

兔宝宝 (002043.SZ)

2022 年中报点评：Q2 增长有所承压，变革升级中长期可期

买入

核心观点

Q2 增长有所承压，股权激励摊销影响业绩。2022H1 公司实现营收 37.3 亿元，同比-2.5%，归母净利润 2.7 亿元，同比-15.0%，扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-12.1%，EPS 为 0.34 元/股，收入同比下滑主因核心市场华东区域受疫情影响拖累，以及地产需求低迷导致大 B 端业务承压明显所致，同时股权激励费用增加进一步影响业绩，剔除股权激励摊销费用影响后扣非归母净利润同比+2.5%；其中 Q2 单季度实现营收 21.1 亿元，同比-14.5%，归母净利润 1.7 亿元，同比-18.6%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比-20.5%。

盈利能力稳定，费用率小幅提升。分业务来看，装饰材料/定制家居业务分别实现收入 28.6/8.3 亿元，同比-1.3%/-4.0%，其中装饰材料板块中板材产品/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 18.8/1.9/7.91 亿元，同比-7.9%/+30.7%/+10.8%，定制家居板块中兔宝宝全屋定制实现收入 2.1 亿元，同比+26.4%，青岛裕丰汉唐实现收入 4.7 亿元，同比-10.6%。综合毛利率 18.8%，同比+1.4pp，其中装饰材料/定制家居业务分别为 16.7%/24.3%，同比+1.9pp/+0.7pp，期间费用率 10.2%，同比+2.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.5pp/+1.6pp/-0.2pp/+0.2pp，管理费用同比增长 47.2%，主因职工薪酬和股权激励费用同比增加 1217 和 4510 万元。

现金流有所承压，应收规模可控。2022H1 实现经营性净现金流-0.12 亿元，上年同期为 1.74 亿元，收现比 99%，同比-5.8pp，付现比 96.1%，同比-7.3pp，其中 Q2 单季度经营性净现金流 3.8 亿元，同比-17.4%。截至 2022H1 应收账款及票据 14.4 亿元，上年同期为 9.8 亿元，主因裕丰汉唐应收款增加影响，但规模总体可控。

风险提示：地产竣工需求不及预期；渠道产品拓展不及预期；疫情反复

投资建议：深化多元化渠道建设，变革升级中长期成长可期，维持“买入”

公司作为装饰板材行业龙头企业，深化装饰材料业务分公司运营模式，立足 C 端零售渠道，进行多元化渠道建设，大力拓展家具厂、装饰公司等多家小 B 业务，并通过工程代理商培育大 B 端业务，同时“零售+工程”双轮驱动定制家居业务，变革升级中长期成长可期。考虑到地产及疫情阶段性影响，下调盈利预测预计 22-24 年 EPS 分别为 0.89/1.04/1.26 元/股（前值 1.05/1.32/1.60 元/股），对应 PE 为 9.7/8.3/6.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,466	9,426	10,137	11,657	13,755
(+/-%)	39.6%	45.8%	7.5%	15.0%	18.0%
净利润(百万元)	403	712	688	807	972
(+/-%)	2.1%	76.7%	-3.4%	17.3%	20.5%
每股收益(元)	0.52	0.92	0.89	1.04	1.26
EBIT Margin	11.8%	10.4%	9.9%	10.5%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	21.6%	33.4%	25.7%	24.3%	23.7%
市盈率 (PE)	16.6	9.4	9.7	8.3	6.9
EV/EBITDA	12.2	9.7	10.9	9.3	8.3
市净率 (PB)	3.60	3.13	2.49	2.01	1.63

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

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

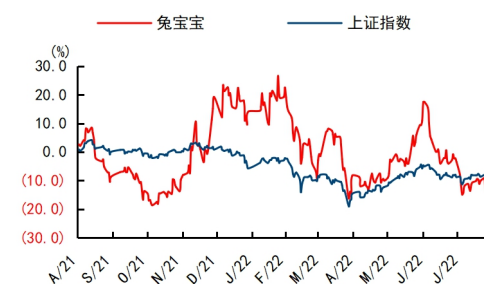
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.64 元
总市值/流通市值	6679/5988 百万元
52 周最高价/最低价	13.31/8.33 元
近 3 个月日均成交额	113.58 百万元

市场走势



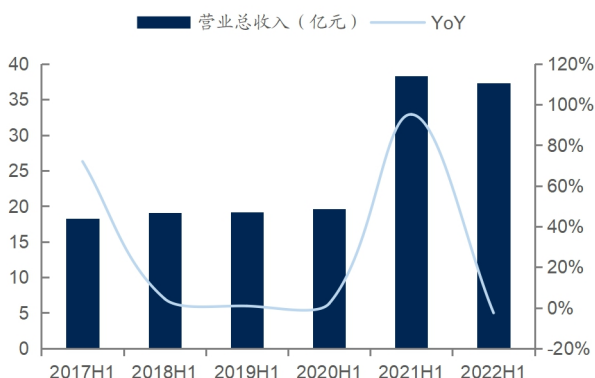
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兔宝宝 (002043.SZ) -2021 年报及 2022 一季报点评：装饰材料增长提速，定制家居稳健成长》——2022-05-01
- 《兔宝宝-002043-2021 年中报点评：战略稳步推进，潜力可期》——2021-08-27
- 《兔宝宝-002043-2020 年年报及 2021 年一季报点评：增速逐季抬升，业绩弹性有望逐步释放》——2021-04-21
- 《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

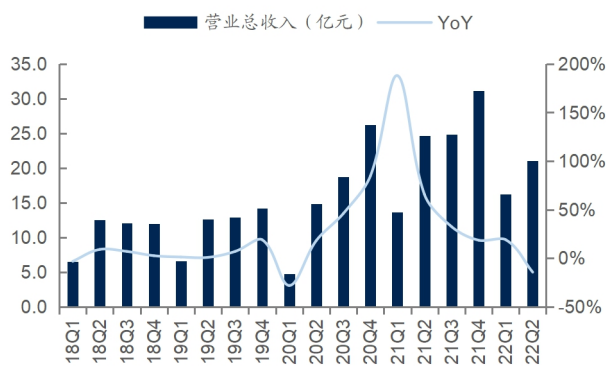
Q2 增长有所承压，股权激励摊销影响业绩。2022H1 公司实现营收 37.3 亿元，同比-2.5%，归母净利润 2.7 亿元，同比-15.0%，扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-12.1%，EPS 为 0.34 元/股，收入同比下滑主因核心市场华东区域受疫情影响拖累，以及地产需求低迷导致大 B 端业务承压明显所致，同时股权激励费用增加进一步影响业绩，剔除股权激励摊销费用影响后扣非归母净利润同比+2.5%；其中 Q2 单季度实现营收 21.1 亿元，同比-14.5%，归母净利润 1.7 亿元，同比-18.6%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比-20.5%。

图1：兔宝宝营业收入及增速（单位：亿元、%）



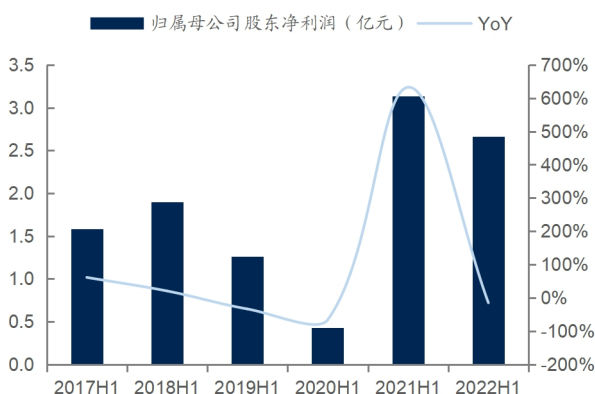
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：兔宝宝单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



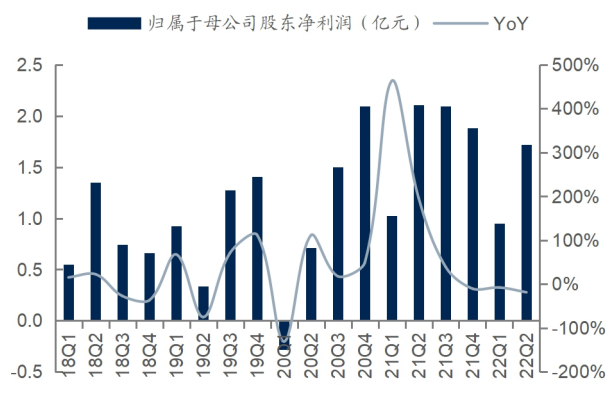
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：兔宝宝归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：兔宝宝单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

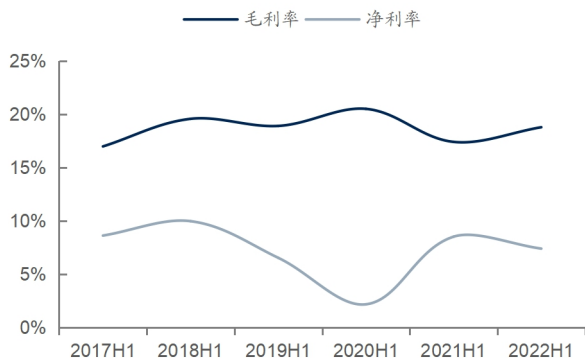


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力稳定，费用率小幅提升。分业务来看，装饰材料/定制家居业务分别实现收入 28.6/8.3 亿元，同比-1.3%/-4.0%，其中装饰材料板块中板材产品/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 18.8/1.9/7.91 亿元，同比-7.9%/+30.7%/+10.8%，定制家居板块中兔宝宝全屋定制实现收入 2.1 亿元，同比+26.4%，青岛裕丰汉唐实现收入 4.7 亿元，同比-10.6%。综合毛利率 18.8%，同比+1.4pp，其中装饰材料/定制家居业务分别为 16.7%/24.3%，同比+1.9pp/+0.7pp，期间费用率 10.2%，同比+2.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.5pp/+1.6pp/-0.2pp/+0.2pp，管理费用同比增长 47.2%，主因职工薪酬和股权

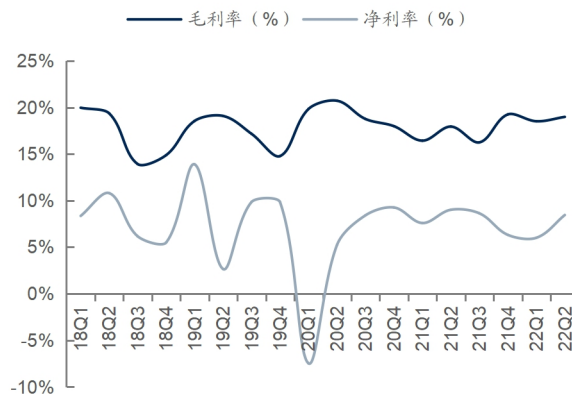
激励费用同比增加 1217 和 4510 万元。

图5：兔宝宝毛利率和净利率（单位：%）



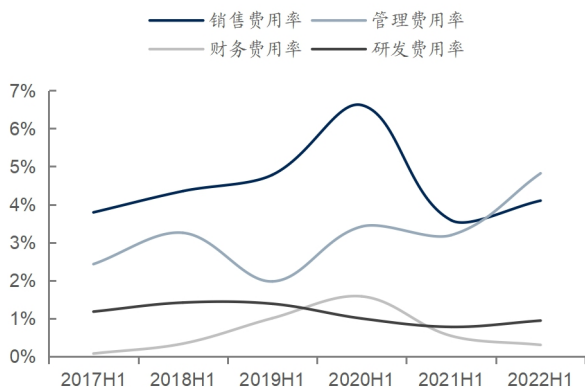
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：兔宝宝单季度毛利率和净利率（单位：%）



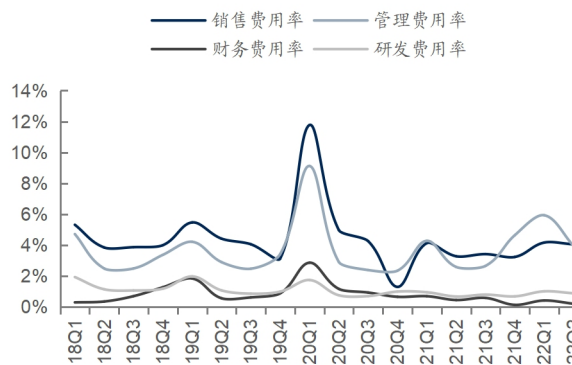
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：兔宝宝期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

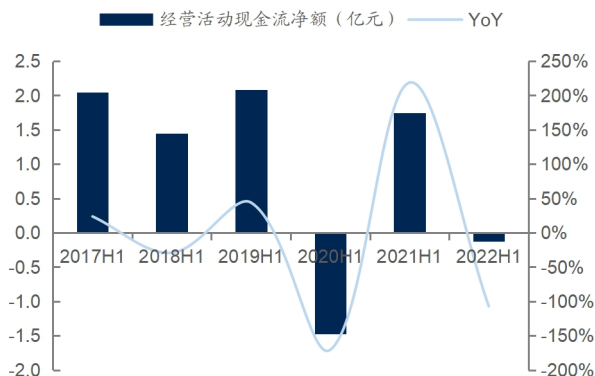
图8：兔宝宝单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

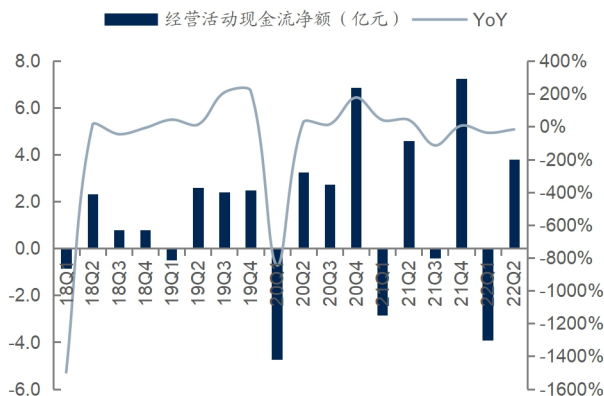
现金流有所承压，应收规模可控。2022H1 实现经营性净现金流-0.12 亿元，上年同期为 1.74 亿元，收现比 99%，同比-5.8pp，付现比 96.1%，同比-7.3pp，其中 Q2 单季度经营性净现金流 3.8 亿元，同比-17.4%。截至 2022H1 应收账款及票据 14.4 亿元，上年同期为 9.8 亿元，主因裕丰汉唐应收款增加影响，但规模总体可控。

图9：兔宝宝经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：兔宝宝单季经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

深化多元化渠道建设，变革升级中长期成长可期，维持“买入”评级。公司作为装饰板材行业龙头企业，深化装饰材料业务分公司运营模式，立足C端零售渠道，进行多元化渠道建设，大力拓展家具厂、装饰公司等多家小B业务，并通过工程代理商培育大B端业务，同时“零售+工程”双轮驱动定制家居业务，变革升级中长期成长可期。考虑到地产及疫情阶段性影响，下调盈利预测预计22-24年EPS分别为0.89/1.04/1.26元/股（前值1.05/1.32/1.60元/股），对应PE为9.7/8.3/6.9x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	703	604	2216	2625	3699	营业收入	6466	9426	10137	11657	13755
应收款项	1152	1471	1740	2201	2545	营业成本	5239	7757	8261	9442	11114
存货净额	779	648	726	805	919	营业税金及附加	24	33	35	41	48
其他流动资产	727	503	405	466	550	销售费用	244	323	345	396	468
流动资产合计	3361	3226	5087	6097	7713	管理费用	193	333	491	552	637
固定资产	470	532	579	610	637	财务费用	66	39	67	84	85
无形资产及其他	108	99	145	191	244	投资收益	77	46	50	50	50
投资性房地产	1280	1719	1719	1719	1719	资产减值及公允价值变动	(95)	158	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	61	37	16	(6)	(27)	其他收入	(122)	(201)	(100)	(150)	(200)
资产总计	5280	5612	7545	8610	10286	营业利润	561	944	868	1021	1233
短期借款及交易性金融负债	737	835	1100	1155	1213	营业外净收支	4	10	10	10	10
应付款项	1435	1371	1536	1843	2279	利润总额	565	954	878	1031	1243
其他流动负债	745	992	1409	1419	1782	所得税费用	121	218	193	227	274
流动负债合计	2917	3199	4045	4418	5273	少数股东损益	41	25	(3)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	240	60	560	560	560	归属于母公司净利润	403	712	688	807	972
其他长期负债	53	112	151	200	245						
长期负债合计	294	172	711	760	805	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3211	3371	4756	5178	6078	净利润	403	712	688	807	972
少数股东权益	208	111	109	107	105	资产减值准备	59	59	15	6	7
股东权益	1861	2130	2680	3325	4103	折旧摊销	47	59	42	46	50
负债和股东权益总计	5280	5612	7545	8610	10286	公允价值变动损失	95	(158)	20	20	20
						财务费用	66	39	67	84	85
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(119)	(102)	387	(228)	307
每股收益	0.52	0.92	0.89	1.04	1.26	其它	(43)	(41)	(18)	(8)	(9)
每股红利	0.32	0.25	0.18	0.21	0.25	经营活动现金流	441	529	1134	643	1347
每股净资产	2.40	2.76	3.47	4.30	5.31	资本开支	0	(326)	(170)	(150)	(158)
ROIC	21%	25%	26%	31%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	22%	33%	26%	24%	24%	投资活动现金流	17	(302)	(149)	(128)	(136)
毛利率	19%	18%	19%	19%	19%	权益性融资	(8)	145	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	2	(180)	500	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(246)	(194)	(138)	(161)	(194)
收入增长	40%	46%	8%	15%	18%	其它融资现金流	(53)	277	265	55	58
净利润增长率	2%	77%	-3%	17%	21%	融资活动现金流	(549)	(326)	627	(106)	(137)
资产负债率	65%	62%	64%	61%	60%	现金净变动	(91)	(99)	1612	409	1074
息率	3.7%	2.9%	2.1%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	794	703	604	2216	2625
P/E	16.6	9.4	9.7	8.3	6.9	货币资金的期末余额	703	604	2216	2625	3699
P/B	3.6	3.1	2.5	2.0	1.6	企业自由现金流	(72)	388	1042	625	1360
EV/EBITDA	12.2	9.7	10.9	9.3	8.3	权益自由现金流	(123)	485	1755	614	1352

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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