

帝欧家居 (002798.SZ)

营收增长逐渐恢复，期待修复弹性

事件：公司发布 2020 年年报。实现营业收入 56.37 亿元，同比+1.2%；实现归母净利润 5.67 亿元，同比+0.10%；实现扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比+0.90%。

受疫情及碧桂园影响拖累全年业绩，新客户及小 B 渠道拓展加快。分季度来看，Q1-Q4 收入增速分别为-23.81%/+31.20%/-21.31%/+13.76%，Q1 主要受疫情影响，Q3 以来主要受大客户精装修率波动影响订单。其中欧神诺实现营业收入 50.22 亿元，同比+0.33%。欧神诺 H1/H2 分别实现收入 24.71 亿元/25.52 亿元，同比分别+10%/-7.54%，主要由于 Q3 受碧桂园精装项目影响较大，Q4 公司业绩已恢复两位数增长。**分业务来看，1) 建陶业务：**截至 2020 年 12 月，欧神诺经销商超过 1100 家 (+110 家)，终端门店超过 4000 个 (+1020 个)，公司新开发多家大中型房地产开发商客户，预计公司客户结构和质量有望改善；**2) 卫浴洁具：**卫浴产品实现营业收入 4.98 亿元，同比+14.61%，瓷砖卫浴协同效应逐步显现。卫浴事业部在销售渠道建设上确定了“全渠道经营”的突围路径，目前卫浴洁具方面拥有经销商 855 家，终端门店 1019 个。

瓷砖产品盈利性继续提升，费用率保持平稳。毛利率方面，按去年同期口径的毛利率为 36.99%，同比+0.79pct，主要是随着销售份额及新建产能的增长带来规模效应提升。销售费用率 9.88%，同比-6.18pct，主要系运输费从销售费用调整至营业成本；管理费用率 2.93%，同比-0.42pct；研发费用率 4.36%，同比基本持平；财务费用率 1.55%，同比+0.63pct，主要为报告期内支付贷款利息增加所致。

经营性现金流阶段性承压，付现比同比下降。2020 年公司经营性活动现金流净额为 2667 万元，同比-90.08%。单 Q4 经营性活动现金流净额为 3.04 亿元，延续了 Q3 以来的改善态势。**1) 收现比情况：**期内公司收现比 96.86%，与去年基本持平。期末公司应收账款及票据合计 33.76 亿元，比去年同期增加 8.41 亿元，主要系年初受疫情影响发货延迟，收入集中在下半年，回款存在一定周期，故年底应收账款余额较年初有所增加；其他应收款余额 2.17 亿元，主要系支付工程渠道保证金增加。**2) 付现比情况：**公司付现比 89.17%，同比降低 5.45pct，公司对上游占款增加，应付账款及票据合计 21.23 亿元，比去年同期增加 2.91 亿元。年末公司资产负债率 52.61%，同比+4.63pct。公司拟发行可转债募集资金 15 亿元，用于智能生产线建设及资金补流（4.2 亿元），目前已获证监会核准，随着可转债上市募集资金到位，公司资金压力有望缓解，债务结构预计优化。

投资建议：瓷砖市场规模超 4000 亿，B 端集采加速品牌集中趋势，欧神诺近年来把握地产端工程业务放量趋势迅速扩张，工程业务份额提升明显，同时布局全渠道扩张，经销商和门店布局快速推进，小 B 市场开拓值得期待；发布转债发行预案，募资扩产和补充流动，提升资金实力同时，产能扩张保障业务拓展。核心管理层实施了持股计划，股权激励增强企业长期发展信心。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.95、10.16、12.46 亿元，EPS 分别为 2.04、2.61、3.20 元，对应 PE 为 9、7、6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求大幅下滑风险、客户拓展不及预期风险、原材料价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,570	5,637	7,924	9,949	12,099
增长率 yoy (%)	29.3	1.2	40.6	25.6	21.6
归母净利润 (百万元)	566	567	795	1,016	1,246
增长率 yoy (%)	48.7	0.1	40.3	27.7	22.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.46	1.46	2.04	2.61	3.20
净资产收益率 (%)	15.3	13.3	16.2	17.5	17.9
P/E (倍)	12.5	12.5	8.9	7.0	5.7
P/B (倍)	1.9	1.7	1.4	1.2	1.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	18.15
总市值(百万元)	7,058.64
总股本(百万股)	388.91
其中自由流通股(%)	60.27
30 日日均成交量(百万股)	3.49

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

- 1、《帝欧家居 (002798.SZ)：中报扣非业绩符合预期，转债融资扩产补流，助力快速扩张》2020-08-17
- 2、《帝欧家居 (002798.SZ)：强强合作，碧桂园战投助力快速成长》2020-04-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4037	5527	7038	8310	10432
现金	502	843	736	832	1089
应收票据及应收账款	2535	3376	4374	5332	6500
其他应收款	77	217	417	487	722
预付账款	96	101	126	129	166
存货	705	860	1255	1398	1824
其他流动资产	121	130	130	130	130
非流动资产	2965	3439	3971	4374	4773
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1453	1629	1989	2259	2519
无形资产	773	775	811	845	878
其他非流动资产	739	1035	1171	1270	1376
资产总计	7002	8966	11009	12684	15205
流动负债	2923	4181	5550	6339	7742
短期借款	453	1262	1700	2000	2300
应付票据及应付账款	1832	2123	2659	3340	3945
其他流动负债	638	795	1191	999	1497
非流动负债	437	536	483	420	355
长期借款	333	409	356	293	228
其他非流动负债	104	127	127	127	127
负债合计	3360	4717	6033	6759	8097
少数股东权益	-6	-8	-18	-29	-43
股本	385	389	389	389	389
资本公积	2281	2329	2329	2329	2329
留存收益	1104	1633	2261	3102	4171
归属母公司股东权益	3649	4258	4994	5955	7150
负债和股东权益	7002	8966	11009	12684	15205

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	269	27	460	673	884
净利润	558	563	805	1027	1260
折旧摊销	156	172	173	213	250
财务费用	51	87	95	129	146
投资损失	-4	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-533	-875	-608	-693	-769
其他经营现金流	41	81	-2	-1	-1
投资活动现金流	-342	-655	-701	-613	-646
资本支出	368	658	395	303	298
长期投资	19	1	0	0	0
其他投资现金流	45	3	-306	-310	-347
筹资活动现金流	30	901	134	37	19
短期借款	84	809	438	300	300
长期借款	63	76	-53	-63	-65
普通股增加	-0	4	0	0	0
资本公积增加	23	48	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-37	-251	-200	-216
现金净增加额	-43	272	-107	96	257

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5570	5637	7924	9949	12099
营业成本	3568	3920	5500	6899	8378
营业税金及附加	46	43	65	83	98
营业费用	894	557	784	980	1192
管理费用	186	165	250	308	375
研发费用	238	246	349	423	508
财务费用	51	87	95	129	146
资产减值损失	-14	-19	-48	-50	-60
其他收益	111	77	80	80	75
公允价值变动收益	-0	2	2	1	1
投资净收益	4	1	2	2	2
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	634	621	918	1160	1419
营业外收入	2	7	6	6	5
营业外支出	5	10	10	10	10
利润总额	631	618	914	1156	1414
所得税	73	55	110	130	155
净利润	558	563	805	1027	1260
少数股东损益	-8	-3	-10	-11	-14
归属母公司净利润	566	567	795	1016	1246
EBITDA	821	868	1166	1469	1774
EPS (元)	1.46	1.46	2.04	2.61	3.20

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	29.3	1.2	40.6	25.6	21.6
营业利润(%)	45.8	-2.0	47.8	26.4	22.3
归属于母公司净利润(%)	48.7	0.1	40.3	27.7	22.7
获利能力					
毛利率(%)	35.9	30.5	30.6	30.7	30.8
净利率(%)	10.2	10.1	10.0	10.2	10.3
ROE(%)	15.3	13.3	16.2	17.5	17.9
ROIC(%)	12.9	10.3	12.2	13.3	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.0	52.6	54.8	53.3	53.3
净负债比率(%)	10.8	24.7	29.5	27.4	22.7
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.6	1.9	2.0	2.1	2.0
应付账款周转率	2.3	2.0	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.46	2.04	2.61	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.07	1.18	1.73	2.27
每股净资产(最新摊薄)	9.38	10.95	12.79	15.20	18.21
估值比率					
P/E	12.5	12.5	8.9	7.0	5.7
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.1	9.3	7.3	5.9	4.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

帝欧家居：全年业绩转正，未来修复弹性值得期待	4
受疫情及碧桂园影响拖累全年业绩，新客户及小 B 渠道拓展加快	4
瓷砖产品盈利性继续提升，费用率保持平稳	4
经营性现金流阶段性承压，付现比同比下降	5
投资建议	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 欧神诺收入规模变化 (亿元)	4
图表 2: 欧神诺净利润规模变化 (百万元)	4
图表 3: 帝欧家居单季度销售毛利率及销售净利率变动	5
图表 4: 帝欧家居期间费用率变动情况 (%)	5
图表 5: 帝欧家居单季度经营性现金流净额变化 (百万元)	5
图表 6: 帝欧家居收现比、付现比变化	5

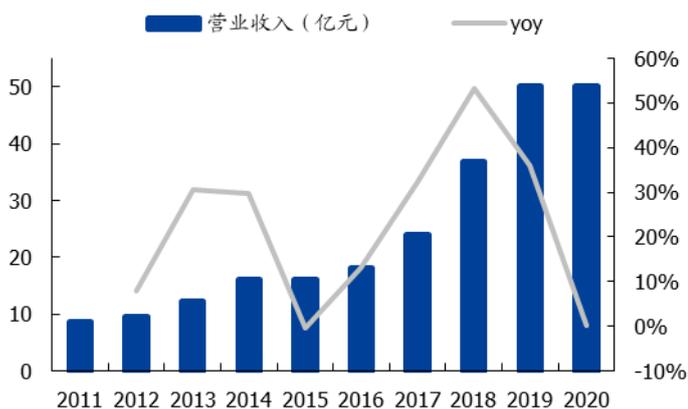
帝欧家居：全年业绩转正，未来修复弹性值得期待

帝欧家居发布 2020 年年报：实现营业收入 56.37 亿元，同比+1.2%；实现归母净利润 5.67 亿元，同比+0.10%；实现扣非后归母净利 4.98 亿元，同比+0.90%。其中，单 Q4 实现营业收入 16.70 亿元，同比+13.76%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比+15.33%，Q4 业绩修复显著。

受疫情及碧桂园影响拖累全年业绩，新客户及小 B 渠道拓展加快

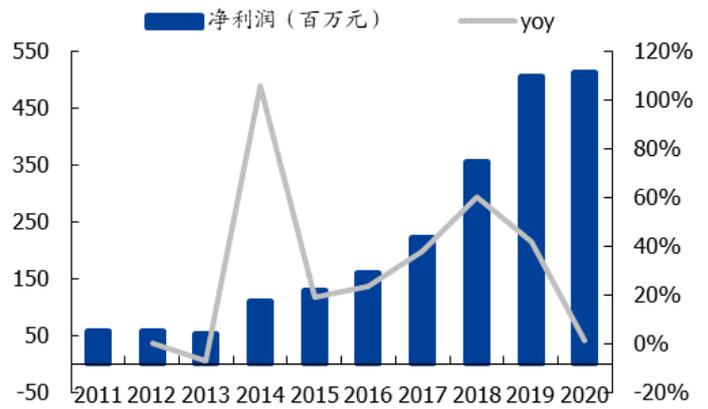
2020 年公司实现营业收入 56.37 亿元，同比+1.2%，分季度来看，Q1-Q4 收入增速分别为-23.81%/+31.20%/-21.31%/+13.76%，Q1 主要受疫情影响，Q3 以来主要受大客户精装修率波动影响订单。其中欧神诺实现营业收入 50.22 亿元，同比+0.33%。欧神诺 H1/H2 分别实现收入 24.71 亿元/25.52 亿元，同比分别+10%/-7.54%，主要由于 Q3 受碧桂园精装项目影响较大，Q4 公司业绩已恢复两位数增长。**分业务来看，1) 建陶业务：**截至 2020 年 12 月，欧神诺经销商超过 1100 家，终端门店超过 4000 个；公司在巩固已有存量客户的同时积极拓展新客户，报告期内陆续与融创、绿地、新城、金茂、龙湖、中南、中粮、合景泰富、彰泰、恒福、德信、宝能、翰广、北京城建等大中型房地产开发商构建了合作关系，预计公司客户结构和质量有望改善，降低对大客户依赖程度。**2) 卫生洁具业务：**卫浴产品实现营业收入 4.98 亿元，同比+14.61%，瓷砖卫浴协同效应逐步显现。目前公司卫浴洁具方面拥有经销商 855 家，终端门店 1019 个。卫浴事业部在销售渠道建设上确定了“全渠道经营”的突围路径，积极推动终端零售渠道、自营工程渠道、家装工程渠道、经销商工程渠道、电子商务渠道的建设，全年业绩收入增长较为亮眼。

图表 1：欧神诺收入规模变化（亿元）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 2：欧神诺净利润规模变化（百万元）



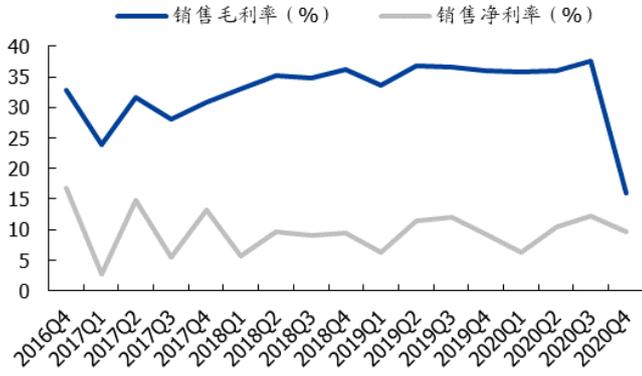
资料来源：WIND，国盛证券研究所

瓷砖产品盈利性持续提升，费用率保持平稳

毛利率方面，瓷砖毛利率 30.17%，同比变动-6.03pct，主要由于收入准则调整运输费用计入了营业成本，按去年同口径算的毛利率为 36.99%，同比+0.79pct，主要是随着销售份额的增长带来规模效应的不断提升，以及新建产能单位边际成本下降的效应。

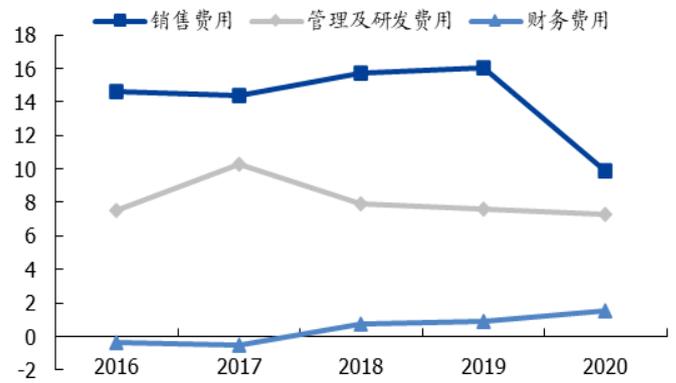
期间费用率方面，销售费用率 9.88%，同比-6.18pct，主要系运输费从销售费用调整至营业成本；管理费用率 2.93%，同比-0.42pct，细分项看职工薪酬同比-12.47%，折旧摊销同比-10%；研发费用率 4.36%，同比基本持平；财务费用率 1.55%，同比+0.63pct，主要为报告期内支付贷款利息增加所致。

图表 3: 帝欧家居单季度销售毛利率及销售净利率变动



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 4: 帝欧家居期间费用率变动情况 (%)

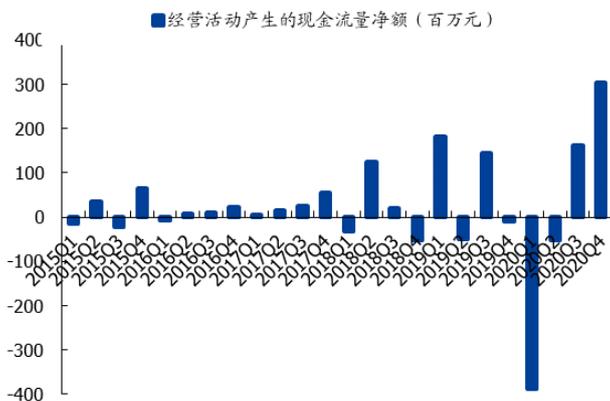


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

经营性现金流阶段性承压，付现比同比下降

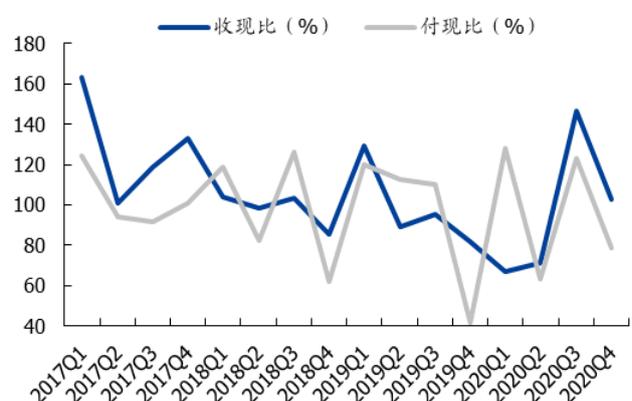
2020 年公司经营性活动现金流净额为 2667 万元，同比-90.08%，主要系报告期内支付履约保证金所致。单 Q4 经营性活动现金流净额为 3.04 亿元，延续了 Q3 以来的改善态势。**1) 收现比情况:** 期内公司收现比 96.86%，与去年基本持平。期末公司应收账款及票据合计 33.76 亿元，比去年同期增加 8.41 亿元（其中应收账款增加 6.78 亿元，应收票据增加 1.63 亿元），主要系年初受疫情影响发货延迟，收入集中在下半年，回款存在一定周期，故年底应收账款余额较年初有所增加；其他应收款余额 2.17 亿元，主要系支付工程渠道保证金增加。**2) 付现比情况:** 公司付现比 89.17%，同比降低 5.45pct，公司对上游占款增加，应付账款及票据合计 21.23 亿元，比去年同期增加 2.91 亿元。年末公司资产负债率 52.61%，同比+4.63pct。公司拟发行可转债募集资金 15 亿元，用于智能生产线建设及资金补流（4.2 亿元），目前已获证监会核准，随着可转债上市募集资金到位，公司资金压力有望缓解，债务结构预计优化。

图表 5: 帝欧家居单季度经营性现金流净额变化 (百万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 帝欧家居收现比、付现比变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

投资建议

瓷砖市场规模超 4000 亿，B 端集采加速品牌集中趋势，欧神诺近年来把握地产端工程业务放量趋势迅速扩张，工程业务份额提升明显，同时布局全渠道扩张，经销商和门店布局快速推进，小 B 市场开拓值得期待；发布转债发行预案，募资扩产和补充流动，提升资金实力同时，产能扩张保障业务拓展。核心管理层实施了持股计划，股权激励增强企业长期发展信心。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.95、10.16、12.46 亿元，EPS 分别为 2.04、2.61、3.20 元，对应 PE 为 9、7、6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求大幅下滑风险：公司产品主要应用于住宅、商场、酒店、写字楼、大型场馆及市政工程等建筑装饰装修，所处行业与房地产、家居装饰装修具有密切的相关性。在房地产行业受调控的大环境下，房地产、装饰装修等行业需求变化的不确定性仍会导致公司未来销售情况具有一定不确定性。

客户拓展不及预期风险：瓷砖业务超过 60%以上来自于地产客户，客户关系维护以及拓展新客户是收入规模扩张的驱动因素。未来如果地产客户拓展不及预期，会对公司经营带来一定的不确定性。

原料价格波动风险：公司卫生洁具板块所采购的主要原材料为 MMA，其价格随市场供求及原油价格的波动而变化，欧神诺建筑陶瓷产品的主要原材料为泥沙料、化工料、熔块及釉料，主要能源为电、煤、柴油。如果未来上述主要原材料及能源价格出现波动，将可能对公司经营业绩产生一定的影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com