

网络效应显现，双轮驱动打造全屋定制和电子商务新方向

2016年4月20日

推荐/维持

兔宝宝

财报点评

——兔宝宝（002043）2016年一季报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojis@dxzq.net.cn Tel:010-66554088	

事件：

公司2016年第一季度实现营业总收入3.90亿元，同比增加57.53%，实现归属于上市公司股东的净利润0.21亿元，同比增加348.42%。每股收益为0.04元，同比增长300%

公司分季度财务指标

指标	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
营业收入（百万元）	407.45	391.04	247.85	435.86	460.27	502.83	390.44
增长率（%）	15.00%	9.31%	13.12%	10.51%	12.96%	28.59%	57.53%
毛利率（%）	15.97%	16.23%	16.77%	17.06%	17.28%	18.26%	18.32%
期间费用率（%）	11.08%	11.54%	14.74%	10.58%	10.11%	10.16%	12.02%
营业利润率（%）	4.70%	2.59%	1.99%	5.58%	7.13%	6.62%	6.34%
净利润（百万元）	17.09	12.24	4.81	20.90	31.25	40.19	21.33
增长率（%）	58.66%	80.37%	-404.15%	33.01%	82.89%	228.40%	343.71%
每股盈利（季度，元）	0.035	0.025	0.010	0.044	0.064	0.083	0.039
资产负债率（%）	20.38%	24.24%	19.38%	20.45%	21.19%	21.32%	15.09%
净资产收益率（%）	2.04%	1.49%	0.58%	2.48%	3.57%	4.38%	1.49%
总资产收益率（%）	1.62%	1.13%	0.47%	1.97%	2.81%	3.45%	1.27%

观点：

- 2016年第一季度收入继续增长，增速提档。**公司近年来不断地加强销售渠道建设，品牌推广。专卖店销售网络覆盖江浙沪皖等核心市场县级以上城市，品牌知名度不断提升。随着房地产销售的逐步改善营销网络布局效果开始显现。2015年公司实现营业收入16.47亿元，同比增长16.63%。从2015年第2季度增长10.51%到2016年1季度同比增长57.53%，单季度营业收入同比增速保持持续向上。2016年第一季度实现收入3.90亿元。
- 成本控制、产品结构调整提升毛利率和期间费用率下降提升利润增速。**2016年第一季度，公司盈利能力保持增长态势，公司综合毛利率达到18.21%，同比增长7.43个百分点。从2014年第四季度以来公司综合毛利率保持稳定的提升。其中，2015年综合毛利率为17.43%，同比提高1.23个百分点，主要产品毛利率均有提升。装饰板材同比提高1.25个百分点，地板同比提高2.89个百分点，粘合剂较同比提高4.98个百分点。公司加强成本控制，营业成本增速低于营业收入增长，同时也和公司的产品结构调整有关。

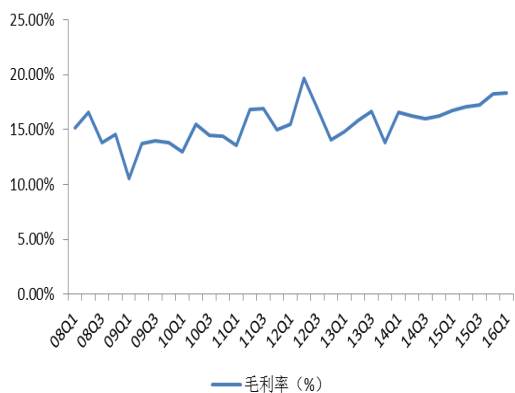
2016年第1季度，公司期间费用率为12.02%，较上年同期降低2.72个百分点。其中公司销售费用率为4.55%，同比下降1.13个百分点；公司管理费用率为7.41%，同比下降1.54个百分点；财务费用率为0.06%，同比下降0.06个百分点。在毛利率提升和期间费用率下降的情况下，2016年第1季度兔宝宝营业利润大幅增长402.84%。

- **销售网络覆盖广，优势逐步显现。**2015年底公司累计建设专卖店1847家，其中当年建设665家，网络覆盖范围逐步扩展，销售渠道开始从县级向重点乡镇发展。多年来每年新增专卖店约400家左右。有这样的销售网络一旦行业需求改善，营业收入的增长弹性较大，2015年的效果就比较明显。
- **进军全屋定制家居延伸产业链，并购电商平台打造双主业。**公司积极扩展主营产品，主营产品从板材等开始逐步拓展到地板、粘合剂等，并进一步向定制化集成全屋家居发展，2015年成品家具销售额达到2.03亿元，同比增长13.72%。充分利用销售网络覆盖广的优势，将丰富的产品快速推向市场，实现公司战略目标。2015年整体定制衣柜项目一期二期分期逐步推进，一期生产线2015年已正式投产，向全屋定制的战略方向又迈进一步。

同时，公司在寻求传统业务转型升级优化的同时，通过并购方式，获取电商领域优质标的，培育“第二主业”。2015年公司并购杭州多赢网络进入电子商务领域，2016年2月完成过户，打造“传统主业+电商平台”双主业的发展新模式，实现传统业务与新兴产业协同发展。

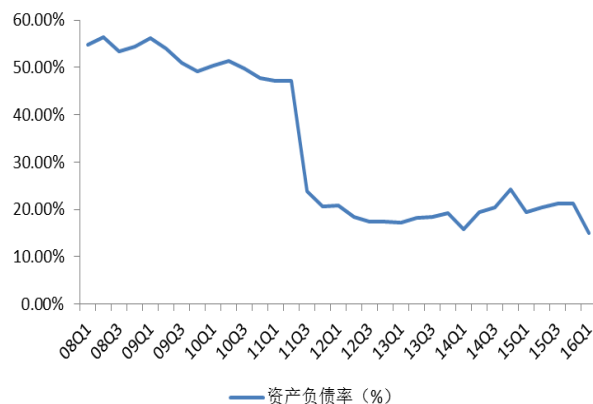
- **盈利预测和投资评级：**预计公司2016到2018年公司的每股收益0.36元、0.45元和0.58元，以收盘价13.61元计算，对应的动态PE为38倍、31倍和24倍。考虑到行业需求改善，改善销售网络效应显现，以及打造定制化全屋家具的战略方向和业务的双轮驱动，维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**战略转型速度低于预期。

图 1 兔宝宝毛利率变化



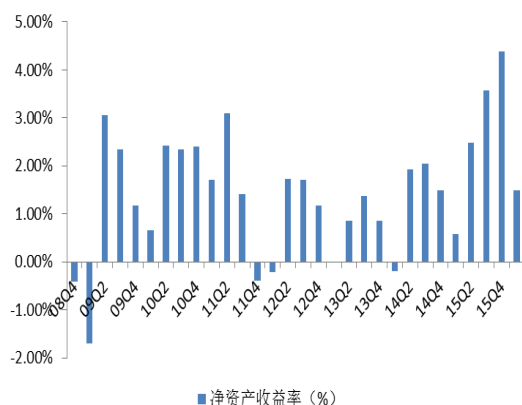
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 兔宝宝资产负债率变化



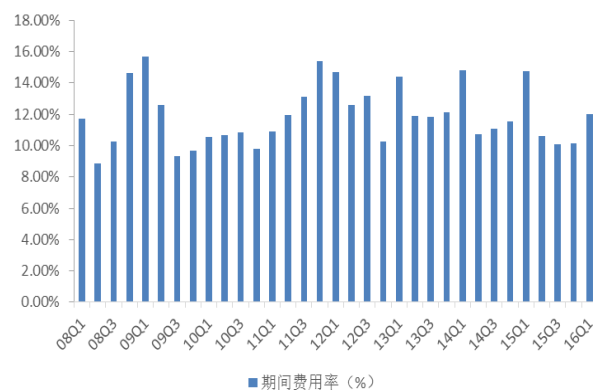
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 兔宝宝单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 兔宝宝期间费用率



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	777.99	836.18	793.09	999.20	1265.04	营业收入	1412.00	1646.81	2103.48	2600.41	3200.09		
货币资金	197.27	194.50	359.10	467.15	617.96	营业成本	1183.06	1359.56	1711.17	2108.04	2570.16		
应收账款	54.17	60.53	77.22	95.47	117.48	营业税金及附加	8.83	10.54	13.67	16.90	20.80		
其他应收款	6.16	3.95	5.05	6.24	7.68	营业费用	77.62	85.88	73.62	91.01	112.00		
预付款项	28.15	12.73	12.73	12.73	12.73	管理费用	87.90	95.29	90.45	111.82	137.60		
存货	311.52	267.81	337.55	415.83	506.99	财务费用	(0.53)	(0.89)	(1.11)	(1.65)	(2.17)		
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	11.79	11.66	12.00	12.00	12.00		
非流动资产合计	309.42	329.47	400.41	489.39	600.01	公允价值变动收益	(3.71)	1.97	2.00	2.00	2.00		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.51	8.59	8.60	8.60	8.60		
固定资产	205.40	195.90	291.33	395.85	517.42	营业利润	41.13	95.33	214.28	272.89	360.29		
无形资产	54.88	53.88	48.49	43.10	37.71	营业外收入	15.41	23.65	24.00	24.00	24.00		
其他非流动资产	2.96	0.67	0.70	0.70	0.70	营业外支出	4.44	2.84	3.00	3.00	3.00		
资产总计	1087.40	1165.65	1193.50	1488.59	1865.05	利润总额	52.10	116.14	235.28	293.89	381.29		
流动负债合计	226.02	227.84	261.87	305.74	357.86	所得税	8.64	18.99	38.47	48.05	62.34		
短期借款	24.94	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	43.46	97.15	196.81	245.84	318.95		
应付账款	108.81	99.07	121.89	150.16	183.08	少数股东损益	0.67	(0.34)	0.00	0.00	0.00		
预收款项	19.52	30.06	42.68	58.28	77.48	归属母公司净利润	42.79	97.49	196.81	245.84	318.95		
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	64.82	118.26	244.05	308.14	402.66		
非流动负债合计	37.51	20.66	15.46	15.46	15.46	EPS (元)	0.09	0.20	0.36	0.45	0.58		
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率							
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	263.53	248.50	277.33	321.20	373.32	成长能力							
少数股东权益	25.22	24.89	24.89	24.89	24.89	营业收入增长	13.61%	16.63%	27.73%	23.62%	23.06%		
实收资本(或股	484.25	484.25	552.00	552.00	552.00	营业利润增长	62.10%	131.78%	124.77%	27.35%	32.03%		
资本公积	94.43	95.87	95.87	95.87	95.87	归属于母公司净利	84.67%	127.83%	101.88%	24.91%	29.74%		
未分配利润	209.39	279.71	456.84	678.09	965.15	获利能力							
归属母公司股东	798.64	892.26	1176.44	1422.28	1741.22	毛利率(%)	16.21%	17.44%	18.65%	18.93%	19.68%		
负债和所有者权	1087.40	1165.65	1193.50	1488.59	1865.05	净利率(%)	3.03%	5.92%	9.36%	9.45%	9.97%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	5.36%	10.93%	16.73%	17.28%	18.32%		
经营活动现金流	101.19	185.30	175.58	229.30	300.81	偿债能力							
净利润	43.46	97.15	196.81	245.84	318.95	资产负债率(%)	24.24%	21.32%	18.76%	18.16%	17.45%		
折旧摊销	24.22	23.81	0.00	36.90	44.54	流动比率	3.44	3.67	3.03	3.27	3.54		
财务费用	0.00	0.00	1.11	1.65	2.17	速动比率	2.06	2.49	1.74	1.91	2.12		
应付帐款的变化	15.04	50.55	(42.73)	97.73	164.14	营运能力							
预收帐款的变化	157.11	(97.84)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.37	1.46	1.78	1.94	1.91		
投资活动现金流	0.00	0.00	(98.59)	(122.90)	(152.17)	应收账款周转率	26.64	28.71	30.54	30.12	30.05		
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	10.96	13.08	15.49	15.50	15.43		
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	0.00	21.68	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.09	0.20	0.36	0.45	0.58		
筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净现金流(最新	0.02	(0.00)	0.30	0.20	0.27		
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	1.65	1.84	2.13	2.58	3.15		
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0.00	24.12	124.84	0.00	0.00	P/E	151.22	68.05	38.17	30.56	23.55		
资本公积增加	0.00	436.23	0.00	0.00	0.00	P/B	8.25	7.39	6.39	5.28	4.31		
现金净增加额	101.19	185.30	76.99	106.39	148.65	EV/EBITDA	99.02	54.09	29.31	22.86	17.12		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。