

渠道为王品牌筑基，源于一木合为一屋

证券研究报告

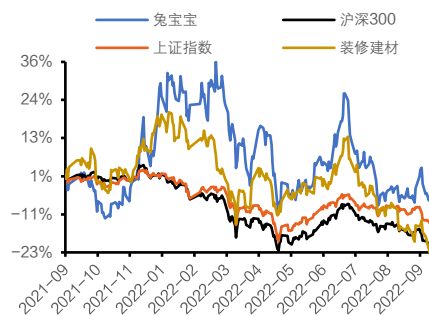
投资评级：增持(维持)

基本数据

2022-09-23

收盘价(元)	8.63
流通股本(亿股)	6.93
每股净资产(元)	2.76
总股本(亿股)	7.73

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

1. 《业绩短期承压，小 B 端拓展及全屋定制发展可期》 2022-08-26

核心观点

- ▶ **人造板市场规模千亿元、格局分散，出清阶段龙头集中度有望提升。**
 - ①空间：2020 年我国人造板总产量达 3.11 亿方，增速维持 5%以内。预计 2026 年我国板材存量及新房市场规模共 1405 亿元。
 - ②趋势：需求升级、标准趋严下行业呈现高端环保趋势，板材单位施胶量降低。
 - ③格局：行业集中度较低，公司作为板材龙头，市占率不足 5%，环保意识提升、行业规范建立、地产下行及疫情影响下，中小企业出清，行业有望持续向头部集中。
- ▶ **装饰材料为核心业务，家具厂及外围渠道为增量。**装饰材料业务增量主要来源于①中小家具厂：数量多分布广，拥有广泛的客流量，公司能够渗透入前端消费群体。②外围及乡镇市场：华北/西南/西北/东北等外围地区城镇消费能力大约占全国 29%，同时全国农村地区消费能力占总体 18%左右。外围地区及乡镇市场住宅面积大且人均支出增速快，由于较难管理，是板材行业空白领域，我们预测 2022 年乡镇存量房板材潜在市场规模为 360 亿元，同时存在数亿套自建房发展空间。2022 年公司成立 16 大分公司，简化管理流程、节省协同成本的同时，持续赋能经销商开拓小 B 及外围、乡镇渠道，未来零售/家具厂收入占比达 45%/30%，较 2022H1 -12pct/+4pct。
- ▶ **全屋定制为增长点，其中零售渠道奠定成长动力。**定制家居将成为公司增长点主要系：①行业大：消费者年轻化带动全屋定制行业兴起，2021 年定制市场规模超 2600 亿元。②差异化竞争：公司环保板材知名度高，从环保品牌角度切入全屋定制赛道，分流环保需求较高的消费者，形成差异化竞争。③零售经销渠道加码：早期收购工程定制头部企业裕丰汉唐布局工程渠道，目前精装趋缓下公司聚焦高线城市、铺开零售渠道，2022H1 定制家居经销渠道疫情下实现收入 2.68 亿元，疫情下仍同比+1.3%。
- ▶ **保交楼政策加码，下游需求有望提振，关注公司业绩边际改善及估值修复。**7 月中共中央政治局首提“保交楼”，定调后多方将协同推进项目复工。各地方政府也因地制宜制定了一系列保交楼措施，比如四川遂宁市进行“一对一挂联”督促指导、郑州市拟将停工楼盘全面复工并贷款 3000 亿盘活安置房资金。受益于保交楼相关政策的进一步落地，下游需求提升将带动公司业绩实现边际改善。
- ▶ **盈利预测与投资评级：**短期关注疫情复苏及保交楼政策落地，中长期关注装饰材料小 B 及乡镇渠道增量下市占率提升，全屋定制业务基于强品牌壁垒打造增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.20/9.13/11.40 亿元，同比增速 1.2%/26.8%/24.9%，最新收盘价对应 PE 为 9.26/7.30/5.85，维持“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**疫情反复导致终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；地产商资金风险持续加大。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6466	9426	10417	12446	14759
收入增长率（%）	39.59	45.78	10.51	19.48	18.59
归母净利润（百万元）	403	712	720	913	1140
净利润增长率（%）	2.14	76.70	1.18	26.82	24.90
EPS（元/股）	0.54	0.98	0.93	1.18	1.48
PE	16.61	12.33	9.26	7.30	5.85
ROE（%）	21.64	33.41	30.76	34.60	37.46
PB	3.74	4.22	2.85	2.53	2.19

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

目录

1. 环保家具板材龙头，厚积薄发三十载	6
1.1. 高楼起于平地，品牌筑下根基，渠道添砖加瓦	6
1.2. 装饰材料+定制家居双业务协同发展	7
1.3. 股权结构稳定，大幅度激励措施提升员工积极性和创造性	10
2. 板材行业规模千亿，产品环保化、头部集中化为趋势	11
2.1. 人造板进入成熟期，需求由新房转为存量房，产品向高端环保发展 ...	11
2.2. 千亿潜在市场，农村正待开拓	16
2.3. 人造板品牌百花齐放，行业洗牌后有望向头部集中	18
3. 板材业务渠道为王，兔宝宝品牌筑基	19
3.1. 全渠道布局，小 B 业务及外围市场提供增量	19
3.2. 环保板材打造绿色品牌，多年积淀树立品牌效应	23
4. 全屋定制为增长点，其中零售渠道奠定成长新动力	26
4.1. 全屋定制是未来发展方向，环保板材切入形成差异化竞争	26
4.2. 全屋定制“工程+零售”双驱动，定制零售渠道打造增量	28
5. 保交楼政策加码，下游需求有望提振，关注估值修复	32
6. 盈利预测与投资建议	33
6.1. 盈利预测	33
6.2. 投资建议	34
7. 风险提示	35

图表目录

图 1. 公司品类拓宽、渠道下沉，积极转型，拥抱成长	6
图 2. 公司全渠道布局，包括小 B、大 B、C 端	7
图 3. 营收增速在 2016 和 2021 年达阶段性高点	8
图 4. 2022H1 装饰材料、定制家居收入 28.6、8.3 亿元，同比下降 1.3%/4.0%	8
图 5. 2022H1 装饰材料、定制家居收入占比 77%/22%	8
图 6. 2020 年起品牌使用费增速逐年提升，凸显公司品牌优势	9
图 7. 公司期间费用率维持稳定，多重股权激励带动管理费用率提升	9
图 8. 2020-2021 年公司公允价值变动净收益-1.1/1.4 亿元	10
图 9. 2022H1 归母净利润 2.7 亿元同降 15%	10
图 10. 2022H1 扣非净利润 2.1 亿元同降 12%	10
图 11. 截至 2022H1，一致行动人共持有 38.88% 股权	11
图 12. 1991-2000 年人造板行业进入整顿期，波动上升	12
图 13. 2000-2012 年房地产行业高速发展（除 08-09 年金融危机阶段） ..	13
图 14. 人造板行业发展稳定，2015 年以来增速基本维持在 5% 以内	13
图 15. 近年来胶合板、纤维板、刨花板产量分布大约稳定在 6：2：1	14
图 16. 我国人造板单位施胶量呈降低趋势	15
图 17. 2020 年消费者选购家居产品重点考虑因素为环保和材质	15
图 18. 农村人均住房面积持续超过城市	16
图 19. 农村人均消费支出较城镇增长快速	16

图 20. 板材上游为原木及胶黏剂，下游为家居行业	18
图 21. 2020 年我国人造板生产企业数量约为 1.6 万家，玩家众多	19
图 22. 2021 年公司供拥有超 3500 家专卖店	20
图 23. 2021 年公司拥有 2635/907 家装饰材料、定制家居专卖店	20
图 24. 分公司模式简化运营流程，节省协调业务的时间成本和差旅成本	20
图 25. 消费者装修信息咨询线下渠道以装饰门店、家具厂为主	21
图 26. 2022H1 装饰材料收入以零售渠道为主	22
图 27. 中长期装饰材料收入以零售、家具厂为主	22
图 28. 华东区域占比有所下降，华南、华北、西南等区域占比提升	23
图 29. 公司易装业务提供一站式服务	24
图 30. 兔宝宝荣获 2022 年度中国板材十大品牌	24
图 31. 2018 年兔宝宝“环保中国行”苏州站签约现场气氛火热	25
图 32. 公司在上海虹桥高铁站投放大屏广告	25
图 33. 公司在热播电视剧中植入广告	25
图 34. 2021 年家装消费人群 35 岁以下占 52%	26
图 35. 2021 年年轻家装消费者更加偏好省心、设计及定制	26
图 36. 2016-2021 年定制行业 CAGR 为 8.5%，2021 年规模达 2632 亿元	26
图 37. 兔宝宝全屋定制主打环保质量，定制品牌全屋定制主打设计	27
图 38. 兔宝宝及其他定制品牌全屋定制销售流程	27
图 39. 裕丰汉唐业务覆盖全国	29
图 40. 裕丰汉唐与多个百强地产商战略合作	29
图 41. 2022H1 裕丰汉唐收入同比下滑 11%	30
图 42. 2022H1 裕丰汉唐净亏损 0.05 亿元	30
图 43. 2021 年公司信用减值损失为 0.31 亿元	30
图 44. 公司部分大 B 业务通过工程代理模式进行，转嫁风险	30
图 45. 2021 年来精装商品住宅整体市场规模同比增速下滑，进入稳定期	31
图 46. 2022H1 国内定制家居业务收入收窄明显	31
图 47. 2022H1 定制家具板块大宗业务占比下降	31
图 48. 定制柜类出厂价整体高于板材	32
图 49. 定制柜类毛利率高于板材	32
图 50. 兔宝宝全屋定制上海月星店示意图	32
表 1. 公司于 2020 及 2021 年发布两期员工持股计划	11
表 2. 3 次限制性股票激励计划调动员工积极性	11
表 3. 我国板材主要包括胶合板、纤维板、刨花板，定向刨花板与细木工板环保性较优	12
表 4. 2010 年以来各板材品牌推出高端环保产品	14
表 5. 新国标 ENF 等级对于甲醛释放量的限制最为严格	16
表 6. 预计 2026 年我国板材新房市场规模达到 157 亿元	17
表 7. 存量房场景下板材潜在市场规模测算假设	17
表 8. 预计 2026 年我国板材存量房的潜在市场规模达到 1248 亿元	17
表 9. 近年来我国持续推出对于林业和人造板行业的规范及环保标准	19
表 10. 2020 年起公司加大与区域性装修公司及设计公司战略合作力度	21

表 11. 华北、西南、西北、东北地区城镇消费能力大约占全国 29%，农村地区消费能力占比约 18%.....	22
表 12. 公司板材产品以环保为主.....	23
表 13. 各大定制品牌均推出代表性环保板材，主要区别在于基材不同	28
表 14. 公司分两期收购裕丰汉唐 95%股权，PE 分别为 14x/7x	28
表 15. 2022 年 7 月政府首提“保交楼”，地方政府纷纷响应.....	33
表 16. 2021-2024E 公司收入分拆	34
表 17. 可比公司估值表（截至 2022 年 9 月 24 日）	35

1. 环保家具板材龙头，厚积薄发三十载

兔宝宝是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，以板材业务为核心，形成装饰材料、定制家居两大业务体系。公司积极推动产品及渠道改革，产品端，公司在板材的基础上进一步延伸至易装及全屋定制一体化服务，持续拓宽产业链；渠道端，装饰材料板块成立 16 大分公司，在渠道下沉、补齐外围空白区域的同时拓展家具厂等小 B 业务，定制家居实现“零售+工程”双轮驱动模式，定制零售奠定成长新动力。

1.1. 高楼起于平地，品牌筑下根基，渠道添砖加瓦

品类拓宽，渠道下沉，构筑品牌。公司 1992 年成立于德清，2005 年于深交所上市。**产品端**，公司早期以胶合板为主，先后成功突破 E1、E0 环保标准。2006 年起，公司品类拓宽至贴面板、胶合板、木工板等多个系列，始终以环保为核心，筑下品牌基础。2010 年，无醛级产品正式推广。2013 年，公司推出顺芯板，使用不含甲醛的 MDI 胶，环保性能持续提升。2015 年起，兔宝宝开始将环保技术运用到多元化产品中。**渠道端**，公司上市后应用专卖店经营模式，主攻零售端。在 10 年的渠道建设后，2015 年起开始向外围区域延伸，打造全国性品牌。2017 年进一步针对下沉市场加大营销推广投入，“环保中国行”系列活动深入人心，加深消费者的品牌认知度。

产品渠道积极转型，与时俱进。2018 年起，精装房占比提升及定制服务兴起，公司紧抓时代脉搏，全面转型升级：1) 业务从板材延伸至易装及全屋定制，提供增值服务以应对传统家居向定制家居的转变 2) 渠道从单一零售向 B、C 结合转型，快速布局家具厂、家装公司小 B 业务，同时 2020 年裕丰汉唐并表，定制家居业务实现“零售+工程”双轮驱动 3) 2020 年的 9 大分公司升级为 2022 年的 16 大分公司，重点进行家具厂等渠道开拓、服务赋能，填补下沉空白市场。

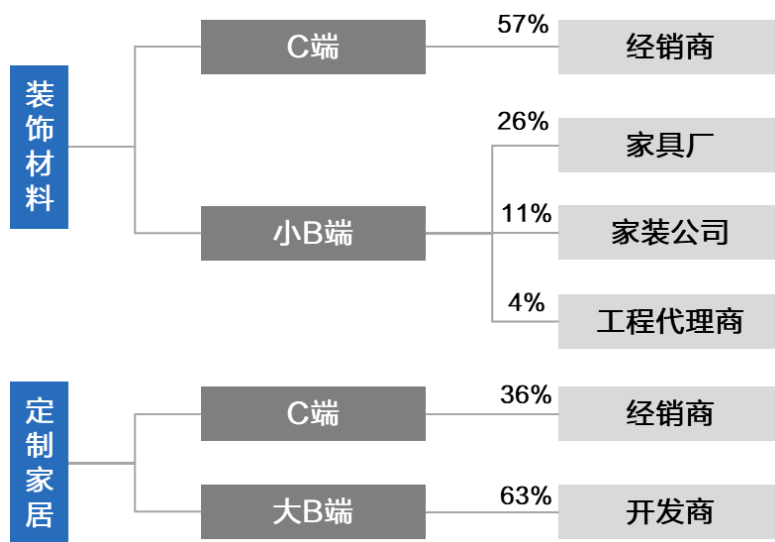
图 1. 公司品类拓宽、渠道下沉，积极转型，拥抱成长



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司的销售渠道主要可以分为 3 类：C 端、小 B 端、大 B 端。装饰材料业务主要通过 C 端零售和小 B 渠道销售产品，C 端通过经销商开设专卖店，截至 2022 年上半年底公司已在全国建立了 3000 多家各体系专卖店；小 B 端渠道主要包括家具厂、家装公司等，截至 2021 年底公司已与 5800 多家定制家具企业开展业务合作。定制家居业务方面，公司依靠裕丰汉唐拓展大 B 端渠道，主要包括各大地产开发商，同时通过经销商开设定制家居门店。

图 2. 公司全渠道布局，包括小 B、大 B、C 端



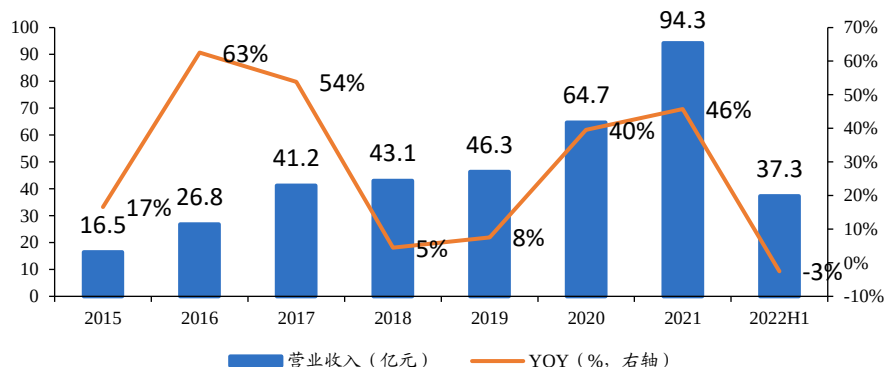
数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：百分比代表 2022 年上半年装饰材料、定制家居分渠道收入占比

1.2. 装饰材料+定制家居双业务协同发展

公司收入增速在 2016 年和 2021 年达到阶段性高点，2022 年上半年短暂承压。2016 年，公司开始在核心市场推进密集分销渠道建设及外围区域全覆盖，规模效应初显。2018 年随着精装房兴起，公司积极布局战略转型，推广定制业务、调整渠道结构、加大下沉力度，多因素配合下公司 2021 年实现营收、归母净利润分别同比增长 46%/77%。2022H1 受到疫情反复及地产下行影响，公司业绩短暂承压。

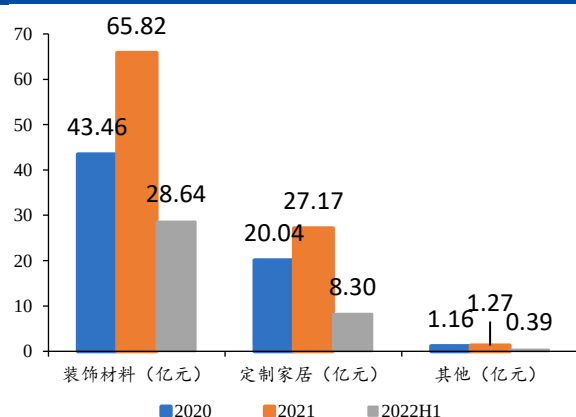
图 3. 营收增速在 2016 和 2021 年达阶段性高点



数据来源：公司公告，财通证券研究所

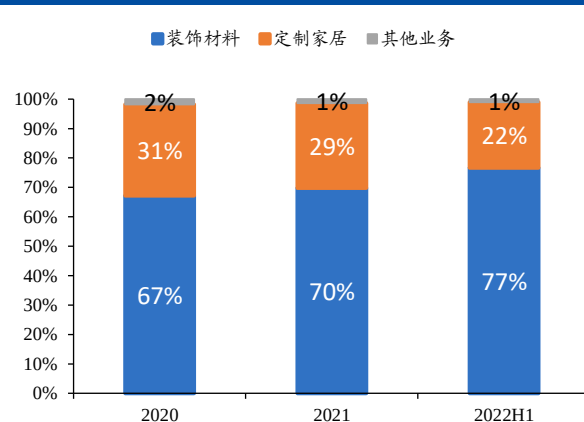
装饰材料+定制家居双业务协同发展，2022H1 分别占总收入 77%/22%。分业务来看，公司聚焦装饰材料及定制家居两大业务体系，其中装饰材料主要为板材产品及品牌使用费（含易装品牌使用费），定制家居为全屋定制业务。2022H1 装饰材料、定制家居收入 28.6/8.3 亿元，同比下降 1.3%/4.0%。2022H1 装饰材料、定制家居业务占比分别为 77%/22%，裕丰汉唐业务收缩带动定制家居板块占比有所下降。

图 4. 2022H1 装饰材料、定制家居收入 28.6、8.3 亿元，同比下降 1.3%/4.0%



数据来源：公司官网，财通证券研究所

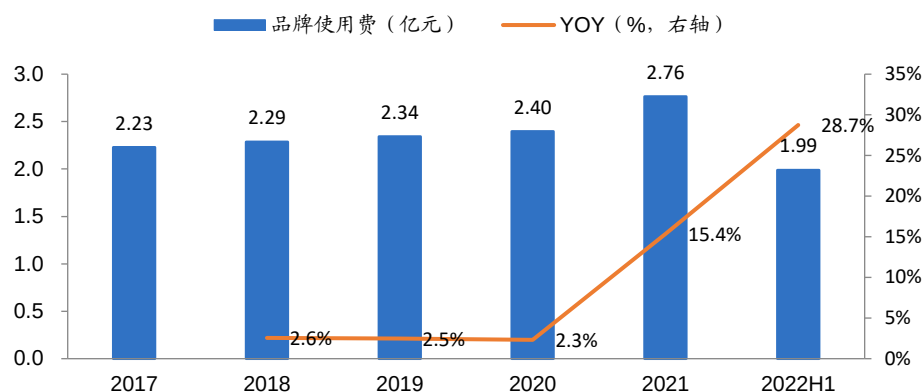
图 5. 2022H1 装饰材料、定制家居收入占比 77%/22%



数据来源：公司官网，财通证券研究所

品牌使用费同比增加，品牌优势在业绩中表现突出。值得一提的是，公司装饰材料及定制家居板块中包括一部分品牌使用费，品牌使用费收取方式为经销商直接向代工厂商购买成本并拿货，兔宝宝品牌授权后仅确认贴牌收入。2022H1 公司实现品牌使用费 1.99 亿元，同比增长 28.7%，贡献 28% 的毛利。2022H1 品牌使用费折算成板材实际收入后，装饰材料同比增长 10% 左右。

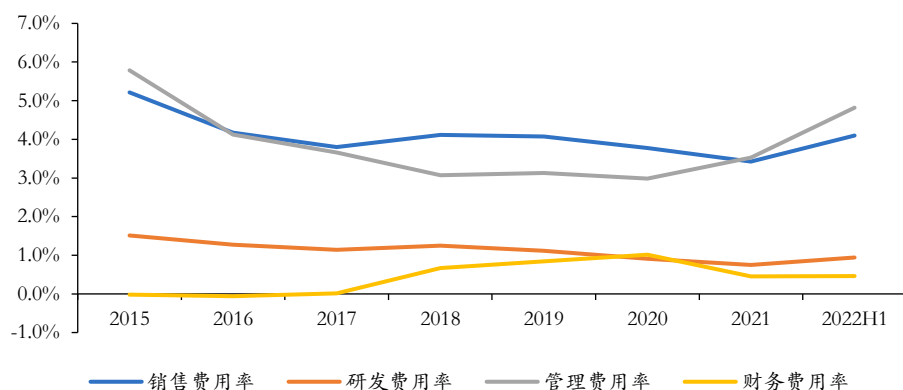
图 6. 2020 年起品牌使用费增速逐年提升，凸显公司品牌优势



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司期间费用率维持稳定，多重股权激励带动管理费用率提升。2016 年起公司期间费用率基本维持稳定。由于 2021 年公司实行员工持股计划及股票激励，股权激励费用及摊销快速增加，2022H1 管理费用率提升至 4.8%。

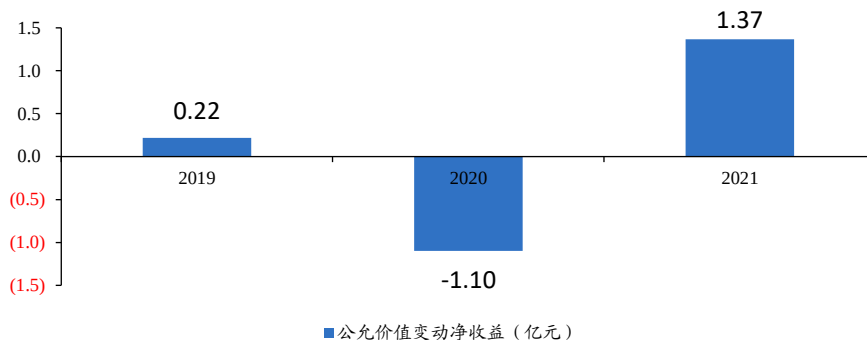
图 7. 公司期间费用率维持稳定，多重股权激励带动管理费用率提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

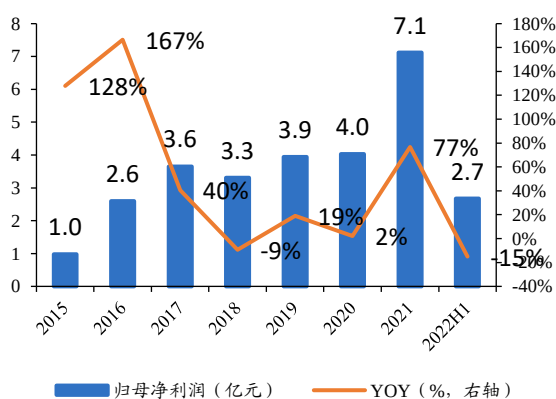
公允价值变化带动公司扣非净利润波动。公司归母净利润和扣非净利润增速基本保持一致，2020 年起呈现分化。2020 年归母/扣非归母净利润同增 2%/46%，增速差异较大主要系公司投资大自然控股（持股 19.6%），2020 年末大自然股价低迷导致公允价值变动损失 1.1 亿元。2021 年归母/扣非归母净利润同增 77%/40%，差异主要来自 2021 年 10 月大自然控股私有化退市后将公司持有股份回购注销。大自然控股私有化后，未来公允价值变动收益也将减少。

图 8. 2020-2021 年公司公允价值变动净收益-1.1/1.4 亿元



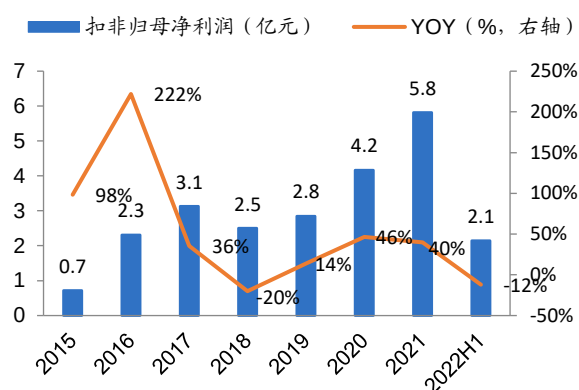
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 9. 2022H1 归母净利润 2.7 亿元同降 15%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 10. 2022H1 扣非净利润 2.1 亿元同降 12%

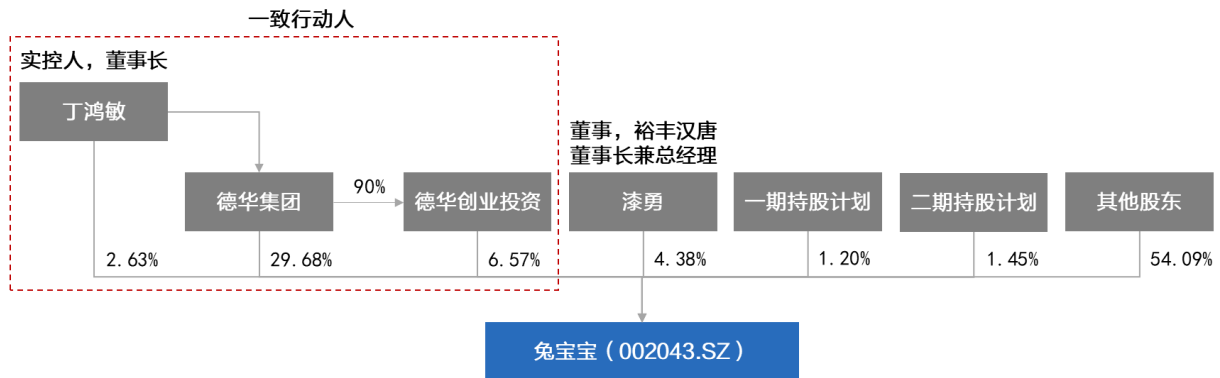


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3. 股权结构稳定，大幅度激励措施提升员工积极性和创造性

公司股权结构稳定，定增后一致行动人将持股 44%。截至 2022 H1，丁鸿敏、德华集团、德华创业投资作为一致行动人共持有 38.88% 股权。此外，公司拟向控股股东德华集团定增 7657 万股，占最新总股本 10%，募资金额不超过 5 亿元，定增后一致行动人将持股 44%。

图 11. 截至 2022H1，一致行动人共持有 38.88%股权



数据来源：公司公告，财通证券研究所

深度绑定员工与公司利益，充分调动员工积极性。公司从 2014 年起持续进行员工激励，截至 2021 年总共实行了 2 期员工持股计划和 3 期股票激励，激励力度较大。2021 年公司股权激励费用超过 1 亿元，占管理费用 30%；股票激励计划授予公司管理团队及员工 2892 万股，占最新总股本 3.7%。

表 1. 公司于 2020 及 2021 年发布两期员工持股计划

员工持股计划	时间	参与人员	受让股数（万股）	占最新总股本比例
第一期	2020/10	不超过 240 人	1549.4	2.0%
第二期	2021/11	74	1117	1.4%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 2. 3 次限制性股票激励计划调动员工积极性

时间	参与人员	受让股数（万股）	占最新总股本比例	授予价格（元/股）	考核目标
2021/12	420	2892	3.7%	5.01	以 2021 年扣非净利润为基数，2022-2024 年净利润（调整后）增速不低于 20%/45%/75%
2017/5	490	3360	4.3%	5.94	以 2016 年为基数，2017-2019 年净利润增速不低于 30%/60%/90%，营收增速不低于 40%/85%/135%
2014/1	49	1425	1.8%	1.95	以 2013 年为基数，2017-2019 年净利润增速不低于 40%/75%/110%，ROE 增加不低于 0.7pct/1.3pct/1.9pct

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2. 板材行业规模千亿，产品环保化、头部集中化为趋势

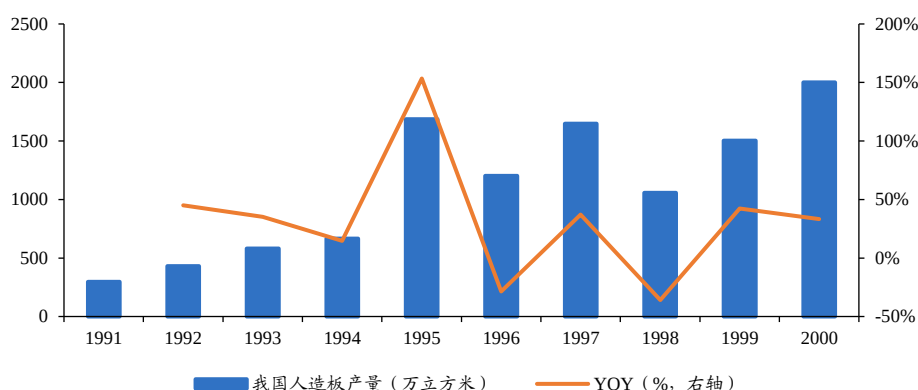
2.1. 人造板进入成熟期，需求由新房转为存量房，产品向高端环保发展

（1）1990-2000 年：行业整顿，波动上升

中国人造板工业始于 1920 年，1960 年代国内人造板行业雏形初具，形成了胶合板、纤维板、刨花板三大板材品类。市场经济体制确立后，民营企业崛起，

这个阶段成立了大量人造板民营企业，1995 年产量猛增到 1685 万立方米，同比大增 153%。然而在技术尚处于初步发展的阶段，大幅扩产导致产品质量的降低，良品率从 65% 下降到 40%。在行业进一步规范和整顿下，国产设备技术优化后完全替代进口设备，我国人造板行业进入高速发展期，2000 年产量首次突破 2000 万立方米。

图 12. 1991-2000 年人造板行业进入整顿期，波动上升



数据来源：中国林业统计年鉴，中国木业网，财通证券研究所

表 3. 我国板材主要包括胶合板、纤维板、刨花板，定向刨花板与细木工板环保性较优

	胶合板	纤维板	刨花板	细木工板	定向刨花板
别称	多层板	密度板	颗粒板	大芯板	顺芯板
工艺	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多层材料	木质或其他植物纤维碾碎后施加胶粘剂制成	木材碎片干燥后拌以胶粘剂、硬化剂等，一定温度下压制而成	由两片单板中间粘压拼接木板而成	木制刨花施胶后定向铺装，再经热压制成，上下纵向、芯层横向排列
胶水含量	中等	多	较多	较少	少
优点	防水性好，重量轻，性能稳定	光滑平整，易加工，较不易变形	握钉力强，表面平整，较为便宜	握钉力较高，环保性较好，实木感强	环保性佳，承重好，性能稳定
缺点	光滑程度较低	握钉力较差，环保性较低	强度较差，环保性较低	抗弯性较低	价格较高
用途	橱柜、浴室柜基层	柜门、背板	柜身、柜门	背景墙或柜子基层	结构材料
示意图					

数据来源：中国木业信息网，鲁班园，财通证券研究所

(2) 2000-2012 年：下游地产+政策拉动，10 年 7 倍大幅扩张

2000 年起，随着国内经济发展，房地产进入高速发展时期，带动建筑、板材、家具、装修等地产链的蓬勃发展。此外，我国颁布数个重要政策，如 2001 年给予部分人造板企业增值税即征即退优惠政策、2002 年《室内装饰装修材料人造

板及其制品中甲醛释放限量》建立环保标准、2003 年《关于加快林业发展的决定》鼓励加大林业投资力度，为板材行业提供政策红利。2010 年我国人造板企业超过 1 万家，2012 年人造板产量超过 2 亿方，约为 2000 年产量 7 倍左右。

图 13. 2000-2012 年房地产行业高速发展（除 08-09 年金融危机阶段）

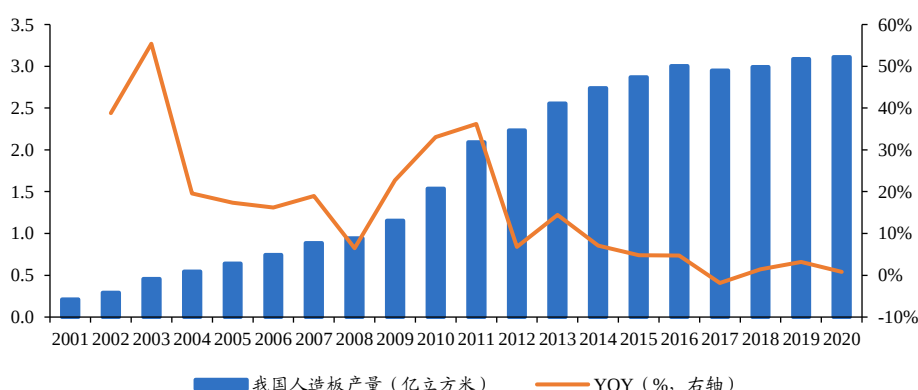


数据来源：国家统计局，财通证券研究所

（3）2012-至今：行业进入成熟阶段，产品结构稳定，向高端环保发展

人造板行业发展稳定，近年来增速基本维持在 5%以内。2012 年起，新房增速下降、二手房市场交易活跃，人造板需求从新房转向存量房，整个行业逐步进入饱和期。从总产量和消费量来看，2020 年，我国人造板总产量达到 3.11 亿方，同比增长 0.8%。在环保意识增强及人造板产业供给侧改革下，2015 年以来，人造板产量增速维持在 5%以内。2020 年我国人造板总消费量为 2.96 亿方，同比增长 0.8%。

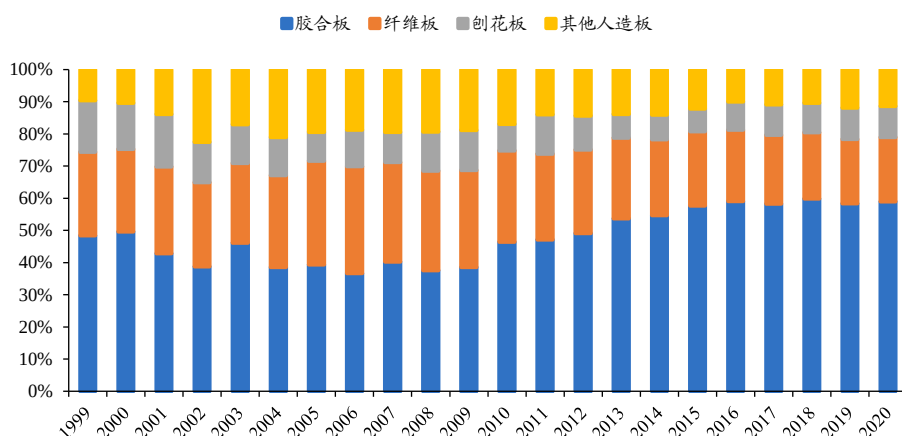
图 14. 人造板行业发展稳定，2015 年以来增速基本维持在 5%以内



数据来源：中国林业统计年鉴，国家林业和草原局，财通证券研究所

板材市场形成稳定的产品格局，胶合板为主要品类，产量占比 60%左右。胶合板由于厚度可操作空间较大、应用场景广泛、性能较为稳定等因素，成为板材主要品类。近年来板材市场产品格局较为稳定，胶合板、纤维板、刨花板产量分布大约为 6：2：1。

图 15. 近年来胶合板、纤维板、刨花板产量分布大约稳定在 6: 2: 1



数据来源：中国林业统计年鉴，《中国人造板产业报告 2021》，财通证券研究所

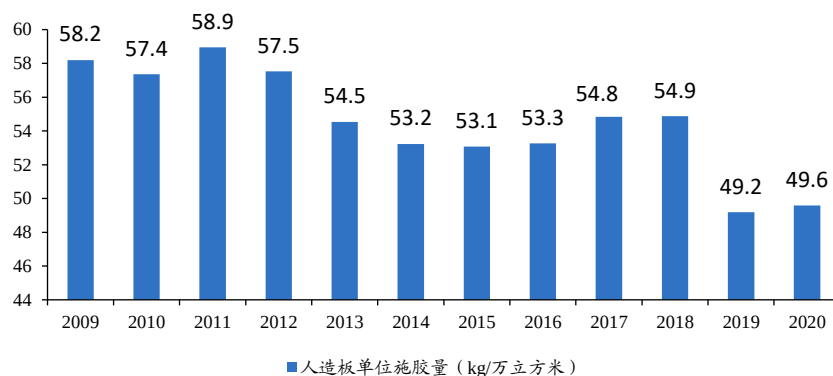
需求升级、国标趋严下，人造板单位施胶量大幅降低，高端环保为趋势。在这个阶段，人造板企业从扩大规模转向提升质量，比如兔宝宝、千年舟、莫干山、大王椰等先后推出高端环保产品，同时附带阻燃、抗菌、负离子等多元化附加功能。同时人造板单位施胶量总体呈现下降趋势，从 2009 年的 58.2 公斤/万立方米降低至 2020 年的 49.6 公斤/万立方米，也印证了人造板绿色属性提升的发展趋势。

表 4. 2010 年以来各板材品牌推出高端环保产品

	时间	事件
兔宝宝	2010 年	推出无醛级+防虫蛀二合一板材，无醛级产品正式得到推广
	2012 年	推出植物胶地板和板材
	2013 年	推出兔宝宝顺芯板，使用不含甲醛的高活性 MDI 胶
	2015 年后	将环保技术运用到多元化产品中
千年舟	2010 年	推出 UV 饰面板/至尊型抗菌板
	2012 年	阻燃木工板、植物胶板上市
	2015 年	推出负离子板，具有抗菌、降醛、净化空气等功能
	2017 年	推出负离子生态板第二代/豆香板/LSB 板，使用 MDI 胶
莫干山	2016 年	推出清醛除菌及负离子金刚面系列产品
	2019 年	推出豆茵版产品，布局 ENF 级环保赛道
大王椰	2017 年	推出“楠香木”芯材
	2018 年	推出“净醛生态板”

数据来源：官方公众号，公司公告，千年舟、云峰新材招股说明书，财通证券研究所

图 16. 我国人造板单位施胶量呈降低趋势



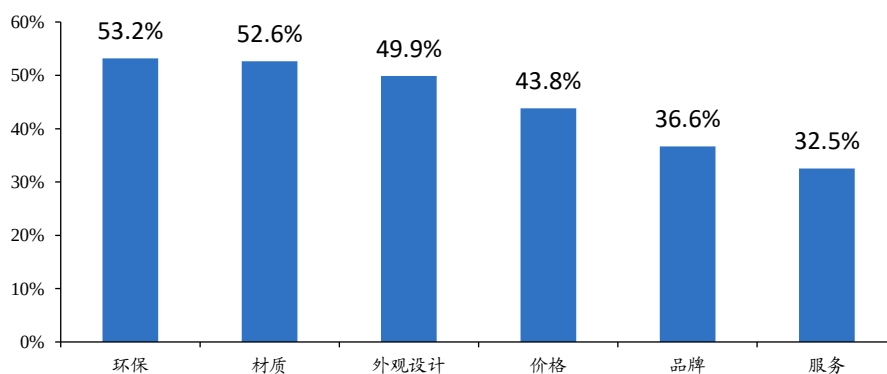
数据来源：中国木业网，中国林产工业，财通证券研究所

注：人造板单位施胶量计算方式为甲醛系胶粘剂消耗量/人造板总产量

绿色环保板材将成为发展趋势，主要原因在于：

（1）需求角度：消费者对于室内装饰产品环保需求增强。随着消费水平的提高，消费者对于生活质量的追求也逐步提升，健康意识不断增强，环保及材料质量成为消费者对于家居产品最关注的两个因素，设计、价格等因素跟随其后。OSB 板绿色环保属性契合消费者需求，消费者对于家居产品的健康意识一定程度上促进环保板材的发展。

图 17. 2020 年消费者选购家居产品重点考虑因素为环保和材质



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

（2）供给角度：新国标提出 ENF 环保等级，标准趋严。2021 年 3 月《人造板及其制品甲醛释放量分级》新国标公布，进一步细化家装产品甲醛限量分级，同时规定无醛制品（ENF）的甲醛限量 $0.025\text{mg}/\text{m}^3$ 。对比欧洲、日本、中国三个标准，新国标 ENF 等级对于甲醛释放量的限制最为严格，在这个趋势下，我国板材环保性能将逐步提升，呈现良性发展。

表 5. 新国标 ENF 等级对于甲醛释放量的限制最为严格

	甲醛释放限量等级	限量值
新国标	E1	$\leq 0.124\text{mg/m}^3$
	E0	$\leq 0.05\text{mg/m}^3$
	ENF	$\leq 0.25\text{mg/m}^3$
日本 JAS 星级标准	F★	$\leq 5.0\text{mg/L}$
	F★★	$\leq 1.5\text{mg/L}$
	F★★★	$\leq 0.5\text{mg/L}$
	F★★★★	$\leq 0.3\text{mg/L}$
欧洲 E 级认证	E1	$\leq 0.5\text{mg/L}$
	E2	$\leq 1.5\text{mg/L}$

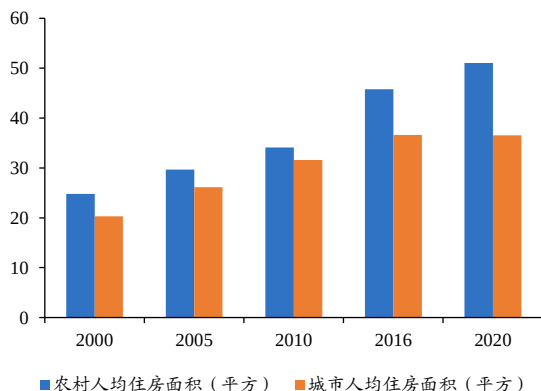
数据来源：国家标准《人造板及其制品甲醛释放量分级》，日本工业标准调查会，鲁班园，财通证券研究所

2.2. 千亿潜在市场，农村正待开拓

从地域角度看，农村人均住房面积大、消费能力高，具备发展潜力。原因在于

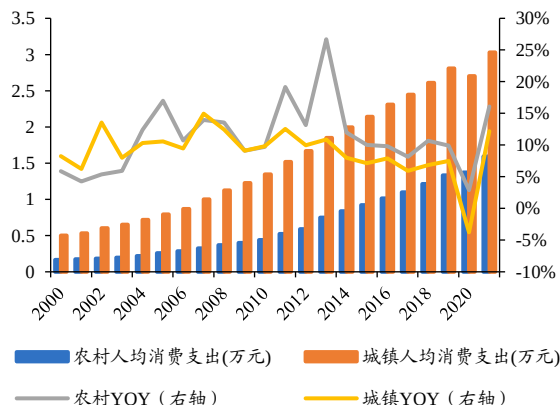
(1) 市场空间大：农村住宅面积较大，购买板材数量较多，2020 年农村、城市人均住房面积分别为 51/36.5 平方米；(2) 消费潜力大：农村人均消费支出持续提升，且增速普遍高于城镇居民。各大品牌拓渠道初期通常聚焦于一二线城市，而县级及乡镇市场由于分散且难以统筹管理，一直都是板材行业的空白领域。

图 18. 农村人均住房面积持续超过城市



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 19. 农村人均消费支出较城镇增长快速



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

从市场空间看，板材拥有千亿级潜在规模，农村市场正待开拓。仅考虑住宅端，预计 2026 年我国新房板材规模为 157 亿元，增速维持稳定。同时，2026 年我国存量潜在市场将达到 1248 亿元，其中农村存量市场为 394 亿元：

(1) 新房市场：假设 2022-2026 年住宅竣工面积增速为 -7%/5%/5%/5%/5%；板材价格每年上涨 2%。预计 2026 年新房建设的板材需求为 157 亿元，

5 年 CAGR 为 4.5%。

表 6. 预计 2026 年我国板材新房市场规模达到 157 亿元

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
住宅竣工面积（亿方）	7.3	6.8	7.1	7.5	7.9	8.3
新房橱柜收纳总面积（亿方）	0.88	0.81	0.86	0.90	0.94	0.99
新房所需板材数量（亿张）	1.02	0.94	0.99	1.04	1.09	1.15
板材价格（元/张）	124	126	129	131	134	136
板材新房市场规模（亿元）	126	119	128	137	146	157
YOY	13.4%	-5.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%

数据来源：国家统计局，住建部，公司公告，财通证券研究所

（2）存量房潜在市场：分城镇和农村需求探讨，经测算 2026 年城镇板材潜在市场规模将达到 855 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 5.6%，农村板材潜在市场规模将达到 394 亿元，5 年 CAGR 为 2.2%。城镇居民的板材需求占主导，但农村是一个待开发的新市场，近年来重要性凸显。

表 7. 存量房场景下板材潜在市场规模测算假设

	2022E-2026E
城镇人均住宅面积增速	2%
城镇常住人口增速	1.50%
农村人均住宅面积增速	2.5%
城镇常住人口增速	-2.2%
橱柜收纳面积占住宅面积比例	12%
更新周期	10 年
1 个衣柜需要板材数量	衣柜投影面积/0.345/板材大小
板材大小	2.5 平方/块
板材价格增速	2%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 8. 预计 2026 年我国板材存量房的潜在市场规模达到 1248 亿元

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
（1）城镇						
城镇人均住宅面积（平方）	41.4	42.2	43.1	43.9	44.8	45.7
城镇常住人口（亿人）	9.1	9.3	9.4	9.6	9.7	9.8
城镇居民住房存量建筑面积（亿方）	379	392	406	420	435	450
城镇存量橱柜更新收纳面积（亿方）	4.54	4.70	4.87	5.04	5.22	5.40
城镇所需板材数量（亿张）	5.27	5.45	5.65	5.84	6.05	6.26
城镇板材价格（元/张）	124	126	129	131	134	136
城镇板材市场规模（亿元）	651	687	726	767	809	855
YOY	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
（2）农村						
农村人均住宅面积（平方）	51.4	52.7	54.0	55.3	56.7	58.1
农村常住人口（亿人）	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5
农村居民住房存量建筑面积（亿方）	256	257	257	258	259	259
农村存量橱柜更新收纳面积（亿方）	3.07	3.08	3.09	3.09	3.10	3.11
农村所需板材数量（亿张）	3.56	3.57	3.58	3.59	3.60	3.61
农村板材价格（元/张）	99	101	103	105	107	109

农村板材市场规模（亿元）	352	360	368	376	385	394
	YOY 2.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
板材存量市场规模（亿元）	1003	1047	1094	1143	1194	1248
	YOY 4.7%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%

数据来源：国家统计局，住建部，公司公告，财通证券研究所

2.3. 人造板品牌百花齐放，行业洗牌后有望向头部集中

板材行业产业链可以分为：（1）上游原材料供应商：包括原木基材供应商或林场以及胶黏剂等原材料供应商，原木价格存在上涨趋势；（2）中游板材企业：包括兔宝宝、千年舟、莫干山等板材产销企业，行业玩家众多、集中度较低，板材企业可作为原材料售往下游定制家居企业，也可以直接通过直销或经销渠道销售至零售端；（3）终端零售市场：主要包括开发商等大 B 端，家具厂、装修公司等小 B 端，以及终端消费者。

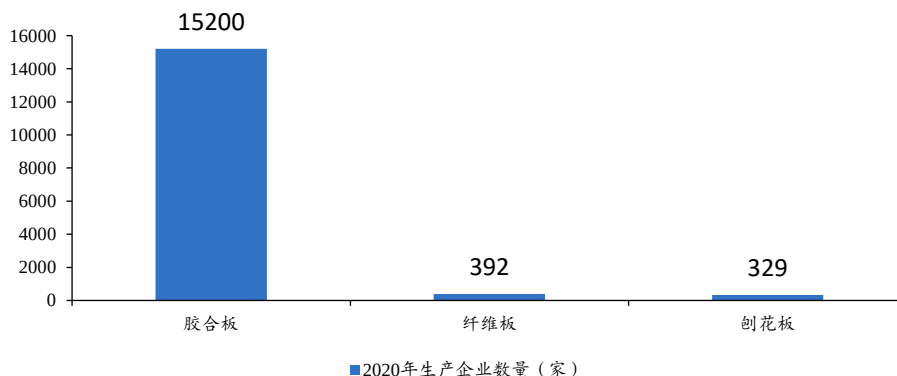
图 20. 板材上游为原木及胶黏剂，下游为家居行业



数据来源：各公司官网，财通证券研究所

人造板行业规模大、集中度较低，但随着中小企业加速出清，行业有望向头部企业集中。2021 年家具制作及装饰用胶合板和细木工板市场规模约 2500 亿左右，公司市场占有率不到 5%。根据《中国人造板产业报告 2021》，2020 年人造板生产企业数量约为 1.6 万家，呈现出“大行业、小公司”的竞争格局。形成这种格局的主要原因在于人造板产业本身技术壁垒较低，产品同质化较严重、品质参差不齐，并且没有统一的行业标准。随着消费者环保意识提升、林产及人造板行业规范和环保标准的建立、疫情对民营企业经营的影响，一些人造板中小型企业加速出清，截至 2020 年我国注销或停产胶合板生产企业累积 1.75 万家，行业有望进一步向头部企业集中。

图 21. 2020 年我国人造板生产企业数量约为 1.6 万家，玩家众多



数据来源:《中国人造板产业报告 2021》, 财通证券研究所

表 9. 近年来我国持续推出对于林业和人造板行业的规范及环保标准

	政策	时间	内容
林业规范	《林业发展“十三五”规划》	2016	加快林业改革发展、维护森林生态安全的,着力推进国土绿化,着力提高森林质量,加快推进林业现代化建设
	《国有林场管理办法》修订版	2021	规范和加强国有林场管理,按规定进行林木采伐和更新造林,鼓励建设速生、珍贵和大径级用材林,增加木材储备
	《林草产业发展规划(2021-2025年)》	2022	对于木结构和木建材产业,加强木材资源基础,推动高性能木质重组材料、高强度结构材料等规模化生产,完善标准体系
环保标准	《室内装饰装修材料-人造板及其制品中甲醛释放量》	2018	规定室内装饰用人造板及制品中甲醛释放限量,分为 E1、E2 等级
	《排污许可证申请与核发技术规范 人造板工业》	2019	规定人造板工业排污单位排污许可证申请与核发要求、排放限值及实际排放量等
	《人造板及其制品甲醛释放量分级》	2021	细化人造板甲醛释放标准,提出 ENF 登记,为全球最严格的甲醛标准

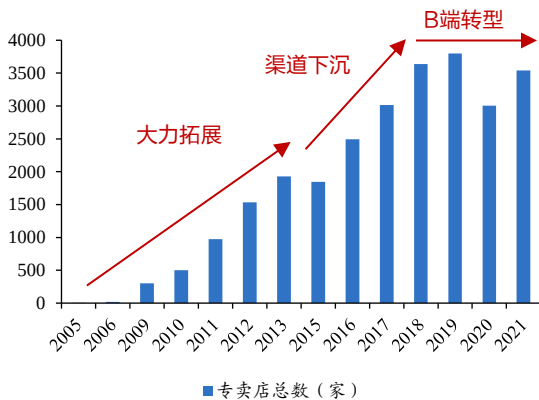
数据来源:国家林业和草原局,国家生态环境部,财通证券研究所

3. 板材业务渠道为王,兔宝宝品牌筑基

3.1. 全渠道布局,小 B 业务及外围市场提供增量

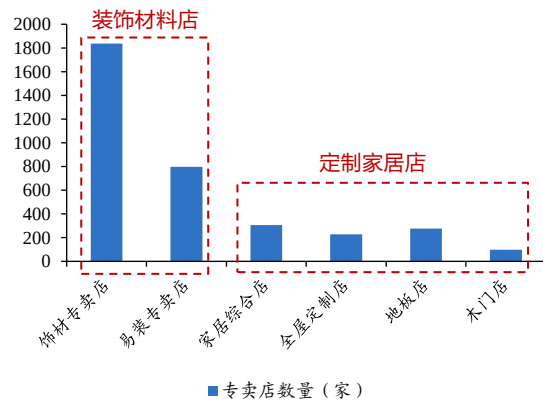
公司早期深耕 C 端,持续拓宽经销渠道,2021 年拥有超 3500 家各体系零售店。公司 2005 年开设首家青岛专卖店后获得热烈反响,自此开始辐射拓展零售经销渠道,专卖店总数逐步增加到 2018 年的 3640 家,2018-2021 年基本维持在 3000 家以上。2021 年公司各体系零售专卖店共 3542 家,其中装饰材料、定制家居专卖店数量分别为 2635/907 家。

图 22. 2021 年公司供拥有超 3500 家专卖店



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 23. 2021 年公司拥有 2635/907 家装饰材料、定制家居专卖店

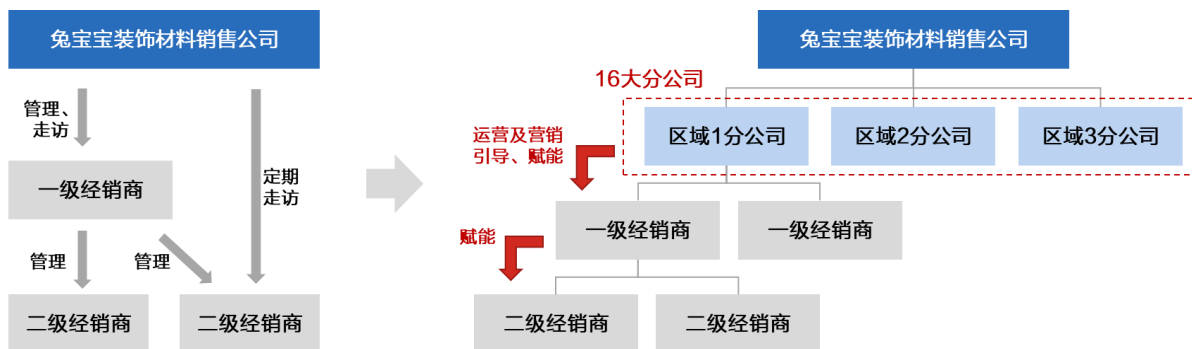


数据来源：公司公告，财通证券研究所

现阶段，公司逐步由 C 端零售向家具厂、家装公司等小 B 端拓展，同时成立 16 大分公司，进一步开拓乡镇市场，实现渠道下沉。

分公司模式简化运营流程，节省协调业务的时间成本和差旅成本，有利于公司拓展小 B 渠道及下沉市场布局。2020 年，公司装饰材料板块开始实行分公司管理模式，成立 9 大分公司赋能经销商，支持经销商大力拓展家具厂、装饰公司等多家小 B 渠道及渠道下沉。2022 年上半年 9 大分公司升级为 16 大分公司。过去，总部需要定期派人前往各区域市场管理、走访，分公司模式下，公司大幅简化运营流程，节省协调业务的时间成本和差旅成本。具体而言，分公司主要职责在于（1）管理并引导经销商开展小 B 端业务；（2）推进专卖店易装业务；（3）管理区域内各级经销商。

图 24. 分公司模式简化运营流程，节省协调业务的时间成本和差旅成本



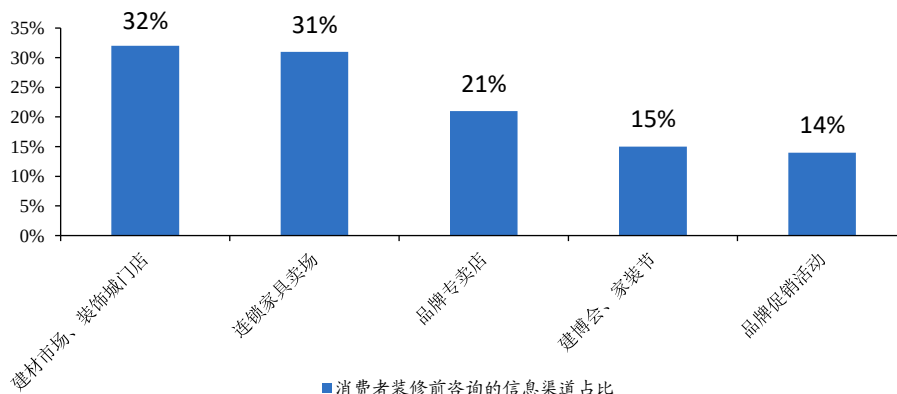
数据来源：公司公告，财通证券研究所

目前大多消费者优先考虑前往装饰门店家具厂选择家装产品，公司顺应趋势发力小 B 渠道，获取前置流量：

（1）家具厂：从消费者角度考虑，消费者家装选择的过程中通常优先就近考虑

装饰门店及连锁家具厂，2021 年 2/3 左右的消费者前往此 2 类渠道进行咨询选购。**从家具厂角度考虑**，兔宝宝板材质量佳、品牌优，同时也能够提供物流、仓储、产品支持的精准服务和赋能。**从公司角度考虑**，家具厂数量多分布广，公司能够渗透入专卖店所无法触及的消费群体，持续进行消费者教育；同时，家具厂通常也是家装公司的供应商，公司通过布局家具厂，也能够渗透入家装公司，获取前端流量。截至 2021 年底公司已与 5800 多家定制家具企业开展业务合作。

图 25. 消费者装修信息咨询线下渠道以装饰门店、家具厂为主



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

(2) 装修公司：装修公司承载了大多消费者的硬装需求，是前期流量入口，因此整装渠道也成为各大定制品牌的必争之地。在家装服务整装化的趋势下，兔宝宝将板材直接渗透入装修公司，为装修公司提供环保背书的同时也能把握流量、持续提升品牌力。2021 年起，公司加大与装修公司及设计公司的合作步伐，主要通过区域销售分公司与小 B 企业签订战略合作协议的方式，持续落实下沉渠道业务扩张。

表 10. 2020 年起公司加大与区域性装修公司及设计公司战略合作力度

合作时间	合作伙伴	合作方业务区域	合作方介绍
2022/4	二十四城装饰	重庆市	为城市中产阶级提供健康品质整装服务，与产品供应商合作，减少中间流通环节，价格更优惠
2022/3	凡舍设计、禅知了设计	贵州贵阳	贵阳本地知名设计品牌
2022/3	大家装饰、元洲装饰、予美合筑装饰	贵州贵阳	贵阳本地知名装饰装修品牌
2021/12	欢乐巧匠装饰	云南昆明	昆明当地是一家老牌装饰公司，是昆明前十装饰公司
2021/6	昌禾装饰工程	宁夏省	宁夏省从业时间最长的本土企业，运营“易上定制”、“臻颜整装”、“欧铂丽整装大家居”、“紫吉莱”国际软装
2021/5	康利达装饰	河南省	中原地区第一装饰品牌，2016 年新三板上市，专注于公共建筑、建筑幕墙、精装修、展馆智能化等市场领域
2021/5	泰和、百艺、前进等 6 家装饰公司	河南洛阳	洛阳本地装饰行业知名品牌
2020/8	沪佳装饰	上海市	精装领域深耕多年，集全包装修、高端设计、流水化施工、家具家电软装配套于一体的大型专业化装饰公司

2020/6	康业装饰	上海市	上海老牌工装企业，以建筑室内外装饰工程为主业
2019/10	瑞和股份	全国性	集建筑装饰设计施工、建筑幕墙设计施工、机电、消防、园林及智能化为一体的大型上市企业
2019/6	金螳螂	全国性	2006 年上市，以室内装饰为主体，融幕墙、景观、软装、家具等为一体的综合性专业化装饰集团

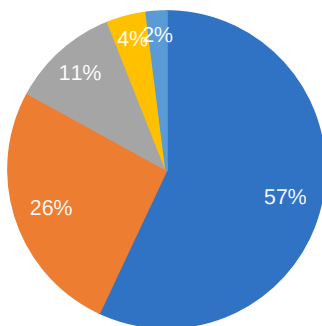
数据来源：公司官网，官方公众号，财通证券研究所

公司针对小 B 渠道进行了一系列产品变革。公司在产品端增加了家具厂专供系列、家装公司专供系列、工程系列（石膏板+定向刨花板+轻钢龙骨），从大品类角度来说也增加了定向刨花板（顺芯板）以及家具用刨花板的销售，产品线进一步完善。

公司未来也将持续拓展小 B 渠道，中长期计划小 B 端收入占比 45%。2022 年上半年，零售分销、家具厂分别占比 57%/26%。中长期来看，公司将持续拓展小 B 渠道，零售分销/家具厂/家装公司/工程渠道将分别占比 45%/30%/15%/10%，较 2022 年上半年-12pct/+4pct/+4pct/+6pct。

图 26. 2022H1 装饰材料收入以零售渠道为主

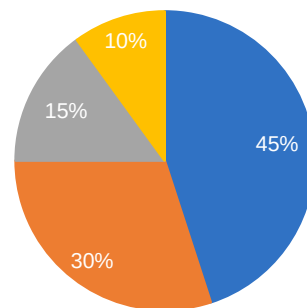
■ 零售分销 ■ 家具厂 ■ 家装公司 ■ 工程渠道 ■ 其他



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 27. 中长期装饰材料收入以零售、家具厂为主

■ 零售分销 ■ 家具厂 ■ 家装公司 ■ 工程渠道



数据来源：公司公告，财通证券研究所

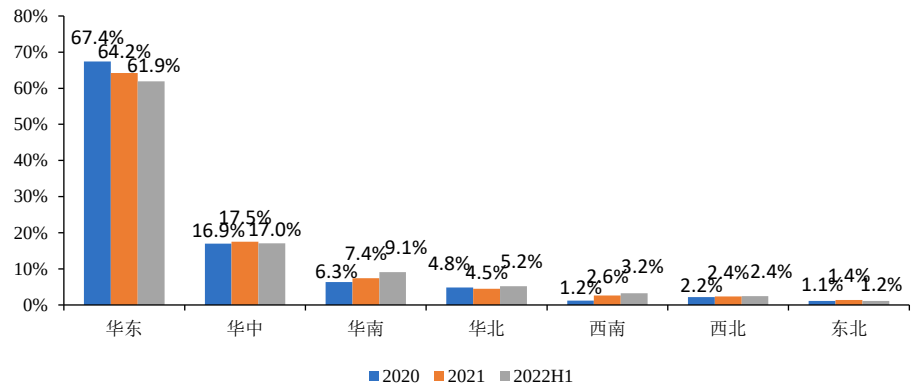
传统零售端，通过分公司赋能经销商大力填补核心地区乡镇市场及外围地区空白。核心地区城镇是主流消费市场，外围地区及核心地区农村也是无法忽视的重要市场。我们通过分拆各地区消费水平，大致模拟各区域市场规模，华北、西南、西北、东北地区城镇消费能力大约占全国 29%，同时全国农村地区消费能力占总体 18%左右。此外，前述分析提及，农村市场由于人均住宅面积较大、人均消费支出增速普遍高于城镇居民，是一个具备发展潜力的市场。对于外围地区和乡镇市场，公司通过 16 大分公司及一级经销商深入当地开拓渠道，系统管理、层层推进。

表 11. 华北、西南、西北、东北地区城镇消费能力大约占全国 29%，农村地区消费能力占比约 18%

	华东	华中	华南	华北	西南	西北	东北
城镇	30%	10%	12%	10%	9%	5%	5%
农村	6%	3%	2%	2%	3%	1%	1%

数据来源: ifind, 财通证券研究所

图 28. 华东区域占比有所下降, 华南、华北、西南等区域占比提升



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

3.2. 环保板材打造绿色品牌, 多年积淀树立品牌效应

板材消费属性显著, 通过多年品牌力累积, “兔宝宝”品牌深入人心。板材属于家装产品, 消费属性显著。作为国内最早从事贴面板生产的厂家之一, 公司自1992年开始从事装饰贴面板生产发展至今, 主要凭借板材的良好品质和环保性, 叠加营销的大力投入, 实现品牌效应累积。

产品方面, 公司持续研发绿色板材, 实现 ENF 等级, 打造环保品牌。1992 年起, 公司便持续致力于绿色环保板材的研发、生产、销售。中国木材流通协会显示, 2002 年公司生产的环保型薄木装饰贴面板产量和销售收入居全国首位, 此类贴面板于 2001 年即达到了欧洲 E1 级环保标准。2004 年起公司成功突破 E0、无醛级, 同时无醛级板材于 2010 年得到大力推广。2013 年起, 公司进入“顺芯板”时代, 研发的定向刨花板使用不含甲醛的 MDI 胶水, 环保性能更上一层楼。2015 年起, 公司将环保技术运用到多元化产品中, 陆续推出负离子、防虫蛀、除醛抗菌等多功能板材、橱柜、衣柜、地板等。

表 12. 公司板材产品以环保为主

	环保等级	芯材	适用范围
		基础板材	
细木工板	E1、E0、ENF	杉木、杨木、马六甲、桐木、松木等	柜类、书桌、床等
胶合板（多层板）	E1、E0、ENF	杨木芯、杂木芯	柜类、书桌、床等
集成板	E1、E0	杉木、松木	主要用于装修基层板
顺芯板（OSB）	ENF	优质颤杨	家具、承重楼板、房屋顶棚、墙体板等
石膏板	ENF	天然石膏	内隔墙、墙体覆面板、天花板等

饰面板材			
生态板	E0	细木工板/胶合板/顺芯板+纸贴面	家具、墙壁装饰板等
True 感家具板	E0	细木工板/胶合板/顺芯板+纹理	柜类、书桌、床等
涂装家具板	E0	细木工板/胶合板/顺芯板+木皮	柜类、书桌、床等
装饰贴面板	E1、E0、ENF	细木工板/胶合板/顺芯板+薄木贴面	装修及家具的表面装饰
功能板材			
除醛抗菌生态板	-	细木工板/胶合板/顺芯板+除醛抗菌功能	柜类、书桌、床等
植物胶板材	ENF	贴面板/细木工板/胶合板/生态板+大豆植物胶	任何家具
难燃胶合板	E1、E0	胶合板通过浸渍阻燃处理	公共或私人室内装饰
ENF+防虫蛀板材	ENF	贴面板/细木工板/胶合板/集成板+大豆胶+防虫蛀功能	柜类、书桌、床等

数据来源：公司官网，财通证券研究所

基于绿色板材，公司推出易装业务，提供深加工的增值服务，提升客单价。2018 年公司推出易装体系，即通过公司总部输出场景化柜体解决方案，由易装门店提供测量、设计、优化及上门安装服务，为消费者提供从材料选择、柜型设计、加工再到安装的一站式服务。简单来讲，易装是板材进一步加工成柜体的深化服务，为消费者提供一系列增值服务，从而提升板材业务的客单价。

图 29. 公司易装业务提供一站式服务



数据来源：公司公告，财通证券研究所

板材领域综合实力突出，体现强大的品牌影响力。经过 30 年左右的发展，公司从板材起家逐步向定制品牌转型，早期绿色板材产品提升消费者认知度，品牌被消费者所认可。2022 年公司荣获“中华板材网”评选的中国十大板材品牌。

图 30. 兔宝宝荣获 2022 年度中国板材十大品牌



数据来源：中华板材网，财通证券研究所

营销方面，双线联动加强推广，消费者教育进行时。在早期板材环保性能突出带动产品力提升的基础上，公司通过大力营销投入来继续加深消费者教育。公司在不同阶段实行不同的营销策略：

（1）早期：以专卖店模式布局全国，同时推进油木工及设计师推荐渠道，消费者初步了解品牌。

（2）2015 年起：双线联动，收购多赢网络布局 O2O，加强线上营销。线上端，公司 2015 年 5 亿元收购多赢网络 100% 股权，其主要业务为协助品牌转型电商，同时提供产品线上营销推广服务。多赢助力下，2017 年公司登顶天猫双十一基础建材 TOP1，7 天线上销售额突破 1 亿元。线下端，“环保中国行”大型线下团购活动卓有成效，活动直面全国一二线城市消费者，进一步深化品牌力。

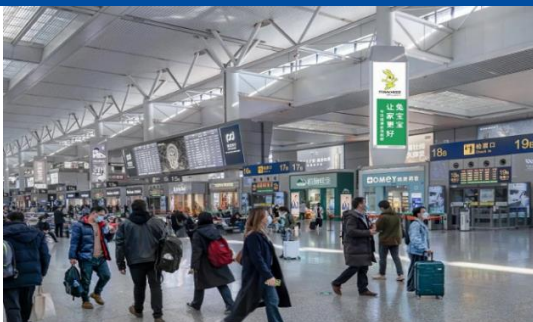
图 31. 2018 年兔宝宝“环保中国行”苏州站签约现场气氛火热



数据来源：公司官网，财通证券研究所

（3）近年来：竞争趋于白热化，传统营销联合新媒体推广，提升品牌曝光度。公司开始通过抖音、小红书等渠道投放短视频、直播等新营销内容，持续进行消费者教育，增强消费者对于环保板材的认知程度。同时，公司也通过电视剧广告植入、在客流较大的高铁站投放大屏广告等方式提高品牌曝光率。

图 32. 公司在上海虹桥高铁站投放大屏广告



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 33. 公司在热播电视剧中植入广告



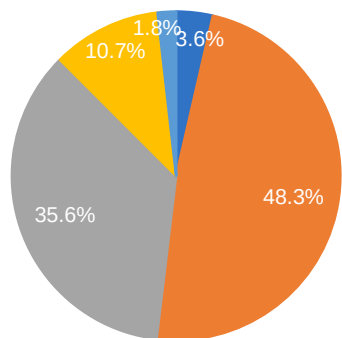
数据来源：衣柜网，财通证券研究所

4. 全屋定制为增长点，其中零售渠道奠定成长新动力

4.1. 全屋定制是未来发展方向，环保板材切入形成差异化竞争

消费者结构变化及消费观念改变带动全屋定制行业兴起。目前，随着 90 后等年轻消费群体步入适婚年龄阶段，定制行业迎来持续发展的契机。根据艾瑞调研数据，2021 年家装消费者中 35 岁以下人群占比约 51.9%，而年轻消费者更加偏好省心、定制及设计感，同时他们对于工厂化需求超过木工手工需求，而较少关注其专业性与性价比。因此，基于消费年轻化趋势以及消费思维的转换，全屋定制的一体化服务将成为未来发展的主流方向。

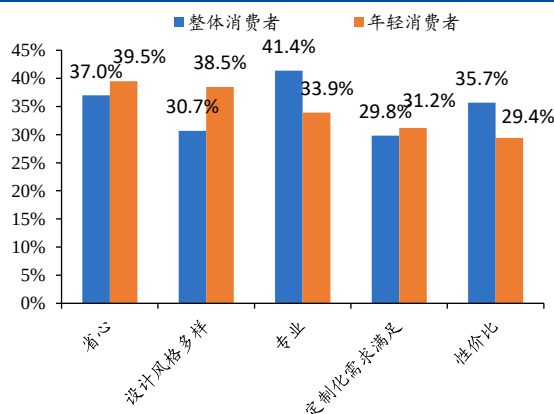
图 34. 2021 年家装消费人群 35 岁以下占 52%



■ 25岁及以下 ■ 26-35岁 ■ 36-45岁 ■ 46-55岁 ■ 56岁及以上

数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

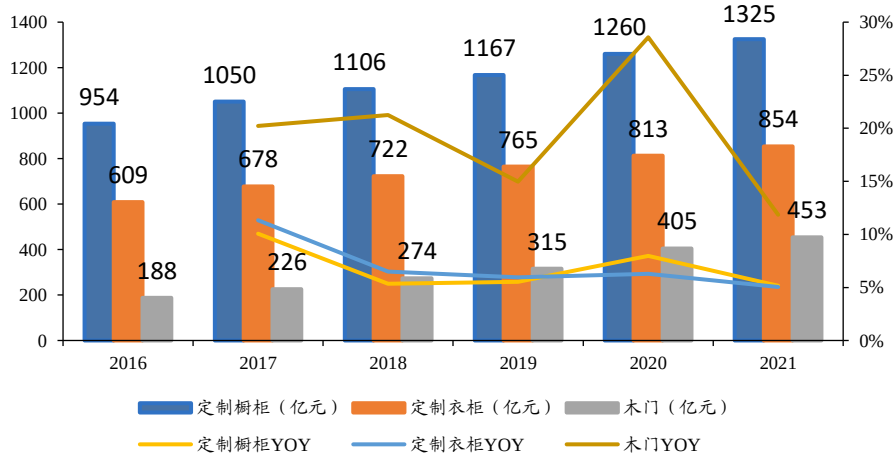
图 35. 2021 年年轻家装消费者更加偏好省心、设计及定制



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

我国定制行业目前处于稳定增长阶段，2016-2021 年 CAGR 为 8.5%。2021 年我国定制橱柜、衣柜及木门市场总规模为 2632 亿元，同比增长 6.2%。我国定制家具主要集中于橱柜和衣柜板块，2021 年分别占总体的 50%/32%。

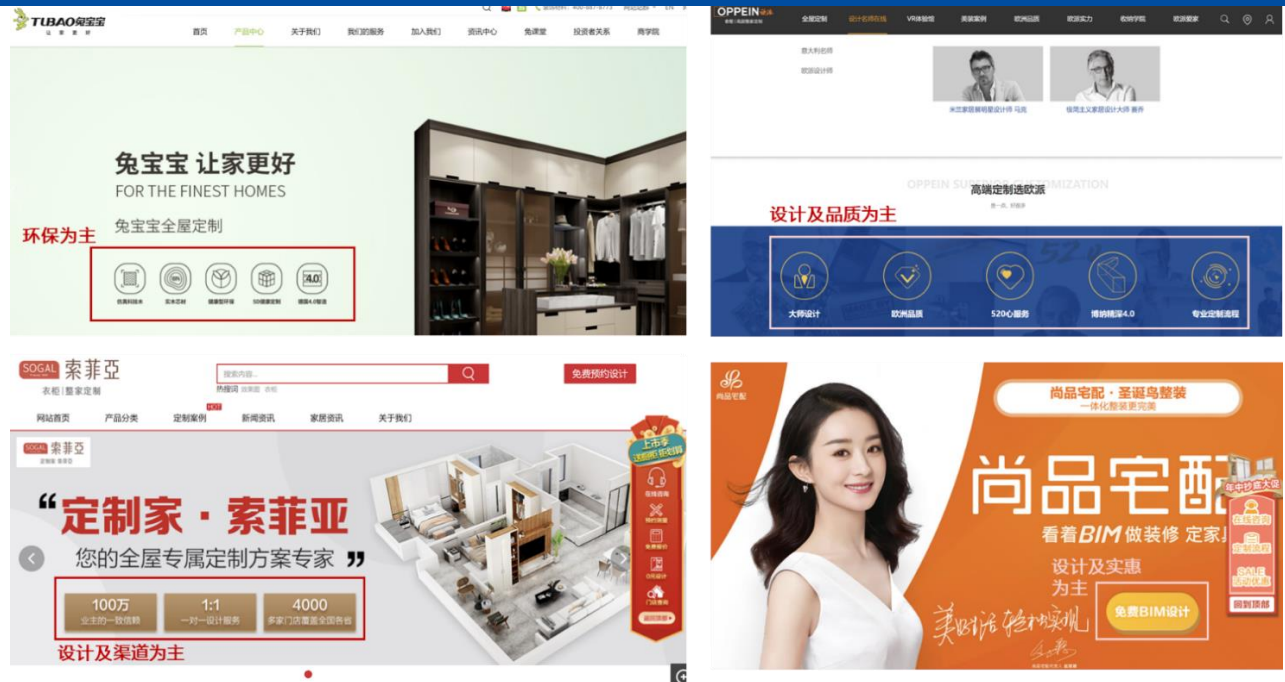
图 36. 2016-2021 年定制行业 CAGR 为 8.5%，2021 年规模达 2632 亿元



数据来源：云峰新材招股说明书，财通证券研究所

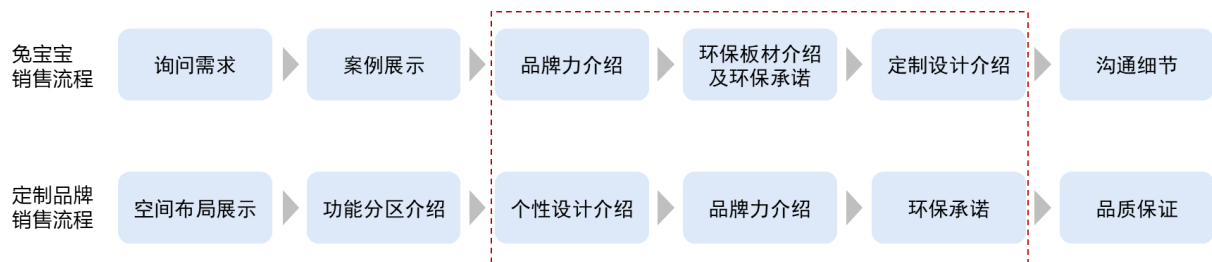
公司全屋定制从环保角度切入，能够分流环保需求较高的消费者，实现差异化竞争。在全屋定制销售模式下，公司侧重于板材的选择，提供 E0、ENF 环保等级的板材，严格限制甲醛释放量并把控产品质量，消费者购买的主要是“环保和质量”。另一方面，其他定制品牌主要加码设计端，与国际知名设计师合作，打造“颜值”经济，消费者购买的主要是“设计”。综合而言，公司全屋定制从环保板材角度切入赛道，分流环保需求较高的消费者，与行业形成差异化竞争。

图 37. 兔宝宝全屋定制主打环保质量，定制品牌全屋定制主打设计



数据来源：各品牌官网，财通证券研究所

图 38. 兔宝宝及其他定制品牌全屋定制销售流程



数据来源：草根调研，财通证券研究所

各大定制品牌均推出代表性环保板材，环保属性相似的情况下，OSB 板在稳定、握钉、承重等方面较优。全屋定制兴起后竞争愈发激烈，在板材的环保性层面，各大品牌也推出了相应绿色板材产品，以契合消费者日益增长的环保需求。目前，主要的绿色板材可分为两种：（1）刨花板基材+MDI 胶：主要由欧派、索菲亚、万华等使用，MDI 胶是无醛胶，从源头切断了甲醛的生成；（2）OSB 板

基材+MDI 胶：主要由兔宝宝等品牌使用，除了 MDI 无醛胶外，高温热压也释放了大部分甲醛，同时 OSB 板在稳定、握钉、承重等方面较优。

表 13. 各大定制品牌均推出代表性环保板材，主要区别在于基材不同

品牌	兔宝宝	欧派	索菲亚	—
板材名称	顺芯板	爱芯板	康纯板	爱格板
推出时间	2013 年	2016 年	2015 年	1961 年
基材	定向刨花板	刨花板	刨花板	刨花板
基材原料	颤杨大块刨片	优质角料	优质角料	云杉和松木，再生原料
粘合剂	MDI 胶	MDI 胶	MDI 胶	MDI 胶
环保认证	PEFC 森林认证	CARB 和 EPA 的 NAF 无醛豁免认证	EPA NAF 无醛豁免认证	CARB 和 EPD 无醛认证
环保等级	新国标 ENF 级	企标超 E0 级	企标 E0 级	日标 F4 星
甲醛释放量	≤0.025mg/m ³	≤0.03mg/m ³	公司检测≤0.005mg/m ³	≤0.3mg/m ³

数据来源：各公司官网，整木网，板材网，财通证券研究所

4.2. 全屋定制“工程+零售”双驱动，定制零售渠道打造增量

全屋定制打造“工程+零售”双轮驱动战略，定制零售将奠定公司成长新动力。公司全屋定制业务在工程和零售渠道均有所布局，工程端主要通过裕丰汉唐突破优质大 B 客户，零售端通过全屋定制门店进行产品和服务输出。目前，随着地产各方面限制趋紧及精装趋缓，零售端增量凸显。

（1）工程端持续突破优质客户，加强风险把控、调整销售模式

大宗渠道方面，公司收购工程定制头部企业裕丰汉唐，突破优质地产客户。裕丰汉唐是国内房地产全装修工程业务领域的优秀企业。2019 年，兔宝宝 7 亿元收购裕丰汉唐 70% 股权，对应 2019 年考核目标 14x PE，2020 年并表，2021 年又以 7x PE 收购裕丰汉唐 25% 股权，共持股 95%。通过收购，公司能够进一步加强精装修工程领域的业务拓展能力，填补自身短板，实现定制板块的全渠道服务。

表 14. 公司分两期收购裕丰汉唐 95% 股权，PE 分别为 14x/7x

时间	收购股权	交易作价	PE	考核指标
2019 年	70%	7 亿元	14.3x	2019–2021 年净利润分别不低于 0.7、1.05、1.4 亿元
2021 年	25%	2.5 亿元	7.1x	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：裕丰汉唐 2019 年 PE 对应 2019 年承诺净利润，2021 年 PE 对应 2021 年承诺净利润

裕丰汉唐主要优势包括（1）累积众多优质开发商客户：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。截至 2022H1，裕丰汉唐前五大收入客户分别为万科、旭辉、融创、中南、中海，前五大签约客户分别为万科、华润、旭辉、远洋、新城。（2）业务覆盖范围较广：裕丰汉唐全屋定制工程业务覆盖全国，以青岛为中心，下设 8 大工程中心、66 个办事处及百余个城市网点。

并购后，兔宝宝及裕丰汉唐产生“1+1>2”的协同效应。一方面，兔宝宝通过裕丰汉唐将原本空缺的全屋定制工程端短板补齐，另一方面，公司也将自身品牌、产品设计、销售经验等注入裕丰汉唐，实现全方位服务。未来裕丰汉唐也将逐步融合进兔宝宝的地板、木门以及板材，拓宽品类提升客单价。

图 39. 裕丰汉唐业务覆盖全国



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 40. 裕丰汉唐与多个百强地产商战略合作



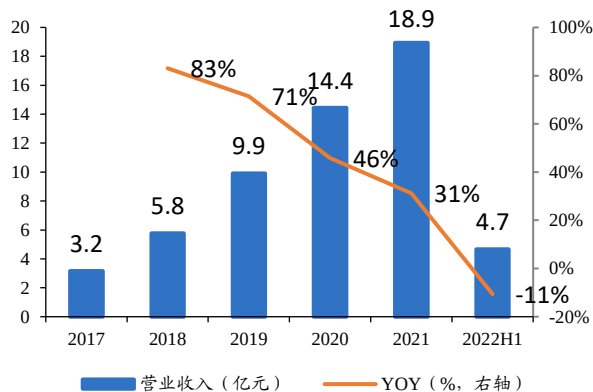
数据来源：公司官网，财通证券研究所

裕丰并表后带动定制业务放量，但地产行业趋紧下裕丰汉唐 2022H1 营收及净利润增速有所下降。随着 2017 年起精装房兴起，裕丰汉唐收入保持稳步提升趋势。2022 年上半年受到地产形势影响，裕丰营收及净利润增速有所放缓，实

现营收 4.7 亿元，同比-11%；实现净亏损 464 万元，去年同期为 0.26 亿元。

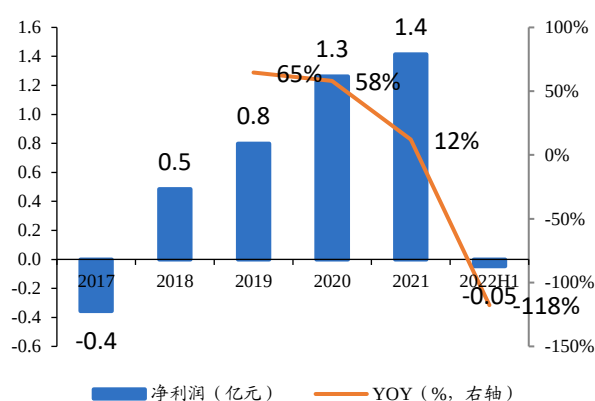
裕丰汉唐 2019-2021 年扣非归母净利润分别为 0.81、1.28、1.41 亿元，完成业绩承诺指标。

图 41. 2022H1 裕丰汉唐收入同比下滑 11%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

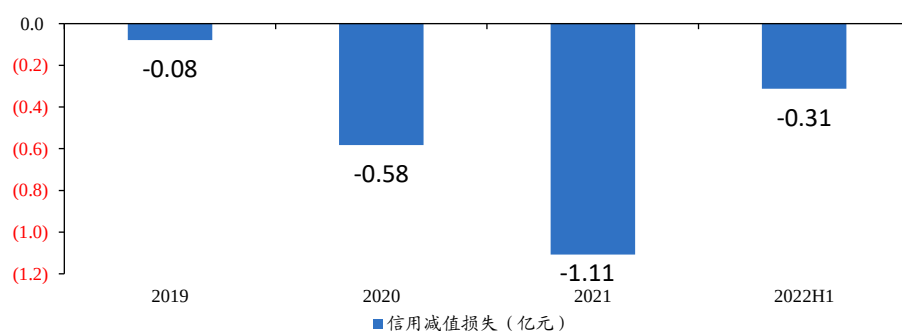
图 42. 2022H1 裕丰汉唐净亏损 0.05 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

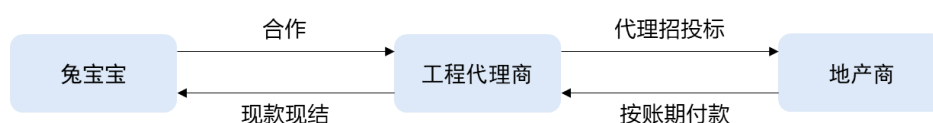
基于当前部分地产商资金链趋紧，公司加强风险管理。2021 年，公司信用减值损失为 1.11 亿元，主要来源于裕丰汉唐的计提减值。2022H1 实现信用减值损失为 0.31 亿元，占收入比重 0.84%，同比增加 0.63pct。公司工程业务始终坚持风险控制优先，风控方式分为两种：（1）**调整开发商结构**：提升央企及国企开发商占比，并降低个别风险客户份额；（2）**调整销售模式**：陆续展开工程代理商模式，并提升工程代理商收入占比，通过代理商模式转嫁风险、加快回款。

图 43. 2021 年公司信用减值损失为 0.31 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 44. 公司部分大 B 业务通过工程代理模式进行，转嫁风险

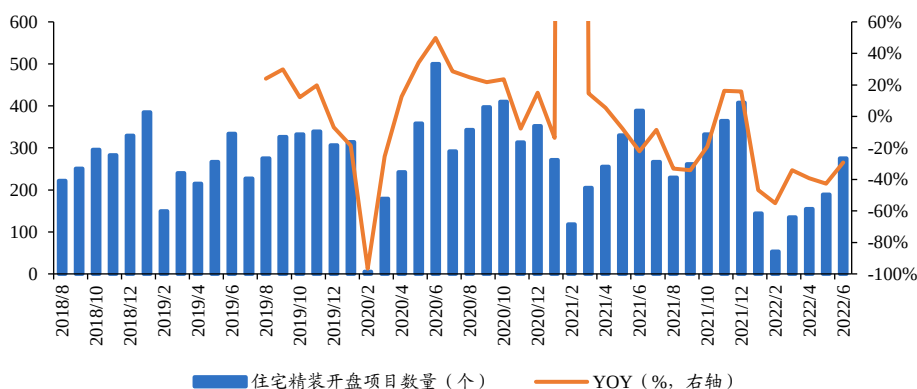


数据来源：公司公告，财通证券研究所

(2) 精装趋缓零售崛起，专注拓展一二线城市全屋定制零售业务

2021 年以来精装房增速趋缓，零售端重要性凸显。2017 年-2020 年底是精装房的高速发展期，住建部在《建筑业发展“十三五”规划》中提出，2020 年全装修成品住宅占比达到 30%。随着精装房占比的逐年提升，需求端客户结构从 C 端消费者渐渐向 B 端开发商转变。2021 年以来，精装商品住宅整体市场规模同比增速下滑，进入稳定期。奥维云网显示，2022 年上半年，中国商品住宅精装项目新开盘累计数量 951 个，同比-39.3%。随着精装房增速放缓，零售渠道的重要性渐渐凸显，2021 年各大定制品牌呈现“零售+工程”两条腿并行的趋势。

图 45. 2021 年来精装商品住宅整体市场规模同比增速下滑，进入稳定期

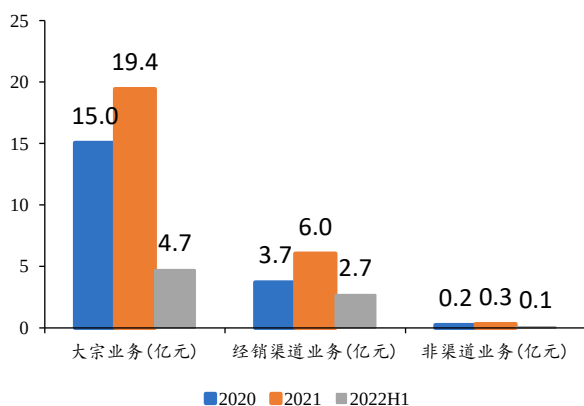


数据来源：奥维云网，财通证券研究所

注：2021/2 同比增速为 2260%，主要系 2020/2 住宅精装开盘项目数量为低基数

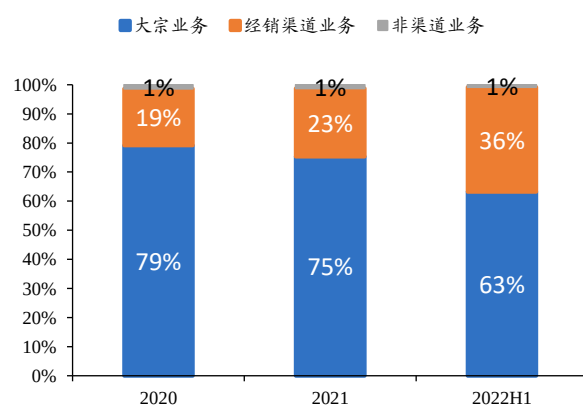
2020 年来零售占比提升，2022 年经销渠道业务占定制家居 36%。公司顺应趋势发展零售业务，经销渠道业务占定制家居的比例从 2020 年的 19% 提升至 2022H1 的 36%。从绝对值来看，2022H1 定制家居经销渠道业务实现 2.7 亿元营收，同增 1.31%，疫情下仍实现正增。

图 46. 2022H1 国内定制家居业务收入收窄明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

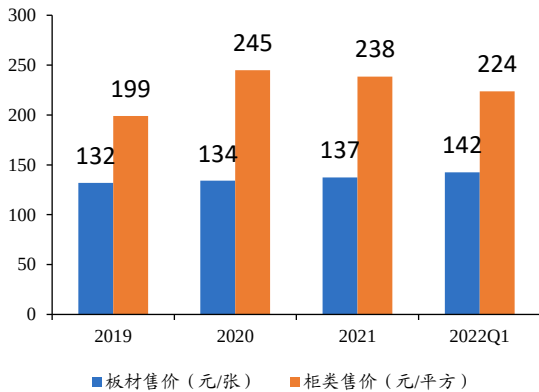
图 47. 2022H1 定制家具板块大宗业务占比下降



数据来源：公司公告，财通证券研究所

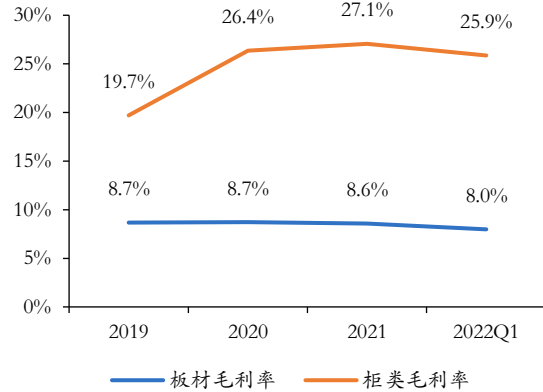
公司主要通过经销商聚焦高线城市，推出健康家居生活馆，提升门店客单价。公司家居生活馆的建设起源于 2016 年，初步形成“家居建材馆+家居生活馆”的格局。2017 年成立家居宅配事业部，主营柜类、地板、木门、儿童家居等定制化家居产品的生产和销售，并于 2018 年开始大力投入全屋定制。全屋定制在 2019 年前后起量，截止 2021 年末含全屋定制的专卖店达到 403 家，销售规模 4.5 亿元，同比大幅增长 90%。

图 48. 定制柜类出厂价整体高于板材



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 49. 定制柜类毛利率高于板材



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 50. 兔宝宝全屋定制上海月星店示意图



数据来源：大众点评，财通证券研究所

5. 保交楼政策加码，下游需求有望提振，关注估值修复

保交楼及国常会政策加码，关注建材龙头估值修复。7 月中共中央政治局首提“保交楼”，定调后多方将协同推进项目复工。同时，各地方政府也分别因地制宜制定了一系列保交措施，比如四川遂宁市进行“一对一挂联”督促指导、郑州

市拟将停工楼盘全面复工并贷款 3000 亿盘活安置房资金。受益于保交楼相关政策的进一步落地，消费建材板块将整体受益，公司主要产品板材是竣工端及装修端刚需品类，下游需求提升将带动公司业绩实现边际改善。

表 15. 2022 年 7 月政府首提“保交楼”，地方政府纷纷响应

时间	发布单位	政策或会议	内容
2022/7/19	四川遂宁市住建局	房地产项目挂联相关通知	进行“一对一”挂联，督促未开工项目尽快投资动工，指导在建项目规范运营，按期完工
2022/7/21	银保监会	国务院新闻发布会	与住建部、人民银行加强协同，配合地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作
2022/7/28	中共中央政治局	政治局会议	坚持房住不炒定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022/9/6	郑州市房建攻坚领导小组	郑州市“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案	10 月 6 日前，实现郑州市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工
2022/9/13	郑州市金融工作局	关于加大对房地产企业金融支持的建议的答复	郑州紧抓货币化棚改机遇，已与国开行签订了 3000 亿元协议，其中 1600 亿元用于棚改贷款，促进全市安置房全面复工

数据来源：中共中央政府官网，各城市住建局，财通证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

主要假设：

装饰材料：2022 年公司持续通过 16 大分公司实现渠道下沉，家具厂及家装公司等小 B 渠道持续拓宽。我们预计公司基础业务将保持较为稳定的增速，2022-2024 年分别实现收入增速 8%/14%/12%。

柜类：全屋定制行业保持快速增长，公司基于强大的品牌及产品优势切入赛道，零售渠道将提供增量，奠定新增长点。我们预计公司 2022-2024 年分别实现 15%/35%/35%的增速。

地板：2022 年上半年出口受疫情影响严重，我们预计公司 2022-2024 年每年收入实现 3%/5%/5%的增速。

木门：2022 年上半年受疫情影响仍在调整中，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为-5%/2%/3%。

品牌使用费：公司向部分经销商收取品牌使用费，随着渠道拓宽，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为 50%/30%/20%。

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年将实现总收入 104.17/124.46/147.59 亿元，同比增速分别为 10.5%/19.5%/18.6%。

表 16. 2021-2024E 公司收入分拆

	2021	2022E	2023E	2024E
一、装饰材料				
营业收入（亿元）	63.19	68.22	77.79	87.12
YOY	53.4%	8.0%	14.0%	12.0%
毛利率	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%
二、柜类				
营业收入（亿元）	22.92	26.37	35.61	48.08
YOY	41.0%	15.0%	35.0%	35.0%
毛利率	27.1%	27.5%	27.5%	27.5%
三、地板				
营业收入（亿元）	3.72	3.83	4.02	4.22
YOY	15.6%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.6%	15.5%	13.5%	13.0%
四、木门				
营业收入（亿元）	0.39	0.37	0.38	0.39
YOY	-13.7%	-5.0%	2.0%	3.0%
毛利率	23.9%	24.0%	22.5%	21.0%
五、品牌使用费				
营业收入（亿元）	2.76	4.15	5.39	6.47
YOY	15.4%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
六、其他				
营业收入（亿元）	1.27	1.23	1.27	1.31
YOY	10.2%	-3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	52.5%	40.0%	40.0%	30.0%
总收入（亿元）	94.26	104.17	124.46	147.59
YOY	45.8%	10.5%	19.5%	18.6%

数据来源：wind，财通证券研究所

毛利率：随着高毛利全屋定制业务占比逐年提升，我们预计公司整体毛利率 2022-2024 年分别为 18.70%/19.44%/19.98%。

费用率：假设公司 2022-2024 年销售费用率保持 3.50%，研发费用率分别为 0.70%/0.85%/0.90%，管理费用率分别为 4.28%/4.22%/4.19%。

6.2. 投资建议

兔宝宝是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，具备强渠道力及品牌力优势。短期关注疫情复苏及保交相关政策落地，中长期来看，在中小企业持续出清的基础上，公司装饰材料业务随家具厂和外围渠道开拓而稳定增长，全屋定制业务基于早期建立的良好口碑及消费者教育，叠加零售经销渠道在一二线城市铺开后成效渐显，未来发展潜力较大。

我们预计公司 2022–2024 年归母净利润为 7.20/9.13/11.40 亿元，同比增速 1.2%/26.8%/24.9%，最新收盘价对应 PE 为 9.26/7.30/5.85。维持“增持”评级。

表 17. 可比公司估值表（截至 2022 年 9 月 24 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603208.SH	江山欧派	53.5	39.18	3.8	4.8	5.8	14.1	11.1	9.2
000910.SZ	大亚圣象	45.5	8.31	5.9	6.7	5.9	7.7	6.8	7.7
行业平均							10.9	9.0	8.4
002043.SZ	兔宝宝	66.7	8.63	7.2	9.1	11.4	9.3	7.3	5.8

数据来源：wind，财通证券研究所

注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期，兔宝宝盈利预测数据截至 2022 年 9 月 24 日

7. 风险提示

疫情反复导致终端销售不及预期：2020 年以来，新冠疫情不断反复，导致线下终端门店频频暂停运营，消费群体需求下降，未来疫情反复或将降低公司 C 端和 B 端的收入。

渠道开拓不及预期：公司持续进行渠道下沉来实现收入增长，未来若经销商赋能不足，渠道下沉不及预期，将影响公司规模扩张。

地产商资金风险持续加大：目前地产开发商资金链趋紧，未来若资金风险持续加大，将不利于公司工程端业务发展。

公司财务报表及指标预测

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6466	9426	10417	12446	14759	成长性					
减:营业成本	5239	7757	8469	10026	11810	营业收入增长率	40%	46%	11%	19%	19%
营业税费	24	33	36	44	52	营业利润增长率	20%	68%	1%	28%	25%
销售费用	244	323	365	436	517	净利润增长率	2%	77%	1%	27%	25%
管理费用	193	333	446	525	618	EBITDA 增长率	67%	23%	47%	24%	23%
研发费用	59	71	73	106	133	EBIT 增长率	69%	20%	48%	24%	24%
财务费用	66	39	42	46	50	NOPLAT 增长率	61%	18%	48%	24%	24%
资产减值损失	-15	-21	-7	-8	-10	投资资本增长率	6%	5%	10%	13%	15%
加:公允价值变动收益	-110	137	25	25	25	净资产增长率	8%	8%	11%	13%	16%
投资和汇兑收益	77	46	42	50	59	利润率					
营业利润	561	944	956	1222	1529	毛利率	19%	18%	19%	19%	20%
加:营业外净收支	4	10	8	7	6	营业利润率	9%	10%	9%	10%	10%
利润总额	565	954	964	1229	1535	净利率	7%	8%	7%	8%	8%
减:所得税	121	218	218	283	353	EBITDA/营业收入	11%	9%	12%	13%	13%
净利润	403	712	720	913	1140	EBIT/营业收入	10%	8%	11%	12%	12%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	703	604	659	809	974	固定资产周转天数	25	19	21	20	19
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	27	9	5	1	2
应收帐款	876	1297	1302	1348	1562	流动资产周转天数	190	125	120	111	109
应收票据	86	163	184	179	231	应收帐款周转天数	28	41	47	42	39
预付帐款	56	55	85	100	118	存货周转天数	39	33	29	28	27
存货	779	648	709	807	946	总资产周转天数	252	208	203	188	180
其他流动资产	561	348	248	268	318	投资资本周转天数	172	124	123	116	113
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	22%	33%	31%	35%	37%
长期股权投资	61	37	57	77	107	ROA	8%	13%	12%	13%	14%
投资性房地产	5	13	46	79	112	ROIC	17%	19%	26%	29%	31%
固定资产	445	503	599	689	782	费用率					
在建工程	24	29	79	129	179	销售费用率	4%	3%	4%	4%	4%
无形资产	108	99	89	76	64	管理费用率	3%	4%	4%	4%	4%
其他非流动资产	10	14	50	75	100	财务费用率	1%	0%	0%	0%	0%
资产总额	5280	5612	6146	6871	7888	三费/营业收入	8%	7%	8%	8%	8%
短期债务	737	810	840	870	900	偿债能力					
应付帐款	1326	1247	1341	1444	1640	资产负债率	61%	60%	60%	59%	59%
应付票据	109	124	148	130	198	负债权益比	155%	150%	148%	145%	142%
其他流动负债	19	23	43	47	51	流动比率	1.15	1.01	0.99	1.00	1.04
长期借款	240	60	110	160	230	速动比率	0.64	0.66	0.66	0.65	0.68
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	10.47	19.57	24.09	27.19	30.21
负债总额	3211	3371	3668	4061	4631	分红指标					
少数股东权益	208	111	138	171	212	DPS(元)	0.20	0.47	0.21	0.25	0.31
股本	775	773	738	703	668	分红比率					
留存收益	1179	1487	2042	2760	3655	股息收益率	2%	4%	2%	3%	4%
股东权益	2069	2242	2478	2810	3256	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.54	0.98	0.93	1.18	1.48
净利润	403	712	720	913	1140	BVPS(元)	2.40	2.86	3.03	3.41	3.94
加:折旧和摊销	48	80	116	140	159	PE(X)	16.61	12.33	9.26	7.30	5.85
资产减值准备	73	132	128	141	164	PB(X)	3.74	4.22	2.85	2.53	2.19
公允价值变动损失	110	-137	-25	-25	-25	P/FCF					
财务费用	66	43	49	54	60	P/S	1.07	0.99	0.61	0.49	0.39
投资收益	-77	-46	-42	-50	-59	EV/EBITDA	10.11	10.61	5.44	4.37	3.54
少数股东损益	41	25	26	33	41	CAGR(%)					
营运资金的变动	184	71	-43	-54	-216	PEG	7.78	0.16	7.84	0.27	0.23
经营活动产生现金流量	813	860	906	1083	1205	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-404	152	-374	-370	-380	REP					
融资活动产生现金流量	-536	-1113	-469	-558	-655						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。