



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：9.47

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

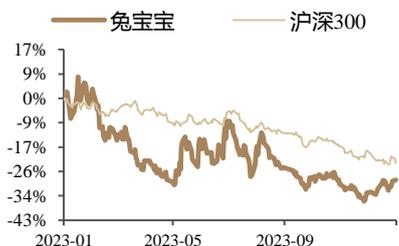
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.06	1.26	-1.81
相对涨幅(%)	11.48	8.23	7.10

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《兔宝宝(002043.SZ)：扩渠道、控风险，经营质量持续提升》，2023.10.27
- 《兔宝宝(002043.SZ)：经营性现金流修复明显，业绩质量提高兑现》，2023.8.29
- 《兔宝宝(002043.SZ)：工程业务计提影响去年业绩，发展新渠道仍为23年重点》，2023.5.7

兔宝宝(002043.SZ)：业绩符合预期，渠道发力+经营改善有望持续兑现

投资要点

- 事件：**2024年1月30日，公司发布2023年度业绩预告，2023年公司预计实现归母净利润约6.1-7.1亿元，同比+36.96%-59.41%，预计实现扣非归母净利润约5.0-6.0亿元，同比+44.40%-73.28%，基本每股收益约为0.75-0.87元。
- 业绩符合预期，多渠道策略持续发力。**根据业绩预告，公司23年业绩实现同比增长，主要系：

1) 业务端，装饰材料业务持续推动多渠道销售策略，小B渠道持续发力，成长性不断显现，截至23Q3公司装饰材料业务零售分销渠道/家具厂/装饰公司/工程渠道分别占比约55%/29%/11%/4%，按销量增速来，家具厂渠道增速最快；而定制家居零售业务以华东区域为主发力拓展重点市场，通过聚焦中高端消费群体+打造多种基材组合的差异化定位，实现华东区域门店网络快速布局，“兔宝宝全屋定制”品牌影响力在华东区域有所提升。装饰材料业务+全屋定制业务两大主业全年实现收入同比增长，支撑公司业绩增长；

2) 费用端，通过加强内控降低运营成本，23年各项费用同比下降，23年前三季度公司费用率约8.42%，同比下降1.37pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为3.91%/3.77%/0.86%/-0.12%，同比下降0.21/0.80/0.02/0.34pct；

3) 风险端，22年公司控股子公司青岛裕丰汉唐因业绩不达预期，计提商誉减值准备约1.18亿元，23年前三季度公司资产减值损失约623.82万元，同比22年前三季度的764.88万元下降18.4%，资产减值损失同比减少增厚公司利润。

我们认为，公司业绩基本符合预期，单季度来看，我们测算公司23Q4预计实现归母净利润约1.53-2.53亿元，环比23Q3的1.68亿元增长-9.19%至50.19%，同比增长172.63%至350.89%，23Q4预计实现扣非归母净利润约1.26-2.26亿元，环比23Q3的1.56亿元增长-18.98%至45.29%，同比增长690.30%至1317.17%。

- 应收风险有所缓释，经营质量不断提升。**23年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额约8.74亿元，同比+119.74%，同比增加4.76亿元，主要得益于公司加强营运资金管控收效明显，应收账款、应收票据、合同资产比年初减少，合同负债及应付账款比年初增加，支付各类押金、保证金同比减少。截至23Q3公司应收账款、应收票据、合同资产约12.51亿元，较年初下降16.73%，绝对值减少2.51亿元。我们认为，公司经营质量的提升主要得益于公司在家具工程端不断落实降风险战略，重点聚焦信用资质较高的央国企和优质民企，在保持核心客户份额稳定增长的基础上重点突破优质地产新客户。
- 回购彰显经营信心。**为维护公司价值和股东权益，24年1月6日公司公告股份回购方案，拟使用自有资金1-2亿元、回购价格不超过13.60元/股回购公司股份，按照金额及股价上限计算预计回购公司股份约1470.59万股，占总股本约1.75%。24年1月10日公司完成首次股份回购，合计回购股份数量约47.26万股，占公司总股本的0.06%，回购总金额约425.38万元。我们认为，股份回购体现了公司对未来发展前景的信心，有利于稳定市场预期。
- 投资建议：**我们认为，公司作为国内板材龙头，拥有坚实的品牌、产品和渠道优势，近年来不断发力建设小B端渠道，有望成为公司后续业绩高增的核心驱动。我们暂时维持此前盈利预测，预计公司23-25年归母净利润分别为6.48、9.03和

10.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、1.08 和 1.25 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 地产开发商资金状况好转不及预期、地产销售面积复苏不及预期、全屋定制渠道发展受阻。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	839.15						
流通 A 股(百万股):	729.69						
52 周内股价区间(元):	8.47-14.28						
总市值(百万元):	7,946.72						
总资产(百万元):	5,892.60						
每股净资产(元):	3.56						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	9,426	8,917	9,089	10,428	11,649
		(+/-)YOY(%)	45.8%	-5.4%	1.9%	14.7%	11.7%
		净利润(百万元)	712	445	648	903	1,054
		(+/-)YOY(%)	76.7%	-37.4%	45.5%	39.4%	16.7%
		全面摊薄 EPS(元)	0.98	0.58	0.77	1.08	1.25
		毛利率(%)	17.7%	18.2%	19.1%	20.2%	19.9%
		净资产收益率(%)	33.4%	19.0%	22.1%	24.7%	23.4%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.77	1.08	1.25
每股净资产	3.04	3.49	4.35	5.36
每股经营现金流	1.21	1.50	1.25	1.47
每股股利	0.50	0.15	0.22	0.25
价值评估(倍)				
P/E	18.72	12.27	8.80	7.55
P/B	3.58	2.71	2.18	1.77
P/S	0.82	0.87	0.76	0.68
EV/EBITDA	10.20	6.64	4.43	3.38
股息率%	4.6%	1.6%	2.3%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.2%	19.1%	20.2%	19.9%
净利润率	5.0%	7.1%	8.7%	9.0%
净资产收益率	19.0%	22.1%	24.7%	23.4%
资产回报率	8.5%	10.7%	12.5%	12.4%
投资回报率	18.2%	22.2%	23.4%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.4%	1.9%	14.7%	11.7%
EBIT 增长率	-12.0%	31.0%	30.8%	10.1%
净利润增长率	-37.4%	45.5%	39.4%	16.7%
偿债能力指标				
资产负债率	52.9%	49.0%	46.5%	44.1%
流动比率	1.1	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.8	1.0	1.2	1.4
现金比率	0.3	0.5	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	56.3	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	26.5	35.0	35.0	35.0
总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.4
固定资产周转率	16.1	15.3	16.0	16.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	445	648	903	1,054
少数股东损益	16	27	38	44
非现金支出	434	225	236	198
非经营收益	-73	-55	-64	-52
营运资金变动	111	414	-63	-13
经营活动现金流	934	1,259	1,050	1,230
资产	-143	-103	-148	-139
投资	332	10	5	0
其他	37	55	52	41
投资活动现金流	226	-38	-91	-98
债权募资	-697	-371	0	0
股权募资	0	67	0	0
其他	-368	-136	-181	-211
融资活动现金流	-1,065	-441	-181	-211
现金净流量	104	780	778	922

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,917	9,089	10,428	11,649
营业成本	7,296	7,354	8,320	9,336
毛利率%	18.2%	19.1%	20.2%	19.9%
营业税金及附加	35	45	52	58
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	328	364	417	466
营业费用率%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	341	336	356	375
管理费用率%	3.8%	3.7%	3.4%	3.2%
研发费用	71	68	78	87
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	703	921	1,205	1,327
财务费用	18	-20	-57	-97
财务费用率%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	-134	-60	-60	-10
投资收益	31	55	52	41
营业利润	602	881	1,226	1,432
营业外收支	10	7	12	12
利润总额	612	888	1,238	1,444
EBITDA	797	986	1,301	1,435
所得税	150	213	297	347
有效所得税率%	24.5%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	16	27	38	44
归属母公司所有者净利润	445	648	903	1,054

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	693	1,473	2,251	3,173
应收账款及应收票据	1,437	1,339	1,579	1,769
存货	529	695	788	885
其它流动资产	228	204	221	246
流动资产合计	2,888	3,712	4,838	6,073
长期股权投资	17	7	2	2
固定资产	556	594	651	694
在建工程	10	17	24	22
无形资产	100	100	100	100
非流动资产合计	2,369	2,354	2,362	2,404
资产总计	5,256	6,066	7,200	8,477
短期借款	365	0	0	0
应付票据及应付账款	1,327	1,753	1,983	2,225
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,000	1,143	1,287	1,434
流动负债合计	2,692	2,895	3,270	3,660
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	86	79	79	79
非流动负债合计	86	79	79	79
负债总计	2,778	2,975	3,350	3,739
实收资本	773	840	840	840
普通股股东权益	2,347	2,933	3,655	4,498
少数股东权益	131	158	196	240
负债和所有者权益合计	5,256	6,066	7,200	8,477

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。