


2023 年 02 月 28 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+减值拖累业绩表现，2023 年受益行业回暖轻装上阵

事件：公司发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年实现营业收入 89.18 亿元，同比减少 5.39%；实现归母净利润 4.61 亿元，同比减少 35.19%；实现扣非归母净利润 3.61 亿元，同比减少 37.99%。

疫情/减值拖累业绩表现，单 Q4 营收环比高增。公司预计 2022 年实现营业收入 89.18 亿元，同比减少 5.39%，全年营收下滑主要系受国内疫情反复、下游地产行业下行等影响，公司主动压缩裕丰汉唐的地产精装定制业务，导致工程业务收入同比下滑。公司预计 2022 年实现归母净利润 4.61 亿元，同比减少 35.19%，主要系：**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，公司计提信用减值增加；另一方面，由于裕丰汉唐业绩不及预期，报告期内预计计提相应的商誉减值准备；**3) 公允价值损益同比减少**，公司持有大自然股权公允价值变动损益同比减少约 1.3 亿元。**单季度来看**，2022Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收增速 18.97%/-14.48%/-13.88%/-2.12%，Q4 营收环比 Q3 增长 42.18%，主要系 12 月装饰板材销售收入同比高增；2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现归母净利润同比增速 -7.71%/-18.57%/-41.51%/-62.23%，Q4 归母净利润环比 Q3 减少 42.28%。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。

零售和小 B 端：疫情影响逐渐减弱，看好下游需求回暖。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，进行多元渠道布局，助力板材销售收入增长。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，叠加疫情影响逐渐退却，物流运输阻力减小，施工进度恢复，2023 年公司 C 端和小 B 端业务或将持续实现增长。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，持续进行多渠道建设，实施分公司运营有望充分受益行业变化。

大 B 端：2022 年减值充分轻装上阵，2023 年业绩弹性十足。2022 年在地产行业下行压力下，公司主动收缩裕丰汉唐大宗业

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **19 元**
股价 (2023-02-27) **13.63 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,533.83
流通市值(百万元)	9,450.51
总股本(百万股)	772.84
流通股本(百万股)	693.36
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	2.1	33.7	22.4
绝对收益	-1.2	40.8	10.8

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

Q3 整体营收/业绩承压，本部扣非业绩实现正向增长 2022-10-31

务，并充分计提相应资产减值，卸掉历史包袱。此前地产购房端和融资端宽松政策密集发布，有望带动地产销售和竣工数据的边际改善，助力大 B 端需求回暖，公司也有望受益于政策带来的财务报表改善，此前部分专项计提有望实现冲回，2023 年公司业绩增长可期。

投资建议：公司作为家装零售板材龙头，在巩固 C 端经销优势的同时，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。基于公司发布的业绩预告及疫情对公司的影响，我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 89.18 亿元、102.80 亿元和 119.07 亿元，分别同比增长-5.3%、15.3%和 15.8%，实现归母净利润 4.61 亿元、7.32 亿元和 8.88 亿元，分别同比增长-35.2%、58.8%和 21.3%，动态 PE 分别为 22.8 倍、14.4 倍和 11.9 倍，维持“买入-A”评级，给予目标价 19 元。

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、资产减值损失。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	6,465.8	9,425.9	8,917.9	10,279.9	11,907.3
净利润	402.7	711.6	461.6	732.2	888.2
每股收益(元)	0.52	0.92	0.60	0.95	1.15
每股净资产(元)	2.41	2.76	3.22	3.64	5.13

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	26.2	14.8	22.8	14.4	11.9
市净率(倍)	5.7	4.9	4.2	3.7	2.7
净利润率	6.2%	7.5%	5.2%	7.1%	7.5%
净资产收益率	21.6%	33.4%	18.6%	26.0%	22.4%
股息收益率	1.4%	3.4%	2.0%	3.1%	3.9%
ROIC	34.9%	39.1%	30.6%	45.5%	41.9%

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,465.8	9,425.9	8,917.9	10,279.9	11,907.3	成长性					
减:营业成本	5,239.1	7,757.1	7,313.2	8,390.5	9,694.2	营业收入增长率	39.6%	45.8%	-5.4%	15.3%	15.8%
营业税费	24.4	33.1	31.2	36.0	41.7	营业利润增长率	19.7%	68.3%	-34.1%	47.7%	24.5%
销售费用	243.9	322.8	312.1	358.8	409.6	净利润增长率	2.1%	76.7%	-35.1%	58.6%	21.3%
管理费用	192.9	332.6	338.9	390.6	446.5	EBITDA 增长率	34.9%	59.3%	-38.0%	51.0%	18.4%
研发费用	58.8	70.7	99.0	113.1	125.0	EBIT 增长率	34.3%	61.6%	-40.4%	54.5%	19.0%
财务费用	65.7	39.2	42.8	106.4	75.8	NOPLAT 增长率	17.5%	54.3%	-31.7%	58.1%	16.0%
资产减值损失	-15.1	-21.5	200.0	20.0	10.0	投资资本增长率	37.9%	-12.8%	6.5%	25.8%	6.9%
加:公允价值变动收益	-109.7	136.7	-	-	-	净资产增长率	7.7%	8.4%	17.3%	12.8%	39.3%
投资和汇兑收益	77.1	45.9	40.0	54.3	39.7						
营业利润	560.9	944.1	622.2	918.9	1,144.2	利润率					
加:营业外净收支	3.8	10.3	10.0	7.6	8.5	毛利率	19.0%	17.7%	18.0%	18.4%	18.6%
利润总额	564.7	954.3	632.2	926.5	1,152.7	营业利润率	8.7%	10.0%	7.0%	8.9%	9.6%
减:所得税	121.3	217.5	139.1	185.3	253.6	净利润率	6.2%	7.5%	5.2%	7.1%	7.5%
净利润	402.7	711.6	461.6	732.2	888.2	EBITDA/营业收入	11.4%	12.4%	8.2%	10.7%	10.9%
						EBIT/营业收入	10.7%	11.8%	7.4%	10.0%	10.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	21	18	21	19	17
货币资金	703.3	604.1	1,783.6	2,056.0	2,143.3	流动营业资本周转天数	26	14	11	19	26
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	153	126	149	163	162
应收帐款	1,066.7	1,307.4	1,070.7	1,499.3	1,940.6	应收帐款周转天数	52	45	48	45	52
应收票据	85.6	163.1	61.0	121.7	109.8	存货周转天数	31	27	28	29	29
预付帐款	56.4	54.9	66.2	72.7	80.7	总资产周转天数	252	208	241	240	226
存货	779.0	648.3	747.4	884.1	1,054.7	投资资本周转天数	93	69	71	71	71
其他流动资产	670.3	448.3	414.6	511.1	274.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	33.4%	18.6%	26.0%	22.4%
长期股权投资	60.7	36.9	36.9	36.9	36.9	ROA	8.4%	13.1%	7.8%	10.1%	11.8%
投资性房地产	5.0	13.2	13.2	13.2	13.2	ROIC	34.9%	39.1%	30.6%	45.5%	41.9%
固定资产	445.5	502.8	530.3	563.0	571.3	费用率					
在建工程	24.4	29.0	29.0	29.0	29.0	销售费用率	3.8%	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%
无形资产	107.8	98.8	86.7	74.6	62.5	管理费用率	3.0%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	1,274.9	1,705.5	1,498.7	1,490.2	1,290.6	研发费用率	0.9%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%
资产总额	5,279.6	5,612.2	6,338.2	7,351.7	7,607.4	财务费用率	1.0%	0.4%	0.5%	1.0%	0.6%
短期债务	736.6	809.5	1,248.6	1,757.0	847.8	四费/营业收入	8.7%	8.1%	8.9%	9.4%	8.9%
应付帐款	1,554.8	1,651.2	1,445.2	1,693.7	1,896.2	偿债能力					
应付票据	109.3	124.5	62.2	77.7	83.9	资产负债率	60.8%	60.1%	58.5%	59.7%	45.7%
其他流动负债	516.5	613.7	554.1	566.4	564.1	负债权益比	155.2%	150.4%	141.1%	147.9%	84.2%
长期借款	240.4	60.1	333.5	214.8	-	流动比率	1.15	1.01	1.25	1.26	1.65
其他非流动负债	53.4	111.7	65.8	76.9	84.8	速动比率	0.89	0.81	1.03	1.04	1.34
负债总额	3,210.9	3,370.6	3,709.3	4,386.5	3,476.7	利息保障倍数	10.50	28.41	15.52	9.64	16.09
少数股东权益	208.0	111.5	143.0	152.0	162.9	分红指标					
股本	774.8	772.8	772.8	772.8	772.8	DPS(元)	0.19	0.47	0.27	0.42	0.54
留存收益	1,290.0	1,662.1	1,916.1	2,325.2	2,798.6	分红比率	36.4%	51.0%	45.0%	44.1%	46.7%
股东权益	2,068.6	2,241.6	2,628.9	2,965.2	4,130.7	股息收益率	1.4%	3.4%	2.0%	3.1%	3.9%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.52	0.92	0.60	0.95	1.15
净利润	443.5	736.8	461.6	732.2	888.2	BVPS(元)	2.41	2.76	3.22	3.64	5.13
加:折旧和摊销	48.1	60.4	63.6	72.8	80.3	PE(X)	26.2	14.8	22.8	14.4	11.9
资产减值准备	73.3	132.2	-	-	-	PB(X)	5.7	4.9	4.2	3.7	2.7
公允价值变动损失	109.7	-136.7	-	-	-	P/FCF	-110.2	12.0	10.1	16.0	-27.0
财务费用	65.6	42.7	42.8	106.4	75.8	P/S	1.6	1.1	1.2	1.0	0.9
投资收益	-77.1	-45.9	-40.0	-54.3	-39.7	EV/EBITDA	9.5	7.6	13.6	9.1	6.9
少数股东损益	40.7	25.2	31.6	9.0	10.9	CAGR(%)	18.7%	6.9%	8.0%	18.7%	6.9%
营运资金的变动	339.2	-114.7	112.1	-435.8	38.4	PEG	1.4	2.2	2.9	0.8	1.7
经营活动产生现金流量	812.7	860.3	671.6	430.3	1,053.9	ROIC/WACC	3.6	4.1	3.2	4.7	4.4
投资活动产生现金流量	-403.5	152.1	-39.0	-39.1	-36.9	REP	1.0	1.3	1.7	0.9	0.8
融资活动产生现金流量	-535.9	-1,113.0	546.9	-118.8	-929.7						

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