

帝欧家居 (002798) 2019 年报点评

## 业绩符合预期，工程业务持续发力，顺应精装房趋势未来可期

### 事项:

❖ 公司发布 2019 年度报告，2019 年全年公司实现营收 55.70 亿元，同比增长 29.29%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比增长 48.56%；2019 年 Q4 单季度实现营收 14.68 亿元，同比增长 28.88%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 27.27%，业绩符合预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

### 评论:

- ❖ **欧神诺增长强劲，工程零售渠道建设持续完善。**凭借欧神诺在工装业务布局上的先发优势以及强有力的成熟完整工装服务体系，2019 年瓷砖业务收入 49.67 亿元，同比增长 35.79%。瓷砖产品销售量同比增长 41.54%。欧神诺采用多元化渠道布局与深耕，建立了以工装客户和经销商客户为主的销售模式，加速网点覆盖、实行通路与服务下沉。截至 2019 年 12 月，欧神诺经销商逾 990 家，终端门店逾 2980 个，相比 2018 年分别增长 290 家、1280 个；工装渠道方面，在原有包括碧桂园、万科、恒大、雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型房地产开发商基础上，报告期内陆续与敏捷、合正、华侨城、景瑞、电建、鸿通、泰禾、龙光、华夏幸福、五矿、实地、阳光壹佰、宁夏中房、东旭、金茂、恒信、信达、当代、绿城、领和等大中型房地产开发商构建了合作关系。
- ❖ **盈利水平稳步提升，欧神诺竞争优势明显。**2019 年全年公司毛利率 35.94%，同比提升 0.94pct，公司净利率 10.02%，同比提升 1.29pct；公司销售费用率 16.05%，同比增加 0.31pct；2019 年 Q4 单季度公司净利率 9.26%，同比下降 0.22pct，主要受市场零售端需求下滑和竞争加剧影响。销售费用率 16.14%，同比下降 1.33pct。公司充分发挥欧神诺自营工程多年来累积的综合竞争优势，同时持续进行零售模式革新和渠道下沉布局，盈利水平有望保持稳步提升。
- ❖ **产能扩张推动市场布局，强化产品研发与创新。**建筑陶瓷业务广西欧神诺一期项目完全投产后，建筑陶瓷自有产能进一步扩张，提高了欧神诺目前的供应效率；卫浴业务板块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，为搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础。建筑陶瓷产品领域全面落地“全品类”差异化精准研发计划，在 2019 年推出 12 大系列 170 款新品，全面实施“产品领先”策略；卫浴业务端推出五大系列新品。
- ❖ **看好公司两大业务协同发展，维持“强推”评级。**1)渠道端，帝王洁具和欧神诺有望利用各自现有渠道优势充分互补。2)产能端，帝王洁具在亚克力卫生洁具基础上将借助欧神诺在陶瓷产品的区位、技术以及研发优势补充陶瓷卫浴产能，并将持续为欧神诺提供资金支持，助力其完成新建生产基地建设。我们调整公司盈利预测 2020-2021 年归母净利润 7.21、9.34 亿元至 2020-2022 年 7.40、9.71、12.59 亿元，对应当前市值 PE 分别为 12、9、7 倍，考虑到市场开拓能力及公司工程端优势，维持公司 30 元/股目标价（2020 年 16 倍 PE）维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，协同效应、市场拓展不达预期。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	5,570	7,010	8,924	11,169
同比增速(%)	29.3%	25.8%	27.3%	25.2%
归母净利润(百万)	566	740	971	1,259
同比增速(%)	48.7%	30.8%	31.1%	29.8%
每股盈利(元)	1.47	1.92	2.52	3.27
市盈率(倍)	16	12	9	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价：30 元

当前价：24.12 元

### 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

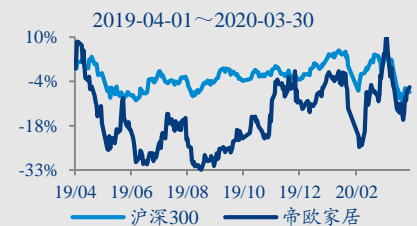
电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	38,496
已上市流通股(万股)	20,205
总市值(亿元)	92.85
流通市值(亿元)	48.73
资产负债率(%)	48.0
每股净资产(元)	9.5
12 个月内最高/最低价	28.94/16.72

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《帝欧家居 (002798) 公告点评：公司拟进行员工持股，长期发展可期》

2019-05-28

《帝欧家居 (002798) 2019 年半年报点评：业绩符合预期，协同效应助盈利水平提升》

2019-07-31

《帝欧家居 (002798) 2019 年三季度报点评：业绩超预期，工程业务发力，盈利水平持续提升》

2019-10-30

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	502	1,100	1,358	2,164
应收票据	189	350	446	558
应收账款	2,346	2,232	2,841	3,556
预付账款	96	51	65	81
存货	705	1,039	1,322	1,653
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	199	204	259	327
流动资产合计	4,037	4,976	6,291	8,339
其他长期投资	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,453	1,808	2,028	2,166
在建工程	61	361	661	661
无形资产	773	696	626	564
其他非流动资产	676	675	675	673
非流动资产合计	2,965	3,542	3,992	4,066
<b>资产合计</b>	<b>7,002</b>	<b>8,518</b>	<b>10,283</b>	<b>12,405</b>
短期借款	453	585	716	848
应付票据	1,099	1,380	1,756	2,196
应付账款	733	920	1,171	1,464
预收款项	144	182	231	289
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	321	321	321	321
一年内到期的非流动负债	84	84	84	84
其他流动负债	88	204	319	440
流动负债合计	2,922	3,676	4,598	5,642
长期借款	333	394	455	517
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	104	104	104	103
非流动负债合计	437	498	559	620
<b>负债合计</b>	<b>3,359</b>	<b>4,174</b>	<b>5,157</b>	<b>6,262</b>
归属母公司所有者权益	3,649	4,350	5,132	6,149
少数股东权益	-6	-6	-6	-6
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,643</b>	<b>4,344</b>	<b>5,126</b>	<b>6,143</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,002</b>	<b>8,518</b>	<b>10,283</b>	<b>12,405</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>269</b>	<b>1,163</b>	<b>881</b>	<b>1,126</b>
现金收益	765	1,004	1,270	1,581
存货影响	-52	-334	-283	-331
经营性应收影响	-855	-2	-719	-843
经营性应付影响	588	505	676	792
其他影响	-177	-9	-63	-72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-342</b>	<b>-800</b>	<b>-700</b>	<b>-340</b>
资本支出	-335	-801	-701	-341
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-7	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>235</b>	<b>77</b>	<b>20</b>
借款增加	171	193	193	193
股利及利息支付	-145	-234	-303	-387
股东融资	2	1	1	1
其他影响	2	275	186	213

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5,570</b>	<b>7,010</b>	<b>8,924</b>	<b>11,169</b>
营业成本	3,568	4,479	5,699	7,128
税金及附加	46	57	73	91
销售费用	894	1,068	1,351	1,669
管理费用	186	245	294	369
研发费用	238	277	353	442
财务费用	51	40	49	56
信用减值损失	-53	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	8	8	8
其他收益	111	0	0	20
<b>营业利润</b>	<b>634</b>	<b>851</b>	<b>1,113</b>	<b>1,443</b>
营业外收入	2	0	1	0
营业外支出	5	7	7	7
<b>利润总额</b>	<b>631</b>	<b>844</b>	<b>1,107</b>	<b>1,436</b>
所得税	73	104	136	177
<b>净利润</b>	<b>558</b>	<b>740</b>	<b>971</b>	<b>1,259</b>
少数股东损益	-8	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>566</b>	<b>740</b>	<b>971</b>	<b>1,259</b>
NOPLAT	603	775	1,013	1,309
EPS(摊薄)(元)	1.47	1.92	2.52	3.27

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	29.3%	25.8%	27.3%	25.2%
EBIT 增长率	47.8%	29.7%	30.6%	29.2%
归母净利润增长率	48.7%	30.8%	31.1%	29.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.9%	36.1%	36.1%	36.2%
净利率	10.0%	10.6%	10.9%	11.3%
ROE	15.5%	17.0%	18.9%	20.5%
ROIC	15.7%	16.6%	18.0%	19.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.0%	49.0%	50.1%	50.5%
债务权益比	26.7%	26.9%	26.5%	25.3%
流动比率	138.2%	135.4%	136.8%	147.8%
速动比率	114.0%	107.1%	108.1%	118.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	124	118	102	103
应付账款周转天数	72	66	66	67
存货周转天数	68	70	75	75
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.47	1.92	2.52	3.27
每股经营现金流	0.70	3.02	2.29	2.92
每股净资产	9.48	11.30	13.33	15.97
<b>估值比率</b>				
P/E	16	12	9	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	44	33	26	21

## 轻工纺服组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500