


2023 年 05 月 03 日
兔宝宝 (002043.SZ)

ESSENCE

 公司快报

证券研究报告

其他装饰材料

疫情+减值拖累全年业绩，本部业务维持韧性，分红比例高达 95%

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 89.17 亿元，同比-5.40%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比-37.41%；实现扣非归母净利润 3.46 亿元，同比-40.45%；实现基本每股收益 0.58 元，同比-40.82%。2023Q1 公司实现营业收入 11.12 亿元，同比-31.65%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比-21.47%。

疫情/减值拖累 22 年业绩表现，本部业务维持经营韧性，C 端全屋定制维持快速增长。2022 年公司实现营业收入 89.17 亿元，同比减少 5.40%，营收同比减少主要由于地产承压背景下，主动压缩工程定制家居业务。分业务看，公司板材业务经营韧性强劲，实施多渠道销售、持续深化分公司运营，维持同比正增长，2022 年实现营收 66.42 亿元 (yoy+0.91%)；定制家居业务实现营收 21.77 亿元 (yoy-19.87%)，其中 C 端全屋定制快速增长，实现营收 5.16 亿元 (yoy+16.1%)，工程家居公司裕丰汉唐实现营收 12.82 亿元 (yoy-32.33%)。分季度看，2022 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收同比增速 18.97%/-14.48%/-13.88%/-2.13%，Q4 营收环比 Q3 增长 42.17%，主要由于 12 月装饰板材发货高增。2022 年公司实现归母净利润 4.45 亿元，同比下滑 37.41%，主要由于：1) 营业收入同比减少；2) 减值同比增加，一方面，下游房企资金紧张，应收账款回款放缓，计提信用减值 2.06 亿元；另一方面，由于裕丰汉唐业绩不及预期，计提商誉减值准备 1.18 亿元；3) 公允价值损益同比减少，公司持有的大自然股权公允价值变动损益同比减少约 1.3 亿元。前期地产融资端和购房端宽松政策密集发布，助力房企资金压力缓解，公司计提信用减值有望冲回，叠加疫情防控政策优化，零售端家装需求重启，2023 年公司业绩有望持续修复。

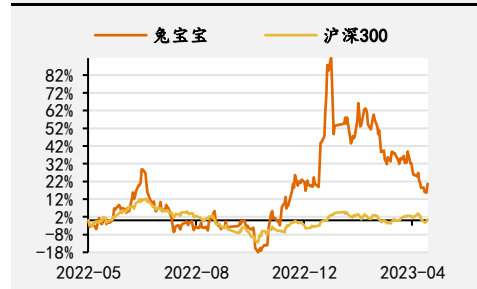
2022/2023Q1 毛利率均有提升，22 年经营性现金流净额持续增长。2022 年公司毛利率 18.18%，同比提升 0.48 个 pct，其中装饰材料毛利率 10.87% (同比+0.73 个 pct)、柜类产品毛利率 26.01% (同比-1.05 个 pct)、品牌使用费毛利率 99.04% (同比-0.02 个 pct)。2022 年公司期间费用率为 8.5%，同比+0.38 个 pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.26 个 pct/+0.29 个 pct/+0.05 个 pct。2022 年公司销售净利率为 5.18%，同比-2.64 个 pct；2023Q1 公司净利率为 6.71%，同比+0.71 个

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	17.3 元
股价 (2023-04-28)	10.86 元

交易数据

总市值(百万元)	9,168.70
流通市值(百万元)	7,529.82
总股本(百万股)	844.26
流通股本(百万股)	693.35
12 个月价格区间	7.38/17.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.5	-17.7	20.1
绝对收益	-9.7	-21.3	22.9

董文静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

疫情+减值拖累业绩表现，	2023-02-28
2023 年受益行业回暖软装	
上阵	
Q3 整体营收/业绩承压，本	2022-10-31
部扣非业绩实现正向增长	

pct, 盈利能力同比改善显著。近十年公司经营性现金流均实现同比正向增长, 2022 年公司经营性现金流净额为 9.34 亿元 (yoy+8.52%)。2023Q1 公司营收和归母净利润分别 yoy-31.65%、-21.47%, 业绩降幅远低于营收降幅, 主要由于 2023Q1 公司毛利率为 22.75%, 同比+4.24 个 pct, 或由于营收结果变化导致。2023Q1 经营性现金流为-0.79 亿元 (去年同期-3.91 亿元), 同比流出大幅收窄。

疫情影响减弱行业需求边际改善, 减值计提充分轻装上阵, 分红比例大幅提升。公司作为家装零售板材龙头企业, 品牌影响力突出, 同时大力拓展家具厂、家装公司等小 B 渠道, 并取得显著成效, 目前家具厂渠道成为最核心的渠道, 根据公司年报, 2022 年末公司合作家具厂已有 1.1 万家, 同时公司根据各类型家装公司推出板材材料包、易企装服务模式以及易装成品定制多种合作模式, 推动家装公司业务发展, 助力板材销售收入增长, 同时新兴 C 端定制家居业务快速成长, 品牌影响力逐步提升。今年公司在核心地区将持续实施渠道下沉和密集分销的策略, 在外围地区重点开拓空白市场和渠道扩张, 助力零售市占率提升, 叠加疫情影响减弱, 物流运输阻力减小, 施工进度恢复, 2023 年公司 C 端和小 B 端业务或将持续增长。未来随精装渗透率提升、存量房装修需求逐步释放将创造家居行业市场空间, 叠加行业集中度提升趋势, 长期来看, 公司作为优质板材龙头和定制家居新秀有望充分受益。此外, 公司 2022 年进行大 B 端业务大规模计提, 风险释放充分, 2023 年业绩修复弹性十足。2022 年公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元 (含税), 分红比例高达 95%, 较上年的 51% 高比例再次大幅提升, 积极为公司股东创造投资回报。

投资建议: 公司作为高端家装板材龙头, 板材品质和品牌实力突出, 立足 C 端经销, 大力拓展小 B 渠道, 同时向下游布局定制家居领域, 中长期成长可期。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 102.79 亿元、119.09 亿元和 136.17 亿元, 分别同比增长 15.3%、15.9% 和 14.3%, 实现归母净利润 7.32 亿元、8.89 亿元和 10.65 亿元, 分别同比增长 64.4%、21.4% 和 19.8%, 动态 PE 分别为 12.5 倍、10.3 倍和 8.6 倍, 给予 23 年 20 倍估值, 目标价 17.4 元, 维持“买入-A”评级。

风险提示: 宏观经济大幅波动、地产宽松政策推进不及预期、渠道拓展不及预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	9,425.9	8,917.4	10,279.0	11,909.3	13,617.0
净利润	711.6	445.4	732.1	888.9	1,064.9

每股收益(元)	0.84	0.53	0.87	1.05	1.26
每股净资产(元)	2.52	2.78	3.42	4.15	6.13

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	12.9	20.6	12.5	10.3	8.6
市净率(倍)	4.3	3.9	3.2	2.6	1.8
净利润率	7.5%	5.0%	7.1%	7.5%	7.8%
净资产收益率	33.4%	19.0%	25.3%	25.4%	20.6%
股息收益率	4.0%	0.0%	2.3%	2.6%	2.2%
ROIC	39.1%	27.6%	63.0%	60.9%	68.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,425.9	8,917.4	10,279.0	11,909.3	13,617.0	成长性					
减:营业成本	7,757.1	7,296.4	8,352.5	9,682.4	11,069.0	营业收入增长率	45.8%	-5.4%	15.3%	15.9%	14.3%
营业税费	33.1	34.6	36.0	41.7	47.7	营业利润增长率	68.3%	-36.3%	67.1%	14.7%	19.2%
销售费用	322.8	328.0	385.5	440.6	503.8	净利润增长率	76.7%	-37.4%	64.4%	21.4%	19.8%
管理费用	332.6	341.4	383.4	441.2	510.6	EBITDA 增长率	59.3%	-7.8%	1.3%	17.7%	14.0%
研发费用	70.7	70.9	87.4	98.8	108.9	EBIT 增长率	61.6%	-8.6%	0.8%	18.3%	14.4%
财务费用	39.2	17.8	20.6	60.2	13.5	NOPLAT 增长率	54.3%	-38.4%	69.0%	19.0%	15.1%
资产减值损失	-21.5	-133.7	48.0	30.0	20.0	投资资本增长率	-12.8%	-25.9%	23.0%	3.2%	44.1%
加:公允价值变动收益	136.7	6.9	-	-	-	净资产增长率	8.4%	10.6%	24.0%	20.2%	45.8%
投资和汇兑收益	45.9	31.4	40.0	39.1	31.3						
营业利润	944.1	601.8	1,005.7	1,153.4	1,374.7	利润率					
加:营业外净收支	10.3	10.0	10.0	7.6	7.3	毛利率	17.7%	18.2%	18.7%	18.7%	18.7%
利润总额	954.3	611.8	1,015.7	1,161.0	1,382.0	营业利润率	10.0%	6.7%	9.8%	9.7%	10.1%
减:所得税	217.5	149.9	233.6	261.2	304.0	净利润率	7.5%	5.0%	7.1%	7.5%	7.8%
净利润	711.6	445.4	732.1	888.9	1,064.9	EBITDA/营业收入	12.4%	12.1%	10.7%	10.8%	10.8%
						EBIT/营业收入	11.8%	11.4%	10.0%	10.2%	10.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	18	21	20	18	16
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	14	3	1	6	16
货币资金	604.1	693.2	2,055.8	2,381.9	2,615.7	流动资产周转天数	126	123	139	158	159
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	45	56	48	45	52
应收账款	1,307.4	1,453.4	1,287.7	1,689.6	2,244.2	存货周转天数	27	24	27	28	29
应收票据	163.1	61.3	160.7	129.7	135.1	总资产周转天数	208	219	218	225	215
预付账款	54.9	31.1	78.0	48.5	91.4	投资资本周转天数	69	60	49	47	51
存货	648.3	529.3	1,033.0	849.7	1,364.1						
其他流动资产	448.3	119.6	412.7	326.9	171.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	33.4%	19.0%	25.3%	25.4%	20.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.1%	8.8%	10.8%	11.7%	12.6%
长期股权投资	36.9	17.3	17.3	17.3	17.3	ROIC	39.1%	27.6%	63.0%	60.9%	68.0%
投资性房地产	13.2	12.7	12.7	12.7	12.7	费用率					
固定资产	502.8	555.6	584.3	587.1	586.0	销售费用率	3.4%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
在建工程	29.0	10.3	10.3	10.3	10.3	管理费用率	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%
无形资产	98.8	99.8	86.7	73.5	60.4	研发费用率	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	1,705.5	1,672.8	1,475.5	1,574.7	1,243.4	财务费用率	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.1%
资产总额	5,612.2	5,256.4	7,214.9	7,701.9	8,552.4	四费/营业收入	8.1%	8.5%	8.5%	8.7%	8.3%
短期债务	809.5	364.7	920.3	1,083.4	-	偿债能力					
应付账款	1,651.2	1,637.8	2,095.3	2,202.3	2,361.0	资产负债率	60.1%	52.9%	57.4%	52.1%	37.1%
应付票据	124.5	118.4	116.3	45.1	139.4	负债权益比	150.4%	112.1%	134.9%	108.6%	58.9%
其他流动负债	613.7	571.2	612.1	584.7	582.2	流动比率	1.01	1.07	1.34	1.39	2.15
长期借款	60.1	-	315.3	-	-	速动比率	0.81	0.88	1.07	1.17	1.71
其他非流动负债	111.7	86.1	83.7	93.8	87.9	利息保障倍数	28.41	57.23	49.91	20.16	102.49
负债总额	3,370.6	2,778.1	4,142.9	4,009.4	3,170.5	分红指标					
少数股东权益	111.5	131.1	181.1	192.0	205.1	DPS(元)	0.43	-	0.25	0.28	0.23
股本	772.8	772.8	844.3	844.3	844.3	分红比率	51.0%	0.0%	29.1%	26.7%	18.6%
留存收益	1,662.1	1,836.1	2,354.8	3,006.1	3,872.6	股息收益率	4.0%	0.0%	2.3%	2.6%	2.2%
股东权益	2,241.6	2,478.3	3,071.9	3,692.5	5,381.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.84	0.53	0.87	1.05	1.26
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	2.52	2.78	3.42	4.15	6.13
净利润	736.8	461.8	732.1	888.9	1,064.9	PE(X)	12.9	20.6	12.5	10.3	8.6
加:折旧和摊销	60.4	66.6	69.1	75.3	81.7	PB(X)	4.3	3.9	3.2	2.6	1.8
资产减值准备	132.2	339.6	-	-	-	P/FCF	10.4	24.0	7.0	13.2	-12.7
公允价值变动损失	-136.7	-6.9	-	-	-	P/S	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
财务费用	42.7	22.4	20.6	60.2	13.5	EV/EBITDA	7.6	6.8	7.1	5.6	4.3
投资收益	-45.9	-31.5	-40.0	-39.1	-31.3	CAGR(%)	6.9%	32.6%	20.8%	6.9%	32.6%
少数股东损益	25.2	16.5	50.1	10.9	13.1	PEG	1.9	0.6	0.6	1.5	0.3
营运资金的变动	-114.7	174.1	-55.0	-158.7	-385.9	ROIC/WACC	4.1	2.9	6.5	6.3	7.1
经营活动产生现金流量	860.3	933.5	776.8	837.5	756.1	REP	1.3	2.0	0.8	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	152.1	226.3	-44.7	-25.9	-36.2						
融资活动产生现金流量	-1,113.0	-1,065.4	630.6	-485.6	-486.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034