

# 兔宝宝 (002043.SZ)

买入

## 2023 年报及 2024 一季报点评：业绩高于预告中值，高分红价值凸显

### 核心观点

**全年业绩高于预告中值，Q1 营收增长显著。**2023 年公司实现营收 90.6 亿元，同比+1.63%，归母净利润 6.9 亿元，同比+54.7%，扣非归母净利润 5.8 亿元，同比+68.3%，EPS 为 0.84 元/股，高于此前业绩预告中值，收入总体稳健，装饰材料业务和全屋定制业务同比均有一定增长，同时资产减值损失同比减少 1.2 亿元，业绩端进一步改善，并拟 10 派 5.5 元（含税），分红率 66.1%，同时公告 2024 年中期分红规划。2024Q1 实现营收 14.8 亿元，同比+33.4%，归母净利润 8.9 亿元，同比+18.8%，扣非归母净利润 8.0 亿元，同比+38.3%，收入增长明显主因 A 类收入占比提升。

**板材加速乡镇下沉和小 B 渠道拓展，全屋定制逆势增长。**分业务和产品看，2023 年公司装饰材料/定制家居业务分别实现营收 68.56/21.17 亿元，同比+3.2%/-2.8%，其中装饰材料业务中板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 44.34/4.32/19.9 亿元，同比-1.1%/+14.3%/+11.7%；定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 5.96/11.47 亿元，同比+15.5%/-10.5%，全屋定制继续逆势增长，同时公告拟购买原本全屋定制业务生产租用厂房，更好布局全屋定制生产制造，提升综合竞争力。

**费用率优化明显，付款节奏集中支付影响 Q1 现金流。**2023 综合毛利率 18.4%，同比+0.24pp，期间费用率 6.8%，同比-1.7pp，其中销售/管理/财务/研发费用率-0.4pp/-0.9pp/-0.4pp/-0.03pp，管理费用率降低主因加强内部成本费用管控职工薪酬同比减少 0.13 亿元，同时股权激励费用同比减少 0.69 亿元，财务费用率降低主因短期借款同比减少对应利息支出减少。2023 经营性现金流净额 19.1 亿元，同比+104.6%，报告期加强营运资产管控，现金流同比大幅提升。2024Q1 毛利率 17.9%，同比-4.9pp/环比+0.2pp，期间费用率 8.6%，同比-4.7pp/环比+4.7pp，毛利率和费用率同比变动主因 AB 类收入结构影响，2024Q1 经营性现金流净额-8.8 亿元，上年同期-0.8 亿元，主因付款节奏影响集中支付导致。

**风险提示：**地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；渠道拓展不及预期

**投资建议：**多渠道稳步开拓，高分红价值凸显，维持“买入”评级

公司加速渠道下沉，大力拓展家具厂和家装公司等小 B 渠道，多渠道布局持续完善，看好外围区域稳步拓展以及小 B 渠道对板材业务的拉动，以及依托板材优势定制家居业务的突破成长。同时，公司发布未来 3 年股东回报规划，现金分红率不低于 50%，凸显股东回报优势。预计 24-26 年 EPS 为 0.90/1.03/1.17 元/股，对应 PE 为 11.8/10.3/9.1x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,917	9,063	9,992	10,795	11,615
(+/-%)	-5.4%	1.6%	10.3%	8.0%	7.6%
净利润(百万元)	445	689	759	869	980
(+/-%)	-37.4%	54.8%	10.1%	14.5%	12.8%
每股收益(元)	0.53	0.82	0.90	1.03	1.17
EBIT Margin	9.5%	11.0%	10.9%	11.1%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	21.5%	21.5%	22.8%	23.5%
市盈率 (PE)	20.1	13.0	11.8	10.3	9.1
EV/EBITDA	12.9	11.3	10.7	9.8	9.1
市净率 (PB)	3.81	2.79	2.54	2.35	2.14

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：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

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	10.66 元
总市值/流通市值	8945/7778 百万元
52 周最高价/最低价	12.81/8.40 元
近 3 个月日均成交额	149.60 百万元

#### 市场走势



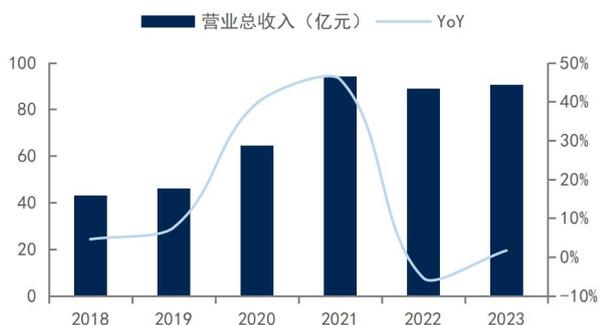
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《兔宝宝 (002043.SZ)——2023 年中报点评-上半年归母净利润同比+8.3%，现金流大幅改善》——2023-08-31
- 《兔宝宝 (002043.SZ)——2022 年报及 2023 一季报点评：工程业务拖累短期业绩，转型升级成长可期》——2023-05-03
- 《兔宝宝 (002043.SZ)——2022 年三季报点评：多因素影响短期业绩，经营质量稳健》——2022-10-28
- 《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》——2022-08-26
- 《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

**全年业绩高于预告中值，Q1 营收增长显著。**2023 年公司实现营收 90.6 亿元，同比+1.63%，归母净利润 6.9 亿元，同比+54.7%，扣非归母净利润 5.8 亿元，同比+68.3%，EPS 为 0.84 元/股，高于此前业绩预告中值（归母净利润 6.1-7.1 亿元，扣非归母净利润 5.0-6.0 亿元），收入总体稳健，装饰材料业务和全屋定制业务同比均有一定增长，同时资产减值损失同比减少 1.2 亿元，业绩端进一步改善（上年同期计提裕丰汉唐商誉减值 1.18 亿元），并拟 10 派 5.5 元（含税），分红率 66.1%，同时公告 2024 年中期分红规划。2024Q1 实现营收 14.8 亿元，同比+33.4%，归母净利润 8.9 亿元，同比+18.8%，扣非归母净利润 8.0 亿元，同比+38.3%，收入增长明显主因 A 类收入占比提升。

图1: 兔宝宝营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



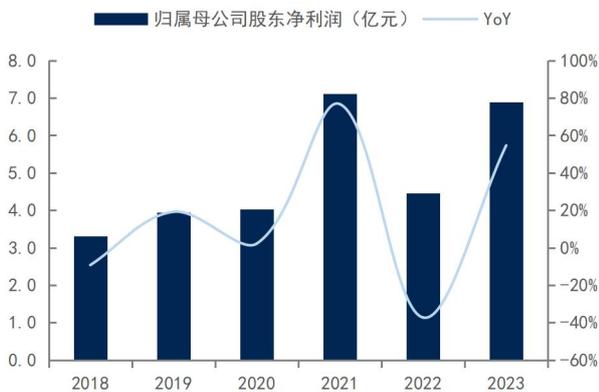
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 兔宝宝单季营业收入及同比增速（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同比增速（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同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

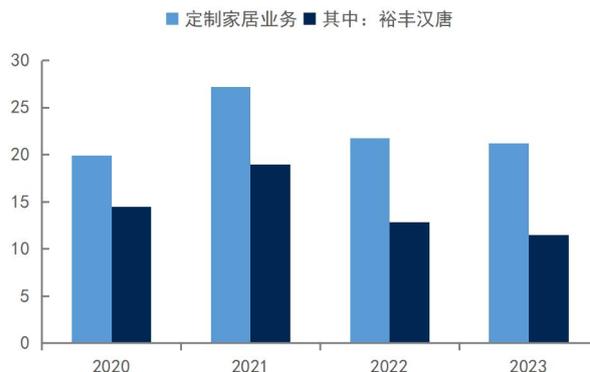
**板材加速乡镇下沉和小 B 渠道拓展，全屋定制逆势增长。**分业务和产品看，2023 年公司装饰材料/定制家居业务分别实现营收 68.56/21.17 亿元，同比+3.2%/-2.8%，其中装饰材料业务中板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 44.34/4.32/19.9 亿元，同比-1.1%/+14.3%/+11.7%；定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 5.96/11.47 亿元，同比+15.5%/-10.5%，全屋定制继续逆势增长，同时公告拟购买原本全屋定制业务生产租用厂房，更好布局全屋定制生产制造，提升综合竞争力。

图5: 兔宝宝装是材料业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

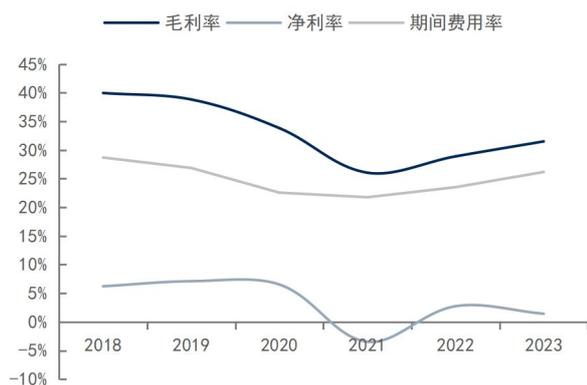
图6: 兔宝宝定制家居业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

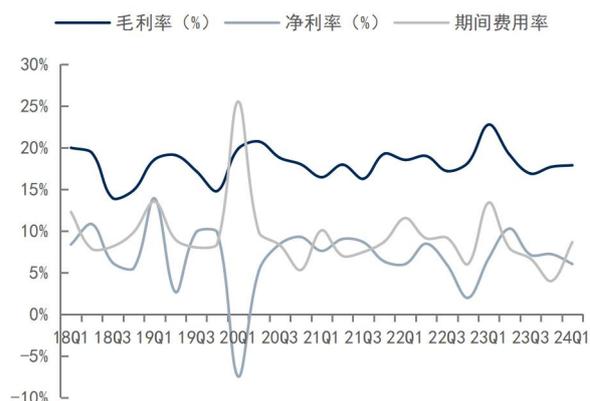
**费用率优化明显, 付款节奏集中支付影响 Q1 现金流。**2023 年综合毛利率 18.4%, 同比+0.24pp, 其中装饰材料/定制家居业务分别为 16.5%/23.8%, 同比+0.6pp/-0.3pp, 期间费用率 6.8%, 同比-1.7pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率-0.4pp/-0.9pp/-0.4pp/-0.03pp, 管理费用率降低主因加强内部成本费用管控职工薪酬同比减少 0.13 亿元, 同时股权激励费用同比减少 0.69 亿元, 财务费用率降低主因短期借款同比减少对应利息支出减少。2023 经营性现金流净额 19.1 亿元, 同比+104.6%, 收现比/付现比 1.06/0.9, 上年同期 1.0/0.94, 报告期加强营运资产管控, 现金流同比大幅提升, 截至 2023 末应收票据及账款+应收款项融资+其他应收款+合同资产合计 13.0 亿元, 同比-18.3%。2024Q1 毛利率 17.9%, 同比-4.9pp/环比+0.2pp, 期间费用率 8.6%, 同比-4.7pp/环比+4.7pp, 毛利率和费用率同比变动主因 AB 类收入结构影响, 2024Q1 经营性现金流净额-8.8 亿元, 上年同期-0.8 亿元, 主因付款节奏影响集中支付导致。

图7: 兔宝宝毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



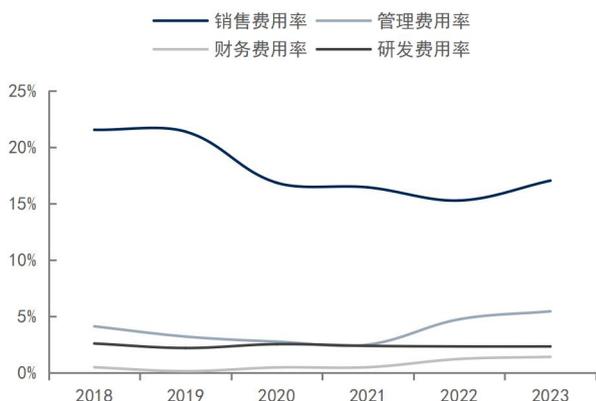
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 兔宝宝单季度毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



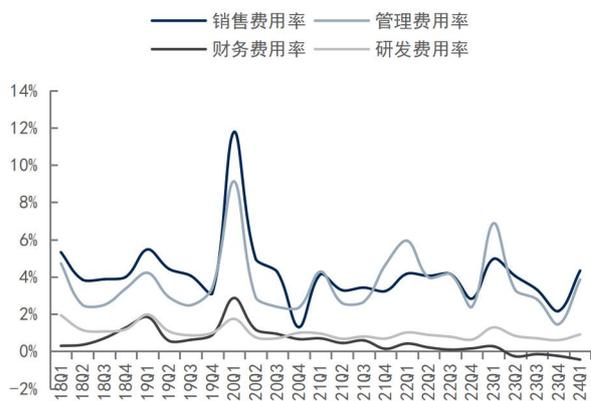
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：兔宝宝销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：兔宝宝单季度销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：兔宝宝经营性现金流净额及增速（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12：兔宝宝单季经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：多渠道稳步开拓，高分红价值凸显，维持“买入”评级。**公司加速渠道下沉，大力拓展家具厂和家装公司等小B渠道，多渠道布局持续完善，报告期完成乡镇店招商 744 家，建设 627 家，合作家具厂客户达 16000 多家，看好外围区域稳步拓展以及小B渠道对板材业务的拉动，以及依托板材优势定制家居业务的突破成长。同时，公司发布未来 3 年股东回报规划，现金分红率不低于 50%，凸显股东回报优势。预计 24-26 年 EPS 为 0.90/1.03/1.17 元/股，对应 PE 为 11.8/10.3/9.1x，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	693	2252	2346	2607	3157	营业收入	8917	9063	9992	10795	11615
应收款项	1515	1239	1462	1500	1614	营业成本	7296	7394	8144	8776	9408
存货净额	529	435	492	503	539	营业税金及附加	35	44	50	54	58
其他流动资产	151	111	500	540	465	销售费用	328	296	350	378	395
<b>流动资产合计</b>	<b>2888</b>	<b>4037</b>	<b>4799</b>	<b>5150</b>	<b>5775</b>	管理费用	341	265	284	306	329
固定资产	566	511	578	647	701	研发费用	71	70	80	86	93
无形资产及其他	100	95	141	187	241	财务费用	18	(15)	(32)	(34)	(40)
投资性房地产	1686	1733	1733	1733	1733	投资收益	31	61	50	50	50
长期股权投资	17	4	9	14	19	资产减值及公允价值变动	(127)	(13)	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>5256</b>	<b>6379</b>	<b>7260</b>	<b>7730</b>	<b>8468</b>	其他收入	(202)	(227)	(260)	(236)	(243)
短期借款及交易性金融负债	393	81	100	105	110	营业利润	602	901	967	1108	1252
应付款项	1327	1981	2068	2338	2505	营业外净收支	10	7	10	10	10
其他流动负债	972	902	1355	1265	1459	<b>利润总额</b>	<b>612</b>	<b>908</b>	<b>977</b>	<b>1118</b>	<b>1262</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2692</b>	<b>2964</b>	<b>3523</b>	<b>3708</b>	<b>4074</b>	所得税费用	150	197	195	224	252
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	16	21	23	26	29
其他长期负债	86	70	49	31	11	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>445</b>	<b>689</b>	<b>759</b>	<b>869</b>	<b>980</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>86</b>	<b>70</b>	<b>49</b>	<b>31</b>	<b>11</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2778</b>	<b>3034</b>	<b>3572</b>	<b>3739</b>	<b>4085</b>	净利润	445	689	759	869	980
少数股东权益	131	138	158	181	208	资产减值准备	207	(104)	35	21	23
股东权益	2347	3207	3529	3810	4175	折旧摊销	63	62	82	94	107
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5256</b>	<b>6379</b>	<b>7260</b>	<b>7730</b>	<b>8468</b>	公允价值变动损失	127	13	20	20	20
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	18	(15)	(32)	(34)	(40)
每股收益	0.53	0.82	0.90	1.03	1.17	营运资本变动	578	827	(114)	92	289
每股红利	0.44	0.52	0.52	0.70	0.73	其它	(204)	111	(14)	3	3
每股净资产	2.80	3.82	4.20	4.54	4.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>1216</b>	<b>1600</b>	<b>767</b>	<b>1099</b>	<b>1422</b>
ROIC	21%	26%	26%	28%	31%	资本开支	0	122	(250)	(250)	(258)
ROE	19%	21%	22%	23%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	18%	18%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>20</b>	<b>136</b>	<b>(255)</b>	<b>(255)</b>	<b>(262)</b>
EBIT Margin	9%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	10	463	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	(60)	0	0	0	0
收入增长	-5%	2%	10%	8%	8%	支付股利、利息	(367)	(435)	(437)	(588)	(615)
净利润增长率	-37%	55%	10%	14%	13%	其它融资现金流	(302)	230	19	5	5
资产负债率	55%	50%	51%	51%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1147)</b>	<b>(176)</b>	<b>(418)</b>	<b>(583)</b>	<b>(610)</b>
股息率	4.1%	4.9%	4.9%	6.6%	6.9%	<b>现金净变动</b>	<b>89</b>	<b>1559</b>	<b>94</b>	<b>261</b>	<b>550</b>
P/E	20.1	13.0	11.8	10.3	9.1	货币资金的期初余额	604	693	2252	2346	2607
P/B	3.8	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	693	2252	2346	2607	3157
EV/EBITDA	12.9	11.3	10.7	9.8	9.1	企业自由现金流	0	1791	586	892	1204
						权益自由现金流	0	2021	631	925	1241

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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提及的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