


分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

公司披露 2023 年年报&2024 年一季报：2023 年实现营收 90.63 亿元，同比+1.63%；归母净利 6.89 亿元，同比+54.66%；扣非归母净利 5.83 亿元，同比+68.30%。其中，**23Q4** 实现营收 33.32 亿元，同比+9.46%，归母净利 2.32 亿元，同比+314.24%；扣非归母净利 2.10 亿元，同比+1213.48%。2023 年公司毛利率 18.42%，同比+0.24pct，净利率 7.84%，同比+2.66pct，其中 23Q4 毛利率 17.68%，同比-0.48pct，净利率 7.19%，同比+5.25pct。

2024 年一季度公司实现营收 14.83 亿元，同比+33.37%，归母净利 0.89 亿元，同比+18.81%；扣非归母净利 0.80 亿元，同比+38.35%。24Q1 公司毛利率 17.86%，同比-4.88pct，净利率 6.02%，同比-0.69pct。

新增发力乡镇+线上，优化管理半径

分业务看：2023 年装饰材料收入 68.56 亿，占比 75.65%，同比+3.23%；定制家居收入 21.16 亿，占比 23.36%，同比-2.77%；其他业务收入约 9000 万，占比 1%。

分产品看：2023 年装饰板材 64.24 亿，同比+2.56%；品牌使用费（含易装）4.42 亿，同比+14%；柜类 17.1 亿，同比-3%；地板 3.76 亿，同比-1.63%；木门 0.21 亿，同比-7.44%。

门店新增：2023 年装饰材料门店共 3765 家，其中易装门店 909 家。

乡镇+线上是 2023 年渠道开拓亮点：(1) 落地乡镇渠道运营中心，乡镇店招商 744 家，完成乡镇店建设 627 家。(2) 到 2023 年底近 400 家专卖店实现新零售高质量运营，木作产品的线上市场逐渐培育成熟，公司顺势扩大线上模式，公司层面开展天猫、京东、抖音等电商、新媒体平台运营，为经销商引流、派单、广宣，经销商则上线新媒体运营，强化获客能力。(3) 经销商体系合作家具厂客户达 16000 多家 (2021-22 年为 5800、11000+)。(4) 家装公司渠道已开展 12 个核心城市的家装公司拓展计划。(5) 传统零售渠道，公司同时落地两个方向，一是外围布局空白市场，二是成熟市场板材店重装升级“板材定制+”门店。

缩短管理半径、垂直细分管理。公司在实行分公司运营模式的基础上，成立多个专业渠道运营中心，例如乡镇渠道运营中心、家具渠道运营中心、家装渠道运营中心，以及易装运营公司、工装运营公司。

更突出定制家居零售业务：围绕定制柜类、地板和木门等木作产品，实现营收 21.17 亿，同比微降 2.77%，其中兔宝宝全屋定制 5.96 亿、同比+15.5%，工程定制（裕丰汉唐）11.47 亿、同比-10.5%、净利润亏损近 5000 万。截至 2023 年底合计定制家居专卖店共 782 家（上年 773 家）。公司聚焦华东市场，沉淀零售核心竞争力，工程端继续以防范风险为首。

推荐
维持评级
当前价格：
10.70 元
相关研究

1.兔宝宝 (002043.SZ) 2023 年三季报点评：利润表现超预期，控费+现金流是亮点-2023/10/28

2.兔宝宝 (002043.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：渠道为王+定制发力，收入有望持续高增-2022/04/30

➤ **成本及毛利率表现:** 2023 年综合毛利率 18.42%，同比+0.24pct。按行业划分，装饰材料业务毛利率为 16.52%，同比+0.64pct；定制家居业务毛利率为 23.77%，同比-0.32pct。从产品角度，装饰材料毛利率 10.97%，同比+0.1pct；柜类产品 25.24%，同比-0.77pct。

➤ **期间费用表现:** 2023 年期间费用率 6.78%（上年同期 8.50%），销售费用率 3.26%，销售费用同比-9.8%，主因占比 47%的职工薪酬下降 15%；管理费用率 2.92%，管理费用同比-22.51%，主因职工薪酬同比减少 1330.72 万元，员工股权激励费用同比减少 6867.77 万元；财务费用为负、同比-184.52%，主因定增及业务现金流入，减少短期借款、利息减少，期末短期借款仅为 0.6 亿，年初 3.65 亿；长期借款 2022 年开始清零。资产负债率降为 47.56%，同比-5.29pct；研发费用率 0.77%、相对平稳。全年经营性净现金流 19.10 亿元，同比+104.6%，23Q4 经营性净现金流增加 10.36 亿元。

➤ **提高分红比例，地产链稀缺稳健的红利品种。**公司计划每 10 股派发 5.5 元现金红利，据此测算现金分红率约为 66%，股息率约 5.1%（根据 2024 年 4 月 25 日收盘价计算）。

➤ **一季报关注点包括:** 24Q1 收入增速 33.37%，主因今年 A 类模式同比更多（收入更大、B 类对应品牌费）。管理费用同比-25.22%，主因计提股权激励费用减少；财务费用同比减少 954.73 万元，减少 323.35%，主因利息收入增加、以及归还贷款利息减少；信用减值损失 2200 万元主因应收账款和其他应收款计提。单季经营性现金流净额-8.81 亿元，同比-8.02 亿元，主因购买商品货款账期到期支付所致。

➤ **投资建议:** 我们看好公司①发力乡镇+线上，开拓渠道布局；②板材+全屋定制，积极拓展产业链；③降本增效、资金管理下的高质量发展；④分红比例提高。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.00、9.20 和 10.20 亿元，现价对应 PE 分别为 11、10、9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；工程业务开展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,063	10,065	11,080	12,098
增长率（%）	1.6	11.1	10.1	9.2
归属母公司股东净利润（百万元）	689	800	920	1,020
增长率（%）	54.7	16.0	15.1	10.8
每股收益（元）	0.82	0.95	1.10	1.22
PE	12	11	10	9
PB	2.6	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,063	10,065	11,080	12,098
营业成本	7,394	8,211	9,036	9,862
营业税金及附加	44	55	55	60
销售费用	296	377	399	436
管理费用	265	377	399	423
研发费用	70	85	89	97
EBIT	830	1,009	1,158	1,280
财务费用	-15	-24	-20	-26
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	61	45	55	60
营业利润	901	1,078	1,232	1,366
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	908	1,078	1,232	1,366
所得税	197	253	283	314
净利润	710	824	949	1,052
归属于母公司净利润	689	800	920	1,020
EBITDA	929	1,120	1,282	1,407

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,252	1,841	2,329	2,841
应收账款及票据	1,170	1,461	1,608	1,756
预付款项	36	37	41	45
存货	435	539	593	648
其他流动资产	144	188	204	220
流动资产合计	4,037	4,066	4,775	5,509
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	478	689	696	701
无形资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,342	2,521	2,519	2,517
资产合计	6,379	6,587	7,295	8,026
短期借款	60	21	21	21
应付账款及票据	1,981	1,847	2,033	2,218
其他流动负债	922	1,040	1,141	1,243
流动负债合计	2,964	2,908	3,195	3,483
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	69	69	69
非流动负债合计	70	69	69	69
负债合计	3,034	2,977	3,264	3,552
股本	839	839	839	839
少数股东权益	138	162	191	222
股东权益合计	3,345	3,610	4,031	4,474
负债和股东权益合计	6,379	6,587	7,295	8,026

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.63	11.06	10.08	9.19
EBIT 增长率	17.97	21.63	14.73	10.60
净利润增长率	54.66	15.98	15.11	10.84
盈利能力 (%)				
毛利率	18.42	18.42	18.45	18.48
净利润率	7.61	7.94	8.31	8.43
总资产收益率 ROA	10.81	12.14	12.62	12.71
净资产收益率 ROE	21.50	23.19	23.97	23.99
偿债能力				
流动比率	1.36	1.40	1.49	1.58
速动比率	1.18	1.16	1.26	1.35
现金比率	0.76	0.63	0.73	0.82
资产负债率 (%)	47.56	45.19	44.75	44.26
经营效率				
应收账款周转天数	49.77	45.31	47.91	48.10
存货周转天数	23.47	21.35	22.56	22.65
总资产周转率	1.56	1.55	1.60	1.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.95	1.10	1.22
每股净资产	3.82	4.11	4.58	5.07
每股经营现金流	2.28	0.53	1.29	1.41
每股股利	0.55	0.63	0.72	0.80
估值分析				
PE	13	11	10	9
PB	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.59	7.13	6.23	5.67
股息收益率 (%)	5.14	5.89	6.78	7.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	710	824	949	1,052
折旧和摊销	100	111	124	127
营运资金变动	954	-444	66	66
经营活动现金流	1,910	443	1,086	1,187
资本开支	-103	-279	-91	-93
投资	108	0	0	0
投资活动现金流	28	-211	-35	-33
股权募资	463	0	0	0
债务募资	-336	-52	0	0
筹资活动现金流	-389	-644	-563	-643
现金净流量	1,552	-411	488	512

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026