

兔宝宝(002043.SZ)

板材行业领军者，变革渠道续写成长

推荐（首次）

股价：11.13元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.tubaobao.com
大股东/持股	德华集团控股股份有限公司/36.15%
实际控制人	丁鸿敏
总股本(百万股)	832
流通A股(百万股)	733
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	93
流通A股市值(亿元)	82
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	45.7

行情走势图



证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENG NAN HONG 873@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn



平安观点：

- 兔宝宝为国内人造板领军者，分红长期慷慨。兔宝宝是国内环保家具板材行业领先企业，业务涵盖装饰材料和定制家居，装饰材料、整体衣柜、品牌授权贡献公司主要毛利。生产以OEM代工为主，销售以经销为主（占比超6成），盈利能力优异（近十年净利率、ROE均值分别为7%与19%）且现金流稳健。尤其近几年业绩整体向好，在板材行业承压背景下实属不易。公司亦重视员工激励与投资者回馈，实施过三次股权激励与两期员工持股计划，分红慷慨且多次回购股权。
- 板材行业空间广阔，集中度或加速提升。国内人造板市场超七千亿，包括胶合板、纤维板和刨花板，终端需求包括家具制造、建筑装饰等。过去十年人造板产销规模稳步增长，2022年以来因地产下行略有承压，但未来存量房翻新需求可观，欧洲成熟市场过去六十年人造板产量呈现持续增长态势。格局方面，人造板因进入门槛低和产品同质化、格局高度分散。随着消费者环保观念增强、板材需求由C端分流至B端市场，近年板材行业集中度提升明显。其中渠道变革主要因近几年精装修与定制家居模式兴起推广，板材市场逐渐由传统零售分流至地产工程、定制家居或家具厂市场。尤其是定制家居发展向好，市场规模或超四千亿。
- 变革渠道、发力定制家居，成长属性强化。公司竞争力源于抓住消费者担忧板材甲醛问题的痛点，通过多年品牌营销获得消费者认可与品牌溢价，同时采用代工生产与经销模式、实现稳定的利润率与现金流。从成长性看，公司近年紧抓渠道变革红利，家具厂渠道业务占比从2018年个位数水平提升到2024年前三季度36.8%，2023年以来还大力布局乡镇渠道，装饰材料门店数量加速增长。截至2024H1末公司装饰材料门店4322家，其中乡镇店1168家。此外，为迎合行业定制趋势，公司还同时发力全屋定制，凭借人造板主业带来的材料优势，实现业务增长良好。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8917	9063	9202	10005	10633
YOY(%)	-5.4	1.6	1.5	8.7	6.3
净利润(百万元)	445	689	590	749	883
YOY(%)	-37.4	54.8	-14.4	27.0	17.8
毛利率(%)	18.2	18.4	18.1	18.1	18.2
净利率(%)	5.0	7.6	6.4	7.5	8.3
ROE(%)	19.0	21.5	17.6	21.0	23.1
EPS(摊薄/元)	0.54	0.83	0.71	0.90	1.06
P/E(倍)	20.8	13.4	15.7	12.4	10.5
P/B(倍)	3.9	2.9	2.8	2.6	2.4

- **投资建议：**行业层面，国内人造板市场空间广阔，未来存量房翻新将对人造板需求形成有力支撑，参考欧洲成熟市场过去六十年人造板产量呈现持续增长态势；同时国内竞争格局分散，未来消费者环保观念增强、叠加板材需求由 C 端分流至 B 端市场，行业集中度有望加速提升。公司层面，兔宝宝已构筑较强的品牌壁垒，深度绑定供应商与经销商，实现长期稳定的利润率与现金流。近年公司紧抓渠道变革，大力发展家具厂与乡镇渠道，布局定制家居业务，成长属性得到强化；并且公司重视员工激励与投资者回馈，分红慷慨且多次回购股权，股息率具备一定吸引力。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.9 亿元、7.5 亿元、8.8 亿元，当前市值对应 PE 分别为 15.7 倍、12.4 倍、10.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 房屋装修需求大幅下滑的风险：2022 年以来全国商品房销售大幅下滑，按照 2-3 年的期房交付周期计算，2024 年开始房屋竣工将面临持续下滑压力。若未来存量房屋翻新需求释放低于预期，或是未来商品房销售继续下滑，将导致房屋整体装修需求面临大幅下滑的风险，进而对板材行业、定制家居行业的需求以及公司业务拓展造成压力。(2) 渠道变革与拓展不达预期风险：近年公司积极拓展家具厂客户，并布局乡镇市场，但更加广泛的销售半径与更加多元的销售渠道，对于公司管理水平要求更高，且渠道之间可能面临一定的业务竞争关系，未来若管理水平未能及时跟进，或是渠道拓展不顺畅，将对公司成长能力形成制约。(3) 裕丰汉唐业绩拖累超预期：近年公司针对裕丰汉唐计提了不少信用减值与资产减值，同时对业务开展的要求更加严格。但当前房企客户资金压力仍大，若后续应收款回收不及时，仍可能存在减值计提压力，对公司整体业绩形成拖累。

正文目录

一、兔宝宝为国内人造板领先者，分红长期慷慨	6
1.1 国内人造板行业领军者，积极布局定制家居	6
1.2 近年业绩逆势增长，利润率长期保持稳定	7
1.3 重视员工激励与回馈投资者，分红慷慨且多次回购	8
二、板材行业空间广阔，集中度或加速提升	10
2.1 人造板市场超七千亿，家具制造与建筑装饰应用较多	10
2.2 格局高度分散，环保意识与渠道变化或加速集中度提升	12
2.3 从定制家居到全屋定制，市场空间进一步打开	14
三、变革渠道、发力定制家居，成长属性强化	15
3.1 掌握核心价值，优异利润率与现金流彰显竞争力	15
3.2 紧抓渠道变革红利，发力家具厂与县乡渠道	16
3.3 全屋定制增长良好，裕丰汉唐拖累有望减轻	17
四、投资建议	18
五、风险提示	20

图表目录

图表 1	公司装饰材料产品展示	6
图表 2	公司家居业务示例	6
图表 3	公司历年板材产销数量	6
图表 4	公司各类产品 2023 年产销率	6
图表 5	公司历年营收利润	7
图表 6	分产品收入结构 (单位 亿元)	7
图表 7	公司历年利润率情况	8
图表 8	分产品毛利率变化 (单位 %)	8
图表 9	公司期间费率变化	8
图表 10	公司股权结构 (截至 2024Q3 末)	9
图表 11	兔宝宝历年现金分红比例都较高	9
图表 12	公司历次股权回购情况	9
图表 13	胶合板、纤维板、刨花板对比	10
图表 14	2023 年不同用途胶合板类产品生产能力份额	11
图表 15	2014 -2023 年度中国人造板产销量变化	11
图表 16	2014 -2023 年度中国人造板产品产值	11
图表 17	2014-2023 年国内胶合板、纤维板和刨花板类产品产量 (万立方米)	11
图表 18	国内刨花板产能持续扩张 (万立方米)	11
图表 19	欧洲人造板产量长期呈现增长趋势	12
图表 20	人造板产品生产能力超百万立方米生产企业及企业集团 (截至 2024 年 8 月)	12
图表 21	主要人造板生产企业简况	13
图表 22	2021-2023 年中国人造板企业数量明显下滑	13
图表 23	广西、山东、江苏是中国人造板生产 TOP3 大省	13
图表 24	国内板材环保等级说明	14
图表 25	定制家居市场规模持续增长	14
图表 26	规上家具制造企业收入高于定制家居市场规模	14
图表 27	定制家居企业 2021 年市占率情况	15
图表 28	公司现金流长期保持优异	15
图表 29	收购裕丰汉唐前公司应收款保持极低水平	15
图表 30	千年舟主营业务收入按生产模式拆分	16
图表 31	云峰新材主营业务收入按生产模式拆分	16
图表 32	公司装饰材料业务主要分为四大核心渠道	16
图表 33	2023 年以来装饰材料门店数量加速增长	17
图表 34	公司 2023-2024H1 乡镇店招商与建设数量 (家)	17
图表 35	全屋定制业务收入保持较快增长	18
图表 36	近两年全屋定制店数持续增长	18

图表 37	裕丰汉唐历年业绩情况	18
图表 38	兔宝宝减值情况	18
图表 39	公司盈利预测	19
图表 40	部分可比公司估值对比(2025/3/11).....	19

一、兔宝宝为国内人造板领军者，分红长期慷慨

1.1 国内人造板行业领军者，积极布局定制家居

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司创立于 1992 年，历经 30 余年的发展，已成为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，并于 2005 年在深交所上市。公司以浙江为主要产业基地，目前有装饰材料和定制家居两大业务。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、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，产品包括定制衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等。

图表1 公司装饰材料产品展示



资料来源：公司公告，平安证券研究所

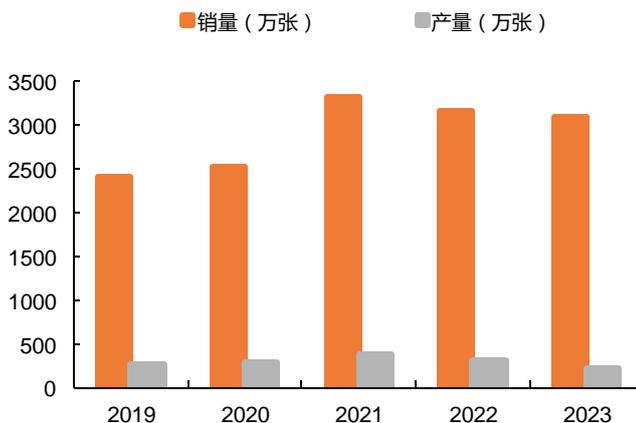
图表2 公司家居业务示例



资料来源：公司公告，平安证券研究所

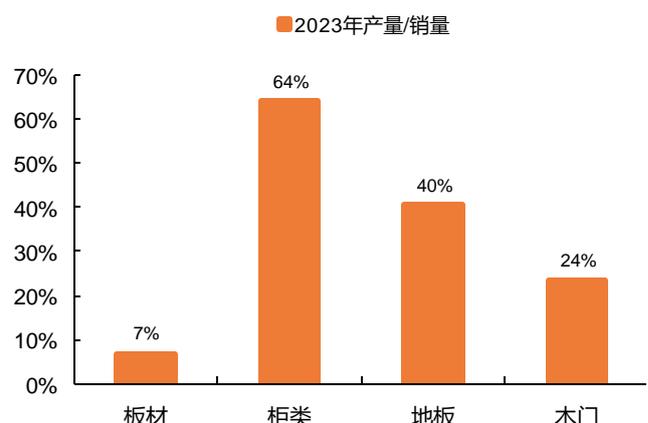
公司生产模式包括自主生产以及 OEM 代工两种，以 OEM 代工为主。自主生产产品主要为具有除醛、抗菌、防潮、阻燃等功能的高端定制家具板材、石膏板以及定制家居产品。OEM 代工生产模式是指公司通过输出产品标准，委托合格供应商生产的方式，公司则主要负责新产品的研发开发，制定统一的产品标准，同时对 OEM 代工厂的生产进行全程管控，从原材料采购到产品出库，严格把控产品质量，通过公司检测认定合格方可对外销售。2022 年公司成立德华兔宝宝供应链管理有限公司，加强供应链平台的信息化建设，实现公司与供应商、经销商之间的分工协作和快速反应。

图表3 公司历年板材产销数量



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表4 公司各类产品 2023 年产销率



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

销售模式包括经销商模式、品牌授权模式、大宗业务模式和其他业务模式。1) 经销商渠道为兔宝宝各产品体系主要的销售渠道，截至 2024H1 末公司拥有各个产品体系专卖店 4000 余家；2) 品牌授权模式是指由公司许可被授权方、使用公司“兔宝宝”等品牌商标，并向其收取商标授权费的销售模式，目前公司仅允许品牌授权方对公司经销商进行定向销售，实际终端

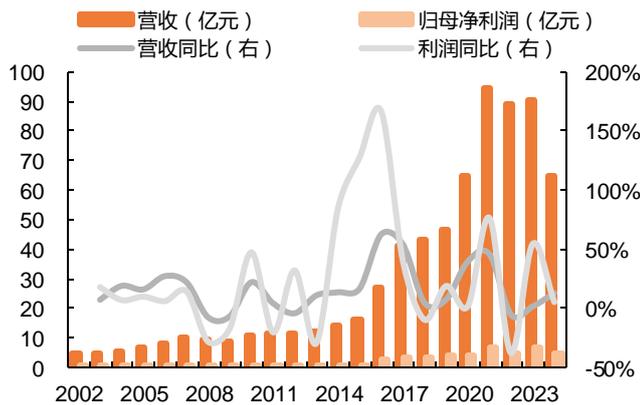
销售额需要将品牌收入乘以折算系数后得到；3) 大宗业务模式主要由公司通过工程代理商或直接与房地产开发商签订销售合同，是公司定制家居业务全面发展的补充；4) 其他业务模式包括出口业务、直销业务等。据公司年报披露，2023 年公司营收构成中，经销模式、直销模式、品牌授权分别占比 62.8%、32.3%、4.9%。

1.2 近年业绩逆势增长，利润率长期保持稳定

2005 年上市后公司积极扩张渠道，叠加下游房地产及房屋装修行业需求向好，收入常年保持两位数增长；2018-2019 年受定制家居兴起、精装房快速渗透，收入增长大幅放缓；2019 年公司公告收购裕丰汉唐、切入成品家居领域，同时积极扩张家具厂渠道并逐步下沉至乡镇市场，收入重新恢复良好增长。即使是在近年下游地产明显下行的背景下，2024 年前三季度公司仍实现营收 64.6 亿元，同比增长 12.8%。从利润端看，2024 年前三季度实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 5.5%。近年部分房企客户暴雷带来应收款减值压力(2022 年/2023 年/2024 年前三季度公司分别计提信用减值 2.1 亿元/2.2 亿元/0.9 亿元)，对公司利润端表现形成一定拖累。另据公司 2024 年度业绩快报，2024 年实现营收 92.0 亿元，同比增长 1.5%，受减值计提规模增加等影响，归母净利润 5.9 亿元，同比下滑 14.7%。

装饰材料、整体衣柜、品牌授权贡献主要毛利。从收入结构看，2023 年装饰材料、整体衣柜、品牌授权业务、地板分别占比 71%、19%、5%、4%，装饰材料与整体衣柜贡献比重高；从毛利情况看，前三者分别占公司毛利的比重为 42%、26%、26%，贡献公司主要毛利润。

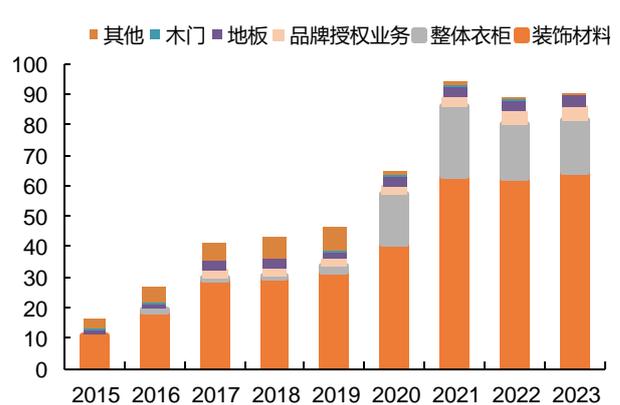
图表5 公司历年营收利润



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 2024 年因年报未披露、为前三季度数据, 其余年份为全年数据

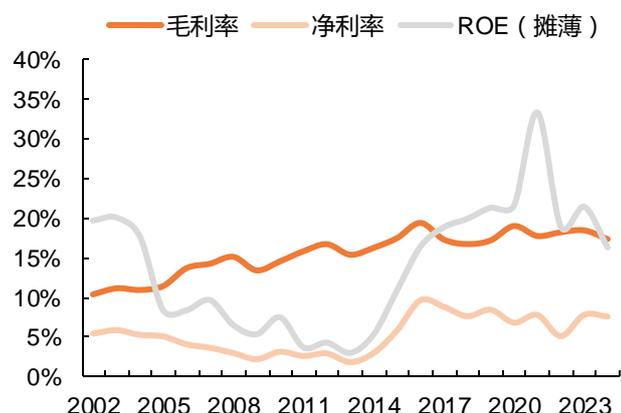
图表6 分产品收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

盈利能力长期稳定, 近十年净利率、ROE 均值分别为 7%与 19%。2013 年以来伴随期间费用率下降、公司净利率逐步提升并随后保持平稳。2014-2023 年公司毛利率、净利率、ROE (摊薄) 平均值分别为 17.7%、7.1%、18.8%。2024Q1-3 公司毛利率 17.3%、净利率 7.6%、ROE (摊薄) 16.3%。分产品看, 2023 年装饰材料产品毛利率为 11.0%, 柜类产品毛利率为 25.2%, 明显高于装饰材料业务, 但相比欧派家居、索菲亚等定制企业而言 (2023 年销售毛利率分别为 34.2%与 36.2%), 定制家居毛利率仍有较大提升空间。

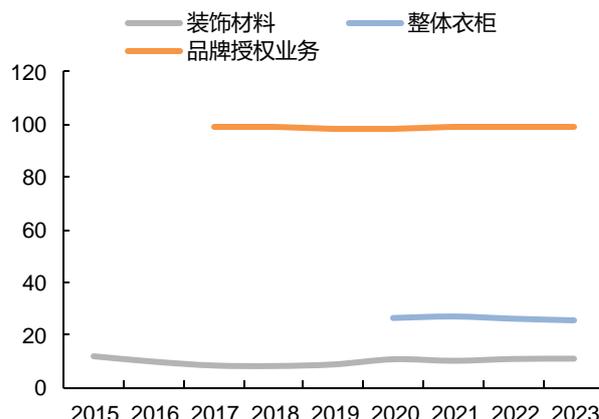
图表7 公司历年利润率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 2024 年因年报未披露, 为前三季度数据, 其余年份为全年数据

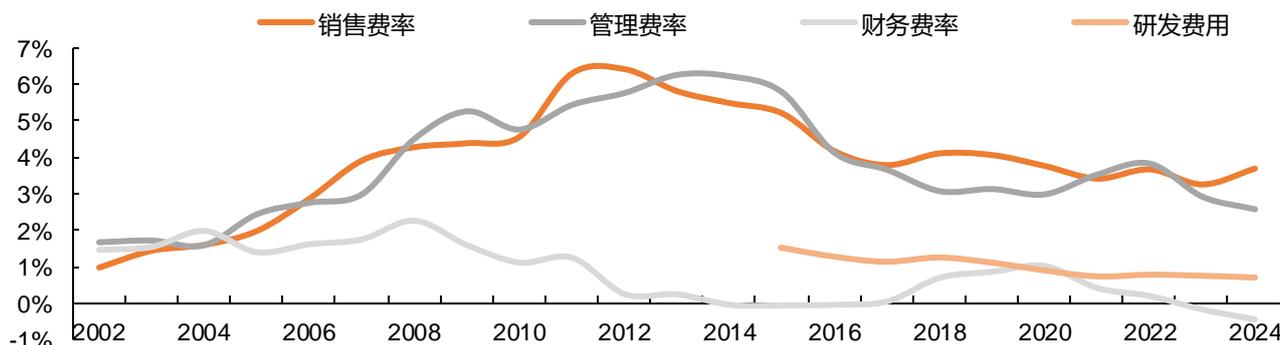
图表8 分产品毛利率变化 (单位 %)



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

公司自 2005 年开始建设专卖店、积极扩张渠道, 导致期间费率持续提升。随着渠道布局完善, 2013 年以来期间费用率明显下滑 (2021 年因股权激励导致管理费略有抬升), 成为净利率回升的重要推手。

图表9 公司期间费率变化



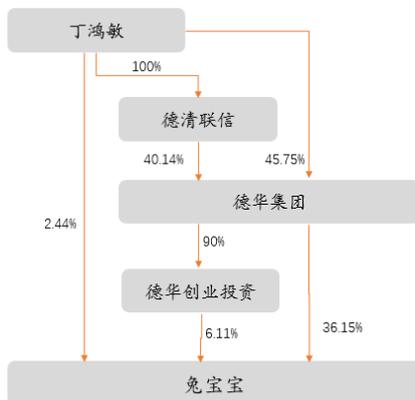
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 2024 年数据为前三季度, 其余年份为全年数据

1.3 重视员工激励与回馈投资者, 分红慷慨且多次回购

实控人持股比例高, 整体股权结构稳定。截至 2024Q3 末, 董事长丁鸿敏为公司实际控制人, 直接持股 2.44%, 并通过德华集团控股股份有限公司、德华创业投资有限公司间接持有公司股份; 德华集团为公司控股股东, 合计持有公司股份 42.26%, 其中直接持股 36.15%, 通过德华创业投资间接持股 6.11%。

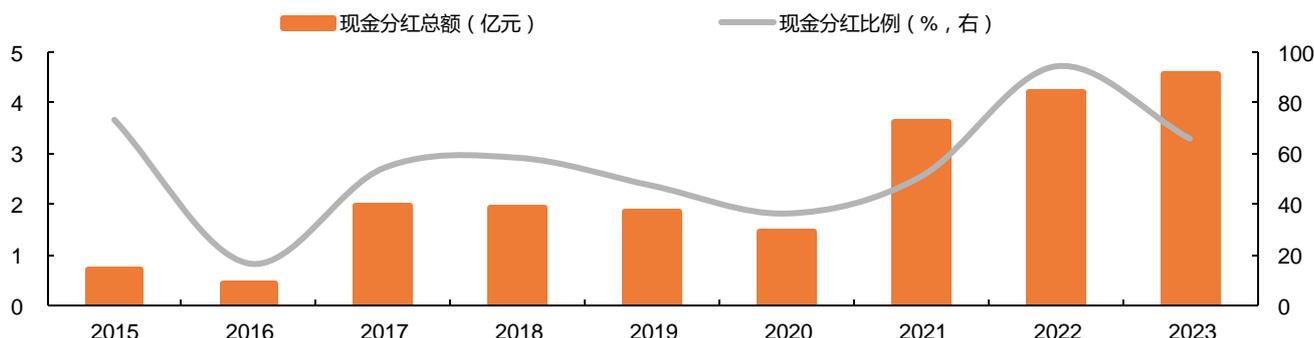
图表10 公司股权结构 (截至 2024Q3 末)



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

公司重视员工激励与回馈投资者, 实施过三次股权激励与两期员工持股计划, 分红慷慨且多次回购股权。2014/2017/2021 年通过定增方式实施股权激励, 激励总数占当时总股本比例为 3%/4%/3%。2020 与 2021 年还推出了两期员工持股计划, 激发员工积极性。回馈投资者方面, 公司 2022 年现金分红比例接近 95%, 2023 年超过 66%, 股息率具备吸引力。另外, 公司自 2018 年以来多次实施股权回购, 回购后用于内部股权激励或进行股权注销。

图表11 兔宝宝历年现金分红比例都较高



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表12 公司历次股权回购情况

回购预案日	2024-01-06	2020-01-07	2020-12-24	2018-07-13	2018-02-08
已回购数量(万股)	1063	2667	3083	3094	3219
占总股本比例(%)	1.28	3.21	3.71	3.72	3.87
已回购金额(亿元)	1.00	2.00	2.99	1.70	3.00
回购均价(元/股)	9.40	7.50	9.70	5.49	9.32
股份注销数量(万股)	--	0.7	3083.4	3093.6	3219.2
股份注销日期	--	2023-03-06	2021-07-16	2019-02-22	2018-07-16
回购目的	其他回购目的	其他回购目的	市值管理	市值管理	市值管理

资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

二、 板材行业空间广阔，集中度或加速提升

2.1 人造板市场超七千亿，家具制造与建筑装饰应用较多

人造板泛指利用原木或“三剩物”，以及秸秆等非木材植物生产的各类木质或非木质人造板材。由于天然木材存在树节、虫眼、开裂等缺陷，而人造板不仅原料来源广泛、物理稳定性强，还克服了天然木材的各种缺陷，并且可作阻燃、防潮、防蛀、耐磨等各种功能性处理，能使劣质原料变成幅面宽阔的优质板材。同时，根据《木材工业实用大全纤维板卷》的数据，1立方米人造板可代替约3立方米的原木使用。在当前世界可采森林资源日趋短缺的情况下，充分利用人工速生商品林及“木材采伐剩余物、制材剩余物、加工剩余物”（简称“三剩物”）、废旧木材、农作物秸秆、竹材等资源，发展人造板生产实现森林资源的高效综合利用，对保护生态环境、满足经济建设和社会发展对林产品的不同需求有着不可替代的作用。

人造板主要包括胶合板、纤维板和刨花板，国内以胶合板为主。根据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院，2023年我国人造板产量为33598万立方米，其中胶合板、纤维板、刨花板分别占比66.4%、14.5%、12.1%，其他类型人造板占比7.0%。胶合板、纤维板和刨花板在主要原材料方面存在明显差异，相比使用大茎优质原木的胶合板，纤维板和刨花板对原材料的要求较低，尤其是刨花板因在环保性能、生产成本等方面优势突出，成为定制家居的主要使用板材。近年来，在定制家居景气度持续提高的背景下，刨花板对胶合板、纤维板形成了一定的替代趋势。

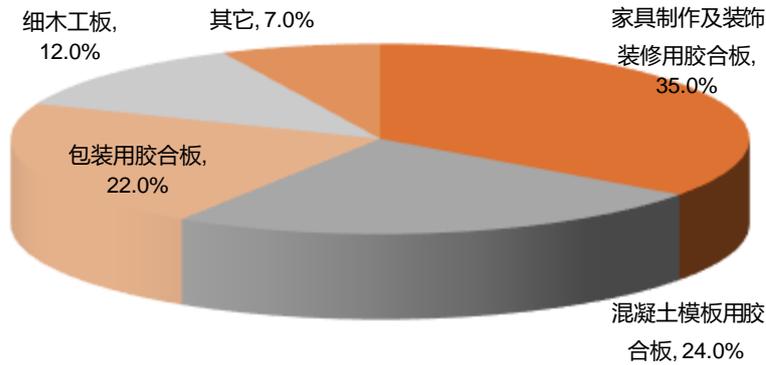
图表13 胶合板、纤维板、刨花板对比

项目	胶合板	纤维板	刨花板	
			普通刨花板	OSB
主要原材料	大茎优质原木	三剩物、次小薪材、芦苇、甘蔗渣、棉杆、竹材等植物原材料	木材或木质纤维、农作物秸秆类等非木质原料	小径材、间伐材、木芯
木质单元	木片	木质或其他植物纤维	木质或其他植物颗粒型刨花	木质或其他植物长片型刨花
示意图				
特点	对原材料要求较高，一般为大口径原木，能够保持木材花纹，高端产品的环保性高，重量轻、强度大、握钉力强；但表面硬度、饰面性能不高，因生产自动化水平较低、人工成本较高，以及使用原木加工、木材利用率低导致价格较高	原材料来源广泛，质地均匀，表面平整，可以镂铣、雕刻，具有优良的加工和饰面性能，但受潮容易膨胀变形	成本较低，相对环保，防潮性能较好、不易变形，低蠕变，边缘较为粗糙故对家具封边工艺要求较高	纵向抗弯强度比横向大，因此可以作结构材，并可用作受力构件；强度最高，对原材料质量要求较高，但表面大刨花裸露而不可直接饰面
应用范围	主要用于建筑模板、室内装修、家具制造等	因加工性能优良，易镂铣，多用于做工艺品、家具门板或包装材料，超薄纤维板还可以用于复合板贴面板材	主要用于室内装修、家具制造等，系定制家具的主要基材	装配式建筑结构板、室内装饰装修的基板、高档家具和包装材料

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

人造板终端需求主要包括家具制造、建筑装饰等，与房地产行业密切相关。据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院披露，2023年中国胶合板类产品总生产能力中，家具制作及装饰装修用胶合板约占35%，混凝土模板用胶合板约占24%，包装用胶合板占22%，细木工板占12%，其它如实木复合地板基材用胶合板、集装箱底板用胶合板、单板层积材、特种胶合板、异形胶合板等合计约占7%。纤维板、刨花板同样多用于家具制造、建筑装饰，尤其是刨花板在定制家具领域应用广泛。

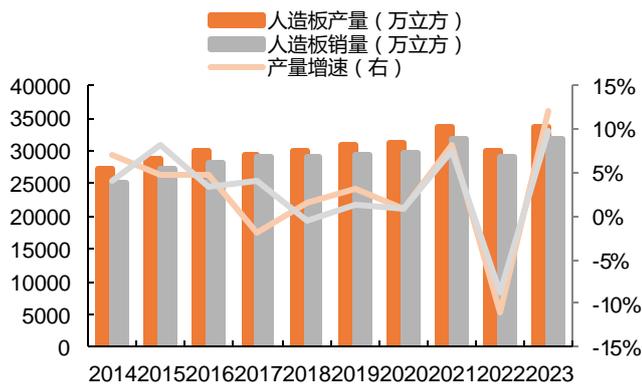
图表14 2023年不同用途胶合板类产品生产能力份额



资料来源：中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院，平安证券研究所

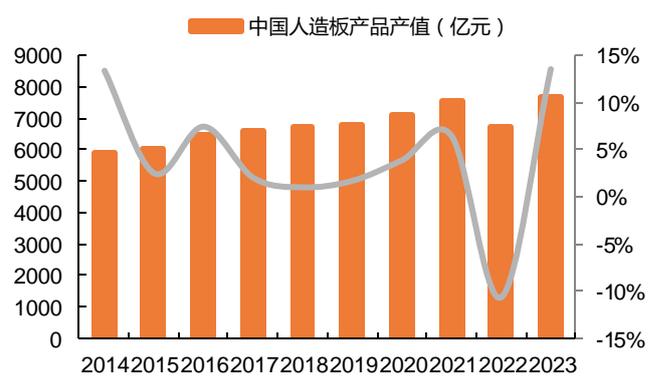
过去十年我国人造板产销规模稳步增长，当前市场规模超过7千亿元。据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院统计，2014-2023年受益下游房地产市场需求向好等，我国人造板产量从27372万立方上升至33598万立方，CAGR约2.3%；消费量从25085万立方上升至31846万立方，CAGR约2.7%。另外出口规模体量小，2023年中国共出口人造板类1428万立方（折算），同比降1.3%。从市场规模看，2023年中国人造板产品产值7640亿元，同比增长13.6%。

图表15 2014-2023年度中国人造板产销变化



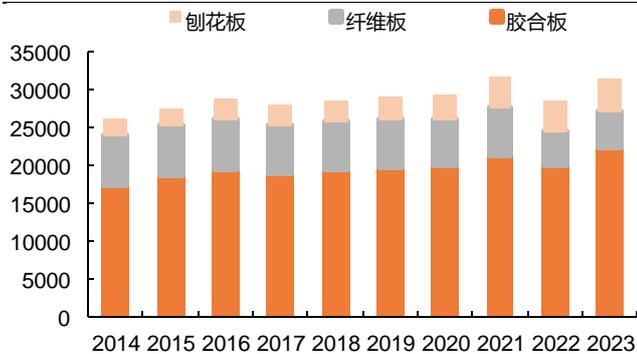
资料来源：中国林产工业协会，国家林业和草原局产业发展规划院，平安证券研究所

图表16 2014-2023年度中国人造板产品产值



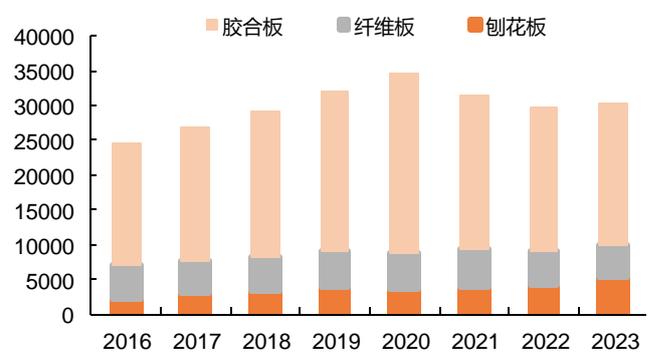
资料来源：中国林产工业协会，国家林业和草原局产业发展规划院，平安证券研究所

图表17 2014-2023年国内胶合板、纤维板和刨花板类产品产量 (万立方米)



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

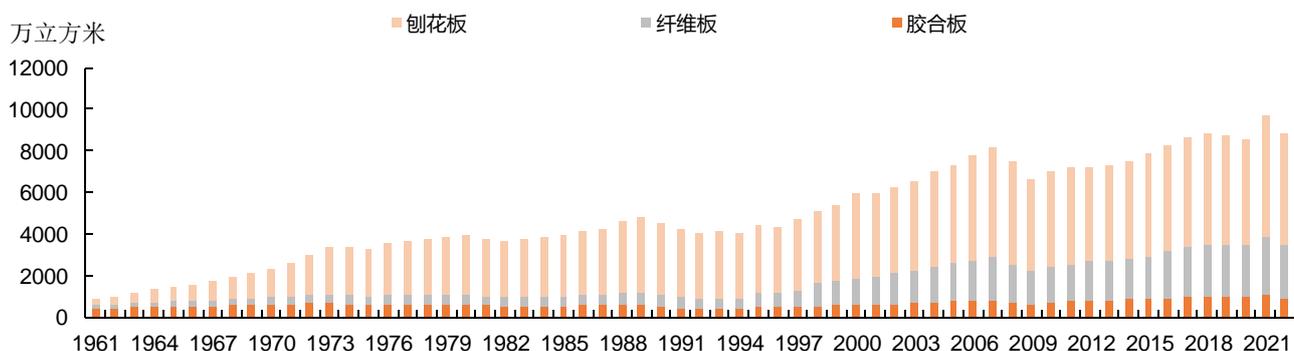
图表18 国内刨花板产能持续扩张 (万立方米)



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

2022 年以来受下游房地产市场冲击，国内人造板行业略有承压，当年销量出现小幅下滑。展望未来，尽管国内新房装修需求或趋于萎缩，但二手房成交规模攀升与居民收入增长带来消费力提升，未来存量房翻新需求有望弥补新房需求。据第七次人口普查数据，2020 年全国城镇人均居住面积为 38.62 平，城镇人口为 9.02 亿，对应全国城镇存量住房建面达 348.4 亿平，存量房潜在翻新需求可观。参考欧洲成熟市场，其过去六十年人造板产量呈现增长趋势。根据联合国粮食及农业组织数据，欧洲 1961-2022 年人造板（刨花板+胶合板+纤维板）产量 CAGR 为 3.8%，在步入存量房时代后需求仍保持良好增长。

图表 19 欧洲人造板产量长期呈现增长趋势



资料来源：联合国粮食及农业组织，平安证券研究所

2.2 格局高度分散，环保意识与渠道变化或加速集中度提升 合板，行业存在大量中小企业；需求端人造板产品同质化严重、品牌效应仍在培育阶段，因此竞争格局仍呈现高度分散。据国家 c 林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会披露，2023 年底中国保有人造板生产企业 10100 余家，总生产能力约 3.35 亿立方米/年。

截至 2024 年 8 月，总生产能力超过百万立方米的人造板生产企业数量有 12 家，其中 5 家企业生产能力已超过 200 万立方米/年。万华禾香生态科技股份有限公司 16 条生产线合计生产能力 470 万立方米/年，寿光市鲁丽木业股份有限公司 7 条生产线合计生产能力 445 万立方米/年，宁丰集团股份有限公司 10 条生产线合计生产能力 360 万立方米/年，山东佰世达木业有限公司 10 条生产线合计生产能力 220 万立方米/年，佳诺威集团股份有限公司 6 条生产线合计生产能力 211 万立方米/年。广西丰林木业集团股份有限公司、大亚圣象家居股份有限公司、深圳盛屯集团有限公司、广西乐林林业集团有限公司、广西三威家居新材股份有限公司合计生产能力均超过 150 万立方米/年。

图表 20 人造板产品生产能力超百万立方米生产企业及企业集团（截至 2024 年 8 月）

序号	名称	生产能力 (万立方)	生产线数量 (条)	品牌	产品种类
1	万华生态产业集团股份有限公司	470	16	万华禾香	刨花板、定向刨花板、纤维板、胶合板
2	寿光市鲁丽木业股份有限公司	445	7	鲁丽	刨花板、定向刨花板、胶合板
3	宁丰集团股份有限公司	360	10	宁丰	刨花板、定向刨花板、纤维板
4	山东佰世达木业有限公司	220	10	欣佰世达	纤维板、刨花板、定向刨花板
5	佳诺威集团股份有限公司	211	6	佳诺威	刨花板、定向刨花板、纤维板
6	广西丰林木业集团股份有限公司	187	6	丰林	刨花板、纤维板
7	大亚圣象家居股份有限公司	176	6	大亚	纤维板、刨花板、胶合板
8	深圳盛屯集团有限公司	155	6	威利邦	纤维板、刨花板
9	广西乐林林业集团有限公司	153	3	乐林	纤维板、刨花板

10	广西三威家居新材股份有限公司	150	6	三威	纤维板、刨花板
11	千年舟新材科技集团股份有限公司	148	9	澳思柏恩、千年舟	刨花板、定向刨花板、胶合板、细木工板
12	广西森工集团股份有限公司	117	4	高林、东藤	纤维板、刨花板

资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

从上市情况看，人造板上市公司数量少，兔宝宝处于领先地位。已上市的人造板企业中，兔宝宝收入规模领先，大亚圣象以木地板业务为主，丰林集团主要生产刨花板、纤维板，千年舟、兔宝宝与拟上市的云峰新材在业务结构较为相似，均从板材业务延伸至定制家居业务，但规模体量不如兔宝宝。

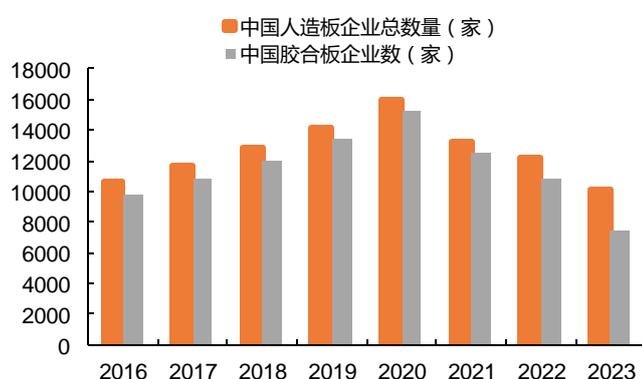
图表21 主要人造板生产企业简况

公司名称	上市地址	公司简介	2023 年收入 (亿元)	2023 年归母净利润 (亿元)	2023 年主要产品收入占比
兔宝宝	深交所	国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一	90.6	6.9	装饰材料、整体衣柜、品牌授权业务、地板分别占比 71%、19%、5%、4%
大亚圣象	深交所	主要从事地板和人造板的生产销售业务，包括“圣象”强化木地板、三层实木地板，“大亚”中高密度纤维板、刨花板等	65.3	3.3	木地板、中高密度板、层压板等分别占比 66%、24%、9%
丰林集团	上交所	国内规模最大、设备最先进的林板一体化集团之一，拥有 6 条大规模连续压机人造板生产线，纤维板、刨花板合计年产能 180 万立方，拥有人工速生丰产林基地 20 万亩	23.4	0.5	刨花板、纤维板、林木业务分别占比 53%、42%、2%
千年舟	全国中小企业股份转让系统	以多品类中高端板材的研发、生产、销售为一体的装饰材料企业，并积极向下游定制家居、装配式建筑木质构件等业务延伸	44.4	1.5	2022 年装饰材料、家居产品、品牌管理收入分别占比 86%、4%、9%
云峰新材	拟登录上交所	以“人造板、木地板、科技木、全屋定制”四大板块为核心主业，拥有板材品牌“莫干山”	34.4	3.2	人造板、定制家居、商标授权、木地板分别占比 59%、11%、10%、7%

资料来源：Wind，各公司公告，平安证券研究所

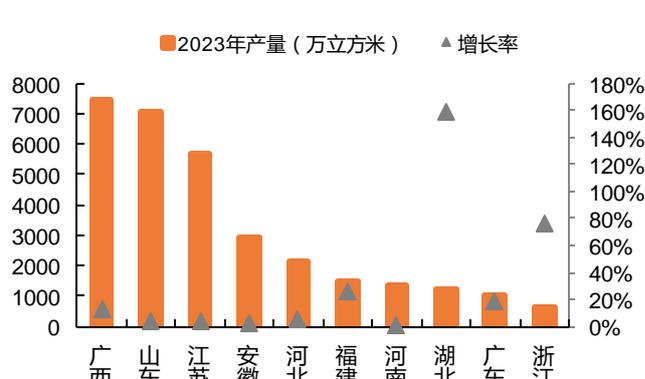
从行业趋势看，2021 年以来人造板企业大幅减少，集中度提升明显。2023 年底中国保有人造板生产企业 1 万余家，相较 2020 年 1.6 万家下滑明显，尤其是胶合板企业落后产能不断淘汰。

图表22 2021-2023 年中国人造板企业数量明显下滑



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

图表23 广西、山东、江苏是中国人造板生产 TOP3 大省



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

往后看，消费者环保观念增强、板材需求由零售分流至 B 端市场，有助于头部企业份额加速提升。

一方面是消费者的环保意识不断增强，利好具备品牌优势的头部板材企业。由于生产会使用粘胶剂、且木材本身含有微量甲

醛，导致人造板产品普遍存在甲醛问题。随着人民收入与生活水平不断提高，健康环保意识不断增强，健康环保、低甲醛的板材产品愈发受到欢迎。由于消费者普遍缺乏产品专业鉴别能力，具有品牌背书的产品更受到消费者信赖。

图表24 国内板材环保等级说明

等级	甲醛释放量	说明
E _{NF} 级	≤0.025mg/m ³	《人造板及其制品甲醛释放量分级》(GB/T 39600-2021) 中的最高等级
E ₀ 级	≤0.050mg/m ³	非强制执行标准，环保性能要求高于E ₁ 级
E ₁ 级	≤0.124mg/m ³	国家强制标准

资料来源：中国家居产业公众号，《人造板及其制品甲醛释放量分级》(GB/T 39600-2021)，平安证券研究所

另一方面是板材需求由C端零售市场分流至B端市场，有助于头部企业份额加速提升。过去家具制造以手工打制居多、或是购买成品家具，装修也以个体施工小队为主，使得零售市场成为板材企业的主要收入来源，后者通过专卖店模式或者经销商模式逐渐形成品牌、渠道优势。随着近几年精装修与定制家居模式兴起推广，行业采购主体趋于多元化。精装修模式下板材企业直接与房企签订合同，定制家居模式下消费者与定制家居公司、家具厂签订采购合同，再由定制家居公司、家具厂向板材企业采购板材进行加工。因此，板材市场逐渐由传统零售市场分流至地产工程、定制家居或家具厂市场。相比个人消费者，定制家居等B端企业对于板材企业的交付能力、资金实力要求更高，有望促使板材市场份额加速向头部品牌集中。

2.3 从定制家居到全屋定制，市场空间进一步打开

兔宝宝作为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，近些年亦积极布局定制家居业务，进一步打开成长空间。

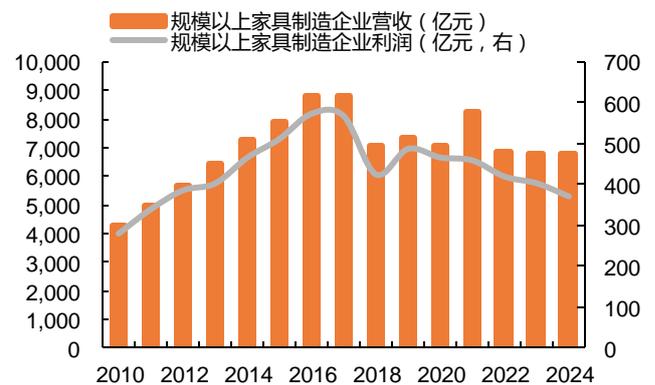
定制家居行业持续发展，市场规模或超四千亿。定制家居属于家具行业的细分领域，是人造板的下游行业，指家居企业结合消费者个人喜好、房间户型、空间布局等制作个性化家具，主要包括定制橱柜、定制衣柜。相较于传统成品家具、手工打制家具，定制家居在提高利用效率、统一装修风格，以及制造工艺、售后服务等方面更具保障，愈发受到消费者青睐。据中商产业研究院分析，2021年中国定制家居行业的市场规模超过4000亿元，2016-2021年保持良好的发展态势。据观研天下分析，2019年我国定制家居的渗透率仅32%，发达国家的定制家居渗透率在60%左右。分品类来看，起步较早的橱柜行业渗透率约60%，定制衣柜渗透率30%左右，而其他柜体渗透率不足10%。

图表25 定制家居市场规模持续增长



资料来源：中商产业研究院，平安证券研究所

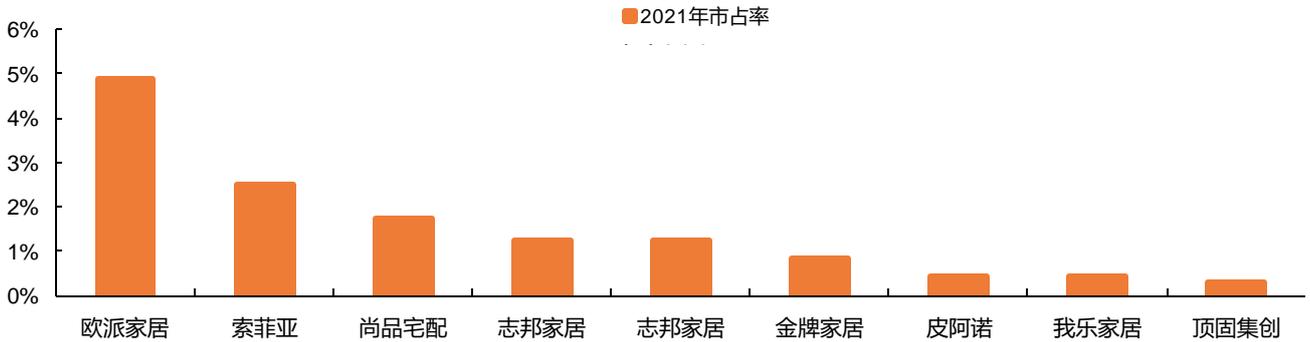
图表26 规上家具制造企业收入高于定制家居市场规模



资料来源：Wind，统计局，平安证券研究所

因门槛不高、服务属性重、品牌观念仍在培育中，定制家居行业CR9不足15%。许多区域型家具厂通过价格、就近服务等优势获取市场份额，行业格局高度分散。按上述定制家居市场规模与上市公司营收计算，2021年定制家居行业CR9仅为13.5%，其中欧派家居、索菲亚市场份额分别为4.9%、2.5%，其余公司均低于2%。

图表27 定制家居企业 2021 年市占率情况



资料来源: Wind, 中商产业研究院, 平安证券研究所

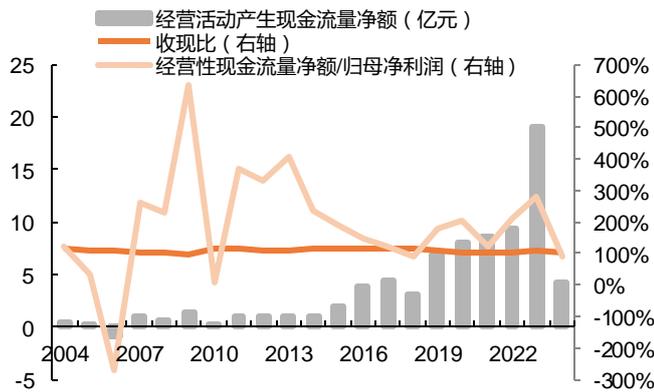
随着定制家居行业在供应链、产品设计等方面不断成熟,近年全屋定制家居也开始兴起。全屋定制通过全屋统一的风格设计、空间布局、材料选定等为客户提供全套的个性化家居定制,能够一站式解决家庭装修的所有问题。对于定制家居企业而言,全屋定制有助于打开客单价天花板,因此积极从单一品类向多品类、整家定制方向拓展。例如,欧派家居、志邦家居、金牌厨柜从橱柜产品起步,逐步增加衣柜、木门、卫浴等产品,扩展至全屋范围;索菲亚、好莱客从定制衣柜起步,逐步覆盖多品类、抢占全屋定制市场;梦天、尚品本色从木门产品起家,战略升级为“门墙柜一体化”,提供全屋家居解决方案。

三、变革渠道、发力定制家居,成长属性强化

3.1 掌握核心价值,优异利润率与现金流彰显竞争力

长期优秀的利润率与现金流,彰显公司核心竞争力。公司生产模式以 OEM 代工为主,销售模式以经销商为主,生产经营模式看似简单,但如前文所述,公司收入业绩长期保持增长,盈利能力非常稳定,近十年净利率、ROE (摊薄) 均值分别达 7% 与 19%, 并且经营性净现金流常年远高于归母净利润。长期优秀的利润率与现金流,一方面与公司业务以零售市场为主有关,另一方面表明公司在产业链具备较高的话语权。

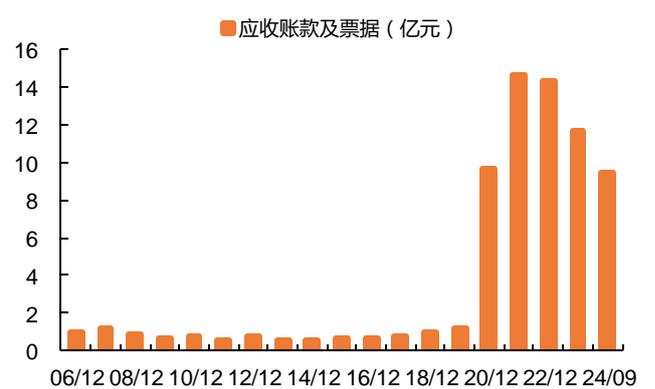
图表28 公司现金流长期保持优异



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 2024 年因年报未披露,为前三季度数据,其余年份为全年数据

图表29 收购裕丰汉唐前公司应收款保持极低水平



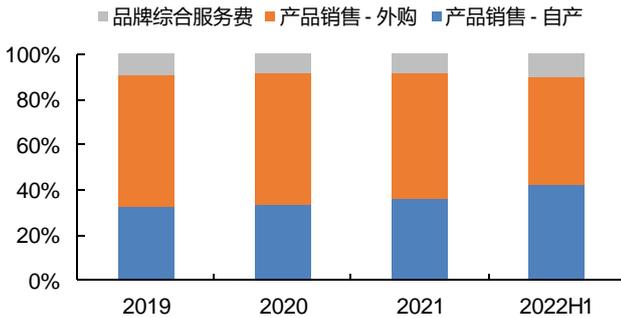
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

公司竞争力源于抓住消费者痛点,实现品牌溢价。随着消费者环保观念提升,甲醛问题愈发受到重视,绿色健康与否成为消费者选购板材的重要标准。公司作为环保家居建材行业的先行者,多次参与制定国家标准与行业标准,成功打造高端环保品质的品牌形象,获得良好口碑形象。公司是首批国家林业重点龙头企业、国家高新技术企业浙江省百强、国家知识产权优势

企业，国家火炬计划、国家星火计划企业，曾获浙江省政府质量奖、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”。公司产品被评为“浙江名牌产品”、“浙江制造精品”、“绿色领跑产品”。

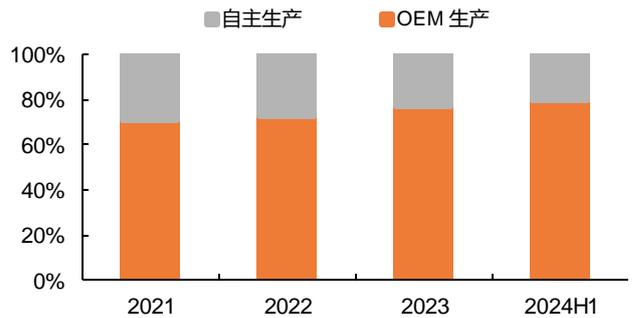
生产模式采用 OEM 代工模式，具有多方面好处。一方面，相比刨花板、纤维板，胶合板进入门槛更低，生产端难以形成明显的规模效应，并且当前产能存在过剩问题，公司自主生产面临较大竞争压力；另一方面，OEM 代工为轻资产模式，有助于公司业务快速扩张，不仅可减少设备、厂房、人员等投入，还能缩短产品运输半径、快速响应市场，以及通过不同生产商扩大产品品类。也正因此，除了兔宝宝，云峰新材、千年舟亦采用 OEM 代工为主的生产模式。

图表30 千年舟主营业务收入按生产模式拆分



资料来源: Wind, 千年舟招股书, 平安证券研究所

图表31 云峰新材主营业务收入按生产模式拆分

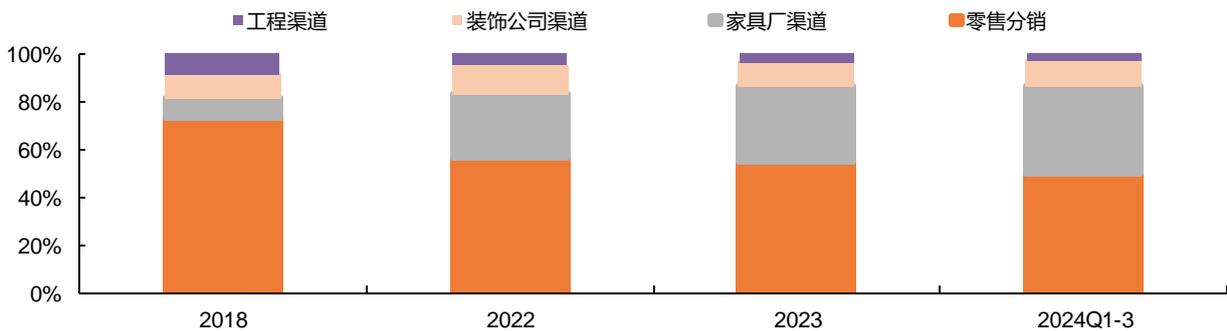


资料来源: Wind, 云峰新材招股书, 平安证券研究所

3.2 紧抓渠道变革红利，发力家具厂与县乡渠道

板材销售中零售分销占半，而家具厂渠道自 2018 年以来快速增长。公司装饰材料业务主要分为四大核心渠道，门店零售、家装公司、家具厂和工装渠道。据公司投资者调研纪要 (2024-10-25)，2024 年前三季度零售分销渠道业务占比约 49.7%，家具厂渠道业务占比从 2018 年个位数水平提升到 2024 年前三季度 36.8%，装饰公司渠道业务占比约 10.5%，工程渠道业务占比约 3%，2024 年前三季度的增量重点主要在零售分销渠道中的乡镇以及家具厂渠道。近年随着消费者产品和服务需求的不断升级，市场渠道从传统的门店零售向多元化方向发展，为此公司在加大渠道下沉、密集分销的同时，大力拓展家具厂等小 B 渠道。

图表32 公司装饰材料业务主要分为四大核心渠道



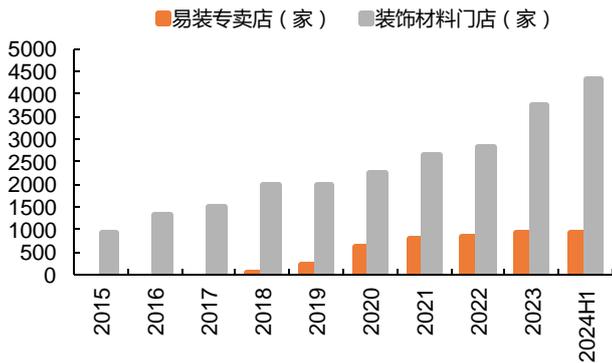
资料来源: 公司投资者调研纪要, 平安证券研究所

与家具厂合作实现共赢，未来渠道增长空间仍大。随着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抢占的重点渠道。据投资者调研纪要 (2023-10-27)，全国板式家具工厂数量达 8 万多家。公司近年大力拓展家具厂客户，2024 年半年报披露经销商体系合作的家具厂客户超 2 万家，较 2022 年末 1.1 万家大幅增长。公司根据各地差异化市场需求导入多基材的家具板材和门板板材产品，提升供应速度和服务水平。考虑公司与许多家具厂合作仍在培育初期，未来家具厂合作数量、单个客户销售规模均有较大的提升空间。对于家具厂而言，与兔宝宝合作有助于缩小与大型定制家居企业在品牌方面

差距、减少消费者对于板材环保问题的担忧，进而利用其产品性价比、属地服务优势与大型定制家居企业形成正面竞争。

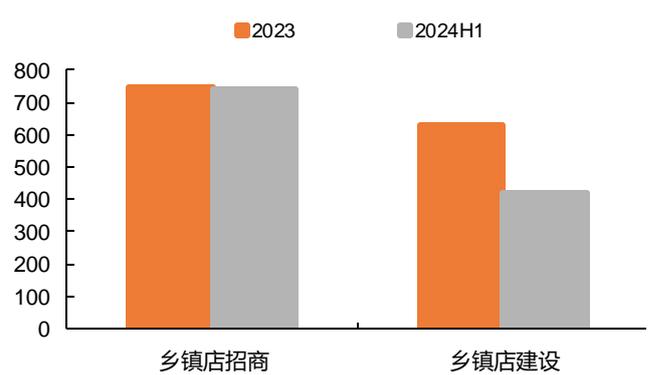
2023 年以来布局乡镇渠道，装饰材料门店数量加速增长。零售分销为公司基本盘，收入贡献比重大。公司在外围地区加快空白市场覆盖，在成熟市场推动板材店重装升级“板材定制+”门店，同时成立乡镇渠道运营中心，加速推进乡镇市场布局，特别是在三四线城市的乡镇市场里，板材的零售比例仍高，具备较大的拓展空间。2023 年公司装饰材料业务完成乡镇店建设 627 家、2024H1 完成建设 421 家。截至 2024H1 末，公司装饰材料门店共 4322 家，其中乡镇店 1168 家。此外，公司在产品上通过配套辅料销售，提高客单值和利润。

图表33 2023 年以来装饰材料门店数量加速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 公司 2023-2024H1 乡镇店招商与建设数量 (家)



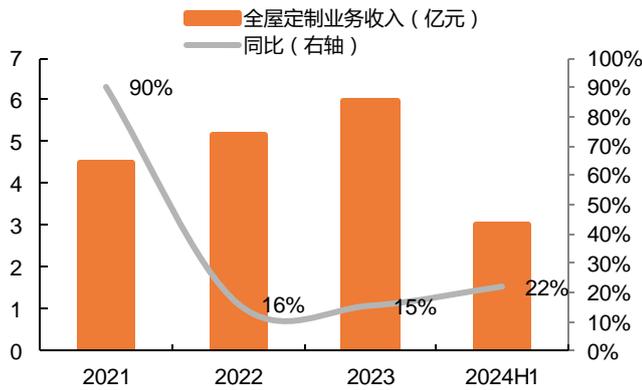
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

3.3 全屋定制增长良好，裕丰汉唐拖累有望减轻

2020 年以来推广“易装”模式，助力经销商转型升级。零售市场中，消费者购买板材后需寻求木工打制衣柜，往往存在寻找过程繁杂、产品款式或细节不满意等问题。为此，2020 年以来“易装”成为公司从材料向定制成品转型的重要战略业务之一，为板材经销商提供增值服务，通过板材深加工解决消费者痛点。截至 2024H1 末，公司装饰材料门店 4322 家中，有易装定制门店 914 家，较 2019 年末 201 家增长明显。

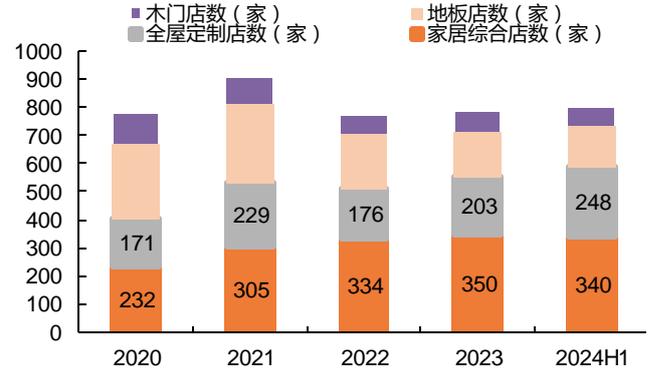
为更好迎合行业定制趋势，公司近年重点发力全屋定制，业务增长良好。公司定制家居业务分为定制家居零售业务和定制家居工程业务，其中定制家居零售包含全屋定制、地板、木门。公司 2024 年中报显示，2024H1 定制家居业务实现营收 5.9 亿元，同比减少 11.4%，占整体营收比重 15.2%，其中全屋定制业务收入 3 亿元，同比增长 22.0%，连续几年保持良好增长；工程定制业务的青岛裕丰汉唐实现收入 1.3 亿元，同比减少 48.6%。全屋定制方面，不同于易装主要助力经销商转型升级、采取与外部加工中心合作模式，公司全屋定制业务定位中高端市场，产品工艺和设计更完整，有自有的销售团队和供应链，门店主要集中在华东地区，向周边及省会城市辐射，并逐步从全屋定制升级为整家定制服务。相较于大多一线定制品牌板材以颗粒板为主，公司全屋定制业务具备明显的材料优势，以兔宝宝优选胶合板、细木工板、OSB 板为基材，全面升级 E_{NF} 级新产品，逐步获得消费者认可。

图表35 全屋定制业务收入保持较快增长



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表36 近两年全屋定制店数持续增长



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

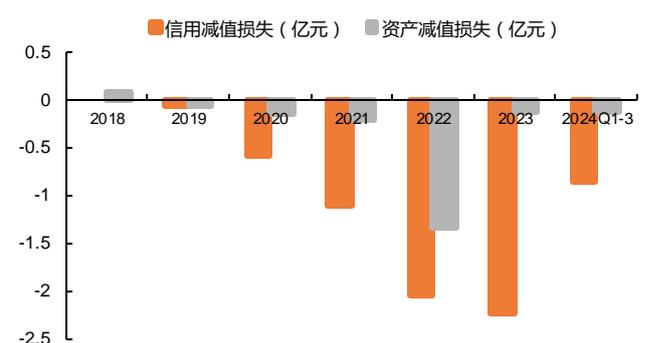
定制工程重点在于控风险，减值计提压力逐步减少。全屋定制工程业务主要由裕丰汉唐负责，公司于2020年以7亿元收购裕丰汉唐木业有限公司70%股权，2021年收购余下25%股权。2021H2以来，受下游房企频繁暴雷影响，工程业务规模萎缩、回款压力较大，导致兔宝宝计提了不少应收款减值与商誉减值。预计短期内公司对于工程业务重点仍是管控风险，裕丰汉唐对整体业绩的拖累也将逐步见底。

图表37 裕丰汉唐历年业绩情况



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表38 兔宝宝减值情况



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

四、投资建议

盈利预测方面，假设如下：

- （1）装饰材料和品牌使用费业务：公司近年紧抓渠道变革红利，家具厂渠道业务占比从2018年个位数水平提升到2024年前三季度36.8%，并且2023年以来大力布局乡镇渠道，装饰材料门店数量加速增长，有望带动装饰材料业务（包含装饰材料与品牌使用费两项）未来保持良好增长，特别是考虑2024年9月政治局会议提出楼市“止跌回稳”以来、楼市复苏情况较好，有望带动2025年房屋装修与板材需求回暖。预计装饰材料业务（包含装饰材料与品牌使用费两项）2024-2026年收入增速分别为7%、10%、6%，毛利率方面，考虑公司以经销模式为主、深度绑定经销商利益，且长期以来盈利能力稳定，预计2024-2026年装饰材料业务（包含装饰材料与品牌使用费两项）与2023年基本持平。
- （2）柜类业务：以柜类为主的定制家居业务是公司近些年重点发力领域。公司定制家居包含零售端的全屋定制与工程端的裕丰汉唐。受下游房企暴雷冲击的影响，2022-2024年公司主动收缩工程定制业务，并计提了相关减值；同时公

司凭借板材原料端优势、以及积极开拓门店，实现零售端的全屋定制业务持续增长。2024H1 青岛裕丰汉唐实现收入 1.3 亿元，同比减少 48.6%，而全屋定制业务收入 3 亿元，同比增长 22.0%，连续几年保持良好增长。考虑 2024 年工程业务已大幅下降，2025 年定制家居业务有望重新恢复增长。预计 2024-2026 年柜类收入增速分别为-20%、5%、10%，毛利率方面，随着全屋定制业务规模效应逐步显现，预计毛利率或将稳中微升，预计 2024-2026 年分别为 25.0%、25.5%、26.0%。

(3) 其他业务：其他业务收入体量小、非公司核心业务。假设 2024-2026 年收入、毛利率保持持平。

综上所述，预计公司 2024-2026 年收入分别为 92.0 亿元、100.1 亿元、106.3 亿元，增速分别为 1.5%、8.7%、6.3%，毛利率分别为 18.1%、18.1%、18.2%，归母净利润分别为 5.9 亿元、7.5 亿元、8.8 亿元，增速分别为-14.4%、27.0%、17.8%。

图表39 公司盈利预测

业务	类型	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
装饰材料	收入(百万元)	6,264	6,424	6,874	7,561	8,015
	增速	-0.9%	2.6%	7.0%	10.0%	6.0%
	毛利率	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
品牌使用费	收入(百万元)	388	442	473	520	551
	增速	40.2%	14.0%	7.0%	10.0%	6.0%
	毛利率	99.0%	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
柜类	收入(百万元)	1,762	1,709	1,368	1,436	1,580
	增速	-23.1%	-3.0%	-20.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	26.0%	25.2%	25.0%	25.5%	26.0%
其他	收入(百万元)	504	487	487	487	487
	增速	-6.3%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
合计	收入(百万元)	8,917	9,063	9,202	10,005	10,633
	增速	-5.4%	1.6%	1.5%	8.7%	6.3%
	毛利率	18.2%	18.4%	18.1%	18.1%	18.2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

投资建议方面，行业层面，国内人造板市场空间广阔，未来存量房翻新将对人造板需求形成有力支撑，参考欧洲成熟市场过去六十年人造板产量呈现持续增长态势；同时国内竞争格局分散，未来消费者环保观念增强、叠加板材需求由 C 端分流至 B 端市场，行业集中度有望加速提升。公司层面，兔宝宝已构筑较强的品牌壁垒，深度绑定供应商与经销商，实现长期稳定的利润率与现金流。近年公司紧抓渠道变革，大力发展家具厂与乡镇渠道，布局定制家居业务，成长属性得到强化；并且公司重视员工激励与投资者回馈，分红慷慨且多次回购股权，股息率具备一定吸引力。基于此，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表40 部分可比公司估值对比(2025/3/11)

股票名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元人民币)				PE(倍)				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
伟星新材	194	14.3	11.5	12.7	13.9	13.6	16.9	15.3	14.0	推荐
欧派家居	404	30.4	27.0	28.6	30.7	13.3	14.9	14.1	13.1	暂无评级
索菲亚	169	12.6	12.9	14.0	15.3	13.4	13.1	12.1	11.1	暂无评级
北新建材	510	35.2	41.4	47.6	54.3	14.5	12.3	10.7	9.4	暂无评级
平均值						13.7	14.3	13.1	11.9	
兔宝宝	93	6.9	5.9	7.5	8.8	13.4	15.7	12.4	10.5	推荐

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所 注：欧派家居、索菲亚、三棵树、北新建材盈利预测来自 Wind 一致预测(180 天)

五、 风险提示

(1) 房屋装修需求大幅下滑的风险：2022 年以来全国商品房销售大幅下滑，按照 2-3 年的期房交付周期计算，2024 年开始房屋竣工将面临持续下滑压力。若未来存量房屋翻新需求释放低于预期，或是未来商品房销售继续下滑，将导致房屋整体装修需求面临大幅下滑的风险，进而对板材行业、定制家居行业的需求以及公司业务拓展造成压力。

(2) 渠道变革与拓展不达预期风险：近年公司积极拓展家具厂客户，并布局乡镇市场，但更加广泛的销售半径与更加多元的销售渠道，对于公司管理水平要求更高，且渠道之间可能面临一定的业务竞争关系，未来若管理水平未能及时跟进，或是渠道拓展不顺畅，将对公司成长能力形成制约。

(3) 裕丰汉唐业绩拖累超预期：近年公司针对裕丰汉唐计提了不少信用减值与资产减值，同时对业务开展的要求更加严格。但当前房企客户资金压力仍大，若后续应收款回收不及时，仍可能存在减值计提压力，对公司整体业绩形成拖累。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4037	3812	4316	4820
现金	2252	1600	1911	2265
应收票据及应收账款	1230	1444	1570	1669
其他应收款	69	53	58	62
预付账款	36	41	44	47
存货	435	540	587	623
其他流动资产	15	134	145	154
非流动资产	2342	2314	2272	2224
长期投资	4	6	8	11
固定资产	534	539	528	500
无形资产	95	79	63	48
其他非流动资产	1709	1690	1673	1665
资产总计	6379	6126	6589	7044
流动负债	2964	2562	2785	2956
短期借款	60	0	0	0
应付票据及应付账款	1981	1575	1712	1817
其他流动负债	922	987	1073	1139
非流动负债	70	63	56	50
长期借款	28	22	15	8
其他非流动负债	42	42	42	42
负债合计	3034	2625	2841	3006
少数股东权益	138	158	184	214
股本	839	832	832	832
资本公积	653	623	624	626
留存收益	1715	1888	2108	2367
归属母公司股东权益	3207	3343	3564	3825
负债和股东权益	6379	6126	6589	7044

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1878	-76	906	1038
净利润	710	610	775	913
折旧摊销	68	130	147	156
财务费用	-15	-26	-25	-31
投资损失	-61	-46	-46	-46
营运资金变动	920	-769	30	21
其他经营现金流	256	26	25	24
投资活动现金流	28	-82	-83	-84
资本支出	111	100	103	106
长期投资	32	0	0	0
其他投资现金流	-114	-182	-186	-190
筹资活动现金流	-389	-494	-511	-600
短期借款	-305	-60	0	0
长期借款	-14	-7	-7	-7
其他筹资现金流	-71	-428	-504	-593
现金净增加额	1520	-652	312	354

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9063	9202	10005	10633
营业成本	7394	7541	8197	8700
税金及附加	44	46	50	53
营业费用	296	262	280	298
管理费用	265	212	230	245
研发费用	70	71	77	82
财务费用	-15	-26	-25	-31
资产减值损失	-12	-138	-100	-106
信用减值损失	-224	-276	-200	-106
其他收益	67	55	55	55
公允价值变动收益	-1	0	1	2
投资净收益	61	46	46	46
资产处置收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	901	783	998	1177
营业外收入	13	14	14	14
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	908	792	1007	1186
所得税	197	182	232	273
净利润	710	610	775	913
少数股东损益	21	20	26	30
归属母公司净利润	689	590	749	883
EBITDA	960	896	1128	1311
EPS (元)	0.83	0.71	0.90	1.06

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	1.6	1.5	8.7	6.3
营业利润(%)	49.7	-13.0	27.3	18.0
归属于母公司净利润(%)	54.8	-14.4	27.0	17.8
获利能力				
毛利率(%)	18.4	18.1	18.1	18.2
净利率(%)	7.6	6.4	7.5	8.3
ROE(%)	21.5	17.6	21.0	23.1
ROIC(%)	31.2	40.1	33.8	39.7
偿债能力				
资产负债率(%)	47.6	42.9	43.1	42.7
净负债比率(%)	-64.7	-45.1	-50.6	-55.9
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	7.6	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	3.97	5.19	5.19	5.19
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.71	0.90	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	2.26	-0.09	1.09	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.02	4.28	4.60
估值比率				
P/E	13.4	15.7	12.4	10.5
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	6	9	7	6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层