

## 业绩迅速恢复，看好精装产业链长逻辑兑现

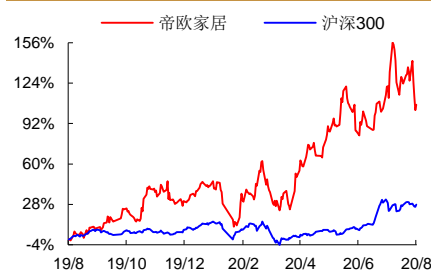
### 投资要点

- **业绩总结：**2020H1 公司实现营业收入 27.1 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 2.5 亿元，同比增长 8%；扣非后净利润 2.5 亿元，同比增长 20.1%。其中，Q2 公司实现营收 19.1 亿元，同比增长 31.2%；归母净利润 2 亿元，同比增长 20.1%；扣非后净利润 2 亿元，同比增长 40.1%，疫情后业绩快速恢复，业务表现亮眼。同时公司公告与碧桂园创投的战略合作终止，但我们认为股权合作的变动不会影响公司在精装市场的长期竞争力；公司拟公开发行总额不超 15 亿元的可转换债券，用于年产 5000 万平方高端墙地砖智能化生产线、年产 1300 万平方高端陶瓷地砖智能化生产线建设及补充流动资金。
- **欧神诺业务快速恢复，净利率提升。**上半年欧神诺实现收入 24.6 亿元，同比增长 10.2%，实现净利润 2.5 亿元(+24.9%)，扣除合并摊销费用 1104 万元后，实现净利润 2.34 亿元。其中 Q2 单季度实现营收 17.4 亿元，同比增长 33.9%；实现净利润 1.8 亿元，同比增长 46.1%，Q2 净利率达到 10.7%。报告期内，欧神诺业务快速恢复主要得益于：1) 公司在面对疫情不确定情况下，针对性地实施“资源共享”策略，最大程度保证欧神诺各项业务开展的资金需求，全力支持欧神诺产能扩张和工程业务的发展，为欧神诺持续高速增长奠定基础。2) 公司拥有在工装业务布局上的先发优势，经过长期积累，已建立强有力的成熟完整工装服务体系；随地产竣工的回暖和终端消费的恢复，能够凭借其强大的运营能力快速承接释放的市场需求，抓住增量机遇。帝王洁具方面，上半年实现收入 1.8 亿元，同比下降 10%，增速受疫情影响小幅回落，目前正在复苏中。
- **盈利能力向好，费用控制得当。**上半年公司实现毛利率 36%，同比提升 0.6pp，其中 Q2 实现毛利率 36.1%，主要得益于公司高毛利瓷砖产品逆势增长及公司规模效应的逐步显现。公司整体费用率为 23.4%，同比下降 1.6pp，其中销售费率/管理费率为 15.1%/2.8%，较去年同期分别下降 1.7pp/0.4pp；研发费率为 4.1%，基本稳定；财务费率为 1.4%，同比上升 0.5pp，主要系公司银行借款增加所致。报告期内公司实现净利率 9.2%，维持稳定。公司经营活动产生的现金流量净额为-4.4 亿，主要系今年上半年受新冠疫情影响，收款延迟；而正常生产采购材料付款和其他费用及工程款项正常支付，现金净流出所致，未来随着回款进度加快，公司现金流情况有望得到缓解。
- **灵活应对疫情冲击，大力渗透工装市场。**2020H1 公司继续发力建筑陶瓷业务，在与龙头地产客户碧桂园、万科、恒大等保持稳固战略合作的同时，不断深化与新增客户华润置地、旭辉、龙光、富力、华夏幸福、雅居乐、荣盛等 20 余个大中型房地产开发商的合作。同时在报告期内陆续与绿地、新城控股、蓝光地产、越秀地产、合景泰富、远洋地产、华夏阳光、彰泰集团、中粮控股、京投发展、上坤地产、中南地产、信德地产等房地产开发商构建了合作关系，工程业务版图不断扩大。公司注重发挥渠道的协同效应，借助欧神诺近 20 年来已深耕的自营工程服务团队先发优势和完整供应链管理体系的成功经验，积极开拓卫浴自营工程业务，将瓷砖与卫浴的客户逐渐形成共享。渠道上，公司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。产能上，景德镇欧神诺“大规模自动化

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
 执业证号：S1250517080002  
 电话：023-67511807  
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.89
流通 A 股(亿股)	2.20
52 周内股价区间(元)	17.31-44.43
总市值(亿元)	138.24
总资产(亿元)	83.56
每股净资产(元)	9.98

### 相关研究

1. 帝欧家居(002798):疫情影响短期业绩,工程渠道有望快速复苏 (2020-04-30)
2. 帝欧家居(002798):碧桂园全额认购非公开发行股份,战略合作进一步深化 (2020-04-13)
3. 帝欧家居(002798):工程保持较快增长,盈利能力提升 (2020-03-31)
4. 帝欧家居(002798):股权激励再出台,彰显公司长远发展信心 (2020-02-10)
5. 帝欧家居(002798):工程业务持续高速增长,现金流向好 (2019-10-31)

生产线扩建项目”已在 2020 年上半年建成投产，建筑陶瓷自有产能的进一步扩张，有效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的需求，及市场不断变化所带来的产品需求。此外，公司位于重庆永川的智能卫浴生产基地一期也已建成投产，新建陶瓷卫生洁具生产线将为公司搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.84 元、2.28 元、2.74 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5570.24	7033.45	8657.59	10445.13
增长率	29.29%	26.27%	23.09%	20.65%
归属母公司净利润（百万元）	566.03	717.59	886.07	1067.38
增长率	48.70%	26.78%	23.48%	20.46%
每股收益 EPS（元）	1.46	1.84	2.28	2.74
净资产收益率 ROE	15.31%	17.05%	18.28%	19.06%
PE	25	19	16	13
PB	3.83	3.37	2.92	2.53

数据来源：Wind，西南证券



**西南证券**  
SOUTHWEST SECURITIES

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5570.24	7033.45	8657.59	10445.13	净利润	557.83	707.20	873.23	1051.91
营业成本	3568.28	4499.19	5534.05	6679.02	折旧与摊销	155.67	287.38	291.55	294.85
营业税金及附加	45.54	61.44	74.68	89.70	财务费用	51.24	27.67	20.33	17.33
销售费用	894.33	1139.42	1419.85	1723.45	资产减值损失	-14.37	10.00	10.00	10.00
管理费用	186.19	492.34	606.03	731.16	经营营运资本变动	-332.49	-121.01	-316.86	-351.84
财务费用	51.24	27.67	20.33	17.33	其他	-149.18	-13.21	-8.99	-9.82
资产减值损失	-14.37	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>268.71</b>	<b>898.03</b>	<b>869.26</b>	<b>1012.43</b>
投资收益	4.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-844.59	-15.00	-18.00	-21.00
公允价值变动损益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	其他	502.73	-0.09	-0.09	-0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-341.85</b>	<b>-15.09</b>	<b>-18.09</b>	<b>-21.09</b>
<b>营业利润</b>	<b>634.09</b>	<b>803.30</b>	<b>992.57</b>	<b>1194.39</b>	短期借款	83.77	-368.65	-84.38	0.00
其他非经营损益	-3.24	-3.07	-3.37	-3.55	长期借款	63.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>630.85</b>	<b>800.23</b>	<b>989.20</b>	<b>1190.84</b>	股权融资	22.85	3.99	0.00	0.00
所得税	73.02	93.03	115.97	138.93	支付股利	-114.05	-205.36	-245.24	-309.04
净利润	557.83	707.20	873.23	1051.91	其他	-25.88	-111.87	-20.33	-17.33
少数股东损益	-8.20	-10.40	-12.84	-15.46	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>29.79</b>	<b>-681.90</b>	<b>-349.95</b>	<b>-326.37</b>
归属母公司股东净利润	566.03	717.59	886.07	1067.38	<b>现金流量净额</b>	<b>-43.33</b>	<b>201.04</b>	<b>501.22</b>	<b>664.98</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	502.30	703.34	1204.57	1869.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2708.81	2897.62	3770.03	4551.30	销售收入增长率	29.29%	26.27%	23.09%	20.65%
存货	704.51	895.42	1103.06	1333.72	营业利润增长率	45.81%	26.68%	23.56%	20.33%
其他流动资产	121.48	116.09	142.89	172.40	净利润增长率	48.46%	26.78%	23.48%	20.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.80%	32.98%	16.64%	15.49%
投资性房地产	2.07	2.07	2.07	2.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1514.11	1324.08	1132.90	941.41	毛利率	35.94%	36.03%	36.08%	36.06%
无形资产和开发支出	1294.66	1212.77	1130.88	1049.00	三费率	20.32%	23.59%	23.63%	23.67%
其他非流动资产	154.24	153.77	153.29	152.82	净利率	10.01%	10.05%	10.09%	10.07%
<b>资产总计</b>	<b>7002.18</b>	<b>7305.16</b>	<b>8639.70</b>	<b>10072.26</b>	ROE	15.31%	17.05%	18.28%	19.06%
短期借款	453.04	84.38	0.00	0.00	ROA	7.97%	9.68%	10.11%	10.44%
应付和预收款项	2061.98	2227.56	2924.63	3510.47	ROIC	14.77%	16.63%	19.79%	22.54%
长期借款	333.10	333.10	333.10	333.10	EBITDA/销售收入	15.10%	15.90%	15.07%	14.42%
其他负债	511.59	511.81	605.67	709.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3359.70</b>	<b>3156.86</b>	<b>3863.40</b>	<b>4553.09</b>	总资产周转率	0.87	0.98	1.09	1.12
股本	384.96	388.95	388.95	388.95	固定资产周转率	4.14	5.13	7.22	10.28
资本公积	2280.52	2280.52	2280.52	2280.52	应收账款周转率	2.89	2.91	3.02	2.91
留存收益	1104.46	1616.69	2257.52	3015.86	存货周转率	5.16	5.53	5.47	5.43
归属母公司股东权益	3648.52	4164.74	4805.57	5563.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.49%	—	—	—
少数股东权益	-6.04	-16.44	-29.28	-44.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3642.48</b>	<b>4148.30</b>	<b>4776.29</b>	<b>5519.17</b>	资产负债率	47.98%	43.21%	44.72%	45.20%
负债和股东权益合计	7002.18	7305.16	8639.70	10072.26	带息债务/总负债	23.40%	13.22%	8.62%	7.32%
					流动比率	1.38	1.70	1.82	1.93
					速动比率	1.14	1.37	1.49	1.60
					股利支付率	20.15%	28.62%	27.68%	28.95%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	每股收益	1.46	1.84	2.28	2.74
EBITDA	841.01	1118.35	1304.45	1506.57	每股净资产	9.37	10.67	12.28	14.19
PE	24.68	19.46	15.76	13.09	每股经营现金	0.69	2.31	2.23	2.60
PB	3.83	3.37	2.92	2.53	每股股利	0.29	0.53	0.63	0.79
PS	2.51	1.99	1.61	1.34					
EV/EBITDA	16.69	12.09	9.92	8.15					
股息率	0.82%	1.47%	1.76%	2.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn