

2018年01月23日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

联系人： 陈晨

021-50873259 chenc03@ghzq.com.cn

## 渠道铺设成效显著，板材龙头业绩腾飞

### ——兔宝宝（002043）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
兔宝宝	-3.3	-3.3	2.4
沪深300	7.0	10.3	28.9

市场数据

2018-01-22

当前价格（元）	11.58
52周价格区间（元）	10.00 - 17.40
总市值（百万）	9987.29
流通市值（百万）	8295.29
总股本（万股）	86246.07
流通股（万股）	71634.59
日均成交额（百万）	162.47
近一月换手（%）	36.54

相关报告

《兔宝宝（002043）动态点评：高增长行业龙头，渠道及业务持续拓展》——2017-11-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 投资要点：

- **渠道优势明显，门店数与单店收入共增。**公司现有各类专卖店近3000家，且每年规划新增板材专卖店300多家。门店个数增加的同时，受益前期所开门店逐步成熟，以及消费升级驱动的市场份额提升，公司单店收入增速高于地产及行业增速。未来随消费升级趋势不变，公司渠道下沉，以及新开门店继续陆续迈入成熟期，公司业绩有望保持高速增长。
- **行业集中度提升趋势确定，公司聚焦品牌，整合行业。**近年来消费升级、环保趋严等因素推动板材行业集中度持续提升，作为行业龙头，公司专注打造环保第一板的品牌形象，在产品不断升级并获得消费者认可的同时，通过OEM突破产能瓶颈，利用轻资产的模式，迅速抢占市场份额，变相整合行业，在核心市场份额达到10%以上。
- **拓展地板及成品家具，打造“易装”模式。**公司2012年来借助兔宝宝品牌知名度以及优质经销商资源，积极拓展地板、衣柜、木门等高毛利成品家具业务，2012-2016年各业务4年营收复合增速分别达到20.47%、85.29%、19.95%。随着公司各类细分产品专卖店的建立和完善，家具业务的增速预计稳步提升。公司2017年推出的“易装”服务，目标切入全屋装修市场，尚处于起步阶段。我们认为随着“易装”业务日渐成熟，有望为公司带来新的盈利增长点。
- **借助品牌之力，响应行业变化。**为响应消费者更倾向于通过家装公司的一站式服务进行装修，或直接购买精装房（含橱柜），或定制家具的趋势（衣柜占比高），近年来公司发力与家装公司及地产商的合作，并拓展定制家具业务。作为板材制造商，在环保板材中的优良口碑，将有望传导至其他业务，为其快速适应行业的变化创造条件。
- **盈利预测和投资评级：**公司渠道先发优势明显，受益优质经销商，异地拓展顺利；长期来看，作为品牌及产品品质优异的板材行业龙头，率先受益行业集中度提升。后续随成品家具及“易装”业务发展，有望带来盈利增量，看好中长期成长。预计公司2017-2019年EPS分别为0.42、0.60、0.84元，当前股价对应PE 27、19、14倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产增速大幅下滑；原材料价格大幅上涨；公司渠道拓展不达预期；成品家具业务发展不达预期；与家装公司及地产商的合作

合作效果不达预期；政策因素对出口业务的影响。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2677	4290	6376	8739
增长率(%)	63%	60%	49%	37%
净利润（百万元）	260	365	515	724
增长率(%)	167%	40%	41%	40%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.42	0.60	0.84
ROE(%)	16.20%	19.27%	22.39%	25.17%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 业绩高增长的装饰板材龙头 .....	6
1.1、 资质优秀民营企业，股权转让彰显信心 .....	6
1.2、 业务布局清晰，业绩高速增长 .....	7
2、 发展路径清晰，打造轻资产的品牌建材 .....	8
2.1、 着眼缔造品牌，突破行业围城 .....	8
2.2、 可信赖品质，成就品牌 .....	11
2.3、 经营思路清晰，OEM 助力快速扩张 .....	12
3、 板材行业千亿级，集中度提升成趋势 .....	14
3.1、 大行业，小公司，发展空间可观 .....	14
3.2、 消费升级，第一梯队品牌受追捧 .....	17
3.3、 环保趋严、倒逼小产能退出 .....	18
3.4、 原材料成本攀升，小企业生存环境恶化 .....	19
4、 迈入成长快车道，渠道及品类共发力 .....	20
4.1、 深耕渠道多年，步入业绩收获期 .....	20
4.2、 拓展地板及家具业务，开发增量市场 .....	23
4.3、 借品牌之力，积极响应行业变化 .....	25
5、 盈利预测与评级 .....	25
6、 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构 .....	6
图 3: 公司业务布局清晰 .....	7
图 4: 2017 年上半年装饰材料业务占公司收入 79.47% .....	7
图 5: 装饰板材为公司主要营业收入来源 .....	8
图 6: 装饰板材为公司主要毛利来源 .....	8
图 7: 人造板材行业与房地产周期具有一定相关性 .....	8
图 8: 公司收入 2010 年前与地产增速基本保持一致 .....	8
图 9: 公司营业收入保持高速增长 .....	9
图 10: 公司归母净利润 2014 年起保持高速增长 .....	9
图 11: 公司板材销量增速远高于房地产销售面积增速 .....	9
图 12: 公司多品牌梯度定位 .....	10
图 13: 公司市场推广宣传费持续增长 .....	10
图 14: 公司市场推广宣传费处于行业平均水平 .....	10
图 15: 兔宝宝环保中国行 .....	11
图 16: 双十一兔宝宝成交额天猫基础建材类目第一 .....	11
图 17: 公司不断对板材品质进行改进 .....	12
图 18: 公司板材销量持续攀升 .....	13
图 19: 贴牌收入持续提升 .....	13
图 20: 贴牌收入占营收比重持续提升 .....	13
图 21: 公司资产周转率持续提高 .....	14
图 22: 人造板市场进入低速增长期 .....	15
图 23: 胶合板与纤维板及刨花板产量近年来拉开距离 .....	15
图 24: 胶合板 .....	16
图 25: 刨花板 .....	16
图 26: 全国胶合板产量低速增长 .....	16
图 27: 全国胶合板销售均价呈上升趋势 .....	16
图 28: 规上胶合板企业产量增速高于行业产量增速 .....	17
图 29: 同类型及尺寸板材各品牌价格 .....	17
图 30: 直接材料为公司主要成本 .....	20
图 31: 全国木材价格持续提升 .....	20
图 32: 公司毛利率低于同类上市公司 .....	21
图 33: 公司净利率低于同类上市公司 .....	21
图 34: 公司将国内市场分为三大类型 .....	21
图 35: 公司专卖店总数呈上涨趋势 .....	22
图 36: 公司门店数明显多于同行 .....	22
图 37: 房地产竣工面积近年来稳步上涨 .....	22
图 38: 地板业务收入持续增长 .....	24
图 39: 整体衣柜业务收入高速增长 .....	24
图 40: 木门业务收入高速增长 .....	24
图 41: 家具业务毛利率普遍高于板材业务 .....	24
图 42: 公司强化复合地板价格低于一线品牌 .....	24
表 1: 公司各产品均主打环保特色 .....	12

表 2: 各类板材优缺点及主要用途 .....	15
表 3: 规上胶合板企业产量增速测算 .....	16
表 4: 估算各品牌制作衣柜板材成本 .....	18
表 5: 环保政策频出, 小企业受影响严重 .....	18
表 6: 胶合板企业因环保问题停产严重 .....	18
表 7: 各国及地区限制木材砍伐及出口 .....	19
表 8: 公司渠道及规模优势明显 .....	22
表 9: 公司盈利预测简表 .....	25

# 1、业绩高增长的装饰板材龙头

## 1.1、资质优秀民营企业，股权转让彰显信心

德华兔宝宝装饰新材股份有限公司前身为浙江德华装饰材料有限公司，成立于1992年。公司2005年登陆深圳中小板，主要从事室内装饰材料的研发、生产和销售。

图 1：公司发展历程

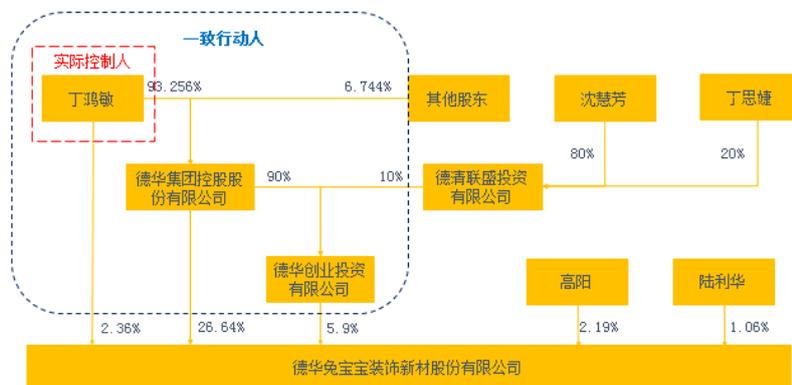


资料来源：公司官网、国海证券研究所

公司的控股股东为德华集团控股股份有限公司，与公司的实际控制人丁鸿敏、德华集团的控股子公司德华创业投资有限公司为一致行动人。

公司2017年12月15日发布公告，兔宝宝公司的控股股东德华集团的原股东方向三农将其持有的德华集团41.213%的股份全部转让给兔宝宝公司的实际控制人丁鸿敏先生，转让前丁鸿敏持有德华集团股本比例为52.043%，转让后丁鸿敏持有德华集团股本比例为93.256%。兔宝宝公司的直接股东持股比例保持不变。

图 2：公司股权结构

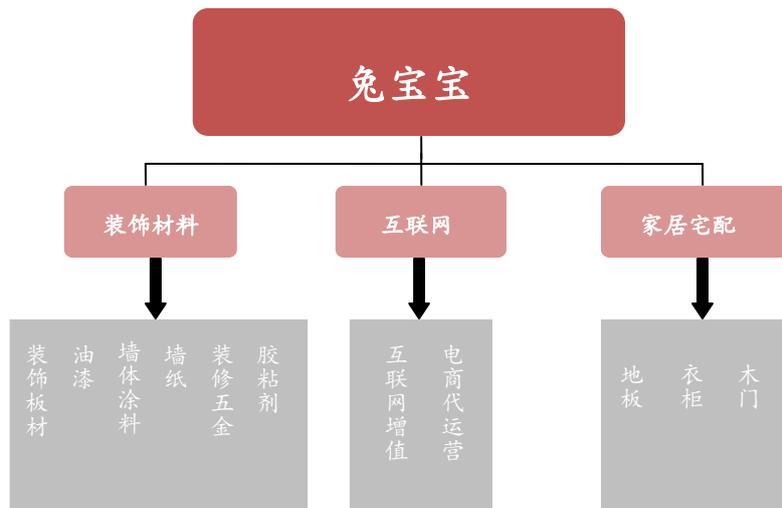


资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 1.2、业务布局清晰，业绩高速增长

公司主要的三个事业部为：装饰材料事业部、家居宅配事业部、互联网业务事业部。其中装饰材料事业部负责进行装饰板材、油漆、墙体涂料、墙纸、装修五金、木皮、胶粘剂等产品的生产和销售；家居宅配事业部负责进行地板、衣柜、木门、集成墙面板等定制化家居产品的生产和销售；互联网业务事业部负责进行电商代运营业务及其衍生的互联网增值服务业务等；另外还有科技木、林木产品等其他业务。

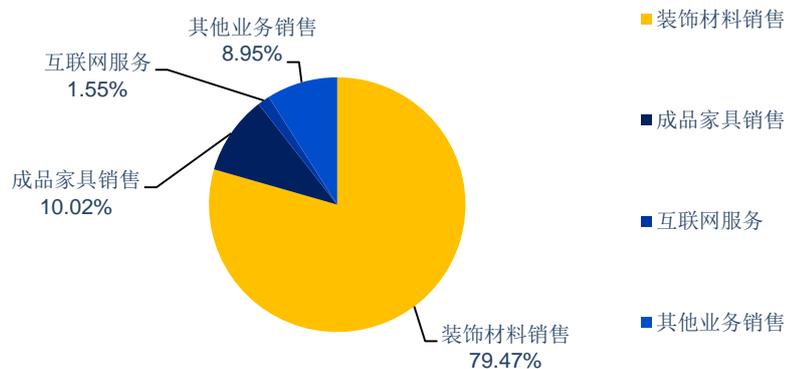
图 3：公司业务布局清晰



资料来源：公司公告、国海证券研究所

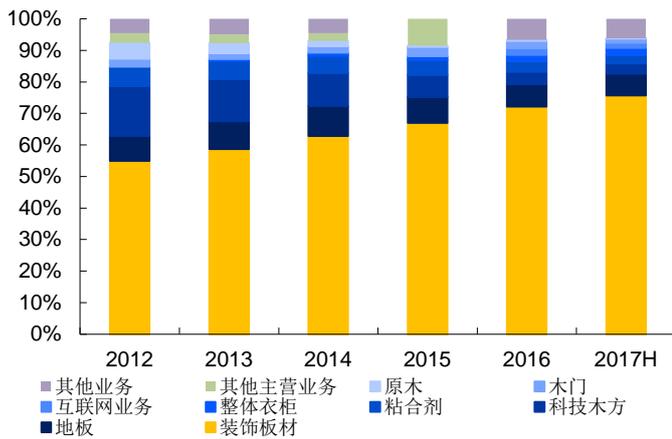
装饰材料销售为公司的主营业务，近年来也逐渐涉足成品家具等方向。2017 年上半年度，公司装饰材料销售、成品家具销售、互联网业务销售和其他业务销售占营收比重分别为 79.47%、10.02%、1.55%、8.84%。考虑到板材收入分为 AB 两类，转换后板材收入约占公司总收入 85%左右。

图 4：2017 年上半年装饰材料业务占公司收入 79.47%



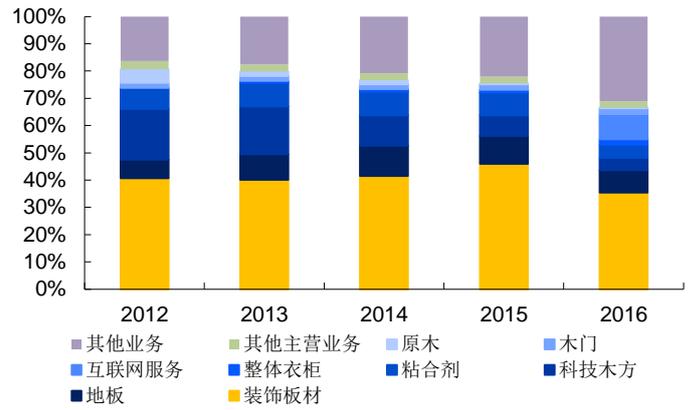
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 5: 装饰板材为公司主要营业收入来源



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 6: 装饰板材为公司主要毛利来源



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

公司装饰材料产品主要包括贴面板及胶合板, 贴面板产品包括生态家具板、多层实木家具板, 胶合板主要包括细木工板(大芯板)、顺芯板等。产品 70%以上用于定制家具制造, 20%以上作为装修基础建材。

## 2、发展路径清晰, 打造轻资产的品牌建材

### 2.1、着眼缔造品牌, 突破行业围城

公司产品用于家具及装饰建材制造, 与下游房地产关系较大, 且滞后于商品房销售一年至一年半时间。2010 年以前, 公司主要从事基础板材包括胶合板和贴面板的生产, 为制造型企业, 与其他板材生产企业差异化不明显, 收入增速缓慢, 与商品房销售面积增速基本保持一致。

图 7: 人造板材行业与房地产周期具有一定相关性



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 8: 公司收入 2010 年前与地产增速基本保持一致



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

公司 2005 年开始布局专卖店，2008 及 2009 年专卖店设想定型，2009 年开始加速扩张，在全国范围内大规模布局专卖店，从原本的制造型企业，转型升级，逐步转变为品牌驱动型企业。

公司对全国各地的兔宝宝专卖店实行“统一形象设计、统一广告宣传、统一模式经营、统一定价体系”的规范标准，使得品牌形象深入人心。随着公司渠道的铺设和品牌的逐步建设，公司不断侵蚀杂牌市场份额，营业收入和净利润从 2014 年起获得远高于行业及下游房地产的增速（公司产品 70% 客户为二、三线城市消费者，故选取二、三线城市销售面积增速与公司板材销量增速进行对比），业务进入高速发展期。

图 9：公司营业收入保持高速增长

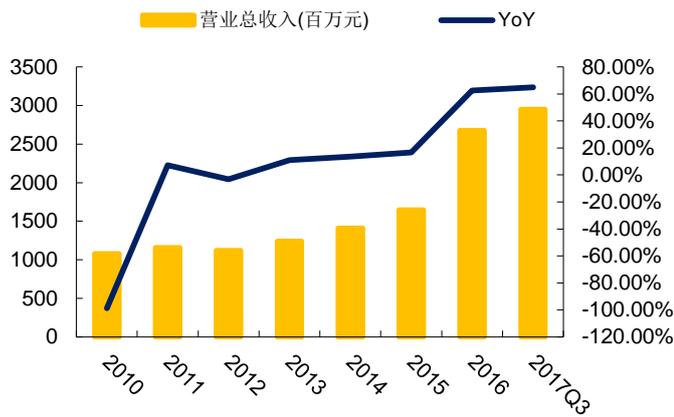
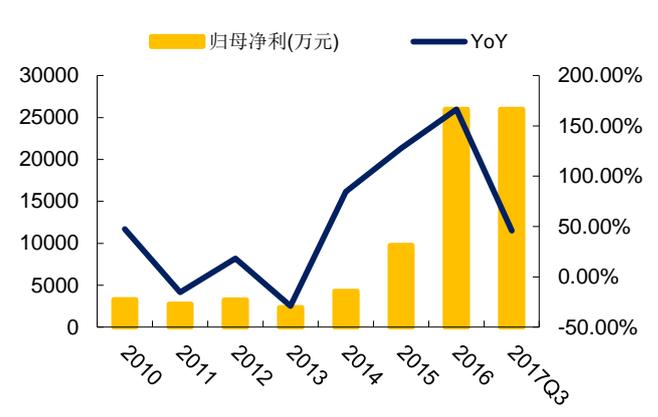


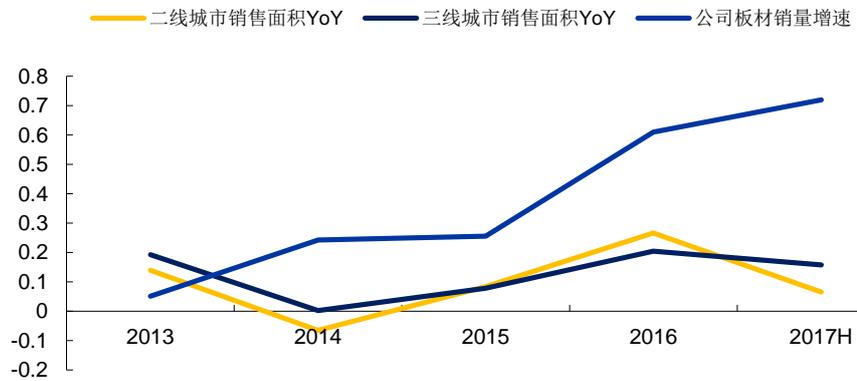
图 10：公司归母净利润 2014 年起保持高速增长



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 11：公司板材销量增速远高于房地产销售面积增速



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

公司板材业务品牌定位梯队明显，现拥有的三大品牌“兔宝宝”、“神州绿野”、“花冠”中，“兔宝宝”定位高端市场，“神州绿野”和“花冠”定位中端市场，通过清晰的品牌定位，迎合各档次消费水平，以扩大公司在全国不同层次市场的占有率。

图 12: 公司多品牌梯度定位

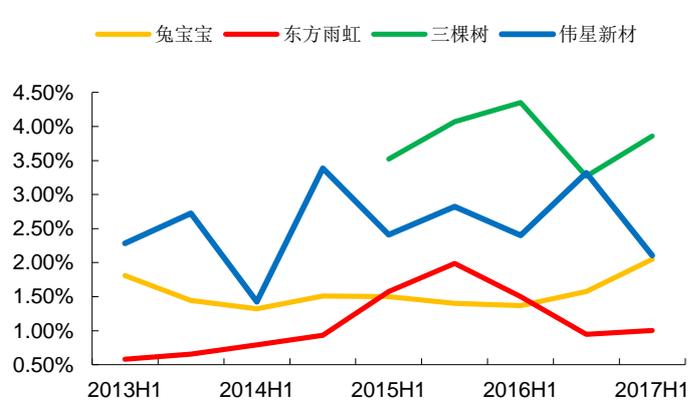
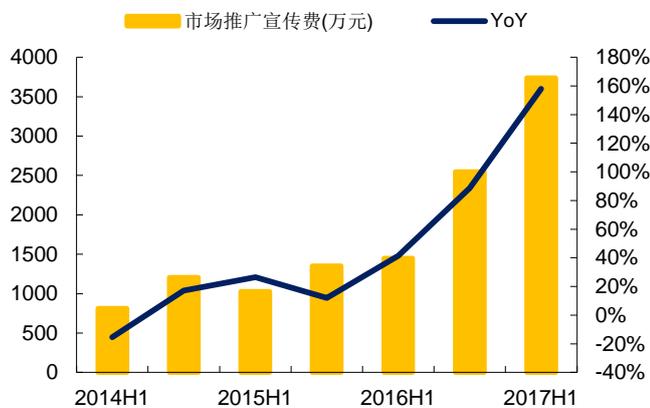


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

公司在品牌建设方面投入较多, 市场推广宣传费占总收入比重处于 1.5%左右, 虽处于同行业公司平均水平, 但近年来有持续上升趋势。公司 2017 年广告投入总预算 1.2 亿元, 用于强化高铁站和高铁列车的广告投入, 并加强网络推广和自媒体的宣传力度。2017 年上半年公司市场推广宣传费达到 3739 万元, 同比增长 158%。近年来兔宝宝多次荣获各类奖项, 如中国家具产业品牌创新峰会“消费者最喜爱品牌”大奖、“中国民营企业 500 强”、“2017 中国木门十大品牌”等, 各类奖项的认可, 体现公司在品牌方面的投入已初见成效。

图 13: 公司市场推广宣传费持续增长

图 14: 公司市场推广宣传费处于行业平均水平



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

为加大品牌宣传, 公司在 2015-2017 年每年推出“环保中国行”促销活动, 在推广品牌的同时, 全面导入兔宝宝的各体系产品, 扩大公司各类产品销量。2017 年兔宝宝“环保中国行”活动收到定金 5 个多亿, 为公司经销商贡献销售额约 12.5 亿元。在 2017 年的“双十一”电商活动中, 兔宝宝也凭借其品牌及全渠道优势, 当天成交额达到 5522 万元, 成为天猫基础建材类目销售第一的品牌。

图 15: 兔宝宝环保中国行



资料来源：百度图片、国海证券研究所

图 16: 双十一兔宝宝成交额天猫基础建材类目第一



资料来源：百度图片、国海证券研究所

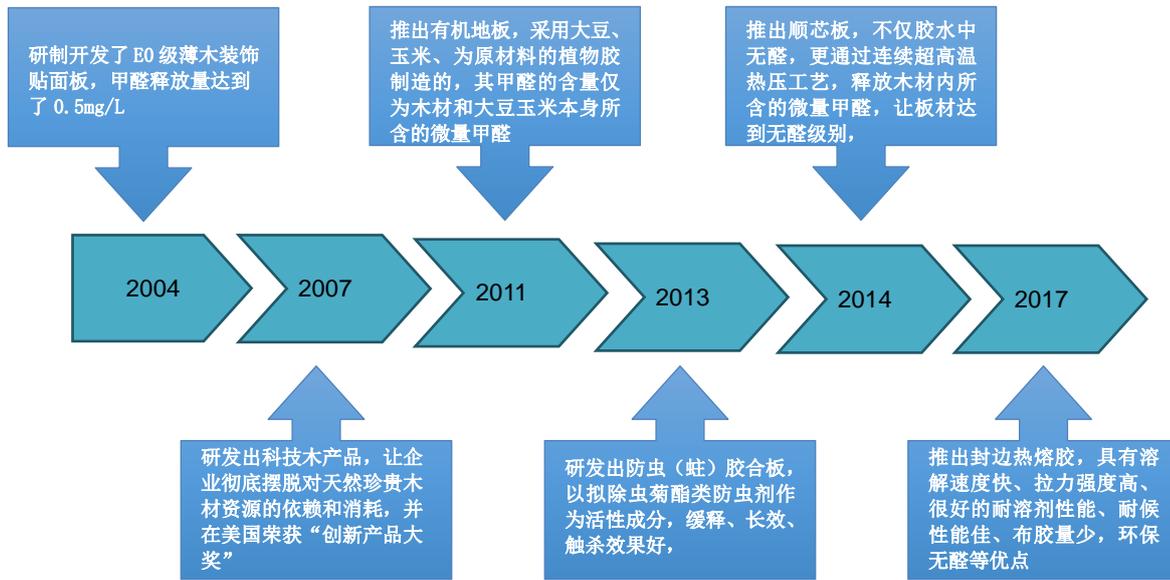
## 2.2、可信赖品质，成就品牌

公司品牌的树立，源于本身对于经营理念的改进，而最终成就品牌持续享有溢价的，则是高品质的产品。公司一直致力于产品环保等级不断升级，成为引领整个行业绿色产品开发的环保先锋。生产产品以“环保”为理念，涉及板材及家具，近年来得到广泛认可。

2010 年，兔宝宝 E0 级健康饰材全线升级为无醛级+防虫蛀二合一产品，兔宝宝的无醛级板材，使用的是自主研发并已申请专利的“人造板用无醛胶粘剂”，领先于全行业达到无醛级标准，并超过美国 CARB II 要求、日本 F★★★★级成为目前世界上最严格的标准。

公司目前已全面通过 ISO9001、ISO14001 国际质量、环境管理体系认证等多项国际认证。公司在环保型装饰材料的研发和市场推广上一直处于国内领先地位，产品已达到苛刻的欧洲 E0、E1 级环保标准。

图 17: 公司不断对板材品质进行改进



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 1: 公司各产品均主打环保特色

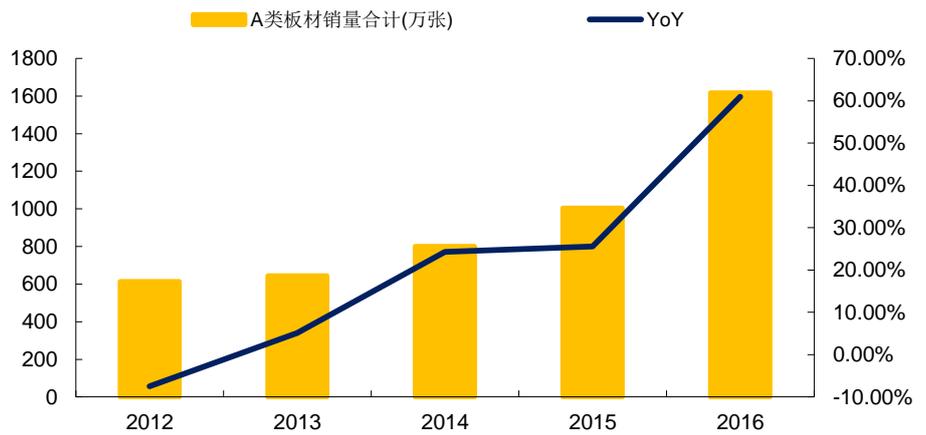
产品种类	产品特点
板材	兔宝宝板材包括胶合板、细木工板、集成板、纤维板、三层指接板、顺芯板、抽空刨花板等基础板材和 360° 除醛生态板、阻燃板、负离子保健板材等功能型板材, 广泛应用于家装、建筑、家具、精密设备和包装箱等。从原材料到制作加工完成, 都有严格的程序和检测, 保证每件产品都具备高品质水平, 有的产品甚至达到了国际环保标准 E1 级和 E0 级。兔宝宝板材的规格为 2440*1220mm, 厚度为 2.5mm、2.7mm、3mm、3.6mm、9.5-12mm, 还可以根据客户的需求不同来定制。在花色、品种、质量、产能方面超越意大利等科技木原产国。
整体衣柜	兔宝宝衣柜始终把握产品核心“环保好衣柜, 健康生活+”, 产品在环保、质量、工艺上始终走在家具行业的前列, 多项技术获国内专利, 包括法式田园系列、美式新风系列、意式奢华系列、英式典雅系列等多种风格。
木门	在选材、设计、工艺等方面对木门进行精准而督导的把握。目前拥有四大系列木门: 原木门、实木复合门、生态门、免漆门。
地板	兔宝宝地板包括实木地板、实木复合地板、强化地板。其中汤豪斯地暖地板是国内专业的地暖专用地板, 在环保、稳定、安全、导热等方面都达到真正地暖专用级别, 使中国地热地板制造技术同步欧洲, 被中国木材流通协会授予“中国地暖地板领导品牌”, 被中国林产工业协会授予“林业产业创新奖(地板业)”。

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

### 2.3、经营思路清晰, OEM 助力快速扩张

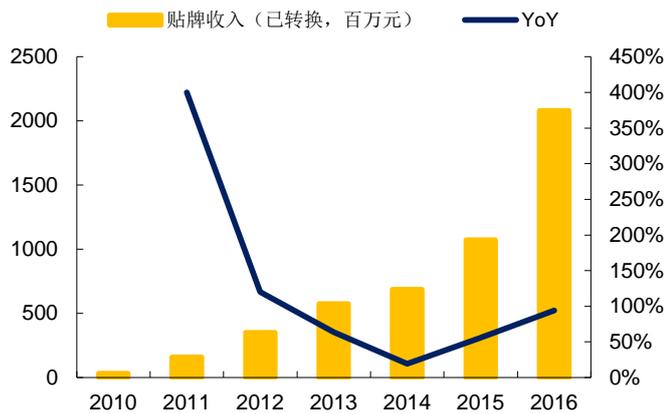
随公司专卖店门店数量的扩张, 公司板材销售量增加, 自身产能的供应保障能力开始显现出不足, 进而 2010 年开始涉足贴牌业务, 2012 年贴牌收入突破 2000 万元。贴牌收入及贴牌收入占总营业收入比重近年来的持续提升, 侧面印证了公司经过多年耕耘, 已成功打造品牌价值, 实现从后端制造商到环保第一板的转型升级。

图 18: 公司板材销量持续攀升



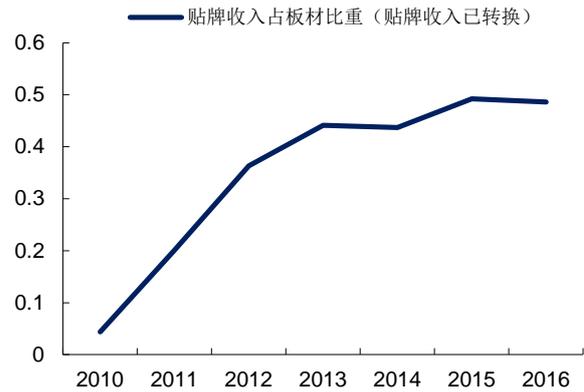
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 19: 贴牌收入持续提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 20: 贴牌收入占营收比重持续提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

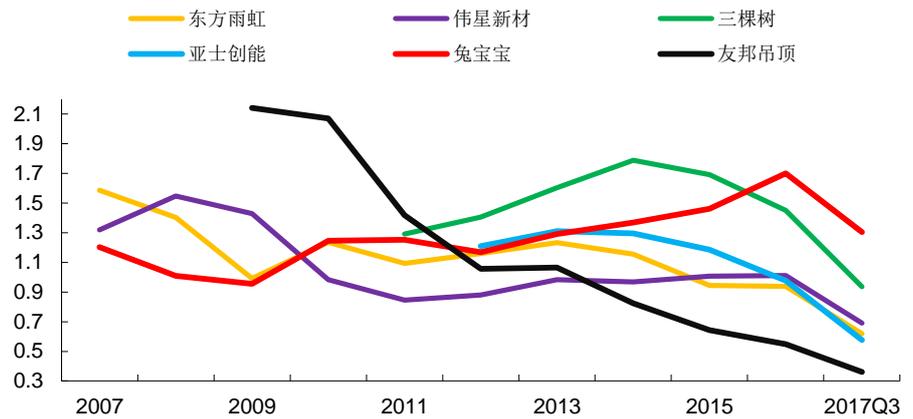
目前, 公司产品中 OEM 比重超过 80%。因公司具有多年为美国知名企业代工的经验, 对贴牌生产的管理方式熟悉, 对产品品质有着远高于竞争对手的把控能力。

为保证产品品质, 公司从供应商的选择, 到最后出厂产品的检测, 有一套完善的流程。对于预选定作为供应商的厂商, 公司要对其培育至少一年, 才会纳入到供应商名录。生产过程中, 公司派有长期驻场代表, 从原材料, 到生产流程, 到产品质量的管控都全程参与。生产完成后, 公司有严格的抽检制度, 公司 2017 年对产品的抽检次数达到 13000 批次, 几乎批批抽检。并且公司对供应商有着严格的惩罚措施, 一旦发现产品不合格, 在没收质保金的同时, 将对供应商进行 1-3 个月的整改, 整改后申报验收, 将有半个月到 1 个月试产期小批量供货, 后续才会恢复正常的采购, 一旦整改, 供应商将承受不小的损失。兔宝宝的板材在 2017 年的抽查中, 甲醛合格率达 99.7%, 全项合格率达 85%。

凭借 OEM 这种轻资产的运转模式，公司迅速在全国进行渗透，抢占市场份额。目前随着环保趋严和生产成本提升，起初小板材厂商倾向于打造自己的品牌而非代工的局面也在逐渐变化：成本的大幅提高正在挤出没有资金实力的小产能，并使得他们主动寻求与大厂商的合作。

我们认为随环保及原材料成本的提升，将有更多小产能被挤出行业或是变为品牌的代工厂，行业的集中度长期将持续提升。

图 21：公司资产周转率持续提高



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

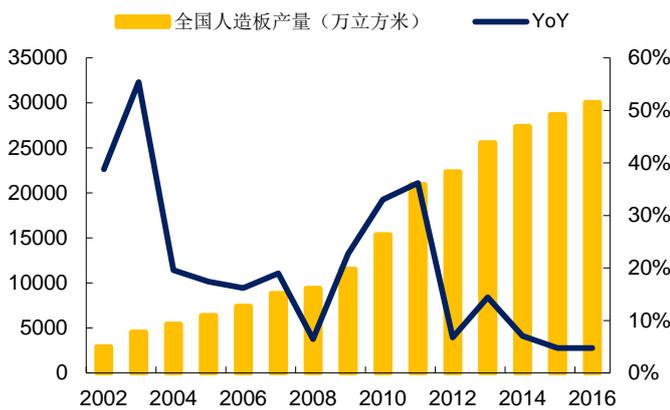
### 3、板材行业千亿级，集中度提升成趋势

#### 3.1、大行业，小公司，发展空间可观

我国人造板行业 2009-2012 年高速发展，年均产量增速达到 30%以上。2012 年以来，随着房地产进入平稳发展期，人造板行业也逐步进入低速发展阶段。2016 年我国人造板产量 3 亿立方米，同比增长 4.75%。

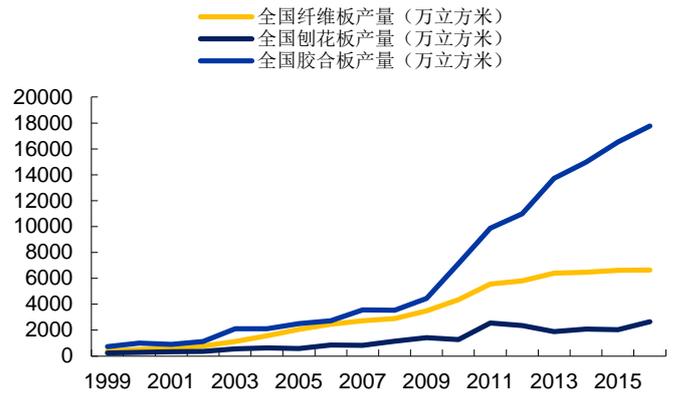
人造板主要分为胶合板、纤维板、刨花板等，各自具有不同特性。2009 年以来，全国胶合板产量持续增加，而纤维板和刨花板相比之下，增速缓慢。

图 22: 人造板市场进入低速增长长期



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 23: 胶合板与纤维板及刨花板产量近年来拉开距离



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

纤维板遇水膨胀严重，握钉力差，且用胶量大导致环保系数较低，现主要用于地板的制作，市场份额逐步降低；刨花板由于内部为颗粒状结构，不易切割，现场施工作业难度较大，但由于价格较低，且性能稳定、重量轻便于运输，多用于定制家具的制作；胶合板施工方便，强度大且不易变形，在家具和装修基础建材制作中，是装修公司木工最常用的材料。

表 2: 各类板材优缺点及主要用途

人造板种类	优点	缺点	用途
胶合板	1、重量轻、纹路清晰、绝缘、强度大，不易变形。 2、施工方便，不宜曲翘，横纹抗拉力学性能好。	1、一般造价高。 2、板材面层粗糙，没有纤维板的光洁，在稳定性上也没有纤维板牢固。 3、胶合板没有充分干燥或生产工艺有问题的话，会导致板材变形。	家具制造方面如橱、柜、桌、椅等；室内装修有天花板、墙裙、地板衬板等；工程建筑中的混凝土模板、建筑构件等；还有车船制造及包装等行业。
纤维板	1、容易进行涂饰加工。各种涂料、油漆类均可均匀的涂在板上，是做油漆效果的首选基材。 2、硬质密度板经冲制，钻孔，还可制成吸声板，应用于建筑的装饰工程中。 3、物理性能好，材质均匀，不存在脱水问题。	1、遇水膨胀率大，变形大，长时间承重变形比均质实木颗粒板大。 2、握钉力较差，由于纤维板的纤维非常碎致使密度板握钉力比实木板、刨花板、都要差很多。 3、用胶量较大，在一定程度上环保系数要低。	主要用于强化木地板、门板、隔墙、家具等。也是包装的良好材料。
刨花板	1、制成品刨花板不需要再次干燥，可以直接使用，吸音和隔音性能也很好。 2、内部呈错落颗粒状分布，各个部分的性能基本一致，横向承重性好，美观，也比较精致。 3、容重均匀，厚度误差小，生产过程中用胶量小，所以环保系数相对较高。	1、由于其内部的颗粒状结构，所以不太易于切割，在裁板的时候容易造成暴齿的现象，所以对部分的工艺加工设备要求较高，不适宜现场制作。 2、刨花板的边缘粗糙，很容易吸湿，作为家具边缘暴露部分就要采取相应的封边处理，以防止变形。	用在家居或是建筑装饰中做室内墙面的装饰板，也就是常说的隔断墙，以及建筑工业及火车、汽车车厢制造。

资料来源: 智格板材、国海证券研究所

图 24: 胶合板



资料来源: 百度图片、国海证券研究所

图 25: 刨花板



资料来源: 百度图片、国海证券研究所

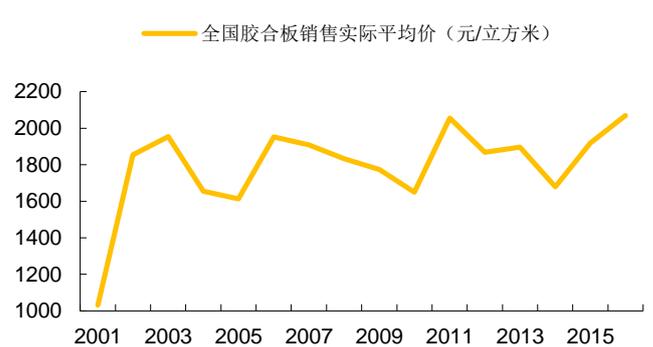
据国家统计局数据, 截至 2015 年 10 月, 我国共有胶合板制造企业 3274 家, 行业格局十分分散。2016 年我国胶合板产量 1.78 亿立方米, 平均售价 2070 元/立方米, 据此计算, 行业产值约 3700 亿元。兔宝宝作为人造板材行业龙头(主要产品胶合板), 2016 年装饰板材收入(AB 类转换后)38 亿, 市场份额仅 1%。

图 26: 全国胶合板产量低速增长



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 27: 全国胶合板销售均价呈上升趋势



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

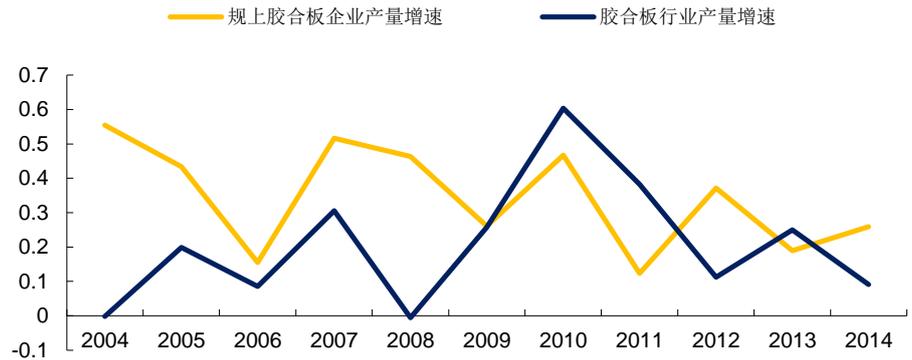
剔除价格的影响, 除 2010 年及 2011 年的行业大发展时期, 全国规模以上胶合板企业的产量增速均高于全国胶合板行业整体产量增速, 行业集中度提升已经成为趋势。

表 3: 规上胶合板企业产量增速测算

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
胶合板均价 (元/立方米)	1,655	1,614	1,952	1,909	1,834	1,774	1,650	2,056	1,868	1,896	1,679
YoY	-15%	-2%	21%	-2%	-4%	-3%	-7%	25%	-9%	1%	-11%
规上企业营收增速	32%	40%	40%	48%	41%	22%	36%	40%	25%	21%	12%
规上胶合板企业产量增速	55%	43%	16%	52%	46%	26%	47%	12%	37%	19%	26%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 28: 规上胶合板企业产量增速高于行业产量增速



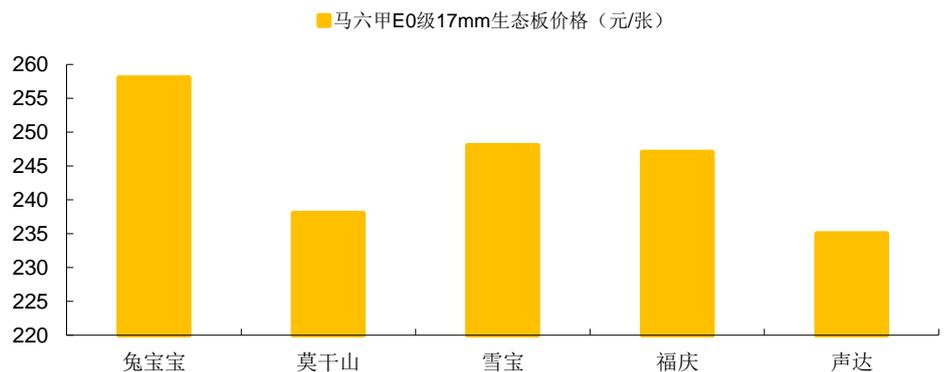
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

目前,公司在核心市场市占率可达 10%-20%,重点市场市占率不足 10%,但总体市占率不足 1%。我们预计在整体市场集中度提升的环境下,随着公司销售渠道下沉,以及消费升级驱动消费者对品牌产品的追求,公司市占率有望持续提高,平滑房地产因素的影响,而胶合板行业千亿级空间,公司发展空间十分可观。

### 3.2、消费升级,第一梯队品牌受追捧

我国生产板材使用的胶黏剂绝大多数都是以甲醛为主要原料的脲醛树脂胶黏剂,板材已经成为家居装修污染的主要来源之一。兔宝宝主打环保板材,所出售的板材都可以达到 E0 或 E1 级别,甲醛含量达到国际标准,销售价格也因此略高于其他品牌。

图 29: 同类型及尺寸板材各品牌价格



资料来源: 天猫官方旗舰店、国海证券研究所

但近年来兔宝宝板材销量并未受到价格影响,增速远高于行业,我们分析原因主要有二:一是近年来随消费升级,消费者对各类家装产品的环保要求不断提高,相应的对于高端产品的价格敏感性在持续下降;二是板材货品单价低,不同品牌价格间虽有差异,但绝对值相差较小,导致消费者更倾向于选择具有品牌背书的产品。

据草根调研，大多消费者购买板材制作衣柜需要 10 张左右 1220mm\*2440mm\*17mm 胶合板，对应各品牌板材价格，我们计算衣柜总板材成本如下，价格差异仅在 200 元之内：

表 4：估算各品牌制作衣柜板材成本

	兔宝宝	莫干山	雪宝	福庆	声达
马六甲 E0 级 17mm 生态板价格 (元/张)	258	238	248	247	235
衣柜板材成本 (元)	2580	2380	2480	2470	2350

资料来源：天猫官方旗舰店、国海证券研究所

### 3.3、环保趋严、倒逼小产能退出

由于人造板产品同质化较高，小型人造板制造商因缺乏品牌溢价，大多以低价的方式吸引客户，其较低的价格一般来源于较差的产品质量以及削减后较低的环保成本。近年来，随着消费者健康意识不断增强，对人造板的甲醛含量关注度持续提高，甲醛含量较高的劣质人造板逐步被市场淘汰，削减环保成本成为部分低端厂家降低成本从而低价竞争的方式。

但近年来随着“史上最严环保法”的提出和实施，叠加国家不断完善环保相关法律法规，环保监管力度也逐渐趋严，环保要求不达标的小厂在高压监管下，停产情况普遍，而资质齐全的大厂受影响则明显较小。

表 5：环保政策频出，小企业受影响严重

地区	时间	相关内容
全国人大	2015 年 1 月	《中华人民共和国环保法》(新《环保法》)
全国人大	2016 年 12 月	《中华人民共和国环境保护税法》，环境保护税法终于出台并将于 2018 年 1 月 1 日起施行，开始向企业征收环境税。
环保部	2017 年 4 月	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，环境保护部将全力推动约 900 项环保标准制修订工作。
河北省	2017 年 5 月	《河北省环境空气质量排名及公布办法》
环保部	2017 年 6 月	《建设项目环境影响评价分类管理名录》
环保部	2017 年 8 月	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
国家质检总局	2017 年 8 月	新国标《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量 GB 18580-2017》2018 年 5 月 1 日实施
工业和信息化	2017 年 10 月	《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》

资料来源：中华人民共和国环保部、国海证券研究所

据中国板材网统计，我国胶合板主要产区的九省份原有 11700 家胶合板生产企业。其中，因环保问题正处在改造而关停阶段的胶合板企业数量为 5596 家，占总量的 47.8%，预计将要彻底关停的胶合板企业数量为 5435 家，占总数量的 46.4%。这九个省区的胶合板产量约占全国胶合板产量 90%以上、约占出口胶合板企业数量 98%左右。

表 6：胶合板企业因环保问题停产严重

省份	原有胶合板企业数	改造期关停企业数	将彻底关停企业数	彻底关停企业占比
河北	820	560	560	68%
河南	420	120	120	29%

山东	5800	2736	2630	45%
江苏	1020	350	300	29%
浙江	960	810	810	84%
安徽	210	110	100	48%
福建	850	680	685	81%
广东	220	130	130	59%
广西	1400	100	100	7%

资料来源：中国板材网、国海证券研究所

由于小厂的关停，部分订单转移到环保设施合格的厂商，导致目前板材企业两极分化逐渐加大，行业洗牌已现端倪。

### 3.4、原材料成本攀升，小企业生存环境恶化

在板材企业的成本中，原材料占比接近 90%，其中绝大部分为原木成本。我国木材对外依存度高达 50%，近年来由于全球环保力度加强，越来越多的国家限制木材的砍伐和出口，而我国政府限制本国木材砍伐政策不松动，使得木材供给持续压缩。与之对应的是日益增长的社会需求，在此矛盾下，木材价格近年来不断攀升。

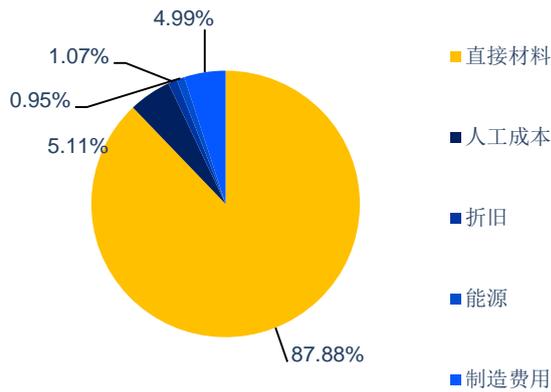
在此背景下，部分资金实力较弱的小板材厂商利润持续被压薄甚至亏损，最终选择退出市场，或改变经营策略以维持运转，主动寻求与品牌企业合作，为其提供代工产品。

表 7：各国及地区限制木材砍伐及出口

地区	时间	相关内容
国家林业局	2011 年 11 月	《商品林采伐限额结转管理办法》
尼日利亚	2015 年 9 月	《尼日利亚林业部限制木材砍伐》、《海关禁止木材出口政策》
林业局	2015 年 9 月	《建设项目使用林地审核审批管理规范》
山东省人大常委会	2016 年 1 月	《济南市湿地保护条例》
国务院	2016 年 2 月	《国务院关于全国“十三五”期间年森林采伐限额的批复》
全国人大常委会	2016 年 2 月	《关于修改〈中华人民共和国森林法〉的决定》
海南省林业厅	2016 年 3 月	《林木采伐许可办事指南》
河南省	2016 年 3 月	《关于切实做好“十三五”期间年森林采伐限额管理工作的通知》
云南省人大常委会	2016 年 12 月	《云南省林木种子条例》，云南省在林木种子保护等方面进一步落实简政放权总体要求，并加大了违法处罚力度。
贵州省林业厅	2016 年 12 月	《贵州省建设项目使用林地审核审批管理规定》
张家口市	2017 年 11 月	《张家口市禁牧条例》

资料来源：国家林业局、济南市政府信息公开、中央人民政府网站、国海证券研究所

图 30: 直接材料为公司主要成本



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 31: 全国木材价格持续提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

公司为板材行业龙头，一是在采购方面具有一定议价权，受到原材料成本上涨的影响小于其他企业，二是具有产品定价权，原材料成本提升时，可以优先上调价格转移成本，特别是贴牌产品部分，几乎可以完全转嫁。

我们预计近年环保力度将持续，原木价格也处于上升通道，将导致大批小板材工厂退出直接市场竞争，让渡市场份额。

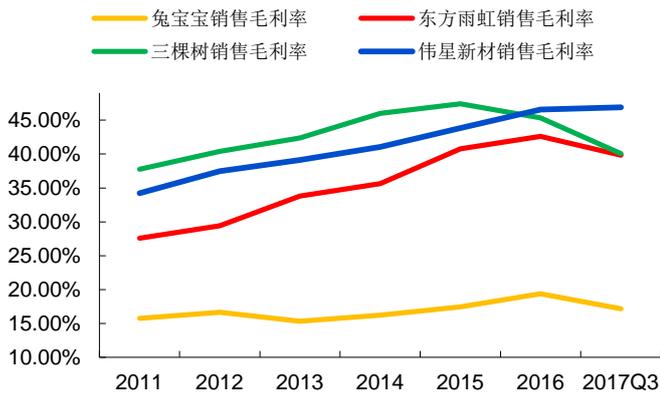
## 4、迈入成长快车道，渠道及品类共发力

### 4.1、深耕渠道多年，步入业绩收获期

相比同类装饰类建材公司，兔宝宝毛利率及净利率显著偏低，与公司注重打造品牌的经营模式相悖。究其原因，主要是公司采取让利经销商的模式，使得经销商毛利率及净利率普遍可观，甚至超过兔宝宝的盈利能力。这种模式在吸引优质经销商加盟的同时，使得经销商推广渠道意愿强烈，为公司在全国范围内的大力拓展奠定了基础。

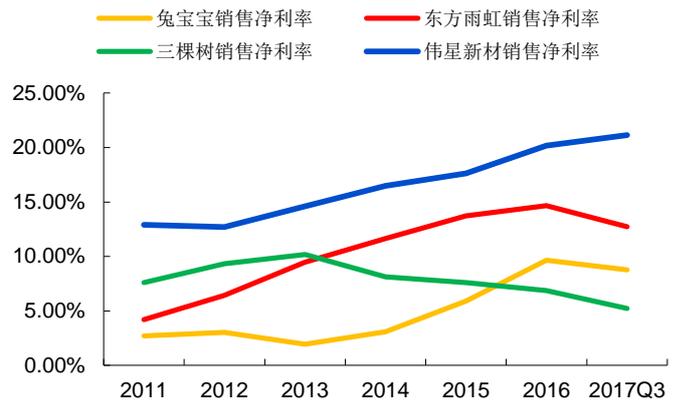
公司的经销商队伍资质优异，每年公司将与各地区经销商分别协商当年目标，对于经销商奖惩措施明确。经销商对其辖区内专卖店的管理也十分完善，执行严格的末位淘汰制度，保证团队质量。

图 32: 公司毛利率低于同类上市公司



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 33: 公司净利率低于同类上市公司



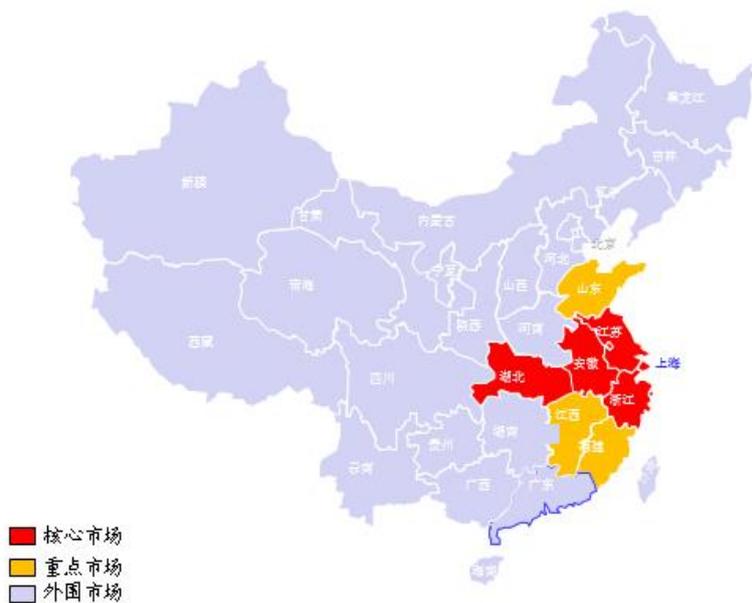
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

另外, 公司 2017 年底推出经销商持股计划, 2018 年 1 月完成购买, 共占公司股本 0.9%。彰显了实际控制人、公司员工及经销商等对公司未来发展的信心, 同时使得利益绑定, 有利于调动各环节参与者的积极性。

公司将全国区域分为核心市场、重点市场和外围市场, 坚持“华东领军、中西崛起、乡镇爆发”的网络建设原则。截至 2016 年, 拥有各类专卖店 2494 家, 2016 年新增装饰材料专卖店 323 家 (原 922 家), 神州绿野家居宅配 75 家 (原 121 家), 木门 87 家 (原 161 家), 地板 197 家 (原 513 家), 衣柜 47 家 (原 54 家), 除装饰材料和地板专卖店外, 店面数增长比例都达到 50% 以上。

公司 2017-2019 年每年预计新增装饰材料门店 300 多家, 按此速度, 预计到 2019 年装饰材料门店可将县级以上省市全部覆盖, 地板门店逐步实现重点市场县级以上城市覆盖, 木门及衣柜门店实现核心市场重要县级以上的城市覆盖。

图 34: 公司将国内市场分为三大类型



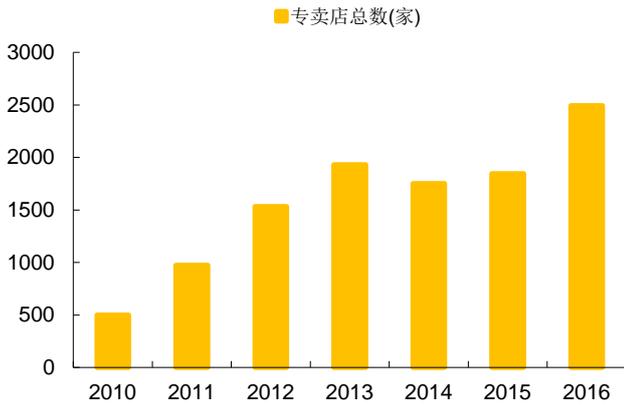
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 8: 公司渠道及规模优势明显

品牌	分布省份(个)	各类专卖店数量(家)	收入规模
兔宝宝	25	>2000	30 亿
伟业牌	23	>1900	
大王椰	20	>1800	10 亿
莫干山	19	>1750	20 亿
千年舟	16	>1500	
平洋王	15	>1450	

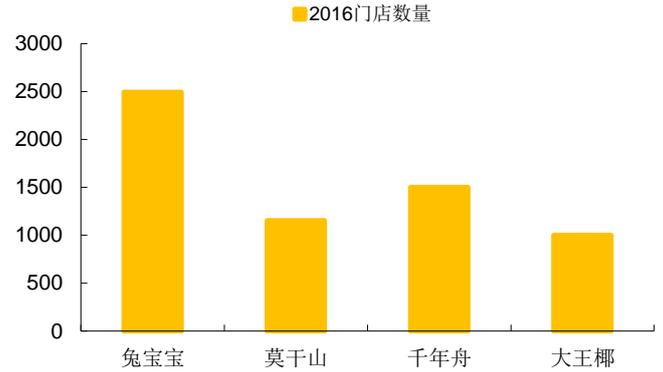
资料来源: Wind 资讯、中新网、大王椰官网、云峰新材官网、国海证券研究所

图 35: 公司专卖店总数呈上涨趋势



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 36: 公司门店数明显多于同行



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

近年来, 随公司门店逐步成熟, 消费者品牌意识不断提高, 以及房地产增速走出低谷, 公司单店收入持续提升。

按照经验, 在新开发地区, 公司新开专卖店在三年后才可进入成熟期, 故自 2015 年以来, 公司 2012 年来大力铺设的门店陆续进入成熟期, 已有门店收入快速增长。另外近年来消费者对环保产品的需求不断增强, 兔宝宝作为主打环保板材的品牌, 与消费者的需求契合, 从而获得认可。

图 37: 房地产竣工面积近年来稳步上涨



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

2017年上半年,公司核心市场、重点市场、外围市场收入同比分别增长75.32%、219.46%、131.14%。公司在核心市场的门店布局已基本完成,却仍可获得75.32%的收入增长,反映出其市场份额的持续提升。

我们预计公司单店收入将受益于行业集中度提升及消费升级而获得高于地产周期的增速,按照板材需求约滞后地产销售一年,参考二三线城市房地产销售数据,预计2018-2019年公司成熟门店的单店收入可保持30%-40%增速,加之2018-2019年为公司战略拓展渠道时期,每年新开门店600家左右(板材+成品家具),两者结合,公司业绩有望持续高速增长。

**受益于公司销售网络及供应链的精耕细作,公司也正在持续吸引优质装饰公司的合作。**目前,兔宝宝在全国共有近3000家门店,可以为装饰公司提供一线服务,另外有九大物流仓储,可以辐射全国范围的需求配送。这些销售网络及供应链方面的优势,与全国布局的大型装饰公司的需求契合。除了这些硬件基础,兔宝宝优秀的经销商在对装饰公司服务过程中,也凸显出了其自身的优势,可为装饰公司提供市场的最新动态及装饰装修建议。

这些硬件及软件方面的优势,使得大型装饰公司在选择板材签约供应商时,将公司作为首选品牌之一,2017年以来,兔宝宝已经签约了10余家全国性大型装饰公司。同时,兔宝宝为把握精装修以及装饰公司占装修比例提升的趋势,2017年以来鼓励经销商与装饰公司合作及涉足工程业务,2018年更是给予资金上的支持。日后随着公司与装饰公司的配套供货越来越多,将进一步提高公司市场份额。

## 4.2、拓展地板及家具业务,开发增量市场

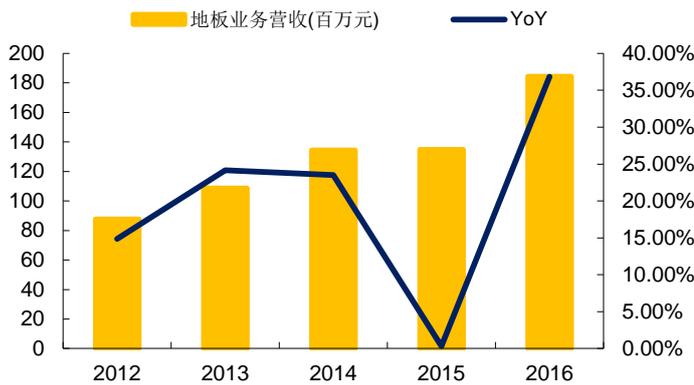
家具生产为人造板材制造的下游行业,人造板企业涉足家具业务,具有明显的成本优势,而在如今制造业水平不断提高的环境下,下游家具业务的壁垒逐步降低,也为板材企业提供了拓展业务的先决条件。

公司2012年开始借助兔宝宝品牌知名度,积极布局地板、整体衣柜、木门等业务,2015年提出“全屋定制”的全新战略,并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。

公司地板、整体衣柜、木门等各业务2012-2016年各业务4年营收复合增速分别达到20.47%、85.29%、19.95%。随着公司各类细分产品专卖店的建立和完善,家具业务的增速也稳步提升,2017年上半年地板业务收入1.2亿,整体衣柜收入4012万,木门收入2255万,同比分别增长38.83%、166.45%、24.13%,高于过去4年的复合增速。

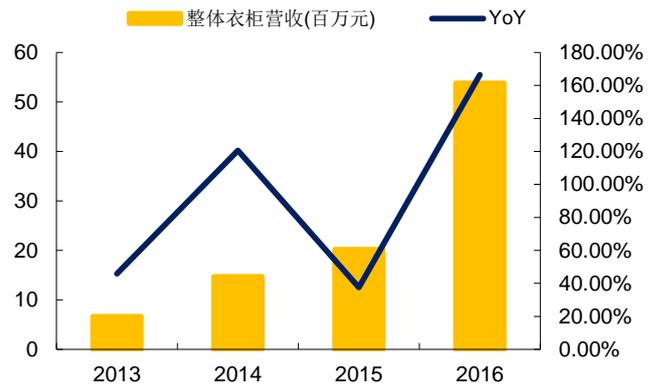
**发展家具业务,对公司在收入规模和盈利能力方面都为利好。**一是可以对公司的人造板产品产生需求端的扩容;二是可以一定程度上(5%-10%左右)将板材客户转化为购买兔宝宝系列产品的客户,提高客单价;三是相比于传统板材业务,公司家具产品毛利率明显较高,提升公司盈利能力。预计日后随家具业务继续发展,公司客单价及盈利能力都存在一定提升空间。另外家具业务消费属性强于人造板材,通过对家具业务的拓展,公司的品牌知名度有望继续提高,反哺板材业务。

图 38: 地板业务收入持续增长



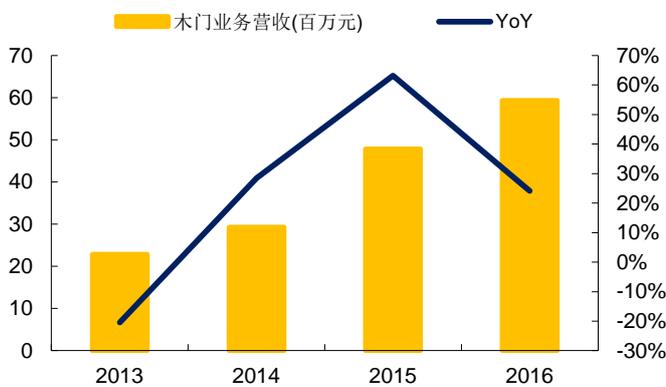
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 39: 整体衣柜业务收入高速增长



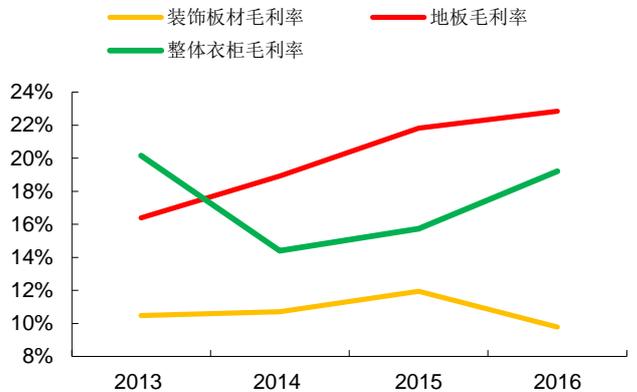
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 40: 木门业务收入高速增长



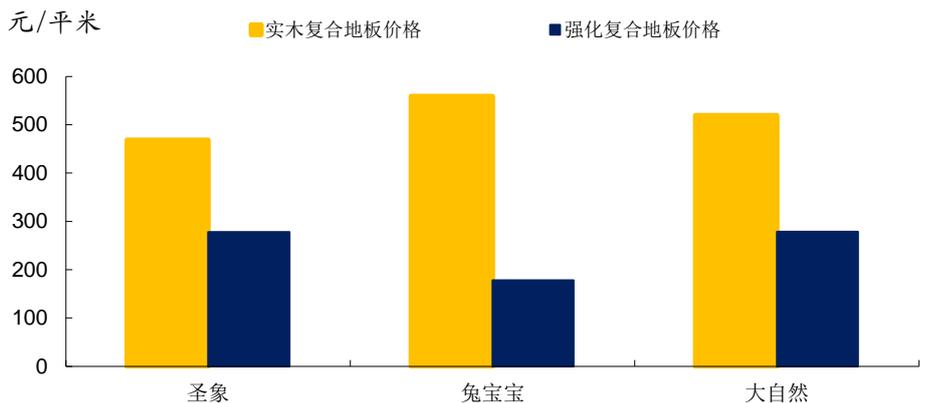
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 41: 家具业务毛利率普遍高于板材业务



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 42: 公司强化复合地板价格低于一线品牌



资料来源: 天猫官方旗舰店、国海证券研究所

公司 2017 年推出的“易装”服务，是以兔宝宝板材产品为核心，向消费者提供的一系列增值服务。通过兔宝宝总部输出标准化柜体结构，搭配各类木线、五金、罗马柱、门型等配套材料，由兔宝宝板材门店提供裁切、封边及上门安装服务，为消费者提供从材料选择、计算、搭配再到施工的一站式服务。

“易装”业务目前处于 1.0 阶段，即制作并销售柜体。经公司调查，接近 80% 的板材客户有望转化升级成为柜体及整体橱柜（易装 2.0）客户。若板材客户升级为柜体客户，客单价预计提升 35%。若升级为整体橱柜客户，公司则可借此销售多种高毛利辅料，从而提高公司整体毛利率水平。目前公司已开设“易装”线下体验店 50 多家，尚处于起步阶段。我们认为随着“易装”业务日渐成熟，有望为公司带来新的盈利增长点。

### 4.3、借品牌之力，积极响应行业变化

目前公司板材消费者主要用其制作衣柜、橱柜等收纳类家具，以及贴脚线、背景墙等装饰辅材。其中，消费者购买家具的方式，大体分四三类：1) 通过购买板材后，找家装公司手工打造；2) 购买定制家具；3) 购买成品家具；4) 房地产精装修房自带（橱柜居多）。

随着消费升级及精装房比例提高，消费者将更倾向于通过家装公司的一站式服务进行装修，或直接购买精装房（含橱柜），也随着个性化需求越来越高，而具有购买定制家具的趋势（衣柜占比高）。

公司也正是看到这些趋势，近年来发力与家装公司及地产商的合作，并拓展定制家具业务。公司作为板材制造商，在环保板材中的优良口碑，将有望传导至其他业务，为其快速适应行业的变化创造条件。

## 5、盈利预测与评级

公司渠道先发优势明显，且异地拓展顺利；长期来看，作为品牌及产品品质优异的板材行业龙头，率先受益行业集中度提升。后续随成品家具及“易装”业务发展，有望带来盈利增量，看好中长期成长。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42、0.60、0.84 元，当前股价对应 PE 27、19、14 倍给予“买入”评级。

表 9：公司盈利预测简表

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2677	4290	6376	8739
增长率(%)	63%	60%	49%	37%
净利润（百万元）	260	365	515	724
增长率(%)	167%	40%	41%	40%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.42	0.60	0.84
ROE(%)	16.20%	19.27%	22.39%	25.17%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 房地产增速大幅下滑;
- 2) 原材料价格大幅上涨;
- 3) 公司渠道拓展不达预期;
- 4) 成品家具业务发展不达预期;
- 5) 与家装公司及地产商的合作效果不达预期;
- 6) 政策因素对出口业务的影响。

表 10: 兔宝宝盈利预测表

证券代码:	002043.SZ				股价:	11.58	投资评级:	买入	日期:	2018-01-22
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	16%	19%	22%	25%	EPS	0.31	0.42	0.60	0.84	
毛利率	19%	17.8%	17.6%	17.5%	BVPS	1.91	2.17	2.65	3.32	
期间费率	9%	8.8%	8.4%	7.9%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	8.5%	8.1%	8.3%	P/E	36.90	27.38	19.38	13.80	
<b>成长能力</b>					P/B	6.07	5.33	4.37	3.49	
收入增长率	63%	60%	49%	37%	P/S	3.58	2.33	1.57	1.14	
利润增长率	167%	40%	41%	40%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	1.35	1.78	2.12	2.30	<b>营业收入</b>	<b>2677</b>	<b>4290</b>	<b>6376</b>	<b>8739</b>	
应收账款周转率	4.56	5.07	5.70	6.76	营业成本	2158	3525	5254	7214	
存货周转率	8.80	8.80	8.80	8.80	营业税金及附加	15	26	38	52	
<b>偿债能力</b>					销售费用	112	184	274	367	
资产负债率	19%	22%	24%	24%	管理费用	110	167	223	271	
流动比	3.44	3.26	3.27	3.36	财务费用	(1)	(1)	(1)	(3)	
速动比	2.74	2.63	2.86	3.08	其他费用/(-收入)	16	23	0	(1)	
					<b>营业利润</b>	<b>298</b>	<b>412</b>	<b>587</b>	<b>836</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	10	20	23	20	
现金及现金等价物	183	154	317	687	<b>利润总额</b>	<b>307</b>	<b>432</b>	<b>610</b>	<b>856</b>	
应收款项	587	846	1118	1293	所得税费用	49	69	98	138	
存货净额	245	310	280	260	<b>净利润</b>	<b>258</b>	<b>362</b>	<b>512</b>	<b>719</b>	
其他流动资产	196	297	505	779	少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)	
<b>流动资产合计</b>	<b>1211</b>	<b>1607</b>	<b>2219</b>	<b>3019</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>365</b>	<b>515</b>	<b>724</b>	
固定资产	177	205	194	189						
在建工程	48	57	53	53	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	75	72	70	67	<b>经营活动现金流</b>	<b>388</b>	<b>104</b>	<b>275</b>	<b>533</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	258	362	512	719	
<b>资产总计</b>	<b>1984</b>	<b>2414</b>	<b>3009</b>	<b>3802</b>	少数股东权益	(2)	(3)	(4)	(5)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	27	28	31	30	
应付款项	135	232	361	515	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	73	117	174	238	营运资金变动	105	(284)	(264)	(211)	
其他流动负债	144	144	144	144	<b>投资活动现金流</b>	<b>(337)</b>	<b>(37)</b>	<b>16</b>	<b>4</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>352</b>	<b>493</b>	<b>678</b>	<b>897</b>	资本支出	6	(37)	16	4	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	29	29	29	29	其他	(344)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(80)</b>	<b>(73)</b>	<b>(103)</b>	<b>(145)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>381</b>	<b>522</b>	<b>707</b>	<b>926</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	828	862	862	862	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	1603	1893	2302	2875	其它	(80)	(73)	(103)	(145)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1984</b>	<b>2415</b>	<b>3009</b>	<b>3802</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(29)</b>	<b>(6)</b>	<b>188</b>	<b>392</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【建筑建材组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。陈晨，同济大学交通工程学士，海外金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事建材行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。