

2021 年报及 2022 年一季报点评：战略工程有所收缩，成本及减值影响业绩表现

增持（首次）

2022 年 05 月 05 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,147	6,391	8,058	9,956
同比	9%	4%	26%	24%
归属母公司净利润（百万元）	69	299	491	675
同比	-88%	333%	64%	37%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.18	0.77	1.27	1.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	48.42	11.19	6.81	4.96

投资要点

- 事件：公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。**2021 年实现营收 61.47 亿元，同比+9.05%；实现归母净利 6911.6 万元，同比-87.80%。22Q1 实现营收 7.65 亿元，同比-33.99%；归母净利-9085.07 万元，同比-220.01%。
- 战略工程业务增速放缓，经销渠道占比继续提升。**21Q1-4 营收增速分别为+46.16%/+3.07%/+16.78%/-7.58%，Q4 收入增速同比下滑，主要受地产需求下行影响。2022Q1 公司营业收入同比下滑 33.99%，主要系 Q1 为传统淡季、疫情影响以计公司主动控制大 B 业务体量。2021 年公司经销渠道收入同比增长 31.80%，直营工程渠道收入同比下滑 3.45%。2021 年公司经销渠道销售收入占比由 35.46% 提升至 42.86%。
- 成本压力及减值计提影响经营业绩。**2021 年销售毛利率为 26.07%，同比下滑 4.39 个百分点；22Q1 销售毛利率为 18.59%，同比下滑 11.92 个百分点，主要系 2021 年下半年开始上游原材料和煤炭、天然气等能源价格快速上涨。2021 年公司销售净利率为 1.08%，同比下滑 8.92pct。除毛利率影响外，净利率大幅下降主要系公司计提信用减值损失。2021 年公司计提信用减值损失 3.09 亿元，其中 21Q4 计提信用减值损失 2.69 亿元。2022 年 Q1 销售净利率为-11.91%，同比下滑 18.27 个百分点，主要系 22Q1 销售毛利率下降以及由于 Q1 收入规模下滑期间费用率增加。
- 受付现情况影响经营性现金流下滑，21 年期末存货余额大幅增加。**2021 年经营性活动现金流量净额为-1.48 亿元，较上年同期变动-1.75 亿元。1) 收现比：2021 年收现比为 100.93%，同比+4.07pct，21 年末公司应收账款及票据余额 37.29 亿元，同比+10.48%；2) 付现比：2021 年付现比 107.89%，同比+18.73pct。2021 年末公司存货余额 12.72 亿元，同比+47.80%，主要系库存商品及合同履约成本增加。22Q1 经营性活动现金流量净额为-4.23 亿元，同比变动-1.14%，与 21 年同期基本持平。
- 盈利预测与投资评级：**瓷砖市场规模庞大，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。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.99/4.91/6.75 亿元，对应 PE 分别为 11X/7X/5X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**需求大幅下滑风险、行业竞争加剧风险、原材料及能源价格波动风险、管理团队变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.65
一年最低/最高价	8.16/19.58
市净率(倍)	0.80
流通 A 股市值(百万元)	1,999.86
总市值(百万元)	3,346.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.79
资产负债率(% ,LF)	59.75
总股本(百万股)	386.89
流通 A 股(百万股)	231.20

相关研究

内容目录

1. 帝欧家居：战略工程有所收缩，成本及减值影响业绩表现	4
1.1. 战略工程业务增速放缓，经销渠道占比继续提升	4
1.2. 受成本压力及减值计提影响经营业绩	4
1.3. 受付现情况影响经营性现金流下滑，21 年期末存货余额大幅增加	6
2. 投资建议	7
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 帝欧家居单季度收入变化 (百万元, %)	4
图 2: 帝欧家居单季度归母净利润变化 (百万元, %)	4
图 3: 帝欧家居毛利率、净利率变动情况 (%)	5
图 4: 帝欧家居分业务毛利率变动情况 (%)	5
图 5: 帝欧家居分季度期间费用率变动情况 (%)	6
图 6: 帝欧家居经营性现金流净额变动情况 (百万元)	7
图 7: 帝欧家居分季度收现比、付现比情况 (%)	7

1. 帝欧家居：战略工程有所收缩，成本及减值影响业绩表现

事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。2021 年实现营业总收入 61.47 亿元，同比增长 9.05%；实现归母净利润 6911.6 万元，同比下滑 87.80%；实现扣非归母净利润 0.73 亿元，同比下滑 85.45%。其中，2021Q4 单季营业收入为 15.43 亿元，同比下滑 7.58%；归母净利润为 -2.80 亿元，同比下滑 273.76%。

2022 年 Q1 实现营业收入为 7.65 亿元，同比下滑 33.99%；归母净利润为 -9085.07 万元，同比下滑 220.01%。

1.1. 战略工程业务增速放缓，经销渠道占比继续提升

2021 年全年公司实现营业总收入 61.47 亿元，同比增长 9.05%。2022 年 Q1 实现营业收入 7.65 亿元，同比下滑 33.99%。

分季度来看，2021 年 Q1-Q4 公司分别实现营业收入 11.60 亿元/19.70 亿元/14.74 亿元/15.43 亿元，营收增速分别为 +46.16%/+3.07%/+16.78%/-7.58%，Q4 收入增速同比下滑，主要受地产需求下行影响。2022Q1 公司营业收入同比下滑 33.99%，主要系 Q1 为传统淡季、疫情影响以及公司主动控制大 B 业务体量。

分业务来看，陶瓷墙地砖实现营业收入 51.05 亿元，同比增长 2.40%；亚克力板实现营业收入 1.77 亿元，同比增长 62.58%；卫浴产品实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 64.18%。

分渠道来看，公司坚持“优选大 B，拓展小 B”核心战略，经销渠道占比继续提升。

2021 年公司经销渠道收入 26.34 亿元，同比增长 31.80%，直营工程渠道收入 35.13 亿元，同比下滑 3.45%。2021 年公司经销渠道销售收入占比由 35.46% 提升至 42.86%。截至 2021 年 12 月，欧神诺经销商逾 1200 家，终端门店逾 4000 个。

图1：帝欧家居单季度收入变化（百万元，%）

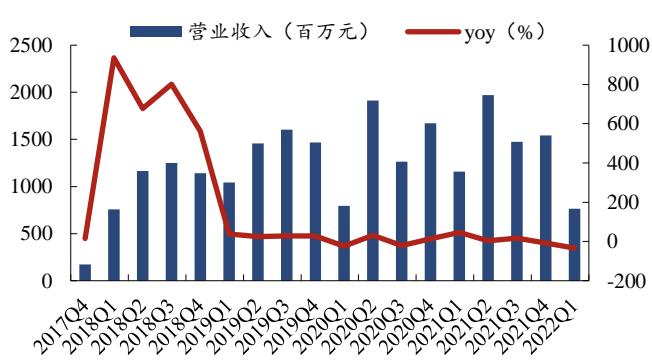
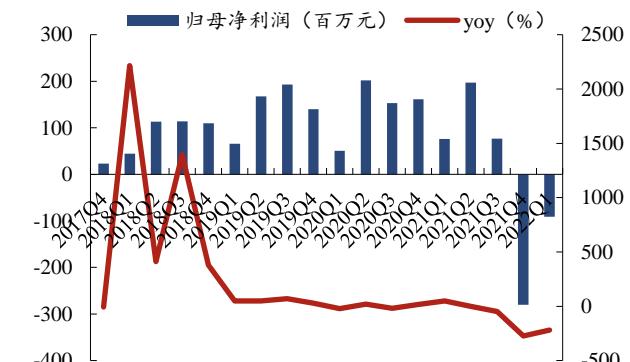


图2：帝欧家居单季度归母净利润变化（百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 受成本压力及减值计提影响经营业绩

公司 2021 年销售毛利率为 26.07%，同比下滑 4.39 个百分点；2022 年 Q1 销售毛利率为 18.59%，同比下滑 11.92 个百分点，主要系 2021 年下半年开始，上游原材料和煤炭、天然气等能源大宗商品价格快速上涨，公司生产所需天然气、煤炭、陶土、色釉料、包装材料等价格受价格传导成本攀升。

分季度来看，公司 21Q1-Q4 销售毛利率分别为 30.51%/28.34%/26.58%/19.35%。2022 年 Q1 销售毛利率为 18.59%，同比下滑 11.92 个百分点。

分产品来看，2021 年陶瓷砖毛利率为 25.52%，同比下滑 4.65 个百分点；亚克力板毛利率为 15.92%，同比下滑 7.91 个百分点；卫浴产品毛利率为 29.25%，同比下滑 3.22 个百分点。

分渠道来看，2021 年经销渠道毛利率 26.12%，同比下滑 5.12 个百分点；直营工程毛利率 26.03%，同比下滑 4.00 个百分点。

图3：帝欧家居毛利率、净利率变动情况（%）

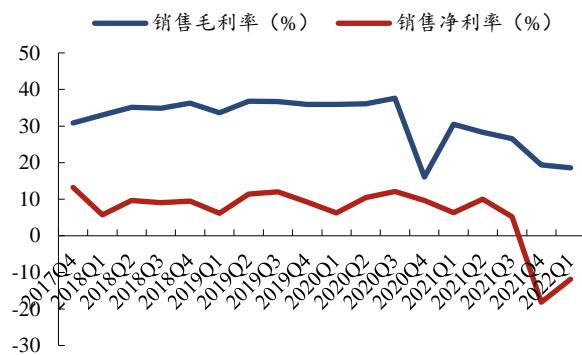
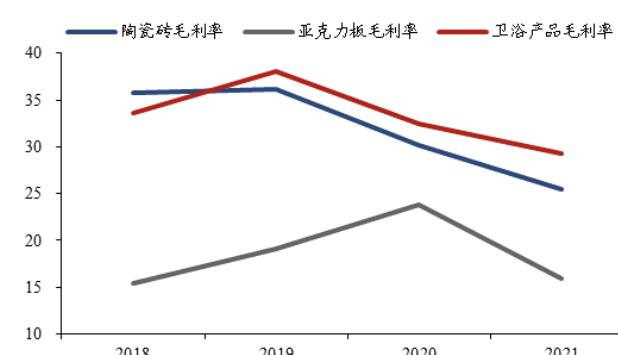


图4：帝欧家居分业务毛利率变动情况（%）

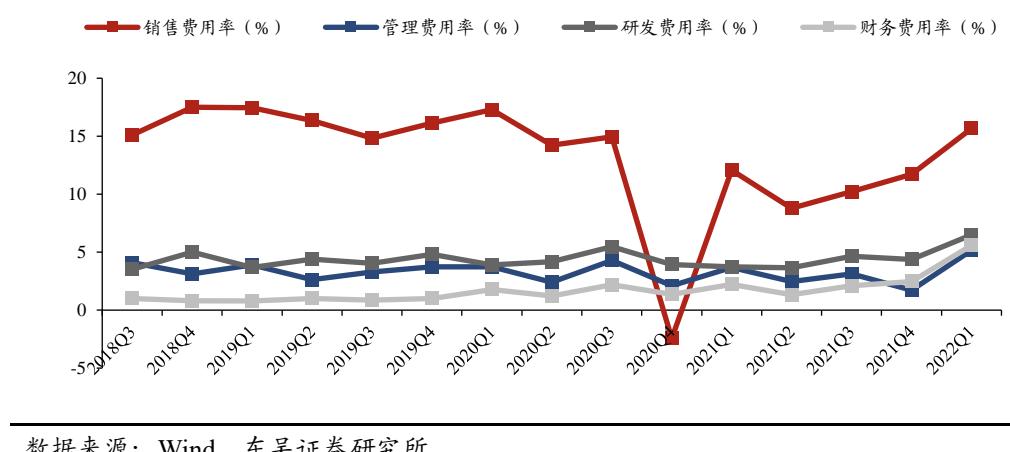


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2021 年公司期间费用率合计 19.20%，同比上升 0.49 个百分点；其中，销售费用率 10.48%，同比上升 0.61 个百分点，主要系为大力拓展小 B 零售业务，加强销售力量，相应的销售工资绩效增加、差旅费用增加；管理费用率 2.66%，同比下滑 0.26 个百分点；研发费用率 4.08%，同比下滑 0.28 个百分点；财务费用率 1.97%，同比上升 0.42 个百分点，2021 年末公司资产负债率为 59.69%，同比增加 7.08 个百分点。

图5：帝欧家居分季度期间费用率变动情况（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2021 年公司销售净利率为 1.08%，同比下滑 8.92pct。分季度来看，公司 Q1-Q4 销售净利率分别为 6.36%/9.98%/5.16%/-18.17%。除毛利率影响外，净利率大幅下降主要系公司计提信用减值损失。2021 年公司计提信用减值损失 3.09 亿元，其中 21Q4 计提信用减值损失 2.69 亿元。2022 年 Q1 销售净利率为-11.91%，同比下滑 18.27 个百分点，主要系 22Q1 销售毛利率下降以及由于 Q1 收入规模下滑期间费用率增加。

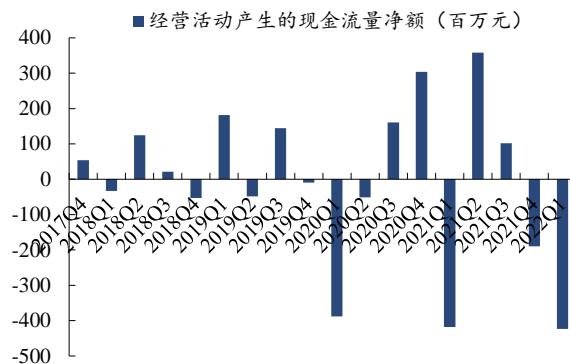
1.3. 受付现情况影响经营性现金流下滑，21 年期末存货余额大幅增加

公司 2021 年经营活动现金流量净额为-1.48 亿元，较上年同期变动-1.75 亿元，去年同期为 0.27 亿元，其中第四季度经营活动产生的现金流量净额为-1.90 亿元。**1) 收现比情况：**2021 年公司收现比为 100.93%，较上年同期上升 4.07 个百分点，21 年末公司应收账款及应收票据余额为 37.29 亿元，去年同期为 33.76 亿元，同比增长 10.48%；**2) 付现比情况：**期内公司付现比 107.89%，较上年同期上升 18.73 个百分点，主要系 2021 年购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增加。

2021 年末公司存货余额 12.72 亿元，同比增长 47.80%，主要系库存商品及合同履约成本增加。瓷砖产品期末库存量同比增加 40.28%，主要系公司为应对上游原材料价格上涨增加备货，同时，下游房地产开发商客户施工进度减缓，发货节奏减慢导致。卫浴洁具期末库存量同比增加 127.36%，主要系随着销量增长，备货需求增加。

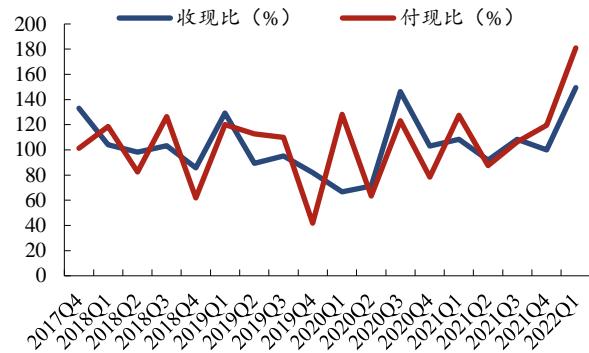
2022 年 Q1 经营性活动现金流量净额为-4.23 亿元，同比变动-1.14%，与去年同期基本持平。

图6: 帝欧家居经营性现金流净额变动情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 帝欧家居分季度收现比、付现比情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 投资建议

瓷砖市场规模庞大, 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。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.99/4.91/6.75 亿元, 对应 PE 分别为 11X/7X/5X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

3. 风险提示

需求大幅下滑风险、行业竞争加剧风险、原材料及能源价格波动风险、管理团队变动风险。

帝欧家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,311	7,443	8,794	10,408	营业总收入	6,147	6,391	8,058	9,956
货币资金及交易性金融资产	1,758	1,399	1,298	1,431	营业成本(含金融类)	4,544	4,716	5,871	7,248
经营性应收款项	3,907	4,113	5,167	6,256	税金及附加	45	48	64	80
存货	1,272	1,505	1,830	2,164	销售费用	644	668	838	1,025
合同资产	0	0	0	0	管理费用	164	169	209	259
其他流动资产	374	427	500	556	研发费用	251	259	326	398
非流动资产	3,963	4,098	4,114	4,111	财务费用	121	179	187	190
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	64	81	100
固定资产及使用权资产	2,257	2,357	2,339	2,303	投资净收益	-14	2	2	3
在建工程	174	179	183	187	公允价值变动	-11	0	0	0
无形资产	738	768	798	828	减值损失	-346	-80	-92	-100
商誉	521	521	521	521	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	64	338	553	758
其他非流动资产	263	263	263	263	营业外净收支	-14	-4	-4	-4
资产总计	11,273	11,541	12,909	14,520	利润总额	50	334	549	754
流动负债	4,808	4,730	5,582	6,505	减:所得税	-16	38	63	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,618	1,618	1,618	1,618	净利润	66	295	486	668
经营性应付款项	2,430	2,352	3,024	3,733	减:少数股东损益	-3	-4	-5	-7
合同负债	208	212	264	326	归属母公司净利润	69	299	491	675
其他流动负债	552	548	676	828					
非流动负债	1,921	1,971	2,001	2,021	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.18	0.77	1.27	1.74
长期借款	468	518	548	568					
应付债券	1,221	1,221	1,221	1,221	EBIT	210	531	749	946
租赁负债	122	122	122	122	EBITDA	427	796	1,032	1,249
其他非流动负债	110	110	110	110					
负债合计	6,729	6,701	7,583	8,526	毛利率(%)	26.07	26.21	27.14	27.20
归属母公司股东权益	4,545	4,844	5,335	6,010	归母净利率(%)	1.12	4.68	6.10	6.78
少数股东权益	0	-4	-9	-17					
所有者权益合计	4,544	4,840	5,326	5,993	收入增长率(%)	9.05	3.98	26.07	23.56
负债和股东权益	11,273	11,541	12,909	14,520	归母净利润增长率(%)	-87.80	332.66	64.23	37.43

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-148	198	378	624	每股净资产(元)	11.04	11.81	13.08	14.83
投资活动现金流	-598	-402	-302	-301	最新发行在外股份 (百万股)	387	387	387	387
筹资活动现金流	1,612	-155	-178	-189	ROIC(%)	3.93	5.77	7.73	9.12
现金净增加额	866	-359	-101	134	ROE-摊薄(%)	1.52	6.17	9.21	11.23
折旧和摊销	217	265	283	303	资产负债率(%)	59.69	58.06	58.74	58.72
资本开支	-598	-404	-304	-304	P/E (现价&最新股本摊薄)	48.42	11.19	6.81	4.96
营运资本变动	-903	-592	-747	-753	P/B (现价)	0.78	0.73	0.66	0.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>