

疫情影响短期业绩, 工程渠道有望快速复苏

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2020年一季报。第一季度实现营收7.8亿元, 同比下降23.8%; 实现归母净利润5054.4万元, 同比下降23.6%, 扣非后净利润亏损4864.5万元, 同比下降23.1%。一季度受新冠疫情的影响, 公司业绩出现一定程度下滑, 随着疫情逐渐控制, 业绩有望逐季改善, 长期逻辑不改。
- **毛利率提升, 整体盈利能力保持稳定。**在公司产能利用率同比上升的情况下, 公司规模效应逐渐显现, Q1实现毛利率35.9%, 同比增长2.3个百分点。费用率方面, 公司销售/管理研发/财务费用率分别为17.3%/7.7%/1.8%, 同比变化+0.7pp/-0.5pp/+1.2pp, 随着公司资产负债率提升, 财务费用率出现一定程度上行, 总体可控。一季度末公司经营活动现金流为-3.9亿元, 同比下滑313%, 主要是下游地产商复产复工较晚, 且资金较紧影响公司回款, 预计二季度会有明显好转。欧神诺一季度实现收入7.3亿元, 同比下滑22.8%, 实现净利润5950万元, 同比降低14%, 扣除并摊销费用影响551.8万元后, 实现净利润为5399万元。我们判断工程业务贡献收入80%以上。帝王洁具实现收入6218万元, 同比下滑34%, 净利润为-347万元。
- **受益精装市场放量, 欧神诺持续保持较快增长, 卫浴业务或迎新看点。**1) 受益于近三年来工程业务的优异表现, 欧神诺业绩持续靓丽。目前工程业务占比约75%, 深度绑定碧桂园、万科等龙头地产商, 展现出强劲竞争力, 同时与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润逐渐开展业务往来, 并与华侨城、绿城、华夏幸福等大中型开发商构建了战略合作关系, 供货占比快速提升, 有望在2020年逐渐放量。由于国内整体精装比例尚有很大提升空间, 未来2-3年在竞争者有限的工程市场欧神诺有望继续保持领先定位。2) 零售方面, 欧神诺计划加速零售网点覆盖与通路下沉, 全面布网细分县级零售空白点的基础上加深一二线城市加盟商布局, 促使经销商团队开拓区域性地产商和整装公司, 抢占小B和翻新市场的空间, 目前欧神诺经销商约990家, 终端门店近3000个, 工程与零售双管齐下, 显示出公司在零售市场上超前战略布局。3) 帝王洁具的卫浴业务主要用亚克力材质, 市场偏小众, 基于此公司适时开发陶瓷卫浴新产能, 该产线已于19年7月开建, 一期项目有望于2020年7月投产。投产后陶瓷卫浴有望与瓷砖形成渠道共振, 充分利用已经开拓的大客户资源, 提振卫浴产品的市场份额。
- **重要大客户碧桂园战略入股, 合作深化更进一步。**帝欧与碧桂园合作基础深厚, 双方在瓷砖领域已经有很强的协同性, 碧桂园目前是帝欧第一大客户, 帝欧也为碧桂园提供了稳定、持续、高质量的瓷砖产品, 展现出了超强的落地服务能力。目前欧神诺的瓷砖已广泛应用于房地产行业知名企业所开发的精装项目, 市占率稳步提升。我们认为碧桂园选择这个时间点战略投资帝欧意义重大, 表明双方合作可能会更上一个台阶。产业链上的协同可能会从以前的瓷砖产品延伸到卫浴产品, 借助帝王原有的卫浴产品体系以及正在建设中的陶瓷卫浴产能, 进一步协作开发销售新产品, 同时将物业项目从家装项目向商场、酒店等渠道拓展, 合作空间进一步打开, 优势得到明显强化。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.85元、2.28元、2.69元, 对应PE分别为16倍、13倍和11倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产市场变化风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动的风险。

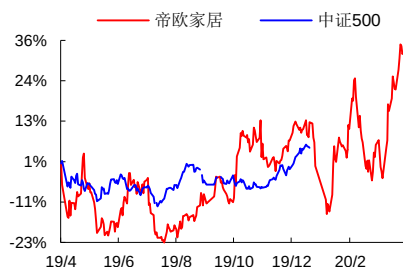
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5570.24	6866.16	8326.89	9890.50
增长率	29.29%	23.27%	21.27%	18.78%
归属母公司净利润(百万元)	566.03	711.19	876.50	1034.75
增长率	48.70%	25.65%	23.24%	18.06%
每股收益EPS(元)	1.47	1.85	2.28	2.69
净资产收益率ROE	15.31%	16.94%	18.15%	18.63%
PE	20	16	13	11
PB	3.14	2.77	2.41	2.09

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)	2.02
52周内股价区间(元)	17.31-30.76
总市值(亿元)	114.53
总资产(亿元)	73.12
每股净资产(元)	9.63

相关研究

1. 帝欧家居(002798): 碧桂园全额认购非公开发行股份, 战略合作进一步深化 (2020-04-13)
2. 帝欧家居(002798): 工程保持较快增长, 盈利能力提升 (2020-03-31)
3. 帝欧家居(002798): 股权激励再出台, 彰显公司长远发展信心 (2020-02-10)
4. 帝欧家居(002798): 工程业务持续高速增长, 现金流向好 (2019-10-31)
5. 帝欧家居(002798): 工程引领增长, 业绩符合预期 (2019-07-31)
6. 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)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5570.24	6866.16	8326.89	9890.50	净利润	557.83	700.89	863.80	1019.76
营业成本	3568.28	4379.99	5295.06	6296.23	折旧与摊销	155.67	287.38	291.55	294.85
营业税金及附加	45.54	59.98	71.83	84.94	财务费用	51.24	27.00	19.52	16.99
销售费用	894.33	1112.32	1365.61	1631.93	资产减值损失	-14.37	10.00	10.00	10.00
管理费用	186.19	480.63	582.88	692.34	经营营运资本变动	-317.85	-90.90	-288.14	-305.31
财务费用	51.24	27.00	19.52	16.99	其他	-163.81	-5.90	-10.21	-10.43
资产减值损失	-14.37	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	268.71	928.48	886.52	1025.86
投资收益	4.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-844.59	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	其他	502.73	-0.09	-0.09	-0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-341.85	-15.09	-18.09	-21.09
营业利润	634.09	796.16	981.89	1157.99	短期借款	83.77	-412.52	-40.52	0.00
其他非经营损益	-3.24	-3.07	-3.37	-3.55	长期借款	63.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	630.85	793.09	978.52	1154.44	股权融资	22.85	0.00	0.00	0.00
所得税	73.02	92.20	114.72	134.68	支付股利	-114.05	-205.36	-243.05	-305.70
净利润	557.83	700.89	863.80	1019.76	其他	-25.88	-111.20	-19.52	-16.99
少数股东损益	-8.20	-10.30	-12.70	-14.99	筹资活动现金流净额	29.79	-729.08	-303.09	-322.69
归属母公司股东净利润	566.03	711.19	876.50	1034.75	现金流量净额	-43.33	184.31	565.34	682.08
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	502.30	686.62	1251.96	1934.04	成长能力				
应收和预付款项	2708.81	2828.43	3625.37	4308.98	销售收入增长率	29.29%	23.27%	21.27%	18.78%
存货	704.51	860.75	1041.71	1239.90	营业利润增长率	45.81%	25.56%	23.33%	17.93%
其他流动资产	121.48	113.33	137.44	163.24	净利润增长率	48.46%	25.65%	23.24%	18.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.80%	32.05%	16.43%	13.68%
投资性房地产	2.07	2.07	2.07	2.07	获利能力				
固定资产和在建工程	1514.11	1324.08	1132.90	941.41	毛利率	35.94%	36.21%	36.41%	36.34%
无形资产和开发支出	1294.66	1212.77	1130.88	1049.00	三费率	20.32%	23.59%	23.63%	23.67%
其他非流动资产	154.24	153.77	153.29	152.82	净利率	10.01%	10.21%	10.37%	10.31%
资产总计	7002.18	7181.82	8475.63	9791.46	ROE	15.31%	16.94%	18.15%	18.63%
短期借款	453.04	40.52	0.00	0.00	ROA	7.97%	9.76%	10.19%	10.41%
应付和预收款项	2061.98	2169.19	2799.77	3310.75	ROIC	14.77%	16.58%	19.90%	22.48%
长期借款	333.10	333.10	333.10	333.10	EBITDA/销售收入	15.10%	16.17%	15.53%	14.86%
其他负债	511.59	501.00	584.00	674.80	营运能力				
负债合计	3359.70	3043.81	3716.87	4318.64	总资产周转率	0.87	0.97	1.06	1.08
股本	384.96	384.96	384.96	384.96	固定资产周转率	4.14	5.01	6.95	9.74
资本公积	2280.52	2280.52	2280.52	2280.52	应收账款周转率	2.89	2.88	3.00	2.89
留存收益	1104.46	1610.29	2243.74	2972.79	存货周转率	5.22	5.58	5.54	5.50
归属母公司股东权益	3648.52	4154.35	4787.80	5516.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.49%	—	—	—
少数股东权益	-6.04	-16.35	-29.04	-44.04	资本结构				
股东权益合计	3642.48	4138.01	4758.76	5472.82	资产负债率	47.98%	42.38%	43.85%	44.11%
负债和股东权益合计	7002.18	7181.82	8475.63	9791.46	带息债务/总负债	23.40%	12.27%	8.96%	7.71%
					流动比率	1.38	1.72	1.85	1.97
					速动比率	1.14	1.39	1.53	1.65
					股利支付率	20.15%	28.88%	27.73%	29.54%
					每股指标				
					每股收益	1.47	1.85	2.28	2.69
					每股净资产	9.46	10.75	12.36	14.22
					每股经营现金	0.70	2.41	2.30	2.66
					每股股利	0.30	0.53	0.63	0.79
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	841.01	1110.54	1292.97	1469.83					
PE	20.23	16.10	13.07	11.07					
PB	3.14	2.77	2.41	2.09					
PS	2.06	1.67	1.38	1.16					
EV/EBITDA	13.87	9.89	8.03	6.60					
股息率	1.00%	1.79%	2.12%	2.67%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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悉范围内，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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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