

2020 年 04 月 12 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

## 引进战投碧桂园，深度绑定大客户、看好 B 端龙头持续发力！

买入（维持）

| 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）     | 17.72 | 14.25 | 11.74 | 9.81   |

### 投资要点

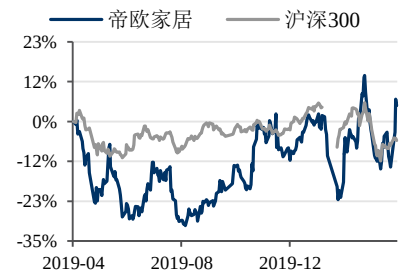
■ 公司拟非公开发行股票募资不超过 5 亿元（2677 万股），并由碧桂园创投（碧桂园全资子公司）全额认购，认购价格为 18.68 元/股（折价率 72%），预计发行完成后碧桂园创投将持有公司 6.5% 股权（拟长期持有），并提名 1 位董事参与经营管理。公司欧神诺八组 5000 万方瓷砖项目、景德镇瓷砖项目、重庆智能卫浴项目等总投资额超过 28 亿，目前尚有 19 亿的资金缺口，本次募集资金净额将用于补充上述项目流动资金。

■ 碧桂园为公司第一大客户（18 年出货额 20.4 亿，占其总收入 47%），双方签署战略合作框架协议（2 年期）深化合作：（1）合作深度延伸：碧桂园将向帝欧提出新品开发、场景应用、定制家居设计等方面的具体需求，帝欧由生产商升级为一体化服务商；（2）合作广度延伸：双方将在碧桂园旗下住宅、商场、酒店等领域进行定制卫浴产品、高端陶瓷墙地砖产品供货合作，帝欧的服务领域由住宅延伸至商场和酒店，供货由瓷砖延伸至卫浴，将有效带动帝王洁具工程业务增长；（3）合作关系更牢固：碧桂园指定帝欧为非排他供应商，但同等条件下将由帝欧提供产品和服务；（4）引进地产龙头碧桂园作为战投，帝欧将借助其强大的供应链形成更强的品牌效应，有利于公司后续开拓其他新客户业务。

■ 4 月以来精装修景气修复较好，看好公司 B 端业务全年高增：19 年公司 B 端业务收入 38 亿（+35.7%，占比 68%），20Q1 受到物流发货不畅、楼盘复工较晚拖累，但 3 月中下旬以来公司工程接单迅速反弹（据我们跟踪在手订单同比增长 30-40%），Q2 有望迎来出货高峰、兑现高增长。考虑到 20 年仍是精装交付大年，且疫情后地产有望迎来宽松，持续看好公司全年 B 端订单高增长景气延续，且增量将主要来自 18、19 年新开拓的腰部地产商客户，如富力、荣盛、泰禾等，大客户风险降低。

■ 盈利预测与投资评级：公司规模生产优势突出，自营工程平台提升响应速度、强化售后服务，看好公司 B 端份额持续提升！预计 20-22 年营收 69.70 亿/86.23 亿/103.87 亿，同增 25.13% /23.72%/20.46%；归母净利润 7.04 亿/ 8.55 亿/10.23 亿，同增 24.30% /21.45%/19.65%，增发前 PE 14.25X/ 11.74X/9.81X，增发后预计 PE 14.95X/12.31X/10.29X，持续推荐！

### 股价走势



### 市场数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 收盘价(元)            | 26.05       |
| 一年最低/最高价          | 16.72/28.94 |
| 市净率(倍)            | 2.75        |
| 流通 A 股市值(百万<br>元) | 5263.41     |

### 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)：规模优势凸显、大宗持续高增，工程瓷砖龙头业绩靓丽》2020-03-31
- 2、《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
- 3、《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

■ 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%   | -10.00% |
| 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)        |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                  | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>        | 4037         | 4413         | 6139         | 6310         | <b>营业收入</b>      | 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          |
| <b>非流动资产</b>       | 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          | <b>营业利润</b>      | 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           |
| <b>资产总计</b>        | 7002         | 7654         | 9725         | 10225        | <b>利润总额</b>      | 631          | 784          | 952          | 1140         |
| <b>流动负债</b>        | 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         | <b>归属母公司净利润</b>  | 566          | 704          | 855          | 1023         |
| 其他流动负债             | 1737         | 1267         | 1469         | 1548         | EBIT             | 683          | 832          | 1002         | 1179         |
| <b>非流动负债</b>       | 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          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>        | 3360         | 3322         | 4711         | 4394         | 每股收益(元)          | 1.47         | 1.83         | 2.22         | 2.66         |
| 少数股东权益             | -6           | -3           | -4           | -5           | 每股净资产(元)         | 9.48         | 11.26        | 13.04        | 15.16        |
| 归属母公司股东权益          | 3649         | 4335         | 5019         | 5835         | 发行在外股份(百万股)      | 385          | 385          | 385          | 385          |
| <b>负债和股东权益</b>     | 7002         | 7654         | 9725         | 10225        | ROIC(%)          | 13.5%        | 14.4%        | 15.3%        | 15.8%        |
|                    |              |              |              |              | ROE(%)           | 16.2%        | 17.4%        | 18.0%        | 18.6%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 毛利率(%)           | 35.9%        | 36.1%        | 36.1%        | 36.1%        |
| 经营活动现金流            | 269          | 914          | 1980         | 236          | 销售净利率(%)         | 10.2%        | 10.1%        | 9.9%         | 9.8%         |
| 投资活动现金流            | -342         | -281         | -346         | -428         | 资产负债率(%)         | 48.0%        | 43.4%        | 48.4%        | 43.0%        |
| 筹资活动现金流            | 30           | -537         | -1434        | 207          | 收入增长率(%)         | 29.3%        | 25.1%        | 23.7%        | 20.5%        |
| 现金净增加额             | -43          | 96           | 201          | 15           | 净利润增长率(%)        | 48.7%        | 24.3%        | 21.5%        | 19.7%        |
| 折旧和摊销              | 154          | -235         | 20           | 22           | P/E              | 17.72        | 14.25        | 11.74        | 9.81         |
| 资本开支               | 368          | 282          | 346          | 429          | P/B              | 2.75         | 2.31         | 2.00         | 1.72         |
| 营运资本变动             | 212          | 485          | 338          | 487          | EV/EBITDA        | 53.42        | 74.98        | 43.80        | 37.28        |

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>