

精装零售齐发力， 业绩上修确定强

事件

1月18日晚，公司发布2018年度业绩预告修正公告。

公司预计2018年归属于上市公司股东的净利润变动区间为3.60-3.87亿元，变动幅度为560%-610%。前次公司预计2018年归属于上市公司股东的净利润变动区间为3.44-3.71亿元，变动幅度为530%-580%。本次公告对业绩进行了上修。

我们的分析和判断

地产客户稳健，工装规模效应持续发挥

工装渠道方面，欧神诺老客户如碧桂园、万科、恒大等大型房地产开发商成长仍旧稳健。根据公告，碧桂园2018年实现归属于上市公司股东权益的合同销售额5019亿元，同比增长31.25%，实现归属于上市公司股东权益的合同销售面积5416万平方米，同比增长23.06%。地产龙头增长仍较强劲，从地产销售到工装供应需求时间滞后约一年，因此2019年帝欧家居存量客户仍能给公司业绩带来强驱动。

此外，公司不断开发优质地产客户，目前地产TOP50中的企业公司已与20家左右有合作，新客户逐步放量，公司工装业务规模效应进一步发挥，2018年前三季度公司销售毛利率为34.54%，同比增加5.85pct，后续盈利能力仍有提升空间。

零售渠道多元布局，网点加速覆盖

公司在2018年快速推进零售端业务，我们预计卫浴门店新增门店达400家左右，营收同比增20%左右；瓷砖零售业务在行业负增长背景下，公司通过“全面布网”细分县级空白点，推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局，我们预计欧神诺瓷砖零售业务仍可保持中高单位数的增长。

供应链布局优化，油价下跌，成本进一步节约

运输成本在瓷砖行业的成本中占比较高，约占销售额的10%左右。一方面，自2018年10月份以来，油价进入下行通道，另一方面，公司通过自有基地及外部合作产能优化运输布局，控制产品运输半径在500公里的范围内，有效节约了运输成本。

帝欧家居 (002798)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

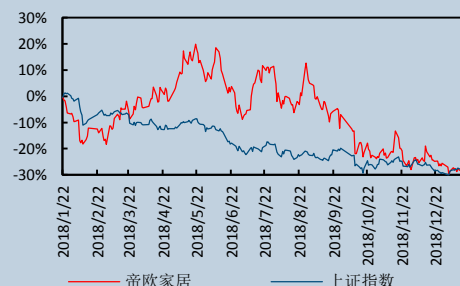
发布日期：2019年01月22日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-4.77/-7.12	-8.2/-9.99	-20.92/4.65
12月最高/最低价(元)		63.71/12.46
总股本(万股)		38,542.53
流通A股(万股)		9,768.22
总市值(亿元)		50.03
流通市值(亿元)		12.68
近3月日均成交量(万)		221.23
主要股东		
刘进		15.41%

股价表现



相关研究报告

18.10.30	帝欧家居(002798): 欧神诺工程+零售并进，与帝王携手效果显现
18.07.12	帝欧家居(002798): 中报净利超预期，精装放量毛利提升逻辑持续落地
18.04.23	帝王洁具(002798): Q1业绩高增，欧神诺并表助力业绩加速

欧神诺产能迅速增加，后端生产无虞

欧神诺目前产能分布在江西基地、广东基地、广西基地，合计约 5000 万平方米，广西二期 4 条生产线预计 2019 年开工，能提供 3000 万平方米，三个基地预计共能提供 8000 万平方米产能，对应 40 亿产值，未来公司总产能能够达到 1 亿平方米，对应 50 亿产值，加上 OEM 产值能达到 70 亿左右。

投资建议：

不考虑并表因素，我们测算帝王洁具 2018 年收入 6.26 亿元，同比增 17.20%，归母净利润 0.41 亿元，同比增-25.45%；欧神诺收入 32.70 亿元，同比增 36.20%，归母净利润 3.52 亿元，同比增 58.56%。预计帝欧家居合并口径 2019 年收入 49.30 亿元，同比增 26.53%，归母净利润为 4.79 亿元，同比增 28.50%，对应 PE 为 10.8x，维持“买入”评级。

风险因素：

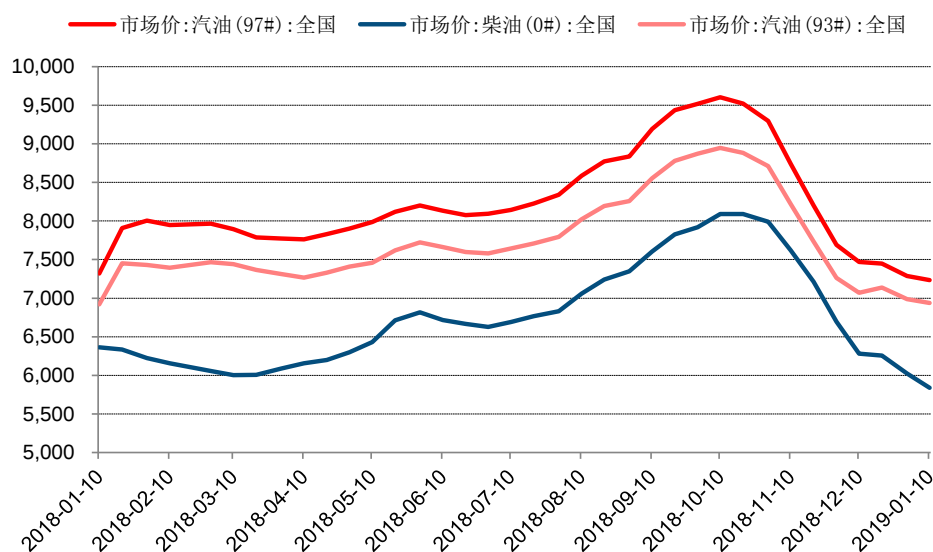
房地产销售大幅下滑；行业竞争大幅加剧。

图表 1：帝欧家居收入、利润拆分（亿元）

	2017Q1	2017Q1-3	2017A	2018Q1	2018H1	2018Q1-3
欧神诺收入	2.60	16.91	24.01	6.43	16.34	27.21
同比				147.33%	80.05%	60.95%
欧神诺净利润	0.18	1.53	2.22	0.57	1.53	2.54
同比				224.87%	85.84%	66.23%
帝王洁具收入	0.73	3.61	5.34	1.13	2.86	4.48
同比		30.01%		54.79%	28.25%	24.10%
帝王洁具净利润	0.02	0.32	0.55	-0.13	0.05	0.17
同比		23.55%		-769.99%	-79.17%	-46.88%
公司整体收入（帝王+欧神诺）	0.73	20.52	29.35	7.57	19.20	31.69
同比				127.33%	69.83%	54.47%
公司整体净利润（帝王+欧神诺）	0.02	1.85	2.77	0.44	1.58	2.71
同比				120.00%	47.17%	46.64%

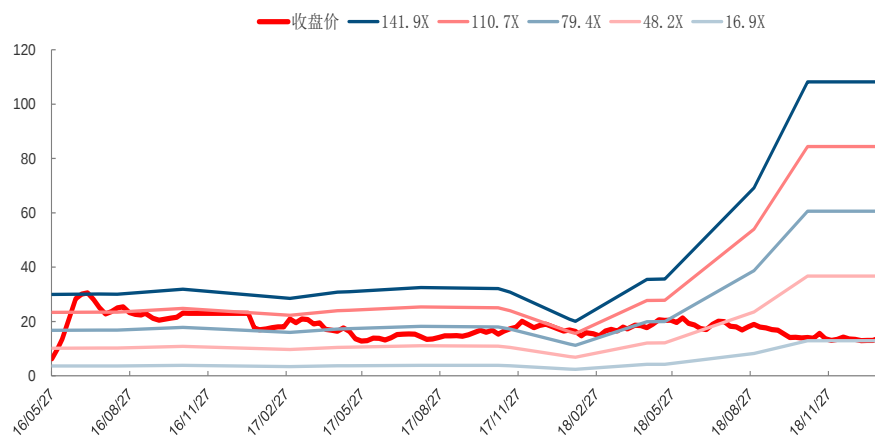
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 2：油价自 2018 年 10 月进入下行通道



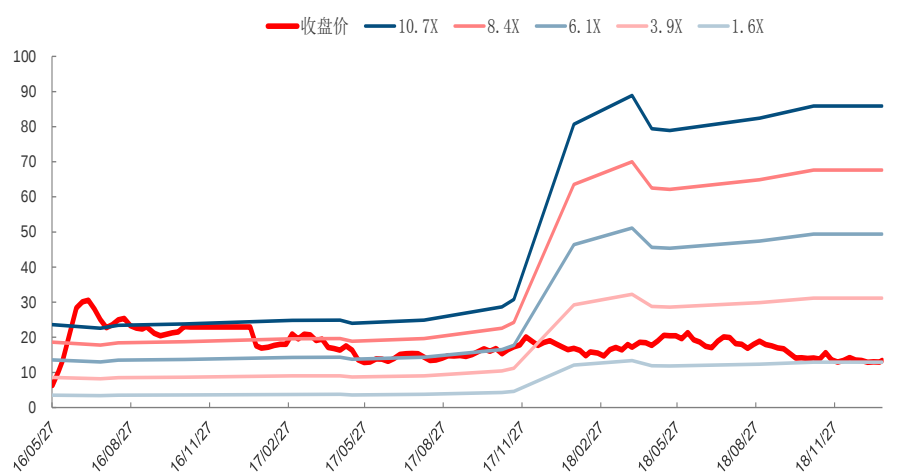
资料来源: Wind 中信建投研究发展部

图表 3：公司历史估值（PE-Band）



资料来源: Wind 中信建投研究发展部

图表 4：公司历史估值（PB-Band）



资料来源：Wind 中信建投研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

陈伟奇：中信建投轻工消费行业分析师，厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859