

## Q2 业绩回暖，渠道深化成果显著

### 兔宝宝(002043)

评级:	增持	股票代码:	002043
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	18.59/7.24
目标价格:		总市值(亿)	89.86
最新收盘价:	10.7	自由流通市值(亿)	74.02
		自由流通股数(百万)	691.78

**事件概述。**公司发布半年度报告，23H1 实现营业收入 32.63 亿元，同比-12.58%，实现归母净利润 2.89 亿元，同比+8.27%，其中，23Q2 实现营业收入 21.51 亿元，同比+2.15%，归母净利润 2.14 亿元，同比+24.70%，符合市场预期。我们认为业绩转好主要得益于板材零售渠道下沉、品牌影响力全屋定制业务发展、家具厂及家装公司渠道的持续开拓。

► **核心板材业务继续增长。**23H1 公司装饰材料业务实现收入 25.44 亿元，同比-11.18%，收入占比约 78%，毛利率 19.81%，同比+3.09pct；其中板材产品收入（A 类）为 15.03 亿元，同比-20.04%，板材品牌使用费（B 类，含易装品牌使用费）2.48 亿元，同比+28.14%，上半年 B 类收入大幅增长拉动下，我们测算公司 A 类+B 类收入同比取得增长，核心业务继续增长。

► **发挥板材产品优势，定制家居业务未来可期。**23H1 定制家居业务实现收入 6.71 亿元，同比-19.16%，毛利率 21.03%，同比-3.31pct；其中本部全屋定制零售业务实现收入 2.46 亿元，同比+17.54%。产品方面公司与国内家居定制龙头企业相比，直接负责板材生产，能够提供多层胶合板、细木工板、颗粒板和可饰面定向刨花板（FOSB 板）等多种优质芯材产品，定位更加高端，差异化竞争为主。公司以优质四大基材为核心卖点，全面升级 ENF 级新产品，立足华东区域，坚持中高端定位，板材产品优势显著。2022 年，中国定制家居市场规模达到 4730 亿元，同比+12.9%，上市公司 CR9 仍不足 15%，家居定制市场广阔，分散化特点显著，公司借助自身板材优势，发力家居定制未来大有可为；大 B 端青岛裕丰汉唐实现收入 2.53 亿元同比-43.93%，上半年亏损 3352 万元拖累了整体业绩，我们预计三季度裕丰将有所恢复。

► **门店零售渠道持续下沉，家具厂渠道大有可为。**板材零售销售渠道覆盖面广：根据公司年报和投关活动表，公司不断下沉至县乡市场，23H1 装饰材料业务完成乡镇店招商 400+家，乡镇店建设 186 家、1000+家经销商、4000+家专卖店、853 家易装门店，是板材行业渠道数量较多、市场覆盖较广、经销商资源较优的企业。小 B 端渠道日臻完善，与家具厂合作模式或成重要增长点：家具厂的兴起大量替代了木工作坊，公司推出了家具厂专供产品体系，并依托产品优异的环保性能和高端品牌影响力，不断扩大与地方定制家具工厂合作的数量，23H1 公司合作家具厂客户达 14000+家，较 2022 年末增加约 3000 家，我们认为分散且长尾的各地家具厂的板式家具具备品牌溢价小、性价比高，更加迎合当下环境下消费者需求偏好，未来市场前景广阔；家装公司渠道上，根据投关活动表，公司与 40 多家省会城市 TOP3 家装公司、100 多家地区性城市 TOP10 家装公司签署了战略合作协议，并推出了板材材料包、易企装（半成品）以及易装成品定制等多种合作模式，得到了合作公司认可。在工装渠道，内部成立工程专业团队，对外吸纳服务能力强的工程代理商，渠道运营管控能力增强。

► **加强资金管控，现金流显著改善。**23H1，公司实现经营性现金流净额 4.98 亿元，去年同期为-0.12 亿元；拆分来看，资产端，公司应收账款、应收票据、合同资产较年初减少 2.19 亿元，各类

押金、保证金同比减少 1.26 亿元；负债端，与年初相比，合同负债增加了 8229 万元，应付账款增加了 8301 万元。

### 投资建议

我们维持公司 2023-2025 年营业收入预测 100.33/ 111.95/ 124.15 亿元，维持归母净利润预测 6.60/ 7.76/ 9.22 亿元，EPS0.79/ 0.92/ 1.10 元，对应 8 月 29 日 10.7 元收盘价 13.61/ 11.59/ 9.74xPE。维持“增持”评级。

### 风险提示

需求不及预期、产品及品牌认可度不及预期、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,426	8,917	10,033	11,195	12,415
YoY (%)	45.8%	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%
归母净利润(百万元)	712	445	660	776	922
YoY (%)	76.7%	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%
毛利率 (%)	17.7%	18.2%	18.4%	18.4%	18.6%
每股收益 (元)	0.98	0.58	0.79	0.92	1.10
ROE	33.4%	19.0%	21.8%	20.4%	19.5%
市盈率	10.92	18.45	13.61	11.59	9.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,917	10,033	11,195	12,415	净利润	462	691	808	961
YoY(%)	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%	折旧和摊销	94	91	93	97
营业成本	7,296	8,182	9,135	10,104	营运资金变动	111	373	-71	421
营业税金及附加	35	38	42	47	经营活动现金流	934	1,241	876	1,520
销售费用	328	401	465	490	资本开支	-143	-339	-188	-199
管理费用	341	415	463	507	投资	332	-16	-55	10
研究费用	18	-3	-31	-51	投资活动现金流	226	-306	-198	-138
财务费用	71	88	103	114	股权募资	0	437	0	0
资产减值损失	-134	0	1	1	债务募资	-697	12	11	7
投资收益	31	54	52	58	筹资活动现金流	-1,065	8	-8	-11
营业利润	602	893	1,049	1,251	现金净流量	104	943	670	1,370
营业外收支	10	9	10	9					
利润总额	612	902	1,059	1,261	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	150	211	251	299	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	462	691	808	961	营业收入增长率	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%
归属于母公司净利润	445	660	776	922	净利润增长率	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%
YoY(%)	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.58	0.79	0.92	1.10	毛利率	18.2%	18.4%	18.4%	18.6%
					净利率	5.0%	6.6%	6.9%	7.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	8.5%	10.5%	10.4%	10.6%
货币资金	693	1,636	2,306	3,676	净资产收益率 ROE	19.0%	21.8%	20.4%	19.5%
预付款项	31	51	52	57	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	529	836	698	984	流动比率	1.07	1.21	1.39	1.59
其他流动资产	1,634	1,146	1,566	1,041	速动比率	0.82	0.95	1.27	1.48
流动资产合计	2,888	3,669	4,622	5,758	现金比率	0.26	0.54	0.69	1.02
长期股权投资	17	27	77	62	资产负债率	52.9%	49.6%	46.3%	42.9%
固定资产	556	700	785	875	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	100	115	122	131	总资产周转率	1.64	1.73	1.63	1.54
非流动资产合计	2,369	2,647	2,814	2,924	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,256	6,316	7,436	8,682	每股收益	0.58	0.79	0.92	1.10
短期借款	365	365	365	365	每股净资产	3.04	3.60	4.52	5.62
应付账款及票据	1,327	1,546	1,735	1,886	每股经营现金流	1.21	1.48	1.04	1.81
其他流动负债	1,000	1,123	1,236	1,363	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,692	3,034	3,336	3,613	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	18.45	13.61	11.59	9.74
其他长期负债	86	98	108	115	PB	3.58	2.97	2.37	1.90
非流动负债合计	86	98	108	115					
负债合计	2,778	3,132	3,444	3,728					
股本	773	840	840	840					
少数股东权益	131	162	194	233					
股东权益合计	2,478	3,184	3,992	4,953					
负债和股东权益合计	5,256	6,316	7,436	8,682					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**戚舒扬：**建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

**金兵：**建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

**朱昊冉：**建筑建材+新材料行业研究助理，香港理工大学理学硕士，北京交通大学工科学士，曾任职于百强房企战略部、上市公司投资部总监；主导多个基金管理和收并购项目，拥有5年建筑建材行业研究与4年投资经验。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。