

家居新势力，现金奶牛、弯道超车

2024 年 07 月 31 日

► 兔宝宝：人造板行业龙头，红利价值凸显

兔宝宝创立于 1992 年，2005 年上市，主营装饰材料与定制家居两大业务，是国内人造板行业龙头企业之一。2023 年实现营收 90.63 亿元，YOY+1.63%；归母净利润 6.89 亿元，YOY+54.66%，其中装饰材料业务 2023 年实现营收 68.56 亿元，占比 75.65%；定制家居业务实现营收 21.17 亿元，占比 23.36%。**公司为地产链中红利较高的品种之一**。除 2020 年因收购裕丰汉唐等因素，动态调整现金分红，公司自 2017 年起均以较高分红回报股东及投资者。2023 年测算股利支付率约 66.10%，股息率约为 6.06%（根据 2024 年 7 月 30 日收盘价计算）。

► 人造板+定制家居，存量装修市场扩张

人造板市场企业出清，平均产能提升：人造板主要产品包括胶合板、纤维板、刨花板等，可用于家具制造、建筑装饰和地板等行业。从 2020 年起，人造板行业呈现企业数量大幅减少，企业或生产线平均产能持续增长的态势。

定制家居从单品向整家定制升级：定制家居具有高设计性、柔性化定制等优势，能及时响应不同需求，吸引并增强客户粘性，市场规模快速增长。23 年定制家居渗透率发展到 50% 以上，高增长阶段逐步结束，新周期将更考验企业的品牌力、渠道力和设计生产力。

家居建材市场前景向好：城镇化加深，改善性消费需求提升，贝壳研究院保守估计我国家装市场规模 2024 年将在 3.9 万亿元左右。地产存量时代到来，全国二手房装修需求提升，2024 年存量房装修市场占比将达 60%。

► 多渠道布局，供应链协同

全屋定制+易装，供应链完善，高端品牌形象，提供一站式深度服务：公司具备优质芯材供应+全品类一体化生产、交付能力，打造华东区域强势全屋定制品牌。至 2023 年，公司已拥有家居综合店 350 家（其中含全屋定制 257 家），全屋定制 203 家，装材业务易装门店 909 家。

下沉+线上、C+小 B 多渠道并重：公司以经销商渠道为主，在实行分公司运营模式的基础上，成立多个专业渠道运营中心、运营公司，截至 2023 年开设各产品体系专卖店 4000 余家，实现分区域分领域的垂直细分管理。发展家装公司、家具厂等小 B 客户，2023 年底经销商体系合作家具厂客户达 16000 多家。扩大线上市场，到 2023 年底近 400 家专卖店实现新零售高质量运营。

OEM 模式，体现质控管理水平：整合供应链优势，运用 OEM 突破传统运营运输半径、订单区域、产能限制。公司销售产品以 OEM 代工提供为主，占比约 90%。

► **投资建议：**我们看好公司①发力乡镇+线上+家具厂，开拓渠道布局；②板材+全屋定制，积极拓展产业链；③降本增效、资金管理下的高质量发展；④分红比例提高。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.26、8.74 和 10.01 亿元，现价对应 PE 分别为 10、9、8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧的风险；应收款项变化不及预期的风险；地产政策落地不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,063	9,905	10,887	11,966
增长率（%）	1.6	9.3	9.9	9.9
归属母公司股东净利润（百万元）	689	726	874	1,001
增长率（%）	54.7	5.4	20.4	14.5
每股收益（元）	0.82	0.87	1.04	1.19
PE	11	10	9	8
PB	2.4	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.07 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 易智娴

执业证书：S0100123070114

邮箱：yizhixian@mszq.com

相关研究

1.兔宝宝 (002043.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：加大分红提高股息，多渠道继续下沉-2024/04/25

2.兔宝宝 (002043.SZ) 2023 年三季报点评：利润表现超预期，控费+现金流是亮点-2023 /10/28

目录

1 兔宝宝：人造板行业龙头，红利价值凸显	3
1.1 板材+定制双驱动发展	3
1.2 股权结构稳定	4
1.3 业务持续发展，现金质量稳定	5
1.4 地产链高红利标的	8
2 人造板+定制家居，存量装修市场扩张	9
2.1 人造板市场：企业出清，平均产能提升	9
2.2 定制家居：从单品向定制升级	11
2.3 存量时代开启，注重性价比优势、先发优势	16
3 供应链+渠道+品牌，打造建材家居领军企业	18
3.1 全屋定制+易装：供应链完善，高端品牌形象，提供一站式深度服务	18
3.2 渠道：下沉+线上、C+小B并重	22
3.3 OEM 模式：体现质控管理水平	25
4 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测假设与业务拆分	26
4.2 估值分析与投资建议	27
5 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

1 兔宝宝：人造板行业龙头，红利价值凸显

1.1 板材+定制双驱动发展

兔宝宝，创立于 1992 年，总部浙江德清，2005 年 5 月 10 日于深交所上市。公司主营以家具板材为核心产品的装饰材料业务，2013 年开始形成装饰材料+成品家居两大产品体系，2021 年将定位调整为以装饰材料为主、定制家居为辅的两大业务体系。

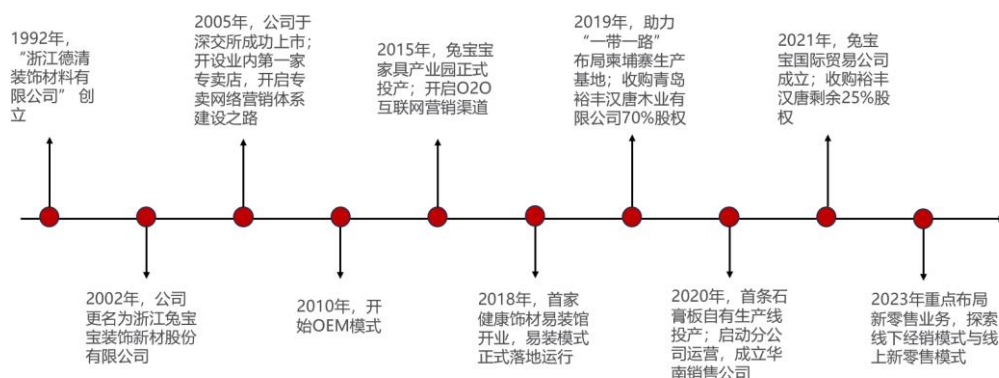
图1：兔宝宝主要业务

主要业务	产品	销售模式	
装饰材料	健康饰材 	经销商模式	门店零售
			家装公司
定制家居	健康家居 	经销商模式	家具厂
			工装渠道
		经销商模式	零售业务
			大宗业务

资料来源：公司公告，民生证券研究院

当前产品覆盖板材、地板、木门、衣柜、橱柜等，是国内销售规模最大的人造板行业龙头之一。并且拥有产品研发设计能力，从板材领域拓展至功能型环保基材、定制家具、工程系列产品领域，营收规模逐渐扩张。2023 年实现营收 90.63 亿元，YOY+1.63%；归母净利 6.89 亿元，YOY+54.66%，其中装饰材料业务实现营收 68.56 亿元，占比 75.65%；定制家居业务实现营收 21.17 亿元，占比 23.36%。

经过多年布局，公司业务已覆盖零售、小 B、工程渠道，持续开发推进下沉乡镇市场及家具厂、家装公司、工装业务等渠道，各渠道业务稳健增长。产能主要立足浙江，产业集群分布在江苏、安徽、山东等地，并在“一带一路”沿线布局柬埔寨生产基地。

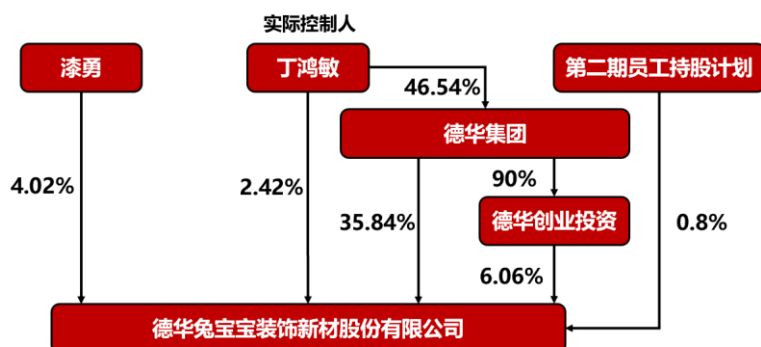
图2：兔宝宝发展历程（1992 年至今）


资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构稳定

公司股权结构稳定，截至 2024 年一季度末，公司第一大股东为德华集团，持股比例 35.84%，实控人丁鸿敏直接持股 2.42%，由丁鸿敏、德华集团与德华创业投资共同担任一致行动人，合计持股 44.32%。

公司上市以来实施过三次股权激励和两期员工持股计划。**股权激励方面：**① 2014 年公告，激励股数 1425 万股，占当时总股本 3.03%。② 2017 年公告，激励股数 3500 万股，占当时总股本 4.23%。③ 2021 年公告，激励总数 2892 万股，占当时总股本 3.89%，参与激励对象共 461 人。2024 年 5 月 8 日，2021 年限制性股票激励计划的第二个接触限售期解锁股份上市流通，占目前公司股本总额的 0.47%。**员工持股计划方面：**① 2020 年第一期员工持股计划实际持股 1549.4 万股、占公司股本 2.00%，覆盖员工 240 人。② 2021 年公告第二期员工持股计划，实际持股数量 1117 万股、占公司股本 1.50%，覆盖员工 74 人，其中第二个锁定期于 2024 年 4 月 25 日届满。

图3：兔宝宝股权结构（截至 2024 年 Q1）


资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

1.3 业务持续发展，现金质量稳定

2019 年至今，业务规模快速扩张，2019-2023 年公司不断加强产品研发、丰富产品矩阵，营收从 46.32 亿增至 90.63 亿元，CAGR 为 18.27%，归母净利润从 3.94 亿增至 6.89 亿元，CAGR 为 14.99%。公司为完善成品家居业务渠道布局，2019 年通过子公司收购青岛裕丰汉唐木业有限公司 70% 的股权，并于 2020 年 1 月并表。依托自身品牌优势与裕丰汉唐客户资源，探索成品家具业务新的增长点。裕丰汉唐主要业务为工程业务，客户资源集中于房地产开发商，2019-2021 年裕丰汉唐营收增长明显，收入分别为 9.90、14.43、18.94 亿元。

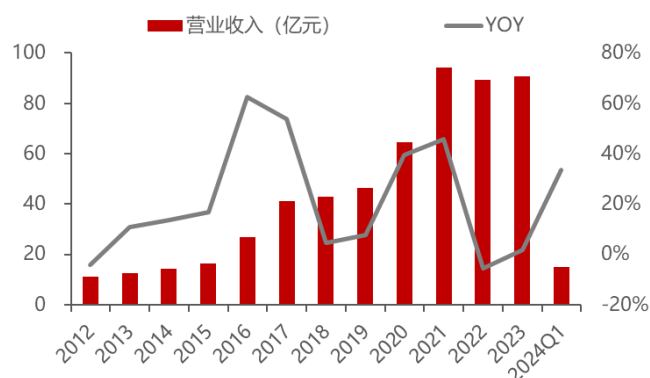
2021 年公司营收、归母净利润同比分别快速增长 45.8%、76.7%，主因装饰材料业务多渠道运营、产品结构优化推动业务营收规模同比提升 53.2%，定制家居零售+工程布局顺利，实现营收同比+31.2%。

2022 年公司营收同比下降 5.4%，归母净利润同比下滑幅度较大为 37.41%，主因行业需求疲软及宏观环境影响，下游地产资金紧张，公司应收回款放缓，计提信用减值损失 2.06 亿元、影响利润，同时公司主动控制风险、压缩地产定制业务规模，裕丰汉唐业绩受到影响，计提商誉减值 1.18 亿元。

坚持优化渠道和供应链。2023 年公司实现营收 90.63 亿元，同比增长 1.63%，在行业整体需求走弱的情况下、保持增长态势，主因行业集中度提高，同时公司重视拓展市场布局与销售渠道，发挥品牌化、规模化优势，优化供应链与经销商管理，加速开发并深耕下沉空白市场、新零售模式和小 B 端业务。

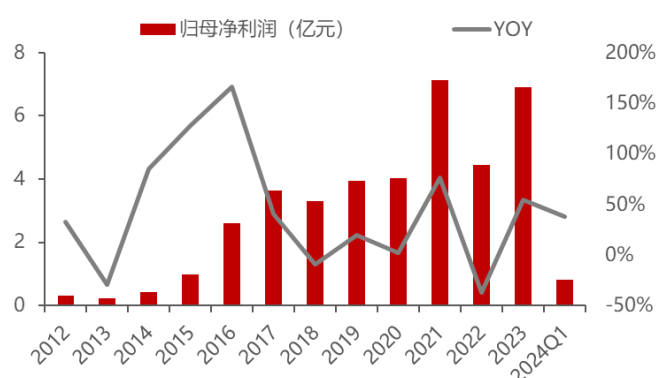
降本增效、减少计提。2021-2023 年公司持续降本增效，毛利率从 17.70% 回升至 18.42%。2023 年归母净利润 6.89 亿元，同比大幅增长 54.66%，主因不断加强内部管控、降低运营成本，在职员工数同比减少 20.46%，销售、管理、财务费用分别同比减少 9.79%、22.51%、184.52%，其中，管理费用中的股权激励费用同比下降较多。**此外**，2023 年商誉减值 78 万元，较去年同期减少 1.17 亿元。

图4：2012 年-2024Q1 公司营收及增速 (%)

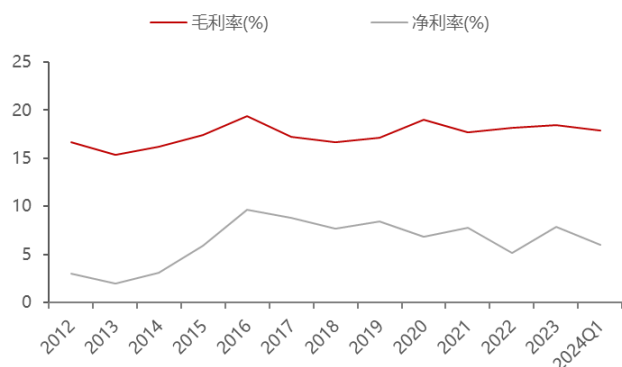


资料来源：ifind，民生证券研究院

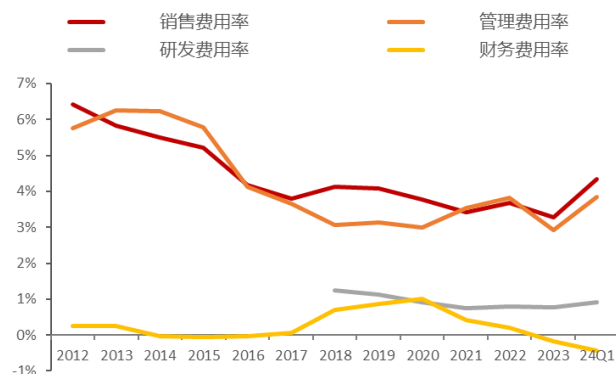
图5：2012 年-2024Q1 公司归母净利润及增速 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2012年-2024Q1 公司毛利率、净利率 (%)


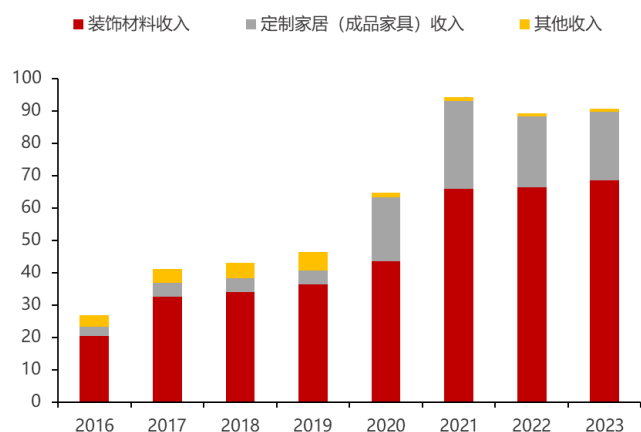
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2012-2024Q1 公司各项费用率 (%)


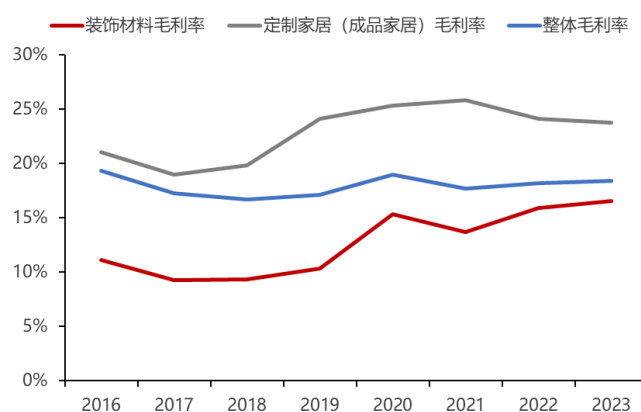
资料来源：ifind，民生证券研究院

分业务看：兔宝宝主营室内装饰材料业务，2016-2023 年主要业务装饰材料收入从 20.38 亿元提升到 68.56 亿元，23 年收入占比 75.65%，毛利润 11.33 亿元，毛利贡献 67.87%，毛利率稳步提升到 16.52%。

2013 年兔宝宝开始形成装饰材料+成品家居两大产品体系。2020 年公司强化家居类的零售+工程业务布局，打造全屋定制综合门店，合并裕丰汉唐后定制柜类销量大幅增加；2021 年，公司强化“定制”的战略定位，成品家具业务升级成为定制家居业务。2023 年定制家居收入 21.17 亿元，占比达到 23.35%，毛利贡献 30.14%，毛利率为 23.77%，持续高于公司总营收毛利率。

图8：2016-2023 年公司分业务营收 (亿元)


资料来源：ifind，民生证券研究院

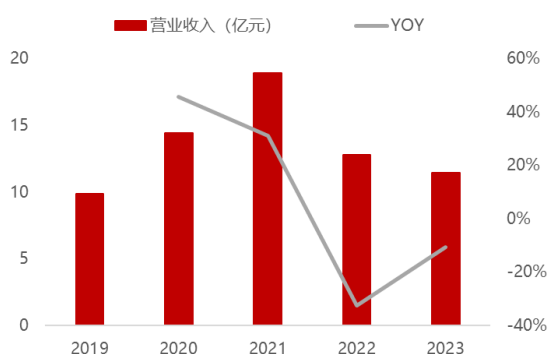
图9：2016-2023 年公司分业务毛利率


资料来源：ifind，民生证券研究院

大 B 业务是把双刃剑，可以推动规模快速扩张、但伴随应收计提风险，后期公司主动收缩地产大 B 业务规模。2019-2021 年裕丰汉唐业务增长明显，2022

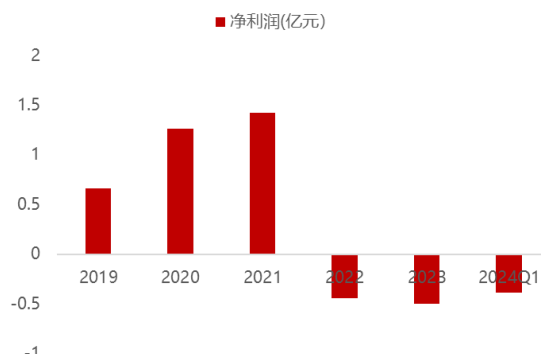
年以来受地产行业影响后，主动收缩地产精装定制业务规模，裕丰汉唐收入同比-32.3%，2023 年继续严控风险，收入同比-10.5%。2022 年，公司对裕丰汉唐计提商誉减值损失 1.18 亿元，2023 年商誉减值已大幅收窄至 78 万元。随着地产利好政策逐步落地，裕丰汉唐下游客户结构优化，清理历史问题后有望轻装上阵。

图10：裕丰汉唐营收(亿元)及增速 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

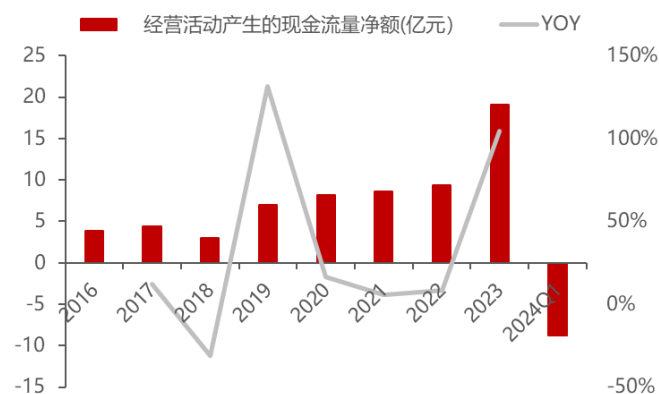
图11：裕丰汉唐净利润(亿元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

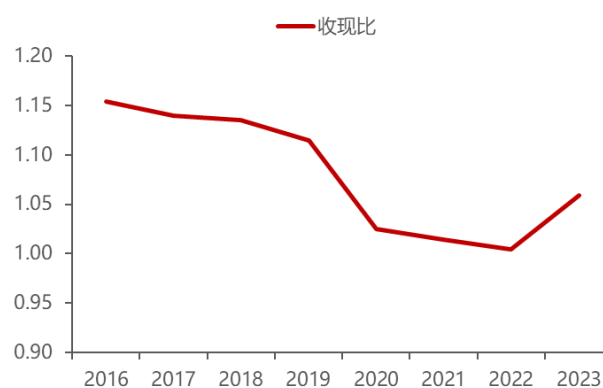
营运资金管控能力较强。2019-2022 年经营活动现金流在 8 亿元上下波动，资金运营情况较为稳定。2023 年经营活动现金流净额为 19.1 亿元，同比大幅增长，主因期末大量货款未到期导致应付账款较多，大规模货款在 24Q1 期末支付。23Q1-Q4、24Q1 单季度经营活动现金流净额分别为-0.79、5.77、3.76、10.36、-8.81 亿元，结合 2023 年 Q4 与 2024 年 Q1 看，24Q1 现金流净额水平处于正常范围内。2016-2019 年公司收现比均在 1.1 以上，2020 年虽受裕丰汉唐正式并表影响，收现比有一定下滑，但 2020-2022 年均在 1 以上，营运质量仍能维持在较好水平，且 2023 年收现比 1.06、已有回升迹象。

图12：2016-2024Q1 经营活动现金流净额 (亿元) 与同比情况 (%)



资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

图13：2016-2023 年收现比情况



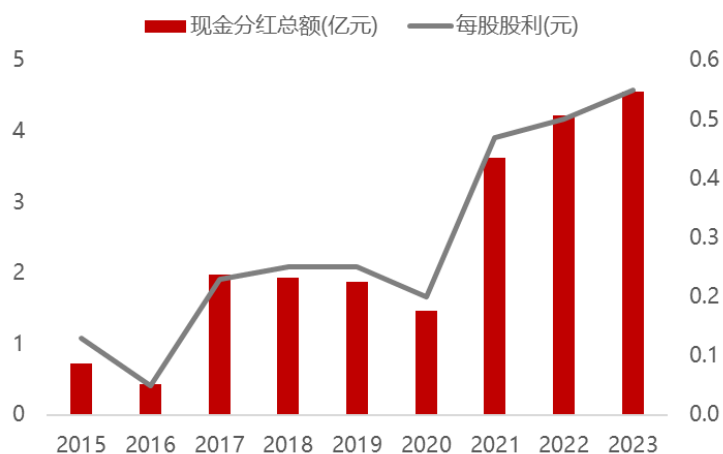
资料来源：ifind，民生证券研究院

1.4 地产链高红利标的

公司为地产链中红利较高的标的之一。除 2020 年因收购裕丰汉唐等因素，动态调整现金分红，公司自 2017 年起均以较高分红回报股东及投资者，每股股利均高于 0.2 元/股，且 2020-2023 年每股股利分别为 0.2、0.47、0.5、0.55 元/股，呈现逐年提升的态势。并且，2015-2023 年，公司累计分红额超 20.8 亿元，其中 2021-2023 年分红总额达 12.4 亿元，占近九年内分红总额的 59.6%，近三年分红总额显著提升。

公司 2023 年报披露，2023 年度利润分配计划每 10 股派发 5.5 元现金红利，据此测算股利支付率约为 66.10%，股息率约为 6.06%（根据 2024 年 7 月 30 日收盘价计算）。

图14：现金分红总额（亿元，左轴）与每股股利（元，右轴）



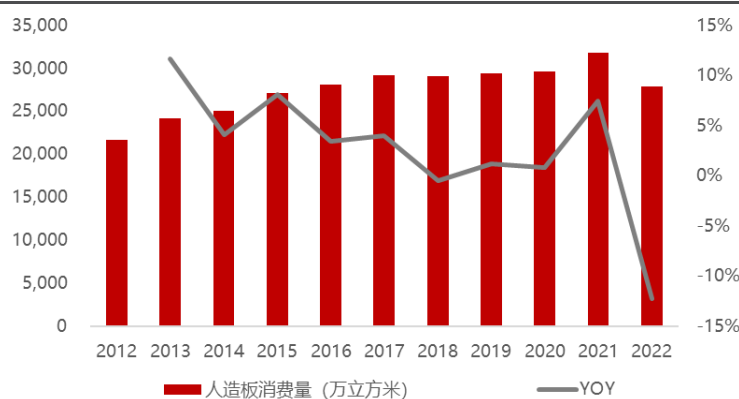
资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

2 人造板+定制家居，存量装修市场扩张

2.1 人造板市场：企业出清，平均产能提升

人造板的主要产品包括胶合板、纤维板、刨花板和其他人造板，可用于家具制造、建筑装饰和地板等行业。我国是人造板生产、消费和贸易的第一大国，总产能和总销量近 3 亿立方米。近两年来受经济大环境和地产市场波动的影响，人造板市场规模呈现一定下降的趋势。据中国木材保护工业协会统计，2022 年中国人造板产品消费量约 2.79 亿立方米，同比下降 12.3%。2012-2022 年全国人造板消费量年均增速 2.6%，除 2021 年人造板消费量达 3.2 亿立方米外，2014-2022 年人造板消费量均维持在 2.5~3 亿立方米区间内，趋于稳定。

图15：中国人造板消费量（万立方米）及增速



资料来源：中国木材保护工业协会，民生证券研究院

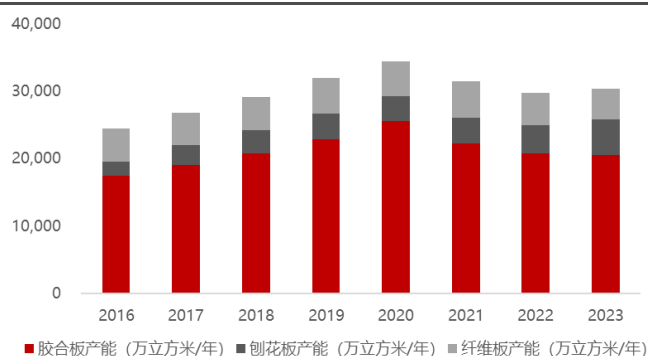
胶合板又称多层板，是我国产能第一的人造板品类，是建筑和家居制造的重要基础材料。纤维板主要用于定制家居和板式家具领域，但由于产线改造及转型等原因，纤维板产量从 2020 年起下降明显。近几年，刨花板（又称颗粒板）生产技术和产品质量提升，逐渐替代部分胶合板和纤维板，在家具制造等下游领域使用量增加。

图16：多层板、颗粒板图例

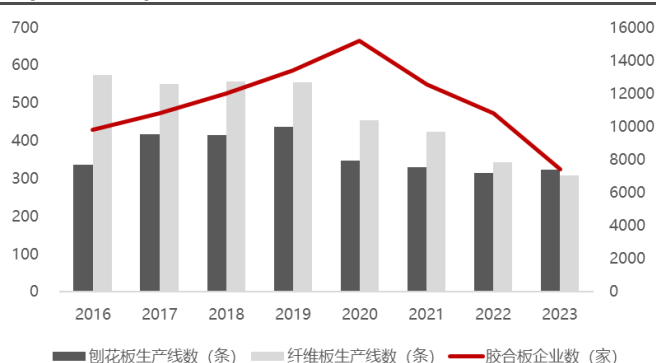


资料来源：ArchDaily，民生证券研究院

据中国林产工业协会统计，2023 年底全国胶合板、刨花板、纤维板总生产能力分别约为 2.05、0.53、0.46 亿立方米/年，同比分别-1.4%、+27%、-3.8%，刨花板产能首次超过纤维板，成为产能第二大的人造板品类；胶合板生产企业 7400 余家，刨花板、纤维板生产线分别为 324、309 条，同比分别-31.5%、+3.2%、-10.2%。

图17：中国各类人造板生产能力（万立方米/年）


资料来源：中国林产工业协会，民生证券研究院

图18：中国各类人造板生产线数（条，左轴）及企业数（家，右轴）


资料来源：中国林产工业协会，民生证券研究院

从企业和产能角度来看，从 2020 年起，人造板行业呈现企业数量大幅减少，企业或生产线平均产能持续增长的态势。**其中**，刨花板由于具有成本低、轻量化设计等特质，能替代部分胶合板市场，短期内投资较热，仍有较多在建产线，中国林产工业协会预计 2024 年底全国刨花板总产能将突破 0.65 亿立方米/年，同比增幅达 23%。而胶合板、纤维板市场供大于求，中小企业出清速度加快，产业结构持续调整，中国林产工业协会预计 2024 年全国胶合板、纤维板年产能将分别收缩至 2 亿、0.45 亿立方米/年。

人造板行业头部企业主要有上市企业大亚圣象、兔宝宝，以及非上市企业千年舟、莫干山，外资企业奥地利爱格木业等。从企业地区分布来看，人造板制造企业主要集中在浙江和江苏地区。

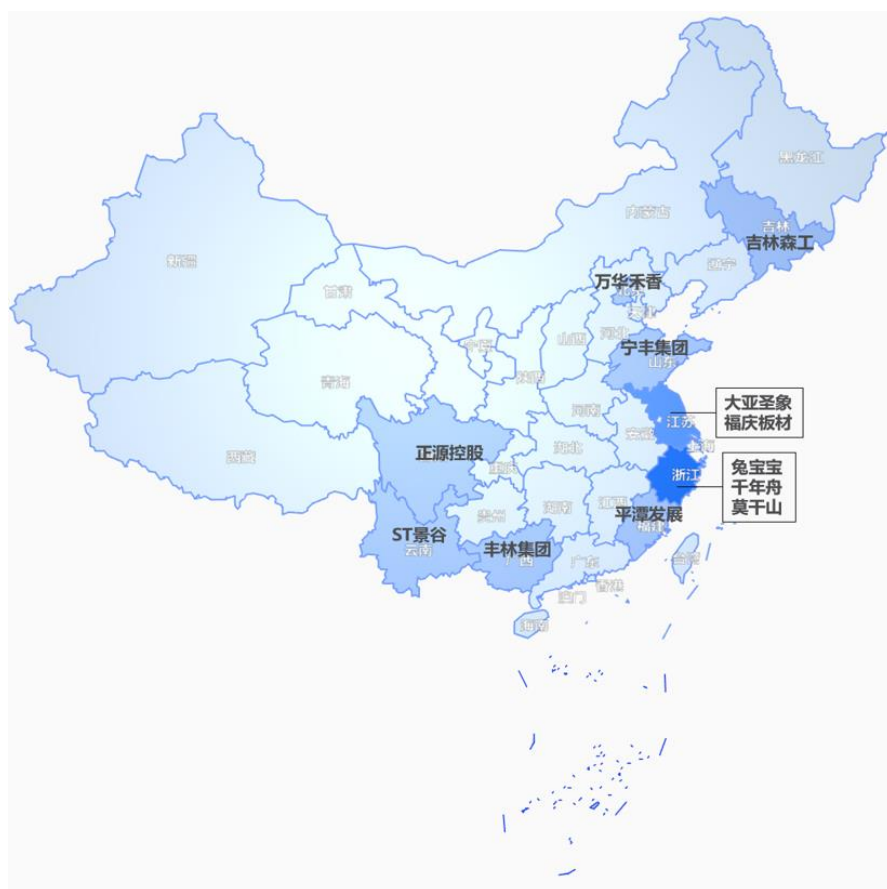
表1：中国人造板制造行业主要企业情况

公司简称	人造板产品	人造板占收入比例	2023 产量	2023 销量	业务区域布局
大亚圣象	中高密度板和刨花板	24%	115 万立方	119 万立方	华东、华南、华北地区；国外
兔宝宝	家具板材、基础板材等	76%	211 万张	3094 万张	华中、华南地区；国外
爱格木业	刨花板、纤维板	-	-	-	中国、海外
吉林森工	刨花板、中纤板、生态板	-	-	-	中国
千年舟	装饰板材、家具板材	-	-	-	中国
升华云峰	生态板、家居板、OSB、	-	-	-	国内、国外

(莫干山)	细木工板、胶合板				
万华禾香	禾香板、果香板				国内、国外
丰林集团	纤维板、刨花板	97%	166 万立方	161 万立方	华南、华东、华北、西南地区；海外
福庆板材	生态板、家具板、护墙板	-	-	-	国内、国外
宁丰集团	中高密度纤维板、刨花板	-	220 万立方米 (2022 年)	-	中国

资料来源：各公司公告，公司官网，前瞻产业研究院，CNPP，民生证券研究院

图19：中国人造板制造行业主要企业分布



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院（注：企业数量越多，颜色越深）

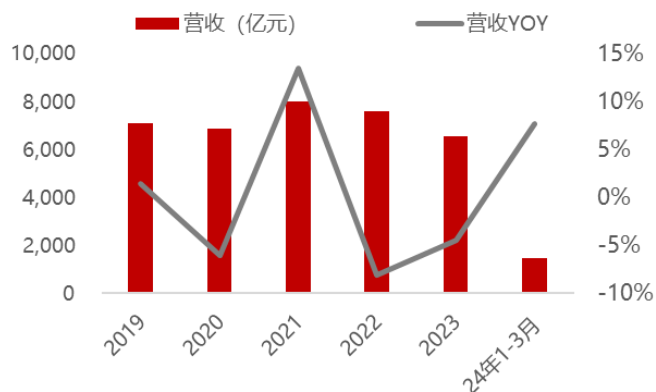
2.2 定制家居：从单品向定制升级

2021-2023 年国内规模以上家具制造业企业，营业收入分别为 8004.6、7624.1、6555.7 亿元，实现利润分别为 433.7、471.2、364.6 亿元。2024 年各地地产政策加快调整，一线城市限购逐步放开、住房“以旧换新”，保障性住房、城中村旧改等支持政策陆续出台。2024 年 1-3 月，规模以上家具制造业企业营收

1461.1 亿元，同比+7.7%；实现利润 60.4 亿元，同比+51.4%。

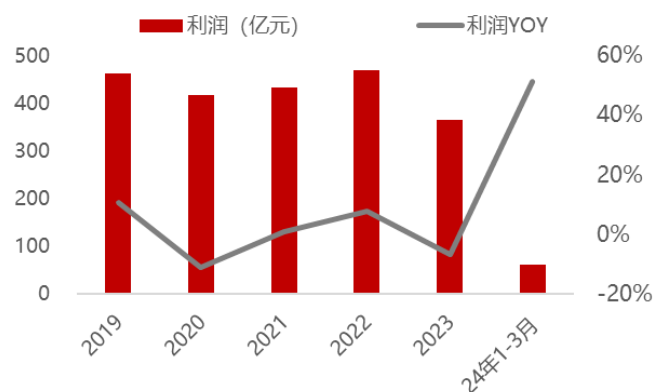
2023 年社会消费品零售额方面,家居装修相关品类中,家具类同比增长 2.8%,表现较家电类、建筑装潢材料类更好。

图20：我国规模以上家具企业营收规模（亿元）及增速



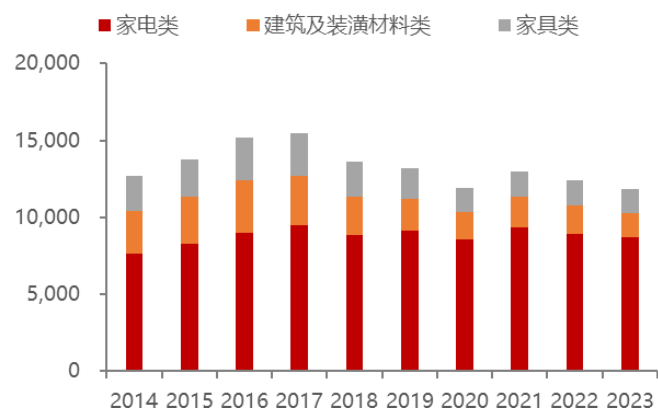
资料来源：消费品工业司，民生证券研究院

图21：我国规模以上家具企业利润规模（亿元）及增速



资料来源：消费品工业司，民生证券研究院

图22：家电类、建筑装潢材料类、家具类社会消费品零售额(亿元)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

定制家居行业属于家具制造业的细分行业，是家居消费领域中的增长亮点。随着经济发展，消费者对提升生活品质，生活空间体现时尚个性的想法愈加强烈。2013-2023 年十年间，定制家居企业 CR9 中，欧派家居、索菲亚、尚品宅配营收增长接近 10 倍，其他几家上市公司也有 5-8 倍增长。定制家居具有高设计性、柔性化定制等优势，能及时响应不同需求，吸引并增强客户粘性，市场规模快速增长，在家居市场的渗透率持续提升，2023 年定制家居渗透率达 50%以上。

从市场供应端看，定制家居行业集中度偏低。据亿欧数据，2017-2020 年定

制家居行业 CR9 集中度由 13.17%降低至 11.53%，2022 年回升至 13.74%，“大行业、小企业”现象仍存在。高增长阶段逐步结束，新周期将更考验企业的品牌力、渠道力和设计生产力。且行业低端产品的同质化现象较为严重，小型企业难以实现大规模个性化设计、柔性化生产，产业业务协同优势较弱。

一站式整家模式方案催生。家居市场和消费者需求的不断演进，企业正经历“单一产品——多产品——门墙柜地软全品类”的整装模式升级。整装模式通常包含施工、辅料（水泥、电线等）、主材（瓷砖、地板、柜、门等）、软装（床、沙发、窗帘等）及电器（电视、冰箱、洗衣机等）。

表2：各装修模式的区别

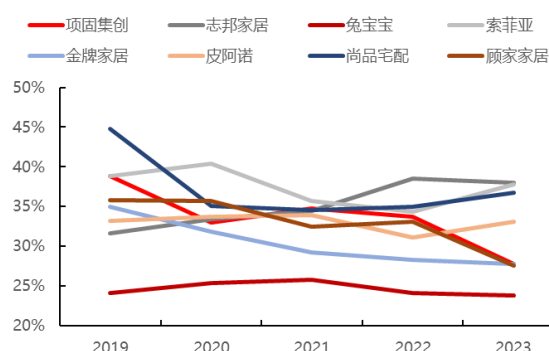
	施工	辅料	主材	软装	电器
清包	√				
半包	√	√			
全包	√	√	√		
整装	√	√	√	√	√

资料来源：网易新闻，民生证券研究院

家居链企业纷纷入局定制。虽整装定制市场尚处于发展初期，但该模式已成为行业未来的发展共识，且细分行业界限变得模糊。定制企业欧派家居、索菲亚、志邦家居等，成品企业顾家家居、全友家居、林氏家居等，板材企业兔宝宝等，建材、成品家具和定制企业开始相互渗透，纷纷进军整装定制市场，寻找新的增长点。

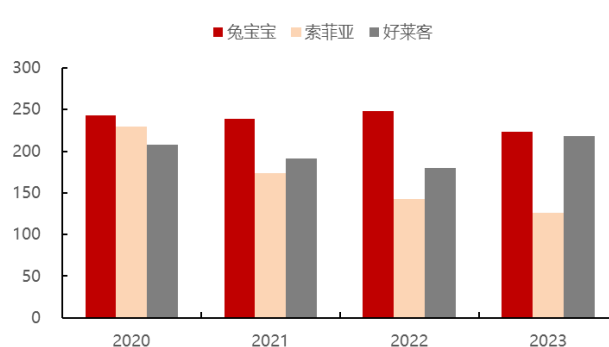
参考已上市的定制企业、成品企业顾家的定制业务盈利情况，除尚品、索菲亚个别年份毛利率超 40%，几家定制企业和顾家的定制业务毛利率在 25%-40%区间内。而兔宝宝定制（成品）家居业务坚持中高端的定位，衣柜产品每平方米售价较索菲亚、好莱客两家定制品牌略高，定制业务毛利率在 23-26%区间内。兔宝宝发展定制业务时间较短，但作为拥有板材原料资源、供应链更完整的定制家居新进者，兔宝宝定制毛利空间仍有提高空间。

图23：各企业定制家居（衣柜）产品的毛利率情况



资料来源：各公司公告，ifind，民生证券研究院

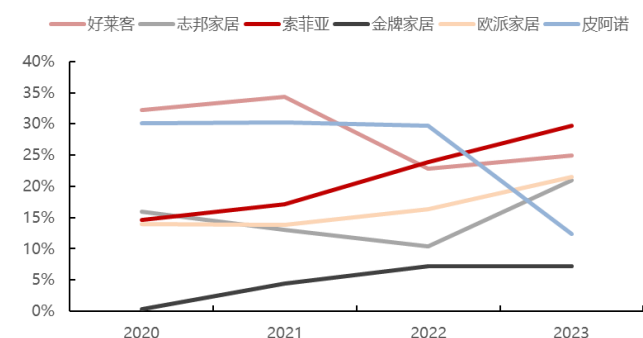
图24：兔宝宝、索菲亚、好莱客衣柜售价（元/平方米）



资料来源：各公司公告，ifind，民生证券研究院

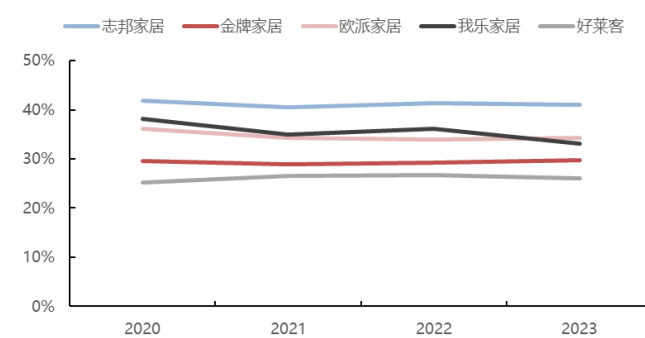
除衣柜外，木门和橱柜也是定制品牌普遍覆盖的产品品类。各品牌木门产品的毛利率水平存在差异，且缺少稳定性。相较于衣柜和木门产品，橱柜产品的毛利率较稳定，在 25-43% 区间内，且各品牌自身橱柜产品的毛利率基本稳定。

图25：各企业木门产品的毛利率情况



资料来源：各公司公告，ifind，民生证券研究院

图26：各企业橱柜产品的毛利率情况



资料来源：各公司公告，ifind，民生证券研究院

定制家居品牌的产品策略，已开始从核心单品，过渡到结合单品差异化优势和“柜+门+墙+成品+软装”全品类一体化的**整家定制模式和多元化套餐矩阵**，设计总价约为 10000~60000 元，配置柜体、家具、门、五金等不同品类产品的一口价式整家套餐，或按单位材料面积、投影面积计价的套餐。

投影面积是定制家居中计算成本的常用单位，柜体的投影面积通常指衣柜在墙面平面上对应的面积大小，计算方式为投影面积=衣柜宽度*衣柜高度。通过对房屋内部收纳空间的设计和对柜类的需求，每个家庭都能测算出所需柜体的投影面积，从而按照面积和预算选择合适的定制方案。

图27：柜体立体图示例



资料来源：宅梦工坊公众号，民生证券研究院

当前各品牌设计丰俭由人的套餐，能满足不同消费者，并通过一站式购买，提升客户粘性、客单值和品牌产品价值。随着未来大企业的产业链优势持续发挥，柔性化大规模生产能力凸显，业务护城河将加深。市场消费者个性化、改善型需求进一步释放，头部企业市场份额有望持续提升。

表3：主要品牌全屋定制套餐情况

家居品牌	套餐价格 (元)	套餐名称	具体内容
林氏家居	17800	全屋定制	22 m ² 定制或 20 m ² 林净版定制
	29800	拎包入住	20 m ² ENF 定制柜类+全屋 12 件套家居
	39800	轻奢套餐	20 m ² 定制柜类+全屋 12 件套家居+6 m ² 背景墙+满配五金
	49800	整家套餐	28 m ² 高端柜类+全屋 12 件套家居+6 m ² 背景墙+满配五金
欧派家居	598*面积	装满家套餐	橱柜、全屋定制、木门、护墙板、卫浴一站式
	29800	全案大家居套餐	20 平米衣柜定制（衣）+7 延米橱柜定制（厨）+烟机灶具（厨）+水槽龙头（厨）+3 樘木门（书/卧）+1 个马桶（卫）+浴室柜+龙头花洒
	49800	大家居套餐	20 m ² 定制衣柜、7m 定制橱柜、卫浴 4 件套、3 樘木门、1 套品质厨电、1 套木门静音五金包
欧铂尼 (欧派家居 旗下)	29800	精装整家家居套餐	包括 20m ² 全屋定制+10 件全屋家具+5m ² 护墙或欧派智能双烘干感应式晾衣机 1 台（二选一）
	29800	毛坯整家家居套餐	20m ² 全屋定制+7m 厨房橱柜+3 樘木门+1 樘合金门，+999 元能入手品质卫浴 4 件套
顾家家居	698*面积	衣柜+橱柜+木门套餐	ENF 级环保衣柜、橱柜
	39800	一体化整家套餐	20m ² 全屋定制+5 m ² 背景墙+3 件客厅家具+5 件餐厅家具+2 件床具
	49800	拎包入住套餐	22 m ² 全屋定制，涵盖入户柜、电视柜、餐边柜、衣柜、阳台柜、榻榻米、书柜；10 件软体家具
尚品宅配	19800	全屋智康套餐	投影面积 20 m ² ，覆盖七大定制空间，可定制十余种柜体、50 款柜身及平板门花色风，15 种五金配件
	39800	Smart 伴你童行	面向家有 0-6 岁婴幼儿、户型为 2 房（70-90m ² ）家庭，包括 20 m ² 无醛柜类+4 件客厅家具+5 件餐厅家具+2 件卧室寝具
	59800	Smart 学业有成	面向的人群为家有 7-18 岁学生的、户型为 3 房（90-110 m ² ）的家庭。覆盖 24 m ² 无醛柜类+11 件全屋大牌品质家具+6 m ² 高颜背景墙
索菲亚	19800	全屋衣柜精选套餐	15 m ² 柜体+7m 橱柜
	26800	全屋定制超颜套餐	20m ² 全屋定制柜+五金
	39800	整家套餐	18 m ² 定制柜体+家具 10 件套+7m 橱柜+1 樘品质木门
	59800	全大牌装整家	20 m ² 定制柜体+家具 11 件+7m 橱柜+3 樘定制门
兔宝宝	13800	法式金衣柜定制	10 m ² 定制柜含基础五金+8 m ² 同色颗粒免漆护墙+1 樘品质木门
	18800	黑金焕新套装	16 m ² ENF 级顺芯板
	28800	全屋定制套餐	11 m ² 全屋定制+门板+柜体+五金
	49800	全屋定制套餐	20 m ² 定制柜体+家具 11 件套+3 m ² 背景墙+升级生态板

资料来源：各公司官网，天猫商城，网易家居，大材研究，民生证券研究院

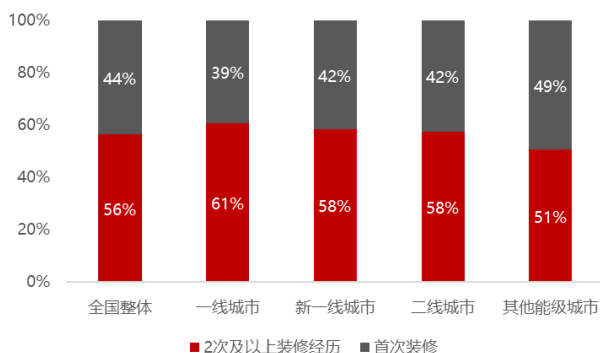
2.3 存量时代开启，注重性价比优势、先发优势

2.3.1 基础：城镇化加深，改善性需求与性价比需求不冲突

我国常住人口城镇化率自 2011 年的 51.3%逐步上升至 2023 年的 66.2%，城市人口的装修风格也逐渐发生演变。此外，随着装修主体的更换（从 60、70 后逐渐向 80、90 后过渡），消费者对家装的需求和外观设计偏好有所改变，改善性、个性化需求逐渐提升。

改善性个性化需求与性价比需求并不冲突。经贝壳研究院调查，当前曾有过装修经验的消费者占比过半，盲目消费逐渐走向理性消费，对于低频消费的装修支出，有经验的消费者将在追求性价比的同时，也会考量家具品质、性能等方面与价格是否合理匹配。据贝壳研究院调查数据，全国有超 65%的消费者装修预算在 15 万元以内。

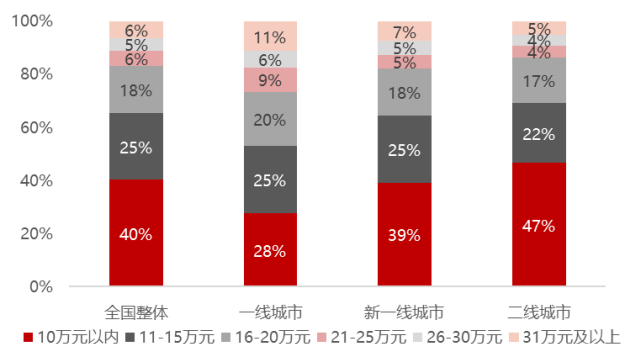
图28：2023 年我国家装消费者装修经验情况



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

注：调查时间 2023/1-2023/12，受访基数 N=4453

图29：2023 年我国家装消费者预算水平情况



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

注：调查时间 2023/1-2023/12，受访基数 N=4453

图30：我国装修风格演变



资料来源：凤凰网家居，土巴兔装修，民生证券研究院

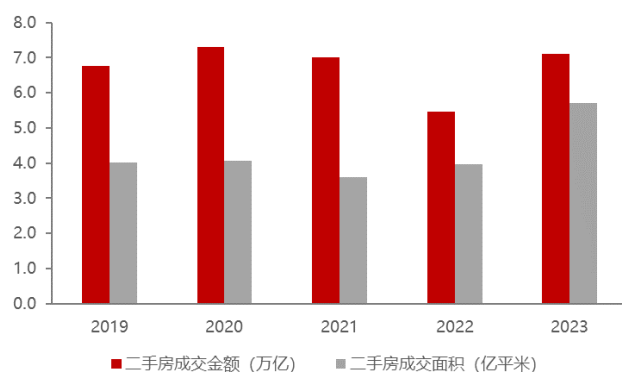
从性能和品质角度看，消费者当前更偏好材料环保、符合国家标准、可溯源的品牌产品，像兔宝宝定制产品中，都附有兔宝宝板材原料的商标、防伪查询、环保等级、产品名称等完整信息。质量好、易加工，供应链效率高，是消费者和木工、家装家具厂共同选择的因素。

2.3.2 空间：存量时代，品牌力与渠道力释放先发优势

据国家统计局数据，2005 至 2010 年间，我国商品房市场经历了快速增长，房地产开发住宅投资额年 CAGR 达 25.8%，为翻新市场奠定基础。据贝壳研究院，2023 年全国新房和二手房销售面积约同比+6.3%。克而瑞数据显示，2024 年上半年 18 个重点监测城市二手房累计成交面积累计同比下降 8%，较去年下半年增长 7%。

贝壳研究院预估，2024 年新房装修市场和存量房装修市场规模占比分别为 40%、60%左右。此外，一线与新一线城市二手房装修占比高，且商品房交易体量较大。**2023 年家装规模超过 800 亿的城市**，主要有上海、北京、成都，规模分别为 1033 亿元、821 亿元及 809 亿元；重庆、武汉、杭州、广州等城市的家装市场规模为超 500 亿元的水平。**布局在重点一二线的消费建材品牌有望释放先发优势。**

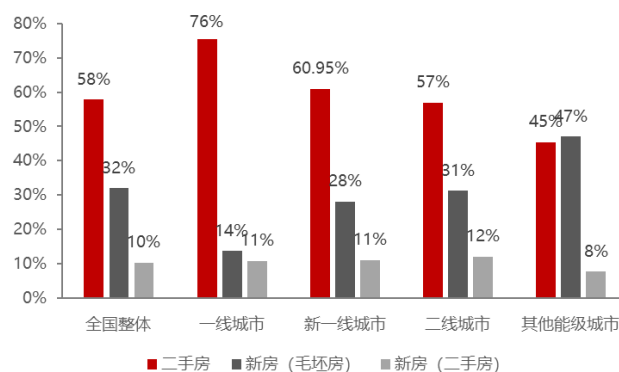
图31：全国二手房成交金额和面积情况



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

注：调查时间 2023/1-2023/12，受访基数 N=4453

图32：2023 年各线城市家庭装修房屋类型对比



资料来源：贝壳研究院，民生证券研究院

注：调查时间 2023/1-2023/12，受访基数 N=4453

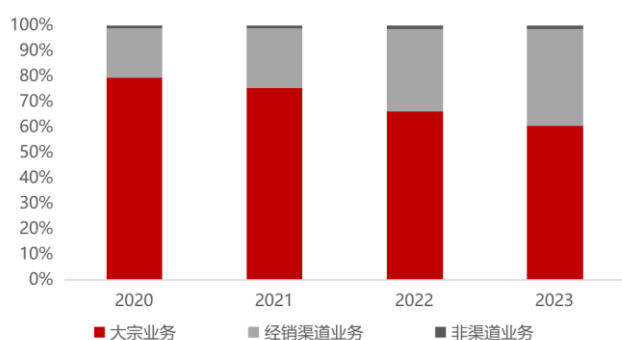
3 供应链+渠道+品牌，打造建材家居领军企业

3.1 全屋定制+易装：供应链完善，高端品牌形象，提供一站式深度服务

公司定制家居业务以兔宝宝高端环保板材为依托，围绕定制柜类、地板和木门等木作产品，并快速推动以全屋定制为主的门店网络体系，运用“零售+工程”双渠道驱动发展，打造高端品牌形象。在工程业务严控风险、规模收紧的背景下，定制家居中大宗业务的收入占比，由2020年的79%收缩到2023年的60%，经销渠道收入占比则由2020年的19%上升到2023年的38%。

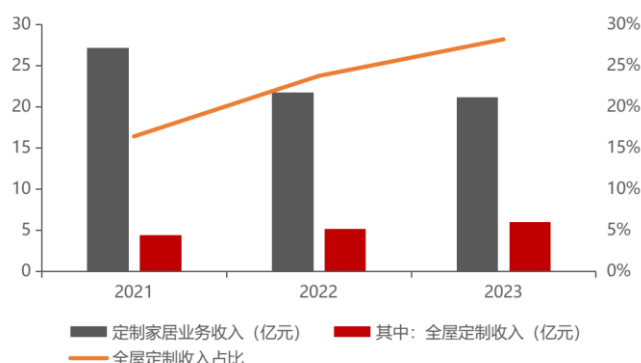
零售板块的全屋定制收入贡献愈加突出，2023年定制家居业务实现营收21.17亿元，其中兔宝宝全屋定制业务实现收入5.96亿元，同比增长15.48%，收入在定制家居业务中的占比上涨到28.2%。

图33：定制家居分业务模式收入结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图34：公司全屋定制收入及占比情况



资料来源：公司年报，民生证券研究院

3.1.1 顺应环保趋势，原料供应链具有稳定保障

国家大力推行绿色制造、绿色材料，现代消费者也愈加关注家居产品的环保健康因素。我国目前最新的人造板国标为2021年发布的《人造板及其制品甲醛释放量分级》，其中最高等级ENF（甲醛释放量 $\leq 0.025\text{mg}/\text{m}^3$ ）的甲醛释放量要求，是国际上较为严格的甲醛释放标准之一。企业要响应制造业的国家标准，并满足消费者日益提高的健康需求，绿色环保的推广应用成为必然趋势。

兔宝宝定制家居拥有实木颗粒板、实木多层板、杉木芯板、顺芯板四大基材，公司参与制定ENF级国家环保标准，是环保实木类基材领航者，赋有绿色健康环保基因。此外，经过30余年经营橱柜、地板、木门等多品类产品，公司供应链销售体系发展成熟稳定。

图35：多家企业均在定制家居商品描述中注明板材环保等级



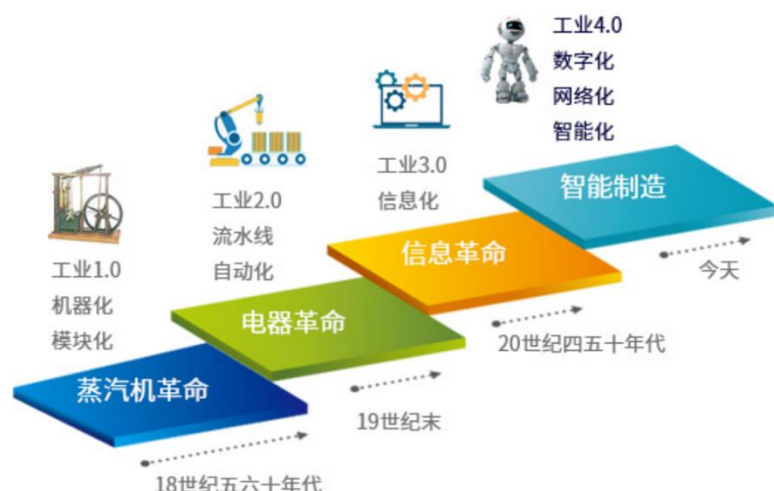
资料来源：天猫商城，公司官网，民生证券研究院

3.1.2 高质生产力，是提质增效的硬实力

具备柔性数字化生产能力和快速响应的稳定供应链，才能满足市场大规模的个性化消费。品牌的推广宣传虽能带来短期流量，但是否能及时为消费者提供优质服务、快速将流量变现，则需要考验企业整体运营和资源配置的效率，生产力和供应链才是长期制胜因素。

2022 年四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，方案中明确加快家居产业的数字化、绿色化转型。实现智能数字技术升级，鼓励建立柔性化定制生产系统，实现大规模个性化生产与“产品+服务”新模式，满足消费者多样化定制需求。家居企业的竞争不只限于销售推广和产品种类，在定制模式中，提高前端设计、中端生产制造、后端供应链的智能化能力变得至关重要，有助于提高交付效率和产品质量，数字化技术的应用也能成为领军企业的护城河。

图36：工业 4.0 模式



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

兔宝宝能实现同品牌全品类一体化生产+交付，牢牢把控品质。当前消费者选择家居产品，除颜值设计外，更关注品质和使用体验，而市场上许多整家套餐内的单品，实际是由多种品牌拼凑而成，产品质量良莠不齐，难以保障售前及售后服务。而兔宝宝现已拥有全德国豪迈生产线，建立工业 4.0 智造模式，实行 6S 标准化管理，从生产到交付都能确保全品类产品的高标准、高品质。

此外，依托于全品类一体化研发设计、制造、场景体验、设计、下单、交付的能力，兔宝宝全屋定制还提供线下 1 对 1 管家式交付服务，线上客服 24 小时在线回应，订单实时可查询、交付周期可把控，实现全消费流程到售后的贴心服务。

3.1.3 广域布局，推进零售综合门店打造

2013 年兔宝宝开始形成装饰材料+成品家居两大产品体系，2020 年公司着重强化家居类的零售+工程业务布局，打造全屋定制综合门店，并重整家居业务渠道，淘汰清理无效低效门店，集中资源打造重点区域和标杆门店，家居专卖店从 2019 年的 1861 家精减至 2020 年的 775 家，并打造全屋定制+木门+地板多品类综合门店，以提升门店客单值。

当前兔宝宝定制家居零售业务以华东市场为核心，依托兔宝宝高端环保板材，迅速布局以全屋定制为主的终端门店网络体系。2023 年底，公司定制家居专卖店共 782 家，其中家居综合店 350 家(其中含全屋定制 257 家)，全屋定制 203 家，地板店 157 家，木门店 72 家。

表4：公司家居专卖店各品类组成情况

	家居专卖店 总数 (家)	其中			
		家居综合店数(家)	全屋定制店数(家)	地板店数(家)	木门店数(家)
2018 年	1644	/	/	/	/
2019 年	1861	/	/	/	/
2020 年	775	232	171	265	107
2021 年	907	305	229	276	97
2022 年	773	334	176	193	70
2023 年	782	350	203	157	72

资料来源：公司年报，民生证券研究院

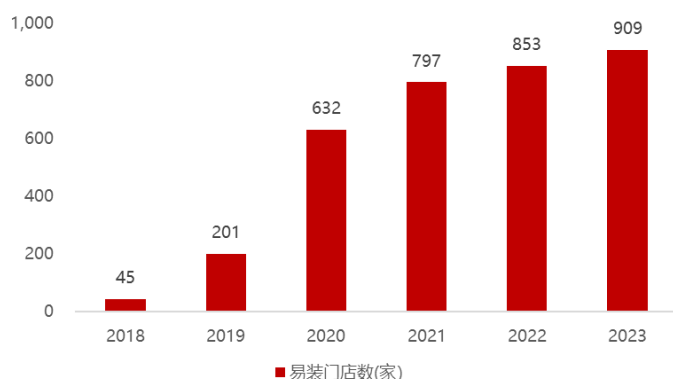
兔宝宝与国内首家 A 股上市的家居卖场企业富森美进行战略合作，2024 年 6 月 2 日兔宝宝整家定制全国首个省级旗舰店于成都富森美家居盛大开业。旗舰店拥有 3000 m²的展厅，主打沉浸式场景体验，1:1 还原展示适于新世代人群的“美丽之家”、适于白领人群的轻奢“舒适之家”、适于三代同堂的“和谐之家”的多种定制模型，满足一站式个性化定制需求，提供全方位解决方案和服务。这标志着兔宝宝品牌战略的新台阶，进一步融合 B 端、C 端资源，也是兔宝宝定制家居从华东迈向西南区域乃至全国的重要一步。

图37：兔宝宝首家整家定制旗舰店，于 6 月 2 日在成都开业


资料来源：兔宝宝公众号，民生证券研究院

3.1.4 易装，一站式服务的持续尝试

2017 年，公司全面导入“兔宝宝易装”业务体系，提供家具板材供应+柜体定制+家具定制+整屋定制的一站式深度服务。发展至 2023 年，公司已拥有易装门店 909 家。

图38：公司易装门店数


资料来源：公司年报，民生证券研究院

品牌、渠道承接优势，产品硬实力突出。较其他主流定制品牌多为颗粒板产品而言，兔宝宝易装板材以实木芯定制为主，注重品质与环保性。此外，在产品搭配方面，易装对柜体门板一体化、门墙柜一体化，到整家墙、地面，都提供了整体解决方案。产品品质硬实力强，整装方案灵活性高，更具性价比。

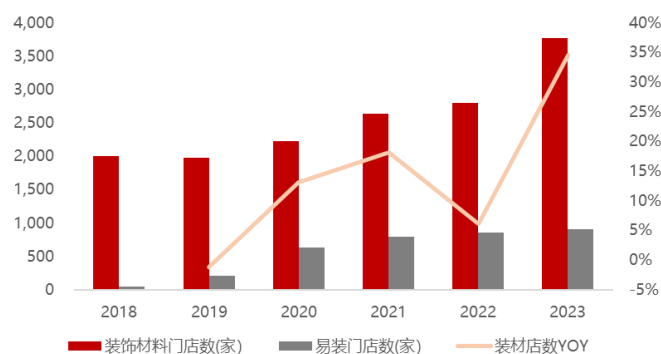
去中心化商业模式，运营高效。易装以属地化生产+运营为核心，区别于以工厂为中心辐射全国的传统模式，能整合全国优秀供应商资源、加工资源以及门店资源，属地化运营更具高效率。

3.2 渠道：下沉+线上、C+小 B 并重

公司通过经销商模式、品牌授权模式、大宗业务模式和其他业务模式来进行销售。其中，**经销商渠道为主要销售渠道**，公司在实行分公司运营模式的基础上，成立乡镇、家具、家装等多个专业渠道运营中心，以及易装运营公司、工装运营公司，截至 2023 年公司开设各产品体系专卖店 4000 余家，实现分区域分领域的垂直细分管理。

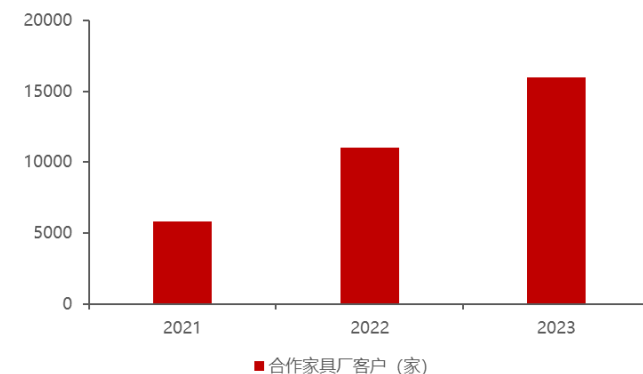
2023 年，公司拥有装饰材料门店共 3765 家、同比+34.6%，与 2018 年的 1996 家相比 CAGR 达 13.5%。其中，2018 年开始公司大力推进“易装”项目，到 2023 年底，易装门店发展到 909 家。并加快落地乡镇渠道运营中心，乡镇店招商 744 家，完成乡镇店建设 627 家。

图39：公司装饰材料门店数与易装门店数（家）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图40：公司合作家具厂客户数量（家）



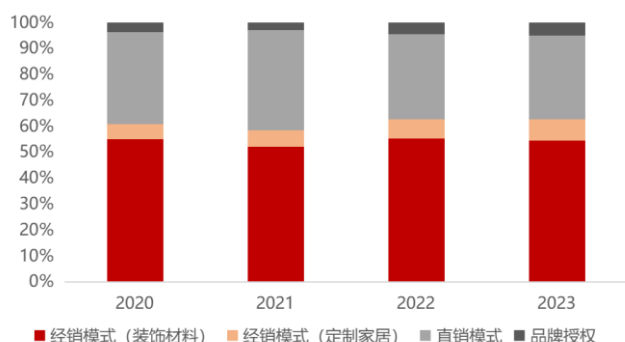
资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司注重渠道能力，顺应板材销售渠道逐渐 B 端化的趋势，发展家具厂、家装公司等小 B 客户。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。公司团队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，2023 年底经销商体系合作家具厂客户达 16000 多家（2021-22 年为 5800、11000+）。

根据兔宝宝家具厂渠道运营中心，即使在地产下行期，全国定制板材行业还有 4000 亿的存量市场、8 万家家具厂的数量规模，据此推算，2023 年公司家具厂渠道的合作渗透率达 20%，合作渠道持续拓展，叠加每个家具厂客户的销售规模提升，千亿市场的巨大空间值得挖掘。

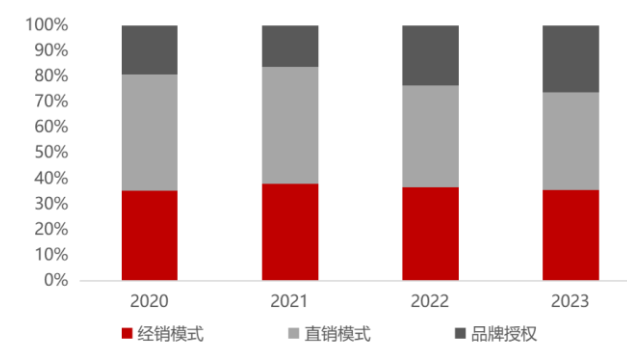
此外，争取和全国 TOP50 家装龙头企业达成更深度的战略合作，2023 年底公司的家装公司渠道已开展 12 个核心城市的家装公司拓展计划。

图41：分销售模式营收结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图42：分销售模式毛利结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

经销商模式为兔宝宝产品的主要销售方式，收入占比六成左右。具体看分渠道的收入和毛利构成，2023 年经销模式收入占比 62.8% (其中装饰材料经销渠道业务占总收入 54.4%，定制家居经销渠道业务占总收入 8.4%)、毛利占比 35.6%，直销模式收入占比 32.3%、毛利占比 38.2%，品牌授权模式收入占比 4.9%、毛利占比 26.23%。

图43：公司进行的活动、广告、营销支持



资料来源：公司官网，民生证券研究院

层层赋能经销商，渠道越扎越稳、越走越宽。针对符合资质的加盟经销商，兔宝宝将为其市场进行深度精准调研，提供统一建店装修和营销管理培训，助力提高经销团队的营销水平和市场竞争力。广告传播方面，兔宝宝在业内率先开启线上线下“全网全民”立体传播模式，区域市场渗透式+全国范围覆盖式投放相结合，打通与消费市场的渠道。

- **线上加速发展新零售**，到 2023 年底，近 400 家专卖店实现新零售高质量运营，公司层面推动天猫、京东、抖音等电商、新媒体平台运营，为经销商引流、派单、广宣。
- **线下加大投入推广**，在全国大流量高铁站/高铁车载、户外高炮投放广告，行业展会频繁亮相、设置先进展厅。举办的“兔宝宝环保中国行”大型促销活动，从单店促销发展到全国大联动，已成为板材行业的“双 11”盛典。

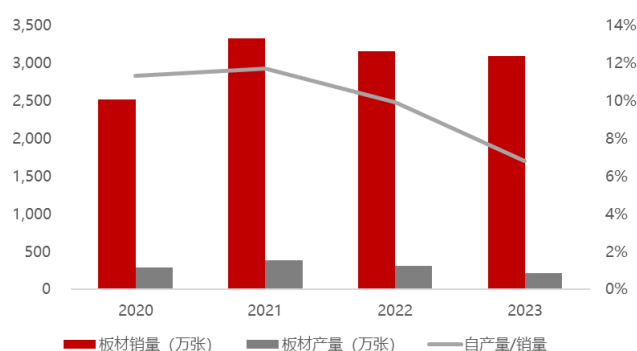
3.3 OEM 模式：体现质控管理水平

公司 2010 年开始突破传统生产供应模式，尝试 OEM 代工的轻资产模式采用自产结合 OEM 的模式进行采购和生产。OEM 代工生产模式，指公司主要负责产品研发，并制定统一的产品标准，通过输出产品标准，委托合格供应商生产的方式。据公司板材的销量及产量数据，公司自产产量占总体销量仅有 10%左右，销售产品以 OEM 代工提供为主。

OEM 模式的优势可列为：

- 1、突破运输半径限制。人造板材具有一定的经济运输半径，产品可通过 OEM 代工生产的方式采购，并通过仓储中心及时发给区域内的经销商。
- 2、突破订单区域限制。OEM 模式能高效整合产业链资源，快速响应客户并对接终端消费者的订单需求。
- 3、突破产能限制。向体系内的 OEM 企业采购成品，可为公司快速扩张提供产能保障，不局限于自有工厂产能，并减轻资产负担。

图44：公司板材销量和产量情况



资料来源：公司年报，民生证券研究院

根据市场需求，公司持续对生产厂商进行资质、产能、质量等全方位考评，建立合格 OEM 供应商名录，并派驻现场质量管理人员，对原材料采购到产品生产到产品出库进行全程监督管控，严格把控产品质量，通过检测认定合格才可进入销售渠道。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

装饰材料业务：公司装饰材料业务包括板材产品、板材品牌使用费及其他装饰材料，公司已经成为家具板材装饰材料国内销售规模最大、渠道覆盖最广、专卖店数量最多、经营品类最全的龙头企业之一。

从需求上看，二手房交易和装修规模逐步扩大，贝壳研究院预估，2024 年我国存量房装修市场规模占比 60%左右。据克而瑞研究，2024 年二季度 18 个重点监测城市二手房累计成交面积环比+35%、同比+3%；今年以来各地密集出台地产利好政策，楼市成交也呈现弱复苏。二手房市场增长叠加新房成交弱复苏，房地产市场进入新阶段。

从公司竞争力看，我们看好公司在行业竞争中持续发挥品牌和规模优势，加速渗透零售、家具厂、装修公司等渠道，如 2023 年装饰材料门店数同比+35%、合作家具厂数同比+45%，网点布局和合作客户快速提升。较其他板材企业，公司更具渠道布局和产业链上下延展的实力，有利于快速抢占市场份额，进一步扩大营业规模。

从增长潜力看，公司逐渐理清历史应收账款、减值等包袱，将轻装上阵发挥长处，促进业务收入稳步增长，并维持较好的毛利率水平。我们预计 2024-2026 年公司装饰材料业务收入同比增速均为 10%，毛利率均为 16.50%。

定制家居业务：公司定制家居业务包括定制衣柜、地板、木门等产品，业务以兔宝宝板材为依托，快速布局全屋定制赛道。

2022-2023 年公司对定制家居中的大 B 板块（裕丰汉唐地产精装业务）做了主动压缩控制，大 B 业务收入分别同比-32.3%、-10.5%，从而影响了整体增速。但 2021-2023 年大 B 收入占业务整体收入比重由 69.7%降至 54.2%，随着占比逐渐下降、高风险订单逐渐剥离，且商誉减值计提充分，对未来整体业务发展的影响将减少。

2022-2023 年零售板块全屋定制收入分别同比+16.1%、+15.5%，维持增长。当前改善性消费需求提升，一站式、个性化家装更受青睐，随着手工制作柜体和成品家具逐步被全屋整装定制替代，相较于其他家具家居板块，定制业务将有更好的增长空间。

兔宝宝定制家居以兔宝宝高端环保板材为依托，全品类定制原材和产品统一品牌，较其他拼凑品牌交付的整家定制业务，产品品质更稳定、服务更高效，具有更大的竞争优势。随着公司进一步发挥供应链和品牌优势，持续增长的零售定制板块的收入占比也逐渐提升。

我们预计 2024-2026 年公司定制家居业务收入同比增速分别为 7%、10%、10%，毛利率随着业务规模扩大而逐年提升，分别为 23.80%、23.90%、24.00%。

其他业务：公司的其他业务包括出口、直销等业务，占营收体量较小，对总营收和盈利水平影响较小。我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入规模同比持平，毛利率保持在 38%的水平。

表5：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
装饰材料业务					
收入（百万元）	6641.90	6856.35	7541.99	8296.18	9125.80
YoY	1%	3%	10%	10%	10%
毛利率	15.88%	16.52%	16.50%	16.50%	16.50%
定制家居业务					
收入（百万元）	2176.94	2116.61	2273.24	2500.57	2750.62
YoY	-20%	-3%	7%	10%	10%
毛利率	24.09%	23.77%	23.80%	23.90%	24.00%
其他业务					
收入（百万元）	98.54	89.89	89.89	89.89	89.89
YoY	-23%	-9%	0%	0%	0%
毛利率	42.16%	36.85%	38.00%	38.00%	38.00%
合计					
收入（百万元）	8917.39	9062.86	9905.12	10886.65	11966.32
YoY	-5%	2%	9%	10%	10%
毛利率	18.18%	18.42%	18.37%	18.38%	18.39%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

根据公司主营为人造板装饰材料和定制家居业务，我们选择人造板企业大亚圣象，定制家居企业索菲亚、欧派家居作为可比公司。截至 2024 年 7 月 30 日收盘数据，可比公司对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 9x、8x、7x。公司 2024-2026 年对应 PE 分别为 10x、9x、8x，略高于可比公司平均水平。

①公司已成为国内家具板材市场内销售规模最大、专卖店数量最多、经营品类最全的龙头企业之一，并加速渗透零售、家具厂、装修公司等渠道，渠道覆盖范围进一步拓展。在房地产存量占比提升、个性化装修需求增多的新市场阶段，公司较其他板材企业更具渠道和产业链布局的优势。②在家居行业定制化、规模化、智能化升级的阶段中，公司作为高品质环保基材的领军制造商之一，较其他专业定制家居品牌，更具原材料成本和供应链布局优势。③在现金和经营质量方面，公司主动压缩控制存在风险的业务板块，已逐渐理清应收账款、商誉减值等历史遗留包袱，

现金流质量向好，将轻装上阵，业务规模和盈利能力有望进一步提升。因此，具备一定的投资价值。

表6：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000910.SZ	大亚圣象	6.03	0.70	0.78	0.88	9	8	7
002572.SZ	索菲亚	13.53	1.53	1.72	1.92	9	8	7
603833.SH	欧派家居	43.26	5.33	5.81	6.32	8	7	7
	平均					9	8	7
002043.SZ	兔宝宝	9.07	0.87	1.04	1.19	10	9	8

资料来源：wind，民生证券研究院

注：大亚圣象、索菲亚、欧派家居数据采用 wind 一致预期（180 天），股价时间为 2024 年 7 月 30 日

我们看好公司：①发力乡镇+线上+家具厂，开拓多渠道布局；②发展板材+全屋定制两大业务，积极拓展产业链；③降本增效、资金管理下的高质量发展；④分红比例提高，持续高红利贡献。预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 7.26、8.74 和 10.01 亿元，现价对应 PE 分别为 10、9、8 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险。国内装饰材料、定制家居行业持续发展，具有技术创新能力和品牌影响力的规模化企业数量增多，格局不断变化，竞争愈发激烈。公司若无法维持竞争优势，公司营收和市场地位将面临冲击。

2) 应收款项变化不及预期的风险。当前地产链企业均面临一定程度的现金流紧张等风险，子公司裕丰汉唐在进行大宗业务时，积累了一定的应收账款规模。如果客户资金紧张难以付款，公司可能会面临应收款项回收困难的风险，进而对公司业绩造成负面影响。

3) 地产政策落地不及预期的风险。2024 年至今，多地政府优化调整了地产政策和措施，政策的实际执行效果、市场经济表现可能与预期存在差异。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,063	9,905	10,887	11,966
营业成本	7,394	8,086	8,886	9,766
营业税金及附加	44	40	44	48
销售费用	296	327	359	395
管理费用	265	317	348	383
研发费用	70	76	84	92
EBIT	830	902	1,099	1,259
财务费用	-15	-24	-21	-26
资产减值损失	-12	-10	-10	-10
投资收益	61	50	54	60
营业利润	901	965	1,164	1,335
营业外收支	7	10	10	10
利润总额	908	975	1,174	1,345
所得税	197	224	270	309
净利润	710	751	904	1,036
归属于母公司净利润	689	726	874	1,001
EBITDA	929	1,013	1,222	1,385

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,252	1,974	2,379	2,872
应收账款及票据	1,170	1,230	1,459	1,653
预付款项	36	37	40	44
存货	435	521	574	632
其他流动资产	144	185	201	218
流动资产合计	4,037	3,948	4,653	5,419
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	478	689	696	701
无形资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,342	2,521	2,519	2,517
资产合计	6,379	6,469	7,172	7,936
短期借款	60	21	21	21
应付账款及票据	1,981	1,819	1,999	2,197
其他流动负债	922	1,023	1,121	1,230
流动负债合计	2,964	2,863	3,141	3,448
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	69	69	69
非流动负债合计	70	69	69	69
负债合计	3,034	2,932	3,210	3,517
股本	839	839	839	839
少数股东权益	138	163	193	227
股东权益合计	3,345	3,537	3,962	4,419
负债和股东权益合计	6,379	6,469	7,172	7,936

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.63	9.29	9.91	9.92
EBIT 增长率	17.97	8.75	21.77	14.57
净利润增长率	54.66	5.36	20.39	14.49
盈利能力 (%)				
毛利率	18.42	18.37	18.38	18.39
净利率	7.61	7.33	8.03	8.37
总资产收益率 ROA	10.81	11.23	12.19	12.62
净资产收益率 ROE	21.50	21.52	23.20	23.88
偿债能力				
流动比率	1.36	1.38	1.48	1.57
速动比率	1.18	1.15	1.25	1.34
现金比率	0.76	0.69	0.76	0.83
资产负债率 (%)	47.56	45.32	44.76	44.32
经营效率				
应收账款周转天数	49.77	41.87	42.51	44.87
存货周转天数	23.47	21.28	22.19	22.22
总资产周转率	1.56	1.54	1.60	1.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.87	1.04	1.19
每股净资产	3.82	4.02	4.49	5.00
每股经营现金流	2.28	0.67	1.13	1.34
每股股利	0.55	0.57	0.69	0.79
估值分析				
PE	11	10	9	8
PB	2.4	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.12	6.53	5.41	4.78
股息收益率 (%)	6.06	6.31	7.59	8.69

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	710	751	904	1,036
折旧和摊销	100	111	124	127
营运资金变动	954	-455	-152	-60
经营活动现金流	1,910	562	946	1,128
资本开支	-103	-269	-80	-83
投资	108	0	0	0
投资活动现金流	28	-196	-26	-23
股权募资	463	0	0	0
债务募资	-336	-52	0	0
筹资活动现金流	-389	-644	-514	-612
现金净流量	1,552	-278	405	493

插图目录

图 1: 兔宝宝主要业务	3
图 2: 兔宝宝发展历程 (1992 年至今)	4
图 3: 兔宝宝股权结构 (截至 2024 年 Q1)	4
图 4: 2012 年-2024Q1 公司营收及增速 (%)	5
图 5: 2012 年-2024Q1 公司归母净利及增速 (%)	5
图 6: 2012 年-2024Q1 公司毛利率、净利率 (%)	6
图 7: 2012-2024Q1 公司各项费用率 (%)	6
图 8: 2016-2023 年公司分业务营收 (亿元)	6
图 9: 2016-2023 年公司分业务毛利率	6
图 10: 裕丰汉唐营收(亿元)及增速 (%)	7
图 11: 裕丰汉唐净利润(亿元)	7
图 12: 2016-2024Q1 经营活动现金流净额 (亿元) 与同比情况 (%)	7
图 13: 2016-2023 年收现比情况	7
图 14: 现金分红总额 (亿元, 左轴) 与每股股利 (元, 右轴)	8
图 15: 中国人造板消费量 (万立方米) 及增速	9
图 16: 多层板、颗粒板图例	9
图 17: 中国各类人造板生产能力 (万立方米/年)	10
图 18: 中国各类人造板生产线数 (条, 左轴) 及企业数 (家, 右轴)	10
图 19: 中国人造板制造行业主要企业分布	11
图 20: 我国规模以上家具企业营收规模 (亿元) 及增速	12
图 21: 我国规模以上家具企业利润规模 (亿元) 及增速	12
图 22: 家电类、建筑装潢材料类、家具类社会消费品零售额(亿元)	12
图 23: 各企业定制家居 (衣柜) 产品的毛利率情况	13
图 24: 兔宝宝、索菲亚、好莱客衣柜售价 (元/平方米)	13
图 25: 各企业木门产品的毛利率情况	14
图 26: 各企业橱柜产品的毛利率情况	14
图 27: 柜体立体图示例	14
图 28: 2023 年我国家装消费者装修经验情况	16
图 29: 2023 年我国家装消费者预算水平情况	16
图 30: 我国装修风格演变	16
图 31: 全国二手房成交金额和面积情况	17
图 32: 2023 年各线城市家庭装修房屋类型对比	17
图 33: 定制家居分业务模式收入结构	18
图 34: 公司全屋定制收入及占比情况	18
图 35: 多家企业均在定制家居商品描述中注明板材环保等级	19
图 36: 工业 4.0 模式	20
图 37: 兔宝宝首家整家定制旗舰店, 于 6 月 2 日在成都开业	21
图 38: 公司易装门店数	22
图 39: 公司装饰材料门店数与易装门店数 (家)	23
图 40: 公司合作家具厂客户数量 (家)	23
图 41: 分销售模式营收结构	23
图 42: 分销售模式毛利结构	23
图 43: 公司进行的活动、广告、营销支持	24
图 44: 公司板材销量和产量情况	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中国人造板制造行业主要企业情况	10
表 2: 各装修模式的区别	13

表 3: 主要品牌全屋定制套餐情况	15
表 4: 公司家居专卖店各品类组成情况	21
表 5: 公司营收拆分-假设表	27
表 6: 可比公司 PE 对比	28
公司财务报表数据预测汇总	30

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026