

兔宝宝 (002043.SZ)

连续 4 个季度表现超预期, 被低估的内生增长

核心观点:

- **公司披露 2021 年半年度业绩预告。** 21H1 公司营业收入约 38.3 亿元, 同增约 95%, 对应 21Q2 收入约 24.6 亿元, 同增约 65%; 21H1 归母净利润 2.9-3.3 亿元, 同增 577%-671%, 对应 21Q2 归母净利润 1.87-2.27 亿元, 同增 163%-219%; 21H1 扣非净利 2.24-2.64 亿元, 同增 136%-179%, 对应 21Q2 扣非净利 1.52-1.92 亿元, 同增 30-64%。
- **业绩增速已经连续 4 个季度表现亮眼, 公司内生增长比市场预期更好, 持续性更强。** 自去年 3 季度以来, 公司的基本面表现一直超预期, 公司 Q2 扣非业绩增长约 30-64% (20Q3、20Q4 及 21Q1 分别同增 52%、178%和 415%), 维持了较好的增长态势, 如若剔除裕丰汉唐后的本部扣非业绩, 同比增长 35%-75% (20Q3、20Q4 及 21Q1 同比分别增长 37%、66%和 871%), 展现了公司整体业务及本部主业较强的成长性。归因来看, 主要源自收入增长强劲超预期, 剔除 1 季度低基数原因, 2 季度单季度收入同增 65%, 显现出强劲的增长性。从业务层面来看, 公司积极推进销售分公司属地化运营, 大力加强了前台执行力, 渠道下沉、异地扩张和多元化渠道开拓带来放量效果显著, 板材业务进入新一轮成长期; 家居成品业务, 零售 (易装和全屋定制) 和工程 (裕丰汉唐) 双轮驱动, 均处于较好扩张状态。
- **盈利预测和投资建议。** 整体来看公司进入“装饰材料+成品家居”、“C 端+B 端”双轮驱动成长新阶段, 公司业绩已经连续 4 个季度超预期, 中长期增长空间大。我们上修 21-23 年 EPS 分别为 0.94、1.19、1.48 元/股, 目前股价下对应 PE 分别为 10.8、8.6、6.9 倍, 参考可比公司估值, 维持公司合理价值 20.14 元/股的判断, 对应 21 年、22 年 PE 分别约 21 倍、17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 房地产竣工需求大幅下滑, 裕丰汉唐和易装不达预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,632	6,466	8,359	10,437	13,054
增长率 (%)	7.6	39.6	29.3	24.9	25.1
EBITDA (百万元)	425	755	1,036	1,350	1,672
归母净利润 (百万元)	394	403	701	885	1,103
增长率 (%)	19.2	2.1	74.1	26.2	24.7
EPS (元/股)	0.51	0.52	0.94	1.19	1.48
市盈率 (P/E)	14.44	17.26	10.82	8.58	6.88
ROE (%)	21.4	21.6	31.7	32.9	34.1
EV/EBITDA	13.75	9.57	7.45	5.62	4.41

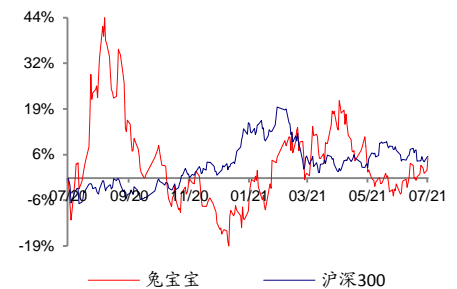
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.20 元
合理价值	20.14 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-14

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

兔宝宝 (002043.SZ): 进入新的双轮驱动发展阶段 2021-04-25

兔宝宝 (002043.SZ): 内生高速增长, 公司进入快速成长新阶段 2021-04-02

兔宝宝 (002043.SZ): 零售主业加速回暖, 工程业务处于高速增长长期 2021-02-23

联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

兔宝宝 2021 年半年度业绩预告点评：连续 4 个季度表现超预期，被低估的内生增长

公司披露半年度业绩预告，21H1公司营业收入约38.3亿元，同增约95%，对应21Q2收入约24.6亿元，同增约65%；21H1归母净利润2.9-3.3亿元，同增577%-671%，对应21Q2归母净利润1.87-2.27亿元，同增163%-219%；21H1扣非净利2.24-2.64亿元，同增136%-179%，对应21Q2扣非净利1.52-1.92亿元，同增30-64%。

业绩增速已经连续4个季度表现亮眼，公司内生增长比市场预期更好、持续性更强。自去年3季度以来，公司的基本面表现一直超预期，公司Q2扣非业绩增长约30-64%（20Q3、20Q4及21Q1分别同增52%、178%和415%），维持了较好的增长态势，如若剔除裕丰汉唐后的本部扣非业绩，同比增长35%-75%（20Q3、20Q4及21Q1同比分别增长37%、66%和871%），展现了公司整体业务及本部主业较强的成长性。

归因来看，主要源自收入增长强劲超预期，2020年疫情影响下公司收入同增39.6%，有新合并报表的因素，分开来看本部收入同增8.4%，裕丰汉唐收入同增46.0%；今年上半年收入同增95%，剔除1季度低基数原因，2季度单季度收入同增65%，显现出强劲的增长性。从业务层面来看，在装饰板材“大行业小公司”的行业格局和公司较强品牌引领下，公司积极推进销售分公司属地化运营，大力加强了前台执行力，渠道下沉、异地扩张和多元化渠道开拓带来放量效果显著，板材业务进入新一轮成长期；家居成品业务，零售（易装和全屋定制）和工程（裕丰汉唐）双轮驱动，均处于较好扩张状态。同时公司C端业务模式下原材料涨价压力可以顺畅传导，受部分成品如胶粘剂、科技木、地板等影响，综合毛利率略有下降，超出预期。

公司近期公告，拟以2.5亿人民币受让控股子公司裕丰汉唐股东漆勇、赵越刚持有的25%的股权。本次交易完成后，漆勇及赵越刚分别持有裕丰汉唐4%、1%股权。自2019年收购以来，裕丰汉唐业绩整体表现超出对赌业绩，今年上半年实现收入5.22亿元，净利润2640万元（去年同期分别为3.11亿元、401万元）。公司通过收购青岛裕丰汉唐剩余部分股权，一方面将增厚归母业绩；另一方面有利于公司加强家居成品业务团队、产品和渠道的整合力度，提升家居业务板块的可持续发展能力和综合竞争实力。

公司上半年共回购3083万股并注销（回购均价约9.7元/股），表达了公司对长期发展和内在价值的信心。

盈利预测和投资建议。整体来看公司进入“装饰材料+成品家居”、“C端+B端”双轮驱动成长新阶段！公司业绩已经连续4个季度超预期，中长期增长空间大。我们上修21-23年EPS分别为0.94、1.19、1.48元/股，目前股价下对应PE分别为10.8、8.6、6.9倍，参考可比公司估值，维持公司合理价值20.14元/股的判断，对应21年PE约21倍（22年17倍），维持“买入”评级。

风险提示。房地产竣工需求大幅下滑，裕丰汉唐和易装不达预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,128	3,361	3,937	4,923	6,009	经营活动现金流	697	813	667	822	1,110
货币资金	794	703	800	950	1,100	净利润	392	443	718	896	1,119
应收及预付	156	1,018	1,328	1,801	2,253	折旧摊销	33	48	66	69	72
存货	351	779	803	1,044	1,381	营运资金变动	330	184	-110	-201	-153
其他流动资产	827	861	1,006	1,129	1,275	其它	-58	137	-6	58	73
非流动资产	1,632	1,918	2,008	2,148	2,368	投资活动现金流	-220	-404	-96	-175	-263
长期股权投资	78	61	61	61	61	资本支出	-116	-102	-146	-196	-276
固定资产	301	445	502	610	767	投资变动	-292	-842	-30	0	0
在建工程	88	24	54	84	114	其他	188	540	80	21	13
无形资产	74	108	111	113	145	筹资活动现金流	-80	-536	-475	-497	-697
其他长期资产	1,090	1,280	1,280	1,280	1,280	银行借款	1,383	1,748	-41	5	-46
资产总计	3,760	5,280	5,945	7,071	8,377	股权融资	51	5	-31	0	0
流动负债	1,570	2,917	3,215	3,855	4,591	其他	-1,514	-2,288	-403	-502	-651
短期借款	703	737	695	700	654	现金净增加额	400	-135	97	150	150
应付及预收	685	1,435	1,616	2,013	2,521	期初现金余额	390	790	703	800	950
其他流动负债	181	745	904	1,142	1,417	期末现金余额	790	655	800	950	1,100
非流动负债	271	294	294	294	294						
长期借款	238	240	240	240	240						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	32	53	53	53	53						
负债合计	1,840	3,211	3,509	4,149	4,885						
股本	775	775	744	744	744						
资本公积	106	111	111	111	111						
留存收益	963	1,179	1,560	2,035	2,589						
归属母公司股东权益	1,845	1,861	2,211	2,686	3,240						
少数股东权益	75	208	225	237	252						
负债和股东权益	3,760	5,280	5,945	7,071	8,377						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,632	6,466	8,359	10,437	13,054
营业成本	3,838	5,239	6,732	8,384	10,501
营业税金及附加	17	24	29	31	39
销售费用	189	244	301	365	457
管理费用	145	193	251	292	352
研发费用	52	59	75	83	104
财务费用	40	66	67	73	79
资产减值损失	-6	-15	-25	-31	-39
公允价值变动收益	22	-110	30	0	0
投资净收益	93	77	50	21	13
营业利润	469	561	917	1,145	1,430
营业外收支	7	4	4	4	4
利润总额	476	565	921	1,149	1,434
所得税	84	121	203	253	316
净利润	392	443	718	896	1,119
少数股东损益	-2	41	17	11	15
归属母公司净利润	394	403	701	885	1,103
EBITDA	425	755	1,036	1,350	1,672
EPS (元)	0.51	0.52	0.94	1.19	1.48

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	7.6%	39.6%	29.3%	24.9%	25.1%
营业利润增长	18.1%	19.7%	63.5%	24.9%	24.9%
归母净利润增长	19.2%	2.1%	74.1%	26.2%	24.7%
获利能力					
毛利率	17.1%	19.0%	19.5%	19.7%	19.6%
净利率	8.5%	6.9%	8.6%	8.6%	8.6%
ROE	21.4%	21.6%	31.7%	32.9%	34.1%
ROIC	11.3%	18.2%	22.4%	25.9%	28.5%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	60.8%	59.0%	58.7%	58.3%
净负债比率	95.8%	155.2%	144.0%	142.0%	139.9%
流动比率	1.36	1.15	1.22	1.28	1.31
速动比率	1.11	0.83	0.91	0.94	0.94
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.22	1.41	1.48	1.56
应收账款周转率	40.56	7.38	7.30	6.64	6.64
存货周转率	13.19	8.30	10.40	10.00	9.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.52	0.94	1.19	1.48
每股经营现金流	0.90	1.05	0.90	1.10	1.49
每股净资产	2.38	2.40	2.97	3.61	4.36
估值比率					
P/E	14.44	17.26	10.82	8.58	6.88
P/B	3.09	3.74	3.43	2.83	2.34
EV/EBITDA	13.75	9.57	7.45	5.62	4.41

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：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。