



帝欧家居(002798)

目标价：45

昨收盘：35.9

工业 资本货物

## Q2 扣非净利+40%，业绩强势回暖

### ■ 走势比较

**事件：**帝欧家居发布 2020 半年报，实现营收 27.05 亿元，同比增长 8.27%；归母净利 2.52 亿元，同比增长 7.96%，扣非后同比增长 20.11%。其中，Q2 营收 19.12 亿元，同比增长 31.2%；归母净利 2.01 亿元，同比增长 20.15%，扣非后增长 40.1%，**Q2 业绩增速靓丽。**

帝欧家居拟公开发行不超 15 亿元的可转债，主要用于八组年产 5000 万方的墙地砖生产线和两组年产 1300 万方的陶瓷地砖产线。此外，碧桂园定增事件终止。

### 点评：

#### 1) 欧神诺 Q2 净利+46%，工程端高增，零售端强劲。

20H1 欧神诺营收同比增长 10.2%，占总收入的 90.8%，净利同比增长 24.9%；其中 Q2 营收增长 33.9%，净利增长 46.1%，实现高增。

**①工程端维持高增：**预计工程端 H1 同比增长 12%，Q2 同比增长 40%以上，地产竣工回暖、精装渗透率提升（19 年新开盘中占 32%），欧神诺作为龙头享红利，大客户碧桂园增速预计接近双位数，新客户是去年同期 3 倍左右，TOP 30 房企中 25 家已与公司签约，开拓绿地、新城等客户未来放量。且 Q1 受疫情影响下滑的交付在 Q2 有所弥补。

**②零售端同步向上：**预计零售端 H1 同比增速接近 10%，Q2 同比增长 20-30%，C 端逆势增长，领跑行业（行业双位数下滑），一方面公司加快空白县市布局，经销商增 110 家至 1100 家，门店增 520 家至 3500 家，另一方鼓励经销商拓展小 B 业务并加强赋能。

**③帝王洁具略有下滑：**H1 帝王营收 2.34 亿元，同比下滑 7.1%，其中 Q2 同比增长 9.1%。虽零售端受疫情影响，但疫情后有所恢复。且去年开始受益于工程端与欧神诺共享客户，开始与碧桂园、融创合作，从今年 6 月开始逐渐兑现收入，看好下半年表现。

#### 2) 盈利能力有所好转，现金流与应收账款承压。

**①盈利能力提升：**毛利率下降 0.6pct，其中欧神诺提升 0.9pct，主要系新客户议价能力弱于碧桂园，供应价格提升，而帝王毛利率有明显下降。销售/管理费用率分别下降 1.7/0.4pct，控费效果显著。

**②现金流和应收承压：**应收账款较年初增 43%，经营性现金流转为 -4.38 亿元，带来信用减值损失 0.4 亿元，占收入 2.1%，主要系疫情导致部分客户延后付款，但公司客户优质，疫情回暖后预计 H2 悉数收回欠款，信用减值损失大部分 H2 也有望冲回。

### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	385/220
总市值/流通(百万元)	13,820/7,895
12 个月最高/最低(元)	44.43/17.64

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师：曹倩雯

电话：18653860177

E-MAIL：caoqw@tpyzq.com

执业资格证书编码：

③非经常损益中政府补助 1020 万 (19H1 约 3314 万)，主要与结算方式不同相关，全年政府补助预计与去年同期相近。

**3) 全年来看，B 端高增趋势持续，C 端继续领跑行业。**

①虽然今年疫情影响精装比例，H1 部分地产商如碧桂园精装率有向下趋势，但中长期来看精装渗透率提升依然是大趋势，空间较大。而且房企集采制决定某一品类只签几家供应商，从而提升进入门槛。

②大宗业务订单确定性强，传统客户稳定，腰部客户预期放量。碧桂园/万科交房仍在增长，欧神诺也会维持供应份额。新客户覆盖面大，19 年只有富力几家放量，20 年收入有望翻 2-3 倍。帝王卫浴工程业务共享欧神诺客户，20H2 将贡献收入增量。

③碧桂园定增撤回事件对公司基本面影响不大，公司作为一供在碧桂园份额超过 60%，即使入股也很难进一步提升，所以对基本面影响有限。而且公司通过可转债募集资金，缓解资金压力。

**4) 盈利预测：**预计 2020-2022 EPS 为 1.77/2.05/2.29 元，对应 PE 为 20.3/17.5/15.7X。我们看好欧神诺高速扩张，未来成长空间可期，给以“买入”评级。

**风险提示：**地产大幅下滑，疫情长期持续，新客户不及预期

**■ 盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5570.24	6640.45	7678.38	8599.78
(+/-%)	29.29	19.21	15.63	12.00
净利润(百万元)	566.03	680.93	788.64	880.65
(+/-%)	48.70	20.30	15.82	11.67
摊薄每股收益(元)	1.47	1.77	2.05	2.29
市盈率(PE)	16.40	20.27	17.50	15.67

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3112	4037	5173	6471	7882	营业总收入	4308	5570	6640	7678	8600
现金	506	502	1059	1749	2597	营业成本	2800	3568	4278	4946	5569
应收账款	1507	2346	2265	2619	2933	营业税金及附加	40	46	58	66	74
预付账款	32	96	115	133	150	营业费用	678	894	1069	1236	1385
存货	653	705	802	928	1045	管理费用	171	186	226	261	292
非流动资产	2709	2965	2983	2920	2804	财务费用	33	51	22	14	3
长期投资	5	79	81	83	85	资产减值损失	45	-14	16	23	5
固定资产	1378	1514	1518	1436	1300	投资净收益	8	4	2	2	2
无形资产	1252	1299	1311	1329	1347	营业利润	435	634	774	897	1001
其他	74	72	72	72	72	营业外收入	1	2	0	0	0
资产总计	5821	7002	8157	9391	10686	营业外支出	7	5	0	0	0
流动负债	2211	2923	3396	3843	4257	利润总额	429	631	770	893	997
短期借款	369	453	453	453	453	所得税	53	73	90	105	116
应付账款	687	733	840	971	1093	净利润	376	558	681	789	881
其他	1154	1737	2103	2419	2711	少数股东损益	-5	-8	0	0	0
非流动负债	368	437	437	437	437	归属母公司净利润	381	566	681	789	881
长期借款	270	333	333	333	333						
其他	98	104	104	104	104						
负债合计	2578	3360	3833	4279	4694						
少数股东权益	-4	-6	-6	-6	-6						
股本	385	385	384	384	384						
资本公积	2257	2281	2281	2281	2281						
留存收益	652	1104	1785	2574	3455						
归属母公司股东权益	3247	3649	4329	5118	5999						
负债和股东权益	5821	7002	8157	9391	10686						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	61	269	800	878	997	毛利率	35.0%	35.9%	35.6%	35.6%	35.2%
投资性现金流	-665	-342	-214	-158	-119	销售净利率	8.8%	10.2%	10.3%	10.3%	10.2%
融资性现金流	334	30	-30	-30	-30	销售收入增长率	707.3%	29.3%	19.2%	15.6%	12.0%
现金增加额	-270	-43	556	690	849	营业利润增长率	613.2%	45.8%	22.1%	15.9%	11.5%
						净利润增长率	598.1%	48.7%	20.3%	15.8%	11.7%
						ROE	11.7%	15.5%	15.7%	15.4%	14.7%
						ROIC	11.2%	14.1%	15.6%	17.7%	19.1%
						资产负债率	44.3%	48.0%	47.0%	45.6%	43.9%
						净负债比率	21.5%	23.9%	20.1%	17.0%	14.5%
						流动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9
						PE(X)	20.5	16.4	20.3	17.5	15.7
						PB(X)	2.4	2.5	3.2	2.7	2.3
						EV/EBITDA(X)	14.5	12.2	-0.2	-0.8	-1.5

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。