

# 兔宝宝 (002043.SZ)

## 定制化趋势下的全方位变革，新动能助力新成长

人造板行业已进入成熟期，市场规模庞大，OEM资源丰富，但核心品牌稀缺。2024年我国人造板消费量达3.3亿立方米，市场规模约7253亿元，其中据我们测算用于家具制造的人造板市场规模约2500亿元。人造板产业总体已步入平稳发展阶段，刨花板受益于定制家具行业的快速发展，细分品种仍存结构性增长机会。由于全国各地对木材材质偏好不一、板材存经济运输半径等原因，我国人造板产业长期呈现高度分散的格局特征，截至2024年底从业企业数量仍超8600家，OEM资源丰富。但知名品牌较为稀缺，兔宝宝作为业内头部，2024年板材AB类合计销售额126.58亿元，占人造板整体市场规模的1.75%，占家具板材市场规模的5.03%，后续受益于板材消费群体B端化趋势，份额或加速趋向头部品牌。

**稳抓板材使用痛点，环保品牌理念深入人心。**衡量板材健康环保程度的最核心指标为甲醛释放量，而人造板及其制品又占到室内甲醛释放来源的绝对大头，因此环保指标成为消费者选购板材的首要标准。兔宝宝在环保板材赛道享有较高的公信力，这主要归功于公司在生产端严格高效的品控管理以及在销售端经年累月的环保营销，从产品上来看兔宝宝板材可实现ENF+级，对应甲醛释放限量值仅为当前业内公认最高环保标准ENF级限值的1/3，公司内部环保迭代速度领先于国标以及多数国际标准。

**充分顺应家具定制趋势，积极推动板材渠道B端转型，同时跨界进军定制家具领域。**2005-2017年为兔宝宝第一个渠道红利阶段，主要依靠开设零售专卖店来实现规模快速扩张，该阶段板材直接购买主体多为个人消费者，加工形式主要为木工手工打制。2017年之后定制家居业态飞速兴起，板材加工形式从木工打制转向工厂化加工，板材直接消费主体也转变为定制家具厂、家装公司等具备较强资源整合能力的B端客户，此阶段公司渠道侧重点在于中小定制家具厂渠道，兔宝宝以板材品牌知名度赋能中小家具厂打造差异化卖点，而兔宝宝自身则能通过大力发展家具厂业务来接力传统门店支撑板材业务继续快速增长。当前定制家具渗透率至少达到60%，对应定制家具板材市场体量超1500亿元，公司在该细分渠道市占率约4%，无论是客户覆盖面还是客单值角度，该渠道仍有充裕增量空间，后续一大重要发力点系导入定制家具优势品种刨花板，当前公司刨花板销量估算仅占定制家具厂渠道刨花板用量的0.9%。除板材渠道B端改革之外，公司在华东核心市场继续向下游全屋定制板块转型，充分利用自身基材优势和在华东区域的品牌优势，积极培育第二成长曲线。

**加强板材与辅料的配套销售，有效提升客单值和利润水平。**除了继续完善板材主材产品矩阵之外，公司近年来重点发力浸渍纸、封边条、家具五金等高毛利辅材产品的配套销售。这些辅材产品多数具有市场空间较大（数百亿甚至数千亿）、格局分散、利润率较高等特点，同时与板材主业具备良好协同效应，后续有望作为一大增长点。

**盈利预测与投资建议：**兔宝宝是板材头部企业，预计2025-2027年归母净利润分别为7.64亿元、9亿元、10.46亿元，三年业绩增速超21%，对应估值分别为16倍、14倍、12倍，公司具备较强的长期成长性，且现金流充沛，分红慷慨，首次覆盖，给予“买入”评级。

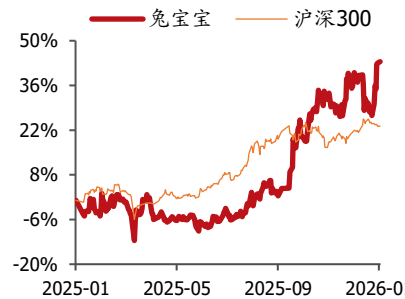
**风险提示：**渠道开发进度不及预期风险；地产持续下行风险；市场竞争加剧风险；假设与测算误差风险

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	装修建材
01月26日收盘价(元)	14.86
总市值(百万元)	12,330.15
总股本(百万股)	829.75
其中自由流通股(%)	88.72
30日日均成交量(百万股)	10.37

#### 股价走势



#### 作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chengguanyu@gszq.com

#### 相关研究

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,063	9,189	8,957	9,499	10,366
增长率 yoy (%)	1.6	1.4	-2.5	6.0	9.1
归母净利润(百万元)	689	585	764	900	1,046
增长率 yoy (%)	54.7	-15.1	30.6	17.7	16.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.83	0.71	0.92	1.08	1.26
净资产收益率(%)	21.5	19.2	24.3	27.4	30.4
P/E(倍)	17.9	21.1	16.1	13.7	11.8
P/B(倍)	3.8	4.0	3.9	3.8	3.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年01月26日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4037	3497	3447	3644	3897
现金	2252	2323	2749	3046	3352
应收票据及应收账款	1170	713	248	158	126
其他应收款	69	46	47	45	43
预付账款	36	23	30	31	32
存货	435	337	215	204	185
其他流动资产	75	55	159	160	160
<b>非流动资产</b>	2342	2423	2597	2515	2427
长期投资	4	3	3	3	3
固定资产	478	619	586	646	629
无形资产	95	87	79	74	72
其他非流动资产	1766	1714	1929	1792	1723
<b>资产总计</b>	6379	5919	6044	6159	6323
<b>流动负债</b>	2964	2700	2682	2648	2639
短期借款	60	61	0	0	0
应付票据及应付账款	1981	1769	1833	1822	1829
其他流动负债	922	869	849	825	810
<b>非流动负债</b>	70	58	84	83	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	58	84	83	82
<b>负债合计</b>	3034	2758	2766	2731	2720
少数股东权益	138	112	127	143	161
股本	839	832	832	832	832
资本公积	653	610	610	610	610
留存收益	1842	1753	1868	2003	2160
归属母公司股东权益	3207	3050	3151	3286	3443
<b>负债和股东权益</b>	6379	5919	6044	6159	6323

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1910	1152	1393	1088	1204
净利润	710	595	780	915	1064
折旧摊销	100	108	145	163	162
财务费用	9	1	5	5	5
投资损失	-61	-57	-56	-65	-57
营运资金变动	954	113	380	-54	-51
其他经营现金流	198	392	138	124	80
<b>投资活动现金流</b>	28	-1135	-242	-20	-2
资本支出	-103	-286	-189	-109	-83
长期投资	108	80	-110	25	25
其他投资现金流	24	-928	57	64	56
<b>筹资活动现金流</b>	-389	-934	-726	-771	-895
短期借款	-305	1	-61	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	66	-7	0	0	0
资本公积增加	386	-43	0	0	0
其他筹资现金流	-537	-885	-665	-771	-895
<b>现金净增加额</b>	1552	-911	425	297	306

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	9063	9189	8957	9499	10366
营业成本	7398	7526	7348	7718	8387
营业税金及附加	44	38	40	37	44
营业费用	291	316	306	318	342
管理费用	265	204	197	204	218
研发费用	70	65	63	62	62
财务费用	-15	-34	-28	-32	-33
资产减值损失	-12	-145	-130	-70	-15
其他收益	67	84	70	72	77
公允价值变动收益	-1	-5	250	50	0
投资净收益	61	57	56	65	57
资产处置收益	-1	-4	-5	-5	-5
<b>营业利润</b>	901	781	1021	1183	1380
营业外收入	13	18	24	25	25
营业外支出	6	3	6	4	5
<b>利润总额</b>	908	796	1040	1204	1400
所得税	197	201	260	289	336
<b>净利润</b>	710	595	780	915	1064
少数股东损益	21	10	16	15	18
<b>归属母公司净利润</b>	689	585	764	900	1046
EBITDA	929	949	1157	1335	1529
EPS (元/股)	0.83	0.71	0.92	1.08	1.26

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.6	1.4	-2.5	6.0	9.1
营业利润(%)	49.7	-13.3	30.8	15.8	16.7
归属母公司净利润(%)	54.7	-15.1	30.6	17.7	16.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.4	18.1	18.0	18.7	19.1
净利率(%)	7.6	6.4	8.5	9.5	10.1
ROE(%)	21.5	19.2	24.3	27.4	30.4
ROIC(%)	18.8	19.3	23.0	25.8	28.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.6	46.6	45.8	44.3	43.0
净负债比率(%)	-64.1	-70.6	-83.1	-88.2	-92.4
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	7.2	10.0	18.7	46.9	73.1
应付账款周转率	4.8	4.4	4.4	4.5	4.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.71	0.92	1.08	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	1.39	1.68	1.31	1.45
每股净资产(最新摊薄)	3.87	3.68	3.80	3.96	4.15
<b>估值比率</b>					
P/E	17.9	21.1	16.1	13.7	11.8
P/B	3.8	4.0	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA	5.7	8.1	8.3	7.0	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 26 日收盘价

## 内容目录

1 兔宝宝：人造板材头部企业 .....	5
2 人造板产业步入成熟期，刨花板存结构性机遇 .....	8
2.1 人造板：资源节约、性能优渥的原木替代品 .....	8
2.2 市场需求：总量稳步增长，刨花板加速渗透 .....	10
2.3 供给格局：刨花板产能逆势扩张，OEM 资源丰富 .....	13
3 恪守环保品牌定位，板材、辅料、渠道三维度探索增长点 .....	15
3.1 深耕环保，口碑极佳 .....	15
3.2 板式家具定制化趋势方兴未艾，渠道 B 端化变革持续进行 .....	18
3.3 补齐板材配套主辅材，渠道产品协同发力带动客单值提升 .....	25
4 盈利预测与投资建议 .....	34
4.1 盈利预测 .....	34
4.2 投资建议 .....	35
风险提示 .....	35

## 图表目录

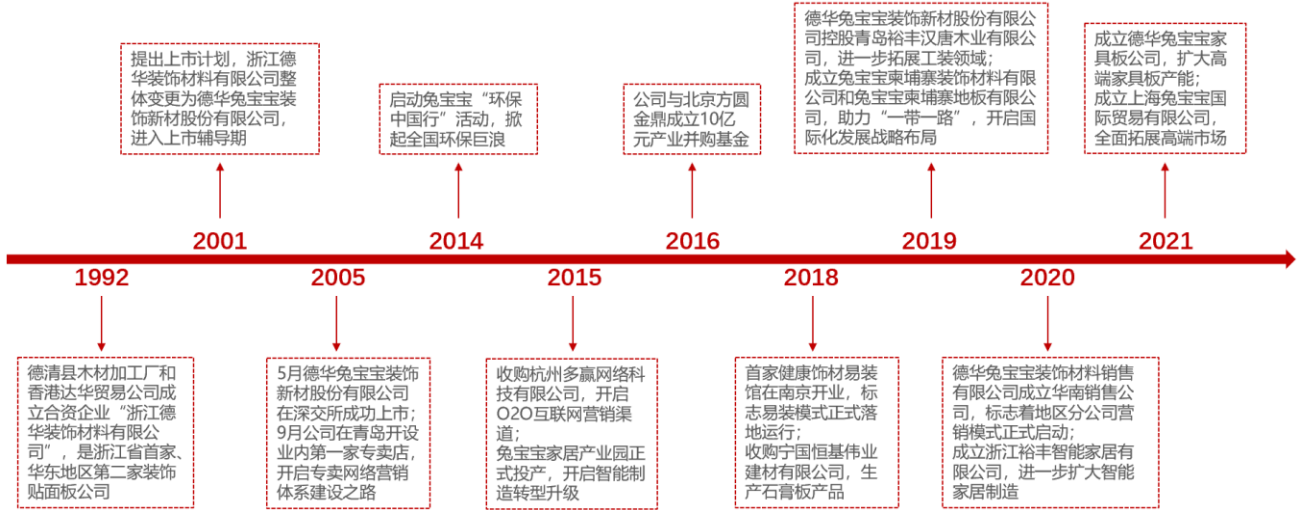
图表 1: 兔宝宝发展历程 .....	5
图表 2: 兔宝宝业务板块 .....	5
图表 3: 兔宝宝股权结构（截至 2024 年末） .....	6
图表 4: 兔宝宝历年主营业务收入结构（%） .....	6
图表 5: 兔宝宝历年主营业务毛利结构（%） .....	6
图表 6: 兔宝宝历年装饰材料业务收入结构（%） .....	7
图表 7: 兔宝宝历年定制家居业务收入结构（%） .....	7
图表 8: 兔宝宝历年总营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	7
图表 9: 兔宝宝历年（扣非）归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	7
图表 10: 兔宝宝历年毛利率、净利率及扣非净利率（%） .....	8
图表 11: 兔宝宝历年各项费用率（%） .....	8
图表 12: 兔宝宝历年经营性现金流及净利润现金含量（左轴：亿元） .....	8
图表 13: 兔宝宝历年分红率（%） .....	8
图表 14: 人造板三种主要类别的基本特征梳理 .....	9
图表 15: 饰面板材结构图示 .....	10
图表 16: 基材和饰面板材的销售模式对比 .....	10
图表 17: 人造板产业链上下游 .....	10
图表 18: 人造板上市公司成本构成对比（2023 年） .....	10
图表 19: 中国历年人造板生产产量及同比增速（左轴：亿立方米；右轴：%） .....	11
图表 20: 中国历年人造板消费量及同比增速（左轴：亿立方米；右轴：%） .....	11
图表 21: 中国历年人造板单价（元/立方米） .....	11
图表 22: 中国人造板下游应用分布（%） .....	11
图表 23: 中国胶合板下游市场需求结构（%） .....	12
图表 24: 中国刨花板下游市场需求结构（%） .....	12
图表 25: 家具板材市场空间测算 .....	12
图表 26: 中国三大类人造板消费量历年增速（%） .....	13
图表 27: 中国三大类人造板消费量历年占比（%） .....	13
图表 28: 中国历年人造板企业数量及同比增速（左轴：家；右轴：%） .....	14
图表 29: 2024 年人造板上市公司销售额及市占率（左轴：亿元；右轴：%） .....	14
图表 30: 中国历年各类人造板企业数量（家） .....	14
图表 31: 中国历年各类人造板产能（万立方米）（左轴：纤维板、刨花板；右轴：胶合板） .....	14
图表 32: 中国历年各类人造板企业平均产能（万立方米/家）（左轴：纤维板、刨花板；右轴：胶合板） .....	15
图表 33: 2024 年各类人造板企业数量及产能分布（%） .....	15
图表 34: 室内甲醛释放源 .....	15

图表 35:	不同甲醛来源释放周期 .....	15
图表 36:	全球板材环保标准部分整理对比 .....	16
图表 37:	中国人造板甲醛释放控制标准走在国际前沿 .....	17
图表 38:	兔宝宝板材环保等级体系 .....	17
图表 39:	兔宝宝板材产品环保迭代路径 .....	17
图表 40:	2024 年人造板上市企业销售费用率/市场宣传推广费用率对比 (%) .....	18
图表 41:	兔宝宝历年市场宣传推广费用及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) .....	18
图表 42:	兔宝宝历年装饰材料专卖店数量及同比增速 (左轴: 家; 右轴: %) .....	18
图表 43:	兔宝宝装饰材料外围区域增速高于优势区域 .....	19
图表 44:	兔宝宝板材乡镇店数量 (家) .....	19
图表 45:	兔宝宝装饰材料渠道转型前后对比 .....	20
图表 46:	兔宝宝装饰材料四大销售渠道逐年占比变动情况 (%) .....	20
图表 47:	兔宝宝装饰材料四大销售渠道年收入同比增速 (%) .....	20
图表 48:	各种板式家具优劣势对比 .....	21
图表 49:	兔宝宝合作定制家具厂数量及同比增速 (左轴: 万家; 右轴: %) .....	21
图表 50:	兔宝宝历年定制家具厂渠道客单值 (万元/家) .....	21
图表 51:	兔宝宝推出彩臻板 (刨花板) .....	22
图表 52:	家装公司装修模式对比 .....	22
图表 53:	国内整装市场规模及渗透率 (左轴: 万亿元; 右轴: %) .....	23
图表 54:	全屋定制方案展示 .....	23
图表 55:	兔宝宝两大业务板块毛利率对比 .....	24
图表 56:	兔宝宝零售家居及全屋定制收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) .....	24
图表 57:	兔宝宝零售家居、全屋定制及非全屋定制门店数量及同比增速 (左轴: 家; 右轴: %) .....	24
图表 58:	兔宝宝零售家居、全屋定制及非全屋定制平均单店收入 (万元) .....	24
图表 59:	家具品牌主要应用基材材质整理 .....	25
图表 60:	兔宝宝与一线定制品牌门店数量对比 (家) .....	25
图表 61:	兔宝宝与一线定制品牌门店坪效及毛利率对比 (左轴: 万元/家; 右轴: %) .....	25
图表 62:	兔宝宝辅材产品部分展示 .....	26
图表 63:	兔宝宝装饰材料各板块收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) .....	26
图表 64:	装饰原纸按照功能划分的四种类型 .....	27
图表 65:	装饰原纸的主要分类和应用形式 .....	27
图表 66:	装饰原纸产业链 .....	27
图表 67:	中国历年装饰原纸销量及同比增速 (左轴: 万吨; 右轴: %) .....	28
图表 68:	中国历年装饰胶膜纸销量及同比增速 (左轴: 亿平米; 右轴: %) .....	28
图表 69:	板材基材、饰面和封边结构图示 .....	28
图表 70:	板件的封边作用 .....	29
图表 71:	封边条主要类别梳理 .....	29
图表 72:	几种主要家具封边条的优劣势对比 .....	30
图表 73:	EVA 封边、PUR 封边、激光封边效果对比 .....	31
图表 74:	激光封边和热风封边加热装置不同 .....	31
图表 75:	华立股份封边条业务历年毛利率 (%) .....	31
图表 76:	柜类家具主要用到的家具五金产品展示 .....	32
图表 77:	中国家具五金行业发展历程 .....	32
图表 78:	中国家具五金历年市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) .....	33
图表 79:	家具五金上市公司毛利率 (%) .....	33
图表 80:	兔宝宝主要业务收入及毛利率预测 .....	34
图表 81:	可比公司估值表 .....	35

## 1 兔宝宝：人造板材头部企业

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司（简称“兔宝宝”）成立于1992年，2005年在深交所上市，是中国装饰板行业首家上市企业，也是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一。公司经营以装饰材料业务为主，定制家居业务为辅，其中装饰材料板块产品包括家具板材、基础板材等主材产品，以及石膏板、装饰纸、五金、科技木皮、胶黏剂等配套辅材产品；定制家居产品主要包括定制衣柜、橱柜、地板、木门等。

图表1：兔宝宝发展历程



资料来源：兔宝宝公司官网、武汉兔宝宝微信公众号，国盛证券研究所

图表2：兔宝宝业务板块

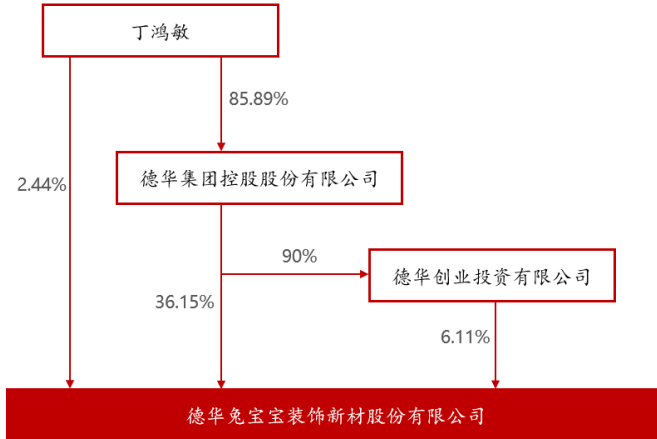


资料来源：兔宝宝公司财报，国盛证券研究所

**股权结构：**截至2024年末，德华集团控股股份有限公司为兔宝宝控股股东（持股比例36.15%），其与公司实际控制人丁鸿敏（直接持股比例2.44%）、以及德华集团控股子公司德华创业投资有限公司（持股比例6.11%）三者为一致行动人。高管团队中，副董事

长兼总经理陆利华持股 0.68%，副总经理徐俊、赵建锋、沈怡强、詹先旭分别持股 0.37%、0.05%、0.03%和 0.01%。

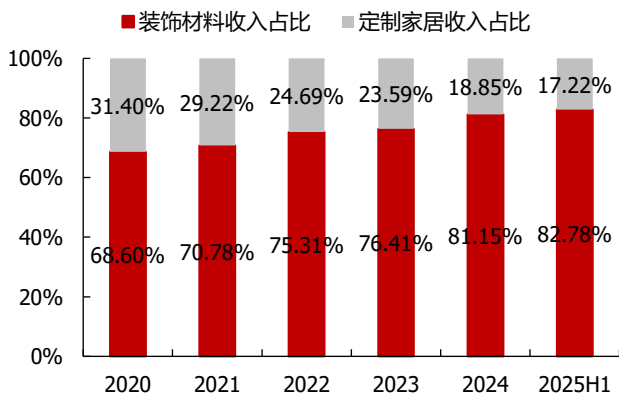
图表3: 兔宝宝股权结构 (截至 2024 年末)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

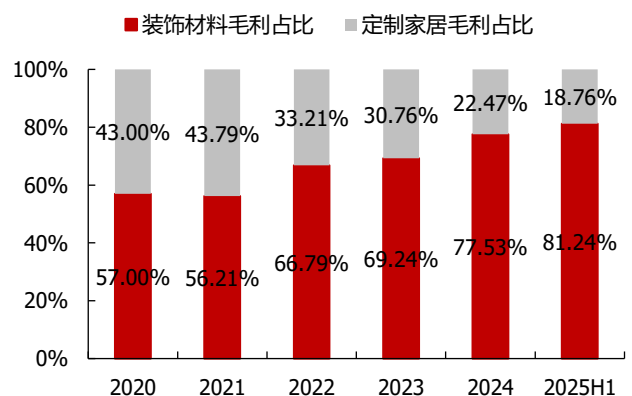
**主营业务结构:** 兔宝宝主营装饰材料和定制家居两大业务板块, 其中装饰材料业务由板材、辅材和装饰材料品牌使用费三块内容构成, 定制家居业务则包含本部家居 (全屋定制、木门、地板) 和工程定制 (裕丰汉唐) 两大块。截至 2025 年 H1, 公司装饰材料业务实现收入 29.85 亿元, 占主营收入的 82.78%, 其中板材收入 17.93 亿元, 占比 49.72%, 其他装饰材料收入 10.07 亿, 占比 27.93%, 装饰材料品牌使用费收入 1.85 亿, 占比 5.13%; 定制家居业务实现收入 6.21 亿元, 占比 17.22%, 其中全屋定制实现收入 3.09 亿元, 占比 8.57%, 地板及木门等实现收入 2.59 亿元, 占比 7.18%, 工程定制 (即青岛裕丰汉唐) 实现收入 0.53 亿元, 占比 1.47%。毛利方面, 2025 上半年公司装饰材料业务贡献毛利 5.25 亿元, 占比 81.24%, 定制家居业务贡献毛利 1.21 亿元, 占比 18.76%。近几年来, 装饰材料板块始终作为公司收入及利润的最主要来源, 而装饰材料板块中辅材占比呈现持续快速上升走势。

图表4: 兔宝宝历年主营业务收入结构 (%)



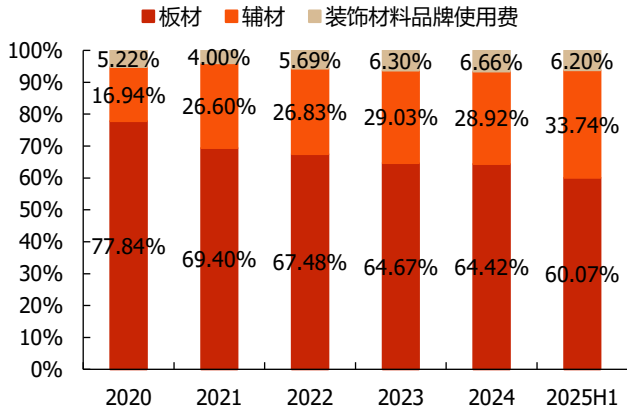
资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

图表5: 兔宝宝历年主营业务毛利结构 (%)



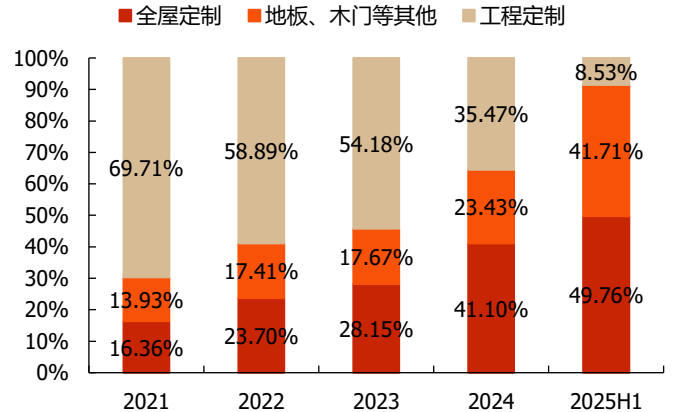
资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

图表6: 兔宝宝历年装饰材料业务收入结构(%)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

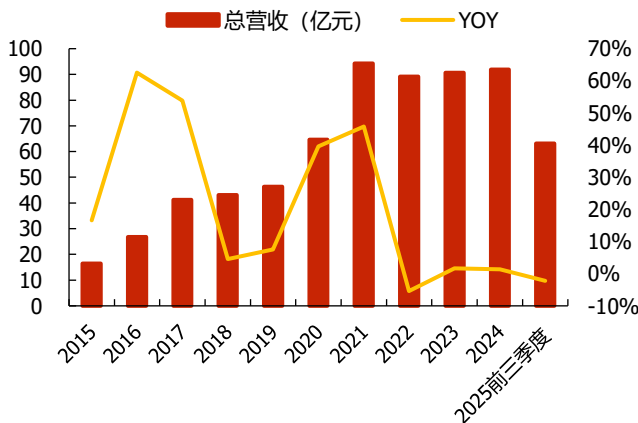
图表7: 兔宝宝历年定制家居业务收入结构(%)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

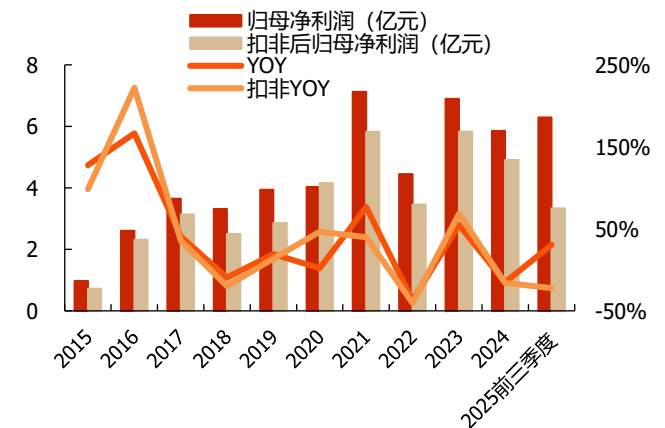
**公司业绩情况:** 兔宝宝 2022-2024 年总营收分别为 89.17、90.63、91.89 亿元, 分别同比变动-5.4%、+1.63%、+1.39%; 同期归母净利润分别为 4.45、6.89、5.85 亿元, 分别同比变动-37.41%、+54.66%、-15.11%; 扣非归母净利润分别为 3.46、5.83、4.9 亿元, 分别同比变动-40.45%、+68.3%、-16.01%。2022 年裕丰汉唐工程定制业务规模急剧收缩拖累公司整体收入增长, 2023 年以来虽汉唐收入持续下行, 但公司装饰材料及本部家居业务增长对冲了汉唐的下滑, 总营收回转正增长区间。此外, 2022 及 2024 年与裕丰汉唐相关的信用减值及商誉减值计提较多, 影响了最终报表利润。2025 年前三季度公司总营收 63.19 亿元, 同比下滑 2.25%, 归母净利润 6.29 亿元, 同比增长 30.44%, 扣非后归母净利润 3.33 亿元, 同比下滑 22.04%, 2025 年(尤其上半年)受家装消费市场需求低迷、人造板行业价格竞争加剧等外部因素影响, 公司装饰材料收入有所下滑(但单三季度增速已转正), 叠加裕丰汉唐收入降幅超 60%; 单三季度公司持有的悍高集团上市带来超 2 亿的公允价值变动损益, 同期公司对裕丰汉唐计提商誉减值较多, 两方面因素共同导致扣非后归母净利润同比出现下滑。

图表8: 兔宝宝历年总营收及同比增速(左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

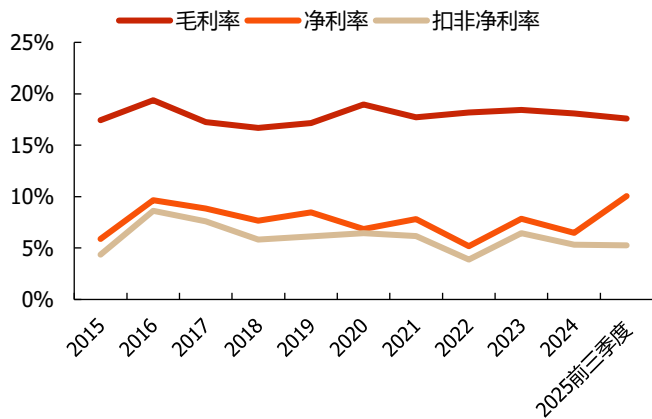
图表9: 兔宝宝历年(扣非)归母净利润及同比增速(左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

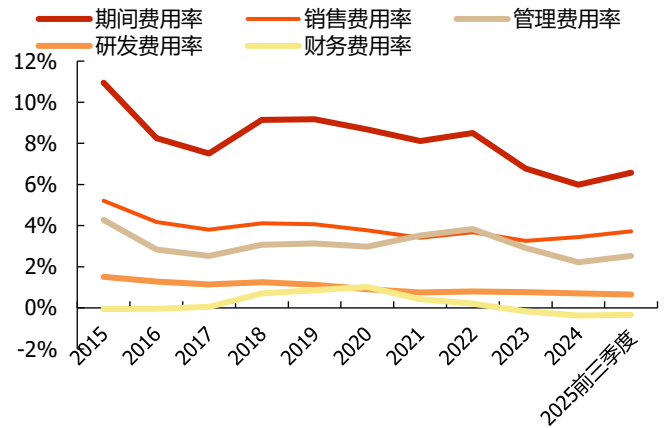
**公司盈利能力:** 兔宝宝 2022-2025 前三季度综合毛利率分别为 18.18%、18.42%、18.1% 和 17.6%, 公司主业零售属性较强, 毛利率水平总体稳定。对应年份公司期间费用率分别为 8.5%、6.78%、5.99%、6.58%, 近两年公司加强内部成本费用管控, 股权激励等各项费用均有缩减。对应期间公司销售净利率分别为 5.18%、7.84%、6.48%、10.05%, 扣非净利率分别为 3.88%、6.44%、5.33%和 5.27%。

图表10: 兔宝宝历年毛利率、净利率及扣非净利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

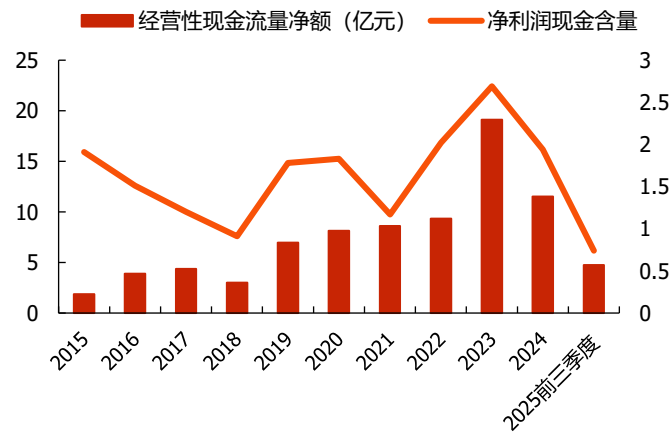
图表11: 兔宝宝历年各项费用率 (%)



资料来源: wind, 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

**公司现金流:** 兔宝宝现金流状况持续优异, 截至 2024 年底公司经营活动现金流量金额 11.52 亿元, 对应净利润现金含量 1.94, 且公司长期秉持高分红政策, 多数时候分红比例超 50%, 2022 年以来分红率呈现进一步上升态势。

图表12: 兔宝宝历年经营性现金流及净利润现金含量 (左轴: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表13: 兔宝宝历年分红率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2 人造板产业步入成熟期, 刨花板存结构性机遇

### 2.1 人造板: 资源节约、性能优渥的原木替代品

**人造板**是指以木材及其剩余物或其他非木材植物为原料, 加工成各种形状的单元材料, 施加或不施加胶粘剂和其他添加剂, 组胚胶合而成的各种板材或成型制品。相比于纯木制产品对原材料要求过高、资源利用率低的缺陷, 人造板最大的优势在于其能够充分利用枝丫材、木材加工剩余物进行生产, 因而明显提升了木材的综合利用率, 参考千年舟招股书, 1 立方米人造板可代替约 3 立方米的原木使用, 从而有利于缓解人类需求与木材供应之间的严峻矛盾。此外, 人造板还具备原料来源广、可加工性好、物理性能稳定、工艺成熟、性价比高等优点, 可广泛应用于建筑装饰、家具制造、地板、产品包装等日常生活的多个领域。根据原材料种类及生产工艺的差别, 人造板可分为胶合板、刨花板、

纤维板和其他人造板四大类别，其中前三类人造板合计产量占人造板总产量的比重长期保持在90%以上。

图表14: 人造板三种主要类别的基本特征梳理

项目	胶合板	刨花板	纤维板（又称密度板）
定义	广义上的胶合板，是由三层或三层以上的单板按对称原则、相邻层单板纤维方向互为直角组胚胶合而成的人造板	是将丫材、小径木、木屑等或其他纤维材料切削成刨花或碎片，通过干燥、施胶后热压而成的人造板	用林区三剩物、次小薪材、棉杆、甘蔗渣、芦苇等植物纤维为原料，经分离成纤维，施加各类添加剂，成型热压而制成的板材，也称密度板
木质单元	原木片和原木薄板	木刨花或木颗粒	木质或其他植物纤维
主要类别	细木工板、多层板等	普通刨花板、OSB板（定向刨花板）、LSB板	低密度、中密度和高密度纤维板
主要特点	大径级木材旋切单板胶合而成，重量轻、强度大、握钉力强、施工方便，但木材利用率较低，价格较贵	材料利用率高，对设备要求较高，结构稳定性强，握钉力较强，用胶量相对较少，价格适中，但不易铣型	原材料来源广泛，材质均匀，表面平整，用胶量多；适合镂铣加工，多用于木质门板或包装材料等
主要应用领域	主要用于家具制造中的柜类的层板、抽屉的底板、沙发和床的框架、儿童双层床；建筑与装修中的建筑模板、室内隔断龙骨、弯曲木构件；包装与运输中的重型设备、精密仪器的包装箱等	主要用于板式家具中的定制衣柜、橱柜、电视柜的侧板、顶底板、隔板，以及办公家具等，是用于干燥环境下、需要封边的柜体主体结构上	主要用于家具制造的柜类门板、家具的背板、桌面、室内门、装饰线条与镂花隔断、乐器音箱、玩具等
产品图示			

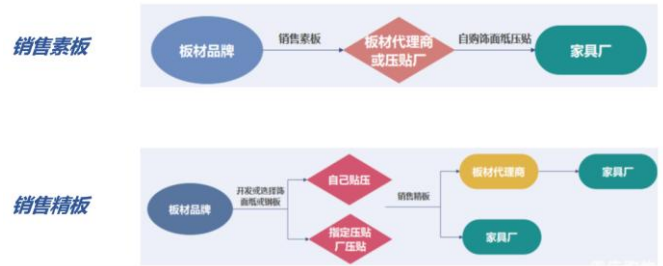
资料来源：千年舟招股书申报稿、国家林业和草原局、云峰新材招股书申报稿，国盛证券研究所

另外，人造板还可分为基础板材和饰面/家具板材（又称素板和精板）。所谓素板就是未经饰面压贴的板材，主要用于室内基础装饰装修等用途；精板是采购素板后根据消费者的装饰美观需求或防潮防刮等功能需求压贴各种饰面材料（如纸张、木皮等）制成的装饰板材，比如刨花板压贴三聚氰胺纸制成的颗粒板，以及生态板（以胶合板和刨花板为基材的饰面板材）等等，精板主要用于室内各种板式家具和柜类产品。

图表15: 饰面板材结构图示



图表16: 基材和饰面板材的销售模式对比

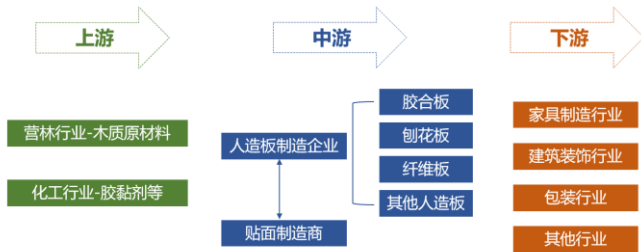


资料来源: 重庆购物狂, 国盛证券研究所

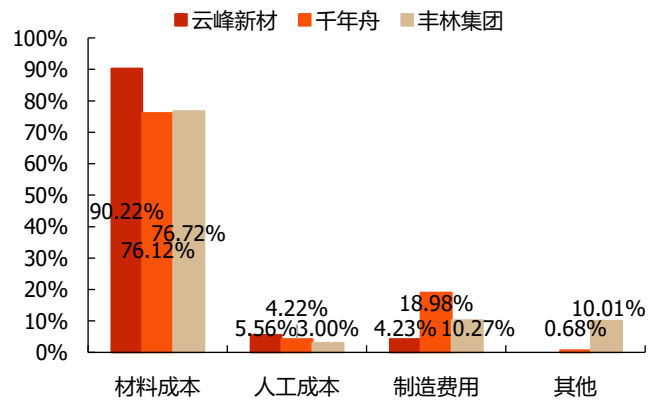
资料来源: 重庆购物狂, 国盛证券研究所

**行业上下游:** 1) 人造板的上游主要为营林行业和化工行业, 因为人造板生产是以原木、板边木片、枝丫次小薪材等木制品为主要原材料, 并辅之以甲醛、尿素、MDI 胶等化工原料。在人造板的成本构成中, 木材、MDI 胶、尿素、甲醛、石蜡等各种木制及化工原料合计成本占比在 70-80% 以上, 其中木材又占到各类直接材料成本的 70% 以上。2) 下游主要用于家具制造、建筑装饰、包装和集装箱等行业, 其中家具制造和建筑装饰是人造板的传统主流应用领域。

图表17: 人造板产业链上下游



图表18: 人造板上市公司成本构成对比 (2023 年)



资料来源: 千年舟招股书申报稿、王祺等《我国人造板产业发展现状研究》, 国盛证券研究所

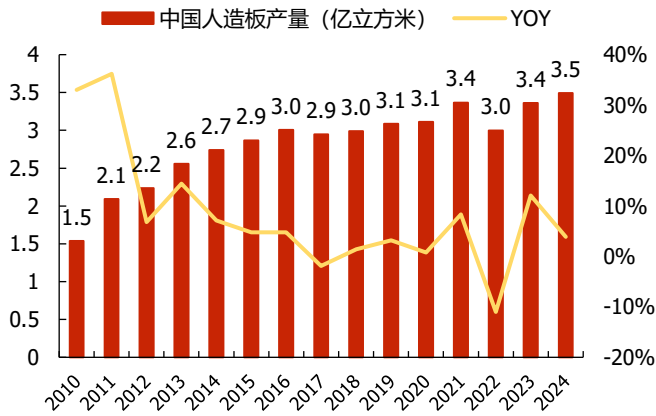
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所; 备注: 千年舟成本数据为当年 1-10 月数据

## 2.2 市场需求: 总量稳步增长, 刨花板加速渗透

据《中国人造板》统计, 2024 年中国人造板总产量和消费量分别为 3.49 亿立方米和 3.3 亿立方米, 分别同比增长 3.9% 和 3.5%。自 2010 年以来行业产量仅在 2017 和 2022 两年出现下滑, 其中 2017 年主要受供给侧结构性改革和淘汰过剩产能政策影响, 2022 年受房地产行情低迷拖累。根据梅长彤《中国人造板工业的发展历程与未来展望》, 我国人造板工业始于 20 世纪 20 年代, 整个发展历程大致可分为 4 个阶段: 1) 第一阶段为 1920-1990 年, 系国内人造板产业培育和成长期, 这一阶段人造板产量年均增长量仅为 3.5 万立方米; 2) 第二阶段为 1991-2008 年, 系国内人造板产业快速发展期。20 世纪 90 年代随着我国经济体制转型, 国民经济发展显著提速, 住宅装修和家具业开始火爆, 相应

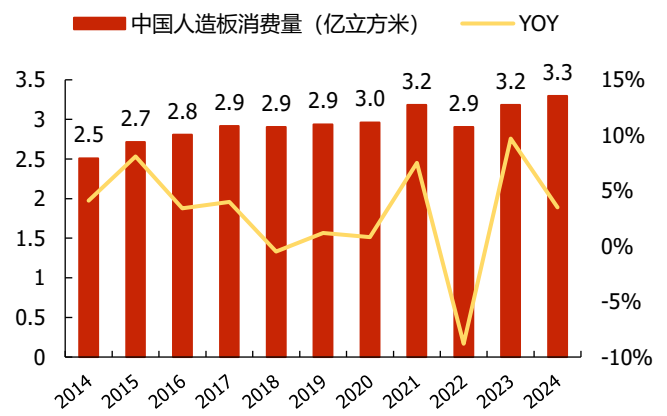
带动人造板需求量急剧增长，这一阶段人造板产量年均增长量达 507 万立方米；3) 第三阶段为 2009-2020 年，系国内人造板产业高速发展期，这一阶段人造板产量年均增长量达 1087.6 万立方米；4) 第四阶段为 2021 年至今，系国内人造板产业高质量发展期，对应 2021-2024 年人造板产量年均增长量 414.7 万立方米，行业增速趋缓，产业发展重心从总量扩张逐步转向质量提升。

图表19: 中国历年人造板生产量及同比增速(左轴: 亿立方米; 右轴: %)



资料来源:《中国人造板》、云峰新材招股书, 国盛证券研究所

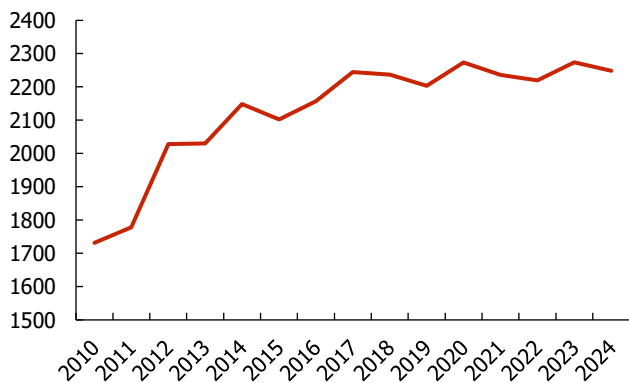
图表20: 中国历年人造板消费量及同比增速(左轴: 亿立方米; 右轴: %)



资料来源:《中国人造板》, 国盛证券研究所

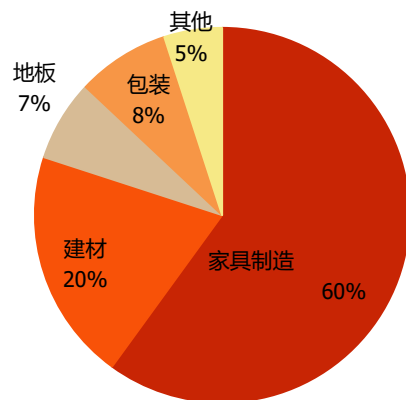
参考《中国人造板产业报告》，按照 2200 元/立方米的板材均价计算，2024 年中国人造板市场规模达 7252.74 亿元。在人造板下游应用中，家具制造及建筑领域用量占比最高，分别达 60%和 20%，另外包装和地板用量分别占到 8%和 7%。细分来看，不同种类的人造板由于成型方式不同，其物理特性和应用领域也存在较大差异：其中纤维板由于材质细密、表面平整且装饰性好、易于二次成型，适合曲面及形状设计，主要用于家具制作及地板、门板、隔墙等室内装饰；刨花板由于结构均匀、表面平整、可进行各种贴面，主要用于制作各类定制家具及成品家具，家具单一用途占比接近 80%；而胶合板具有强度高、物理特性接近实木但不易开裂变形等优点，主要用于建筑模板、家具制造、车厢制造及包装等领域，建筑类应用占比高达 60%。

图表21: 中国历年人造板单价(元/立方米)



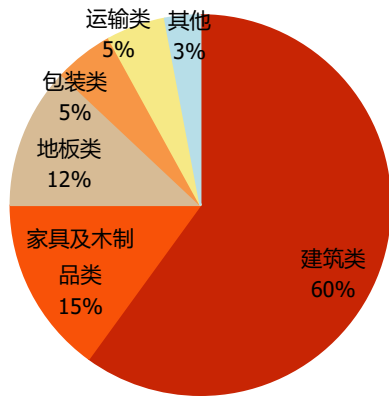
资料来源:《中国人造板》、云峰新材招股书, 国盛证券研究所

图表22: 中国人造板下游应用分布(%)



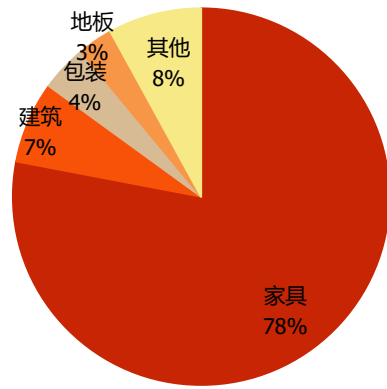
资料来源: 千年舟公开转让说明书, 国盛证券研究所

图表23: 中国胶合板下游市场需求结构 (%)



资料来源: 千年舟招股书、中国林产工业协会、国盛证券研究所

图表24: 中国刨花板下游市场需求结构 (%)



资料来源: 千年舟招股书、中国林产工业协会、国盛证券研究所

为测算家具用人造板材市场空间, 此处先做如下假设: 1) 参考千年舟招股书, 刨花板、胶合板中用于家具制作方向的板材用量占比分别为 78%、15%, 假设纤维板用于家具制作用量与刨花板大致相当, 亦为 78%; 2) 板材按照 2.44m\*1.22m\*18mm 的常用规格计算, 平均 1 立方米人造板对应 18.66 张板材; 3) 胶合板、刨花板和纤维板平均售价分别为 200 元/张、130 元/张和 80 元/张。由此计算出家具板材市场规模在 2516.92 亿元以上。展望后续, 我们预计人造板市场长期来看或将保持平稳增长态势, 作为其下游重要应用场景的室内装饰及家具制造行业尽管近几年受到房地产深度调整影响, 但其与地产新建周期的关联度将有望逐步减弱, 而国内庞大的存量房规模带来的房屋翻新和家具更替需求或取代新房需求成为人造板用量的主要支撑。

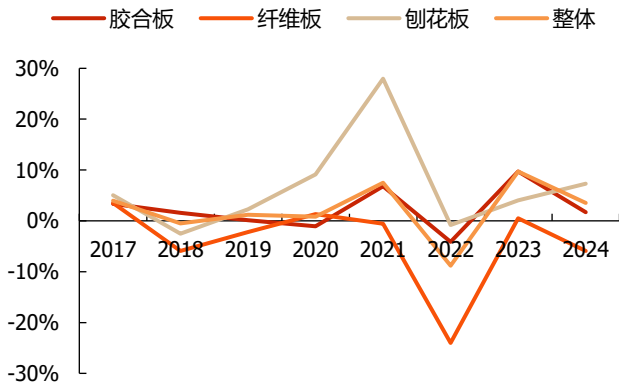
图表25: 家具板材市场空间测算

	胶合板	刨花板	纤维板	合计
消费量 (亿立方米)	2.12	0.44	0.43	
家具用量占比	15%	78%	78%	
板材单价 (元/立方米)	3732	2425.8	1492.8	
市场规模 (亿元)	1187.42	834.05	495.45	2516.92

资料来源: 《中国人造板》、千年舟招股书、四川省林业产业联合会、京东商城、红河建材城、上海材料美学馆、顺芯饰家、国盛证券研究所

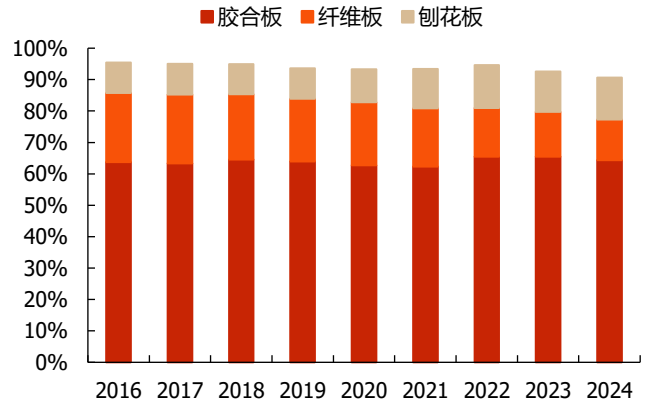
**刨花板市场存增量空间。**随着刨花板装备和胶黏剂技术的发展, 刨花板产品质量不断改善, 叠加其密度、成本和性能优势, 刨花板类产品在定制家具等领域的认可度及渗透率持续快速提升, 逐渐取代了部分纤维板的市场份额, 细分市场容量也随着定制家具产业快速崛起而大幅增加。根据《中国人造板产业报告》统计, 2020-2024 五年期间我国刨花板消费量年均复合增速达 9.1%, 远超行业整体及另外两种主流人造板的平均增速 (纤维板为负增长)。2024 年欧美等成熟市场已形成了以刨花板为主的人造板产业结构, 刨花板运用比例约为 60%, 其中定向刨花板运用占比 40%, 而同年我国刨花板运用比例仅 13.4%, 占比仍有显著提升空间。

图表26: 中国三大类人造板消费量历年增速 (%)



资料来源: 板蛙商城、临沂市木业协会、装饰纸论坛、四川省林业产业联合会、云峰新材招股书、《中国人造板》, 国盛证券研究所; 备注: 2024 年胶合板消费量为预估

图表27: 中国三大类人造板消费量历年占比 (%)

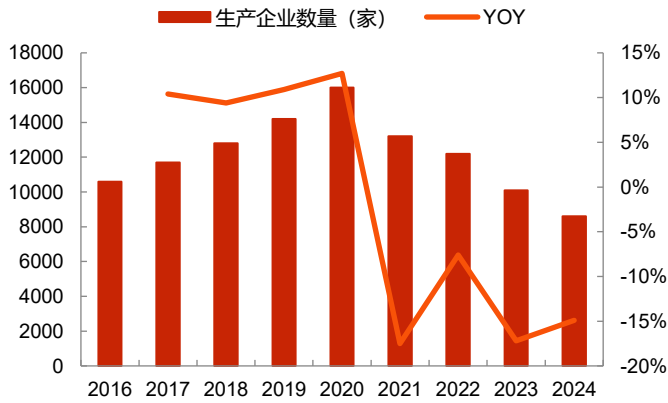


资料来源: 板蛙商城、临沂市木业协会、装饰纸论坛、四川省林业产业联合会、云峰新材招股书、《中国人造板》, 国盛证券研究所; 备注: 2024 年胶合板消费量为预估

### 2.3 供给格局: 刨花板产能逆势扩张, OEM 资源丰富

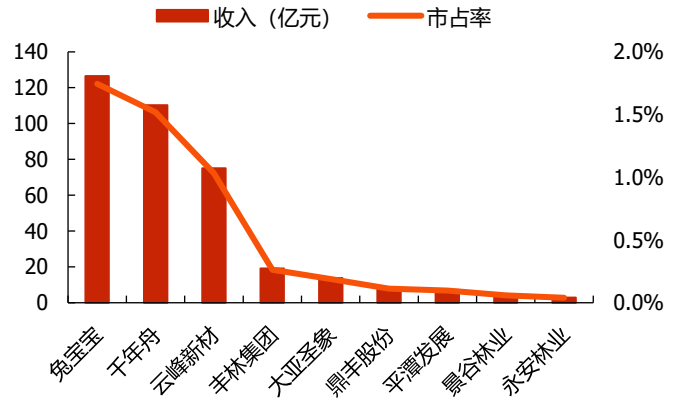
中国人造板产业长期呈现高度分散的竞争格局。截至 2024 年底国内从业企业数量仍有 8600 余家, 造成行业大而散的主要原因包括各区域市场受气候及文化等因素影响对木材材质偏好不一、板材存在经济运输半径、终端客户高度分散等等。从业企业类型大致分为三种: 第一类是全国性质的大型企业, 具备品牌、渠道、产品、技术等全面优势; 第二类是具备区域优势的品牌企业, 由于进入当地市场较早, 在区域市场具备一定口碑基础和品牌影响力; 第三类是大量中小型企业, 此类企业具有基础生产能力, 但在品牌力、产品、技术条件、渠道网络和配套服务等方面能力欠缺, 通常配合头部品牌做贴牌生产。目前已上市人造板企业共有 8 家左右, 分别为兔宝宝、千年舟、丰林集团、大亚圣象、鼎丰股份、平潭发展、景谷林业和永安林业, 2024 年兔宝宝板材 AB 类合计销售额约 126.58 亿元, 按照人造板整体市场规模计算对应市占率 1.75%, 考虑兔宝宝产品以家具板材为主, 若按照家具板材市场规模计算其市占率约为 5.03%; 千年舟板材 AB 类合计收入估算为 110.2 亿元, 对应整体市占率 1.52%; 云峰新材(莫干山) AB 类收入合计约 75.06 亿元, 市占率约 1.03%; 其余几家市占率均不到 1%。近几年来受市场大环境疲软、价格竞争激烈等因素影响, 中小企业退出现象不断, 2024 年企业数量较 2020 年峰值的 1.6 万家已近乎腰斩, 我们预计未来过剩的低端产能大概率将持续出清, 而板材直接客户 B 端化等趋势或加速订单份额向头部品牌企业集中。

图表28: 中国历年人造板企业数量及同比增速 (左轴: 家; 右轴: %)



资料来源:《中国人造板》、云峰新材招股书, 国盛证券研究所

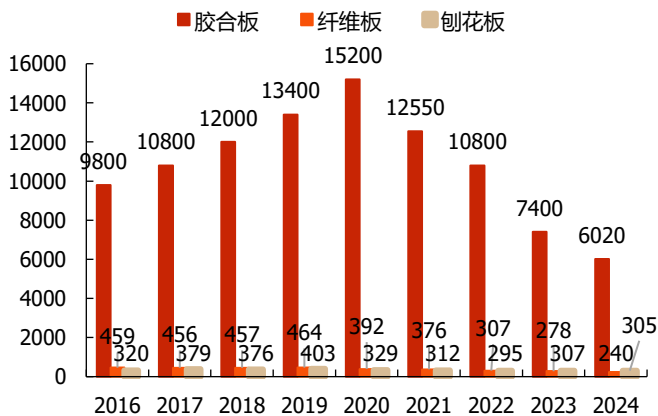
图表29: 2024年人造板上市公司销售额及市占率 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源:《中国人造板》、云峰新材招股书、各公司公告, 国盛证券研究所; 备注: 由于不清楚各家板材产品结构, 此处按照人造板整体市场规模计算各家份额

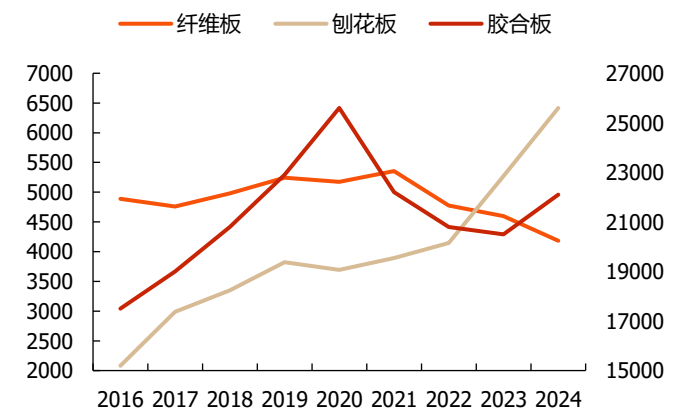
人造板企业整体趋向规模化自动化生产, 刨花板品类出现阶段性投资热潮。分品类来看: **1) 近几年来三类人造板企业数量均有不同程度的减少。**截至2024年底胶合板、纤维板和刨花板企业数量分别为6020家、240家、305家, 较各类别峰值时期的企业数量分别削减了60%、48%和24%。其中胶合板产能过剩现象最为严重, 这主要系胶合板生产自动化程度较低, 技术及资金壁垒不高, 一条小规模胶合板产线投资成本在800-1000万元左右, 而刨花板、纤维板设备投资额动辄几亿, 较低的投资门槛导致早期参与企业众多。**2) 近几年刨花板产能快速增长。**2024年国内胶合板、纤维板和刨花板产能分别为2.21亿立方米、4183万立方米和6415万立方米, 对应2020-2024五年期间内胶合板和纤维板产能出现净减少, 降幅分别为13.7%和19.2%, 而同期刨花板产能增长73.8%, 刨花板良好的市场前景预期导致该品类出现阶段性投资过热局面。**3) 人造板企业平均产能规模和技术水平快速提升。**伴随连续平压等装备技术的持续改进, 各类人造板企业平均产能规模呈长期持续上升走势, 2024年我国胶合板、纤维板和刨花板企业平均生产能力分别为3.67万立方米、17.43万立方米、21.03万立方米, 后续随着连续化产线在胶合板领域的进一步普及, 胶合板生产效率及成本控制能力或进一步改善。

图表30: 中国历年各类人造板企业数量 (家)



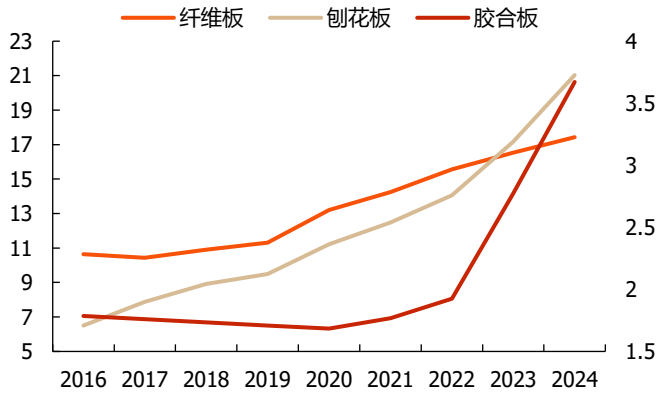
资料来源: 云峰新材招股书、中国林产工业、江西鱼珠木材市场有限公司、中国人造板、国家林草科技、人造板之乡、木材工业, 国盛证券研究所

图表31: 中国历年各类人造板产能 (万立方米) (左轴: 纤维板、刨花板; 右轴: 胶合板)



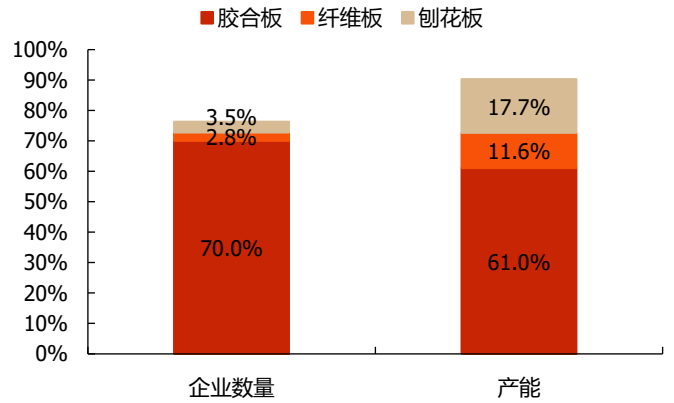
资料来源: 中国林产工业, 国盛证券研究所

图表32: 中国历年各类人造板企业平均产能(万立方米/家)(左轴: 纤维板、刨花板; 右轴: 胶合板)



资料来源: 云峰新材招股书、中国林产工业、江西鱼珠木材市场有限公司、中国人造板、国家林草科技、人造板之乡、木材工业, 国盛证券研究所

图表33: 2024年各类人造板企业数量及产能分布(%)



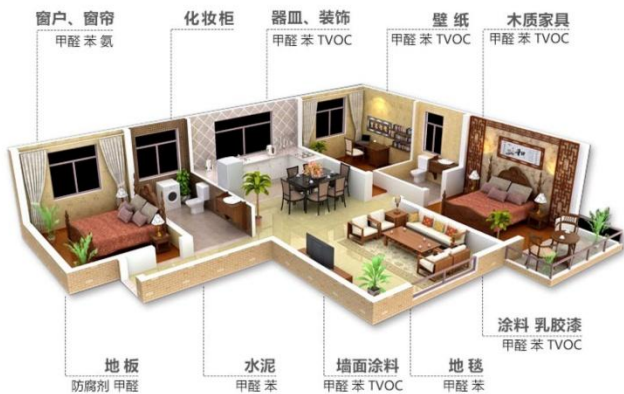
资料来源: 中国林产工业、《中国人造板》, 国盛证券研究所

### 3 恪守环保品牌定位, 板材、辅料、渠道三维度探索增长点

#### 3.1 深耕环保, 口碑极佳

近年来消费群体对居住品质的高追求逐步延伸至装修的各类基础材料, 板材作为家居装修和家具制造的重要主材之一, 其质量直接影响着最终装修效果、室内环境安全、家具使用寿命等, 尤其环保安全属性逐渐成为消费者选择板材的首要标准。这是因为衡量装饰板材健康环保程度最为核心的指标是甲醛释放量, 而室内甲醛一般来自于装饰装修用的人造板及板式家具制品、室内软装材料(如窗帘、壁纸、沙发、床垫、地毯)、油漆等等, 其中人造板甲醛释放周期最长, 可达3-15年, 而其他释放源一般通风数月就能基本挥发掉, 这就导致装修6个月内人造板带来的甲醛污染占到80%以上, 而6个月后几乎100%甲醛污染来自人造板。

图表34: 室内甲醛释放源



资料来源: 绿色家缘, 国盛证券研究所

图表35: 不同甲醛来源释放周期



资料来源: 中环质评环境监测、镁德铝匠全铝家居, 国盛证券研究所

严格品控+长期营销投入赋予兔宝宝较高的环保公信力。即便消费者在选购板材时具有较强的环保意识和诉求, 但往往存在缺乏专业鉴别能力等问题, 这首先是由于影响人造板环保性能的因素众多, 胶黏剂和生产加工工艺(包括封边材料和工艺、饰面材料等等)

是关键变量，而非通常所认为的基材材质，其次是因为涉及板材的环保标准体系复杂难辨，全球范围内主流标准就有十余种，消费者在采买时需注意辨别国内外标准差异，因此品牌背书成为消费决策的重要参考依据，大型品牌企业产品环保指标更加稳定可靠。兔宝宝在环保板材赛道中具备较高的知名度和公信力，这与其在生产端严格高效的品质管控以及在销售端长年不断的环保营销息息相关。

图表36: 全球板材环保标准部分整理对比

认证名称	国家/地区	甲醛限值	检测方法	核心检测项目	特殊要求
<b>一、最严格——极限安全认证</b>					
UL GREENGUARD 金级	美国	$\leq 0.007\text{mg}/\text{m}^3$	30℃气候箱(28天)	360+种 VOCs+ 甲醛+臭氧前体物	模拟真实居住环境(高温高温)
日本 F☆☆☆☆ (F4星)	日本	$\leq 0.004\text{mg}/\text{m}^3$	60℃气候箱法+干燥器法	甲醛(不封边裸板测试)	JIS 工厂认证(年审+飞检)
韩国 SUPER ZERO	韩国	$\leq 0.01\text{mg}/\text{m}^3$	35℃气候箱法(72h)	甲醛+乙醛	地暖专用强制认证
<b>二、较前沿——无醛/超低释放</b>					
德国蓝天使(RAL-UZ 76)	德国	$\leq 0.006\text{mg}/\text{m}^3$	23℃气候箱(14天)	甲醛+TVOC 总量+重金属	木材可再生率 $\geq 75\%$
美国 CARB NAF	美国	$\leq 0.05\text{mg}/\text{m}^3$	ASTM E1333 (25℃, 7天)	甲醛(禁用含醛胶水)	基材无醛添加(MDI/大豆胶)
中国 ENF 级(GB 39600)	中国	$\leq 0.025\text{mg}/\text{m}^3$	23℃气候箱(72h)	甲醛(常温全球最严)	国家强制标准(2021实施)
芬兰 M1	芬兰	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$	28 天气候舱释放总量	甲醛+TVOC+ 氨+ 气味主观评价	按释放速率分级(M1 最优)
<b>三、基础级-市场准入门槛</b>					
北欧白天鹅	北欧五国	$\leq 0.05\text{mg}/\text{m}^3$	EN 717-1 (23℃)	甲醛+木材来源追溯	要求 FSC/PEFC 可持续森林认证
法国 A+	法国	TVOC $\leq 10 \mu\text{g}/\text{m}^3$	ISO 16000 (28天舱)	11 种致癌 VOCs 定量	强制标识 CMR 物质(致癌/致突变)
欧标 E1 (EN 717-1)	欧盟	$\leq 0.124\text{mg}/\text{m}^3$	23℃气候箱(72h)	甲醛	欧盟市场最低准入线
美国 CARB P2	美国	$\leq 0.06\text{mg}/\text{m}^3$	ASTM E1333 (25℃)	甲醛	NAF 的下级标准
中国 E0 (旧国标)	中国	$\leq 0.05\text{mg}/\text{m}^3$	废止(被 ENF 替代)	-	2021 年后无效

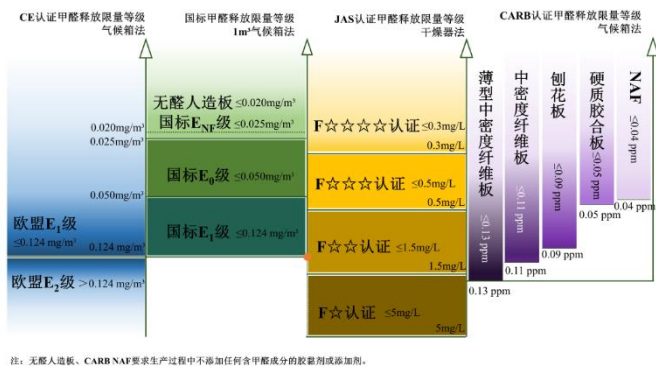
资料来源: 九江大转湾渔珠木材夹板市场, 国盛证券研究所

**1) 外协生产+严抓品控, 产品优质稳定:** 兔宝宝于 2010 年开始实行 OEM 代工生产模式, 即公司负责产品研发和制定产品标准, 具体生产交由合作的板材代工厂, 最终产品经公司检测认定合格后方对外销售。对于具备较强品牌力的人造板企业来说, 采用 OEM 模式好处颇多, 除了自身可集中优势资源进行产品研发、品牌建设、渠道拓展之外, 还能实现轻资产运营、充分利用当地原材料采购成本和运输费用较低的优势、快速满足全国各地消费者对板材的差异化需求等等。但与此同时, OEM 模式也对企业质控能力提出较高要求, 兔宝宝针对 OEM 供应商的开发准入、维护与品控等方面制定了严格管理措施, 具体来讲, 公司在对生产商的资质、产能、质量等维度进行全方位考评的基础之上建立了合格 OEM 供应商名录, 并向 OEM 供应商派驻现场质量管理人员对其从原材料采购到产品出库全流程进行监督管理, 同时结合高频次的检测手段(诸如对原材料抽检、供应链人员现场产品抽检、业务员市场抽检后由公司研究院或第三方机构进行检测等, 2021 年公司全年检测量高达 30000 余次), 定期评估供应商表现并提出改进建议、设立

严苛的违规处罚措施（对检测不合格的供应商给予严厉的经济处罚，对甲醛释放量抽检不合格的供应商，直接予以停单整顿或取消供应商资格）。经过十多年对供应链管理体的优化完善，当前公司供应商合作体系及产品品质表现均高度稳定。

兔宝宝板材在环保指标上持续突破，从E1级到E0级再到ENF级直至首创的极致ENF+级（甲醛释放限量值仅为目前行业公认最高环保标准ENF级限值的1/3），是当之无愧的板材环保技术革新者。根据2025年5月30日发布的最新版强制性国家标准GB 18580-2025《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》，板材环保等级共分为E1、E0和ENF三级，对应甲醛释放量分别小于等于0.124mg/m<sup>3</sup>、0.05mg/m<sup>3</sup>和0.025mg/m<sup>3</sup>，新国标明确规定人造板及人造板制品甲醛释放限量分别必须达到E1级和E0级，而兔宝宝现阶段外销产品多已达到E0级甚至之上，反映出公司内部环保体系已领先于国标甚至多数国际标准。

图表37: 中国人造板甲醛释放控制标准走在国际前沿



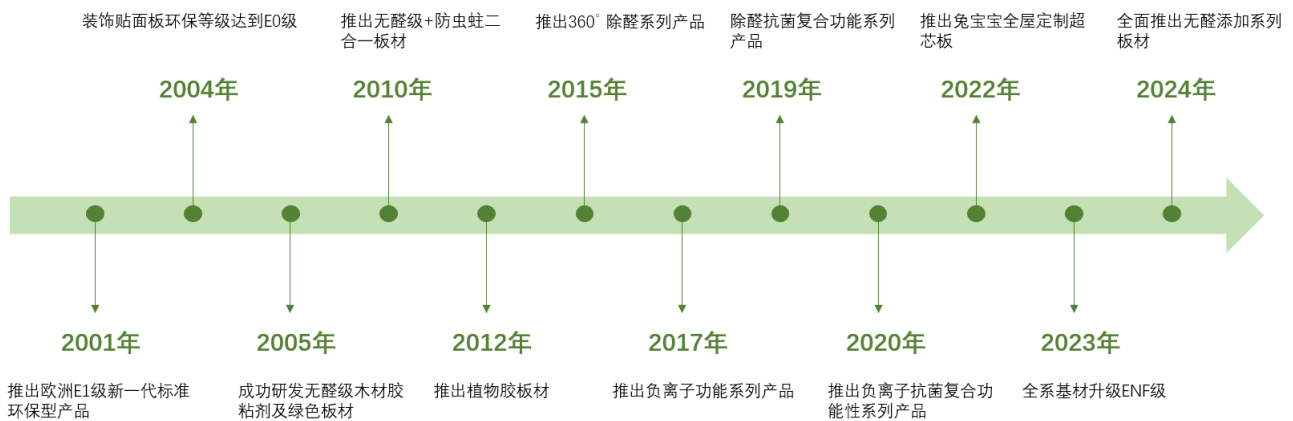
图表38: 兔宝宝板材环保等级体系



资料来源：新华网，国盛证券研究所；备注：CE、JAS、CARB分别为欧盟、日本和美国认证体系

资料来源：兔宝宝微信公众号，国盛证券研究所

图表39: 兔宝宝板材产品环保迭代路径

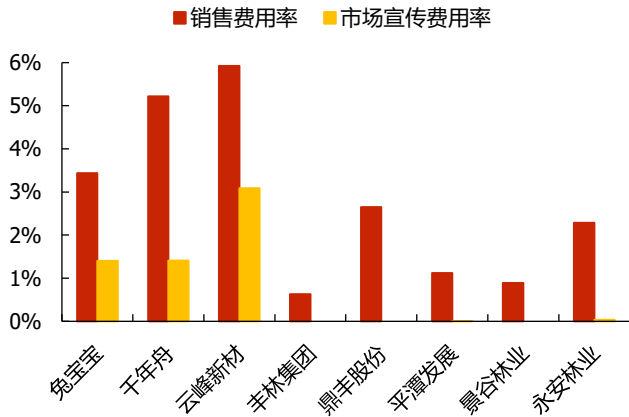


资料来源：兔宝宝公司官网，国盛证券研究所

**2) 定位高端环保板材，品牌营销持续发力：**在市场端，公司结合线上主流社交平台和线下活动积极推广自身品牌，营销形式与内涵丰富多样，线上方面精准聚焦年轻消费群体，深度运营微信、抖音、小红书等主流媒介实现品牌有效传播，线下方面通过举办如“环保中国行”“兔宝宝国际设计大赛”等活动以及跨界联动音乐节、篮球赛等文娱项目来提升品牌影响力。2024年公司市场宣传推广支出1.29亿元，占总营收的1.4%，在人造板

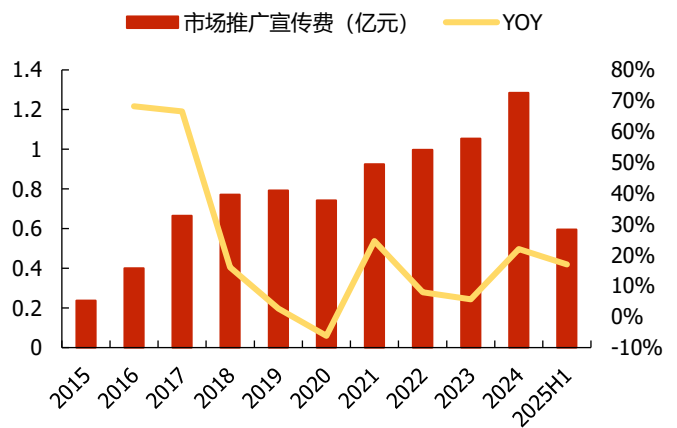
领域内营销费用率处于前列，且公司 2015-2024 十年间市场宣传费用年均复合增速高达 20.64%，长期保持较高的品牌曝光度是积累品牌口碑的重要先决条件。

图表40: 2024 年人造板上市企业销售费用率/市场宣传推广费用率对比 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所; 备注: 云峰新材为 2024H1 财务数据

图表41: 兔宝宝历年市场宣传推广费用及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

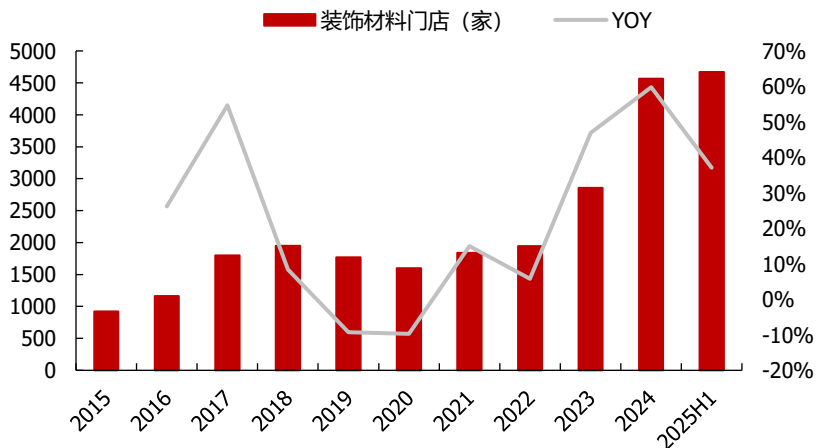
### 3.2 板式家具定制化趋势方兴未艾，渠道 B 端化变革持续进行

板材企业的渠道战略需与终端市场的消费形式保持高度一致，因此兔宝宝的渠道重心可分为零售门店为主和小 B 渠道为主两个阶段：

#### 一、快速建设经销专卖店阶段

2005-2017 年期间，家具板材制作柜类产品的主要方式还是靠木工手工打制，板材的直接购买主体多为个人消费者(自行购买或经由木工、工长等推荐购买板材交由木工加工)，相应地，快速大规模招募经销商并开设专卖店是板材企业快速完成品牌渠道建设最行之有效的。兔宝宝于 2005 年率先在青岛开设业内第一家专卖店，由此开启专卖网络营销体系快速建设期，截至 2025 上半年末共开设各类装饰材料门店 4673 家，是板材行业中门店数量最多、市场覆盖最广、经销商资源最优的企业之一。

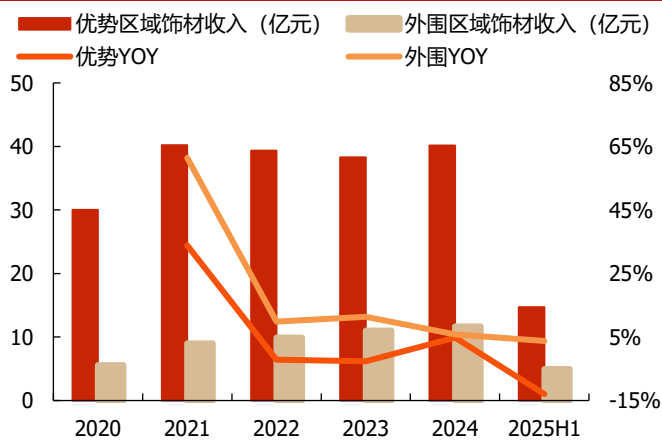
图表42: 兔宝宝历年装饰材料专卖店数量及同比增速 (左轴: 家; 右轴: %)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

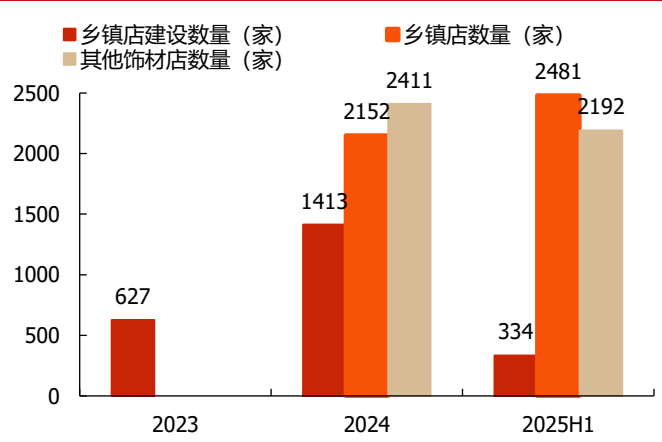
近几年来传统零售门店的板材业务量受家具定制化趋势冲击有所下降，对此兔宝宝的应对措施主要包括三方面：一是着手推动板材店重装升级“板材定制+”门店，从单一的板材买卖延伸至板材加工等基础定制业务，截至2025半年末，公司装饰材料门店共计4673家，其中可提供板材定制+服务的门店约3000家，占有门店的64.2%。二是加快外围地区空白市场覆盖进度，近几年外围区域饰材业务保持了较高增速，2020-2024五年期间外围区域收入复合增速为20.23%，显著高于优势区域7.53%的复合增速，公司品牌市场影响面正在持续快速扩大。三是重点发力下沉市场，包括华东华中地区的乡镇市场以及外围地区的县级市场，背后原因系下沉市场中门店采购板材和木工打制衣柜这一消费形式占比仍然较高，公司原有零售分销模式及胶合板等产品优势尚有发挥空间。2023以来兔宝宝乡镇店建设步入快速增长期，2024-2025H1乡镇店累计数量分别为2152家、2481家，有效对冲了传统饰材门店数量的减少（2024-2025H1门店数量分别为2411家和2192家），成为板材零售业务的新晋增长引擎，公司计划2025-2026年力争实现全国所有可开发乡镇的全面覆盖。

图表43: 兔宝宝装饰材料外围区域增速高于优势区域



资料来源：兔宝宝公司财报、wind、国盛证券研究所；备注：优势区域包括华东、华中地区，外围区域包括华南、西南、华北、西北、东北地区

图表44: 兔宝宝板材乡镇店数量(家)

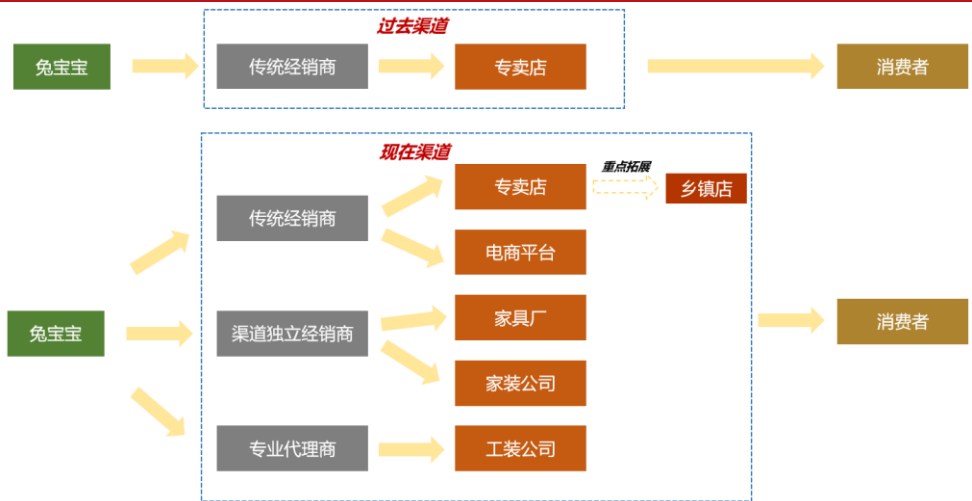


资料来源：兔宝宝公司财报，国盛证券研究所

## 二、积极寻求与定制家具厂、家装公司等小B渠道合作阶段

为应对市场变化，公司适时调整销售策略及渠道运营策略。2017年开始，随着定制家居模式的快速崛起，板材制作柜体逐步由木工打制为主转变为工厂化加工为主，对应板材直接消费市场中个人消费者或个体装修队逐渐被定制家具企业、家装公司、工装公司等具备较强资源整合能力的专业B端客户群体所取代，尤其是在一二线城市，定制家具厂、家装公司等已然成为最为关键的流量入口。对此，兔宝宝及时调整渠道策略，渠道模式由过去单一的零售门店为主转型为大小B和C端同步发展的多元化结构；同时，考虑B端渠道运营需要更为精细化的管理和运营，公司陆续成立多个销售分公司（主要面向有销量基础和市场潜力的省份）和渠道运营中心（如专门针对乡镇、家具厂、家装公司、工装公司的运营中心），组建独立专业团队，更好地管理和赋能经销商进行渠道开发和客户对接等工作，强化经销商的经营理念、营销方式和管理水平，提升公司经销商队伍在产品、配套服务、运营等各维度的综合竞争力，确保渠道业务持续做大做强。

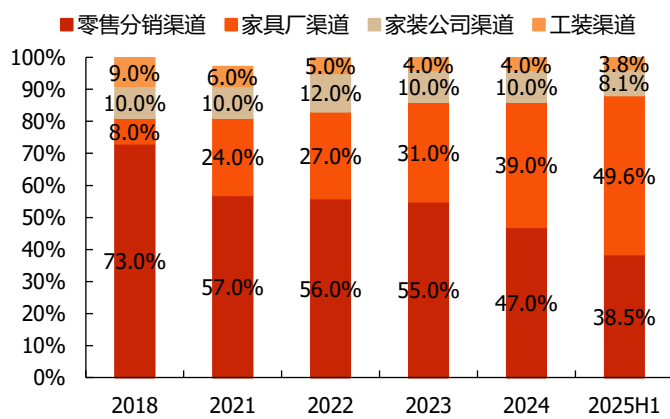
图表45: 兔宝宝装饰材料渠道转型前后对比



资料来源: 亿欧智库《2021年中国家装行业数字化转型研究报告》, wind, 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

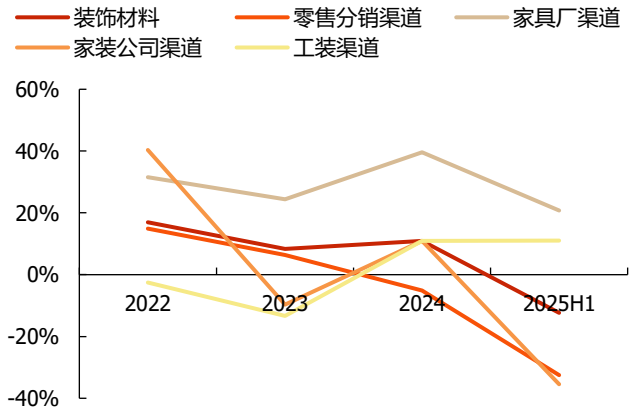
据公司统计, 2018年兔宝宝零售分销、家具厂、家装公司和工装渠道占比分别为73%、8%、10%和9%, 而截至2025H1末, 公司零售分销、家具厂、家装公司和工装渠道占比已调整至38.5%、49.6%、8.1%和3.8%, 由此可见兔宝宝渠道B端化转型成效显著。从渠道增速角度来看, 2018-2024年公司装饰材料总收入年复合增速为13.94%, 其中零售分销、家具厂、家装公司、工装公司渠道年均增速分别为5.87%、48.36%、13.94%、-0.47%, 家具厂及家装公司渠道因顺应定制化趋势而保持相对强劲的增长势头, 也是公司近年来最为重视的两类小B渠道。

图表46: 兔宝宝装饰材料四大销售渠道逐年占比变动情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表47: 兔宝宝装饰材料四大销售渠道年收入同比增速 (%)



资料来源: 兔宝宝公司财报, wind, 国盛证券研究所

**1) 定制家具厂: 千亿级别的核心渠道, 增长空间广阔, 创花板成渠道拓展重要切入口**  
 近几年兔宝宝家具厂渠道增速最快, 背后原因主要系定制家具产业的蓬勃发展。根据前文测算, 家具板材市场总体量约2500亿元, 下游板式家具加工模式分为手工打制、定制家具、成品家具三种类型, 以衣柜为例, 2009年前后手工打制、成品和定制占比分别为35%、50%和15%, 2017年以来随着消费者对家具的空间布局、功能性、环保性、审美风格等个性化品质化需求的持续升级, 定制家具渗透率持续快速上升, 现阶段定制家具渗透率预计已达到至少60%以上, 对应定制家具板材市场容量超1500亿元, 家具厂定制加工已基本取代传统木工打制柜体成为最重要的加工归口, 家装公司、设计师、木工、工长、门店等皆可作为家具厂的前端。

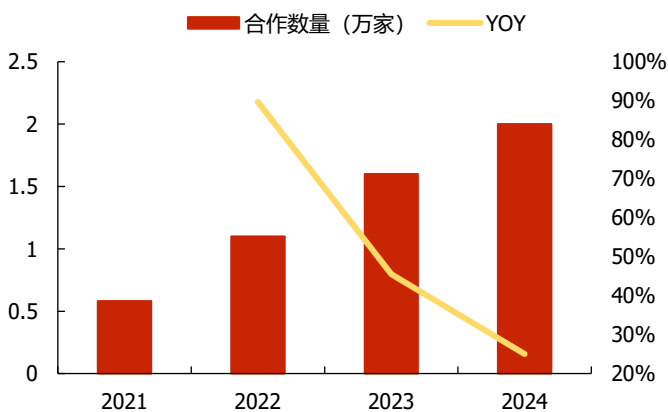
图表48: 各种板式家具优劣势对比

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、价格较低	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、材料高档、做工精美	1、形式美观,多种材质可选 2、标准化产品,即买即用 3、价格稍低	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、工厂生产、安装便捷 4、整体款式、风格统一 5、款式新颖、潮流
主要劣势	1、质量不稳定 2、欠缺美观 3、一般需油漆,材料存在环保隐患	1、价格较高	1、空间利用率低 2、风格、尺寸等较难自由选择	1、生产周期较长 2、价格稍高 3、难以规模化生产

资料来源: 尚品宅配定增募集说明书, 国盛证券研究所

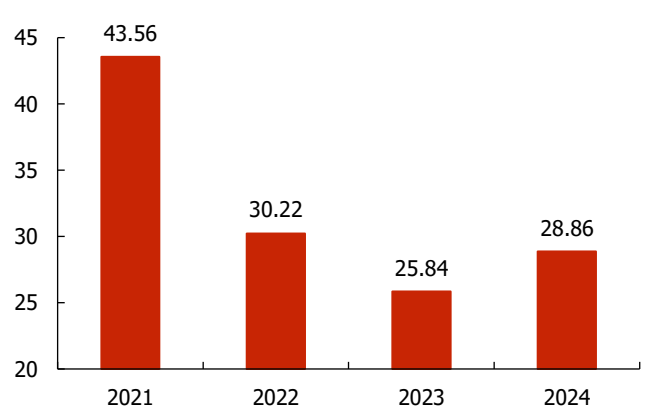
兔宝宝重点合作国内中小型定制工厂, 近几年合作客户数量快速增长, 2021 年合作家具厂客户 5800 家, 截至 2024 年底合作数量已增至 2 万余家, 对应年复合增长率超 51.08%, 与收入复合增速大体相当, 尽管定制家具厂渠道已连续数年保持高速增长, 但从渠道合作广度和深度来看仍有充裕的增量空间: 1) 广度方面, 根据公司自行统计, 2024 年全国定制家具厂数量大约有 8 万多家, 公司合作数量占比估算约 25%, 市场覆盖面存大量提升空间。2) 深度方面, 据我们测算 2024 年定制家具板材市场容量超 1500 亿元, 对应家具厂数量超 8 万家, 相当于单个定制家具厂板材用量平均值为 187.5 万元; 而 2024 年兔宝宝定制家具厂渠道营收为 57.72 亿元(含部分辅料销售), 对应家具厂客户数量超 2 万家, 相当于单客户提货额约 28.86 万元, 客单值也有充足发挥空间。2024 年公司定制家具厂渠道市占率约 3.8%, 若 2025 年全年保持 20% 同比增速, 则家具厂渠道规模达 69.26 亿元, 对应市场份额 4.6%, 伴随兔宝宝在家具厂合作广度及深度上的持续重点发力, 其市占率有望呈现长期上行趋势。

图表49: 兔宝宝合作定制家具厂数量及同比增速(左轴: 万家; 右轴: %)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

图表50: 兔宝宝历年定制家具厂渠道客单值(万元/家)



资料来源: 兔宝宝公司财报, wind, 国盛证券研究所

导入刨花板是提升家具厂渠道收入的有效手段。对于中小型定制家具厂来说, 选择兔宝宝的核心原因在于其品牌优势, 即中小型工厂可依托兔宝宝板材较强的品牌认知度打造差异化卖点, 推荐板材品牌时更容易成交, 且盈利能力能够有所提升。除此之外, 公司较强的产品能力和服务能力也是中小厂选择与之合作的重要因素。产品端, 公司持续完善家具厂渠道专供的主辅材产品体系, 尤其是在原有胶合板、细木工板的基础上重点导

入了刨花板基材的家具板材和门板板材产品，考虑家具板领域以刨花板、多层板为主，据前文测算，刨花板用于家具制造的市场规模约 834 亿元，占家具板材市场总量的 56%，再考虑刨花板售价多低于胶合板，实际刨花板销售数量占比理论上更高，兔宝宝及时导入刨花板产品线对提升渠道客单值至关重要。2024 年公司家具厂渠道刨花板销量约 600 万张，粗略估算其在家具刨花板市场份额约 0.9%，后续增长潜力巨大。服务端，除产品品类外，公司已提炼出包括价格体系、服务标准在内的一整套家具厂业务合作方案，依托分公司及渠道运营中心和庞大的经销商团队力量，在新品送样、主辅材导入、物流配送、仓储、维护家具厂客户粘性等方面提供专业化精准化的运营服务支持。

图表51: 兔宝宝推出彩臻板(刨花板)



资料来源: 兔宝宝公司官网, 国盛证券研究所

## 2) 家装公司: 整装业态持续发力, 家装公司成为板材一大核心消费通路

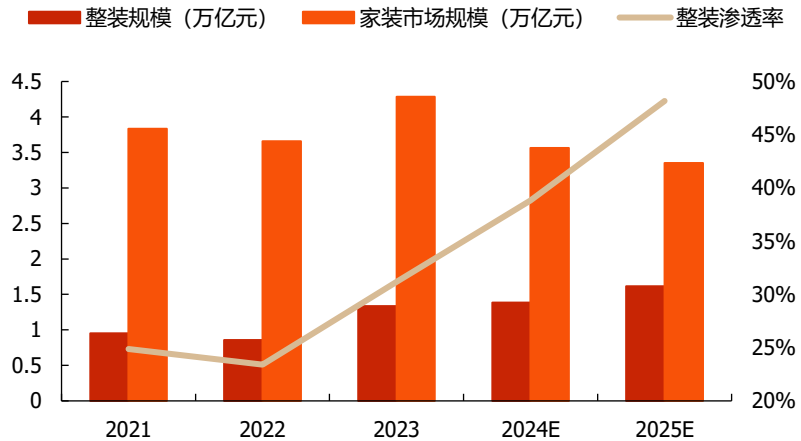
装企的装修模式主要分为整装、全包、半包、清包四种，其中整装和全包两种形式均通常由家装公司直接负责橱衣柜等板式家具的采买。整装模式具体是指家装公司根据消费者的家庭装修整体需求，将设计、人工、辅材、主材、软装、家电部品等装修要素产品化，以平方米或单套报价，并负责提供从硬装到软装的售前、售中、售后全部产品和整体服务，消费者只和家装公司进行直接结算的模式。由于整装打破了传统家装的碎片化分散化采购与服务，提升了整体家装的效率与品质，近年来整装在家装行业中渗透率快速提升，据奥维云网预测，预计 2024-2025 年整装市场规模分别达 1.38 万亿、1.62 万亿，2021-2025 年均增速 14.1%，同期家装市场总体规模年均下滑 3.3%，整装已成为家装产业的一大增长亮点，对应 2024-2025 年整装渗透率分别将达到 38.8%和 48.2%。受整装等家装形式的带动，家装公司亦作为板材消费市场最重要的流量入口之一。

图表52: 家装公司装修模式对比

	设计	施工	辅材	主材	软装	家电部品
整装	√	√	√	√	√	√
全包	√	√	√	√		
半包	√	√	√			
清包	√	√				

资料来源: 奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》，国盛证券研究所

图表53: 国内整装市场规模及渗透率 (左轴: 万亿元; 右轴: %)



资料来源: 奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》, 国盛证券研究所

家装公司渠道也是目前兔宝宝投入大量团队和资源重点攻克的目标渠道之一, 公司力争和全国 Top 30、省级 Top 6、Top 3 的家装龙头企业达成深度战略合作, 配套装饰公司专供产品体系, 同时开发了适配度较高的新型服务模式“易企装”, 实现从单一板材产品到半成品规格料的转变, 从团队、产品、服务等多个维度共同推动家装渠道业务发展壮大。

### 3) 全屋定制: 板材定制化趋势的深度探索, 立足华东优势市场实现产业链垂直布局

为进一步拥抱家具定制化的发展趋势, 兔宝宝逐步向板材下游全屋定制领域跨界转型, 搭建起从板材供应商到全屋定制服务商的垂直产业链。所谓全屋定制是通过统一的风格设计、空间布局、功能选择、材料选定为客户提供一整套空间配置的解决方案, 相比于普通的定制家具来说, 全屋定制的优势主要在于: 1) 全屋定制涵盖的板式家具产品范围更广, 传统定制家具主要集中于橱柜、衣柜、木门等品类, 全屋定制包含卧室、儿童房、厨房、书房、入户、衣帽间、客餐厅、洗浴间、木门、楼梯、护墙板等所有板式柜体的定制; 2) 全屋定制可使得整间房屋风格呈现更为协调统一; 3) 全屋定制模式下消费者只需选择喜欢的品牌和风格, 其他流程和问题交由全屋定制企业实施解决, 消费体验更为便捷。

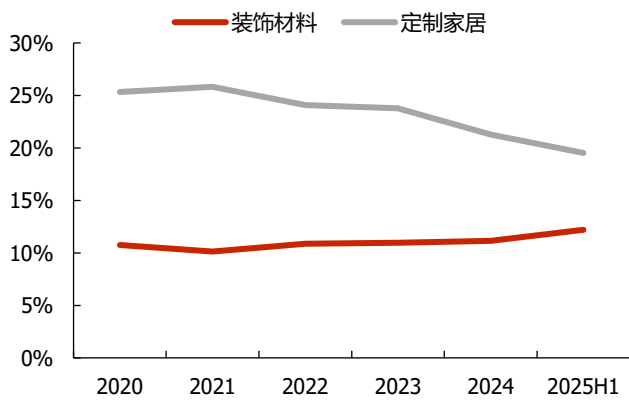
图表54: 全屋定制方案展示



资料来源: 华中兔宝宝生产基地微信公众号, 国盛证券研究所

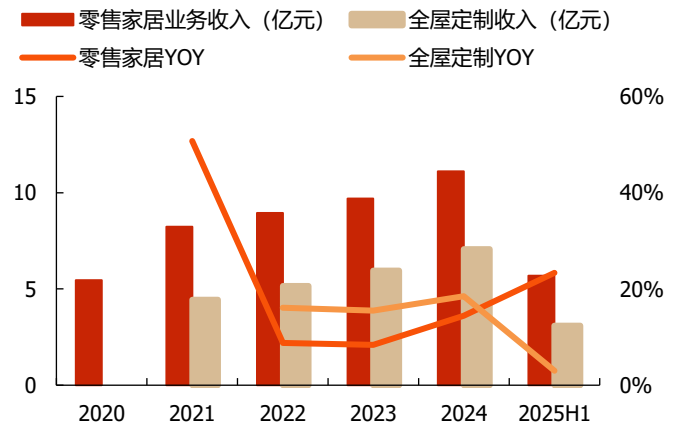
对于板材企业来说，向下游延伸至全屋定制领域可进一步扩大公司盈利空间（参考兔宝宝财报，定制家居业务毛利率长期高于基础材料毛利率）。兔宝宝全屋定制主要定位华东核心市场，依托公司板材产品在该区域较强的品牌美誉度，谋求业务纵深发展，2019年前后板块开始起量，此后持续作为公司零售家居体系的增长主力：1）从门店数量来看，近几年全屋定制门店基本均保持快速增长趋势，对冲了木门、地板等其他门店的下滑，截至2024年底定制家居和全屋定制门店数量分别为848家、286家，对应2020-2024五年间门店复合增速分别为2.28%、13.72%。2）从营收来看，截至2024年公司零售家居营收11.1亿元，同比增长14.43%，其中全屋定制收入7.07亿元，同比增长18.49%，对应2021-2024年零售家居和全屋定制收入复合增速分别为10.49%、16.73%。3）从单店坪效来看，全屋定制效益亦明显高于其他形式的家居店，2024年公司全屋定制收入占比63.69%，大幅高出全屋定制33.73%的门店占比；此外，2022-2023年全屋定制平均单店收入保持在293万余元，2024年全屋定制单店坪效略降至247万元（推测原因主要系当年开店速度较快，新店在开设初期一段时间内收益相对较低），而其他形式家居店店均收入仅60-70余万元。

图表55: 兔宝宝两大业务板块毛利率对比



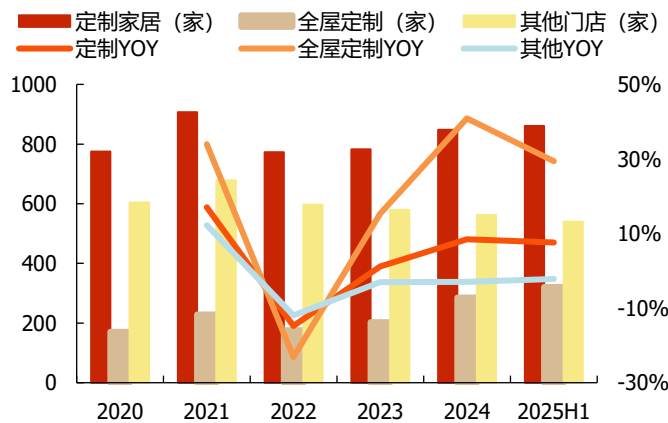
资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所; 备注: 此处装饰材料扣除了品牌使用费部分

图表56: 兔宝宝零售家居及全屋定制收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



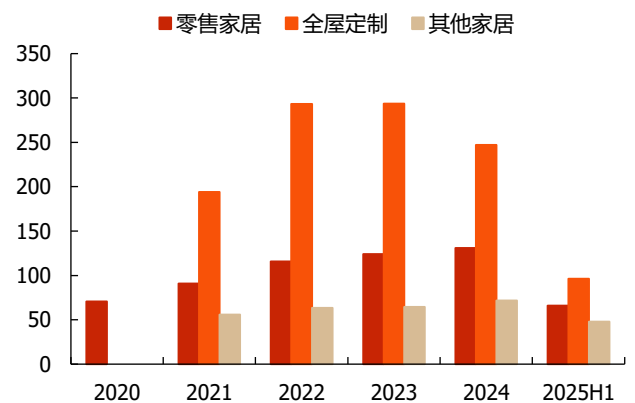
资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所; 备注: 2025年H1公司零售家居报表收入增速较高主要系易装品牌使用费调整至该项目;

图表57: 兔宝宝零售家居、全屋定制及非全屋定制门店数量及同比增速 (左轴: 家; 右轴: %)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

图表58: 兔宝宝零售家居、全屋定制及非全屋定制平均单店收入 (万元)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

考虑公司全屋定制板块在产品、服务、渠道等维度仍有成长空间，我们预计未来该板块仍将作为零售家居的重要增长点。1）产品及服务：公司发展定制业务的最大优势在于材料端，可提供多基材组合，其中优选胶合板、细木工板、OSB等优质基材，打造高端环

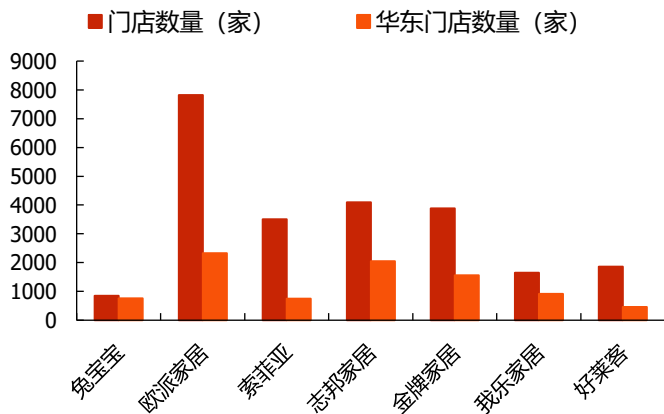
保差异化定位。在基材品质好的基础之上，公司不断在柜体产品外观设计、店面展示效果、信息化建设、产品交付及安装服务等方面进行补强，向一线定制品牌看齐，获客能力有望持续提升。**2) 渠道建设:**从渠道规模来看，兔宝宝与头部品牌门店数量仍有较大差距，在华东地区尚有大量可覆盖区域，并且还可进一步辐射外围消费能力较强的省会及重点城市。截至2024年底，公司拥有各类家居定制店848家(假设多数集中于华东)，而头部欧派家居、志邦家居、金牌家居华东门店数量粗估在1000-2000家以上。从渠道结构来看，在继续扩大门店零售业务的同时，公司着重开发家装公司渠道，部分装企从单纯板材供应升级到全屋定制需求，公司在协助经销商积极开拓装企业务的同时主动寻求与大型装企的直营合作，未来有望成为公司全屋定制板块的一大增量，2025年上半年家装公司渠道销量增长46.5%。

图表59: 家具品牌主要应用基材材质整理

家具品类	品牌	主要基材材质
定制衣柜	尚品宅配	刨花板
	欧派	刨花板、胶合板、纤维板
	索菲亚	刨花板、纤维板
	莫干山	细木工板、胶合板
	兔宝宝	细木工板、胶合板
定制橱柜	志邦橱柜	刨花板、纤维板
	我乐橱柜	刨花板、纤维板

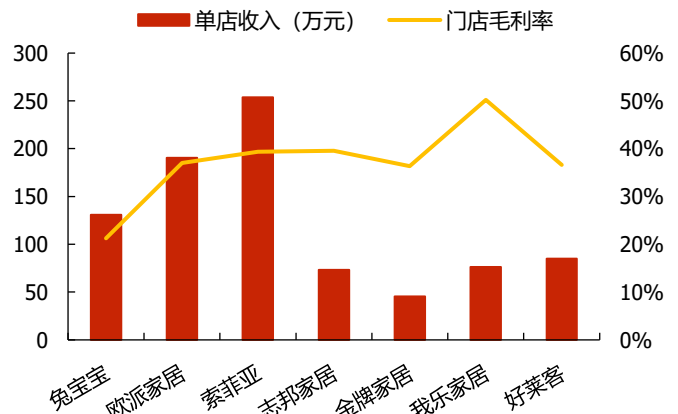
资料来源: 卢希珍等《家具用浸渍胶膜纸饰面人造板的产业现状与发展》，国盛证券研究所

图表60: 兔宝宝与一线定制品牌门店数量对比(家)



资料来源: 各公司公告、wind, 国盛证券研究所

图表61: 兔宝宝与一线定制品牌门店坪效及毛利率对比(左轴: 万元/家; 右轴: %)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 补齐板材配套主辅材, 渠道产品协同发力带动客单值提升

为进一步提升客单值, 兔宝宝在持续补齐各渠道主材产品体系的同时, 充分发挥板材业务带动的边际效应, 积极推动高毛利辅材产品的配套销售, 如浸渍纸、封边条、家具五金、石膏板、胶黏剂等。针对辅材产品, 公司同样主要采用OEM外协生产和品牌授权模式, 与各单品的优质供应商长期合作, 个别供应商公司进行参股投资(如2025年7月上市的家具五金公司悍高集团, 2025年12月完成IPO辅导的浸渍纸公司佳饰家), 这主要是由于多数辅材品类如浸渍纸、封边条、家具五金等市场供给偏宽松、格局较为分

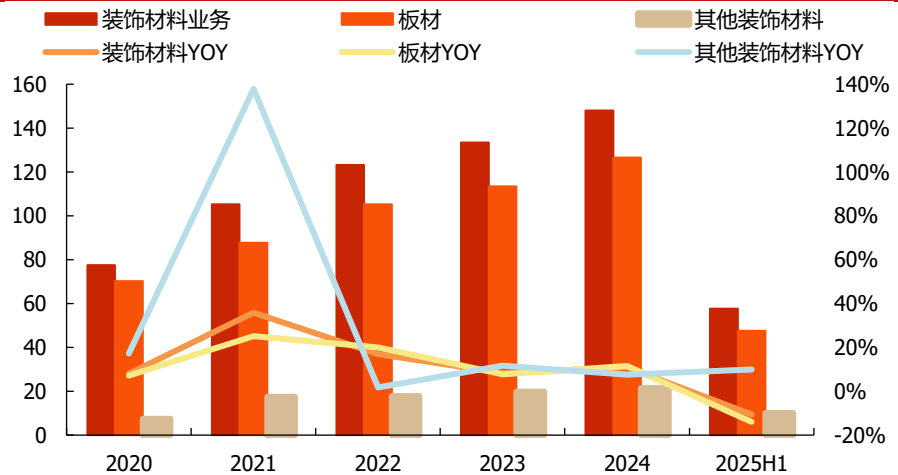
散，通过外协合作的方式有助于公司根据需求灵活调整产能，提高生产运营效率。近几年辅料销售呈现强劲增长态势，已成为拉动装饰材料板块的一大亮眼增长点，2024年公司辅料销售额21.41亿元，占折算后装饰材料总营收的14.47%，对应2020-2024年辅料年均收入增速为30.6%，同期折算后装饰材料及折算后板材业务年均收入增速分别为17.55%和15.9%。2025年前三季度辅材业务逆势增长，长期来看辅料体系涵盖品类众多、与板材主业具备良好协同，发展潜力巨大。

图表62: 兔宝宝辅材产品部分展示



资料来源: 兔宝宝微信公众号、兔宝宝公司官网、demeter公司官网, 国盛证券研究所

图表63: 兔宝宝装饰材料各板块收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

### 1) 浸渍纸: 主流人造板饰面材料, 300亿+市场空间

饰面纸(即三聚氰胺浸渍胶膜纸)是兔宝宝辅料体系中最大的品类(2025年前三季度销售收入占比超55%)。这与行业情况基本匹配,人造板饰面材料包括浸渍胶膜纸、涂料、薄木、PVC膜、皮革和纺织布艺等多种,其中使用浸渍胶膜纸作为饰面的人造板占60%,浸渍胶膜纸饰面人造板具有成本低、生产工艺简单、产品多样化等优点,且表面具有良好的耐磨、耐划痕、耐热和耐水性能。浸渍胶膜纸的最上游为装饰原纸,是以木浆和钛白粉为主要原料经特殊工艺加工而成的工业特种用纸,按照功能不同可分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他原纸四种类型,其中面层装饰原纸占据绝对主导(近几年销量占比在95%以上)。面层装饰原纸又进一步分为素色纸和印刷用原纸,

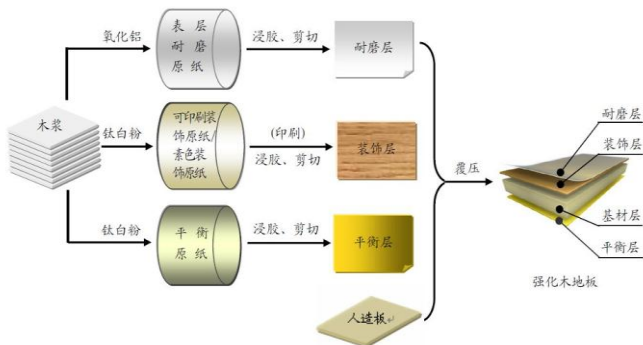
印刷用原纸经印刷花纹后成为印刷装饰纸；最后，装饰胶膜纸是指用印刷装饰纸或素色纸再经浸渍氨基树脂（其中三聚氰胺树脂和酚醛树脂应用最多）后干燥到一定程度，纸张保留一定的预固化度，最后通过热压工艺压贴在人造板基材上形成人造板的饰面；总结来说，装饰胶膜纸按照加工过程可分为装饰原纸、印刷装饰纸和装饰胶膜纸三个主要环节。

图表64: 装饰原纸按照功能划分的四种类型

类型	主要品种	用途	特性
护面表层原纸	表层耐磨原纸	用于制作胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的表层护面	具备良好的耐磨性，对人造板起到保护作用
面层装饰原纸	可印刷装饰原纸	用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板的饰面装饰	可根据个性化的需求印刷各种精美的木纹和图案，并经三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面
	素色装饰原纸		色彩鲜艳亮丽、层次感突出，经三聚氰胺树脂浸渍后可直接压贴于人造板表面，其制作的板材不翘曲、不开裂、绿色环保
底层平衡原纸	平衡原纸	主要压贴于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板底层，起到防潮的效果	增强板材的平整性，防止起翘变形，避免水分从人造板底层渗入，提高产品的防潮性能
其他原纸	封边带装饰原纸	用于胶合板、刨花板、纤维板等多种人造板材横切面的封边制作	拥有较高的平滑度与稳定的膨胀系数，对人造板的边缘起到加固作用

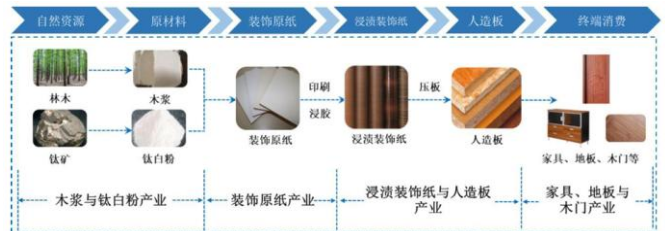
资料来源：齐峰新材定增说明书，国盛证券研究所

图表65: 装饰原纸的主要分类和应用形式



资料来源：齐峰新材定增说明书，国盛证券研究所

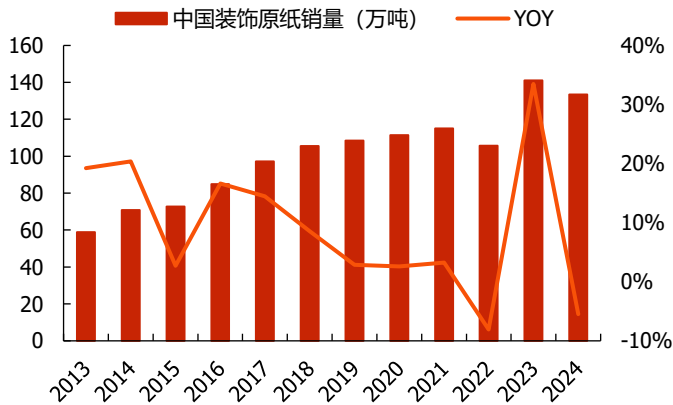
图表66: 装饰原纸产业链



资料来源：齐峰新材定增说明书，国盛证券研究所

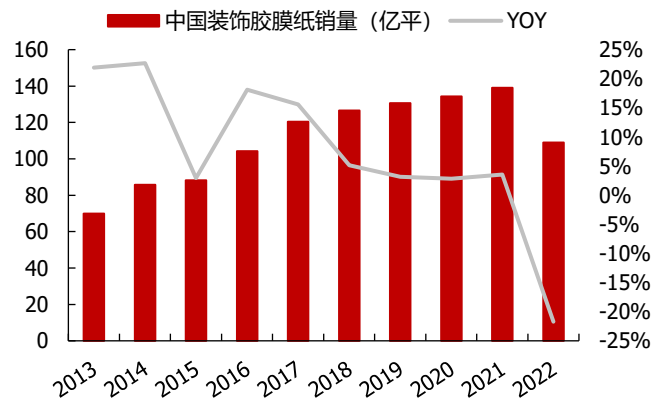
根据中国林产工业协会不完全统计，2024 年中国装饰原纸总销量 133.38 万吨，同比下滑 5.45%，整个装饰原纸产业在 2018 年之前处于高速发展阶段，2019 年以来增速明显放缓，尤其 2022 年受地产链承压影响，装饰原纸需求规模受到一定抑制（其下游主要用于家具、地板等领域），但长期来看，考虑刨花板、细木工板等品种占人造板比例趋于提升（浸渍胶膜纸饰面人造板多选用纤维板、刨花板和细木工板等作为基材），叠加中国企业出口竞争力渐强等因素，我们预计装饰原纸行业经短期震荡调整后仍将呈现平稳增长走势。据装饰纸论坛统计，2022 年我国装饰胶膜纸销量 108.89 亿平方米，同比减少 21.71%，同年胶膜纸产值 348 亿，行业走势与上游装饰原纸高度一致。

图表67: 中国历年装饰原纸销量及同比增速 (左轴: 万吨; 右轴: %)



资料来源: 装饰纸论坛、中国林产工业协会装饰纸与饰面板专业委员会, 国盛证券研究所

图表68: 中国历年装饰胶膜纸销量及同比增速 (左轴: 亿平米; 右轴: %)



资料来源: 装饰纸论坛, 国盛证券研究所

鉴于 2013-2022 年期间装饰胶膜纸与装饰原纸行业的增减变动趋势与幅度基本一致, 我们假设装饰胶膜纸 2023-2024 年增速与装饰原纸亦同步, 另外假设装饰胶膜纸价格从 2022 年的 3.2 元/平小幅降至 3 元/平, 据此推算出 2024 年国内装饰胶膜纸市场规模约 412 亿元, 粗略估算兔宝宝胶膜纸市场份额约 3% 上下, 成长空间充足。

## 2) 封边条: 装饰板材刚需品类, 超百亿市场, 利润可观

除饰面材料之外, 对饰面人造板板件进行封边也是一道极为重要的工序, 在我国现行的家具标准中, 几乎所有的家具成品标准都要求“人造板非交接面应进行封边或涂饰处理”。板件的封边作用主要体现在装饰、加固、防潮、耐用和环保等方面, 良好精确的封边可以让家具看起来更平整美观, 同时可以控制板材内挥发性有机化合物 (VOC) 的释放并延长家具使用寿命。而封边的最终效果受封边材料、封边工艺及封边过程控制等因素综合影响。

图表69: 板材基材、饰面和封边结构图示



资料来源: 索菲亚家居, 国盛证券研究所

图表70: 板件的封边作用

作用	具体描述
装饰	对板件进行封边装饰,可增强产品整体的美观视感。定制家居多采用饰面刨花板、饰面纤维板等人造板作为基材,如不封边,板件侧边多是裸露的刨花或纤维,截面粗糙且易隐藏污垢,影响板件的整体美观性。封边可提高板件的美感,并使得板件易于清洁。
加固	封边可加固板件,保护板件边缘及棱角,防止因磕碰或磨损产生板件破损,有效避免机械导致的开胶开裂等损坏,可有效提高板件的完整性和牢固性。
防潮	良好的封边,可有效隔断板件侧边与空气中的水分接触,避免因水分或受潮导致板件发霉、开裂、厚度膨胀等现象,提高板件使用寿命。尤其在沿海地区等湿度较大的区域,其潮湿的环境会对板件质量产生不良的影响。
环保	提高板件的环保性能,选用环保的封边条和封边用胶黏剂,采用优化的封边工艺,可以达到很好的封闭效果,阻断甲醛基胶黏剂胶合制备的刨花板、纤维板等人造板基材中游离甲醛的释放,在一定程度上提高板件的环保性能。

资料来源:袁森等《人造板定制家居封边条质量及封边技术要求》,国盛证券研究所

**1、封边材料:**封边条是用于家具板式部件边部封边处理,并对侧边起封口、保护和装饰作用的条状或卷状薄型材料。我国人造板定制家居板件常用封边条主要有塑料封边条、三聚氰胺树脂浸渍纸封边条、木质封边条等,其中:1)塑料封边条是以各种合成树脂为主要原料(加入或不加入添加剂)制成的一种塑料条状或卷状封边条。塑料封边条在所有封边条中市场占有率最高,而塑料封边条中又以聚氯乙烯(PVC)封边条的使用量为最大,丙烯腈-丁二烯-苯乙烯(ABS)封边条是较为先进的塑料封边条,封边效果较PVC更好的同时成本也较高。2)三聚氰胺树脂浸渍纸层积封边条是用原纸印刷上各种花纹后(或纯素色),经热固性树脂(主要是三聚氰胺树脂)浸渍、干燥固化层积加压制成的一种纸质装饰封边条,其优点是易粘贴、遇冷热不易伸缩变形,缺点是较脆易折、在家具生产搬运中易撞坏。3)木质封边条是由桦木、柞木、枫木、榉木、樱桃木等天然木材或重组装饰材,经刨切、旋切或锯切加工成的用于板件封边的装饰单板条、薄板条、方木条等,具有木纹自然、柔软,粘贴时附着力强、修边整齐等优点,但木材含水率会受外界温湿度影响而发生变化。

图表71: 封边条主要类别梳理



PVC封边条

ABS封边条

三聚氰胺浸渍  
纸封边条

木皮封边条

资料来源:室内设计联盟、阿里巴巴官网,国盛证券研究所

图表72: 几种主要家具封边条的优劣势对比

封边条类型	优势	劣势	适用范围
PVC封边条	表面性能好, 光泽度适中, 重量轻, 易加工, 性价比高, 应用范围广	质量不稳定, 修边后色差较明显, 相对更容易老化和断裂, 表面硬度较低	多用在板式家具的封边处理
ABS封边条	耐磨, 耐腐蚀, 耐老化, 防火, 防潮, 绿色环保可回收, 尺寸稳定性好, 抗冲击性强, 耐腐蚀, 对胶黏剂要求不高	制作成本较高	常被用在高档板式家具上
木皮封边条	封边效果好, 柔软且不易变形, 环保性能强, 可与板材饰面材质和谐统一, 粘贴时附着力强, 加工方便快捷	防潮性弱, 原材料成本及制作成本较高	适用于实木复合家具及实木复合门部件的机械封边
三聚氰胺浸渍纸封边条	耐磨, 防火, 防油, 防潮, 抗酸碱, 柔韧性极好, 粘结后附着力强, 不易脱落, 遇冷热不易伸缩变形, 弯曲性能好, 对胶黏剂要求不高	较脆易折	用于板式家具等封边
铝合金封边条	坚固耐用, 不会产生龟裂, 不易变形, 耐刮痕, 耐腐蚀, 耐候性好, 使用寿命长, 柔韧性好, 环保	与板材的木纹饰面搭配效果较差, 缺乏设计美感	常用于衣柜、橱柜、门板等封边

资料来源: 室内设计联盟、袁森等《人造板定制家居封边条质量及封边技术要求》、上海装潢网、国盛证券研究所

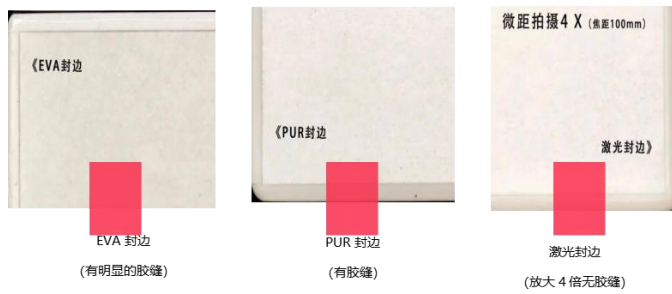
**2、封边工艺:** 封边技术就是将封边条和基材进行粘合的技术, 主要包括传统的热熔胶封边技术和较为先进的无缝封边技术(激光封边和热风封边)。

1) 热熔胶封边: 传统封边机多是在封边条和板件上分别均匀涂布热熔胶再热压胶合, 最常用的热熔胶是 EVA 热熔胶和 PUR 热熔胶两种。EVA 封边是市面上最主流的封边工艺, 技术成熟, 成本低廉, 但会用到大量胶水, 容易溢胶且胶线明显, 美观度较差, 同时 EVA 封边在温湿度发生变化时粘度会降低, 导致开裂、翘边。PUR 封边用胶量不足 EVA 的一半, 胶水粘结强度更高, 胶线更细, 成本比 EVA 更高但增幅不大。

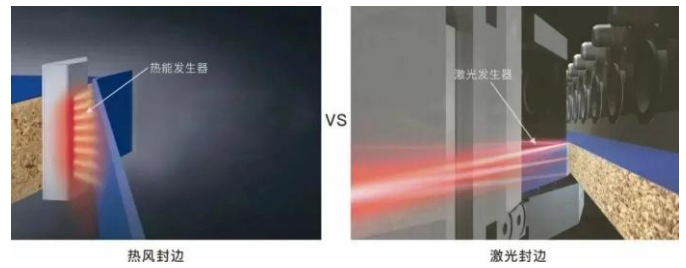
2) 激光封边: 由激光封边机发射高能量的激光, 融化封边条上的特殊功能性聚合物, 与板材进行无缝粘合。激光封边没有溢胶和胶线问题, 封边平整美观、环保耐用、防水性能更强, 机器设备生产效率更高(无需加热等待), 但成本高昂, 进口的激光封边机价格高达数百万。

3) 热风封边: 热风封边技术是继激光封边技术之后发展起来的一种无缝封边技术, 热风封边机通过喷嘴喷射高温高压的热风到封边条上将胶层融化, 再与板材无缝粘合。相比于激光封边, 热风封边用到的热空气更易获取且绿色环保、价格低廉, 封边质量较高且生产流程大大简化(减少了封边和额外的修整工作)。

图表73: EVA封边、PUR封边、激光封边效果对比



图表74: 激光封边和热风封边加热装置不同

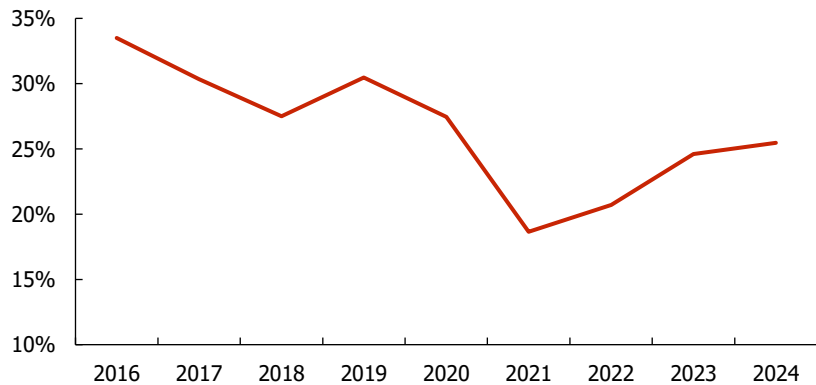


资料来源: 激光制造网, 国盛证券研究所

资料来源: 重庆力诚家, 国盛证券研究所

封边条产业规模随着木质家具行业的发展而持续增长, 根据共研网统计, 2024年中国木质家具市场规模已上升至6627亿元, 同比增长4%。为进一步测算封边条市场空间, 我们假设: 1) 木质家具企业平均毛利率水平30%左右; 2) 木质家具企业成本构成中封边条占比3%。由此推算出2024年家具封边条行业规模约139亿元, 且后续大概率跟随木质家具行业保持平缓增长节奏。2025年前三季度兔宝宝封边条收入同比增长28.7%, 属于辅材体系中增长较快的单品, 利润方面, 封边条也是辅料中毛利率较高的品类(参考华立股份, 封边材料毛利率基本在20%以上), 因此大力推动封边条配套销售有利于提升公司综合盈利能力。

图表75: 华立股份封边条业务历年毛利率(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3) 家具五金: 2000亿+大市场, 使用面广, 品种规格多样

家具五金是指用于家具制造过程中的各种五金配件和相关产品, 这些配件是家具制造中不可或缺的组成部分, 对于家具的质量、耐用性和美观度等方面都有着重要影响。家具五金按照用途可以分为基础五金、功能五金和收纳五金三大类, 其中基础五金是指起到支撑、连接、固定等功能的五金零配件, 主要包括螺丝、螺母、铰链、拉手、滑轨、吊码、阻尼等; 功能五金是指能实现特定功能的五金制品, 比如移门五金配件、角阀、反弹器、拉直器等; 收纳五金是指具备收纳功能的五金制品, 包括拉篮、调味篮、抽屉、挂衣架、裤架、置物架、杯架等。通常情况下衣柜等柜类家具主要会用到铰链、滑轨、移门五金配件、挂衣架、拉篮、反弹器、拉直器等家具五金品类。

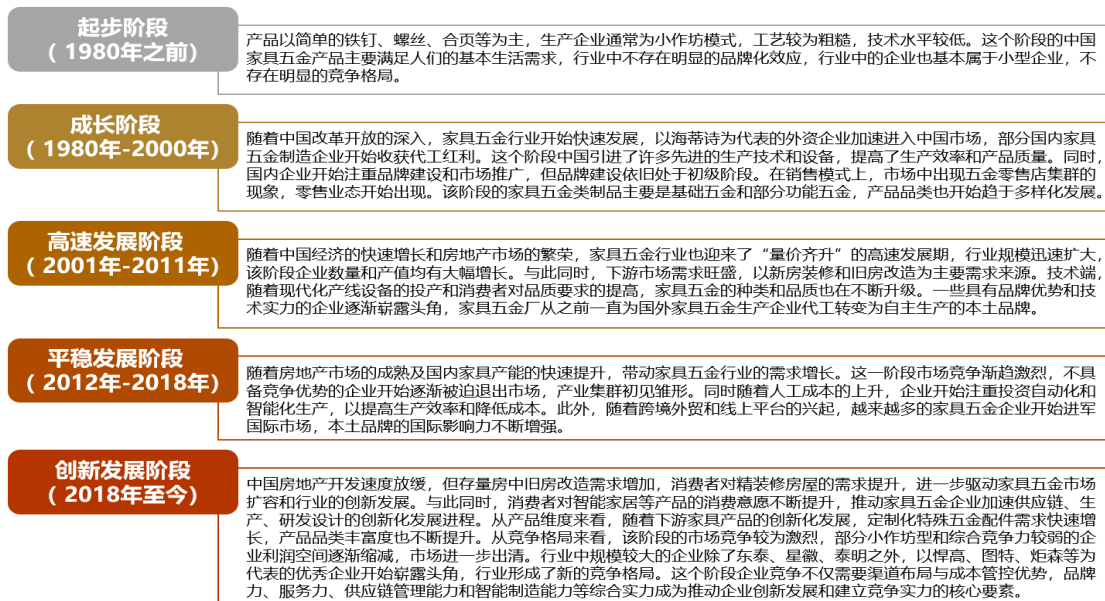
图表76: 柜类家具主要用到的家具五金产品展示



资料来源: 图特股份招股书, 国盛证券研究所

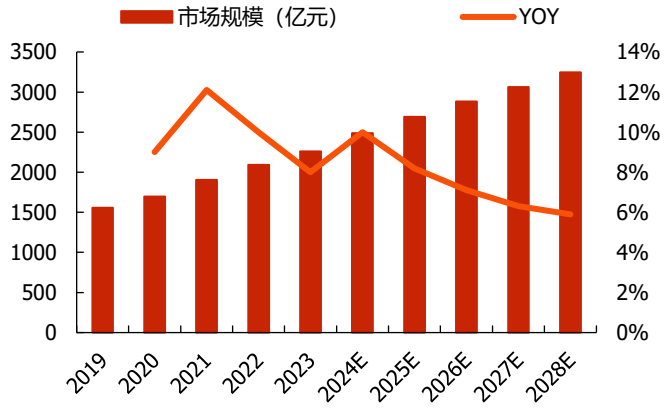
中国家具五金行业发展历经了起步、成长、高速发展、平稳发展和创新发展五个阶段, 根据中国五金制品协会统计, 2023年我国家具五金市场规模达到2261.1亿元, 对应2019-2023五年间复合增长率9.77%, 预计到2028年市场容量将继续增至3244.5亿元, 对应2023-2028年均复合增速7.49%, 受存量房装修需求、出口竞争力提升等因素推动, 家具五金行业或继续保持平缓增长态势。参考部分相关上市企业财报, 家具五金产品利润较为丰厚(毛利率多在30%左右), 大力发展五金业务有助于优化兔宝宝整体毛利率。

图表77: 中国家具五金行业发展历程



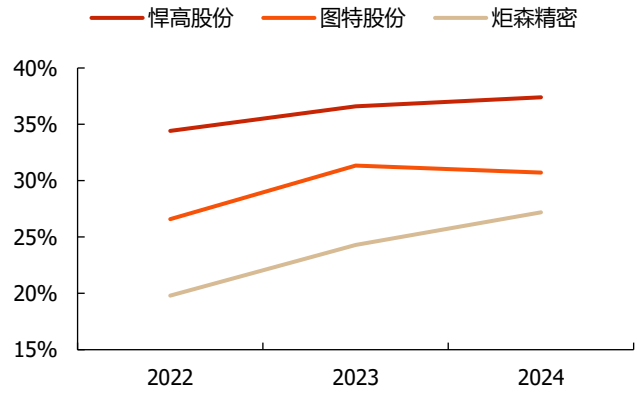
资料来源: 中国五金制品协会, 国盛证券研究所

图表78: 中国家具五金历年市场规模及同比增速(左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 中国五金制品协会, 国盛证券研究所

图表79: 家具五金上市公司毛利率 (%)



资料来源: 各公司财报, 国盛证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**营业收入及毛利率:** 我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 89.57/94.99/103.66 亿元, 同比变动-2.52%/+6.04%/+9.13%; 综合毛利率分别为 17.97%/18.74%/19.09%。

- **装饰材料业务:** 兔宝宝装饰材料板块包括板材、其他装饰材料以及品牌使用费三部分, 我们预计后续装饰装修整体需求或逐步企稳, 其中板材业务虽传统零售渠道增速趋缓, 但定制家具厂及装企渠道或对板材销售形成持续支撑; 品牌使用费对应的 B 类业务模式具备税收等优势, 或长期保持较高占比; 其他装饰材料配套板材销售是现阶段公司重点发力的业务方向之一, 未来几年有望保持相对较高增速。预计 2025-2027 年公司装饰材料业务收入分别为 73.7/78.53/85.96 亿元, 分别同比变动-0.46%、+6.55%、+9.46%。盈利方面, 考虑公司装饰材料业务以零售为主, 各细分板块毛利率相对平稳, 板块整体毛利率主要受销售结构变动影响(毛利率相对较高的辅料销售占比提升有望拉动板块综合毛利率抬升), 预计 2025-2027 年板块综合毛利率分别为 16.97%/17.8%/18.2%。
- **定制家居业务:** 随着裕丰汉唐销售规模的持续缩减, 公司本部零售家居业务逐渐占据主导, 其中又以全屋定制作为主要增长发力点。预计 2025-2027 年公司定制家居业务收入分别为 15.03/15.79/17.17 亿元, 同比分别变动-12.6%/+5%/+8.74%; 同期毛利率分别为 20.96%/22%/22.5%。
- 预计随着公司收入体量的持续增长, 销售、管理及研发费用将逐步摊薄。

图表80: 兔宝宝主要业务收入及毛利率预测

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
公司总营收(百万元)	9062.86	9188.84	8957.31	9498.65	10365.83
YOY	1.63%	1.39%	-2.52%	6.04%	9.13%
毛利率	18.42%	18.10%	17.97%	18.74%	19.09%
<b>装饰材料:</b>					
收入(百万元)	6,856.35	7,404.42	7,370.31	7,853.20	8,595.80
YOY	3.23%	7.99%	-0.46%	6.55%	9.46%
毛利率	16.52%	17.04%	16.97%	17.80%	18.20%
<b>定制家居:</b>					
收入(百万元)	2,116.61	1,720.14	1,503.44	1,578.60	1,716.55
YOY	-2.77%	-18.73%	-12.60%	5.00%	8.74%
毛利率	23.77%	21.26%	20.96%	22.00%	22.50%
<b>费用率</b>					
销售费用率	3.26%	3.44%	3.42%	3.35%	3.30%
管理费用率	2.92%	2.22%	2.20%	2.15%	2.10%
研发费用率	0.77%	0.71%	0.70%	0.65%	0.60%

资料来源: wind、兔宝宝公司财报, 国盛证券研究所

## 4.2 投资建议

**估值及投资建议：**兔宝宝系消费建材细分领域的龙头企业，此处我们选取三棵树、伟星新材、悍高集团、索菲亚、欧派家居 5 家作为可比公司，其中三棵树和伟星新材同样系消费建材细分子板块的优质龙头，且同样具备较强的零售业务属性；索菲亚和欧派家居系定制头部企业，与兔宝宝具备一定的业务重叠度；悍高集团主要从事家具五金生产销售，与兔宝宝主业同属室内装饰装修大行业，且是兔宝宝五金配件的供货商和参股公司。5 家可比公司 2025 年 PE 平均值为 25X。预计兔宝宝 2025-2027 年营收分别为 89.57 亿元、94.99 亿元、103.66 亿元，归母净利润分别为 7.64 亿元、9 亿元、10.46 亿元，三年业绩增速超 21%，对应估值分别为 16 倍、14 倍、12 倍，公司积极顺应板材定制化大趋势，板材主业方面重点聚焦定制家具厂、家装公司等增量渠道，在此基础上进一步深耕华东优势市场，产业链向下拓展至全屋定制领域，板材及家居两块业务均具备较强的长期成长性，且公司现金流充沛，分红慷慨，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 81: 可比公司估值表

		股价		EPS (元)			PE			总市值 亿元
		元	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
603737.SH	三棵树	52.39	1.29	1.73	2.2	40.54	30.31	23.81	386.54	
002372.SZ	伟星新材	11.52	0.56	0.62	0.69	20.52	18.46	16.8	183.4	
002572.SZ	索菲亚	14.12	1.1	1.24	1.35	12.8	11.36	10.45	135.98	
603833.SH	欧派家居	57	4.09	4.39	4.73	13.92	12.97	12.04	347.22	
001221.SZ	悍高集团	67.79	1.79	2.3	2.94	37.96	29.45	23.07	271.17	
	平均 PE					25.15	20.51	17.23		
002043.SZ	兔宝宝	14.86	0.92	1.08	1.26	16.13	13.71	11.79	123.3	

资料来源: wind, 国盛证券研究所, 股价为 2026 年 1 月 26 日收盘价数据; 备注: 索菲亚、欧派家居和悍高集团采用 wind 一致预测

## 风险提示

**渠道开发进度不及预期风险：**兔宝宝板材主业的长期持续增长依赖于对定制家具厂、家装公司等重点流量渠道的深度拓展，若渠道开发成效不及预期（比如客户数量不能持续发展壮大或客户提货量未能有效提升等等），将会对公司板材销售产生不利影响；  
**地产持续下行风险：**兔宝宝经营业务包括室内装饰板材及定制家居，均属于地产后周期链，若地产行情持续筑底，新房/存量房销售及装修需求或持续承压，板材和板式家具的需求总量或将受到抑制；  
**市场竞争加剧风险：**现阶段板材产能已呈现过剩状态，若后续刨花板继续大肆投产，同时各类中小落后产能未能及时退出，行业无序价格竞争状态或长期持续甚至更为严重，对板材企业的经营效益产生负面影响；  
**假设与测算误差风险：**本文中有关定制家具板材市场需求等测算基于一定数据假设，测算结果存在误差风险。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com