

增持（维持）

## 渠道持续优化提振业绩，高分红凸显投资价值

兔宝宝（002043）深度报告

2024年7月30日

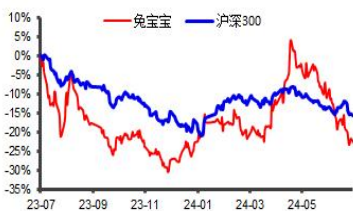
## 投资要点：

分析师：何敏仪  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-22177163  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年7月29日

收盘价(元)	9.00
总市值(亿元)	75.52
总股本(亿股)	8.39
流通股本(亿股)	7.34
ROE(TTM)	21.95%
12个月最高价(元)	13.00
12个月最低价(元)	8.40

## 股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 相关报告

- **国内人造板龙头企业，深耕板材研究三十载。**公司深耕以家具板材为核心的装饰材料领域，经过30余年发展，已成为国内销售规模最大、渠道覆盖最广、专卖店数量最多、经营品类最全的行业龙头企业之一。公司秉承“兔宝宝，让家更好”的企业使命，形成生产、销售各类板材、地板、木门、衣柜、橱柜等多元化产品的完整产业链。
- **自主生产+OEM代工相结合，迅速扩大产能区域布局。**自主生产产品主要为高端定制家具板材、石膏板以及定制家居产品。OEM模式能迅速扩大公司产能及市场区域布局，轻资产运营也有效提升公司整体ROE水平。
- **销售体系持续优化，有效提升市场占有率及成长空间。**公司定立以装饰材料业务为主，定制家居业务为辅的战略定位。装饰材料业务，主要通过经销商模式实现销售。根据各种需求匹配各种渠道，包括有门店零售、家具厂、家装公司以及工程渠道等。并通过公司运营中心、区域分公司以及经销商体系提供专业化的产品和服务。公司定制家居业务紧紧围绕定制柜类、地板和木门等木作产品，打造“零售+工程”双轮驱动战略。
- **业绩维持稳健增长，盈利能力优秀。**公司多年来营收及净利润均保持稳定较快增长，在房地产市场销售下行背景下，足见公司业绩高韧性。从公司近年经营情况看，综合销售毛利率均在17%-19%的区间，销售净利率在5%-8%区间；ROE水平大部分年份维持在20%以上。公司整体盈利能力在建材板块中表现优秀。
- **回购及高分红支撑公司股价。**公司积极回购股票，彰显对未来发展的信心及对公司价值的认可。多年来维持较高分红比例，积极回报投资者。较高的现金分红比例，得益于其较低的负债率、持续良好的经营性现金流及自由现金流，这也体现公司优秀的经营能力及市场竞争力。
- **总结与投资建议。**公司主要产品为装饰装修用途的板材以及柜类定制业务。虽然房地产销售及开发投资持续负增长，但国内仍有3-4亿套的存量商品房以及一些自建房和相关公共商业建筑带来的存量装修以及二次翻新需求，将带动装饰装修板材需求的持续向好。另一方面，公司坚持以板材业务为主、定制业务为辅的经营策略，销售渠道多元，并且持续优化升级，近年聚焦于有发力空间的小B渠道（家装公司、家具厂等），持续稳定提升公司的市场占有率，公司业绩也将具备韧性。
- **预测公司2024-2026年EPS分别为0.91元、1.02元和1.14元，对应当前股价PE分别为10倍、8.8倍和7.8倍，看好公司持续发展壮大，建议关注。**
- **风险提示：**房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。宏观经济转弱，带来建材消费需求不足。公司渠道优化及新产品拓展低于预期。公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 国内人造板龙头企业，深耕板材研究三十载	3
2. 自主生产+OEM 代工相结合，迅速扩大产能区域布局	3
3. 销售体系持续优化，有效提升市场占有率及成长空间	4
3.1 装饰材料业务坚持多渠道运营销售策略	4
3.2 定制家居业务毛利率高，提升整体盈利能力	5
4. 业绩维持稳健增长，盈利能力优秀	7
5. 回购及高分红支撑公司股价	9
6. 总结与投资建议	10
7. 风险提示	11

## 插图目录

图 1：公司各类板材及饰面材料	3
图 2：各产品直接材料占营业成本比重	4
图 3：公司合作家具厂数量变化	5
图 4：定制家居业务营收增长情况	5
图 5：定制家居业务主要产品	6
图 6：公司近年营收同比增长%	7
图 7：公司近年归属净利润同比增长%	7
图 8：2023 年各业务占营收比重%	7
图 9：2023 年各产品占营收比重%	7
图 10：公司近年销售毛利率、净利率及 ROE 情况	8
图 11：公司与部分龙头建材企业 ROE（摊薄）（%）对比	8
图 12：公司近年费用率变化情况	9
图 13：公司近年股利支付率情况	10

## 表格目录

表 1：公司盈利预测简表（2024/7/29）	11
-------------------------	----

## 1. 国内人造板龙头企业，深耕板材研究三十载

公司创立于 1992 年，深耕以家具板材为核心的装饰材料领域，经过 30 余年的发展，已成为国内销售规模最大、渠道覆盖最广、专卖店数量最多、经营品类最全的行业龙头企业之一。公司秉承“兔宝宝，让家更好”的企业使命，形成生产、销售各类板材、地板、木门、衣柜、橱柜等多元化产品的完整产业链。

公司作为人造板行业龙头企业之一，从创立至今，深耕板材创新研究，研发了各类优质的基础板材和家具板材，产品品类不断丰富。除了各类浸渍纸和木皮饰面的家具板以外，公司还开发了 PP 膜、PET 膜、布和涂料等多种饰面材料，研发设计了近千种饰面材料花色，大大丰富了饰面家具板的类型，打造真正意义上个性化的木作定制家居产品体系。

图 1：公司各类板材及饰面材料



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

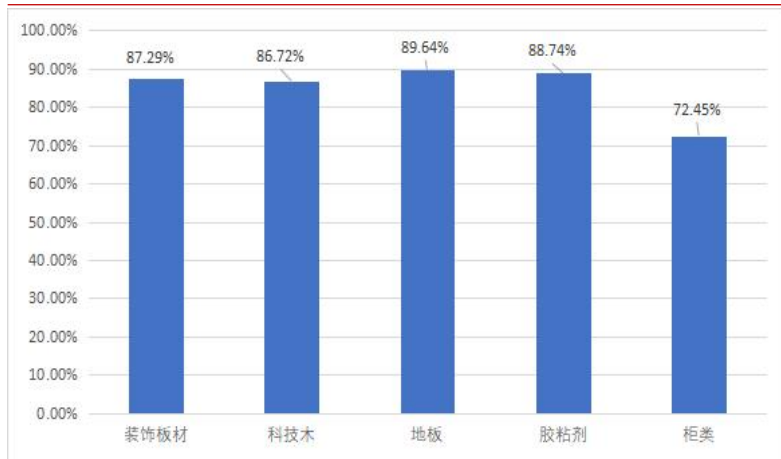
## 2. 自主生产+OEM 代工相结合，迅速扩大产能区域布局

公司板材生产为自主生产以及 OEM 代工生产两种模式。自主生产产品主要为高端定制家具板材、石膏板以及定制家居产品。

OEM 代工生产模式是指公司通过输出产品标准，委托合格供应商生产的方式。公司掌握核心研发技术和质量标准，对 OEM 代工厂的生产进行全程管控，从原材料采购到产品出库严格把控产品质量，通过公司检测认定合格方可进入销售渠道对外销售。

胶合板产品由于木材成本占比较高，运输半径受限以及各加工环节属于劳动力密集型，通过 OEM 生产模式，有利于快速对接终端渠道，满足基于全国营销网络布局的不同产品需求。整体来看，OEM 模式能迅速扩大公司产能及市场区域布局，轻资产运营也有效提升公司整体 ROE 水平。

图 2：各产品直接材料占营业成本比重



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

### 3. 销售体系持续优化，有效提升市场占有率及成长空间

公司定立以装饰材料业务为主，定制家居业务为辅的战略定位。其中装饰材料业务主要通过经销商模式实现销售，销售渠道主要有门店零售以及家装公司、家具厂和工装渠道，产品包括家具板材、基础板材等主材产品和石膏板、科技木皮、装饰纸、封边条、五金和胶黏剂等配套辅材产品；定制家居业务分为经销商模式的零售业务和工程模式的大宗业务实现销售，产品包括有定制衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等。

#### 3.1 装饰材料业务坚持多渠道运营销售策略

装饰材料业务为公司主营业务，营收占比约 75%。2023 年公司装饰材料业务实现收入 68.56 亿元，同比增加 3.23%，其中板材产品收入为 44.34 亿元，同比减少 1.08%，板材品牌使用费（含易装品牌使用费）4.32 亿元，同比增长 14.32%，其他装饰材料 19.90 亿元，同比增长 11.71%。

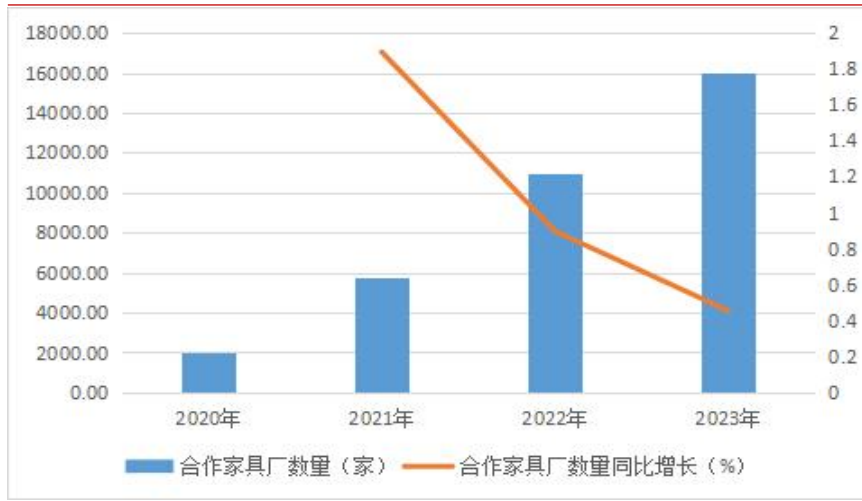
公司装饰材料业务，主要通过经销商模式实现销售。根据各种需求匹配各种渠道，包括有门店零售、家具厂、家装公司以及工程渠道等。并通过公司运营中心、区域分公司以及经销商体系提供专业化的产品和服务。

在传统零售渠道，公司在外围地区加快空白市场覆盖，在成熟市场推动板材店重装升级“板材定制+”门店，同时成立乡镇渠道运营中心，加速乡镇市场布局。2023 年装饰材料业务完成乡镇店招商 744 家，完成乡镇店建设 627 家。截至 2023 年末，公司装饰材料门店共 3765 家，其中易装门店 909 家。

同时，公司新零售中心持续赋能经销商门店转型新零售营销模式，与公司共同构建 1+N 的新零售矩阵。公司层面开展天猫、京东、抖音等电商、新媒体平台运营，为经销商门店提供业务派单和品牌推广赋能，同时要求门店转型线上新媒体运营，通过线上运营实现同城引流获客，助力门店业绩增长。截至 2023 年底，有近 400 家专卖店实现新零售高质量运营。

家具厂方面，家具板材的工厂化加工程度越来越高，家具厂已成为众多品牌纷纷抢占的重点渠道。公司大力推动经销商进行家具厂业务的开拓，依托产品优异的环保性能和品牌影响力，不断扩大与地方定制家具工厂合作的数量，快速抢占市场份额。截至 2023 年末，公司经销商体系合作家具厂客户达 16000 多家。

图 3：公司合作家具厂数量变化



资料来源：公司 2020 年-2023 年年报，东莞证券研究所

家装公司方面，当前家装公司已成为家装市场最重要的流量入口，公司针对各类型的家装公司推出基础材料套餐、易企装服务模式以及易装定制多种合作模式，力争和全国 TOP50 家装龙头企业达成更深度的战略合作，同时开展 12 个核心城市的家装公司拓展计划，持续推动家装公司业务发展。工装渠道业务方面，公司成立独立的工装运营分公司，持续提升工装业务销量。

### 3.2 定制家居业务毛利率高，提升整体盈利能力

公司定制家居业务紧紧围绕定制柜类、地板和木门等木作产品，打造“零售+工程”双轮驱动战略。2023 年实现营业收入 21.17 亿元，同比减少 2.77%，其中兔宝宝全屋定制业务实现收入 5.96 亿元，同比增长 15.48%，工程定制业务的青岛裕丰汉唐实现收入 11.47 亿元，同比减少 10.50%。

公司定制家居业务整体毛利率达 23.77%，高于装饰材料业务 16.52% 的毛利率，提升公司整体盈利性。定制家居业务当前占整体营收约 23%，相信后续持续扩大规模，将能提升公司整体盈利能力。

图 4：定制家居业务营收增长情况



资料来源：公司 2020 年-2023 年年报，东莞证券研究所

**家居零售立足华东，门店业务持续增长。**公司依托兔宝宝板材的品牌影响力，以四大基材为核心卖点，定位高端，并全面升级 ENF 级新产品。研发高定产品体系，配套软体家居产品供应，打造门墙柜地软的健康家居产品体系和品牌形象，提升门店客单值，提高经销商的盈利能力。在核心城市协同经销商对接龙头装企业务，快速提升市场占有率。重视线上新媒体营销和电商业务的推广，打造丰富的营销推广体系，使门店引流方式多元化，赋能门店业务持续增长。截至 2023 年末，公司定制家居专卖店共 782 家，其中家居综合店 350 家，全屋定制 203 家，地板店 157 家，木门店 72 家。

图 5：定制家居业务主要产品



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

**定制工程业务注重控规模降风险。**公司定制工程业务经营策略以控规模、降风险、谋转型为主基调，将风险控制放在重要的位置，业务重点聚焦央企国企客户。积极发展工程代理业务，借助兔宝宝的渠道优势，提升工程代理商的收入占比。面对行业竞争日益加剧的外部环境，公司采取切实有效措施努力降本增效，提升内部管理，加快产品升级和

品类扩充，充分挖掘客户和供应商资源，实现公司持续稳健发展。

#### 4. 业绩维持稳健增长，盈利能力优秀

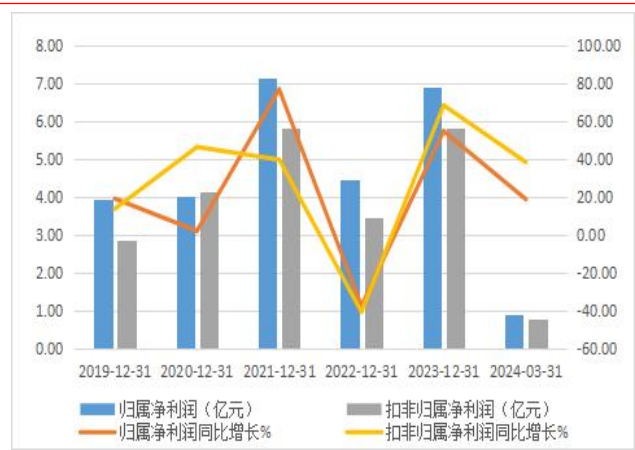
公司多年来营收及净利润均保持稳定较快增长，在房地产市场销售下行背景下，足见公司业绩高韧性。公司营业收入从 2019 年 46.32 亿增长至 2023 年 90.63 亿，年复合增长率为 18.27%；净利润从 3.92 亿增长至 7.1 亿，年复合增长率约 16%；归属母公司股东净利润从 3.94 亿增长至 6.89 亿，年复合增长率 15 %。

2023 年公司实现营业收入 90.63 亿元，同比增长 1.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.89 亿元，同比大增 54.66%；扣非净利润为 5.83 亿元，同比增长达 68.30%。2024 年一季度，公司实现营业收入 14.83 亿，同比增长 33.37%；实现净利润 8900 万，同比增长 19.56%；归属净利润 8900 万，同比增长 18.81%。公司多年来业绩持续增长，并且复合增长率达两位数，业绩表现亮眼。

图 6：公司近年营收同比增长%



图 7：公司近年归属净利润同比增长%



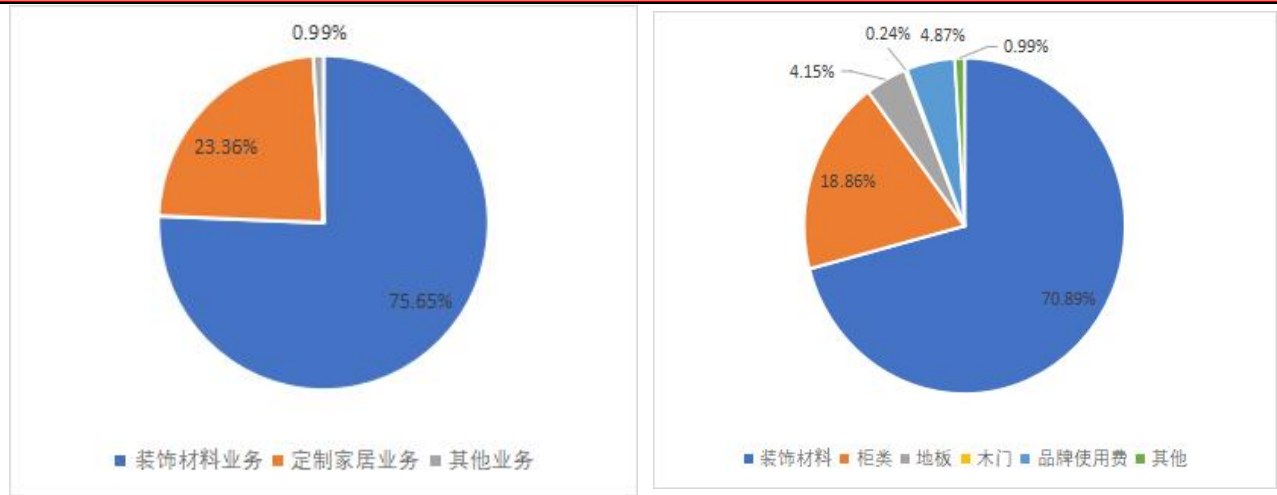
资料来源：公司 2019-2023 年年报，东莞证券研究所

资料来源：公司 2019-2023 年年报，东莞证券研究所

分业务看，2023 年公司装饰材料业务收入占比约 75%，定制家居业务收入占比约 23%，其他业务收入占比约 1%。分产品看，装饰材料为第一大业务，收入占比超 70%；柜类、地板、木门收入占比分别为 18%、4%和 0.2%，品牌使用费占整体营收比例约 5%；其他业务收入占比约 1%。

图 8：2023 年各业务占营收比重%

图 9：2023 年各产品占营收比重%



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

从各业务毛利率情况来看，柜类毛利率为 25.24%，大幅高于装饰材料的 10.97%。公司近年加大定制家居业务布局，其中柜类、地板、木门等高附加值产品销售增加，提升整体盈利能力。另一方面，公司品牌使用费毛利率更高达 99.11%，属于轻资产业务，有利于提升公司整体 ROE 水平。

图 10：公司近年销售毛利率、净利率及 ROE 情况



资料来源：公司 2019-2024 年年报、季报，东莞证券研究所

从公司近年经营情况看，综合销售毛利率均在 17%-19% 的区间，销售净利率在 5%-8% 区间；ROE 水平大部分年份维持在 20% 以上。总的来看，公司整体盈利能力在建材板块中表现优秀。

图 11：公司与部分龙头建材企业 ROE（摊薄）（%）对比



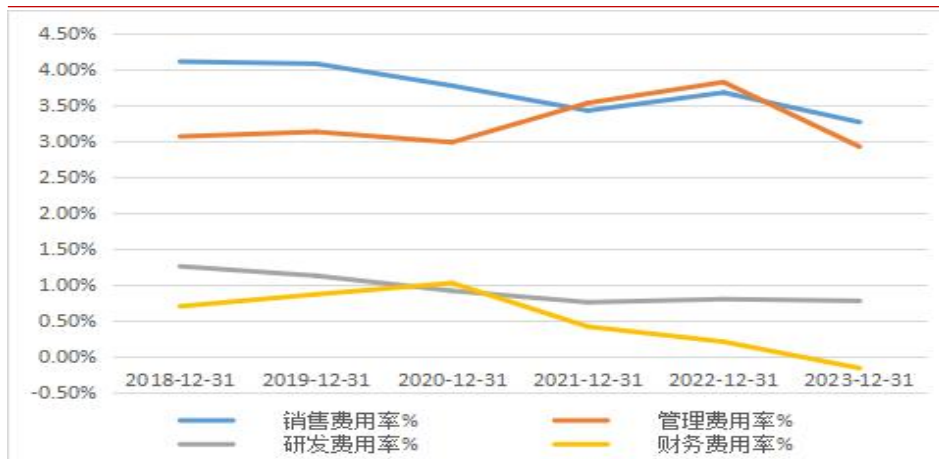


资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

从费用情况看, 公司近年销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率均有所下降, 体现公司在营业收入增长的同时, 费用管控能力提升。

其中公司注重研发投入, 研发费用从 2019 年 5200 万左右增长至 2023 年约 7000 万, 研发人员占比达 9.08%。公司建有省级重点企业研究院、国家模范院士专家工作站、国家级博士后科研工作站、CNAS 实验室等各类科研平台, 设立专家咨询委员会, 为兔宝宝战略决策、产品研发方向、研发人员培养提供强有力的支持。截至 2023 年底, 共申请专利 608 件, 其中发明专利 308 件; 授权专利 400 件, 其中发明专利 128 件, 其中 5 件国际专利。持续的研发投入为维持公司高端定位、提升产品品质及研发领先产品带来保障。

图 12: 公司近年费用率变化情况



资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

## 5. 回购及高分红支撑公司股价

2023 年末, 公司股价出现持续下探走势。为维护公司价值及股东权益, 促进公司长期可持续发展 and 价值增长, 增强投资者对公司的投资信心, 公司在 2024 年 1 月 10 日至 2024 年 3 月 28 日期间, 通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股票 1063.33 万股, 占公司总股本的 1.27%, 平均回购成本约 9.4 元。公司积极回购

股票，彰显对未来发展的信心及对公司价值的认可。

另一方面，公司多年来维持较高分红比例，积极回报投资者。2024年4月公司发布了《未来三年（2024-2026年度）股东回报规划》，指出未来三年，公司每年以现金方式累计分配的利润应不少于公司当年实现可供分配利润的50%。而《关于2023年度利润分配预案及2024年中期现金分红规划的公告》也指出，公司将制定2024年中期现金分红方案。公司较高的现金分红比例，得益于其较低的负债率、持续良好的经营性现金流及自由现金流，这也体现公司优秀的经营能力及市场竞争力。

图 13：公司近年股利支付率情况



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

公司现金分红比例高，对维护公司股价起到正面作用。以2023年每股分红0.55元计算，2024年5月29日股权登记日收盘价对应股息率约4.5%。后续公司业绩稳步增长，同时预计维持较高的分红比例之下，将带来稳定可观的股息回报率，对公司股价表现带来一定支持。

## 6. 总结与投资建议

公司主要产品为装饰装修用途的板材以及柜类定制业务。虽然房地产销售及开发投资持续负增长，但国内仍有3-4亿套的存量商品房以及一些自建房和相关公共商业建筑带来的存量装修以及二次翻新需求，将带动装饰装修板材需求的持续向好。另一方面，公司坚持以板材业务为主、定制业务为辅的经营策略，销售渠道多元，并且持续优化升级，近年聚焦于有发力空间的小B渠道（家装公司、家具厂等），持续稳定提升公司的市场占有率，公司业绩也将具备韧性。

预测公司2024-2026年EPS分别为0.91元、1.02元和1.14元，对应当前股价PE分别为10倍、8.8倍和7.8倍，看好公司持续发展壮大，建议关注。

## 7. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。
- （2）基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。
- （3）宏观经济转弱，带来建材消费需求不足。
- （4）公司渠道优化及新产品拓展低于预期。
- （5）公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

表 1：公司盈利预测简表（2024/7/29）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>9,063</b>	<b>9832</b>	<b>10,623</b>	<b>11312</b>
<b>营业总成本</b>	<b>8,052</b>	<b>8669</b>	<b>9,316</b>	<b>9908</b>
营业成本	7,394	7,921	8,509	9,049
营业税金及附加	44	44	48	51
销售费用	296	324	351	373
管理费用	265	295	319	339
财务费用	-15	5	5	5
研发费用	70	79	85	90
公允价值变动净收益	(1)	(5)	(4)	(4)
资产减值损失	12	20	21	23
<b>营业利润</b>	<b>901</b>	<b>1022</b>	<b>1149</b>	<b>1288</b>
加：营业外收入	13	0	0	0
减：营业外支出	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>908</b>	<b>1022</b>	<b>1149</b>	<b>1288</b>
减：所得税	197	240	270	303
<b>净利润</b>	<b>710</b>	<b>782</b>	<b>879</b>	<b>985</b>
减：少数股东损益	21	20	22	25
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>689</b>	<b>763</b>	<b>857</b>	<b>960</b>
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.91</b>	<b>1.02</b>	<b>1.14</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>10.95</b>	<b>9.90</b>	<b>8.81</b>	<b>7.86</b>

数据来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn