

兔宝宝 (002043.SZ)

2017 年仍处于快速增长轨道

● 2016 年四季度保持快速增长，营业利润率同比上升

公司 2016 年营收同比增长 62.83%，归母净利润同比增长 166.32%；2016Q4 单季营收同比增长 77.22%，归母净利润同比增长 102.73%。在业绩高速增长的同时，营业利润率维持在高位，2016Q4 达到 10.49%，同比提高 3.88pct。

● 装饰材料主要业务发力，成品家具和互联网事业部亦有重要贡献

公司业绩高速增长来自三部分业务贡献：装饰材料、成品家居、互联网事业部。装饰材料以板材销售为主，核心市场、重点市场、新开发市场的销售占比约为 50-55%、30%、15-20%。市场的开发主要采取梯度制，不同市场之间有四年左右的差距。2016 年年底专卖店 1800 多个，预计未来仍将保持高速增长。成品家居分为 3 个销售公司：地板、木门、衣柜，集中在江浙沪皖鄂。互联网事业部 2016 年收入和利润高速增长，代运营部分以前中小品牌为主，现在聚焦大品牌，预计 2017 年代运营业务会有较大增长。

● 业务模式逐渐成熟，加强供应商和经销商管控

供应商：随着经营计划的变动，近年来公司对供应商数量先进行压缩，又进行一定程度的扩充。同时，公司对供应商的管控能力和力度在行业内领先，并在浙江临沂和嘉善建立了两个检测中心。经销商：近年来经销商业绩快速增长，公司进一步加大对经销商的考核力度，对销售达到一定规模的经销商要求设立公司，推进经销商的公司化运营，成立兔宝宝商学院。

● 投资建议：维持“买入”评级

公司业绩的高速增长，表明公司主业发力和转型改革的顺利推进，同时公司防范风险，加强供应商和经销商的管控，维持之前判断，公司是行业内少有的还能持续高增长的品种，高增长来自于行业空间大（公司 2-3% 的份额）、消费升级、公司独有的低毛利率复制模式，我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31、0.48、0.66，对应 PE 分别为 43、28、20 倍，维持“买入评级”。

● 风险提示：下游需求大幅恶化，转型低于预期。

盈利预测：

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,412.00 | 1,646.81 | 2,424.16 | 3,591.64 | 5,306.34 |
| 增长率(%) | 13.61% | 16.63% | 47.20% | 48.16% | 47.74% |
| EBITDA(百万元) | 83.52 | 124.17 | 292.15 | 454.61 | 679.18 |
| 净利润(百万元) | 42.79 | 97.49 | 259.20 | 394.03 | 545.38 |
| 增长率(%) | 84.67% | 127.83% | 165.88% | 52.02% | 38.41% |
| EPS (元/股) | 0.088 | 0.201 | 0.313 | 0.476 | 0.659 |
| 市盈率 (P/E) | 61.45 | 69.89 | 42.65 | 28.05 | 20.27 |
| 市净率 (P/B) | 3.18 | 7.47 | 5.95 | 4.91 | 3.95 |
| EV/EBITDA | 29.44 | 53.31 | 34.31 | 22.45 | 15.42 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

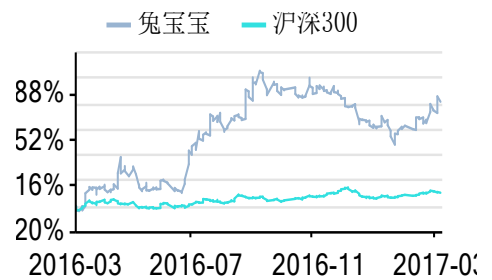
公司评级

当前价格 13.35 元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-06

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究：

兔宝宝 (002043.SZ)：新股 2017-02-16

股权激励出炉，彰显公司业绩增长信心

兔宝宝 (002043.SZ)：三季 2016-10-30

度业绩继续高歌猛进，增长动能充足

兔宝宝 (002043.SZ)：业绩 2016-08-23

超预期，高成长持续

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

| | |
|---------------------------------|---|
| 2016 年四季度保持快速增长，营业利润率同比上升 | 4 |
| 装饰材料主要业务发力，其他业务亦有重要贡献 | 5 |
| 业务模式逐渐成熟，加强供应商和经销商管控 | 6 |
| 投资建议：维持“买入”评级 | 7 |
| 风险提示 | 7 |

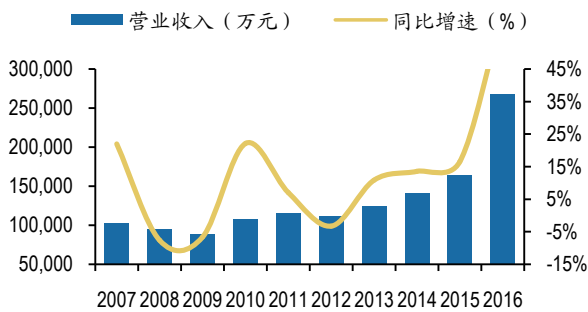
图表索引

| | |
|---|---|
| 图 1: 2016 年收入同比增长 62.83%..... | 4 |
| 图 2: 2016 归母净利润同比增长 166.32% | 4 |
| 图 3: 2016Q4 收入同比增长 77.22%..... | 4 |
| 图 4: 2016Q4 归母净利润同比增长 102.73%..... | 4 |
| 图 5: 2016Q4 营业利润率 10.49% | 4 |
| 图 8: 公司近年来营业收入构成 | 5 |
| 图 7: 兔宝宝除醛生态板 17mm 生态板免漆板双贴面顺芯实木无醛板检测报告 ... | 7 |

2016 年四季度保持快速增长，营业利润率同比上升

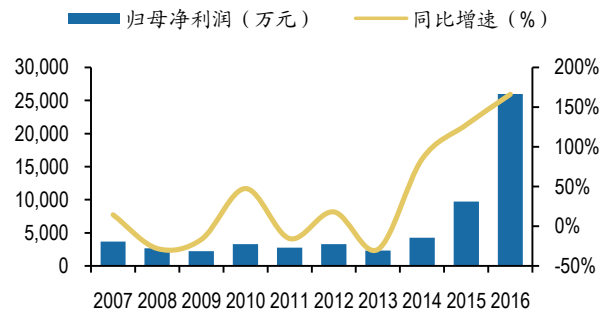
公司2016年营收约26.81亿，同比增长62.83%，上年同比增长16.63%，归母净利润约2.60亿，同比增长166.32%，上年同比增长127.83%；2016Q4单季营收约8.91亿，同比增长77.22%，环比增长22.14%，归母净利润约8,170万元，同比增长102.73%，环比增长2.24%。在业绩高速增长的同时，营业利润率维持在高位，2016Q4达到10.49%，同比提高3.88pct。

图 1：2016 年收入同比增长 62.83%



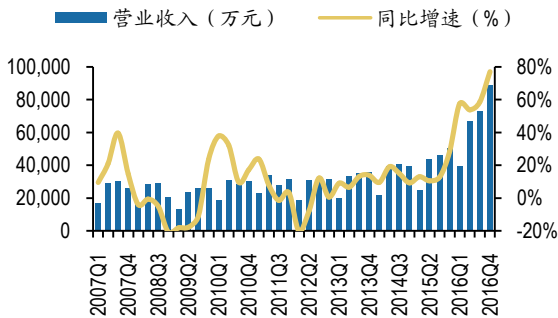
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：2016 归母净利润同比增长 166.32%



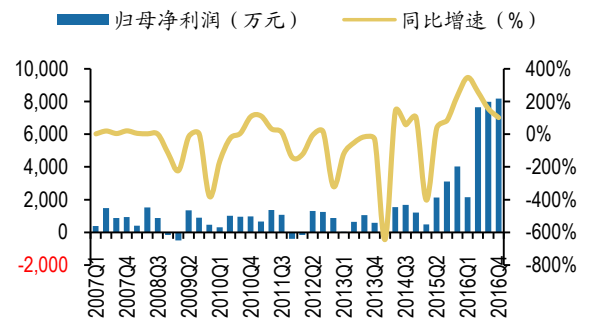
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3：2016Q4 收入同比增长 77.22%



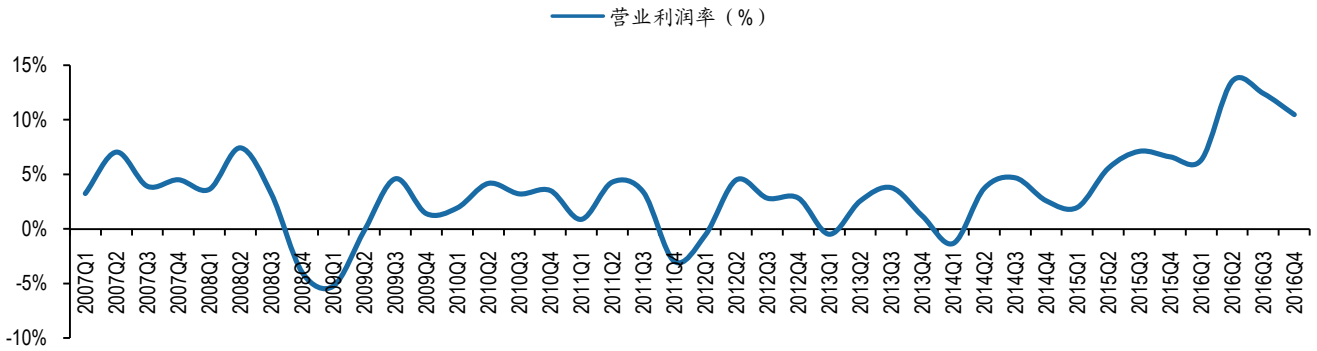
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4：2016Q4 归母净利润同比增长 102.73%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5：2016Q4 营业利润率 10.49%

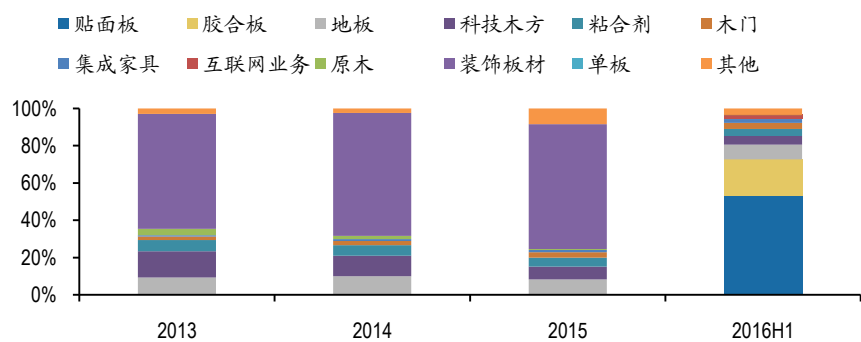


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

装饰材料主要业务发力，其他业务亦有重要贡献

公司业绩高速增长来自三部分业务贡献：装饰材料、成品家居、互联网事业部。

图6：公司近年来营业收入构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- 装饰材料以板材销售为主，分为三个市场，核心市场、重点市场和新开发市场。核心市场主要包括江浙沪皖鄂，目前县级以上城市全覆盖；重点市场包括江西福建湖南山东河北，目前县级以上城市覆盖70%；剩余的是新开发市场，目前地级以上城市覆盖20%-30%，起步两年左右时间。核心市场、重点市场、新开发市场的销售占比约为50-55%、30%、15-20%。市场的开发主要采取梯度制，不同市场之间有四年左右的差距。今年目标是重点市场地级以上城市实现全覆盖，县级以上基本实现全覆盖；新开发市场除不宜建店城市以外基本实现全覆盖。2016年年底专卖店1800多个，预计未来3年每年新开发市场新增300-320家专卖店。目标到2019年2200个县级城市实现全覆盖。

去年70个板材经销商销售占比65%，80%左右的经销商在核心市场，15%在重点市场，5%在外围市场的省会城市。经销商拿货量的增长速度都很快，此70家经销商2017年签约总金额增长70%。此外今年1-2月份公司AB类业务折合后较去年同期也有高速增长。但经销商签约额仅代表意向，1-2月份销售受春节

影响较大，所以两者增速仅有一定指示效应，具体全年的增长态势还需要持续跟踪观察。

2017年板材销售的增长点分析：1、过年几年每年新增板材专卖店300多家，积累下来慢慢开始发挥效益；2、市场占有率的提升，虽然市场容量增速较低，但是兔宝宝的任意一个专卖店都是高速增长，体现为市场集中度的提升，预计这种趋势会延续；3、2017年可能会提一定幅度的价格，但是公司策略是以不影响市场集中度为先，目前正有一个成本上升提价的契机；4、大采购，现在供应商跟经销商交易时的盈利公司并没有分享到，营改增后公司可自己向供应商大规模采购，预计今年板材销售B类转A类的比例会适当提高。

- 成品家居分为3个销售公司——地板、木门、衣柜，分别对应各自的专卖店体系建设，集中在江浙沪皖鄂，3年目标实现地级城市全覆盖，县级城市70%覆盖。
- 互联网事业部(多赢和主营电商)，我们预计多赢网络2016年收入增幅+30%，利润增长+50%，因为去年利润超过对赌的部分要提取团队激励，提取完毕之后预计略高于原承诺利润。代运营部分，以前中小品牌为主，现在聚焦大品牌，去年年底陆续签了5、6个大品牌，计划大品牌的服务量从2-3个提升到10个左右，预计2017年代运营这块会有比较大增长。

表 1: 多赢网络业绩承诺和完成情况

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|-------|-------|-------|
| 承诺数(万元) | 2,500 | 3,375 | 4,556 |
| 完成额(万元) | 2,898 | -- | - |
| 完成百分比(%) | 116% | >100% | - |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

业务模式逐渐成熟，加强供应商和经销商管控

供应商管理：随着经营计划的变动，近年来公司对供应商数量先进行压缩，又进行一定程度的扩充(2013年公司供应商约100多家，2013-2014年进行控制，压缩至35家，2015年进一步控制到32家左右，但2016年下半年销量爆发后，公司重新进行了调整，去年年底增加到42家，目前公司供应中心测算合理情况下需要达到45家左右)。

公司对供应商的管控能力和力度在行业内领先，去年计划对供应商抽检8000次，实际上抽检1万次，今年计划抽检不低于1.2万次。此外公司在浙江临沂和嘉善建立了两个检测中心，加大检查力度。跟供应商的合作流程主要为首先寻找潜在供应商，一旦签订协议，先派人上门指导，整顿一段时间提交达标报告签订正式的供货协议，再进行抽检(一类去供应公司抽检，一类抽查经销商的存货)，若环保指标不合格，货品全部销毁，经销商质保金没收，停止采购，公司给予其1-3个月整改期，整改达标后再重新提出申请，质量稳定之后再恢复采购。兔宝宝供应商一般60%的供货都是给公司，一旦出问题，停止采购期间损失巨大，所以供应商自身对质量的把控非常严格。

图7: 兔宝宝除醛生态板17mm生态板免漆板双贴面顺芯实木无醛板检测报告



数据来源: 兔宝宝网上商城, 广发证券发展研究中心

经销商管理: 近年来经销商业绩快速增长, 公司进一步加大对经销商的考核力度, 对销售达到一定规模的经销商要求设立公司, 推进经销商的公司化运营, 成立兔宝宝商学院。

投资建议: 维持“买入”评级

公司业绩的高速增长, 表明公司主业发力和转型改革的顺利推进, 同时公司防范风险, 加强供应商和经销商的管控, 维持之前判断, 公司是行业内少有的还能持续高增长的品种, 高增长来自于行业空间大(公司2-3%的份额)、消费升级、公司独有的低毛利率复制模式, 我们预计2016-2018年EPS分别为0.31、0.48、0.66, 对应PE分别为43、28、20倍, 维持“买入评级”。

风险提示

下游需求大幅恶化, 转型低于预期。

| | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 至12月31日 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 778 | 836 | 1676 | 1752 | 1885 |
| 货币资金 | 197 | 194 | 1030 | 849 | 582 |
| 应收及预付 | 89 | 78 | 152 | 203 | 293 |
| 存货 | 312 | 268 | 494 | 700 | 1010 |
| 其他流动资产 | 180 | 296 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 309 | 329 | 321 | 807 | 1464 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 205 | 196 | 184 | 455 | 787 |
| 在建工程 | 7 | 37 | 47 | 267 | 597 |
| 无形资产 | 70 | 65 | 64 | 59 | 53 |
| 其他长期资产 | 27 | 32 | 27 | 27 | 27 |
| 资产总计 | 1087 | 1166 | 1997 | 2559 | 3349 |
| 流动负债 | 226 | 228 | 315 | 476 | 713 |
| 短期借款 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 191 | 228 | 315 | 476 | 713 |
| 其他流动负债 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 38 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 38 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 264 | 248 | 315 | 476 | 713 |
| 股本 | 484 | 484 | 828 | 828 | 828 |
| 资本公积 | 94 | 96 | 440 | 440 | 440 |
| 留存收益 | 249 | 332 | 591 | 985 | 1530 |
| 归属母公司股东权 | 827 | 912 | 1859 | 2253 | 2798 |
| 少数股东权益 | 25 | 25 | 31 | 38 | 45 |
| 负债和股东权益 | 1087 | 1166 | 1997 | 2559 | 3349 |

| | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 至12月31日 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1412 | 1647 | 2424 | 3592 | 5306 |
| 营业成本 | 1183 | 1360 | 1920 | 2857 | 4238 |
| 营业税金及附加 | 9 | 11 | 15 | 23 | 33 |
| 销售费用 | 78 | 86 | 86 | 119 | 170 |
| 管理费用 | 88 | 95 | 135 | 180 | 265 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -24 | -38 | -29 |
| 资产减值损失 | 12 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 9 | 3 | 4 | 5 |
| 营业利润 | 41 | 95 | 296 | 456 | 633 |
| 营业外收入 | 15 | 24 | 19 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 4 | 3 | 4 | 4 | 3 |
| 利润总额 | 52 | 116 | 312 | 472 | 650 |
| 所得税 | 9 | 19 | 47 | 71 | 98 |
| 净利润 | 43 | 97 | 265 | 401 | 553 |
| 少数股东损益 | 1 | 0 | 6 | 7 | 7 |
| 归属母公司净利润 | 43 | 97 | 259 | 394 | 545 |
| EBITDA | 84 | 124 | 292 | 455 | 679 |
| EPS (元) | 0.09 | 0.20 | 0.31 | 0.48 | 0.66 |

| | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 经营活动现金流 | 101 | 185 | 358 | 325 | 447 |
| 净利润 | 43 | 97 | 265 | 401 | 553 |
| 折旧摊销 | 29 | 29 | 23 | 41 | 80 |
| 营运资金变动 | 14 | 72 | 85 | -97 | -163 |
| 其它 | 15 | -13 | -15 | -21 | -22 |
| 投资活动现金流 | -129 | -148 | -2 | -506 | -714 |
| 资本支出 | -17 | -42 | -4 | -510 | -720 |
| 投资变动 | -112 | -111 | 3 | 4 | 5 |
| 其他 | -1 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 37 | -37 | 479 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 142 | 125 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | -117 | -149 | -19 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 28 | 0 | 500 | 0 | 0 |
| 其他 | -16 | -13 | -2 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 9 | 1 | 835 | -181 | -267 |
| 期初现金余额 | 188 | 197 | 194 | 1030 | 849 |
| 期末现金余额 | 197 | 198 | 1030 | 849 | 582 |

| 至12月31日 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 13.6 | 16.6 | 47.2 | 48.2 | 47.7 |
| 营业利润增长 | 62.1 | 131.8 | 210.7 | 53.9 | 38.9 |
| 归属母公司净利润增长 | 84.7 | 127.8 | 165.9 | 52.0 | 38.4 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 16.2 | 17.4 | 20.8 | 20.5 | 20.1 |
| 净利率 | 3.1 | 5.9 | 10.9 | 11.2 | 10.4 |
| ROE | 5.2 | 10.7 | 13.9 | 17.5 | 19.5 |
| ROIC | 7.2 | 11.5 | 36.6 | 29.1 | 25.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 24.2 | 21.3 | 15.8 | 18.6 | 21.3 |
| 净负债比率 | -0.2 | -0.2 | -0.6 | -0.4 | -0.2 |
| 流动比率 | 3.44 | 3.67 | 5.32 | 3.68 | 2.64 |
| 速动比率 | 1.94 | 2.44 | 3.63 | 2.11 | 1.13 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.37 | 1.46 | 1.53 | 1.58 | 1.80 |
| 应收账款周转率 | 26.64 | 28.71 | 24.28 | 26.42 | 26.35 |
| 存货周转率 | 3.78 | 4.69 | 3.89 | 4.08 | 4.19 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.09 | 0.20 | 0.31 | 0.48 | 0.66 |
| 每股经营现金流 | 0.21 | 0.38 | 0.43 | 0.39 | 0.54 |
| 每股净资产 | 1.71 | 1.88 | 2.24 | 2.72 | 3.38 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 61.4 | 69.9 | 42.6 | 28.1 | 20.3 |
| P/B | 3.2 | 7.5 | 5.9 | 4.9 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 29.4 | 53.3 | 34.3 | 22.4 | 15.4 |

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。