

业绩增长强劲，经营向好态势延续

投资要点

- **事件:** 公司2021年H1实现营收38.3亿元,同比增长95.2%,归母净利润3.1亿元,同比增长632.7%,扣非后归母净利润2.4亿元,同比增长157.5%。
- **业绩表现亮眼。** 公司2021年H1实现营收38.3亿元,增速95.2%,归母净利润3.1亿元,增速632.7%,非经常性损益约6992.6万元,其中大自然家居股价变动产生的公允价值变动损益为4224万元,去年同期非经常性损益为-5187.6万元,扣非后归母净利润2.4亿元,增速157.5%;分季度来看, Q2公司实现收入24.6亿元,增速65.5%,归母净利润2.1亿元,增速196.4%,扣非后归母净利润1.7亿元,增速46.7%,业绩持续高增。**业务拆分来看,** 公司装饰材料业务实现收入29亿元,增速103.9%,其中板材收入20.4亿元,增速86.6%,板材品牌使用费(含易装使用费)收入1.5亿元,增速43.7%,其他装饰材料收入7.1亿元,增速215.5%,材料板块销售规模大增主要系重点开发的空白市场及家具厂等小B渠道放量,叠加易装推进顺利;成品家居业务实现收入8.5亿元,增速73.5%,其中裕丰汉唐实现收入5.2亿元,增速68.2%,工程客户拓展与家居零售渠道拓张并重,共同拉动成品家居板块业绩快速增长。
- **费用管控良好,现金流明显改善。** 公司2021年H1毛利率为17.4%,同比下降3.1个百分点;期间费用率8.1%,同比下降5.5个百分点。毛利率下降一方面系会计新规下运费调整至营业成本后影响毛利率约1个百分点,另一方面则是受到部分原材料涨价的影响。费用率方面,上半年公司的销售、管理、财务及研发费用率分别同比下降3、1.2、1和0.2个百分点,将去年同期运费剔除后销售费用率同比下降2.1个百分点,总体来看公司费用管控较好。现金流方面,公司上半年经营性现金流约1.7亿元,较去年同期1.5亿的现金净流出明显改善,主要得益于本期公司销售体量大幅提升,销售商品及劳务收到的现金亦明显增加。
- **装饰材料+定制家居业务双轮驱动,零售与工程渠道同步发力。** 装饰材料方面,传统板材持续开辟增量空间,易装业绩有望如期兑现:兔宝宝通过分公司模式激发经销商活力,在成熟市场重点引导经销商开发家具厂、装饰公司、工装业务等渠道,外围区域加快填补空白市场,板材业务市占率有望不断攀升;与此同时,公司易装模式推行顺利,上半年新增易装门店93家。**定制家居方面,** 裕丰汉唐发展稳健,零售渠道持续优化升级:上半年公司收购裕丰汉唐剩余25%股权,间接持股比例增至95%,汉唐不断巩固及壮大优质地产客户群体,在工程定制市场的竞争实力强劲,稳健增长基础扎实;另外,公司在华东区域持续推动零售渠道的建设及门店整合,上半年新增家居专卖店41家。
- **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13、10和8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)	0.54	0.84	1.07	1.33
净资产收益率ROE	21.44%	23.78%	24.06%	24.04%
PE	20	13.0	10.3	8.2
PB	4.38	3.38	2.65	2.08

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)	7.44
流通A股(亿股)	6.93
52周内股价区间(元)	8.0-14.22
总市值(亿元)	81.46
总资产(亿元)	54.82
每股净资产(元)	2.26

相关研究

1. 兔宝宝(002043): 业绩逐季加速, 易装弹性有望逐步兑现 (2021-04-20)
2. 兔宝宝(002043): Q1营收利润高增, 看好全年业绩持续放量 (2021-04-02)
3. 兔宝宝(002043): 板材业务稳步增长, 易装弹性兑现可期 (2021-02-22)
4. 兔宝宝(002043): 从板材到定制, 兔宝宝的升级之路 (2021-02-19)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	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	79.15	85.96	94.12
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	-14.57	-631.19	-113.70	-309.26
财务费用	65.66	79.27	108.57	145.13	其他	285.19	-47.03	-27.48	-30.26
资产减值损失	-15.14	-4.00	-2.00	0.00	经营活动现金流净额	812.65	97.62	839.76	886.95
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	投资活动现金流净额	-403.53	-50.00	-70.00	-70.00
营业利润	560.93	751.23	950.65	1191.53	短期借款	33.10	1782.72	46.67	154.05
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
利润总额	564.72	753.23	955.65	1196.63	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	-187.02	-80.54	-124.90	-158.47
净利润	443.45	621.42	788.41	987.22	其他	-389.31	-75.06	-108.57	-145.13
少数股东损益	40.74	-3.11	-3.94	-4.94	筹资活动现金流净额	-535.91	1627.12	-186.80	-149.56
归属母公司股东净利润	402.71	624.52	792.35	992.15	现金流量净额	-134.79	1674.75	582.96	667.40
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	703.27	2378.02	2960.97	3628.37	成长能力				
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	962.70	1194.51	1461.92	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%	34.83%	25.89%	24.94%
投资性房地产	4.96	4.96	4.96	4.96	获利能力				
固定资产和在建工程	469.93	497.13	517.51	529.74	毛利率	18.97%	18.58%	18.96%	19.17%
无形资产和开发支出	987.67	982.15	976.62	971.10	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%
资产总计	5279.56	7580.44	8901.49	10463.61	ROE	21.44%	23.78%	24.06%	24.04%
短期借款	736.58	2519.30	2565.97	2720.02	ROA	8.40%	8.20%	8.86%	9.43%
应付和预收款项	1689.12	1849.17	2387.14	2882.63	ROIC	15.01%	15.66%	16.56%	18.01%
长期借款	240.41	240.41	240.41	240.41	EBITDA/销售收入	10.43%	11.48%	11.60%	11.83%
其他负债	544.85	357.87	430.77	514.60	营运能力				
负债合计	3210.95	4966.74	5624.28	6357.65	总资产周转率	1.43	1.23	1.20	1.25
股本	774.76	743.92	743.92	743.92	固定资产周转率	17.31	18.01	22.66	27.63
资本公积	111.15	141.98	141.98	141.98	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	9.15	7.34	7.36	7.32
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	资本结构				
股东权益合计	2068.62	2613.70	3277.21	4105.96	资产负债率	60.82%	65.52%	63.18%	60.76%
负债和股东权益合计	5279.56	7580.44	8901.49	10463.61	带息债务/总负债	30.43%	55.56%	49.90%	46.56%
					流动比率	1.15	1.21	1.30	1.40
					速动比率	0.89	1.00	1.08	1.16
					股利支付率	46.44%	12.90%	15.76%	15.97%
					每股指标				
					每股收益	0.54	0.84	1.07	1.33
					每股净资产	2.50	3.24	4.14	5.26
					每股经营现金	1.09	0.13	1.13	1.19
					每股股利	0.25	0.11	0.17	0.21
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	674.64	909.65	1145.18	1430.78					
PE	20.23	13.04	10.28	8.21					
PB	4.38	3.38	2.65	2.08					
PS	1.26	1.03	0.83	0.67					
EV/EBITDA	12.39	8.93	6.63	4.95					
股息率	2.30%	0.99%	1.53%	1.95%					

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	zfy@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn