

审慎增持 (维持)

兔宝宝

002043

经销业务显韧性，扩张推动外围市场高速增长

2022年08月26日

市场数据

市场数据日期	2022-08-25
收盘价(元)	8.64
总股本(百万股)	772.84
流通股本(百万股)	693.36
总市值(百万元)	6569.16
流通市值(百万元)	5893.57
净资产(百万元)	2257.52
总资产(百万元)	5500.39
每股净资产(元)	2.92

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】兔宝宝 2021 年报 & 2022 一季报点评: 板材业务持续高速增长, Q1 增速凸显韧性》
2022-04-29

《【兴证建材】兔宝宝 2021 三季报点评: Q3 扣非归母维稳, 渠道下沉扩张有序》
2021-10-30

《【兴证建材】兔宝宝 2021 中报点评: 增速吸睛, 管理下沉收效》
2021-08-18

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9426	10943	13301	16446
同比增长	45.8%	16.1%	21.5%	23.6%
归母净利润(百万元)	712	688	833	983
同比增长	76.7%	-3.3%	21.0%	18.1%
毛利率	17.7%	17.1%	16.8%	16.4%
净利率	7.8%	6.5%	6.5%	6.2%
净资产收益率	33.4%	27.0%	27.2%	26.1%
每股收益(元)	0.92	0.89	1.08	1.27
每股经营现金流(元)	1.11	0.95	0.83	1.24

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司披露 2022 年中报。**实现营收 37.32 亿元, 同比-2.54%, 实现归母净利 2.67 亿元, 同比-15.01%, 扣非后归母净利 2.14 亿元, 同比-12.09%。其中, 单二季度实现营收 21.06 亿元, 同比-14.48%, 归母净利 1.72 亿元, 同比-18.57%, 扣非后归母 1.37 亿元, 同比-20.46%。
- **分产品来看,**装饰材料、柜类、地板、木门、品牌使用费、其他业务分别实现收入 26.71、6.60、1.56、0.09、1.99、0.39 亿元, 分别同比增长-3.03%、-1.98%、-8.15%、-43.12%、+28.75%、-38.65%。**分地区来看,**装饰材料的渠道业务占公司营业收入的比重为 55.39%, 华东、华南、西南、华北、华中、西北、东北分别实现收入 12.79、1.87、0.67、1.08、3.52、0.50、0.24 亿元, 分别同比增长-9.92%、+32.24%、+39.84%、+23.40%、-8.05%、-8.30%、-6.67%。
- **公司 2022 年上半年实现综合毛利率 18.78%, 较去年同期上升 1.38pct。分季度来看,**公司 Q1、Q2 分别实现毛利率 18.51%、18.98%, 分别较去年同期变动+2.08pct、+1.04pct。**分产品来看,**公司的装饰材料、柜类、品牌使用费的毛利率分别为 10.76%、26.07%、99.03%, 分别同比变动+0.43%、+1.01%、-0.06%。
- **公司 2022 年上半年实现净利率 7.38%, 较去年同期下降 1.12pct, 主要系期间销售费用率提升所致; 期间费用率为 10.16%, 同比上升 2.07pct, 主要系销售费用率和管理费用率上升所致。**
- **公司 2022 年上半年每股经营性现金流净额为-0.02 元, 较去年同期减少 0.24 元。分季度来看,**公司 Q1、Q2 每股经营性现金流净额分别为-0.51、0.49 元, 分别较去年同期变动-0.14、-0.10 元, Q2 现金流好转。**从收、付现比的角度来看,**公司 2022 年上半年收、付现比分别为 99.01%和 105.62%, 分别较去年同期变动-5.76pct、-5.79pct。**现金流方面,**投资活动产生的现金流量净额同比-9.78%; 筹资活动产生的现金流量净额同比-42.63%。
- **资产负债表分析:**本报告期末资产负债率为 57.78%, 较去年期末变动-6.32%。
- **盈利预测及评级:**我们预计 2022-2024 年归母净利 6.88、8.33、9.83 亿元, 根据 8 月 25 日股价对应 PE 分别为 9.7X、8.0X、6.8X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业需求不及预期; 新业务模式拓展不及预期; 原材料价格大幅波动; 裕丰汉唐业绩不及预期。

报告正文

事件

- 公司披露 2022 年中报。实现营收 37.32 亿元，同比-2.54%，实现归母净利润 2.67 亿元，同比-15.01%，扣非后归母净利润 2.14 亿元，同比-12.09%。其中，单二季度实现营收 21.06 亿元，同比-14.48%，归母净利润 1.72 亿元，同比-18.57%，扣非后归母 1.37 亿元，同比-20.46%。

点评

- 公司披露 2022 年中报，实现营收 37.32 亿元，同比-2.54%，其中 Q2 收入 21.06 亿元，同比-14.48%。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2 分别实现营业收入 16.27 亿元、21.06 亿元，分别较去年同期变动+18.97%、-14.48%，主要系受疫情影响，核心市场华东区域营业收入同比下降；受房地产行业影响，大宗业务收入同比下降 12.16%。
 - 2) 分行业来看，①装饰材料业务实现收入 28.64 亿元，同比减少 1.31%。其中，板材产品收入为 18.80 亿元，同比减少 7.86%；板材品牌使用费（含易装品牌使用费）1.94 亿元，同比增长 30.67%；其他装饰材料 7.90 亿元，同比增长 10.77%。②定制家居业务以定制柜类、地板和木门等木作产品为主，上半年实现营业收入 8.30 亿元，同比减少 4.02%。其中，兔宝宝全屋定制业务实现收入 2.09 亿元，同比增长 26.40%，青岛裕丰汉唐实现收入 4.67 亿元，同比减少 10.60%，主要系上游地产商资金紧张，家居工程业务受影响较大。
 - 3) 分产品来看，装饰材料、柜类、地板、木门、品牌使用费、其他业务分别实现收入 26.71、6.60、1.56、0.09、1.99、0.39 亿元，分别同比增长-3.03%、-1.98%、-8.15%、-43.12%、+28.75%、-38.65%。
 - 4) 分地区来看，装饰材料的渠道业务占公司营业收入的比重为 55.39%，华东、华南、西南、华北、华中、西北、东北分别实现收入 12.79、1.87、0.67、1.08、3.52、0.50、0.24 亿元，分别同比增长-9.92%、+32.24%、+39.84%、+23.40%、-8.05%、-8.30%、-6.67%，主要得益于公司持续深化分公司运营，加速分销网点布局和渠道下沉，华南、西南、华北区域实现较好增长。
 - 5) 上半年子公司裕丰汉唐实现收入 4.67 亿元，同比减少 10.60%；净利润-0.05 亿元，同比减少 117.70%，主要系裕丰汉唐以大宗业务为主，下游客户主要是大型房地产开发商，受疫情防控和房地产行业景气度下降的影响较大，业绩增长有所放缓。
- 公司 2022 年上半年实现综合毛利率 18.78%，较去年同期上升 1.38pct。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2 分别实现毛利率 18.51%、18.98%，分别较去年同期变动+2.08pct、+1.04pct。
 - 2) 分产品来看，公司的装饰材料、柜类、品牌使用费的毛利率分别为 10.76%、

26.07%、99.03%，分别同比变动+0.43%、+1.01%、-0.06%。

- 公司 2022 年上半年实现净利率 7.38%，较去年同期下降 1.12pct，主要系期间销售费用率提升所致；期间费用率为 10.16%，同比上升 2.07pct，主要系销售费用率和管理费用率上升所致。
 - 1) 销售费用率 4.10%，同比上升 0.52pct，主要系职工薪酬同比增加 839.29 万元，租金同比增加 331.43 万元；
 - 2) 管理费用率 4.82%，同比上升 1.63pct，主要系职工薪酬同比增加 1217.38 万元，股权激励费用同比增加 4,509.59 万元；
 - 3) 财务费用率 0.30%，同比下降 0.24pct，财务费用同比-45.80%，主要系：① 汇率影响，汇兑收益增加；② 长期借款下降、综合融资利率下降，借款利息下降；
 - 4) 研发费用率 0.94%，同比上升 0.17pct。
 - 5) 上半年公司实现扣非净利润 2.14 亿元，同比减少 12.09%，主要系报告期公司承担 6515.30 万元股权激励摊销费用，较上年同期增长 224.84%，若剔除掉股权激励摊销费用影响，扣非净利润较上年同期增长 2.54%。

- 公司 2022 年上半年每股经营性现金流净额为-0.02 元，较去年同期减少 0.24 元，主要系支付的与其他经营活动有关的现金以及职工薪酬、各项税费同比增加，经营活动产生的现金流量净额同比-107.14%。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2 每股经营性现金流净额分别为-0.51、0.49 元，分别较去年同期变动-0.14、-0.10 元，Q2 现金流好转。
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年上半年收、付现比分别为 99.01%和 105.62%，分别较去年同期变动-5.76pct、-5.79pct。
 - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额同比-9.78%；筹资活动产生的现金流量净额同比-42.63%，主要系归还长期借款 3000 万，以及股息红利分配、租金支付同比增加所致。

- 资产负债表分析：本报告期末资产负债率为 57.78%，较去年期末变动-6.32%。长期借款占总资产比例较上年期末减少 0.51%；合同负债占总资产比例较上年期末减少 0.93%，主要系公司及子公司青岛裕丰汉唐、家居销售公司预收货款减少。

- 渠道下沉提升市占率，完善产品矩阵构筑核心竞争力。公司推行渠道多元化：
 - 1) 在门店零售渠道方面，持续扩大门店数量和网点布局，不断下沉至县级市场和乡镇市场；
 - 2) 小 B 渠道（家装公司、家具厂）逐渐取代门店零售成为重要的渠道，持续扩大与地方定制家具工厂合作的数量；
 - 3) 在工装渠道业务方面，公司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。在产品方面，增加了家具厂专供系列、家装公司专供系列、工程系列（石膏板+定向刨花板+轻钢龙骨），在环保基材的基础上成功推出最新一代除醛抗菌家

居板材“超芯板”，为公司的长远发展打下基础。

- **盈利预测及评级：**我们预计 2022-2024 年归母净利 6.88、8.33、9.83 亿元，根据 8 月 25 日股价对应 PE 分别为 9.7X、8.0X、6.8X。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期；新业务模式拓展不及预期；原材料价格大幅波动；裕丰汉唐业绩不及预期。

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3226	3914	4644	5776
货币资金	604	989	1042	1439
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1460	1252	1777	2151
预付款项	55	81	95	116
存货	648	734	926	1202
其他	459	858	803	867
非流动资产	2386	2277	2330	2380
长期股权投资	37	52	48	47
固定资产	503	586	650	694
在建工程	29	9	-3	-7
无形资产	99	93	86	77
商誉	880	880	880	880
长期待摊费用	2	0	-3	-7
其他	836	658	673	695
资产总计	5612	6191	6974	8156
流动负债	3199	3485	3860	4441
短期借款	810	785	793	791
应付票据及应付账款	1371	1873	2186	2756
其他	1018	826	881	895
非流动负债	172	18	-114	-245
长期借款	60	-59	-199	-332
其他	112	77	85	87
负债合计	3371	3502	3746	4196
股本	773	773	773	773
资本公积	176	176	176	176
未分配利润	1346	1672	2196	2883
少数股东权益	111	136	165	200
股东权益合计	2242	2689	3228	3960
负债及权益合计	5612	6191	6974	8156

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	712	688	833	983
折旧和摊销	60	61	72	82
资产减值准备	132	-47	72	56
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-137	-20	-20	-20
财务费用	43	46	73	90
投资损失	-46	-50	-56	-61
少数股东损益	25	24	29	35
营运资金的变动	-30	85	-391	-203
经营活动产生现金流量	860	734	644	956
投资活动产生现金流量	152	113	-65	-48
融资活动产生现金流量	-1113	-462	-526	-511
现金净变动	-105	385	53	396
现金的期初余额	655	604	989	1042
现金的期末余额	550	989	1042	1439

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9426	10943	13301	16446
营业成本	7757	9070	11063	13742
税金及附加	33	38	47	58
销售费用	323	374	472	625
管理费用	333	438	452	526
研发费用	71	82	100	99
财务费用	39	46	73	90
其他收益	24	26	28	31
投资收益	46	50	56	61
公允价值变动收益	137	20	20	20
信用减值损失	-111	-88	-106	-132
资产减值损失	-21	-24	-26	-29
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	944	879	1065	1258
营业外收入	16	18	20	22
营业外支出	6	7	7	8
利润总额	954	891	1077	1272
所得税	218	178	215	254
净利润	737	712	862	1018
少数股东损益	25	24	29	35
归属母公司净利润	712	688	833	983
EPS(元)	0.92	0.89	1.08	1.27

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	45.8%	16.1%	21.5%	23.6%
营业利润增长率	68.3%	-6.9%	21.1%	18.2%
归母净利润增长率	76.7%	-3.3%	21.0%	18.1%
盈利能力				
毛利率	17.7%	17.1%	16.8%	16.4%
净利率	7.8%	6.5%	6.5%	6.2%
ROE	33.4%	27.0%	27.2%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	60.1%	56.6%	53.7%	51.4%
流动比率	1.01	1.12	1.20	1.30
速动比率	0.81	0.91	0.96	1.03
营运能力				
资产周转率	173.1%	185.4%	202.1%	217.4%
应收帐款周转率	764.4%	797.4%	869.8%	827.4%
存货周转率	1062.1	1272.3	1298.3%	1256.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.92	0.89	1.08	1.27
每股经营现金	1.11	0.95	0.83	1.24
每股净资产	2.76	3.30	3.96	4.87
估值比率(倍)				
PE	9.4	9.7	8.0	6.8
PB	3.1	2.6	2.2	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn