），锁定期为 12 个月，解锁期 2 年、解锁条件以欧神诺 19 年净利润为基数，20/21 年净利润增长不低于 20%/40%，预计 20/21/22 年摊销成本分别为 1700 万/1417 万/283 万，上下利益绑定、有利于激发团队活力，强化长足发展信心。

■ **精装大势下 B 端业务大有可为，竣工修复持续利好家居企业订单改善。**根据奥维云网数据显示，19 年 1-11 月精装修住宅新开盘套数 275 万套（+23.6%），较 15-18 年复合 45% 的增速虽然有所放缓，但是精装修的渗透率持续提升：数据显示 19 年精装修渗透率达到 30%+、到 22 年有望提高至 50%+，保障大宗渠道优势龙头帝欧家居的增长。19 年 1-12 月商品住宅竣工面积累计同比增长 3%，12 月同比增长 20.7%，创下 17 年初以来最大单月增幅，竣工景气度大幅回升，我们测算 20 年竣工面积有望达到 7.41 亿平方米（+9%），持续利好家居企业订单回暖。

■ **工程客户订单储备深厚，零售小 B 业务发力。**我们认为公司持续成长动力充足：（1）我们预期欧神诺瓷砖工程 19 年有望维持 30-40% 的快速增长，依托规模化优势降低成本、自营工程服务平台（全国 500+人团队辐射各区域）打造强服务能力，公司与 TOP30 地产商中的 20 多家进行了深度合作，新客户的放量预期将于 20 年贡献重要增量。（2）欧神诺瓷砖零售 19 年预计实现 25-30% 增长、大幅优于同行，我们认为主要系公司依托 B 端业务打造的规模化优势，为小 B 客户（商场、写字楼等）提供高性价比的服务模式，收获较好成效，同时公司持续加密空白网点门店布局（19H1 新增经销商 100+家、门店 700+家），且新开门店主攻小 B 客户。（3）洁具业务 19Q4 预期已经企稳回升，20 年搭载欧神诺工程渠道收入预计会有明显增长。

■ **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 57.40 /72.36 /91.78 亿，同增 33.2% /26.1% /26.8%；归母净利 5.73 /7.39/9.45 亿，同增 50.6% /28.9% /27.9%，对应 PE 13.00X/10.09X/7.89X，业绩增长确定性较高，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**房地产调控超预期，行业竞争加剧，精装修渗透不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.36
一年最低/最高价	12.89/28.53
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	3674.03

基础数据

每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	45.91
总股本(百万股)	384.96
流通 A 股(百万股)	189.77

相关研究

- 1、《帝欧家居 (002798)：精装修红利兑现，规模优势凸显盈利改善》2019-11-10
- 2、《帝欧家居 (002798)：业绩符合预期，规模红利持续释放》2019-07-31
- 3、《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

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	2019Q3
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	1,603.94
YOY	12.63%	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%	28.44%
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	192.72
YOY	190.50%	13.77%	-8.00%	-8.62%	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%	69.64%
扣非归母净利润	-4.11	21.44	4.25	17.76	43.64	110.44	110.06	90.24	64.00	141.43	169.84
YOY	-18.87%	29.93%	-48.57%	-20.10%	1161.64%	415.09%	2492.29%	407.97%	46.65%	28.07%	54.31%
毛利率	23.87%	31.62%	28.06%	30.88%	33.01%	35.15%	34.89%	36.30%	33.63%	36.76%	36.69%
期间费用率	36.72%	17.30%	23.88%	24.75%	25.27%	22.63%	23.74%	26.46%	25.83%	24.36%	23.02%
其中：销售费用	17.80	17.23	22.51	19.13	125.47	164.52	188.84	199.41	181.71	238.11	237.63
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%	14.82%
其中：管理费用	9.29	9.72	10.97	24.76	61.66	91.79	51.16	35.57	40.74	38.17	52.68
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.98	57.12	38.30	64.21	65.04
管理+研发费用率	12.72%	6.50%	7.92%	14.36%	8.15%	7.89%	7.62%	8.13%	7.59%	7.03%	7.34%
其中：财务费用	-0.27	-1.07	-0.39	-1.23	4.08	6.95	12.44	9.38	8.21	14.51	13.94
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%	0.87%
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%	12.02%
存货	117.61	119.23	115.00	125.30	462.07	471.23	457.85	652.69	566.71	592.25	614.39
较上年同期增减	25.38%	48.49%	26.05%	36.38%	292.88%	295.23%	298.12%	420.90%	22.65%	25.68%	34.19%
应收账款	6.82	0.00	0.60	8.50	100.34	129.92	174.53	222.81	222.65	233.25	207.38
较上年同期增减	5.52	-2.63	-1.36	3.70	93.52	129.92	173.93	214.31	122.31	103.33	32.85
应付账款	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	1,998.47
较上年同期增减	16.66	9.31	8.67	-18.51	896.84	1044.48	1188.20	1421.05	441.32	598.18	709.05
应付账款及应付票据	29.99	34.85	31.13	35.45	879.71	961.99	1043.93	1298.77	1252.06	1334.13	1494.78
较上年同期增减	13.52	11.68	8.69	10.18	849.72	927.14	1012.80	1263.32	372.35	372.13	450.86
预收账款	39.24	37.46	44.25	58.20	110.08	146.95	125.76	126.00	130.34	144.49	130.07
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	4.31
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	144.68
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	123.23
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	27.13
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	-224.10
资本开支	3.34	6.04	4.39	2.41	46.47	272.26	272.20	128.88	95.78	97.92	122.55
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	-149.65
ROE	0.33%	3.79%	1.21%	2.65%	2.25%	3.88%	3.74%	3.45%	2.00%	5.09%	5.70%
YOY (±)	0.87%	-0.26%	-0.24%	-1.71%	1.93%	0.09%	2.54%	0.81%	-0.25%	1.21%	1.96%
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%	45.91%
YOY (±)	-1.56%	4.91%	3.50%	5.66%	24.64%	25.93%	29.12%	27.72%	6.55%	5.62%	3.34%

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	3763	4837	6306	营业收入	4308	5740	7236	9178
现金	506	507	633	1039	减:营业成本	2800	3682	4637	5876
应收账款	1507	2196	2326	3410	营业税金及附加	40	57	69	88
存货	653	678	756	825	营业费用	678	894	1131	1457
其他流动资产	447	381	1121	1032	管理费用	341	451	570	720
非流动资产	2709	3096	3468	3825	财务费用	33	36	34	26
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	645	833	1065
其他非流动资产	601	604	612	624	加:营业外净收支	-6	0	-1	-1
资产总计	5821	6859	8304	10130	利润总额	429	645	832	1064
流动负债	2211	2549	3291	4239	减:所得税费用	53	79	102	131
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	-5	-7	-10	-12
应付账款	687	960	1577	2445	归属母公司净利润	381	573	739	945
其他流动负债	1154	1220	1346	1424	EBIT	489	713	898	1125
非流动负债	368	482	498	498	EBITDA	593	597	916	1145
长期借款	270	385	400	400					
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	3031	3789	4736	每股收益(元)	0.99	1.49	1.92	2.45
少数股东权益	-4	-1	-2	-2	每股净资产(元)	8.42	9.95	11.73	14.02
归属母公司股东权益	3247	3830	4517	5396	发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
负债和股东权益	5821	6859	8304	10130	ROIC(%)	11.3%	13.6%	14.9%	16.0%
					ROE(%)	17.5%	16.0%	17.5%	18.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	35.0%	35.9%	35.9%	36.0%
经营活动现金流	61	705	1199	1742	销售净利率(%)	8.8%	10.0%	10.2%	10.3%
投资活动现金流	-665	-194	-238	-292	资产负债率(%)	44.3%	44.2%	45.6%	46.8%
筹资活动现金流	334	-510	-835	-1045	收入增长率(%)	707.3%	33.2%	26.1%	26.8%
现金净增加额	-270	2	126	406	净利润增长率(%)	598.1%	50.6%	28.9%	27.9%
折旧和摊销	105	-116	18	20	P/E	19.60	13.00	10.09	7.89
资本开支	720	194	238	292	P/B	2.30	1.95	1.65	1.38
营运资本变动	64	313	331	522	EV/EBITDA	73.26	72.79	47.44	37.97

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>