



买入 (首次)

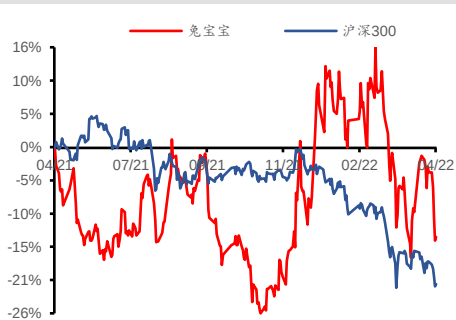
行业: 建筑材料
日期: 2022 年 04 月 22 日

分析师: 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人: 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价 (元) 9.76
12mth A 股价格区间 (元) 8.42-13.10
总股本 (百万股) 772.84
无限售 A 股/总股本 89.72%
流通市值 (亿元) 67.67

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

板材龙头初心不改，家居赛道高歌猛进

■ 投资摘要

装饰板材龙头民企，业绩保持稳步增长。公司作为人造板行业龙头民企，主营业务为装饰材料和定制家居的研发与销售，已成为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一。2020 年，公司实现营业收入 64.66 亿元，同比增长 40%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 2.14%。

装饰板材：行业集中指日可待，板材龙头优势突出。人造板行业年生产规模超3亿平方米，行业年产值近7000亿，行业内部小品牌林立，竞争格局分散。在政策收紧和渠道变革之势下，龙头企业具备竞争优势，行业集中度有望进一步提升。公司聚焦胶合板主业，坚持研发、生产、销售高端环保板材；加强市场推广，线上线下联动出击，助推品牌纵深发展，成就人造板第一品牌；深化分公司运营，专卖店网络遍布全国；大力拓展多渠道运营，加强渠道管理，渠道变革成效初显。

定制家居：行业需求持续回暖，双轮驱动成长迅速。在精装房渗透率稳步提升+翻新改善需求更迭，全屋定制替代成品家居的推动下，全屋定制成为行业主流趋势。公司于 2015 年进军定制家居赛道主推衣柜、木门、地板等产品。零售端依托板材优势，集中资源打造标杆门店，形成差异化竞争优势；工程端收购裕丰汉唐，借力裕丰汉唐在工装领域积累的先发优势和客户资源，加速工装渠道的全国化布局。

■ 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业收入将分别同比增长 46.95%、19.13%、18.65%至 95.02、113.20、134.31 亿元，归母净利润将同比增长 75.1%、13.4%、22.9%至 7.05、7.99、9.82 亿元，EPS 分别为 0.91、1.03、1.27 元，对应 4 月 22 日股价，PE 为 11X、9X、8X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

板材销售增长不及预期风险；原材料价格上涨风险；裕丰汉唐业绩不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6466	9502	11320	13431
年增长率	39.6%	47.0%	19.1%	18.7%
归母净利润	403	705	799	982
年增长率	2.1%	75.1%	13.4%	22.9%
每股收益 (元)	0.54	0.91	1.03	1.27
市盈率 (X)	16.61	10.70	9.44	7.68
市净率 (X)	3.73	2.94	2.24	1.74

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所 (2022 年 04 月 22 日收盘价)

目 录

1 装饰板材龙头民企，业绩保持稳步增长	4
1.1 深耕板材主业数载，大力布局定制家居	4
1.2 业绩增长符合预期，装饰板材贡献主要营收	5
2 装修板材：行业集中指日可待，板材龙头优势凸显	7
2.1 人造板市场空间巨大，集中度仍有提升空间	7
2.1.1 七千亿大行业格局分散，小企业林立竞争激烈	7
2.1.2 政策收严、渠道升级，龙头份额提升可期	9
2.2 精铸品牌影响深远，渠道拓展初见成效	10
2.2.1 潜心优质产品研发，引领行业环保升级	12
2.2.2 线上线下联动营销，助推品牌纵深发展	13
2.2.3 加速渠道变革，驱动销量稳步增长	14
3 定制家居：下游需求支撑，双轮驱动成长迅速	16
3.1 存量翻新+精装需求更迭，全屋定制兴起	16
3.2 “零售+工程”双轮驱动，家居赛道高歌猛进	17
3.2.1 零售端：依托板材优势，打造综合竞争力	19
3.2.2 工程端：携手裕丰汉唐，加码工程布局	20
4 盈利预测与估值	23
5 风险提示：	24

图

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 公司营业收入及增速	6
图 4 公司归母净利润及增速	6
图 5 近年公司分业务营收结构	6
图 6 近年公司分业务营业收入及增速	6
图 7 近年公司毛利率及净利率	7
图 8 近年公司期间费用率	7
图 9 中国人造板生产量及增速	8
图 10 中国人造板年产值及增速	8
图 11 中国人造板消费量及增速	8
图 12 2020 年人造板消费量结构	8
图 13 2018 年中国新中产家庭装修看重因素	9
图 14 公司位列“2022 人造板十大品牌”榜首	11
图 15 公司家居板材产品种类	11
图 16 公司环保产品升级之路	12
图 17 顺芯板产品性能优于其他人造板材	13
图 18 除醛抗菌生态板	13
图 19 公司投放于高铁列车内的广告	14
图 20 公司“双十一”活动	14
图 21 公司装饰材料专卖店数量	15
图 22 中国家具制造业规模以上企业数量	16

图 23 中国家具制造业规模以上企业营收及增速	16
图 24 中国商品住宅销售额及二手房占比	17
图 25 中国精装修商品住宅规模及增速	17
图 26 公司定制家居业务营业收入及增速	18
图 27 分产品营业收入及占比	18
图 28 公司定制家居产品展示	18
图 29 公司健康家居生活馆门店	18
图 30 定制家居零售业务发展历程	19
图 31 裕丰汉唐产品展示	20
图 32 裕丰汉唐工程项目案例	21
图 33 2019 年房地产供应商竞争力十强	21
图 34 裕丰汉唐合作地产客户	21
图 35 裕丰汉唐营业收入及净利润	22
图 36 裕丰汉唐承诺业绩及实际业绩	22

表

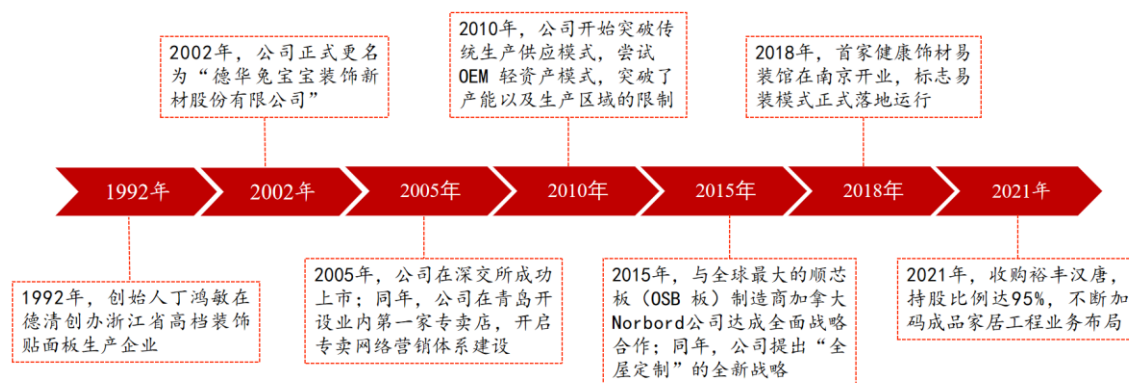
表 1 公司激励计划授予的限制性股票的解除限售安排	5
表 2 人造板及其制品甲醛释放量分级	9
表 3 公司营收拆分	24

1 装饰板材龙头民企，业绩保持稳步增长

1.1 深耕板材主业数载，大力布局定制家居

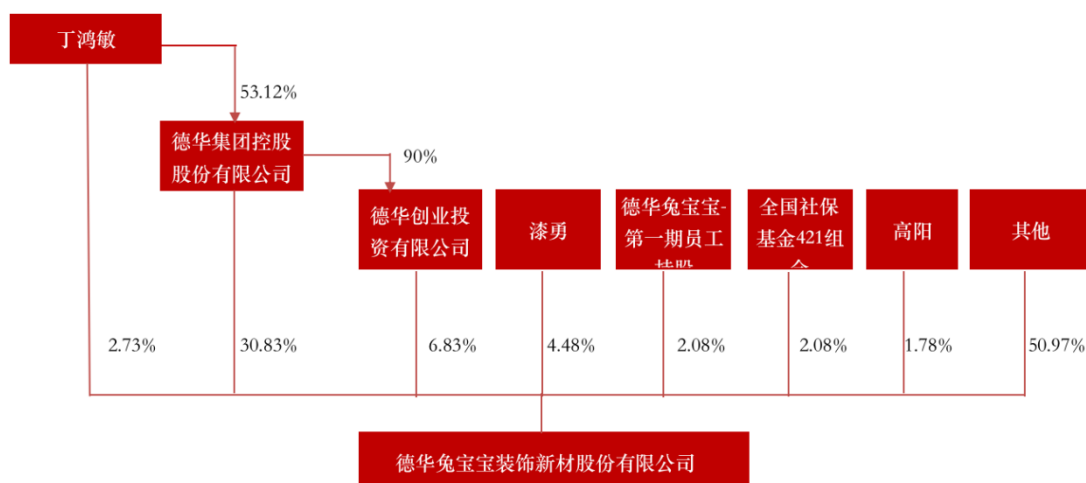
公司于 1992 年在浙江德清成立，历经近 30 年发展，已成为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一。2002 年，公司正式更名为“德华兔宝宝装饰新材股份有限公司”；2005 年，公司在深交所成功上市，同年 9 月，在青岛开设业内第一家专卖店，开启专卖网络营销体系建设；2010 年，公司开始突破传统生产供应模式，尝试 OEM 轻资产模式，突破产能和生产区域的限制；2015 年，通过与全球最大的顺芯板（OSB 板）制造商加拿大 Norbord 公司达成全面战略合作，定向研发生产针对中国市场的无甲醛 OSB 板（顺芯板），成为公司重要的板材基材产品之一，同年，公司提出“全屋定制”的全新战略，出资成立德华兔宝宝家居销售有限公司，正式进军定制家居领域；2018 年，首家健康饰材易装馆在南京开业，标志易装模式正式落地运行；2019 年收购青岛裕丰汉唐木业有限公司 70% 的股权，2021 年收购剩余 25% 的股权，持股比例已达 95%，持续加码定制家居工程业务布局。目前，公司秉承“兔宝宝，让家更好”的企业使命，以高端家具板材为依托，全力布局定制柜类、地板、木门等家居产品体系，为消费者提供木制家居产品一站式解决方案。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

公司股权结构稳定。公司实际控制人为丁鸿敏先生，直接持有公司 2.73% 的股份。控股股东德华集团持有公司 30.83% 的股份，德华创业投资持有公司 6.83% 的股份，由于丁鸿敏、德华集团控、德华创业投资为一致行动人，三者合计持有公司 40.39% 的股份。

图 2 公司股权结构


资料来源：公司公告，上海证券研究所

限制性股权激励调动员工积极性。2021 年，公司发布公告公布股权激励计划，此次激励计划的激励对象为公司（含子公司）董事、核心管理人员、核心技术（业务）人员，共计 461 人，三个解除限售期的考核目标分别为以公司 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 /2023/2024 年净利润（调整后）增长率不低于 20%/45%/75%。

表 1 公司激励计划授予的限制性股票的解除限售安排

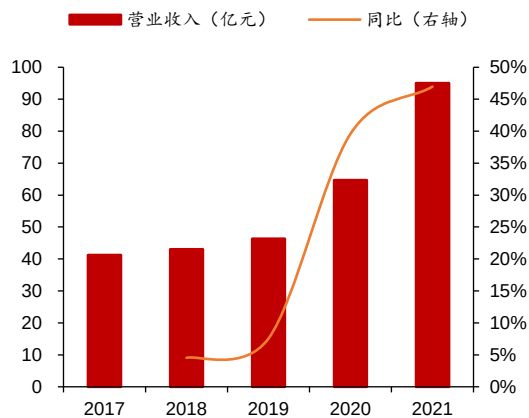
解除限售期	公司业绩考核目标	解锁比例
第一个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 20%	40%
第二个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2023 年净利润（调整后）增长率不低于 45%	30%
第三个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2024 年净利润（调整后）增长率不低于 75%	30%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

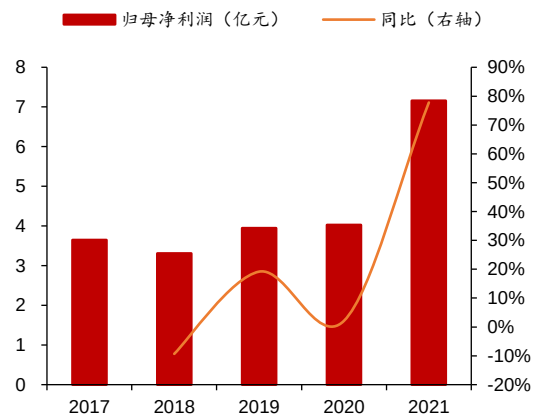
1.2 业绩增长符合预期，装饰板材贡献主要营收

营收净利均快速增长。公司深耕板材主业，并大力布局定制家居业务。2020 年公司实现营业收入 64.66 亿元，同比增长 39.59%，实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 2.14%。2021 年，公司持续深化分公司运营机制，优化产品结构，推进渠道下沉和密集分销等措施，推进装饰材料业务快速增长，同时大力开拓零售渠道专卖店建设，加强工程业务重点战略客户的开发，定制家

居业务进入成长快车道。根据业绩快报，2021 年，公司实现营业收入 95.03 亿元，同比增长 46.98%；实现归母净利润 7.16 亿元，同比增长 77.82%。

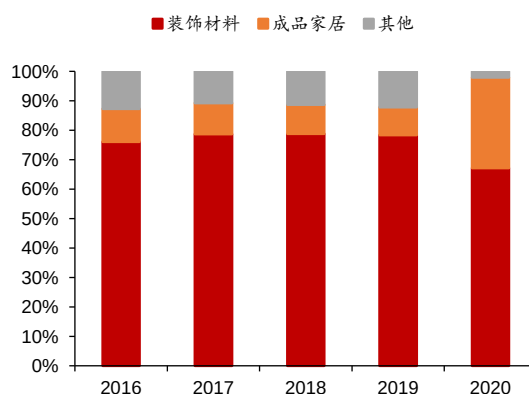
图 3 公司营业收入及增速


资料来源：公司公告，2021 业绩快报（未经审计），上海证券研究所

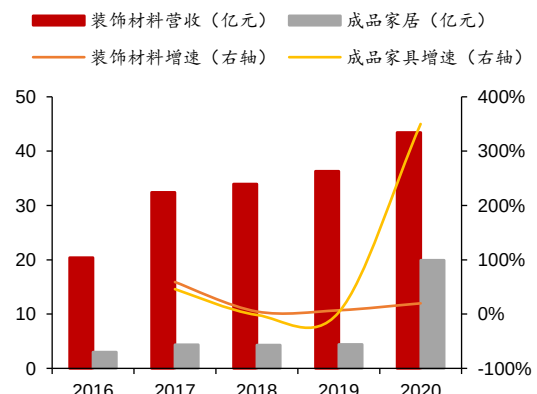
图 4 公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告，2021 业绩快报（未经审计），上海证券研究所

装饰材料稳步增长，定制家居步入成长快车道。2016-2019 年，装饰材料业务收入占总营收比重均保持在 75%以上，2020 年，装饰材料实现营收 43.46 亿元，占总营收 67.21%。2020 年，青岛裕丰汉唐正式并表，带动成品家居（全屋定制）业务营收提升，2020 年定制家居业务实现营收 19.89 亿元，同比增长 327.86%，占总营收 30.77%，较去年同期增长 21.24pct。

图 5 近年公司分业务营收结构


资料来源：公司公告，上海证券研究所

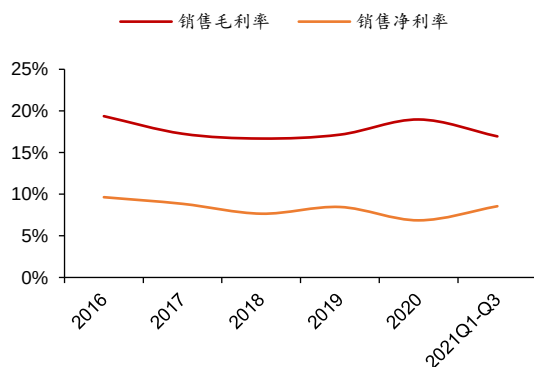
图 6 近年公司分业务营业收入及增速


资料来源：公司公告，上海证券研究所

毛利率和净利率整体稳定。2020 年，公司毛利率为 18.97%，较上年增长 1.82pct；公司净利率为 6.86%，较上年下降 1.6pct，主要是受公司购买的大自然家居股票产生的公允价值减少的影响，目前大自然家居已从港交所退市，预计后续利润有望保持稳定。

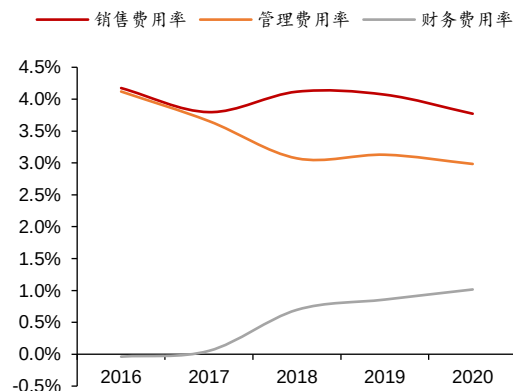
自 2018 年，公司销售费用率和管理费用率持续下滑，销售费用率从 2018 年的 4.12% 下降至 2021 前三季度的 3.52%，管理费用率从 2018 年的 4.32% 下降至 2021 前三季度的 3.76%。

图 7 近年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 8 近年公司期间费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

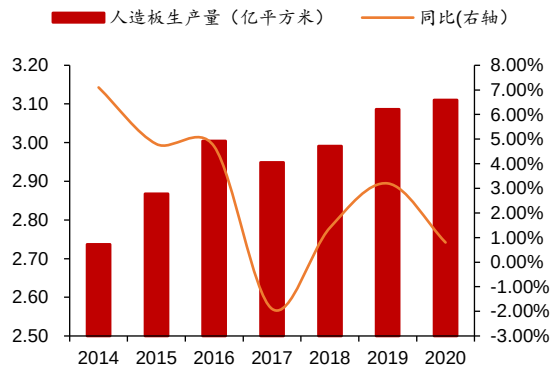
2 装修板材：行业集中指日可待，板材龙头优势凸显

2.1 人造板市场空间巨大，集中度仍有提升空间

2.1.1 七千亿大行业格局分散，小企业林立竞争激烈

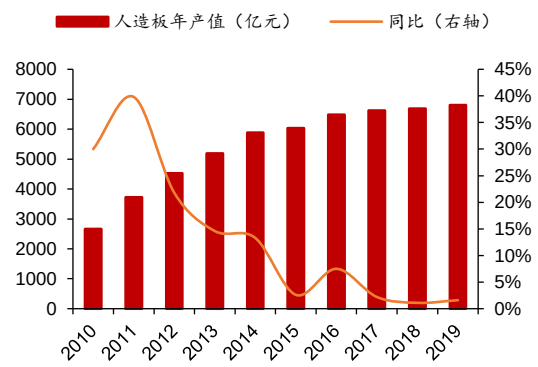
人造板行业规模巨大。据中国林业协会发布的《中国人造板产业报告 2021》数据显示，2014-2020 年，我国人造板产量仅 2017 年稍下滑，其余年份均保持正增长；2020 年总产量达 3.11 亿立方米，同比增长 0.8%，连续三年小幅回升，再创历史新高。人造板行业年产值近 7000 亿，根据《中国林业和草原年鉴》，2019 年我国人造板年产值为 6800 亿元，同比增长 1.60%，整体来看，市场规模在 2010-2019 年间均保持正增长。

图 9 中国人造板生产量及增速



资料来源：产业信息网，上海证券研究所

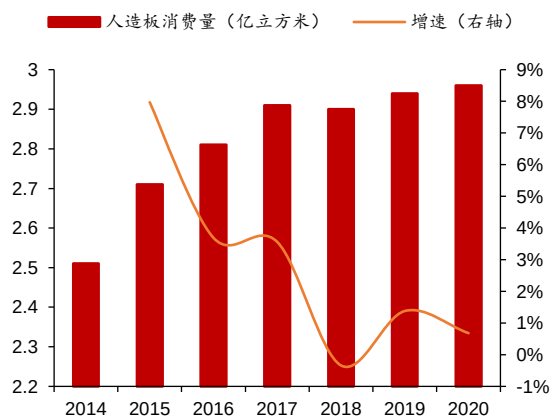
图 10 中国人造板年产值及增速



资料来源：《中国林业和草原年鉴》，上海证券研究所

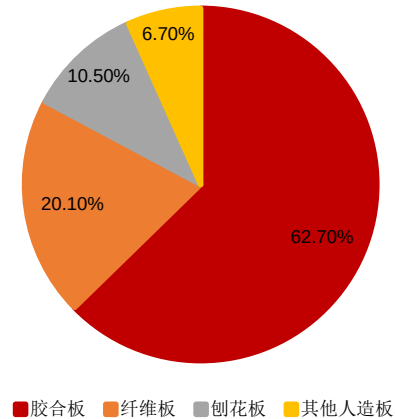
人造板消费量趋向平稳，胶合板消费量占比超六成。自 2017 年后，人造板消费量的增速放缓，2020 年人造板总消费量为 2.96 亿立方米，同比增长 0.8%。从人造板消费结构来看，胶合板类产品是我国使用量最大的人造板品种，占人造板总消费量的 62.7%；纤维板次之，占总消费量的 20.1%；刨花板类位居第三，占总消费量的 10.5%。

图 11 中国人造板消费量及增速



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

图 12 2020 年人造板消费量结构



资料来源：《中国人造板产业报告 2021》，上海证券研究所

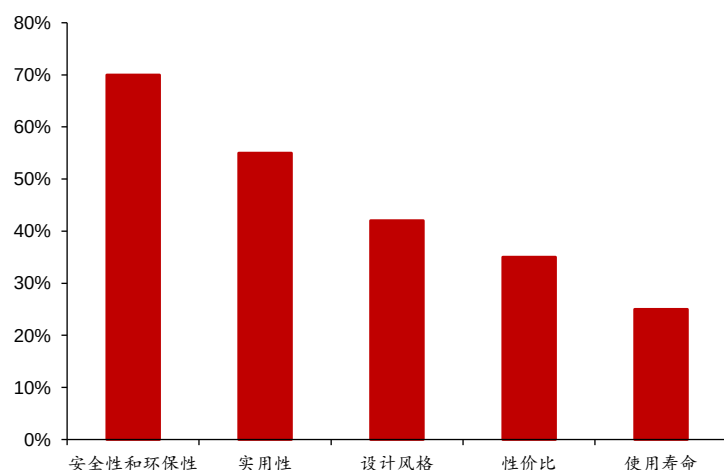
行业集中度不高，供给侧结构性加速淘汰落后产能。由于装饰板材受运输半径、地域文化等因素影响，各区域内的企业可为消费者提供更优质服务，导致行业内企业众多，竞争较为激烈。近年来，人造板产业供给侧结构性改革持续推进，加速淘汰落后产能，向高质量发展方向。截至 2020 年底，全国累计注销、吊销或停产胶合板类产品生产企业约 1.75 万家，累计关闭、拆除或停产纤维板生产线 781 条，淘汰落后产能 3316 万立方米/年；累计关

闭、拆除或停产刨花板生产线 1123 条，淘汰落后产能约 2772 万立方米/年。

2.1.2 政策收严、渠道升级，龙头份额提升可期

安全环保要求升级，环保性能优异的板材产品市场份额有望提升。随着消费升级和健康意识的增强，消费者在挑选家居产品时，不再只关注家居产品的装饰性和耐用性，更关心产品的安全性和环保性。据《2018 中国新中产家居消费指数报告》显示，中国新中产家庭普遍认为材质的安全性和环保性是装修中最重要因素。人造板生产过程中所使用的原木、胶粘剂等决定了产品的环保程度，其中衡量人造板及其制品的重要环保性能指标是甲醛释放量。目前，我国对人造板甲醛释放量的标准要求日趋严格：2021 年 3 月 9 日，国家市场监督管理总局发布了 GB/T 39600-2021《人造板及其制品甲醛释放量分级》。新国标将室内用人造板及其制品的甲醛释放量分为 3 个等级，即 E1 级($\leq 0.124\text{mg/m}^3$)、E0 级($\leq 0.050\text{mg/m}^3$)和 Enf 级($\leq 0.025\text{mg/m}^3$)，较之前甲醛释放分级标准新增了 E0 和 Enf 级。随着环保意识的进一步提升以及消费群体对于家居装修的环保、安全等品质追求也逐步延伸到板材等装修基础材料，预计含醛量低、环保性能优异的人造板有望获得更大的市场份额。

图 13 2018 年中国新中产家庭装修看重因素



资料来源：《2018 中国新中产家居消费指数报告》，上海证券研究所

表 2 人造板及其制品甲醛释放量分级

甲醛释放限量等级	限量值	标识
E1 级	$\leq 0.124\text{mg/m}^3$	E1
E0 级	$\leq 0.050\text{mg/m}^3$	E0
Enf 级	$\leq 0.025\text{mg/m}^3$	Enf

资料来源：国家市场监督管理总局官网，上海证券研究所

客户结构调整，板材销售渠道步入零售、工程渠道多元化发展阶段。首先，随着精装房渗透率提升、定制家居的兴起，部分零售市场客户向工程市场，家居产品订单从业主转移至房地产开发商，装饰板材企业直接与房地产开发商签订采购合同。其次，定制家居模式之下，家装公司作为连接消费者和板材企业的桥梁，家装公司先与终端消费者签订采购合同，再向板材企业采购原材料进行加工。因此，零售市场份额逐渐被工程、定制家居市场压缩，客户群体从C端转向小B、大B端，促使板材销售渠道进入多元化发展阶段。

龙头企业研发、渠道、规模等优势凸显，行业集中度有望提升。龙头企业具备研发、渠道和知名度优势，将占据行业主导地位，在激烈竞争中突出重围，行业集中度有望得到提高：1) 通过大规模的研发投入，提高产品质量及健康环保指标，确保产品具有竞争力；2) 通过建立高效、多元化的销售渠道，采取以价换量的策略将产品快速推向市场，提高市场份额；3) 消费者更倾向于选择知名度高的产品，龙头企业利用线上电商、直播平台与线下广告投放相结合的营销方式打造品牌知名度。因此，在激烈竞争环境中，不具备产品、营销和品牌优势的低端企业将被出清，行业集中度有望加速提升。

2.2 精铸品牌影响深远，渠道拓展初见成效

深耕行业多年，成就人造板第一品牌。通过二十多年的稳健经营，公司在品牌建设方面形成了较强的竞争优势。公司始终坚持“兔宝宝，让家更好”的使命，坚持研发和生产高品质、绿色环保的装饰材料，为消费者提供环保健康家居装饰产品和服务，成功打造了高端环保品质的品牌形象，成就了装饰板材行业第一品牌的市场地位。近年来，公司接连斩获“中国年度影响力十大环保品牌”、“中国十大生态板品牌”、国家绿色建材品牌计划“百强品牌”、“人造板十大品牌”等奖项。公司产品被评选为“浙江名牌产品”、“绿色领跑产品”良好的品牌形象为公司赢得了巨大的市场声誉和卓越的竞争优势。

图 14 公司位列“2022 人造板十大品牌”榜首



资料来源：品牌网，上海证券研究所

聚焦板材主业，产品种类齐全。公司的装饰板材产品主要分为基础板材、饰面板材和功能板材。其中：1) 基础板材通常作为基层材料使用，细分产品有细木工板、胶合板（多层板）、顺芯板、集成板、石膏板；2) 装饰板材起到外部装饰作用，细分产品有生态板、装饰贴面板、涂装家居板等；3) 功能板材主要是为满足某种特殊需求而使用，比如防醛抗菌生态板、难燃胶合板、无醛防虫蛀系列板材。公司在以家具板材为核心的装饰材料领域精耕细作多年，在环保板材的研发和市场推广上处于行业领先地位，目前已经成为国内产销规模最大、覆盖渠道最广、专卖店数量最多的行业龙头企业。

图 15 公司家居板材产品种类



资料来源：公司官网，上海证券研究所

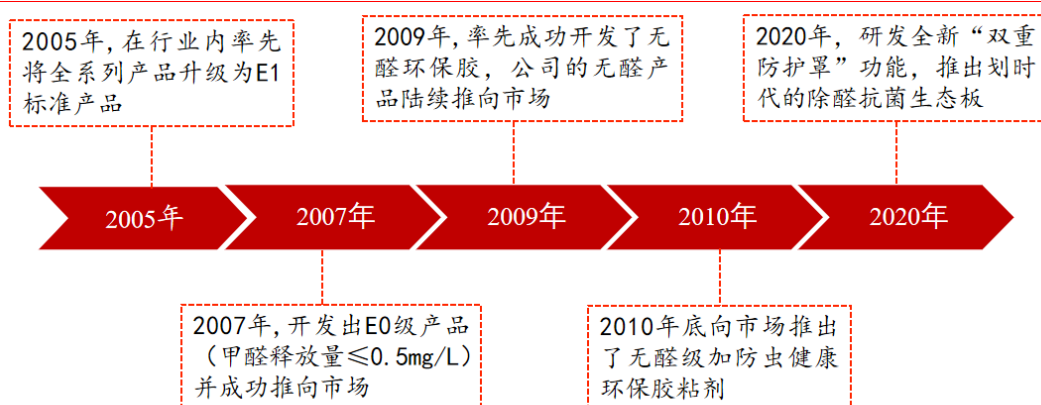
OEM 代工突破产能和地域限制，全供应链管理保障产品质量。

公司的板材生产有自主生产+OEM 委托加工两种模式。在胶合板产品木材成本占比高、运输半径受限以及各加工环节属于劳动力密集型的背景下，基于全国营销网络布局的不同产品需求，公司于 2010 年开始试行 OEM 委托加工模式。在掌握核心研发技术和质量标准的前提下，与全国各地大型板材生产商进行定点加工。从木材采购、胶黏剂技术、装饰纸定向采购、生产流程管控、高频次的产品检测各个环节提升产品质量，以 2021 年为例，公司通过生产端、经销商端以及客户终端进行全面质量管理，全年产品检测量达到 30000 多次。通过十余年的供应商管理体系的优化升级，公司产品品质稳定，环保性能突出，得到行业客户和终端消费者的一致认可，销售规模持续稳定增长。

2.2.1 潜心优质产品研发，引领行业环保升级

深耕绿色制造，开发环保型产品。自 2003 年 7 月国家开始强制推行环保标准以来，公司在行业内率先推出了全系列的环保产品，2005 年在行业内率先将全系列产品升级为 E1 标准产品；2007 年开发出 E0 级产品（甲醛释放量 $\leq 0.5\text{mg/L}$ ）并成功推向市场；2009 年又率先成功开发了无醛环保胶，公司的无醛产品陆续推向市场；2010 年底向市场推出了无醛级加防虫健康环保胶粘剂；2020 年，研发全新“双重防护罩”功能，推出划时代的除醛抗菌生态板。兔宝宝产品实现了从 E1 级、E0 级、无醛级加防虫向除醛抗菌的全面跨越。

图 16 公司环保产品升级之路



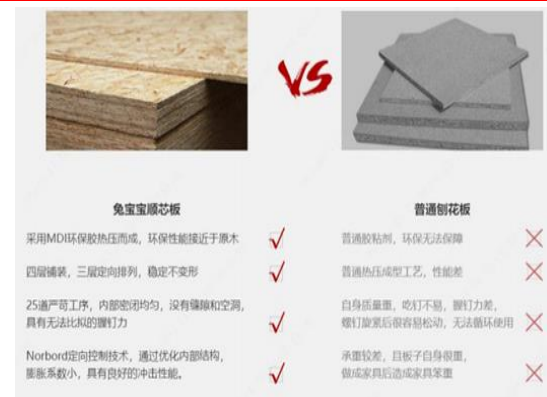
资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

公司陆续推出环保等级从 E1 级、E0 级、无醛级、除醛级到除醛+抗菌的板材产品。顺芯板是在普通 OSB 基础上，专为中国市

请务必阅读尾页重要声明

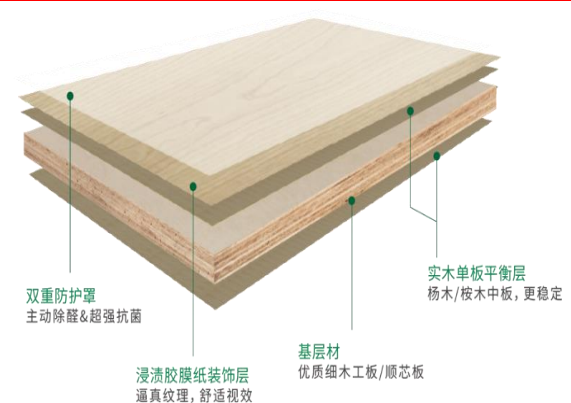
场研发的 Enf 级人造板材，由公司联合加拿大 Norbord 公司与加拿大艾伯塔省科技创新研究院（AITF）共同研发的。产品性能优于其他人造板材，生产过程中使用 MDI 无醛胶，甲醛释放量达 Enf 级。植物胶板材是使用大豆植物胶的环保性能达 Enf 级板材。由于市场上大多数环保板材采用的是化学胶粘剂，在装修中不可避免的释放甲醛、苯酚等毒害人体健康的化学物质，而公司推出的植物胶板材（甲醛释放量 $\leq 0.1\text{mg/L}$ ）能从根源上解决了传统甲醛基胶黏剂的甲醛释放问题，满足健康环保需求。除醛抗菌生态板是专有“双重防护罩”功能，通过甲壳素、纳米硅、纳米银三大生物科技材料，形成除醛抗菌防护层，具有 360°除醛与 99%抗菌双重防护功能：可有效清除居室内的游离甲醛，并从根源上阻碍细菌的繁殖。

图 17 顺芯板产品性能优于其他人造板材



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 18 除醛抗菌生态板



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.2.2 线上线下联动营销，助推品牌纵深发展

精心策划线下营销活动，加大广告投放力度。2015 年公司开始策划实施“兔宝宝环保中国行”活动，把传统守店待客的经销商组织改造成为一支主动出击、直接面向终端消费者的营销团队；2017 年，策划执行“兔宝宝环保中国行”“健康中国家”等大型促销活动 51 场。针对高铁客流量与优质客流人群的持续增长及其相对更高的性价比，2017 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了广告，并投放了 31 组高铁列车内广告；2022 年，公司品牌广告强势登陆全国重要交通枢纽，包括上海虹桥站、杭州东站、南京南站、合肥南站等重点城市高铁站，打造矩阵化传播，震撼发声“兔宝宝让家更好”的品牌理念，开启品牌新时代，大大增加了消费者对兔宝宝品牌的认知度和关注度。

紧跟时代潮流，围绕互联网构建线上营销模式。2017 年，公司电商部携手天猫等知名互联网平台构架在线营销体，2017 年天猫双 11 狂欢节上，凭借渠道优势强势发力，线上线下全国联动，参与活动门店达 261 家，设立全国线下分会场 10 个，活动参与人数多达 55000 人次，当天天猫旗舰店销售额达到 5522 万元，整个活动 7 天时间线上销量突破 1 亿元，荣登天猫基础建材行业销量第一。除各类天猫站内推广渠道外，公司增设新媒体运营部陆续开展新媒体渠道的内容运营，并与行业内垂直平台进行战略合作，加大站外流量的引入。通过电商、直播平台等方式引流，线上与线下相结合的 O2O 营销模式成为助推兔宝宝品牌影响力的主要方式。

图 19 公司投放于高铁列车内的广告



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 20 公司“双十一”活动



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.2.3 加速渠道变革，驱动销量稳步增长

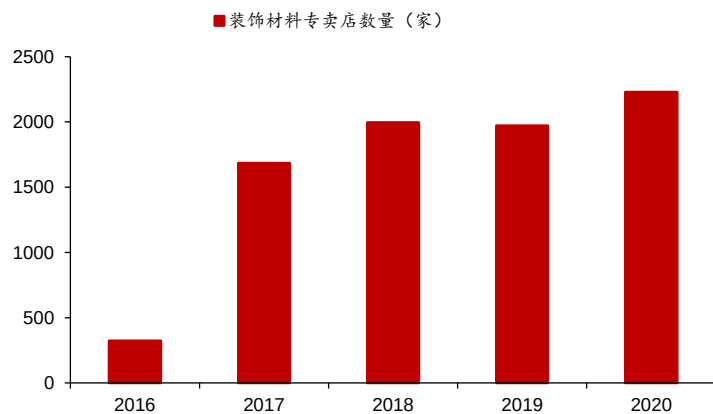
收购裕丰汉唐，加速渠道多元化布局。销售渠道的广度及深度是板材企业的核心竞争优势，公司装饰材料的销售模式包括经销商、大宗业务模式和进出口业务模式。经销商模式是主要的销售渠道，涉及专卖店零售业务以及家装公司、定制家具公司等“小 B”业务，是公司多年来最重要的业绩支撑。大宗业务模式主要通过裕丰汉唐或公司直接与房地产开发商签订销售合同。公司致力于打造全国范围的营销网络，追求销售渠道多元化，目前已具备成熟的运营体系、优秀的营销团队，建立起了稳定的覆盖全国、获客能力强的营销渠道和服务体系。

深化分公司运营机制，打造覆盖全国的专卖店网络体系。2005 年，作为业内第一家尝试专卖店销售体系的公司，先后在青岛及南京两地开设了专卖店；2006 年，专卖店拓展至上海、南京、厦门等全国大中城市，初步构建华东地区的专卖店网络；2010 年，公司在江西、湖南、湖北、山东、福建等兔宝宝品牌影响力相对

请务必阅读尾页重要声明

弱势的外围市场快速拓展专卖店网络。2011 年，公司通过非公开发行股票募资 4.58 亿元用于专卖店网络、区域物流配送中心的建设，专卖店数量实现快速扩张。2018 年，公司决定全面导入销售分公司运营模式的改革，核心市场和重点市场以行政省为单位设立省级销售分公司，外围市场以跨省的区域为单位设立区域销售分公司，在进一步提升服务经销商能力。截至 2020 年底，公司已在全国建立了装饰材料专卖店共 2230 家（含易装门店），专卖店网点遍布全国各地。

图 21 公司装饰材料专卖店数量



资料来源：公司公告，上海证券研究所

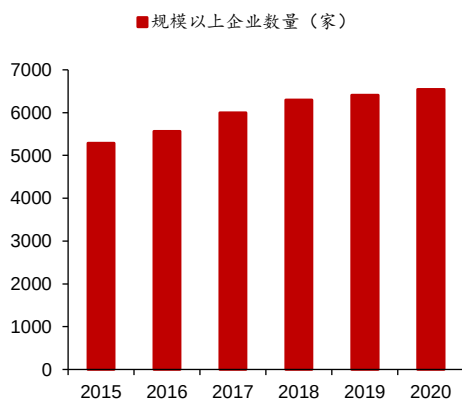
加强渠道运营管理，实现销售渠道多元化变革。在面对装饰材料渠道更加多元化的现状，各分公司将团队建设、渠道开拓、服务赋能作为重点，协助经销商开发家具厂、装饰公司和工装工程等多渠道业务，加大空白市场开发和下沉乡镇市场，改善经销商的运营方式和经营质量。公司重视家具厂、家装公司的渠道业务，凭借突出的环保性能和品牌赋能，提高响应速度和服务支持；针对工装渠道业务，公司内部成立工程专业团队，对外吸纳服务能力强的工程代理商。根据公司投资者关系活动表，截至 2020 年底，装饰材料销售公司签订家装公司 450 家、产品导入家具厂 1991 家、签订工程经销商 227 家。

3 定制家居：下游需求支撑，双轮驱动成长迅速

3.1 存量翻新+精装需求更迭，全屋定制兴起

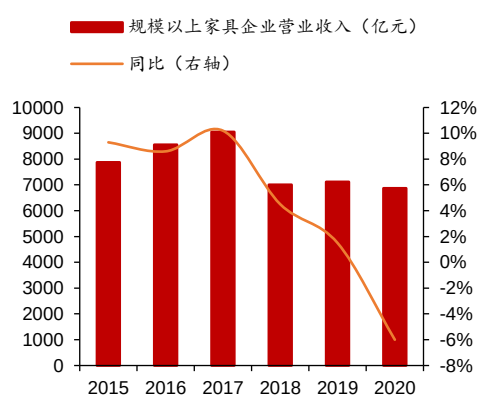
家居行业集中度分散，近两年企业营收增速下滑。截止 2020 年，我国规模以上家具企业数量为 6544 家。2015-2017 年，随着城镇化率不断提升，居民生活质量不断改善，家具行业发展迅速，我国规模以上家具制造业的营收保持正增长；2020 年受新冠疫情影响，叠加房地产调控政策收紧，国内商品房销售面积增速下滑，影响家具行业的增长，行业规模以上家具制造企业营业收入下滑至 6875 亿元。

图 22 中国家具制造业规模以上企业数量



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 23 中国家具制造业规模以上企业营收及增速



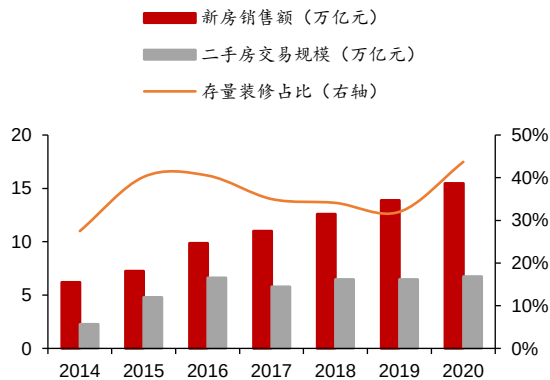
资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

存量翻新不断上升，促进行业稳定发展。2005-2010 年间我国新建商品住宅市场处于迅速发展阶段，以一般房屋的翻新周期 10-15 年来说，当年快速增长的新房恰好对应了现阶段的存量房翻新市场。房地产业逐步迈入存量时代，2020 年全国二手房交易规模达到 6.75 万亿元，占全部住宅交易规模的比重达到 43.7%。随着房屋老化和人们对居住品质提升的需求，存量房翻新成为越来越多消费者的选择，为家居行业提供新的增长点，同时也降低行业对房地产新房销售市场的过度依赖，促使行业长期稳定发展。

精装修渗透提升，推动工程业务迅速发展。2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。政策推动下精装修渗透率整体提升，2015 年全国精装修商品住宅规模 82.2 万套，2019 年全国精装修商品住宅规模 319 万套；2020 年受新冠疫情影响，全国精装修商品住宅规模与 2019 年持平。过去，家具行业需求端较为分散，行业集中

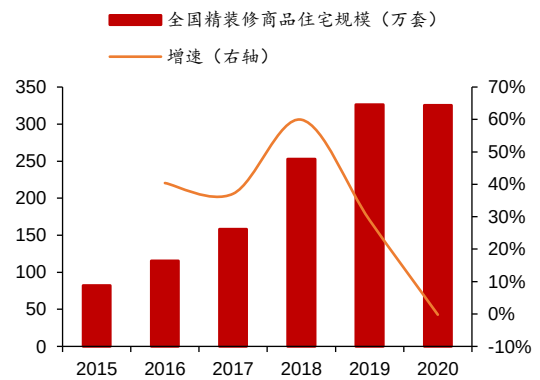
度很低，精装修房模式下打破了家具行业传统的市场格局，地产公司的订单规模较大，对品质的要求也更为严格，优质企业更能满足规模和品质要求，使行业向头部企业集中，家具行业工程业务持续增长。

图 24 中国商品住宅销售额及二手房占比



资料来源：贝壳研究院，亿欧智库，上海证券研究所

图 25 中国精装修商品住宅规模及增速



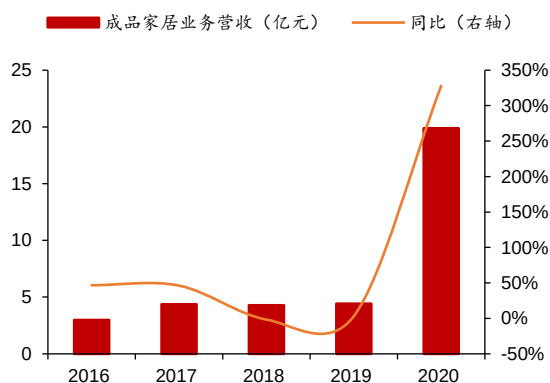
资料来源：奥维云网，上海证券研究所

全屋定制成为行业发展主流趋势。随着我国中高端消费群体不断涌现，居民的艺术审美能力不断提升，越来越多的居民开始关注居家的整体生活艺术。成品家居由于在款式上比较大众化，风格无法满足居民的审美及个性化需求；而定制家居在家具风格、材料选择、尺寸大小等方面具备极大的自由度，能够充分迎合消费者的时尚和个性需求，使全屋定制不断取代成品家居市场，定制家居普及度呈上升趋势，成为行业发展主流趋势。

3.2 “零售+工程”双轮驱动，家居赛道高歌猛进

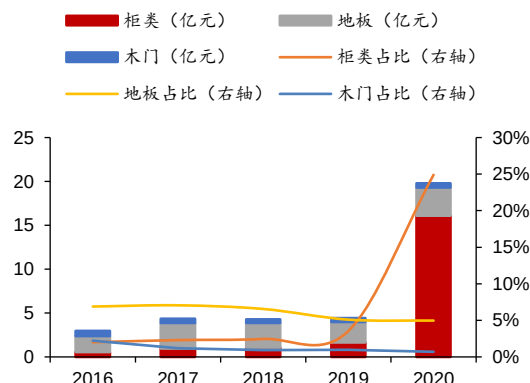
公司于 2015 年提出“全屋定制”的战略，打造家居产业园，正式进军定制家居领域；2019 年 9 月公司公告收购裕丰汉唐 70% 的股权，开始布局定制家居工程渠道。公司定制家居业务自 2018 年后开始放量，取得了令人瞩目的成绩。定制家居营业收入由 2016 年的 2.98 亿元增长至 2020 年的 19.89 亿元，2020 年裕丰汉唐正式并表，营业收入实现同比 327.86% 的大幅增长。从分产品营收占比情况看，柜类产品在定制家居业务中营收占比逐年提升，2019 年与 2020 年分别实现营业收入 1.64 和 16.1 亿元，占比为 3.54% 和 24.9%。

图 26 公司定制家居业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

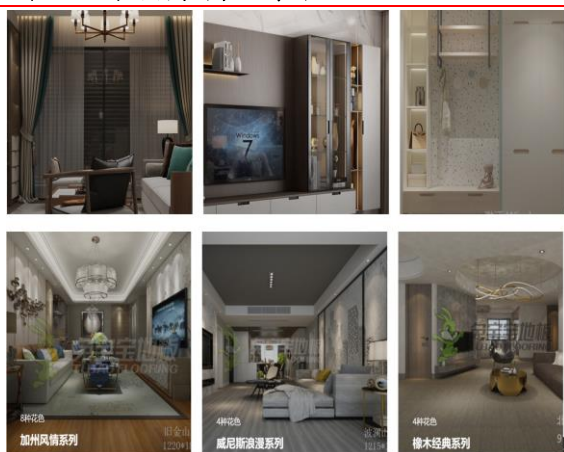
图 27 分产品营业收入及占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

坚持打造木作一体化，零售+工程双轮驱动。公司的全屋定制业务主要有衣柜、橱柜、地板、木门等产品，坚持打造木作一体化，发展自有品牌的零售渠道体系和裕丰汉唐的工程渠道体系。在零售端，公司重整家居业务团队，淘汰清理无效门店，集中资源打造重点区域和标杆门店。同时结合全屋定制一站式消费趋势，推出兔宝宝健康家居生活馆，打造全屋定制+木门+地板多品类综合门店，提升门店客单值，提高经销商的盈利能力；工程端则助力裕丰汉唐，加快成品业务工程渠道布局。截止 2020 年，公司共签订战略客户 37 家，其中地产 TOP30 强客户 16 家，在保持主要客户合作份额增长的基础上，与新客户建立了良好合作关系，进一步巩固公司在工程定制市场的领先优势。

图 28 公司定制家居产品展示



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 29 公司健康家居生活馆门店



资料来源：公司官网，上海证券研究所

3.2.1 零售端：依托板材优势，打造综合竞争力

深耕华东，形成差异化竞争优势。公司家居零售业务立足华东区域，围绕兔宝宝健康家居生活馆展开零售业务，结合全屋定制一站式消费趋势，打造全屋定制+木门+地板多品类综合门店，以树立兔宝宝健康家居的品牌形象。公司于 2016 年启动兔宝宝家居生活馆建设，在华东地区标杆性市场筹建 10 家样板店并大获成功。2018 年，公司大力推进地板、木门、衣柜、橱柜、儿童家居五大产品体系建设，在做大做强单品的基础上，逐步向整体大家居业务迈进。2019 年，结合全屋定制一站式解决方案趋势，全力提升新品设计能力、弹性供应链整合能力和大规模柔性化生产能力建设，形成从接单到售后的完整大家居运营管理流程模式。2020 年 8 月，推行第一季“兔宝宝，健康住”计划。截至 2021 年上半年，公司定制家居专卖店共 771 家，其中全屋定制专卖店 301 家，地板木门专卖店 470 家。

图 30 定制家居零售业务发展历程

时间	内容
2016 年	启动兔宝宝家居生活馆建设，在华东地区标杆性市场筹建 10 家样板店并大获成功
2018 年	大力推进地板、木门、衣柜、橱柜、儿童家居五大产品体系建设，在做大做强单品的基础上，逐步向整体大家居业务迈进
2019 年	结合全屋定制一站式解决方案趋势，全力提升新品设计能力、弹性供应链整合能力和大规模柔性化生产能力建设，形成从接单到售后的完整大家居运营管理流程模式。
2020 年	推行第一季“兔宝宝，健康住”计划。

资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

公司凭借差异化竞争优势开展家居零售业务，其核心竞争力主要在：1) 具有专业化设计师提供整体设计方案，量身定制，布局合理，美观实用环保，满足客户一站式装修需求；2) 通过加强研究院、供应中心、设计展示中心等中后台部门的团队建设，不断提升新品的设计能力、供应链整合能力、加大柜类产品的生产产能和大规模柔性化生产能力，形成了从接单到售后的完整家居业务管理流程，满足终端消费者的产品和服务需求；3) 环保健康理念浸润在材料、产品、设计、服务中，始终关注消费者对整体健康家居的需求，提供增值服务，赢得了广大消费者的认可和信赖。

3.2.2 工程端：携手裕丰汉唐，加码工程布局

公司于 2019 年收购青岛裕丰汉唐 70% 的股权，并于 2021 年再次收购其 25% 的股权，收购完成后，公司持有裕丰汉唐 95% 的股权，目前已完成工商变更的相关手续。此次收购有利于公司在现有零售渠道的基础上，进一步加强全装修工程领域的业务拓展能力，借力裕丰汉唐在工装领域积累的先发优势和客户资源，促进公司在家居装饰综合服务的全面布局。

全装领域优质企业，业务布局遍布全国。裕丰汉唐是目前国内房地产全装修工程业务领域的优秀企业，成立于 2006 年，以全屋木作类家具定制为核心业务。产品领域涵盖整体厨房、衣柜、书柜、衣帽间、卫浴柜、玄关柜等，为地产开发商提供木做产品的设计、生产、安装、售后的一站式工程配套服务。业务布局方面，公司以青岛为中心，设成都、山东、华北、华中、东北、西北、苏皖、浙沪八大工程中心，66 个办事处及百余个城市网点，业务覆盖全国。

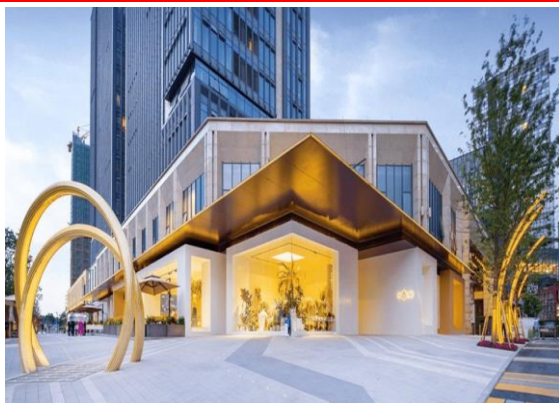
图 31 裕丰汉唐产品展示

产品种类	产品示例	产品种类	产品示例
整体橱柜		衣帽间	
衣柜		书柜	

资料来源：裕丰汉唐公司官网，上海证券研究所

工程项目遍布全国，综合实力行业领先。公司旗下品牌有“优菲”，优菲家居共有城阳、寿光、诸城、德清四大生产基地，占地总面积 13 万平方米，年产能 55 万套。占地 4 万平米的流亭生产基地将于 2022 年投产，预计年产能 30 万套。截止目前，优菲家居已成功交付三千余个地产工程项目，成功覆盖全国除西藏、台湾外百余座城市。同时，公司在 2019 年荣获“房地产供应商竞争力评选竞争力十强（橱柜类）”。

图 32 裕丰汉唐工程项目案例



资料来源：裕丰汉唐公司官网，上海证券研究所

图 33 2019 年房地产供应商竞争力十强



资料来源：裕丰汉唐公司官网，上海证券研究所

头部房企合作加深，优质客户深度绑定。公司与万科、融创、旭辉、新城、龙湖等房地产企业建立战略合作，2021H1 公司前六大客户业务占比达到 89%，其中万科最多为 45.74%，融创占 15.7%，龙湖占 11.14%，东源地产占 6.25%，新城控股占 5.87%，旭辉地产占 4.32%；签约数据前五大客户为万科 44.8%，旭辉 11.8%，中海 8.74%，融创 7.93%，龙湖 7.61%，中南 4.55%，除万科外的其他客户占比逐渐提升。

图 34 裕丰汉唐合作地产客户

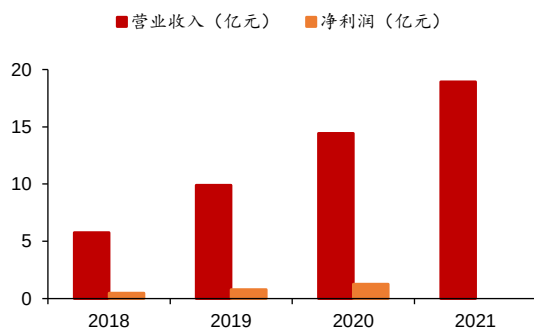


资料来源：裕丰汉唐公司官网，上海证券研究所

经营规模迅速扩大，裕丰汉唐受地产冲击业绩压力增大。根据兔宝宝与青岛裕丰汉唐公司签订的《股权转让协议》，裕丰汉唐公司 2019 年、2020 年、2021 年承诺净利润数（合并报表当期实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司股东净利润的孰低数）分别不低于 0.7 亿元、1.05 亿元、1.4 亿元。裕丰汉唐 2019-2020 年扣非归母净利润分别为 0.81 亿元和 1.28 亿元，连续两年超额完成业绩承诺，2021 年受上游地产下行影响经营压力增大。与此同时，裕丰汉唐营收规模实现快速增长，由 2018 年的 5.77 亿元增长

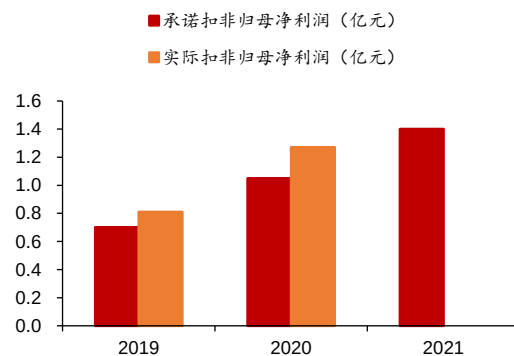
至 2021 年的 18.94 亿元；2018-2020 年净利润由 0.48 亿元增长至 1.26 亿元。

图 35 裕丰汉唐营业收入及净利润



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 36 裕丰汉唐承诺业绩及实际业绩



资料来源：公司公告，上海证券研究所

精装修率快速提升，定制家居工程业务渗透率不断加码，兔宝宝以裕丰汉唐为主体开展工程端定制家居业务，发挥各自优势，实现大宗业务规模快速增长，提升公司综合竞争力，兔宝宝和裕丰汉唐从以下三方面实现协同作用：

1) 客户端：裕丰汉唐在房地产全装修业务中具有先发优势，在工程项目的生产管理、现场管理和服务安装方面均有成熟可靠的经验。可依托上市公司的品牌背书及资金优势，加强自身的获取客户能力，牢牢把握精装交付政策红利，提高项目的交付能力、将项目做精做细，加速渗透大宗业务板块。未来，在保持主要客户合作份额增长的基础上，继续开拓地产 TOP30 新客，加快与新客户建立良好合作关系，通过 3-5 年培育提升核心大客户占比，进一步巩固在工程市场的领先优势，使之成为持续增长的引擎。

2) 产品端：融合兔宝宝现有的环保高端基础材料及地板、木门等全品类成品化的产品体系，在以橱柜产品为主的基础上，突破品类局限，拓展地板、木门品类，进一步将兔宝宝的板材产品导入进地产客户群体中。

3) 销售端：裕丰汉唐在以往积累了大量的房地产终端客户信息，在行业步入存量时代，大量需求下，其已有的客户信息可以与兔宝宝的经销商零售体系形成闭环，形成由裕丰汉唐设计生产、兔宝宝终端销售的全方位服务体系；工程订单增长，带动兔宝宝五金辅材等产品的产销量增长。

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们认为：

装修板材业务，公司凭借在装修板块领域积累的深耕优势，加大研发投入，推动产品向高端环保升级，以更好满足消费者需求，我们预计 2021-2023 年，装修板材业务营业收入将同比增长 51.25%、15.93%、16.56%至 65.73、76.21、88.82 亿元。

定制家居业务受益于精装修渗透率提升和存量房改造升级，需求稳定，渠道方面，公司零售和工程渠道齐发力，零售端凭借差异化竞争优势开展家居零售业务，建立全品类产品体系，工程端收购青岛裕丰汉唐，在客户端、销售端和产品端形成协同。我们预计 2021-2023 年，成品家居业务营业收入将同比增长 35.17%、27.76%、23.19%至 26.89、34.35、42.31 亿元。

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入将分别同比增长 46.95%、19.13%、18.65%至 95.02、113.20、134.31 亿元，归母净利润将同比增长 75.1%、13.4%、22.9%至 7.05、7.99、9.82 亿元，EPS 分别为 0.91、1.03、1.27 元，对应 4 月 22 日股价，PE 为 11X、9X、8X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3 公司营收拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	64.66	95.02	113.20	134.31
yoy	39.59%	46.95%	19.13%	18.65%
营业成本（亿元）	52.39	75.31	88.76	103.97
yoy	36.50%	43.75%	17.85%	17.13%
毛利（亿元）	12.27	18.31	22.91	28.54
yoy	54.53%	49.21%	25.14%	24.58%
毛利率	18.97%	19.27%	20.24%	21.25%
装饰板材业务				
营业收入（亿元）	43.46	65.73	76.21	88.82
yoy	8.22%	51.25%	15.93%	16.56%
营业成本（亿元）	36.78	55.06	63.21	73.25
yoy	13.13%	49.70%	14.81%	15.88%
毛利（亿元）	6.68	10.68	12.99	15.57
yoy	77.66%	59.81%	21.71%	19.84%
毛利率	15.36%	16.24%	17.05%	17.53%
成品家居业务				
营业收入（亿元）	19.89	26.89	34.35	42.31
yoy	350.00%	35.17%	27.76%	23.19%
营业成本（亿元）	14.86	20.25	25.55	30.71
yoy	320.90%	36.29%	26.13%	20.24%
毛利（亿元）	5.04	6.63	8.80	11.60
yoy	373.34%	31.60%	32.73%	31.74%
毛利率	25.32%	24.67%	25.63%	27.41%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

5 风险提示：

板材销售增长不及预期风险。目前板材行业集中度不高，呈现出大行业小企业格局，公司主打环保产品定价会略高于其他厂商，在市场下沉方面可能会遇到一定障碍。

原材料价格上涨风险。公司的原材料为原木，若原木价格大幅上涨，将会影响公司的盈利水平。

裕丰汉唐业绩不及预期风险。公司与裕丰汉唐的股权转让有业绩增长要求，若裕丰汉唐盈利水平不及预期，将计提商誉减值。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	703	497	1074	1658
应收票据及应收账款	962	822	1097	1371
存货	779	899	1105	1318
其他流动资产	917	1639	1715	1874
流动资产合计	3361	3856	4991	6221
长期股权投资	61	87	138	167
投资性房地产	5	2	3	2
固定资产	445	363	332	339
在建工程	24	63	83	119
无形资产	108	123	141	161
其他非流动资产	1275	1277	1278	1283
非流动资产合计	1918	1915	1977	2071
资产总计	5280	5772	6967	8292
短期借款	737	402	104	-206
应付票据及应付账款	1435	1514	1929	2301
合同负债	244	176	241	303
其他流动负债	501	624	763	900
流动负债合计	2917	2716	3037	3298
长期借款	240	150	130	95
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	53	53	53	53
非流动负债合计	294	204	183	148
负债合计	3211	2919	3220	3446
股本	775	773	773	773
资本公积	111	111	111	111
留存收益	1179	1884	2683	3666
归属母公司股东权益	1861	2563	3363	4345
少数股东权益	208	289	384	501
股东权益合计	2069	2852	3747	4846
负债和股东权益合计	5280	5772	6967	8292
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	813	484	1315	1529
净利润	443	786	895	1099
折旧摊销	48	278	337	512
营运资金变动	184	-568	62	-76
其他	137	-12	22	-7
投资活动现金流量	-404	-263	-420	-600
资本支出	-102	-268	-380	-596
投资变动	-842	-25	-54	-27
其他	540	31	15	23
筹资活动现金流量	-536	-427	-318	-345
债权融资	-200	-90	-20	-35
股权融资	5	-2	0	0
其他	-340	-335	-298	-310
现金净流量	-135	-206	577	584

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6466	9502	11320	13431
营业成本	5239	7531	8876	10397
营业税金及附加	24	45	67	86
销售费用	244	433	568	696
管理费用	193	359	472	634
研发费用	59	138	166	212
财务费用	66	0	0	0
资产减值损失	-15	-12	-20	-13
投资收益	77	33	16	28
公允价值变动损益	-110	0	0	0
营业利润	561	1018	1171	1425
营业外收支净额	4	-8	-15	-6
利润总额	565	1010	1156	1419
所得税	121	224	261	320
净利润	443	786	895	1099
少数股东损益	41	81	95	117
归属母公司股东净利润	403	705	799	982
主要指标				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	19.0%	20.7%	21.6%	22.6%
净利率	6.2%	7.4%	7.1%	7.3%
净资产收益率	21.6%	27.5%	23.8%	22.6%
资产回报率	7.6%	12.2%	11.5%	11.8%
投资回报率	18.7%	21.2%	20.6%	21.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	39.6%	47.0%	19.1%	18.7%
EBIT 增长率	80.4%	28.2%	14.2%	22.9%
归母净利润增长率	2.1%	75.1%	13.4%	22.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.91	1.03	1.27
每股净资产	2.41	3.32	4.35	5.62
每股经营现金流	1.05	0.63	1.70	1.98
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	1.22	1.65	1.62	1.62
应收账款周转率	7.38	12.56	11.23	10.68
存货周转率	6.73	8.38	8.03	7.89
偿债能力指标				
资产负债率	60.8%	50.6%	46.2%	41.6%
流动比率	1.15	1.42	1.64	1.89
速动比率	0.83	1.03	1.21	1.41
估值指标				
P/E	16.61	10.70	9.44	7.68
P/B	3.73	2.94	2.24	1.74
EV/EBITDA	9.35	6.30	4.80	3.18

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。