

# 帝欧家居（002798）

## 业绩保持稳健，21年有望恢复增长

### 20年业绩同比维稳，维持“买入”评级

3月30日晚公司发布20年年报，20年实现营收56.37亿元，YOY+1.20%，实现归母净利润5.67亿元，YOY+0.1%，扣非归母净利润4.98亿元，YOY+0.9%。公司20Q4实现收入16.7亿元，同比+13.8%，实现归母净利润1.61亿元，同比+15.3%。在疫情及地产政策调控等因素影响下，公司全年利润仍保持稳健，21年增长可期，维持“买入”评级。

### 20年精装房下滑影响B端瓷砖需求，预计21年有望迎来恢复性上涨

2020年瓷砖业务收入49.85亿元，同比增长0.36%，主要受上半年疫情、地产调控政策收紧和“三道红线”监管新规下，房企资金环境有所收紧，B端需求承压，根据奥维云网，20年精装房开盘325.5万套，同比下滑0.2%，精装房渗透率31%，较19年有所下滑。报告期内，公司继续加大渠道扩张，工程渠道方面继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户合作份额增长的基础上，持续深化与新增房地产开发商客户构建合作关系，经销端加快网点布局，截至20年底瓷砖经销商超过1100家，终端门店超过4000个，同比分别增长110家/1020个。我们预计精装房开盘在20年短暂承压后，21年有望迎来恢复性增长，带动B端需求向好。

### 卫浴业务收入稳步增长，双主业协同有望加强

公司20年帝王洁具卫浴业务实现收入4.98亿元，同比增长14.6%，亚克力板业务实现收入1.09亿元，同比下滑16.8%。公司卫浴产品以经销模式为主，截至2020年底拥有经销商超过855家，终端门店1019个，同时借助欧神诺渠道拓展直营工程业务，已拥有碧桂园、融创、雅居乐、龙湖、合景泰富、绿地等大型地产商客户，报告期内，重庆高新区智能卫浴生产基地一期项目投产，产能进一步增加，为搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础，未来有望与瓷砖业务进一步深化协同。

### 盈利能力维持稳定，资金压力有所提升

公司20年毛利率30.5%，同比-5.5pct，主要因会计准则调整，运输费用调整至营业成本所致，同口径下瓷砖产品毛利率36.99%，同比提升0.79pct，主要受益于销售份额增长带来规模效应提升，同时新建产能边际成本下降，整体净利率同基本持平。全年经营性现金流净流入0.27亿元，同比下滑90%，应收账款周转天数171天，同比增长46天，资金压力有所加大。

### 下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到20年业绩增长不及上次预期，我们下调公司21-22年归母净利润预测至7.6/9.5亿元（前值9.1/11.9亿元），并新增23年归母净利润预测11.7亿元，参考可比公司估值，考虑到公司B端业务占比较高，给予公司21年12倍目标PE，对应目标价23.40元，维持“买入”评级。

### 风险提示：地产需求下滑、精装修开盘量下降、零售渠道开拓不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,570.24	5,637.04	7,161.96	8,408.97	9,729.27
增长率(%)	29.29	1.20	27.05	17.41	15.70
EBITDA(百万元)	1,048.74	1,143.26	1,044.98	1,240.32	1,467.29
净利润(百万元)	566.03	566.58	756.76	946.48	1,168.60
增长率(%)	48.70	0.10	33.57	25.07	23.47
EPS(元/股)	1.46	1.46	1.95	2.43	3.00
市盈率(P/E)	11.95	11.94	8.94	7.15	5.79
市净率(P/B)	1.85	1.59	1.35	1.15	0.97
市销率(P/S)	1.21	1.20	0.94	0.80	0.70
EV/EBITDA	9.39	7.56	6.73	4.25	3.07

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2021年04月01日

### 投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.18元
目标价格	23.40元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	388.91
流通A股股本(百万股)	234.39
A股总市值(百万元)	7,070.30
流通A股市值(百万元)	4,261.13
每股净资产(元)	10.95
资产负债率(%)	52.61
一年内最高/最低(元)	45.13/17.15

### 作者

鲍荣富 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

范张翔 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《帝欧家居-公司点评：Q2重回快速增长，产能扩张支撑公司长期发展》 2020-08-16
- 《帝欧家居-年报点评报告：业绩靓丽，工程端有望持续放量》 2020-03-31
- 《帝欧家居-公司点评：竣工向好，成长持续》 2020-03-01

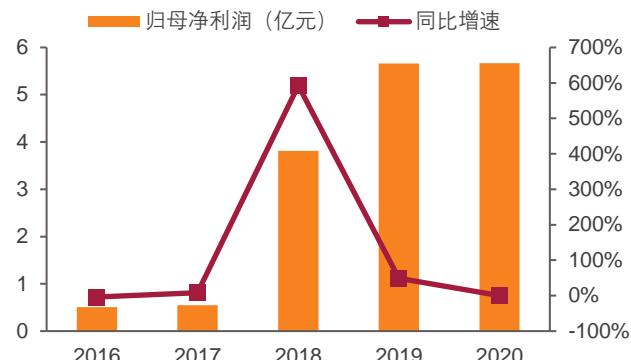
## 公司历年经营情况

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002084.SZ	海鸥住工	37.2	6.70	0.26	0.28	0.41	0.53	25.77	23.93	16.34	12.64
603385.SH	惠达卫浴	44.5	11.73	0.89	0.81	1.04	1.23	13.18	14.48	11.28	9.54
002918.SZ	蒙娜丽莎	159.6	39.08	1.07	1.38	1.8	2.28	36.52	28.32	21.71	17.14
平均值								25.16	22.24	16.44	13.11
002798.SZ	帝欧家居	70.7	18.18	1.46	1.46	1.95	2.43	12.49	12.48	9.34	7.47

注：数据截至 20210331 收盘，除帝欧家居 20 年为实际值，21-22 年为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	502.30	843.34	1,340.59	3,053.20	3,772.74	<b>营业收入</b>	5,570.24	5,637.04	7,161.96	8,408.97	9,729.27
应收票据及应收账款	2,535.30	3,375.75	3,758.85	3,780.30	4,070.29	营业成本	3,568.28	3,919.91	4,960.01	5,809.71	6,696.43
预付账款	96.04	100.62	112.78	157.94	142.13	营业税金及附加	45.54	43.24	59.79	67.82	78.10
存货	704.51	860.11	887.99	1,304.08	1,089.32	营业费用	894.33	556.67	700.44	813.99	924.28
其他	198.94	347.18	232.63	310.02	313.75	管理费用	186.19	164.95	204.12	235.45	267.56
<b>流动资产合计</b>	<b>4,037.10</b>	<b>5,527.00</b>	<b>6,332.84</b>	<b>8,605.55</b>	<b>9,388.24</b>	研发费用	238.10	245.53	311.95	366.27	423.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	51.24	87.48	114.96	99.19	79.80
固定资产	1,453.24	1,628.59	1,655.25	1,667.36	1,657.73	资产减值损失	(14.37)	(19.09)	(16.73)	(17.91)	(17.32)
在建工程	60.87	201.39	156.83	142.10	115.26	公允价值变动收益	(0.09)	2.14	0.00	0.00	0.00
无形资产	773.29	775.21	753.30	731.39	709.48	投资净收益	4.11	1.49	2.80	2.14	2.47
其他	677.69	834.01	707.07	740.02	759.29	其他	(37.20)	13.31	(5.60)	(4.29)	(4.94)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,965.08</b>	<b>3,439.19</b>	<b>3,272.45</b>	<b>3,280.87</b>	<b>3,241.76</b>	<b>营业利润</b>	<b>634.09</b>	<b>621.42</b>	<b>830.23</b>	<b>1,036.59</b>	<b>1,279.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,002.18</b>	<b>8,966.19</b>	<b>9,605.29</b>	<b>11,886.42</b>	<b>12,630.00</b>	营业外收入	1.53	6.77	3.12	3.81	4.57
短期借款	453.04	1,262.07	1,200.00	1,200.00	1,200.00	营业外支出	4.77	9.75	7.32	7.28	8.11
应付票据及应付账款	1,832.11	2,123.36	1,783.39	3,395.27	2,604.95	<b>利润总额</b>	<b>630.85</b>	<b>618.44</b>	<b>826.03</b>	<b>1,033.12</b>	<b>1,275.57</b>
其他	637.70	795.39	1,011.18	820.86	1,286.25	所得税	73.02	55.26	73.81	92.32	113.98
<b>流动负债合计</b>	<b>2,922.84</b>	<b>4,180.81</b>	<b>3,994.56</b>	<b>5,416.13</b>	<b>5,091.20</b>	<b>净利润</b>	<b>557.83</b>	<b>563.18</b>	<b>752.22</b>	<b>940.81</b>	<b>1,161.59</b>
长期借款	333.10	409.15	500.00	475.00	451.25	少数股东损益	(8.20)	(3.40)	(4.54)	(5.68)	(7.01)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>566.03</b>	<b>566.58</b>	<b>756.76</b>	<b>946.48</b>	<b>1,168.60</b>
其他	103.76	127.02	109.50	113.43	116.65	每股收益(元)	1.46	1.46	1.95	2.43	3.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>436.86</b>	<b>536.17</b>	<b>609.50</b>	<b>588.43</b>	<b>567.90</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,359.70</b>	<b>4,716.99</b>	<b>4,604.06</b>	<b>6,004.55</b>	<b>5,659.10</b>						
少数股东权益	(6.04)	(8.34)	(12.88)	(18.55)	(25.56)						
股本	384.96	388.91	388.91	388.91	388.91						
资本公积	2,280.52	2,328.55	2,328.55	2,328.55	2,328.55						
留存收益	3,384.98	3,961.29	4,625.20	5,511.51	6,607.56						
其他	(2,401.93)	(2,421.19)	(2,328.55)	(2,328.55)	(2,328.55)						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,642.48</b>	<b>4,249.21</b>	<b>5,001.23</b>	<b>5,881.86</b>	<b>6,970.90</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,002.18</b>	<b>8,966.19</b>	<b>9,605.29</b>	<b>11,886.42</b>	<b>12,630.00</b>						
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	557.83	563.18	756.76	946.48	1,168.60	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	155.67	171.64	99.80	104.54	108.38	资产负债率	47.98%	52.61%	47.93%	50.52%	44.81%
财务费用	31.34	95.35	114.96	99.19	79.80	净负债率	10.10%	23.43%	9.26%	-21.42%	-28.57%
投资损失	(4.11)	(1.49)	(2.80)	(2.14)	(2.47)	流动比率	1.38	1.32	1.59	1.59	1.84
营运资金变动	(546.36)	(772.22)	(259.67)	817.80	(415.59)	速动比率	1.14	1.12	1.36	1.35	1.63
其它	74.34	(29.80)	(4.54)	(5.68)	(7.01)	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>268.71</b>	<b>26.67</b>	<b>704.51</b>	<b>1,960.19</b>	<b>931.70</b>	应收账款周转率	2.61	1.91	2.01	2.23	2.48
资本支出	327.58	462.80	77.52	76.07	46.78	存货周转率	8.21	7.21	8.19	7.67	8.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.87	0.71	0.77	0.78	0.79
其他	(669.44)	(1,118.22)	(134.72)	(153.93)	(94.31)	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(341.85)</b>	<b>(655.42)</b>	<b>(57.20)</b>	<b>(77.86)</b>	<b>(47.53)</b>	每股收益	1.46	1.46	1.95	2.43	3.00
债权融资	870.34	1,838.84	1,803.94	1,793.59	1,781.30	每股经营现金流	0.69	0.07	1.81	5.04	2.40
股权融资	(101.75)	(6.74)	(22.31)	(99.19)	(79.80)	每股净资产	9.38	10.95	12.89	15.17	17.99
其他	(738.80)	(931.58)	(1,931.69)	(1,864.11)	(1,866.14)	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>29.79</b>	<b>900.52</b>	<b>(150.06)</b>	<b>(169.71)</b>	<b>(164.64)</b>	市盈率	11.95	11.94	8.94	7.15	5.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	1.85	1.59	1.35	1.15	0.97
<b>现金净增加额</b>	<b>(43.35)</b>	<b>271.77</b>	<b>497.25</b>	<b>1,712.62</b>	<b>719.54</b>	EV/EBITDA	9.39	7.56	6.73	4.25	3.07
						EV/EBIT	11.01	8.87	7.44	4.64	3.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com