



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：9.20

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

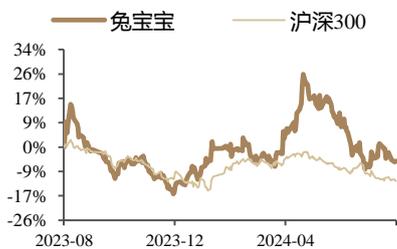
王逸枫

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(%)	0.99	-15.13	-18.69
相对涨幅(%)	4.04	-10.10	-10.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《兔宝宝(002043.SZ)：板材主业经营稳健，24Q1零售表现较优》，2024.4.25
- 《【德邦建材】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》，2024.1.30
- 《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)：24H1板材业务收入增速维持高韧性，费用率改善明显

投资要点

● **事件**：2024年8月27日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约39.08亿元，同比+19.77%，归母净利润约2.44亿元，同比-15.43%，扣非归母净利润约2.35亿元，同比+7.47%。单季度来看，24Q2公司实现营收约24.25亿元，同比+12.74%，实现归母净利润约1.56亿元，同比-27.34%，实现扣非归母净利润约1.54亿元，同比-3.72%。同时公司中期分红预案为拟每10股派发现金红利2.8元(含税)，合计分红2.30亿元，占当期归母净利润的94.21%。

● **装饰材料收入维持高增，定制家居收入小幅下降**。24年上半年，在面临国内家装需求不足及市场竞争加剧的局面下，公司团队扎实推进各项业务发展目标，保持稳健发展，24H1装饰材料业务/定制家居业务实现营收约32.82/5.94亿元，同比+29.01%/-11.41%，毛利率约16.74%/20.71%，同比-3.06/-0.33pct。

1) **装饰材料业务持续推动多渠道运营**：24H1公司装饰材料业务下板材产品收入约21.46亿，同比+41.45%，板材品牌使用费收入(含易装品牌使用费)约2.19亿元，同比-11.59%，其他装饰材料收入约9.16亿元，同比+17.71%。公司在传统零售渠道加速推进渠道下沉和密集分销，重点开发和精耕乡镇市场，24H1公司完成乡镇店招商742家，完成乡镇店建设421家，截至24H1公司装饰材料门店共4322家，其中乡镇店1168家，易装门店914家。此外公司持续加强小B端开发，家具厂、家装公司、工装业务等渠道稳健增长。

2) **定制家居业务本部稳健增长，青岛裕丰汉唐拖累较大**：24H1零售板块全屋定制业务实现收入约3亿元，同比+22.04%，坚持中高端定位，以优质四大基材为核心，并立足华东区域打造区域性强势品牌，24H1公司定制家居专卖店共800家，其中家居综合店340家(其中含全屋定制252家)，全屋定制248家，地板店143家，木门店69家；工程定制业务的青岛裕丰汉唐24H1实现收入约1.34亿元，同比-48.63%，经营策略以持续控规模降风险，聚焦优质地产客户为基调，并发展工程代理业务，借助兔宝宝渠道优势提升工程代理商收入占比。

● **控费卓有成效，减值损失增加**。24H1公司费用率约6.95%，同比-2.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.88%/2.82%/0.74%/-0.50%，分别同比-0.47/-1.69/-0.24/-0.41pct。24H1公司管理费用率下降明显，主要系股权激励费用减少；财务费用率下降主要系利息支出同比减少，利息收入同比增加所致。尽管费用率下降较多，但公司24H1信用及资产减值损失合计约0.79亿元，同比+264.11%，或主要系子公司青岛裕丰汉唐各类应收款项减值。叠加23H1较高的非经常性收益基数，公司24H1归母净利润同比-15.43%至2.44亿元，归母净利润率6.25%，同比-2.60pct；扣除非经常性损益因素后，扣非归母净利润同比+7.47%至2.35亿元，扣非归母净利润率6.00%，同比-0.69pct。

● **新零售模式加速建设，助力门店业务平稳发展**。为迎合流量线上化以及年轻消费者购买习惯的变化，公司新零售中心持续赋能经销门店转型新零售营销模式，与公司共同构建1+N的新零售矩阵，开展天猫、京东、抖音等电商、新媒体平台运营，为经销门店提供业务派单和品牌推广赋能。截至24H1，已共有2000多家门店实现新零售业务模式导入，其中有500多家门店已实现新零售高质量运营，较23年末增加100家。我们认为，公司加速建设新零售模式，有利于通过线上运营实现同城引流获客，助力门店业务平稳发展。

- 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。我们维持此前盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 7.77、8.87 和 10.30 亿元，现价对应 PE 分别为 9.94、8.71 和 7.50 倍，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					
总股本(百万股):	832.06		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	733.47	营业收入(百万元)	8,917	9,063	10,200	11,598	13,198
52 周内股价区间(元):	8.02-12.41	(+/-)YOY(%)	-5.4%	1.6%	12.5%	13.7%	13.8%
总市值(百万元):	7,654.94	净利润(百万元)	446	689	777	887	1,030
总资产(百万元):	5,804.04	(+/-)YOY(%)	-37.4%	54.7%	12.8%	14.1%	16.2%
每股净资产(元):	3.50	全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.84	0.93	1.06	1.23
资料来源:公司公告		毛利率(%)	18.2%	18.4%	18.7%	19.1%	19.5%
		净资产收益率(%)	19.0%	21.5%	22.6%	23.9%	25.7%

资料来源:公司年报(2022-2023),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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.93	1.06	1.23
每股净资产	3.82	4.10	4.41	4.78
每股经营现金流	2.27	1.12	1.26	1.48
每股股利	0.55	0.65	0.74	0.86
价值评估(倍)				
P/E	10.55	9.94	8.71	7.50
P/B	2.32	2.25	2.08	1.92
P/S	0.85	0.76	0.67	0.58
EV/EBITDA	5.70	4.83	4.04	3.19
股息率%	6.2%	7.0%	8.0%	9.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.4%	18.7%	19.1%	19.5%
净利润率	7.6%	7.6%	7.6%	7.8%
净资产收益率	21.5%	22.6%	23.9%	25.7%
资产回报率	10.8%	10.8%	11.1%	11.7%
投资回报率	18.8%	21.2%	21.6%	23.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.6%	12.5%	13.7%	13.8%
EBIT 增长率	18.0%	24.2%	9.5%	15.4%
净利润增长率	54.7%	12.8%	14.1%	16.2%
偿债能力指标				
资产负债率	47.6%	50.4%	51.5%	52.5%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
现金比率	0.8	0.7	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.5	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	21.5	25.0	25.0	25.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5
固定资产周转率	19.0	19.4	21.2	23.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	689	777	887	1,030
少数股东损益	21	8	9	10
非现金支出	336	167	173	182
非经营收益	-90	-29	-45	-50
营运资金变动	954	20	33	70
经营活动现金流	1,910	944	1,056	1,243
资产	-103	-118	-105	-105
投资	108	0	0	0
其他	24	33	35	40
投资活动现金流	28	-85	-70	-66
债权募资	-336	-5	0	0
股权募资	463	0	0	0
其他	-516	-548	-625	-725
融资活动现金流	-389	-554	-625	-725
现金净流量	1,552	305	361	452

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,063	10,200	11,598	13,198
营业成本	7,394	8,292	9,386	10,629
毛利率%	18.4%	18.7%	19.1%	19.5%
营业税金及附加	44	41	46	53
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	296	408	580	726
营业费用率%	3.3%	4.0%	5.0%	5.5%
管理费用	265	357	376	396
管理费用率%	2.9%	3.5%	3.2%	3.0%
研发费用	70	71	81	92
研发费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	830	1,031	1,128	1,302
财务费用	-15	-8	-10	-12
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-12	-5	-5	-5
投资收益	61	31	35	40
营业利润	901	1,031	1,164	1,355
营业外收支	7	2	15	15
利润总额	908	1,033	1,179	1,369
EBITDA	929	1,093	1,216	1,399
所得税	197	248	283	329
有效所得税率%	21.7%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	21	8	9	10
归属母公司所有者净利润	689	777	887	1,030

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,252	2,557	2,918	3,370
应收账款及应收票据	1,170	1,507	1,755	2,004
存货	435	563	638	723
其它流动资产	180	201	219	251
流动资产合计	4,037	4,828	5,530	6,348
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	478	526	548	561
在建工程	33	43	53	63
无形资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,342	2,397	2,429	2,453
资产总计	6,379	7,226	7,959	8,801
短期借款	60	60	60	60
应付票据及应付账款	1,981	2,408	2,726	3,087
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	922	1,107	1,248	1,409
流动负债合计	2,964	3,575	4,034	4,556
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	70	65	65	65
非流动负债合计	70	65	65	65
负债总计	3,034	3,640	4,098	4,620
实收资本	839	839	839	839
普通股股东权益	3,207	3,440	3,706	4,015
少数股东权益	138	145	154	165
负债和所有者权益合计	6,379	7,226	7,959	8,801

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。