

002798.SZ

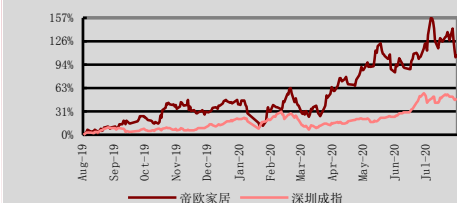
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 35.91

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	42.0	(6.4)	11.1	106.7
相对深证成指	15.2	(2.8)	(12.0)	56.3

发行股数(百万)	389
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	13,967
3 个月日均交易额(人民币 百万)	199
净负债比率(%) (2020E)	3
主要股东(%)	
刘进	15

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 8 月 14 日收市价为标准

相关研究报告

《帝欧家居》20200430

《帝欧家居》20200331

《帝欧家居》20200301

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

证券分析师: 杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

证券分析师: 刘凯娜

(8621)20328510

kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050001

帝欧家居

全渠道深化布局, Q2 恢复高增长

公司发布 2020 年半年度报告: 报告期内, 公司实现营收 27.1 亿元, 同比+8.27%, 归母净利润 2.5 亿元, 同比+7.96%, 归母扣非净利润 2.5 亿元, 同比+20.11%。其中, 20Q2 实现营收 19.1 亿元, 同比+31.20%, 归母净利润 2.0 亿元, 同比+20.15%, 归母扣非净利润 2.0 亿元, 同比+40.7%。

支撑评级的要点

- **Q2 建筑陶瓷业务恢复高增长, 卫浴增速转正。**报告期内, 公司营收同比增长 8.27%, 主因: 1) 建筑陶瓷业务保持较高速增长, 欧神诺营收同比增长 10.0%至 24.7 亿元, 净利润同比增长 24.9%至 2.5 亿元, 扣除合并摊销费用后, 实现净利润 2.3 亿元, 其中, 20Q1/20Q2 营收分别同比-22.8%、+33.9%, 净利率分别为 8.1%、10.7%, 同比分别+0.8%、+0.9%; 2) 帝王洁具业务呈环比改善态势, 上半年营收同比下降 7.1%, Q1/Q2 分别同比-34.2%、+9.1%, 增速转正, 欧神诺协同作用显现。
- **全渠道深化布局, 协同共进:** 1) 工程端: 借助欧神诺自营工程服务团队先发优势与供应链管理体系, 建筑陶瓷业务上, 公司一边稳固与碧桂园、万科等老客户合作, 一边深化与华润置地、富力等新客户合作, 并新开发绿地、越秀地产、新城控股等客户, 使客户结构趋于健康; 卫浴业务上, 公司积极开拓其自营工程业务, 除碧桂园、融创、龙湖等, 还与绿地、合景泰富等构建了合作关系, 助力卫浴业务同享工程渠道协同红利; 2) 零售端: 公司加速网点扩张, 拓展新零售智慧门店。报告期内, 欧神诺陶瓷经销商净增约 110 家至逾 1100 家, 净增终端门店约 520 家至逾 3500 家; 3) 除此之外, 公司不断细分渠道, 深入家装、整装、经销商工程、市政、商连等市场, 稳步推进全渠道布局, 助力扩大市场份额。
- **终止碧桂园定增, 拟公开发行可转债。**公司 14 日发布公告, 决定终止与碧桂园战略合作暨非公开发行股份认购协议, 并拟公开发行可转债不超过 15 亿元, 用于欧神诺八组年产 5000 万平方高端墙地砖与两组年产 1300 万平方高端陶瓷地砖智能化生产线项目, 及补充流动资金。定增虽受到监管政策影响终止, 但不会影响碧桂园正常采购业务, 欧神诺仍是碧桂园主要供应商之一, 且此次公开发行可转债项目将进一步扩大欧神诺高端陶瓷砖自有产能, 有利于提升高端产品占比, 优化盈利能力。
- **产品结构优化与规模效应提升盈利水平。**报告期内, 公司建筑陶瓷主流高端产品占比提升, 景德镇欧神诺生产项目投产, 自有产能增加, 规模效应扩大, 助陶瓷墙地砖毛利率同比+0.85%, 整体毛利率同比+0.56%。公司销售/管理/研发/财务费用率分别-1.7%/-0.4%/+0.0%/+0.5%, 新冠疫情使贷款回笼延迟, 应收账款余额增加, 计提信用减值损失同比增长 327.3%至 5707 万元, 最终净利率同比-0.03%。

估值

- 公司工程客户与零售网点拓展顺利, 全渠道深化布局, 产品结构高端化提升, 欧神诺与帝王洁具协同效应显现, 我们预计公司 2020-2022 年预测 EPS 分别为 1.86/2.21/2.62 元, 同比增长 26.2%、19.1%、18.3%, 当前股价对应 2020 年 PE19X, 维持 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 核心客户增速下降; 新开户开拓低于预期; 地产竣工量大下滑。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	4,308	5,570	6,930	8,268	9,730
变动(%)	707	29	24	19	18
净利润(人民币 百万)	381	566	714	851	1,007
全面摊薄每股收益(人民币)	0.989	1.471	1.856	2.211	2.615
变动(%)	1,723.5	48.7	26.2	19.1	18.3
全面摊薄市盈率(倍)	36.3	24.4	19.4	16.2	13.7
价格/每股现金流量(倍)	227.9	51.4	16.0	15.7	9.3
每股现金流量(人民币)	0.16	0.70	2.24	2.28	3.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	17.4	13.1	8.2	6.6
每股股息(人民币)	0.060	0.017	0.037	0.044	0.052
股息率(%)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1

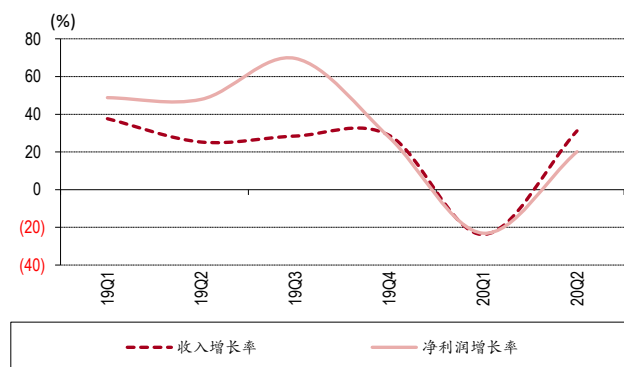
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表1. 公司 2019H1-2020H1 业绩摘要

(百万元)	19H1	20H1	同比增长(%)
一、营业总收入	2,498.5	2,705.1	8.3
二、营业总成本	2,237.2	2,377.8	6.3
其中：营业成本	1,612.6	1,730.9	7.3
营业税金及附加	22.4	19.1	(15.0)
销售费用	419.8	409.0	(2.6)
管理费用	78.9	75.9	(3.8)
研发费用	102.5	110.9	8.2
财务费用	22.7	37.3	63.9
资产减值损失	(21.7)	(5.2)	(76.0)
三、其他经营收益	1.9	1.5	(22.9)
公允价值变动收益	0.0	1.4	
投资收益	1.9	0.0	(97.7)
四、营业利润	266.7	283.6	6.4
加：营业外收入	0.8	0.2	(77.7)
减：营业外支出	2.9	6.1	111.1
五、利润总额	264.6	277.8	5.0
减：所得税	34.4	29.1	(15.3)
六、净利润	230.3	248.7	8.0
减：少数股东损益	(3.2)	(3.4)	5.9
七、归属母公司净利润	233.4	252.0	8.0
EPS(元)	0.60	0.65	8.0
主要比率(%)			
毛利率	35.5	36.0	
主营税金率	0.9	0.7	
销售费率	16.8	15.1	
管理费	3.2	2.8	
研发费率	4.1	4.1	
财务费率	0.9	1.4	
营业利润率	10.7	10.5	
实际税率	13.0	10.5	
净利率	9.3	9.3	
YoY(%)			
收入增长率	30.1	8.3	
营业利润增长率	43.5	6.4	
净利润增长率	48.2	8.0	

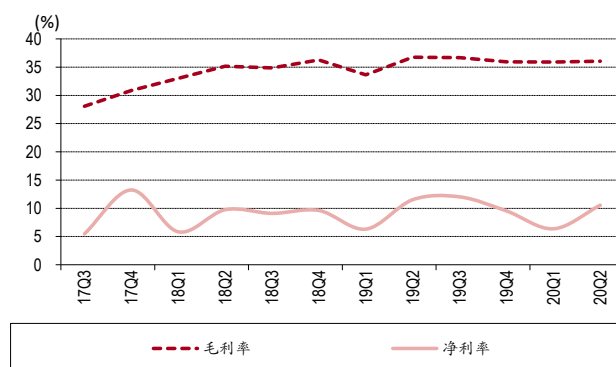
资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2. 公司单季度收入及盈利走势



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 公司单季度毛利率和费用率走势



资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	4,308	5,570	6,930	8,268	9,730
销售成本	(2,800)	(3,568)	(4,468)	(5,312)	(6,240)
经营费用	(955)	(1,182)	(1,385)	(1,300)	(1,606)
息税折旧前利润	554	820	1,077	1,656	1,883
折旧及摊销	(86)	(134)	(223)	(650)	(704)
经营利润(息税前利润)	468	685	854	1,006	1,179
净利息收入/(费用)	6	(23)	(50)	(45)	(37)
其他收益/(损失)	(128)	(157)	(226)	(654)	(708)
税前利润	429	631	796	948	1,122
所得税	(53)	(73)	(92)	(110)	(130)
少数股东权益	5	8	10	12	15
净利润	381	566	714	851	1,007
核心净利润	387	569	718	855	1,010
每股收益(人民币)	0.989	1.471	1.856	2.211	2.615
核心每股收益(人民币)	1.005	1.479	1.864	2.222	2.624
每股股息(人民币)	0.060	0.017	0.037	0.044	0.052
收入增长(%)	707	29	24	19	18
息税前利润增长(%)	1,825	47	25	18	17
息税折旧前利润增长(%)	1,384	48	31	54	14
每股收益增长(%)	1,724	49	26	19	18
核心每股收益增长(%)	1,745	47	26	19	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	429	631	796	948	1,122
折旧与摊销	86	134	223	650	704
净利息费用	(3)	32	55	54	53
运营资本变动	(1,794)	40	47	100	100
税金	53	73	92	110	130
其他经营现金流	1,291	(642)	(349)	(983)	(619)
经营活动产生的现金流	61	269	864	879	1,491
购买固定资产净值	(1,193)	(347)	(500)	(200)	(200)
投资减少/增加	0	2	6	6	6
其他投资现金流	527	3	(64)	(71)	(78)
投资活动产生的现金流	(665)	(342)	(558)	(264)	(272)
净增权益	286	(0)	(0)	0	0
净增债务	270	63	0	0	0
支付股息	(23)	(7)	(14)	(17)	(20)
其他融资现金流	(198)	(26)	(84)	49	50
融资活动产生的现金流	334	30	(99)	32	30
现金变动	(270)	(43)	207	646	1,249
期初现金	591	506	502	709	1,356
公司自由现金流	(602)	(64)	311	623	1,235
权益自由现金流	(332)	(42)	251	561	1,166

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	506	502	709	1,356	2,605
应收帐款	1,507	2,346	2,931	3,576	4,306
库存	653	705	837	1,094	1,229
其他流动资产	447	484	571	753	844
流动资产总计	3,112	4,037	5,049	6,779	8,984
固定资产	1,240	1,453	5,808	6,429	5,988
无形资产	730	773	696	626	564
其他长期资产	716	709	(3,228)	(4,158)	(4,081)
长期资产总计	2,709	2,965	3,306	2,927	2,506
总资产	5,821	7,002	8,355	9,706	11,490
应付帐款	687	733	873	1,144	1,282
短期债务	369	453	500	600	700
其他流动负债	1,154	1,737	2,205	2,361	2,909
流动负债总计	2,211	2,923	3,578	4,105	4,891
长期借款	270	333	333	333	333
其他长期负债	98	104	104	104	127
股本	385	385	385	385	385
储备	2,862	3,264	3,971	4,808	5,797
股东权益	3,247	3,649	4,356	5,193	6,182
少数股东权益	(4)	(6)	(16)	(29)	(43)
总负债及权益	5,821	7,002	8,355	9,706	11,490
每股帐面价值(人民币)	8.44	9.48	11.32	13.49	16.06
每股有形资产(人民币)	6.53	7.47	9.51	11.86	14.60
每股净负债/(现金)(人民币)	0.35	0.74	0.32	(1.10)	(4.08)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.8	14.7	15.5	20.0	19.4
息税前利润率(%)	10.9	12.3	12.3	12.2	12.1
税前利润率(%)	9.9	11.3	11.5	11.5	11.5
净利率(%)	8.8	10.2	10.3	10.3	10.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	16.4	14.3	16.3	17.1
净权益负债率(%)	4.1	7.8	2.9	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	36.3	24.4	19.4	16.2	13.7
核心业务市盈率(倍)	35.7	24.3	19.3	16.2	13.7
市净率(倍)	4.3	3.8	3.2	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	227.9	51.4	16.0	15.7	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	17.4	13.1	8.2	6.6
周转率					
存货周转天数	n.a.	69.4	63.0	66.4	67.9
应收帐款周转天数	127.7	126.2	139.0	143.6	147.8
应付帐款周转天数	58.2	46.5	42.3	44.5	45.5
回报率					
股息支付率(%)	6.1	1.2	2.0	2.0	2.0
净资产收益率(%)	11.7	16.4	17.8	17.8	17.7
资产收益率(%)	7.0	9.5	9.8	9.9	9.8
已运用资本收益率(%)	12.1	16.7	17.9	18.0	18.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371