

2020年03月31日

# 帝欧家居 (002798.SZ)

## 动态分析

建材 | 陶瓷 III

 投资评级 **买入-B(维持)**  
 股价(2020-03-31) **23.24 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,946.48
流通市值(百万元)	4,695.65
总股本(百万股)	384.96
流通股本(百万股)	202.05
12个月价格区间	16.72/28.99 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.05	-4.89	-1.79
绝对收益	-6.52	-7.23	-1.21

### 分析师

 叶中正  
 SAC 执业证书编号: S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

### 分析师

 杨维维  
 SAC 执业证书编号: S0910519080004  
 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-83231652

### 相关报告

帝欧家居: 工程及零售渠道持续发力, 业绩增长符合预期 2020-03-02

帝欧家居: 精装房政策驱动, 业绩有望保持高速增长 2020-01-02

## 陶瓷业务高增长, 智能卫浴一期或将今年投产

### 投资要点

**事件:** 公司披露 2019 年年报, 2019 年全年实现销售收入 55.70 亿元, 同比增长 29.29%; 归属母公司净利润 5.66 亿元, 同比增长 48.70%。此外, 公司拟每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。

◆ **业绩保持高增长, 盈利能力略有提升。** 公司 2019 年销售收入保持高增长, 主要为广西欧神诺一期项目投产以及工程零售渠道持续; 净利润增速高于营收增速, 主要是: 1) 高毛利率陶瓷产品收入占比提升 4.26pct; 2) 陶瓷产能提升, 规模效应发挥提高生产效率, 陶瓷产品毛利率提升 0.36pct。公司 2019 年全年毛利率为 35.94%, 同比提升 0.94pct; 净利率为 10.01%, 同比提升 1.29pct。盈利能力略有提升, 主要为高毛利率陶瓷产品占比提升及陶瓷毛利率略有提升。

◆ **欧神诺陶瓷持续较高增长, 规模效应发挥推升毛利率。** 2019 年陶瓷产能扩张及渠道拓展, 全年实现收入 49.67 亿元, 同比增长 36%。产能方面, 公司广西欧神诺一期项目投产, 自有产能扩张, 公司 2019 年陶瓷生产量为 1.30 亿平方米, 同比增长 39%。渠道方面: 1) 工程端, 公司继续保持在碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长, 深化与新增客户雅居乐、荣盛等大型房企, 此外, 公司加大构建与如敏捷、合正、华侨城等大中型房企合作关系, 工装客户资源不断巩固及新增; 2) 零售渠道端, 公司加速网点覆盖, 2019 年欧神诺陶瓷经销商约净增 200 家至 900 家, 终端门店约净增 1200 个至 2980 个。随着规模效应发挥, 2019 年陶瓷毛利率 36.20%, 同比提升 0.36pct。2019 年欧神诺陶瓷业务扣非后归母净利润达 4.73 亿元, 同比增长 39%, 业绩承诺完成率高达 207%。

◆ **卫浴渠道积极拓展, 2020 年重庆智能卫浴一期生产线或将投产。** 2019 年卫浴产品收入 4.35 亿元, 同比略下降 9%, 卫浴产品销售收入略有下滑, 主要为销量略有下滑。公司 2019 年积极拓展卫浴产品渠道: 1) 零售渠道端, 持续巩固零售渠道, 积极拓展新零售。2019 年帝王洁具首个旗舰独立大店-2000 平方米卫浴空间定制生活馆在成都正式开业; 2) 工程渠道端, 充分利用欧神诺优质的工程渠道, 积极开拓直营工程客户, 为快速进驻工装市场夯实基础。其次, 2018 年公司拟在重庆投资 8 亿元建设智能马桶生产线项目, 建设期 2 年, 建成投产后年产智能卫浴 500 万件, 新增产能比例近 12 倍。2019 年重庆帝王已启动智能卫浴生产基地一期项目建设工作, 预计一期项目将于 2020 年 7 月竣工投产, 产能扩张促进卫浴产品销售规模增长。

◆ **投资建议:** 短期受疫情影响, 下游房企项目及公司开工延迟, 业绩或受到一定影响; 长期持续受益精装房政策驱动及竣工数据改善, 公司工程渠道扩张推动业绩持续较快增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.87 元、2.33 元和 2.82 元, 对应 PE 分别为 13 倍、10 倍和 9 倍, 维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示:** 竣工面积、精装房渗透率不及预期; 渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 疫情短期对公司及下游客户影响超预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,308	5,570	7,039	8,614	10,096
YoY(%)	707.3	29.3	26.4	22.4	17.2
净利润(百万元)	381	566	719	896	1,086
YoY(%)	598.1	48.7	27.1	24.5	21.3
毛利率(%)	35.0	35.9	35.8	35.8	35.8
EPS(摊薄/元)	0.99	1.47	1.87	2.33	2.82
ROE(%)	11.6	15.3	16.5	17.3	17.5
P/E(倍)	24.4	16.4	12.9	10.4	8.5
P/B(倍)	2.9	2.5	2.1	1.8	1.5
净利率(%)	8.8	10.2	10.2	10.4	10.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、业绩保持高增长，盈利能力略有提升.....	4
（一）业绩保持高增长，盈利能力略有提升.....	4
（二）单季度业绩延续较高增长，费用率管控良好.....	5
二、欧神诺陶瓷持续较高增长，智能卫浴一期生产线或将 2020 年投产.....	6
（一）欧神诺陶瓷持续高增长，规模效应发挥推升毛利率.....	6
（二）卫浴渠道积极拓展，2020 年重庆智能卫浴一期生产线或将投产.....	7
三、现金流情况良好，19 年拟每 10 股派发现金红利 1 元.....	8
四、投资建议.....	8
五、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：公司近 5 年营业收入（单位：万元）.....	4
图 2：公司近 5 年归母净利润（单位：万元）.....	4
图 3：公司近 5 年毛利率及净利率.....	5
图 4：公司近 5 年期间费用率.....	5
图 5：公司季度营业收入（单位：万元）.....	5
图 6：公司季度归母净利润（单位：万元）.....	5
图 7：公司季度毛利率及净利率.....	6
图 8：公司季度期间费用率.....	6
图 9：欧神诺陶瓷是公司主要收入来源.....	6
图 10：主营产品毛利率均有提升.....	6
图 9：欧神诺陶瓷业务收入保持高增长.....	7
图 10：欧神诺业绩承诺完成率高.....	7
图 13：帝王洁具旗舰独立大店.....	8
图 14：重庆智能卫浴生产线一期项目预计 2020 年 7 月投产.....	8
图 16：公司经营活动产生的现金流量净额（单位：万元）.....	8
图 17：上市以来现金分红总额（单位：万元）.....	8

未找到图形项目表。

## 一、业绩保持高增长，盈利能力略有提升

公司 2019 年实现销售收入 55.70 亿元，同比增长 29.29%；归属母公司净利润 5.66 亿元，同比增长 48.70%；扣非后归母净利润 4.94 亿元，同比增长 39.36%；每股收益 1.49 元，同比增长 47.52%。2019 年公司陶瓷业务快速发展，拉动整体业绩增长。2019Q4 公司实现营业收入 14.68 亿元，同比增长 28.80%；归母净利润 1.40 亿元，同比增长 27.74%，业绩增长保持。

### （一）业绩保持高增长，盈利能力略有提升

公司 2019 年实现销售收入 55.70 亿元，同比增长 29.29%；归属母公司净利润 5.66 亿元，同比增长 48.70%。2019 年公司广西欧神诺一期项目完全投产，自有产能持续扩张，拉动整体收入增长；净利润增速高于营收增速，主要是：1) 高毛利率陶瓷产品收入占比提升 4.26pct；2) 陶瓷产能提升，规模效应发挥生产效率提高，陶瓷产品毛利率提升 0.36pct。

图 1：公司近 5 年营业收入（单位：万元）

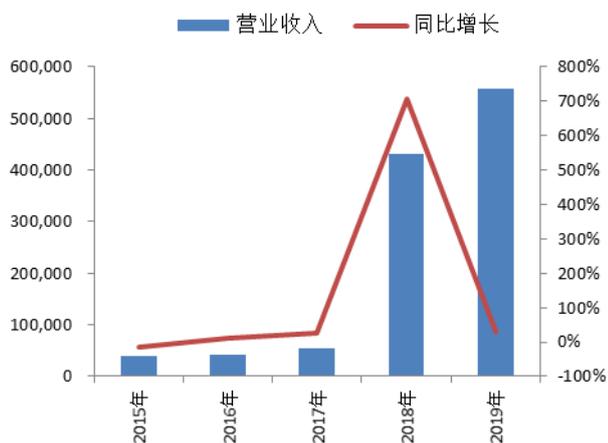
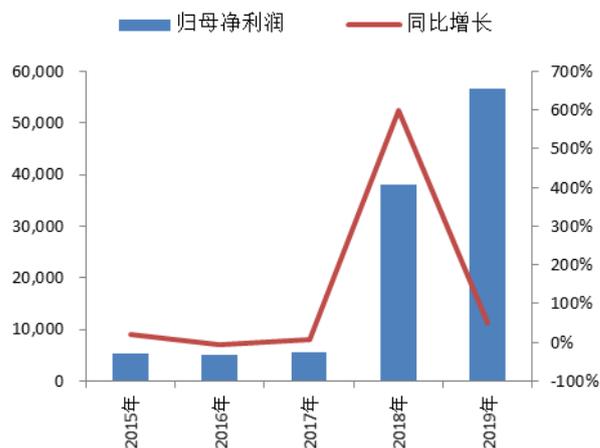


图 2：公司近 5 年归母净利润（单位：万元）

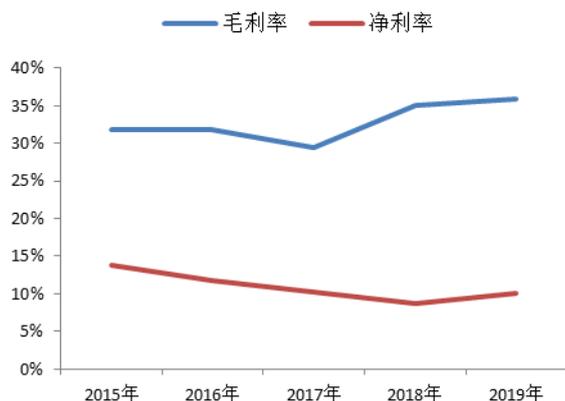


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

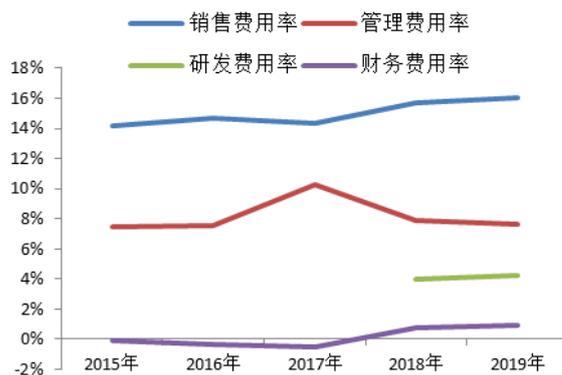
公司 2019 年全年毛利率为 35.94%，同比提升 0.94pct；净利率为 10.01%，同比提升 1.29pct。盈利能力略有提升，主要为高毛利率陶瓷产品占比提升及陶瓷毛利率略有提升。期间费用率方面，2019 年期间费用率为 28.87%，同比略提升 0.48pct，其中管理费用率控制良好，同比下降 0.30pct；销售费用率、研发费用率、财务费用率分别提升 0.31pct、0.32pct、0.16pct，均有小幅上升。

图 3：公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司近 5 年期间费用率

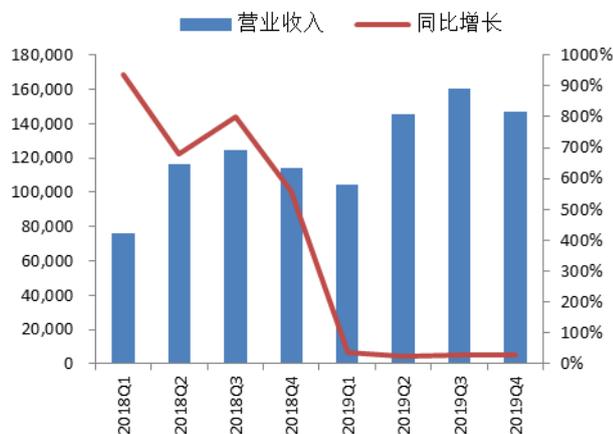


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）单季度业绩延续较高增长，费用率管控良好

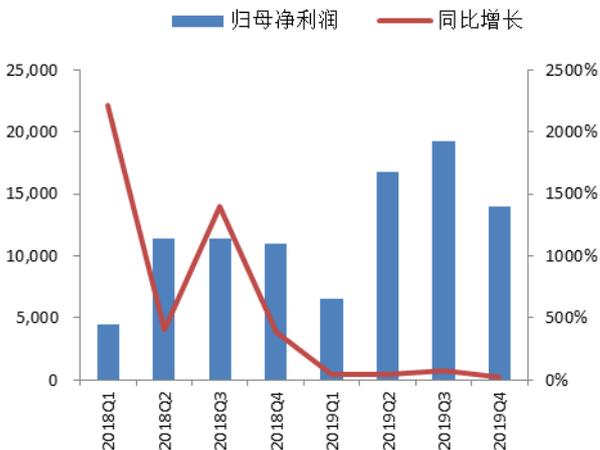
2019 年第四季度公司实现营业收入为 14.68 亿元，同比增长 28.80%；归母净利润 1.40 亿元，同比增长 27.74%。公司业绩保持高增长，主要为：1) 2019Q4 以来商品房竣工面积向好，需求端持续回暖；2) 公司 2019 年广西欧神诺一期项目投产，自有产能持续扩张；3) 公司在工程渠道方面持续扩大在存量客户份额及新增工装客户，在零售方面加大经销门店拓展。

图 5：公司季度营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

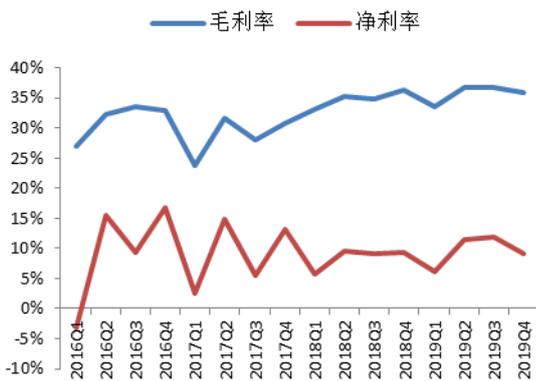
图 6：公司季度归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

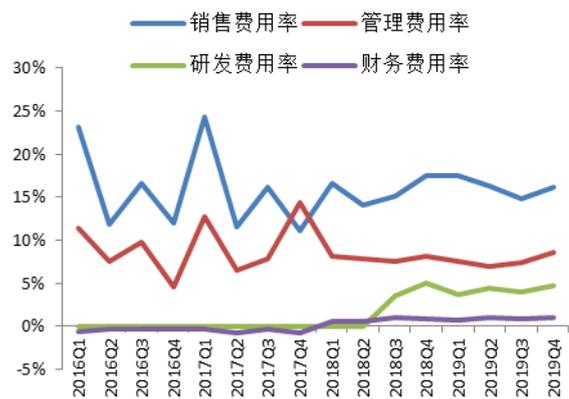
2019 年第四季度公司毛利率水平为 35.94%，同比略下降 0.36pct；净利率水平为 9.22%，同比略下降 0.21pct。费用率方面，2019 年第四季度期间费用率 30.47%，同比下降 1.00pct，其中销售费用率、研发费用率管控较好，分别同比下降 1.36 pct、0.21pct；管理费用率、财务费用率小幅提升，分别同比上升 0.39pct、0.17pct。

图 7：公司季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：公司季度期间费用率

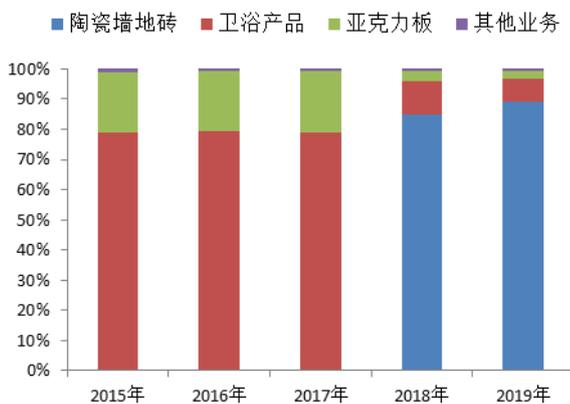


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、欧神诺陶瓷持续较高增长，智能卫浴一期生产线或将 2020 年投产

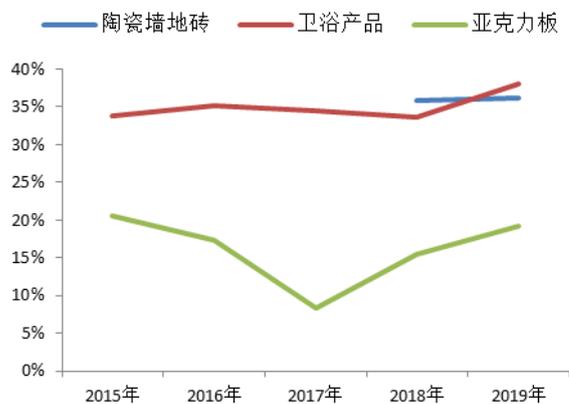
公司主要收入来源于陶瓷业务，2019 年公司陶瓷、卫浴、亚克力板销售收入占比分别为 89.17%、7.80%、2.35%，其中陶瓷业务收入占比提升 4.26pct。毛利率方面，陶瓷、卫浴以及亚克力板等主营产品均有不同程度的提升，2019 年公司陶瓷、卫浴、亚克力板毛利率分别为 36.20%、38.08%、19.12%，同比分别提升 0.36pct、4.42pct、3.74pct。

图 9：欧神诺陶瓷是公司主要收入来源



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：主营产品毛利率均有提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

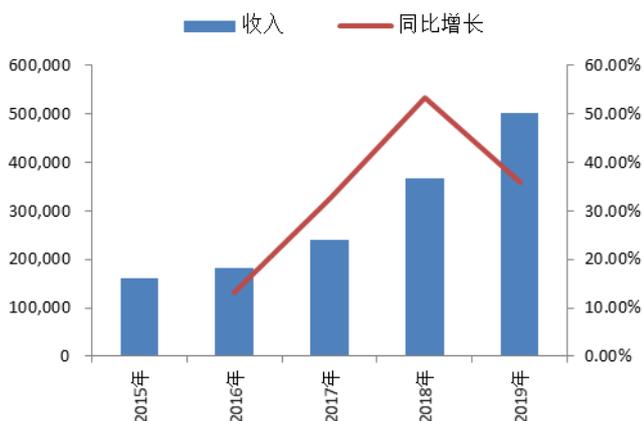
### (一) 欧神诺陶瓷持续高增长，规模效应发挥推升毛利率

2019 年公司欧神诺陶瓷业务收入达 49.67 亿元，同比增长 36%，持续高增长，主要为产能扩张及渠道拓展。产能方面，公司广西欧神诺一期项目投产，自有产能扩张，公司 2019 年陶瓷生产量为 1.30 亿平方米，同比增长 39%。渠道方面：1) 工程渠道端，公司凭借工装业务布局先发优势以及成熟完整的工装服务体系，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，深化与新增客户雅居乐、荣盛等大型房企，此外，公司陆续加大构建与如敏捷、合正、华侨城等大中型房企合作关系，工装客户资源不断巩固及新增；2) 零售渠道端，公司加速网点覆盖、实行通路与服务下沉，2019年欧神诺陶瓷经销商约净增200家至900家，终端门店约净增1200个至2980个。工程及零售渠道持续发力，陶瓷销量保持较快增长，2019年陶瓷销售1.28亿平方米，同比增长42%。

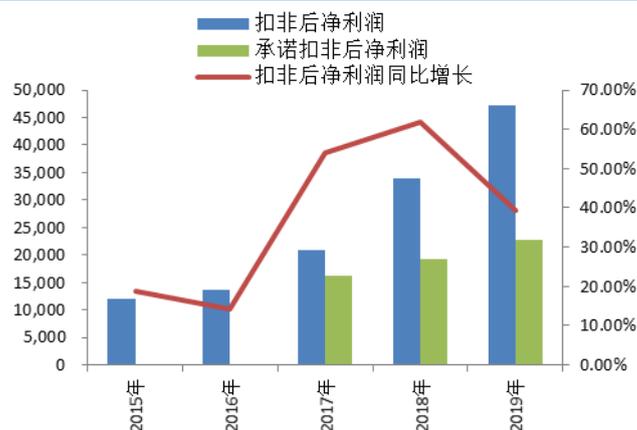
随着销售份额的增长带来规模效益的不断提升以及新建产能单位成本边际下降影响，2019年公司陶瓷毛利率36.20%，同比提升0.36pct。陶瓷业务快速增长及盈利能力的提升，2019年欧神诺陶瓷业务扣非后归母净利润达4.73亿元，同比增长39%，业绩承诺完成率高达207%。

图 11：欧神诺陶瓷业务收入保持高增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：欧神诺业绩承诺完成率高



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）卫浴渠道积极拓展，2020年重庆智能卫浴一期生产线或将投产

2019年卫浴产品收入4.35亿元，同比略下降9%，卫浴产品销售收入略有下滑，主要为卫浴产品销量略有下滑。公司2019年积极拓展卫浴产品渠道：1) 零售渠道端，持续巩固零售渠道，积极拓展新零售。2019年帝王洁具首个旗舰独立大店-2000平方米卫浴空间定制生活馆在成都正式开业；2) 工程渠道端，充分利用欧神诺优质的工程渠道，积极开拓直营工程客户，为快速进驻工装市场夯实基础。其次，2018年公司拟在重庆投资8亿元建设智能马桶生产线项目，建设期2年，建成投产后年产智能卫浴500万件，新增产能比例近12倍。2019年重庆帝王已启动智能卫浴生产基地一期项目建设工作，预计一期项目将于2020年7月竣工投产，产能扩张促进卫浴产品销售规模增长。

图 13: 帝王洁具旗舰独立大店



资料来源: 今日家居, 华金证券研究所

图 14: 重庆智能卫浴生产线一期项目预计 2020 年 7 月投产



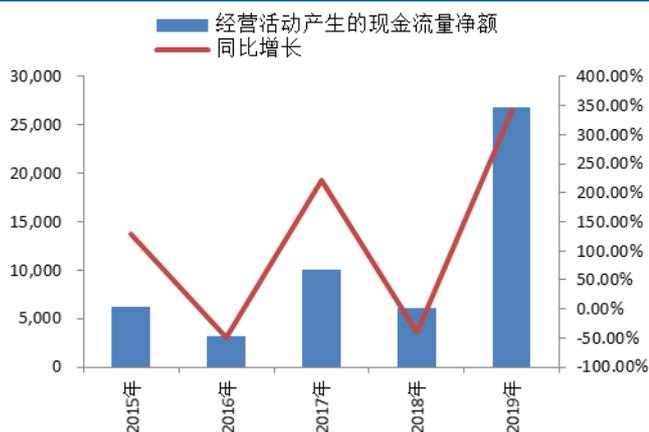
资料来源: 人民网, 华金证券研究所

### 三、现金流情况良好, 19 年拟每 10 股派发现金红利 1 元

公司现金流情况良好, 2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.69 亿元, 同比增长 343%, 经营活动产生的现金流量净额大幅增加, 主要为公司销售规模增加及收到政府补助增加。2019 年公司收到政府补助 0.85 亿元, 同比增长 193%。

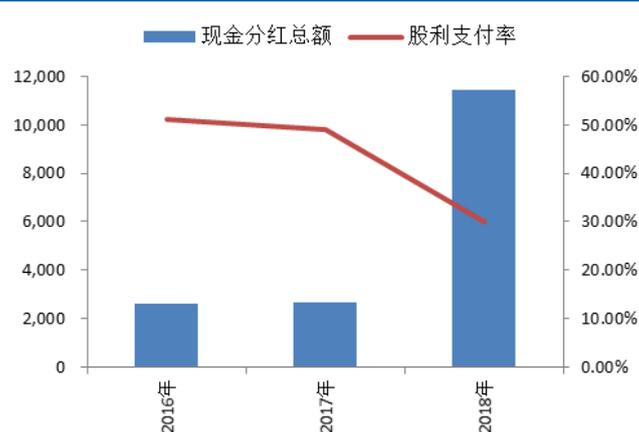
公司上市以来积极落实现金分红政策, 2016 年至 2018 年累计向全体股东派发现金红利 1.67 亿元。2019 年公司继续派发现金红利, 拟以公司截至 2019 年 12 月 31 日总股本 3.85 亿股为基数, 向全体股东按每 10 股派发现金人民币 1.00 元(含税), 预计合计派发现金红利 0.38 亿元。

图 15: 公司经营活动产生的现金流量净额(单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 上市以来现金分红总额(单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 四、投资建议

短期受疫情影响, 下游房企项目及公司开工延迟, 业绩或受到一定影响; 长期持续受益精装房政策驱动及竣工数据改善, 公司工程渠道扩张推动业绩持续较快增长。我们预测公司 2020 年

至 2022 年每股收益分别为 1.87 元、2.33 元和 2.82 元，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍和 9 倍，维持“买入-B”建议。

## 五、风险提示

- (1) 竣工面积、精装房渗透率不及预期；
- (2) 渠道拓展不及预期；
- (3) 行业竞争加剧；
- (4) 疫情短期对公司及下游客户影响超预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3112	4037	5894	7369	8226	<b>营业收入</b>	4308	5570	7039	8614	10096
现金	506	502	1779	2177	2551	营业成本	2800	3568	4522	5530	6480
应收票据及应收账款	1730	2535	2854	3742	3989	营业税金及附加	40	46	67	78	91
预付账款	32	96	66	132	100	营业费用	678	894	1142	1413	1720
存货	653	705	1015	1088	1376	管理费用	171	186	183	211	234
其他流动资产	192	199	181	230	209	研发费用	171	238	274	315	346
<b>非流动资产</b>	2709	2965	3151	3273	3408	财务费用	33	51	97	130	84
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	45	-14	0	0	0
固定资产	1240	1453	1466	1424	1378	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	730	773	895	1042	1218	投资净收益	8	4	5	6	6
其他非流动资产	739	739	790	807	812	<b>营业利润</b>	435	634	809	1005	1217
<b>资产总计</b>	5821	7002	9045	10642	11634	营业外收入	1	2	1	1	1
<b>流动负债</b>	2211	2923	4352	5203	5262	营业外支出	7	5	4	5	5
短期借款	369	453	1415	1614	1255	<b>利润总额</b>	429	631	806	1001	1214
应付票据及应付账款	1299	1832	2135	2717	2968	所得税	53	73	93	116	140
其他流动负债	543	638	802	872	1039	<b>税后利润</b>	376	558	713	885	1073
<b>非流动负债</b>	368	437	377	313	251	少数股东损益	-5	-8	-7	-11	-13
长期借款	270	333	273	210	147	<b>归属母公司净利润</b>	381	566	719	896	1086
其他非流动负债	98	104	104	104	104	EBITDA	559	821	983	1199	1407
<b>负债合计</b>	2578	3360	4728	5517	5513						
少数股东权益	-4	-6	-13	-24	-37	<b>主要财务比率</b>					
股本	385	385	385	385	385	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2257	2281	2281	2281	2281	<b>成长能力</b>					
留存收益	652	1104	1642	2345	3232	营业收入(%)	707.3	29.3	26.4	22.4	17.2
归属母公司股东权益	3247	3649	4329	5148	6157	营业利润(%)	613.2	45.8	27.6	24.2	21.1
<b>负债和股东权益</b>	5821	7002	9045	10642	11634	归属于母公司净利润(%)	598.1	48.7	27.1	24.5	21.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	35.0	35.9	35.8	35.8	35.8
						净利率(%)	8.8	10.2	10.2	10.4	10.8
						ROE(%)	11.6	15.3	16.5	17.3	17.5
						ROIC(%)	10.0	12.9	12.1	13.0	14.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	44.3	48.0	52.3	51.8	47.4
						流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6
						速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	4.7	2.6	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	4.2	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	24.4	16.4	12.9	10.4	8.5
						P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	1.5
						EV/EBITDA	17.0	11.8	9.4	7.5	5.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com