

渠道发力持续向好，减值计提影响盈利

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年年报和2025年一季报，2024年实现营业总收入91.9亿元，同比+1.4%，实现归母净利润5.9亿元，同比-15.1%；剔除商誉计提影响，实现归母净利润7.2亿，同比+3.7%，扣非净利润6.2亿，同比增长6.2%。2025年一季度实现营业总收入12.7亿元，同比-14.3%，实现归母净利润1.0亿元，同比+14.2%。
- 品牌授权延续增长，持续推进渠道下沉。2024年:** 1) 分产品看: 装饰材料、柜类、品牌授权使用费、地板、木门分别实现营收69.1亿元(+7.6%)、12.9亿元(-24.5%)、5.0亿元(+13.5%)、3.8亿元(+0.4%)、0.4亿元(+99.8%)，其中工程定制业务的青岛裕丰汉唐实现收入6.1亿元(-46.8%)，严重拖累柜类业务；品牌授权费延续增长，彰显品牌竞争优势。2) 分区域看: 华东、华中、华南、华北等区域分别实现营收30.2亿元(+1.0%)、10.0亿元(+18.1%)、4.4亿元(-0.6%)、3.4亿元(+13.4%)，华东基地市场较为稳健，华中、华北增幅显著。3) 渠道方面: 公司装饰材料门店共5522家，其中乡镇店2152家，易装门店959家，经销商体系合作家具厂客户达2万多家，渠道运作更加精细化。
- 毛利率相对稳定，费用率下降。2024年:** 1) 毛利率: 毛利率较去年同期下降0.3个百分点至18.1%。2) 销售费用率: 公司高举高打进行品牌建设，品宣投入力度加大，销售费用略增0.2个百分点至3.4%；管理费用率: 内部成本费用管控加强及股权激励费用减少，管理费用率较去年同期降0.7个百分点至2.2%；财务费用率、研发费用率分别较去年同期降0.2、0.06个百分点。3) 净利率: 综合影响，公司费用率较去年同期降0.8个百分点，扣非销售净利率下降1.1个百分点至5.3%。盈利能力有所承压，主因为受对子公司青岛裕丰汉唐计提商誉减值准备影响，减值同比增加1.9亿元至4.4亿元，对业绩有所拖累。
- 高端产品极具优势，竞争力持续提升。** 公司深耕装饰建材行业多年，品牌力、产品力竞争优势突出、渠道力强劲，综合竞争力不断增强，经营势能持续提升: 1) 公司聚焦高端品牌建设，始终坚持“兔宝宝，让家更好”的使命，具有巨大的市场声誉和卓越的品牌竞争优势。2) 兔宝宝板材的环保健康性能优势突出，在环保品质、产品设计、加工工艺方面极具竞争力，产品力突出。3) 公司在全国已建立了6000多家各体系专卖店，正大力推进渠道下沉，持续拓展零售分销、家具厂、家装公司、工装公司等核心渠道，渠道力持续增强。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为0.89元、1.05元、1.18元，对应PE分别为12倍、11倍、9倍。公司综合竞争优势突出，渠道端持续发力，成效显著，看好公司业绩弹性，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险；下游复苏或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	91.89	100.19	107.65	114.45
增长率	1.39%	9.03%	7.44%	6.33%
归属母公司净利润(亿元)	5.85	7.39	8.74	9.78
增长率	-15.11%	26.26%	18.28%	11.88%
每股收益EPS(元)	0.70	0.89	1.05	1.18
净资产收益率ROE	18.83%	22.50%	25.35%	27.27%
PE	16	12	11	9
PB	3.02	2.86	2.74	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 晁文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.32
流通A股(亿股)	7.33
52周内股价区间(元)	8.92-12.93
总市值(亿元)	92.11
总资产(亿元)	50.75
每股净资产(元)	3.79

相关研究

- 兔宝宝(002043): 行业龙头优势突出，渠道发力持续向好 (2024-10-31)

关键假设：

假设 1：随着公司持续发力渠道下沉和 B 端客户开拓，预计装饰材料业务 2025-2027 年营收端同比增速为 10.0%、8.0%、6.0%。

假设 2：随着房地产行业企稳回升，工装渠道对柜类业务拖累减少，并伴随零售渠道端的不断发力，以及整装业务高增，预计柜类业务 2025-2027 年营收端同比增速为 5.0%、5.0%、8.0%。

假设 3：随着消费者品牌意识、健康意识逐渐增长，公司品牌优势、产品质量体系将更具竞争优势，预计品牌授权 2025-2027 年营收端同比增速为 10.0%、8.0%、8.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	91.9	100.2	107.6	114.5
	yoy	1.4%	9.0%	7.4%	6.3%
	营业成本	75.3	82.1	87.6	93.0
	毛利率	18.1%	18.1%	18.7%	18.8%
装饰材料	收入	69.1	76.0	82.1	87.0
	yoy	7.6%	10.0%	8.0%	6.0%
	成本	61.4	67.5	72.3	76.6
	yoy	7.3%	10.0%	7.0%	6.0%
	毛利率	11.2%	11.2%	12.0%	12.0%
柜类	收入	12.9	13.6	14.2	15.4
	yoy	-24.5%	5.0%	5.0%	8.0%
	成本	9.9	10.4	10.9	11.8
	yoy	-22.5%	5.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
品牌授权	收入	5.0	5.5	6.0	6.4
	yoy	13.6%	10.0%	8.0%	8.0%
	成本	0.03	0.04	0.04	0.04
	yoy	-16.1%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%
其他业务	收入	4.8	5.1	5.3	5.6
	yoy	-0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	3.9	4.1	4.3	4.5
	yoy	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91.89	100.19	107.65	114.45	净利润	5.95	7.52	8.89	9.95
营业成本	75.26	82.10	87.55	92.98	折旧与摊销	0.71	46.69	46.70	46.71
营业税金及附加	0.38	0.50	0.54	0.57	财务费用	-0.34	-0.24	-0.48	-0.71
销售费用	3.16	3.51	3.55	3.78	资产减值损失	-4.25	1.50	2.00	2.00
管理费用	2.69	3.01	2.91	2.98	经营营运资本变动	-5.68	2.12	-2.34	1.01
财务费用	-0.34	-0.24	-0.48	-0.71	其他	15.13	-4.43	0.43	-2.15
资产减值损失	-4.25	1.50	2.00	2.00	经营活动现金流净额	11.52	53.16	55.21	56.81
投资收益	0.57	0.10	0.20	0.30	资本支出	-0.55	-0.10	-0.10	-0.10
公允价值变动损益	-0.05	0.10	0.02	0.06	其他	-10.80	-1.20	-1.25	-1.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.35	-1.30	-1.35	-1.32
营业利润	7.81	10.02	11.80	13.22	短期借款	0.01	-0.31	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	0.00	0.06	0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.96	10.02	11.85	13.26	股权融资	-0.50	0.00	0.00	0.00
所得税	2.01	2.51	2.96	3.32	支付股利	-6.74	-5.72	-7.22	-8.54
净利润	5.95	7.52	8.89	9.95	其他	-2.11	0.24	0.41	0.69
少数股东损益	0.10	0.13	0.15	0.17	筹资活动现金流净额	-9.34	-5.79	-6.81	-7.85
归属母公司股东净利润	5.85	7.39	8.74	9.78	现金流量净额	-9.11	46.07	47.04	47.63
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	23.23	69.30	116.34	163.97	成长能力				
应收和预付款项	7.81	10.25	10.64	11.36	销售收入增长率	1.39%	9.03%	7.44%	6.33%
存货	3.37	4.07	4.21	4.54	营业利润增长率	-13.32%	28.27%	17.76%	12.10%
其他流动资产	0.56	0.23	0.24	0.26	净利润增长率	-16.22%	26.26%	18.28%	11.88%
长期股权投资	0.03	0.53	1.03	1.53	EBITDA 增长率	-14.21%	590.32%	2.75%	2.07%
投资性房地产	0.41	0.41	0.41	0.41	获利能力				
固定资产和在建工程	6.93	5.99	5.02	4.05	毛利率	18.10%	18.06%	18.67%	18.76%
无形资产和开发支出	7.17	-38.45	-84.08	-129.71	三费率	5.99%	6.26%	5.56%	5.28%
其他非流动资产	9.68	10.57	11.53	12.61	净利率	6.48%	7.50%	8.26%	8.69%
资产总计	59.19	62.89	65.35	69.02	ROE	18.83%	22.50%	25.35%	27.27%
短期借款	0.61	0.30	0.30	0.30	ROA	10.06%	11.95%	13.60%	14.41%
应付和预收款项	20.95	24.53	25.28	27.33	ROIC	57.33%	-51.36%	-14.18%	-8.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.90%	56.36%	53.90%	51.74%
其他负债	6.02	4.67	4.70	4.92	营运能力				
负债合计	27.58	29.50	30.29	32.55	总资产周转率	1.49	1.64	1.68	1.70
股本	8.32	8.32	8.32	8.32	固定资产周转率	16.75	17.04	20.84	26.51
资本公积	6.10	6.10	6.10	6.10	应收账款周转率	4.69	4.60	4.68	4.60
留存收益	17.53	19.20	20.72	21.95	存货周转率	18.40	20.84	20.01	20.17
归属母公司股东权益	30.50	32.15	33.67	34.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.08%	—	—	—
少数股东权益	1.12	1.24	1.39	1.56	资本结构				
股东权益合计	31.62	33.40	35.07	36.47	资产负债率	46.59%	46.90%	46.34%	47.16%
负债和股东权益合计	59.19	62.89	65.35	69.02	带息债务/总负债	2.21%	1.02%	0.99%	0.92%
					流动比率	1.30	2.90	4.41	5.61
					速动比率	1.17	2.76	4.27	5.47
					股利支付率	115.16%	77.43%	82.65%	87.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	8.18	56.47	58.02	59.22	每股收益	0.70	0.89	1.05	1.18
PE	15.74	12.47	10.54	9.42	每股净资产	3.67	3.86	4.05	4.20
PB	3.02	2.86	2.74	2.64	每股经营现金	1.38	6.39	6.63	6.83
PS	1.00	0.92	0.86	0.80	每股股利	0.81	0.69	0.87	1.03
EV/EBITDA	7.19	0.20	-0.63	-1.44					
股息率	7.32%	6.21%	7.84%	9.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn