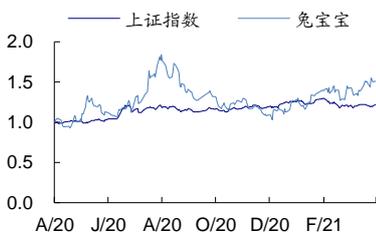


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
兔宝宝(002043)
买入
2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	775/724
总市值/流通(百万元)	9,065/8,473
上证综指/深圳成指	3,478/14,118
12 个月最高/最低(元)	14.64/7.38

相关研究报告:

《兔宝宝-002043-2020 年中报点评: 工程定制高速增长, 易装布局加速推进》——2020-09-01
 《兔宝宝-002043-2019 年报及 2020 一季报点评: 关注 B 端发力, 有望接力成长》——2020-04-30
 《兔宝宝-002043-2018 年年报点评: 业绩小幅承压, 转型升级稳步推进》——2019-05-06
 《兔宝宝-002043-2018 年半年报点评: 主营装饰材料增长平平, 品牌授权收入显著增长》——2018-08-23
 《兔宝宝-002043-2017 年年报点评: 业绩持续高速增长, 战略布局进一步展开》——2018-04-12

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

财报点评
增速逐季抬升, 业绩弹性有望逐步释放
● 收入增速逐季抬升, 业绩符合预期

2020 年实现营收 64.7 亿元, 同比+39.6%, 归母净利 4.03 亿元, 同比+2.1%, 扣非归母净利 4.2 亿元, 同比+46.3%, EPS 为 0.54 元/股, 并拟 10 派 2 元(含税), 考虑裕丰汉唐并表贡献营收 14.4 亿元、净利 1.3 亿元, 同时大自然家居公允价值变动影响-1.1 亿元, 剔除后收入同比+8.4%, 净利同比+9.5%, 符合市场预期; 其中 Q4 单季营收 26.3 亿元, 同比+84.5%, Q1-Q3 增速-28.2%/+18.0%/+45.9%, 归母净利 2.1 亿元, 同比+48.8%, Q1-Q3 增速-130.7%/+111.2%/+17.9%, 增速逐季抬升。2021Q1 延续高速增长, 实现营收 13.7 亿元, 同比+188%, 归母净利润 1.03 亿元, 上年同期为-0.28 亿元, 其中非经常性损益增厚利润 3124.7 万元, 上年同期为-564.8 万元, 主因大自然家居股票公允价值变动损益 2384.1 万元, 较上年同期增加 4895.2 万元。

● 毛利率稳步提升, 费用率总体稳定

2020 年实现综合毛利率 18.97%, 同比+1.82pct, 其中 Q4 毛利率 17.98%, 同比+3.21pct, 考虑会计准则调整, 运输费用 5043 万元计入营业成本, 还原后全年毛利率 19.75%, Q4 毛利率 19.9%, 均为历史较高水平。期间费用率 8.68%, 同比-0.49pct, 还原后 9.46%, 同比+0.29pct, 费用率总体稳定。

● 大力推进易装业务, 工程渠道布局持续拓展

装饰材料领域, 大力推进易装业务, 截至期末拥有装饰材料专卖店 2230 家, 含易装店 632 家, 其中 2020 年共营建易装店 350 家; 加工端签订合作柜体加工中心 58 家、门板工厂 18 家。成品定制领域, 助力裕丰汉唐加快工程渠道布局, 全年共签订战略客户 37 家, 其中地产 TOP30 强客户 16 家, 进一步巩固工程定制市场领先优势。

● 产品渠道转型升级, 业绩弹性有望逐步释放, 维持“买入”评级

公司作为装饰板材龙头企业, 拥有多年积累的专卖店渠道优势和品牌优势, 目前市占率不足 5%, 未来提升空间巨大, 同时在成品化、精装化趋势下, 加快推进易装项目实现从板材向成品定制的转型发展, 并布局 B 端提供增长新引擎, 业绩弹性有望逐步释放。预计 21-23 年 EPS 为 0.77/0.96/1.19 元/股, 对应 PE 为 14.7/11.7/9.5x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 易装推进不及预期; 裕丰汉唐拓展不及预期
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,632	6,466	8,040	9,959	12,104
(+/-%)	7.6%	39.6%	24.4%	23.9%	21.5%
净利润(百万元)	394	403	595	747	918
(+/-%)	19.2%	2.1%	47.7%	25.6%	22.9%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.52	0.77	0.96	1.19
EBIT Margin	9.6%	11.8%	8.7%	9.1%	9.2%
净资产收益率(ROE)	21.4%	21.6%	25.5%	25.5%	25.0%
市盈率(PE)	22.2	21.8	14.7	11.7	9.5
EV/EBITDA	22.3	14.7	18.7	15.4	13.5
市净率(PB)	4.75	4.71	3.75	2.99	2.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

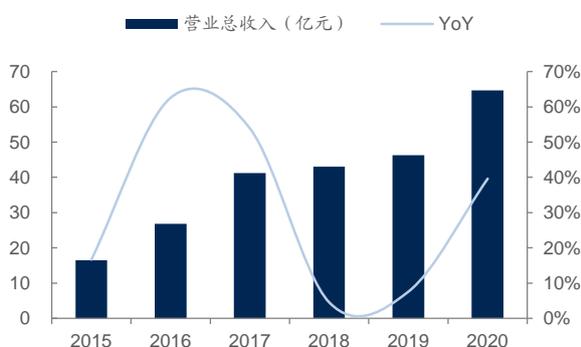
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

收入增速逐季抬升，业绩符合预期。2020 年公司实现营收 64.66 亿元，同比+39.59%，归母净利润 4.03 亿元，同比+2.14%，扣非归母净利润 4.16 亿元，同比+46.34%，EPS 为 0.54 元/股，并拟 10 派 2 元（含税），考虑裕丰汉唐并表贡献营收 14.43 亿元、净利润 1.26 亿元，同时大自然家居公允价值变动影响 -1.1 亿元，剔除后收入同比+8.44%，净利润同比+9.45%，符合市场预期；其中 Q4 单季度营收 26.26 亿元，同比+84.53%，Q1-Q3 增速 -28.2%/+17.99%/+45.9%，归母净利润 2.1 亿元，同比+48.75%，Q1-Q3 增速 -130.7%/+111.2%/+17.94%，增速逐季抬升。2021Q1 延续高增长，实现营收 13.67 亿元，同比+188.01%，归母净利润 1.03 亿元，上年同期为-0.28 亿元，其中非经常性损益增厚利润 3124.7 万元，上年同期为-564.84 万元，主因大自然家居股票公允价值变动损益 2384.1 万元，较上年同期增加 4895.23 万元。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比增速



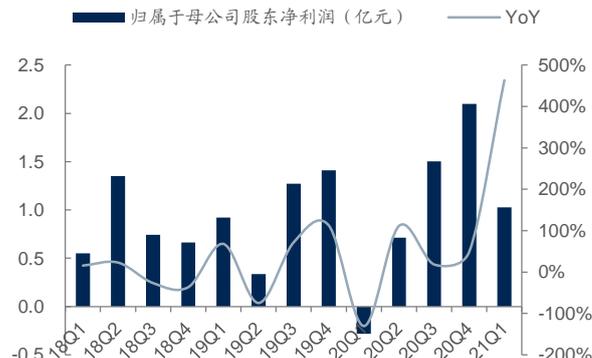
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

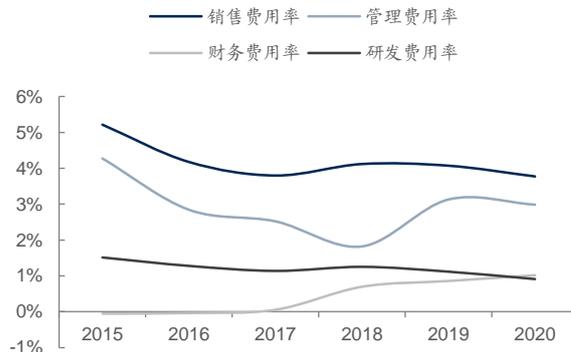
毛利率稳步提升，费用率总体稳定。2020 年实现综合毛利率 18.97%，同比+1.82pct，其中 Q4 毛利率 17.98%，同比+3.21pct，考虑会计准则调整，运输费用 5043 万元计入营业成本，还原后全年毛利率 19.75%，Q4 毛利率 19.9%，均为历史较高水平。期间费用率 8.68%，同比-0.49pct，还原后 9.46%，同比+0.29pct，费用率总体稳定。

图 5：公司毛利率和净利率



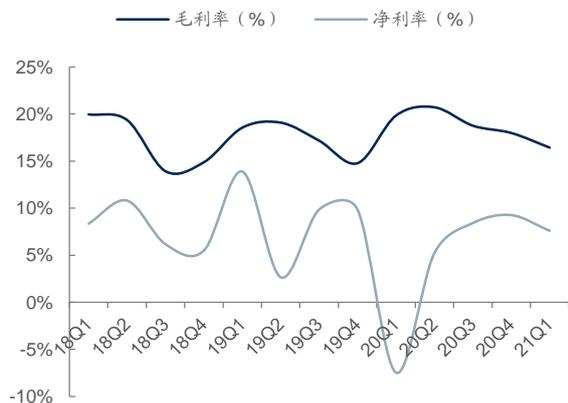
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率



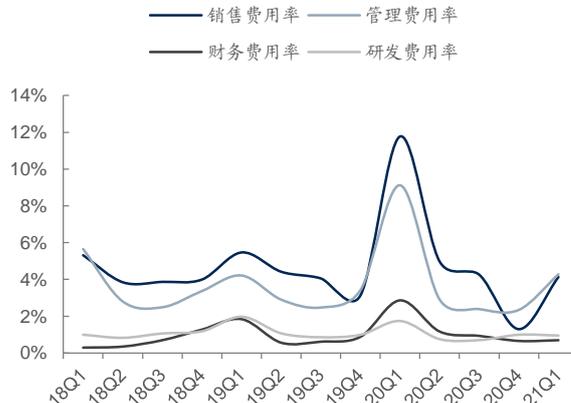
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大力推进易装业务，工程渠道布局持续拓展。装饰材料领域，大力推进易装业务，截至期末拥有装饰材料专卖店 2230 家，含易装店 632 家，其中 2020 年共营建易装店 350 家；加工端签订合作柜体加工中心 58 家、门板工厂 18 家。成品定制领域，助力裕丰汉唐加快工程渠道布局，全年共签订战略客户 37 家，其中地产 TOP30 强客户 16 家，进一步巩固工程定制市场领先优势。

投资建议：产品渠道转型升级，业绩弹性有望逐步释放，维持“买入”评级。公司作为装饰板材领域龙头企业，拥有多年积累的专卖店渠道优势和品牌优势，目前市占率不足 5%，未来提升空间巨大，同时在成品化、精装化趋势下，加快推进易装项目实现从板材向成品定制的转型发展，并布局 B 端市场提供增长新引擎，业绩弹性有望逐步释放。预计 21-23 年 EPS 为 0.77/0.96/1.19 元/股，对应 PE 为 14.7/11.7/9.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	703	2524	2950	3948	营业收入	6466	8040	9959	12104
应收款项	1152	1576	2148	2558	营业成本	5239	6794	8375	10167
存货净额	779	1062	1271	1497	营业税金及附加	24	28	35	42
其他流动资产	727	322	398	484	销售费用	244	289	359	436
流动资产合计	3361	5484	6767	8487	管理费用	193	229	283	343
固定资产	470	588	687	782	财务费用	66	72	91	92
无形资产及其他	108	153	199	252	投资收益	77	80	80	80
投资性房地产	1280	1280	1280	1280	资产减值及公允价值变动	(95)	50	50	50
长期股权投资	61	31	7	(20)	其他收入	(122)	(50)	(53)	(55)
资产总计	5280	7536	8940	10782	营业利润	561	708	893	1098
短期借款及交易性金融负债	737	1100	1155	1213	营业外净收支	4	5	5	5
应付款项	1435	1958	2535	3232	利润总额	565	713	898	1103
其他流动负债	745	1132	1292	1633	所得税费用	121	121	153	188
流动负债合计	2917	4190	4982	6078	少数股东损益	41	(3)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	240	740	740	740	归属于母公司净利润	403	595	747	918
其他长期负债	53	64	80	94					
长期负债合计	294	805	821	834	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3211	4994	5803	6912	净利润	403	595	747	918
少数股东权益	208	205	204	201	资产减值准备	59	21	15	16
股东权益	1861	2336	2934	3669	折旧摊销	47	36	40	44
负债和股东权益总计	5280	7536	8940	10782	公允价值变动损失	95	(50)	(50)	(50)
					财务费用	66	72	91	92
					营运资本变动	(119)	638	(88)	345
					其它	(43)	(23)	(17)	(18)
					经营活动现金流	441	1216	647	1254
					资本开支	(80)	(170)	(150)	(158)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(63)	(140)	(126)	(131)
					权益性融资	5	0	0	0
					负债净变化	2	500	0	0
					支付股利、利息	(246)	(119)	(149)	(184)
					其它融资现金流	14	363	55	58
					融资活动现金流	(469)	744	(94)	(126)
					现金净变动	(91)	1821	426	998
					货币资金的期初余额	794	703	2524	2950
					货币资金的期末余额	703	2524	2950	3948
					企业自由现金流	449	1085	555	1157
					权益自由现金流	466	1889	534	1138

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.52	0.77	0.96	1.19
每股红利	0.32	0.15	0.19	0.24
每股净资产	2.40	3.02	3.79	4.74
ROIC	21%	21%	28%	33%
ROE	22%	25%	25%	25%
毛利率	19%	16%	16%	16%
EBIT Margin	12%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	13%	9%	10%	10%
收入增长	40%	24%	24%	22%
净利润增长率	2%	48%	26%	23%
资产负债率	65%	69%	67%	66%
息率	2.8%	1.4%	1.7%	2.1%
P/E	21.8	14.7	11.7	9.5
P/B	4.7	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	14.7	18.7	15.4	13.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032