

帝欧家居（002798）2021年报和2022年一季报点评

## 成本高位叠加减值计提下，利润端承压

### 事项:

- ❖ 公司发布2021年年度报告及2022年一季报。2021年全年实现营业收入61.47亿元，YOY+9.05%；实现归母净利润0.69亿元，YOY-87.80%；实现扣非归母净利润0.73亿元，YOY-85.45%；拟每10股派发现金红利2元（含税）。单Q4实现营业收入15.43亿元，YOY-7.58%；实现归母净利润-2.80亿元，YOY-273.76%；实现扣非归母净利润-2.75亿元，YOY-323.87%。2022年第一季度实现营业收入7.65亿元，YOY-33.99%；实现归母净利润-0.91亿元，YOY-220.01%；实现扣非归母净利润-0.94亿元，YOY-230.64%。

### 评论:

- ❖ **全年衣柜高增，发力整家下品类协同效应凸显。**分品类看，21年陶瓷墙地砖/卫浴产品/亚克力板分别实现收入51.05/8.18/1.77亿元，YOY+2.40%/+64.18%/+62.58%，截至年底欧神诺经销商逾1200家，终端门店逾4000个，瓷砖事业部建立工装自营服务团队；1) 瓷砖受多重因素扰动影响增速趋缓，全年仍坚持“优选大B，拓展小B”的核心经营战略，大B端为应对房地产行业影响，多维度持续评价合作对象并动态调整合作方式；小B端聚焦高颜值产品，在核心机场、高铁等渠道投放广告并在渠道端增设核心区旗舰店，加大经销商扶持力度，报告期内，经销渠道销售收入占比由35.46%提升至42.86%；2) 卫浴实现跨越式发展，21年持续贯彻落实“全渠道经营”发展战略，零售渠道推进终端门店升级迭代，推广产品销一体化，打造三好门店；自营工程渠道吸取瓷砖过往服务经验探索合作深度；智能生产线完成建设并试生产，供应效率和产能配套效率有效提高。分渠道和区域看，21年经销/直营工程渠道营收同比变动+31.80%/-3.45%至26.34/35.13亿元；全年华东区域实现收入19.62亿元，YOY+4.47%，华北、西北区域同比增速表现突出，均为48%+。
- ❖ **原材料价格叠加减值计提扰动下，利润端承压。**全年毛利率同减4.39pcts至26.07%，其中陶瓷墙地砖/卫浴产品毛利率分别变动-4.65/-3.22pcts至25.52%/29.25%，经销/直营工程渠道毛利率分别变动-5.12/-4pcts至26.12%/26.03%，主要系原材料及能源大幅涨价，且卫浴业务尚处于起步发展阶段；费用端基本持平，销售/管理（不含研发）/财务费用率分别变动+0.61/-0.26/+0.42pcts至10.48%/2.66%/1.97%；综合影响下，全年归母净利率下行8.92pct至1.08%。21Q4毛利率同增3.3pct至19.35%，但归母净利率同比减少27.84pct至-18.17%。此外，受减值计提影响，全年利润端承压。22Q1实现营业收入/归母净利润7.65/-0.91亿元，YOY-33.99%/-220.01%，营收和利润端均承压。
- ❖ **两大业务协同发展，维持“强推”评级。**渠道端，帝王洁具和欧神诺有望利用各自现有渠道优势充分互补。产能端，可转债项目投产后，建筑陶瓷自有产能进一步扩张，提高欧神诺目前的供应效率；卫浴业务板块重庆智能卫浴生产线有望为搭建陶瓷卫生洁具供应链奠定基础。基于此，我们预计22-24年归母净利润分别为4.47/4.72/5.13亿元，对应22/23/24年PE为7/7/6X，参考绝对估值法，给予目标价12元，对应2022年10.4倍PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，协同效应、市场拓展不达预期等。

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	6,147	6,740	7,379	7,931
同比增速(%)	9.0%	9.6%	9.5%	7.5%
归母净利润(百万)	69	447	472	513
同比增速(%)	-87.8%	546.3%	5.6%	8.8%
每股盈利(元)	0.18	1.15	1.22	1.33
市盈率(倍)	48	7	7	7
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为2022年4月29日收盘价

## 强推（维持）

目标价：12元

当前价：8.65元

### 华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

### 公司基本数据

总股本(万股)	38,689.31
已上市流通股(万股)	23,119.74
总市值(亿元)	33.47
流通市值(亿元)	20.00
资产负债率(%)	59.75
每股净资产(元)	10.79
12个月内最高/最低价	19.58/8.16

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《帝欧家居（002798）2020年三季报点评：Q3收入利润下滑，深耕多元渠道未来增长可期》

2020-10-31

《帝欧家居（002798）2020年一季报点评：业绩符合预期，受疫情影响一季度业绩承压，工程业务持续发力》

2020-04-30

《帝欧家居（002798）2019年报点评：业绩符合预期，工程业务持续发力，顺应精装房趋势未来可期》

2020-04-01

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,758	2,269	2,076	1,852
应收票据	387	356	391	459
应收账款	3,342	3,118	3,623	4,032
预付账款	166	119	147	158
存货	1,272	1,098	1,193	1,319
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	386	341	381	449
流动资产合计	7,311	7,301	7,811	8,269
其他长期投资	17	17	17	17
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,129	2,624	2,972	3,126
在建工程	174	274	399	499
无形资产	738	664	598	538
其他非流动资产	904	903	901	900
非流动资产合计	3,962	4,482	4,887	5,080
<b>资产合计</b>	<b>11,273</b>	<b>11,783</b>	<b>12,698</b>	<b>13,349</b>
短期借款	1,400	1,538	1,676	1,814
应付票据	1,646	1,513	1,777	1,947
应付账款	784	910	922	947
预收款项	0	0	0	0
合同负债	208	228	250	268
其他应付款	388	388	388	388
一年内到期的非流动负债	218	218	218	218
其他流动负债	163	368	394	427
流动负债合计	4,807	5,163	5,625	6,009
长期借款	468	526	585	643
应付债券	1,221	1,221	1,221	1,221
其他非流动负债	232	233	232	233
非流动负债合计	1,921	1,980	2,038	2,097
<b>负债合计</b>	<b>6,728</b>	<b>7,143</b>	<b>7,663</b>	<b>8,106</b>
归属母公司所有者权益	4,545	4,640	5,034	5,242
少数股东权益	0	0	1	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,545</b>	<b>4,640</b>	<b>5,035</b>	<b>5,243</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,273</b>	<b>11,783</b>	<b>12,698</b>	<b>13,349</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-148</b>	<b>1,348</b>	<b>483</b>	<b>496</b>
现金收益	391	784	861	936
存货影响	-412	175	-95	-126
经营性应收影响	-382	340	-531	-452
经营性应付影响	391	-7	276	195
其他影响	-136	56	-27	-57
<b>投资活动现金流</b>	<b>-598</b>	<b>-800</b>	<b>-725</b>	<b>-540</b>
资本支出	-640	-802	-727	-541
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	42	2	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,612</b>	<b>-37</b>	<b>49</b>	<b>-180</b>
借款增加	1,468	197	197	197
股利及利息支付	-158	-143	-384	-296
股东融资	1,482	1,482	1,482	1,482
其他影响	-1,180	-1,573	-1,246	-1,563

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>6,147</b>	<b>6,740</b>	<b>7,379</b>	<b>7,931</b>
营业成本	4,544	4,719	5,133	5,472
税金及附加	45	54	58	61
销售费用	644	787	936	1,069
管理费用	164	179	196	211
研发费用	251	275	301	324
财务费用	121	57	69	76
信用减值损失	-309	-309	-309	-309
资产减值损失	-37	-37	-37	-37
公允价值变动收益	-11	-11	-11	-11
投资收益	-14	-14	-14	-14
其他收益	57	57	57	57
<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>354</b>	<b>373</b>	<b>405</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>340</b>	<b>359</b>	<b>391</b>
所得税	-16	-107	-113	-123
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>447</b>	<b>472</b>	<b>514</b>
少数股东损益	-3	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>69</b>	<b>447</b>	<b>472</b>	<b>513</b>
NOPLAT	225	522	563	614
EPS(摊薄) (元)	0.18	1.15	1.22	1.33

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.0%	9.6%	9.5%	7.5%
EBIT 增长率	-75.7%	131.5%	7.8%	9.1%
归母净利润增长率	-87.8%	546.3%	5.6%	8.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.1%	30.0%	30.4%	31.0%
净利率	1.1%	6.6%	6.4%	6.5%
ROE	1.5%	9.6%	9.4%	9.8%
ROIC	2.4%	5.0%	5.0%	5.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.7%	60.6%	60.3%	60.7%
债务权益比	77.9%	80.5%	78.1%	78.7%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	186	173	164	174
应付账款周转天数	54	65	64	61
存货周转天数	84	90	80	83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.18	1.15	1.22	1.33
每股经营现金流	-0.38	3.48	1.25	1.28
每股净资产	11.75	11.99	13.01	13.55
<b>估值比率</b>				
P/E	48	7	7	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	18	10	9	8

## 轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	程婧斐	销售经理	010-66500681	chengjingfei@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
段佳音		资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
包青青		高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
周玮		销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	柯任	高级销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com

	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522