

# 兔宝宝 (002043)

证券研究报告

2023年04月28日

## 主业增长韧性较强，B端业务拖累短期业绩

### 主业稳健增长韧性强，看好公司长期发展

22FY 公司实现营收 89.2 亿，同比-5.4%，归母净利润 4.5 亿，同比-37.4%，扣非净利润 3.5 亿元，同比-40.45%；公司计提商誉减值 1.2 亿，以及坏账减值损失 2.1 亿，短期业绩承压。23Q1 单季公司实现营收 11.1 亿，同比-31.7%，归母净利润为 0.7 亿，同比-21.5%，扣非净利润 0.6 亿，同比-24.9%，Q1 毛利率同比提升 4.24pct。中长期来看，我们看好公司渠道下沉带动的传统板材业务复苏，以及渠道拓展进一步深化，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 8/10/12 亿元。

### 主业增长韧性较强，看好公司多元渠道布局

22FY 公司装饰材料/定制家居分别实现收入 66.4/21.8 亿，同比分别+0.9%/-19.9%，其中柜类/地板/木门/品牌使用费收入分别为 17.6/3.8/0.2/3.9 亿，同比分别-23%/+3%/-41%/+40%。22FY 公司整体毛利率为 18.2%，同比+0.47pct，其中装饰材料/柜类毛利率分别为 10.87%/26.01%，同比+0.73/-1.05pct。22 年地产下行压力较大，裕丰汉唐业绩不及预期，实现收入 12.82 亿，同比-32.3%。公司重视家具厂渠道业务，22 年末合作家具厂客户约 11000 家，装饰材料专卖店达 2797 家，易装门店 853 家，拥有各个产品体系专卖店 3000 余家，并成立了 19 个销售分公司，渠道布局进一步完善。

### 23Q1 毛利率改善明显，现金流表现优异

22Q4 公司综合毛利率为 18.15%，同/环比-1.1/+0.98pct；23Q1 毛利率为 22.8%，同环比+4.2/+4.6pct，毛利率改善明显。22FY 期间费用率为 8.5%，同比+0.38pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.25pct/+0.3pct/+0.05pct/-0.22pct。22FY 资产及信用减值为 3.4 亿，占收入的比重提升至 3.81%，其中资产减值损失 1.34 亿，系青岛裕丰汉唐商誉减值 1.2 亿，信用减值损失 2.06 亿，主要为坏账减值损失 2.1 亿，减值损失短期拖累整体业绩。22 年 CFO 净额为 9.34 亿，较去年同期多流入 0.73 亿，收/付现比分别为 100.44%/94.13%，同比-0.96pct/-4.48pct，现金流仍保持在历史较好水平。

### 传统板材龙头转型升级可期，维持“买入”评级

我们看好家具厂等渠道下沉对传统板材业务的带动作用，成品家居零售、裕丰汉唐大 B 等业务多点开花，产业协同加深。考虑到地产处于下行周期，我们预计 23/24 年公司归母净利润 8/10 亿元(前值 7.2/9.6 亿)，新增 25 年归母净利润预测为 12 亿，参考可比公司 23 年平均 PE17x (wind 一致预期)，认为可给予公司 23 年 13xPE 水平，对应目标价为 15.3 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨；下游需求不及预期；渠道拓展不及预期；行业竞争恶化。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,425.93	8,917.39	10,703.35	12,545.49	14,597.99
增长率(%)	45.78	(5.40)	20.03	17.21	16.36
EBITDA(百万元)	1,243.56	1,152.45	1,327.91	1,578.00	1,853.55
归属母公司净利润(百万元)	711.61	445.39	773.51	994.50	1,224.68
增长率(%)	76.70	(37.41)	73.67	28.57	23.15
EPS(元/股)	0.84	0.53	0.92	1.18	1.45
市盈率(P/E)	12.88	20.59	11.85	9.22	7.49
市净率(P/B)	4.30	3.91	2.48	1.98	1.57
市销率(P/S)	0.97	1.03	0.86	0.73	0.63
EV/EBITDA	7.16	6.33	5.23	3.85	2.58

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.86 元
目标价格	15.3 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	844.26
流通 A 股股本(百万股)	693.35
A 股总市值(百万元)	9,168.70
流通 A 股市值(百万元)	7,529.82
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	44.45
一年内最高/最低(元)	18.59/7.24

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**王雯** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

### 股价走势



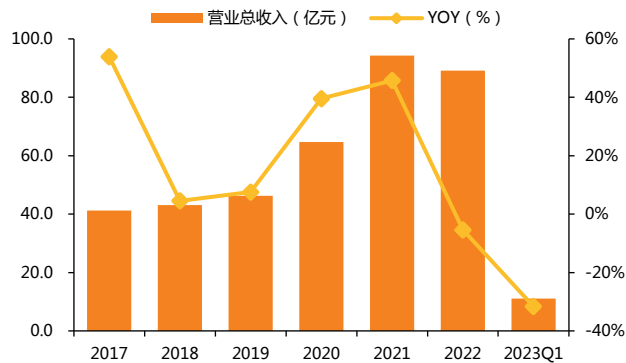
资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《兔宝宝-季报点评:Q3 经营承压，渠道升级保障中长期成长》 2022-10-29
- 《兔宝宝-半年报点评:H1 营收利润略降，渠道升级保障中长期成长》 2022-08-26
- 《兔宝宝-年报点评报告:收入维持高速增长，渠道升级带动业务快速放量》 2022-04-28

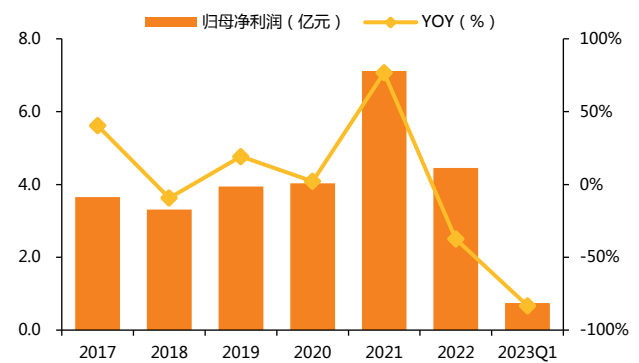
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：2017-2023Q1 年营业总收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2017-2023Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022A	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603833.SH	欧派家居	701.44	115.15	4.41	5.22	6.12	26.09	22.05	18.82
002372.SZ	伟星新材	352.33	22.13	0.81	0.99	1.15	27.15	22.33	19.18
002572.SZ	索菲亚	172.62	18.92	1.17	1.46	1.72	16.22	12.99	11.03
000910.SZ	大亚圣象	45.60	8.33	0.77	0.90	1.01	10.85	9.26	8.24
601996.SH	丰林集团	28.53	2.49	0.04	0.12	0.15	62.89	20.56	16.79
平均							28.64	17.44	14.81
002043.SZ	兔宝宝	91.69	10.86	0.92	1.18	1.45	11.85	9.22	7.49

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截止于 2023/4/28 收盘价，除兔宝宝为天风预测外，其他均为 Wind 一致预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	604.08	693.16	1,882.90	2,809.00	4,101.07	营业收入	9,425.93	8,917.39	10,703.35	12,545.49	14,597.99
应收票据及应收账款	1,459.85	1,437.38	1,535.77	1,809.69	1,880.36	营业成本	7,757.11	7,296.41	8,684.80	10,135.11	11,770.79
预付账款	54.86	31.09	65.41	109.98	87.94	营业税金及附加	33.14	34.63	40.49	42.44	49.39
存货	648.34	529.29	532.19	931.77	703.06	销售费用	322.80	327.97	367.12	429.06	497.79
其他	379.85	131.59	643.23	637.69	701.98	管理费用	332.57	341.39	366.95	405.01	471.28
<b>流动资产合计</b>	<b>3,146.98</b>	<b>2,822.51</b>	<b>4,659.50</b>	<b>6,298.13</b>	<b>7,474.40</b>	研发费用	70.65	70.94	85.15	100.36	116.78
长期股权投资	36.88	17.32	17.32	17.32	17.32	财务费用	39.21	17.79	5.18	(2.88)	(25.70)
固定资产	502.80	555.59	502.65	449.71	396.77	资产/信用减值损失	(132.25)	(339.56)	(180.00)	(155.00)	(122.90)
在建工程	28.96	10.33	10.33	10.33	10.33	公允价值变动收益	136.68	6.88	0.00	0.00	0.00
无形资产	98.75	99.82	86.68	73.53	60.39	投资净收益	45.87	31.39	53.00	43.42	42.60
其他	1,718.68	1,685.54	1,404.29	1,390.75	1,459.29	其他	(123.93)	527.79	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,386.08</b>	<b>2,368.60</b>	<b>2,021.26</b>	<b>1,941.64</b>	<b>1,944.09</b>	<b>营业利润</b>	<b>944.06</b>	<b>601.76</b>	<b>1,026.65</b>	<b>1,324.80</b>	<b>1,637.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,612.18</b>	<b>5,256.44</b>	<b>6,680.76</b>	<b>8,239.78</b>	<b>9,418.49</b>	营业外收入	16.48	12.39	15.00	17.00	18.98
短期借款	809.53	364.66	0.00	0.00	0.00	营业外支出	6.19	2.37	0.04	3.21	3.89
应付票据及应付账款	1,371.43	1,327.36	1,857.07	2,028.06	2,026.32	<b>利润总额</b>	<b>954.35</b>	<b>611.78</b>	<b>1,041.61</b>	<b>1,338.59</b>	<b>1,652.46</b>
其他	795.06	839.45	764.06	1,160.42	1,059.79	所得税	217.52	149.94	224.03	301.29	371.94
<b>流动负债合计</b>	<b>2,976.02</b>	<b>2,531.46</b>	<b>2,621.13</b>	<b>3,188.48</b>	<b>3,086.12</b>	<b>净利润</b>	<b>736.82</b>	<b>461.85</b>	<b>817.58</b>	<b>1,037.30</b>	<b>1,280.52</b>
长期借款	60.08	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	25.21	16.46	44.08	42.80	55.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>711.61</b>	<b>445.39</b>	<b>773.51</b>	<b>994.50</b>	<b>1,224.68</b>
其他	111.68	86.08	65.76	76.93	84.79	每股收益(元)	0.84	0.53	0.92	1.18	1.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>171.76</b>	<b>86.08</b>	<b>65.76</b>	<b>76.93</b>	<b>84.79</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,370.59</b>	<b>2,778.10</b>	<b>2,686.88</b>	<b>3,265.41</b>	<b>3,170.90</b>						
少数股东权益	111.45	131.07	291.28	334.07	389.91	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	772.84	772.84	844.26	844.26	844.26	<b>成长能力</b>					
资本公积	175.53	267.37	685.41	685.41	685.41	营业收入	45.78%	-5.40%	20.03%	17.21%	16.36%
留存收益	1,486.54	1,568.69	2,342.20	3,336.70	4,561.39	营业利润	68.30%	-36.26%	70.61%	29.04%	23.59%
其他	(304.77)	(261.64)	(169.27)	(226.08)	(233.37)	归属于母公司净利润	76.70%	-37.41%	73.67%	28.57%	23.15%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,241.59</b>	<b>2,478.34</b>	<b>3,993.88</b>	<b>4,974.37</b>	<b>6,247.59</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,612.18</b>	<b>5,256.44</b>	<b>6,680.76</b>	<b>8,239.78</b>	<b>9,418.49</b>	毛利率	17.70%	18.18%	18.86%	19.21%	19.37%
						净利率	7.55%	4.99%	7.23%	7.93%	8.39%
						ROE	33.41%	18.97%	20.89%	21.43%	20.91%
						ROIC	39.08%	27.61%	64.56%	69.34%	80.67%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.06%	52.85%	40.22%	39.63%	33.67%
						净负债率	12.99%	-12.12%	-46.93%	-56.24%	-65.40%
						流动比率	1.01	1.07	1.78	1.98	2.42
						速动比率	0.81	0.88	1.57	1.68	2.19
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.79	6.16	7.20	7.50	7.91
						存货周转率	13.21	15.14	20.17	17.14	17.86
						总资产周转率	1.73	1.64	1.79	1.68	1.65
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.84	0.53	0.92	1.18	1.45
						每股经营现金流	1.02	1.11	0.98	1.11	1.45
						每股净资产	2.52	2.78	4.39	5.50	6.94
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	12.88	20.59	11.85	9.22	7.49
						市净率	4.30	3.91	2.48	1.98	1.57
						EV/EBITDA	7.16	6.33	5.23	3.85	2.58
						EV/EBIT	7.51	6.70	5.50	4.02	2.67

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com