

规模优势凸显、大宗持续高增，工程瓷砖龙头业绩靓丽

买入（维持）

2020 年 03 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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,570	6,970	8,623	10,387
同比（%）	29.3%	25.1%	23.7%	20.5%
归母净利润（百万元）	566	704	855	1,023
同比（%）	48.7%	24.3%	21.5%	19.7%
每股收益（元/股）	1.47	1.83	2.22	2.66
P/E（倍）	15.81	12.72	10.47	8.75

投资要点

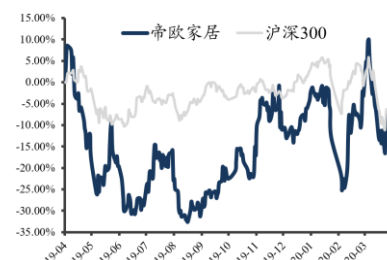
■ **公司发布 2019 年度报告：**报告期内，公司实现营收 55.70 亿（同比+29.29%），归母利润 5.66 亿（同比+48.70%），扣非利润 4.94 亿（同比+39.36%）。全年经营活动现金流量净额 2.69 亿元，较去年同期大幅增加 343%，表现靓丽。其中 Q4 单季实现营收 14.68 亿（同比+28.8%），归母利润 1.4 亿（同比+27.7%），扣非利润 1.19 亿（同比+31.4%）。

■ **欧神工程渠道王者、零售开拓顺利，规模化优势构筑壁垒：**公司 19 年实现瓷砖收入 49.67 亿（同比+35.79%、占比总收入的 89%）；卫浴产品实现收入 4.35 亿（同比-9.18%、占比总收入的 7.8%）；亚克力板实现收入 1.31 亿（同比-10.01%、但是下半年较上半年明显改善）；欧神诺瓷砖贡献主要增量。量价拆分来看，19 年公司瓷砖实现销量 1.28 亿平米（同比+41.54%）、单价 38.66 元/平（同比-4.07%），虽然价格小幅走低，但是期内实现 36.20% 的毛利率水平（同比 18 年继续提升 0.36pct）。我们判断公司能够降价的同时实现盈利提升，核心在于单一品类生产的规模优势，彰显较强的工程渠道实力。渠道拆分来看，我们预期公司的工程业务 19 年维持高速增长（估算同比增速 35-40%、占比达到 70-80%），除了原有重要客户碧桂园、万科、恒大、富力、荣盛之外，顺利开拓敏捷、合正、华侨城等优质客户；而零售业务的表现也优于同行（估算同比增速 25-30%、占比 20-30%），定位小 B 客户开拓、协助经销商进入整装和工装市场。截至 19 年末，欧神诺拥有经销商 990 家（较去年+290 家）、终端门店 2980 个（较去年+1280 个），渠道进一步实现下沉。

■ **精装房后产业链需求有望持续高增，产能爬坡保障发展实力：**根据奥维云网数据显示，随着近年精装修渗透率持续提升（至 19 年精装修开盘渗透率已经达到 32%、预期 22 年精装修开盘渗透率能够提高至 49.5%），精装房后周期有望持续维持较高景气。其中考虑 18 下半年到 19 上半年精装修渗透率增长斜率最为陡峭叠加竣工景气回升（19 全年竣工面积同比+3.02%、其中单 12 月住宅竣工面积同比+20.7%），我们判断 20 年精装房后产业链需求有望迎来大年。瓷砖领域来看，欧神诺具备较强的成本管控优势，深度绑定服务大客户的同时，实现新客户的有序推进。目前公司的生产集中在佛山、江西景德镇、藤县三大基地，后续随着江西景德镇和广西藤县基地的扩产，发展实力得到保障。

■ **盈利能力稳中有升，费用率略增管控优良：**报告期内，公司综合实现毛利率 35.94%，同增 0.94pct，主要系瓷砖业务规模优势凸显。期间费用率同增 0.17pct 至 24.59%，其中销售费用率同增 0.31pct 至 16.06%，主要系工程业务增长较快带来较多的工程服务费和物流费用；管理+研发费用率同减 0.30pct 至 7.62%，其中研发费用率同增 0.32pct 至 4.27%；财务费用率同增 0.16pct 至 0.92%，主要系支付贷款利息增加所致。综合来看公司归母净利率 10.16%，同增 1.33pct。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.24
一年最低/最高价	16.72/28.94
市净率(倍)	2.45
流通 A 股市值(百万元)	4695.65

基础数据

每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	47.98
总股本(百万股)	384.96
流通 A 股(百万股)	202.05

相关研究

1、《帝欧家居 (002798)：Q4 业绩符合预期，规模化优势突出、工程订单有望延续高增》

2020-03-01

2、《帝欧家居 (002798)：发布限制性股票激励计划，持续看好 B 端成长性！》2020-02-10

3、《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

- **经营性现金流状况良好，应收账款有所上升：**报告期内公司经营性现金流净额 2.69 亿，较上年同期大幅增加 1.36 亿，与净利润匹配度达到 48% 表现较好。截至报告期末公司存货 7.05 亿、较去年增加 0.52 亿元，周转天数较去年增加 18.45 天至 68.46 天；应收账款及票据较去年增 2.21 亿至 22.06 亿、周转天数较去年增加 61.62 天至 137.82 天，主要是公司直营工程业务增长较快、应收款相应增多所致。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为工程瓷砖龙头企业，具有良好的规模优势和成本管控实力，深耕存量客户、新开户开拓顺利！我们预计公司 20-22 年分别实现营收 69.70/86.23/103.87 亿，同增 25.1%/23.7%/20.5%；归母净利 7.04/8.55/10.23 亿，同增 24.3%/21.5%/19.7%，对应 PE 12.72X/10.47X/8.75X，性价比突出，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。

表 1：帝欧家居分季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	756.52	1,163.46	1,248.77	1,139.59	1,041.30	1,457.18	1,603.94	1,467.81
YOY	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%	28.44%	28.80%
归母净利润	44.17	113.37	113.61	109.50	65.73	167.70	192.72	139.87
YOY	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%	69.64%	27.74%
扣非归母净利润	43.64	110.44	110.06	90.24	64.00	141.43	169.84	118.59
YOY	-1161.64%	415.09%	2492.29%	407.97%	46.65%	28.07%	54.31%	31.42%
毛利率	33.01%	35.15%	34.89%	36.30%	33.63%	36.76%	36.69%	35.94%
期间费用率	25.27%	22.73%	23.96%	26.24%	25.83%	24.60%	22.98%	25.66%
其中：销售费用	125.47	164.52	188.84	199.41	181.71	238.11	237.63	236.88
销售费用率	16.59%	14.14%	15.12%	17.50%	17.45%	16.34%	14.82%	16.14%
其中：管理费用	61.66	91.79	51.16	35.57	40.74	38.17	52.68	54.60
研发费用	0.00	0.00	43.98	57.12	38.30	64.21	65.04	70.56
管理+研发费用率	8.15%	7.99%	7.84%	7.92%	7.59%	7.26%	7.29%	8.53%
其中：财务费用	4.08	6.95	12.44	9.38	8.21	14.51	13.94	14.58
财务费用率	0.54%	0.60%	1.00%	0.82%	0.79%	1.00%	0.87%	0.99%
归母净利率	5.84%	9.74%	9.10%	9.61%	6.31%	11.51%	12.02%	9.53%
存货	462.07	471.23	457.85	652.69	566.71	592.25	614.39	704.51
较上年同期增减	292.88%	295.23%	298.12%	420.90%	22.65%	25.68%	34.19%	7.94%
应收票据	100.34	129.92	174.53	222.81	222.65	233.25	207.38	189.41
较上年同期增减	93.52	129.92	173.93	214.31	122.31	103.33	32.85	-33.40
应收账款	983.81	1,153.08	1,289.42	1,506.83	1,425.13	1,751.27	1,998.47	2,345.89
较上年同期增减	896.84	1044.48	1188.20	1421.05	441.32	598.18	709.05	839.06
应付账款及应付票据	879.71	961.99	1043.93	1298.77	1252.06	1334.13	1494.78	1832.11
较上年同期增减	849.72	927.14	1012.80	1263.32	372.35	372.13	450.86	533.34
预收账款	110.08	146.95	125.76	126.00	130.34	144.49	130.07	144.29
较上年同期增减	70.84	109.48	81.51	67.80	20.26	-2.46	4.31	18.29
经营性现金流净额	-32.68	124.64	21.45	-52.75	181.74	-48.48	144.68	-9.22
较上年同期增减	-38.06	109.33	-4.26	-107.02	214.42	-173.13	123.23	43.53
筹资性现金流净额	37.22	112.67	251.23	-66.85	55.71	-105.90	27.13	52.86
较上年同期增减	37.22	138.59	170.37	-488.67	18.48	-218.58	-224.10	119.71
资本开支	46.47	272.26	272.20	128.88	95.78	97.92	122.55	51.64
较上年同期增减	43.13	266.22	267.81	126.47	49.31	-174.34	-149.65	-77.24
ROE	2.25%	3.88%	3.74%	3.45%	2.00%	5.09%	5.70%	3.79%
YOY (±)	1.93%	0.09%	2.54%	0.81%	-0.25%	1.21%	1.96%	0.34%
资产负债率	37.22%	40.10%	42.57%	44.29%	43.77%	45.73%	45.91%	47.89%
YOY (±)	24.64%	25.93%	29.12%	27.72%	6.55%	5.62%	3.34%	3.60%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：帝欧家居分产品营收拆分一览

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018H1	2018H2	2018A	2019H1	2019H2	2019A
主营业务收入	386.93	427.46	533.67	1919.98	2388.36	4308.34	2498.49	3071.75	5570.24
YOY	-14.19%	10.47%	24.85%	762.14%	668.04%	707.30%	30.13%	28.61%	29.29%
陶瓷墙地砖收入				1624.59	2033.45	3658.04	2229.73	2737.51	4967.24
YOY							37.25%	34.62%	35.79%
占比				84.61%	85.14%	84.91%	89.24%	89.12%	89.17%
毛利率				35.40%	36.19%	35.84%	35.45%	36.81%	36.20%
卫浴产品收入	305.82	339.64	421.91	214.16	264.42	478.58	202.1	232.53	434.63
YOY	-7.14%	11.06%	24.22%	20.74%	8.13%	13.43%	-5.63%	-12.06%	-9.18%
占比	79.04%	79.46%	79.06%	11.15%	11.07%	11.11%	8.09%	7.57%	7.80%
毛利率	33.88%	35.21%	34.51%	31.23%	35.63%	33.66%	39.67%	36.69%	38.08%
亚克力板收入	76.56	85.2	108.99	69.83	75.41	145.24	50.31	80.4	130.71
YOY	-35.07%	11.29%	27.92%	58.89%	15.94%	33.26%	-27.95%	6.62%	-10.01%
占比	19.79%	19.93%	20.42%	3.64%	3.16%	3.37%	2.01%	2.62%	2.35%
毛利率	20.60%	17.32%	8.27%	14.23%	16.44%	15.38%	19.98%	18.58%	19.12%

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4037	4413	6139	6310	营业收入	5570	6970	8623	10387
现金	502	598	799	814	减:营业成本	3568	4454	5508	6634
应收账款	2346	2011	3379	3113	营业税金及附加	46	62	76	90
存货	705	633	794	613	营业费用	894	1089	1360	1644
其他流动资产	484	1171	1168	1769	管理费用	424	594	754	931
非流动资产	2965	3241	3586	3915	财务费用	51	40	38	37
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	11	14	4
固定资产	1453	1742	2032	2322	加:投资净收益	4	4	4	4
在建工程	61	56	51	46	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	773	842	891	925	营业利润	634	785	955	1142
其他非流动资产	678	602	612	622	加:营业外净收支	-3	-1	-2	-2
资产总计	7002	7654	9725	10225	利润总额	631	784	952	1140
流动负债	2923	2814	4203	3886	减:所得税费用	73	91	110	132
短期借款	453	369	369	369	少数股东损益	-8	-10	-12	-15
应付账款	733	1177	2365	1969	归属母公司净利润	566	704	855	1023
其他流动负债	1737	1267	1469	1548	EBIT	683	832	1002	1179
非流动负债	437	508	508	508	EBITDA	838	597	1022	1201
长期借款	333	400	400	400					
其他非流动负债	104	108	108	108					
负债合计	3360	3322	4711	4394	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-6	-3	-4	-5	每股收益(元)	1.47	1.83	2.22	2.66
归属母公司股东权益	3649	4335	5019	5835	每股净资产(元)	9.48	11.26	13.04	15.16
					发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
负债和股东权益	7002	7654	9725	10225	ROIC(%)	13.5%	14.4%	15.3%	15.8%
					ROE(%)	16.2%	17.4%	18.0%	18.6%
					毛利率(%)	35.9%	36.1%	36.1%	36.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.2%	10.1%	9.9%	9.8%
经营活动现金流	269	914	1980	236	资产负债率(%)	48.0%	43.4%	48.4%	43.0%
投资活动现金流	-342	-281	-346	-428	收入增长率(%)	29.3%	25.1%	23.7%	20.5%
筹资活动现金流	30	-537	-1434	207	净利润增长率(%)	48.7%	24.3%	21.5%	19.7%
现金净增加额	-43	96	201	15	P/E	15.81	12.72	10.47	8.75
折旧和摊销	154	-235	20	22	P/B	2.45	2.06	1.78	1.53
资本开支	368	282	346	429	EV/EBITDA	50.84	71.35	41.68	35.48
营运资本变动	212	485	338	487					

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>