

帝欧家居 (002798)

证券研究报告

2021年11月01日

Q3 营收稳定增长，看好长期可持续发展

Q3 收入稳定增长，盈利阶段性压力加大

近期公司发布 21 年三季报，前三季度公司实现营收/归母净利润 46.0/3.49 亿元，同比分别+16.1%/-13.8%，实现扣非归母净利润 3.47 亿元，同比下降 7.6%，其中 Q3 单季度实现收入 14.7 亿元，同比+16.8%，实现归母净利润 7677 万元，同比下降 49.9%，三季度扣非归母净利润为 8514 万元，同比下降 33.9%。三季度瓷砖行业受限电、原材料价格大幅上涨、地产景气回落等因素影响，利润承压，但公司营收仍保持稳定增长，得益于公司实施加快推进业务渠道下沉、拓展小 B 业务、全渠道营销的整体经营策略，公司发行 15 亿可转债，用于扩充瓷砖产能以及补流，看好公司长期可持续发展。

收入环比 Q2 有所下滑，原燃料价格上涨导致毛利率下滑

Q3 公司营业收入同比增长 16.8%，但环比 Q2 下滑 25.2%，单季度收入增幅有所回落，一方面受限电影响，9 月中旬，公司位于广西的四条产线停产一周，另一方面进入三季度地产下游受资金面影响，景气度明显回落，需求下滑使得销售承压。公司前三季度毛利率 28.3%，同比下滑 8.2pct，剔除核算口径差异后，同比下滑 2.2pct，其中 Q3 单季度毛利率 26.6%，环比 Q2 小幅下滑 1.7pct，公司盈利能力承压主要系今年以来原燃料价格涨幅较大，若未来原燃料价格边际回落，公司盈利能力有望触底反弹。

Q3 归母净利率同比下滑 6.9pct，现金流改善

公司 Q3 期间费用率为 20.0%，同比下降 6.8pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别-4.7%/-1.2%/-0.9%，费用控制能力明显增强，最终实现单季度归母净利率 5.2%，同比下滑 6.9pct，环比 Q2 下滑 4.8pct。前三季度公司经营性现金流量净额为 4170 万元，同比增加 115%，主要系去年受新冠疫情影响贷款回笼，今年有所改善。前三季度公司收现比为 101%，同比上涨 7pct，现金流表现良好。

募集资金用于扩充产能，看好公司长期可持续发展

公司发行 15 亿可转债，用于“欧神诺八组年产 5,000 万平方高端墙地砖智能化生产线（节能减排、节水）项目”、“两组年产 1300 万平方高端陶瓷地砖智能化生产线项目”和补充流动资金，募投项目的实施一方面扩大公司经营规模，另一方面优化公司资本结构，有利于公司长期可持续发展。考虑到需求下滑及成本上涨等因素，我们下调 21-23 年归母净利润预测至 4.7/5.5/6.6 亿元（前值：7.1/9.2/11.9 亿元）。参考可比公司估值，给予公司 21 年 12xPE，目标价 14.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产需求下滑，渠道开拓不及预期，原材料大幅涨价。

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	6,328.09	7,138.31	8,065.12
增长率(%)	29.29	1.20	12.26	12.80	12.98
EBITDA(百万元)	1,048.74	1,143.26	733.78	806.00	915.08
净利润(百万元)	566.03	566.58	473.64	546.89	655.11
增长率(%)	48.70	0.10	(16.40)	15.46	19.79
EPS(元/股)	1.46	1.46	1.22	1.41	1.69
市盈率(P/E)	8.69	8.69	10.39	9.00	7.51
市净率(P/B)	1.35	1.16	1.04	0.95	0.85
市销率(P/S)	0.88	0.87	0.78	0.69	0.61
EV/EBITDA	9.39	7.56	6.66	4.95	3.57

资料来源：wind，天风证券研究所

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	12.72 元
目标价格	14.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	386.89
流通 A 股股本(百万股)	226.20
A 股总市值(百万元)	4,921.28
流通 A 股市值(百万元)	2,877.22
每股净资产(元)	11.83
资产负债率(%)	53.98
一年内最高/最低(元)	25.09/12.25

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

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《帝欧家居-半年报点评:H1 毛利率保持挺，现金流明显改善》2021-08-31
- 2 《帝欧家居-年报点评报告:业绩保持稳健,21 年有望恢复增长》2021-04-01
- 3 《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

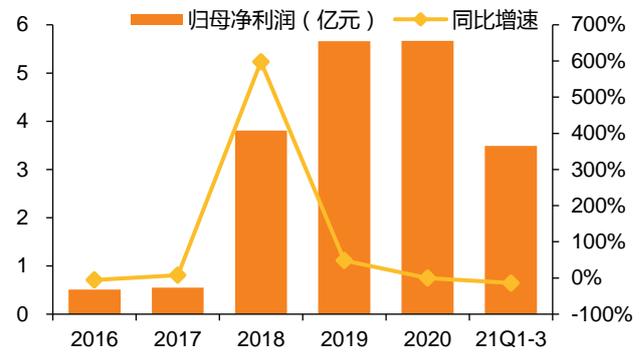
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-21Q1-3 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-21Q1-3 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	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
002084.SZ	海鸥住工	29.7	4.88	0.26	0.27	0.40	0.57	18.77	18.07	12.20	8.52
603385.SH	惠达卫浴	33.9	8.81	0.89	0.81	0.82	1.08	9.90	10.88	10.74	8.14
002918.SZ	蒙娜丽莎	78.8	19.03	1.07	1.39	1.69	2.24	17.79	13.69	11.26	8.50
平均值								15.48	14.21	11.40	8.39
002798.SZ	帝欧家居	49.2	12.72	1.46	1.46	1.22	1.41	8.69	8.69	10.39	9.00

注：数据截至 20211030 收盘，除帝欧家居 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 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
货币资金	502.30	843.34	1,641.39	2,495.40	3,180.29
应收票据及应收账款	2,535.30	3,375.75	2,928.16	3,471.77	3,036.01
预付账款	96.04	100.62	95.90	145.38	116.18
存货	704.51	860.11	749.71	1,203.97	882.24
其他	198.94	347.18	221.60	279.51	282.47
流动资产合计	4,037.10	5,527.00	5,636.75	7,596.04	7,497.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,453.24	1,628.59	1,655.25	1,667.36	1,657.73
在建工程	60.87	201.39	156.83	142.10	115.26
无形资产	773.29	775.21	753.30	731.39	709.48
其他	677.69	834.01	707.07	740.02	759.29
非流动资产合计	2,965.08	3,439.19	3,272.45	3,280.87	3,241.76
资产总计	7,002.18	8,966.19	8,909.20	10,876.91	10,738.96
短期借款	453.04	1,262.07	1,200.00	1,200.00	1,200.00
应付票据及应付账款	1,832.11	2,123.36	1,474.34	3,141.12	2,088.99
其他	637.70	795.39	917.48	764.01	1,141.51
流动负债合计	2,922.84	4,180.81	3,591.83	5,105.13	4,430.50
长期借款	333.10	409.15	500.00	475.00	451.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.76	127.02	109.50	113.43	116.65
非流动负债合计	436.86	536.17	609.50	588.43	567.90
负债合计	3,359.70	4,716.99	4,201.32	5,693.56	4,998.39
少数股东权益	(6.04)	(8.34)	(11.18)	(14.46)	(18.39)
股本	384.96	388.91	386.89	386.89	386.89
资本公积	2,280.52	2,328.55	2,305.57	2,305.57	2,305.57
留存收益	3,384.98	3,961.29	4,332.17	4,810.92	5,372.06
其他	(2,401.93)	(2,421.19)	(2,305.57)	(2,305.57)	(2,305.57)
股东权益合计	3,642.48	4,249.21	4,707.88	5,183.35	5,740.57
负债和股东权益总计	7,002.18	8,966.19	8,909.20	10,876.91	10,738.96

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	557.83	563.18	473.64	546.89	655.11
折旧摊销	155.67	171.64	99.80	104.54	108.38
财务费用	31.34	95.35	112.79	101.04	88.08
投资损失	(4.11)	(1.49)	(30.00)	(20.00)	(10.00)
营运资金变动	(546.36)	(772.22)	334.49	364.36	81.58
其它	74.34	(29.80)	(2.84)	(3.28)	(3.93)
经营活动现金流	268.71	26.67	987.88	1,093.54	919.22
资本支出	327.58	462.80	77.52	76.07	46.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(669.44)	(1,118.22)	(107.52)	(136.07)	(86.78)
投资活动现金流	(341.85)	(655.42)	(30.00)	(60.00)	(40.00)
债权融资	870.34	1,838.84	1,803.94	1,793.59	1,781.30
股权融资	(101.75)	(6.74)	(45.13)	(101.04)	(88.08)
其他	(738.80)	(931.58)	(1,918.63)	(1,872.07)	(1,887.56)
筹资活动现金流	29.79	900.52	(159.82)	(179.53)	(194.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(43.35)	271.77	798.05	854.01	684.88

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,570.24	5,637.04	6,328.09	7,138.31	8,065.12
营业成本	3,568.28	3,919.91	4,567.65	5,177.89	5,836.96
营业税金及附加	45.54	43.24	52.83	57.57	64.74
营业费用	894.33	556.67	626.48	703.12	790.38
管理费用	186.19	164.95	180.35	199.87	221.79
研发费用	238.10	245.53	246.80	278.39	314.54
财务费用	51.24	87.48	112.79	101.04	88.08
资产减值损失	(14.37)	(19.09)	50.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	(0.09)	2.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.11	1.49	30.00	20.00	10.00
其他	(37.20)	13.31	(60.00)	(40.00)	(20.00)
营业利润	634.09	621.42	521.19	600.42	718.63
营业外收入	1.53	6.77	3.12	3.81	4.57
营业外支出	4.77	9.75	7.32	7.28	8.11
利润总额	630.85	618.44	517.00	596.95	715.08
所得税	73.02	55.26	46.20	53.34	63.90
净利润	557.83	563.18	470.80	543.61	651.18
少数股东损益	(8.20)	(3.40)	(2.84)	(3.28)	(3.93)
归属于母公司净利润	566.03	566.58	473.64	546.89	655.11
每股收益(元)	1.46	1.46	1.22	1.41	1.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	29.29%	1.20%	12.26%	12.80%	12.98%
营业利润	45.81%	-2.00%	-16.13%	15.20%	19.69%
归属于母公司净利润	48.70%	0.10%	-16.40%	15.46%	19.79%
获利能力					
毛利率	35.94%	30.46%	27.82%	27.46%	27.63%
净利率	10.16%	10.05%	7.48%	7.66%	8.12%
ROE	15.51%	13.31%	10.04%	10.52%	11.38%
ROIC	18.05%	16.75%	11.71%	13.64%	17.23%
偿债能力					
资产负债率	47.98%	52.61%	47.16%	52.35%	46.54%
净负债率	10.10%	23.43%	3.45%	-13.54%	-24.37%
流动比率	1.38	1.32	1.57	1.49	1.69
速动比率	1.14	1.12	1.36	1.25	1.49
营运能力					
应收账款周转率	2.61	1.91	2.01	2.23	2.48
存货周转率	8.21	7.21	7.86	7.31	7.73
总资产周转率	0.87	0.71	0.71	0.72	0.75
每股指标(元)					
每股收益	1.46	1.46	1.22	1.41	1.69
每股经营现金流	0.69	0.07	2.55	2.83	2.38
每股净资产	9.43	11.00	12.20	13.43	14.89
估值比率					
市盈率	8.69	8.69	10.39	9.00	7.51
市净率	1.35	1.16	1.04	0.95	0.85
EV/EBITDA	9.39	7.56	6.66	4.95	3.57
EV/EBIT	11.01	8.87	7.71	5.68	4.05

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	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：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com