

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

帝欧家居 (002798.SZ)

维持评级

报告原因：公告点评

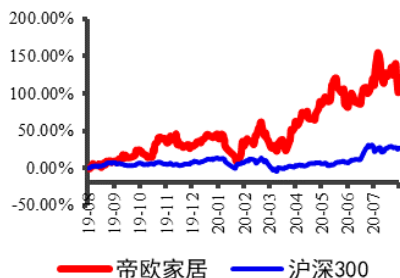
Q2 扣非净利润增长 40.07%，看好工程订单加速转化

买入

2020 年 8 月 15 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 14 日

收盘价(元):	35.91
年内最高/最低(元):	45.13/18.09
流通 A 股/总股本(亿):	2.02/3.89
流通 A 股市值(亿):	140
总市值(亿):	140

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.67
摊薄每股收益:	0.66
每股净资产(元):	9.98
净资产收益率:	6.70%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】帝欧家居 (002798.SZ) 一季报点评：Q1 毛利率显著提升，看好后续工程订单加速转化》2020-04-30

事件描述

8 月 14 日晚间，公司发布 2020 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 27.05 亿元，同比增长 8.27%，归属于上市公司股东的净利润 2.52 亿元，同比增长 7.96%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.47 亿元，同比增长 20.11%。业绩高于此前预期。

事件点评

2020Q2 业绩环比 Q1 大幅提升，主要原因系前期由于疫情积压的订单在 Q2 开始加快落地转化为收入，报告期末应收款项达 36.16 亿元 (YOY+82.23%)。2020 年单二季度各项关键经营指标增速由负转正，Q2 公司实现营业收入 19.12 亿元，同比增长 31.20%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 20.15%；实现扣非后归母净利润 1.98 亿元，同比增长 40.07%。2020Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 7.93 亿元 (-23.81%)、0.51 亿元 (-23.12%)、0.49 亿元 (-23.99%)，Q2 各项增速环比分别提升 55.01、43.27、64.06 个百分点。截至报告期末，公司应收票据及应收账款有 36.16 亿元，同比增加 82.23%。

受益于产品结构优化，公司毛利率小幅提升，期间费用率显著下降，显示出公司较强的费用和效率管控能力。2020H1，公司毛利率同比增加 0.56pct 至 36.02%，主要系陶瓷类高毛利产品销售比重加大所致，上半年陶瓷墙地砖毛利率为 36.02% (+0.84pct)。2020H1，净利率同比下滑 0.03pct 至 9.19%，期间费用率同比下降 1.57pct 至 23.40%，其中销售/管理/财务费用率分别为 15.12% (-1.68pct)、6.91% (-0.35pct)、1.38% (+0.47pct)，其中，研发费用 1.11 亿元，同比增加 8.22%。

陶瓷墙地砖收入贡献继续加大，产品研发与创新卓有成效。2020 年上半年，公司陶瓷墙地砖实现收入 24.56 亿元，同比增长 10.16%，占总收入比重提升至 90.80%，卫浴产品、亚克力板分别实现收入 1.82 亿元 (YOY-10.04%)、0.48 亿元 (YOY-4.00%)。报告期内，欧神诺在持续升级“全品类”差异化精准研发计划的同时，不断深化新型建筑陶瓷技术的研发，并加快新品推广速度（大规格、通体、中板，抗菌功能、N 新品类等），提升主流高端结构及毛利。2020 上半年新增 32 项专利：其中 12 项发明专利，5 项实用新型专利，15 项外观专利，欧神诺抗菌砖获得国家知识产权局授权中国发明。

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

➤ **欧神诺 2020H1 净利润同比增长 25%，建筑陶瓷业务快速发展，新老客户订单持续放量。**2020H1，母公司实现营业收入 18,756.31 万元，同比减少 9.19%；欧神诺实现营业收入 24.71 亿元，同比增长 10.00%；实现净利润 2.45 亿元，同比增长 24.90%，扣除合并摊销费用影响 1,103.60 万元后，实现净利润为 2.34 亿元。欧神诺在报告期内积极开拓卫浴自营工程业务，在与包括碧桂园、融创、龙湖、雅居乐等大型房地产开发商客户建立合作的基础上，报告期内陆续与绿地、合景泰富、朗基等房地产开发商客户构建了合作关系。欧神诺凭借自营工程供应链先发优势，加大力度布局全渠道，不断细分渠道，深入渗透家装、整装、经销商工程、市政、商连等市场；全品类“协同并进”，人造石、功能辅材、实验台板、岩板等产品，助力市场份额的扩张。利用品牌影响力和厂家赋能，加速网点扩张，截至 2020 年 6 月 30 日，欧神诺陶瓷经销商逾 1100 家，终端门店逾 3500 个。

➤ **产能扩张，助推公司加快工装市场的布局。**建筑陶瓷业务：景德镇欧神诺“大规模自动化生产线扩建项目”在报告期建成投产，建筑陶瓷自有产能的进一步扩张，提高了欧神诺目前的供应效率和产能配套效率，极大满足多元全渠道发展“销地产”需求，同时也能满足市场不断变化所带来的产品需求。卫浴业务：报告期内，重庆帝王持续推进位于重庆永川国家高新区三教产业园的智能卫浴生产基地一期项目建设工作，新建陶瓷卫生洁具生产线，为搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础。截至本报告披露日，重庆智能卫浴生产线一期项目已竣工投产。

**投资建议**

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 6.86、8.76、10.49 亿元，同比增长 21.27%、27.54%、19.83%，对应 EPS 为 1.76/2.25/2.70 元，PE 为 20.35/15.95/13.31 倍，维持“买入”评级。

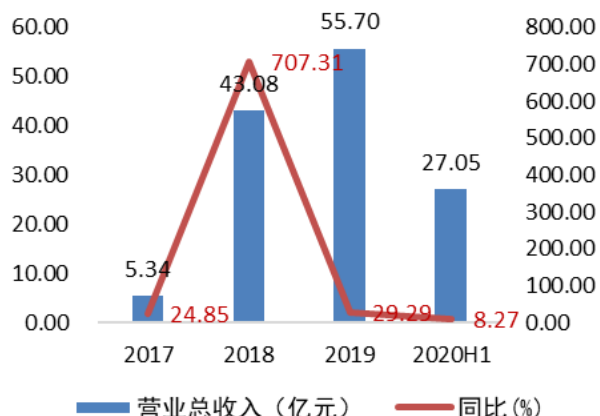
**存在风险**

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；工程业务回款风险；工程订单增长不及预期；原材料价格波动风险；产能过剩风险；经销商管理风险等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,308.3	5,570.2	6,829.1	8,536.4	10,158.3
同比增长	707.31%	29.29%	22.60%	25.00%	19.00%
归母净利润（百万元）	380.6	566.0	686.4	875.5	1,049.1
同比增长	598.10%	48.70%	21.27%	27.54%	19.83%
每股收益（元）	0.99	1.47	1.76	2.25	2.70
PE	36.36	24.42	20.35	15.95	13.31
PB	4.26	3.79	3.12	2.61	2.22

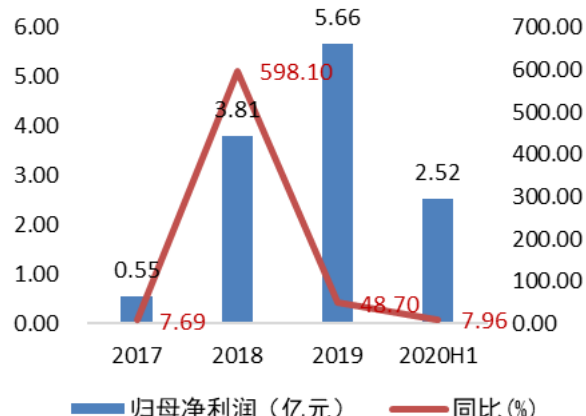
数据来源：wind、山西证券研究所

图 1：帝欧家居近三年一期营业收入及同比增长率



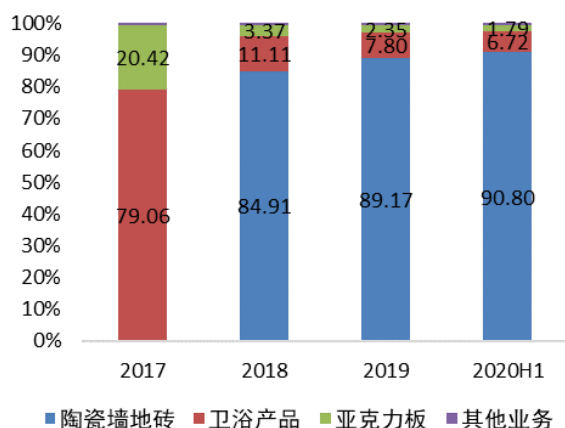
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：帝欧家居近三年一期净利润及同比增长率



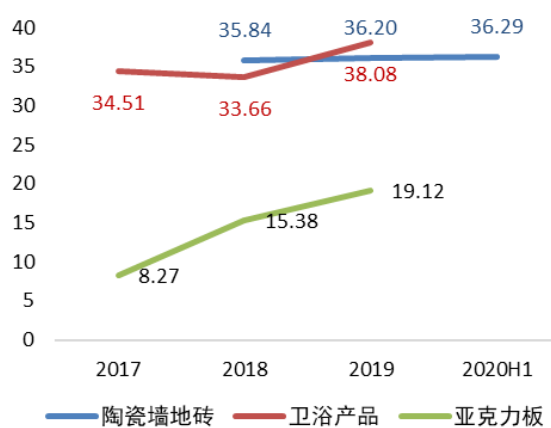
数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：帝欧家居分品类收入占比



数据来源：山西证券研究所、wind

图 4：帝欧家居各品类毛利率



数据来源：山西证券研究所、wind

表 1：帝欧家居 2019 年各销售渠道收入及同比增速

	2020H1		2019H1		同比增减
	金额（元）	占营业收入比重	金额（元）	占营业收入比重	
卫浴产品	181,809,597.95	6.72%	202,103,099.04	8.09%	-10.04%
陶瓷墙地砖	2,456,168,793.37	90.80%	2,229,729,279.35	89.24%	10.16%
亚克力板	48,295,729.37	1.79%	50,308,798.12	2.01%	-4.00%
其他	18,875,450.45	0.70%	16,345,415.45	0.65%	15.48%

资料来源：山西证券研究所、帝欧家居公司公告

<b>利润表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>营业收入</b>	<b>4,308.3</b>	<b>5,570.2</b>	<b>6,829.1</b>	<b>8,536.4</b>	<b>10,158.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,800.3	3,568.3	4,353.6	5,433.4	6,475.9	营业收入增长率	707.3%	29.3%	22.6%	25.0%	19.0%
营业税费	39.6	45.5	62.8	77.7	91.4	营业利润增长率	613.2%	45.8%	24.5%	26.9%	19.8%
销售费用	678.2	894.3	1,109.7	1,391.4	1,645.6	净利润增长率	1680.2%	52.6%	-10.0%	21.5%	30.1%
管理费用	170.7	186.2	491.7	623.2	736.5	EBITDA增长率	2293.8%	53.6%	-10.6%	25.4%	19.8%
财务费用	32.8	51.2	10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	688.9%	47.8%	15.1%	25.8%	19.8%
资产减值损失	45.3	-14.4	20.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	598.1%	48.7%	21.3%	27.5%	19.8%
加:公允价值变动收益	-	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	701.7%	14.8%	-13.6%	20.3%	7.2%
投资和汇兑收益	8.2	4.1	8.0	6.7	6.7	净资产增长率	208.6%	12.3%	22.6%	19.6%	17.5%
<b>营业利润</b>	<b>434.9</b>	<b>634.1</b>	<b>789.3</b>	<b>1,001.4</b>	<b>1,199.6</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-6.4	-3.2	-3.0	-2.0	-2.0	毛利率	35.0%	35.9%	36.3%	36.4%	36.3%
<b>利润总额</b>	<b>428.5</b>	<b>630.9</b>	<b>786.3</b>	<b>999.4</b>	<b>1,197.6</b>	营业利润率	10.1%	11.4%	11.6%	11.7%	11.8%
减:所得税	52.8	73.0	99.9	123.9	148.5	净利润率	8.8%	10.2%	10.1%	10.3%	10.3%
<b>净利润</b>	<b>380.6</b>	<b>566.0</b>	<b>686.4</b>	<b>875.5</b>	<b>1,049.1</b>	EBITDA/营业收入	16.0%	18.8%	13.8%	13.4%	14.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	13.5%	16.1%	11.7%	11.7%	11.8%
货币资金	505.7	502.3	1,252.9	1,449.9	2,157.2	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	15.5%	15.3%	16.4%	16.7%
应收帐款	1,535.6	2,423.4	2,056.3	2,570.4	3,058.7	ROA	6.5%	8.0%	9.1%	9.9%	10.1%
应收票据	222.8	189.4	-	-	-	ROIC	97.9%	18.1%	18.1%	26.4%	26.3%
预付帐款	32.0	96.0	98.1	122.5	146.0	<b>费用率</b>					
存货	652.7	704.5	596.4	744.3	887.1	销售费用率	15.7%	16.1%	16.3%	16.3%	16.2%
其他流动资产	163.6	121.5	125.1	128.9	132.7	管理费用率	4.0%	3.3%	7.2%	7.3%	7.3%
可供出售金融资产	2.5	-	-	-	-	财务费用率	0.8%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.5%	20.3%	23.6%	23.6%	23.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	固定资产周转天数	57	87	86	84	81
固定资产	1,240.4	1,453.2	1,803.7	2,164.5	2,405.5	流动资产周转天数	174	231	215	193	202
在建工程	138.0	60.9	136.7	252.6	241.5	应收帐款周转天数	68	128	53	53	78
无形资产	729.8	773.3	752.6	731.8	711.1	存货周转天数	50	68	54	44	56
其他非流动资产	74.1	149.5	154.0	158.6	163.4	总资产周转天数	296	414	382	345	342
<b>资产总额</b>	<b>5,821.3</b>	<b>7,002.2</b>	<b>7,502.3</b>	<b>8,847.9</b>	<b>10,427.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	369.3	453.0	274.1	274.1	342.6	资产负债率	44.3%	48.0%	40.5%	39.6%	39.8%
应付票据	611.4	1,099.2	1,347.6	1,684.5	2,004.6	负债权益比	79.5%	92.2%	68.0%	65.6%	66.2%
应付账款	687.4	732.9	687.6	858.1	1,022.8	流动比率	1.41	1.38	1.41	1.48	1.58
其他流动负债	97.7	103.8	108.9	114.4	120.1	速动比率	1.11	1.14	1.21	1.26	1.36
长期借款	270.0	333.1	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	97.7	103.8	108.9	114.4	120.1	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>2,578.3</b>	<b>3,359.7</b>	<b>3,036.4</b>	<b>3,506.5</b>	<b>4,153.1</b>	EPS(元)	0.99	1.47	1.76	2.25	2.70
股本	385.4	385.0	388.9	388.9	388.9	BVPS(元)	8.42	9.48	11.50	13.75	16.15
资本公积与留存收益	652.5	1,104.5	1,790.9	2,666.4	3,610.5	PE(X)	36.4	24.4	20.3	16.0	13.3
少数股东权益	-4.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	PB(X)	4.3	3.8	3.1	2.6	2.2
<b>股东权益</b>	<b>3,243.1</b>	<b>3,642.5</b>	<b>4,465.9</b>	<b>5,341.4</b>	<b>6,274.0</b>	P/FCF	-7.4	57.6	22.7	70.0	16.9
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	P/S	3.2	2.5	2.0	1.6	1.4
净利润	375.7	557.8	686.4	875.5	1,049.1	EV/EBITDA	7.7	9.4	13.6	11.0	8.0
加:折旧和摊销	45.3	67.2	-	-	-	CAGR(%)	32.6%	23.4%	132.6%	32.6%	23.4%
资产减值准备	105.2	155.7	144.4	144.4	291.0	PEG	111.6%	104.2%	15.3%	49.0%	56.8%
公允价值变动损失	-	0.1	-	-	-						
财务费用	41.6	31.3	10.0	1.0	1.0						
投资收益	-7.8	-4.1	-8.0	-6.7	-6.7						
少数股东损益	-4.9	-8.2	-	-	-						
营运资金的变动	-321.7	-545.0	930.6	-222.4	-84.8						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>60.7</b>	<b>268.7</b>	<b>1,763.5</b>	<b>791.8</b>	<b>1,249.5</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-665.2</b>	<b>-341.9</b>	<b>-542.5</b>	<b>-593.8</b>	<b>-493.3</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>334.3</b>	<b>29.8</b>	<b>-291.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-117.5</b>						

数据来源: wind、山西证券研究所



### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

