

兔宝宝 (002043.SZ)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：工程业务拖累短期业绩，转型升级成长可期

核心观点

业绩持续承压，裕丰汉唐工程业务拖累明显。2022 年公司实现营收 89.17 亿元，同比-5.40%，归母净利润 4.45 亿元，同比-37.41%，扣非归母净利润 3.46 亿元，同比-40.45%，EPS 为 0.58 元/股，拟 10 派 5 元（含税），收入下滑主因地产需求低迷叠加疫情影响拖累，同时为控制风险主动压缩地产精装定制业务规模所致，此外公允价值变动收益同比减少 1.3 亿元、信用减值损失增加 0.95 亿元以及计提裕丰汉唐商誉减值 1.18 亿元进一步影响业绩。2023Q1 实现营收 11.12 亿元，同比-31.65%，归母净利润 0.75 亿元，同比-21.47%，扣非归母净利润 0.58 亿元，同比-24.90%，收入继续承压主因裕丰汉唐对部分风险等级较高的地产客户销量适度管控及经销业务同比减少。

装饰材料持续稳健，定制家居控风险缩规模。2022 年装饰材料/定制家居业务分别实现营收 66.42/21.77 亿元，同比+0.91%/-19.87%，其中装饰材料业务中板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 44.82/3.78/17.82 亿元，同比-1.88%/+43.88%/1.75%，定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 5.16/12.82 亿元，同比+16.1%/-32.22%，裕丰汉唐工程业务收入同比明显下降，主因公司为控制风险主动缩减地产精装定制业务规模。

盈利能力明显提升，现金流持续改善。2022 年综合毛利率 18.18%，同比+0.47pp，净利率 5.18%，同比-2.64pp，期间费用率 8.50%，同比+0.38pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.25pp/+0.30pp/-0.22pp/+0.05pp，财务费用率降低主因归还流动资金贷款后支付利息减少；2023Q1 毛利率和净利率分别为 22.75%/6.7%，同比+4.24pp/+0.71pp，环比+4.59pp/+4.76pp，期间费用率 13.38%，同比+1.86pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.80pp/+0.93pp/-0.15pp/+0.27pp。2022 年经营性现金流净额 9.34 亿元，同比+8.5%，收现比 1，同比基本持平，付现比 0.94，上年同期 0.99，2023Q1 经营性现金流净额-0.79 亿元，上年同期-3.91 亿元，收现比/付现比为 1.19/1.21，上年同期 1.04/1.11，现金流持续改善。

风险提示：地产需求不及预期；渠道产品拓展不及预期；回款风险

投资建议：看好公司多元化渠道布局，转型升级成长可期，维持“买入”

公司持续完善多渠道布局，大力拓展家具厂、家装公司等多元化小 B 业务，并加速零售市场县级和乡镇渠道下沉，同时定制家居零售端依托板材品牌优势助力全屋定制差异化竞争，工程端聚焦优质客户，积极发展代理商模式，优化业务模式结构，转型升级成长可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.92/1.20/1.43 元/股，对应 PE 为 11.9/9.1/7.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,426	8,917	10,300	11,968	14,003
(+/-%)	45.8%	-5.4%	15.5%	16.2%	17.0%
净利润(百万元)	712	445	708	925	1102
(+/-%)	76.7%	-37.4%	59.0%	30.6%	19.1%
每股收益(元)	0.92	0.58	0.92	1.20	1.43
EBIT Margin	9.7%	9.5%	10.4%	11.4%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	33.4%	19.0%	26.7%	30.2%	31.9%
市盈率 (PE)	11.8	18.8	11.9	9.1	7.6
EV/EBITDA	12.1	12.3	10.1	8.3	7.6
市净率 (PB)	3.94	3.58	3.16	2.74	2.43

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

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.86 元
总市值/流通市值	9169/7530 百万元
52 周最高价/最低价	18.59/7.24 元
近 3 个月日均成交额	391.76 百万元

市场走势



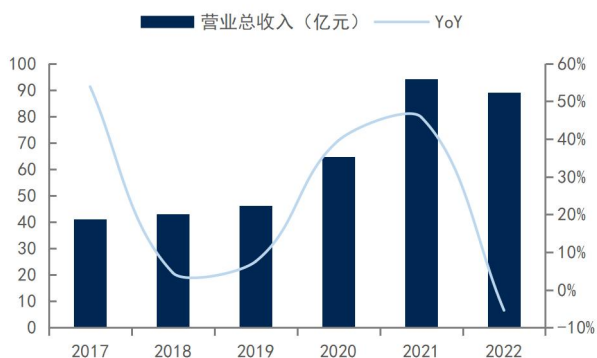
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兔宝宝 (002043.SZ) - 2022 年三季报点评：多因素影响短期业绩，经营质量稳健》——2022-10-28
- 《兔宝宝 (002043.SZ) - 2022 年中报点评：Q2 增长有所承压，变革升级中长期可期》——2022-08-26
- 《兔宝宝 (002043.SZ) - 2021 年报及 2022 一季报点评：装饰材料增长提速，定制家居稳健成长》——2022-05-01
- 《兔宝宝-002043-2021 年中报点评：战略稳步推进，潜力可期》——2021-08-27

业绩持续承压，裕丰汉唐工程业务拖累明显。2022 年公司实现营收 89.17 亿元，同比-5.40%，归母净利润 4.45 亿元，同比-37.41%，扣非归母净利润 3.46 亿元，同比-40.45%，EPS 为 0.58 元/股，拟 10 派 5 元（含税），收入下滑主因地产需求低迷叠加疫情影响拖累，同时为控制风险主动压缩地产精装定制业务规模所致，此外公允价值变动收益同比减少 1.3 亿元、信用减值损失增加 0.95 亿元以及计提裕丰汉唐商誉减值 1.18 亿元进一步影响业绩。2023Q1 实现营收 11.12 亿元，同比-31.65%，归母净利润 0.75 亿元，同比-21.47%，扣非归母净利润 0.58 亿元，同比-24.90%，收入继续承压主因子公司裕丰汉唐对部分风险等级较高的地产客户销量适度管控及经销业务同比减少。

图1：兔宝宝营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：兔宝宝单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：兔宝宝归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

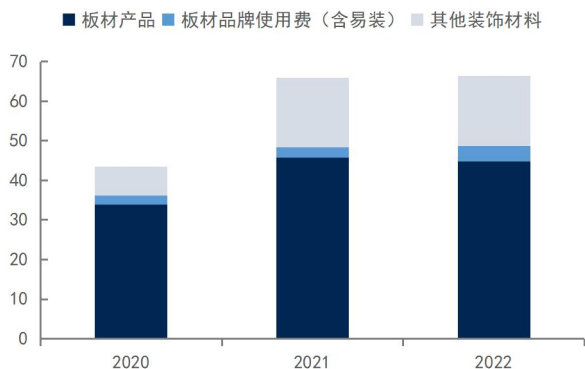
图4：兔宝宝单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

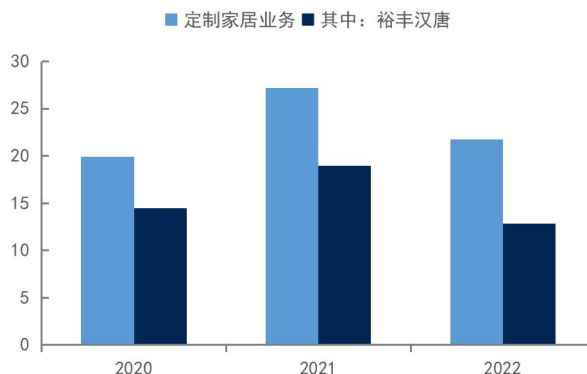
装饰材料持续稳健，定制家居控风险缩规模。分业务和产品看，2022 年公司装饰材料/定制家居业务分别实现营收 66.42/21.77 亿元，同比+0.91%/-19.87%，其中装饰材料业务中板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 44.82/3.78/17.82 亿元，同比-1.88%/+43.88%/1.75%，定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 5.16/12.82 亿元，同比+16.1%/-32.22%，裕丰汉唐工程业务收入同比明显下降，主因公司为控制风险主动缩减地产精装定制业务规模。

图5: 兔宝宝装是材料业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

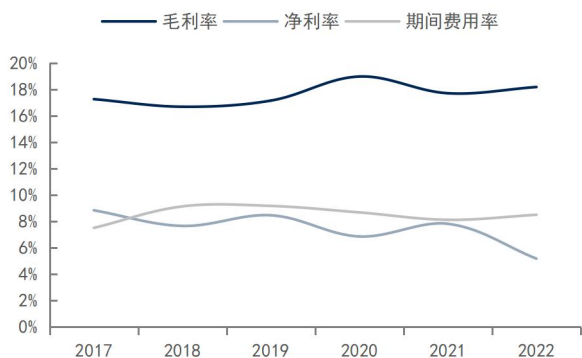
图6: 兔宝宝定制家居业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

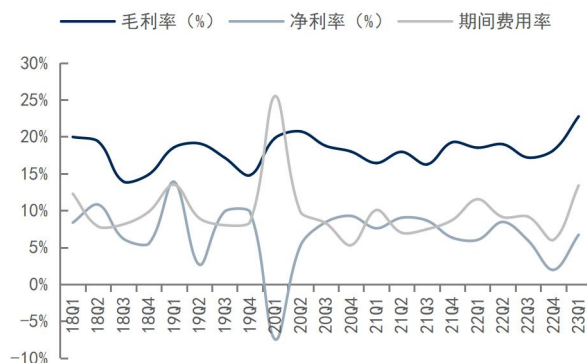
盈利能力明显提升, 现金流持续改善。2022 年综合毛利率 18.18%, 同比+0.47pp, 净利率 5.18%, 同比-2.64pp, 期间费用率 8.50%, 同比+0.38pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.25pp/+0.30pp/-0.22pp/+0.05pp, 财务费用率降低主因归还流动资金贷款后支付利息减少; 2023Q1 毛利率和净利率分别为 22.75%/6.7%, 同比+4.24pp/+0.71pp, 环比+4.59pp/+4.76pp, 期间费用率 13.38%, 同比+1.86pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.80pp/+0.93pp/-0.15pp/+0.27pp。2022 年经营性现金流净额 9.34 亿元, 同比+8.5%, 收现比 1, 同比基本持平, 付现比 0.94, 上年同期 0.99, 2023Q1 经营性现金流净额-0.79 亿元, 上年同期-3.91 亿元, 收现比/付现比为 1.19/1.21, 上年同期 1.04/1.11, 现金流持续改善。

图7: 兔宝宝毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

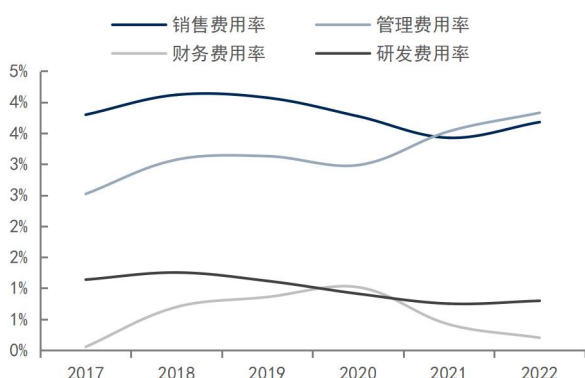
图8: 兔宝宝单季度毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



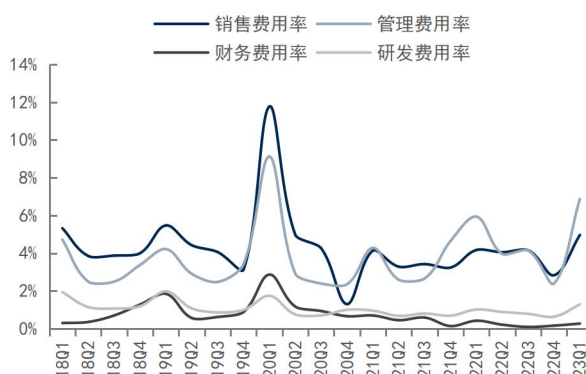
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 兔宝宝销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)

图10: 兔宝宝单季度销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)



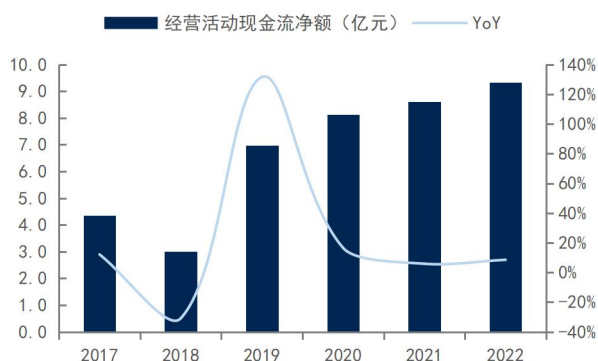
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 兔宝宝经营性现金流净额及增速 (单位: 亿元、%)

图12: 兔宝宝单季经营性现金流净额及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好公司多元化渠道布局, 转型升级成长可期, 维持“买入”评级。公司持续完善多渠道布局, 大力拓展家具厂、家装公司等多元化小 B 业务, 并加速零售市场县级和乡镇渠道下沉, 同时定制家居零售端依托板材品牌优势助力全屋定制差异化竞争, 工程端聚焦优质客户, 积极发展代理商模式, 优化业务模式结构, 转型升级成长可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.92/1.20/1.43 元/股, 对应 PE 为 11.9/9.1/7.6x, 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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	604	693	808	1283	2070	营业收入	9426	8917	10300	11968	14003
应收款项	1471	1515	1872	2066	2418	营业成本	7757	7296	8343	9574	11202
存货净额	648	529	621	677	792	营业税金及附加	33	35	41	48	56
其他流动资产	503	151	515	598	560	销售费用	323	328	391	455	532
流动资产合计	3226	2888	3815	4625	5840	管理费用	333	341	375	435	508
固定资产	532	566	605	642	664	研发费用	71	71	82	96	112
无形资产及其他	99	100	146	192	245	财务费用	39	18	1	(1)	(10)
投资性房地产	1719	1686	1686	1686	1686	投资收益	46	31	40	40	40
长期股权投资	37	17	(4)	(25)	(46)	资产减值及公允价值变动	115	(127)	(50)	(50)	(50)
资产总计	5612	5256	6248	7120	8389	其他收入	(158)	(202)	(182)	(196)	(212)
短期借款及交易性金融负债	835	393	500	600	800	营业利润	944	602	956	1252	1493
应付款项	1371	1327	1435	1730	2026	营业外净收支	10	10	10	10	10
其他流动负债	992	972	1403	1443	1788	利润总额	954	612	966	1262	1503
流动负债合计	3199	2692	3338	3773	4614	所得税费用	218	150	232	303	361
长期借款及应付债券	60	0	0	0	0	少数股东损益	25	16	26	34	40
其他长期负债	112	86	102	98	104	归属于母公司净利润	712	445	708	925	1102
长期负债合计	172	86	102	98	104	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3371	2778	3441	3871	4717	净利润	712	445	708	925	1102
少数股东权益	111	131	154	185	221	资产减值准备	59	207	15	5	8
股东权益	2130	2347	2652	3064	3450	折旧摊销	59	63	100	112	124
负债和股东权益总计	5612	5256	6248	7120	8389	公允价值变动损失	(115)	127	50	50	50
						财务费用	39	18	1	(1)	(10)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(102)	578	(242)	1	226
每股收益	0.92	0.58	0.92	1.20	1.43	其它	(41)	(204)	8	25	28
每股红利	0.25	0.47	0.52	0.66	0.93	经营活动现金流	572	1216	639	1118	1538
每股净资产	2.76	3.04	3.43	3.96	4.46	资本开支	0	(165)	(250)	(250)	(258)
ROIC	22%	21%	26%	31%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	33%	19%	27%	30%	32%	投资活动现金流	24	(146)	(228)	(229)	(236)
毛利率	18%	18%	19%	20%	20%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	10%	11%	11%	负债净变化	(180)	(60)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(194)	(367)	(403)	(513)	(715)
收入增长	46%	-5%	16%	16%	17%	其它融资现金流	58	(127)	107	100	200
净利润增长率	77%	-37%	59%	31%	19%	融资活动现金流	(695)	(982)	(296)	(413)	(515)
资产负债率	62%	55%	58%	57%	59%	现金净变动	(99)	89	115	476	786
股息率	2.3%	4.4%	4.8%	6.1%	8.5%	货币资金的期初余额	703	604	693	808	1283
P/E	11.8	18.8	11.9	9.1	7.6	货币资金的期末余额	604	693	808	1283	2070
P/B	3.9	3.6	3.2	2.7	2.4	企业自由现金流	0	1115	418	897	1303
EV/EBITDA	12.1	12.3	10.1	8.3	7.6	权益自由现金流	0	927	525	998	1510

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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