

2022 年 11 月 13 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

板材行业龙头，装饰板材+定制家具双核驱动

—兔宝宝（002043.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

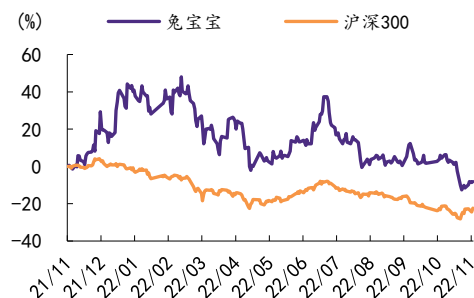
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-11

当前股价（元）	8.53
总市值（亿元）	66
总股本（百万股）	773
流通股本（百万股）	693
52 周价格范围（元）	7.38-13.1
日均成交额（百万元）	159.43

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 装饰板材龙头品牌，业绩保持稳定增长

公司深耕板材行业三十年，目前稳坐国内板材行业龙头，主营装饰材料和定制家居两大板块，2022H1 分别占比 77%/22%，其他业务占比 1%。公司为装饰板材领域龙头，2021 年营收 65.82 亿元，毛利率 13.68%，2022 年位居中国板材网“板材十大品牌”之首，高端品牌形象深入人心。近年来公司定制家居业务增势迅猛，2016-2021 年从 2.98 亿元增长至 26.87 亿元，CAGR 达 55.28%，2021 年毛利率 25.19%，相比 2016 年提升了 4.16pct。

公司多年增长稳定，2017-2021 年营收从 41.2 亿元增长至 94.26 亿元，CAGR 达 22.99%；净利润从 3.64 亿元增长至 7.37 亿元，CAGR 达 19.29%。2022 年行业受到疫情管控和下游地产行业低迷的影响较大，但是公司经营情况仍然稳健，三季度实现现金流边际改善：1）公司 2022 年营收承压，前三季度公司营收 58.73%，同比-7%。2）盈利能力保持稳定，2022 前三季度公司毛利率 18.19%，净利率 6.85%，相比 2021 年分别+0.49pct、-0.97pct。3）公司现金流保持良好，2022Q3 公司账面货币资金留存 4.96 亿元，Q2/Q3 经营性现金净流入 3.79/4.10 亿元，Q3 收现比/净现比分别为 1.08X/2.63X，环比+0.13X/+0.30X，2022Q3 短期借款相比于 2022H1 减少了 2.52 亿元，公司现金流环比改善明显。

■ 大行业小企业，装饰板材龙头提升空间巨大

装饰板材市场规模大，集中度低，供给侧改革+新规收紧推动行业集中度提升。我国是人造板生产消费第一大国，应用于定制家具及装饰板材产品的市场规模接近 3000 亿元。目前行业集中度较低，企业众多，2020 年国内人造板企业超过 1.6 万家，兔宝宝市占率不足 5%，未来提升空间巨大。同时我国供给侧结构性改革加速淘汰落后产能，2020 年底全国累计注销、吊销、停产胶合板类产品生产企业约 1.75 万家。2021 年 10 月 1 日公司参与制定的国家标准《人造板及其制品甲醛释放量分级》正式施行，新规将进一步带动全行业产品环保品质升级，加速非标企业退出市场，促进行业集中度提升。

依靠行业领先的环保技术，公司有望充分受益于行业格局的变化，加速提升市占率。1）公司重视研发投入，建有省级重点企业研究院、国家级博士后科研工作站等各类科研平台，2018-2022 年研发费用均超过 5000 万元。2）得益于公司持续的研发投入，公司产品环保性能较好。目前市场上仍存在大量环保等级为 E1 级（甲醛释放量 $\leq 0.124\text{mg}/\text{m}^3$ ）板材，而公司主打产品生态板均已达到 E0 级（甲醛释放量 $\leq 0.050\text{mg}/\text{m}^3$ ），与加拿大厂商 Norbord 合作的 OSB 板已经达

到 ENF 级（甲醛释放量 $\leq 0.025\text{mg}/\text{m}^3$ ）。公司作为板材环保领域先行者，有望抓住机会提高市场份额。**3）顺应绿色建材发展趋势，公司迎来发展机会。**2022 年 11 月工信部等四部门印发《建材行业碳达峰实施方案》，继续推动建材行业绿色低碳化发展，该领域未来发展空间广阔，公司凭借较高的研发能力与先进的环保技术将迎来提高市占率的宝贵机会。

■ 业务+渠道多元化发展驱动公司业绩增长

家具行业个性化定制需求兴起，公司抓住机遇及时切入定制家居赛道。根据艾瑞咨询，家装消费中 35 岁以下人群占比达到了 51.9%，年轻人对于定制化需求更高，定制家居市场规模逐渐扩大，2022 年定制橱柜/衣柜/木门市场规模分别达到了 1461/950/520 亿元，相比于 2016 年增长了 53.14%/55.99%/176.60%。公司定制家居业务 2016-2021 年 CAGR 达到 55.28%，2021 年整体单店营收达到了 66.70 万元，同比增长 39.76%。

公司渠道兼顾 BC 两端，渠道多元化发展进一步巩固自身行业领先地位。公司多年来深耕 C 端，持续拓宽经销渠道。截至 2021 年末，拥有各类专卖店共 3542 家，其中装饰材料/成品家居专卖店分别为 2635/907 家，其中公司在板材业务基础上布局以全屋定制为主的健康家居门店体系，2021 年底家居综合店/全屋定制店/地板店/木门店分别有 305/229/276/97 家。同时公司进一步向县级市场和乡镇市场下沉，2021 年末各地营销网点已经超过 1000 家。

易装模式为公司创造板材增值价值，打造 C 端渠道差异化优势。截至 2021 年末，公司易装专卖店已由 2018 年末的 45 家增加至 797 家，公司 C 端市场进一步拓展。兔宝宝易装核心业务包括整合设计、产品以及服务，为消费者提供从材料选择到风格设计再到上门安装的一站式服务。易装模式解决了消费者在板材选购、加工过程中面临的痛点，顺应了行业定制化趋势。

公司大力拓展家具厂、家装公司等 B 端渠道。2022H1 公司全国布局十六大分公司，承载渠道拓展、渠道管理、市场监督和售后服务等职能，赋能经销商开展 B 端业务，截至 2021 年末公司已经与 5800 多家定制家具企业达成业务合作。

收购裕丰汉唐，加码定制家居大 B 端业务布局。公司在 2021 年取得裕丰汉唐 95% 的股份，一方面公司可以拓展自身工程端渠道，裕丰汉唐与万科、融创、旭辉等房企合作密切，公司可以借此实现与优质客户的深度绑定。另一方面裕丰汉唐可以利用公司品牌以及产品设计增强服务能力，提高自身盈利能力。

■ 股权激励调动核心人员积极性

2022 年 10 月公司发布《2021 年限制性股票激励计划》（草案修订稿）。本次激励计划向任职的董事、核心管理人员、

核心技术人员等 461 人授予 3000 万份限制性股票，占公司总股本的 4.03%，授予价格为 5.01 元/股。解锁日期分别为 2022/2023/2024 年审计报告披露之日起 12 个月内，解锁比例分别为 40%/30%/30%。以公司 2021 年扣非净利润为基数，业绩考核目标分别为 2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 20%/35%/55%。为此次激励计划对象范围较广，股票授予价格较低，旨在充分调动中高级管理人员与核心技术人员积极性，彰显公司治理决心。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 98.33、114.46、137.09 亿元，EPS 分别为 0.88、1.11、1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 9.7、7.7、6.5 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 疫情反复导致终端销售不及预期；2) 公司渠道开拓情况不及预期；3) 下游地产端资金风险持续加大，恢复情况不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	9,426	9,833	11,446	13,709
增长率（%）	45.8%	4.3%	16.4%	19.8%
归母净利润（百万元）	712	681	856	1,018
增长率（%）	76.7%	-4.3%	25.7%	19.0%
摊薄每股收益（元）	0.92	0.88	1.11	1.32
ROE（%）	31.7%	24.7%	25.1%	24.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	604	1,132	1,641	2,209
应收款	1,471	1,534	1,786	2,139
存货	648	689	795	953
其他流动资产	503	525	611	732
流动资产合计	3,226	3,880	4,833	6,033
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	503	487	461	433
在建工程	29	12	5	2
无形资产	99	94	89	84
长期股权投资	37	37	37	37
其他非流动资产	1,719	1,719	1,719	1,719
非流动资产合计	2,386	2,348	2,310	2,275
资产总计	5,612	6,228	7,143	8,308
流动负债：				
短期借款	810	810	810	810
应付账款、票据	1,371	1,457	1,682	2,015
其他流动负债	795	795	795	795
流动负债合计	3,199	3,294	3,557	3,944
非流动负债：				
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	112	112	112	112
非流动负债合计	172	172	172	172
负债合计	3,371	3,466	3,728	4,116
所有者权益				
股本	773	773	773	773
股东权益	2,242	2,761	3,415	4,192
负债和所有者权益	5,612	6,228	7,143	8,308

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	737	705	886	1054
少数股东权益	25	24	30	36
折旧摊销	59	38	37	35
公允价值变动	137	137	137	137
营运资金变动	-98	-30	-181	-245
经营活动现金净流量	860	874	909	1018
投资活动现金净流量	152	34	32	31
筹资活动现金净流量	-485	-185	-233	-277
现金流量净额	528	722	709	771

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,426	9,833	11,446	13,709
营业成本	7,757	8,209	9,471	11,350
营业税金及附加	33	35	40	48
销售费用	323	337	392	469
管理费用	333	347	404	484
财务费用	39	3	-11	-27
研发费用	71	74	86	103
费用合计	765	761	871	1,029
资产减值损失	-111	-111	-111	-111
公允价值变动	137	137	137	137
投资收益	46	46	46	46
营业利润	944	903	1,138	1,355
加：营业外收入	16	16	16	16
减：营业外支出	6	6	6	6
利润总额	954	913	1,148	1,366
所得税费用	218	208	262	311
净利润	737	705	886	1,054
少数股东损益	25	24	30	36
归母净利润	712	681	856	1,018

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	45.8%	4.3%	16.4%	19.8%
归母净利润增长率	76.7%	-4.3%	25.7%	19.0%
盈利能力				
毛利率	17.7%	16.5%	17.3%	17.2%
四项费用/营收	8.1%	7.7%	7.6%	7.5%
净利率	7.8%	7.2%	7.7%	7.7%
ROE	31.7%	24.7%	25.1%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	60.1%	55.7%	52.2%	49.5%
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.6	1.6	1.7
应收账款周转率	6.4	6.4	6.4	6.4
存货周转率	12.0	12.0	12.0	12.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.92	0.88	1.11	1.32
P/E	9.3	9.7	7.7	6.5
P/S	0.7	0.7	0.6	0.5
P/B	3.1	2.5	2.0	1.7

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。