

2024年04月26日
兔宝宝(002043.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他装饰材料

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

12.87元

股价(2024-04-25)

10.70元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 8,978.87 |
| 流通市值(百万元) | 7,807.64 |
| 总股本(百万股) | 839.15 |
| 流通股本(百万股) | 729.69 |
| 12个月价格区间 | 8.47/12.21元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-----|------|------|
| 相对收益 | 9.1 | 10.7 | 13.4 |
| 绝对收益 | 9.2 | 16.3 | 2.5 |

董文静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

陈依凡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122070023

chenyf4@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-----------------------------------|------------|
| Q3 营收恢复快速增长, 盈利能力和现金流改善显著 | 2023-10-27 |
| 行业需求影响营收增速, 毛利率和现金流改善显著 | 2023-08-29 |
| 疫情+减值拖累全年业绩, 本部业务维持韧性, 分红比例高达 95% | 2023-05-03 |
| 疫情+减值拖累业绩表现, 2023 年受益行业回暖轻装 | 2023-02-28 |

2023 年盈利能力/现金流大幅改善, 2024Q1 营收/业绩均表现亮眼

■ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年, 公司实现营业收入 90.63 亿元 (yoy+1.63%), 归母净利润 6.89 亿元 (yoy+54.66%), 扣非归母净利润 5.83 亿元 (yoy+68.30%)。2024 年一季度, 公司实现营业收入 14.83 亿元 (yoy+33.37%), 归母净利润 0.89 亿元 (yoy+18.81%), 扣非归母净利润 0.80 亿元 (yoy+38.34%)。2023 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元 (含税), 分红率为 66.10%, 股息率为 5.3% (以 4 月 26 日收盘价计算)。

■ **2023 年板材业务稳健发展, 零售家居快速增长, 归母业绩同比高增。** 2023 年公司实现营收 90.63 亿元 (yoy+1.63%), 其中 Q1-Q4 公司各季度营收分别同比-31.65%、+2.15%、+15.28%和+9.46%。分业务看, 1) **装饰材料:** 装饰材料业务营收 68.56 亿元 (yoy+3.23%), 板材 (折算后) 和其他装饰材料营收均保持稳健增长态势。其中板材产品收入为 44.34 亿元 (yoy-1.08%), 板材品牌使用费 (含易装) 4.32 亿元 (yoy+14.32%), 若将品牌使用费进行折算, 公司板材业务 A+B 类折算后营收同比+8.6%; 其他装饰材料 19.90 亿元 (yoy+11.71%)。2) **定制家居:** 定制家居营收 21.17 亿元 (yoy-2.77%), 其中全屋定制收入 5.96 亿元 (yoy+15.48%), 地板 3.76 亿元 (yoy-1.63%), 木门 0.21 亿元 (-7.44%), 工程端裕丰汉唐 11.47 亿元 (yoy-10.50%), **零售端全屋定制营收实现快速增长, 工程端裕丰汉唐营收下滑幅度较大拖累定制家居板块营收增速。** 期内, 公司归母净利润 6.89 亿元, 同比高增 54.66%, 或主要系公司毛利率提升、费用率下降 (股份支付费用减少)、资产减值大幅减少 (商誉减值减少) 和投资收益增加所致。

■ **2023 年盈利能力提升, 期间费用率控制有效, 经营性现金流大幅改善。** 从毛利率来看, 2023 年公司综合毛利率为 18.42%, 同比+0.24pct, 主要由于装饰材料业务费毛利率同比提升 0.64pct 至 16.52%, 定制家居业务毛利率有所下滑, 为 23.77% (同比-0.32pct)。从费用率看, 期内公司期间费用率为 6.78%, 同比下降 1.72pct, 其中销售/管理/财务费用率分别 yoy-0.41pct/-0.91pct/-0.37pct, 期内公司管理费用同比减少 22.51%, 主要系当年职工薪酬和股权激励费用分别同比减少 1331 万元和 6868 万元; 财务费用同比减少 184.52%, 主要系期内公司定增及经营性现金流入增加, 利息收入增加所致。从减值看, 期内公司资产减值大幅减少, 针对青岛裕丰部分地产客户的应收逾期情况, 期内

公司计提信用减值损失 2.24 亿元（同比+1792 万元）；期内公司资产减值 1216 万元（同比-1.22 亿元），主要系商誉减值同比减少；期内公司投资收益为 6066 万元（同比+2927 万元）。得益于毛利率提升、费用率下降、资产减值减少和投资收益增加，期内公司销售净利率为 7.84%，同比大幅提升 2.66pct。从现金流看，期内公司经营性现金流为 19.10 亿元，同比高增 104.63%，主要系公司加强营运资金管控，销售商品、提供劳务收到的现金增加 6.4 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金减少 2.4 亿元所致。

上阵

Q3 整体营收/业绩承压，本 2022-10-31
部扣非业绩实现正向增长

2024Q1 装饰材料营收同比高增，2024Q1 营收/业绩均表现亮眼。

2024Q1 公司实现营业收入 14.83 亿元（yoy+33.37%），归母净利润 0.89 亿元（yoy+18.81%），扣非归母净利润 0.80 亿元（yoy+38.34%）。Q1 营收同比高增主要由于在去年同期低基数基础上，装饰材料业务收入同比增长 36.1%所致，其中板块 A 类销售增速或较快。期内，公司毛利率为 17.86%（同比-4.88pct），主要由于 23Q1 业务结构调整，当期毛利率较高（为自 2015-2024 年同期最高值 22.75%）。期内，公司期间费用率为 8.64%（同比-4.74pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.63pct/-3.02pct/-0.71pct/-0.38pct，管理费用率下滑较多或由于公司股权激励费用减少所致。期内，公司非经常性损益为 817 万元，同比减少 826 万元，剔除此项影响，公司扣非归母业绩同比高增 38.34%，体现主营业务业绩的快速成长。

目 装饰材料多渠道运营，定制家居结构持续优化，高端板材龙头

成长可期。1) **装饰材料**：公司作为装饰板材领域领军企业，品牌影响力突出，坚持多渠道运营，加速拓展渠道客户。①在传统零售渠道，加快外围地区空白市场覆盖，成立乡镇渠道运营中心，加速推进乡镇市场布局。2023 年，装饰材料业务完成乡镇店招商 744 家，完成乡镇店建设 627 家。截至 2023 末，公司装饰材料门店共 3765 家，其中易装门店 909 家。②家具厂，公司大力推动经销商与家具厂合作，快速抢占市场份额，截至 2023 年末，公司经销商体系合作家具厂客户达 1.6 万多家。③家装公司，针对各类型家装公司，公司推出易企装及易装定制等多种合作模式，力争和全国 TOP50 家装龙头企业达成战略合作。2) **定制家居**：零售端立足华东优势地区，坚持产品中高端定位，打造区域性强势品牌，截至 2023 末，公司定制家居专卖店共 782 家，其中家居综合店 350 家（含全屋定制 257 家），全屋定制 203 家，地板店 157 家，木门店 72 家。工程端以控规模降风险为主，将业务重点聚焦央国企客户，同时积极发展工程代理业务，预计后续对公司的影响逐步减弱。

目 **盈利预测和投资建议**：公司作为高端零售板材龙头，现金流表现亮眼，分红比例和股息率高，在 C 端优势渠道加大乡镇市场拓展，并大力拓展小 B 渠道，定制家居业务结构持续优化，中长期

成长可期。预计 2024-2026 年公司分别实现营业收入 99.10 亿元、108.90 亿元和 119.74 亿元，分别同比增长 10.31%、9.91%和 9.22%，实现归母净利润 6.95 亿元、8.50 亿元和 9.74 亿元，分别同比增长 6.62%、16.70%和 15.03%，动态 PE 分别为 12.9 倍、10.6 倍和 9.2 倍，维持“买入-A”评级，给予目标价 12.87 元，对应 2024 年 PE 为 15.5 倍。

目 风险提示：下游需求不及预期；渠道拓展不及预期，市场开拓拓展不及预期；产品升级不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨等。

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入 | 8,917.4 | 9,062.9 | 9,910.4 | 10,889.8 | 11,973.6 |
| 净利润 | 445.4 | 689.4 | 695.2 | 849.5 | 974.2 |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.82 | 0.83 | 1.01 | 1.16 |
| 每股净资产(元) | 2.80 | 3.82 | 4.22 | 4.48 | 4.71 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|--------|----------|---------|
| 市盈率(倍) | 20.2 | 13.0 | 12.9 | 10.6 | 9.2 |
| 市净率(倍) | 3.8 | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 2.3 |
| 净利润率 | 5.0% | 7.6% | 7.0% | 7.8% | 8.1% |
| 净资产收益率 | 19.0% | 21.5% | 19.6% | 22.6% | 24.7% |
| 股息收益率 | 4.7% | 0.0% | 5.4% | 7.1% | 8.7% |
| ROIC | 27.6% | 55.3% | 336.6% | 1,140.4% | -746.1% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034