

精装房大势所趋， 瓷砖卫浴龙头成长价值凸显

事件

2019年7月30日，公司发布2019年半年度报告。

2019H1 帝欧家居实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 30.13%；归母净利润 2.33 亿元，同比增长 48.18%；扣非后归母净利润 2.05 亿元，同比增长 33.33%。其中 2019Q2 实现营业收入 14.57 亿元，同比增长 25.25%；归母净利润 1.68 亿元，同比增长 47.93%；扣非后归母净利润 1.41 亿元，同比增长 28.07%。

我们的分析和判断

建筑陶瓷工程渠道优势凸显，零售多元布局，业绩持续高增

2019H1 公司控股子公司欧神诺实现营业收入 22.46 亿元，与上年同期相比增长 37.44%；实现净利润 1.96 亿元，与上年同期相比增长 28.36%。扣除合并摊销费用 1103.60 万元后，实现净利润为 1.85 亿元。

工程端，欧神诺凭借 20 年积累的优质服务能力和完善服务体系等丰富经验，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，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，报告期内陆续与敏捷、海伦堡、合正、华侨城、景瑞、电建、鸿通等大中型房地产开发商客户构建了合作关系，进一步巩固公司工装业务快速发展的势头。

零售端，欧神诺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：通过“全面布网”细分县级空白点、推动一、二线城市加快“城市加盟合伙人、智慧社区服务店”深度布局。全面抢占更多、更好的入口位置，促进零售渠道的持续增长。推动线上线下新零售模式，协调统一融汇发展，同时利用欧神诺多年来积累的工程服务经验帮助经销商开拓整装和工装市场，为零售发展提供新的增长模式。截至 2019 年 6 月 30 日，欧神诺陶瓷经销商逾 800 家，终端门店逾 2400 个。

同时，公司建筑陶瓷业务全面实施“产品领先”策略，内部快速响应、全面落地“全品类”差异化精准研发计划，持续升级，积极推动落实在 2019 年推出 9 大系列 170 款新品。

卫浴以零售为主，持续深化与欧神诺的工程业务协同

我们测算 2019H1 公司卫浴+亚克力板收入为 2.52 亿元。

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

香港牌照：BJU617

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

研究助理：颜慧菁

yanhuijing@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019年07月31日

股价表现



相关研究报告

- 19.04.26 【中信建投轻工制造】帝欧家居 (002798):Q1 超预期，精装房大趋势下的瓷砖卫浴新龙头
- 19.04.01 【中信建投轻工制造】帝欧家居 (002798):瓷砖持续快速增长，卫浴工装放量可期
- 19.01.22 【中信建投家用轻工】帝欧家居 (002798):帝欧家居 (002798.SZ): 精装零售齐发力，业绩上修确定强

公司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；在工程渠道方面，公司充分利用欧神诺与工装客户合作的渠道并借鉴欧神诺自营工程服务经验，积极开拓直营工程客户，完善卫浴产品品类，为快速进驻工装市场夯实基础。目前公司卫浴直营工程业务已与包括碧桂园、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户建立合作。

盈利能力持续提升，销售、财务费用增加致期间费用率上升

盈利能力方面，2019H1 公司销售毛利率为 35.46%，同比增加 1.15pct；销售净利率为 9.22%，同比增加 1.13pct。期间费用率为 24.97%，同比增长 1.30pct，主要由于销售及财务费用率有所提升。其中销售费用率为 16.80%，同比增长 1.70pct，主要系销售收入增长带来销售费用的增加所致；管理费用率为 7.26%，同比下降 0.73%；财务费用率为 0.91%，同比增长 0.34%，主要系欧神诺报告期内支付贷款利息所致。

长期产能计划 8000 万平米，欧神诺市场份额提升可期

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 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：

我们预计 2019-2020 年帝欧家居收入为 54.51、67.70 亿元，同比增长 26.53%、24.20%；归母净利润为 5.41、7.05 亿元，同比增长 42.12%、30.27%，对应 PE 为 15.4x、11.8x，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：帝欧家居分季度财务数据（亿元）

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业总收入	0.73	1.5	1.39	1.72	7.57	11.63	12.49	11.4	10.41	14.57
同比	12.63%	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%
归母净利润	0.02	0.22	0.08	0.23	0.44	1.13	1.14	1.09	0.66	1.68
同比	190.50%	13.77%	-8.00%	-8.62%	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%
扣非归母净利润	-0.04	0.21	0.04	0.18	0.44	1.1	1.1	0.9	0.64	1.41
同比	-18.87%	29.93%	-48.57%	-20.10%	1161.64%	415.09%	2492.29%	407.97%	46.65%	28.07%
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H2
营业总收入	0.73	2.23	3.61	5.34	7.57	19.2	31.69	43.08	10.41	24.98
同比	12.63%	16.98%	30.01%	24.85%	935.55%	762.14%	777.11%	707.31%	37.64%	30.13%
归母净利润	0.02	0.24	0.32	0.55	0.44	1.58	2.71	3.81	0.66	2.33
同比	190.50%	38.48%	23.55%	7.69%	2214.83%	552.85%	754.81%	598.10%	48.82%	48.18%
扣非归母净利润	-0.04	0.17	0.22	0.39	0.44	1.54	2.64	3.54	0.64	2.05
同比	-18.87%	32.86%	1.30%	-9.63%	1161.64%	789.10%	1124.27%	800.82%	46.65%	33.33%

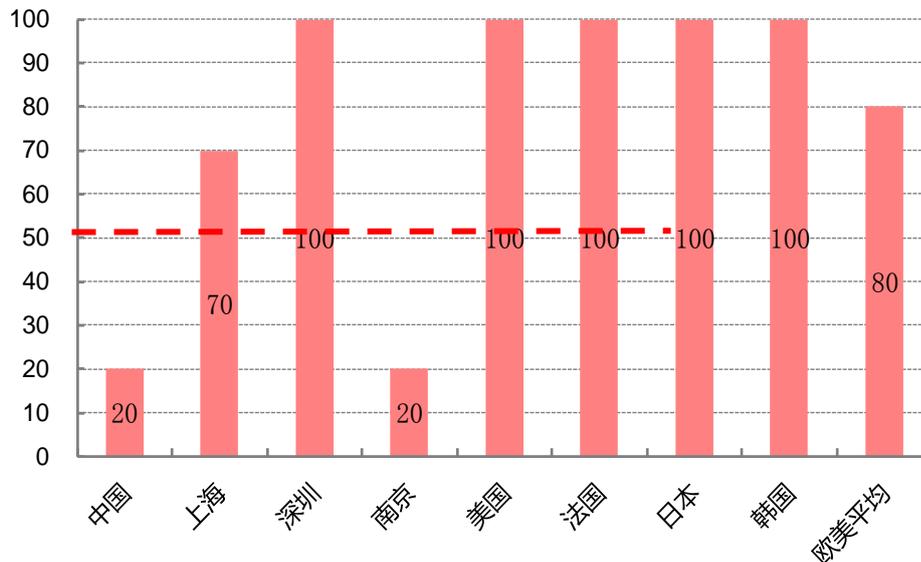
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：帝欧家居收入、利润拆分（亿元）

	2017A	2018Q1	2018H1	2018Q1-3	2018A	2019H1
欧神诺收入	24.01	6.43	16.34	27.21	36.82	22.46
同比		147.33%	80.05%	60.95%	53.36%	37.44%
欧神诺净利润	2.22	0.57	1.53	2.54	3.56	1.96
同比		224.87%	85.84%	66.23%	60.27%	28.36%
帝王洁具收入	5.34	1.13	2.86	4.48	6.26	2.52
同比		54.79%	28.25%	24.10%	17.23%	-11.89%
帝王洁具净利润	0.55	-0.13	0.05	0.17	0.47	0.37
同比		-769.99%	-79.17%	-46.88%	-14.55%	640.00%
帝欧家居整体收入（帝王+欧神诺）	29.35	7.57	19.2	31.69	43.08	24.98
同比		127.33%	69.83%	54.47%	46.78%	30.13%
帝欧家居整体净利润（帝王+欧神诺）	2.77	0.44	1.58	2.71	3.81	2.33
同比		120.00%	47.17%	46.64%	37.55%	48.18%

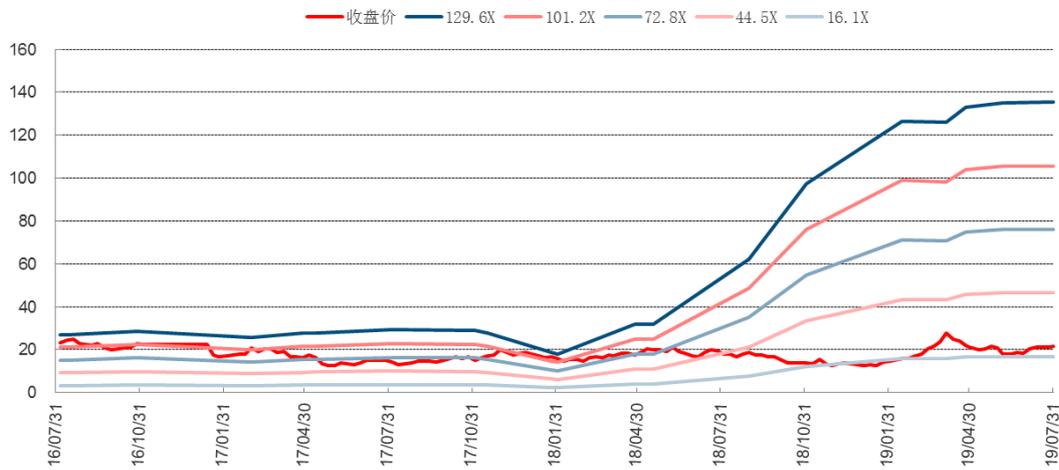
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 3：2017 年全装修成品房在不同国家及城市的建设面积占比（%）



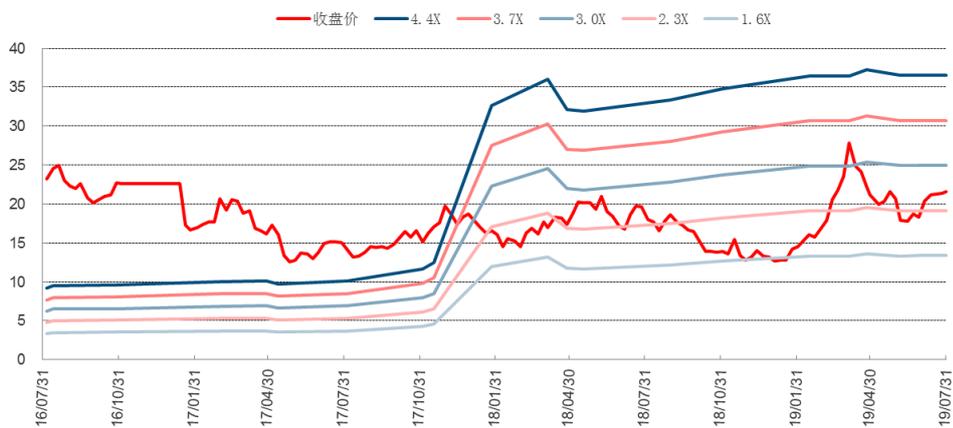
资料来源：中国知网核心期刊 中信建投研究发展部

图表 4：帝欧家居 PE-Band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5：帝欧家居 PB-Band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

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；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 颜慧菁：伦敦政治经济学院硕士。2019 年加入中信建投证券从事轻工行业研究，曾任职中金公司研究部。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@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

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 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 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

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

诺敏 010-85130616 nuomin@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

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

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

XU SHUFENG 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