



兔宝宝 (002043.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

现金奶牛，自我革新

人造板行业龙头，经典轻资产模式

公司创立于 1992 年，2005 年在深交所上市，总部浙江德清，已从板材龙头升级为装饰材料与定制家居双轮驱动的产业平台。独特的 OEM 轻资产模式，塑造了健康的财务基因——现金流稳健、盈利能力稳定、ROE 回报优异。在此基础上，公司长期为股东创造价值回报，截至当前，公司累计通过分红与回购返还股东 42.3 亿元（分红 29.4+回购 12.9 亿元），占上市以来累计净利润的 87%。

装饰材料为主：主业增长稳定，家具厂渠道推动新成长

家具厂渠道变革推动板材主业迈入新一轮成长期：面对 2021 年以来地产需求的下行，公司积极推动渠道多元化，展现出较强的增长韧性。中小家具厂渠道已成为当前及未来最重要的增长引擎，截至 25H1，家具厂渠道占比已达 50%，“高性价比”与“个性化定制能力”是其竞争优势。下游定制格局的分散化，反而有利于上游板材、五金等材料环节趋向集中，目前公司市占率仍较低。

“板材+”配套战略加速上下游产业链整合：在核心板材业务基础上，公司围绕饰面纸、封边条、科技木皮、胶粘剂、石膏板、五金等辅材产品，不断完善供应链与产品矩阵。2024 年其他装饰材料收入 21.4 亿元，同比+8%，25H1 收入 10.1 亿元，同比+10%。此外，公司通过股权投资深化产业链协同，截至 25H1 已布局多家企业，包括大自然家居、佳饰家、悍高集团、联翔股份、豪德数控及喜尔康等，进一步夯实整体竞争力与协同效应。

定制家居为辅：C 端平稳增长，B 端负面影响进入尾声

C 端定制业务稳健增长，2024/25H1 收入分别为 11.1 (+14%)、5.7 亿元 (+23%)，全屋定制为核心驱动力，致力于打造华东区域强势品牌；B 端裕丰汉唐持续收缩，2024/25H1 收入分别为 6.1 (-47%)、0.5 亿元 (-60%)，过往亏损主因历史坏账与商誉减值，随着其业务下滑及减值接近尾声，对公司业绩拖累有望消除，后续装饰材料业务与 C 端定制业务的真实经营表现将更为清晰显现。

盈利预测、估值和评级

在地产需求整体下行的背景下，公司仍保持了增长韧性，中小家具厂渠道变革推动新一轮成长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.0、9.0、10.0 亿元，当前股价对应 PE 为 12.8、11.3、10.2 倍，参考可比公司估值，给予 2026 年 15 倍 PE，对应目标价 16.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

家具厂渠道拓展不及预期；人造板及家居行业竞争超预期；地产需求下行超预期；定增限售股解禁。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

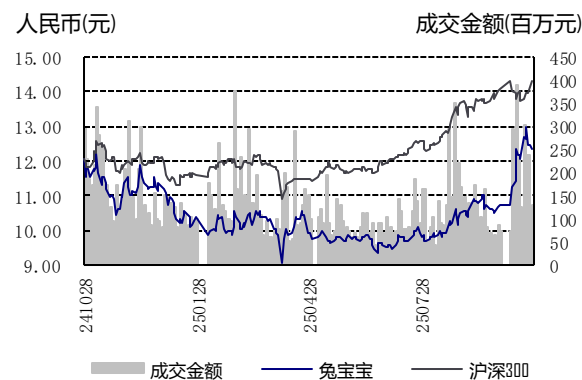
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.34 元

目标价 (人民币)：16.31 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,063	9,189	8,594	9,346	10,201
营业收入增长率	1.63%	1.39%	-6.48%	8.76%	9.15%
归母净利润(百万元)	689	585	801	902	1,004
归母净利润增长率	54.79%	-15.11%	36.95%	12.59%	11.28%
摊薄每股收益(元)	0.821	0.703	0.966	1.088	1.210
每股经营性现金流净额	2.27	1.38	1.12	1.58	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.50%	19.19%	24.20%	24.83%	25.01%
P/E	10.79	16.89	12.78	11.35	10.20
P/B	2.32	3.24	3.09	2.82	2.55

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、人造板行业龙头，经典轻资产模式.....	4
（一）30 余年长跑，轻资产运营典范.....	4
（二）股权结构清晰稳定，员工激励持续轮动.....	7
（三）重视股东回报，高分红与注销式回购并举.....	8
二、装饰材料为主：主业增长稳定，家具厂渠道推动新一轮成长.....	9
（一）装饰材料增长稳定，渠道变革推动新一轮成长.....	9
（二）“板材+”战略布局配套材料，股权合作加速上下游产业链整合.....	11
三、定制家居为辅：C 端定制平稳增长，B 端负面影响进入尾声.....	13
（一）C 端定制平稳增长，打造区域性强势品牌.....	13
（二）B 端定制拖累减少，控规模降风险谋转型.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
（一）盈利预测与关键假设.....	15
（二）投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 公司目前有装饰材料和定制家居两大业务.....	4
图表 2： 2011-2024 年公司财报显示的板材生产销售情况和自产比例变化.....	5
图表 3： OEM 代工情形下，公司装饰材料销售具有两种模式.....	5
图表 4： 2015-2024 年公司装饰材料板块收入及增速.....	6
图表 5： 2015-2024 年公司装饰材料板块毛利及增速.....	6
图表 6： 2015-2024 年公司固定资产及其占总资产比例.....	6
图表 7： 2015-2024 年公司经营性现金流和资本开支.....	6
图表 8： 2015-2024 年公司装饰材料 A 类和 B 类毛利率.....	6
图表 9： 2015-2024 年公司 ROE、净利率和资产周转率.....	6
图表 10： 公司股权结构（截至 25H1）.....	7
图表 11： 公司过往开展的股权激励和员工持股计划.....	7
图表 12： 2005-25H1 公司现金分红情况.....	8
图表 13： 公司历史回购情况（不含股权激励注销用途）.....	8
图表 14： 2009-2024 年公司装饰材料业务收入 AB 类折合后的收入及增长情况.....	9
图表 15： 2009-2024 年公司装饰材料业务收入 AB 类具体拆分（单位：亿元）.....	10
图表 16： 2018-25H1 公司装饰材料业务各渠道占比变化.....	10
图表 17： 2018-2024 年公司家具厂渠道收入及增速.....	11



图表 18:	2020-2024 年公司家具厂合作及全行业数量.....	11
图表 19:	公司家具厂渠道新品类——兔宝宝彩臻板.....	11
图表 20:	2024 年装饰板材市场集中度.....	11
图表 21:	公司其他装饰材料销售品类图例.....	12
图表 22:	2015-25H1 公司其他装饰材料收入及增速.....	12
图表 23:	公司上下游产业链的相关股权投资梳理（不完全）.....	12
图表 24:	2013-25H1 公司定制家居业务收入及增速.....	13
图表 25:	2013-25H1 公司定制家居业务毛利率.....	13
图表 26:	2013-25H1 公司 C 端定制收入及增速.....	13
图表 27:	2013-25H1 公司 C 端全屋定制收入及增速.....	13
图表 28:	2020-25H1 公司定制家居板块门店数量变化（单位：家）.....	14
图表 29:	2017-25H1 公司 B 端裕丰汉唐收入及增速.....	14
图表 30:	2017-25H1 公司 B 端裕丰汉唐净利润及现金流.....	14
图表 31:	2015-25H1 公司应收项目及周转率.....	14
图表 32:	2015-25H1 公司资产减值和信用减值.....	14
图表 33:	分业务收入和毛利率拆分.....	15
图表 34:	其他关键假设（公允价值变动、资产减值损失、信用减值损失等）.....	16
图表 35:	可比公司估值.....	16



一、人造板行业龙头，经典轻资产模式

（一）30 余年长跑，轻资产运营典范

公司创立于 1992 年，2005 年在深交所上市，总部浙江德清，已从单一板材生产企业，发展成为涵盖装饰材料与定制家居两大核心业务的产业平台，始终秉承“兔宝宝，让家更好”的企业使命，以家具板材为依托，拓展全屋木作定制家居业务体系，全力为消费者打造绿色、健康、环保的家居环境，品牌价值与经营体量协同成长。

目前公司业务分为装饰材料与定制家居两大板块：

- 装饰材料业务：以经销商销售模式为主，覆盖门店零售、家装公司、家具厂及工装等多元渠道。产品体系涵盖家具板材、基础板材等主材，以及石膏板、科技木皮、装饰纸、封边条、五金、胶黏剂等配套辅材。
- 定制家居业务：形成 C 端零售与 B 端工程双轮驱动。零售端通过经销商开展，工程端以大宗业务为主，产品包括定制衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等全屋定制品类。

图表1：公司目前有装饰材料和定制家居两大业务

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

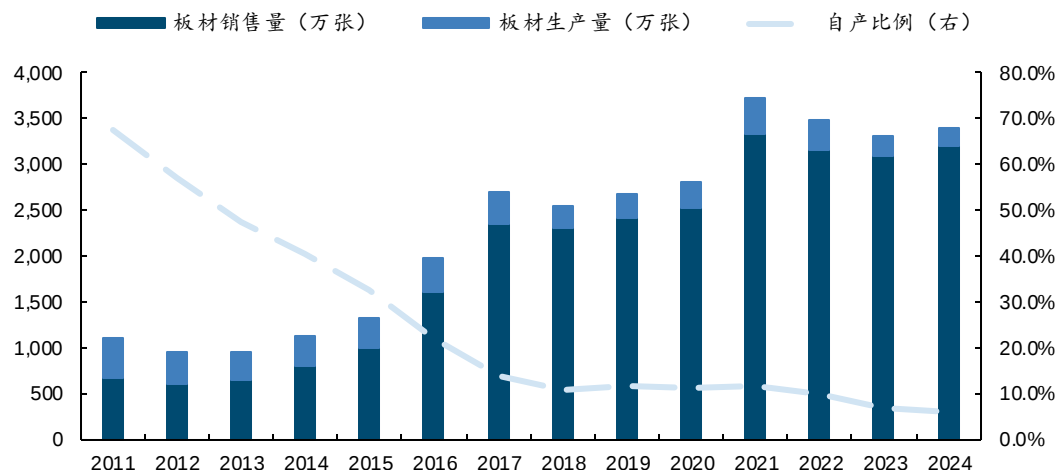
来源：wind、国金证券研究所

生产模式以 OEM 轻资产为主。公司生产模式包括自主生产以及 OEM 代工生产两种模式，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，而 OEM 代工则主要用于快速响应多样化市场需求，公司通过输出统一产品标准，对合作工厂实施从原料采购到成品出库的全流程质量管控，确保所有代工产品均通过公司检测后方可进入销售体系。2010 年起，公司从传统制造型企业转型，开始尝试 OEM 轻资产模式，自身聚焦于品牌运营和研发，助力公司快速拓展全国市场。

2024 年公司财报显示的板材销售量和生产量分别为 3212 和 193 万张，自产比例约 6%，以 OEM 代工为主的生产模式使得公司在收入确认上存在 A 类（经销商渠道）和 B 类（品牌授权模式）两种方式，A 类销售按装饰材料的实际销售价格、采购价格确认收入、成本，而 B 类销售仅收取品牌授权费（具体资金流动差异见图表 3）。



图表2：2011-2024 年公司财报显示的板材生产销售情况和自产比例变化



来源：公司财报、国金证券研究所

图表3：OEM 代工情形下，公司装饰材料销售具有两种模式

A类-经销商渠道

B类-品牌授权模式



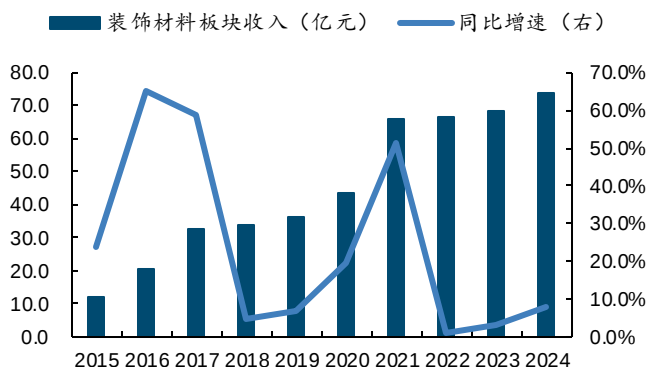
来源：公司财报、云峰新材招股说明书、国金证券研究所

基于前述商业模式，公司在财务表现上呈现 3 个特征：

- 第一，报表收入未能完全反映实际销售规模，毛利额更具参考价值。在装饰材料业务中（以 B 类品牌授权模式为主），无论产品通过 A 类（全额确认）或 B 类（品牌授权）模式销售，其产品质量、供应链及销售渠道均保持一致。由于 B 类模式下仅按授权费确认收入，导致同等产品销量在报表端的收入呈现被低估，其年度波动易受 A/B 类销售结构变化的影响。但从业务实质看，两类模式的利润核心均体现为品牌授权收益，因此，装饰材料业务的毛利额变动比报表收入指标更能真实反映终端销售情况，以 2022-2024 年为例，装饰材料业务的报表收入增速分别为+1%、+3%、+8%，而毛利增速分别为+17%、+7%、+11%。为更准确衡量业务规模，后文分析中将把 B 类品牌使用费按合理比例还原为 A 类口径收入，以实现跨期可比与实际销售趋势的准确判断。
- 第二，现金流稳健，资本开支少，自由现金流充裕。公司生产模式极致轻资产，2024 年板材自产比例仅 6%，资本开支可控，固定资产占总资产比重常年维持在 7-11%。叠加其业务以经销渠道为主、直销大 B 占比较低，回款质量良好，共同支撑了稳定的经营性现金流。在低资本开支与健康现金流的共同作用下，公司持续保持充沛的自由现金流，具备较强的财务韧性和股东回报能力。
- 第三，利润率稳定，高周转推动高 ROE 表现。公司在装饰材料业务中凭借品牌与渠道优势，拥有较强的议价能力。2020-2024 年装饰材料 A 类销售毛利率稳定在 10%-11% 区间，即便在行业需求承压阶段仍能保持基本稳定。由于公司不直接参与生产环节，更多精力专注于供应链管理与终端网络建设，依托信息化与物流平台优化运营效率，实现了与供应商和经销商的高效协同。在高周转的驱动下，公司整体 ROE 水平持续保持在较高区间，2020-2024 年平均 ROE 为 24.2%。实际上近几年公司净利率还受到裕丰汉唐减值（商誉+应收坏账）的影响，真实装饰材料业务的 ROE 表现高于财报数值。

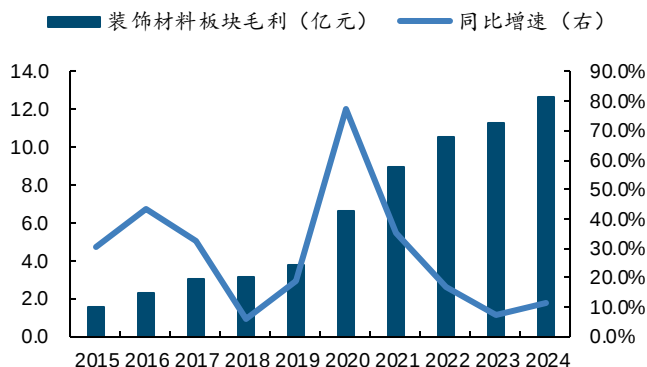


图表4：2015-2024 年公司装饰材料板块收入及增速



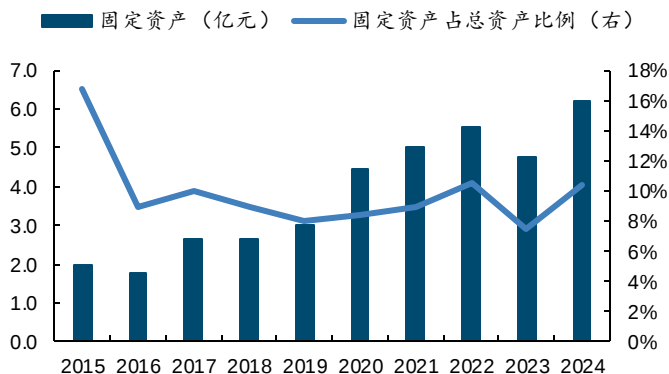
来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表5：2015-2024 年公司装饰材料板块毛利及增速



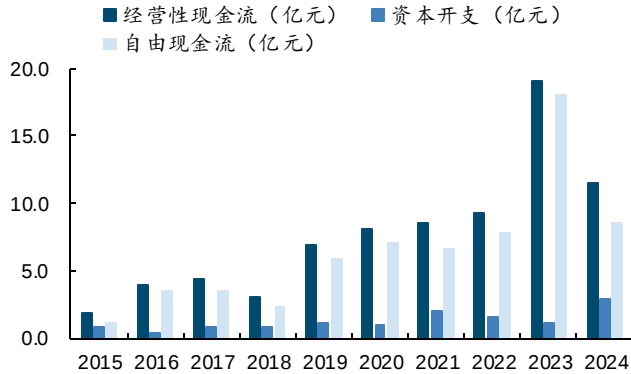
来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表6：2015-2024 年公司固定资产及其占总资产比例



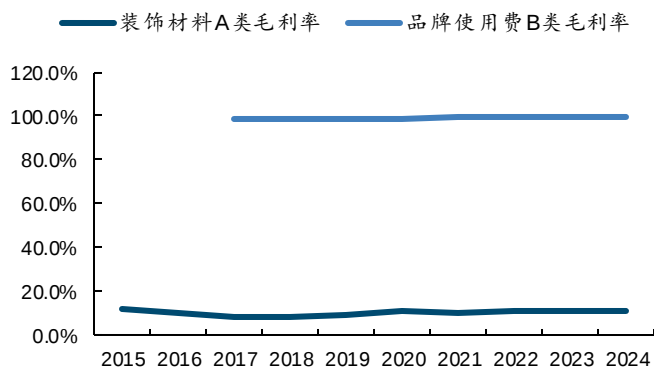
来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表7：2015-2024 年公司经营性现金流和资本开支



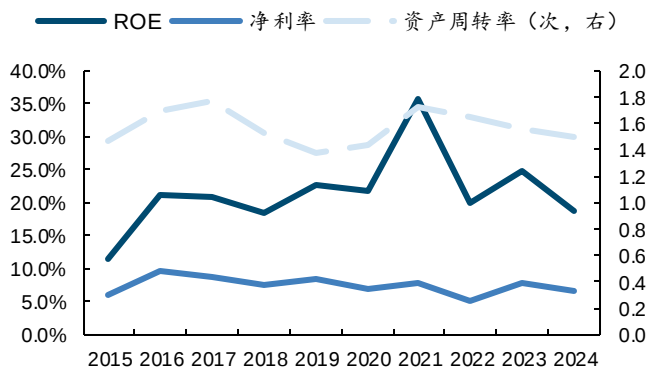
来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表8：2015-2024 年公司装饰材料 A 类和 B 类毛利率



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表9：2015-2024 年公司 ROE、净利率和资产周转率



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

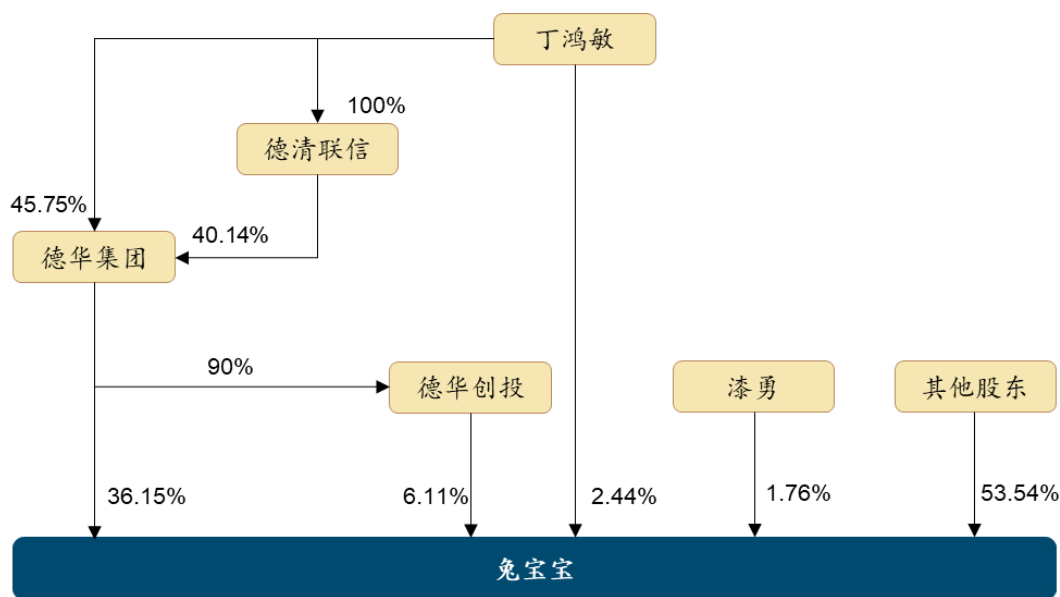


（二）股权结构清晰稳定，员工激励持续轮动

股权结构清晰稳定。公司控股股东为德华集团，实际控制人为董事长丁鸿敏先生。截至2025年6月末，丁鸿敏先生直接持有上市公司2.44%的股份，并通过德华集团及德华创投间接控制公司42.26%的股权，股权结构清晰稳定。自2017年受让万向三农所持德华集团股权后，丁鸿敏先生对集团的控股比例显著提升。

员工激励持续轮动。公司长期以来重视与员工共享发展成果，构建了覆盖广泛、长期连续的激励体系。早在2014年与2017年，公司即实施了两期限制性股票激励计划，对象涵盖董事、高管及核心技术骨干。2020年以来，公司进一步加大激励力度与覆盖广度，连续推出多期员工持股与股权激励方案，并将范围扩展至裕丰汉唐、恒基伟业、家居销售公司等下属业务单元。相关激励计划的业绩解锁条件较高，不仅有效提升了核心骨干的积极性与协同效率，也强化了装饰材料与定制家居“双轮驱动”战略的落地执行。

图表10：公司股权结构（截至25H1）



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表11：公司过往开展的股权激励和员工持股计划

	限制性股票激励计划	2017年限制性股票激励	第一期员工持股计划	第二期员工持股计划	2021年限制性股权激励
首次公告日	2014/1/3	2017/2/16	2020/10/9	2021/11/23	2021/11/23
股数（万股）	1425	3500	1549.4	1117	3000
占当时总股本	3.03%	4.23%	2.00%	1.50%	4.03%
价格（元/股）	1.95	5.94	5.25	5.01	5.01
资金（万元）	2778.75	20790	8134.35	5596.17	15030
股票来源	向激励对象非公开发行股票	向激励对象定向发行的股票	公司回购专用账户	公司回购专用账户	向激励对象定向发行A股
激励对象	49人，董监高6人+其他核心管理及技术人员43人	490人，董监高5人+其他核心管理及技术人员485人	240人，董监高9人+核心骨干及其他员工231人	74人，董监高9人+核心骨干及其他员工65人	461人，漆勇+核心管理及技术（业务）人员460人
解锁条件	以2013年为基数，2014-2016年净利润增长率不低于40%、75%、110%，净资产收益率绝对额增加不低于0.7%、1.3%、1.9%。	以2016年为基数，2017-2019年净利润增长率不低于30%、60%、90%，营业收入增长率不低于40%、85%、135%。	以2019年扣非净利润为基数，2020-2022年净利润增速分别不低于30%、60%、90%。	以2021年扣非净利润为基数，2022-2024年净利润增速分别不低于20%、35%、50%。	以2021年扣非净利润为基数，2022-2024年净利润增速分别不低于20%、35%、50%。

来源：公司公告、国金证券研究所



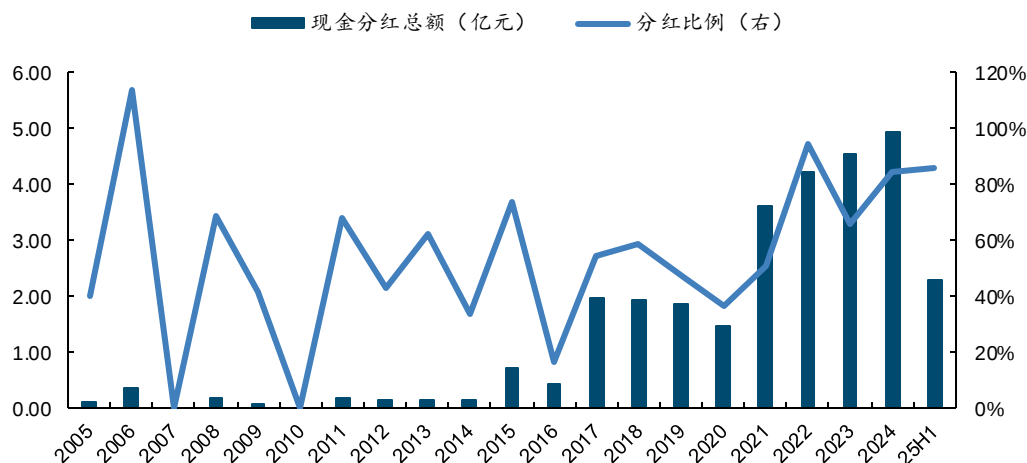
（三）重视股东回报，高分红与注销式回购并举

公司长期以来积极回馈股东，通过稳定的高比例现金分红与持续开展的注销式回购，形成有效的股东回报机制。

- 现金分红水平高且政策稳定。2005-25H1 公司累计现金分红达 29.4 亿元，上市以来的累计分红率为 61%，派息融资比为 178%，分红大幅超过股权募资额。2021-2024 年分红金额持续攀升，分别为 3.6 亿元、4.2 亿元、4.6 亿元和 4.9 亿元，分红率分别为 51%、95%、66%、84%，25H1 公司分红 2.3 亿元，分红率 86%，维持在较高比例。
- 常态化实施注销式回购，优化股东权益。根据 Wind，公司历史上共开展 12 次股份回购，其中 7 次用于股权激励注销，5 次用于市值管理或其他回购目的。截至 2025 年 8 月末，累计回购股份 17035 万股，总金额约 12.9 亿元；其中已注销股份 13305 万股，对应金额约 9.9 亿元，有效提升每股收益水平。

截至 2025 年 8 月末，公司累计通过分红与回购返还股东总额达 42.3 亿元，占 2005 年以来累计归母净利润的 87%，充分体现公司对股东回报的高度重视，其背后依托的是公司轻资产模式下充沛且稳定的自由现金流，为持续回报股东提供了坚实保障。

图表12：2005-25H1 公司现金分红情况



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

图表13：公司历史回购情况（不含股权激励注销用途）

回购目的	市值管理	市值管理	市值管理	股权激励或员工持股	其他回购目的
回购预案日	2018/2/8	2018/7/13	2020/12/24	2020/1/7	2024/1/6
最新公告日	2018/7/18	2019/2/23	2021/7/20	2023/3/8	2024/3/30
回购方式	集中竞价交易				
已回购数量（万股）	3219.2	3093.6	3083.4	2667.1	1063.3
占总股本比例（%）	3.88	3.73	3.72	3.21	1.28
已回购金额（亿元）	3.00	1.70	2.99	2.00	1.00
股份注销数量（万股）	3219.2	3093.6	3083.4	0.7	
股份注销日期	2018/7/16	2019/2/22	2021/7/16	2023/3/6	

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

注：上述梳理不包括股权激励注销用途的股份回购



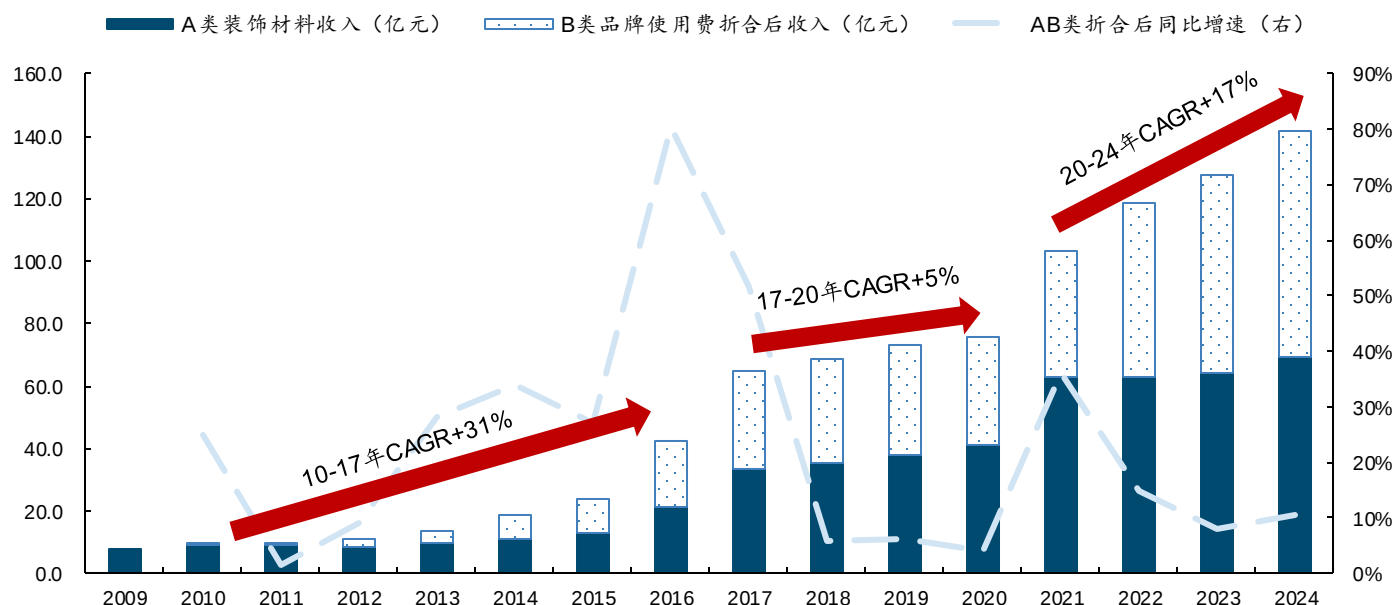
二、装饰材料为主：主业增长稳定，家具厂渠道推动新一轮成长

（一）装饰材料增长稳定，渠道变革推动新一轮成长

自 2010 年起，公司逐步由传统制造型企业向轻资产运营模式转型，积极尝试 OEM 生产方式，加速全国市场布局。我们将 B 类品牌使用费按合理比例还原为 A 类收入（2016-2019 年参考财报的还原后收入，其他年份折算系数为 2016-2019 年的平均值），转型后的 15 年间装饰材料主业始终保持稳健增长，未出现过年度下滑，2010-2024 年公司 AB 类折合后装饰材料收入 CAGR+21%。尤为可贵的是，在 2021 年后地产需求整体下行的背景下，公司仍保持增长韧性，并迈入新一轮成长期。我们将其发展历程划分为以下三个阶段：

- 商业模式重塑与全国拓展阶段（2010-2017 年）：公司自 2005 年启动销售模式转型，重点推进专卖店体系建设与产品结构升级，逐步实现渠道由批发向零售的扁平化转变。2010 年起，公司进一步推进生产模式转型，尝试 OEM 轻资产运营，助力全国市场快速扩张。该阶段，公司依托零售分销与 OEM 模式实现跨区域发展，专卖店数量由 2006 年的 20 余家增长至 2010 年的 500 余家，再迅速扩张至 2017 年的 3000 多家（现已超过 6000 家），2010-2017 年 AB 类折合后装饰材料收入 CAGR+31%。
- 成品化与精装化冲击下的增速放缓阶段（2017-2020 年）：伴随消费结构变化与家装成品化趋势加强，装饰板材行业迎来深刻变革。新一代消费者偏好一站式解决方案，推动定制家居行业兴起，对传统板材零售市场形成挤压。同时，精装房渗透率持续提升，标配厨卫设施带动部分零售需求转向工程端，进一步强化成品化趋势。此阶段公司仍主要依赖零售渠道，多元化渠道尚未形成规模，增长有所放缓，2017-2020 年 AB 类折合后装饰材料收入 CAGR+5%。
- 多元化渠道变革后的新成长阶段（2020 年至今）：面对行业变化，公司于 2020 年推动渠道体系改革，陆续成立多家销售分公司，实施属地化管理与本地团队建设，增强对经销商的支持与管控。同时，公司积极拓展家具厂、家装公司及工装项目等多元化渠道，加快填补空白市场和下沉乡镇区域。随着以家具厂为代表的小 B 渠道逐步放量，装饰材料业务重回较快增长轨道，2020-2024 年 AB 类折合后装饰材料收入 CAGR 回升至+17%。

图表14：2009-2024 年公司装饰材料业务收入 AB 类折合后的收入及增长情况



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

注：具体业务占比及相关假设参考下表



图表15：2009-2024 年公司装饰材料业务收入 AB 类具体拆分（单位：亿元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
装饰材料-A 类	7.8	9.3	8.9	8.6	9.7	11.1	13.0	21.4	33.6	35.3	38.1	41.2	63.2	62.6	64.2	69.1
板材	6.1	7.0	6.4	6.2	7.3	8.9	11.0	18.8	29.0	29.5	31.8	33.8	45.7	44.8	44.3	47.7
其他装饰材料	1.7	2.3	2.5	2.5	2.4	2.2	1.9	2.6	4.5	5.8	6.3	7.4	17.5	17.8	19.9	21.4
品牌使用费-B 类	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	1.5	2.2	2.3	2.3	2.4	2.8	3.9	4.4	5.0
板材品牌使用费												2.3	2.6	3.8	4.3	4.9
品牌使用费-B 类折合后	0.0	0.5	1.0	2.2	4.2	7.4	10.6	21.2	31.0	33.2	34.8	34.5	39.8	55.8	63.6	72.2
折算系数（倍）	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.2	13.9	14.5	14.9	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
装饰材料-AB 类折合后	7.8	9.7	9.9	10.8	13.8	18.5	23.6	42.6	64.6	68.5	72.8	75.7	103.0	118.5	127.9	141.3
同比增速-AB 类折合后		25%	1%	9%	28%	34%	27%	81%	52%	6%	6%	4%	36%	15%	8%	11%
A 类占比	100%	95%	90%	80%	70%	60%	55%	50%		52%	52%	54%	61%	53%	50%	49%

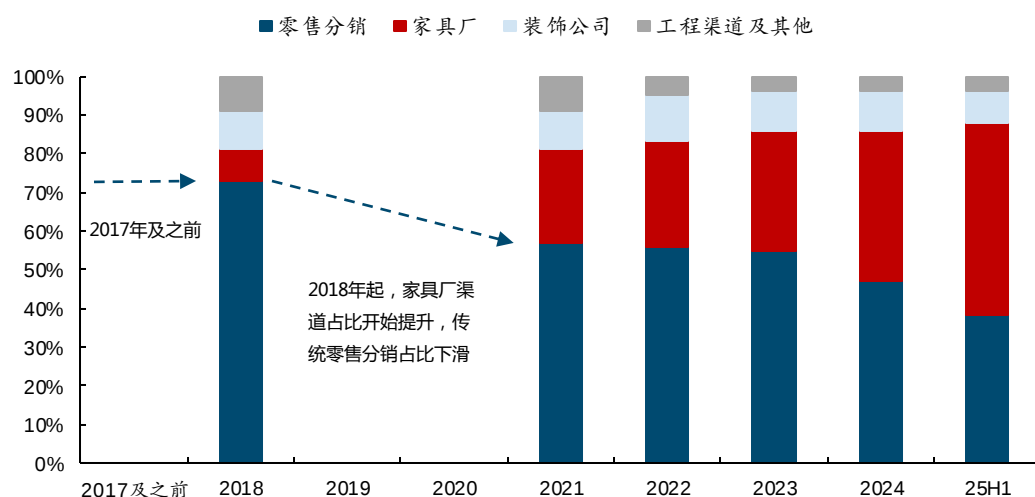
来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

注：公司 2010 年开始做 OEM 轻资产模式，2016 年首次披露品牌使用费收入，2009-2015 年品牌使用费收入为我们对 A 类占比假设的反推值；品牌使用费绝大部分来自板材业务的销售，定制家居板块的占比低，因此我们做 AB 类收入折合时忽略这部分影响

中小家具厂渠道已成为公司当前及未来最重要的增长引擎。从公司装饰材料业务各渠道结构的历史演变来看，2017 年及以前以传统门店零售为主导；2018 年起，家具厂渠道占比开始稳步提升，但零售分销仍为收入主要来源。至 2021 年，家具厂渠道逐步形成规模，并进入加速发展期。2021-2024 年，公司装饰材料业务中家具厂渠道占比分别 24%、27%、31%、39%，我们以 AB 类折合后装饰材料总收入乘以家具厂渠道占比进行测算，2022-2024 年家具厂渠道收入增速分别约 29%、24%、39%，目前公司合作的家具厂数量已突破 20000 家，快速放量有力推动整体装饰材料业务迈入新一轮成长期。

在渠道管理方面，公司对数据统计方式进行了优化，现已全面采用渠道“专供板”作为统计依据，取代以往依赖门店上报的传统方式，提升了数据的准确性与系统性。截至 2025 年上半年，分销渠道占比为 38.5%（其中乡镇渠道占 8.9%），家具厂渠道已跃居首位，占比达 49.6%，家装公司与工装渠道分别占 8.1%和 3.8%，多元化渠道变革顺利。

图表16：2018-25H1 公司装饰材料业务各渠道占比变化



来源：公司投资者关系活动记录表、国金证券研究所

“高性价比”与“个性化定制能力”是中小家具厂渠道的竞争优势。市场常将中小家具厂渠道的增长简单归因于“消费降级”，但我们认为，终端消费者的决策逻辑正趋于复合化——价格是重要考量，但产品品质、设计灵活性及定制需求的充分满足同样构成关键选择依据。在板材加工设备国产化水平持续提升、家装行业信息差逐步消解的背景下，中小家具厂凭借更灵活的供应链与成本控制能力，正成为越来越多消费者的理性选择。下游定制格局的分散化，反而有利于兔宝宝（板材）与悍高（五金）等在产品标准化、品牌认知及渠道管控方面具备优势的上游材料企业持续提升市占率。

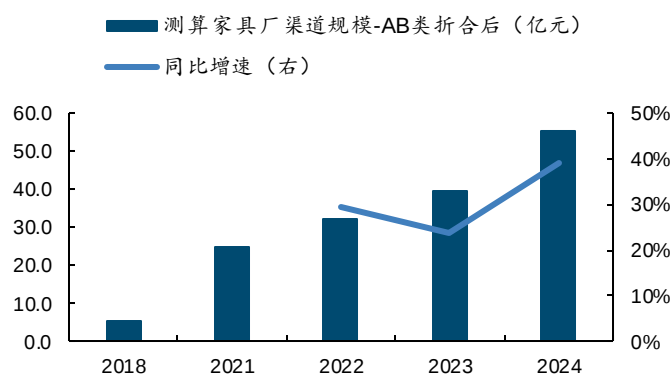


从装饰板材行业格局看，公司目前市占率仍低。根据智研产业研究院，2023 年全国装修板材市场规模约 1778.5 亿元，再结合各板材公司财报及招股说明书，我们测算，2024 年兔宝宝、千年舟、莫干山等头部板材品牌的市占率分别约为 8%、5%和 3%，反映行业整体仍处于高度分散状态。未来进一步打开公司市占率天花板，尤其在核心渠道——家具厂领域，需从“广度”与“深度”两个维度共同发力：

- 拓展合作广度：全国家具厂数量超过 80000 家，按照当前 20000 多家的家具厂合作数量，公司目前覆盖率仅约 25%，大量区域性和小微家具厂仍属空白市场，渠道外延潜力充足。
- 加强合作深度：当前家具厂渠道中，颗粒板用量已超越多层板与生态板，成为主流基材。公司今年针对性加强颗粒板品类布局，推出的“彩臻板”系列因质价比突出、花色丰富，获得市场高度认可，上半年销量已达约 600 万张，接近去年全年水平。公司搭建多层板、生态板、颗粒板多基材家具板以及搭配 PET 门板、五金等专供产品体系，加强家具厂的配送和售后服务能力，持续巩固合作深度。

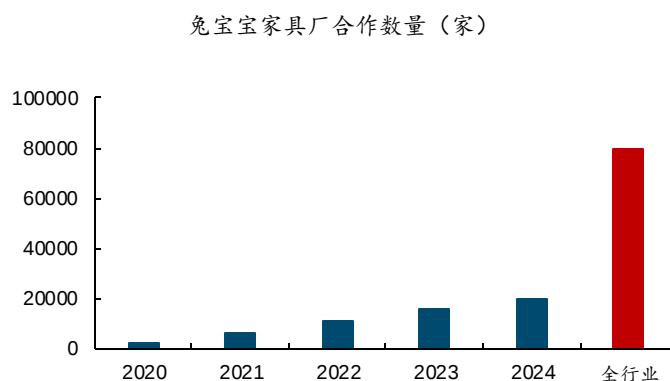
图表17：2018-2024 年公司家具厂渠道收入及增速

图表18：2020-2024 年公司家具厂合作及全行业数量



来源：公司财报、公司公告、国金证券研究所

注：结合装饰材料 AB 类折合后收入和渠道占比进行测算，可能有误差



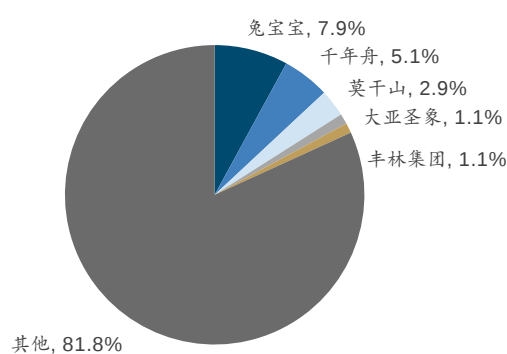
来源：公司财报、公司公告、国金证券研究所

图表19：公司家具厂渠道新品类——兔宝宝彩臻板

图表20：2024 年装饰板材市场集中度



来源：公司官方微信公众号、国金证券研究所



来源：Wind、智研产业研究院、云峰新材招股说明书、千年舟招股说明书、千年舟公开转让说明书、国金证券研究所

（二）“板材+”战略布局配套材料，股权合作加速上下游产业链整合

除了核心板材业务外，公司围绕“板材+”配套战略，积极推进其他装饰材料的产品布局与供应链整合，逐步构建起以饰面纸、封边条、科技木皮、胶粘剂、石膏板、五金等为核心的辅材产品矩阵，与主业形成深度协同，有效优化了公司整体产品结构，并对装饰材料业务的毛利率提升形成持续贡献。从板材功能属性看，其核心价值主要体现在环保性与装饰性两大维度。环保性能的关键在于甲醛控制，主要源自胶粘剂配方与工艺；装饰性能则依赖饰面纸的质感与压贴技术。公司将这两大高附加值环节纳入自主掌控范围，不仅强化

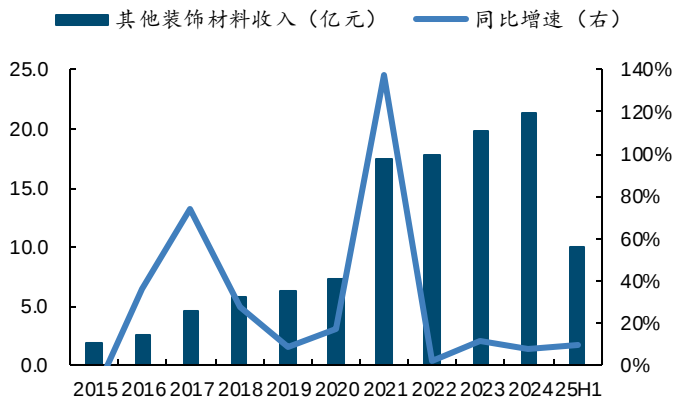


了对终端产品品质的管控能力，也通过纵向一体化延伸增厚了收入与利润空间。

在供应链体系建设方面，公司于2022年成立德华兔宝宝供应链管理有限公司，推进平台信息化升级，强化与供应商、经销商之间的协同效率与响应机制。在此基础上，公司进一步提出“大供应”理念，整合板材与家居业务间的供应渠道，实现资源共享与流程优化，有效压缩供应链层级，提升整体运营效率。2024年公司其他装饰材料业务实现收入21.4亿元，同比+8%；25H1实现收入10.1亿元，同比+10%，展现出稳健增长态势。

图表21：公司其他装饰材料销售品类图例

图表22：2015-25H1 公司其他装饰材料收入及增速



来源：公司官网、国金证券研究所

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

通过股权合作，加速上下游产业链整合。截至25H1，公司产业链相关股权投资包括大自然家居（地板）、佳饰家新材料（饰面纸）、悍高集团（家居五金）、联翔智能家居（墙布窗帘）、豪德数控（家具机械设备）、喜尔康智能家居（卫浴洁具）等。其中，悍高集团、联翔股份为A股主板上市公司，豪德数控北交所IPO获受理，佳饰家和喜尔康在上市辅导备案阶段。我们推测，未来股权合作或将延伸向压贴厂、封边皮、基材厂等装饰材料上下游各环节企业，进一步加速产业链资源整合。

图表23：公司上下游产业链的相关股权投资梳理（不完全）



来源：公司财报、各公司官网、国金证券研究所



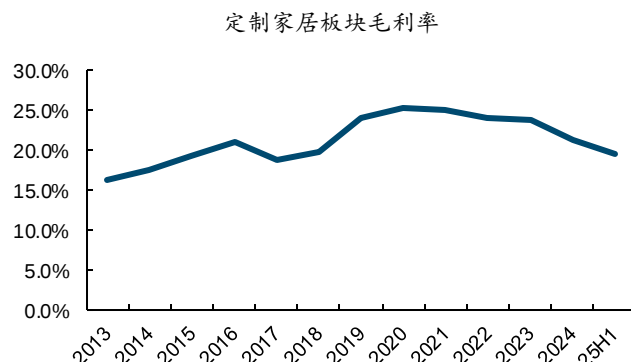
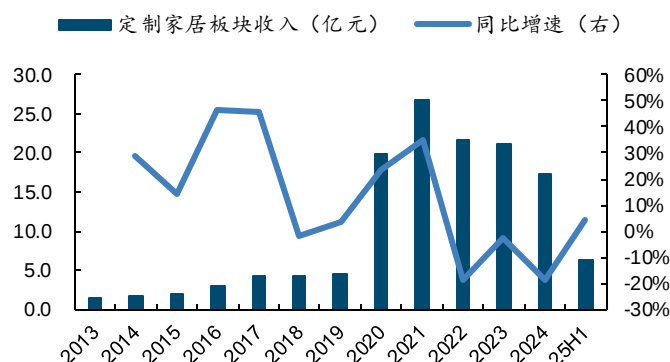
三、定制家居为辅：C 端定制平稳增长，B 端负面影响进入尾声

基于公司在环保健康板材领域的性能优势与品牌积淀，为全面响应客户多样化的产品需求，公司积极向下游家居产业延伸，布局柜类、地板、木门等多类产品。其中，兔宝宝全屋定制在环保品质、产品设计及加工工艺等方面表现突出。依托公司在多基材制造与加工方面的综合能力，结合地板、木门以及木饰面墙板的生产和供应链优势，公司逐步构建起真正具备个性化定制能力的木作家居产品体系。

在定制家居业务方面，公司打造“C 端零售+B 端工程”双轮驱动的战略。C 端以兔宝宝本部家居业务为主，保持稳健增长态势；B 端则依托 2020 年收购的裕丰汉唐开展相关业务。收购完成后，公司定制家居业务规模实现快速提升。2021 年以来，公司对 B 端家居业务主动控规模降风险。目前来看，裕丰汉唐的应收与商誉计提影响已逐步进入尾声。

图表24：2013-25H1 公司定制家居业务收入及增速

图表25：2013-25H1 公司定制家居业务毛利率



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

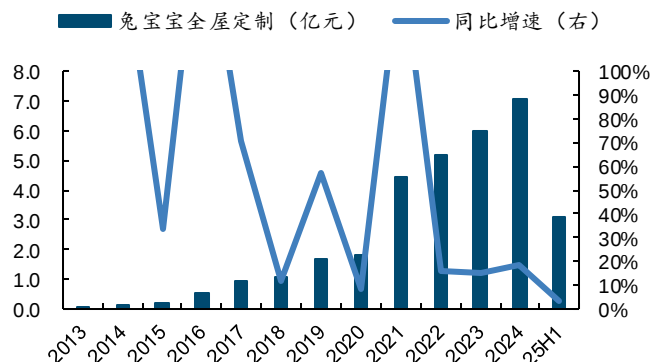
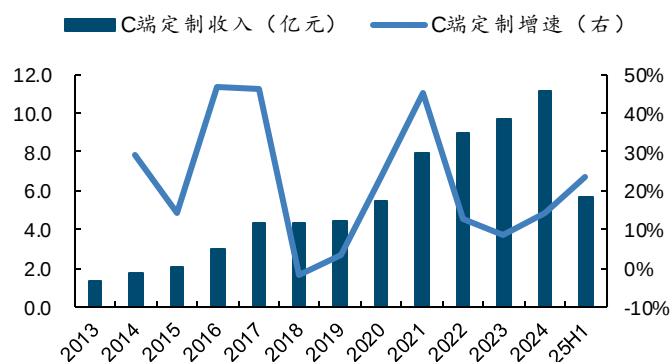
(一) C 端定制平稳增长，打造区域性强势品牌

我们以公司定制业务总收入中剔除 B 端裕丰汉唐业务后的部分，作为兔宝宝 C 端本部家居业务收入的衡量标准。公司 C 端定制近年来保持稳健增长，2024 年实现收入 11.1 亿元，同比+14%，25H1 收入 5.7 亿元，同比+23%。截至 2025 年 6 月，公司已建立起覆盖全国 1808 家定制家居专卖店的终端网络，具体来看，家居综合店达 329 家，全屋定制门店 321 家，地板专卖店 134 家，木门专卖店 77 家，易装定制门店 947 家（易装自 2025 年起并入家居公司统一运营）。在公司战略层面，兔宝宝 C 端定制业务定位清晰，聚焦两大方向：一是坚持中高端产品路线，依托其在高端环保板材方面的核心优势，加快推进以全屋定制为核心的健康家居门店体系建设；二是深耕华东核心区域，并逐步向周边地区及外围省会城市有序拓展，持续提升市场覆盖密度与品牌影响力。

其中，全屋定制体系自启动运营以来保持快速增长，2016-2024 年营业收入 CAGR 达+38%，2024 年实现收入 7.1 亿元，同比+18%，占 C 端定制业务总收入的 64%。随着近年规模逐步形成，该业务已逐步迈入稳健、良性增长阶段。

图表26：2013-25H1 公司 C 端定制收入及增速

图表27：2013-25H1 公司 C 端全屋定制收入及增速



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所



图表28：2020-25H1 公司定制家居板块门店数量变化（单位：家）

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
定制家居专卖店	1407	1704	1626	1691	1807	1808
家居综合店	232	305	334	350	341	329
其中含全屋定制的门店			235	257	254	245
全屋定制	171	229	176	203	286	321
易装定制	632	797	853	909	959	947
地板店	265	276	193	157	146	134
木门店	107	97	70	72	75	77

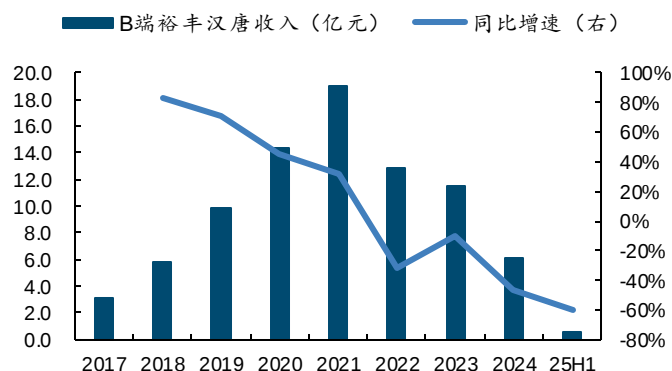
来源：公司财报、国金证券研究所

（二）B 端定制拖累减少，控规模降风险谋转型

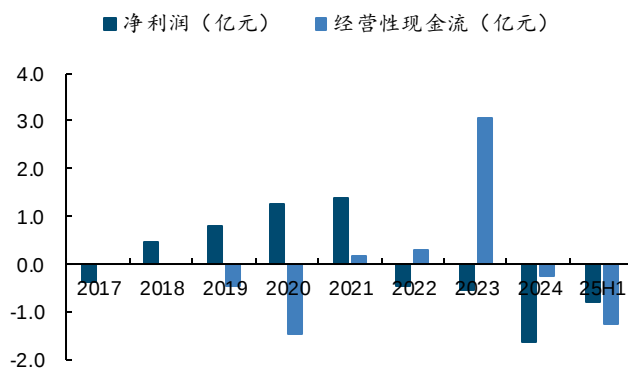
截至 2025 年 6 月末，公司对裕丰汉唐的持股比例由 95%提升至 100%。未来该业务将以“控规模、降风险、谋转型”为经营主基调，重点聚焦优质地产客户，并积极发展工程代理业务，依托公司渠道资源提升工程代理商收入占比。2024 年，裕丰汉唐实现收入 6.1 亿元，同比-47%，净利润为-1.63 亿元；25H1 收入 0.5 亿元，同比-60%，净利润为-0.8 亿元。其亏损主要来源于历史应收账款的坏账减值。此外，随着业务规模收缩，公司针对裕丰汉唐计提的商誉减值也对合并报表利润形成拖累，截至 25H1，相关商誉减值准备累计达 2.5 亿元，剩余商誉净值约 2 亿元。目前，裕丰汉唐业务下滑及减值已接近尾声，预计后续其拖累消除后，公司装饰材料业务与 C 端定制业务的真实经营表现将更为清晰显现。

图表29：2017-25H1 公司 B 端裕丰汉唐收入及增速

图表30：2017-25H1 公司 B 端裕丰汉唐净利润及现金流



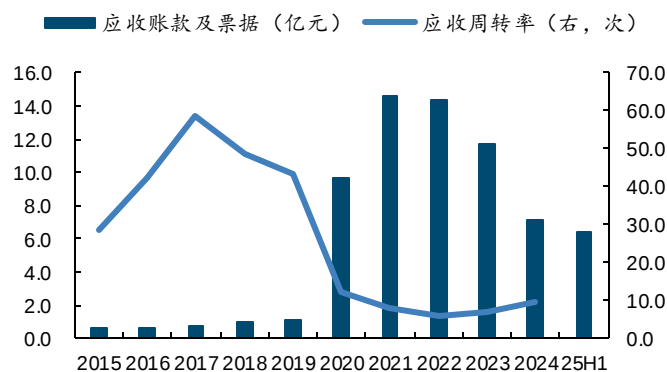
来源：公司财报、公司公告、国金证券研究所



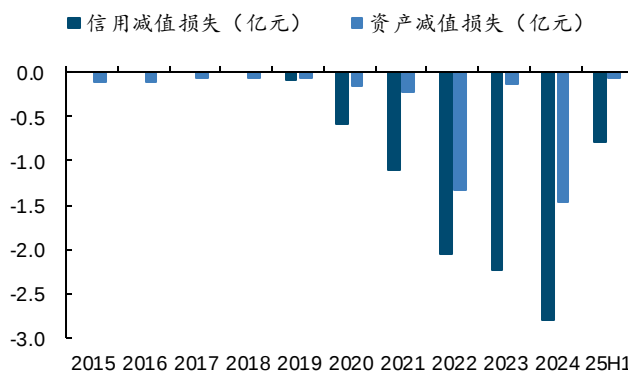
来源：公司财报、公司公告、国金证券研究所

图表31：2015-25H1 公司应收项目及周转率

图表32：2015-25H1 公司资产减值和信用减值



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测与关键假设

渠道变革推动新一轮成长，公司目前市占率仍低，板材主业长期成长空间大，“板材+”战略布局配套材料，股权合作加速上下游产业链整合。我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 85.9、93.5、102.0 亿元，同比-6.5%、+8.8%、+9.1%，综合毛利率分别为 18.8%、18.9%、19.0%，具体到各块业务收入和毛利率假设如下：

- **装饰材料业务：**包含装饰材料 A 类（板材+其他装饰材料）和品牌使用费 B 类，前文已经介绍过公司的收入确认机制，A 类和 B 类结构的调整会大幅影响装饰材料业务的收入增速，但不影响毛利额，因此，我们将板块打包为整体来看、不考虑 AB 类结构调整对收入增速的影响。渠道今年重心在于去库，去库过程中会有出厂发货和终端销售的差异，当前库存去化节奏良好，明后年的库存压力大幅减轻，伴随家具厂渠道的开拓和深化，我们预计 2025-2027 年装饰材料 A 类收入增速分别为-5%、+9%、+9%，品牌使用费 B 类的增速分别为-5%、+9%、+9%，品牌使用费 B 类的毛利率稳定，我们预计品牌使用费 B 类 2025-2027 年毛利率分别为 99%、99%、99%，“板材+”战略持续提升辅材的配套率，附加值相对基材本身会更高，因此我们预计装饰材料 A 类 2025-2027 年毛利率分别为 12%、12%、12%，较近几年有所提升。
- **定制家居业务：**C 端平稳增长，其中全屋定制致力于打造华东区域强势品牌，易装业务重新划分到家居板块后、作为全屋定制在非核心区域的补充，我们预计 C 端本部定制 2025-2027 年收入分别为 12.2、13.7、15.3 亿元，同比+10%、+12%、+12%；B 端裕丰汉唐控规模降风险谋转型，我们预计 2025-2027 年收入分别为 2.7、2.5、2.5 亿元，同比-55%、-10%、+0%。毛利率方面，C 端规模增长、B 端低毛利地产业务收缩，都将助力定制家居板块整体毛利率保持微增趋势，我们预计 2025-2027 年定制家居板块毛利率分别为 22%、23%、23%。
- **其他业务：**体量占比较小，我们预计收入和毛利率维持不变。

图表33：分业务收入和毛利率拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、装饰材料（亿元）	62.6	64.2	69.1	65.7	71.6	78.0
同比增速	-1%	3%	8%	-5%	9%	9%
毛利率	11%	11%	11%	12%	12%	12%
2、品牌使用费（亿元）	3.9	4.4	5.0	4.8	5.2	5.7
同比增速	40%	14%	14%	-5%	9%	9%
毛利率	99%	99%	99%	99%	99%	99%
3、定制家居（亿元）	21.8	21.2	17.2	15.0	16.1	17.8
同比增速	-19%	-3%	-19%	-13%	8%	10%
毛利率	24%	24%	21%	22%	23%	23%
C 端本部定制（亿元）	8.9	9.7	11.1	12.2	13.7	15.3
同比增速	11%	8%	15%	10%	12%	12%
毛利率	21%	23%	21%	22%	23%	23%
B 端裕丰汉唐（亿元）	12.8	11.5	6.1	2.7	2.5	2.5
同比增速	-32%	-11%	-47%	-55%	-10%	0%
毛利率	26%	25%	22%	22%	23%	23%
4、其他业务（亿元）	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
同比增速	-30%	-10%	-30%	0%	0%	0%
毛利率	36%	29%	49%	49%	49%	49%
营业总收入（亿元）	89.2	90.6	91.9	85.9	93.5	102.0
同比增速	-5%	2%	1%	-6%	9%	9%
毛利率	18%	18%	18%	19%	19%	19%

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所



其他关键假设：

(1) 公允价值变动：2021 年，公司下属德华兔宝宝投资管理有限公司战略性投资悍高集团 6000 万元，当前公司对悍高集团的持股比例为 1.85%，结合悍高集团上市以来平均市值和公司持股比例，并给予 75% 的限售股流动性折扣率，我们预测今年悍高集团股权的公允价值变动为 2.5 亿元；

(2) 资产减值损失和信用减值损失：主要来自裕丰汉唐，2024 年，裕丰汉唐实现收入 6.1 亿元，同比-47%，25H1 收入 0.5 亿元，同比-60%，截至 25H1，其相关商誉准备累计达 2.5 亿元，剩余商誉净值约 2 亿元，由于收入下滑，我们预计今年还将继续计提商誉减值准备。信用减值主要来自历史应收账款的坏账减值，应收账款余额和账龄结构，我们预计 2025-2027 年信用减值损失分别为-0.72、-0.6 亿元。目前，裕丰汉唐业务下滑及减值已接近尾声，预计后续其拖累消除后，公司装饰材料业务与 C 端定制业务的真实经营表现将更为清晰显现。

图表34：其他关键假设（公允价值变动、资产减值损失、信用减值损失等）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动（亿元）	0.1	0.0	-0.1	2.5	0.0	0.0
资产减值损失（亿元）	-1.3	-0.1	-1.5	-1.5	0.0	0.0
信用减值损失（亿元）	-2.1	-2.2	-2.8	-2.2	-0.7	-0.6

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

（二）投资建议及估值

公司作为人造板行业龙头，打造了板材轻资产运营的典范，长期价值显著。装饰材料主业在地产需求整体下行的背景下，仍保持了增长韧性，渠道变革推动新一轮成长期，中小家具厂渠道已成为公司当前及未来最重要的增长引擎。我们选取渠道结构类似的北新建材、伟星新材，以及同为产业链上下游的悍高集团、欧派家居、索菲亚作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.0、9.0、10.0 亿元，当前股价对应 PE 为 12.8、11.3、10.2 倍，参考可比公司估值，给予 2026 年 15 倍 PE，对应目标价 16.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值

	最新收盘价（元）		EPS（元/股）				PE（倍）		
	2025.10.27	2022	2023	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
北新建材	23.65	1.86	2.09	2.16	2.45	2.63	10.95	9.65	8.98
伟星新材	10.31	0.82	0.90	0.61	0.57	0.64	16.90	18.15	16.13
悍高集团	61.15	0.57	0.92	1.48	1.77	2.24	41.32	34.62	27.28
欧派家居	53.82	4.41	4.98	4.29	4.48	4.73	12.55	12.03	11.39
索菲亚	12.61	1.17	1.38	1.43	1.34	1.46	8.82	9.42	8.64
平均值							20.43	18.61	15.95
兔宝宝	12.34	0.58	0.84	0.71	0.97	1.09	17.38	12.78	11.35

来源：Wind、国金证券研究所

注：除兔宝宝、北新建材、欧派家居、索菲亚为国金证券研究所最新外发报告盈利预测以外，其余公司 EPS 选取 Wind 一致预期



五、风险提示

家具厂渠道拓展不及预期

中小家具厂渠道是未来最重要的增长引擎，家具厂客户通常具有定制化需求高、对交货周期和稳定性要求严格等特点。这要求公司必须具备强大的供应链组织能力、高效的物流配送体系以及灵活的客户服务团队。若公司的服务响应速度、产品一致性或稳定性无法满足家具厂客户的需求，将导致客户粘性不足，难以实现深度渗透和可持续的销售增长。

人造板及家居行业竞争超预期

除传统胶合板厂商外，公司还面临颗粒板厂商和大型定制家居企业的竞争。以颗粒板厂商为例，万华禾香板等企业持续扩大颗粒板产能，推出新品例如 MDI 无醛板等，若行业竞争加剧，竞争对手争夺市场份额而发起持续性价格战，公司为维持份额可能被迫跟进，从而影响整体盈利水平。

地产需求下行超预期

终端需求与地产景气度紧密相关，若地产需求持续低迷，将直接影响公司主业收入。此外，子公司裕丰汉唐大宗业务受房企资金链拖累，过去几年计提大额坏账与商誉减值，进而影响公司整体业绩表现，若地产需求下行超预期，裕丰汉唐还将继续拖累公司经营表现。

定增限售股解禁

2023 年 4 月 10 日，公司向控股股东德华集团定向发行的股份上市，发行股票数量 7142.86 万股，最终募集资金 4.66 亿元。2026 年 4 月 10 日，定增限售股预计解禁，本次解禁股票数量占总股本的 8.61%。限售股进入市场流通后，可能对股价产生短期波动风险。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,917	9,063	9,189	8,594	9,346	10,201
增长率	1.6%	1.6%	1.4%	-6.5%	8.8%	9.1%
主营业务成本	-7,296	-7,394	-7,526	-6,976	-7,580	-8,266
%销售收入	81.8%	81.6%	81.9%	81.2%	81.1%	81.0%
毛利	1,621	1,669	1,663	1,617	1,766	1,935
%销售收入	18.2%	18.4%	18.1%	18.8%	18.9%	19.0%
营业税金及附加	-35	-44	-38	-36	-39	-43
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-328	-296	-316	-295	-321	-350
%销售收入	3.7%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-341	-265	-204	-190	-207	-226
%销售收入	3.8%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-71	-70	-65	-61	-66	-73
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	846	996	1,040	1,035	1,133	1,243
%销售收入	9.5%	11.0%	11.3%	12.0%	12.1%	12.2%
财务费用	-18	15	34	32	35	38
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-340	-236	-425	-370	-75	-61
公允价值变动收益	7	-1	-5	251	0	0
投资收益	32	76	104	54	58	64
%税前利润	5.2%	8.4%	13.0%	4.9%	4.7%	4.7%
营业利润	602	901	781	1,080	1,218	1,356
营业利润率	6.7%	9.9%	8.5%	12.6%	13.0%	13.3%
营业外收支	10	7	15	10	10	10
税前利润	612	908	796	1,090	1,228	1,366
利润率	6.9%	10.0%	8.7%	12.7%	13.1%	13.4%
所得税	-150	-197	-201	-273	-307	-342
所得税率	24.5%	21.7%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	462	710	595	818	921	1,025
少数股东损益	16	21	10	16	18	20
归属于母公司的净利润	445	689	585	801	902	1,004
净利率	5.0%	7.6%	6.4%	9.3%	9.7%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	462	710	595	818	921	1,025
少数股东损益	16	21	10	16	18	20
非现金支出	434	336	533	451	177	183
非经营收益	-73	-90	-89	-300	-20	-17
营运资金变动	111	954	113	-36	230	152
经营活动现金净流	934	1,910	1,152	933	1,308	1,342
资本开支	-143	-103	-286	-186	-211	-212
投资	332	108	80	0	0	0
其他	37	24	-928	54	58	64
投资活动现金净流	226	28	-1,135	-133	-152	-149
股权募资	0	463	0	0	0	0
债权募资	-697	-336	-40	-86	0	0
其他	-368	-516	-894	-566	-611	-658
筹资活动现金净流	-1,065	-389	-934	-652	-611	-658
现金净流量	104	1,552	-911	148	545	535

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	693	2,252	2,323	2,466	3,006	3,538
应收款项	1,525	1,253	767	462	345	342
存货	529	435	337	357	388	424
其他流动资产	140	97	69	71	76	82
流动资产	2,888	4,037	3,497	3,355	3,815	4,386
%总资产	54.9%	63.3%	59.1%	55.8%	58.1%	60.7%
长期投资	687	678	606	857	857	857
固定资产	566	511	693	746	789	822
%总资产	10.8%	8.0%	11.7%	12.4%	12.0%	11.4%
无形资产	880	873	729	652	710	759
非流动资产	2,369	2,342	2,423	2,654	2,754	2,834
%总资产	45.1%	36.7%	40.9%	44.2%	41.9%	39.3%
资产总计	5,256	6,379	5,919	6,010	6,569	7,220
短期借款	393	81	69	6	6	6
应付款项	1,777	2,328	2,060	2,058	2,236	2,439
其他流动负债	522	555	570	476	522	571
流动负债	2,692	2,964	2,700	2,540	2,764	3,016
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	86	70	58	29	25	22
负债	2,778	3,034	2,758	2,570	2,789	3,038
普通股股东权益	2,347	3,207	3,050	3,312	3,634	4,015
其中：股本	773	839	832	830	830	830
未分配利润	1,408	1,663	1,545	1,807	2,129	2,511
少数股东权益	131	138	112	128	147	167
负债股东权益合计	5,256	6,379	5,919	6,010	6,569	7,220

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.576	0.821	0.703	0.966	1.088	1.210
每股净资产	3.037	3.819	3.665	3.992	4.379	4.839
每股经营现金净流	1.208	2.275	1.385	1.124	1.577	1.618
每股股利	0.500	0.550	0.600	0.650	0.700	0.750
回报率						
净资产收益率	18.97%	21.50%	19.19%	24.20%	24.83%	25.01%
总资产收益率	8.47%	10.81%	9.89%	13.34%	13.74%	13.91%
投入资本收益率	22.15%	22.68%	24.02%	22.49%	22.41%	22.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.40%	1.63%	1.39%	-6.48%	8.76%	9.15%
EBIT 增长率	-6.99%	17.67%	4.44%	-0.48%	9.47%	9.74%
净利润增长率	-37.41%	54.79%	-15.11%	36.95%	12.59%	11.28%
总资产增长率	-6.34%	21.35%	-7.20%	1.53%	9.31%	9.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.7	50.5	36.5	26.0	22.0	22.0
存货周转天数	29.5	23.8	18.7	18.7	18.7	18.7
应付账款周转天数	61.4	75.8	83.7	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	22.7	19.2	24.6	27.7	26.4	24.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.12%	-64.91%	-71.29%	-71.49%	-79.37%	-84.46%
EBIT 利息保障倍数	47.6	-66.2	-30.6	-32.5	-32.8	-32.9
资产负债率	52.85%	47.56%	46.59%	42.76%	42.46%	42.07%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	14	29
增持	0	0	1	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券以往或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究