

2021年02月09日

证券研究报告·公司研究报告

兔宝宝(002043) 建筑材料

买入(首次)

当前价: 10.27元

目标价: 17.16元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

从板材到定制, 兔宝宝的升级之路

投资要点

- **深耕传统板材零售市场, 挖潜增效提升市占率。**零售板材市场预计约1000亿元, 当前市场仍高度分散, 兔宝宝规模居首, 对应市占率约7%。公司90%产能来自OEM, 通过研发和严苛的OEM管理, 造就了其优异的产品质量和轻资产灵活运营的能力, 叠加突出的品牌力和与时俱进的经销渠道管理, 兔宝宝板材零售竞争优势突出。在零售板材受到定制家具挤压的市场环境下, 兔宝宝通过分公司模式激发经销商活力, 在核心及重点市场以渠道下沉+密集分销为主策略, 外围市场重点发力渠道扩张, 要求3年内实现空白宜建店城市的全覆盖, 随着新店开设的有序落实, 板材业务市占率有望持续提升。
- **从板材到易装, 实现自我升级和产业链延伸。**兔宝宝易装业务由公司、经销商和加工中心三部分组成。1) 客户向门店下单, 经销商负责销售接单、设计和售后服务, 经销商通过终端加价赚取利润; 2) 订单传到加工中心进行加工, 获取加工利润; 3) 兔宝宝负责品牌运营、统筹管理、以及为加工中心提供板材原材料, 利润来自板材销售和易装品牌授权费, 在解决消费者购买传统板材操作麻烦、用时长、质量难以保证、款式或细节不尽人意等痛点的同时, 实现从板材到定制家具的自我升级, 既可以覆盖原有零售板材消费者实现服务增值, 亦可拓展新的定制家具客户带动业绩增长。2021年公司易装业务将逐步完善成为2.0模式, 除提供板材外, 将拓展门板和五金辅料OEM厂商, 实现定制家具原材料的全供应, 增加利润环节和材料的质量水平。同时通过信息化建设、强化设计能力、拓展经销商等促进各环节逐步完善、业务规模进一步壮大。根据测算易装模式2021、2022年有望分别贡献0.7和1.7亿净利润。
- **并购裕丰汉唐, 快速进入地产集采, 完善战略版图。**裕丰汉唐从2006年开始接手房地产工程项目, 在精装领域先发优势显著, 具备强大的项目交付管理经验、供应链整合实力及丰富的头部客户储备及拓展能力, 连续8年荣获“万科A级供应商”称号, 同时也是新城控股的A类材料设备供应商, 2020上半年新签地产战略客户32家, 其中地产top30客户12家。受益精装率长期趋势提升, 叠加客户拓展及品类扩张的内生增长逻辑, 裕丰汉唐成长稳健。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年归母净利润分别为4、6和7.9亿元, 对应PE分别为19.7、13.2和10.1倍。考虑到公司具备较高的成长性, 且现金流良好, 给予2021年22倍PE估值, 对应目标价17.16元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 易装业务拓展不及预期风险; 裕丰汉唐业绩表现不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4631.83	6407.77	7948.69	10076.76
增长率	7.56%	38.34%	24.05%	26.77%
归属母公司净利润(百万元)	394.29	404.49	601.62	785.98
增长率	19.18%	2.59%	48.73%	30.64%
每股收益EPS(元)	0.51	0.52	0.78	1.01
净资产收益率ROE	20.42%	19.29%	22.55%	23.52%
PE	20	19.7	13.2	10.1
PB	4.31	3.67	2.96	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 陈冠宇

电话: 021-58351679

邮箱: chgyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.75
流通A股(亿股)	7.24
52周内股价区间(元)	6.91-14.22
总市值(亿元)	79.64
总资产(亿元)	49.34
每股净资产(元)	2.13

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目录

1 公司概况：家居装饰板材龙头	1
2 深耕传统板材市场，挖潜增效	4
2.1 板材概览：产品特性及上下游	4
2.2 通过优质产品+供应商管理，实现轻资产+灵活经营	6
2.3 突出品牌+渠道管理，配合生产端形成竞争优势	7
2.4 未来重点激发经销商活力，扩大零售板材市占率	9
3 从板材到易装，实现自我升级和产业链延伸	11
3.1 易装落地：从板材到定制家具	11
3.2 易装发展：各环节逐步完善，盈利模式进一步理顺	12
3.3 易装利润：2.0 模式按部就班落地后，利润空间较大	14
4 收购裕丰汉唐：快速进入地产集采，完善战略版图	15
5 盈利预测与估值	19
6 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主营业务收入结构.....	2
图 4: 公司主营业务毛利结构.....	2
图 5: 公司历年营业收入及增速.....	2
图 6: 公司历年归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司历年毛利率及净利率情况.....	3
图 8: 公司历年期间费用率情况.....	3
图 9: 中国人造板历年产量及销量 (万立方米).....	4
图 10: 中国人造板行业产值 (亿元).....	4
图 11: 房屋新开工月累计增速及竣工月累计增速 (%).....	5
图 12: 房屋预售面积与竣工面积 (亿平方米).....	5
图 13: 2018 年人造板下游应用分布.....	5
图 14: 2019 年国内人造板上市企业板材业务规模及市占率.....	5
图 15: 兔宝宝板材供应以 OEM 为主 (测算口径为销量).....	6
图 16: 兔宝宝环保升级之路.....	6
图 17: 兔宝宝贴牌管理体系.....	7
图 18: 兔宝宝广告.....	8
图 19: 兔宝宝市场推广宣传费用及比重.....	8
图 20: 兔宝宝环保中国行活动现场.....	8
图 21: 2020 兔宝宝环保中国行·工厂直播.....	8
图 22: 头部板材品牌百度搜索指数结果.....	8
图 23: 兔宝宝板材品牌荣誉.....	8
图 24: 兔宝宝专卖店数量 (家).....	9
图 25: 兔宝宝单店营收及单店盈利情况 (万元/家).....	9
图 26: 兔宝宝核心、重点、外围市场划分.....	10
图 27: 兔宝宝核心、重点、外围市场营收增速 (%).....	10
图 28: 兔宝宝渠道扁平化变革.....	10
图 29: 易装标准化服务流程.....	11
图 30: 易装主要参与者包括公司、经销商及加工中心.....	11
图 31: 兔宝宝传统板材专卖店示意图.....	12
图 32: 兔宝宝易装专卖店示意图.....	12
图 33: 易装经销商类型.....	13
图 34: 易装门店类型.....	14
图 35: 易装专卖店数量 (家).....	14
图 36: 易装社区店运行模式.....	14
图 37: 易装利润弹性估算.....	15
图 38: 裕丰汉唐主要产品.....	15
图 39: 裕丰汉唐业务布局.....	15
图 40: 裕丰汉唐发展历程.....	16
图 41: 兔宝宝发展战略小结.....	18

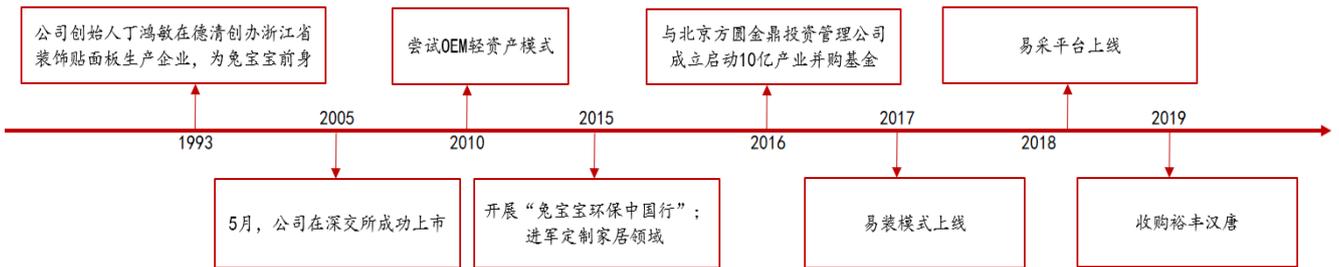
表 目 录

表 1: 兔宝宝股权回购情况.....	3
表 2: 人造板主要产品类别.....	4
表 3: 兔宝宝与家装公司的战略合作.....	10
表 4: 易装服务模式和利润来源.....	12
表 5: 裕丰汉唐财务数据.....	16
表 6: 裕丰汉唐装修项目交付时间.....	17
表 7: 裕丰汉唐工程服务体系.....	17
表 8: 分业务收入及毛利率.....	19
表 9: 可比公司估值.....	20
附表: 财务预测与估值.....	21

1 公司概况：家居装饰板材龙头

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司（简称：兔宝宝）成立于1993年，于2005年上市，专注于装饰材料和成品家居的研发、生产和销售，主要产品包括装饰板材、原木、地板、木门、衣柜、科技木、胶粘剂等，目前兔宝宝装饰材料业务已发展成为国内销售规模最大、渠道覆盖最广、专卖店数量最多、经营品种最全的装饰板材行业龙头。

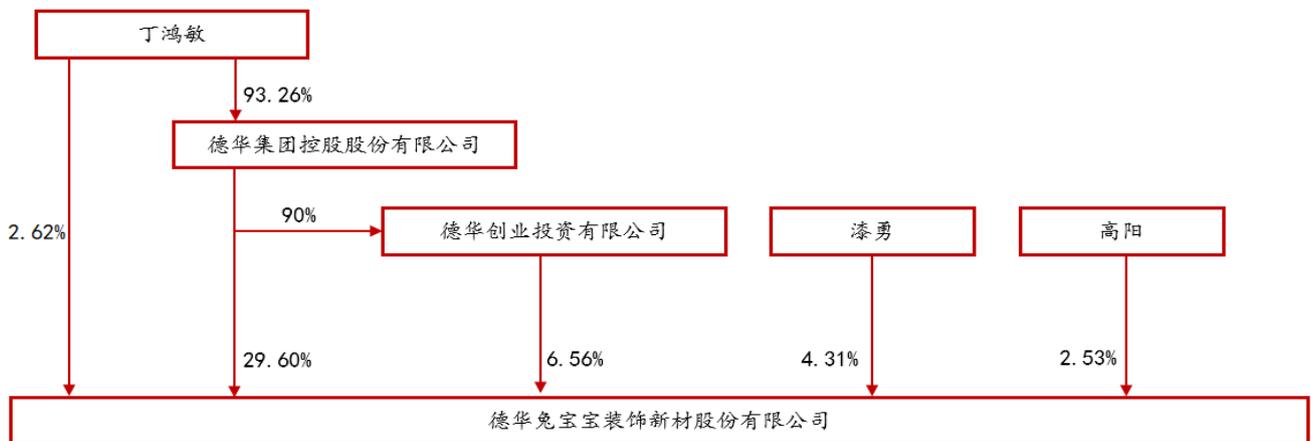
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

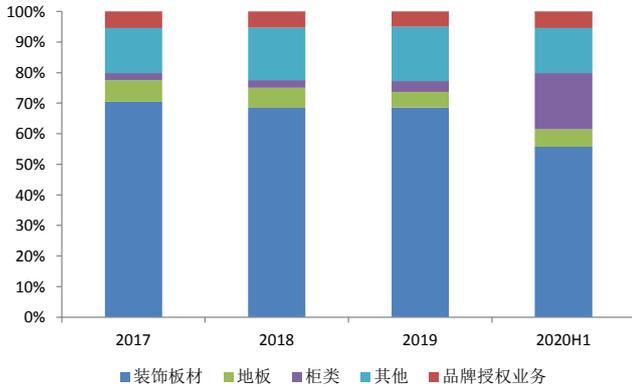
股权结构：公司第一大股东及实际控制人为丁鸿敏，直接持股比例为2.62%，通过德华集团控股股份有限公司和德华创业投资有限公司间接持股36.16%，合计持股比例达38.78%。此外，控股子公司青岛裕丰汉唐木业有限公司董事长漆勇持有公司4.31%的股份。

图2：公司股权结构

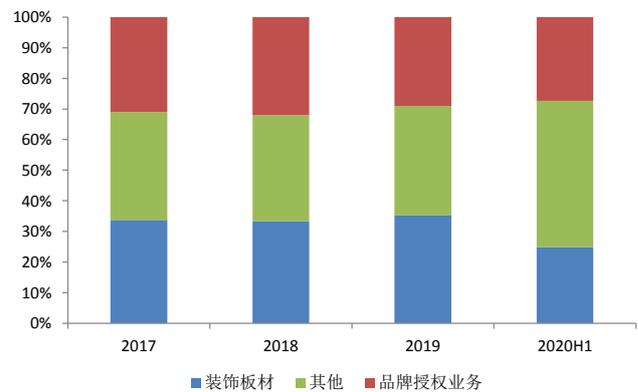


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自装饰板材、地板和品牌授权业务，2019年装饰板材总营收31.8亿元，营收占比68.6%，毛利占比34.7%；地板营收2.4亿元，营收占比5.1%；品牌授权又称为B类收入，是指公司对OEM厂商收取品牌使用费，然后由OEM厂家直接与经销商进行货款结算，2019年实现营收2.3亿元，占比5.1%，毛利占比29%，若折算成终端产品销售，对应营收34.8亿元，折算系数大约为15.9。2020年1月兔宝宝收购裕丰汉唐完成并表，柜类业务体量增长明显，2020H1实现营收3.6亿元，占比升至18.4%。

图 3：公司主营业务收入结构


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司主营业务毛利结构


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司业绩情况：公司 2017-2019 年营收分别为 41.2、43.1 和 46.3 亿元，同比增长 53.9%、4.5%、7.6%；将品牌授权（B 类）收入折算后，2017-2019 年营收分别为 72.2、76.2 和 81.1 亿元，同比增长 169.8%、5.5%、6.5%。2017-2019 年归母净利润分别为 3.6、3.3 和 3.9 亿元，同比增长 40.4%、-9.3%、19.2%。2020 年前三季度实现营收 38.4 亿元，增速为 19.7%，实现归母净利润 1.9 亿元，增速为 -23.8%；单三季度实现营收 18.8 亿元，同增 45.9%，实现净利润 1.5 亿元，同增 17.9%，疫情之后公司零售业务迎来复苏。

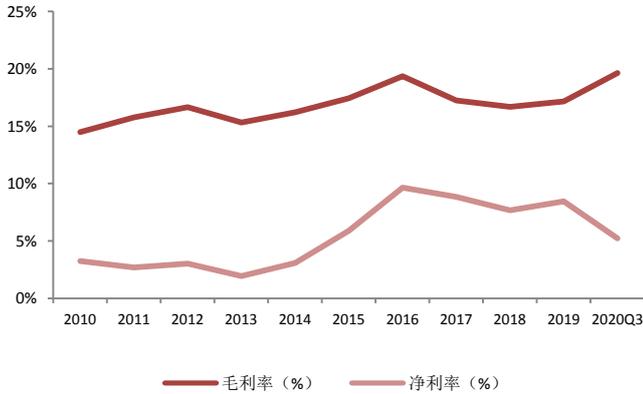
图 5：公司历年营业收入及增速


数据来源：公司年报，西南证券整理

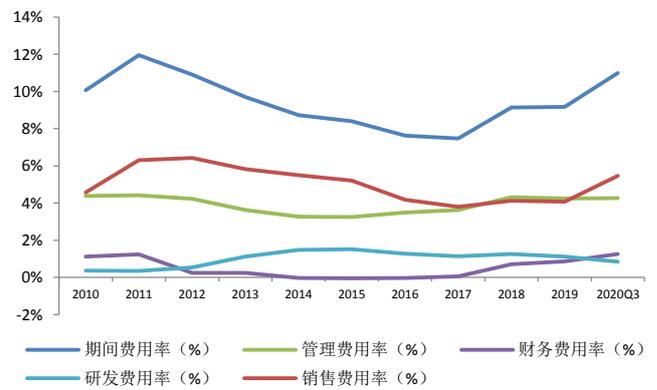
图 6：公司历年归母净利润及增速


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司盈利能力：公司 2017-2020Q3 年毛利率分别为 17.3%、16.7%、17.2%和 19.7%，大致呈逐步上升趋势；同期净利率分别为 8.8%、7.7%、8.5%和 5.2%，期间费用率分别为 7.5%、9.1%、9.2%和 11%，2020Q1-3 期间费用率上涨较多主要系并表裕丰汉唐所致。

图 7：公司历年毛利率及净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司历年期间费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

回购方案凸显公司发展信心。2020 年 12 月 23 日公司发布了最新一次股权回购公告，计划使用 1.5-3 亿人民币自有资金以集中竞价方式回购公司股份，回购价格不超过 10 元/股，按该价格测算预计可回购 1500-3000 万股，占总股本 1.94-3.87%，回购完毕后将全部注销并减少注册资本。截至 2021 年 1 月 31 日公司已回购 1.7 亿元股份，占公司总股本的 2.25%，后续将根据市场情况继续实施回购计划。此外，公司上市至今共进行了三次股份回购并注销回购股份，彰显了公司对自身基本面和发展前景的坚定信心。

表 1：兔宝宝股权回购情况

公告发布日期	完成回购日期	股份注销日期	回购数量 (万股)	占总股份比例 (%)	回购价格 (元/股)	支付总金额 (亿元)
2018.2.7	2018.7.6	2018.7.16	3219.21	3.73	7.4-11.77	3
2018.7.12	2019.1.31	2019.2.23	3093.61	3.84	4.95-6.81	1.7
2020.12.23	-	-	3000	3.87	不超过 10 元/股	1.5-3

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 深耕传统板材市场，挖潜增效

2.1 板材概览：产品特性及上下游

人造板是利用木材及其剩余物或其他非木材植物（棉杆、甘蔗渣和芦苇等植物纤维）为原料，经过一定机械加工分离成各种单元材料后，施加或不施加胶粘剂和其他添加剂胶合而成的板材或模压制品。主要包括纤维板（密度板）、刨花板和胶合板三大类，其延伸产品和深加工产品达上百种。

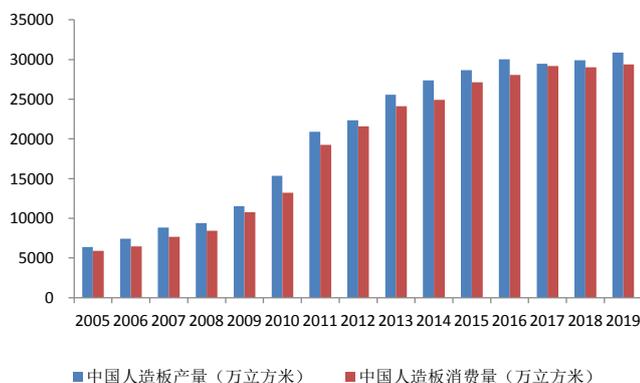
表 2：人造板主要产品类别

	纤维板（又称：密度板）	刨花板	胶合板
介绍	以木质纤维或其他植物纤维为原料，施加脲醛树脂或其他胶粘剂制成的人造板材	由木材或其他木质纤维素材料制成的碎料，施加胶粘剂后在热力和压力作用下胶合成的人造板	由原木段旋切成单板或由木方刨切成薄木，再由胶粘剂胶合而成的三层或多层的板状材料
板芯	粉末	颗粒或刨花	实木薄板或木条
优点	原材料来源广泛；表面光滑平整，材质均匀；物理稳定性强；加工性好	防潮性好；握钉力较强；用胶量相对较小；绝热；隔音；质量轻；耐污染、耐老化；表面平整；适合工厂化切割	木材利用率高；重量轻；强度大；韧性好；易加工；握钉力强
缺点	防潮性较差；握钉力差；强度不高；用胶多	不宜切割；容易吸湿；稳定性欠佳（但 OSB 板稳定性高），颗粒状不易铸形	表面不够光滑；甲醛污染较重
成本	高	低	差别较大
图例			

数据来源：中国林产工业协会，西南证券整理

中国人造板行业经历了 2009-2012 年房地产扩张期带来的飞速成长阶段后，从 2012 年开始行业增速跟随地产周期小幅波动。总体来看我国人造板已经从高速成长期迈入成熟期。2019 年下半年开始的地产竣工周期仍在演绎，将带动板材等后周期品种在未来两年需求提升；存量房时代下二手房及翻新维修等需求有望支撑板材下游应用端中长期稳定。

图 9：中国人造板历年产量及销量（万立方米）



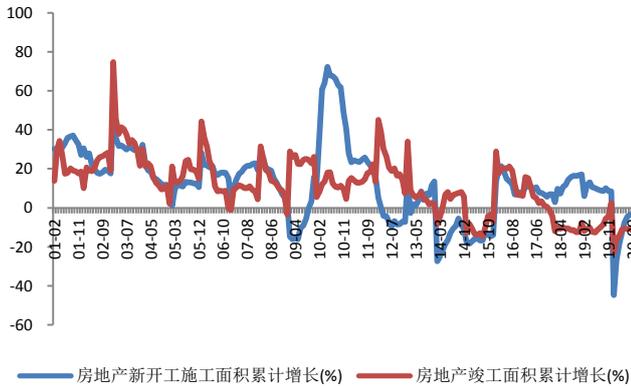
数据来源：中国林业年鉴，西南证券整理

图 10：中国人造板行业产值（亿元）



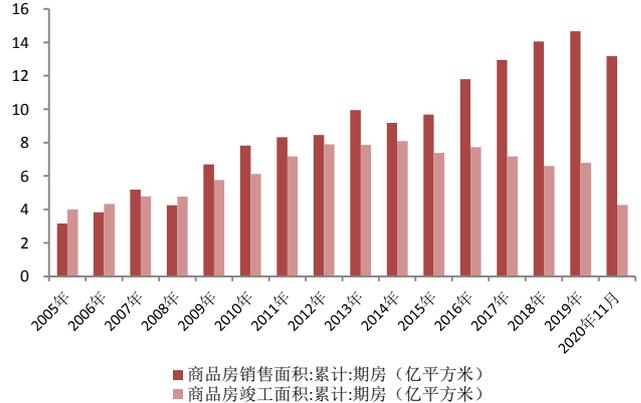
数据来源：中国林业年鉴，西南证券整理

图 11: 房屋新开工月累计增速及竣工月累计增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

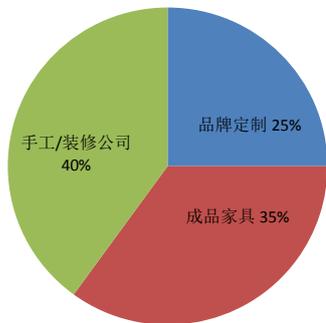
图 12: 房屋预售面积与竣工面积 (亿平方米)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

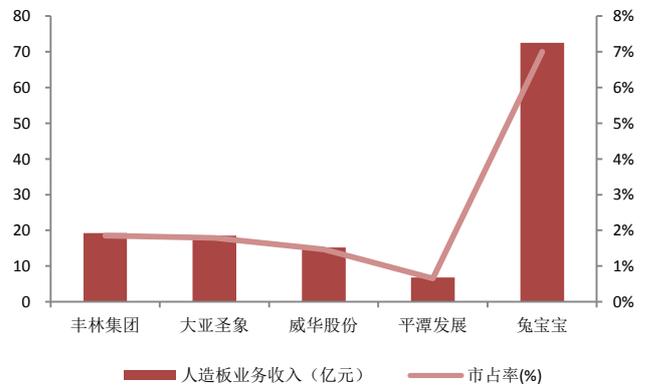
由于板材属于半成品, 还需进一步加工组装成家具方能投入使用, 人造板的下游应用可进一步分为定制家具、成品家具及零售板材 (手工打制家具)。现阶段消费者购买板材打制家具的现象在经济不发达区域仍较为普遍, 零售板材体量依旧可观, 根据测算, 市场空间约 1000 亿以上。趋势上看, 受消费升级和房价上涨导致的小户型住宅占比提升双重作用驱动, 个性化、空间利用率高的定制家具将持续享受发展红利, 而成品及打制家具市场增速将不断放缓, 这种趋势在一二线城市中已有较明显体现。

图 13: 2018 年人造板下游应用分布



数据来源: 中国整木网, 西南证券整理

图 14: 2019 年国内人造板上市企业板材业务规模及市占率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

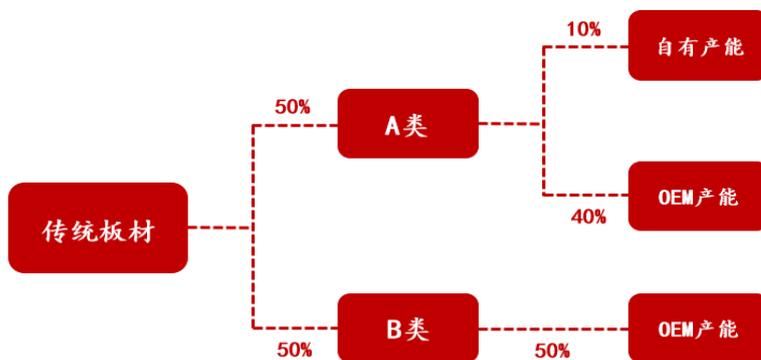
目前兔宝宝板材终端 70%来自零售消费者, 消费者买来板材后再委托家装公司、木工等进一步加工成成品, 剩下 30%来自家装公司, 家装公司业务量中又有 90%是消费者指定购买兔宝宝板材进行后续加工, 亦可视为零售消费者。经测算 2019 年兔宝宝在手工打制家具这一细分板块约占有 7%的份额, 丰林集团、大亚圣象、威华股份、永安林业、平潭发展及兔宝宝 6 家上市公司的市占率合计约 12%, 另外市场中还充斥大量中小型厂家, 行业集中度不高。零售板材虽然市场有所缩减, 但近年来环保及产能政策壁垒抬升叠加消费升级大势持续驱动行业洗牌提速, 份额将加快流向头部企业。

2.2 通过优质产品+供应商管理，实现轻资产+灵活经营

兔宝宝通过研发优质产品、严苛 OEM 厂商管理、突出的品牌优势、庞大的渠道网络，各环节良性循环，形成了独特竞争优势。

公司有两类业务模式，简称 A、B 类，其中 A 类模式是通过自有产能和 OEM 代工形成板材供货和销售。B 类模式是通过向 OEM 厂商出售商标收取品牌授权费。两种模式拉通看兔宝宝 90% 的销售均系 OEM 代工模式，公司本身主要进行产品研发和 OEM 厂商的品质把控。经过多年运行，公司已经充分自证了能够通过产品研发开发出符合市场需求的高质量环保产品，同时能够做到 OEM 厂商的严格管理，保证产品的高质量。

图 15：兔宝宝板材供应以 OEM 为主（测算口径为销量）

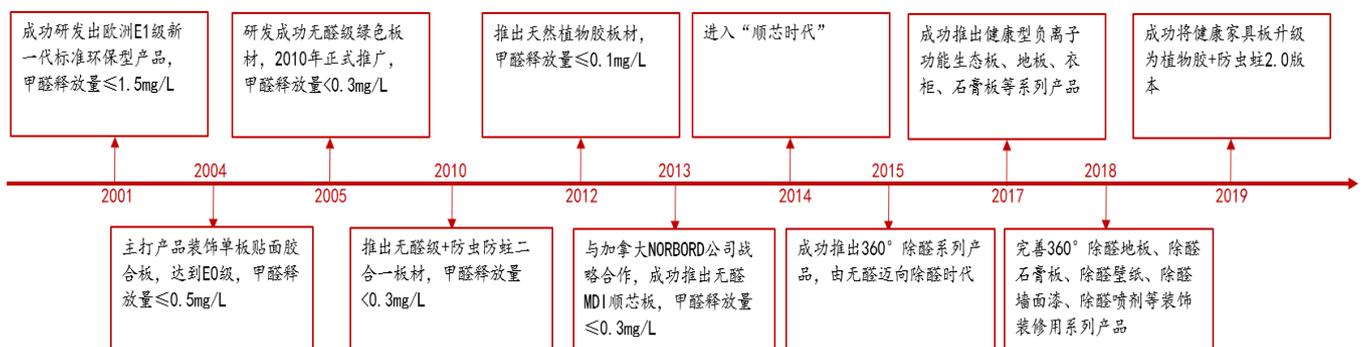


数据来源：公司公告，西南证券整理

具体来看：

(1) 研发推动，引领绿色健康板材。兔宝宝自 2000 年研制出甲醛释放量达到欧洲 E1 级标准 ($\leq 1.5\text{mg/L}$) 的第一代环保型产品以来先后推出了 E1 级、E0 级、无醛级、无醛加防蛀级、天然植物胶环保板材、无醛 MDI 顺芯板、360° 除醛系列产品，以及防虫蛀、抗菌等多种功能型板材，一路引领自身及行业产品的环保升级。

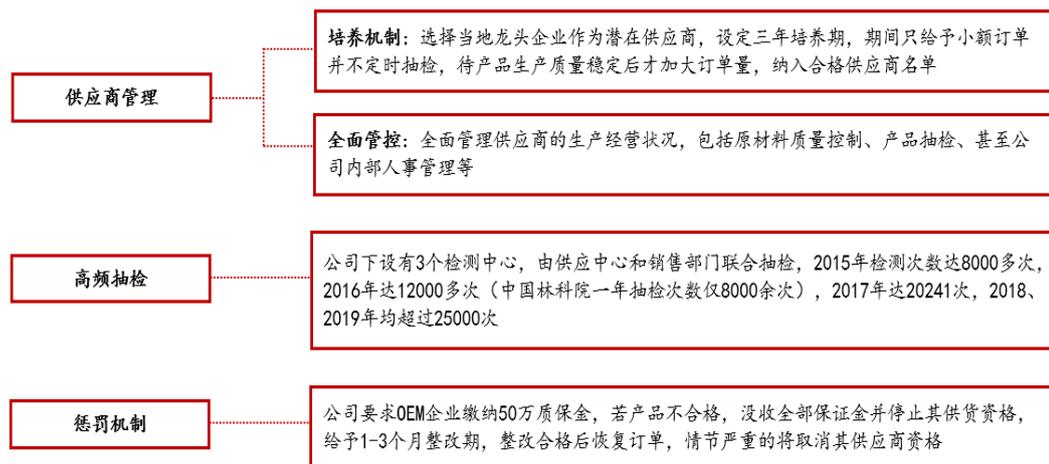
图 16：兔宝宝环保升级之路



数据来源：公司官网，西南证券整理

(2) 供应商管理能力突出，有效把控产品质量。兔宝宝十多年为国外大型家具企业做贴牌，具备管理 OEM 厂商的丰富经验，也深谙 OEM 模式成功与否关键取决于品质把控是否到位，为此公司建立了一整套系统严格的管理制度，通过对供应商生产经营的全面管理、高频次产品抽检及严格的惩处机制来保证代工产品质量，尤其是环保性能达标。对于 OEM 厂家来说，当前行业总体产能过剩，大部分企业产能利用率仅达 30-40%，生存形势严峻，与兔宝宝的合作保障了产能利用率，OEM 厂家也愿意接受严苛的合作条件，从而形成牢固的合作关系。近年来兔宝宝供货商基本稳定在 40 家左右，大部分厂家主供兔宝宝板材。

图 17：兔宝宝贴牌管理体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

(3) 贴牌模式下企业轻资产运营，异地扩张和转型更容易。公司自有林业资源和生产基地主要集中在江浙沪皖地区，本部产品生产出来后基本就近销售，如果运往外地销售一来不经济，二来市场拓张力度也受产能限制。而贴牌加工模式轻资产运营，能够帮助企业实现市场份额的快速提升，且实际产能及生产品种还能根据公司战略及市场情况进行灵活调整。同时，该模式对应的成本方面主要为输出技术人员、检测人员等进行品质监控，费用有限，边际成本低，边际利润增量高。

2.3 突出品牌+渠道管理，配合生产端形成竞争优势

在销售端，公司致力于品牌建设、市场营销和推广，构建突出的品牌优势。同时公司经销网络基础扎实，不断改革以激发经销商活力，配合灵活的生产端形成了独特的竞争优势。

(1) 品牌宣传推广力度大，线上线下同步发力。线下方面，2017 年开始公司有针对性地在北京、广州、南京、合肥、武汉、长沙等 14 个省会级重点城市的高铁站投放广告，另外还投放了 31 组高铁列车内广告。公司自 2015 年起，每年举行“兔宝宝环保中国行”大型营销活动，据统计，2015-2019 年累计举办 152 场次，总成交 20 多万单，收取定金超 11 亿；2020 年疫情期间环保中国行灵活调整为“抖音直播+微信落地”的线上营销形式，最终销售单量达 19870 单。线上方面，公司借助天猫、淘宝、今日头条、抖音、微信等知名互联网平台进行品牌营销，2017 年天猫双 11 当天兔宝宝创下 5522 万元的销售额，2018 年销售规模首次破亿，2019 年达到了 1.45 亿，2020 年整体突破 1.5 亿，覆盖人次超 1700 万。总体来看，公司常年保持较高的广告宣传力度，近几年宣传费用率均保持在 1.5% 以上。

图 18: 兔宝宝广告



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 19: 兔宝宝市场推广宣传费用及比重



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 20: 兔宝宝环保中国行活动现场



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

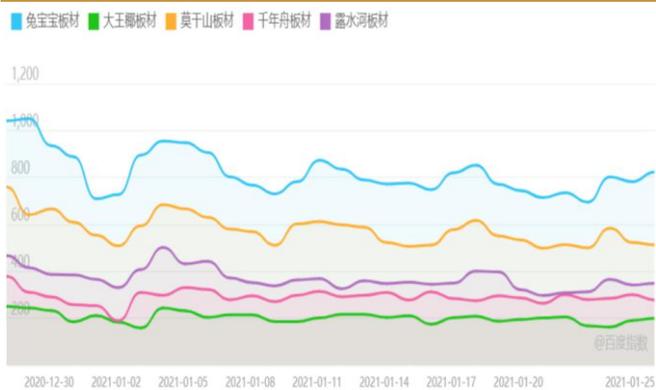
图 21: 2020 兔宝宝环保中国行·工厂直播



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

(2) 产品实力获市场高度认可, 品牌溢价突出。经过十多年的产品环保内核塑造及品牌传播, 兔宝宝已成为国内板材行业的第一品牌。百度搜索指数远远领先于业内其他竞品, 并连续数年荣获“中国板材十大品牌”、“中国板材国家品牌”、“中国十大生态板品牌”等荣誉。从终端产品售价来看, 兔宝宝板材平均价格要比其他品牌板材高出 10-20%, 彰显了兔宝宝板材产品受消费者认可和接受程度高, 市场基础好。

图 22: 头部板材品牌百度搜索指数结果



数据来源: 百度, 西南证券整理

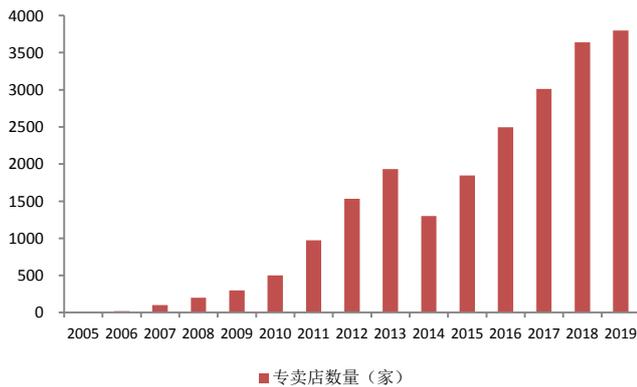
图 23: 兔宝宝板材品牌荣誉



数据来源: 中国品牌网, 西南证券整理

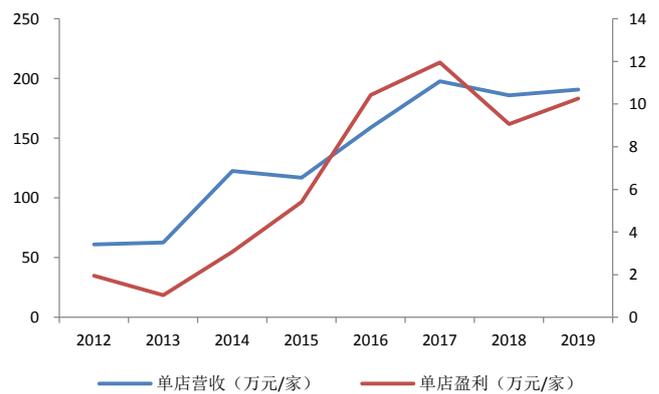
(3) 经销网络基础坚实，专卖店规模业内领先。兔宝宝是业内第一家推广专卖店营销模式的企业，2005 年便率先在南京、青岛两地试点并开设两家专卖店；2007 年在江浙沪皖等兔宝宝优势市场初步构建了专卖店网络主骨架；2010 年开始重点覆盖包括湖南、山东、江西、福建等品牌影响力相对较弱的外围市场，同时建店节奏明显加快，2010-2013 年期间内每年新增门店数量超过 400 家；2014 年砍掉了超过三分之一绩效不佳的门店；自此之后专卖店数量及单店业绩都呈现一个稳步增长的发展状态。截至 2020 上半年，公司累计共有专卖店 3800 余家，规模远超同行竞品，单店营收规模和盈利也趋势上行。

图 24：兔宝宝专卖店数量（家）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 25：兔宝宝单店营收及单店盈利情况（万元/家）



数据来源：公司年报，西南证券整理

(4) 依托品牌和生产端优势，经销商合作粘性大。一方面，兔宝宝产品环保属性强，市场销量好于同行业其他品牌，叠加 2016 年收购杭州多赢网络科技有限公司以来，线上新零售业务的开展积极赋能线下渠道，引流引客效果显著；另一方面，公司主动让利经销商，让其在整个产业链的利润分配中享受最丰厚的利润率，加之公司产品品牌溢价突出，盈利驱动下经销商具有高度粘性，同时也有利于吸引潜在的优质经销商加盟。

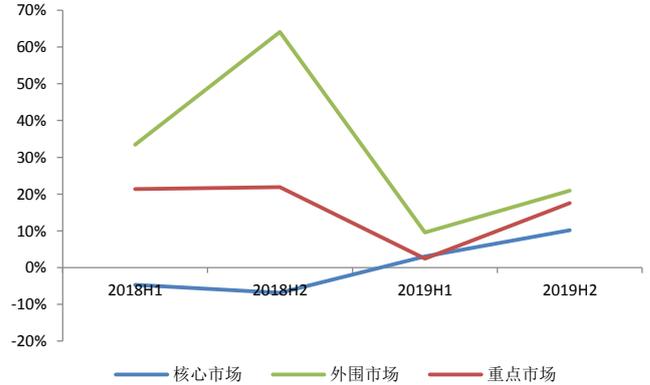
2.4 未来重点激发经销商活力，扩大零售板材市占率

在零售板材逐步萎缩的市场环境下，公司在核心及重点市场以渠道下沉+密集分销为主要策略，外围市场重点发力渠道扩张，因地制宜挖掘市占率提升机会。

目前公司划分了核心（浙江、江苏、上海、安徽、湖北）、重点（湖南、江西、福建、山东、河南、四川、重庆）及外围市场。核心和重点市场已实现了县级以上城市全覆盖，后续将重点部署渠道下沉和密集分销工作；而外围县级以上城市覆盖程度相对较弱，销售占比约 20%，基数较低，但销售增长的主要驱动力在外围市场，贡献了超一半的业务增量。针对外围市场，公司要求 3 年内实现空白宜建店城市的全覆盖，随着新店开设的有序落实，板材业务仍存在一定的业绩上行空间。

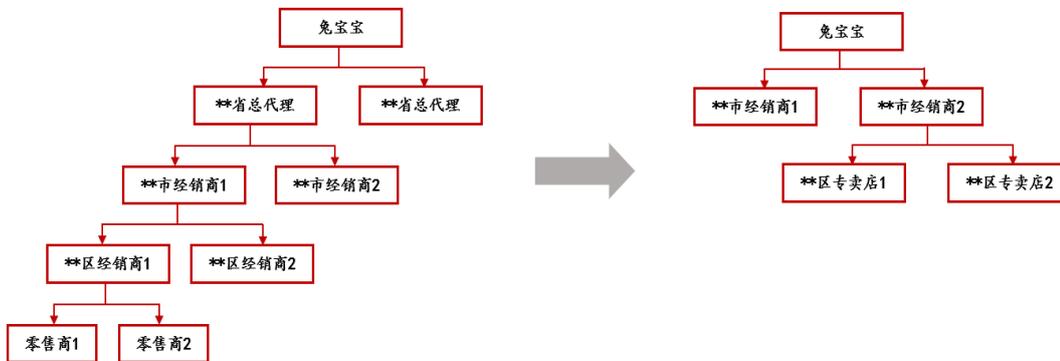
图 26: 兔宝宝核心、重点、外围市场划分


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 27: 兔宝宝核心、重点、外围市场营收增速 (%)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司持续推动渠道改革, 激发经销商活力。2005 年之后公司即开始导入渠道扁平化管理模式, 逐步取消省级代理, 以便于获取一手市场反馈、加强渠道把控。目前公司重点导入销售分公司运营模式, 核心和重点市场以行政省为单位设置省级销售分公司, 外围市场以跨省区域为单位设置区域销售分公司, 目前已落地运营 9 大分公司。销售分公司主要负责三方面工作, 一是积极引导经销商从零售商向渠道商转型升级, 鼓励经销商积极开发定制家具厂、家装公司以及互联网家装平台等小 B 渠道, 要求其下设有专业的团队和人员去对接工程渠道, 此举顺应了定制化、成品化的行业趋势; 二是帮助落实分地区的渠道建设战略, 同时强化对经销商的服务支持和监管力度; 三是大力帮扶有能力的经销商去开展易装业务。

图 28: 兔宝宝渠道扁平化变革


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3: 兔宝宝与家装公司的战略合作

签约时间	战略合作方
2019 年 5 月	中国建筑装饰协会
2019 年 6 月	土巴兔
2019 年 6 月	金螳螂
2019 年 10 月	瑞和建筑装饰股份
2019 年 11 月	齐家网
2020 年 6 月	上海康业装饰集团
2020 年 7 月	小胖熊

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3 从板材到易装，实现自我升级和产业链延伸

3.1 易装落地：从板材到定制家具

易装业务是以兔宝宝健康板材产品为主材，为用户提供从材料选择、柜型设计、加工再到上门安装的一站式服务。易装业务目前主要由公司、经销商和加工中心三部分组成。从具体业务流程来看，客户向门店下单，经销商负责销售接单、设计和售后服务，订单传到加工中心进行加工，然后由加工中心或经销商负责上门安装，兔宝宝则发挥自身的平台优势和资源整合能力，负责品牌运营、统筹管理经销商和加工中心、以及为加工中心提供板材原材料。

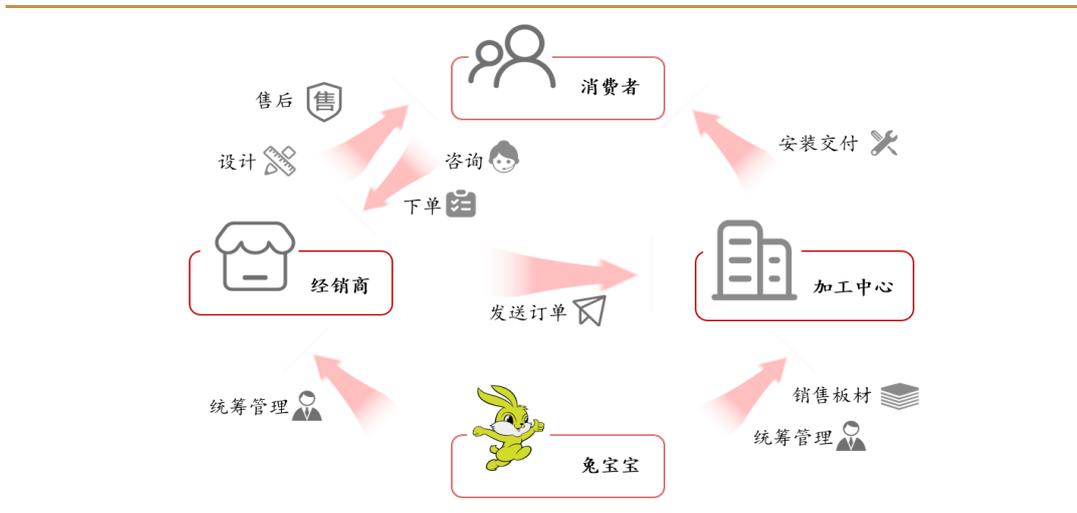
图 29：易装标准化服务流程



数据来源：公司官网，西南证券整理

从盈利模式来看，三方利益一致，其中经销商门店是获客途径，经销商通过终端加价赚取利润；加工中心负责板材加工，获取加工利润；兔宝宝负责提供板材赚取板材利润，同时兔宝宝统筹管理加工中心和经销商并负责营销宣传，在加工中心环节收取“兔宝宝易装”的品牌授权费。

图 30：易装主要参与者包括公司、经销商及加工中心



数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年公司首次推出易装模式，最开始主要针对有购买兔宝宝板材意向的客户群体提供板材深加工服务，这些用户或有较高的环保诉求、或对产品价格较为敏感、或高度认可兔宝宝板材产品，此前消费者在购买板材后还需要自己聘请木工或家装公司做进一步的加工组装，易装主要解决消费者购买传统板材操作麻烦、用时长、质量难以保证、款式或细节不尽人意等痛点。从公司角度来看，易装模式是定制家具趋势下的一次自我升级，既可以覆盖原有零售板材消费者实现服务增值，亦可拓展新的定制家具客户带动业绩增长。

图 31：兔宝宝传统板材专卖店示意图


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 32：兔宝宝易装专卖店示意图


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 易装发展：各环节逐步完善，盈利模式进一步理顺

易装模式可规划为 1.0、2.0 阶段。定制衣柜主要由板材、门板、五金辅料三类材料构成，在原材料成本结构上，板材约占 40%，门板占 40%，五金辅料占 20%。在当前的易装 1.0 阶段，公司的收入和利润点来自两方面，一是为加工中心提供板材实现销售，二是在柜体加工环节收取“兔宝宝易装”的品牌授权费。2021 年公司易装业务将逐步完善成为 2.0 模式，除板材外，将拓展门板和五金辅料 OEM 厂商，实现定制家具原材料的全供应，增加利润环节和材料的质量水平。同时通过信息化建设、强化设计能力、拓展经销商等促进各环节逐步完善、业务规模进一步壮大。

表 4：易装服务模式和利润来源

易装模式	各环节职责		收入来源
易装 1.0	兔宝宝	提供板材，统筹管理经销商和加工中心，品牌营销	板材收入，兔宝宝易装品牌授权费
	加工中心	板材加工，自主采购门板和五金辅料，部分安装	加工收入，自主采购门板、五金辅件产生的价差收入
	经销商	拓展门店，获客，设计，售后服务	终端销售收入
易装 2.0	兔宝宝	提供板材、门板、五金辅料等所有原材料，拓展、统筹管理经销商和加工中心，品牌营销，建立设计团队增加经销商设计能力，建立信息系统保证各环节通畅运行	板材、门板、五金辅料收入，兔宝宝易装品牌授权费
	加工中心	来料加工，部分安装	加工收入
	经销商	拓展门店，获客，设计，售后服务	终端销售收入

数据来源：公司公告，西南证券整理

具体来看：

(1) 完善信息系统建设，精益管理。现阶段信息系统的使用已基本贯穿于易装业务全流程，下一步公司将重点实施信息一体化改造，实现加工中心、经销商、设计师及公司等各方参与者之间的高效联动和信息实时交互。例如，当前客户在门店系统下单后，订单将自动流转到就近的加工中心进行生产，后续随着加工中心和易装门店数量的增长，公司将统一负责订单的分配，改善运营效率。

(2) 强化设计能力，提高产品竞争力。目前设计主要由经销商负责，是公司较大的短板。对此，公司通过组建设计师团队来支持和强化终端门店设计能力，2019 年全年公司共推出 27 款花色的易装板材，并上线了易·韵、易·品等新品系列共 8 款，后续将持续聚焦于设计人才的招纳，扩大设计师团队。

(3) 重点开发具有定制服务思维的易装经销商。强化经销商网络体系建设，是易装模式得以发展壮大的充分条件。考虑到定制化、重服务的易装业务与标准化、轻服务的传统板材业务区别极大，部分原有经销商可能无法快速顺畅的进行“转型升级”。目前公司除鼓励有能力的原有板材商转行做易装之外，重点招揽具备定制行业相关经验的人才，譬如曾代理过三四线品牌、积累了优质客源但缺乏产品竞争力的商家。2020 年新开的 300 多家门店大部分都是由这些定制专业人才驱动，贡献的业务量占整体 50% 以上。另外，公司充分让利给经销商群体，经销商合作的粘性和积极性高。

图 33：易装经销商类型

	兔宝宝板材经销商	同行业经销商	定制行业优秀人才	中小型装饰公司
描述	兔宝宝板材优质经销商转型做易装	同行业经销商寻找新的发展出路和机会	一线定制品牌专卖店经理、店长、设计师创业做易装；二三线定制品牌投资人转型做易装	消费者越来越关注品牌，中小型装饰公司迫切需要转型，导入易装有助于提升市场竞争力，增加新的赢利点
优点	具备一定的经济实力和地区人脉资源，有基础配置的业务团队，经过培训能够满足定制业务需要，熟悉兔宝宝板材	具备多年基础建材和运营经验，有一定的经济实力和渠道优势，有能力转型从事定制业务	业务技能和定制知识扎实，熟悉定制业务操作流程，能够快速组建团队开展业务	具备成熟的业务团队和丰富的渠道资源，启动业务速度快，综合服务能力强
缺点	定制家具人才配建、营销方式转变	对兔宝宝易装模式不熟悉，处于观望阶段	对兔宝宝易装模式不熟悉，处于观望阶段；易装和品牌定制家具之间存在差异性	对兔宝宝易装模式不熟悉，处于观望阶段

数据来源：公司公告，西南证券整理

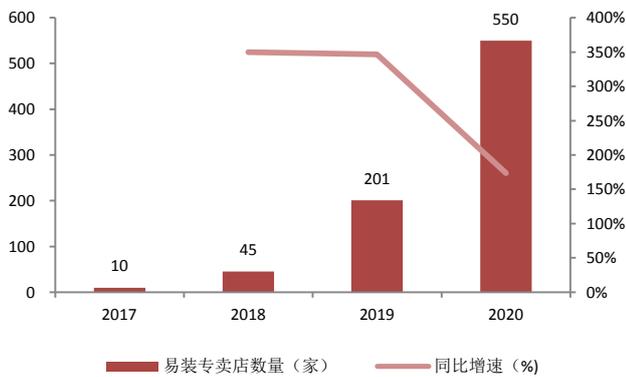
(4) 大力推进专卖店布局，创新社区店模式引流获客。2019 年开始易装专卖店网络进入加速铺张期，2019、2020 年分别新增专卖店 156 和 349 家，2021 年公司拟新增门店 1000 家。同时，公司首创社区店模式以吸引客流量。易装门店主要由三种类型构成，市场店、商场店及社区店。2020 年公司推出社区店模式，在金华、南京等 13 个城市率先推进易装社区标杆店招商工作。这类门店主要开在新盘集中区域的社区之中，相较传统的专业卖场或大型商场更加贴近流量终端，店铺面积平均 30-40 平方米，开店灵活。公司鼓励民间设计师创业开社区店，门店主要用于陈列板材、柜体样品以及做设计，重在展示兔宝宝板材的高品质。社区店模式有望凭借成本低、建店快、获客准、服务好的优势充分实施差异化竞争策略。

图 34: 易装门店类型

	市场店	商场店	社区店
优势	此类店面主要是在基础建材市场内，投入成本低。	购物环境好，可以引流高端客户，拉升品牌价值。	此类店面为品牌推广店面，投入成本低，操作灵活。
位置	市场入口及中心街道十字路口属于理想位置。	商场入口及电梯周边位置比较理想。	社区出入口位置比较理想。
面积	300平米	180平米	30-100平米

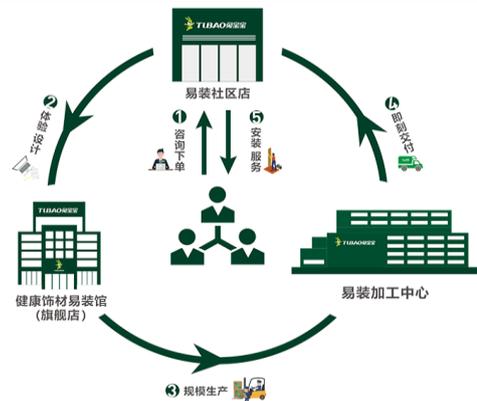
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35: 易装专卖店数量 (家)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36: 易装社区店运行模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

(5) 加工中心全国布局有序推进。兔宝宝的加工中心为当地具备加工富余产能的家具厂商，目前已合作 50 家，未来计划增加至 100-150 家，实现每个省配置 2-3 家加工中心，对经销商门店进行配套覆盖。目前已合作的 50 家中，标杆加工中心约 10 家，标杆加工中心管控严格，配备展厅，所有产能全部服务于兔宝宝易装产品，利益绑定较深。后续新增加工中心和存量的 40 家试点加工中心将陆续转化为标杆加工中心模式。

(6) 整合原材料供应链，实现原材料统一供给。2020 年以前易装产品原材料只有板材是从兔宝宝采购，门板和五金辅料暂由加工中心自主选购，2021 年公司将通过 OEM 形式实现门板和五金辅料的供货。与加工中心相比，兔宝宝拥有强大的资源整合能力，能够整合到优质的门板、五金材料供货商，所有材料统一由兔宝宝供给后，兔宝宝利润增厚的同时也能实现原材料的质量提升和严格管控。

3.3 易装利润：2.0 模式按部就班落地后，利润空间较大

兔宝宝易装由 1.0 按部就班升级到 2.0，叠加终端市场拓展，预计未来利润空间较大。

- 利润增量 1: 公司从仅供应板材升级到一并供应板材、门板和五金辅料，加工中心仅负责来料生产。

- **利润增量 2: 2020 年易装衣柜销量约 9 万套, 折算柜体板 54 万张, 根据公司布局, 假设 2021-2022 年易装柜体销量分别为 25 和 50 万套。**

估算易装未来两年潜在的业绩增长空间如下:

图 37: 易装利润弹性估算

	2020 年	2021 年	2022 年
假设	1、材料销售净利率8%; 2、一套衣柜品牌授权费约100元; 3、一张板材售价约200元; 4、假设品牌授权净利率90%;	1、公司完成对板材、门板的整合供应; 2、全年销售柜体25万套; 3、假设材料销售净利率8%; 4、假设品牌授权净利率90%;	1、原材料全供应; 2、全年销售柜体50万套; 3、假设材料销售净利率8%; 4、假设品牌授权净利率90%;
销量	柜子: 9 (万套) 柜体板: 54 (万张)	柜子: 25 (万套) 柜体板: 150 (万张)	柜子: 50 (万套) 柜体板: 300 (万张)
收入估算	柜体板: 54*200=1.08 (亿元) 商标费: 9*100=0.09 (亿元) 合计: 1.17 (亿元)	柜体板: 150*200=3 (亿元) 商标费: 25*100=0.25 (亿元) 门板: 3*0.4/0.4=3 (亿元) 合计: 6.25 (亿元) 同比增速: 434%	柜体板: 300*200=6 (亿元) 商标费: 50*100=0.5 (亿元) 门板+五金: 6*0.6/0.4=9 (亿元) 合计: 15.5 (亿元) 同比增速: 148%
利润估算	材料: 1.08*8%=0.09 (亿元) 商标费: 0.09*90%=0.08 (亿元) 合计: 0.17 (亿元)	材料: 6*8%=0.48 (亿元) 商标费: 0.25*90%=0.225 (亿元) 合计: 0.705 (亿元) 同比增速: 315%	材料: 15*8%=1.2 (亿元) 商标费: 0.5*90%=0.45 (亿元) 合计: 1.65 (亿元) 同比增速: 134%
利润率	14.5%	11.3%	10.6%

数据来源: 西南证券

4 收购裕丰汉唐: 快速进入地产集采, 完善战略版图

收购裕丰汉唐, 快速导入精装渠道。2019 年兔宝宝全资子公司德华兔宝宝投资管理有限公司以 7 亿元收购裕丰汉唐 70% 股份, 2020 年 1 月完成并表。裕丰汉唐自 2006 年成立以来一直致力于为房地产全装修业务提供木作产品的设计、生产、安装、服务等一站式专业解决方案, 产品系列涵盖整体厨房、衣柜、卫浴柜、玄关柜、书柜、厅柜、衣帽间等。从业务布局来看, 裕丰汉唐以青岛为中心, 设成都分公司及全国六十余个办事处, 业务覆盖全国。

图 38: 裕丰汉唐主要产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 39: 裕丰汉唐业务布局



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

受益于竣工+精装率提升，2018年裕丰汉唐业绩猛增，营收和净利润增速分别为83%、234.8%，整体扭亏为盈。此外，裕丰汉唐承诺2019至2021年实现净利润分别不低于7000、10500和14000万元，为兔宝宝贡献净利润分别不低于4900、7350和9800万元，2019年已实现净利润8126.5万元，超额完成目标。2020年前三季度实现营收6.1亿元，同比增长38%，实现净利润2485万元，增长64%；单三季度实现营收3亿元，增长13%，净利润2084万元，增长-17%，Q3增速较低主要系结算手续影响公司收入确认，大B企业习惯在Q4结算，裕丰汉唐前三季度订单和发货情况良好，对应收入和利润贡献预计将在Q4集中体现。

表 5：裕丰汉唐财务数据

	2017年	2018年	2019年H1	2020年前三季度
营业收入(亿元)	3.15	5.77	1.83	6.06
净利润(亿元)	-0.36	0.49	-0.1	0.25

数据来源：公司财报，西南证券整理

裕丰汉唐作为精装修渠道领域的家居木作头部企业，其核心竞争力集中表现在获客能力、交付服务能力及供应链资源整合能力三个方面。

裕丰汉唐获客能力强，持续开拓优质地产客户资源。裕丰汉唐于2008年进入万科体系，2009年就与万科签订战略合作协议，全面配套万科全国楼盘，2013年首次入选万科A级供应商名录，至今已连续8年荣获“万科A级供应商”称号，目前是作为万科橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜A级供应商，以及装修总承包B级供应商。近几年公司在拓展新客户和优化存量客户结构上同步发力，2016-2018年分别和不少于3家、5家和8家房企签订战略合作协议，2020年上半年签订战略客户32家，其中地产top30客户占到12家，客户开拓速度快；未来3-5年内公司计划持续扩充和优化客户群体，以保证工程业务高质量增长的延续。

大B客户黏度高，长期合作助力品类扩展。裕丰汉唐现有地产客户合作黏性较高，以万科、新城控股为代表的房企倾向于与主要供应商之间保持和逐步加大战略合作力度，汉唐具备先发优势。以万科为例，汉唐主要供货品类为橱衣柜，近两年开始供货户内门，与头部客户合作范围逐步扩大，实现品类扩张。

图 40：裕丰汉唐发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

工程服务管理体系成熟高效，项目交付周期短。据公司官网上披露的 19 个房地产精装项目，裕丰汉唐和万科、融创等房企在 14 个城市开展合作，平均单项目套数 1305 套，平均交付时长 37 天，项目交付周期短、效率高。细究原因，公司配备有成熟的管理体系及专业的服务团队，两者协同赋能，造就了其过硬的工程业务能力：首先，裕丰汉唐通过总公司及各地办事处以工程直销模式开展业务，以直销形式进行对接效率更高，且公司自有团队中工程交付人员超过 1000 人，月安装超过 23000 户，团队拥有丰富的现场安装和突发事件处理经验，能够高效应对 B 端项目现场复杂、突发状况频发、作业量集中等难题；此外，公司制定了高度标准化的服务管理流程，诸如“4 个一”设计管理办法和“3331”项目管理等，多种因素共同保障了公司高质量且稳定的交付能力，客户认可度较高。

表 6：裕丰汉唐装修项目交付时间

区域	合作地产商	小区	项目套数 (套)	交付时间 (天)
青岛	万科	魅力之城	1620	42
青岛	上实	海上海	860	20
青岛	万科	生态城	2800	50
上海	新城控股	花屿湾	690	23
上海	万科	云间传奇	1200	43
南昌	蓝光	雍锦半岛	810	25
西安	天朗	悦城	1300	48
郑州	万科	美景魅力之城	650	35
合肥	万科	未来之光	1900	50
烟台	万科	假日风景	2100	52
福州	泰禾	福州湾	760	30
南宁	保利置业	保利心语	1200	43
天津	融创	全运村	3100	60
北京	龙湖	方恒公寓	368	20
沈阳	万科	万科城	2620	57
成都	中粮	天府宸悦	760	22
成都	朗基	御香	660	30
深圳	融创	湖滨首府	830	29
深圳	融创	松湖澜园	560	32

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 7：裕丰汉唐工程服务体系

管理体系	内容
“四个一”设计管理	“一次性下单”，合理压缩批量下单次数；“一个户型，一种方案”，确保图号与部位产品关系唯一性；“一个方案，一种标准”，确保图纸、产品单元规格通用性；“一次性安装”，台面定尺下单，提前加工，避免柜体安装进度对台面安装进度的影响。
“3331”项目管理	30%设计管理，保证计划可行性、订单及时性；30%保证货物到场标准性；30%安装管控，同步安装保证，安装质量标准化；10%产品品质高标准。

数据来源：公司官网，西南证券整理

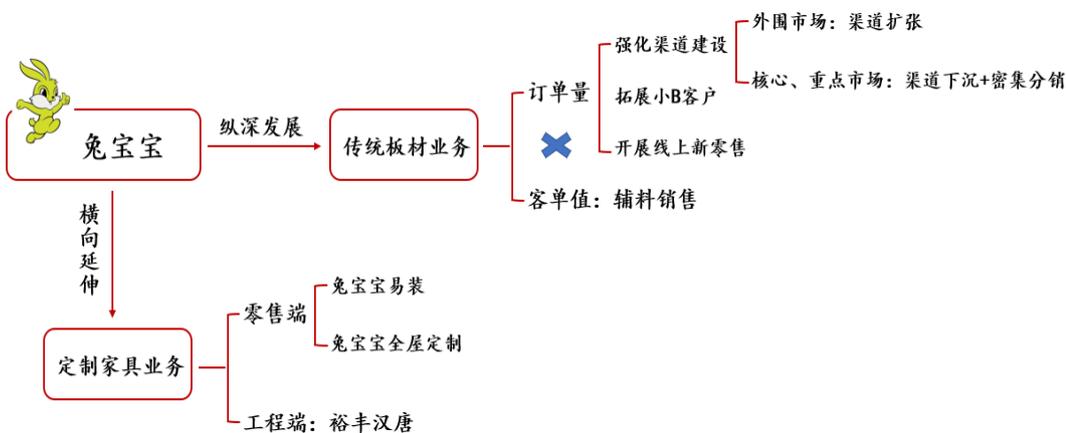
强大的供应链整合能力保障轻资产模式的成功运营。与兔宝宝类似，裕丰汉唐也采用轻资产模式运营，公司自有加工率 30%，余下为 ODM 模式。从业务具体流程来看，公司与房企沟通房屋设计，设计获批后再按照产品部件的种类分别委托给对应的供应商（代工厂）进行生产，然后根据合同指定的时间交付到指定工地上进行安装。公司能够运用此种经营模式不断实现业务量的突破和市场口碑的累积，充分印证了公司的供应链整合实力。

强强联合做大家居成品精装业务。长期来看，兔宝宝和裕丰汉唐的整合能够帮助双方共同成长，实现双赢。协同效果主要体现为以下三点：

- 1) **资金方面**，与大型房企合作需要供应商具备一定的资金实力，而裕丰汉唐作为一家非上市民企，又使用轻资产模式，现金流较为紧张，而兔宝宝能够为汉唐的业务扩张提供有力的资金支持。
- 2) **客户资源方面**，裕丰汉唐从事大型工程业务起步较早，头部房企客户资源储备充沛，先发优势明显，兔宝宝通过本次并购能够快速导入大 B 客户资源，迎合精装房发展大势。
- 3) **品类扩张方面**，汉唐现有的产品线制约了其业务发展空间，2018 年万科订单占到汉唐销售额的 70%，但汉唐仅承接了万科精装修木作配套总量的 20%。汉唐想要做大订单量的前提是进一步丰富其产品链，而兔宝宝现有的高端基础环保板材以及地板、木门等品类能够通过裕丰汉唐现有平台快速导入精装渠道，实现品类扩张。目前兔宝宝科技木产品已加入万科体系，2019 年汉唐又成功中标木门业务，2020 年取得部分订单量，地板业务的投标计划也在筹备之中。

综上，裕丰汉唐精耕精装修工程领域，受益于精装渗透率提升的大趋势，叠加客户拓张和品类扩展的内生增长驱动，看好未来成长潜力。总体而言，兔宝宝的战略版图清晰：一是立足主业，继续精耕板材业务，通过渠道扩建、下沉+分销、开拓工程客户、新零售引流、以及衍生产品销售等多举措并用，撬动渠道潜在增量，提高市占率；二是积极切入定制家具新赛道，通过易装和裕丰汉唐实现零售工程两端同步发力，打开成长新空间。

图 41：兔宝宝发展战略小结



数据来源：西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 考虑传统板材零售业务挖潜增效后市占率提升, 以及后续易装业务放量带动板材销量提高, 预计 2020-2022 年装饰材料销量同比增长 8.5%、10.5%和 12.5%, 毛利率稳定, 分别为 8.6%、8.7%和 8.7%。

假设 2: 裕丰汉唐 2020 年 1 月并表, 后续新客户开拓稳步推进, 品类扩张开启, 叠加华东地区全屋定制业务开展顺利, 预计 2020-2022 年柜类产品销量同比增长 876%、50%和 40%, 毛利率稳定, 分别为 30%、30%和 30%。

假设 3: 2020 年受裕丰汉唐并表影响, 期间费用有所增长。

表 8: 分业务收入及毛利率

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营业收入	4306.5	4631.8	6407.8	7948.7	10076.8
yoy	4.5%	7.6%	38.3%	24.0%	26.8%
营业成本	3588.0	3837.5	5162.0	6334.0	7968.4
毛利率	16.7%	17.1%	19.4%	20.3%	20.9%
装饰板材					
收入	2950.6	3177.8	3447.9	3809.9	4286.2
yoy	1.6%	7.7%	8.5%	10.5%	12.5%
成本	2713.6	2902.3	3151.4	3478.5	3913.3
毛利率	8.0%	8.7%	8.6%	8.7%	8.7%
整体衣柜					
收入	105.8	164	1600.6	2401.0	3361.3
yoy	11.7%	55.0%	876.0%	50.0%	40.0%
成本	56.07	86.92	1120.4	1680.7	2352.9
毛利率	47.0%	47.0%	30.0%	30.0%	30.0%
品牌授权业务					
收入	228.58	234.2	250.59	274.40	307.33
yoy	2.6%	2.5%	7.0%	9.5%	12.0%
成本	2.76	3.54	3.26	4.12	4.61
毛利率	98.8%	98.5%	98.7%	98.5%	98.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4、6 和 7.9 亿元, 对应 PE 分别为 19.7、13.2 和 10.1 倍。考虑到公司具备较高的成长性, 且现金流良好, 给予 2021 年 22 倍 PE 估值, 对应目标价 17.16 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
定制家具										
603833	欧派家居	162.97	4.38	3.42	4.14	4.83	26.73	47.66	39.35	33.72
002572	索菲亚	35.3	1.18	1.27	1.48	1.69	17.74	27.7	23.78	20.86
601996	丰林集团	2.91	0.15	-	0.2	0.24	19.07	19.01	14.86	12.11
平均值							21.18	31.46	26	22.23

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

易装业务拓展不及预期风险；裕丰汉唐业绩表现不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4631.83	6407.77	7948.69	10076.76	净利润	392.00	439.67	640.02	836.15
营业成本	3837.54	5162.00	6333.97	7968.36	折旧与摊销	32.87	60.71	69.78	79.06
营业税金及附加	16.97	23.21	28.62	36.46	财务费用	39.69	64.08	87.44	110.84
销售费用	188.55	346.02	437.18	554.22	资产减值损失	-6.34	-4.00	-2.00	0.00
管理费用	144.92	275.53	357.69	453.45	经营营运资本变动	346.10	-519.42	-97.87	-291.37
财务费用	39.69	64.08	87.44	110.84	其他	-106.92	13.51	-62.75	-55.12
资产减值损失	-6.34	-4.00	-2.00	0.00	经营活动现金流净额	697.41	54.54	634.62	679.56
投资收益	92.91	90.00	65.00	55.00	资本支出	-95.38	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	21.81	-100.00	0.00	0.00	其他	-124.59	-10.00	65.00	55.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-219.96	-110.00	-35.00	-45.00
营业利润	468.61	530.93	770.79	1008.42	短期借款	-89.53	1327.75	30.99	235.03
其他非经营损益	7.16	2.00	5.00	5.10	长期借款	238.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	475.77	532.93	775.79	1013.52	股权融资	-140.43	0.00	0.00	0.00
所得税	83.77	93.26	135.76	177.37	支付股利	-193.69	-78.86	-80.90	-120.32
净利润	392.00	439.67	640.02	836.15	其他	105.35	-65.25	-87.44	-110.84
少数股东损益	-2.29	35.17	38.40	50.17	筹资活动现金流净额	-79.99	1183.64	-137.34	3.86
归属母公司股东净利润	394.29	404.49	601.62	785.98	现金流量净额	400.30	1128.18	462.27	638.42
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	794.15	1922.33	2384.61	3023.03	成长能力				
应收和预付款项	857.59	1383.81	1624.08	2032.72	销售收入增长率	7.56%	38.34%	24.05%	26.77%
存货	351.20	475.21	584.25	736.78	营业利润增长率	18.11%	13.30%	45.18%	30.83%
其他流动资产	125.17	160.56	199.18	252.50	净利润增长率	18.86%	12.16%	45.57%	30.64%
长期股权投资	77.89	77.89	77.89	77.89	EBITDA 增长率	17.86%	21.17%	41.53%	29.13%
投资性房地产	12.41	12.41	12.41	12.41	获利能力				
固定资产和在建工程	389.37	433.15	467.85	493.27	毛利率	17.15%	19.44%	20.31%	20.92%
无形资产和开发支出	505.99	502.04	498.10	494.15	三费率	8.06%	10.70%	11.10%	11.10%
其他非流动资产	646.35	645.81	645.27	644.73	净利率	8.46%	6.86%	8.05%	8.30%
资产总计	3760.11	5613.21	6493.64	7767.49	ROE	20.42%	19.29%	22.55%	23.52%
短期借款	703.47	2031.22	2062.21	2297.24	ROA	10.43%	7.83%	9.86%	10.76%
应付和预收款项	771.30	904.28	1165.62	1448.23	ROIC	14.88%	15.00%	17.21%	18.90%
长期借款	238.31	238.31	238.31	238.31	EBITDA/销售收入	11.68%	10.23%	11.67%	11.89%
其他负债	127.06	159.79	188.76	229.15	营运能力				
负债合计	1840.14	3333.60	3654.90	4212.93	总资产周转率	1.37	1.37	1.31	1.41
股本	774.76	774.76	774.76	774.76	固定资产周转率	16.33	20.01	22.39	26.32
资本公积	105.93	105.93	105.93	105.93	应收账款周转率	44.40	51.07	50.19	49.09
留存收益	963.20	1288.84	1809.56	2475.22	存货周转率	11.36	12.30	11.82	11.95
归属母公司股东权益	1845.06	2169.52	2690.25	3355.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.41%	—	—	—
少数股东权益	74.91	110.09	148.49	198.66	资本结构				
股东权益合计	1919.97	2279.61	2838.73	3554.56	资产负债率	48.94%	59.39%	56.28%	54.24%
负债和股东权益合计	3760.11	5613.21	6493.64	7767.49	带息债务/总负债	51.18%	68.08%	62.94%	60.19%
					流动比率	1.36	1.29	1.42	1.53
					速动比率	1.13	1.13	1.24	1.35
					股利支付率	49.12%	19.50%	13.45%	15.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	541.17	655.71	928.00	1198.32	每股收益	0.51	0.52	0.78	1.01
PE	20.18	19.67	13.23	10.12	每股净资产	2.38	2.80	3.47	4.33
PB	4.31	3.67	2.96	2.37	每股经营现金	0.90	0.07	0.82	0.88
PS	1.72	1.24	1.00	0.79	每股股利	0.25	0.10	0.10	0.16
EV/EBITDA	13.72	11.63	7.75	5.67					
股息率	2.43%	0.99%	1.02%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn