

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

买入

核心观点

Q2 收入小幅增长，投资收益增厚业绩。2023H1 公司实现营收 32.6 亿元，同比-12.6%，归母净利润 2.9 亿元，同比+8.3%，扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+1.9%，EPS 为 0.35 元/股；其中 Q2 单季度营收 21.5 亿元，同比+2.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比+24.7%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+17.0%。收入有所承压主要受地产需求持续低迷影响，报告期投资收益 4792 万元主因转让江苏德华兔宝宝、德兴兔宝宝两家子公司股权收益及债务重组收益贡献，剔除投资收益影响 2023H1 归母净利润同比-3.8%，Q2 单季度同比+3.6%。

板材业务加快下沉和小 B 渠道拓展，全屋定制逆势增长。2023H1 装饰材料/定制家居业务分别实现营收 25.4/6.7 亿元，同比-11.2%/-19.2%，其中装饰材料业务中的板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 15.0/2.5/7.9 亿元，同比-20.0%/+28.1%/+0.3%，品牌使用费大幅提升主因加快外围区域空白市场拓展，不断下沉至县级市场和乡镇市场，同时大力拓展家具厂渠道，截至 2023H1 合作家具厂客户达 14000 多家；定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 2.46/2.53 亿元，同比+17.54%/-43.93%，全屋定制逆势增长，裕丰汉唐同比继续下降，主因公司控制风险主动缩减地产精装定制业务规模。

盈利能力同比提升，现金流大幅改善。2023H1 综合毛利率 20.4%，同比+1.6pp，其中装饰材料/定制家居业务分别为 19.8%/21.0%，同比+3.1pp/-3.3pp，期间费用率 9.8%，同比-0.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率+0.26pp/-0.31pp/-0.39pp/+0.05pp，管理费用率降低主因加强内部成本费用管控职工薪酬减少，同时股权激励费用同比减少，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。2023H1 经营性现金流净额 5.0 亿元，上年同期-0.12 亿元，收现比/付现比 1.08/0.92，上年同期 0.99/0.96，主因公司加强营运资金管控，截至 2023H1 应收票据及账款 12.3 亿元，同比-14.7%，合同资产 0.58 亿元，同比-23.6%，应付票据及账款 14.0 亿元，同比+11.8%。

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：多渠道策略持续推进，转型升级加速，维持“买入”评级

公司作为板材龙头，品牌、产品、供应链等优势明显，并加速渠道下沉，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，以及依托板材优势下定制家居业务的持续增长。考虑到地产需求低迷，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 0.83/1.02/1.20 元/股（前值 0.84/1.10/1.31 元/股），对应 PE 为 13.2/10.9/9.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,426	8,917	9,073	10,271	11,350
(+/-%)	45.8%	-5.4%	1.8%	13.2%	10.5%
净利润(百万元)	712	445	700	853	1004
(+/-%)	76.7%	-37.4%	57.2%	21.9%	17.6%
每股收益(元)	0.85	0.53	0.83	1.02	1.20
EBIT Margin	9.7%	9.5%	11.2%	11.9%	12.5%
净资产收益率(ROE)	33.4%	19.0%	26.4%	28.2%	29.7%
市盈率(PE)	13.0	20.8	13.2	10.9	9.2
EV/EBITDA	13.0	13.2	11.1	9.5	8.6
市净率(PB)	4.35	3.95	3.50	3.06	2.74

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：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

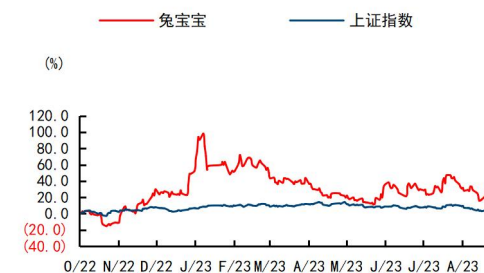
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.04 元
总市值/流通市值	9271/7637 百万元
52 周最高价/最低价	18.59/7.24 元
近 3 个月日均成交额	448.79 百万元

市场走势



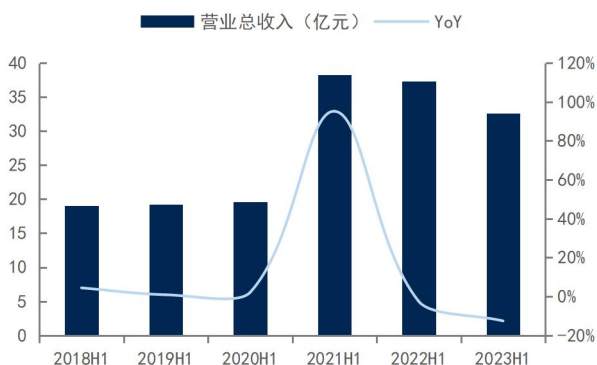
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兔宝宝（002043.SZ）-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

Q2 收入小幅增长，投资收益增厚业绩。2023H1 公司实现营收 32.6 亿元，同比-12.6%，归母净利润 2.9 亿元，同比+8.3%，扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+1.9%，EPS 为 0.35 元/股；其中 Q2 单季度营收 21.5 亿元，同比+2.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比+24.7%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+17.0%。收入有所承压主要受地产需求持续低迷影响，报告期投资收益 4792 万元主因转让江苏德华兔宝宝、德兴兔宝宝两家子公司股权收益及债务重组收益贡献，剔除投资收益影响 2023H1 归母净利润同比-3.8%，Q2 单季度同比+3.6%。

图1：兔宝宝营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



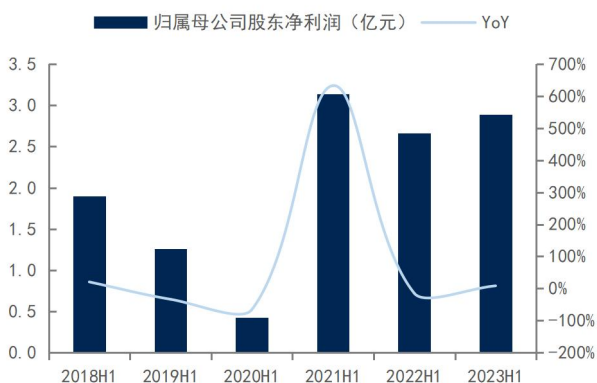
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

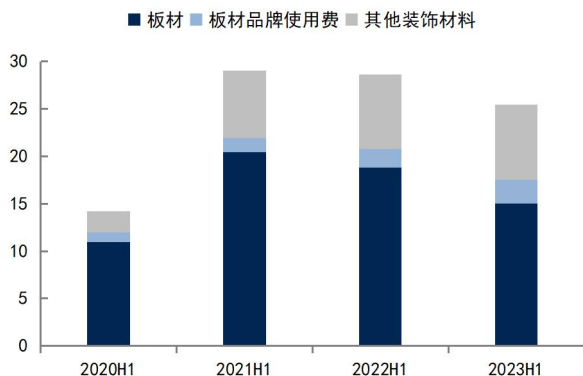
图4：兔宝宝单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

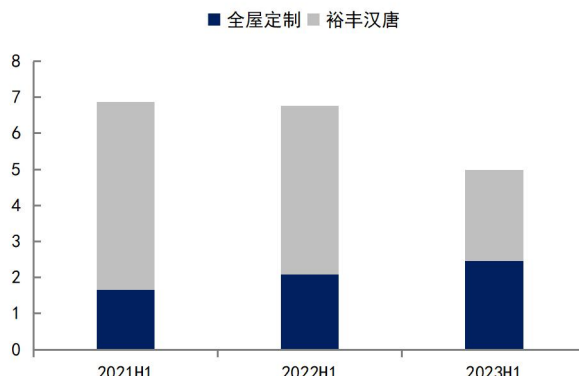
板材业务加快下沉和小B渠道拓展，全屋定制逆势增长。2023H1 装饰材料/定制家居业务分别实现营收 25.4/6.7 亿元，同比-11.2%/-19.2%，其中装饰材料业务中的板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 15.0/2.5/7.9 亿元，同比-20.0%/+28.1%/+0.3%，品牌使用费大幅提升主因加快外围区域空白市场拓展，不断下沉至县级市场和乡镇市场，同时大力拓展家具厂渠道，截至 2023H1 合作家具厂客户达 14000 多家；定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 2.46/2.53 亿元，同比+17.54%/-43.93%，全屋定制逆势增长，裕丰汉唐同比继续下降，主因公司控制风险主动缩减地产精装定制业务规模。

图5: 兔宝宝装饰材料业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

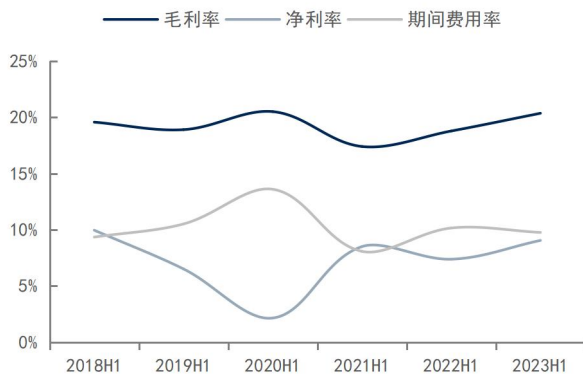
图6: 兔宝宝定制家居业务收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

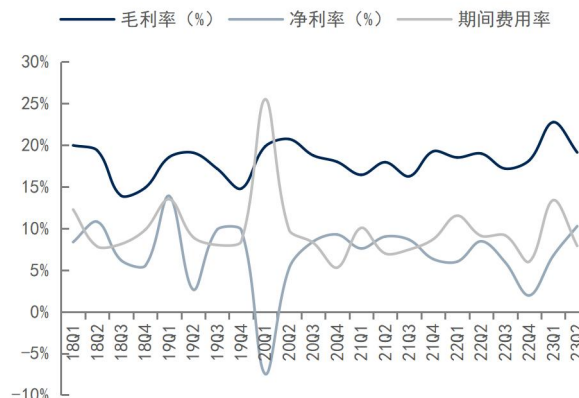
盈利能力同比提升，现金流大幅改善。2023H1 综合毛利率 20.4%，同比+1.6pp，其中装饰材料/定制家居业务分别为 19.8%/21.0%，同比+3.1pp/-3.3pp，期间费用率 9.8%，同比 -0.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率 +0.26pp/-0.31pp/-0.39pp/+0.05pp，管理费用率降低主因加强内部成本费用管控职工薪酬减少，同时股权激励费用同比减少，财务费用率降低主因短期借款同比减少对应利息支出减少。2023H1 经营性现金流净额 5.0 亿元，上年同期-0.12 亿元，收现比/付现比 1.08/0.92，上年同期 0.99/0.96，主因公司加强营运资金管控，截至 2023H1 应收票据及账款 12.3 亿元，同比-14.7%，合同资产 0.58 亿元，同比-23.6%，应付票据及账款 14.0 亿元，同比+11.8%。

图7: 兔宝宝毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



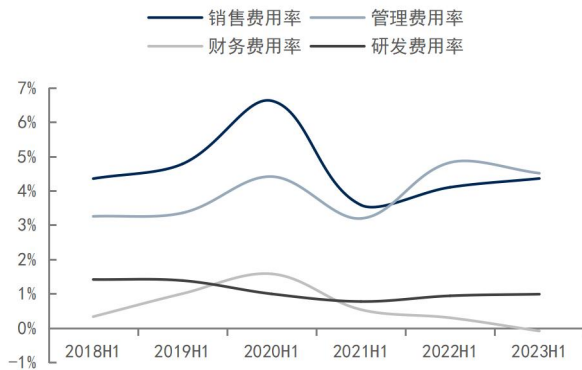
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 兔宝宝单季度毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



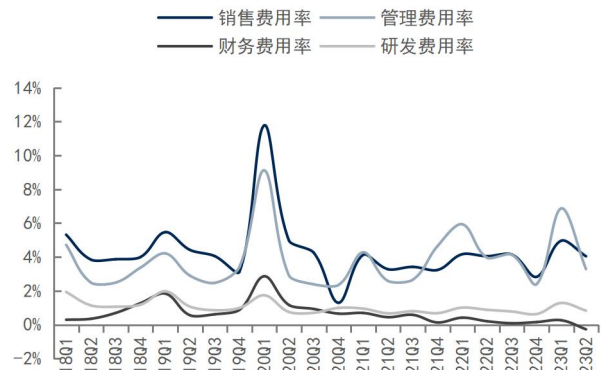
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：多渠道策略持续推进，转型升级加速，维持“买入”评级。公司作为板材龙头，品牌、产品、供应链等优势明显，并加速渠道下沉，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，以及依托板材优势下定制家居业务的持续增长。考虑到地产需求低迷，下调盈利预测，预计23-25年EPS为0.83/1.02/1.20元/股（前值0.84/1.10/1.31元/股），对应PE为13.2/10.9/9.2x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	604	693	800	1216	1894	营业收入	9426	8917	9073	10271	11350
应收款项	1471	1515	1649	1773	1960	营业成本	7757	7296	7259	8166	8966
存货净额	648	529	539	576	633	营业税金及附加	33	35	36	41	45
其他流动资产	503	151	454	514	454	销售费用	323	328	363	401	431
流动资产合计	3226	2888	3442	4079	4940	管理费用	333	341	331	363	401
固定资产	532	566	624	679	720	研发费用	71	71	73	82	91
无形资产及其他	99	100	146	192	245	财务费用	39	18	(3)	(6)	(14)
投资性房地产	1719	1686	1686	1686	1686	投资收益	46	31	50	50	50
长期股权投资	37	17	(4)	(25)	(46)	资产减值及公允价值变动	115	(127)	(20)	(20)	(20)
资产总计	5612	5256	5893	6611	7544	其他收入	(158)	(202)	(173)	(182)	(191)
短期借款及交易性金融负债	835	393	517	600	800	营业利润	944	602	945	1154	1359
应付款项	1371	1327	1247	1473	1617	营业外净收支	10	10	10	10	10
其他流动负债	992	972	1223	1229	1428	利润总额	954	612	955	1164	1369
流动负债合计	3199	2692	2987	3302	3845	所得税费用	218	150	229	279	329
长期借款及应付债券	60	0	0	0	0	少数股东损益	25	16	26	31	37
其他长期负债	112	86	102	98	104	归属于母公司净利润	712	445	700	853	1004
长期负债合计	172	86	102	98	104	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3371	2778	3089	3400	3948	净利润	712	445	700	853	1004
少数股东权益	111	131	154	182	216	资产减值准备	59	207	26	17	20
股东权益	2130	2347	2649	3028	3380	折旧摊销	59	63	100	112	124
负债和股东权益总计	5612	5256	5893	6611	7544	公允价值变动损失	(115)	127	20	20	20
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	39	18	(3)	(6)	(14)
每股收益	0.85	0.53	0.83	1.02	1.20	营运资本变动	(102)	578	(234)	23	186
每股红利	0.23	0.44	0.47	0.56	0.78	其它	(41)	(204)	(3)	11	13
每股净资产	2.54	2.80	3.15	3.61	4.03	经营活动现金流	572	1216	609	1036	1366
ROIC	22%	21%	25%	27%	32%	资本开支	0	(165)	(250)	(250)	(258)
ROE	33%	19%	26%	28%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	18%	18%	20%	20%	21%	投资活动现金流	24	(146)	(228)	(229)	(236)
EBIT Margin	10%	9%	11%	12%	12%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	12%	13%	14%	负债净变化	(180)	(60)	0	0	0
收入增长	46%	-5%	2%	13%	10%	支付股利、利息	(194)	(367)	(398)	(474)	(652)
净利润增长率	77%	-37%	57%	22%	18%	其它融资现金流	58	(127)	125	83	200
资产负债率	62%	55%	55%	54%	55%	融资活动现金流	(695)	(982)	(274)	(391)	(452)
股息率	2.1%	4.0%	4.3%	5.1%	7.0%	现金净变动	(99)	89	107	416	678
P/E	13.0	20.8	13.2	10.9	9.2	货币资金的期初余额	703	604	693	800	1216
P/B	4.4	3.9	3.5	3.1	2.7	货币资金的期末余额	604	693	800	1216	1894
EV/EBITDA	13.0	13.2	11.1	9.5	8.6	企业自由现金流	0	1115	385	811	1127
						权益自由现金流	0	927	512	897	1338

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