

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

帝欧家居 (002798.SZ)

维持评级

报告原因：业绩点评

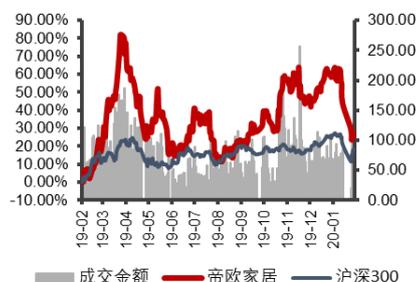
欧神诺工程业务持续放量，盈利能力显著提升

买入

2020年3月31日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年3月30日

收盘价(元):	24.12
年内最高/最低(元):	26.22/18.14
流通A股/总股本(亿):	2.02/3.85
流通A股市值(亿):	47
总市值(亿):	90

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	1.49
摊薄每股收益:	1.48
每股净资产(元):	9.48
净资产收益率:	16.42%

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】帝欧家居(002798.SZ)调研简报：精装房大势所趋，看好建陶业务增长和帝欧互补协同》2019-08-02

事件描述

➤ **公司披露2019年度报告：**报告期内，公司实现营业收入55.70亿元，同比增长29.29%；归属于上市公司股东的净利润5.66亿元，同比增长48.70%，与此前披露的业绩快报一致，符合此前预期；扣非归母净利润同比增长39.36%至4.94亿元。

事件点评

➤ **2019Q4营收同比增长28.80%，增速环比Q3小幅加快。**公司2019Q4实现营业收入14.68亿元，同比增长28.80%；实现归母净利润1.40亿元，同比增长27.74%；实现扣非归母净利润1.19亿元，同比增长31.42%。2019Q1/Q2/Q3营业收入增速分别为37.64%/25.25%/28.44%；归母净利润增速分别为48.82%/47.93%/69.64%；扣非归母净利润增速分别为46.65%/28.07%/54.31%。

➤ **盈利能力显著提升，回款加快、现金流情况向好。**2019年毛利率同比提升0.94pct至35.94%，净利率同比提升1.29pct至10.01%，期间费用率同比提升0.16pct至24.59%，其中研发支出同比增加39.60%至2.38亿元，占营业收入比例提升0.31pct至4.27%。2019年公司经营性净现金流量净额同比增长342.97%至2.69亿元，主要系回款加快和政府补助增加所致；经营活动现金流量净额/营业收入比重同比提升3.41pct至4.82%。

➤ **欧神诺2019年营收同比增长35.97%，建筑陶瓷业务快速发展，新老客户订单持续放量。**欧神诺2019年实现营业收入50.06亿元，同比增长35.97%；实现净利润5.05亿元，同比增长42.05%，扣除合并摊销费用影响2206.97万元后，实现净利润为4.83亿元，陶瓷墙地砖占公司营业收入比重提升4.26pct至89.17%。2019年，欧神诺不但继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长，而且在深化与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型房地产开发商合作的同时，新增包括敏捷、合正、华侨城、泰禾、华夏幸福、金茂等大中型房地产开发商客户。

➤ **借助欧神诺工程渠道优势切入卫浴直营工程业务，协同效应显现。**公司卫浴业务借助欧神诺近20年来已深耕的自营工程服务团队先发优势和完整供应链管理体系的成功经验，积极开拓卫浴直营工程业务，目前已与包括碧桂园、融创、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户建立合作。随着自营工程市场份额不断扩大，公司与欧神诺高度融合后产生的协同效应

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

开始显现。

➤ **新零售探索和渠道下沉推动零售端增长。地产竣工改善超预期，新冠疫情造成短期影响，家具消费或在下半年集中释放。**欧神诺在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖、实行通路与服务下沉。截至 2019 年末，欧神诺拥有终端门店逾 2980 家（净增约 1280 家），陶瓷经销商超 900 家。卫浴业务持续巩固零售渠道，扩展销售网点覆盖、提升经销商质量；积极拓展新零售，不断深化与互联网、家装、整装公司的合作。报告期内，帝王洁具首个旗舰独立大店—2000 m²的卫浴空间定制生活馆在成都北富森正式开业，打造浸入式卫浴消费新场景。2019 年全年住宅竣工面积重现正增长，一扫持续三年之久的下行阴霾，据国家统计局数据显示，2019 年全国住宅竣工面积 68011 万平方米，同比增长 3.00%，环比 1-11 月提升 7.00pct，自 17 年 9 月以来，住宅竣工面积累计增速首度扭转为正。

➤ **产能扩张，助推公司加快工装市场的布局。**广西欧神诺一期项目完全投产后，建筑陶瓷自有产能的进一步扩张，提高了欧神诺目前的供应效率和产能配套效率。重庆帝王已启动位于重庆永川国家高新区三教产业园的智能卫浴生产基地一期项目建设工作，新建陶瓷卫生洁具生产线，为搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础，重庆智能卫浴生产线一期项目预计将于 2020 年 7 月竣工投产。

投资建议

➤ 预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 6.95、8.68、10.58 亿元，同比增长 22.86%、24.87%、21.84%，对应 EPS 为 1.81/2.26/2.75 元，PE 为 12.87/10.30/8.46 倍，维持“买入”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；工程业务回款风险；工程订单增长不及预期；原材料价格波动风险；产能过剩风险；经销商管理风险等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2021E
营业收入（百万元）	4,308.3	5,570.2	6,717.7	8,397.1	9,992.6
同比增长	707.31%	29.29%	20.60%	25.00%	19.00%
归母净利润（百万元）	380.6	566.0	695.4	868.4	1,058.1
同比增长	598.10%	48.70%	22.86%	24.87%	21.84%
每股收益（元）	0.99	1.47	1.81	2.26	2.75
PE	23.53	15.81	12.87	10.30	8.46
PB	2.76	2.45	2.00	1.67	1.42

数据来源：wind



利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,308.3	5,570.2	6,717.7	8,397.1	9,992.6	成长性					
减:营业成本	2,800.3	3,568.3	4,285.9	5,361.6	6,385.3	营业收入增长率	707.3%	29.3%	20.6%	25.0%	19.0%
营业税费	39.6	45.5	61.8	76.4	89.9	营业利润增长率	613.2%	45.8%	26.1%	24.2%	21.8%
销售费用	678.2	894.3	1,064.8	1,343.5	1,568.8	净利润增长率	1680.2%	52.6%	-9.0%	19.4%	31.9%
管理费用	170.7	186.2	483.7	613.0	729.5	EBITDA增长率	2293.8%	53.6%	-9.5%	22.8%	21.8%
财务费用	32.8	51.2	10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	688.9%	47.8%	16.6%	23.2%	21.8%
资产减值损失	45.3	-14.4	20.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	598.1%	48.7%	22.9%	24.9%	21.8%
加:公允价值变动收益	-	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	701.7%	14.8%	-13.8%	20.3%	7.2%
投资和汇兑收益	8.2	4.1	8.0	6.7	6.7	净资产增长率	208.6%	12.3%	22.7%	19.4%	17.6%
营业利润	434.9	634.1	799.6	993.3	1,209.8	利润率					
加:营业外净收支	-6.4	-3.2	-3.0	-2.0	-2.0	毛利率	35.0%	35.9%	36.2%	36.2%	36.1%
利润总额	428.5	630.9	796.6	991.3	1,207.8	营业利润率	10.1%	11.4%	11.9%	11.8%	12.1%
减:所得税	52.8	73.0	101.2	122.9	149.8	净利润率	8.8%	10.2%	10.4%	10.3%	10.6%
净利润	380.6	566.0	695.4	868.4	1,058.1	EBITDA/营业收入	16.0%	18.8%	14.2%	13.6%	15.0%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	13.5%	16.1%	12.1%	11.8%	12.1%
货币资金	505.7	502.3	1,263.9	1,455.3	2,172.1	投资回报率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	15.5%	15.5%	16.2%	16.8%
应收帐款	1,535.6	2,423.4	2,022.7	2,528.4	3,008.8	ROA	6.5%	8.0%	9.3%	9.9%	10.2%
应收票据	222.8	189.4	-	-	-	ROIC	97.9%	18.1%	18.3%	26.2%	26.5%
预付帐款	32.0	96.0	96.6	120.9	143.9	费用率					
存货	652.7	704.5	587.1	734.5	874.7	销售费用率	15.7%	16.1%	15.9%	16.0%	15.7%
其他流动资产	163.6	121.5	125.1	128.9	132.7	管理费用率	4.0%	3.3%	7.2%	7.3%	7.3%
可供出售金融资产	2.5	-	-	-	-	财务费用率	0.8%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.5%	20.3%	23.2%	23.3%	23.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	运营效率					
投资性房地产	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	固定资产周转天数	57	87	87	85	82
固定资产	1,240.4	1,453.2	1,803.7	2,164.5	2,405.5	流动资产周转天数	174	231	218	194	204
在建工程	138.0	60.9	136.7	252.6	241.5	应收帐款周转天数	68	128	53	53	78
无形资产	729.8	773.3	752.6	731.8	711.1	存货周转天数	50	68	54	44	56
其他非流动资产	74.1	149.5	154.0	158.6	163.4	总资产周转天数	296	414	388	349	345
资产总额	5,821.3	7,002.2	7,468.9	8,799.8	10,377.6	偿债能力					
短期借款	369.3	453.0	274.1	274.1	342.6	资产负债率	44.3%	48.0%	40.1%	39.3%	39.5%
应付票据	611.4	1,099.2	1,325.6	1,657.0	1,971.9	负债权益比	79.5%	92.2%	67.1%	64.8%	65.2%
应付账款	687.4	732.9	676.9	846.8	1,008.5	流动比率	1.41	1.38	1.42	1.48	1.59
其他流动负债	97.7	103.8	108.9	114.4	120.1	速动比率	1.11	1.14	1.21	1.27	1.37
长期借款	270.0	333.1	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21	-	-	-
其他非流动负债	97.7	103.8	108.9	114.4	120.1	业绩和估值指标					
负债总额	2,578.3	3,359.7	2,998.0	3,460.5	4,097.7	EPS(元)	0.99	1.47	1.81	2.26	2.75
股本	385.4	385.0	385.0	385.0	385.0	BVPS(元)	8.42	9.48	11.63	13.89	16.33
资本公积与留存收益	652.5	1,104.5	1,799.9	2,668.2	3,620.5	PE(X)	23.5	15.8	12.9	10.3	8.5
少数股东权益	-4.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	PB(X)	2.8	2.5	2.0	1.7	1.4
股东权益	3,243.1	3,642.5	4,470.9	5,339.3	6,279.9	P/FCF	-4.8	37.3	14.2	46.2	10.7
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	2.1	1.6	1.3	1.1	0.9
净利润	375.7	557.8	695.4	868.4	1,058.1	EV/EBITDA	7.7	9.4	8.2	6.7	4.6
加:折旧和摊销	45.3	67.2	-	-	-	CAGR(%)	32.2%	23.8%	133.6%	32.2%	23.8%
资产减值准备	105.2	155.7	144.4	144.4	291.0	PEG	73.1%	66.4%	9.6%	32.0%	35.5%
公允价值变动损失	-	0.1	-	-	-						
财务费用	41.6	31.3	10.0	1.0	1.0						
投资收益	-7.8	-4.1	-8.0	-6.7	-6.7						
少数股东损益	-4.9	-8.2	-	-	-						
营运资金的变动	-321.7	-545.0	936.6	-220.9	-83.4						
经营活动产生现金流量	60.7	268.7	1,778.4	786.2	1,259.9						
投资活动产生现金流量	-665.2	-341.9	-542.5	-593.8	-493.3						
融资活动产生现金流量	334.3	29.8	-295.4	-1.0	-118.4						

数据来源: wind

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

