

兔宝宝 (002043)

渠道纵横并拓，模式优化升级，板材龙头稳健成长

增持 (首次)

2022年11月28日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

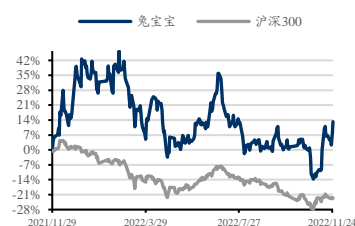
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,426	9,241	10,687	12,108
同比	46%	-2%	16%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	712	627	749	914
同比	77%	-12%	19%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.92	0.81	0.97	1.18
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.51	11.93	9.99	8.18

关键词: #比同类公司便宜

投资要点

- 兔宝宝创建于1992年，已凭借其领先的产销规模成为国内装饰材料行业的龙头民营企业。公司目前装饰板材及成品家居两大业务，多元渠道扩张提升板材业务市占率；成品家居业务零售及工程端双轮驱动，品牌协同快速发展。
- 装饰板材丰富产品体系和业务模式，渠道多元化发展。人造板行业“大行业，小公司”，2020年人造板行业市场容量7000亿以上，1) 业务模式：公司2010年开始探索OEM模式，轻资产运营提升经营效率。2017年公司推广易装模式定位板材深加工，加强板材销售；2) 渠道建设：2019年以来公司大力推进工装、家装、家具厂等小B端渠道业务拓展、发展分公司运营进行渠道深耕与管理优化，2021年末兔宝宝在全国建立的各体系专卖店数量达到3542家，其中装饰材料门店2635家（含易装）。2020年来公司板材业务持续放量，板材业务进入发展新阶段。3) 产品性能突出：公司产品长期定位高环保性，品牌及环保性能引领行业。
- 成品家居工程零售双轮驱动，品牌协同稳步发展。1) 零售端：2012年以来，公司经营从基础装饰材料产品逐步向成品家居领域拓展，陆续导入了地板、衣柜、木门等产品的生产和销售。目前公司致力于发展全屋定制+木门+地板产品体系，打造华东区域优势定制品牌。零售端家居门店持续整合升级，公司全屋定制业务依托兔宝宝板材优势与头部品牌差异化竞争，规模有望持续增长。2) 工程端：公司收购裕丰汉唐，完善公司工程端家居服务能力，2019-2021年裕丰汉唐均超额完成业绩承诺，2022年受房地产调控等影响业绩短期承压，未来裕丰在工程端仍以优质地产客户业务为主，有望进入稳健经营。
- 盈利预测与投资评级：公司是装饰板材行业龙头，公司在巩固C端经销渠道优势的同时，应对行业趋势变化公司积极拓展小B家具厂、装修公司等渠道，积极进行渠道下沉、异地扩张并进行分公司管理优化管理模式。成品家居业务领域，公司积极落实“零售+工程”双轮驱动战略，全屋定制等快速发展，工程市场短期承压优化客户结构，未来经营更加稳健。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为6.27/7.49/9.14亿元，同比分别变动-12%/+19%/+22%，对应PE分别为12X/10X/8X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：下游房地产竣工不及预期的风险、疫情反复的风险、行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.68
一年最低/最高价	7.24/13.31
市净率(倍)	3.28
流通A股市值(百万元)	6,711.74
总市值(百万元)	7,481.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.95
资产负债率(% ,LF)	54.37
总股本(百万股)	772.84
流通A股(百万股)	693.36

相关研究

内容目录

1. 兔宝宝：深耕板材行业三十年，渠道调整升级再出发	4
1.1. 产品、渠道、服务不断创新升级，致力成为家居装饰行业领先企业	4
1.2. 装饰材料及成品家居协同发展，业绩稳健增长	5
1.3. 股权结构稳定，股权激励彰显发展信心	6
2. 人造板行业：板材行业市场容量大，渠道多元化发展	8
2.1. 人造板行业市场容量较大，行业内小企业分布众多	9
2.2. 板材行业商业模式创新，轻资产运营提升周转效率	11
3. 兔宝宝：板材多元化渠道开拓，成品家居零售及工程双轮驱动	13
3.1. 长期注重研发创新与品牌投入，产品环保升级引领行业	13
3.2. 装饰板材业务：丰富产品体系和渠道形态，深度开拓空白及下沉市场	14
3.2.1. 装饰板材渠道不断拓宽及深化，提升板材业务市占率	14
3.2.2. 兔宝宝易装：瞄准消费者需求痛点，创新销售服务模式	17
3.3. 成品家居业务：短期工程业务承压，零售业务贡献增量	19
3.3.1. C端家居：发展全屋定制+木门+地板产品体系，打造华东区域优势定制品牌	20
3.3.2. 裕丰汉唐：工程业务为主，地产调整阶段性影响公司业务发展节奏	21
4. 盈利预测与投资建议	22
4.1. 盈利预测假设	22
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	2012-2021 年营业收入及增速 (百万元)	5
图 2:	2012-2021 年归母净利润及增速 (百万元)	5
图 3:	2020-2021H1 年公司业务结构占比变动 (%)	6
图 4:	2021 年公司营收结构情况	6
图 5:	2012-2021 年毛利率、销售净利率	6
图 6:	2012-2021 年期间费用率	6
图 7:	兔宝宝股权结构图	7
图 8:	人造板主要类型	9
图 9:	2011-2020 年我国人造板产量和消费量 (亿立方)	10
图 10:	2011-2020 年我国人造板总产值 (千亿元)	10
图 11:	2011-2020 年我国人造板产量结构 (万立方米)	10
图 12:	2020 年我国人造板消费量结构	10
图 13:	兔宝宝、莫干山、千年舟折算收入情况 (百万元, 2020 年)	11
图 14:	人造板行业典型商业模式	12
图 15:	兔宝宝装饰板材主要产品	13
图 16:	兔宝宝环保产品创新发展历程	14
图 17:	公司各类专卖店数量合计	15
图 18:	2021 年公司各类专卖店分类统计情况	15
图 19:	兔宝宝装饰材料业务多渠道布局	16
图 20:	2016-2019 年兔宝宝国内装饰材料分市场营业收入 (百万元)	17
图 21:	2020-2021 年兔宝宝分区域业务结构	17
图 22:	兔宝宝易装专卖店数量 (家)	17
图 23:	兔宝宝易装门店形式	17
图 24:	兔宝宝易装优势介绍	18
图 25:	兔宝宝易装业务流程介绍	18
图 26:	兔宝宝易装经销商扶持政策	19
图 27:	2015-2021 年兔宝宝各体系专卖店数量 (家)	20
图 28:	2015-2021 年兔宝宝成品家居专卖店数量 (家)	20
图 29:	兔宝宝家居专卖店数量变动情况	21
图 30:	2020-2021 年公司各类专卖店分类统计情况 (家)	21
图 31:	裕丰汉唐业务布局覆盖全国	21
图 32:	裕丰汉唐与众多企业达成战略合作	22
图 33:	裕丰汉唐营收及增速变动情况	22
图 34:	裕丰汉唐承诺业绩及完成情况 (亿元)	22
表 1:	兔宝宝股权回购情况	7
表 2:	股权激励计划业绩考核目标及解锁比例	8
表 3:	公司根据考核目标完成情况确定当年计划解除限售	8
表 4:	兔宝宝主要业务拆分及公司业绩预测 (百万元)	23
表 5:	可比公司估值比较 (截至 2022 年 11 月 25 日)	24

1. 兔宝宝：深耕板材行业三十年，渠道调整升级再出发

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司创建于1992年，经过30年发展，已凭借其领先的产销规模成为国内装饰材料行业的龙头民营企业。公司主要业务分为装饰材料业务和成品家居业务，其中装饰材料业务销售渠道主要有门店零售、家装公司、家具厂以及工装渠道，产品包括家具板材、基础板材、石膏板等主材产品和科技木皮、装饰纸、封边条、五金和胶黏剂等配套辅材产品；定制家居业务通过经销商模式和大宗模式实现销售，产品包括有定制衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等。

1.1. 产品、渠道、服务不断创新升级，致力成为家居装饰行业领先企业

公司成立之初至今已有30年时间，公司已形成从林木资源的种植抚育、全球采购到生产、销售各类板材、地板、木门、衣柜、橱柜等多元化产品的完整产业链，其发展可以大致分为如下几个阶段。

■ 业务起步期（2004年及之前）

2001年，“兔宝宝”商标荣获“浙江省著名商标”，公司通过浙江省“高新技术企业”认定。2002年，“兔宝宝”牌系列产品通过“中国环境标志产品”认证。2002年，兔宝宝成立浙江德华林业科技有限公司，开始在浙江、江西、江苏等地进行速生林基地建设。

■ 渠道建设期（2005-2010年）

2005年，公司于深交所上市；公司于青岛、南京分别成立专卖店，探索新营销模式，进行专卖店建设，三费率此后处于上升通道。2007年，公司开始将产品结构从相对单一板材系列转向以板材为主、涵盖地板、油漆涂料、实木木门、装修五金、集成吊顶等多产品系列，打造室内装饰材料综合供应商。2008年，“兔宝宝”获得“中国驰名商标”认证。2010年，为打破地域和产能限制，公司首次采用轻资产模式（OEM销售模式）进行产品生产和供应；同年入选上海世博会，成为主宴会厅建筑制定用品供应商品牌。

■ 板材放量期（2011-2017年）

2015年，公司与全球最大的OSB板制造商Norbord进行战略合作，研发适合中国市场的无甲醛OSB板，开启“顺芯板”时代；同年12月，兔宝宝收购杭州多赢网络科技有限公司，开启O2O互联网营销渠道；同年，公司出资成立德华兔宝宝家居销售有限公司，迈出了进军定制家居领域的第一步。2016年公司年初新成立装饰材料事业部和成品家居事业部两个事业部。在此阶段，经历过前期的渠道扩张与布局，公司板材业务开始放量，2015年以来公司营收与净利润快速增长。

■ 渠道深耕与业务升级期（2018年-至今）

2018年，第一家健康饰材易装馆在南京开业，兔宝宝易装模式正式运行，提供从家具板材供应到柜体定制的深度服务。2020年，兔宝宝首条石膏板自有生产线投产，产能

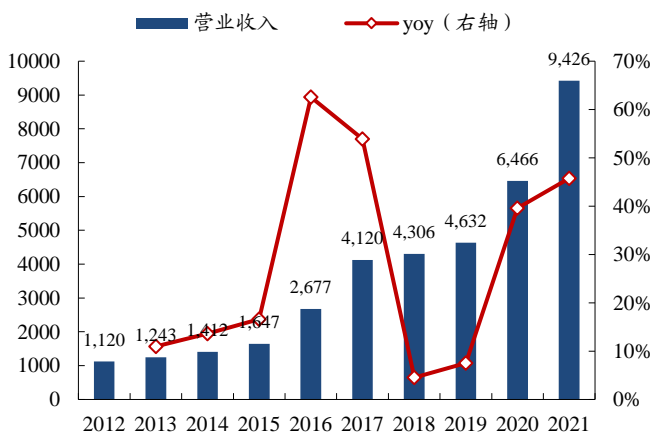
扩张进入新阶段；华南销售公司成立，标志着分公司运营模式正式启动，加强渠道开拓与渠道下沉。2019-2021年，公司先后收购了专业从事房地产精装修工程业务的青岛裕丰汉唐木业有限公司共计95%的股权，切入定制家居领域工程端业务。2021年，兔宝宝家具板公司德清基地投产。

1.2. 装饰材料及成品家居协同发展，业绩稳健增长

公司业务主要包括装饰材料和成品家居2个板块：**(1) 装饰材料**：装饰材料产品包括基础板材、饰面板材和功能板材3大类。生产模式分为**A类自主生产模式**和**B类OEM代工生产模式**，其中OEM模式指公司通过代工生产形式采购部分板材，再通过仓储中心发至区域内经销商。**(2) 成品家居**：成品家居以经营木门、地板及其他全屋定制产品为主，分别依托兔宝宝自身品牌优势和裕丰汉唐的地产商客户资源，打造“零售+工程”双轮驱动模式。

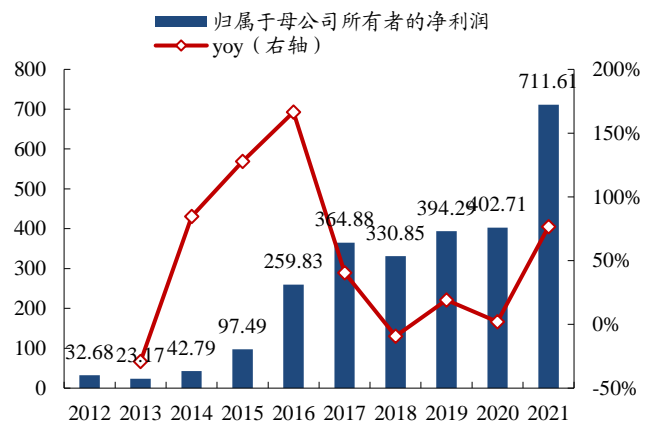
营收及净利稳健较快增长。2018-2019年由于精装修的快速渗透，公司营收及净利润增长放缓。2019年以来公司大力推进工装、家装、家具厂等小B端渠道业务拓展、发展分公司运营进行渠道深耕与管理优化，加之2020年公司并表裕丰汉唐，公司2020年以来收入快速增长，但由于大自然股价下跌拖累公司2020年全年业绩表现。2021年公司实现营业收入94.26亿元，同比增长45.78%；实现归属于上市公司股东的净利润7.12亿元，同比增长76.70%。分业务看，2021年装饰材料和成品家居业务营收分别为63.19亿元、26.87亿元，同比分别+53.43%、+35.07%，业务稳健增长。

图1：2012-2021年营业收入及增速（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

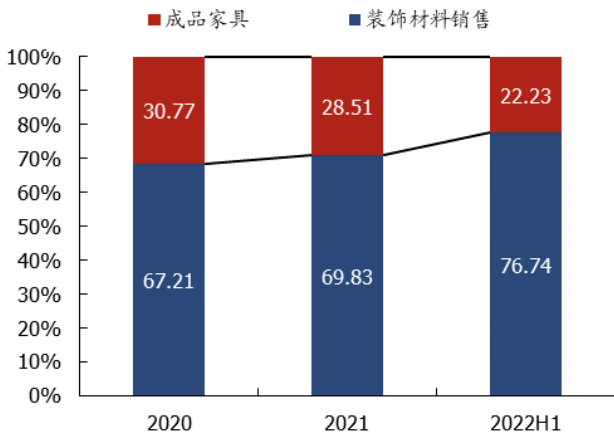
图2：2012-2021年归母净利润及增速（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

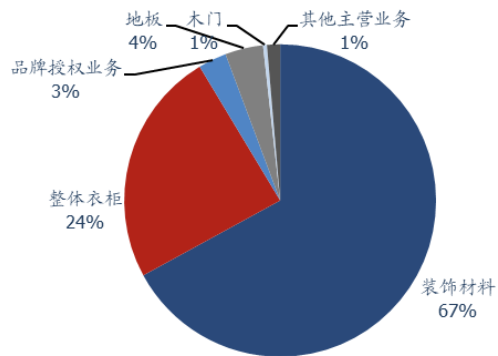
成品家居占比降低，品牌授权收入占比阶段性提升。从公司业务结构来看，2022H1成品家居业务占比下降至22.23%，主要系上半年裕丰汉唐收入同比减少10.60%。从装饰板材业务内部结构来看，2022H1公司品牌授权业务收入1.99亿元，同比增长28.75%，主要系2022年上半年华东区域疫情封控等因素影响，华东以外的外围市场发展情况更好，相应地B类业务模式的占比有所提升。

图3：2020-2021H1 年公司业务结构占比变动（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2021 年公司营收结构情况

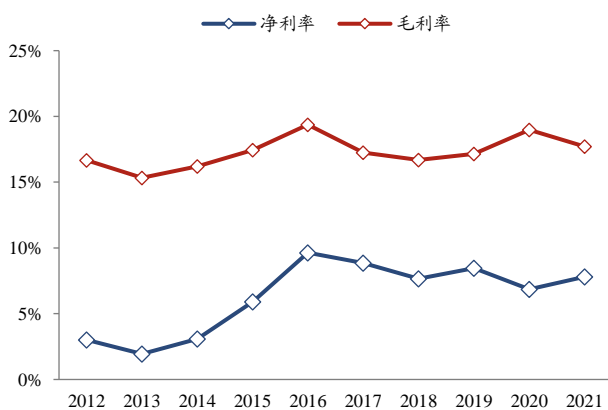


数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利能力保持稳定，2021 年公司毛利率、销售净利率分别为 17.70%、7.82%，同比-1.27 pct、+0.96 pct。2013 年以来伴随期间费用率下降，公司销售净利率水平逐步提升，2016 年为公司盈利高点。2017-2021 年，公司销售毛利率、销售净利率总体趋势较平稳。分业务看，2021 年装饰材料板块毛利率为 10.13%，定制家居板块毛利率为 25.19%，定制家居业务毛利率水平显著高于装饰板材业务。

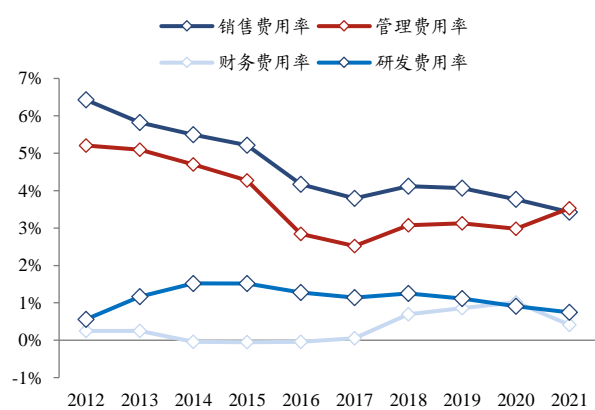
期间费用率稳中有降，2021 年受股权激励费用增加而略有上涨。公司自 2005 年开始逐步转型，开始专卖店建设，期间费用率不断提升，随着公司渠道布局完善，业务进入放量阶段，2013-2021 年，公司期间费用率稳中有降，主要受益于公司营收增长带来的规模效应，同时也反映出公司经营管理效率不断提升、对各项费用的控制更加有效。2021 年由于公司股权激励费用摊销，管理费用率阶段性提升。

图5：2012-2021 年毛利率、销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2012-2021 年期间费用率



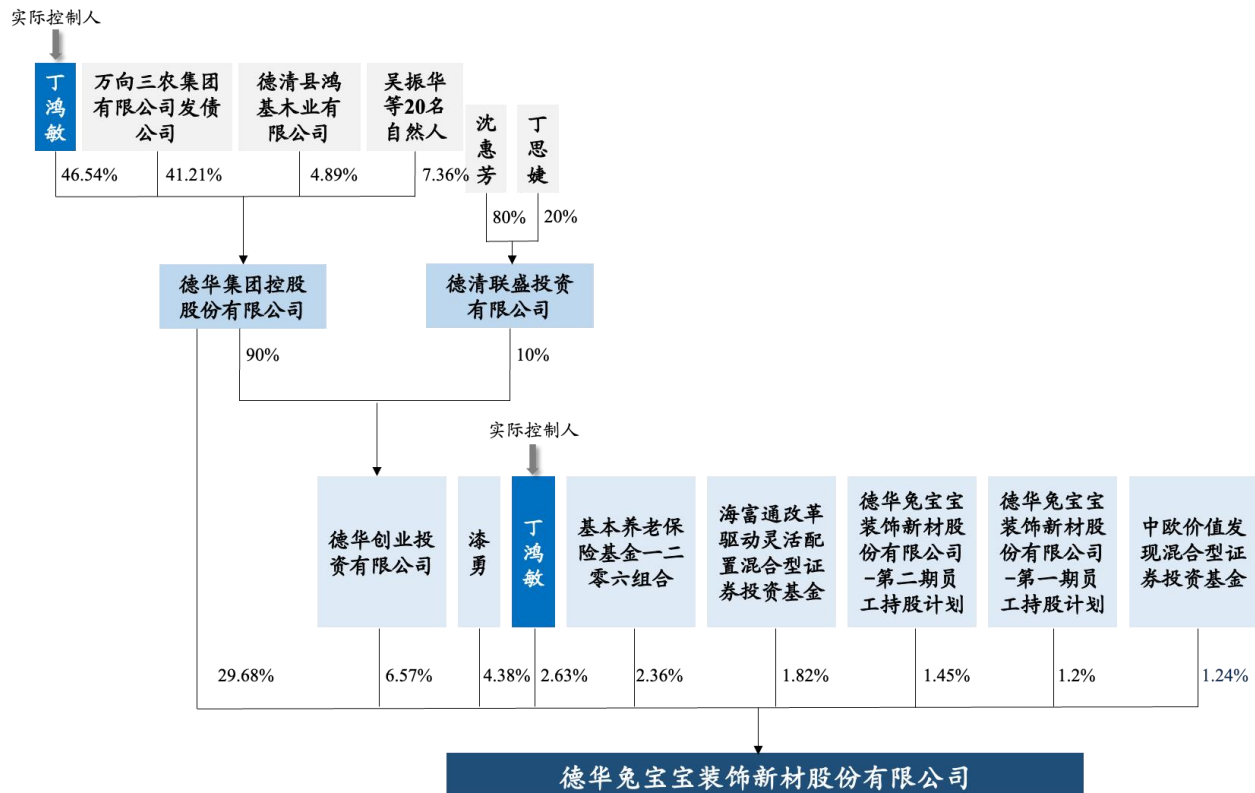
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定，股权激励彰显发展信心

股权结构较集中。截至 2022Q3，公司控股股东为德华集团控股股份有限公司，合计持有公司股份 35.59%，其中直接持股 29.68%，通过德华创业投资有限公司间接持股

5.91%；董事长丁鸿敏为公司实际控制人，合计持股比例为 19.19%，其中直接持股比例为 2.63%，通过德华集团控股股份有限公司和德华创业投资有限公司分别间接持有公司 13.81%、2.75%的股份。

图7：兔宝宝股权结构图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

多次回购股权，彰显公司长期发展信心。公司自 2018 年 2 月 8 日以来，先后 4 次使用自有资金以集中竞价方式实施股权回购，公司对回购的股权中的一部分实施注销以维护投资者利益、提升投资者信心，另一部分则用于完善内部员工激励机制。

表1：兔宝宝股权回购情况

董事会预案公告日	2018/2/8	2018/7/13	2020/1/7	2020/12/24
方案进度	回购股份已注销	回购股份已注销	回购完成	回购股份已注销
回购方式	集中竞价	集中竞价	集中竞价	集中竞价
累计回购数量（万股）	3,219.21	3,093.61	2,667.14	3,083.42
占总股本比例（%）	3.73	3.84	3.44	3.98
回购支付金额（万元）	30,000.00	16,972.83	19,999.99	29,905.50
回购股份完成日期	2018/7/6	2019/1/31	2020/3/9	2021/6/23
回购股份注销日期	2018/7/16	2019/2/23	--	2021/7/16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司内部激励充分，提振团队信心。公司 2021 年限制性股票激励计划拟以 5.01 元/股的价格向 420 名激励对象定向发行 A 股普通股股票与之对应的考核目标是 2022 年、

2023 年和 2024 年分别实现不低于 20%、35%和 50%的净利润（调整后）增长（以 2021 年扣非净利润为基数）。激励对象包括 419 名兔宝宝母子公司核心管理及技术（业务）人员和青岛裕丰董事长漆勇，限制性股票授予数量合计 2892 万股。股权激励有利于提高员工积极性，稳定公司团队结构，有利于公司长远发展。

表2：股权激励计划业绩考核目标及解锁比例

解除限售期	公司业绩考核目标	解除时间	解锁比例
第一个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022 年净利润（调整后）增长率不低于 20%。	公司 2022 年审计报告披露之日起 12 个月内	40%
第二个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2023 年净利润（调整后）增长率不低于 35%。	公司 2023 年度审计报告披露之日起 12 个月内	30%
第三个解除限售期	以公司 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2024 年净利润（调整后）增长率不低于 50%。	公司 2024 年度审计报告披露之日起 12 个月内	30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司将根据各考核年度业绩的实际完成情况（实际完成情况 $R = \text{各考核年度公司实际完成值} / \text{考核年度公司业绩目标值} \times 100\%$ ）确定标准比例系数以确认所有激励对象当年计划解除限售额度，再结合激励对象个人工作绩效考核等级最终确定激励对象的限制性股票的解除限售资格。公司激励政策充分考虑了公司总体业绩完成度、激励对象个人业务考评情况，有利于调动员工积极性。

表3：公司根据考核目标完成情况确定当年计划解除限售

实际完成情况	$R \geq 100\%$	$100\% > R \geq 85\%$	$85\% > R \geq 70\%$	$70\% > R \geq 60\%$	$R < 60\%$
标准比例系数	1.0	0.9	0.8	0.6	0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所




2. 人造板行业：板材行业市场容量大，渠道多元化发展

人造板是以木材或其他非木材植物为原料，经加工成薄板、刨花或碎屑等材料后，再采用胶粘剂合成或采用高压方式制成的人造板材，主要应用在板式家具生产和室内装修等领域，终端客户包括家具制造企业、家装公司、工装公司和普通消费者。

人造板包括胶合板类、刨花板类和纤维板类 3 种主要类型：（1）胶合板是由木段旋切成单板或由木方刨切成薄木，再用胶粘剂胶合而成的三层或多层的板材。由于以原木为原材料，胶合板具有强度高、重量轻、木材利用率高、防潮性能好、天然美观等特点，但是表面较为粗糙且容易出现变形。胶合板产品价格相对较高，在手工家具制造中最常使用。（2）刨花板是通过将植物纤维原料加工成刨花或碎料、施加胶黏剂和其他添加剂后组坯成型并经热压而制成的板材。刨花板内部颗粒材质均匀，结构稳定性强，且表面平整、可塑性强，可进行各种油漆和贴面，但是其承重能力和防潮性能均不及胶合板类

产品。刨花板产品价格相对适中，在定制家居行业应用广泛。(3) 纤维板是以木质纤维或其他植物纤维为原料、经纤维制备和施加合成树脂后在加热加压条件下制得的板材。纤维板表面光滑平整，易于二次成型，强度较高，价格相对低廉，但由于防潮性能更弱，容易发生膨胀变形，且握钉力差，多用于制造木质家具中的门体等装饰性部件。随着人造板制造技术发展，人造板产品种类在以上“三板”基础上不断拓展延伸，出现了繁多的细分品类和新品类，目前市场上较为流行的细木工板即属于胶合板大类，定向刨花板（即 OSB 板）则属于刨花板类中的细分品类。

图8：人造板主要类型

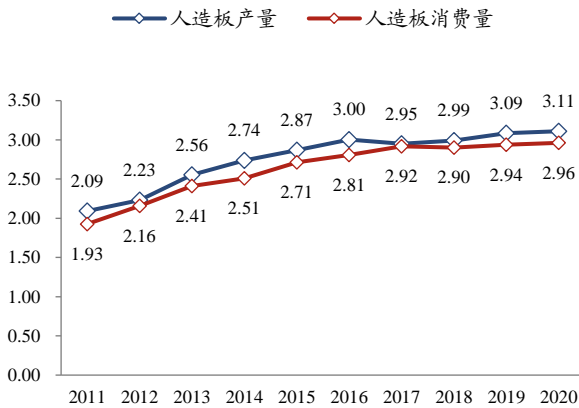
	胶合板	刨花板	纤维板
原料	原木段	木刨花或木纤维	木质纤维或其他植物纤维
优点	强度高，重量轻； 木材利用率高； 防潮性能好，天然美观； 韧性好，便于施工	吸音性和隔音性好； 内部颗粒材质均匀，横向承重能力强； 表面平整，可塑性强，可进行各种油漆和贴面； 防潮性优于纤维板； 握钉力强	表面光滑平整，易二次成型； 强度较高； 原料易得； 材质细密均匀，稳定性强
缺点	表面不够光滑； 对干燥水平要求高	强度极差，易松动； 对封边工艺要求高； 质量参差不齐	防潮性差，易膨胀变形； 握钉力差
应用	手工家具制造等	广泛应用于定制家居行业	木质家具门体等
价格	昂贵	适中	便宜
示例			

数据来源：兔宝宝招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 人造板行业市场容量较大，行业内小企业分布众多

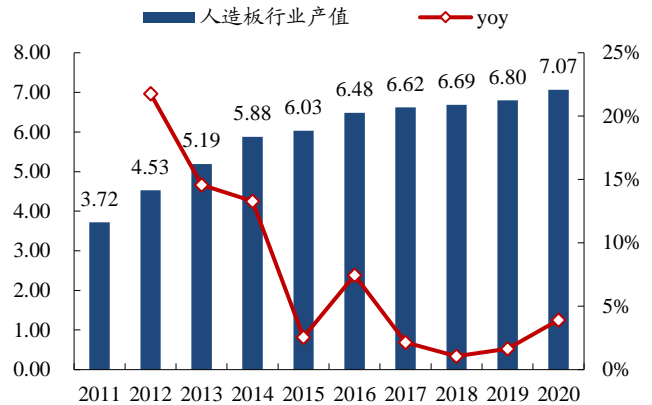
人造板成本优势明显，产量稳中有增。实木板天然环保，力学强度高，能够制作复杂的造型、装饰效果好，但是稳定性不佳，有天然瑕疵、色差等问题，且生产中损耗较大：将原木加工为人造板的出材率可以达到 90%，而将原木加工成实木板的出材率仅为 36~42%；而人造板能够充分利用木材的边角废料，稳定性强，可以实现纹理统一，且规格齐全、便于标准化生产。由于具有明显的成本优势，人造板逐渐取代实木板材成为家具制造业的主流选择；同时受益于人造板行业生产线大型化、自动化和智能化升级带来的生产能力的提升，2011-2020 年间我国人造板产量从 2.09 亿立方米增长至 3.11 亿立方米，CAGR 为 4.50%。人造板消费量呈现出相似的增长趋势，CAGR 为 4.89%，增速略高于产量增速。2011-2020 年人造板行业总产值从 3720 亿元增长至 7070 亿元。

图9：2011-2020年我国人造板产量和消费量（亿立方）



数据来源：Wind，中国林产工业协会，《中国人造板产业报告（2021）》，东吴证券研究所

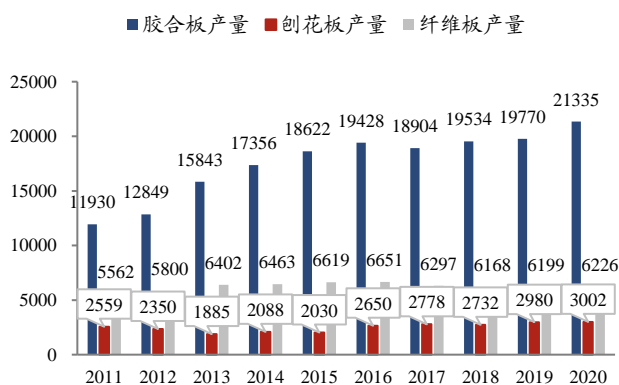
图10：2011-2020年我国人造板总产值（千亿元）



数据来源：云峰新材招股说明书，国家林业和草原局产业发展规划院，东吴证券研究所

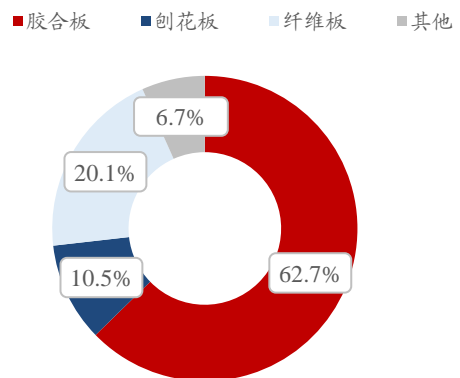
从产量结构来看，胶合板类产量占比最高、增速最快，纤维板类产量占比连年下降。胶合板是所有人造板产品中产量最大的品类，且仍保持较其他品类更高的增速，企业数量和生产能力均有所增加。2020年，我国共计生产2.13亿立方米胶合板类产品，占人造板总产量68.6%。2020年我国刨花板类产品产量为3002万立方米，在人造板总产量中的占比为9.7%，比例变动较小。纤维板产量于2017年起有所下降，但是整体仍表现为稳中有增，2020年纤维板类产品产量为6226万立方米，在人造板总产量中的占比为20.0%，呈持续下降态势。根据《中国人造板产业报告（2021）》，胶合板产品是我国人造板消费量最大的品种，胶合板类、刨花板类和纤维板类产品占比分别为62.7%、10.5%和20.1%。根据兔宝宝公司公告，目前应用于定制家具及装修类板材产品的市场规模超过3000亿元。

图11：2011-2020年我国人造板产量结构（万立方米）



数据来源：国家林业和草原局产业发展规划院，东吴证券研究所

图12：2020年我国人造板消费量结构



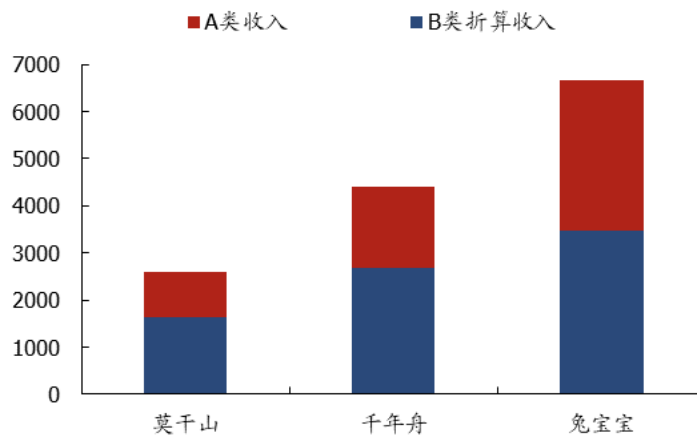
数据来源：《中国人造板产业报告（2021）》，东吴证券研究所

行业同质化竞争严重，落后产能加速淘汰。人造板行业的生产设备易于制造，技术壁垒不高，且投资门槛相对较低，下游家具制造业的蓬勃发展吸引了大批中小企业进入

人造板市场，市场参与者众多导致产能过剩，同质化竞争激烈，行业格局亟待重整。近几年环保法律法规收紧使得小厂家难以承担高昂的治污成本而倒闭，行业产能逐渐出清，产业结构持续优化。越来越多的大中型企业开始涌现，截至 2020 年底国内拥有超过 100 万立方米的年产能的企业数达到 6 家。此外，人造板生产企业向环境承载力更高、木材资源更丰富的地区转移，产业布局更加合理，优质人造板产品供应能力也在不断提高。

从目前市场竞争格局来看，即便行业规模最大的兔宝宝市占率仍只有个位数水平，市占率仍然较低（A B 类折算收入计），目前国内人造板龙头的市占率提升空间仍大。

图13: 兔宝宝、莫干山、千年舟折算收入情况（百万元，2020 年）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

（注：兔宝宝 B 类收入折算率参考 2018-2019 年平均，莫干山参考招股书披露的 2020 年单位板材商标授权费；千年舟品牌管理综合服务业务折算率参考兔宝宝折算率。）

2.2. 板材行业商业模式创新，轻资产运营提升周转效率

商业模式变革，轻资产运营提升经营效率。由于自有生产基地产能有限，无法满足与日俱增的市场需求，各主要板材品牌近年来纷纷开始尝试轻资产运营模式。以兔宝宝、千年舟、莫干山为代表的板材品牌目前主要通过以下 2 种商业模式进行产品的生产和供应：

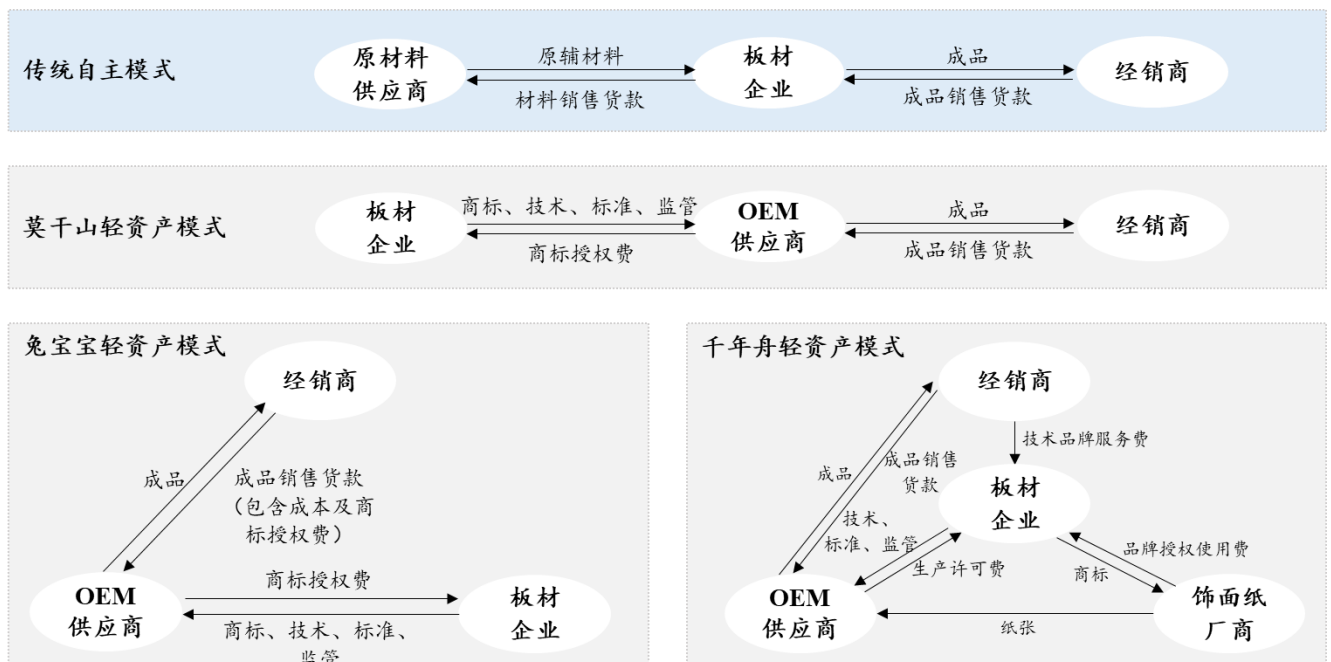
(1) 传统自主模式：板材品牌向合格的原材料供应商采购木质原料、三聚氰胺纸、封边带、胶粘剂、五金配件及包装辅材等原辅材料，依靠自有场地、生产设备、技术和工人自行组织生产，并将成品直接销售给经销商，公司获得产品销售收入。

(2) 轻资产模式：在胶合板产品木材成本占比高、运输半径受限以及各加工环节属于劳动力密集型的背景条件下，基于全国营销网络布局的不同产品需求，兔宝宝于 2010 年开始试行委托加工模式，在掌握核心研发技术和质量标准的前提下，与全国各地大型板材生产商进行定点加工，在木材采购、胶黏剂技术、装饰纸定向采购、生产流程管控以及高频次的产品检测各个环节提升产品质量。该模式下，通常由板材企业向合格的 OEM 供应商输出研发技术、统一标准和品控制度，并委托其进行生产，成品经检测认定合格后方可对外销售。板材企业通常会对供应商进行资质、产能、质量等方面的考

评，综合评估后建立合格 OEM 供应商名录，并制定相关质量管理体系、安排质量监督人员，确保产品质量。目前龙头板材品牌均采用此类轻资产模式，但不同板材品牌的模式流程有所差异：

- **兔宝宝**：经销商在兔宝宝业务系统中向 OEM 厂商下达包含数量及价格的采购订单，订单经过兔宝宝确认后生效，OEM 厂商完成相关产品生产并销售给经销商。兔宝宝向 OEM 供应商提供技术和标准支持并对产品质量进行严格监管，OEM 供应商生产的成品直接通过仓储中心送达区域内获得授权许可的经销商，经销商向 OEM 供应商支付成品销售货款，兔宝宝向 OEM 供应商收取一定比例的商标授权费，即 B 类收入。产品价格由兔宝宝提供的指导价（一般为价格区间）基础上由经销商和 OEM 厂商协商确定，品牌授权费单价由公司根据同类产品毛利水平与供应商协商确定。
- **莫干山**：2018 年及之前，莫干山采用的商标授权模式与兔宝宝较为相似，但是自 2019 年起，莫干山转为向 OEM 供应商收取商标授权费。
- **千年舟**：与其他板材企业相比，千年舟的轻资产模式流程更加复杂，经销商通过千年舟的供应体系对接到授权的 OEM 供应商，饰面纸厂商向 OEM 供应商提供纸张，OEM 供应商将成品送至经销商处，千年舟则同时向经销商、OEM 供应商和饰面纸厂商三方分别收取技术品牌服务费、生产许可费和品牌授权使用费。

图14：人造板行业典型商业模式



数据来源：兔宝宝年报，云峰新材招股说明书，千年舟招股说明书，东吴证券研究所

打破地域和产能局限，推动公司市占率快速提升。轻资产模式下，公司将部分生产

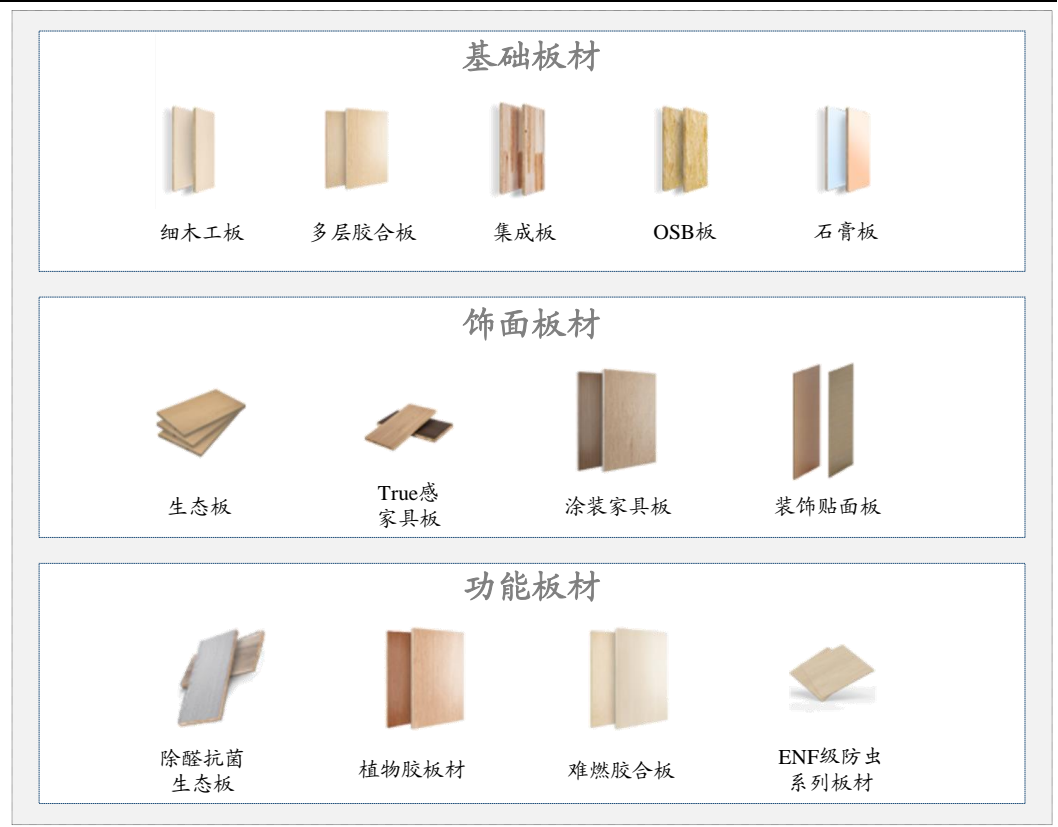
外包给授权代工企业，大幅降低生产中的固定成本支出，从而能够将更多资金投向产品研发和服务品质升级等方面。同时轻资产模式能够突破地域和产能的局限，板材企业仅提供品牌和管理即可快速实现产能布局和扩张，进一步扩大公司在板材行业的市场份额。

3. 兔宝宝：板材多元化渠道开拓，成品家居零售及工程双轮驱动

3.1. 长期注重研发创新与品牌投入，产品环保升级引领行业

公司产品**高端、环保、品质**的品牌形象深入人心。兔宝宝主营的人造板品类为胶合板产品，包括普通生态板和高档家具板。从功能和性能维度来看，包括基础阻燃系列、除醛抗菌系列、UV 涂装板以及植物胶系列等。兔宝宝具有领先的研发优势和供应优势，板材产品精选优质原木，生产过程经过实时质量监控，甲醛释放量符合国家标准，品质优、品控严，价格也略高。兔宝宝品牌主要定位高端市场，致力于为市场提供个性化家具的高端品质解决方案。

图15：兔宝宝装饰板材主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

主打绿色健康，自驱提升板材环保等级。优质板材产品是公司具备的最主要的竞争优势，绿色环保的性能符合市场的核心诉求和产业高质量发展的要求。兔宝宝拥有省级重点企业研究院、国家级博士后科研工作站、省级院士专家工作站、省级企业技术中心等各类科研平台，曾获得“浙江省高新技术企业认定”、“浙江省政府质量奖”，先后通过“ISO9001 质量管理体系认证”“中国环境标志产品认证”、“ISO14000 环境管理体系认

证”，并取得多项创新技术专利。公司还参与了《绿色（健康）板材评价标准》、《人造板及其制品甲醛释放量分级》等多项国家标准和行业标准的制定。2021年10月1日出台的最新版《人造板及其制品甲醛释放量分级》文件将室内芯材甲醛释放量限量值分为 E_1 （ $\leq 0.124\text{mg}/\text{m}^3$ ）、 E_0 （ $\leq 0.050\text{mg}/\text{m}^3$ ）和 E_{NF} （ $\leq 0.025\text{mg}/\text{m}^3$ ）3个级别，兔宝宝研制出的细木工板系列产品甲醛含量已达到国家标准中的最高等级，即 E_{NF} 级。

图16：兔宝宝环保产品创新发展历程

2000年	成功研制符合欧洲 E_1 级新一代标准的环保型产品， 甲醛释放量$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$
2002年	通过ISO9001质量管理体系认证；兔宝宝牌系列产品通过“中国环境标志产品”认证
2004年	装饰面板-胶合板达到 E_0 级环保标准要求， 甲醛释放量$\leq 0.5\text{mg}/\text{L}$ ；通过ISO14000环境管理体系认证
2005年	成功研发无醛级板材，2010年正式推广使用， 甲醛释放量$< 0.3\text{mg}/\text{L}$
2008年	通过美国CARB认证
2010年	成功推出无醛级+防虫蛀二合一板材， 甲醛释放量$< 0.3\text{mg}/\text{L}$
2011年	成功推出植物胶地板
2012年	成功推出天然植物胶板材， 甲醛释放量$\leq 0.1\text{mg}/\text{L}$
2013年	与加拿大Norbord公司合作推出OSB顺芯板
2014年	进入“顺芯时代”
2015年	成功推出360°除醛系列产品，能够实现长期除醛
2017年	成功推出负离子功能生态板、地板、衣柜等系列产品
2018年	完善360°除醛石膏板、除醛壁纸、除醛墙面漆等装饰装修用系列产品
2019年	成功将健康家具板升级为植物胶+防虫蛀2.0版本
2020年	将健康家具板升级为集除醛抗菌防霉于一体的新型产品
2021年	细木工板系列产品甲醛含量达到 E_{NF} 级标准

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

不断推陈出新，OSB板研制引领行业发展。兔宝宝与加拿大Norbord公司和艾伯塔省科技创新研究院（AITF）开展跨国合作，研制出更符合国内室内装饰需求的新型环保定向刨花板，即兔宝宝OSB板。兔宝宝OSB板选择加拿大颤杨作为原料，采用喷蒸预处理技术和West Fraser定向控制技术，经过蒸煮、刨片、筛选、定向铺装、连续平压等25道严苛的工序制作而成。与普板刨花板相比，兔宝宝OSB板受到市场认可主要得益于4个方面的优势：

（1）绿色环保：兔宝宝OSB板所使用的板材胶黏剂为MDI无醛生态胶，甲醛释放量符合 E_{NF} 级，符合消费者对健康家居的需求；

（2）承重力强：West Fraser定向控制技术对板材内部结构进行优化，使其具有出色的承重能力，能够用作结构板材；

（3）耐水防潮：高活性MDI无醛生态胶除了具备环保性能外，还提供极高的粘接强度，使板材产品在防潮性和耐候性方面表现更加优异；

（4）造型多样：兔宝宝OSB板表面具有错落有致的独特纹路，装饰效果更加独特和时尚，且能够进行油漆、饰面，因此能够代替传统板材进行深加工，可广泛应用于全屋定制家具、背景墙和地面等领域。

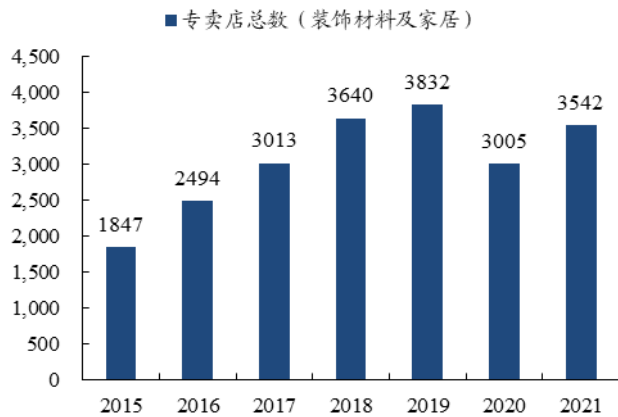
3.2. 装饰板材业务：丰富产品体系和渠道形态，深度开拓空白及下沉市场

3.2.1. 装饰板材渠道不断拓宽及深化，提升板材业务市占率

零售网络覆盖广，多举措巩固C端优势。公司的装饰材料产品主要通过遍布全国各

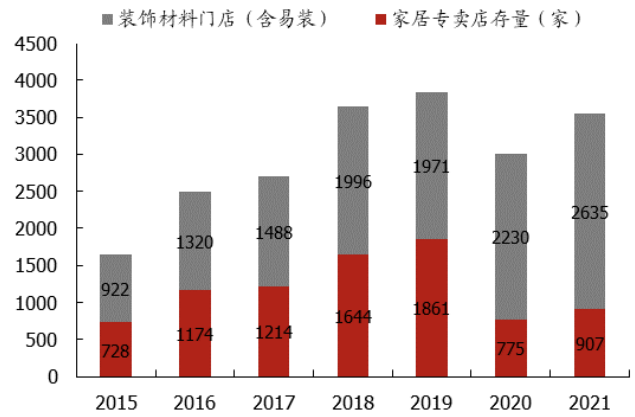
地的经销商和门店直接销售给终端家装客户，经过在行业内多年的深耕，兔宝宝现拥有行业内最多的专卖店、最广的市场覆盖范围和最丰富的经销商资源。截至2021年12月，兔宝宝在全国建立的各体系专卖店数量达到3542家。公司还通过加快新店建设、推动老店重装升级、丰富营销活动和引流手段等方式不断巩固门店零售业务的固有优势。

图17: 公司各类专卖店数量合计



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图18: 2021年公司各类专卖店分类统计情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

丰富基础材料品类, 拓展家具厂等小B客户资源。近年来装饰板材行业下游客户发生变化, 家具厂逐渐取代木工在板材加工行业的地位, 一系列房地产行业精装修政策的出台使得B端业务重要性更加凸显。**产品端针对不对渠道业务完善产品体系。**为大力发展小B客户业务, 兔宝宝在产品端增加了家具厂专供系列、家装公司专供系列和工程系列 (包括石膏板、定向刨花板、轻钢龙骨等产品), 大品类方面OSB (顺芯板) 和家具用刨花板的加入使得产品线持续完善。**渠道端下沉县城及乡镇市场, 家具厂、家装、工装公司等多渠道布局。**外围区域加快空白市场招商和门店营建落地, 成熟区域推动板材店重装升级和易装店的招商营建, 加密分销门店和分销网点布局, 并不断下沉至县级市场和乡镇市场, 持续扩大门店数量和网点布局。同时, 兔宝宝迎合家装趋势和市场需求变化, 快速布局营销网络:

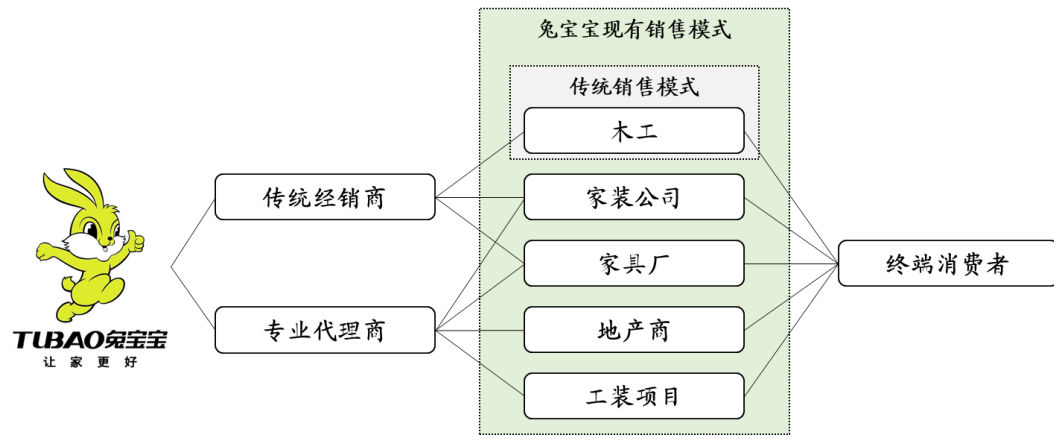
1) 家具厂: 公司通过招募本身具备客户资源的专业代理商开拓定制家具厂业务, 同时引导传统板材经销商成立专业服务团队, 向家具厂客户提供更优质的服务, 短期内快速提升公司在该市场的份额。**截至2021年底, 与兔宝宝实现业务合作的定制家具企业已经超过5800家。**

2) 家装公司: 公司致力于与业内龙头企业达成战略合作, 凭借兔宝宝易装的加工能力, 根据客户实际需求, 为客户解决现场加工和定制成品安装痛点, 提升兔宝宝板材的应用比例, 加强与家装公司合作的深度。

3) 工装公司: 为拓展工装公司客户, 兔宝宝对内成立工程专业团队, 对外吸纳具有更高服务水平的工程代理商, 并建立了统一的服务标准以适应战略集采模式渐趋完善的

工装市场。从公司 2022Q1-3 装饰板材的渠道分布来看，传统零售分销业务占比 55%，装饰公司占比约 12%，家具厂渠道占比约 27%，工程渠道占比不到 5%。

图19: 兔宝宝装饰材料业务多渠道布局



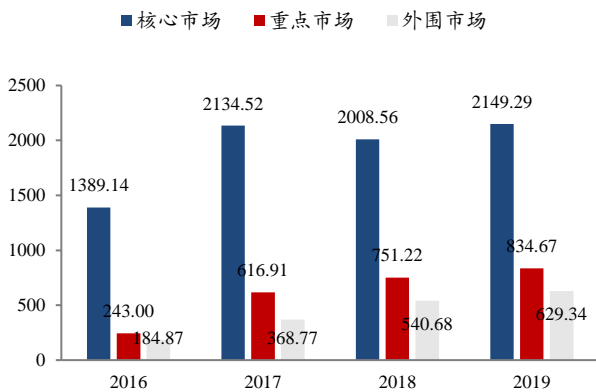
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深化分公司运营管理机制，发展策略因地制宜。为更好满足业务发展需求，提升对经销商的管理效率，兔宝宝开始实行分公司运营模式。公司以总部所在地为圆心，将市场划分为核心（浙江、江苏、上海、安徽、湖北）、重点（湖南、江西、福建、山东、河南、四川、重庆）和外围市场（其他省、直辖市和自治区），在核心区域和重点区域以行政省为单位设立省级销售分公司，在外围区域以跨省的区域为单位设立区域销售分公司，截至 2021 年底，兔宝宝共有 9 大区域分公司，2022 年 8 月已增至 16 家。兔宝宝在各分公司的属地招募经营管理人员，成立专业服务团队，协同经销商开展 B 端业务，以深化与优质家具厂、家装、工装等战略伙伴的合作，扩大业务规模。针对各区域市场的特点，公司采取差异化营销策略：

1) 核心区域和重点市场：核心区域在面对精装房和定制家具不断提升的市场环境下，落实渠道下沉和开展密集分销，进一步提升渠道覆盖和市场份额。截至 2021 年末，公司设立的分销、营销网点达到 1000 多家，重点协助和引导经销商开发家具厂、装饰公司和工装业务等渠道。

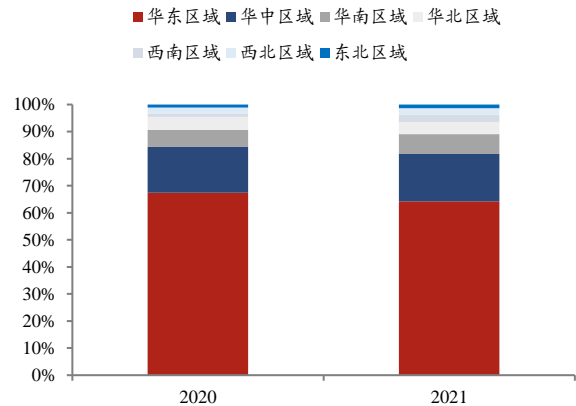
2) 外围市场：拓展外围市场专卖店网络，填补国内空白市场，推进外围市场渠道扩张，通过培训和营销体系赋能经销商。近几年华东、华中等核心和重点市场仍然贡献了主要的营收来源，外围市场营收则表现出较高增速。

图20: 2016-2019 年兔宝宝国内装饰材料分市场营业收入 (百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图21: 2020-2021 年兔宝宝分区域业务结构

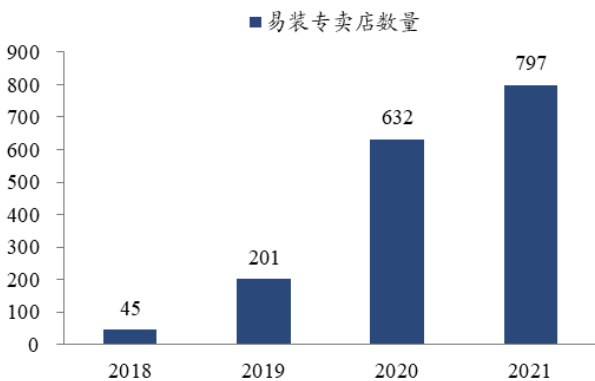


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2.2. 兔宝宝易装: 瞄准消费者需求痛点, 创新销售服务模式

定位板材深加工服务, 重点在于下沉非核心市场开拓。为进一步完善公司产业链、更好地为板材业务扩容, 公司于 2017 年提出了兔宝宝易装的概念, 通过对家具板材的深加工增值服务, 积极布局定制家居市场业务。易装模式以兔宝宝板材的材料优势为依托, 向顾客提供从材料选择、柜型和风格设计到生产制造、上门安装的一站式服务, 能够满足年轻化的主流消费群体对差异化、高性价比和高效省力的装修需求。2018 年, 公司大力推进“兔宝宝易装”项目建设, 2020 年公司调整了易装经销商招商由传统的板材经销商向定制行业经销商转变, 并提出打造“万家易装社区店”, 取得了较好的拓展效果, 2020 年易装专卖店数量大幅增长至 632 家, 到 2021 年易装专卖店数量达到 797 家, 由于公司多元化拓展装饰板材销售渠道, 同时易装与全屋定制业务有一定重合, 公司进行差异化定位, 易装主要定位于下沉市场的社区店, 全屋定制主要定位于消费能力强的省会城市、重点城市的核心卖场中。

图22: 兔宝宝易装专卖店数量 (家)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

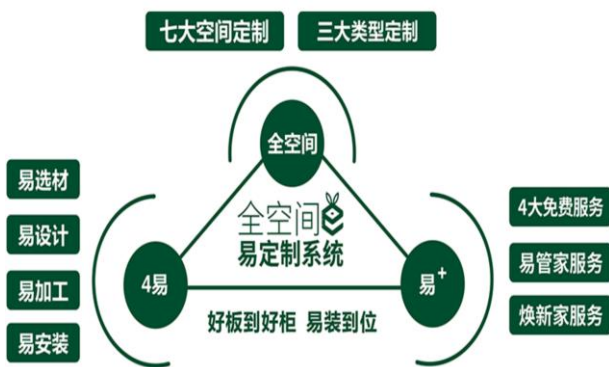
图23: 兔宝宝易装门店形式



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

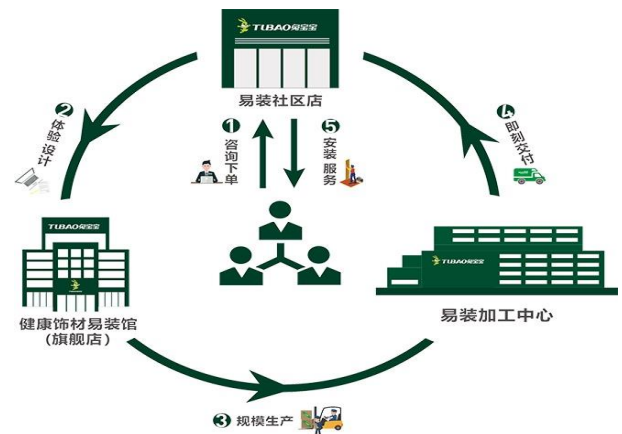
服务流程完善，瞄准装修痛点。易装业务的初衷是解决消费者痛点，是对购买兔宝宝板材客户提供的一个增值服务。传统木工打制衣柜工序繁杂，很难在款式与细节上令消费者完全满意，而易装终端服务体系的4项标准服务流程突出“易”字：即向消费者提供省时、省心、省钱的服务。**(1) 易选材：**易装选用的主材为包括多层胶合板、细木工板和顺芯板等优质基材在内的兔宝宝全系列环保板材，质量标准统一，且有上百种花色可供选择，能够在保障消费者健康的同时满足其个性化的选材需求；**(2) 易设计：**易装门店拥有专业的设计软件系统和订单报价系统，提供适合多种场景的柜体及配套产品解决方案，门店还提供测量、设计、出图等服务，消费者只需到门店进行定制选择即可轻松完成下单；**(3) 易加工：**易装采用工厂加盟模式，公司在定点地区建设省级标杆易装加工中心，所有产品材料由总部统一采购和配送，再由易装加工中心生产制造，正常生产制作周期只需15天。公司采用信息化管理手段，保证生产效率和产品质量；**(4) 易安装：**易装负责将产品配送到家，并配备专业人员完成安装，一般情况下同城配送1天之内即可送达，跨区配送2~3天送达。

图24：兔宝宝易装优势介绍



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25：兔宝宝易装业务流程介绍



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

创新经营模式，改变传统零售流程。兔宝宝易装顺应大数据时代零售业发展趋势，牢牢把握流量端和服务端，打造从消费者到定点工厂的C2M经营模式，优势显著：**(1) 覆盖广，获客准：**公司致力于建立“兔宝宝万家易装社区店”全国销售渠道体系，采用“总店+社区店”的1+N终端模式，打造“兔宝宝万家易装社区店”全国销售渠道体系。通过开设临街店、市场店、社区店等多种类型门店进行渠道下沉，更便捷地触达目标客户，精准吸引客流，同时能够解决产品配送中的“最后一公里”问题，实现产品高效交付；**(2) 服务好，体验佳：**兔宝宝易装门店提供从设计到售后的高质量服务，使顾客拥有极佳的消费体验，能够有效提升客流转化和留存的比例；**(3) 成本低，效率高：**与传统零售不同的是，兔宝宝易装基于消费者反馈的需求数据进行定制生产，一方面能够更精确地识别和满足年轻消费者的个性化需求，另一方面能够极大程度地缓解传统零售中经常面临的库存和资金压力，还能避免产品销售的周期性问题，降低仓储成本，进而有效提升兔宝宝品牌在中低端消费市场的竞争力。

持续扩展社区店版图，加速布局标准化优质供应网络。公司易装专卖店数量稳步增加，2021年兔宝宝易装专卖店新增235家，截至2021年底已经成立的易装专卖店达到797家。兔宝宝对经销商提供O2O蓄客支持、终端营建支持、营销培训支持、创业基金支持等8项精准帮扶政策，助力经销商树立品牌形象，实现全方位提升。此外，兔宝宝目前已在江苏、福建、河南、浙江等多个省市设立了易装加工中心，并持续加大对加工中心的督导和服务力度。

图26：兔宝宝易装经销商扶持政策



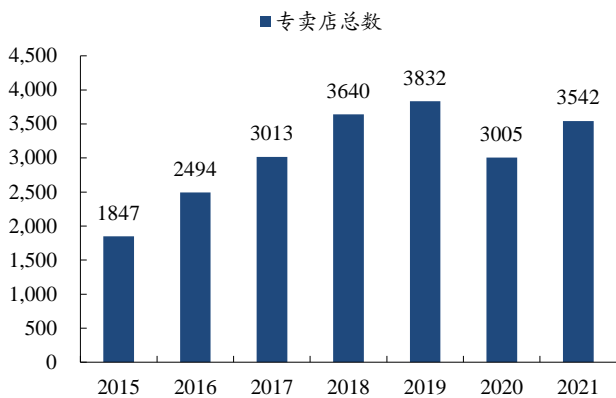
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 成品家居业务：短期工程业务承压，零售业务贡献增量

公司定制家居板块着力构建零售和大宗业务两轮驱动的战略布局。在成品家居业务板块，公司以定制柜类、地板、木门等产品作为重点，以兔宝宝高端环保板材为依托，以华东地区为核心市场，快速布局以全屋定制为主的健康家居终端门店网络体系，全面提升门店运营管理和服务水平。大宗业务方面，以“裕丰汉唐”为核心，持续优化地产客户结构，强化风控管理，以客户需求为导向，加强客户的对接和服务，布局工装木作一体化产品体系，打造行业内服务能力最强、最具竞争优势的的工装供应服务商。

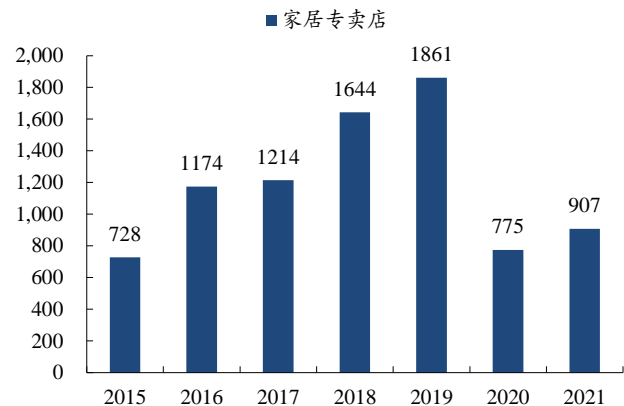
2015年起公司打造家居产业园，产品涵盖地板、衣橱柜、木门等，并且在核心、重点市场推进成品家居渠道建设。公司在零售端以全屋定制为核心，顺应一站式消费趋势，依托兔宝宝板材的高端品牌形象，打造“全屋定制+木门+地板”多品类健康家居综合门店网络体系，以提升零售端门店客单值、提高经销商盈利能力。公司持续优化门店管理和服务质量，致力于打造华东地区强势定制家居品牌。2020年，公司对家居业务团队和门店进行重新整合，优化资源配置，提升渠道效率。截至2021年末，公司共有907家成品家居专卖店，其中家居综合店305家，全屋定制229家，地板店276家，木门店97家。

图27: 2015-2021年兔宝宝各体系专卖店数量(家)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图28: 2015-2021年兔宝宝成品家居专卖店数量(家)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

- **全屋定制(2C):** 全屋定制主要定位于核心卖场中, 针对对于涉及要求更高的消费者, 提供全屋定制采购成品, 相对于易装, 全屋定制业务定价更高。
- **兔宝宝易装(2C):** 易装主要是**板材加工服务**的定位, 主要定位于更下沉的市场, 特别是地级和县级建材市场等。
- **裕丰汉唐(2B):** 公司 2019 年起收购青岛裕丰汉唐, 2020 年正式并表裕丰汉唐, 主要针对工程端精装房的大量的定制家居需求。

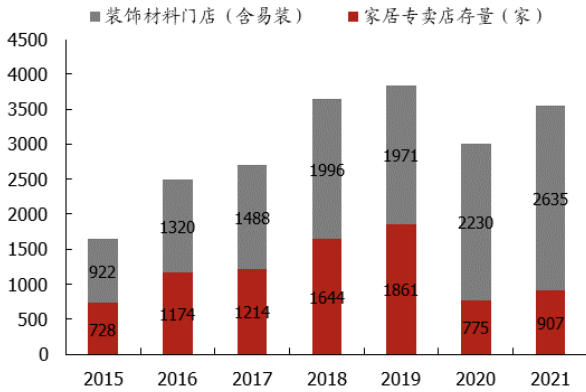
3.3.1. C 端家居: 发展全屋定制+木门+地板产品体系, 打造华东区域优势定制品牌

2012 年以来, 公司经营从基础装饰材料产品逐步向成品家居领域拓展, 陆续导入了地板、衣柜、木门等产品的生产和销售。公司 2015 年提出“全屋定制”全新战略, 出资成立了德华兔宝宝家居销售有限公司, 正式进军定制家居领域, 产品品类和系列不断拓宽。2020 年开始公司进行了单品组合(地板、木门), 对全屋定制体系做了一个补充。

依托板材的优势地位和品牌, 兔宝宝在全屋定制领域与其他一线定制家居品牌差异化竞争, 核心差异之一在于板材差异, 兔宝宝全屋定制板材主要以“多层板+细木工板”为主, 大多一线定制品牌板材以颗粒板为主。从业务增速情况来看, 公司 2021 年零售全屋定制销售规模约 4.5 亿元左右, 同比增速达到 90%。

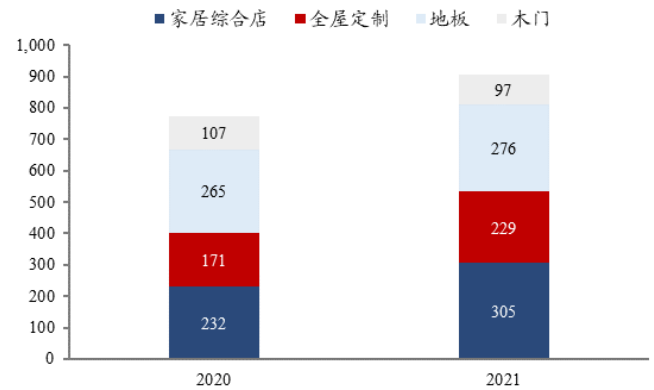
渠道端, 2020 年公司重整家居业务团队, 淘汰清理无效门店, 集中资源打造重点区域和标杆门店, 家居专卖店数量从 2019 年的 1861 家下降至 2020 年的 775 家。2021 年公司重新整合部分地板、木门店, 截至 2021 年末, 公司成品家居专卖店共 907 家, 其中家居综合店 305 家, 全屋定制 229 家, 地板店 276 家, 木门店 97 家。目前公司门店主要集中在江浙沪地区, 华东市场仍有较大拓展空间, 外围地区目前覆盖率仍低, 未来公司会重点覆盖省会城市和重点城市, 持续扩大门店数量及提升门店运营质量。

图29: 兔宝宝家居专卖店数量变动情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图30: 2020-2021 年公司各类专卖店分类统计情况(家)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.3.2. 裕丰汉唐: 工程业务为主, 地产调整阶段性影响公司业务发展节奏

收购裕丰汉唐, 完善公司工程端家居服务能力。裕丰汉唐主要经营工程定制家居业务。2019 年兔宝宝收购裕丰汉唐 70% 的股权; 2021 年公司收购裕丰汉唐 25% 的股权。裕丰汉唐的业务以青岛为中心, 设成都、山东、华北、华中、东北、西北、苏皖、浙沪八大工程中心, 66 个办事处及百余个城市网点, 业务覆盖全国。裕丰汉唐下设优菲信息技术、优菲智能家居、成都优菲三大子公司, 旗下品牌有“优菲”。裕丰汉唐以全屋木作类家具定制为核心业务, 产品领域涵盖整体厨房、衣帽间、衣柜、书柜、卫浴柜、玄关柜、移门、地板、木门等, 为地产开发商提供集研发、生产、安装、售后为一体的一站式木作类精装工程配套服务。

图31: 裕丰汉唐业务布局覆盖全国



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

裕丰汉唐在工程服务经验上积累较为丰富。优菲家居已与 50 余家地产集团签订集

采战略合作，其中百强地产 26 家，并多次斩获万科、新城、东原等地产集团“A 级供应商”荣誉。

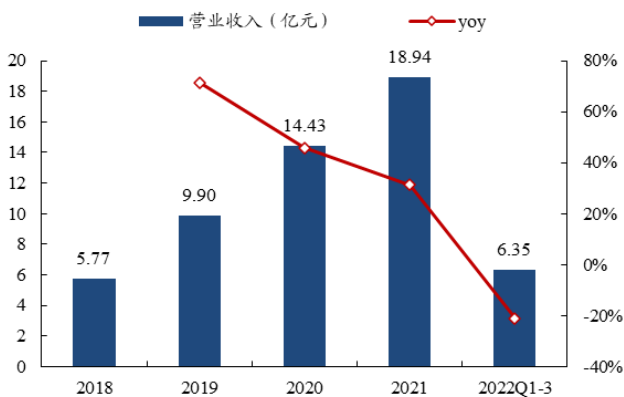
图32: 裕丰汉唐与众多企业达成战略合作



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

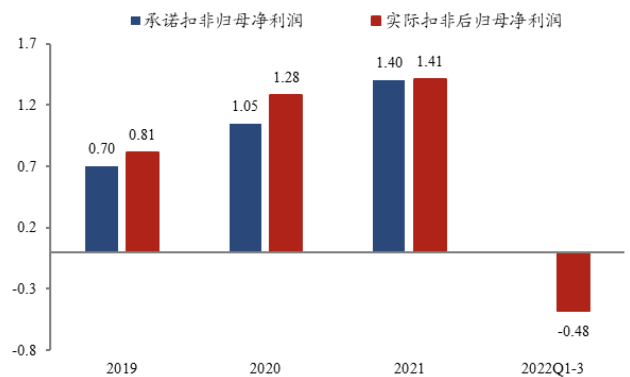
地产精装需求扰动影响公司工程端业务。裕丰汉唐 2018-2021 年规模快速扩张，由 2018 年的 5.77 亿的营收快速扩张到 2021 年的 18.94 亿元的营收，同时裕丰汉唐 2019-2021 年均超额完成业绩承诺。但 2021 年下半年以来受房地产政策调整和宏观经济的影响，青岛裕丰汉唐 2022 年 Q1-3 实现营业收入 6.35 亿元，同比减少 21.13%，2022Q3 裕丰汉唐实现营业收入 1.68 亿元，同比减少 40.65%。2022Q1-3 裕丰汉唐归属于上市公司股东的扣非净利润为-4,803.70 万元。目前公司针对工程端业务发展思路防控风险为主，主动降低个别有风险的客户的接单，重点开发央企和国企客户，目前裕丰汉唐合作的主要客户为万科、华润、旭辉等相对优质的地产客户。

图33: 裕丰汉唐营收及增速变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 裕丰汉唐承诺业绩及完成情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测假设

- 装饰材料业务：渠道多元化发展，小 B 渠道快速扩张

公司在装饰板材业务方面已经建立起广泛的销售渠道，同时公司积极拓展家具厂、装修公司等小 B 渠道，渠道发展更加多元。公司分公司运营之下渠道更为下沉，对于空白市场加大开拓力度，装饰板材业务维持稳健增长。同时，在公司的渠道深化之下，其他装饰材料也随之快速发展。我们预计公司 2022-2024 年装饰材料业务收入分别同比变动-0.06%/+17.91%/+13.09%。随着渠道开拓，品牌授权业务模式也相应获得发展，2022 年由于华东部分区域疫情严重，外围市场品牌授权模式增长更快，我们预计公司 2022-2024 年品牌授权业务收入分别同比+32.00%/+12.00%/+10.00%。

■ 成品家居业务：工程端短期经营承压，零售家居稳健发展

公司通过自身板材的优质品牌、专卖店渠道等在 C 端成品家居销售端逐步建立起优势，与全屋定制品牌差异化竞争，打造“全屋定制+木门+地板”多品类健康家居综合门店网络体系，未来随着公司木门、地板、全屋定制等门店的持续扩张，公司零售家居业务将继续快速发展。裕丰汉唐经历过 2022 年的主动防控风险收缩业务后，目前裕丰汉唐客户主要为资质较好的房地产开发商，例如万科等，且公司由于完工确认周期等因素影响，收入一般集中在 Q4。我们预计公司 2022-2024 年成品家居业务营业收入分别同比变动-9.45%/+11.16%/+15.00%。

表4：兔宝宝主要业务拆分及公司业绩预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
装饰材料					
收入（百万元）	4,118.57	6,319.27	6,315.47	7,446.68	8,421.20
YoY	8.23%	53.43%	-0.06%	17.91%	13.09%
成本（百万元）	3,675.93	5,678.87	5,649.19	6,657.33	7,524.34
毛利（百万元）	442.64	640.41	666.28	789.35	896.86
毛利率（%）	10.75	10.13	10.55	10.60	10.65
成品家居					
收入（百万元）	1,989.30	2,687.03	2,433.00	2,704.50	3,110.18
YoY	350.44%	35.07%	-9.45%	11.16%	15.00%
成本（百万元）	1,485.55	2,010.17	1,805.29	2,001.33	2,301.53
毛利（百万元）	503.75	676.86	627.71	703.17	808.65
毛利率（%）	25.32	25.19	25.80	26.00	26.00
品牌授权业务					
收入（百万元）	239.62	276.40	364.85	408.63	449.49
YoY	2.31%	15.35%	32.00%	12.00%	10.00%
成本（百万元）	3.52	2.60	6.57	6.13	6.74
毛利（百万元）	236.10	273.80	358.28	402.50	442.75
毛利率（%）	98.53	99.06	98.20	98.50	98.50
合计					
收入（百万元）	6,465.76	9,425.93	9,240.60	10,687.09	12,108.15
YoY	39.59%	45.78%	-1.97%	15.65%	13.30%

成本（百万元）	5,239.08	7,757.11	7,562.87	8,766.61	9,934.44
毛利（百万元）	1,226.68	1,668.82	1,677.73	1,920.47	2,173.71
毛利率（%）	18.97%	17.70%	18.16%	17.97%	17.95%

数据来源：WIND，东吴证券研究所（公司业务合计含其他主营业务）

4.2. 投资建议

公司业务以装饰材料和成品家居为主，我们选择同为装饰材料的大亚圣象、成品家居的江山欧派、索菲亚作为可比公司，公司未来三年归母净利润预测值对应 PE 水平低于可比公司大亚圣象、江山欧派、索菲亚的平均值，而公司的 ROE 水平显著高于可比公司平均水平。

公司是装饰板材行业龙头，公司在巩固 C 端经销渠道优势的同时，应对行业趋势变化公司积极拓展小 B 家具厂、装修公司等渠道，积极进行渠道下沉、异地扩张并进行公司管理优化管理模式。成品家居业务领域，公司积极落实“零售+工程”双轮驱动战略，全屋定制等快速发展，工程市场短期承压优化客户结构，未来经营更加稳健。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 6.27/7.49/9.14 亿元，同比分别变动-12%/+19%/+22%，对应 PE 分别为 12X/10X/8X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 可比公司估值比较（截至 2022 年 11 月 25 日）

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）				PE				ROE (TTM)
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	(%)
000910.SZ	大亚圣象	8.69	5.95	5.14	5.88	6.92	12.33	9.26	8.08	6.87	9.73
603208.SH	江山欧派	52.67	2.57	2.58	4.37	5.30	25.80	28.97	16.55	13.67	13.95
002572.SZ	索菲亚	17.05	1.23	12.30	14.67	17.27	165.24	12.64	10.61	9.01	2.17
	平均值						67.79	16.96	11.75	9.85	8.62
002043.SZ	兔宝宝	9.68	7.12	6.27	7.49	9.14	10.51	11.93	9.99	8.18	33.41

数据来源：WIND，东吴证券研究所（可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，ROE（TTM）为 2021 年年报值）

5. 风险提示

下游房地产竣工不及预期的风险

装饰材料和定制家居产品用途主要为室内装修使用，与房地产市场关联度高。房地产行业目前正经历非常困难的阶段，密集的宏观调控政策的出台，导致多家房企出现资金危机，拿地和开工数据下滑明显，新房和二手房的销售也持续低迷。未来，如国内经济下行压力加大，房地产市场持续长期低迷，行业景气度也会受到影响，将对公司的经营业绩产生不利影响。

疫情反复的风险

公司所从事的装饰板材销售、定制家居业务等都涉及到零售门店运营与入户安装，若疫情反复，可能会影响到当期的订单数量、业务订单进度及收入确认情况。若公司所在的核心区域疫情封控等影响，或对公司业绩带来不利影响。

行业竞争加剧的风险

随着国内装饰材料行业的不断发展与成熟，以及定制家居市场的快速发展，依靠技术进步和品牌优势经营的规模企业越来越多，行业内品牌企业之间的竞争将日趋激烈。如果公司不能在竞争中保持领先优势，将对公司经营产生不利影响。

兔宝宝三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,226	3,559	4,729	6,012	营业总收入	9,426	9,241	10,687	12,108
货币资金及交易性金融资产	604	783	1,637	2,659	营业成本(含金融类)	7,757	7,563	8,767	9,934
经营性应收款项	1,536	1,664	1,956	1,877	税金及附加	33	37	41	46
存货	648	822	882	1,049	销售费用	323	360	406	448
合同资产	79	92	107	121	管理费用	333	402	438	466
其他流动资产	359	197	147	305	研发费用	71	85	91	97
非流动资产	2,386	2,398	2,404	2,397	财务费用	39	38	33	7
长期股权投资	37	19	19	19	加:其他收益	24	62	53	61
固定资产及使用权资产	593	621	625	614	投资净收益	46	23	27	30
在建工程	29	25	23	21	公允价值变动	137	0	0	0
无形资产	99	104	109	114	减值损失	-132	-77	-79	-84
商誉	880	880	880	880	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	944	763	913	1,116
其他非流动资产	746	746	746	746	营业外净收支	10	10	10	10
资产总计	5,612	5,956	7,133	8,408	利润总额	954	773	923	1,126
流动负债	3,199	3,249	3,641	3,962	减:所得税	218	128	152	186
短期借款及一年内到期的非流动负债	835	835	835	835	净利润	737	645	771	940
经营性应付款项	1,371	1,456	1,700	1,877	减:少数股东损益	25	18	22	26
合同负债	223	212	245	278	归属母公司净利润	712	627	749	914
其他流动负债	770	746	860	972	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	0.81	0.97	1.18
非流动负债	172	172	172	172	EBIT	799	920	1,063	1,247
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	880	991	1,137	1,324
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.70	18.16	17.97	17.95
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	7.55	6.79	7.01	7.55
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	45.78	-1.97	15.65	13.30
负债合计	3,371	3,421	3,812	4,133	归母净利润增长率(%)	76.70	-11.88	19.48	22.01
归属母公司股东权益	2,130	2,406	3,169	4,097					
少数股东权益	111	130	151	177					
所有者权益合计	2,242	2,535	3,320	4,275					
负债和股东权益	5,612	5,956	7,133	8,408					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	860	647	954	1,109	每股净资产(元)	2.86	3.11	4.10	5.30
投资活动现金流	152	-49	-43	-30	最新发行在外股份(百万股)	773	773	773	773
筹资活动现金流	-1,113	-420	-56	-56	ROIC(%)	19.78	22.99	22.88	21.93
现金净增加额	-105	178	854	1,023	ROE-摊薄(%)	33.41	26.06	23.64	22.31
折旧和摊销	80	70	74	77	资产负债率(%)	60.06	57.43	53.45	49.16
资本开支	-136	-90	-70	-60	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.51	11.93	9.99	8.18
营运资本变动	71	-169	10	-9	P/B(现价)	3.38	3.11	2.36	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

