兔宝宝（002043.SZ）：工程业务计提影响去年业绩，发展新渠道仍为 23 年重点

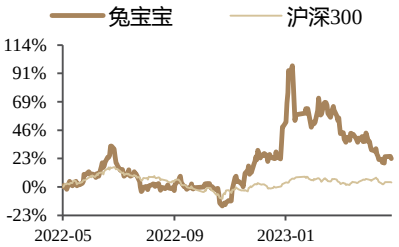
买入（维持）

所属行业：建筑材料/其他建材
当前价格(元)：10.72

证券分析师
闫广
资格编号：S0120521060002
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理
杨东谕
邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.14	-21.87	-17.03
相对涨幅(%)	-8.20	-19.62	-15.32

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《兔宝宝（002043.SZ）：Q3 工程业务下行拖累业绩，调整激励目标鼓舞士气》，2022.10.28
2.《兔宝宝（002043.SZ）：国内高端板材龙头，渠道转型再出发》，2022.9.19

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 89.17 亿元，同比减少 5.4%；同年实现归母净利润 4.45 亿元，同比减少 37.41%，2022 年实现扣非净利润 3.46 亿元，同比减少 40.45%。2023Q1 公司实现营业收入 11.12 亿元，同比减少 31.65%；同期实现归母净利润 0.75 亿元，同比减少 21.47%；实现扣非净利润 0.58 亿元，同比减少 24.9%。

- **22 年工程端减值拖累业绩，23Q1 业绩仍受地产复苏进程影响。**2022 年公司板材业务实现收入 44.82 亿元，同比减少 1.88%；B 类板材使用费 3.78 亿元，同比增长 43.88%；其他装饰材料 17.82 亿元，同比增长 1.75%。公司定制家居业务实现收入 21.77 亿元，同比减少 19.87%，其中全屋定制的零售业务实现收入 5.16 亿元，同比增长 16.1%，青岛裕丰汉唐工程业务实现收入 12.82 亿元，同比减少 32.33%，主要系去年地产工程压力下，公司主动压缩了地产精装定制业务规模。22Q4/23Q1 营业收入同比下滑受到地产大宗业务下滑影响，子公司裕丰汉唐风控下主动收缩业务规模，22Q4/23Q1 公司毛利率 18.15%/22.75%，相比 21Q4/22Q1 毛利率 19.25%/18.51% 分别下滑/增长 1.1pct/4.24pct。22Q4/23Q1 期间费用率分别为 6%/13.4%，相比 21Q4/22Q1 期间费用率 8.7%/11.5% 下滑/增长 2.7pct/1.9pct，其中 23Q1 期间费用增长主要来源于销售费用和管理费用率增长，我们认为 23 年公司板材家装和家具厂渠道铺设以及家居零售渠道开设仍为企业经营重点，从而影响铺设渠道的费用增加。

- **23Q1 现金流改善，同期应收账款/票据下滑缓于营收。**受到地产流动资金紧张影响，公司基于应收账款回款风险（裕丰汉唐工程业务为主），2022 年公司计提信用减值 2.06 亿元，其中 22Q4 公司计提信用减值损失 1.69 亿元，同时基于存货跌价准备和裕丰汉唐的商誉减值计提，2022 年/22Q4 公司计提资产减值准备 1.34/1.26 亿。23Q1 公司现金流有所改善，23Q1 公司收现比为 1.187，相比去年同期 1.036 增加 0.151x，同期经营性现金净流出 0.79 亿元，相比去年同期-3.91 亿元，相比去年同期增加 3.12 亿元。同期公司应收账款和应收票据为 12.9 亿，同比减少 7.9%，略缓于营业收入下降速度，其中应收票据同比下降 80%，其他应收款同比下降 60%。我们认为 2023 年公司仍将以控制裕丰汉唐的应收账款规模为现金流风控的重要工作。

- **23 年板材和定制家居业务持续发展新渠道。**公司两大业务板块分为以板材为主的装饰材料和定制家居业务，其中板材、石膏板等装饰材料主要通过门店零售分销、家装公司、家具厂和工装渠道（分别占比 55%/12%/28%/5%）等经销渠道销售，受到家装趋势变化影响，板材客户从零售端木工向 B 端家装公司和家具厂演化，因此 2023 年公司快速布局 B 端（家具厂、家装公司、工程）业务渠道，尤其在经销商在家具厂资源较为丰富背景下，家具厂在三个 B 端渠道中增速较快。定制家居业务板块，公司通过裕丰汉唐大宗模式对接工程需求，同时本部家居业务通过经销商模式对接零售需求，预计 2023 年工程业务板块仍将以控制风险收缩规模为主，而销售范围在华东区域的本部零售定制家居业务由于去年经营受到多重外界因素影响，预计二季度有较好表现。

- **投资建议：**基于对 2023 年下游行业资金短缺情况有所改善，地产销售复苏逐步转移至开工和施工阶段的考量，我们认为公司家居零售渠道、板材小 B 渠道出货预

计有较好表现，而现金流有所好转，我们调整 2023/2024/2025 年归母净利润预测为 7.52/9.79/12.52 亿元，EPS 为 0.97/1.27/1.62 元，对应 PE 为 11.02/8.46/6.62，维持“买入”评级。

- **风险提示：**地产开发商资金状况好转不及预期；地产销售面积复苏不及预期；全屋定制渠道发展受阻。

股票数据	
总股本(百万股):	844.26
流通 A 股(百万股):	693.35
52 周内股价区间(元):	7.38-17.25
总市值(百万元):	9,050.50
总资产(百万元):	5,448.07
每股净资产(元):	3.45

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,426	8,917	10,153	11,839	13,646
(+/-)YOY(%)	45.8%	-5.4%	13.9%	16.6%	15.3%
净利润(百万元)	712	445	752	979	1,252
(+/-)YOY(%)	76.7%	-37.4%	68.8%	30.2%	27.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.98	0.58	0.97	1.27	1.62
毛利率(%)	17.7%	18.2%	19.6%	19.8%	19.9%
净资产收益率(%)	33.4%	19.0%	24.3%	24.0%	23.5%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.97	1.27	1.62
每股净资产	3.04	4.01	5.28	6.90
每股经营现金流	1.21	0.65	1.82	1.87
每股股利	0.50	0.20	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.48	11.02	8.46	6.62
P/B	3.53	2.67	2.03	1.55
P/S	0.93	0.82	0.70	0.61
EV/EBITDA	10.07	6.74	4.46	2.94
股息率%	4.7%	1.9%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.2%	19.6%	19.8%	19.9%
净利润率	5.0%	7.4%	8.3%	9.2%
净资产收益率	19.0%	24.3%	24.0%	23.5%
资产回报率	8.5%	12.7%	13.3%	13.7%
投资回报率	18.2%	24.0%	22.7%	20.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.4%	13.9%	16.6%	15.3%
EBIT 增长率	-12.0%	50.9%	23.8%	19.6%
净利润增长率	-37.4%	68.8%	30.2%	27.9%
偿债能力指标				
资产负债率	52.9%	44.9%	41.7%	38.5%
流动比率	1.1	1.4	1.7	2.0
速动比率	0.8	1.0	1.4	1.6
现金比率	0.3	0.3	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	56.3	55.0	50.0	50.0
存货周转天数	26.5	35.0	30.0	30.0
总资产周转率	1.7	1.7	1.6	1.5
固定资产周转率	16.1	17.1	18.2	19.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	445	752	979	1,252
少数股东损益	16	40	52	66
非现金支出	434	225	236	198
非经营收益	-73	-36	-51	-57
营运资金变动	111	-479	190	-15
经营活动现金流	934	502	1,405	1,444
资产	-143	-103	-150	-141
投资	332	10	5	0
其他	37	36	41	48
投资活动现金流	226	-57	-104	-93
债权募资	-697	-365	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-368	-7	0	0
融资活动现金流	-1,065	-371	0	0
现金净流量	104	73	1,301	1,351

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,917	10,153	11,839	13,646
营业成本	7,296	8,164	9,491	10,929
毛利率%	18.2%	19.6%	19.8%	19.9%
营业税金及附加	35	39	46	53
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	328	406	474	546
营业费用率%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	341	406	425	445
管理费用率%	3.8%	4.0%	3.6%	3.3%
研发费用	71	76	89	102
研发费用率%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
EBIT	703	1,061	1,313	1,571
财务费用	18	-20	-41	-93
财务费用率%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.7%
资产减值损失	-134	-60	-60	-10
投资收益	31	36	41	48
营业利润	602	1,041	1,355	1,736
营业外收支	10	8	10	10
利润总额	612	1,048	1,365	1,746
EBITDA	797	1,126	1,409	1,679
所得税	150	257	335	428
有效所得税率%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
少数股东损益	16	40	52	66
归属母公司所有者净利润	445	752	979	1,252

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	693	766	2,067	3,419
应收账款及应收票据	1,437	1,625	1,734	2,006
存货	529	773	770	888
其它流动资产	228	415	437	413
流动资产合计	2,888	3,579	5,009	6,727
长期股权投资	17	7	2	2
固定资产	556	594	651	694
在建工程	10	17	24	22
无形资产	100	100	100	100
非流动资产合计	2,369	2,354	2,363	2,405
资产总计	5,256	5,933	7,371	9,131
短期借款	365	0	0	0
应付票据及应付账款	1,327	1,476	1,716	1,976
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,000	1,101	1,269	1,451
流动负债合计	2,692	2,577	2,985	3,427
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	86	86	86	86
非流动负债合计	86	86	86	86
负债总计	2,778	2,663	3,071	3,513
实收资本	773	773	773	773
普通股股东权益	2,347	3,099	4,078	5,330
少数股东权益	131	171	222	288
负债和所有者权益合计	5,256	5,933	7,371	9,131

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 5 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021 年加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。