

方正证券研究所证券研究报告

帝欧家居(002798)

公司研究

轻工制造行业

公司深度报告

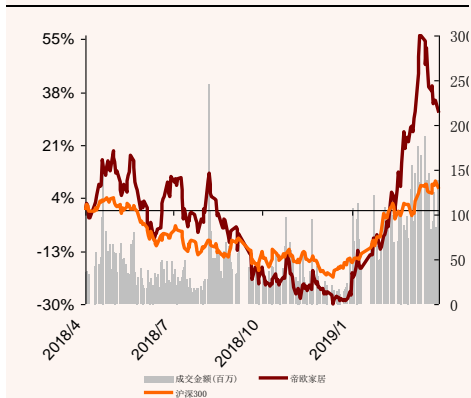
2019.08.08/强烈推荐(首次)

轻工分析师：朱悦
 执业证书编号：S1220519050001
 TEL：
 E-mail zhuyue0@foundersec.com

联系人：曹倩雯

TEL：
 E-mail: caoqianwen@foundersec.co

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1) 帝欧由帝王与欧神诺组成：帝王是亚克力洁具龙头，业绩稳健增长，盈利能力强（18年营收6.3亿元，同比+17%）；欧神诺是瓷砖工程端龙头，业绩高速扩张，成长性凸显（18年营收36.8亿元，+53%；净利3.6亿元，+60%），并表协同效应显著。

2) 瓷砖行业：需求端空间广阔（总市场5000亿元，城镇住宅市场1134亿元），稳定向上（18年销量+4%）；供给端产能过剩（利用率70%），格局分散（CR5不足5%），但随着杂牌被替代、全装修加速龙头扩张、环保压力淘汰落后产能，集中度提升。

3) 欧神诺工程业务：①竞争优势：起步早、口碑好，先发优势显著；运营管理成熟，服务能力强。②未来看点：一线地产客户粘性强（公司占碧桂园/万科供货60%/42%），保障收入稳定；精装渗透率加速提升（由18年23%升至20年30%），腰部地产商精装需求大，带动欧神诺客户数+客户渗透率提升，贡献未来主要增量。③此外，瓷砖规模效应显著，工程业务SKU低、转产少，毛利率较零售高5pct，是最适合B端的品种。

4) 欧神诺零售业务：①SKU丰富、产品优质、研发实力强，构筑护城河；工程优势强化口碑、提升服务、扩张产能，反哺零售。②未来，经销渠道招商加速，发力小B端加速零售扩张。

5) 帝王洁具：①洁具行业：洁具市场成熟、稳定，城镇化推动规模向上，消费升级和环保促进集中度提升。其中亚克力洁具个性化、实用性突出，占比有望上升。②帝王：公司是亚克力洁具绝对龙头，差异化策略打开市场，延伸上游控制质量&成本。公司西南渠道强势，跨域扩张+改善同店，现金流&业绩稳定。

盈利预测：我们预计帝欧2019-2021 EPS分别为1.40/1.64/1.77元，对应PE 12.9/11.0/10.2X。我们看好帝王业绩稳健+欧神诺高速扩张，未来成长空间可期，首次覆盖给予强烈推荐评级。

风险提示：地产竣工持续快速下滑，零售端扩张不及预期

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4308.34	5632.29	6535.60	7104.14
(+/-) (%)	707.31	30.73	16.04	8.70
净利润	380.64	537.75	630.82	680.92
(+/-) (%)	598.10	41.28	17.31	7.94
EPS(元)	0.99	1.40	1.64	1.77
P/E	18.21	12.87	10.97	10.16

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	快速读懂帝欧家居	6
1.1	亚克力洁具龙头+高端瓷砖龙头，强强联合开创新纪元	6
1.2	业绩表现：帝王洁具稳定增长，欧神诺高速扩张	7
1.2.1	帝王洁具：经营稳健，成本端控制良好	7
1.2.2	欧神诺：业绩高速增长，工程业务规模效应凸显	7
1.3	管理结构清晰，股权激励计划绑定核心员工利益	8
2	瓷砖行业：空间广阔但产能相对过剩，集中度加速提升	9
2.1	需求：瓷砖行业需求稳健，未来具备量价齐升动力	9
2.2	供给：产能相对过剩，行业集中度持续提升	11
2.2.1	瓷砖行业产能相对过剩，但产能利用率呈上升态势	11
2.2.2	瓷砖“大行业，小公司”，格局相对分散	12
2.2.3	政策加码，瓷砖行业集中度持续上升	13
3	欧神诺工程业务：竞争壁垒高，有望持续支撑企业成长	15
3.1	竞争优势：先发优势显著，产品服务优质+产能资金充足	15
3.1.1	工程龙头先发优势显著，积累良好口碑效应	15
3.1.2	经验长期积累+产能资金充裕，支撑运营服务能力向上	15
3.2	未来看点：龙头客户订单稳定，腰部经销商成未来亮点	16
3.2.1	一线地产龙头忠诚度高，提供稳定收入来源	16
3.2.2	腰部开发商成未来看点，精装渗透率提升催化订单增长	17
3.2.3	自有产能建设+OEM 提供弹性，支撑前端业务高速发展	19
3.3	对于欧神诺工程端的重点关注问题	20
3.3.1	工程业务对盈利能力有何影响？	20
3.3.2	工程业务是否会使现金流受到挤压？	21
3.3.3	如何看待市占率更高的竞争对手转做精装？	21
4	欧神诺零售业务：渠道加速扩张，工程业务反哺零售	23
4.1	产品端，SKU 高、质量优、环保达标，研发助力结构升级	23
4.1.1	产品优质，SKU 丰富，研发助力产品结构升级	23
4.1.2	产品质控严格、环保达标，受益于行业集中度的提升	23
4.2	渠道端，招商加速，小 B 有望放量，工程优势反哺零售	24
4.2.1	传统渠道：经销商招募加速，线上平台赋能渠道	24
4.2.2	发力小 B 业务，加速零售放量	25
4.3	未来亮点：工程反哺零售，夯实口碑与服务竞争壁垒	25
5	帝王洁具：亚克力洁具龙头，差异化优势显著	26
5.1	卫生洁具行业：规模稳健扩张，集中度持续向上	26
5.1.1	需求端：市场发展较为成熟，渗透率仍有提升空间	26
5.1.2	供给端：行业呈金字塔结构，未来行业集中度持续向上	27
5.2	亚克力洁具：卫生洁具材质新星，渗透率尚低	28
5.2.1	对比陶瓷洁具，亚克力个性化突出，具备保温等实用性能	29
5.2.2	亚克力市场参与者较少，帝王洁具是绝对龙头	29
5.3	帝王：产品优质、品牌效应强，由西南区域走向全国	30
5.3.1	产品：亚克力打开差异化市场，研发助力产品升级	30

5.3.2	多措并举强化品牌建设，塑造区域知名度.....	31
5.3.3	渠道深耕西南区域，IPO后走向全国.....	31
5.3.4	产能突破瓶颈，成本压力逐渐释放.....	32
5.3.5	与欧神诺协同作用显著，补齐工程渠道与陶瓷产品短板.....	32
6	盈利预测与投资建议.....	33
6.1	估值：短期受地产竣工影响，长期有望向上.....	33
6.2	盈利预测与投资建议.....	33

图表目录

图表 1:	帝欧家居发展历程	6
图表 2:	帝王洁具分产品营收	6
图表 3:	欧神诺分产品营收	6
图表 4:	2011-2019H1 帝王营收稳健增长	7
图表 5:	2011-2019H1 帝王净利稳定波动	7
图表 6:	2010-2019H1 欧神诺营收高速增长	7
图表 7:	2010-2019H1 欧神诺净利高速增长	7
图表 8:	2011-2018 帝王洁具毛利率同业对比	8
图表 9:	2010-2019H1 欧神诺瓷砖盈利能力上升	8
图表 10:	公司股权结构稳定	8
图表 11:	高层人员简历	8
图表 12:	常见的瓷砖分类	9
图表 13:	瓷砖行业产业链一览	9
图表 14:	建筑陶瓷销售收入稳健增长	10
图表 15:	竣工面积增速与瓷砖消费量增速趋同	10
图表 16:	高端瓷砖占比持续提升	10
图表 17:	住宅瓷砖需求中二手房占比持续提升	10
图表 18:	城镇住宅瓷砖需求测算假设表	10
图表 19:	瓷砖行业需求空间测算	11
图表 20:	瓷砖行业年产量及同比增速	11
图表 21:	瓷砖行业年产能及同比增速	11
图表 22:	瓷砖行业产能利用率近期有所回升	12
图表 23:	建筑陶瓷固定资产投资完成额稳定	12
图表 24:	瓷砖行业三大梯队格局	12
图表 25:	前期瓷砖化工原材料价格大幅上涨	13
图表 26:	瓷砖行业规模以上企业数量下降	13
图表 27:	2018 年瓷砖行业停产限产情况	14
图表 28:	瓷砖行业集中度提升逻辑	14
图表 29:	地产 500 强对瓷砖供应商的首选率	15
图表 30:	TOP5 瓷砖首选率稳定在 70% 以上	15
图表 31:	欧神诺存货周转率较快	16
图表 32:	大地产商主要瓷砖供应商	16
图表 33:	瓷砖资产负债率与工程业务占比相关	16
图表 34:	帝王洁具收现比稳定向上	16
图表 35:	TOP3 房企近年销售形势较好 (万平)	17
图表 36:	地产行业集中度向上	17
图表 37:	全装修政策列举	17
图表 38:	全装修推进下瓷砖工程市场空间测算	18
图表 39:	全装修总市场渗透率持续提升	18
图表 40:	全装修比例排名前列的企业	18
图表 41:	腰部地产商 2018 年销售面积增速普遍较高	19
图表 42:	欧神诺新建产能情况	19
图表 43:	欧神诺产能增长趋势 (万平)	19
图表 44:	瓷砖行业成本分拆较为特殊	20
图表 45:	欧神诺具体成本分拆	20
图表 46:	欧神诺燃料成本最低	20

)	20
图表 47:	单位能源呈下降趋势 (元/平) 21
图表 48:	单位人工呈下降趋势 (元/平) 21
图表 49:	东鹏直销提升慢 (对地产和家装公司) 22
图表 50:	蒙娜丽莎工程业务占比提升较缓 22
图表 51:	市占率下降假设下欧神诺砖工程端空间测算 22
图表 52:	欧神诺核心专利列举 23
图表 53:	各公司抛釉砖价格高于其他产品 (元) 23
图表 54:	欧神诺研发费用 24
图表 55:	欧神诺环保投入 24
图表 56:	欧神诺经销商数量高速增长 24
图表 57:	欧神诺门店数量仍然较少 24
图表 58:	工程反哺零售逻辑图 25
图表 59:	卫生洁具行业发展历程 26
图表 60:	2010-2018 全国卫生陶瓷消费额 26
图表 61:	2013-2018 全国卫生洁具市场规模 26
图表 62:	住宅洁具市场空间测算 (出厂口径) 27
图表 63:	2017 年中国卫浴行业 CR5 为 45.6% 27
图表 64:	卫浴行业格局 28
图表 65:	家居行业中高端消费额占比大幅提升 28
图表 66:	2000-2018 城镇居民人均可支配收入 28
图表 67:	亚克力板色彩丰富 29
图表 68:	亚克力洁具产品 29
图表 69:	亚克力洁具相对传统陶瓷洁具的优势 29
图表 70:	帝王洁具线上产品价位处于中高档次 30
图表 71:	2015 年帝王售价与惠达相比较高 30
图表 72:	2013-2015 公司新品开发数量 30
图表 73:	2013-2017 研发费用及占营收比例 30
图表 74:	公司平面广告“小马可” 31
图表 75:	2013-2017 推广费 (万元) 及增速 31
图表 76:	公司网点地域分布 32
图表 77:	2015 年后新建网点地区分布 32
图表 78:	亚克力板成本构成, MMA 为主 32
图表 79:	MMA 价格近期呈下行趋势 32
图表 80:	帝欧家居股价驱动因素 33
图表 81:	2018 年住宅销售面积与竣工面积背离 33
图表 82:	房企融资成本较 2018 年略有下降 33
图表 83:	帝欧家居盈利预测 34
图表 84:	帝欧家居收入拆分 34
图表 85:	帝欧家居可比公司估值表 34

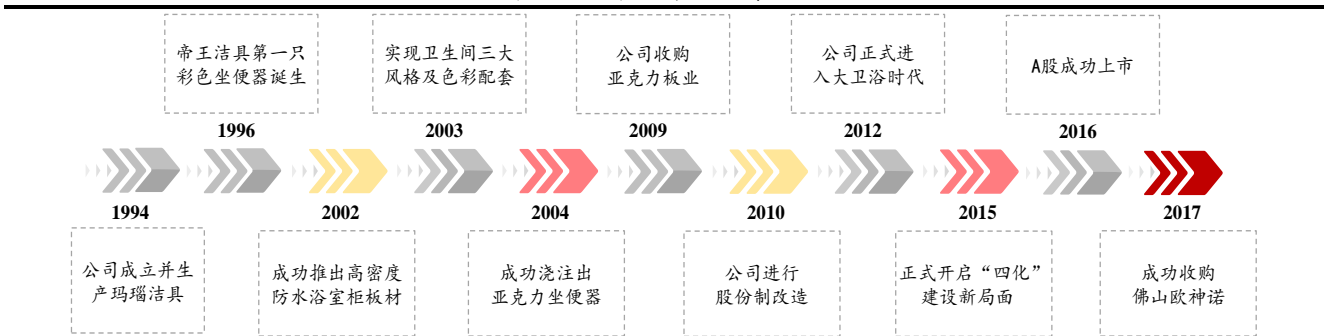
1 快速读懂帝欧家居

1.1 亚克力洁具龙头+高端瓷砖龙头，强强联合开创新纪元

公司主体是亚克力洁具龙头帝王，后收购高端瓷砖龙头欧神诺。

帝王洁具成立于1994，渠道遍布全国；产品定位中高端，主要包括亚克力卫生洁具（便器、浴室柜、浴缸、淋浴房），亚克力板（洁具专用板、声屏板、广告装饰用板），以及少量OEM陶瓷洁具。公司产品探索期（1994-1995）涉足洁具行业，积累技术经验；稳定发展期（1995-2009）确定业务方向，首次将“彩色卫浴”理念引入消费者视野，掌握亚克力卫浴浇注工艺，开始全国布局营销网络；业务整合期（2009-2016）完善产品布局，收购亚克力板业整合上下游，OEM生产家用桑拿房；并购拓展期（2016至今）借资本市场东风，2017年收购瓷砖工程端龙头欧神诺，持有99.994%股权，同时新增陶瓷卫浴。

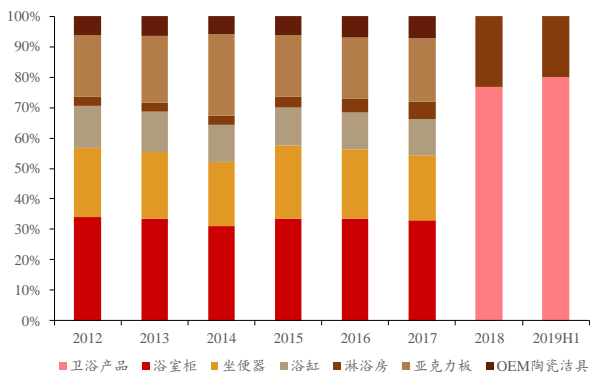
图表1：帝欧家居发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，方正证券研究所

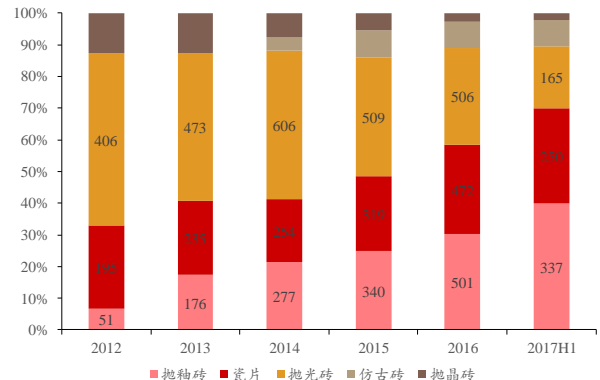
欧神诺成立于2000年，是高端瓷砖代表性企业，产品主要有抛光砖、抛釉砖、抛晶砖、瓷片、仿古砖等。公司通过自营团队的优质服务与头部地产商深度合作。企业雏形期（1998-1999）首个抛光砖基地投产，推出自主品牌，与同在佛山的地产龙头碧桂园开始合作；稳定拓展期（2000-2013）组建陶瓷研发中心创新产品，以抛釉砖为主新增三大生产基地，2009/2012年分别与恒大/万科合作；加速发展期（2014-2016）新三板上市，推出仿古砖，精装修政策下深化地产合作；资源整合期（2017至今）开始拓展零售渠道，并与帝王洁具强强联合。

图表2：帝王洁具分产品营收



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3：欧神诺分产品营收



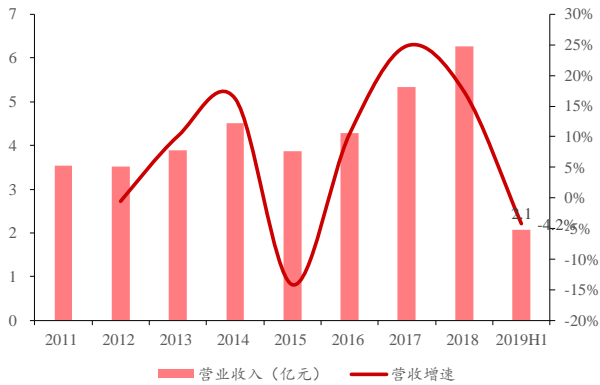
资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2 业绩表现：帝王洁具稳定增长，欧神诺高速扩张

1.2.1 帝王洁具：经营稳健，成本端控制良好

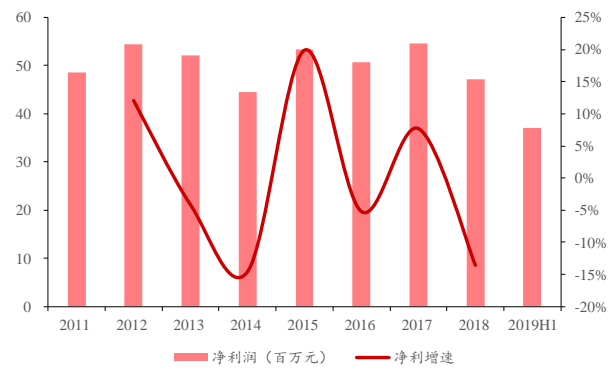
业绩维持稳健。2012-2018 帝王营收 CAGR 为 9.18%，主要系渠道扩展及品牌推广；2019H1 营收 2.07 亿元，地产低迷下同比下降 4.21%。2012-2017 公司净利 CAGR 为 2.61%，2018 年净利下滑主要系股权激励费用，加回后与收入增速基本相同。**盈利能力较强。**公司毛利率稳定在 32%以上，显著高于其他龙头，主要系产品定位中高端+走差异化路线。费用端控制良好，销售和财务费用率有下降趋势。

图表4： 2011-2019H1 帝王营收稳健增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表5： 2011-2019H1 帝王净利稳定波动

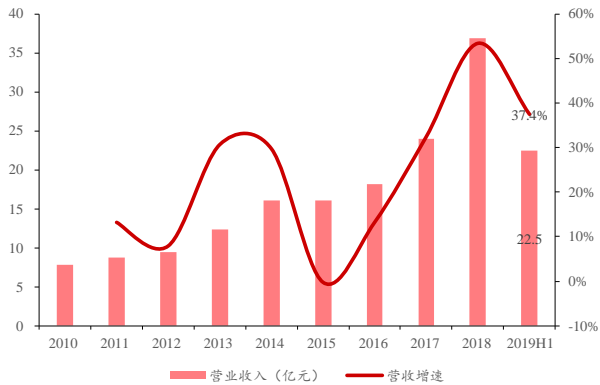


资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2.2 欧神诺：业绩高速增长，工程业务规模效应凸显

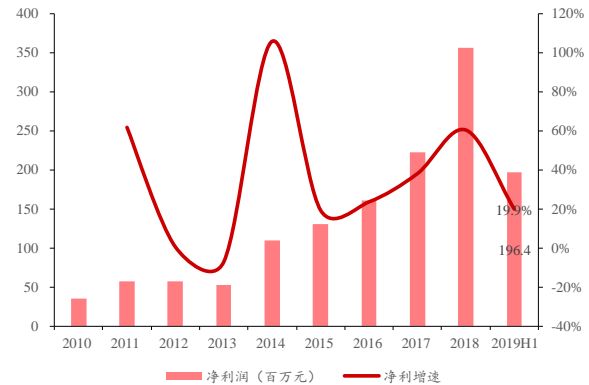
业绩高速增长。2019H1 营收 22.46 亿元，同比增长 37.44%，净利 1.96 亿元，同比增长 19.89%，2011-2018 年营收 CAGR 为 22.52%，主要系工程业务的强势增长，净利 CAGR 为 37.71%，规模效应渐显。帝王收购欧神诺后，2019H1 帝欧家居营收/净利分别 24.98/ 2.30 亿元，同比分别增长 30.13%/48.18%，其中欧神诺占收入的 90%左右。

图表6： 2010-2019H1 欧神诺营收高速增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

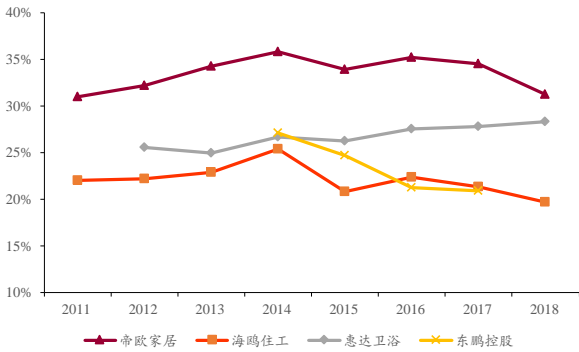
图表7： 2010-2019H1 欧神诺净利高速增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

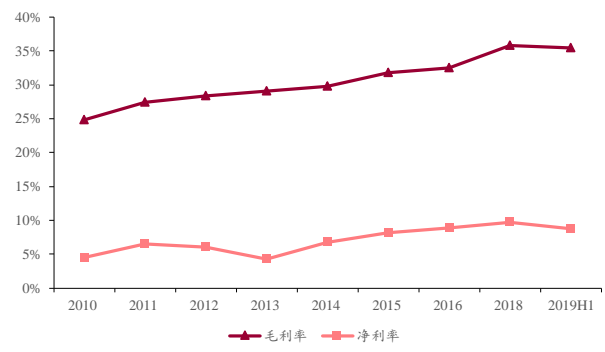
规模效应提升盈利。欧神诺毛利率逐年上升，从 2010 年 24.8% 升至 2018 年 35.8%。工程较零售毛利高 5-6pct，主要系瓷砖行业规模效应差，工程优势可带来大额订单，规模效应实现成本节约。

图表8： 2011-2018 帝王洁具毛利率同业对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表9： 2010-2019H1 欧神诺瓷砖盈利能力上升

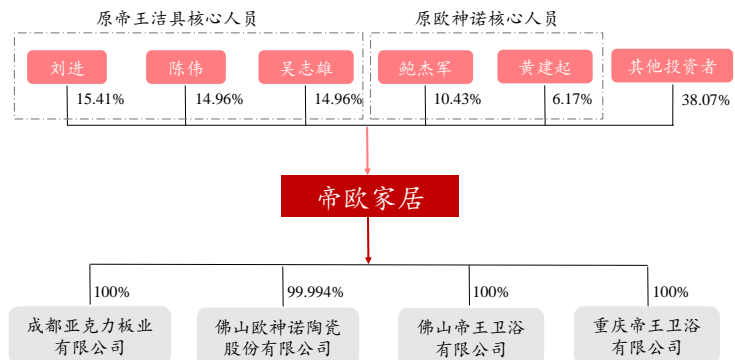


资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.3 管理结构清晰，股权激励计划绑定核心员工利益

公司股权清晰&集中。实际控制人刘进/陈伟/吴志雄持有 15.41%/14.96%/14.96%股份，合计 45.33%，三人存在一致行动关系，决策效率高，利于稳健经营。且欧神诺管理层学历高，生产与管理经验突出。

图表10： 公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表11： 高层人员简历

姓名	职务	性别	学历	出生年份	个人简历
刘进	董事长	男	高中	1961	2007年任帝王洁具执行董事，2009年升任董事长
陈伟	副董事长	男	专科	1963	2007年任帝王洁具总经理，2010年升任董事
吴朝容	董事、副总裁、财务总监	女	硕士	1971	曾任TCL成都分公司财务经理、成都倍爱化妆品财务总监，2007年任帝王洁具财务总监
吴志雄	董事、总裁	男	本科	1963	2007年任帝王洁具监事，2009年升任副董事长
鲍杰军	董事	男	博士	1962	2000年至今任欧神诺董事长，中国建筑卫生陶瓷协会常务副会长，中国陶瓷产业发展基金会理事长
陈家旺	董事	男	硕士	1974	曾任美的集团企划投资部主管，2007年以来任欧神诺总经理，兼任欧神诺云商科技执行董事

资料来源：公司公告，方正证券研究所

实施工员持股计划绑定核心员工利益。今年6月帝欧实施工员持股计划，授予欧神诺核心高管4人共5000万元，价格10.67元/股，锁定期12个月，分两期解锁，第一期要求2019净利增速不低于20%，第二期要求以2018净利为基数，2020年增速不低于40%。而且2017年帝王洁具发布股权激励计划，公司上下一心，增强凝聚力。

2 瓷砖行业：空间广阔但产能相对过剩，集中度加速提升

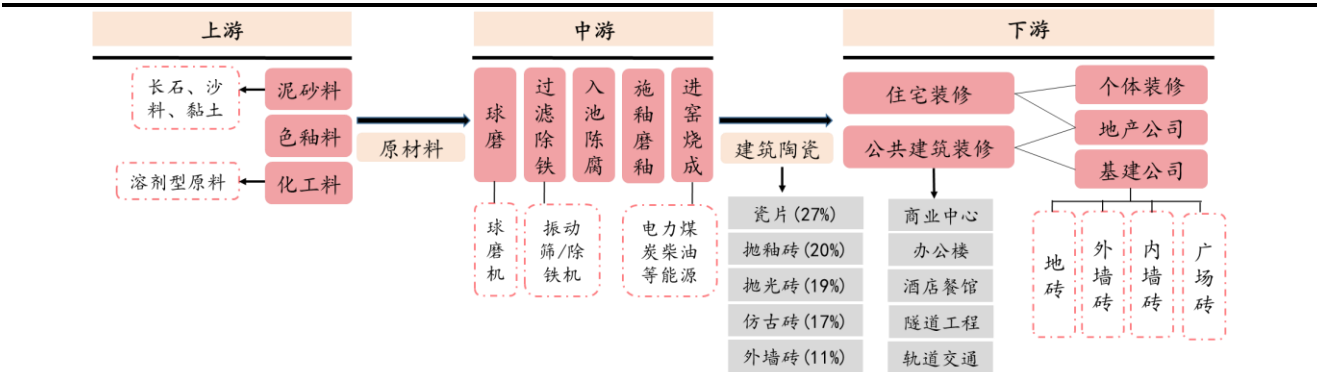
瓷砖分类众多（颜色、材质、规格、材质、风格、工艺），SKU 位于家居前列。下游以住宅为主（占 60%），地板、厨卫墙面、农村部分外墙都需铺设瓷砖；以商业地产和基建为辅（占 30%），购物、餐饮、娱乐地产，及隧道工程、轨道交通等基建也存在一定需求。

图表12：常见的瓷砖分类

品类	特征	适用	价位	优点	缺点	样图
通体砖	表层不施釉，正反面材质和颜色相同，具有较强的防滑和耐磨性，大多数防滑砖都是通体砖	主要用于厨卫、厅堂、过道和室外走道等地面，尤其适合阳台、露台等区域	60元左右 (800*800m m)	坚硬耐磨（表面抛光后可与石材相比），防潮（吸水率低），经济实惠	虽然有渗花通体砖等品种，但整体花色比不上釉面砖	
釉面砖	主体分为陶土和瓷土，将砖表面用釉料烧制而成，表面可以做出各种花纹和图案	一般用于厨房和卫生间	40-90元 (800*800m m)	表面的颜色花纹更丰富，釉层部分具有强耐污性	作地砖时抗折强度比全瓷砖差；表面釉层被磕碰损坏后影响美观和防污性	
抛光砖	通体砖坯体的表面经过打磨/抛光处理而成的一种光亮的砖，相对通体砖而言表面更光洁	-	30-70元 (800*800m m)	打磨处理后洁净通透，能让空间看起来更加明亮；比普通瓷砖更抗打磨	抛光时留下凹凸气孔，因而抗污性不强。而且因为光滑，所以不防滑	
仿古砖	属于上釉的瓷质砖，但釉料色彩仿古。材质来自天然青石板，高温高压处理后，质感更细腻	-	25-60元 (800*800m m)	强度高，具有极强的耐磨性，兼具防水、防滑、耐腐蚀的特性	防污能力较抛光砖稍差	
陶瓷锦砖	别名马赛克，形状小，花色多样，用途广泛。材料上分为陶瓷、大理石、玻璃马赛克	因小巧和色彩多样，适于小面积地面、墙面	8元左右 (300*300m m)	耐酸耐碱耐磨，不渗水，抗压力强，色调柔和朴实，化学稳定性好，容重量轻	马赛克缝隙太多，容易脏难清洗，厨房尽量避免	
玻化砖	高温烧制的瓷质砖，所有瓷砖中最硬；属于强化的抛光砖，工艺要求高，表面不抛光就很亮	非常适用于客厅等公共场合使用	30-90元 (800*800m m)	表面经过打磨非常光亮且耐脏，硬度高，不容易有划痕	存在色泽单一，不防滑，造价相对较高等缺点	

资料来源：百度百科，方正证券研究所

图表13：瓷砖行业产业链一览



资料来源：方正证券研究所

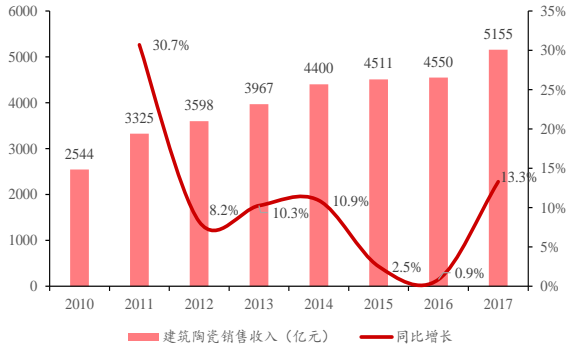
2.1 需求：瓷砖行业需求稳健，未来具备量价齐升动力

由于应用广泛、需求量大，瓷砖行业规模超 5000 亿元（其他建材品种百亿规模）。过去几年需求稳定波动，未来仍有量价齐升动力。

量的角度看，由于瓷砖行业起步早、发展成熟，因而与地产竣工

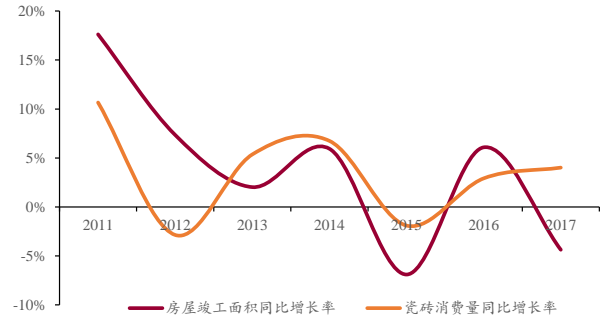
增速趋同，近年消费量稳定波动，呈向上趋势（2017年88.1亿平，2010-2017年CAGR约3.5%）。长期来看，随着存量房步入翻修阶段，瓷砖需求将进一步释放（当前新建住宅占需求40%，二手房占17%）。

图表14：建筑陶瓷销售收入稳健增长



资料来源：中华陶瓷网，方正证券研究所

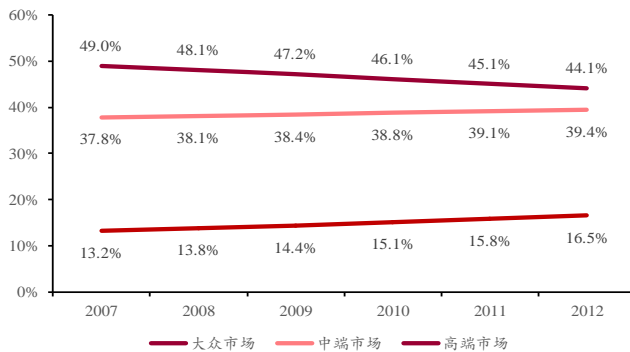
图表15：竣工面积增速与瓷砖消费量增速趋同



资料来源：中国产业信息网，Wind，方正证券研究所

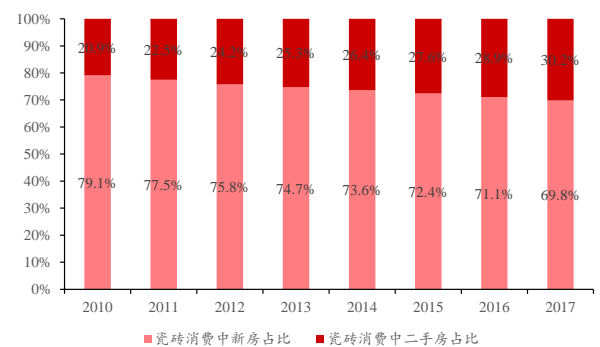
从价格的角度看，单品类瓷砖单价维持稳定，但消费升级下瓷砖产品结构优化，高端市场占比由2007年13.2%升至2012年16.5%，中高端市场则由2007年51.0%升至2012年55.9%。且环保压力下原材料涨价，部分瓷砖龙头发布涨价函。

图表16：高端瓷砖占比持续提升



资料来源：智研咨询，方正证券研究所

图表17：住宅瓷砖需求中二手房占比持续提升



资料来源：Frost&Sullivan，方正证券研究所

从渗透率角度，瓷砖渗透率近饱和（70%+），但大幅下滑风险小。一方面，瓷砖以易清理性和耐腐蚀性，成为厨卫等功能空间的必备墙饰；另一方面，由于消费习惯稳固，木地板对地面装饰替代效应减弱。

我们测算瓷砖市场中，2019年城镇住宅市场容量将达1134亿元。其中对于每平住宅平均覆盖瓷砖1.25平的假设推算如下。此外，按竣工面积城镇:农村=3:5的比例，农村还有接近2000亿元的瓷砖市场。

图表18：城镇住宅瓷砖需求测算假设表

空间	地面面积占比	地面用瓷砖概率	瓷砖覆盖地面面积 (若总面积100平)	墙面用瓷砖概率	瓷砖覆盖墙面面积 (若总面积100平)	总结
客厅+餐厅	39%	70%	27.3	0%	0	每平住宅需1.25平瓷砖 (包含铺设过程中3%的损耗)
卧室+书房	43%	50%	21.5	0%	0	
阳台	4%	90%	3.6	80%	15.4	
厨房	8%	95%	7.6	80%	21.7	
卫生间	6%	95%	5.7	80%	18.8	
总计	100%	-	65.7	-	55.9	

资料来源：方正证券研究所

图表19： 瓷砖行业需求空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
住宅销售面积 (万平)	112406	137540	144789	147929	154978	163000
yoy	7%	22%	5%	2%	5%	5%
其中: 现房	25902	31931	31244	23205	19028	16174
其中: 期房	86504	105609	113545	124725	135950	146826
yoy	6%	22%	8%	10%	9%	8%
当期装修的期房 (万平)	85702	75336	78304	79206	102191	123607
空置率	7%	7%	8%	8%	9%	9%
当期装修的新房 (万平)	104249	99372	100640	93891	109921	127410
yoy	4.0%	-4.7%	1.3%	-6.7%	17.1%	15.9%
存量房面积 (万平)	2471681	2586768	2703714	2802255	2899587	2994967
存量房翻新率	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
当期翻修的存量房 (万平)	43254	49149	52722	53243	55092	56904
装修房屋总面积 (万平)	147503	148520	153362	147133	165013	184314
yoy	5.0%	0.7%	3.3%	-4.1%	12.2%	11.7%
每平平均覆盖瓷砖面积 (平)	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
瓷砖市场规模 (万平)	184379	185650	191703	183917	206266	230393
瓷砖单价 (元/平)	51	52	53	54	55	56
瓷砖市场容量 (亿元)	940	965	1016	993	1134	1290
yoy	7.1%	2.7%	5.2%	-2.3%	14.2%	13.7%

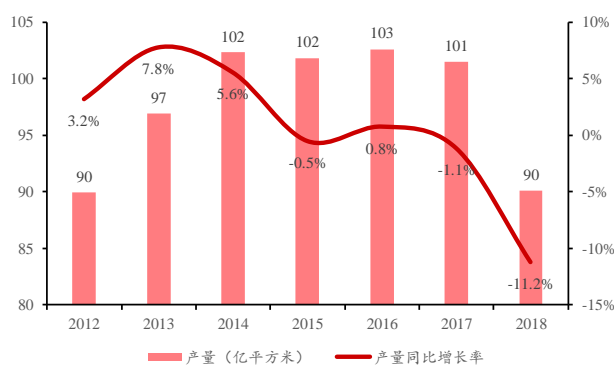
资料来源：方正证券研究所

2.2 供给：产能相对过剩，行业集中度持续提升

2.2.1 瓷砖行业产能相对过剩，但产能利用率呈上升态势

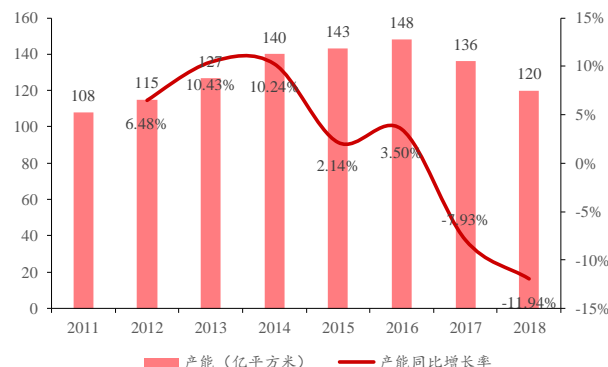
当前瓷砖行业处于产能过剩状态。2014-2016年，瓷砖产量保持稳定（略超100亿平）、产能略有增长（增至近150亿平），因而产能利用率降至70%以下，供需恶化。

图表20： 瓷砖行业年产量及同比增速



资料来源：中华陶瓷网，方正证券研究所

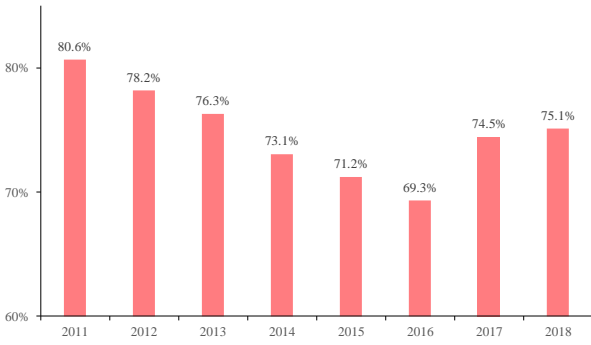
图表21： 瓷砖行业年产能及同比增速



资料来源：中华陶瓷网，方正证券研究所

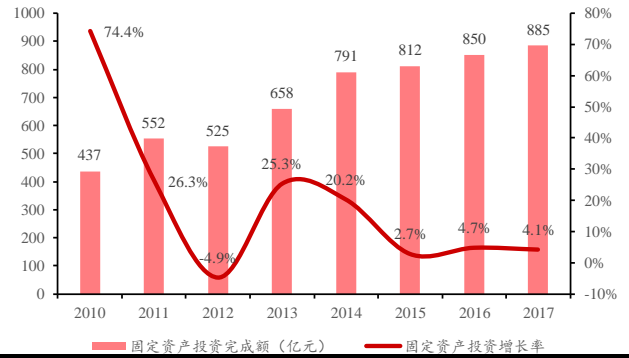
未来供需格局有望好转。2017年开始，在供给侧去产能、竞争形势恶化、环保成本攀升等背景下，固定资产投资完成额增速大幅放缓，同时落后产能持续淘汰，行业产量产能均有下降，2018年产能利用率重新升至75%左右。未来格局预计进一步好转。

图表22: 瓷砖行业产能利用率近期有所回升



资料来源: 中华陶瓷网, 方正证券研究所

图表23: 建筑陶瓷固定资产投资完成额稳定



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2.2 瓷砖“大行业，小公司”，格局相对分散

格局方面，瓷砖行业集中度较低。制造商共 2000 余家（皆为民营），其中规模以上企业 1265 家，高端产能不足，中小产能过剩，形成三个梯队。①第一梯队约 30 家，占企业数 2%，如马可波罗（营收 70-80 亿元）、新中源（营收 50-60 亿元）、东鹏瓷砖（营收 50+亿元）、蒙娜丽莎（营收 30 亿元）、欧神诺等，研发能力强、产品质量高、品牌效应显著，一般覆盖中高端市场，渠道辐射全国。CR5 不足 5%。②第二梯队约 200 家，占企业数 10%，如江西景德镇、湖南衡阳等区域品牌，区域知名度高、性价比高，覆盖中低端市场。第三梯队 1700 余家，占企业数 88%，数量众多，鱼龙混杂，主要是杂牌和小厂，其中相当一部分技术落后、缺乏自主品牌，但价格优势显著，灵活性强。

图表24: 瓷砖行业三大梯队格局

	代表品牌	企业特征	市场分布
第一梯队 全国瓷砖龙头品牌	马可波罗瓷砖 蒙娜丽莎瓷砖 诺贝尔瓷砖 ...	渠道能力强 产品研发能力强 服务体系完善	一二线城市为主 三四线城市为辅 全国覆盖
第二梯队 区域强势瓷砖品牌	嘉达陶瓷 顺辉瓷砖 王者陶瓷 ...	渠道能力较强 能够仿制新产品 服务体系较为完善	三四线城市为主 一二线城市为辅 区域覆盖
第三梯队 中小型制陶企业	规模较小的 建陶企业、代工厂	少渠道 弱研发能力 服务体系不完善	仅服务于特定区域

资料来源: 中华陶瓷网, 方正证券研究所

我国瓷砖行业相较于其他家居行业，瓷砖行业集中度较低，究其原因，其一，产品需求异质性强，可选项多且更新迭代快，且不同品种和规格的生产无法灵活切换，生产规模效应极弱，因而细分品类易出现知名品牌，如专营大理石砖的简一和专营仿古砖的金意陶。其二，运输费用占比高、运输半径小，区域品牌较为强势，例如江西景德镇和湖南衡阳等区域品牌。其三，产品生产壁垒不高，虽然瓷砖看重设计研发，但产品易模仿、生产过程简单，给杂牌较大生存空间。

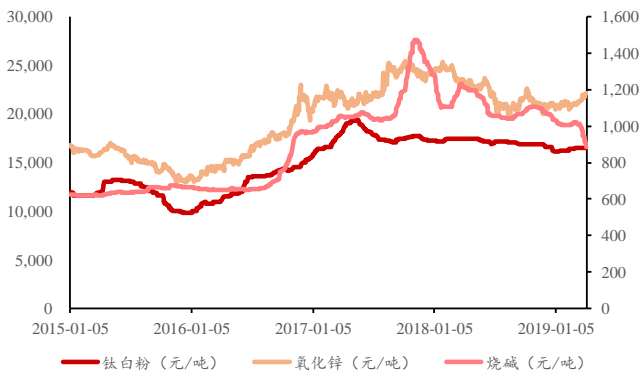
2.2.3 政策加码，瓷砖行业集中度持续上升

近年在供给侧改革背景下，盈利能力弱、环保不达标的部分中小厂商逐渐退出市场。规模以上企业数量由2016年的1432家降至2018年的1265家，具有资金和品牌优势的大企业市占率持续提升。

其一，消费升级下，龙头对杂牌有自然替代作用：①龙头研发投入大、产品设计优&更迭快，小企业一般为生产导向，需求更迭带来结构性过剩（如全抛釉取代传统抛光产品）。②建材行业品牌红利逐步兑现，消费升级下更受青睐。③瓷砖运输半径小，龙头资金积累推动异地设厂，产能渠道辐射全国，对区域小厂形成挤出效应。

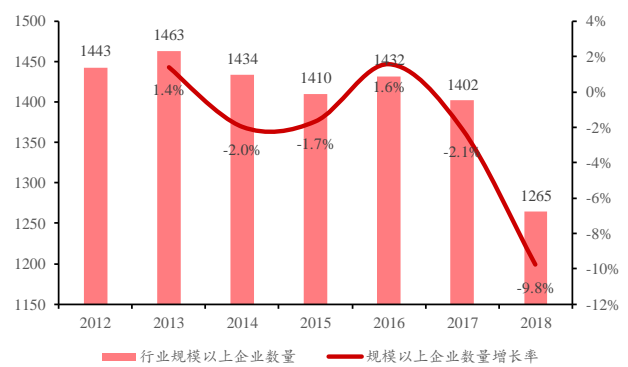
其二，原材料涨价倒逼行业整肃：成本端，环保压力下原材料和燃料价格涨幅大，2016-2017年烧碱涨价107.1%，氧化锌涨价83.8%。2015-2018年煤炭涨价20.3%，包装箱板纸涨价40.9%。瓷砖企业成本骤增，而龙头议价力强，可通过涨价函转移成本压力，小企面临洗牌。

图表25：前期瓷砖化工原材料价格大幅上涨



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表26：瓷砖行业规模以上企业数量下降



资料来源：中华陶瓷网，方正证券研究所

其三，C端集中度提升缓慢，大宗助力企业快速提升市占率。一方面，工程业务推动企业突破规模瓶颈。瓷砖零售集中度上升空间小，主要因产品需求的非标性和生产的单一性无法匹配，而工程端同一地产商要求花色少，极大促进订单放量。另一方面，地产商青睐龙头供应商。地产商采取招标和集采模式，总部定下合作的供应商列表，再给各项目具体挑选，每个客户只选3-5家合作商。当前1265家陶瓷企业（至少5000品牌），只有40-50个品牌可进入精装房竞争（佛山50多家保留生产的企业只有8-9家进入序列），招标门槛高。而龙头品牌、资金、产品、服务等竞争优势显著，全国布局提升响应速度（地产商极少考虑区域品牌），规模效应下性价比高，因而成为首选。未来，随着地产龙头市占率持续攀升，政策推动下精装房渗透率加速上升，B端逐步替代C端新房需求，市场集中度有望加速向上。

其四，供给侧改革和环保压力，迫使中小企退出市场。瓷砖高污染（烟尘、二氧化硫、废水、固废）、高能耗（成本结构中能源占20-30%）。因此，环保趋势下瓷砖作为重点行业被彻查。①**环保政策加码：**政策规定陶瓷污染物排放总量（十三五期间减少8-10%），直接限制企业集中度（十三五末企业数减少1/3，前十集中度20-30%）。②**环保督查+北方污染限产：**2018年2+26城市排放限值执行范围扩大至陶瓷行业，山东淄博、四川夹江等地出现大范围停产。而北方陶企秋冬季节停产

4-5 个月，空窑导致成本大幅增加，而且造成产品花色配套不全、质量稳定性下降。③“煤改气”推动落后产能淘汰：以天然气为燃料的陶企由 2014 年 270 家升至 460 余家。同等发热量燃气成本更高，特别是冬季天然气供不应求，耗气成本占售价的 1/3，倒逼中小企业淘汰。

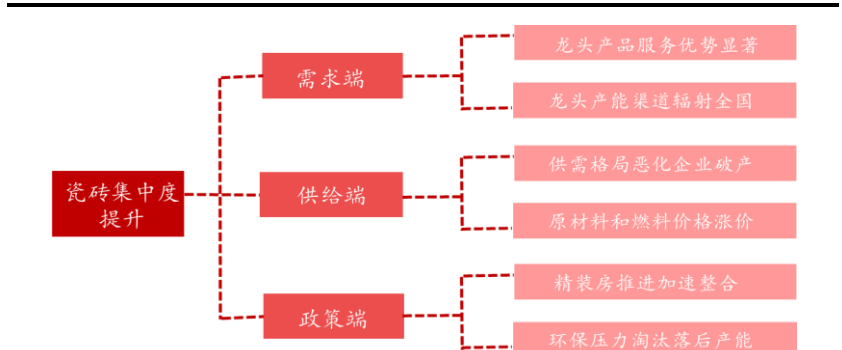
图表27： 2018 年瓷砖行业停产限产情况

主要产区	2018上半年停产限产
北方四省（河南、河北、山西、陕西）	5月开始大量企业停产，总停产比例约20%，其中陕西比例最高（约2/3）；至7月，四省共约60条产线停产，范围之大远超往年
山东（淄博、临沂）	山东200余条产线中，15%处于停产状态，其中临沂陶企相对正常，仅3条停产，但淄博约10家企业停产，两地共约30余条产线停产
四川（主要指夹江）	7月底夹江产区产线关停率已高达60%以上，共约60条生产线停产
辽宁（法库、建平、喀左）	辽宁三产区总体开工率不足6成，截至7月，辽宁106条产线中，处于停产（或阶段性停产）的共30余条，占已建成产线总量的28%
主要产区	2018下半年提前停产（北方采暖季）
广东	至11月底部分陶企进入全面停产阶段
山东淄博	于11月下旬停窑检修
山东临沂	陶企自主选择错峰生产，建陶产线（不含使用天然气的企业）采取产线停产方式限产50%
河南	执行错峰生产，11月15日起停产4个月
辽宁法库	截止11月初，法库产区70余条生产线尚在运行的仅有32条

资料来源：中国建材信息网，方正证券研究所

环保压力直接加速集中度的提升：①部分中小产能环保意识不足或盈利能力有限，无法进行环保改造而面临淘汰。据《中国陶瓷产能报告》，2017 年全国 183 家陶厂彻底退出，占 12.6%。2014-2017 年每年省每年 5%-10%的陶厂倒闭或废弃，另有 10%-15%处于完全停产，例如佛山就有接近 1/3 的企业退出。②部分地区环保压力大，整体面临淘汰。近年除广东等地陶企生产正常，其它产区如山东、河南、辽宁等开窑率普遍不高（50-80%），部分创下历史新低。③此外，即使当前未被淘汰，上下游企业担心陶企停产，转向与环保达标的龙头合作或跨区域合作；而中小陶企也担心未来关停风险，愿意选择做一线品牌代工。龙头产业链地位和话语权增强。

图表28： 瓷砖行业集中度提升逻辑



资料来源：方正证券研究所

3 欧神诺工程业务：竞争壁垒高，有望持续支撑企业成长

政策推进下精装房渗透率快速提升，工程端成为兵家必争之地，也带来瓷砖企业竞争力的重塑。欧神诺是最早布局工程业务的瓷砖企业之一，与 TOP3 地产商深度绑定，服务优质、供应链完善、资金产能充足，具备经验资质和先发优势，相较于中小陶企，竞争壁垒高。

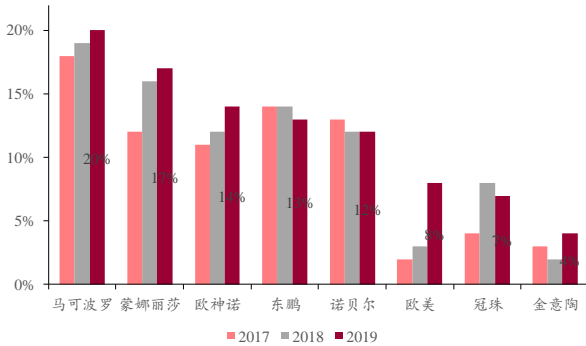
3.1 竞争优势：先发优势显著，产品服务优质+产能资金充足

3.1.1 工程龙头先发优势显著，积累良好口碑效应

欧神诺与碧桂园同为佛山企业，具备良好的地缘关系，因而成立伊始便推出工装业务，率先与碧桂园合作、获取卡位优势。其后逐步与万科和恒大建立合作，并拓展至其他客户。对于存量客户，欧神诺具备较高的客户粘性。不同于分散而低频的零售，工程客户需求量大，对供货稳定性和即时性要求高，客户通过战略集采招标，若长期合作、结构磨合好，则更换率低、忠诚度高，部分还会签订 5 年框架协议。

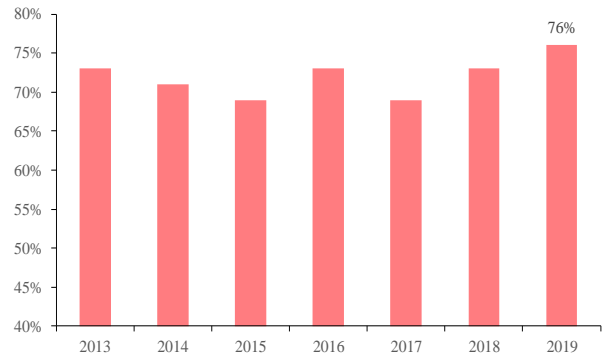
对于潜在客户，欧神诺具备进一步拓展条件。由于瓷砖消费频次低且很少直接接触及客户（主要通过工长），消费者对瓷砖品牌认知度不足，因而零售端的品牌塑造难以发挥优势，但工程端口碑效应显著影响客户抉择（地产商对标 TOP20 品牌）。欧神诺率先与龙头合作作为信誉背书+深耕工程渠道积累口碑，因此在地产 500 强中首选率持续提升，2019 年位居第三，形成工程端的品牌效应。

图表29： 地产 500 强对瓷砖供应商的首选率



资料来源：中国房地产协会，方正证券研究所

图表30： TOP5 瓷砖首选率稳定在 70% 以上



资料来源：中国房地产协会，方正证券研究所

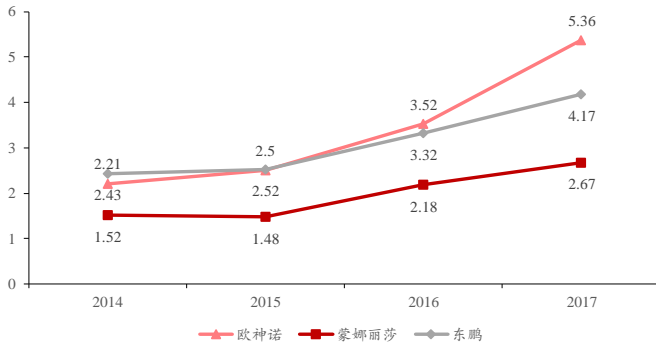
3.1.2 经验长期积累+产能资金充裕，支撑运营服务能力向上

由于地产商对品牌、设计敏感度不高，而且采购需求集中&大量，因而招标时主要考虑运营服务能力，包括响应速度、供货稳定性（容错率低）、铺贴指导、售后服务等，需要配合抢工、打样、补货，及时沟通。而欧神诺运营管控能力强、业务体系成熟高效，与多家地产商合作多年。存货周转天数持续下行，且低于东鹏、蒙娜丽莎。

1) 服务能力与内部管理机制相关，欧神诺工程端以自营为主，加强管控并获得实时反馈；工程合作长期积累经验，已形成完善的业务链条和内部架构；且成立针对每个地产商的专职服务团队（几十至

上百人), 深挖客户需求, 以狼性文化激励各团队发展。

图表31: 欧神诺存货周转率较快



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表32: 大地产商主要瓷砖供应商

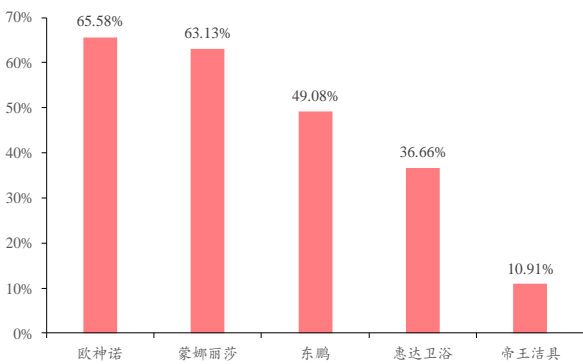
大地产商主要瓷砖供应商	
碧桂园	欧神诺、蒙娜丽莎、金意陶、马可波罗
万科	欧神诺、蒙娜丽莎、马可波罗、新中源、东鹏
恒大	佳美、冠珠、欧神诺、马可波罗
融创	马可波罗、宏宇、冠珠
保利	蒙娜丽莎、马可波罗、冠珠、新中源
绿地	马可波罗、新中源、蒙娜丽莎

资料来源: 奥维云网, 全装联, 方正证券研究所

2) 服务能力由充足的资金和产能支撑: ①并入帝王洁具前, OEM 有效支撑运营 (占比 70%): 其一, OEM 优化资源配置, 减轻工程压款的资金压力; 其二, 跨区域 OEM 实现全国快速响应, 且由于 OEM 成熟、有效匹配工程需求, 运输费用较同行低 10-20% (占成本 10%+); 其三, 佛山地区 OEM 资源丰富、供应充裕, 欧神诺工程规模优势显著, 而且可预先计划批量排产, 因而采购价较其他品牌低, OEM 毛利率甚至高过自产。②并入帝王洁具后, 由于帝王零售为主、现金流好, 给予欧神诺资金优势, 还提供上市公司的融资平台, 缓解工程垫资带来的应收账款问题, 促进规模良性扩张。此外, 还可利用资金突破产能瓶颈, 将 OEM 占比降至合理区间, 提升全国性的服务能力。

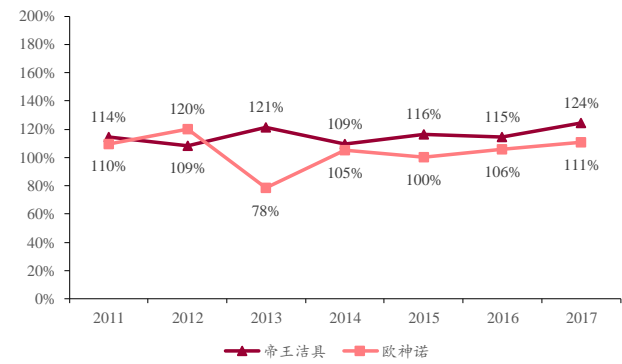
品牌&先发优势+供应&服务能力是欧神诺招标入围的主要理由, 入围后地产商寻求低价 (精装价格标准低), 由于瓷砖行业成熟、充分竞争, 欧神诺相较小厂基本无溢价 (5%内), 因而较易中标。

图表33: 瓷砖资产负债率与工程业务占比相关



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表34: 帝王洁具收现比稳定向上



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

3.2 未来看点: 龙头客户订单稳定, 腰部经销商成未来亮点

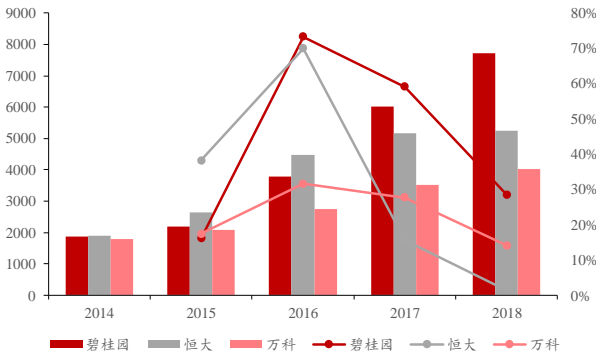
3.2.1 一线地产龙头忠诚度高, 提供稳定收入来源

欧神诺主要客户是地产商 TOP3, 碧桂园/万科/恒大分别占公司收入的 55.5%/11.2%/2.4%, 公司在碧桂园/万科的渗透率分别约 60%/42%。

过去，欧神诺最主要的收入来源是地产龙头面积的高速扩张。碧桂园/万科/恒大 2018 年销售面积同比增长 28.5%/1.5%/14.1%，2014-2018 年 CAGR 分别是 42.3%/28.8%/22.5%。

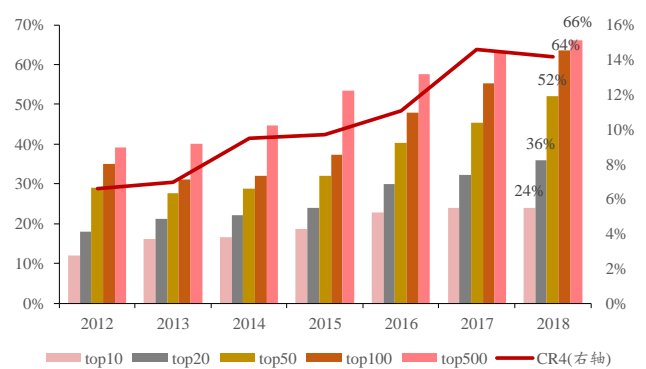
虽然短期地产增速低迷、龙头三四线下沉到位，但长期来看，城镇化率提升给新房销售提供空间，且随着中小企业融资等受限，地产行业集中度提升（18 年 CR20 是 12 年的 2 倍）。而 TOP3 护城河深、管理优秀，有望长期维持龙头地位。对于欧神诺，存量客户粘性较高，保障收入稳定性。不过 TOP3 地产增速边际放缓，且欧神诺在其中渗透率已较高，因此订单与客户交房节奏趋同，预计维持稳健。

图表35： TOP3 房企近年销售形势较好（万平）



资料来源：克而瑞地产，方正证券研究所

图表36： 地产行业集中度向上



资料来源：CRIC，方正证券研究所

3.2.2 腰部开发商成未来看点，精装渗透率提升催化订单增长

1) 政策推进下，精装房渗透率加速上升

2019 年住建部《住宅项目规范（征求意见稿）》中规定，城镇新建住宅应全装修交付，要求所有固定面都铺装或粉刷完成，这在 2020 年 30%的渗透率目标基础上又有提升，而且房企预收款与可支配现金增加，被动+主动两方面推动全装修加速。虽然资金问题使精装标准偏低，但硬装环节的瓷砖始终包含在内，受精装推进影响。

图表37： 全装修政策列举

时间	机构	政策	政策重点
1999.08	国务院办公厅	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》	强调对住宅装修的管理，积极推广一次性装饰或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、消费、扰民等现象
2002.07	中央住房城建部	《商品住宅装修一次到位实施导则》 《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》	通过逐步取消毛坯房，直接向消费者提供精装修成品房，规范住宅装修市场，使住宅装修生产从无序走向有序
2008.07	中央住房城建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式，要求把毛坯房与个性化装修要求结合起来，逐步取消毛坯房
2013.01	国务院办公厅	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一
2013	中央住房城建部	《关于加快推进成品住宅开发建设的意见》	积极推进成品住宅开发建设工作，逐步扩大成品住宅建设规模
2017.05	中央住房城建部	《建筑业“十三五”规划》	指出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%
2019.2	中央住房城建部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	城镇新建住宅建筑应全装修交付，户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成；基本设施安装到位

资料来源：各政府网站，方正证券研究所

测算瓷砖工程端发展空间，2020 年保守假设下工程市场容量 387 亿元，占比 30%，欧神诺工程收入 48 亿元，相较 18 年规模接近翻番。中性假设下工程市场 426 亿元（占 33%），公司收入 55 亿元；乐观假

设下工程市场 516 亿元（占 40%），公司收入 70 亿元，空间广阔。

图表38：全装修推进下瓷砖工程市场空间测算

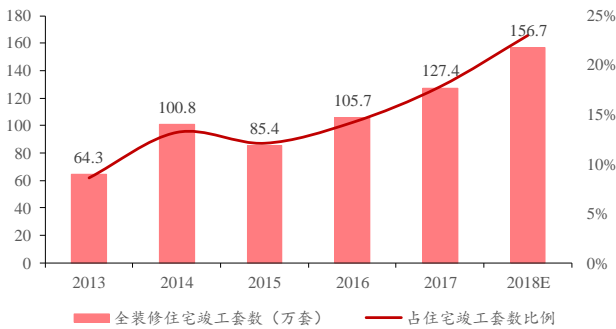
	保守假设			中性假设			乐观假设		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
装修房屋总面积（万平）	147133	165013	184314	147133	165013	184314	147133	165013	184314
精装修比例	23.0%	26.0%	30.0%	23.0%	28.0%	33.0%	23.0%	31.0%	40.0%
精装房总面积（万平）	21595	28579	38223	21595	30778	42045	21595	34075	50964
yoy	12.9%	32.3%	33.7%	12.9%	42.5%	36.6%	12.9%	57.8%	49.6%
瓷砖市场规模（万平）	183917	206266	230393	183917	206266	230393	183917	206266	230393
瓷砖ToB市场规模（万平）	42301	53629	69118	42301	57755	76030	42301	63943	92157
yoy	16.1%	26.8%	28.9%	16.1%	36.5%	31.6%	16.1%	51.2%	44.1%
瓷砖市场容量（亿元）	993	1134	1290	993	1134	1290	993	1134	1290
瓷砖ToB市场容量（亿元）	228.4	295.0	387.1	228.4	317.7	425.8	228.4	351.7	516.1
yoy	18.3%	29.1%	31.2%	18.3%	39.1%	34.0%	18.3%	54.0%	46.7%
欧神诺工程收入空间	26.8	35.4	47.6	26.8	39.1	55.3	26.8	44.3	69.7
市占率	11.7%	12.0%	12.3%	11.7%	12.3%	13.0%	11.7%	12.6%	13.5%
yoy	82.3%	32.1%	34.5%	82.3%	45.8%	41.7%	82.3%	65.3%	57.2%

资料来源：方正证券研究所

2) 腰部地产商是精装项目拓展主力

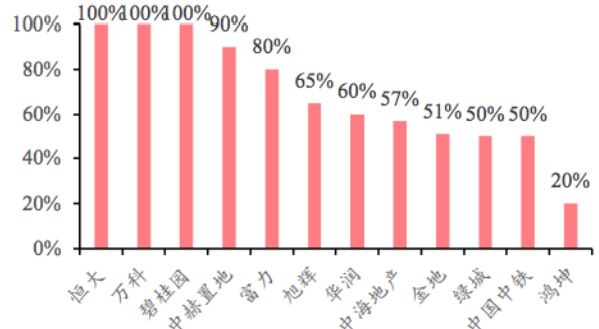
当前，绝大部分地产商精装修渗透率尚低（50%以下），在精装修渗透率加速提升背景下，涉及精装项目的房企迅速增加，各地产商精装项目占比也大幅提升。分结构看，TOP3 精装修渗透率已近 100%，难以提升；而尾部和区域地产商由于无法应对交付链条、难以把控项目质量、没有规模集采优势，因此精装获利较少，基本不会参与。因此，腰部地产商精装项目占比有望大幅提升。

图表39：全装修总市场渗透率持续提升



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表40：全装修比例排名前列的企业



资料来源：房天下，方正证券研究所

3) 腰部地产商是欧神诺未来收入增量的主要来源

新客户（10-50 名的腰部地产商）是欧神诺未来收入增量的主要来源，依靠与碧桂园长期合作积累的口碑，公司屡屡中标新客户精装项目，当前已与雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润等地产商展开合作，正在与中海、新城、世茂、龙湖等建立初步联系。

精装修背景下，腰部地产商给欧神诺带来如下驱动力：①持续拓展新客户，直接带来增量订单；②地产集中度提升，新客户多为二三线龙头，销售增速较高；③腰部地产商销售面积中，精装占比加速向上，提供增量需求；④欧神诺与腰部地产商的合作尚处初始阶段，未来持续中标挤占小供应商份额（部分地产客户计划缩减供应商）。

图表41：腰部地产商 2018 年销售面积增速普遍较高

排名	地产商	销售面积	同比	排名	地产商	销售面积	同比
1	碧桂园	7,730.7	28.50%	11	中梁控股	1,297.1	108.20%
2	中国恒大	5,239.5	1.50%	12	龙湖集团	1,245.9	21.74%
3	万科地产	4,015.6	14.09%	13	阳光城	1,238.9	87.89%
4	绿地控股	3,574.5	45.12%	14	华润置地	1,205.9	24.56%
5	融创中国	3,020.4	40.84%	15	中南置地	1,158.4	35.44%
6	保利发展	2,715.3	18.69%	16	富力地产	1,094.1	61.83%
7	新城控股	1,791.2	99.87%	17	建业地产	1,066.5	80.49%
8	中海地产	1,630.7	10.53%	18	世茂房地产	1,065.6	76.17%
9	华夏幸福	1,538.9	55.76%	19	旭辉集团	1,029.3	65.54%
10	金科集团	1,498.7	68.90%	20	蓝光发展	1,025.6	43.82%

资料来源：克尔瑞地产，方正证券研究所；注：标黑为与欧神诺合作的企业

3.2.3 自有产能建设+OEM 提供弹性，支撑前端业务高速发展

➢ 1) 自有产能投放优化成本，支撑业绩放量

欧神诺当前 OEM 占比 70%，虽然 OEM 缓解资金压力，但相较自建产能劣势明显：其一，部分客户要求必须供应自产产品（基地必须厂家控股，通过新厂验厂、物流核实来验证）；其二，OEM 产品质量管控力和供应链稳定性弱，可能降低客户满意度。因此，并入上市公司后欧神诺迅速自建产能，景德镇瓷片产线扩建 2018 新增日均产能 1.7 万平。广西宽体窑一期厂房投产，2018 日均产能 7 万平，而且单位能耗低、适合大批量订单，成本接近 OEM，二期未来按进度推出。

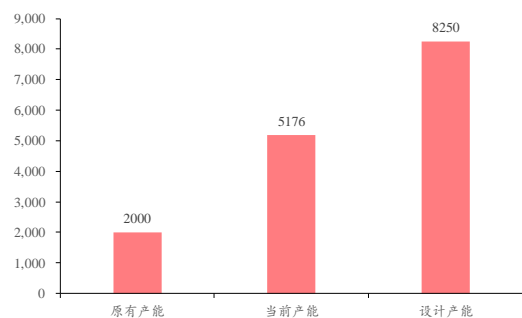
欧神诺自有产能由 2017 年 2000 万平升至 5200 万平，目标将外协比重控制在 30%以内，拓宽客户覆盖。此外，形成广东佛山、广西藤县、江西景德镇 3 大基地，跨区域新建产能可节省物流成本。瓷砖行业运输费用占比较高，而且工程运输费由厂商承担，跨域设厂（且靠近码头）可节约成本并提升响应速度，配合仓储提升物流效率。

图表42：欧神诺新建产能情况

	生产线	产能（万平/年）
原有生产线	多规格陶瓷装饰砖生产线	600
	瓷砖生产线	600
	高档内墙砖生产线	500
	高档仿古砖生产线	300
新建生产线	瓷片生产线（景德镇生产基地）	1000
	仿古砖/抛釉砖生产线（景德镇生产基地）	250
	欧神诺八组高端墙地砖智能化生产线（广西生产基地）	5000

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表43：欧神诺产能增长趋势（万平）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

➢ 2) OEM 成本呈下降趋势，贡献产能弹性

瓷砖零售市场规模萎缩，集中度提升，导致小厂盈利甚微，又没有工程端资质，因而转为工程龙头 OEM，欧神诺 OEM 资源愈加丰富。而且，外协企业可以为欧神诺建设生产线，欧神诺进驻管理人员和技术人员并支付改造费用，相互赋能。公司以轻资产方式扩张产能，满足货品供应、贡献产能弹性、支撑现金流，还保障供货稳定性和产品质量，该方式受到地产大客户认可。

3.3 对于欧神诺工程端的重点关注问题

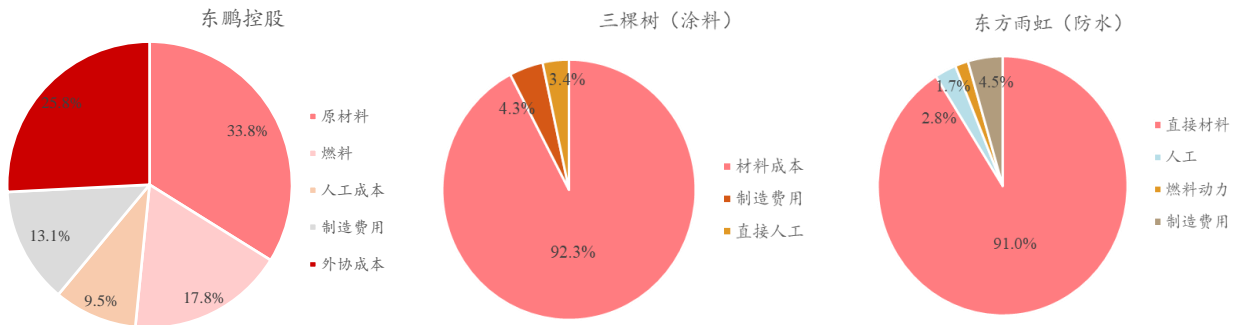
3.3.1 工程业务对盈利能力有何影响？

家居建材工程端对接地产商，相对零售议价能力和地位下降，因此盈利普遍承压。但瓷砖工程盈利反而高于零售，天然适合 B 端业务。

➢ 1) 瓷砖规模效应显著，转产影响成本，工程盈利优势显著

因为瓷砖需要进窑烧制，所以相较其他建材品类一大特性是能源占比高（占成本 20-30%，包括电力、燃料），而原材料成本低（不足 40%），因而固定成本高，规模扩张将提高投入产出效率，提升盈利。

图表44： 瓷砖行业成本分拆较为特殊

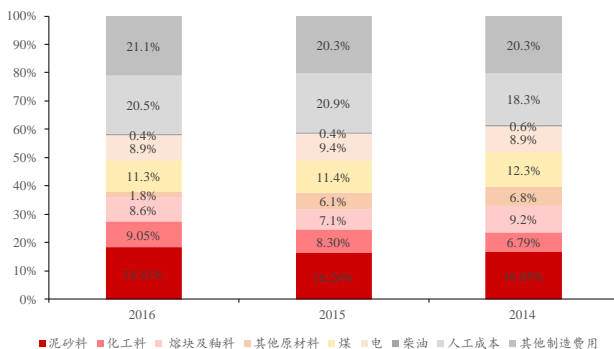


资料来源：各公司公告，方正证券研究所

而且瓷砖规模效应不仅在于整体生产规模，更重要在于 sku 集中度，因为生产中的损耗主要来源于不同产品间转产（确保性能稳定下对花色、样式、材质等进行更换）。因而集中度高则转产频次下降。

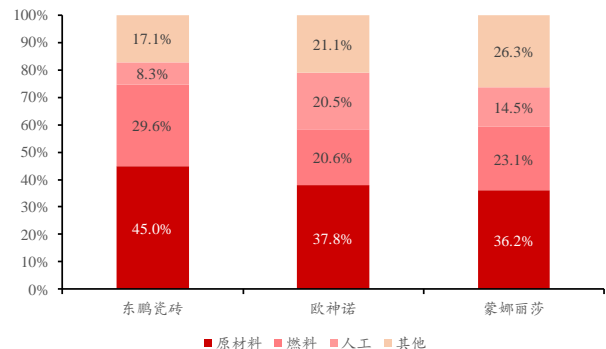
①转产带来能源空释，直接增加燃料和人工成本。转产时，窑炉需要空置以调整温度等参数，造成能源空释，而且转产容错率低，需要人力调整校对。因而规模效应推动单位能耗和人力成本下降。②转产降低产品稳定性，影响生产效率，间接增加成本。其一，转产期间产线空置，产能利用率下降，提升制造费用。其二，持续较高的窑炉温度提升瓷砖质量（如硬度）和成品率，而转产破坏高温稳定性。其三，转产面临参数错误等不确定性，成品率进一步降低。

图表45： 欧神诺具体成本分拆



资料来源：公司公告，方正证券研究所

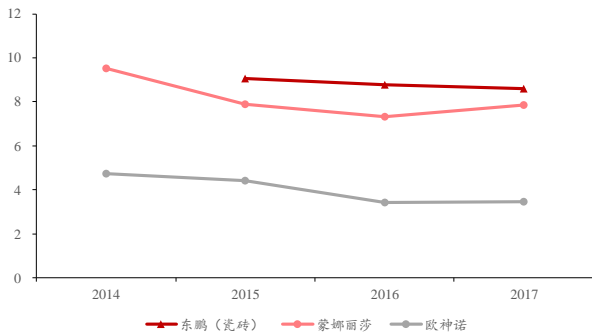
图表46： 欧神诺燃料成本最低



资料来源：各公司公告，方正证券研究所

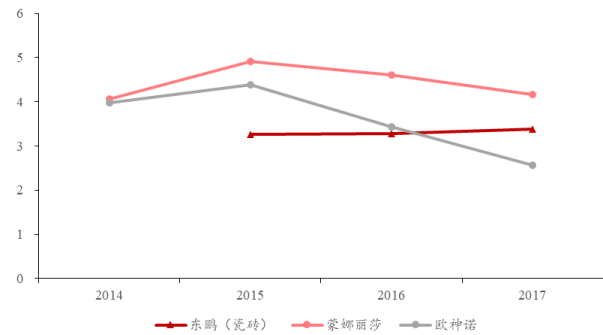
瓷砖行业 SKU 极多 (千余种), 且需求异质性强, 因此零售生产批量小, 转产多影响盈利能力。而地产单一供应商一般集中生产 3-5 种, 不同客户 SKU 还存在重叠, 因此 SKU 集中, 释放规模效应。欧神诺单位能耗由 2014 的 4.7 元/平降至 2017 的 3.4 元/平, 小于东鹏 (8.6 元/平) 和蒙娜丽莎 (7.9 元/平); 欧神诺单位人工由 2014 年的 4.0 元/平降至 2017 年的 2.6 元/平, 小于蒙娜丽莎的 4.2 元/平。

图表47: 单位能源呈下降趋势 (元/平)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

图表48: 单位人工呈下降趋势 (元/平)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

➤ 2) 除转产外, 工程业务还具备以下成本费用优势:

一方面, ToB 企业选择成本低的大型设备。企业与地产商合作先签合同, 再做样板房确定产品, 最后跟踪进度锁定需求。地产商一般给出确定的大批量工装订单, 故而瓷砖强企业可选择能源效率更高的大型设备, 但 C 端生产批量小, 使用小型设备防止存货堆积。

另一方面, ToB 企业存货风险小。通常若经销商从厂家提货 1000 万, 则估计库存 600 万以上。但瓷砖风格迭代迅速, 若产品设计无法得到市场认同, 则产成品变成滞销品, 迫使成本激增, 甚至企业为设备改造的成本无法转化成收益。而 ToB 订单相对确定, 无存货问题。

因此, **欧神诺工程业务毛利水平比零售高 5-6pct, 未来短期新客户拓展影响盈利, 但长期着规模效应释放, 盈利有望提升。**费用端, 虽然工程业务的运输费用、加工费用和服务费用远高于零售, 但广告费用、研发费用、经销商门店补助、管理费用等较低, 因此工程端净利水平 10%, 略高于整体的 8-9%, 盈利优势明显。

3.3.2 工程业务是否会使现金流受到挤压?

盈利之外, 家居建材工程业务另一劣势在于占款严重, 影响现金流。但欧神诺多措并举缓解现金流压力: 其一, 公司下游以大型地产商为主, 融资环境较优, 回款周期稳定, 维持在 6 个月的行业平均水平。其二, 欧神诺零售现金流部分支撑工程业务, 以零售为主的帝王洁具也可提供资金支持。其三, 公司 70% 产品来自 OEM, 随着议价能力和规模效应提升, 可占用上游 OEM 厂商账期, 分担资金压力。

3.3.3 如何看待市占率更高的竞争对手转做精装?

欧神诺并非瓷砖市场第一龙头, 马可波罗和蒙娜丽莎相较欧神诺

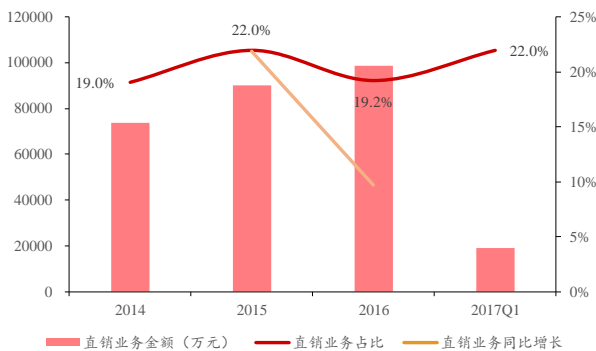
规模更大，地产 500 强首选率方面也略优于欧神诺，而在流量入口多元化、行业结构重塑的未来，其他龙头从零售转向工程。但是，精装修带来增量市场，且欧神诺工程端优势显著，竞争对手挤压有限。

其一，精装市场空间广阔，各龙头均有收益。精装持续提供增量需求，各龙头新客户拓展+存量客户渗透空间均大。而且地产客户一般选择多家供应商，单企业不超过 50%(注重服务的橱柜不超过 35%);而瓷砖异质性强、运输半径小，一般选择多家供应商。

其二，工程业务重塑瓷砖企业竞争力，零售端品牌效应在工程端释放空间，而欧神诺工程端布局最早且路径清晰，已形成成熟的供应链和管理体系，而零售端龙头切入工程业务后，一般需要较长磨合期，规模效应较难短期释放。例如产能饱和需要 OEM 采购，但较难找到匹配需求的 OEM 产能，而且对质量要求和管理磨合也有难度。

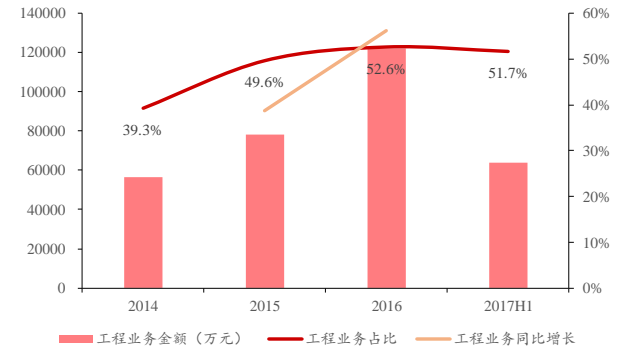
其三，不同的瓷砖企业定位和经营理念不同，以蒙娜丽莎为例，依靠经销模式建立品牌力，因而经销商实力强、规模大(3000+家)、集中度高、合作年限长(10-20 年)，所以经销商已经承揽大部分优质工程业务，总部的工程业务实力有限、直销项目较少，而如果把工程业务权限收回总部，又会侵蚀到经销商的利益，而且零售端利润贡献大，需要优先考虑。这种管理体系的冲突短期无法解决。而欧神诺工程业务起家，不存在类似问题。

图表49：东鹏直销提升慢（对地产和家装公司）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表50：蒙娜丽莎工程业务占比提升较缓



资料来源：公司公告，方正证券研究所

即使我们假设其他龙头转做工程对欧神诺形成压制，我们测算市场占有率下降情况下欧神诺工程收入增速，发现仍有至少 10%的增速

图表51：市占率下降假设下欧神诺砖工程端空间测算

	保守假设			中性假设			乐观假设		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
装修房屋总面积 (万平)	147133	165013	184314	147133	165013	184314	147133	165013	184314
精装修比例	23.0%	26.0%	30.0%	23.0%	28.0%	33.0%	23.0%	31.0%	40.0%
精装房总面积 (万平)	21595	28579	38223	21595	30778	42045	21595	34075	50964
瓷砖ToB市场规模 (万平)	42301	53629	69118	42301	57755	76030	42301	63943	92157
yoy	16.1%	26.8%	28.9%	16.1%	36.5%	31.6%	16.1%	51.2%	44.1%
瓷砖ToB市场容量 (亿元)	228.4	295.0	387.1	228.4	317.7	425.8	228.4	351.7	516.1
yoy	18.3%	29.1%	31.2%	18.3%	39.1%	34.0%	18.3%	54.0%	46.7%
欧神诺工程收入空间	26.8	29.5	32.1	26.8	33.4	39.6	26.8	38.7	53.2
市占率	11.7%	10.0%	8.3%	11.7%	10.5%	9.3%	11.7%	11.0%	10.3%
yoy	82.3%	10.1%	8.9%	82.3%	24.4%	18.7%	82.3%	44.3%	37.4%

资料来源：方正证券研究所

4 欧神诺零售业务：渠道加速扩张，工程业务反哺零售

虽然当前瓷砖零售市场收缩，但长期来看，随着存量房翻新需求提升，零售或将回暖。而欧神诺具备产品、渠道等零售端基本竞争力，还可借助工程端积累的口碑反哺零售业务，有望实现经销商的加速招募，以及小 B 业务的销售放量。发力零售业务可为欧神诺提供收入弹性和现金流造血能力，起到补充作用，同时防范单一大客户风险。

4.1 产品端，SKU 高、质量优、环保达标，研发助力结构升级

4.1.1 产品优质，SKU 丰富，研发助力产品结构升级

1) 产品力是瓷砖零售端的核心竞争力，吸引客流+助力产品升级。

欧神诺 SKU 超过 800 个，满足各类空间、档次及风格，且设计优质、更新迅速。瓷砖具备强个性化，过去瓷砖样式奠定家装风格，当前一站式整装更趋个性化，按需设计和快速迭代成为瓷砖企业引流的必备要素。而且新品开发带来均价提升，近年欧神诺售价最高的抛釉砖占比持续提升，其他品类也在技术研发下增值、优化。

支撑欧神诺产品优势的是雄厚的研发实力，公司持续投入技术研发，拥有建陶研发中心及博士后工作站，合作建立“产学研”平台；主要发明专利 12 项、实用新型专利 5 项、外观专利 36 项。

图表52： 欧神诺核心专利列举

技术名称	引用领域	主要内容
三维大颗粒布料技术	抛光砖	该项目自主研发了三维布料工艺及设备，达到了国内领先水平
超超白坯体配方技术	抛光砖	研究的是一种比现有超白坯体更白的一种坯体配方
1200*1800台面板生产技术	有釉砖	该技术研究的是1200*1800 台面板的生产技术，国内还无相对的产品
一种吸湿陶瓷砖的生产方法	轻质砖	利用某些材料高温发泡的特点，制作成有孔的轻质材料，在市场独树一帜
一种吸声陶瓷砖的生产方法	轻质砖	对佛山陶瓷工业固体废物进行资源循环利用研究，对环保产业提升具有重要意义

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表53： 各公司抛釉砖价格高于其他产品（元）

种类	年份				
	2014	2015	2016	2017	
东鹏控股	抛釉砖	69	60	54	
	仿古砖	52	49	49	
	瓷片	38	35	35	
	抛光砖	56	55	58	
欧神诺	抛釉砖	59	57	55	56
	仿古砖	40	42	43	43
	瓷片	30	32	29	28
	抛晶砖	169	202	163	163
	抛光砖	48	47	46	48
蒙娜丽莎	瓷质有釉砖(包括抛釉砖与仿古砖)	59	59	52	51
	瓷片	34	36	33	33
	抛光砖	47	47	48	49

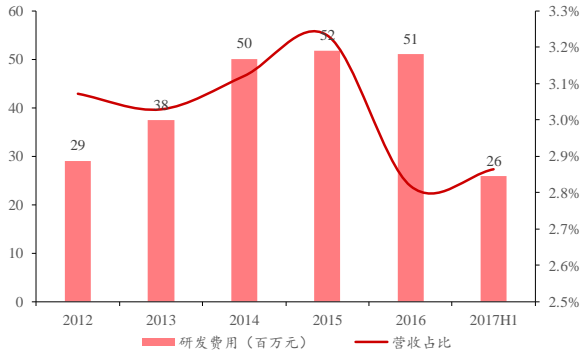
资料来源：各公司公告，方正证券研究所

2) 新品开发给予瓷砖企业发展活力。瓷砖企业工程业务占比超过 60%，大概率进入惰性发展模式。因为精装房一般从一线城市向二三线复制，地产商大多照搬此前装修方案，所用材料也重复，供应商陷入惰性化，一旦瓷砖需求结构性转变，供应链将停滞。但由于发力 C 端，欧神诺注重新品开发，保障发展活力，避免丧失价值链地位。

4.1.2 产品质控严格、环保达标，受益于行业集中度的提升

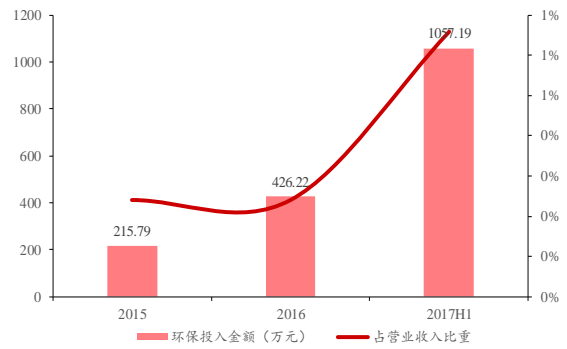
公司建立严密高效的质控体系，标准高于国家及欧盟委员会。环保投入领先行业，研发节能技术、引进环保设施，获得广东省清洁生产企业等荣誉。当前，瓷砖行业标准日趋严格，欧神诺环保标准领先行业，而且位居广州不受污染限产影响，将受益于落后产能淘汰。

图表54: 欧神诺研发费用



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表55: 欧神诺环保投入



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

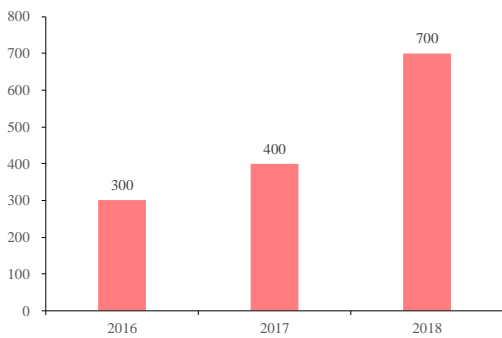
4.2 渠道端, 招商加速, 小B有望放量, 工程优势反哺零售

对于建材行业, 线下购买为主流方式, 又因品牌效应相对不强, 因此渠道成为主要的竞争因素, 能更多引流并转化的企业脱颖而出。

4.2.1 传统渠道: 经销商招募加速, 线上平台赋能渠道

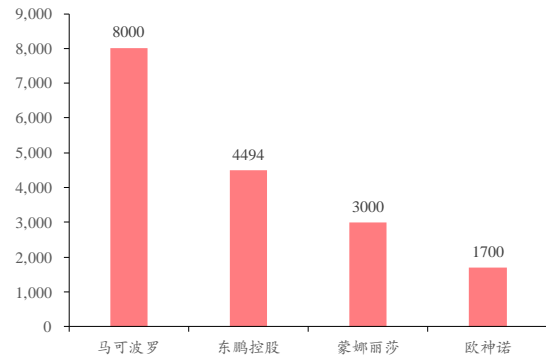
欧神诺经销商加速招募, 且仍有大量拓展空间。公司产品优质、供应链强、工装口碑好, 经销商对前景乐观, 因而近年招商超预期。2019H1 经销商 800 多, 门店 1700 多家。而竞争对手马可波罗/东鹏/蒙娜丽莎分别有 8000+/4500+/3000+ 家店, 终端趋于饱和。但欧神诺扩张空间大, 三四线存在大量空白, 未来保持每年 300 家的扩张速度。

图表56: 欧神诺经销商数量高速增长



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表57: 欧神诺门店数量仍然较少



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

此外, 帝王洁具具备协同作用。帝王零售为主, 渠道经验成熟, 欧神诺可借鉴门店铺设和经销商管理经验; 形成区域、城市层级互补; 还可在帝王门店中摆设瓷砖样品(占地少, 上样便利)。

而且公司建立“欧神诺在线”, 一方面, 为经销商、供应商和企业内部提供业务协同的集成系统, 提高交易效率; 同时将订单案例传至云端, 积累大数据。另一方面, 展示终端产品及装饰效果(瓷砖 SKU 多, 门店面积有限, 展示不全且滞后), 为消费者提供装修知识、设计服务, 起到营销引流作用。当前信息不对称减弱, 客户习惯先网络检索再购买, 因此线上平台将获客环节前置。

4.2.2 发力小 B 业务，加速零售放量

建材家居流量入口日趋多元化，经销渠道规模减缩，且公司传统门店较竞争对手优势不足、布局落后，故而发展小 B 业务，以期实现零售快速放量。小 B 主要包括非家装类小型工程业务（占比超 50%）以及家装业务（家装公司、设计师、家居企业等），部分由总部与装企签协议，部分鼓励经销商转型，将对接小 B 供货作为经销商考核方向，并在供应链和服务环节赋能，当前已经和 400 多家装企合作。

小 B 有望成为瓷砖流通环节的演进趋势。早前建材在卖场店或街边店销售，由装修公司带领客户选购。然而一方面，硬装零售市场收缩挤压装企业绩，迫使其转向自购产品以提升附加价值；另一方面，消费者年龄中枢下移，需要省心的采购，因而小 B 入口逐渐崛起。

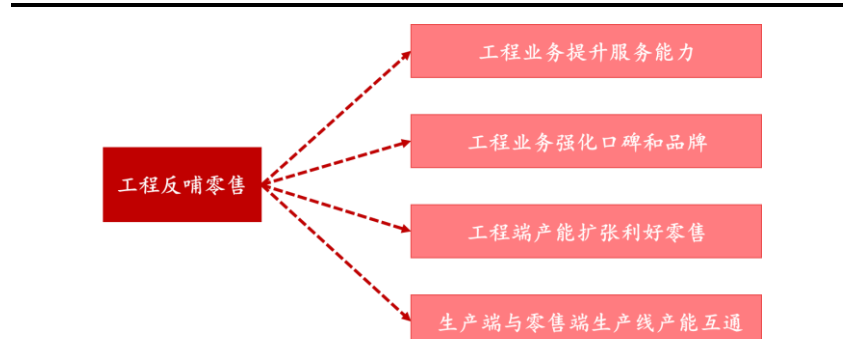
欧神诺与小 B 企业互相赋能，欧神诺供货能力强，品牌口碑好，供应链成熟，可将大 B 的规模效应和供应链经验应用于小 B；而小 B 企业具备较强的区域影响力、人脉资源（回头客占 1/3），以及优越的地推能力，助力欧神诺迅速打开市场。虽然小 B 企业议价能力较经销商强，对价格更敏感，而且没有排他性，需要瓷砖企业给以更高的销售返点和更低的提货价格，但欧神诺作为零售端的后发力者，终端体系尚不完善、没有招商先发优势。因此小 B 可迅速打开零售端市场。

4.3 未来亮点：工程反哺零售，夯实口碑与服务竞争壁垒

工程反哺零售或将成为未来亮点。1) **工程强势带来品牌效应：**其一，瓷砖整体规模收缩但工程端快速扩张，工程强势的企业受关注；其二，与地产龙头合作为品质背书，工程端口碑优势转化为零售端品牌效应；其三，工程收入扩张助零售投入营销推广，释放品牌效应。

2) **工程业务提升服务能力：**瓷砖有半成品特性（需安装、售后），服务水平直接决定产品呈现效果。欧神诺深耕工程渠道，剪务剪能力强、供应链完善。3) **工程产能扩张利好零售：**瓷砖运输费用占售价 10%，零售端由经销商承担，运输费对招商意愿影响明显。欧神诺新建广西基地，未来继续全国布局，促进跨域招商。

图表58：工程反哺零售逻辑图



资料来源：方正证券研究所

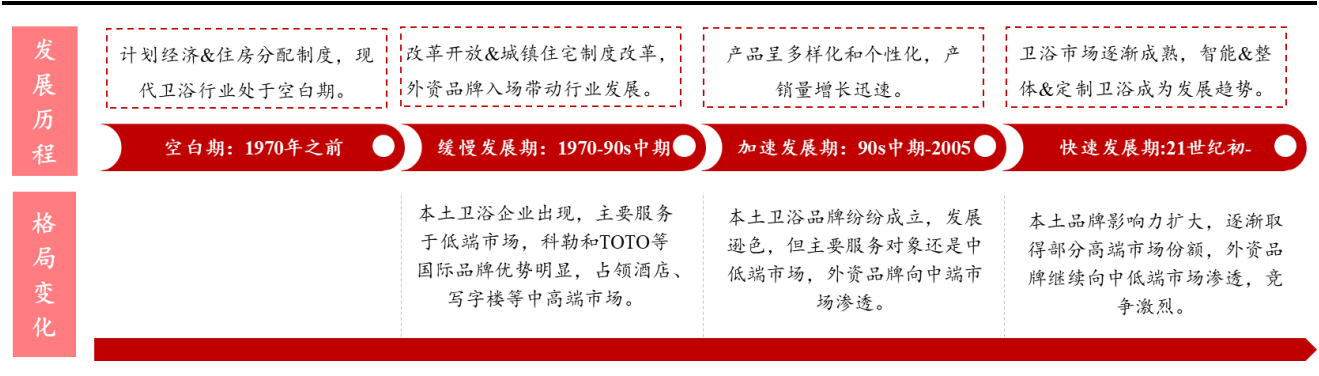
5 帝王洁具；亚克力洁具龙头，差异化优势显著

5.1 卫生洁具行业：规模稳健扩张，集中度持续向上

5.1.1 需求端：市场发展较为成熟，渗透率仍有提升空间

我国卫生洁具起步于70年代，80年代开始规模化生产，90年代国际洁具品牌的生产基地向中国转移，并完成部分消费者培育，其后国内卫浴企业成立，摆脱对国外技术的依赖，实现本土品牌及自主研发。地产红利下，目前我国已成全球卫生洁具生产与消费的第一大国。

图表59：卫生洁具行业发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，方正证券研究所

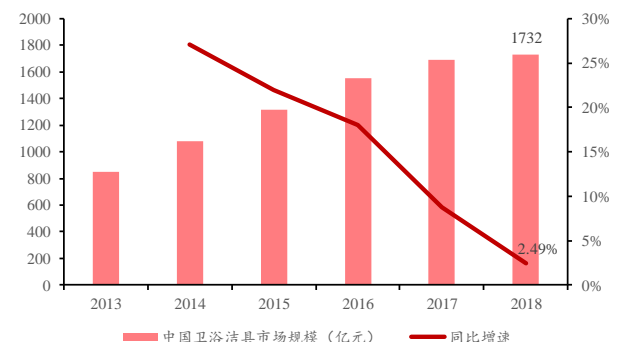
卫生洁具 2018 年市场规模 1732 亿元，2013-2018 年 CAGR 达 14.87%；其中卫生陶瓷消费额 778 亿元，2010-2018 年 CAGR 为 10.90%。当前地产发展步入新常态，卫生洁具市场成熟，规模增速放缓、与地产趋同。长期来看，卫生洁具渗透率有向上空间。据 Euromonitor，我国洁具渗透率约 60%，坐便器、浴室房已成城市基础家装，但农村地区及部分五六线城市还存在空白市场，随着城镇化率的提升（2018 年 59.59%，发达国家约 80-90%）和消费升级，渗透率有望向上。

图表60：2010-2018 全国卫生陶瓷消费额



资料来源：前瞻研究院，方正证券研究所

图表61：2013-2018 全国卫生洁具市场规模



资料来源：中洁网，方正证券研究所

此外，国家意志推动空白市场的开发。一方面，政策推动农村洁具市场的扩容：2019 年 1 月中央农办等八部委《关于推进农村“厕所革命”专项行动的指导意见》，规定 2020 年东部全部、中西部有条件地区卫生厕所普及率 100%；中西部基本具备条件地区卫生厕所普及率达 85%。如同 2008 年“家电下乡”激活农村地区购买力，洁具龙

头在政府推动下开拓农村市场，推动渗透率向上。根据农村常住人口、农村平均每户人口数、当前全国农村厕所平均普及率 75% 计算，**我们测算“厕所革命”将带来约 1174 万套卫浴市场空间**。另一方面，政策推动洁具多元化市场开拓：商用洁具空间大，例如旅游局《全国旅游厕所建设管理新三年行动计划》规定 2018-2020 年新建旅游厕所 4.7 万座以上，改扩建 1.7 万座以上，提供可观的市场空间。

我们测算 2019 年坐便器市场容量 473 亿元，浴缸市场 591 亿元。

图表62：住宅洁具市场空间测算（出厂口径）

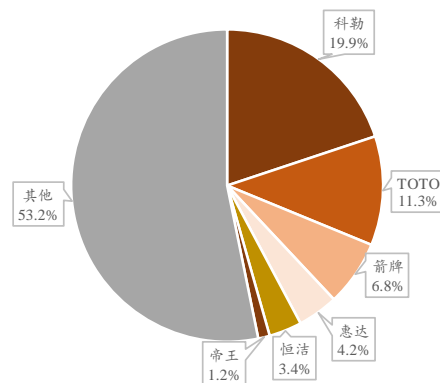
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
住宅销售套数（万套）	1058	1282	1356	1382.3	1448.2	1523.2
当期装修的新房（万套）	994.2	940.0	943.7	875.8	1029.2	1190.8
yoy	3.6%	-5.5%	0.4%	-7.2%	17.5%	15.7%
存量房套数	24666	25759	26873	27806	28719	29608
存量房翻新率	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
装修房屋数量（万套）	1425.8	1429.4	1467.7	1404.1	1575	1753.4
yoy	4.6%	0.3%	2.7%	-4.3%	12.2%	11.3%
卫浴市场规模（万套）	2138.8	2144.1	2201.6	2106.2	2362.3	2630.1
坐便器平均单价（万元/套）	0.185	0.19	0.195	0.20	0.20	0.20
坐便器市场容量（亿元）	395.7	407.4	429.3	421.2	472.5	518.1
yoy	61.3%	3.0%	5.4%	-1.9%	12.2%	9.7%
浴缸平均单价（万元/套）	0.235	0.24	0.245	0.25	0.25	0.25
浴缸市场容量（亿元）	502.6	514.6	539.4	526.5	590.6	657.5
yoy	60.4%	2.4%	4.8%	-2.4%	12.2%	11.3%

资料来源：方正证券研究所

5.1.2 供给端：行业呈金字塔结构，未来行业集中度持续向上

我国洁具集中度较高，且呈上升趋势，国际品牌市占率最高。据 Euromonitor，卫浴 CR3 由 2009 年 24% 升至 2017 年 38%，CR5 为 46%，但与日本 90% 的集中度相比仍有提升空间。虽然行业整体产能过剩，但随着中小产能出清，集中度向龙头靠拢，供需格局有望改善。

图表63：2017 年中国卫浴行业 CR5 为 45.6%



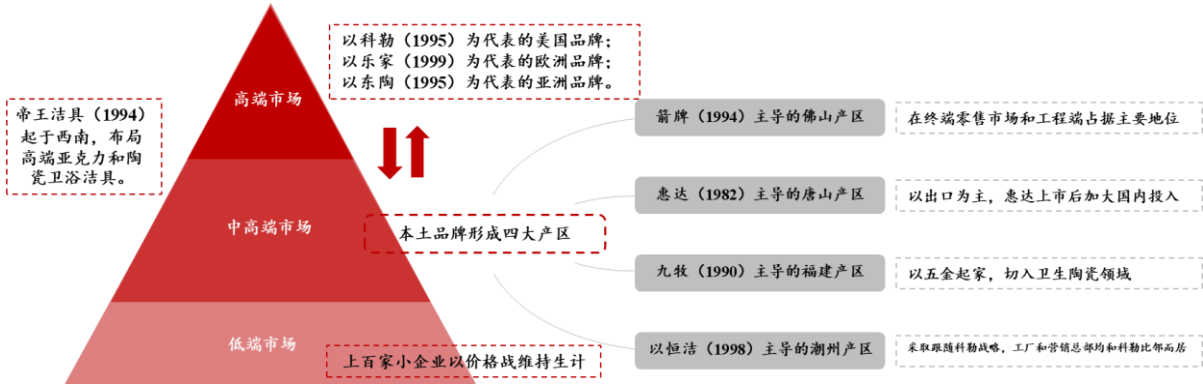
资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

1) 参与者：国际品牌占据高端市场，国内龙头集中于中端市场

细分层级来看，①**高端市场**：卫生洁具属于舶来品，90 年代最先入场的外资科勒、TOTO 等，凭借先发优势、品牌效应及优秀设计，在高端市场占据绝对主导地位（特别是将品牌名印在产品上，提升品

牌辨识度), 形成品牌壁垒。②中端市场: 由本土知名品牌箭牌、惠达、恒洁、帝王等占据主要份额, 通过自主品牌研发和推广, 形成一定知名度。③低端市场: 数百杂牌组成, 产品同质化严重, 低价微利。当前国外品牌不满足于高端零售和酒店/写字楼市场, 向三四线和中端市场下探; 国内企业也整合产业, 向中高端和中低端两方向渗透。

图表64: 卫浴行业格局



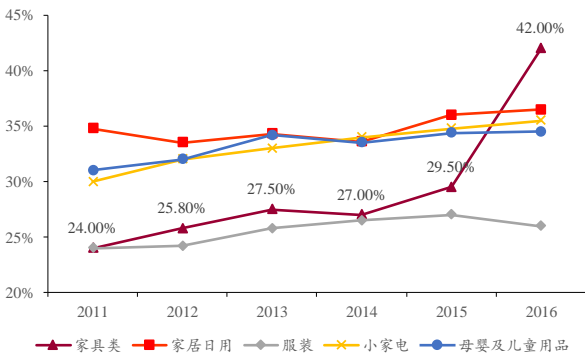
资料来源: 招股说明书, 公司官网, 方正证券研究所

2) 格局: 集中度持续向上, 行业整合已成必然

卫生洁具行业整合已成必然。2014年3月《建筑卫生陶瓷行业兼并重组的指导意见》指出, 通过兼并重组, 2015年本土卫生陶瓷CR10达20%; 2020年达40%, 形成3-5家产业链完整、具有核心竞争力和国际影响力的集团, 带动全行业转型升级。以下因素也驱动行业集中:

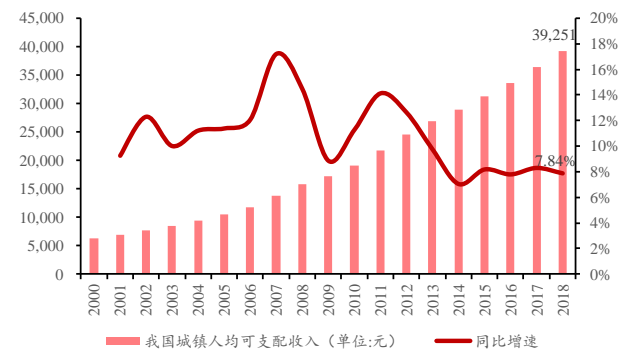
- 1) 环保标准提高, 中小产能逐渐出清。我国卫生洁具中小杂牌居多, 设备技术落后, 环保尚未完善。行业规范推动优胜劣汰。
- 2) 政策推动全装修渗透率提升, 加速龙头份额向上。其中卫浴部品配套率99%以上, 而地产商招标倾向于品牌优质、供货及时的卫浴龙头。
- 3) 消费升级下品牌替代杂牌。品质消费和体验消费兴起, 而厨卫空间是最重要的功能性空间和独处空间, 成为2018年关注度增长最快的空间, 其质感决定整体居住层次, 因而主流消费人群愿在此多花预算。智能马桶、恒温花洒等代表消费升级方向的产品迅速走红。

图表65: 家居行业中高端消费额占比大幅提升



资料来源: 阿里研究院, 方正证券研究所

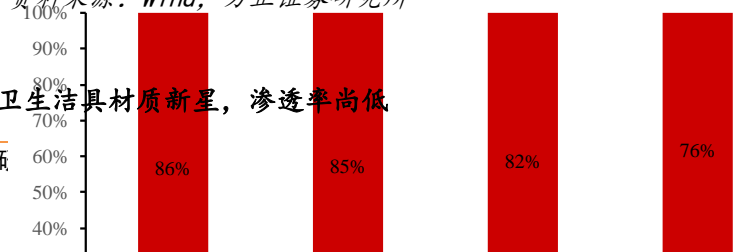
图表66: 2000-2018 城镇居民人均可支配收入



资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.2 亚克力洁具: 卫生洁具材质新星, 渗透率尚低

研究源于数据 28 页



5.2.1 对比陶瓷洁具，亚克力个性化突出，具备保温等实用性能

亚克力是陶瓷之后制造洁具最好的新型材料，且较陶瓷更优。需求端：1) 亚克力卫生洁具个性化突出，色彩&造型丰富。陶瓷洁具白色为主，而亚克力十余种颜色，可塑性强、造型多样。当前消费者年龄中枢下移，个性化洁具满足需求。2) 亚克力卫生洁具具备保温性&耐冲击性，实用性强。中洁网统计，2015年曝光质量问题的卫浴产品中，马桶位居第一（占35%）。主要因陶瓷马桶釉面破裂、污渍难除。而亚克力洁具耐冲击，无破裂危险，表面出现划痕时还可修复；且亚克力吸水率几乎为零，污秽物吸附少，减少异味及细菌；此外亚克力导热系数低，保温效果好，冬天无冷感，规避陶瓷洁具诸多痛点。

生产端：3) 亚克力洁具生产更环保，受益于环保督查下集中度的提升。环保是消费者需求导向，也是政策引导下产业发展方向，而陶瓷是典型的重污染行业，环保督查被列为重点行业。而亚克力生产过程能源耗费少，环保性能优越，受益于陶瓷洁具中小产能出清。而且陶瓷高温烧制可致变形，亚克力模具浇筑，成品率更高。

图表67： 亚克力板色彩丰富



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表68： 亚克力洁具产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表69： 亚克力洁具相对传统陶瓷洁具的优势

项目	亚克力卫生洁具	传统陶瓷卫生洁具
色彩	色彩丰富（当前十余种且仍在开发），亮度高	色彩单一（白色为主），亮度暗沉
造型	可塑性强，产品造型多元化	可塑性较差
保温性	保温性良好，冬天无冷感	冬天冷感明显
渗透率	可做到零渗透，污秽物吸附少，易清洁	存在渗透问题
硬度	易划伤，受热性较差	硬度高，耐腐蚀

资料来源：方正证券研究所

5.2.2 亚克力市场参与者较少，帝王洁具是绝对龙头

亚克力洁具相对小众，国内渗透率不足 2%，但在国外已获主流认可，日本龙头 TOTO 和松下、瑞士 Geberit、韩国 interbath 均有完整的亚克力洁具产品线。因此，随着国内市场日趋成熟，消费者心智逐渐培育，及技术进步带来产品成本下行，亚克力洁具渗透率有望提升。专营亚克力洁具的参与者较少，主要是帝王洁具、南茜卫浴、法标洁具等。其中帝王规模最大，是绝对龙头，公司率先建设产线，开创性地将亚克力运用于洁具生产，当前在国内卫浴整体市场占有率超 1%。

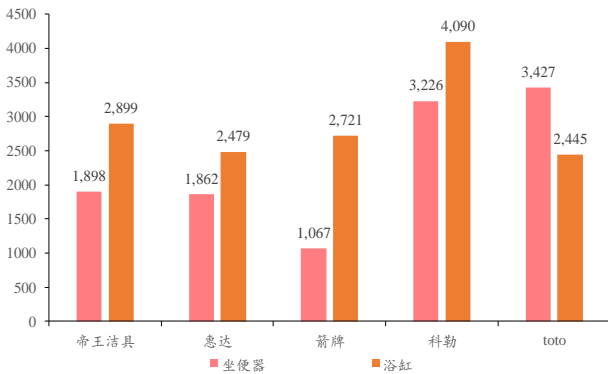
5.3 帝王：产品优质、品牌效应强，由西南区域走向全国

5.3.1 产品：亚克力打开差异化市场，研发助力产品升级

1) “彩色卫浴”特色鲜明，差异化策略打开市场。

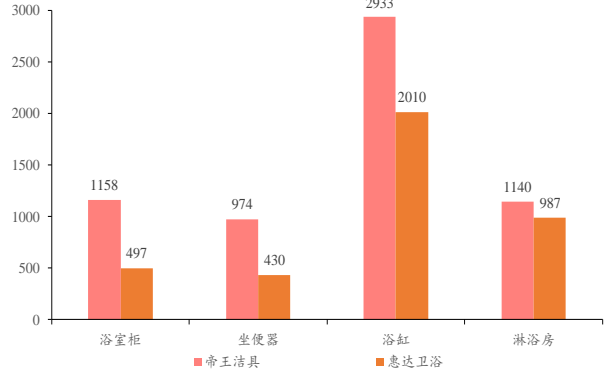
亚克力产品优势独特、原材料高端，因而帝王定位中高端，且适应消费者年轻化趋势，顺势打出“彩色卫浴”口号并宣传推广，建立差异化优势，并未直面竞争激烈的中端市场，持续开发细分市场。

图表70：帝王洁具线上产品价位处于中高档次



资料来源：天猫旗舰店，方正证券研究所

图表71：2015年帝王售价与惠达相比较

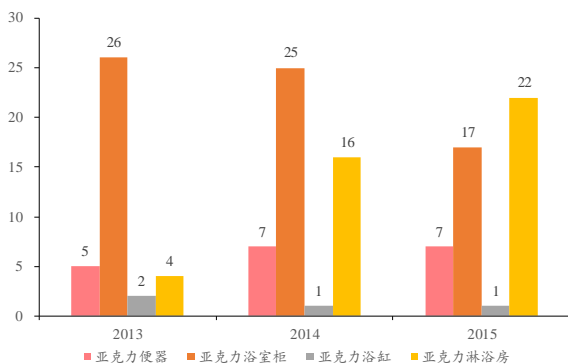


资料来源：天猫旗舰店，方正证券研究所

2) 研发持续投入，新品迭代迅速，把握需求变化。

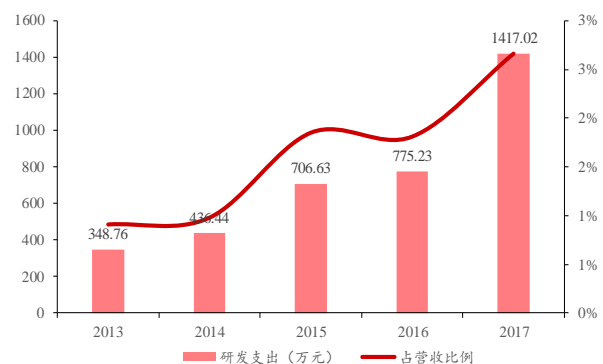
公司每年共有 30-50 款新品发布，更新速度领先行业。强大的研发实力是新品策略的保障，公司发明专利 1 项、实用新型专利 7 项，外观专利 90 余项，研发支出占收入比重从 2011 年 0.72% 升至 2017 年 2.66%。而且公司顺应定制化、智能化两大行业方向，优化产品结构。一方面，亚克力洁具模具定制成本远低于陶瓷，因而生产更易定制化。公司顺应个性化趋势推出“6S 全卫定制”，由单品扩展至浴室空间，非标产品及部件销量由 2011 年 1.82 万件增至 2015 年 3.59 万件。另一方面，智能化成为各洁具企业必争之地，帝王早在 2015 年起研发智能坐便器，2018 年 7 月斥资 8 亿元建设智能马桶产线，打造爆款产品。

图表72：2013-2015 公司新品开发数量



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表73：2013-2017 研发费用及占营收比例



资料来源：公司公告，方正证券研究所

3) 自产原料，严控质量，优质产品赢得客户口碑。

① 技术工艺行业领先。公司是最早将亚克力材质运用于洁具生产

的企业，率先掌握成熟稳定的工艺流程（包括亚克力板软化、成型、脱模、浇注等）。②**产业链完整+原材料优质**。一方面，公司向全球顶尖高分子化学企业采购亚克力板 MMA，确保原材料高品质；另一方面，由于再生亚克力板质量远不及全新材料制作，公司于 2009 年收购亚克力板业，延伸产业链上游，加强产品质量控制，目前亚克力板自产占 85%。③**严格的质量控制体系**。洁具易出现破裂、吸水等问题，而公司在生产全流程实行严格的二次质检，建立原材料/半成品/产成品/返厂品质检体系。产品成品率 99%，突出的质量形成口碑效应。

5.3.2 多措并举强化品牌建设，塑造区域知名度

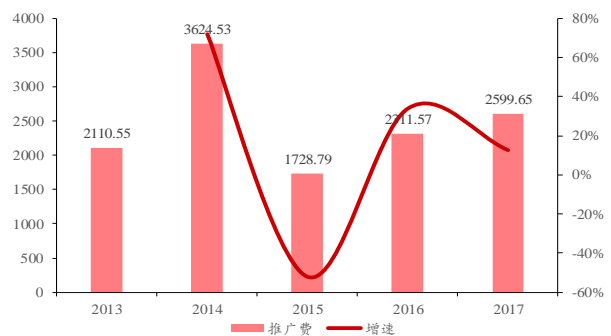
多年以来，作为亚克力洁具行业的绝对龙头，公司与亚克力产品深度挂钩，持续培育消费者心智，积累品牌知名度。近年公司进一步差异化营销，一方面将品牌明确定位为“提供个性色彩的整装卫浴空间解决方案”，捕获细分市场目标客户；另一方面通过展会、路牌、电视及互联网新媒体等进行全方位营销，尽可能多的吸引流量，平面广告“小马可”形象记忆深刻、传播度高，有利于品牌形象塑造。未来公司持续加大广告推广费用投入，品牌知名度推动空白区域拓展。

图表74： 公司平面广告“小马可”



资料来源：wind，方正证券研究所

图表75： 2013-2017 推广费（万元）及增速



资料来源：wind，方正证券研究所

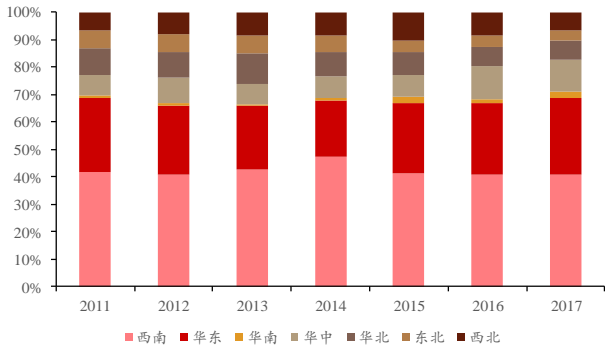
5.3.3 渠道深耕西南区域，IPO 后走向全国

1) **抢占西南地区优质经销商，具有区域强势地位**。帝王起步于西南地区（占比稳定在 40%+），抢占优质经销商，迅速下沉至重点县域。而主要竞争对手在西南布局少（惠达西南收入仅占 5-10%），公司区域优势显著。随着募集资金投放和品牌效应释放，帝王拓展经销网络至全国范围，门店逾千家，而与竞争对手相比开店空间仍较广。

2) **经销商管控力强，同店持续增长**。公司主动淘汰经销商，整合业绩差的门店；而且对经销商品牌推广、装修店面等给予资金支持，销售返点与各经销商年度回款额直接挂钩，商业折扣占折扣前收入比例稳定在 7%。赋能经销商，实现同店稳中有升。

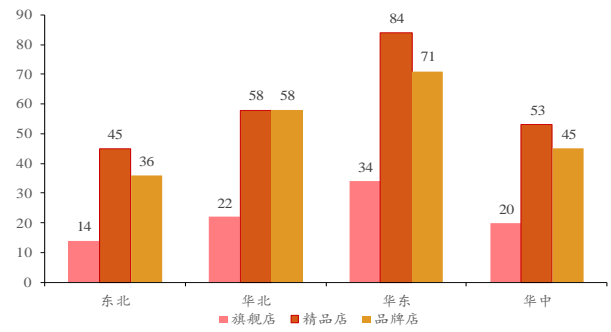
3) **持续探索多元渠道，工程业务初始拓展**。当前精装、整装及电商渠道异军突起，公司加大投入，深化与主流电商平台合作。同时覆盖大宗，部分由总部工程部合作（西南为主），部分由经销商对接。

图表76: 公司网点地域分布



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表77: 2015年后新建网点地区分布



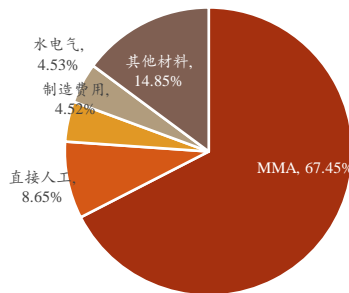
资料来源: wind, 方正证券研究所

5.3.4 产能突破瓶颈, 成本压力逐渐释放

公司前期产线满负荷, 平均产能利用率 80%以上。上市募投年产 36 万套亚克力洁具扩建项目已达产, 又在重庆设厂新增陶瓷产线。

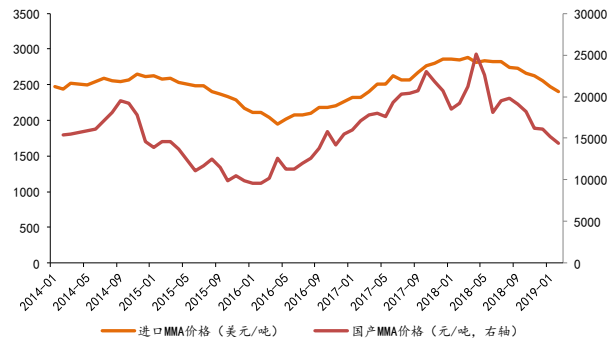
成本端, 收购亚克力板业延伸产业链上游, 有利于控制成本波动。且近一年亚克力原料 MMA 进口价和国内价都处于下降趋势。

图表78: 亚克力板成本构成, MMA 为主



资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所

图表79: MMA 价格近期呈下行趋势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.3.5 与欧神诺协同作用显著, 补齐工程渠道与陶瓷产品短板

一方面, 帝王收购欧神诺后保持其资产相对独立、原核心管理团队及核心技术人员稳定, 在业务开拓和运营管理等赋予自主性, 尊重欧神诺原有文化, 有利于保持其发展势头。另一方面, 收购产生协同: 凭借欧神诺工程端优势, 帝王发力地产项目; 凭借帝王稳定的现金流, 欧神诺工程发展更趋良性; 而且渠道产品布局互补。

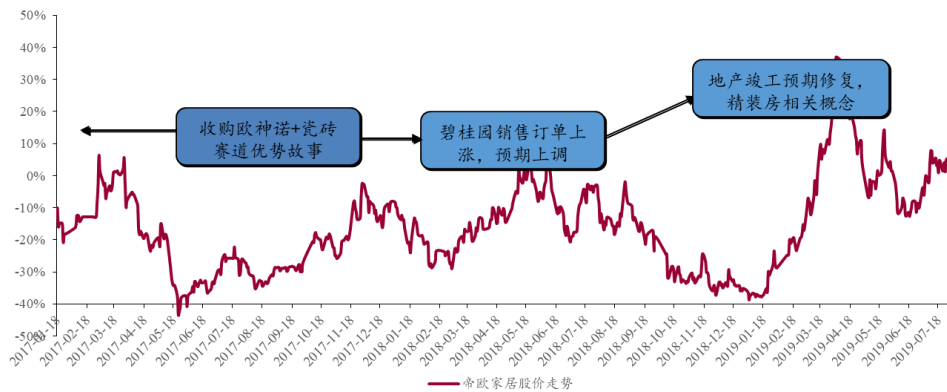
1) 工程端, 欧神诺工程优势显著、客户粘性强, 帝王利用其大宗资源补齐工程短板, 已于 18 年 1 月与碧桂园签署采购框架协议。**2) 零售端**, 帝王门店集中在西南、华东, 三四线; 欧神诺集中在华南, 一二线, 门店互相摆放样品, 形成地理区位与城市层级互补。**3) 产品端**, 帝王新增陶瓷产线, 欧神诺生产端给帝王以指引, 补足陶瓷短板, 可打开与地产商合作空间 (部分地产项目仅用陶瓷洁具)。

6 盈利预测与投资建议

6.1 估值：短期受地产竣工影响，长期有望向上

1) 由于欧神诺 ToB 占比高，营运质量相对 ToC 企业较低，而且业务&产能扩张带来资金需求（一条产线投资 1-1.5 亿元，对应年产值 2-2.5 亿元，属于重资产），因而一定程度压制估值。但欧神诺与帝王零售端造血能力强，缓解现金压力，而且 3-5 年增速较高且确定性强（收入滞后订单 1-1.5 年），因而估值中枢有上移空间。

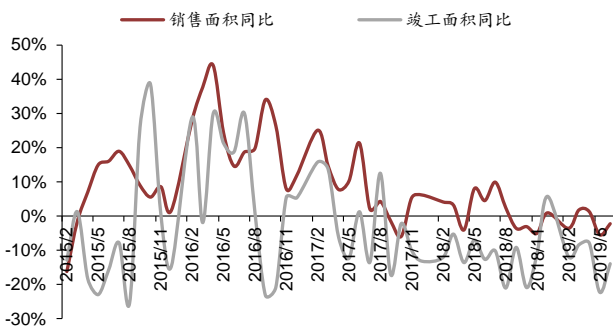
图表80：帝欧家居股价驱动因素



资料来源：Wind，方正证券研究所

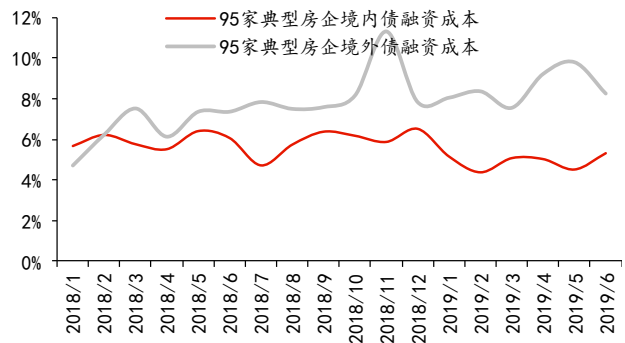
2) 短期来看，估值受地产影响较大，销售方面，由于政治局会议重申房住不炒，部分城市利率上调，预计未来持续承压；竣工方面，前期竣工持续下调，与 16-18 年正增长的销售面积背离，主要系融资紧张，当前面临强制性交付，而且融资环境相对 18 年略有好转，因而竣工逻辑有望兑现，下半年帝欧估值有望向上。

图表81：2018 年住宅销售面积与竣工面积背离



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表82：房企融资成本较 2018 年略有下降



资料来源：克而瑞地产，方正证券研究所

6.2 盈利预测与投资建议

我们预计帝欧 2019-2021 年 EPS 分别为 1.40/1.64/1.77 元，对应 PE 12.9/11.0/10.2X。我们看好帝王业绩稳健+欧神诺高速扩张，未来成长空间可期，首次覆盖给予强烈推荐评级。

图表83：帝欧家居盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4308.34	5632.29	6535.60	7104.14
YoY(%)	707.31	30.73	16.04	8.70
净利润	380.64	537.75	630.82	680.92
YoY(%)	598.10	41.28	17.31	7.94
EPS(元)	0.99	1.40	1.64	1.77
P/E	18.21	12.87	10.97	10.16

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表84：帝欧家居收入拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
帝欧总计						
营业收入	427.46	533.67	4308.34	5632.29	6535.60	7104.14
yoy	10.5%	24.8%	707.3%	30.7%	16.0%	8.7%
营业成本	290.91	376.93	2799.10	3629.49	4222.55	4608.27
毛利率	31.9%	29.4%	35.0%	35.6%	35.4%	35.1%
欧神诺						
营业收入			3678.64	5043.89	5952.31	6512.64
yoy			54.0%	37.1%	18.0%	9.4%
营业成本			2360.22	3253.31	3851.14	4233.21
毛利率			35.8%	35.5%	35.3%	35.0%
帝王洁具						
营业收入	427.46	533.67	629.70	588.41	583.29	591.50
yoy	10.5%	24.8%	18.0%	-6.6%	-0.9%	1.4%
营业成本	290.91	376.93	438.88	376.19	371.40	375.06
毛利率	31.9%	29.4%	30.3%	36.1%	36.3%	36.6%

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表85：帝欧家居可比公司估值表

公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
帝欧家居	17.83	1.40	1.64	1.77	12.76	10.88	10.08
蒙娜丽莎	11.09	1.09	1.33	1.86	10.17	8.34	5.96
惠达卫浴	8.23	0.75	0.88	1.03	10.97	9.35	7.99
海鸥住工	4.62	0.23	0.27	0.33	20.49	17.11	13.84
东方雨虹	23.32	1.31	1.64	1.98	17.76	14.23	11.79
伟星新材	15.15	0.73	0.86	0.99	20.62	17.72	15.37

资料来源：Wind，方正证券研究所；注：收盘价为2019年8月8日收盘价格

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3112.41	2767.25	3062.86	3735.70	营业总收入	4308.34	5632.29	6535.60	7104.14
现金	505.75	707.19	696.24	1174.45	营业成本	2800.30	3629.49	4222.55	4608.27
应收账款	1506.83	1041.01	1207.97	1313.06	营业税金及附加	39.63	54.03	61.73	67.15
其它应收款	28.76	18.54	22.27	24.43	营业费用	678.24	929.33	1071.84	1157.97
预付账款	31.98	41.45	48.22	52.63	管理费用	170.71	219.66	248.35	262.85
存货	652.69	504.18	586.56	640.14	财务费用	32.85	8.99	2.95	3.28
其他	386.41	454.88	501.59	531.00	资产减值损失	45.30	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2708.94	4124.25	4835.19	5086.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.75	12.35	20.14	27.88	投资净收益	8.20	7.60	7.80	7.73
固定资产	1378.40	2772.49	3460.77	3688.61	营业利润	434.88	606.58	715.06	772.39
无形资产	1251.67	1265.28	1280.16	1295.48	营业外收入	1.07	0.00	0.00	0.00
其他	74.12	74.12	74.12	74.12	营业外支出	7.43	0.00	0.00	0.00
资产总计	5821.35	6891.49	7898.05	8821.79	利润总额	428.51	607.01	713.13	770.50
流动负债	2210.57	2742.51	3118.25	3361.07	所得税	52.78	69.26	82.31	89.59
短期借款	369.27	369.27	369.27	369.27	净利润	375.74	537.75	630.82	680.92
应付账款	687.39	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-4.90	0.00	0.00	0.00
其他	1153.91	2373.24	2748.98	2991.81	归属母公司净利润	380.64	537.75	630.82	680.92
非流动负债	367.71	367.71	367.71	367.71	EBITDA	554.06	813.17	1050.89	1201.24
长期借款	270.00	270.00	270.00	270.00	EPS (元)	0.99	1.40	1.64	1.77
其他	97.71	97.71	97.71	97.71					
负债合计	2578.28	3110.22	3485.96	3728.79	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	-3.99	-3.99	-3.99	-3.99	成长能力				
股本	385.43	384.96	384.96	384.96	营业收入	7.07	0.31	0.16	0.09
资本公积	2257.21	2257.68	2257.68	2257.68	营业利润	6.13	0.39	0.18	0.08
留存收益	652.48	1190.23	1821.05	2501.97	归属母公司净利润	5.98	0.41	0.17	0.08
归属母公司股东权益	3247.05	3784.80	4415.62	5096.54	获利能力				
负债和股东权益	5821.35	6891.04	7897.59	8821.34	毛利率	0.35	0.36	0.35	0.35
					净利率	0.09	0.10	0.10	0.10
					ROE	0.12	0.14	0.14	0.13
					ROIC	0.11	0.13	0.13	0.14
					偿债能力				
					资产负债率	0.44	0.45	0.44	0.42
					净负债比率	0.22	0.18	0.16	0.14
					流动比率	1.41	1.01	0.98	1.11
					速动比率	1.11	0.83	0.79	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	1.22	0.89	0.88	0.85
					应收账款周转率	5.41	4.42	5.81	5.64
					应付账款周转率	11.92	16.39	—	—
					每股指标(元)				
					每股收益	0.99	1.40	1.64	1.77
					每股经营现金	0.16	4.88	2.86	3.18
					每股净资产	8.42	9.83	11.47	13.24
					估值比率				
					P/E	18.21	12.87	10.97	10.16
					P/B	2.13	1.83	1.57	1.36
					EV/EBITDA	12.86	8.50	6.59	5.37

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com