

## 业绩逐季加速, 易装弹性有望逐步兑现

### 投资要点

- **事件:** 公司2020年全年实现营收64.7亿元, 同比增长39.6%, 归母净利润4.0亿元, 同比增长2.1%。2021年Q1营收13.7亿元, 同比增长188.0%, 归母净利润1.0亿元, 同比扭亏为盈。
- **业绩逐季加速, 经营向好。** 公司2020年Q1-Q4营收增速分别为-28.2%、18.0%、45.9%和84.5%, 21年Q1营收增速188.1%; 2020年Q1-Q4扣非后归母净利润分别为-0.2、1.2、1.4、1.8亿元, 增速-203.8%、13.6%、52.0%、174.3%, 21年Q1利润0.7亿元, 大幅扭亏, 相对2019年Q1增速227.6%, 业绩逐季加速。**具体拆分来看,** 公司2020年裕丰汉唐营收14.4亿元, 利润1.26亿元, 超额完成1.05亿元利润承诺, 21年Q1裕丰汉唐营收约1.8亿元, 利润约357万(历年Q1均为淡季), 公司持有的大自然家居港股股价20年波动带来公允价值变动-1.1亿元, 21年Q1为+2384万。若剔除裕丰汉唐并表利润贡献和大自然家居的影响, 20年全年营收增速约8.4%, 利润增速约9.5%, 21年Q1营收同比20年增速约179.5%, 同比19年增速约80.2%, 利润同比20年Q1增速约1121.2%, 同比19年增速约100.7%。同时公司20年经营性现金流8.1亿元, 是净利润的2倍, 经营层面向好。
- **传统板材市占率继续提升, 易装业务突破有望贡献显著利润弹性。** 零售板材市场预计约1000亿元, 当前市场仍高度分散, 兔宝宝规模居首, 对应市占率约7%。兔宝宝通过分公司模式激发经销商活力, 在核心及重点市场以渠道下沉+密集分销为主策略, 外围市场重点发力渠道扩张, 板材业务市占率有望不断攀升。2020年公司易装业务实现了起步, 门店数量632家, 58家加工中心, 2021年公司易装业务将继续完善壮大, 除提供板材外, 将拓展门板和五金辅料OEM厂商, 实现定制家具原材料的全供应, 增加利润环节和材料的质量水平。同时通过信息化建设、强化设计能力、拓展经销商等促进各环节逐步完善, 实现对终端销售赋能, 业务规模有望快速壮大, 测算利润弹性超过5000万元。
- **裕丰汉唐带动B端业务不断壮大。** 裕丰汉唐从2006年开始接手房地产工程项目, 在精装领域先发优势显著, 具备强大的项目交付管理经验、供应链整合实力及丰富的头部客户储备及拓展能力, 连续8年荣获“万科A级供应商”称号, 同时也是新城控股的A类材料设备供应商, 2020年全年新签地产战略客户37家, 其中地产top30客户16家。受益精装率长期趋势提升, 叠加客户拓展及品类扩张的内生增长逻辑, 裕丰汉唐成长稳健。21年御风汉唐利润承诺1.4亿元, 有望超额完成。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润分别为6.2、7.9和9.9亿元, 对应PE分别为15、12和9倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 易装业务拓展不及预期风险; 裕丰汉唐业绩表现不及预期风险。

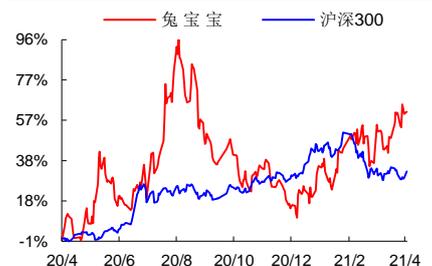
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6465.76	7926.72	9869.90	12094.56
增长率	39.59%	22.60%	24.51%	22.54%
归属母公司净利润(百万元)	402.71	624.52	792.35	992.15
增长率	2.14%	55.08%	26.87%	25.22%
每股收益EPS(元)	0.52	0.81	1.02	1.28
净资产收益率ROE	21.44%	23.78%	24.06%	24.04%
PE	23	14.5	11.4	9.1
PB	4.87	3.76	2.95	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn  
联系人: 陈冠宇  
电话: 021-58351679  
邮箱: chgyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.75
流通A股(亿股)	7.24
52周内股价区间(元)	7.4-14.22
总市值(亿元)	90.65
总资产(亿元)	49.75
每股净资产(元)	2.33

### 相关研究

1. 兔宝宝(002043): Q1营收利润高增, 看好全年业绩持续放量 (2021-04-02)
2. 兔宝宝(002043): 板材业务稳步增长, 易装弹性兑现可期 (2021-02-22)
3. 兔宝宝(002043): 从板材到定制, 兔宝宝的升级之路 (2021-02-19)

### 关键假设：

假设 1：考虑传统板材零售业务挖潜增效后市占率提升，以及后续易装业务放量带动板材销量提高，预计 2021-2023 年装饰材料销量同比增长 11%、14%和 14%，毛利率稳定。

假设 2：裕丰汉唐后续新客户开拓稳步推进，品类扩张开启，叠加华东地区全屋定制业务开展顺利，预计 2021-2023 年柜类产品销量同比增长 50%、40%和 30%，毛利率稳定。

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>					
营业收入	4631.8	6465.8	7926.7	9869.9	12094.6
yoy	7.6%	39.6%	22.6%	24.5%	22.5%
营业成本	3837.5	5239.1	6453.7	7998.8	9775.5
毛利率	17.1%	19.0%	18.6%	19.0%	19.2%
<b>装饰板材</b>					
收入	3177.8	4118.57	4571.6	5211.6	5941.3
yoy	7.7%	29.6%	11.0%	14.0%	14.0%
成本	2902.3	3675.93	4091.6	4664.4	5317.4
毛利率	8.7%	10.7%	10.5%	10.5%	10.5%
<b>整体衣柜</b>					
收入	164	1610.1	2415.2	3381.2	4395.6
yoy	55.0%	881.8%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	86.92	1185.62	1787.2	2502.1	3252.7
毛利率	10.7%	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
<b>品牌授权业务</b>					
收入	234.2	239.62	268.37	303.26	345.72
yoy	2.5%	2.3%	12.0%	13.0%	14.0%
成本	3.54	3.52	4.03	4.55	5.19
毛利率	98.5%	98.53%	98.5%	98.5%	98.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.2、7.9 和 9.9 亿元，对应 PE 分别为 15、12 和 9 倍，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A/E	21E	22E	23E	20A/E	21E	22E	23E
603833	欧派家居	155.09	3.46	4.18	4.88	/	44.84	37.08	31.75	/
002572	索菲亚	32.18	1.31	1.53	1.78	2.10	19.82	21.09	18.13	15.31
601996	丰林集团	3.22	0.15	0.20	0.24	/	19.93	16.44	13.40	/

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6465.76	7926.72	9869.90	12094.56	净利润	443.45	621.42	788.41	987.22
营业成本	5239.08	6453.67	7998.78	9775.54	折旧与摊销	48.06	49.52	56.32	64.48
营业税金及附加	24.35	29.11	36.54	44.79	财务费用	65.66	79.27	108.57	145.13
销售费用	243.86	302.80	363.21	435.40	资产减值损失	-15.14	-4.00	-2.00	0.00
管理费用	192.95	364.63	444.15	532.16	经营营运资本变动	-5.86	-629.17	-111.13	-306.31
财务费用	65.66	79.27	108.57	145.13	其他	276.48	-42.68	-29.66	-29.17
资产减值损失	-15.14	-4.00	-2.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>812.65</b>	<b>74.36</b>	<b>810.51</b>	<b>861.36</b>
投资收益	77.13	50.00	30.00	30.00	资本支出	-528.75	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-109.69	0.00	0.00	0.00	其他	125.22	50.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-403.53</b>	<b>-50.00</b>	<b>-70.00</b>	<b>-70.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>560.93</b>	<b>751.23</b>	<b>950.65</b>	<b>1191.53</b>	短期借款	33.10	220.65	-312.72	-265.29
其他非经营损益	3.79	2.00	5.00	5.10	长期借款	2.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>564.72</b>	<b>753.23</b>	<b>955.65</b>	<b>1196.63</b>	股权融资	5.22	0.00	0.00	0.00
所得税	121.27	131.82	167.24	209.41	支付股利	0.00	-80.54	-124.90	-158.47
净利润	443.45	621.42	788.41	987.22	其他	-576.34	-75.06	-108.57	-145.13
少数股东损益	40.74	-3.11	-3.94	-4.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-535.91</b>	<b>65.05</b>	<b>-546.19</b>	<b>-568.89</b>
归属母公司股东净利润	402.71	624.52	792.35	992.15	<b>现金流量净额</b>	<b>-134.79</b>	<b>89.40</b>	<b>194.32</b>	<b>222.47</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	703.27	792.67	986.99	1209.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1208.71	1612.34	1935.85	2364.10	销售收入增长率	39.59%	22.60%	24.51%	22.54%
存货	779.04	956.33	1187.74	1451.11	营业利润增长率	19.70%	33.93%	26.55%	25.34%
其他流动资产	670.30	688.31	857.04	1050.22	净利润增长率	13.13%	40.13%	26.87%	25.22%
长期股权投资	60.66	60.66	60.66	60.66	EBITDA 增长率	24.66%	30.44%	26.76%	25.60%
投资性房地产	4.96	4.96	4.96	4.96	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	469.93	524.66	572.57	612.33	毛利率	18.97%	18.58%	18.96%	19.17%
无形资产和开发支出	987.67	984.25	980.84	977.43	三费率	7.77%	9.42%	9.28%	9.20%
其他非流动资产	395.02	394.19	393.36	392.54	净利率	6.86%	7.84%	7.99%	8.16%
<b>资产总计</b>	<b>5279.56</b>	<b>6018.37</b>	<b>6980.02</b>	<b>8122.81</b>	ROE	21.44%	23.78%	24.06%	24.04%
短期借款	736.58	957.22	644.50	379.21	ROA	8.40%	10.33%	11.30%	12.15%
应付和预收款项	1689.12	1849.17	2387.14	2882.63	ROIC	22.69%	23.24%	24.72%	27.61%
长期借款	240.41	240.41	240.41	240.41	EBITDA/销售收入	10.43%	11.10%	11.30%	11.58%
其他负债	544.85	357.87	430.77	514.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3210.95</b>	<b>3404.66</b>	<b>3702.81</b>	<b>4016.85</b>	总资产周转率	1.43	1.40	1.52	1.60
股本	774.76	774.76	774.76	774.76	固定资产周转率	17.31	17.46	20.69	23.87
资本公积	111.15	111.15	111.15	111.15	应收账款周转率	13.06	11.68	16.35	13.34
留存收益	1178.90	1722.88	2390.33	3224.01	存货周转率	9.22	7.42	7.44	7.40
归属母公司股东权益	1860.61	2408.80	3076.25	3909.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.51%	—	—	—
少数股东权益	208.01	204.91	200.97	196.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2068.62</b>	<b>2613.70</b>	<b>3277.21</b>	<b>4105.96</b>	资产负债率	60.82%	56.57%	53.05%	49.45%
负债和股东权益合计	5279.56	6018.37	6980.02	8122.81	带息债务/总负债	30.43%	35.18%	23.90%	15.43%
					流动比率	1.15	1.30	1.46	1.63
					速动比率	0.89	0.99	1.11	1.24
					股利支付率	0.00%	12.90%	15.76%	15.97%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.52	0.81	1.02	1.28
					每股净资产	2.40	3.11	3.97	5.05
					每股经营现金	1.05	0.10	1.05	1.11
					每股股利	0.00	0.10	0.16	0.20
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	674.64	880.02	1115.54	1401.14					
PE	22.51	14.51	11.44	9.14					
PB	4.87	3.76	2.95	2.32					
PS	1.40	1.14	0.92	0.75					
EV/EBITDA	13.25	10.30	7.67	5.76					
股息率	0.00%	0.89%	1.38%	1.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn