

兔宝宝 (002043.SZ)

装饰板材稳龙头，家居成品新势力

核心观点：

- **装饰板材行业的“沙漠之花”，进入新阶段。**公司成立至今可以分为四个阶段：1992-2004 年业务起步期；2005-2010 年渠道转型期，专卖店建设和产品高端化；2011-2017 年装饰板材快速放量期；2018 年至今产品和渠道升级期，加速布局家居成品。
- **公司在装饰板材业务已构筑宽深护城河。**一方面，公司板材环保品牌定位切中消费者痛点，通过专卖店体系和持续营销投入树立高端品牌；通过品牌溢价反哺渠道建立粘性、通过促销（以价换量）做大规模，提升市占率。另一方面，生产端公司凭借日益积累的品牌优势，采用 OEM 轻资产模式能更快速进行异地扩张，公司周转率明显高于同行。
- **产品和渠道升级，全面布局家居成品。**针对行业业态的变化（成品化、精装化），一方面，公司加速推进易装，主打板材环保性、安全性和易装高性价比，直击消费者痛点，并通过产品和渠道升级，差异化切入成品零售渠道；另一方面，公司通过收购裕丰汉唐，完善工程渠道布局，已成为精装修渠道头部企业。
- **投资建议：维持“买入”评级。**公司在装饰板材业务通过品牌和渠道构建起宽深护城河，近几年加速家居成品布局，目前已打下良好基础：家居成品精装修领域以并购方式迅速成为头部企业，家居成品零售领域通过易装模式差异化竞争，未来几年业绩增速有望重回快速增长，我们预计 2019-2021 年收入增速分别为 6.3%、40.2%、23.3%，EPS 分别为 0.49、0.62、0.81 元/股，对应 PE 15.4x、12.3x、9.4x。2020 年将是业绩拐点年，公司中长期增长空间较大，参照可比公司估值，给予 2020 年 PE 17x，对应合理价值 10.54 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产竣工需求大幅下滑，精装修率不再提升，裕丰汉唐业绩不及预期、两家公司整合不及预期，易装业务拓展进度慢。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,120	4,306	4,579	6,420	7,914
增长率(%)	53.9	4.5	6.3	40.2	23.3
EBITDA(百万元)	419	373	419	529	700
净利润(百万元)	365	331	382	479	629
增长率(%)	40.4	-9.3	15.6	25.3	31.3
EPS(元/股)	0.42	0.41	0.49	0.62	0.81
市盈率(P/E)	28.98	12.35	15.38	12.28	9.35
市净率(P/B)	5.48	2.46	2.88	2.34	1.87
EV/EBITDA	24.45	12.04	14.21	10.90	7.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 注：表中净利润为归母净利润

公司评级

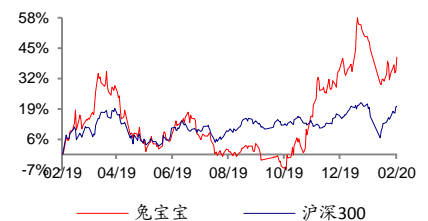
买入

当前价格	7.59 元
合理价值	10.54 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-24

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	774.76/743.88
总市值/流通市值(百万元)	5880/5646
一年内最高/最低(元)	8.49/5.01
30 日日均成交量/成交额(百万)	12.6/90.6
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	14.31/39.78

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

兔宝宝 (002043.SZ)：强势 2020-01-07
 布局家居成品工程渠道，回购股份股权激励彰显发展信心

联系人：李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

目录索引

一、装饰板材行业的“沙漠之花”，进入新阶段.....	6
（一）板材行业的“沙漠之花”.....	6
（二）聚焦主业，不断进阶.....	8
二、公司在装饰板材业务已构筑宽深护城河.....	15
（一）装饰板材赛道特点.....	15
（二）品牌制胜：产品领先、“环保”突出，装饰板材第一高端品牌.....	16
（三）渠道为王：运营能力强、逐步密布全国的的专卖店网络.....	22
三、产品和渠道升级，全面布局家居成品.....	29
（一）成品定制品牌化和精装修化带来行业消费模式和渠道变化.....	29
（二）重视“易装”的战略价值：产品和渠道升级，差异化切入成品零售渠道.....	31
（三）收购裕丰汉唐，完善工程渠道布局，已成为精装修渠道头部企业.....	40
四、2020年公司步入新起点，未来持续增长可期.....	50
（一）行业层面：房地产竣工回暖带来行业整体需求回升；精装化率提升，工程需求继续放量.....	50
（二）公司层面：裕丰汉唐和易装业务是未来增长“利器”.....	52
五、盈利预测与投资评级.....	54
六、风险提示.....	56

图表索引

图 1: 兔宝宝历年营业收入及增速	6
图 2: 兔宝宝历年归母净利润及增速	6
图 3: 兔宝宝历年各项业务营收占比情况	6
图 4: 兔宝宝各项业务毛利率	6
图 5: 兔宝宝股权结构 (截至 2020 年 1 月 6 日)	7
图 6: 兔宝宝每股股利和股利支付率	7
图 7: 兔宝宝发展历程	9
图 8: 公司主要产品及业务之间的关系	10
图 9: 兔宝宝仓库板材店	10
图 10: 兔宝宝板材专卖店	10
图 11: 兔宝宝贴牌模式	11
图 12: 兔宝宝历年专卖店总数	12
图 13: 2018 年兔宝宝各体系专卖店数量	12
图 14: 兔宝宝 A、B 类板材收入	12
图 15: 兔宝宝折算后的 A 类收入及增速	12
图 16: 兔宝宝营业利润及增速	12
图 17: 兔宝宝布局家居成品	13
图 18: 兔宝宝易装: 从好板到好柜	14
图 19: 2018 年中国新中产人群家具消费主要看重的因素	15
图 20: 装饰板材消费场景	16
图 21: 各类板材百度指数	16
图 22: 兔宝宝几乎包揽板材行业所有排名的十大品牌	16
图 23: 兔宝宝环保之路	18
图 24: 兔宝宝引领行业环保升级	18
图 25: 兔宝宝三大热门板材产品	19
图 26: 兔宝宝 OEM 贴牌模式管控方法	20
图 27: 兔宝宝广告	21
图 28: 兔宝宝环保中国行	21
图 29: 兔宝宝 2019 双十一战绩	22
图 30: 兔宝宝市场推广宣传费用	22
图 31: 兔宝宝渠道演变图	23
图 32: 2005-2018 公司销售人员数量 (个)	23
图 33: 公司销售费用率和管理费用率	23
图 34: 兔宝宝板材专卖店数量	24
图 35: 兔宝宝装饰板材收入及增速	24
图 36: 兔宝宝板材市场分布	24
图 37: 兔宝宝不同板材市场收入增速	24
图 38: 2005-2019Q3 兔宝宝专卖店总数量	25
图 39: 2018 年兔宝宝不同市场板材专卖店数量	25

图 40: 各品牌专卖店数量对比	25
图 41: 不同市场各品牌专卖店数量对比	25
图 42: 建筑涂料行业和板材行业各环节利润空间拆解	26
图 43: 建材行业优质公司毛利率	26
图 44: 可比公司板材业务毛利率	26
图 45: 兔宝宝品牌和渠道实现正向循环	27
图 46: 建材行业优质公司净利率	27
图 47: 可比公司板材业务净利率	27
图 48: 可比公司资产周转率	28
图 49: 可比公司存货周转率	28
图 50: 消费建材行业优质公司 ROE	28
图 51: 可比公司 ROE	28
图 52: 主要定制家具企业营收增速	29
图 53: 2013-2019 年精装修政策情况 (条)	30
图 54: 精装修住宅套数占比持续上升	30
图 55: 精装修中橱柜配置率	30
图 56: 精装修中浴室柜配置率	30
图 57: 行业消费模式变化和兔宝宝业务拓展逻辑	31
图 58: 2018 年中国新中产人群家具消费主要看重因素	31
图 59: 2018 年中国新中产人群购买家具预算分布	31
图 60: 各类人造板图示	33
图 61: 人造板结构	36
图 62: 兔宝宝免漆生态板结构图	36
图 63: 实木颗粒板内切图	36
图 64: 国内人造板产品销售实际平均价	36
图 65: 2019 年生态板板材单价高于实木颗粒板	37
图 66: 2019 年终端售价方面兔宝宝与定制家具相差不大	37
图 67: 目前定制家具的利润模式	38
图 68: 公司易装的利润模式	38
图 69: 兔宝宝传统板材专卖店	38
图 70: 兔宝宝易装专卖店	38
图 71: 易装采用扁平化渠道模式	39
图 72: 兔宝宝易装渠道建设的主要途径	39
图 73: 兔宝宝易装门店类型	40
图 74: 2018 年易装与成品定制企业门店数量 (家)	40
图 75: 2018 年定制家具企业 (橱柜+衣柜) 收入 (亿元)	40
图 76: 裕丰汉唐被收购前后的股权变化	41
图 77: 裕丰汉唐主要产品	41
图 78: 裕丰汉唐精装修经典案例	42
图 79: 裕丰汉唐业务布局城市	42
图 80: 裕丰汉唐部分战略合作地产商	42
图 81: 2018 年板材和定制家居公司大宗业务收入及占比	43
图 82: 裕丰汉唐不断拓展地产商开展战略合作	44

图 83: 裕丰汉唐对开发商的收款模式 (比例数据仅供参考)	48
图 84: 房地产销售面积增速和竣工面积增速	50
图 85: 拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况	51
图 86: 销售预测竣工规模 (亿平) 及增速	51
图 87: 兔宝宝收入增速和房地产竣工面积增速	51
图 88: 索菲亚收入增速和房地产竣工面积增速	51
图 89: 兔宝宝收购裕丰汉唐的协同效应	53
表 1: 兔宝宝股权激励情况	8
表 2: 收购青岛裕丰汉唐木业的进程	14
表 3: 各品牌板材价格 (时间为 2020 年 2 月 22 日)	17
表 4: 兔宝宝产品甲醛释放量远低于国家标准和行业平均	19
表 5: 国标、欧标、日标甲醛释放量规定	19
表 6: 三种家具模式比较	32
表 7: 兔宝宝易装、打制家具和品牌定制家具比较	33
表 8: 各类人造板材性能比较	34
表 9: 裕丰汉唐财务数据	43
表 10: 裕丰汉唐荣获 2019 年万科及 2018 年新城控股 A 级供应商	44
表 11: 裕丰汉唐地产合作客户梳理	45
表 12: 裕丰汉唐装修项目交付时间	46
表 13: 定制家具精装修业务概况	47
表 14: 各企业大宗业务信用政策梳理	49
表 15: 应收账款账龄对比	49
表 16: 兔宝宝收购裕丰汉唐带来的业绩增量 (万元)	52
表 17: 业绩预测假设	55
表 18: 可比公司估值表	56

一、装饰板材行业的“沙漠之花”，进入新阶段

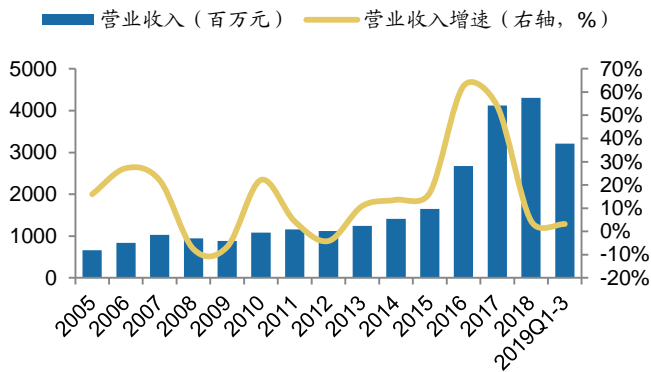
（一）板材行业的“沙漠之花”

兔宝宝于1992年在浙江德清成立，2005年在深交所上市。公司自成立之初一直致力于研发和生产环保性、功能性装饰板材，引领行业商业模式，品牌影响力在行业中处于领先地位。经过二十多年的发展，兔宝宝装饰材料业务成为国内销售规模最大、渠道覆盖最广、专卖店数量最多、经营品种最全的装饰板材行业龙头企业。

过去10年公司增长较快：2018年公司收入43亿元，考虑到公司部分板材业务贴牌生产的特殊性，将品牌授权B类收入折算后的营业收入为76亿元；采用折算后口径，2008-2018年收入复合增速达到23.2%；2008-2018年归母净利复合增速达到28.7%。

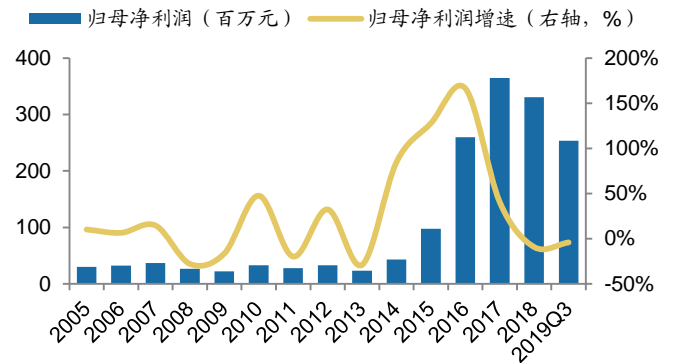
专注发展，主业突出：公司主营以装饰板材为主，2018年装饰板材（纯A类）占营业收入比重约70%，包含和装饰板材配套销售的辅材在内的装饰材料占营业收入比重约80%；公司采用OEM轻资产模式，品牌授权业务（商标贴牌费用）收入占2018年营业收入比重约5%。同时为顺应行业成品化趋势，公司近年来加大家居成品业务布局，2018年成品家具业务占比约10%。

图1：兔宝宝历年营业收入及增速



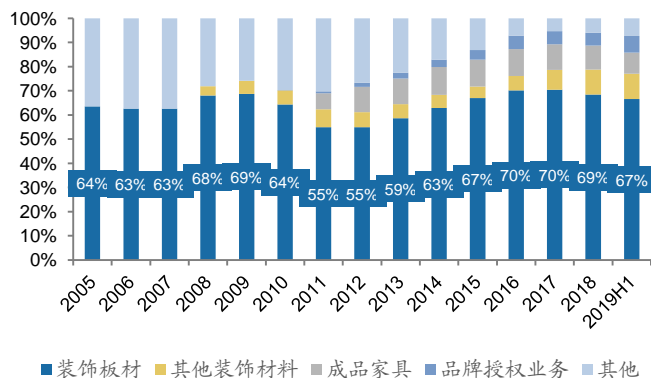
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：兔宝宝历年归母净利润及增速



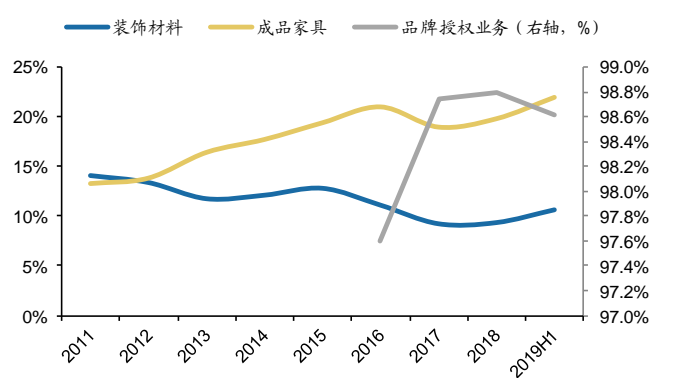
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：兔宝宝历年各项业务营收占比情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：兔宝宝各项业务毛利率



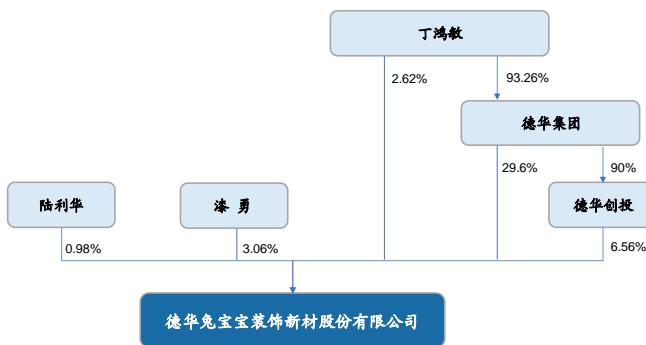
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司实控人持股比例较高，重视员工分享，现金分红高且稳定：公司第一大股东为德华集团，丁鸿敏为公司实际控制人，根据公司2020年1月9日发布的公告，截至2020年1月6日，丁鸿敏先生直接持有上市公司2.62%股份，其控股的德华集团和德华创投合计持有上市公司36.16%股份。

同时，控股子公司青岛裕丰汉唐木业董事长漆勇持有上市公司3.06%股份，此为收购时按照承诺的购买股票协议要求（收购协议规定漆勇以不少于27086万元购买兔宝宝股票）在二级市场直接购买。公司总经理陆利华持有上市公司0.98%股份。公司分别在2014年、2017年推行两次限制性股票激励计划，分别占总股本3.03%和4.16%，2014年限制性股票全部解锁上市，2017年限制性股票只有第一期30%的股票解锁上市，剩下已授予但未解锁的限制性股票被公司回购注销，两次股权激励对象为董事、高管和核心技术人员。2020年公司拟使用自有资金1-2亿元回购公司股份1176-2353万股，占总股本1.52%-3.04%，公司本次回购的股份将用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划；截至2020年2月14日，公司已回购股份数量为2015万股，占总股本的2.60%，回购均价约7.36元/股，支付总金额为1.48亿元。

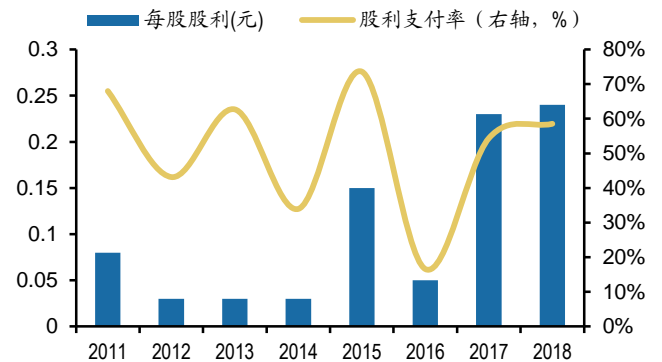
公司重视股东回报，历年来保持稳定且较高的现金分红比例，2011年至今，平均股利支付率超过50%；并于2018、2019年共完成回购社会公众股6312.8万股，予以注销。

图5：兔宝宝股权结构（截至2020年1月6日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：兔宝宝每股股利和股利支付率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1: 兔宝宝股权激励情况

激励计划	激励股数	占当时总股本 (%)	股票来源	授予日	授予价格	激励对象	解锁比例	是否解锁上市
2014 年限 制性股票激 励计划	1423 万股	3.03%	定向发 行新股	2014/2/24	1.95	48 人 高管、母子公司 其他核心管理及 技术 (业务) 人 员	30% 30% 40%	(1) 2015/4/3, 第一个解锁期 426.9 万 股上市流通; (2) 2016/4/6, 第二个解锁期 426.9 万 股上市流通; (3) 2016/4/18, 公司公布 2015 年向全 体股东每 10 股送转股 5 股, 以公积金转 增 1.6 股, 2014 年限制性股票激励计划 未解锁的数量由原来的 569.2 万股增至 853.8 万股。2017/4/13 日, 第三个解锁 期 853.8 万股上市流通。
2017 年限 制性股票激 励计划	3446 万股	4.16%	定向发 行新股	2017/5/15	5.94	444 人 董事、高管、其 他核心管理人 员、核心技术 (业务) 人员	30% 40%	(1) 2018/4/9 回购注销 3 名不符合激励 条件的激励对象已获授尚未解锁的限制 性股票共计 11.5 万股; (2) 2018/5/28 第一个解锁期 988.35 万 股上市流通; (3) 2018/7/12, 回购并注销 19 名不符 合激励条件的激励对象已获授尚未解锁 的限制性股票共计 51.38 万股; (4) 2018/10/26, 终止实施 2017 年限 制性股票激励计划, 公司回购注销剩下 已授予但未解锁的 2394.77 万股
				2017/10/2 7	6.21	8 人 董事、高管、其 他核心管理人 员、核心技术 (业务) 人员	30%	
2019 年股 权激励或员 工持股计划	1176- 2353 万股	1.52%- 3.04%	回购股 份	/	不超过 8.5 元/ 股	公司核心骨干员 工实施股权激励 或员工持股计划	/	/

数据来源: 公司相关公告, 广发证券发展研究中心

(二) 聚焦主业, 不断进阶

公司以板材业务起家, 始终聚焦主业; 公司洞悉行业发展趋势, 不断完善装饰板材-家居成品产业链布局, 零售渠道和工程渠道两面开花; 零售端, 公司是业内第一个建立专卖店体系的企业, 按照“华东领军、中西崛起、乡镇爆发、整体优化”进行布局, 提供基础装饰板材和配套辅材销售、易装、成品家具、全屋定制等多品类、全方位的服务; 工程端, 公司通过工程事业部、工程代理商、收购的青岛裕丰汉唐木业三管齐下, 全面开拓家具、装饰公司、房开商 (精装房) 等工程市场。

公司成立至今, 大致可分为四个阶段:

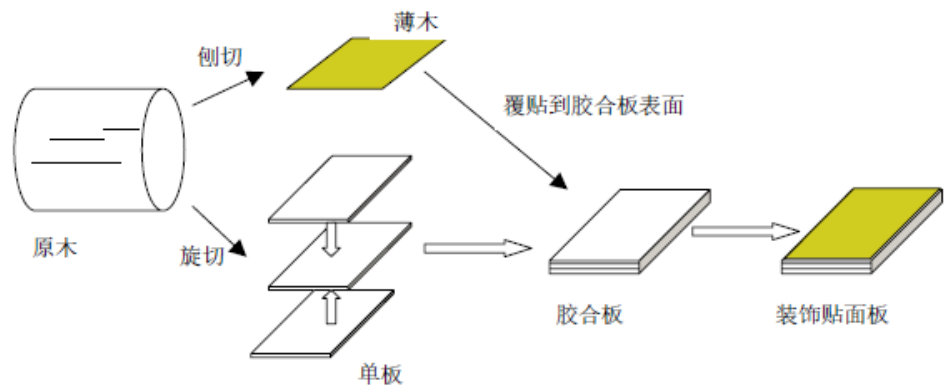
图7：兔宝宝发展历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第一阶段：业务起步期（1992-2004年）。公司确定了主业以装饰贴面板为主，同时也外销部分胶合板、单板和原木，到2004年公司成为国内最大的装饰贴面板生产和销售企业，装饰贴面板年生产能力达到116100立方米。公司产品切合市场痛点，突出产品质量、主打“环保”特色，2000年研制出甲醛释放量达到欧洲E1级标准（ $< 1.5\text{mg/L}$ ）的第一代环保型产品，2001年首次提出“关注消费者健康”理念、“以推进行业绿色进程为己任”，2004年研制出E0级胶粘剂并用此胶粘剂生产出了E0级薄木装饰贴面板，公司的环保型薄木装饰贴面板、固体环保型胶合板专用粘合剂和仿真珍贵木等均达到国内领先水平或国际同类产品先进水平。从销售模式来看，公司采取经销商制，公司产品批发给一级经销商，最终用户以家装公司、工程安装公司和家具制造商为主（这三类占比达到95%），普通消费者为辅（占比约5%）。

图8: 公司主要产品及业务之间的关系



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

第二阶段: 渠道转型期 (2005-2010年)。公司自2005年后开始探索业务模式转型, 主要表现在专卖店建设和产品高端化两个方面, 这两个方面本身就是一体两面。一方面产品和品牌上, 实现产品和市场定位高端化, 突出产品“环保”特色(板材产品实现了从E1级、E0级升级为无醛级), 目标市场定位变为高端市场, 持续提升高端产品占比, 加大营销投放、强化公司高端品牌形象。

另一方面渠道上, 为配合品牌升级和加强对终端市场的管控, 2005年公司先后在青岛、南京两地开设了两家专卖店, 变革渠道扁平化, 从批发变为零售, “仓库店”变为“专卖店”, 客户从装修公司为主变成终端消费者为主; 2007年公司的专卖店网络建设进程加速, 专卖店数量达到80-100家, 2010年专卖店总数超过500家, 同时不断完善物流配送中心建设和营销总部信息化系统建设, 为下一阶段爆发增长奠定基础。

为了强化专卖店网络和品牌建设, 2006年成立兔宝宝销售子公司。

图 9: 兔宝宝仓库板材店



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 10: 兔宝宝板材专卖店

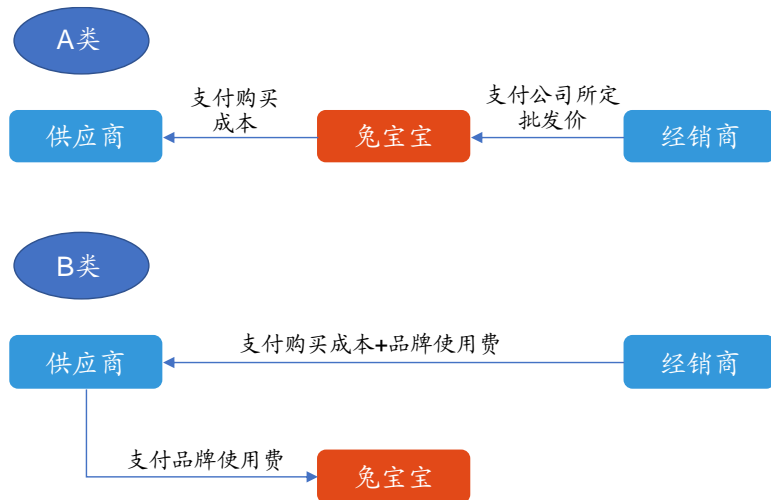


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

第三阶段：装饰板材快速放量期（2011-2017年）。公司核心产品装饰板材业务实现快速放量，来源于资金、渠道、生产模式三方面的提升。资金方面，2011年公司通过非公开发行股票募集资金4.58亿元，用于专卖店网络、区域物流配送中心、营销总部等建设。渠道方面，2011年公司专卖店数量开始快速扩张，从2010年的500余家增加到了2017年的3025家，按照“华东领军、中西崛起、乡镇爆发、整体优化”持续推进全国渠道网络布局；2011年公司开始积极推进经销商公司化，从夫妻店升级为公司店，提升经销商运作经营能力；2015年公司开始策划实施“兔宝宝环保中国行”，让守店待客的经销商主动出击，也加大了公司“环保”特色的品牌宣传度。生产模式方面，一方面公司在2010年开始突破传统生产供应模式，尝试贴牌加工、OEM轻资产模式，寻找优质供应商，以快速扩充产能，轻资产模式为公司板材业务快速扩张提供产能保障；另一方面通过高频次的抽检和监控有效保证产品质量。融资、渠道和生产模式的全面提升助力板材业务快速扩张，2012年起板材业务收入（折成A类）和营业利润开始放量，2012-2017年折算后的A类板材收入GAGR为45.3%，2012-2017年营业利润GAGR为67.6%，均保持高速增长。

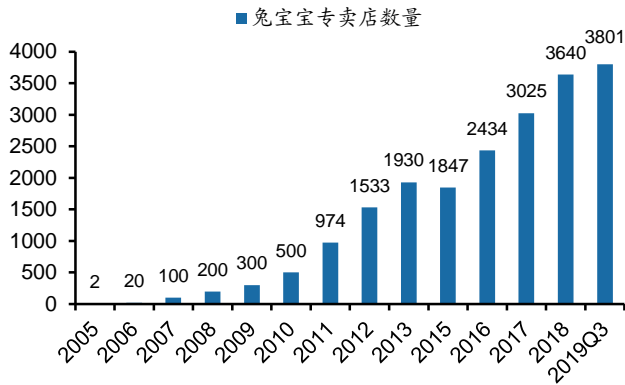
此外，公司顺应行业成品化趋势，加大力度布局家居成品领域，2015年成立家居事业部，打造家居产业园，完善成品定制产品体系，出资成立了兔宝宝家居销售有限公司，正式进军定制家居领域；2017年启动易装项目，为下一阶段全面布局家居成品打基础。

图11：兔宝宝贴牌模式



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

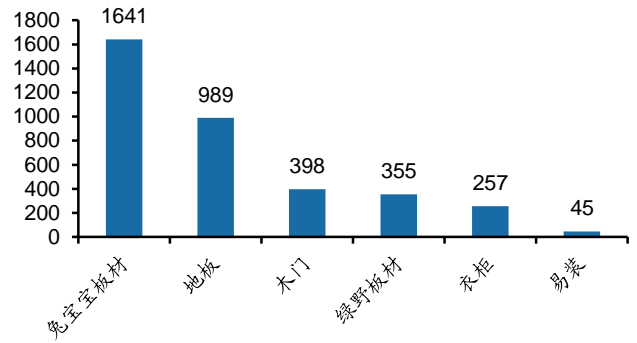
图12: 兔宝宝历年专卖店总数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

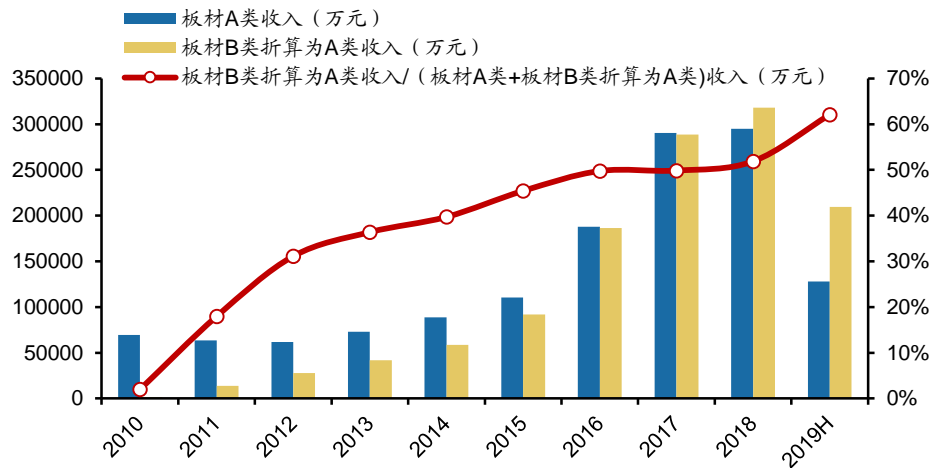
备注: 2014年公司未披露专卖店数量; 2015年数据剔除之前年份的专卖店关店数。

图13: 2018年兔宝宝各体系专卖店数量



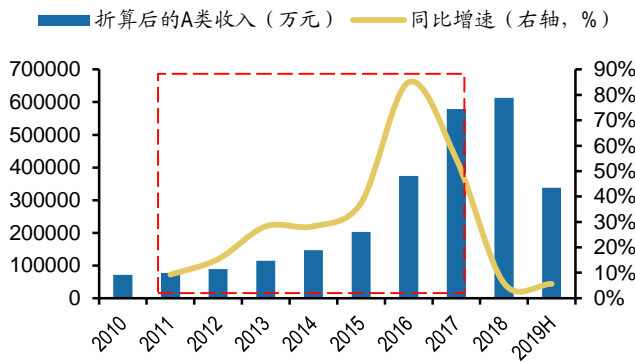
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 兔宝宝A、B类板材收入



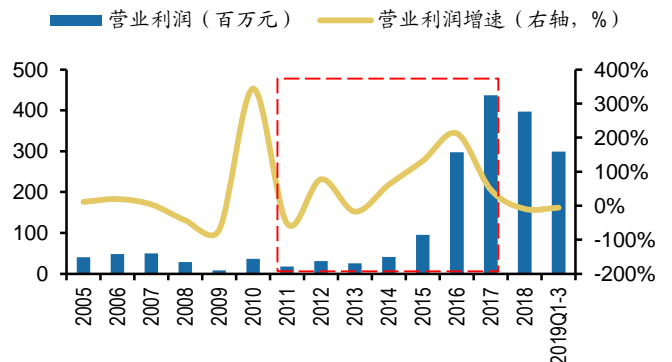
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 兔宝宝折算后的A类收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 兔宝宝营业利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 兔宝宝布局家居成品

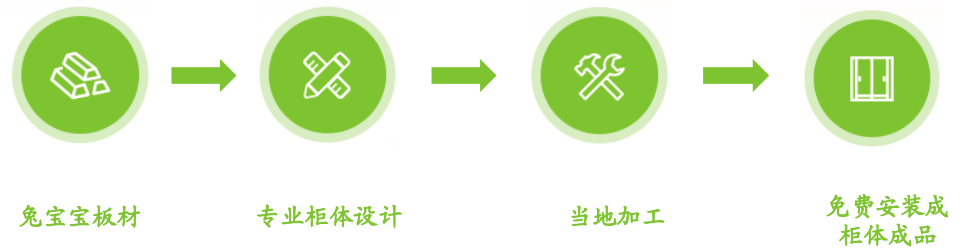


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

第四阶段: 产品和渠道升级期, 加速布局家居成品 (2018年至今)。首先, 公司通过产品和渠道升级, 拓展家居成品零售市场; 一方面产品升级, “从好板到好柜”, 以兔宝宝板材为核心, 为消费者提供从家具板材供应到柜体定制、家具定制、全屋定制深度服务的“易装”产品体系, 给消费者带来性价比高的差异化选择; 另一方面渠道升级, “易装”体系进一步渠道扁平化, 取消一级经销商, 厂商直接销售和服务终端零售门店; 2018年, 全年易装业务落地运营的专卖店45家。其次, 2019年公司收购裕丰汉唐木业, 切入家居成品的房开商(精装房)渠道; 裕丰汉唐已是木作行业精装修领域头部企业, 先发优势明显, 供应链管理体系完善, 已导入前30大房企的一半, 收入规模领先同行; 兔宝宝收购裕丰汉唐, 一方面依托裕丰汉唐在房开商渠道多年的累积和兔宝宝的资金优势、木门地板丰富产品品类, 协同做大家居成品精装修领域; 另一方面依托裕丰汉唐在家居成品领域的生产管理、项目现场管理和安装服务方面成熟经验和兔宝宝的零售渠道网络、品牌, 协同切入家居成品零售领域, 增加其在成品市场整体竞争力。再次, 2019年公司完善装饰材料工程渠道布局, 大力推进工装、家装、家具厂等B端渠道业务拓展, 2019年上半年公司在全国范围内已签约独立工程代理商16家, 并与多家工装公司签订战略合作协议。

为了更好推进产品(服务)和渠道升级, 2018年开始全面导入销售分公司运营模式, 核心市场和重点市场以行政省为单位设立省级销售分公司, 外围市场以跨省的区域为单位设立区域销售分公司, 一方面提升公司对经销商的服务和管控能力, 另一方面便于加大力度推进家装公司、定制家具企业等“小B”端业务, 房地产公司、工装公司、大型定制家具企业等“大B”端业务。

图18: 兔宝宝易装: 从好板到好柜



数据来源: 广发证券发展研究中心

表2: 收购青岛裕丰汉唐木业的进程

时间	事件	详细进展
2018年11月	兔宝宝通过旗下金鼎投资持股裕丰汉唐 5.66%	/
2019/9/20	公告拟收购裕丰汉唐木业	兔宝宝拟以7亿元人民币的价格受让原股东持有的青岛裕丰汉唐木业公司70%的股权, 裕丰汉唐承诺在2019年、2020年、2021年三个会计年度实现净利润应分别不低于7000万元、10500万元、14000万元; 同时, 漆勇和赵越刚分别以不少于27086万元和4780万元(合计31866万元)购买兔宝宝股票。
2020/1/7	裕丰汉唐70%股权已变更至公司名下	已完成第二期价款支付, 共支付交易款28,000万元, 裕丰汉唐70%股权已变更至公司名下并纳入公司合并报表范围。

数据来源: 收购裕丰汉唐相关公告, 广发证券发展研究中心

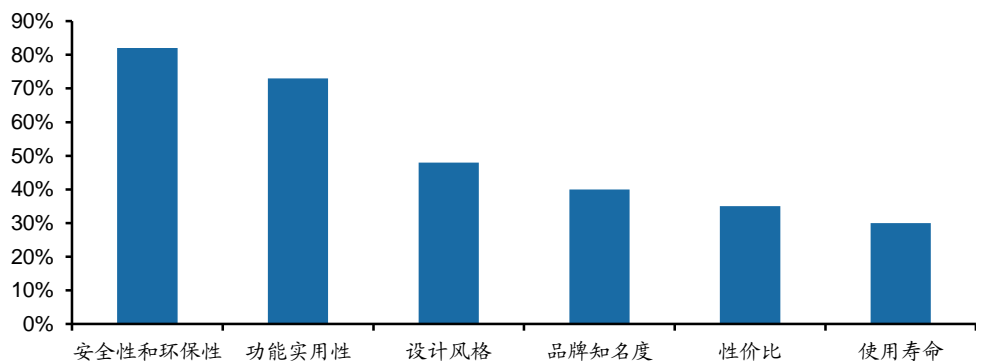
二、公司在装饰板材业务已构筑宽深护城河

（一）装饰板材赛道特点

装饰板材种类繁多，主要用于隐蔽工程和家具柜体隔板，根据施工中使用部位不同，可以分为基层板材和饰面板材两大类。饰面板材通常外表美观，起到外部装饰作用，比如贴面板、防火板和铝塑板；基层板材通常作为基层材料应用，在外面一般看不到，比如细木工板、胶合板和密度板。

目前装饰板材行业中小企业众多、产品质量良莠不齐，伪劣产品充斥，给施工方和消费者都带来了棘手难题。一方面，由于基层板材的应用多属于“隐蔽工程”，很难从表面观察其质量，而劣质材料容易表里不一，抗压强度低、受力差，难施工，容易变形和断裂，从而极大地影响了装修质量和使用寿命。另一方面，由于绝大部分装饰板材品种都是采用胶粘（含甲醛）的方式制成的，板材的环保性不容忽视，是家装中甲醛主要来源之一；劣质板材极易出现甲醛含量超标的问题，严重影响人们的居家健康和安全。随着生活水平的提高，消费者越来越重视装修材料的质量，在选购板材时，安全性和环保性是大部分消费者首要看重的因素。

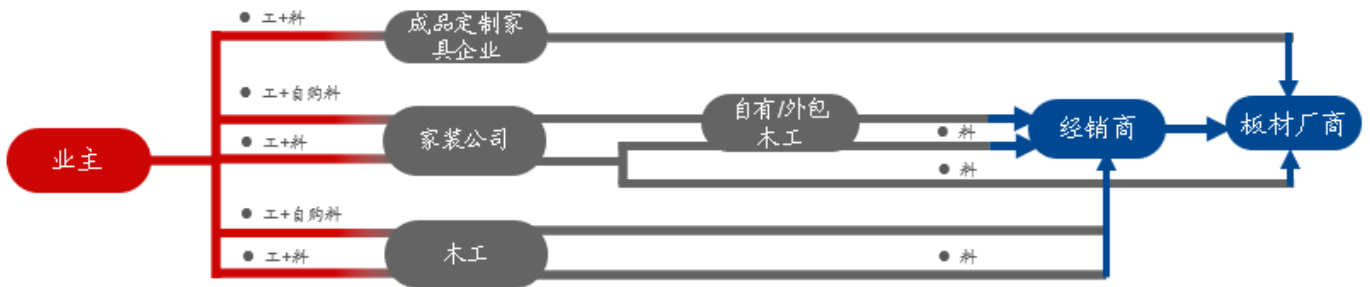
图19：2018年中国新中产人群家具消费主要看重的因素



数据来源：新浪家居《2018中国新中产家居消费指数报告》，广发证券发展研究中心

从消费场景来看，一般有几种方式，一是业主自己选购装饰板材或指定装饰板材（由加工方代为采购），然后找装修公司或木工师傅或木工作坊加工成成品；二是业主包工包料给装修公司或木工师傅或木工作坊；三是业主从成品定制企业选购成品，这是近几年快速增长的场景。一方面对于家居成品而言，其环保性能和柜体质量主要由装饰板材决定；另一方面传统的装修公司或木工师傅或木工作坊一般都规模偏小、流动性强，品牌属性并不明显；同时业主和木工师傅采购需求较分散，装饰板材又有运输半径，这几个要素决定了装饰板材企业可以自己建立渠道网络和品牌来树立自己的产业链地位。

图20: 装饰板材消费场景



数据来源: 广发证券发展研究中心

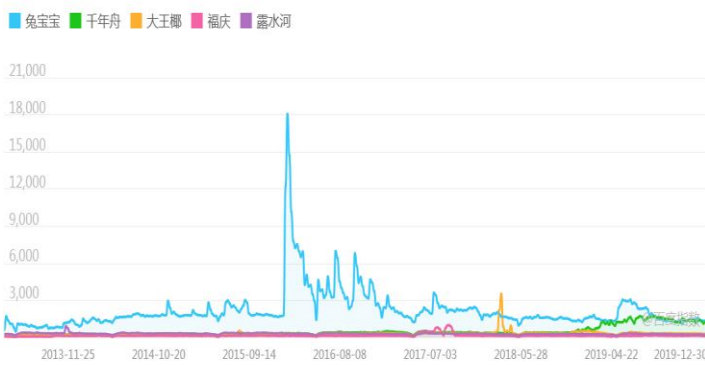
兔宝宝在1992年以板材起家, 作为国内装饰板材行业领导者, 从最早的环保理念, 到专卖店模式、品牌授权模式, 再到功能性板材和顺芯板等新材料的推广运用, 兔宝宝一直引领行业的发展。经过多年深耕, 公司在装饰板材业务已构筑起深厚的护城河, 主要体现在品牌和渠道两个方面。

(二) 品牌制胜: 产品领先、“环保”突出, 装饰板材第一高端品牌

经过多年深耕, 兔宝宝已成为国内板材行业第一品牌, 揽获“消费者喜爱十大品牌”、“十大人气功能性品牌”、“环保板材十大品牌”等多个品牌大奖, 我们从各主要品牌百度搜索指数也可以侧面反应兔宝宝品牌力的领先性。兔宝宝主打环保、专注绿色和健康板材, 产品定位高端, 在行业已建立强大的品牌影响力, 具有较高的品牌溢价, 我们在天猫官网选取了兔宝宝、莫干山、千年舟、大王椰等十几个板材品牌, 兔宝宝的价格比平均值要高出10%-21%, 比中位数要高出9%-20%。

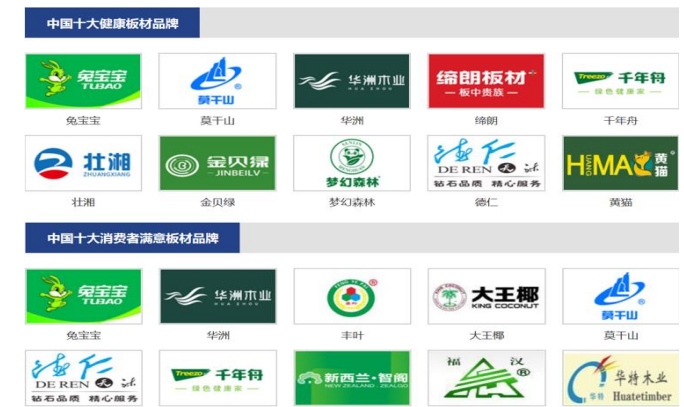
在兔宝宝树立高端品牌的过程中, 有两个因素比较关键: 一是产品领先, 二是长期保持较高营销投入。

图21: 各类板材百度指数



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

图22: 兔宝宝几乎包揽板材行业所有排名的十大品牌



数据来源: 中国著名品牌网, 广发证券发展研究中心

表3: 各品牌板材价格(时间为2020年2月22日)

品牌(元/张)	细木工板 E0 级 17mm	细木工板 E0 级 17mm	实木多层胶合板 E0 级 17mm
	(马六甲芯)	(杉木芯)	
兔宝宝	258	268	290
千年舟	215	225	/
莫干山	256	268	266
大王椰	230	246	/
名兔	248	350	/
雪宝	248	328	288
声旺板材	151	206	198
福庆	/	180	298
声达板材	178	/	/
政祥板材	176	176	/
德丽斯	210	215	209
福海板材	178	228	218
平均值	213	245	252
中位数	215	228	266
兔宝宝价格较平均值高(%)	21%	10%	15%
兔宝宝价格较中位数高(%)	20%	18%	9%

数据来源: 淘宝、天猫各品牌旗舰店, 广发证券发展研究中心

备注: 大王椰数据来源于淘宝专卖店

➤ 主打环保, 产品领先

针对产品赛道特点, 公司自成立之初就一直致力于研发环保、功能性板材, 引领板材行业的环保升级。

2000年, 兔宝宝研制出甲醛释放量达到欧洲E1级标准($\leq 1.5\text{mg/L}$)的第一代环保型产品, 并通过省级鉴定; 2001年提出“关注消费者健康”理念, 并以“推进行业绿色进程为己任”, 致力于打造高端环保品牌; 2004年, 兔宝宝研制开发出E0级胶粘剂(甲醛释放量 $\leq 0.5\text{mg/L}$), 并用此胶粘剂生产出了E0级薄木装饰贴面板, 使得木制品全面达到国际标准; 2005年, 公司研发出无醛级绿色板材, 并于2010年推广, 甲醛释放量低于 0.3mg/L ; 2012年公司成功推出天然植物胶板材, 甲醛释放量低于 0.1mg/L ; 2015年公司再次推出360°除醛系列产品, 装饰板材由无醛走向除醛, 环保性能又上新台阶。

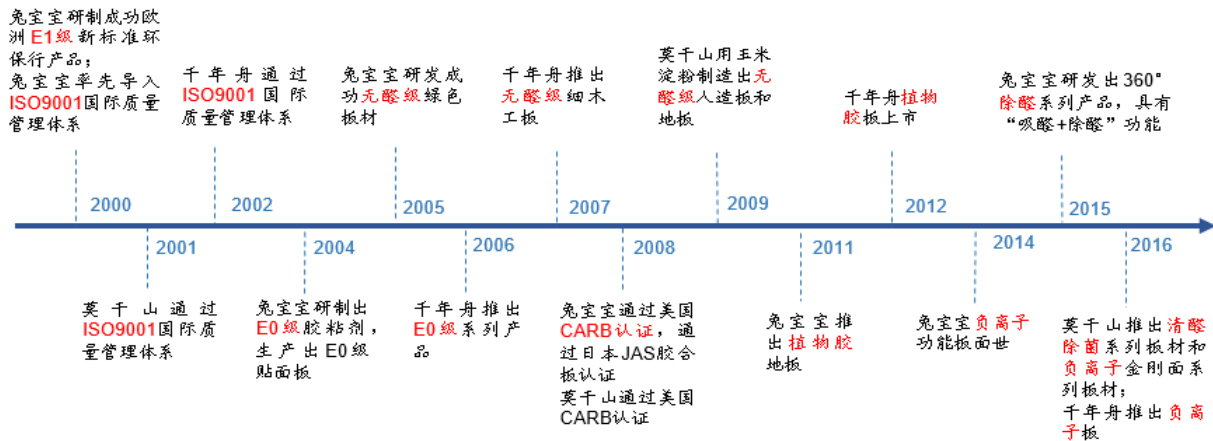
公司板材的环保等级从E1级、E0级、无醛级到现在的除醛级, 始终保持着产品在行业内领先的环保技术, 引领行业内产品环保升级。相较于业内其他品牌, 兔宝宝推出“E0级”、“无醛级”、“负离子功能”和“除醛级”产品的时间都领先行业1-2年, 是推动行业环保理念升级和产品创新的先驱者。兔宝宝牢牢抓住消费者“环保”这一痛点, 走“高端环保”之路。

图23: 兔宝宝环保之路



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

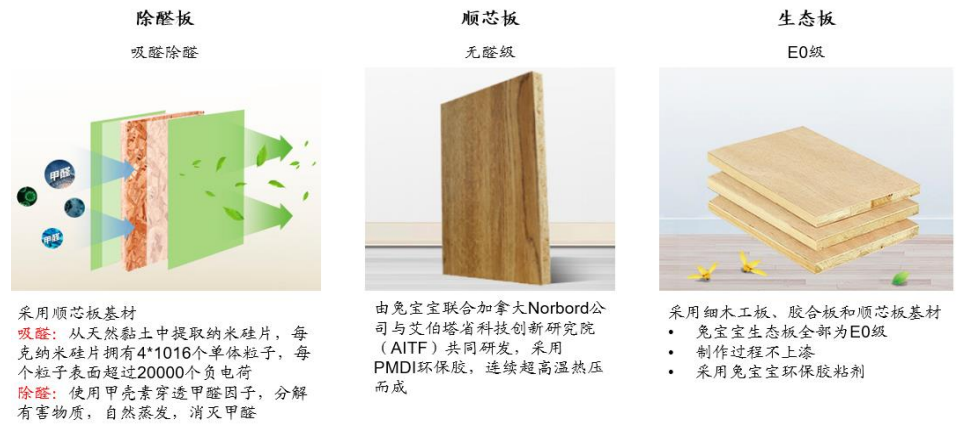
图24: 兔宝宝引领行业环保升级



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

目前市场上仍有大量家具板材为E1级, 兔宝宝主打生态板和顺芯板, 生态板全部为E0级, 顺芯板则为无醛级(顺芯板原材料为天然原木, 全部来自加拿大艾伯塔省80-120年成材的原始颤杨森林, 大口径木材, 采用PMDI环保胶热压而成, 达到无醛级别)。甲醛释放量方面, 兔宝宝板材环保性强于国际先进水平。

图25: 兔宝宝三大热门板材产品



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表4: 兔宝宝产品甲醛释放量远低于国家标准和行业平均

主要技术指标	国家标准	兔宝宝	同行业水平	国际先进水平
装饰贴面板甲醛释放量 mg/m ³	E1≤0.124	0.08	0.1	0.08
	E0≤0.062	0.04	0.06	0.05
科技木甲醛释放量 mg/m ³	E1≤0.124	0.08	0.1	0.09
	E0≤0.062	0.04	0.06	0.05

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表5: 国标、欧标、日标甲醛释放量规定

国家	法规、法案或标准规定及中文名	等级	限量值
中国	《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》	E1	≤0.124mg/m ³
	《浸渍纸层压木质地板 GB/T 18102-2007》	E1	≤1.5mg/L
		E0	≤0.5mg/L
欧盟	法规: 93/168/EEC 建筑产品指令	E1	≤0.124mg/m ³
	标准: EN 13986:2004, 《结构用人造板—特性, 符合性与标签的评估》	E2	>0.124mg/m ³
	EN 300-2006 定向刨花板	E1	≤3.5mg/(m ² ·h)
	EN 312-2003 刨花板	E2	>3.5 ~ ≤8mg/(m ² ·h)
	EN 313-1-1996 胶合板	E1	≤8mg/100g
E2		>8 ~ ≤30mg/100g	
日本	JIS A 5905-2003 纤维板	F☆☆☆☆	平均值≤0.3mg/L, 最大值 0.4mg/L
	JIS A 5908-2003 刨花板	F☆☆☆	平均值≤0.5mg/L, 最大值 0.7mg/L
	JAS 1751-2008 合板	F☆☆	平均值≤1.5mg/L, 最大值 2.1mg/L
	JAS 701-2008 单板积层材	F☆	平均值≤5.0mg/L, 最大值 7.0mg/L

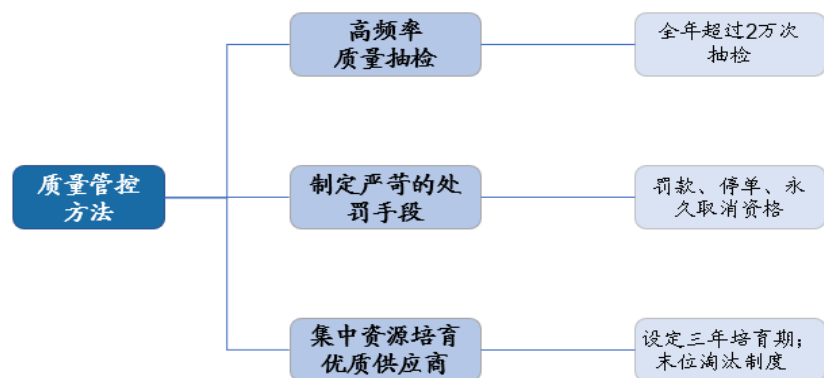
数据来源: 中国 TBT 研究院, 广发证券发展研究中心

除了产品研发以外，公司在生产质量控管上也是精益求精。公司2010年开始突破传统生产供应模式，尝试贴牌加工、OEM轻资产模式；贴牌加工是双刃剑，一方面反映了公司强劲旺盛的品牌力，另一方面也对公司产品质量管控带来极大考验。

公司在板材行业首家试水贴牌加工，在多年的代工贴牌合作中，获得了管理OEM企业的丰富经验，公司也建立了严格管控制度，主要包括：一是高频率密集抽检以保证产品的质量，供应中心和销售部门联合抽检，2015年检测次数达8000多次，2017年达20241次；除了每个生产环节的质量检查外还实行全员抽检法，下一道程序对上一道程序进行检验，不合格的直接返工，避免再流入下一环节，严格的产品抽检保证了公司的产品质量。二是集中资源培育优质供应商，设定三年培育期，期间只给予供应商小额订单并不定期进行质量抽检，待供应产品的质量稳定后，再加大订单数额。三是全面管控供应商的生产、经营状况，原材料质量控制、产成品抽检，对检测不合格的供应商，给予相应的经济处罚，对甲醛释放量抽检不合格的供应商，直接予以停单整顿或取消供应商资格。公司产品在国抽、省抽各级质量抽检中合格率均为100%。

在售后服务方面，兔宝宝也采取了多种举措着力提升服务质量：公司开通了全国服务热线以及兔宝宝官网在线客服平台、官方微信微博、今日头条、知乎等自媒体网络平台；对客户投诉实施区域划分管理，明确质量事件处理流程规范，跟踪记录投诉处理，对客户异议做到12小时内回复，72小时内派专人现场解决，7天内结案。严格的质量管控以及全面及时的售后服务有效地保证了公司的产品质量和贴牌生产模式的顺利运行。

图26：兔宝宝OEM贴牌模式管控方法



数据来源：2017年公司年报，广发证券发展研究中心

➤ 长期保持较高营销投入

一是紧跟时代变化，围绕核心媒体持续进行广告宣传。2011年在中央电视台七大频道投入亿元广告，累计237次/月在各个广告段进行播放，“科技创新木业、环保享受

生活”，突出兔宝宝自然、环保、和谐的品牌基调和以科技为主导的品牌理念，提高了兔宝宝的品牌影响力，标志着兔宝宝开始从区域强势品牌向全国领军品牌迈进。2017年针对高铁客流量的持续增长及其更高的性价比，公司在北京、广州、南京、合肥等14个省会级重点城市的高铁站投放了广告，并投放了31组高铁列车内广告，突出“兔宝宝健康家居”特点，增加了消费者对兔宝宝品牌的认知度和知名度。2017年开始围绕移动互联网构建新型营销模式，携手天猫等知名互联网平台全渠道发力，“双11”狂欢节兔宝宝实现线上线下全国联动，参与活动门店达261家，设立全国线下分会场10个，活动参与人数多达55000人次，双十一7天时间兔宝宝线上销量突破1亿元，荣登天猫基础建材行业销量第一；2018年兔宝宝双十一期间线上线下销售额突破2.02亿元，同比增长128%，其中双十一单天总销售金额达1.26亿，累计进店120万人次；2019年兔宝宝双十一再获佳绩，双十一当天总成交额1.45亿元，同比增长20%。

二是自2015年公司开始策划实施“兔宝宝环保中国行”活动至今，在全国各地效果明显。兔宝宝“环保中国行”秉承“绿色兔宝宝，安心住进家”的环保理念，主要以区域联动模式，线下宣传兔宝宝环保理念呈现兔宝宝绿色形象的同时通过大型促销团购活动回馈客户，拢聚单个经销商的“坐销”转为整体“行销”。“兔宝宝环保中国行”极大地展现了兔宝宝的品牌实力，进一步拓宽了兔宝宝的品牌知名度和影响力。

过去10年，公司持续保持较大的营销投入，2015年以来市场推广宣传费占营收比重不断攀升，2019H达到2.2%（市场推广宣传费为4318万元），持续多年的营销投入沉淀了兔宝宝的品牌影响力。

图27：兔宝宝广告



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 28：兔宝宝环保中国行

兔宝宝环保中国行11月10日现场数据		
站点	成交量(单)	定金(万元)
福州站	1066	1402
苏州站	2538	1148
百色站	780	570
南京站	205	406
杭州站	198	400
新乡站	667	216
总计	5435	4142

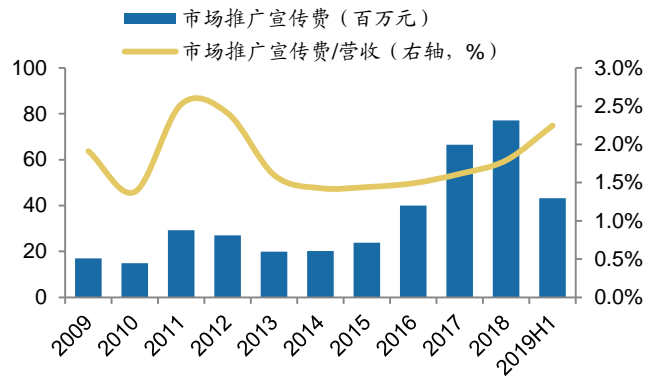
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图29: 兔宝宝2019双十一战绩



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图30: 兔宝宝市场推广宣传费用



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 渠道为王: 运营能力强、逐步密布全国的的专卖店网络

装饰板材的市场规模较大约为1000亿元(假设5000元客单提货价, 5000元/套*2000万套=1000亿), 业主和木工师傅采购为主、下游分散, 同时装饰板材有运输半径、产品良莠不齐需要现场挑选还需加工服务配套, 建立获客能力强的渠道网络对装饰板材企业来说至关重要。

兔宝宝作为装饰板材行业规模最大的企业, 目前市占率8%(按照折算成A类收入), 一方面公司已经建立了运营能力很强、逐步密布全国的的专卖店网络, 另一方面渠道拓展和下沉的空间仍然很大(市占率有很大提升空间)。

公司从几个方面打造渠道网络壁垒:

➤ 率先渠道变革, 提升经销商运营能力

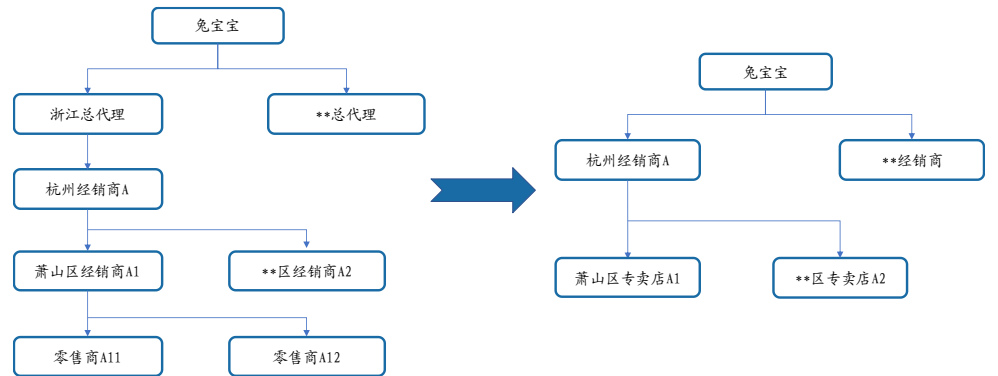
2005年, 兔宝宝率先在当时的外围市场青岛开设了业内第一家专卖店, 开启了专卖店销售体系之路; 试点成功后, 兔宝宝开始强制老经销商改革, 2006年专卖店从外围地区先后推广至上海、南京、长沙、苏州、厦门等全国大中城市, 新开设了20多家品牌专卖店; 2010年专卖店网络建设快速推进, 新开业专卖店数量200余家, 专卖店总数超过500家(其中板材门店数量达到380家), 江西、湖南、湖北、山东、福建等兔宝宝品牌影响力相对弱势的外围市场成为公司快速拓展专卖网络的重点。专卖店网络的快速推进也极大地提高了兔宝宝的市场覆盖率和品牌知名度。

渠道变革(专卖店模式)的优势主要体现在, 一是渠道扁平化缩短了公司和消费者的距离, 使公司的渠道运营和反馈更有效率, 对品牌的建设和维护具有更好的张力。取消省级代理, 批发层级减少, 公司通过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, 以“打造精品专卖店体系”(将专卖店打造成“形象店”和消费者“体验店”)为国内销售网络建设的重点, 使兔宝宝在迅速占领各地中高端市场同时, 做到了高端品牌形象深入人心。二是公司积极引导和培育经销商由原来的“夫妻店”向公司化运营升级, 提升经销商的运营和服务能力; 公司也加强对经销商在营销促销、新产品推广、日常运营

和团队建设等全方位的支持。

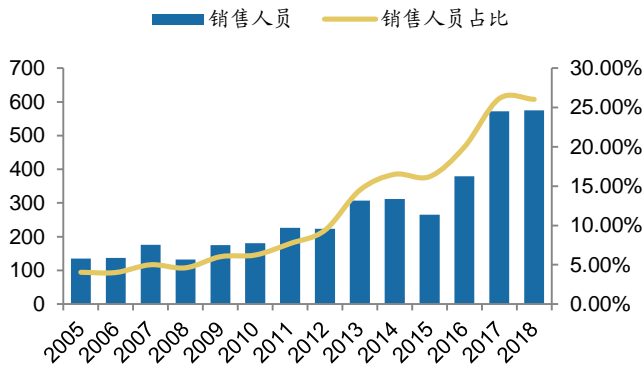
在专卖店渠道变革期，公司投入了大量的人力和物力，表现在2005年以来公司的销售人员占比不断提升，从4.04%提高到了26.04%，以及销售费用率和管理费用率自2005年以来持续上升，在2011年专卖店增长最快的时候达到高峰，增长了2倍，随后专卖店体系逐渐成熟、快速放量后缓缓下降。

图31：兔宝宝渠道演变图



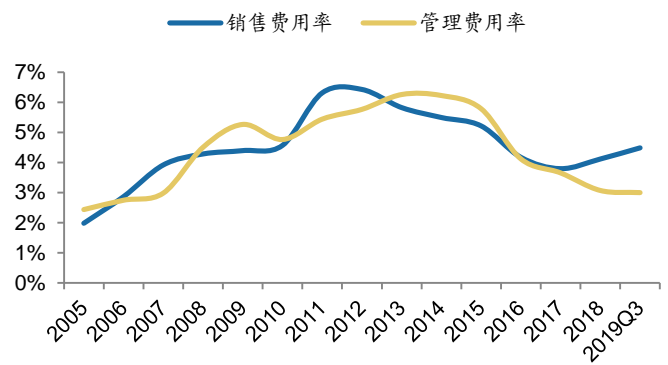
数据来源：广发证券发展研究中心

图32：2005-2018公司销售人员数量（个）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33：公司销售费用率和管理费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

➤ 以总部为圆心，持续加密渠道网络

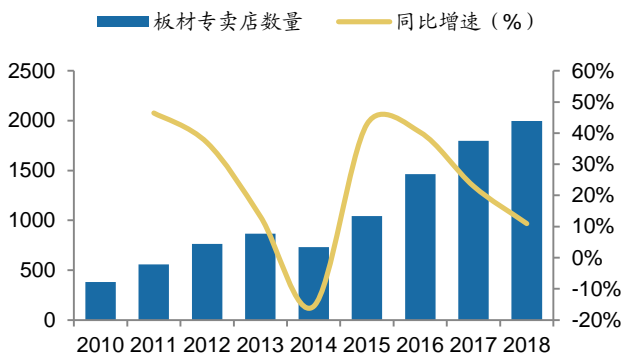
专卖店模式成熟后，以总部为圆心，划分为核心、重点和外围市场，核心市场为浙江、江苏、上海、安徽、湖北，重点市场为湖南、江西、福建、山东、河南、四川、重庆，其余为外围市场，逐步加快渠道网络建设。

2005年，公司在青岛和南京率先试点，开出两家专卖店；2007年，公司在全国主要地区、特别是华东地区初步构建了专卖店网络主骨架，专卖店数量达到100家；2010年，江西、湖南、湖北、山东、福建等兔宝宝品牌影响力相对弱势的外围市场成为公

司快速拓展专卖网络的重点，专卖店总数超过500家；2011年，再融资后公司专卖店网络建设全面爆发，继续加强外围市场拓展力度，同时在兔宝宝专卖网络开发较完善的华东地区，专卖店网络加紧下沉、前移到县级及城镇市场，到年底公司已在全国建立了974家专卖店，初步形成覆盖华东、并逐渐走向全国的庞大销售网络渠道；2016年，公司按照“华东领军、中西崛起、乡镇爆发”的网络建设原则，装饰材料专卖店已完成核心市场和重点市场的县级以上城市基本全覆盖，达到1463家，累计各类专卖店达到2494家；2018年公司在核心市场和重点市场强化二级分销管理，完善分销政策措施，通过密集分销和渠道下沉，进一步提高市场覆盖和市场占有率，提升单店销量，到年底公司装饰材料专卖店总数达到1996家，累计各类专卖店达到3640家。

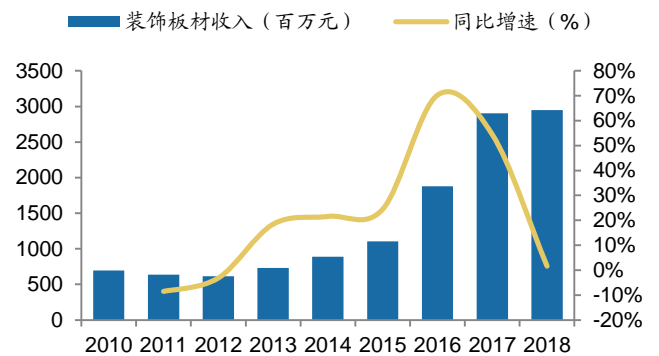
从总量数据来看，公司的专卖店数量和收入增速2011-2017保持高速增长态势；从结构数据来看，不同区域市场的收入增速，外围市场>重点市场>核心市场，保持了很好的梯队发展态势，目前核心市场板材专卖店数量仍在稳步增长，重点市场和外围市场还有很大的增长空间。

图34: 兔宝宝板材专卖店数量



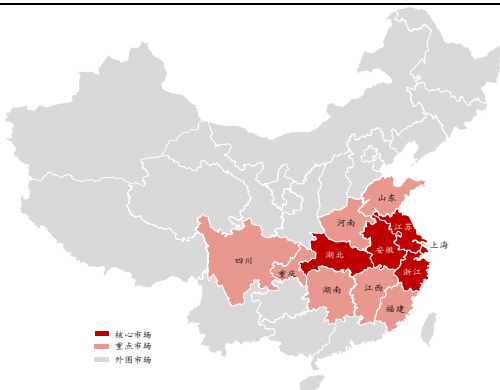
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图35: 兔宝宝装饰板材收入及增速



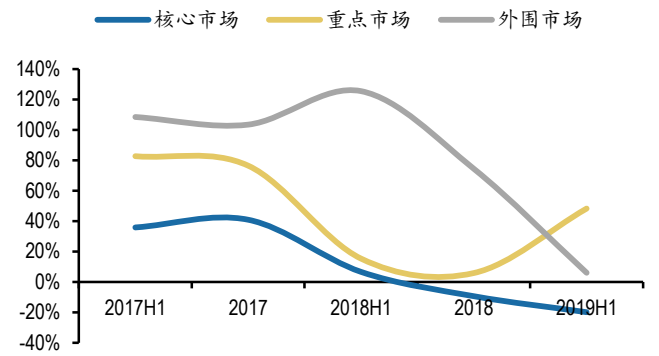
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 兔宝宝板材市场分布



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

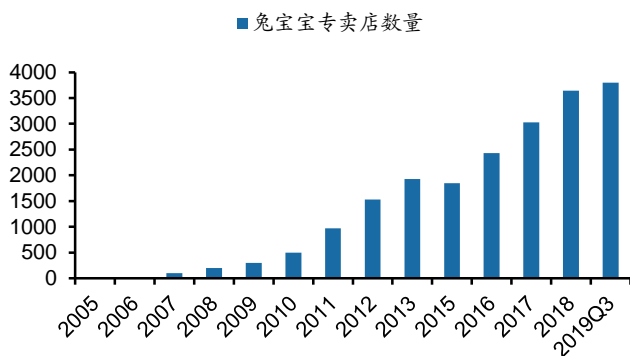
图37: 兔宝宝不同板材市场收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

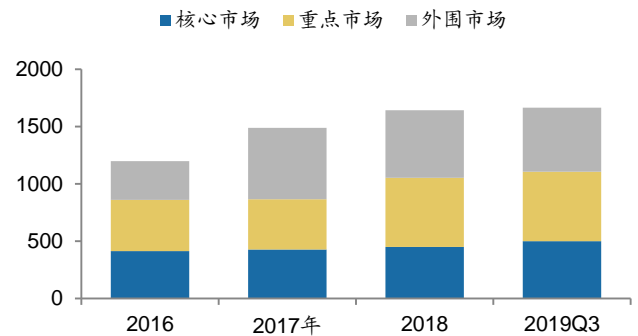
2018年兔宝宝专卖店数量达到3640家，截止到2019年前三季度为3801家，已初步建立密布全国的经销商网络，明显领先于和其他板材品牌企业。我们通过在各板材企业(兔宝宝、雪宝、千年舟、大王椰、福庆和莫干山)官网查询到各品牌专卖店数量，分别选取兔宝宝三大市场中的两个省(市)进行对比(我们在核心市场中选择浙江和上海，在重点市场中选择湖南和福建，在外围市场中选择河北和山东)。和可比公司相比，兔宝宝专卖店数量在六省(市)中的四省(市)排名第一，在另外两个省(市)中排名第二；从各品牌在六省(市)中的平均专卖店数量来看，兔宝宝专卖店是排名第二的雪宝两倍多。兔宝宝专卖店数量不仅在核心市场和重点市场优势明显；在部分外围市场也发展均衡，在数量上仍占优势。

图38: 2005-2019Q3兔宝宝专卖店总数量



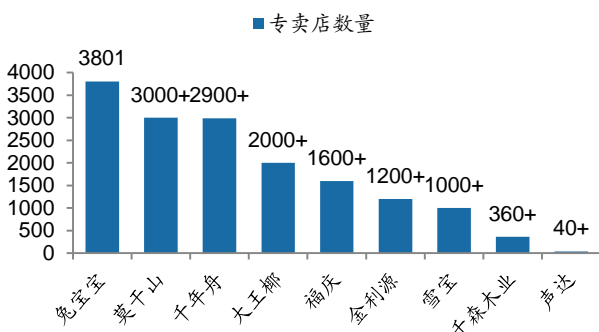
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图39: 2018年兔宝宝不同市场板材专卖店数量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图40: 各品牌专卖店数量对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图41: 不同市场各品牌专卖店数量对比

区域	省份	兔宝宝	雪宝	千年舟	大王椰	福庆	莫干山
核心市场	浙江省	80	30	95	71	31	15
	上海市	74	2	4	17	4	0
重点市场	湖南省	100	114	37	51	10	2
	福建省	100	43	23	19	7	4
外围市场	河北省	60	11	18	32	0	7
	广东省	100	38	31	20	0	2
平均		86	40	35	35	9	5

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

➤ 让利经销商建立粘性，走高周转之路

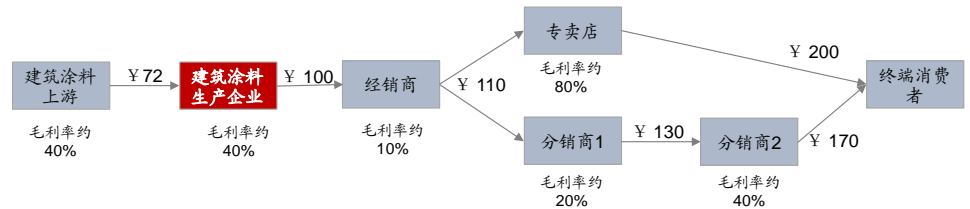
公司的经销商不仅广泛密布，而且有较强的粘性。一方面公司品牌强，产品具备较好的市场基础，且公司给经销商提供的服务支持力度大。另一方面公司主动让利经

销商，而且兔宝宝高端环保品牌溢价较高，利润率也更丰厚，高额的利润率提高了经销商忠诚度，也有利于吸引优秀的经销商加入。

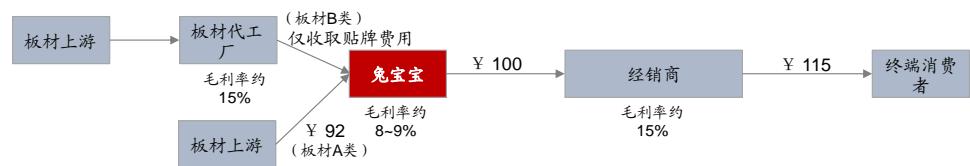
通过拆解建筑涂料行业和板材行业各环节的利润空间，我们发现涂料行业存在多级渠道，出厂价到终端价加价率较高，涂料生产企业加价率高于经销商；而板材行业整体加价率较低，兔宝宝加价率低于经销商加价率。兔宝宝毛利率显著低于其他建材子行业龙头公司，和同行业的大亚圣象和丰林集团相比，兔宝宝的板材业务毛利率也最低，但是前文我们也分析到兔宝宝产品定价是较高的，这些侧面反映了兔宝宝让利经销商。

图42: 建筑涂料行业和板材行业各环节利润空间拆解

建筑涂料企业: 多级渠道, 不同级别经销商加价率不同

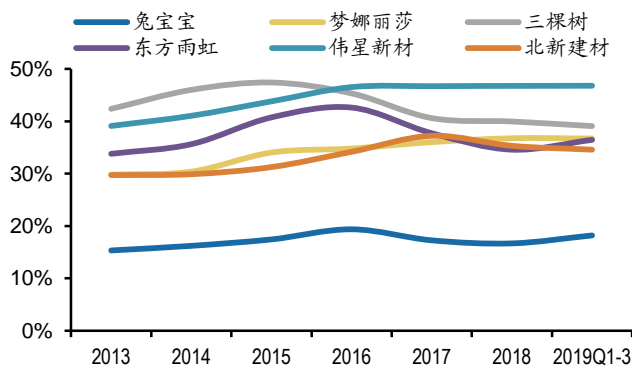


兔宝宝: 让利经销商, 渠道扁平化



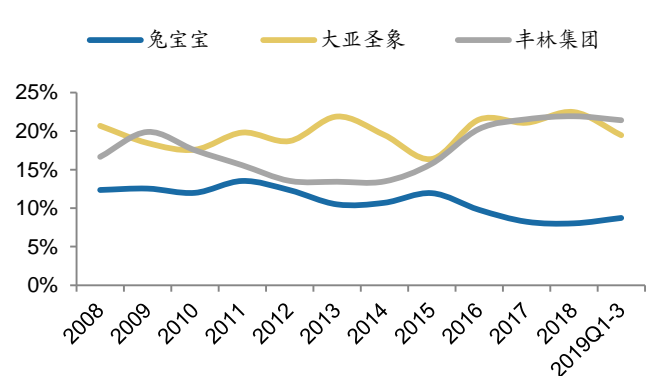
数据来源: 广发证券发展研究中心

图43: 建材行业优质公司毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 可比公司板材业务毛利率



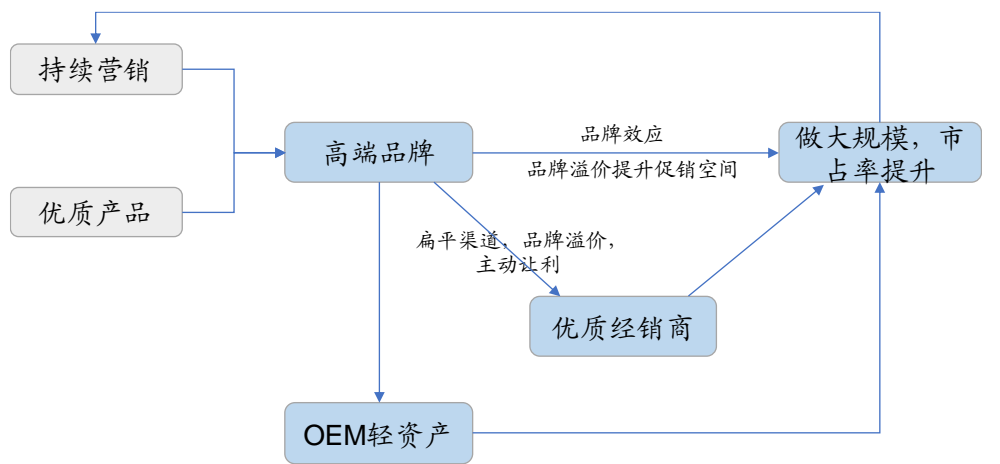
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

事实上，兔宝宝正是构筑了“薄利多销、轻资产、高周转”模式，虽然营业利润率较薄，但是由于周转率高，公司ROE保持在较高水平。一方面，公司品牌定位切中消费者痛点（环保），通过专卖店体系和长期持续营销投入体现品牌定位，树立高端品

牌；通过品牌溢价反哺渠道建立粘性、通过促销活动（以价换量）做大规模，提升市占率，而竞争对手由于渠道利润本身较薄，难以模仿；这体现为兔宝宝的毛利率和净利润率低于同行，存货周转率高于同行。另一方面，生产端公司凭借着日益积累的品牌优势采用OEM轻资产模式能更快速进行异地扩张，使得公司的周转率很高（总资产周转率和存货周转率都明显高于其他企业）。

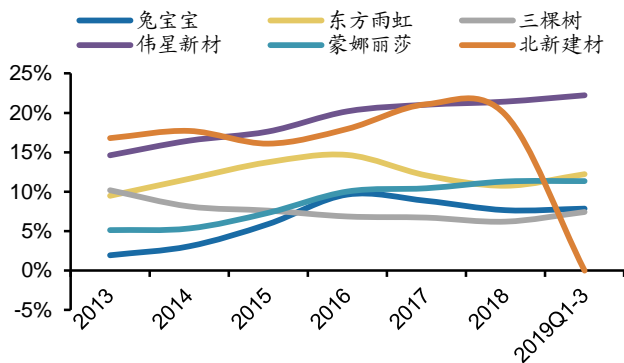
综合来看，公司的这种经营模式取得了长期较高的ROE，竞争对手也难以复制，从而建立宽深的护城河。

图45: 兔宝宝品牌和渠道实现正向循环



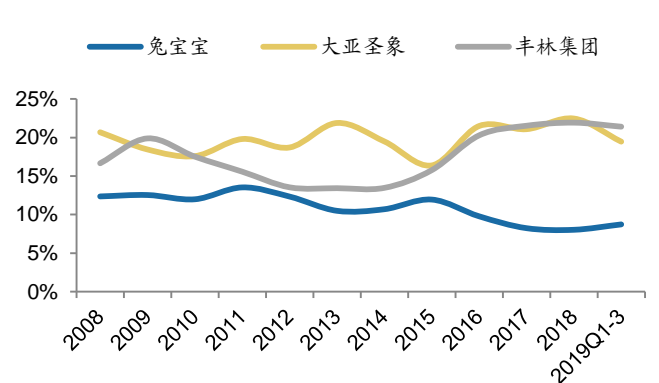
数据来源：广发证券发展研究中心

图46: 建材行业优质公司净利率



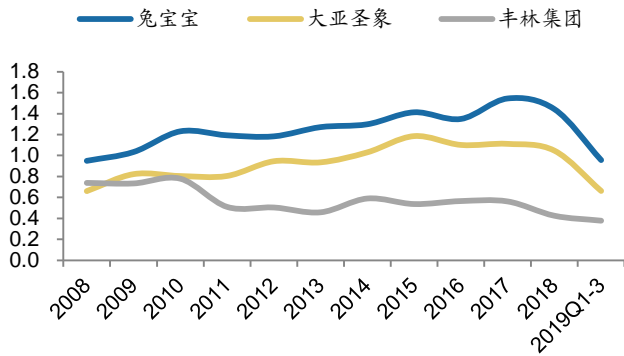
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 可比公司板材业务净利率



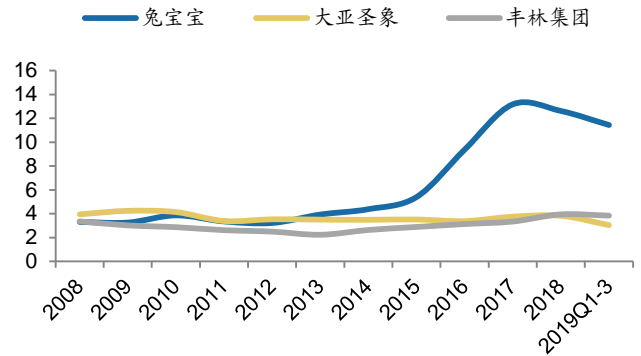
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图48: 可比公司资产周转率



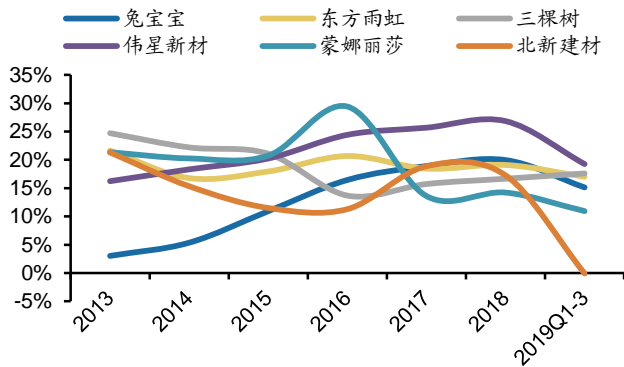
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 可比公司存货周转率



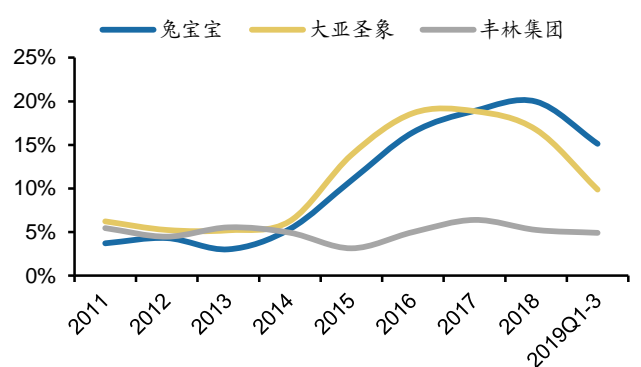
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图50: 消费建材行业优质公司ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 51: 可比公司 ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

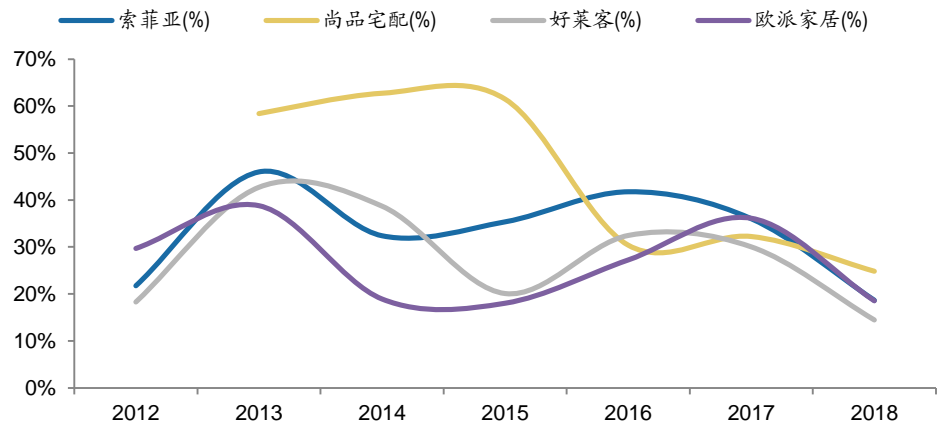
三、产品和渠道升级，全面布局家居成品

(一) 成品定制品牌化和精装修化带来行业消费模式和渠道变化

近年来，有两大变化对装饰板材行业过去消费模式产生较大影响：

一是随着新的消费群体崛起，消费行为日益朝成品化发展（采购材料再去加工费时费力），而定制家具刚好应运而生，改变了传统家具企业不能兼顾个性化需求和规划化生产、没法做大的困境，定制家具在风格多样的设计基础上，进行工厂化生产和上门快速安装；全国连锁、品牌化的定制家具企业崛起，市场渗透率持续提高，压缩了品牌装饰板材企业的零售市场空间（消费者直接选择成品定制品牌，省时省力，从而减少了采购品牌装饰板材再去加工的需求），使得装饰板材市场B端化（装饰板材企业从直接卖给消费者变成卖给定制家具企业），倒逼品牌装饰板材企业往成品化、定制化发展。

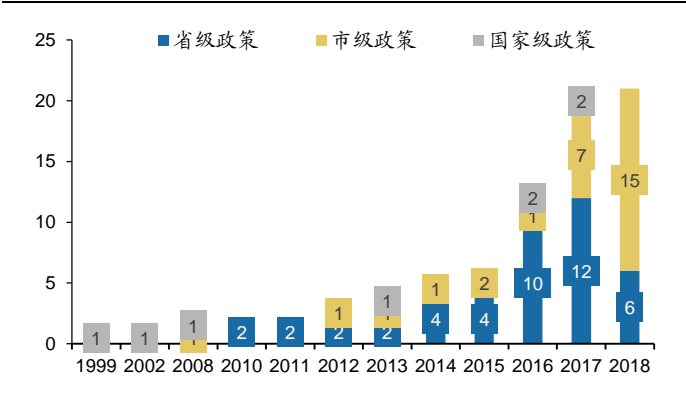
图52：主要定制家具企业营收增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

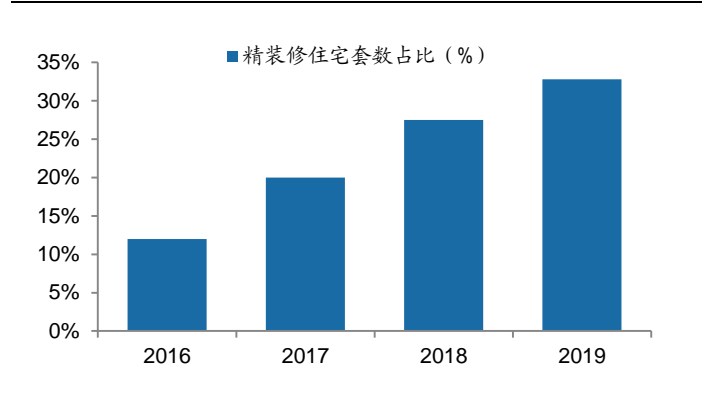
二是受中央和各地方精装房政策持续推进的影响，精装房占比不断提高；2016年国家 and 地方政府开始加速推出全装修相关政策，2017年5月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，此外各省、市政府也对辖区内的建筑业交房标准提出了要求；根据奥维云网统计，自2016年起，国家和各省市政府密集推出全装修/精装修政策，2016年、2017年、2018年分别出台13条、21条、21条政策，这些政策大多对全装修/精装修的比例有要求；根据奥维云网，2019年中国住宅精装修比例超过30%；同时根据奥维云网统计，精装修房屋中，橱柜和浴室柜为精装修标配，配套率超过99%。精装房（或全装房）导致成品家具的采购从业主变为房开商，成品家具的零售市场也被压缩（C端零售市场需求切换到B端工程市场去了），同时也进一步压缩了装饰板材的零售市场（精装修化间接促进成品化）。

图 53: 2013-2019年精装修政策情况 (条)



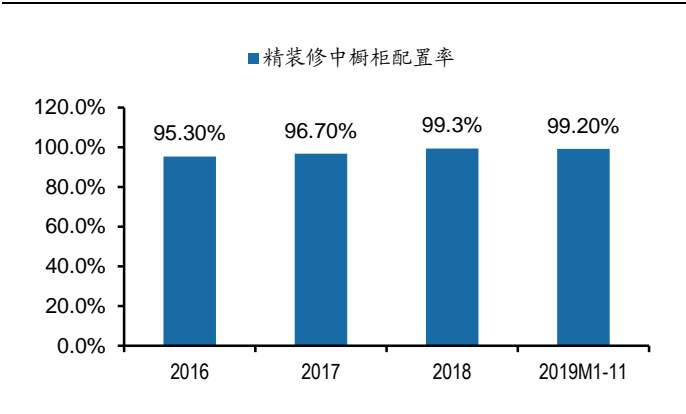
数据来源: 中国建筑装饰协会, 广发证券发展研究中心

图 54: 精装修住宅套数占比持续上升



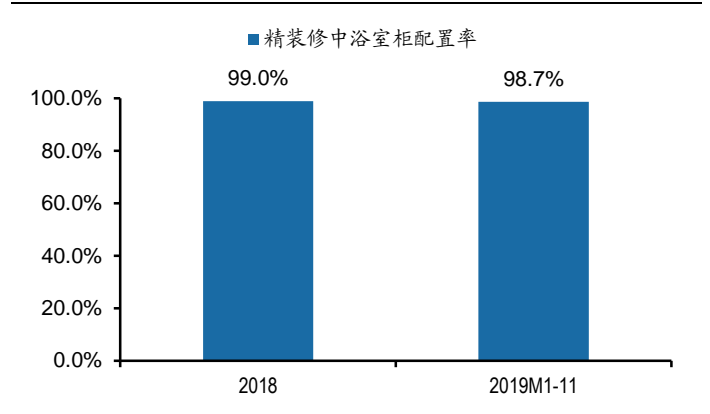
数据来源: 奥维云网, Wind, 广发证券发展研究中心

图 55: 精装修中橱柜配置率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 56: 精装修中浴室柜配置率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

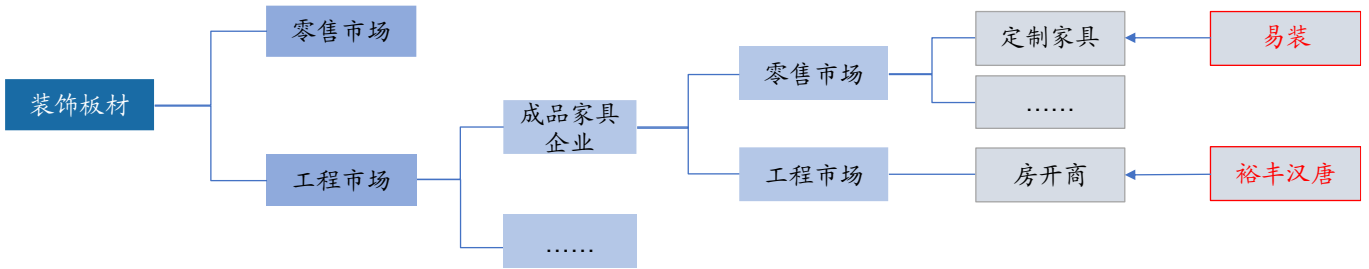
针对以上两大变化, 兔宝宝从2015年就开始制定应对策略, 在零售和工程两端齐发力。

为了应对成品化趋势, 零售端, 一是2015年开始打造家居产业园, 不断完善成品定制产品体系, 2019年已完成地板、木门、衣柜、橱柜、儿童家具等木质产品的综合生产布局, 为打造全屋定制做好准备, 截至2019年9月, 公司成品家居类专卖店共计1776家; 二是2017年试点板材专卖店转型成为易装专卖店, 从好板到好柜, 为消费者提供性价比高的成品, 2019年易装体系开始大规模推广。工程端, 2019年收购青岛裕丰汉唐木业, 该企业从2008年进入万科体系以来, 一直作为其A类供应商(自2013年万科每年对供应商进行评估分级), 同时已经成功导入众多头部开发商, 多年的精装修工程配套服务经验, 有助于公司在工程渠道端快速发力。

同时, 公司也在装饰板材B端业务发力, 2018年成立了工程事业部, 2019上半年公司开始在全国招工程代理商, 开拓房开商、装修公司、家具公司等B端客户。

我们认为易装和裕丰汉唐是兔宝宝未来最有战略价值和亮点的业务。

图57：行业消费模式变化和兔宝宝业务拓展逻辑



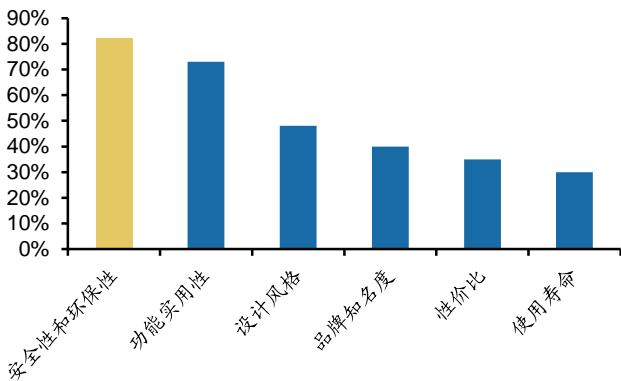
数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 重视“易装”的战略价值：产品和渠道升级，差异化切入成品零售渠道

➤ 易装产品是对现有产品升级，直击消费者痛点，走差异化竞争路线

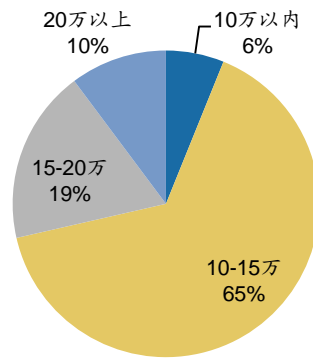
根据中国室内装饰协会、中国建筑装饰协会、中国建筑装饰装修材料协会等14家行业协会联合新浪家居发布的《2018中国新中产家居消费指数报告》，中国新中产人群在家具消费中，最关心材质的安全性（稳定性）和环保性；同时根据消费者在家具的投入预算可以看出，超过六成的新中产家庭愿意花10-15万购买家具，家具预算超过15万的家庭只占近三成。安全性（稳定性）和环保性，以及产品价格是消费者购买过程中在意的主要因素。

图58：2018年中国新中产人群家具消费主要看重因素



数据来源：新浪家居，广发证券发展研究中心

图59：2018年中国新中产人群购买家具预算分布



数据来源：新浪家居，广发证券发展研究中心

目前家具市场按照制作模式可以分为手工（木工）打制家具、传统家具及定制家具。三种方式各有优缺点：手工制作最大的优势就是材料知根知底，空间利用率较高，个性化强，缺点也比较明显，设计不够美观，加工质量难以保证，过程比较麻烦周期也长，后续胶水油漆可能会带来环保隐患；成品家具最大的优点就是即买即用，选

购时可以亲身体验，多种材质可选、设计款式多，缺点在于空间利用率低，板材质量和环保性能难以掌握；定制家居的优点在于空间利用率高、个性化强、设计美观，工厂加工、品牌背书、加工质量有保障，采购和交付便捷、消费者省心省力，缺点在于板材质量和环保性能难以掌握、造价相对较高、交付周期较长。

表6: 三种家具模式比较

项目	手工（木工）打制家具	传统家具	定制家具
所用板材	各类板材均可	各类板材均可	颗粒板、密度板
主要优势	1、材料（板材）质量知根知底； 2、尺寸贴切、空间利用率高； 3、个性化设计；	1、即买即用，选购时可亲身体验； 2、多种材质可选，设计款式多；	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化强，设计美观； 3、工厂加工，品牌背书，加工质量有保障； 4、采购和交付便捷、消费者省心省力；
主要劣势	1、设计不够美观； 2、加工质量难以保证； 3、如需油漆，材料存在环保隐患； 4、过程费时费力	1、空间利用率低； 2、板材质量和环保性能难以掌握；	1、板材质量和环保性能难以掌握； 2、造价相对较高； 3、交付周期较长；

数据来源：广发证券发展研究中心

“易装”业务作为兔宝宝切入家居成品市场的利刃，在于从产品上解决了消费者的痛点（现有模式的缺点）：

易装是以兔宝宝健康板材产品为主材，基于现有痛点（消费者购买板材寻求木工打制衣柜过程中存在的操作繁杂，最终产品款式或者细节不满意），为消费者提供一种增值服务的一种运营模式，通过兔宝宝总部输出场景化的柜体解决方案，搭配各类线条、五金、罗马柱、门型等配套产品，由兔宝宝易装门店提供测量、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。

相比于手工（木工）打制家具现场加工，易装工厂化加工更能保证加工质量并避免现场加工带来的环保隐患，同时设计也更美观；提供一站式服务，消费者不用先选材再找人加工，省心省力。相比于成品家具，易装带来个性化定制，板材质量优异且质量标准统一。相比于定制家具，易装板材质量优异、环保性好且质量标准统一，而且性价比高。

表7: 兔宝宝易装、打制家具和品牌定制家具比较

		手工（木工）打制家具	兔宝宝易装	品牌定制家具企业
板材	板材类型	多种板材均可	细木工板、多层板和顺芯板	颗粒板和密度板
	板材质量	良莠不齐	好	一般
价格	出厂价	一般业主选购，较低	较高	较低
	渠道加价率	无	较低	较高
	终端售价	较低（加工费）	性价比高	较高
产品	做工	误差较大	生产流程较标准，误差较小	生产流程标准，误差小
	产品设计	设计感弱，样式统一	设计美观，个性化定制	设计美观，个性化定制
	经营管理	/	提升中	团队经验丰富
	专业服务	几乎没有，消费者费时费力	消费者省时省力，服务能力提升中	专业化服务，消费者省时省力

数据来源：装修学，广发证券发展研究中心

“易装”业务具备这种优势来自于其产品端和商业模式。

易装的优势一方面来自于板材的环保性与安全性（稳定性）。

目前家具板材包括实木板和人造板两大类，实木板是采用完整的木材（原木）制成的木板材，但由于实木板造价高、木材资源有限、而且施工工艺要求高，在装修和制作家具中使用较少；人造板是指以木材或其他非木材植物为原料，经一定机械加工分离成各种单元材料后胶合而成的板材或模压制品，人造板木材利用率高，可以有效节约木材，并且造价较低，是主要的装饰类板材。

人造板主要分为三大类，分别是纤维板（密度板）、刨花板和胶合板，其延伸产品和深加工产品达上百种，如大芯板（细木工板）属于胶合板，欧松板属于刨花板，实木颗粒板属于刨花板，各类板材都能应用于家具制作，但性能差异较大。

图60: 各类人造板图示



数据来源：兔宝宝公司官网，华洲公司官网，广发证券发展研究中心

表 8: 各类人造板材性能比较

	密度板 (纤维板)	实木颗粒板 (刨花板)	胶合板 (多层板)	大芯板 (生态板)	欧松板 (OSB)
板材介绍	将木头和其他植物纤维打成粉末加胶热压成。	将木材等原材料切削成一定规格的碎片, 经过化学处理, 在一定的温度下压制而成。	由一层层实木薄板按照木纹方向相互垂直放置胶合而成, 通常用奇数层单板。	将原木切割成木条, 拼接成芯, 由两片单板中间胶压拼接木板而成, 如马六甲板。	定向刨花板。将木材通过专用设备加工成一定形状的刨片, 经脱油、干燥、热压成型等工艺制成。
优势	表面光滑平整、材质细密、边缘牢固, 容易加工, 适合造型	1、板子韧性及横向承重力好; 容重均匀, 厚度误差小; 纵向抗弯强度比横向大, 易加工。 2、可加入防潮颗粒, 增强防潮性。	1、稳定性好不易变形、幅面大、施工方便、不翘曲、横纹抗拉力学性能好, 物理性能非常好。 2、防水性和稳定性强于颗粒板。	1、对加工设备的要求不高, 方便现场施工; 2、横向抗弯强度较高; 3、耗胶少, 给人以实木感; 大芯板握螺钉力好, 具有质坚、吸声、等特点。	1、表层刨片与芯层刨片呈纵横交错排列, 使之具有易加工性; 整体均匀性好, 具备超强握钉能力。 2、结构稳定, 防潮隔热, 不易膨胀, 承重力。
劣势	1、握钉力较差; 2、防潮性、抗变形性较差; 强度不高, 不能承重 3、含胶量最高。	1、颗粒状结构, 不易于铣型, 可造型性不强, 握钉力较差; 2、裁板时容易造成暴齿的现象, 不适合现场制作; 3、含胶量较高。	1、表面没有密度板, 造型性较差; 不过含胶量大, 价格略高 2、生产门槛低, 小厂也能生产, 生产的板材质量差异大。	1、纵向强度差; 生产门槛低, 小厂也能生产, 板材质量差异大; 2、细木工板板材表面粗糙, 在对表面的处理时会使用一定量的胶水。	目前国内 OSB 尚处起步期, 产品相比于其他人造板材价格较高, 价格是制约其普及的主要因素。
应用领域	定制类家具, 适合做造型的柜门等	定制类家具	成品和打制家具	用途最广泛, 可用于家具、门窗等。	装修基层板
用胶量 (体现环保性)	最高	较高	较低	较低	低
抗变形性	较低	较高	高	高	高
握钉力	最差	较差	较好	较好	较好
防水性	最差	较差	较好	较好	较好
价格	较低	较低	较高	较高	最高

数据来源: 装修学, 广发证券发展研究中心

大型定制家具企业主要使用颗粒板。目前国内定制家具企业均使用实木颗粒板作为主要板材。主要系: 一是颗粒板生产成本较低; 定制家具厂商采用的颗粒板原材料采用碎木、原木边料、树枝等廉价原材料 (相比较生态板使用实木薄板或木条), 因此颗粒板造价低。二是颗粒板更加适合规模化生产加工 (相比较生态板大规模加工存在问题), 颗粒板尺寸比较精确, 内部密实, 板材开料过程中, 裁边齐整, 适合下一步工厂化的封边程序 (索菲亚、欧派、尚品宅配均采用自动化的封边程序), 便于大规模机械化电控化生产 (相比较生态板做定制家具的加工难度大, 因为生态板采用实木内芯, 实木材质较软, 内部不密实, 在裁切的过程中, 会出现毫米级别误差, 不利于工厂化的封边, 不适合流水线大规模化加工)。

“易装”主推生态板和顺芯板, 天然具备环保性和安全性 (稳定性)。生态板也称

免漆板、三聚氰胺饰面板、双饰面板，把饰面纸丢到三聚氰胺树脂胶粘剂中浸泡，干燥固化，用两块热压在人造板材表面，是易装目前使用的主流板材。顺芯板是改良版的欧松板，由于顺芯板价格较高，目前在定制家具上的应用上普及程度还较低。易装使用生态板主要原因：一是易装是对兔宝宝现有装饰板材业务的产品升级，而且公司一贯以“环保、高品质”为产品内涵核心，自然使用公司的主要装饰板材（生态板、顺芯板）；二是易装生产和加工采用工厂加盟模式，所有生产材料由总部统一采购和配送，所有产品由获授权的当地加工厂（服务半径50-150公里）生产、当地配送，相比现有定制家具企业集中大规模生产，代工厂规模较小、贴近终端消费者，易于现场加工，木工现场加工使用扣条封边，不需要板材齐整精细，非常适合用对设备要求不高的生态板和顺芯板。

生态板的环保性和安全性（稳定性）均明显优于实木颗粒板。人造板板材结构可以分成3层：芯材、板筋（找平层）、饰面层。板芯决定耐用性等基本性能，饰面决定颜值和质感，纤维板、刨花板和胶合板的差别主要在于板芯。芯材是木材形态的区别，纤维板内部是粉末状，实木颗粒板和欧松板（都属于刨花板）内部分别是颗粒状和较大的刨片，多层板和细木工板（都属于胶合板）内部分别是实木薄板和木条。制作方法和内部形态的不同造成其用胶量、抗变形性、握钉力和防水性差别较大，造成其适用的加工方式也大有不同。

板材的环保性主要表现为甲醛释放量的多少，由于板材的甲醛主要存在于黏胶，板材含甲醛量的多少主要取决于含胶量、黏胶的质量和制作工艺（不同制作工艺挥发甲醛程度不同）；由于黏胶的质量和制作工艺很难量化，但仅从板材含胶量来看，板芯形状越小，需要使用更多的黏胶，因此纤维板含胶量最高，其次是刨花板，生态板木料含量更高，所以含胶量要远小于密度纤维板和颗粒板，所以更加环保。板材的稳定性主要表现在握钉力、吸水膨胀率、抗变形性三个指标，这些也都跟板材的木料含量相关。通过对人造板各细分品种的优劣势分析可以发现，综合稳定性方面，密度纤维板最差，其次是普通刨花板，大芯板较好，欧松板稳定性最强。

实际上，这几种板材的品种我们从它们的销售价格上也能看出差异（一分钱一分货），胶合板的价格要明显高于纤维板和刨花板。

图61: 人造板结构



数据来源: 装修学, 广发证券发展研究中心

图62: 兔宝宝免漆生态板结构图



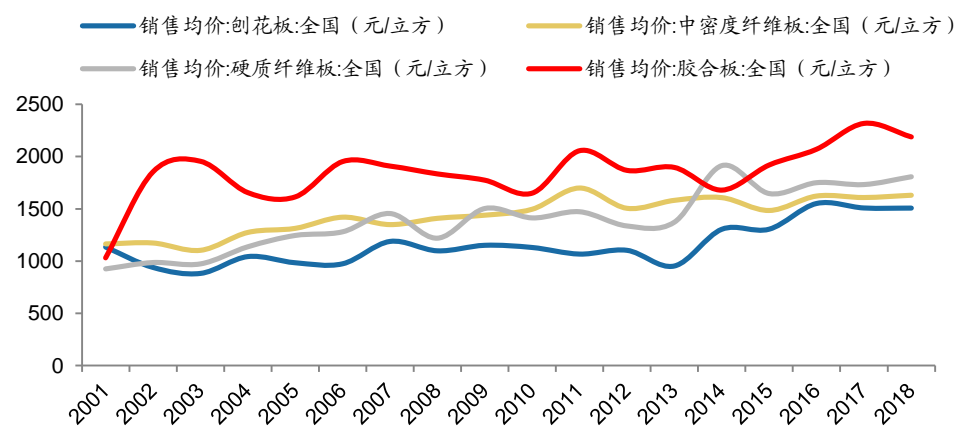
数据来源: 兔宝宝公司官网, 广发证券发展研究中心

图63: 实木颗粒板内切图



数据来源: 华洲公司官网, 广发证券发展研究中心

图64: 国内人造板产品销售实际均价

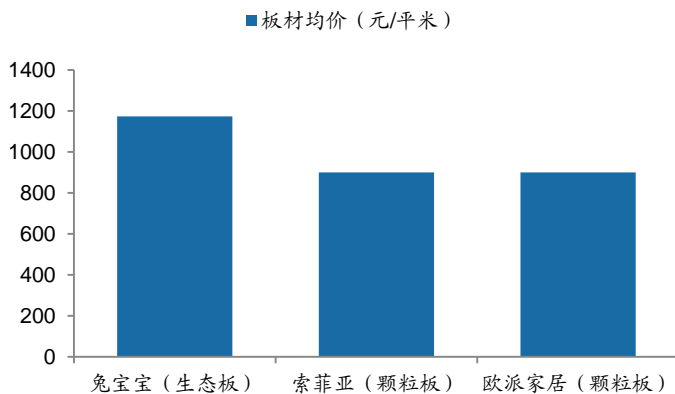


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

易装的优势另一方面来自于性价比高。

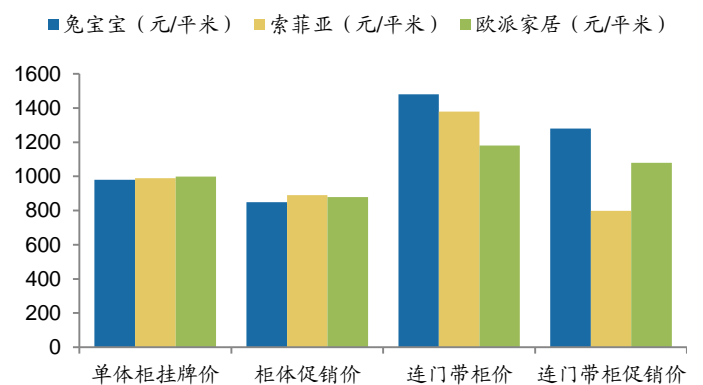
在板材性能优异的同时，易装产品具备高性价比。生态板板材所用原材料价格较高，原木采购价格约3000元/立方米，而颗粒板原材料采购价约450元/吨（按一立方米木料重0.6吨计算，颗粒板原材料采购价约为270元/立方米），价格相差悬殊；材料利用率方面，兔宝宝板材工艺流程达20多道，材料损耗大，利用率只有65%-85%，颗粒板原材料为废旧木材等，材料要求低，利用率高达95%；原材料价格高昂加上板材利用率低使得生态板成本明显高于颗粒板，当然产品品质也要明显好于颗粒板（上文已分析）。以南京地区易装业务为例，易装板材单价在1170元/平米，颗粒单价在900元/平米；但是用生态板加工而成的家具和用颗粒板加工的定制家具反应在终端售价来看差别不大，在单体柜与柜体促销价方面，易装与索菲亚和欧派家居基本持平，连门带柜价方面，虽然易装价格稍高但差距不大。易装使用的板材质量（环保性和安全性）更好，而终端价格和主流定制家具企业保持同价位，体现了易装产品的高性价比。

图 65: 2019年生态板板材单价高于实木颗粒板



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 66: 2019 年终端售价方面兔宝宝与定制家具相差不多



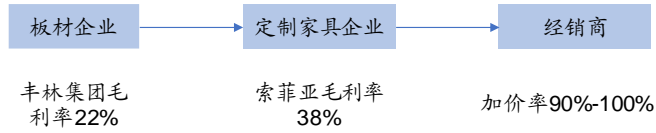
数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

易装把价格高（对应质量也高）的生态板变成性价比高的定制家具，主要来自商业模式；首先，我们前文也分析过，“低毛利、高周转、薄利多销”已成为公司业务模式内核，自然也延伸到新业态上；其次，公司之所以能把终端价格压缩得比较低，一方面压缩经销层级，公司取消一级经销商，直接服务终端零售门店（后文会继续分析），另一方面公司采用加工厂代工模式，公司只获取板材、辅料和其他装饰材料的利润，很少的易装加盟费和易装商标费（仍然是赚装饰板材和辅材的钱），而加工中心给予一定的加工利润率，相比于现有定制家具企业较厚的利润率和上游板材供应商的利润率，公司主动让利给终端消费者。

总之，易装最大的优势即板材的环保性和安全性，这是其他定制家具企业不可复制，也是直击消费者痛点的；同时在板材环保和安全性领先的同时，将终端售价与主流定制企业保持同一价位，实现高性价比的差异化竞争，这将成为易装立足于定

制家具市场强大竞争力。

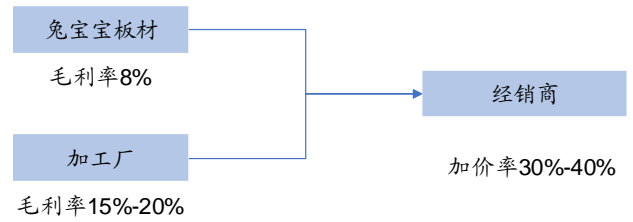
图67: 目前定制家具的利润模式



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 上述毛利率数据为 2018 年数据

图 68: 公司易装的利润模式



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 上述毛利率数据为 2018 年数据

➤ 易装业务是对现有渠道升级, 发挥现有渠道的协同优势

易装业务是定制化产品、重度服务, 对于公司和经销商提出更高要求, 公司也对现有渠道和管控体系进行升级:

一是易装业务目前以现有的装饰板材优质经销商为基础来推动, 2018年装饰板材专卖店达到1996家, 分布密集而且运营能力强, 可以发挥现有渠道的协同优势; 由于易装和装饰板材业务属不一样, 公司继续进行渠道扁平化改造, 相较于传统板材产品标准化程度高、服务属性弱, 易装业务是定制化产品、重度服务, 公司取消一级经销商, 直接管理和服务终端零售门店, 这样增强了公司对于易装业务管控的强度, 对于加强易装产品定位, 促进销量目标的达成以及减少各项业务违规行为进而提升经营稳定性起到良好作用, 加快了信息流的速率, 提高决策效率, 这对于处于起步阶段的项目来说至关重要。

图69: 兔宝宝传统板材专卖店



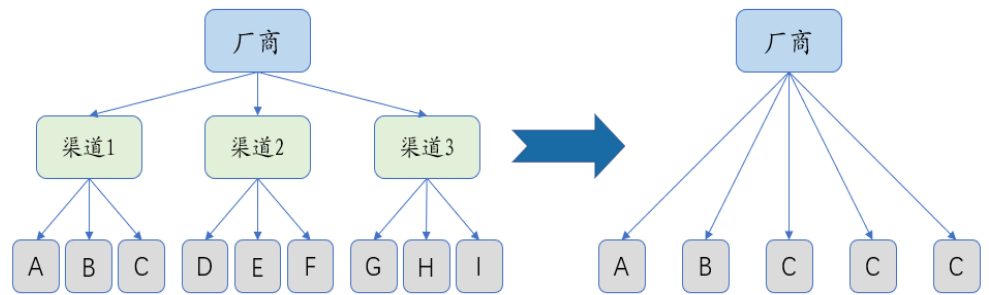
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 70: 兔宝宝易装专卖店



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图71: 易装采用扁平化渠道模式



数据来源: 2018 年公司年报, 广发证券发展研究中心

二是公司调整管控模式, 营销体系全面导入销售分公司运营模式, 核心市场和重点市场以行政省为单位设立省级销售分公司, 外围市场以跨省的区域为单位设立区域销售分公司, 加强公司对经销商的支持和管控能力, 一方面指导和规范易装终端零售店的销售及运营, 输出兔宝宝销售模式, 另一方面加强对加工厂产品和服务品质、终端零售店的管控。

除了通过对现有板材零售专卖店升级为易装门店外, 公司也通过招纳中小型装饰公司、同业板材或定制企业经销商及定制行业内优秀人才来进行易装门店的开设, 进一步加速易装市场渠道的拓展。目前, 易装门店主要有三种类型, 市场店、商场店及社区店, 三种门店针对不同的市场区域, 亦对应不同经营水平的经销商, 更加贴合不同市场的差异化需求。

图72: 兔宝宝易装渠道建设的主要途径

兔宝宝板材经销商	定制行业优秀人才	中小型装饰公司	同行业经销商
<p>说明: 兔宝宝板材优质经销商转型做易装</p>	<p>说明: 一线定制品牌专卖店经理、店长、设计师创业做易装; 二三线定制品牌投资人转型做易装。</p>	<p>说明: 消费者越来越关注品牌, 中小型装饰公司迫切需要转型, 导入易装有助于提升市场竞争力, 增加新的赢利点</p>	<p>说明: 同行业经销商, 寻找新的发展出路和机会</p>
<p>优点: 具备一定的经济实力和地区人脉资源, 有基础配置的业务团队, 经过培训能够满足定制业务需求, 熟悉兔宝宝板材</p> <p>难点: 定制家具人才配建、营销方式转变</p>	<p>优点: 业务技能和定制知识扎实, 熟悉定制业务操作流程, 能够快速组建团队开展业务。</p> <p>难点: 对兔宝宝易装模式不熟悉, 处于观望阶段; 易装和品牌定制家具之间存在差异性</p>	<p>优点: 具备成熟的业务团队和丰富的渠道资源, 启动业务速度快, 综合服务能力强</p> <p>难点: 对兔宝宝易装模式不熟悉, 处于观望阶段</p>	<p>优点: 具备多年基础建材和运营经验, 有一定的经济实力和渠道优势, 有能力转型从事定制业务</p> <p>难点: 对兔宝宝易装模式不熟悉, 处于观望阶段</p>

数据来源: 广发证券发展研究中心

图73: 兔宝宝易装门店类型

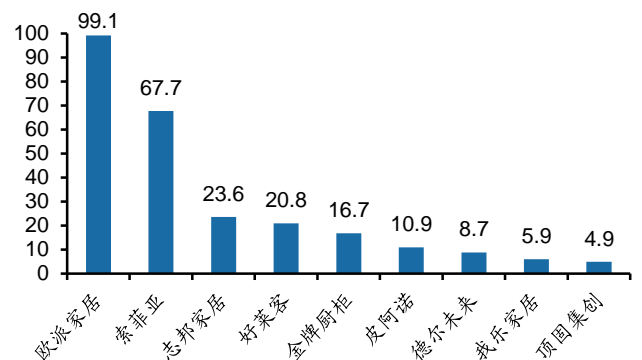
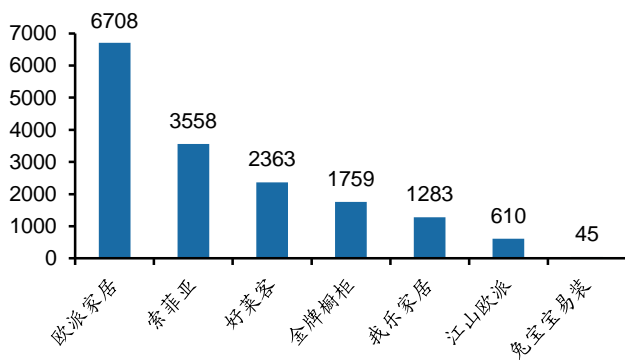


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

当然,从2017年开始启动易装项目,2018年试点,2019年推广,公司的易装业务仍在起步阶段,还需时间培育:一是对于公司而言,产品设计和现有定制家具龙头公司仍有差距,还需时间来迭代优化;二是对于加工中心而言,需要选择和管理优质加工中心、持续提升更加专业的服务质量;三是对于终端零售网络而言,虽然公司定位差异化(和现有定制家具公司相比)、产品性价比也很高,但是品牌知名度、渠道数量、管控渠道能力等和现有定制家具龙头公司尚有差距。不过这些问题都能随着公司持续的布局和投入逐渐改善,我们看好易装业务长期发展的战略价值。

图74: 2018年易装与成品定制企业门店数量(家)

图75: 2018年定制家具企业(橱柜+衣柜)收入(亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

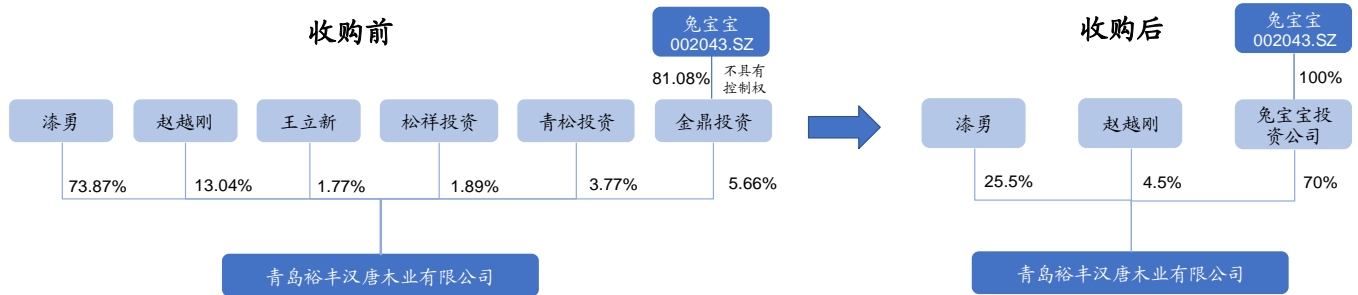
备注: 兔宝宝为全品类门店数量, 2018年易装门店仅为45家。

(三) 收购裕丰汉唐, 完善工程渠道布局, 已成为精装修渠道头部企业

2018年11月, 兔宝宝通过旗下金鼎投资持股裕丰汉唐5.66%, 通过近一年观察, 兔宝宝于2019年9月拟以7亿元人民币的价格受让原股东持有的青岛裕丰汉唐木业公

司70%的股权，裕丰汉唐承诺在2019年、2020年、2021年三个会计年度实现净利润应分别不低于7000万元、10500万元、14000万元；同时，裕丰汉唐原主要股东和核心高管漆勇和赵越刚分别以不少于27086万元和4780万元（合计31866万元）购买兔宝宝股票。

图76：裕丰汉唐被收购前后的股权变化



数据来源：公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

裕丰汉唐以全屋木作类家具定制为核心，自2006年创立以来一直专注于房地产精装修工程配套业务，提供木作产品设计、生产、安装的一站式服务，已是精装修领域的头部企业。公司先发优势明显，供应链管理体系完善，收入规模领先同行，已导入万科、中海、新城、融创等大开发商，是万科橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜A级供应商、装修总承包B级供应商。

图77：裕丰汉唐主要产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图78: 裕丰汉唐精装修经典案例



数据来源: 裕丰汉唐公司官网, 广发证券发展研究中心

从业务布局来看, 裕丰汉唐设立成都分公司及全国六十余个办事处, 业务辐射全国。将全国划分为六个大区, 分别为东部、西部、中部、南部、北部和青岛大区, 每个大区下辖若干城市, 为公司在全国规模化发展规划好架构。

图79: 裕丰汉唐业务布局城市



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图80: 裕丰汉唐部分战略合作地产商



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

受益于精装修业务放量, 2018年裕丰汉唐业绩高速增长, 营业收入同比增速达83.04%, 整体扭亏为盈。2019年上半年公司经营亏损, 主要原因是公司收入结算确认主要在下半年, 同时为拓展业务扩张团队规模增加费用支出, 预计全年完成对赌业务难度不大。

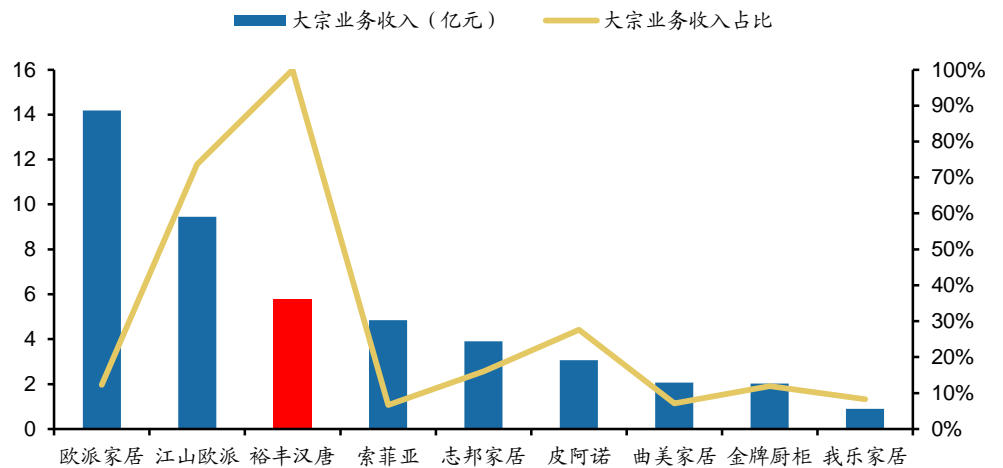
表9：裕丰汉唐财务数据

项目（万元）	2017年	2018年	2019年1-6月
营业收入	31539	57730	18349
营业收入增速		83.04%	
营业成本	27709	39913	13330
利润总额	-4339	6415	-1237
净利润	-3597	4850	-989
净利润增速		234.84%	
净利率	-11.40%	8.40%	-5.39%
归属母公司净利润	-3567	4934	-989

数据来源：兔宝宝收购裕丰汉唐公告，广发证券发展研究中心

前文已分析过精装修迅猛的发展趋势带动了成品家具行业工程需求渗透率快速提升，已布局或有能力布局B端市场的定制家具企业将显著受益。从现有定制家具类公司工程业务收入来看，裕丰汉唐排名第三，收入规模为5.77亿元，裕丰汉唐收入全部为工程端业务收入，业务体量较大，主要源于其创立以来一直专注于房地产精装修工程配套业务，兔宝宝通过收购裕丰汉唐，成为成品家具精装修渠道的头部企业。

图81：2018年板材和定制家居公司大宗业务收入及占比



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

裕丰汉唐自2006年创立以来一直专注于房地产精装修工程配套业务，收入规模领先同行，先发优势明显，恰逢政策东风，凭借兔宝宝协同支撑，裕丰汉唐有望实现规模跨越式增长。

➤ 前端获客能力强：深入合作房企，不断拓展头部新客户

裕丰汉唐的产品具备优良品质支撑。裕丰汉唐和地产公司从单项目的合作出发，通过过硬的产品质量，逐渐赢得地产商的品牌信心，继而开展战略合作。裕丰汉唐2008

年进入万科体系，2009年就与万科签订战略合作协议，全面配套万科全国楼盘；2011年进入中海地产体系，2014年和融创展开项目签约，2018年和中海、融创签订战略合作协议。

图82: 裕丰汉唐不断拓展地产商开展战略合作



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

万科一直是裕丰汉唐最大的客户，裕丰汉唐自2008年进入万科体系以来，自2013年首次入选A级供应商名录后，已连续七年荣获“万科A级供应商”称号。万科作为国内领先的城市配套服务商，万科评选标准严苛，A级仅选17%。此外，2018年公司也成为新城控股A类材料设备供应商，公司自2016年进入新城控股供应商体系，仅用两年时间，裕丰汉唐就已经成为了新城控股A类设备供应商。由此可见裕丰汉唐工程业务质量过硬。

表10: 裕丰汉唐荣获2019年万科及2018年新城控股A级供应商

公司名称	供应类别	材料设备 A 级供应商	材料设备 B 及供应商
万科	橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜	青島裕丰汉唐木业有限公司 东莞厨博士家居有限公司 宁波柏厨集成厨房有限公司	上海淙柏贸易有限公司 深圳市中意集团有限公司 沈阳万森木业有限公司 广州诗尼曼家居股份有限公司
新城控股	橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜	上海锦蜜家居用品有限公司 科勒（中国）投资有限公司 常州市洁丽木业有限公司 青島裕丰汉唐木业有限公司	江苏贝尔装饰材料有限公司 江苏肯帝亚木业有限公司

数据来源：各公司供应商名录整理，广发证券发展研究中心

2016年以来，裕丰汉唐加大和大型房企合作力度，2016年、2017年、2018年分别和不少于3家、5家、8家房企签订战略合作协议，在此之前，裕丰汉唐仅和万科一家房企有战略合作关系，拓展其他房企有助于摆脱对单客户的依赖，截至现在，裕丰汉唐已经导入前三十大房企中的一半，与新城、龙湖地产、保利置业等均有合作。同时

从合作房企的营收规模来看，自2014年起，营收超百亿的合作房企数量快速上升，公司业务发展空间逐步扩大。获客能力的不断提升已逐步反应至业绩中，2018年公司营收实现快速反弹，营收增速达86%，归属净利扭亏为盈。

表 11：裕丰汉唐地产合作客户梳理

时间	新增合作房企	营收超百亿合作房企数量
2007	鲁信长春置业	1
2008	万科、海信地产	2
2011	中海地产	3
2012	朗诗地产、龙湖地产	4
2013	华润地产、荣禾地产	5
2014	融创集团、复地集团	7
2016	新城控股、首创经中、中航里程	10
2017	泰禾集团、海尔地产、旭辉银盛泰、美景集团	13
2018	华夏幸福、融信地产、复星集团、保利置业、远洋、天朗	17

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

强大的获客能力源于产品过硬的底气，主要体现在：一是可靠的品质保障，公司拥有6000平米专业级实验室，国家认定企业技术中心，全球领先的国家级实验室典范。采用国际顶级品牌五金，国家E1级柜体板，是行业最高环保等级。二是独特的设计能力，与中国美院工业设计学院长期合作设计理念国际同步，国内领先，原创自主设计，多次荣获国内外设计大奖。三是强大的制造和交付能力（下文详细分析）。

公司进入兔宝宝体系后，上市公司的品牌背书和上市公司的资金支持，预计获客能力将进一步快速提升。

➤ 后端交付周期短：管理团队高效和直销模式

据公司披露的19个房地产精装修项目统计，裕丰汉唐和万科、融创、保利和龙湖等房企合作，跨越14个城市，平均单项目套数1305套，平均交付时间37天，充分说明公司工程业务效率高，交付周期短。对于下游房地产开发商而言，周转率重要性不言而喻，更快的交付周期更容易获得客户认可。同时由于工程业务单项目套数较多，因而单值高，对木作企业来说，做工程业务最主要的风险是账期风险，而账期和交付周期相关联，裕丰汉唐的交付周期短，一定程度上降低了账期风险。

表 12: 裕丰汉唐装修项目交付时间

区域	合作地产商	小区	项目套数(套)	交付时间(天)
青岛	万科	魅力之城	1620	42
青岛	上实	海上海	860	20
青岛	万科	生态城	2800	50
上海	新城	花屿湾	690	23
上海	万科	云间传奇	1200	43
南昌	蓝光	蓝光雍锦半岛	810	25
西安	天朗	天朗悦城	1300	48
郑州	万科	美景魅力之城	650	35
合肥	万科	未来之光	1900	50
烟台	万科	假日风景	2100	52
福州	泰禾	泰禾福州湾	760	30
南宁	保利	心语	1200	43
天津	融创	全运村	3100	60
北京	龙湖	方恒公寓	368	20
沈阳	万科	万科城	2620	57
成都	中粮	天府宸悦	760	22
成都	朗基	朗基御香	660	30
深圳	融创	湖滨首府	830	29
深圳	融创	松湖澜园	560	32
平均			1305	37

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司这种优势来源于: 一是工程直销模式, 相较目前头部定制家具企业多采用工程直销+工程代理商的销售模式, 裕丰汉唐都是通过总公司及各地办事处进行工程直销的方式开展业务, 公司自有团队服务能力更强、更好管控。

表13: 定制家具精装修业务概况

公司名称	工程业务主要合作客户情况	工程业务产品	工程业务毛利率 (2018)	销售模式
志邦家居	恒大、新城控股、绿地控股、龙湖地产及万科地产等	橱柜、衣柜	30.22%	工程直销+工程代理商
欧派家居	与全国 127 家地产企业签订战略合作协议, 包括碧桂园、保利、恒大、绿地等近 50 家中国地产百强企业	橱柜、衣柜、浴室柜及整体定制	49.48%	工程直销+工程代理商
江山欧派	恒大、万科、保利地产、阳光城、中海地产、绿地控股及万达地产等	木门	31.93%	工程直销
索菲亚	保利地产、融创地产、招商地产、中南地产、中国金茂、万科地产、中海地产、华润置地与恒大投资建厂等	橱柜、衣柜及全屋整装	-	工程直销+工程代理商
裕丰汉唐	万科地产、中海地产、融创地产、新城控股及龙湖地产等	橱柜、玄关柜、衣柜	30.90%	工程直销
皮阿诺	恒大、万科地产, 与恒大投资建厂	橱柜、衣柜	-	工程直销

数据来源: 各公司官网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

二是建立了一支高效能的服务团队, 工程交付人员总数超过1000人, 月安装超过23000户, 从“4个一”设计管理办法到“3331”项目管理, 六位一体的服务模式保障了公司持续优秀的交付能力, 先后在全国大、中、小城市交付了千余个精装修项目。

三是高效的管理, 主要体现在成熟的工程服务管理体系:

(1) “四个一”设计管理: “一次性下单”, 合理压缩批量下单次数; “一个户型, 一种方案”, 确保图号与部位产品关系唯一性。“一个方案, 一种标准”, 确保图纸、产品单元规格通用性。“一次性安装”, 台面定尺下单, 提前加工, 避免柜体安装进度对台面安装进度的影响。

(2) 施工流程: 3331项目管理, 包括30%设计管理: 保证计划可行性、订单及时性, 30%保证货物到场标准性, 30%安装管控: 同步安装保证, 安装质量标准化, 10%产品品质高标准。

(3) 现代化生产设备和系统提升效率。生产线方案设计采用国际一流生产线布局设计团队德国“舒乐”, 达到国内生产线设计布局一流水平; 通过造易生产系统、ERP和数字化设备、条码系统的应用, 从订单拆解、各种表单数据、到数控设备加工实现全部数字化管理。

➤ 轻资产模式扩张更易, 营运管控优秀

裕丰汉唐与兔宝宝相同, 采用轻资产模式经营生产, 本公司加工率仅30%, 其余均采用代工厂进行设计、生产等流程, 即ODM模式。公司主要做供应链管理, 公司与

房企沟通进行房屋设计，设计获批以后，按照产品部件的种类分散交给对应的供应商进行生产，生产完成之后按照指定的时间交付到工地。轻资产模式下公司流动资产占总资产比例达85%，固定资产占比仅4%，轻资产运营模式为裕丰汉唐扩张更易。

同时公司营运管控能力优秀。从裕丰汉唐收款模式来看，主要有四个节点：1、生产好的产品运到工地上，甲方付款70%；2、产品安装完成，甲方付款85%；3、甲方竣工验收完成时交付95%；4、甲方收取5%的项目质保金，质保期过后，公司进行回收。目前公司大宗业务毛利率为30.9%，意味着，公司在第一节点就可以回收项目成本，并向其供应商支付款项。将公司的信用政策与定制企业大宗业务进行对比可知，大多数定制企业大额收款时间节点均在完工以后，而裕丰汉唐在产品运抵工地即可受到70%项目收入，整体收款周期相比于其他企业提前，拥有更好的流动性。通过对裕丰汉唐及其他定制家居的账龄进行分析，公司一年内到期应收账款占比达90.78%，账龄均在3年内，且最长期应收账款以项目质保金为主，由此体现出公司较强的营运能力。

图83: 裕丰汉唐对开发商的收款模式（比例数据仅供参考）



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 14: 各企业大宗业务信用政策梳理

公司名称	信用政策
志邦家居	针对一般房地产开发商采取按进度付款方式进行贷款结算；对于广州恒大，下单结算贷款 10%，到货结算贷款 20%，安装验收结算贷款 70%，上述各期结算款均在 6 个月内以商业承兑汇票支付。
裕丰汉唐	生产好的产品运到工地上，甲方付款 70%；产品安装完成，甲方付款 85%；甲方竣工验收完成时交付 95%；甲方收取 5% 的项目质保金。
索菲亚	公司根据客户信用和资金实力等情况，采取先预收 0~30% 比例不等的贷款，然后根据工程进度收款，在楼盘竣工验收后共收取 95% 的贷款，剩余 5% 贷款作为质保金待两年保修期满时分期收取。
江山欧派	按项目进度付款，信用期 28 天，尾款 5% 用于质保金，质保金 3 年。
皮阿诺	合同签署后公司需预收部分定金，产品安装并经验收合格，公司与客户进行账单核对并开具发票后，收取 95% 左右的贷款（公司开票、客户核对账单及付款一般需一个月左右），剩余 5% 质保金于质保期（一般为 2 年）满后收取。
金牌橱柜	下单前工程代理商支付贷款的 30%，出货前支付该笔贷款的 70%；经授权的个别代理商，下单前支付贷款的 30%，出货前支付贷款 40%，剩余 30% 的贷款给予 1 个月信用期。

数据来源：2018 年公司财报，广发证券发展研究中心

表 15: 应收账款账龄对比

公司名称	一年以内		1-2 年		2-3 年		3-4 年		4-5 年		5 年以上	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
裕丰汉唐	190.84	90.78%	15.88	7.56%	3.49	1.66%	-	-	-	-		
欧派家居	425.89	88.98%	22.69	4.74%	12.11	2.53%	5.41	1.13%	6.88	1.44%	5.65	1.18%
索菲亚	480.06	87.50%	43.73	7.97%	12.48	2.28%	2.58	0.47%	4.79	0.87%	4.64	0.85%
江山欧派	410.67	92.97%	24.78	5.61%	3.68	0.83%	1.08	0.24%	1.03	0.23%	0.48	0.11%
曲美家居	391.86	95.75%	6.68	1.63%	1.40	0.34%	0.63	0.15%	0.17	0.04%	1.12	0.27%

数据来源：公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

四、2020 年公司步入新起点，未来持续增长可期

公司2018年以来增长放缓，2018年和2019年Q3营收增速分别为4.54%、3.19%，而2014-2017年营收GAGR达43%；2018年和2019年Q3归属净利润增速分别为-9.33%、-4.21%，而2014-2017年连续4年归属净利润高增长，GAGR达104%。我们认为主要有三点原因：一是2018年至2019年上半年，房地产竣工需求较弱，行业整体需求不景气；二是家居成品化率提升，定制家具企业崛起直接冲击了公司装饰板材零售业务。三是精装化率提升，间接影响公司装饰板材零售业务。

展望2020-2021年，我们认为这些负面因素都已在改变：首先，2019年三季度起房地产竣工开始趋势性回暖，2020-2021年房地产竣工相比2018-2019年会有明显好转，行业整体需求回暖将带动公司整体业绩回暖；其次，公司完成收购裕丰汉唐，完善家居成品工程领域布局，已成为精装修渠道头部企业，随着两家公司协同效应体现和精装化率继续提升，精装修业务将持续高速增长；再次，公司大力推广易装业务切入家居成品零售领域，凭借高性价比差异化竞争策略和现有的密集渠道网络，易装业务放量可期，将带动装饰板材和辅材继续放量，同时现有装饰板材渠道继续异地扩张和下沉带来稳健增长。

（一）行业层面：房地产竣工回暖带来行业整体需求回升；精装化率提升，工程需求继续放量

首先，从销售端-竣工端来看，本轮地产周期有两个特点：一是从销售端来看，本轮地产景气周期持续时间很长；从2015年到2018年持续了4年保持正增长态势，2019年全年销售面积累计增速-0.1%，高基数下仍保持稳定。二是竣工滞后销售时间长，从2015年到现在为止，竣工增速一直低于销售增速，持续了5年，显示有大量已销售未竣工交付部分，由于已销售未竣工部分存在销售合同的刚性约束，根据“销售-新开工-施工-竣工”的传导逻辑，竣工终究会回升到和销售对应的水平。

图84：房地产销售面积增速和竣工面积增速



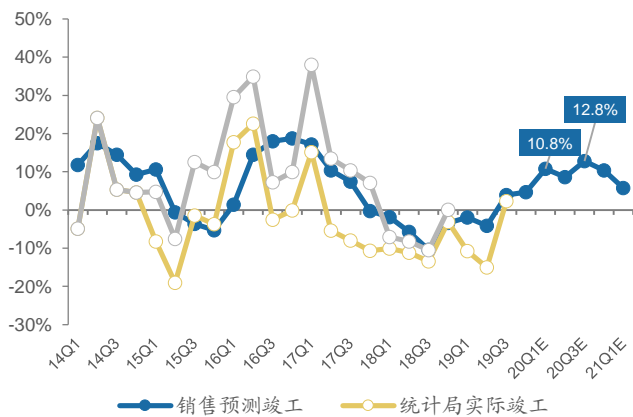
数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

2019年全国地产竣工面积同比增速2.6%，自2018年以来累计增速首次转正，较1-11

月提升7.1个百分点；目前来看，2019年三季度是竣工底部拐点，单月竣工增速连续五个月回正，10、11、12三个月单月竣工增速分别为19.22%、1.81%、20.24%。2016年以来，房地产新开工持续4年正增长；2018年下半年以来房地产施工（施工面积和建安投资）开始回升；“销售-新开工-施工-竣工”景气正在逐步传导，我们认为地产竣工将趋势性（年度级别）回升。

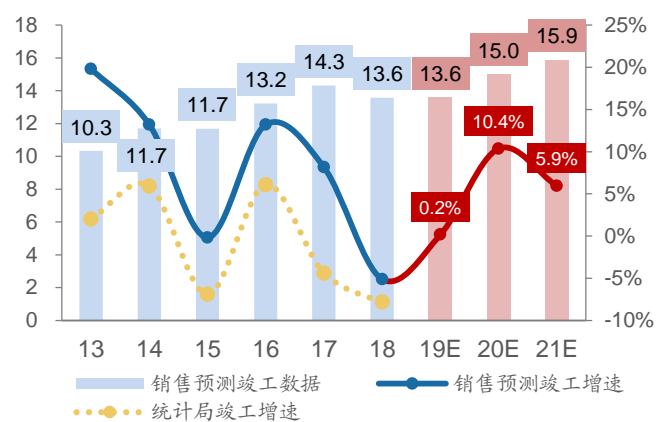
根据我司地产小组量化测算（详见报告《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》），预计2019-2021年实际竣工增速分别为0.2%、10.4%和5.9%，底部拐点在2019年Q3，增速高点在2020年Q3，整体来看，2020-2021年房地产竣工需求相比于2018-2019年有明显回升。

图85：拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

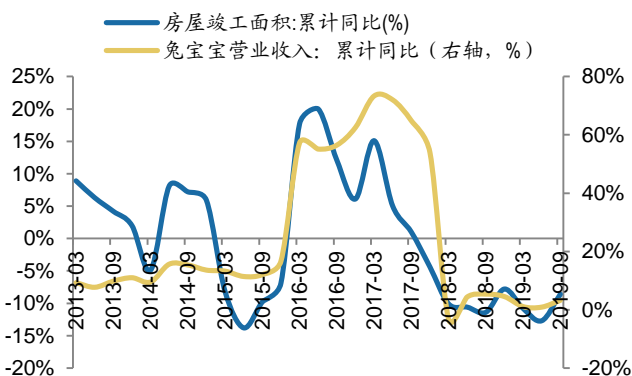
图86：销售预测竣工规模（亿平）及增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

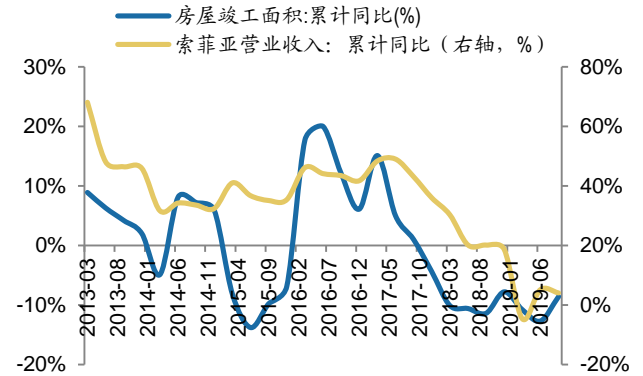
正常情况下，竣工交付后马上进入装修环节，从而带动装饰类板材以及成品家具的需求。从历史经验来看，我们选取了装饰类板材龙头兔宝宝及定制家具龙头索菲亚为例，两者收入增速和房地产竣工面积增速保持较强的正相关关系，行业下游需求回暖将带动公司整体业绩回暖。

图87：兔宝宝收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图88：索菲亚收入增速和房地产竣工面积增速



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

其次，我们在前文已经分析过精装房渗透率快速提升的趋势和影响。政策推动精装修加速落实，随着精装房快速推进，渗透率持续提升，部分建材品类的B端市场需求将快速增长；根据奥维云网的数据和预测，2018年全装修/精装修渗透率为12%，2019-2021年渗透率假设为20%、27%、32%，根据上文竣工面积预测增速，我们预计2019、2020、2021年橱柜、衣柜和其他柜体等精装修需求增速分别为67%、49%、26%。而且随着房地产行业集中度提升，头部企业服务能力更强，更容易在大开发商手里拿订单，精装修领域的头部定制企业将更加受益。

（二）公司层面：裕丰汉唐和易装业务是未来增长“利器”

首先，公司精装修业务未来将显著放量。

目前公司收购汉唐木业进展顺利，截止到2020年1月6日，公司已完成收购第二期价款支付，共支付交易款2.8亿元，裕丰汉唐70%股权已变更至公司名下，并纳入合并报表范围，完成家居成品领域B端渠道布局。精装房正在改写家居成品行业格局，完成对汉唐木业的收购有利于公司在精装修率逐步提升的趋势下抢占家居成品赛道。

裕丰汉唐承诺在2019年、2020年、2021年实现净利润分别不低于7000万元、10500万元、14000万元，按承诺业绩计算分别可为兔宝宝带来4900、7350、9800万元的业绩增量，收购裕丰汉唐带来的业绩增量/2018年兔宝宝业绩分别为14.8%、22.2%、29.6%。裕丰汉唐正处于快速增长期，随着两家公司协同效应产生，带来公司精装业务存超预期可能。

表16：兔宝宝收购裕丰汉唐带来的业绩增量（万元）

兔宝宝业绩	裕丰汉唐承诺业绩			裕丰汉唐业绩归属兔宝宝部分			裕丰汉唐业绩归属兔宝宝部分/18年兔宝宝业绩		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
33085	7000	10500	14000	4900	7350	9800	14.8%	22.2%	29.6%

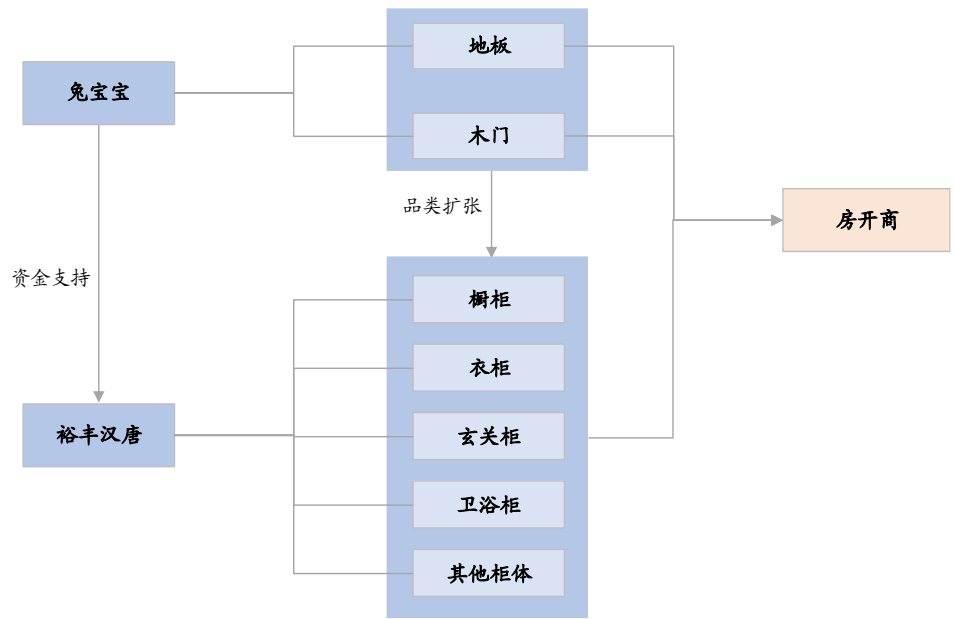
数据来源：Wind，兔宝宝收购裕丰汉唐公告，广发证券发展研究中心

注：业绩为归母净利润；裕丰汉唐2019年不并表，2020年开始并表

协同效应短期体现在两个方面：一是B端业务对流动资金很敏感，裕丰汉唐之前作为一个非上市民企，同时又是轻资产运营，资金较紧张，而兔宝宝资金优势明显，刚好可以弥补裕丰汉唐资金上的不足，突破业务高速增长的资金约束；据公司2月15日公告，兔宝宝已同意为裕丰汉唐提供3.5亿元担保额度。

二是裕丰汉唐未来存在品类扩张的逻辑，而且可以和兔宝宝现有产品实现协同；柜体是精装修木作领域最复杂最难的品类（非标、施工复杂），相比而言地板、木门等品类更容易，公司存在品类扩张的空间，且可以和兔宝宝现有的地板、木门业务实现协同（把兔宝宝地板、木门等产品导入精装修渠道）。

图89: 兔宝宝收购裕丰汉唐的协同效应



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

其次, 公司零售业务重回较快增长可期。

上文我们已经分析公司做易装的行业环境和竞争优势, 经过2年多的试点, 公司从2019年下半年开始大力推广易装业务, 凭借高性价比差异化竞争策略(解决消费者痛点)和现有的密集渠道网络, 我们认为易装业务放量可期; 从商业模式来看, 易装业务的放量从财务上将带动现有装饰板材和其他辅材业务(材料客单价提升)收入的放量。

同时对装饰板材现有零售体系, 公司继续推进核心市场和重点市场进行渠道下沉、密集分销, 进一步提高市场覆盖和市场占有率; 继续拓展外围市场专卖店网络, 布完全全国空白市场布局, 推进外围市场渠道扩张。

综合来看, 公司零售业务内生增长将重新回升。

五、盈利预测与投资评级

整体来看，公司专注主业、治理结构较好，在装饰板材业务上通过品牌和渠道构建起宽深护城河；契合行业业态的变化（成品化、精装化），公司近几年加速家居成品布局，目前已打下很好基础——家居成品精装修领域以并购方式迅速成为头部企业，家居成品零售领域通过易装模式差异化竞争，未来几年将进入业绩收获期，业绩增速有望重新回到快速增长态势。

具体到未来3年业绩，盈利预测关键假设：

（1）装饰材料业务：公司通过树立高端品牌和专卖店渠道优势在装饰板材业务已构筑宽深护城河，未来有望继续做大规模，提升市占率；2019年以来公司加速推进易装，一方面带来板材新增需求，另一方面能够提升装饰材料业务毛利率。我们预计2019-2021年装饰材料业务收入分别为359,565万元、413,499万元、496,199万元，毛利率分别为11%、11%、11%。

（2）成品家居业务：公司通过专卖店渠道优势、兔宝宝环保板材产品和兔宝宝品牌优势在成品家居业务建立一定的优势，成品家具业务具备增长潜力，我们预计2019-2021年公司成品家居业务收入分别为40,691万元、44,760万元、49,236万元，毛利率分别为22%、22%、22%。

（3）贴牌业务：公司板材环保品牌定位切中消费者痛点，通过专卖店体系和持续营销投入树立高端品牌，随着公司品牌影响力提升，贴牌业务有望继续快速增长，我们预计2019-2021年公司贴牌业务收入分别为27,622万元、33,146万元、43,090万元，毛利率分别为99%、99%、99%。

（4）科技木、原木、互联网服务业务：随着公司产品品牌力提升，科技木和互联网服务业务收入增速和毛利率保持平稳增长，原木收入占比较小，保持稳定。我们预计2019-2021年科技木业务收入分别为16,531万元、18,185万元、20,003万元，毛利率分别为24%、24%、24%；预计2019-2021年原木业务收入分别为200万元、200万元、200万元，毛利率分别为10%、10%、10%；预计2019-2021年互联网服务业务收入分别为10,180万元、12,216万元、14,659万元，毛利率分别为30%、30%、30%。

（5）其他业务（包括并表后的裕丰汉唐）：2020年青岛裕丰汉唐木业纳入公司合并报表范围，裕丰汉唐自2006年创立以来一直专注于房地产精装修工程配套业务，收入规模领先同行，先发优势明显，顺政策东风，凭借兔宝宝协同支撑，裕丰汉唐有望实现规模跨越式增长。我们预计2019-2021年公司其他业务（包括并表后的裕丰汉唐）收入分别为3,069万元、120,000万元、168,000万元，毛利率分别为42%、14%、14%。

（6）销售费用率：2019年前三季度公司销售费用率4.78%。公司持续保持较大的营销投入，持续多年的营销投入也沉淀了兔宝宝的 brand 影响力，2019年以来，公司加速推进易装，并通过收购裕丰汉唐进入成品家居精装修领域，易装和裕丰汉唐项目推进需要较大投入，预计2020年销售费用率维持较高水平。我们预计2019-2021年销售费用率分别为4.60%、5.10%、4.80%。

(7) 管理费用率(含研发费用): 2019年前三季度公司管理费用率(含研发费用) 4.17%。公司规模持续扩张,受职工薪酬费用率和股权激励费用率等下降影响,我们预计2019-2021年管理费用率(含研发费用)分别为4.46%、4.46%、4.20%。

(8) 财务费用: 2019年前三季度公司财务费用率0.85%。公司规模持续扩张,我们预计2019-2021年财务费用率分别为0.79%、0.57%、0.32%。

表17: 业绩预测假设

兔宝宝(002043.SZ)		2017	2018	2019E	2020E	2021E
业务1: 装饰材料	收入(万元)	324,114	339,212	359,565	413,499	496,199
	成本(万元)	294,183	307,494	321,810	368,014	441,617
	毛利率(%)	9%	9%	11%	11%	11%
业务2: 技术	收入(万元)	11,720	13,776	16,531	18,185	20,003
	成本(万元)	8,665	10,684	12,564	13,820	15,202
	毛利率(%)	26%	22%	24%	24%	24%
业务3: 原木	收入(万元)	492	243	200	200	200
	成本(万元)	192	219	180	180	180
	毛利率(%)	61%	10%	10%	10%	10%
业务4: 成品家居	收入(万元)	43,543	42,832	40,691	44,760	49,236
	成本(万元)	35,281	34,341	31,739	34,912	38,404
	毛利率(%)	19%	20%	22%	22%	22%
业务5: 互联网服务	收入(万元)	7,069	7,210	10,180	12,216	14,659
	成本(万元)	1,297	4,791	7,126	8,551	10,261
	毛利率(%)	82%	34%	30%	30%	30%
业务6: 贴牌	收入(万元)	22,288	22,858	27,622	33,146	43,090
	成本(万元)	280	276	383	460	598
	毛利率(%)	99%	99%	99%	99%	99%
其他(包括并表后的裕丰汉唐)	收入(万元)	2,730	4,514	3,069	120,000	168,000
	成本(万元)	962	997	1,765	103,200	144,480
	毛利率(%)	65%	78%	42%	14%	14%

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

我们预计2019-2021年收入增速分别为6.3%、40.2%、23.3%, EPS分别为0.49、0.62、0.81元/股, 对应PE 15.4x、12.3x、9.4x。2020年将是业绩拐点年, 公司中长期增长空间较大。

兔宝宝以板材为主业, 2018年板材收入占比68%, 近年来加速布局成品家居领域, 成品家居收入占比呈现逐年提升趋势, 因此我们选取江山欧派、索菲亚和丰林集团作为可比公司, 其中江山欧派和索菲亚是成品家居龙头企业, 2018年索菲亚定制衣柜和橱柜及配件收入占比97%, 江山欧派木门收入占比94%; 丰林集团以板材为主业, 2018年人造板收入占比90%。三家可比公司2020年PE平均值为16.8x, 参照可比公司估值, 我们给予兔宝宝2020年PE17x, 对应合理价值10.54元/股, 维持“买入”

评级。

表18: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	EPS(元, 2020E)	EPS(元, 2021E)	PE(x, 2020E)	PE(x, 2021E)
		2020/2/21				
603208.SH	江山欧派	82.86	4.19	5.42	19.78	15.29
002572.SZ	索菲亚	20.14	1.29	1.45	15.64	13.92
601996.SH	丰林集团	2.67	0.18	0.21	15.00	12.58
平均					16.81	13.93

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

房地产竣工需求大幅下滑, 精装修率不再提升, 裕丰汉唐业绩不及预期、两家公司整合不及预期, 易装业务拓展进度慢。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,837	1,687	1,744	2,329	2,775	经营活动现金流	438	301	322	157	396
货币资金	318	391	400	500	600	净利润	364	330	381	478	628
应收及预付	101	148	143	201	247	折旧摊销	32	32	27	29	32
存货	322	312	329	464	571	营运资金变动	84	-25	-35	-286	-187
其他流动资产	1,096	836	872	1,164	1,357	其它	-42	-36	-51	-65	-77
非流动资产	830	1,298	1,312	1,324	1,334	投资活动现金流	-446	-208	46	47	48
长期股权投资	8	121	121	121	121	资本支出	-86	-68	-45	-44	-43
固定资产	267	266	259	252	242	投资变动	-6	-357	0	0	0
在建工程	20	44	64	84	104	其他	-354	216	90	90	90
无形资产	73	82	82	82	82	筹资活动现金流	148	-19	-358	-104	-343
其他长期资产	461	786	786	786	786	银行借款	0	793	-322	-80	-331
资产总计	2,667	2,986	3,056	3,654	4,109	股权融资	205	23	-31	0	0
流动负债	688	1,270	960	1,079	907	其他	-57	-835	-5	-24	-12
短期借款	0	793	471	391	59	现金净增加额	140	75	9	100	100
应付及预收	329	344	354	498	613	期初现金余额	179	317	391	400	500
其他流动负债	359	133	136	191	235	期末现金余额	317	390	400	500	600
非流动负债	26	32	32	32	32						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	26	32	32	32	32						
负债合计	714	1,302	992	1,111	939						
股本	862	806	775	775	775						
资本公积	619	215	215	215	215						
留存收益	654	793	1,176	1,655	2,284						
归属母公司股东权益	1,931	1,657	2,039	2,518	3,147						
少数股东权益	22	26	25	25	24						
负债和股东权益	2,667	2,986	3,056	3,654	4,109						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,120	4,306	4,579	6,420	7,914
营业成本	3,409	3,588	3,756	5,291	6,507
营业税金及附加	16	15	16	21	26
销售费用	156	177	211	321	380
管理费用	104	132	149	209	245
研发费用	47	54	55	77	87
财务费用	2	30	34	30	21
资产减值损失	7	7	10	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	50	75	90	90	90
营业利润	437	397	459	577	759
营业外收支	6	5	6	7	8
利润总额	443	402	465	583	766
所得税	79	72	84	105	138
净利润	364	330	381	478	628
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	365	331	382	479	629
EBITDA	419	373	419	529	700
EPS (元)	0.42	0.41	0.49	0.62	0.81

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	53.9%	4.5%	6.3%	40.2%	23.3%
营业利润增长	47.7%	-9.3%	15.8%	25.6%	31.5%
归母净利润增长	40.4%	-9.3%	15.6%	25.3%	31.3%
获利能力					
毛利率	17.3%	16.7%	18.0%	17.6%	17.8%
净利率	8.8%	7.7%	8.3%	7.5%	7.9%
ROE	18.9%	20.0%	18.8%	19.0%	20.0%
ROIC	19.5%	15.9%	17.8%	19.5%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	26.8%	43.6%	32.5%	30.4%	22.8%
净负债比率	0.0%	26.6%	15.4%	10.7%	1.4%
流动比率	2.67	1.33	1.82	2.16	3.06
速动比率	2.17	1.05	1.42	1.66	2.34
营运能力					
总资产周转率	1.77	1.52	1.52	1.91	2.04
应收账款周转率	58.37	48.67	48.67	48.67	48.67
存货周转率	12.01	11.31	11.41	11.41	11.41
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.41	0.49	0.62	0.81
每股经营现金流	0.51	0.37	0.42	0.20	0.51
每股净资产	2.24	2.06	2.63	3.25	4.06
估值比率					
P/E	28.98	12.35	15.38	12.28	9.35
P/B	5.48	2.46	2.88	2.34	1.87
EV/EBITDA	24.45	12.04	14.21	10.90	7.63

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属材料建材行业第二名。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。