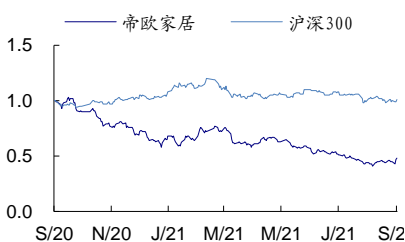


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**其他建材 II**
**帝欧家居(002798)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 09 月 09 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	387/226
总市值/流通(百万元)	5,556/3,248
上证综指/深圳成指	3,567/14,314
12 个月最高/最低(元)	31.38/12.25

**相关研究报告:**

《帝欧家居-002798-2020 年年报点评: Q4 业绩回升明显, 小 B 端有望发力》——2021-04-01  
 《帝欧家居-002798-2020 年中报点评: 产能扩张稳步推进, 渠道布局持续深化》——2020-08-19  
 《帝欧家居-002798-2019 年财报点评: 瓷砖业务保持高速增长, 渠道融合持续深化》——2020-04-03  
 《帝欧家居-002798-2018 年年报点评: 主业协同发展, 业绩延续高增长》——2019-07-31  
 《帝欧家居-002798-2018 年年报点评: 增收增利, 看好未来成长性》——2019-04-01

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**证券分析师: 冯梦琪**

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩平稳增长, 小 B 战略初显成效**
**● 业绩平稳增长, 卫浴业务表现亮眼**

2021 H1 公司实现营收 31.30 亿元, 同比增长 15.7%, 归母净利润 2.73 亿元, 同比增长 8.2%, 基本 EPS 为 0.72 元/股, 基本符合预期, 其中 Q2 单季实现营收 19.70 亿元, 同比增长 3.1%, 归母净利润 1.97 亿元, 同比减少 2.2%。上半年瓷砖和卫浴分别实现收入 27.3 亿和 3.3 亿, 分别同增 11.1%和 82.4%, 卫浴业务大幅增长主要受益于营销渠道不断优化, 零售渠道增速超过 60%。

**● 现金流大幅改善, 应收账款风险可控**

剔除物流费用核算口径变化后, 上半年瓷砖业务毛利率基本持平 (29.2%), 卫浴受原材料价格上涨等因素影响同比下降 4.55pct 至 28.6%。整体毛利率实现 29.1%, 同口径下同比略降 0.5pct, 净利率实现 8.6%, 同比小幅下降 0.55pct。期间费用率实现 18.2% (+1.2pct), 同口径下销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.0%(+1.3pct)、2.9% (+0.1pct)、1.7% (+0.3pct) 和 3.7% (-0.4pct)。报告期内, 经营性净现金流同比增加 3.78 亿至 -0.6 亿, 主因今年贷款回笼改善, 收现比实现 97.94%, 同比大增 27.94pct, 应收账款及票据小幅增长 7%至 38.7 亿, 周转率小幅提升 0.01 至 0.96 次, 风险总体可控。

**● 小 B 战略初显成效, 瓷砖渠道稳步扩张**

自去年实施小 B 战略以来, 公司加强品牌宣传和曝光率, 充分发挥合作伙伴小 B 端开拓与区域就近服务优势, 上半年陶瓷业务中, 小 B 业务渠道销售收入同比增长 45.1%, 另外, 除公司原有核心客户外自营工程渠道收入同增 56.3%。报告期内, 公司继续推进渠道扩张, 拥有瓷砖类产品经销商 (代理商) 逾 1400 家, 较去年末增加约 300 家, 终端门店逾 4000 个。

**● 战略转型持续, 产能有望释放, 维持“买入”评级**

公司积极执行“优选大 B+拓展小 B”战略, 推进全渠道业务转型, 加强长效股权激励。今年以来, 瓷砖业务生产线建设持续, 产能有望陆续释放, 卫浴业务协同效应初步显现, 预计 21-23 年 EPS 1.66/2.05/2.30 元/股, 对应 PE 8.7/7.0/6.2x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 地产投资不及预期; 产能投放不及预期; 成本上涨超预期。**
**盈利预测和财务指标**

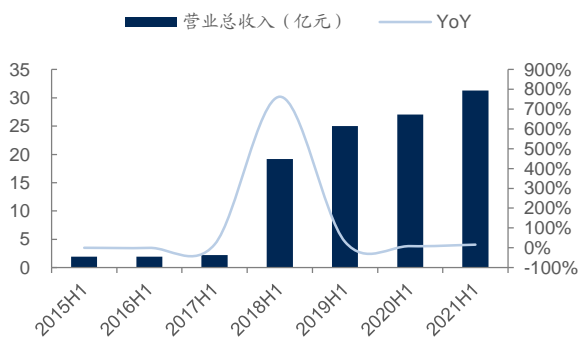
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,570	5,637	6,691	8,190	9,386
(+/-%)	29.3%	1.2%	18.7%	22.4%	14.6%
净利润(百万元)	566	567	639	791	887
(+/-%)	48.7%	0.1%	12.7%	23.9%	12.1%
摊薄每股收益(元)	1.47	1.47	1.66	2.05	2.30
EBIT Margin	15.7%	16.9%	16.1%	15.8%	15.3%
净资产收益率(ROE)	15.5%	13.3%	13.2%	14.3%	14.0%
市盈率(PE)	9.8	9.8	8.7	7.0	6.2
EV/EBITDA	8.6	9.1	8.5	8.0	7.8
市净率(PB)	1.52	1.30	1.15	1.00	0.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

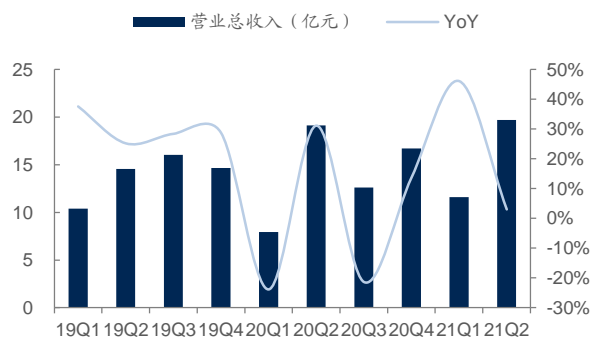
业绩平稳增长，卫浴业务表现亮眼。2021 H1 公司实现营收 31.30 亿元，同比增长 15.7%，归母净利润 2.73 亿元，同比增长 8.2%，基本 EPS 为 0.72 元/股，基本符合预期，其中 Q2 单季实现营收 19.70 亿元，同比增长 3.1%，归母净利润 1.97 亿元，同比减少 2.2%。上半年瓷砖和卫浴分别实现收入 27.3 亿和 3.3 亿，分别同增 11.1%和 82.4%，卫浴业务大幅增长主要受益于营销渠道不断优化，零售渠道增速超过 60%。

图 1：公司营业收入及同比增速



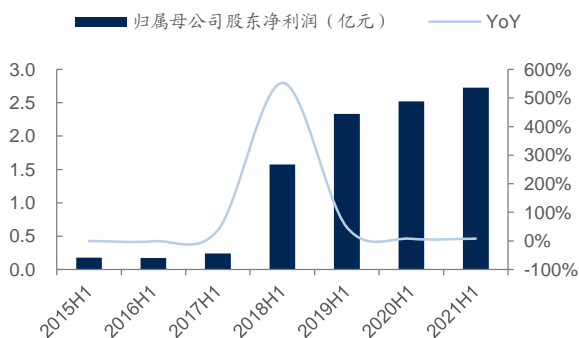
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



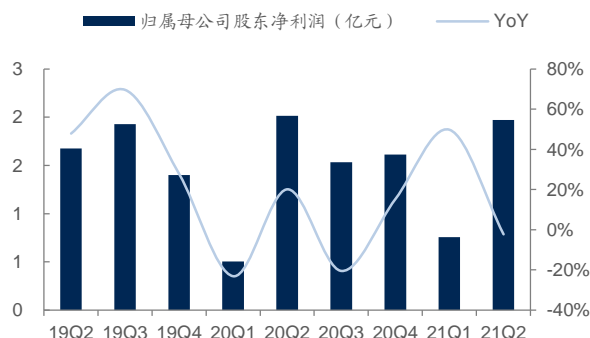
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



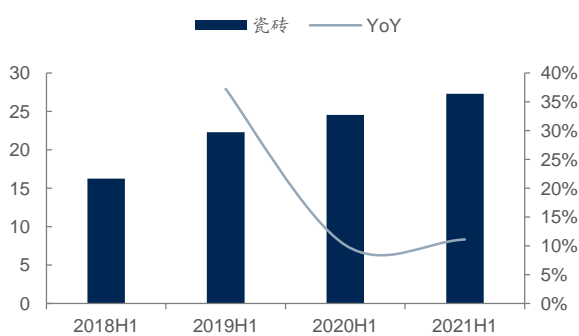
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



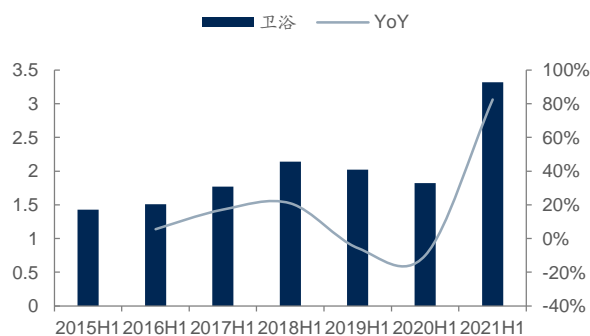
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司瓷砖业务收入及同比增速 (亿, %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

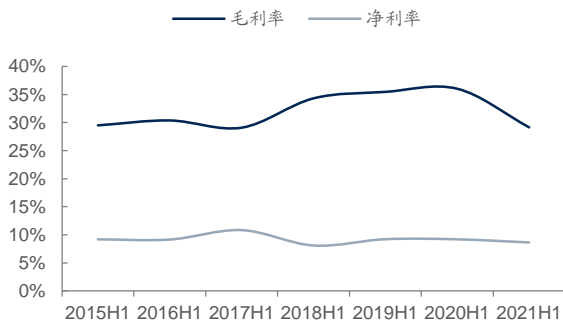
图 6：公司卫浴业务收入及同比增速 (亿, %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

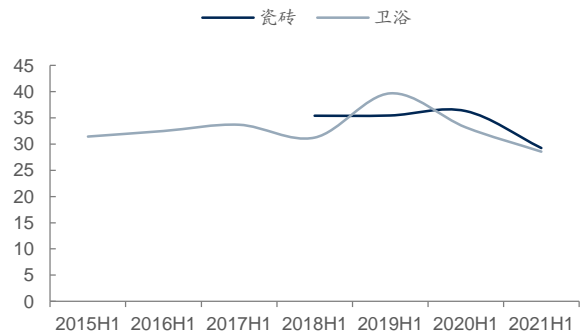
现金流大幅改善，应收账款风险可控。剔除物流费用核算口径变化后，上半年瓷砖业务毛利率基本持平（29.2%），卫浴受原材料价格上涨等因素影响同比下降 4.55pct 至 28.6%。整体毛利率实现 29.1%，同口径下同比略降 0.5pct，净利率实现 8.6%，同比小幅下降 0.55pct。期间费用率实现 18.2%（+1.2pct），同口径下销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.0%（+1.3pct）、2.9%（+0.1pct）、1.7%（+0.3pct）和 3.7%（-0.4 pct）。报告期内，经营性净现金流同比增加 3.78 亿至 -0.6 亿，主因今年贷款回笼改善，收现比实现 97.94%，同比大增 27.94pct，应收账款及票据小幅增长 7% 至 38.7 亿，周转率小幅提升 0.01 至 0.96 次，风险总体可控。

图 7：公司毛利率和净利率（%）



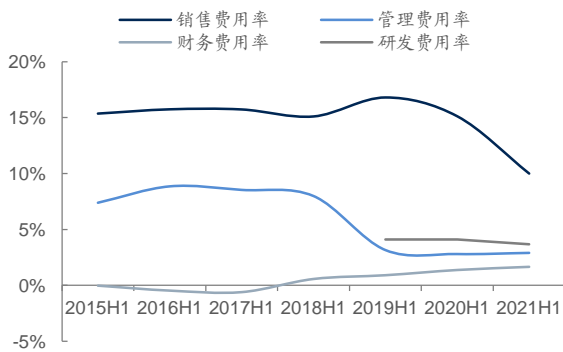
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司瓷砖和卫浴业务毛利率（%）



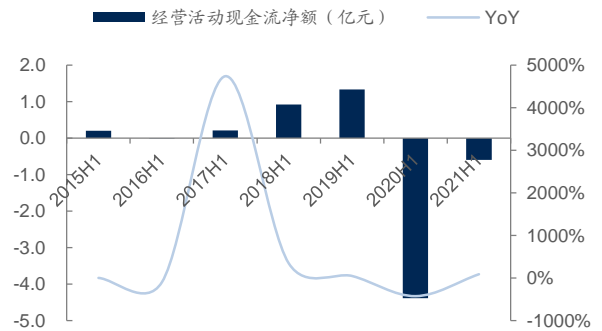
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司期间费用率（%）



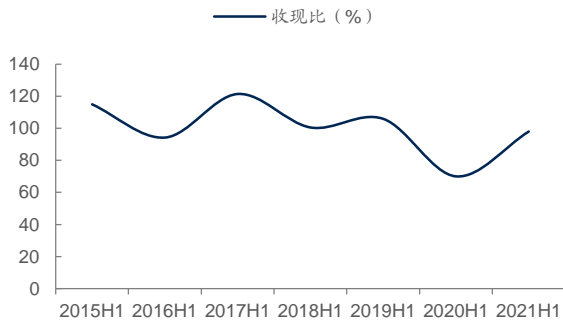
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营活动现金流净额及同比增速



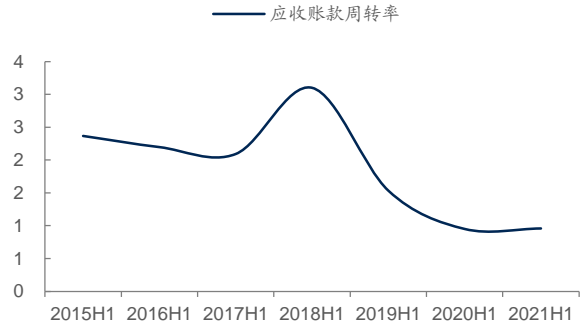
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司收现比回升明显



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司应收账款回收率(次)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**小 B 战略初显成效，瓷砖渠道稳步扩张。**自去年实施小 B 战略以来，公司加强品牌宣传和曝光率，充分发挥合作伙伴小 B 端开拓与区域就近服务优势，上半年陶瓷业务中，小 B 业务渠道销售收入同比增长 45.1%，另外，除公司原有核心客户外自营工程渠道收入同增 56.3%。报告期内，公司继续推进渠道扩张，拥有瓷砖类产品经销商（代理商）逾 1400 家，较去年末增加约 300 家，终端门店逾 4000 个。

**投资建议：战略转型持续，持“买入”评级。**公司积极执行“优选大 B+拓展小 B”战略，推进全渠道业务转型，加强长效股权激励。今年以来，瓷砖业务生产线建设持续，产能有望陆续释放，卫浴业务协同效应初步显现，预计 21-23 年 EPS 1.66/2.05/2.30 元/股，对应 PE 8.7/7.0/6.2x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	843	800	840	882	营业收入	5637	6691	8190	9386
应收款项	3593	4392	5645	6793	营业成本	3920	4820	5957	6893
存货净额	860	1036	1249	1473	营业税金及附加	43	53	64	74
其他流动资产	231	268	332	378	销售费用	557	535	639	713
<b>流动资产合计</b>	<b>5527</b>	<b>6496</b>	<b>8066</b>	<b>9525</b>	管理费用	165	205	236	266
固定资产	1830	2345	2927	3578	财务费用	87	88	114	143
无形资产及其他	775	744	713	682	投资收益	1	3	2	2
投资性房地产	834	834	834	834	资产减值及公允价值变动	(17)	(16)	(16)	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(228)	(260)	(280)	(290)
<b>资产总计</b>	<b>8966</b>	<b>10419</b>	<b>12540</b>	<b>14620</b>	营业利润	621	717	886	993
短期借款及交易性金融负债	1430	1920	2465	3122	营业外净收支	(3)	(4)	(3)	(3)
应付款项	2123	2422	3080	3570	<b>利润总额</b>	<b>618</b>	<b>713</b>	<b>883</b>	<b>990</b>
其他流动负债	628	702	891	1009	所得税费用	55	78	97	108
<b>流动负债合计</b>	<b>4181</b>	<b>5045</b>	<b>6436</b>	<b>7702</b>	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(5)
长期借款及应付债券	409	409	409	409	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>567</b>	<b>639</b>	<b>791</b>	<b>887</b>
其他长期负债	127	142	161	177					
<b>长期负债合计</b>	<b>536</b>	<b>551</b>	<b>570</b>	<b>587</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4717</b>	<b>5596</b>	<b>7006</b>	<b>8288</b>	净利润	567	639	791	887
少数股东权益	(8)	(9)	(10)	(11)	资产减值准备	11	28	21	28
股东权益	4258	4832	5544	6343	折旧摊销	168	229	281	337
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8966</b>	<b>10419</b>	<b>12540</b>	<b>14620</b>	公允价值变动损失	17	16	16	16
					财务费用	87	88	114	143
					营运资本变动	(905)	(596)	(643)	(764)
					其它	(14)	(29)	(22)	(29)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(156)</b>	<b>287</b>	<b>445</b>	<b>474</b>
					资本开支	(456)	(757)	(870)	(1001)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(456)</b>	<b>(757)</b>	<b>(870)</b>	<b>(1001)</b>
					权益性融资	44	0	0	0
					负债净变化	76	0	0	0
					支付股利、利息	(102)	(64)	(79)	(89)
					其它融资现金流	961	490	545	657
					<b>融资活动现金流</b>	<b>954</b>	<b>427</b>	<b>466</b>	<b>569</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>341</b>	<b>(43)</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
					货币资金的期初余额	502	843	800	840
					货币资金的期末余额	843	800	840	882
					企业自由现金流	(326)	(164)	(80)	(146)
					权益自由现金流	711	248	364	384

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.47	1.66	2.05	2.30
每股红利	0.26	0.17	0.21	0.23
每股净资产	11.05	12.54	14.39	16.46
ROIC	17%	15%	15%	14%
ROE	13%	13%	14%	14%
毛利率	30%	28%	27%	27%
EBIT Margin	17%	16%	16%	15%
EBITDA Margin	20%	20%	19%	19%
收入增长	1%	19%	22%	15%
净利润增长率	0%	13%	24%	12%
资产负债率	53%	54%	56%	57%
息率	1.8%	1.2%	1.4%	1.6%
P/E	9.8	8.7	7.0	6.2
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.1	8.5	8.0	7.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032