

2023年08月18日

# 三十年深耕板材，轻资产多渠道好生意

## 兔宝宝(002043)

► **深耕三十年的板材领军企业。**兔宝宝诞生于1992年，2005年在深交所A股上市，2022年营业收入排名板材行业第一。公司深耕板材行业三十年，后于2015年成立家居装配事业部，探索成品家具市场，2022年家居业务已经可以为公司贡献24%的收入，未来前景可期。

► **大行业小公司，人造板及定制家居市场前景广阔。**立足绿色建材，环保型人造板行业获得国家政策支持。2021年人造板行业规模约7000亿元，定制家居行业规模约4000亿元。作为板材领先企业兔宝宝市占率仅在5%以下，2021年前9大家居企业市占率总和也仅为13.6%，两大市场的大行业小公司特点显著。

► **高品质多芯材铸造产品优势。**公司十分注重控制板材的甲醛排放量，在2000年及2004年分别研发出符合欧标E1、E0级板材产品。在新国标出炉前，公司已拥有ENF级板材产品，未来计划全面推广。与直接采购板材的传统定制家居公司相比，公司直接掌握板材生产，能提供多层板、细木工板、颗粒板、FOSB板四种优质核心主材产品供消费者选择，具有产品优势。

► **轻资产好生意，多渠道拓展助力公司成长。**公司采用轻资产生产方式，板材生产主要依赖于40余家OEM供应商，高抽检频次保障产品质量；公司此模式下固定资产周转率显著高于其他消费建材公司体现出好生意属性。公司2022年品牌授权费为3.88亿元，位居行业前列。公司已成为国内板材销售规模、渠道、专卖店数量、品类等指标上的行业领导者。未来基于3000余家专卖店，1000余家经销商，11000家合作家具厂、853家易装门店、773家家居专卖店的渠道优势，发力板材及成品家具市场，增长韧性十足。

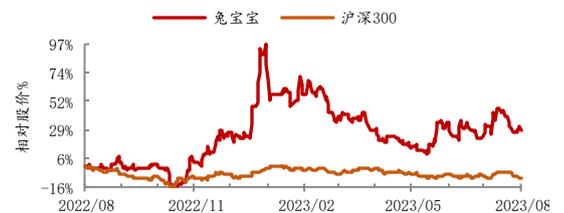
► **盈利预测。**我们预计2023-2025年公司实现收入100.33/111.95/124.15亿元，同比增速12.5%/11.6%/10.9%，归母净利润6.60/7.76/9.22亿元，同比增速48.2%/17.5%/18.9%，EPS 0.79/0.92/1.10元，对应8月18日10.70元收盘价13.61/11.59/9.74xPE。首次覆盖予以“增持”评级。

### 风险提示

需求不及预期、产品及品牌认可度不及预期、系统性风险。

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	10.7
股票代码:	002043
52周最高价/最低价:	18.59/7.24
总市值(亿)	89.86
自由流通市值(亿)	74.02
自由流通股数(百万)	691.78



分析师: 戚舒扬  
邮箱: qisy1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020003  
联系电话:

研究助理: 金兵  
邮箱: jinbing@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话:

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,426	8,917	10,033	11,195	12,415
YoY (%)	45.8%	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%
归母净利润(百万元)	712	445	660	776	922
YoY (%)	76.7%	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%
毛利率 (%)	17.7%	18.2%	18.4%	18.4%	18.6%
每股收益 (元)	0.98	0.58	0.79	0.92	1.10
ROE	33.4%	19.0%	21.8%	20.4%	19.5%
市盈率	10.92	18.45	13.61	11.59	9.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 深耕板材三十年，定制业务大有可为	5
1.1. 国内销售规模最大的板材企业	5
1.2. 股权结构稳定，员工持股计划实现收益共享	5
1.3. 收入规模稳步增长，板材为主定制兴起	7
2. 环保型人造板获政策支持，定制家具未来可期	9
2.1. 环保型人造板获政策支持，多层板质量更优	9
2.2. 大行业小公司集中度仍待提升，刨花板成品家具获青睐	11
3. 深耕板材紧握产品优势，多路并进发力定制市场	12
3.1. 重视研发，低醛板材构筑护城河	12
3.2. 运营良好，品牌力强势	14
3.3. 轻资产模式助力规模成长，供应链管理成就核心竞争力	14
3.4. 多渠道开拓助力板材主业发展，成品家具业务空间巨大	16
4. 盈利预测和估值	22
5. 风险提示	24

## 图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构	6
图 3 2013-2022 年营业收入快速增长	8
图 4 2013-2022 年归母净利润稳步增长	8
图 5 毛利率、净利率维持高水平	8
图 6 2016-2022 年费用率稳定	8
图 7 2018-2022 年分产品收入	9
图 8 2018-2022 年分产品收入占比	9
图 9 2018-2022 年分产品毛利率	9
图 10 2022 年成品家具分渠道收入占比	9
图 11 人造板行业上下游产业链	10
图 12 胶合板图片	11
图 13 刨花板图片	11
图 14 2012-2021 年国内人造板产销量情况	11
图 15 2012-2020 年国内人造板产值及增速	11
图 16 1999-2021 年人造板细分品类产量	12
图 17 1999-2021 年人造板细分品类产量占比	12
图 18 2019-2021 年人造板四大上市公司营业收入	12
图 19 2019-2021 年人造板四大上市公司市占率总和	12
图 20 2018-2022 年部分板材企业研发投入	13
图 21 2018-2022 年部分板材企业研发投入占比	13
图 22 公司当前科研成果	13
图 23 高铁广告投放	14
图 24 部分板材企业广告宣传费对比	14
图 25 2017-2019 年兔宝宝 A、B 类收入	15
图 26 板材企业品牌授权费对比	15
图 27 2016-2022 年消费建材龙头企业固定资产周转率对比中兔宝宝遥遥领先	16
图 28 2022 年公司装饰材料渠道业务分区域收入占比	16
图 29 公司分销售渠道收入占比	17
图 30 2022 年部分板材企业经销商数量	18
图 31 2021 年部分板材企业销售人员数量	18
图 32 易装介绍	18
图 33 易装服务流程	18

图 34 2018-2022 年易装门店数量 .....	19
图 35 2020-2022 年公司合作家具厂数量 .....	20
图 36 2022 年全屋定制上市公司营业收入情况 .....	20
图 37 2022 年全屋定制上市公司市占率情况 .....	20
图 38 2017-2022 年兔宝宝家居专卖店数量 .....	21
图 39 2022 年定制家具企业店均销售额对比 .....	21
图 40 2016-2022 年橱衣柜、地板、木门收入情况 .....	21
图 41 2022 年定制家具企业门店数量对比 .....	21
图 42 HCC 高端定制餐厅样例 .....	22
图 43 HCC 高端定制酒店样例 .....	22
表 1 高管背景 .....	6
表 2 第一期员工持股计划 .....	6
表 3 第二期员工持股计划 .....	7
表 4 人造板行业政策 .....	9
表 5 人造板分类 .....	10
表 6 公司产品环保属性升级过程 .....	13
表 7 板材现行国标、欧标对比 .....	14
表 8 兔宝宝、千年舟、莫干山品牌授权费收费对象比较 .....	15
表 9 兔宝宝和千年舟自主生产产品对比 .....	16
表 10 兔宝宝业务分类 .....	17
表 11 易装四大特点 .....	18
表 12 易装九大加盟支持政策 .....	19
表 13 HCC 三大定制服务 .....	22
表 14 盈利预测 .....	22
表 15 可比公司估值 .....	23

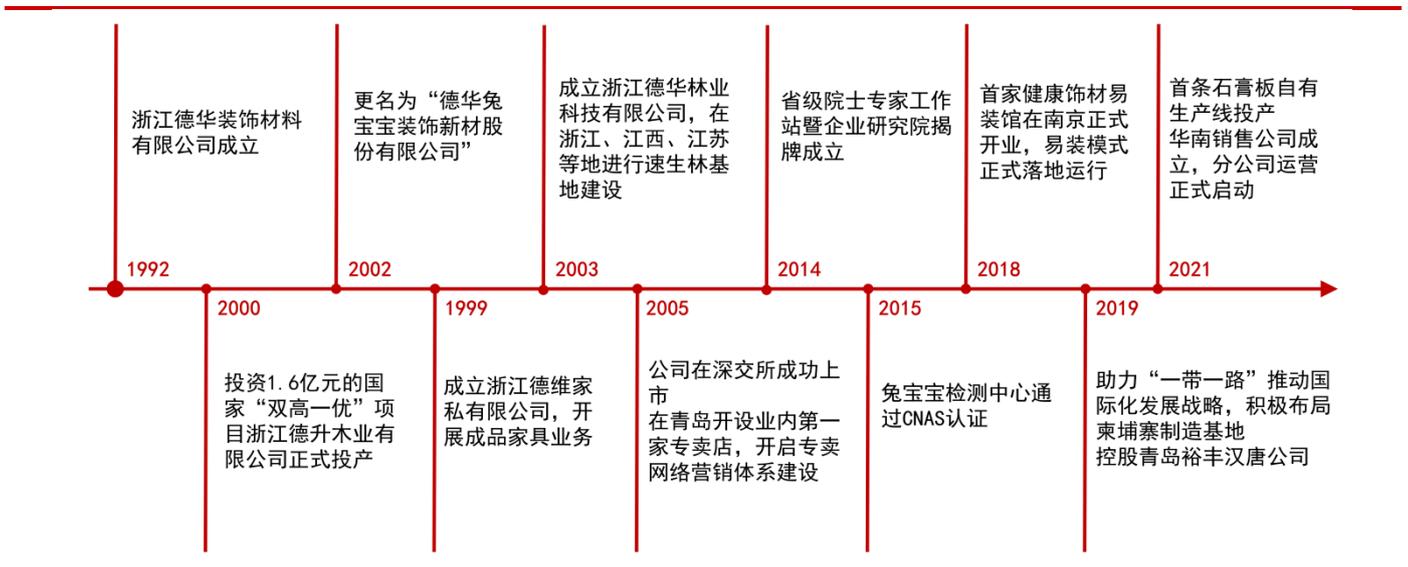
## 1.深耕板材三十年，定制业务大有可为

### 1.1.国内销售规模最大的板材企业

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司创建于 1992 年，是我国具有较大影响力的室内装饰材料综合服务商，胶合板龙头企业，兼营成品家具业务，销售网络遍及全球。产品曾入驻 G20 杭州峰会主会场及西湖国宾馆。公司于 2005 年在深交所上市，发展历史悠久。

公司以浙江为主要产业基地，在浙江德清升级打造了智能化家居产业园，在江苏、江西等地也已形成一定规模的产业集群，并积极响应国家“一带一路”倡议，布局了若干海外生产基地。

图 1 公司发展历程

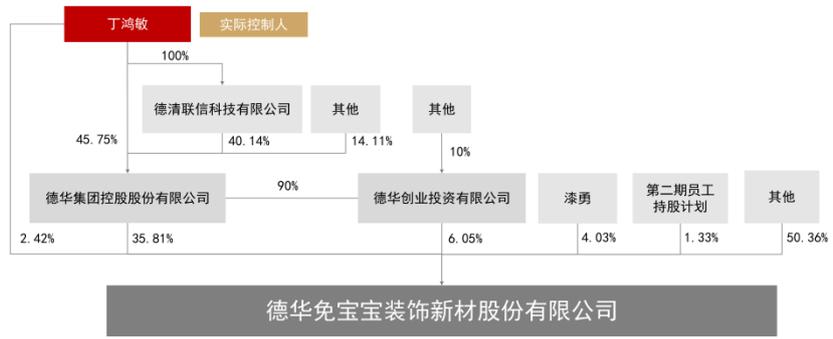


资料来源：公司官网、南都网、新京报，华西证券研究所

### 1.2.股权结构稳定，员工持股计划实现收益共享

丁洪敏先生是公司的最终受益人和实际控制人，直接、间接合计持股 33.18%，其中直接持股 2.42%，通过“德华控股”间接持股 30.76%。除漆勇个人持股 4.03%，其他股东持股比例均不超过 1.5%。公司股权结构稳定，治理规范。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind，华西证券研究所

**高管团队技术背景雄厚，从业经历丰富。**公司总经理在行业内有丰富的同业经历，研究院院长工程硕士出身，曾担任过制胶厂厂长及总经理职务。此外，部分副总经理由董事兼任，形成利益共同体，积极性强，为公司的稳健发展提供了有力支撑。

表 1 高管背景

姓名	职务	简历
陆利华	副董事长 总经理	曾任义乌通达合板，德清双马木业有限公司常务副总经理，杭州海通木业有限公司总经理，浙江德华装饰材料有限公司副总经理。
徐俊	董事 副总经理	高级经济师。1990年参加工作，曾任德清县洛舍丝绸总厂厂长助理，德清县洛舍镇政府工业办公室副主任等职，2001年进入公司工作。
章剑	董事 副总经理	1996年参加工作，曾任德清县发展改革和经济委员会党委委员，县中小企业局副局长，德清县经合办主任，湖州市公积金中心德清分中心主任，德华集团控股股份有限公司副总经理等职。
詹先旭	副总经理 公司研究院院长	工程硕士，高级工程师，1998年参加工作，曾任维德木业（苏州）有限公司制胶厂厂长，临沂八面体科技有限公司副总经理，临沂保伸木业有限公司副总经理等职，2008年进入公司工作，先后担任公司技术中心研发经理，浙江德维地板有限公司副总经理，浙江德升木业有限公司副总经理等职。
赵建锋	副总经理 总经理助理	轻纺工程师，2005年参加工作，历任德华免宝宝装饰材料销售有限公司业务员、区域经理、副总经理等职务。
丁涛	董事 副总经理 董事会秘书	历任德华创业投资有限公司副总经理，现任公司董事会秘书，副总经理。
谢新	财务总监	曾任重庆富源化工股份有限公司财务总监、副总经理、董事，德华集团控股股份有限公司财务部经理和监事等职务。

资料来源：Wind，华西证券研究所

**员工持股计划实现收益共享。**公司于 2019 年和 2022 年分别推出了两期员工持股计划。由于房地产市场的波动和疫情的冲击，第一期员工持股计划仅在 2021 年达成了业绩目标。为了适应市场变化，公司对第二期员工持股计划进行了调整，将考核指标从净利润改为扣非净利润，并设定了触发条件，只要达到 60% 的业绩就可以解锁部分股权，这增加了员工持股计划的可实现性，更能激发员工的积极性，为公司的发展注入了新的动力。

表 2 第一期员工持股计划

归属期间	归属权益数量占比	股票数量（万股）	业绩考核要求
第一个归属期	40%	619.76	以公司 2019 年年报数据为基数，2020 年净利润（调整后）增长率不低于 30%
第二个归属期	30%	464.82	以公司 2019 年年报数据为基数，2021 年净利润（调整后）增长率不低于 60%

第三个归属期                      30%                      464.82                      以公司 2019 年年报数据为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 90%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 第二期员工持股计划

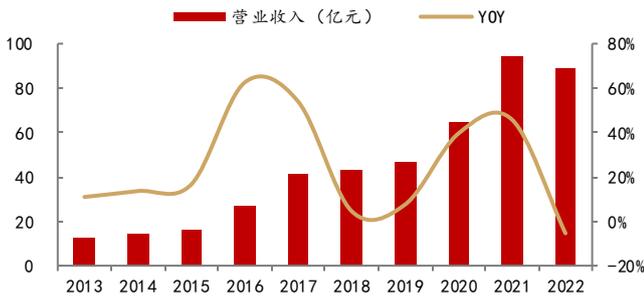
归属期间	归属权益数量占比	股票数量（万股）	业绩考核要求
第一个归属期	40%	619.76	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 20%
第二个归属期	30%	464.82	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2023 年净利润（调整后）增长率不低于 35%
第三个归属期	30%	464.82	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2024 年净利润（调整后）增长率不低于 50%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3.收入规模稳步增长，板材为主定制兴起

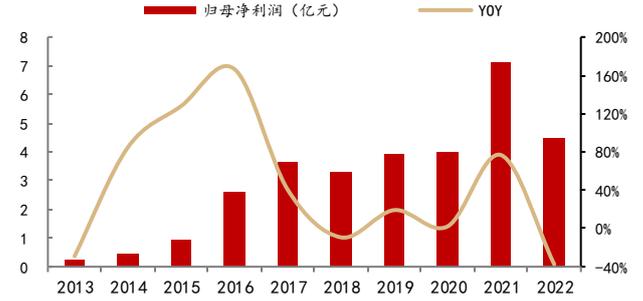
**收入利润稳步增长。**2013-2022 年，公司营业收入从 12.43 亿元提升至 89.17 亿元，年均复合增长率 24%，归母净利润也由 2317.12 万元提升至 4.45 亿元，年均复合增长率 39%，整体呈现稳步增长态势。

图 3 2013-2022 年营业收入快速增长



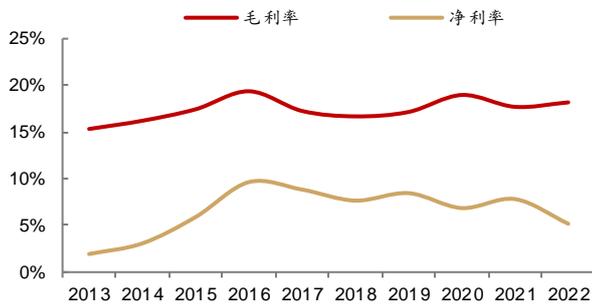
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 2013-2022 年归母净利润稳步增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 毛利率、净利率维持高水平



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2016-2022 年费用率稳定



资料来源: Wind, 华西证券研究所

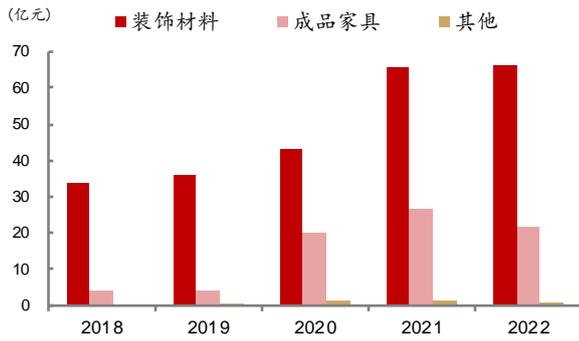
**专注装饰材料，定制家居渐显活力。**2018-2022 年，公司装饰材料业务收入从 33.92 亿元上升至 66.42 亿元，年复合增长率 25.10%，占总收入比例稳定在 65%至 80%之间。

公司定制家居业务包括定制柜类、地板、木门及工程端渠道，2022 年实现营业收入 21.77 亿元同比下滑 20%，其中零售端定制柜类实现收入 5.16 亿元，同比增长 16.1%，工程端裕丰汉唐实现收入 12.82 亿元同比 2021 年下滑 32%，地板、木门实现收入 3.79 亿元。

为满足市场需求，2019 年，公司收购青岛裕丰汉唐，布局成品家具大 B 端渠道，提高了产品附加值和品牌影响。2020-2022 年定制家居业务收入占总收入比例分别为 30.8%/28.5%/24.4%，相较于 2018-2019 年 9.9%/9.5%的收入占比有显著提升。

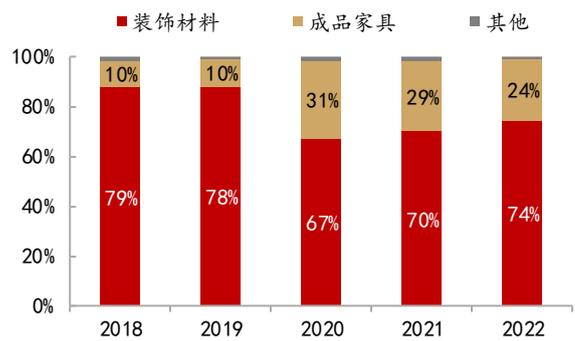
裕丰汉唐承诺 2019-2021 年完成归母净利润不少于 7000、10500、14000 万元，2021 年实际完成 14124 万元净利润业绩（实际高于承诺预期）。2022 年，受疫情及房地产周期影响，裕丰汉唐实现收入 12.82 亿元，业绩承压，公司对其计提商誉减值 1.18 亿元，我们认为减值压力最大阶段已经过去，后续有望在控制风险基础上逐渐恢复。

图 7 2018-2022 年分产品收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

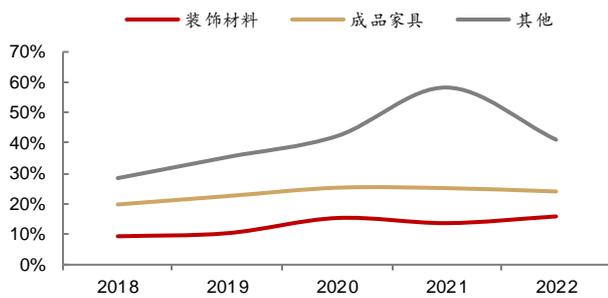
图 8 2018-2022 年分产品收入占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

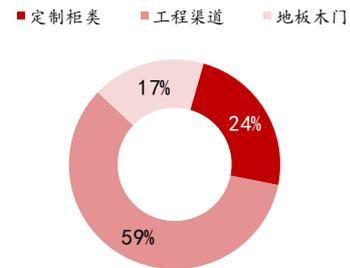
从各业务毛利率来看，2018-2022 年装饰材料业务（主要是板材业务）毛利率稳定在 10%左右，定制家居业务直接面向客户，且品牌效应更强，高议价能力带来高毛利率，2020-2022 年定制家居业务毛利率分别为 25.32%/25.82%/24.09%，远高于板材业务毛利率。

图 9 2018-2022 年分产品毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 2022 年成品家具分渠道收入占比



资料来源：兔宝宝年报，华西证券研究所

## 2. 环保型人造板获政策支持，定制家具未来可期

### 2.1. 环保型人造板获政策支持，多层板质量更优

人造板上游为营林行业及化工行业，它们为板材生产提供原木、板边木片、枝丫次小薪材等主要原料和甲醛、尿素、MDI胶等辅助原料；下游主要为家具制造、建筑装饰、包装等行业。甲醛、尿素、MDI胶均属于石油化工行业产业链的下游产品，受国内外政治经济局势及我国产业结构的影响较大。

由于下游需求的持续增长，我国木材供应的缺口较为突出，对外依存度或超过 50%。刨花板产品的出材率接近 90%，木材资源利用率较高，对环境友好，人造板行业得到了国家政策的大力支持。2016 年以来，国家先后出台政策优化人造板、木质家具产业布局，鼓励木型复合建筑在装配式建筑中的研发与应用，鼓励加快发展定制家居、木结构和木质建材、高性能木质重组材等新兴产业。

表 4 人造板行业政策

时间	政策文件	颁布部门	内容
2016年	《林业发展“十三五”规划》	国家林业局	优化人造板、家具、木浆造纸、林业装备制造和林业循环经济等产业布局，依托资源禀赋和口岸，打造一批精深加工产业集群。推进林浆纸一体化、林板一体化建设，引导人造板、家具、木浆造纸、林化产品等产业集聚发展，培育30个具有国际影响力的示范产业集群，淘汰落后产能80%以上
2017年	《“十三五”装配式建筑行动方案》	住建部	推动“钢-混”“钢-木”“木-混”等装配式组合结构的研发应用。推广绿色多功能复合材料，发展环保型木质复合、金属复合、优质化学建材及新型建筑陶瓷等绿色建材。到2020年，绿色建材在装配式建筑中的应用比例达到50%以上。
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	确定木、竹、草（包括秸秆）人造板及其复合材料技术开发及应用、木材及木（竹）质材料节能、节材、环保加工技术开发与利用属于鼓励类。
2021年	《林草产业发展规划（2021-2025年）》	国家林草局	推进木竹材精深加工，巩固提升人造板、木地板、木家具等传统优势产业。支持经济林、木竹材加工、林产化工、制浆造纸等产业绿色化数字化改造，推广节能环保和清洁生产技术，加快淘汰落后产能。加强产业品牌建设与保护，形成林草品牌体系。
2022年	《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》	国家林草局 国家发改委	推动木材加工产业全面绿色转型，鼓励企业实施环保设施和技术升级改造。完善人造板工业污染排放等环保标准。鼓励新型环保胶黏剂开发、应用和推广，逐步提高低醛和无醛木材加工产品的比例。巩固提升木地板、木家具、木门、木质乐器等传统优势产业，加快发展定制家居、木结构和木质建材、高性能木质重组材等新兴产业。

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

图 11 人造板行业上下游产业链



资料来源：新明珠招股说明书，华西证券研究所

人造板分为胶合板、刨花板、纤维板三类，**家具制造行业常用胶合板和刨花板，纤维板则主要用作包装材料。**胶合板由大径级木材单板胶合而成，重量轻、强度大、质量好，但价格相对较贵；刨花板是将小径木、木屑等切削成刨花，通过干燥、施胶后热压而成的人造板，价格较低，与胶合板相比，用胶量更大。

表 5 人造板分类

	胶合板	刨花板	纤维板
定义	广义的胶合板，是由三层或三层以上的单板按对称原则、相邻层单板纤维方向互为直角组胚胶合而成的人造板 胶合板可细分为细木工板和多层板	又称颗粒板，是将丫材、小径木、木屑或其他纤维材料切削成刨花或碎片，通过干燥、施胶后热压而成的人造板 根据刨片的大小不同，刨花板可分为普通刨花板和 OSB	又称密度板，是用林区三剩物、次小薪材、棉秆、甘蔗渣、芦苇等植物纤维为原料，经分离成纤维，施加各类添加剂，成型热压而制成的板材 可细分为低密度、中密度和高密度纤维板

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

木制单元	原木片和原木薄板	木刨花或木颗粒	木质或其他植物纤维
主要特点	大径级木材旋切单板胶合而成，重量轻、强度大、握钉力强、施工方便，但木材利用率较低，价格较贵	材料利用率高，对设备要求较高，结构稳定性强，握钉力较强，用胶量相对较少，价格适中，但不易铣型	原材料来源广泛，材质均匀，表面平整，用胶量多；适合铣铣加工，多用于木质门板或包装材料等
应用领域	室内装修、家具制造等	室内装修、家具制造等	门板、包装材料等

资料来源：千年舟招股说明书，华西证券研究所

图 12 胶合板图片



资料来源：千年舟招股说明书，华西证券研究所

图 13 刨花板图片

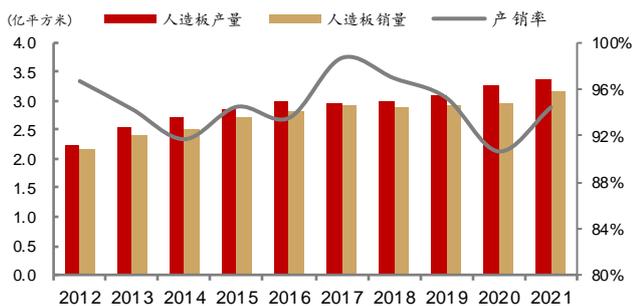


资料来源：千年舟招股说明书，华西证券研究所

## 2.2.大行业小公司集中度仍待提升，刨花板成品家具获青睐

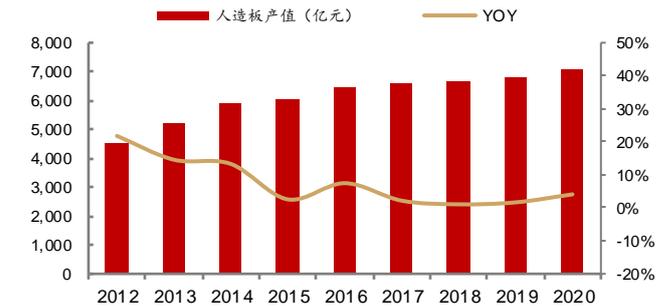
2012-2021年，我国人造板产量和产值均呈现稳步增长的态势。据统计，我国人造板产量从2012年的2.23亿平方米增加到2021年的3.37亿平方米，增幅达到51.1%；产值从2012年的4530亿元增加到2021年的7077亿元，年均增长率为10.28%。同期，我国人造板消费量也从2012年的2.16亿平方米增加到2021年的3.18亿平方米，增幅达到47.2%；产销率始终保持在90%以上。2021年，我国人造板出口量为1646.36万立方米，占总产量的4.9%，出口额为72.25亿美元，占总产值的1%。这表明我国人造板产业主要依靠国内市场消费，市场规模约为7000亿元。

图 14 2012-2021 年国内人造板产销量情况



资料来源：《中国人造板产业报告 2022》，华西证券研究所

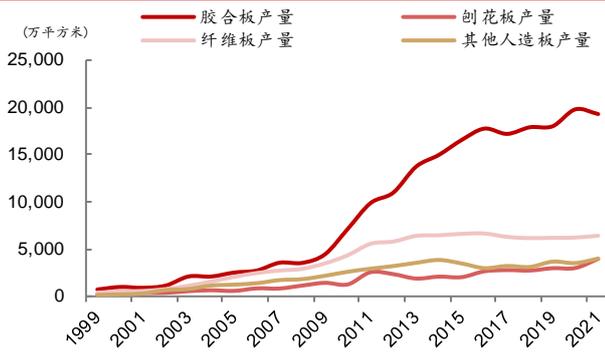
图 15 2012-2020 年国内人造板产值及增速



资料来源：《中国林业和草原年鉴》，华西证券研究所

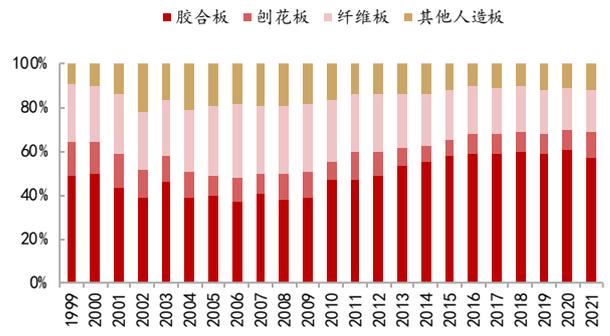
2012年以后，胶合板产量占人造板产量的一半以上。目前，我国消费者的整体消费水平还不高，随着定制家居业务的兴起，刨花板性价比相对较高，受到了越来越多的青睐。据数据显示，2015-2021年，中国刨花板产量从2030万平方米增长至3963万平方米，年均增长率高达11.8%，占人造板总产量比例也从7.1%上升至11.8%。

图 16 1999-2021 年人造板细分品类产量



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 1999-2021 年人造板细分品类产量占比

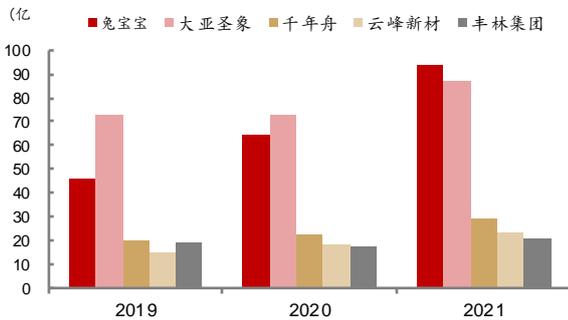


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2021 年底, 全国保有人造板生产企业 1.32 万余家, 呈现大行业、小公司特征。 2019-2021 年, 人造板五大上市公司兔宝宝、大亚圣象、千年舟、云峰新材、丰林集团营业收入年均增长率分别为 42.65%/9.50%/21.97%/24.48%/3.12%, 兔宝宝增速最快。2021 年, 这五家公司的营业收入分别达到 94.26/87.50/29.69/23.62/20.66 亿元, 兔宝宝和大亚圣象的收入规模显著高于其他三家公司, 其中兔宝宝主营胶合板, 大亚圣象主营木地板和中高密度板, 形成错位竞争。

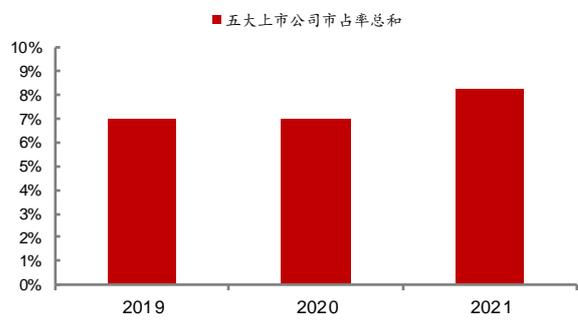
去除包装用、工业用人造板材, 2019-2021 年家居用板材市场规模分别按 2500、2800、3100 亿元测算, 五家人造板材上市公司市场占有率总和分别为 6.96%/6.96%/8.25%, 市场集中度提升仍需不断演化。

图 18 2019-2021 年人造板四大上市公司营业收入



资料来源: 各公司年报、招股说明书, 华西证券研究所

图 19 2019-2021 年人造板四大上市公司市占率总和



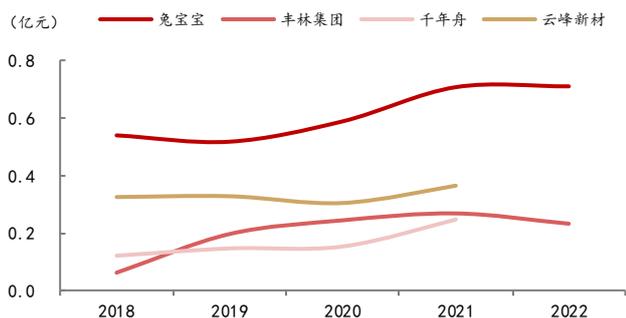
资料来源: 各公司年报、招股说明书, 华西证券研究所

### 3.深耕板材紧握产品优势, 多路并进发力定制市场

#### 3.1.重视研发, 低醛板材构筑护城河

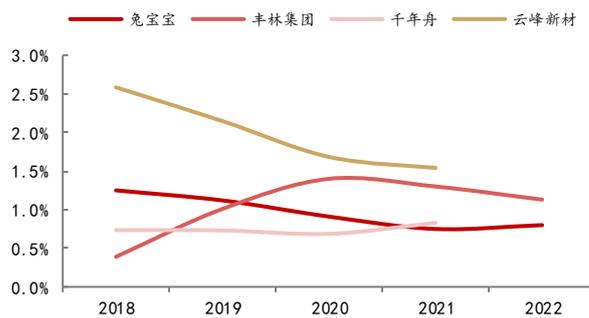
持续加大研发投入, 绝对额高于同行。由于规模较大, 2021 年公司研发投入占总收入比例低于同行, 但过去五年, 公司研发投入从 0.54 亿元增至 0.71 亿元, 年均增长率超过 40%, 研发投入绝对额高于其他三家企业, 显示了公司对技术创新的重视和投入。

图 20 2018-2022 年部分板材企业研发投入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 2018-2022 年部分板材企业研发投入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

**坚持技术创新，专注研发环节。**公司建有国家模范院士专家工作站、国家级博士后科研工作站、省级重点企业研究院、CNAS 实验室等各类科研平台。截至 2022 年底，公司共申请专利 525 件（其中 258 件发明专利），授权专利 322 件（其中 104 件发明专利，4 件国际专利）。经过多年积累，公司累计主持、参与 266 项标准修订，其中国际标准 11 项，国家标准 113 份，行业标准 91 份，此外公司还参与承担了 13 项国家级项目。

图 22 公司当前科研成果



资料来源: 兔宝宝官网, 华西证券研究所

在甲醛排放国标出台之前，**公司一直重视板材的环保性能**，早在 2000 年就研发出了符合欧洲 E1 标准的板材，2012 年更是推出了采用天然植物胶的板材，其甲醛释放量仅为欧洲 E1 标准的五分之一。

表 6 公司产品环保属性升级过程

时间	内容
2000	研究成功欧洲 E1 级新一代标准环保型产品，甲醛释放量<1.5mg/L
2004	达到 E0 级装饰面板-胶合板甲醛释放量<0.5mg/L
2005	公司研发成功无醛级绿色板材，2010 年正式推广使用，甲醛释放<0.3mg/L
2012	公司成功推出天然植物胶板材甲醛释放量<0.1mg/L

资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

2011 年，我国发布了《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放量限量》标准，规定了甲醛释放量的 E1 和 E2 两个等级；2017 年，我国又出台了新标准，取消了 E2 级，将 E1 级作为行业的最低准入要求；2021 年，公司参与制定了最新的

《人造板及其制品甲醛释放量分级》国标，增加了更严格的 E0 级和 ENF 级标准。这些标准与欧洲标准一致，都采用“1m<sup>3</sup>气候箱法”来测量甲醛释放量，目前国标共分为 ENF、E0、E1 三个等级，甲醛释放量的限值分别为每立方米 0.025mg、0.05mg、0.124mg。在新国标颁布之前，公司就已经成功研发出 ENF 级家具产品，并计划在未来全面推广。

表 7 板材现行国标、欧标对比

国标	欧标	标准
ENF 级		甲醛释放量<0.025mg/m <sup>3</sup>
E0 级	E1 级	0.025mg/m <sup>3</sup> <甲醛释放量<0.05mg/m <sup>3</sup>
E1 级		0.05mg/m <sup>3</sup> <甲醛释放量<0.124mg/m <sup>3</sup>
不达标	E2 级	0.124mg/m <sup>3</sup> <甲醛释放量

资料来源：兔宝宝官网、千年舟招股说明书，华西证券研究所

### 3.2.运营良好，品牌力强势

新媒体兴起之前，传统媒体关注度高，宣传效果好，2010 年，公司与 CCTV-3、CCTV-8 达成战略合作，助力品牌传播。2022 年，公司品牌广告登陆上海虹桥站、杭州东站、南京南站等重点城市高铁站，“兔宝宝，让家更好”的宣传语进一步深入人心。

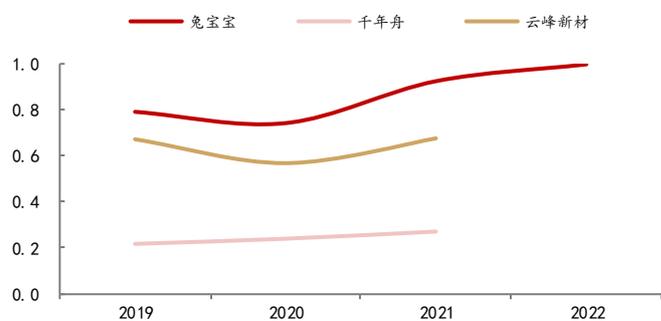
2019-2022 年，公司广告宣传费用分别达到了 0.79/0.74/0.92/1.00 亿元，均高于同期千年舟、莫干山的广告投入水平。公司多年来致力于品牌建设，曾获中国年度影响力十大环保品牌、中国十大生态板品牌等荣誉，消费者知名度较高。

图 23 高铁广告投放



资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

图 24 部分板材企业广告宣传费对比



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

### 3.3.轻资产模式助力规模成长，供应链管理成就核心竞争力

兔宝宝在国内拥有 15 万亩速生林基地供应优质原材料，生产销售模式分为 A 类和 B 类（即 OEM 模式）：A 类传统经销商模式，即公司直接向经销商生产销售板材产品；B 类模式是指经销商下单后，由 OEM 厂商进行板材生产，公司对生产过程进行全面监控，把控产品标准，仅收取品牌授权费的模式。

由于木工板、多层板等板材生产的自动化程度较低，生产工序涉及人工较多，生产线投资门槛较低，小型企业仍有一定的竞争力。自 2010 年起，公司逐步转变为以外协供应为主的模式，让渡生产端利润。

板材品牌方通常会向 OEM 合作方收取一定的费用，兔宝宝、莫干山、千年舟等知名品牌都采用了这种模式：OEM 供应商直接向公司的经销商提供产品，当供应商确认收入时，公司就会从 OEM 供应商那里扣除一部分作为品牌授权费。莫干山品牌最初选择向经销商收取品牌费，但后来发现经销商众多，管理起来不方便，于是从 2019 年开始改为向 OEM 供应商收费，与公司做法一致。而千年舟则同时向 OEM 供应商、饰面纸生产商和经销商各自收取不同的品牌服务费。

表 8 兔宝宝、千年舟、莫干山品牌授权费收费对象比较

品牌	品牌授权费收费方式
兔宝宝	OEM 直接为公司经销商供货，供应商确认收入时，公司直接向 OEM 供应商收取品牌授权费
千年舟	2019 年前向供应商收取品牌授权费，2019 年起转面向 OEM 供应商收费
莫干山	分别向 OEM 供应商、饰面纸生产商、经销商收取生产许可费、品牌授权使用费、技术品牌服务费

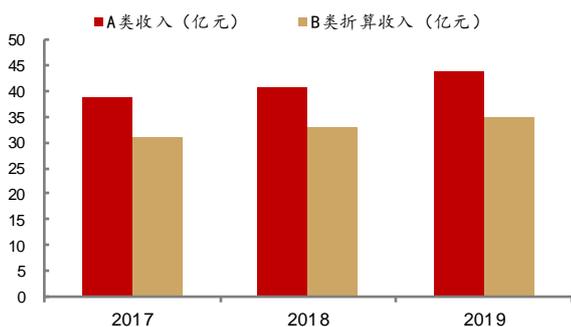
资料来源：兔宝宝年报、千年舟招股说明书、云峰新材招股说明书，华西证券研究所

根据公司投关记录表，在供应链管理上，公司对外部供应商的管理要求比自有工厂更严格，只有 OEM 厂商的产能和质量、合格率均达到要求后，才开始少量试单。公司供应中心、销售部门联合负责产品抽检，做到批批检验、单单抽检，对检测不合格的供应商，给予经济处罚，对甲醛释放量抽检不合格的供应商，直接予以停单整顿或取消供应商资格，保证产品质量，2017 年累计抽检 20241 批次，2019 年累计抽检 23000 批次以上。

2019-2022 年，兔宝宝品牌授权费逐年增长，分别为 2.34/2.40/2.76/3.88 亿元，均高于板材行业知名企业千年舟、云峰新材同期水平，OEM 生产商对公司品牌价值的认可度更高。

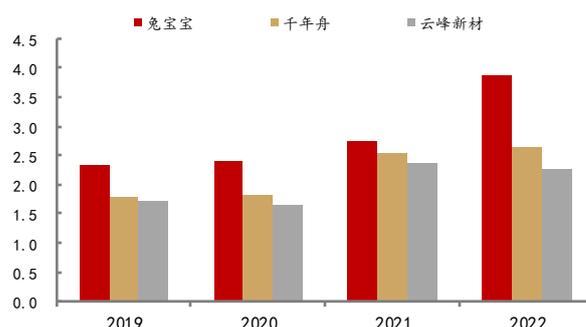
2017-2019 年，公司品牌授权费折算的 B 类收入分别为 31.03/33.12/34.78 亿元，略低于 38.97/40.71/43.97 亿元的 A 类收入，OEM 模式规模可观。

图 25 2017-2019 年兔宝宝 A、B 类收入



资料来源：兔宝宝年报，华西证券研究所

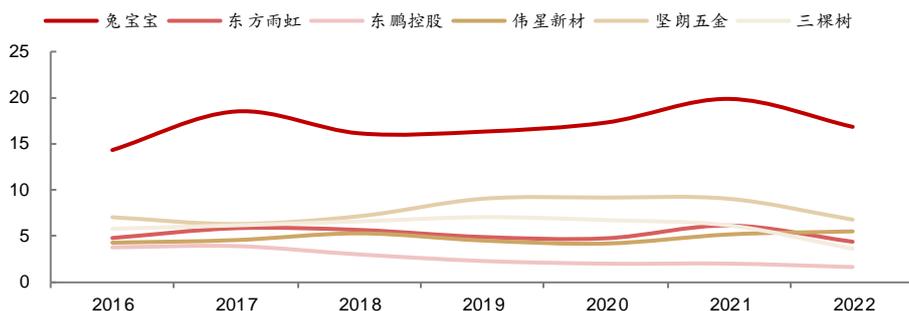
图 26 板材企业品牌授权费对比



资料来源：各公司年报、招股说明书，千年舟、云峰新材 2022 年数据由半年度数据年化得来，华西证券研究所

公司采用轻资产生产方式，板材产品产能主要依赖于 40 余家 OEM 供应商，有利于集中精力进行研发创新，打造渠道和品牌，满足消费者的多样化产品需求。与其他消费建材龙头企业相比，2016-2022 年固定资产周转率均在 14 以上，远高于可比公司不到 10 的周转率水平。

图 27 2016-2022 年消费建材龙头企业固定资产周转率对比中兔宝宝遥遥领先



资料来源：Wind，华西证券研究所

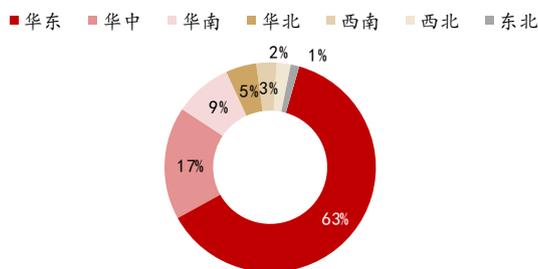
刨花板生产技术要求较高，大型公司相对于小作坊具有明显的优势，兔宝宝和千年舟的自主生产产品均主要面向成品家具市场。2022 年，公司华东地区收入占比达到 62.5%。根据公司年报，为满足市场需求，公司在浙江设有家居产业园，能够为华东地区成品家居业务提供产能支撑。

表 9 兔宝宝和千年舟自主生产产品对比

公司	自主生产产品
兔宝宝	公司自主生产产品主要为具有除醛、抗菌、防潮、阻燃等功能的高端定制家具板材以及定制家居产品
千年舟	千年舟自主生产产品是 OSB、LSB、刨花板及定制家具产品，这些产品可以通过连续压机生产线实现自动化、规模化生产，具备规模优势，产线投入资金大，技术要求高

资料来源：兔宝宝年报、千年舟招股说明书，华西证券研究所

图 28 2022 年公司装饰材料渠道业务分区域收入占比



资料来源：兔宝宝年报，华西证券研究所

### 3.4. 多渠道开拓助力板材主业发展，成品家具业务空间巨大

公司的业务可分为板材业务和成品家具业务两部分，其中，板材业务包括素板和饰面板（素板贴皮后即成为饰面板，可用作家具板材）。

公司板材业务分为零售分销、家具厂、家装公司、工程四大渠道。在胶合板产品领域，在大量县乡市场上，主流加工方式仍然是木工、工长、设计师推荐终端消费者到门店购买板材产品，再由木工打造为成品家具（其中也包括定制业务）。从

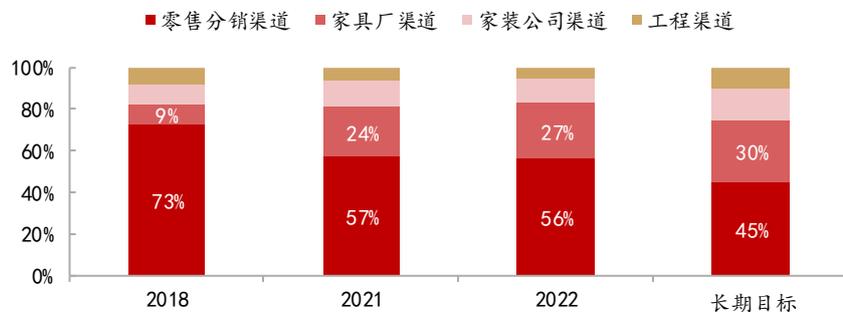
2022 年公司的渠道收入占比来看，零售分销渠道收入占比 56%，是装饰板业务的重要收入来源。

表 10 兔宝宝业务分类

产品分类	业务渠道	内容
板材	零售分销 (易装作为补充)	零售分销渠道指木工、工长、设计师引流或消费者自行来到门店，公司直接面向消费者进行板材销售 易装模式是零售分销渠道的补充，提供加工增值服务，解决消费者购买板材寻求木工打制衣柜过程中存在的操作繁杂，最终产品款式或者细节不满意的痛点
	家具厂、家装公司	公司主要进行材料销售，下游定制业务主要由家具厂及家装客户自行完成
	工程	终端客户面向地产商、工程商等
成品家具	零售自营	公司直接面向消费者，销售地板、木门、定制橱柜等产品
	工程	主要由裕丰汉唐面向地产商进行橱柜定制业务

资料来源：兔宝宝年报、投关活动纪要，华西证券研究所

图 29 公司分销售渠道收入占比



资料来源：兔宝宝年报、投关活动纪要，华西证券研究所

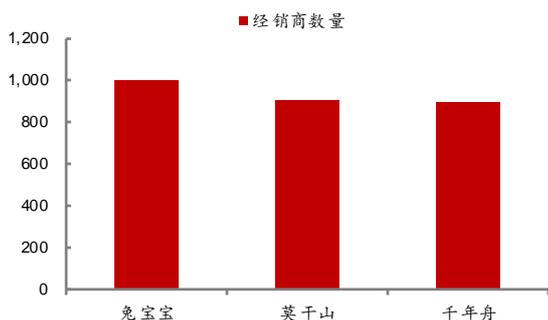
### 板材市场零售分销渠道

渠道下沉挖掘业务潜能。在零售经销网络建设上，公司近几年快速覆盖外围空白市场、进行二级密集分销及渠道下沉，推动乡镇门店的建设，根据公司年报，2023 年公司计划建设 100 家以上的乡镇市场标杆店。

经销商、专卖店数量众多。公司在以家具板材为核心的装饰材料领域精耕细作多年，截至 2022 年，公司共开设了 3000 余家专卖店，拥有 1000 余家经销商，高于莫干山、千年舟约 900 家经销商的水平。

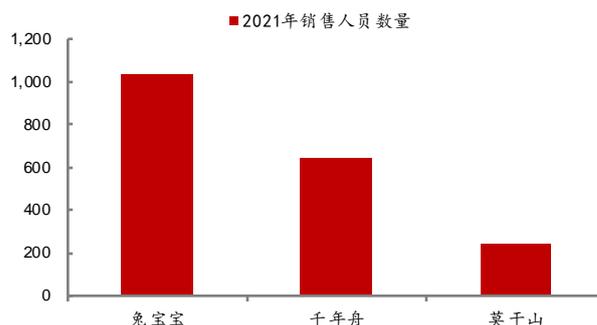
销售团队规模也显著领先于同行。2022 年，兔宝宝/莫干山/千年舟的销售人员数量分别为 1034/645/240 人。公司的销售人员数量比排名第二的莫干山多出 60.31%。根据公司年报，公司已成为国内销售规模较大、渠道覆盖较广、专卖店数量较多、经营品类较全的行业领导者。

图 30 2022 年部分板材企业经销商数量



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

图 31 2021 年部分板材企业销售人员数量



资料来源：兔宝宝年报、投关活动纪要，华西证券研究所

### 易装渠道作为补充

在板材传统销售模式上，为解决消费者买板材、请木工做家具的烦恼，经销商与当地家具企业合作，提供深加工服务。2017 年，公司推出了“兔宝宝易装”业务体系，以环保健康的板材为核心，为用户提供从选材、设计到安装的一站式增值服务，解决消费者板材深加工的痛点。

易装具有选材简单、设计个性、加工快速、安装方便的优势，还提供测量、设计、送货、安装等四大免费服务。易装采用“总店+社区店”的“1+N”终端模式，实现了低成本、高效率、优质服务和广泛覆盖的目标，打造了从蓄客引流到售后服务的完整闭环。

图 32 易装介绍



资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

图 33 易装服务流程



资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

表 11 易装四大特点

品牌	品牌授权费收费方式
易选材	基于兔宝宝全系列环保板材包括多层胶合板。细木工板、顺芯板等优质基材、数百种花色选择的优势，满足消费者个性化选材需求
易设计	通过兔宝宝易装设计软件系统，让设计更简单、高效，让消费者所见即所得
易加工	采用工厂加盟模式，所有产品材料由总部统一采购和配送，在当地生产，产品交付更快，同时，易装采取信息化管理、标准化管控，保障生产效率和品质
易安装	采用工厂加盟模式，所有产品当地生产、当地配送、解决最后一公里配送问题，并由专业安装师傅上门安装，效率更高、品质更好

资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

**易装采用工厂加盟方式**，公司为加盟经销商提供活动策划、运营管理、门店打造、终端营建、培训赋能、建店资金、广告物料、O2O 蓄客、软件信息化九个方面的支持。根据公司官网，目前公司共拥有 60 余家易装加工中心。

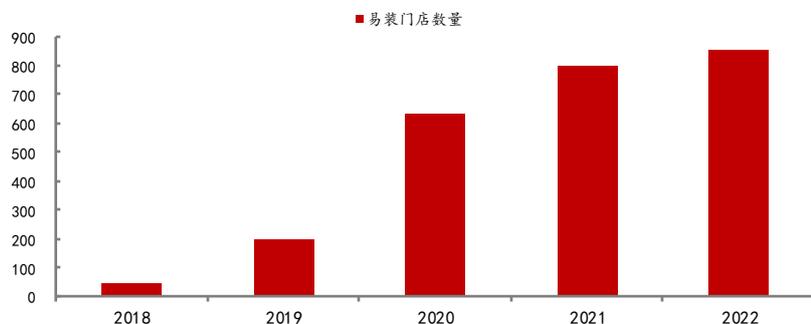
表 12 易装九大加盟支持政策

支持方面	内容
活动策划	大型全国促销活动联动支持、区域当地促销活动支持、量身定制活动服务方案
运营管理	渠道开拓、门店管理、活动促销、全方位服务指导
门店打造	网红探店推广、精品门店案例
终端营建	免费店面设计及作业指导、模块化设计、装配式上样
培训赋能	国内知名实战导师特训、公司商学院精品课程轮训、公司商学院网络学习平台
建店资金	免息贷款创业支持、高额样品支持、高额样柜补贴
广告物料	高铁户外无间断传播、网络媒介权威传播、移动媒介互动创新、平面媒体全方位传播、新店开业的活动物料支持
O2O 蓄客	搭建 O2O 引流平台、蓄客派单、企业自媒体引流
软件信息化	免费提供 CRM 和 OA 账号、免费提供设计账号、提供专业酷家乐设计软件、前后端一体化

资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

自 2017 年起，易装模式经历了探索期、增长期、平稳期三个阶段。在两年的探索之后，2020 年公司将易装业务作为重点战略项目，并将重点开拓对象由板材经销商转向成品家具经销商，2020 年共开设 350 家易装店，累计数量达到 632 家，增速迅猛。截至 2022 年，公司易装店数量为 853 家，**成为公司高端定制家居业务的有力补充，增强了公司在非核心地区（非华东地区）的市场渗透能力。**

图 34 2018-2022 年易装门店数量



资料来源：兔宝宝年报，华西证券研究所

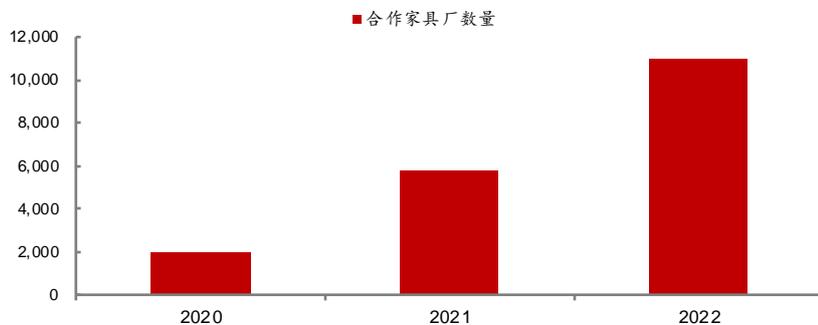
### 板材市场家具厂、家装公司渠道

在经济较发达一、二线城市，消费者对于定制成品接受度非常高，传统木工打制家具的模式逐渐减少，工厂加工比例提升很快，**2018-2021 年，公司家具厂渠道收入占比由 9% 快速上升为 27%，家具厂和家装公司渠道愈发重要。**

**定制家具行业相对分散，C 端属性强，竞争企业众多。**根据公司投关记录表，目前国内定制家具厂约有 8 万多家。公司通过全国 19 家分公司，对相应区域的 1000 多家经销商进行赋能，有效提升了合作家具厂的产品质量。2020-2022 年，公司合作家具厂数量分别为 1991/5800/11000 家，未来的发展空间依旧广阔。

根据公司投关记录表，在家装公司渠道上，公司与 40 多家省会城市 TOP3 家装公司、100 多家地区性城市 TOP10 家装公司签署了战略合作协议。针对装饰公司业务，公司推出了板材材料包、易企装（半成品）以及易装成品定制等多种合作模式，得到了合作装饰公司认可。

图 35 2020-2022 年公司合作家具厂数量



资料来源：兔宝宝年报、投关活动纪要，华西证券研究所

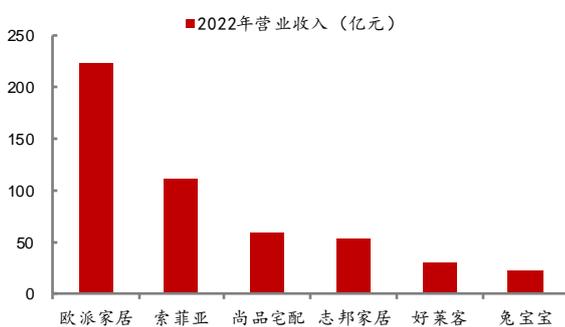
### 成品家具零售自营渠道

**成品家具市场规模大。**2017-2021 年，成品家具市场规模由 2413 亿元发展为 4189 亿元，年化增长率高达 14.79%，据优居研究所测算，2022 年市场规模预计将超 4700 亿元。

**定制家具市场集中度不高。**定制家具市场上，2022 年 A 股上市公司欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/兔宝宝分别实现收入 223.08/110.97/59.06/53.48/30.64/21.77 亿元，总市场规模按 4700 亿元计算，以上六大公司的市占率分别为 4.8%/2.4%/1.3%/1.1%/0.7%/0.5%，合计仅为 10.62%。

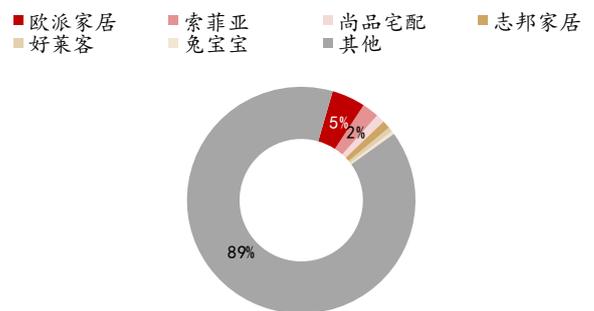
产品端，随着定制需求的兴起，城镇居民在定制橱柜衣柜时，更多选择性价比更高的颗粒板，欧派、索菲亚的定制家具大多由颗粒板加工而成。与它们相比，**公司直接负责生产，能够提供多种优质芯材产品**，包括多层胶合板、细木工板、颗粒板和可饰面定向刨花板（FOSB 板）等，未来有望凭借产品优势，取得新的业绩增量。

图 36 2022 年全屋定制上市公司营业收入情况



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 37 2022 年全屋定制上市公司市占率情况



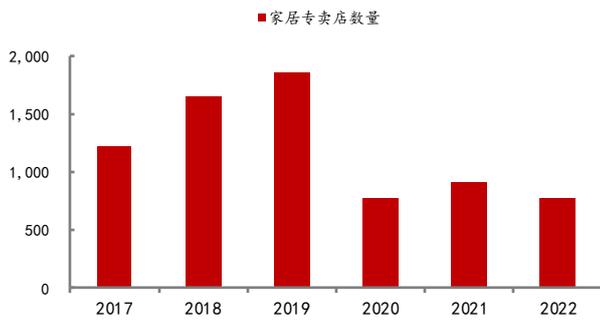
资料来源：各公司年报、优居研究院，华西证券研究所

自公司 2015 年整体介入家居业务后，家居自营业务经历了快速增长和调整期。2017-2019 年，家居专卖店数量由 1214 家迅速增加至 1861 家。2020 年，为顺应精

装房发展趋势，公司变小店为小店，集中淘汰了许多无效门店，并结合一站式消费趋势，推出了兔宝宝健康家居生活馆，同时开展全屋定制（橱柜衣柜）、木门、地板的多品类经营，**提升了门店的客单值，着力打造重点区域标杆门店。**

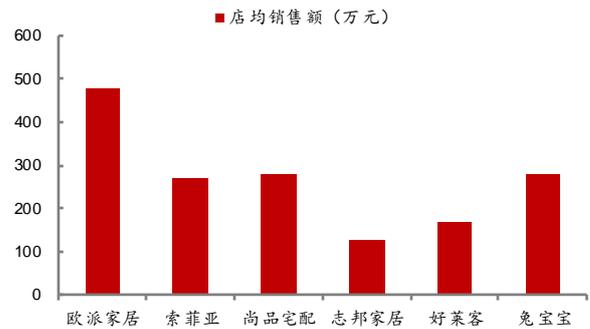
2020年，兔宝宝家居专卖店数量迅速下降至775家，原有门店仅保留不到一半，2021/2022年家具门店数量分别为907和773家，维持了数量上的动态平衡。与家居同行相比，公司2022年店均销售额282万元高于索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客，仅低于欧派479万元的水平。

图 38 2017-2022 年兔宝宝家居专卖店数量



资料来源：兔宝宝年报，华西证券研究所

图 39 2022 年定制家具企业店均销售额对比



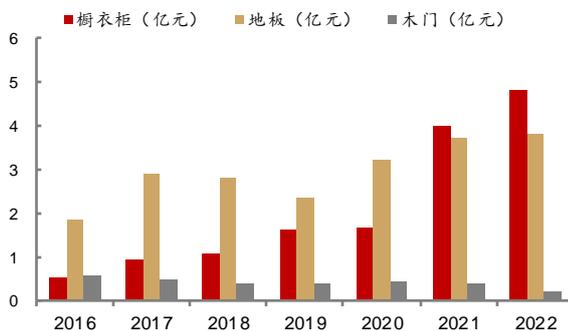
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

分产品来看，2021年橱柜业务（不包括裕丰汉唐）收入大幅增长，全年实现3.98亿元，同比增长138.29%。2016-2022年，橱柜业务收入由0.54亿元增长至4.80亿元，地板业务收入由1.84亿元增长至3.82亿元，木门业务收入由0.59亿元增长至0.23亿元，三种产品的收入规模均较小。

从门店数量上看，2022年欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/兔宝宝定制业务门店数量分别为4660/4100/2128/4231/1817/773家，除了志邦家居开店数量较多外，其余五家公司开店数量和业务规模呈正相关关系。

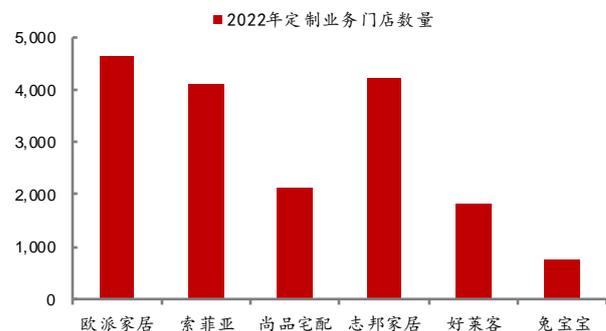
公司2015年成立家居宅配事业部，统领整体家居业务，起步较晚，目前公司定制家具业务规模仅为欧派的十分之一，开店数量仅为欧派的六分之一，且定制家具市场集中度不高，市场广阔，竞争压力相对偏小，公司拥有巨大的发展空间和潜力。

图 40 2016-2022 年橱柜、地板、木门收入情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 41 2022 年定制家具企业门店数量对比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

在高端产品上，公司推出了TUBAOHCC饰材高定中心，由子公司上海兔宝宝国际贸易有限公司独立运营，可为客户提供三大类定制服务：五大基材随心定制、六大

功能升级、非标规格个性化定制。高定中心有助于树立标杆，打造高端形象，增强品牌价值。

表 13 HCC 三大定制服务

方面	内容
材料选用	五大基材随心定制，材料包括 OSB、多层板、颗粒板、细木工板、无机材
功能升级	提供六大功能升级可供选择，包括除醛、抗菌、防潮、防虫、难燃、负离子
非标个性化定制	为不同场景及规格需求提供差异化的饰材定制服务

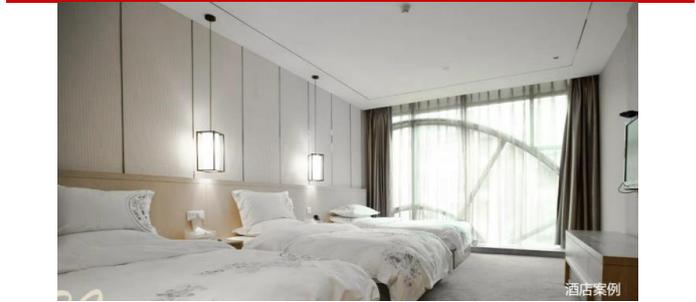
资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

图 42 HCC 高端定制餐厅样例



资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

图 43 HCC 高端定制酒店样例



资料来源：兔宝宝官网，华西证券研究所

## 4. 盈利预测和估值

根据公司年报，相比人造板其他企业，公司销售规模较大、渠道覆盖较广、专卖店数量较多；与成品家具企业相比，公司还进行板材生产，能提供多种高质量芯材供消费者选择，凭借原有板材零售渠道的品牌优势及高端定位，公司在定制家居领域潜力巨大。

我们预计装饰材料、品牌授权、整体衣柜等业务在 2023 年的增长率将与品牌授权业务在 2021 年的增长率持平，约为 12%-13%；而地板、木门等业务由于品牌优势相对较弱，其增长率将相对较低，我们预测其 2023-2025 年的收入增长率分别为 10%和 5%；此外，我们假设其他业务规模与 2022 年相同。在毛利率方面，我们假设各业务的毛利率水平保持稳定，2023-2025 年的毛利率水平与 2022 年基本一致。

我们预计 2023-2025 年公司实现收入 100.33/111.95/124.15 亿元，同比增速 12.5%/11.6%/10.9%，归母净利润 6.60/7.76/9.22 亿元，同比增速 48.2%/17.5%/18.9%，EPS 0.79/0.92/1.10 元，对应 8 月 18 日 10.70 元收盘价 13.61/11.59/9.74xPE。

表 14 盈利预测

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

装饰材料					
收入	6,319	6,264	7,078	7,928	8,800
YOY	53.4%	-0.9%	13%	12%	11%
成本	(5,679)	(5,583)	(6,335)	(7,095)	(7,876)
毛利	640	681	743	832	924
毛利率%	10.1%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%
品牌授权业务					
收入	276	388	438	491	549
YOY	15.3%	40.2%	13%	12%	12%
成本	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)
毛利	274	384	434	486	544
毛利率%	99.1%	99.0%	99%	99%	99%
整体衣柜					
收入	2,292	1,762	1,973	2,190	2,431
YOY	42.4%	-23.1%	12%	11%	11%
成本	(1,672)	(1,304)	(1,460)	(1,621)	(1,775)
毛利	620	458	513	570	656
毛利率%	27.1%	26.0%	26%	26%	27%
地板					
收入	372	382	421	463	509
YOY	15.6%	2.8%	10%	10%	10%
成本		(275)	(303)	(333)	(366)
毛利	372	107	118	130	142
毛利率%		28%	28%	28%	28%
木门					
收入	39	23	24	25	27
YOY	-13.7%	-40.7%	5%	5%	5%
成本		(20)	(21)	(22)	(23)
毛利	39	3	4	4	4
毛利率%		15%	15%	15%	15%
其他业务					
收入	127	99	99	99	99
YOY	-2.6%	-22.6%	0%	0%	0%
成本		(111)	(59)	(59)	(59)
毛利	127	(12)	39	39	39
毛利率%	100.0%	-12.5%	40%	40%	40%
<b>营业收入</b>	<b>9,426</b>	<b>8,917</b>	<b>10,033</b>	<b>11,195</b>	<b>12,415</b>
同比%	45.8%	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%
<b>净利润</b>	<b>712</b>	<b>445</b>	<b>660</b>	<b>776</b>	<b>922</b>
同比%	76.7%	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%

资料来源：公司公告、Wind，华西证券研究所

我们选取成品家具龙头欧派家居、索菲亚、尚品宅配及人造板上市公司丰林集团、大亚圣象作为可比对象，其2023年Wind市盈率一致预期均值为15.81xPE。公司历史悠久，产品及渠道优势显著，2023年预测净利润对应8月18日10.70元收盘价13.61xPE，低于可比公司均值。首次覆盖给予“增持”评级。

表 15 可比公司估值

公司代码	公司简称	2023E PE	2024E PE	2025E PE
603833.SH	欧派家居	19.19	16.43	14.16
002572.SZ	索菲亚	12.88	10.95	9.39
300616.SZ	尚品宅配	16.85	12.61	10.52
601996.SH	丰林集团	21.22	17.33	14.25
000910.SZ	大亚圣象	8.91	7.93	7.08

平均值	15.81	13.05	11.08
-----	-------	-------	-------

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5.风险提示

**需求不及预期：**若国内建筑装饰需求不及预期，则收入水平可能低于我们预期。

**产品及品牌认可度不及预期：**如果家居消费者对公司产品、品牌的认可度不及预期，则零售端收入可能低于预期。

**系统性风险：**A股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,917	10,033	11,195	12,415	净利润	462	691	808	961
YoY(%)	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%	折旧和摊销	94	91	93	97
营业成本	7,296	8,182	9,135	10,104	营运资金变动	111	373	-71	421
营业税金及附加	35	38	42	47	经营活动现金流	934	1,241	876	1,520
销售费用	328	401	465	490	资本开支	-143	-339	-188	-199
管理费用	341	415	463	507	投资	332	-16	-55	10
财务费用	18	-3	-31	-51	投资活动现金流	226	-306	-198	-138
研发费用	71	88	103	114	股权募资	0	437	0	0
资产减值损失	-134	0	1	1	债务募资	-697	12	11	7
投资收益	31	54	52	58	筹资活动现金流	-1,065	8	-8	-11
营业利润	602	893	1,049	1,251	现金净流量	104	943	670	1,370
营业外收支	10	9	10	9	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	612	902	1,059	1,261	<b>成长能力</b>				
所得税	150	211	251	299	营业收入增长率	-5.4%	12.5%	11.6%	10.9%
净利润	462	691	808	961	净利润增长率	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%
归属于母公司净利润	445	660	776	922	<b>盈利能力</b>				
YoY(%)	-37.4%	48.2%	17.5%	18.9%	毛利率	18.2%	18.4%	18.4%	18.6%
每股收益	0.58	0.79	0.92	1.10	净利率	5.0%	6.6%	6.9%	7.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	8.5%	10.5%	10.4%	10.6%
货币资金	693	1,636	2,306	3,676	净资产收益率 ROE	19.0%	21.8%	20.4%	19.5%
预付款项	31	51	52	57	<b>偿债能力</b>				
存货	529	836	698	984	流动比率	1.07	1.21	1.39	1.59
其他流动资产	1,634	1,146	1,566	1,041	速动比率	0.82	0.95	1.27	1.48
流动资产合计	2,888	3,669	4,622	5,758	现金比率	0.26	0.54	0.69	1.02
长期股权投资	17	27	77	62	资产负债率	52.9%	49.6%	46.3%	42.9%
固定资产	556	700	785	875	<b>经营效率</b>				
无形资产	100	115	122	131	总资产周转率	1.64	1.73	1.63	1.54
非流动资产合计	2,369	2,647	2,814	2,924	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,256	6,316	7,436	8,682	每股收益	0.58	0.79	0.92	1.10
短期借款	365	365	365	365	每股净资产	3.04	3.60	4.52	5.62
应付账款及票据	1,327	1,546	1,735	1,886	每股经营现金流	1.21	1.48	1.04	1.81
其他流动负债	1,000	1,123	1,236	1,363	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,692	3,034	3,336	3,613	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	18.45	13.61	11.59	9.74
其他长期负债	86	98	108	115	PB	3.58	2.97	2.37	1.90
非流动负债合计	86	98	108	115					
负债合计	2,778	3,132	3,444	3,728					
股本	773	840	840	840					
少数股东权益	131	162	194	233					
股东权益合计	2,478	3,184	3,992	4,953					
负债和股东权益合计	5,256	6,316	7,436	8,682					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**戚舒扬：**建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

**金兵：**建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。