

审慎增持 (维持)

兔宝宝

002043

传统业务反转，拟并购裕丰汉唐工程业务助力增长

2019年12月01日

市场数据

市场数据日期	2019-11-27
收盘价(元)	6.83
总股本(百万股)	774.76
流通股本(百万股)	742.52
总市值(百万元)	5291.58
流通市值(百万元)	5071.40
净资产(百万元)	1674.82
总资产(百万元)	3354.12
每股净资产	2.16

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4306	4517	4814	5114
同比增长(%)	4.5%	4.9%	6.6%	6.2%
净利润(百万元)	331	368	471	496
同比增长(%)	-9.3%	11.1%	28.2%	5.1%
毛利率(%)	16.7%	16.2%	16.2%	16.2%
净利润率(%)	7.7%	8.1%	9.8%	9.7%
净资产收益率(%)	20.0%	17.1%	18.0%	16.1%
每股收益(元)	0.41	0.46	0.59	0.62
每股经营现金流(元)	0.37	0.71	0.39	0.41

投资要点

- 兔宝宝 2019Q1-Q3 公司营收/净利润 32.1/2.5 亿元，YOY+3.2%/-4.2%。其中，第三季度增长明显，实现营收/净利润 12.9/1.3 亿元，YOY+6.9%/+71.4%。2010 年起，公司受益于 OEM 轻资产模式，开始加大经销商网络布局和渠道建设，业绩迅速提升迎来拐点。
- 定制家居是行业未来发展趋势，工装渠道潜力巨大。定制家具解决了家中预留空间与成品家居不配套等问题，而且随着 80、90 后成为家居市场主力消费人群，对个性化的需求更高。从销售渠道来看，我国精装房渗透率相比发达国家(约 80%)，仍有较大提升空间。受政策以及房地产企业推动影响，我国精装房渗透率逐年提升。
- OEM 轻资产模式保障公司成长。轻资产 OEM 模式使得业务在异地的扩展更加便捷。业务拓展无须在当地建厂，而只需加强当地的渠道建设即可。2019Q1-Q3 公司核心、重点、外围市场的增速情况为 7%、9%、42%。我们预计公司未来开店主要集中在外围市场，经过结构性调整之后，公司有望迎来第二轮增长。
- 公司凭借环保板材优势，积极向下拓宽产品品类。公司在原有的地板、衣柜和木门的基础上继续推出橱柜跟儿童家具，公司定制类家具的产业链布局已基本完善。顺应定制化发展趋势，易装模式起航。易装针对消费者的需求，向消费者提供的一系列加工服务，进而提升传统板材附加值和盈利能力。
- 收购裕丰汉唐，完善 B 端渠道。19 年 9 月公司公告拟以现金 7 亿元购青岛裕丰汉唐木业有限公司 70% 的股权，裕丰汉唐凭借轻资产模式，规模扩张迅速。2018 年收入/归母净利润达 5.77/0.49 亿元，YOY+83.0%/+238.3%。裕丰汉唐承诺在 19/20/21 年实现净利润分别不低于 0.7/1.05/1.4 亿元。裕丰汉唐是万科柜类 A 类供应商。此次收购一方面丰富了公司产品品类，另一方面有利于进一步加强公司在全装修工程领域的业务拓展能力，完善大 B 端渠道。
- 盈利预测及评级：我们预计公司 19-21 年公司 EPS 分别为 0.46、0.59、0.62 元/股，对应 PE 为 14.8x、11.6x、11.0x (根据 11 月 27 日收盘价)。

相关报告

《兔宝宝 2017 年报点评：向下游业务不断拓展，业绩有望保持稳定增长》2018-04-10

《兔宝宝深度报告：快速成长的环保板材消费龙头》2017-05-01

《兔宝宝：业绩符合预期，享受环保板材消费趋势显著》2017-04-18

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

刘佳昆

liujiakun@xyzq.com.cn

团队成员：孟杰、刘佳昆、黄杨

风险提示：地产销售大幅下滑；易装推广不及预期



目 录

1、公司简介—国内家装板材业龙头品牌	- 4 -
1.1、公司发展历程及业务概况	- 4 -
1.2、财务情况	- 5 -
1.3、兔宝宝股权结构	- 6 -
2、定制家居更契合用户需求，精装修已成行业趋势	- 6 -
2.1、竣工回暖将带动家居行业景气回升	- 6 -
2.2、定制家居已成行业趋势	- 8 -
2.3、多方面因素促进精装房发展，工程渠道成为新的增长点	- 9 -
2.4、板材行业大而散，环保标准提升将提升集中度	- 12 -
3、轻资产模式为公司成长提供保障	- 14 -
3.1、轻资产模式保证公司产能扩张	- 14 -
3.2、轻资产化运营有助于进一步扩充外围市场	- 16 -
4、凭借板材优势向下延伸产品线	- 18 -
4.1、环保板材的形象深入人心，助力公司向成品家具延伸	- 18 -
4.2、顺应定制化发展趋势，易装模式起航	- 20 -
5、B端业务拓展将为公司成长提供动力	- 21 -
5.1、以销售分公司的模式，推进B端业务扩张	- 21 -
5.2、公司收购裕丰汉唐70%股权，增强大B端竞争力	- 22 -

图 目 录

图 1: 兔宝宝品类扩张路径	- 4 -
图 2: 公司业务部门	- 4 -
图 3: 兔宝宝收入结构 (2019H1)	- 5 -
图 4: 兔宝宝装饰材料销售地区分布 (2019H1)	- 5 -
图 5: 兔宝宝营收及同比增速	- 5 -
图 6: 兔宝宝净利润及同比增速	- 5 -
图 7: 兔宝宝费用率管控良好	- 6 -
图 8: 兔宝宝收现比、付现比	- 6 -
图 9: 兔宝宝公司股权结构 (截至 2019 年三季度)	- 6 -
图 10: 2016-2017 年销售的商品房待完工	- 7 -
图 11: 竣工面积增速回升	- 7 -
图 12: 竣工面积提升有望推动家居行业回暖	- 7 -
图 13: 定制家居毛利率更高	- 8 -
图 14: 定制家居服务属性强	- 8 -
图 15: 我国精装修渗透率持续提升	- 9 -
图 16: 精装房开盘规模及变化	- 9 -
图 17: 精装房是大势所趋	- 9 -
图 18: 政策不断加码精装修	- 9 -
图 19: 全国有关精/全装修政策颁布数量及变化	- 10 -
图 20: 华东地区出台精装修政策更多	- 10 -
图 21: 2019 H1 精装修开发商数量及项目数量	- 10 -
图 22: 2019H1 精装修商品住宅开发商规模及增长	- 10 -
图 23: 一线城市对全装修接受程度高	- 11 -
图 24: 80、90 后成精装修消费主力	- 11 -
图 25: 头部房企优势明显	- 11 -
图 26: 定制家居主要品类已成为精装房标配	- 12 -
图 27: 人造板规模以上企业数量	- 12 -
图 28: 人造板行业集中度低	- 12 -

图 29: 兔宝宝向微笑曲线两端延伸	- 15 -
图 30: 兔宝宝 OEM 两种模式	- 15 -
图 31: 装饰板材以 OEM 为主	- 16 -
图 32: 家具成品以 OEM 模式为主	- 16 -
图 33: 公司固定资产及同比增速	- 16 -
图 34: OEM 模式提升公司周转率	- 16 -
图 35: 兔宝宝门店与营业收入	- 16 -
图 36: 兔宝宝装饰收入及同比增速	- 17 -
图 37: 装饰板材销售单价持续提升	- 17 -
图 38: 公司全国市场布局	- 17 -
图 39: 重点市场和外围市场占比持续提升	- 17 -
图 40: 海外环保标准要求更高	- 18 -
图 41: 消费者最重视板材的环保性	- 18 -
图 42: 公司研发持续投入	- 18 -
图 43: 兔宝宝环保形象深入人心	- 18 -
图 44: 公司成品家居收入及同比	- 19 -
图 45: 公司成品家居品类占比	- 19 -
图 46: 成品家居毛利率更高	- 19 -
图 47: 一站式装修是未来趋势	- 19 -
图 48: 手工打制衣柜的渗透率不断提升	- 20 -
图 49: 兔宝宝 3 种易装模式	- 20 -
图 50: 易装可借助原有门店推广	- 21 -
图 51: 兔宝宝易装模式流程	- 21 -
图 52: 公司大 B 端合作模式	- 21 -
图 53: 公司小 B 端合作模式	- 21 -
图 54: 裕丰汉唐业务布局	- 24 -
图 55: 裕丰汉唐主要客户	- 24 -

表 目 录

表 1、住宅地产项目在 2019 年完工住宅建筑面积城市等级结构分析	- 7 -
表 2: 各种板式家具优劣势对比	- 8 -
表 3: 一线城市住宅单套面积变动情况	- 8 -
表 4、龙头房企家装主要供应商	- 12 -
表 5: GB18580-2001 标准	- 13 -
表 6: 欧洲人造板材甲醛释放量标准	- 13 -
表 7: 环保趋近将淘汰落后产能	- 14 -
表 8: 兔宝宝环保板材发展历程	- 19 -
表 9: 裕丰汉唐转让情况	- 22 -
表 10: 裕丰汉唐转让情况	- 23 -
表 11: 治理股东按如下金额在二级市场直接购买公司股票	- 23 -
表 12、裕丰汉唐财务概况 (单位: 百万元)	- 23 -
表 13、裕丰汉唐是万科 A 类供应商	- 24 -
表 14、裕丰汉唐应收账款概况	- 24 -
表 15、公司对裕丰汉唐的业绩要求	- 25 -
附表	- 26 -

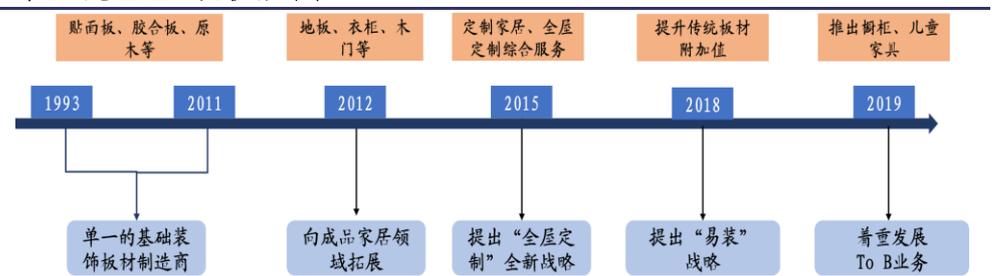
报告正文

1、公司简介—国内家装板材业龙头品牌

1.1、公司发展历程及业务概况

公司创立于1993年，是一家以木制品室内装饰材料为主体的综合服务商，产品销售网络遍及全球，于2005年5月在深圳证券交易所上市交易。针对近年来行业发展态势，公司搭建起辐射国内外的制造网络，打造家具产业园，形成从林木资源的种植抚育、全球采购到生产、销售的布局，同时不断推出和深化地板、衣柜、木门、橱柜和儿童家具等业务，完善定制类家具产业链。

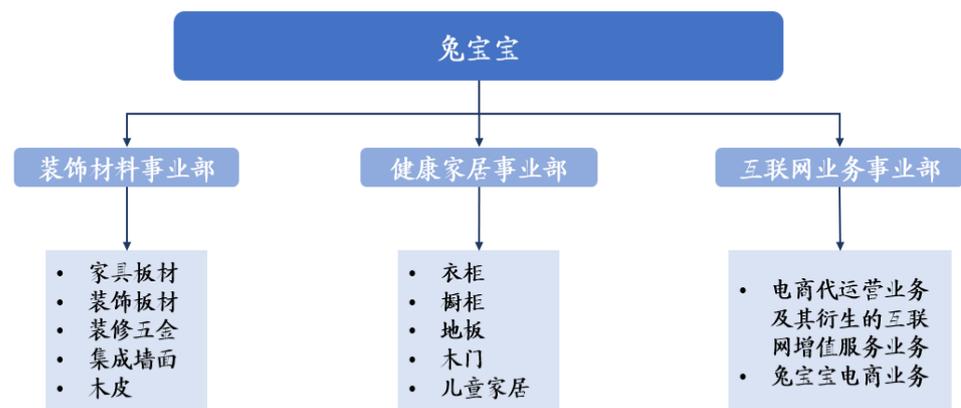
图 1：兔宝宝品类扩张路径



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司下设有三个事业部：（1）装饰材料事业部为家具板材、装饰板材、等产品的生产和销售；（2）健康家居事业部为衣柜、橱柜、木门、地板等定制化家居产品的生产和销售；（3）互联网业务事业部为电商代运营业务及其互联网增值服务业务、兔宝宝电商业务等；此外还有科技木、胶粘剂、出口等三个独立的业务部门。

图 2：公司业务部门



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要销售产品为装饰材料和家居成品, 2019H1 装饰材料和成品家居销售额达 14.82/1.67 亿元, 同比变动, 其中装饰材料销售地区主要集中在华东地区, 2019H1 装饰材料华东地区销售收入约 9.37 亿元, 同比增长 3.05%。

图 3: 兔宝宝收入结构 (2019H1)

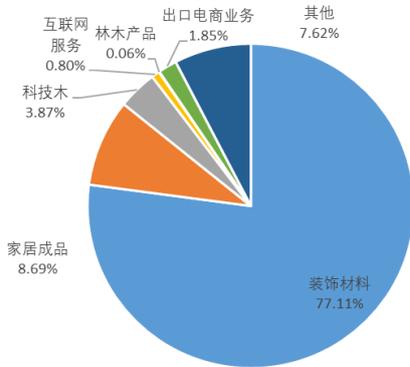
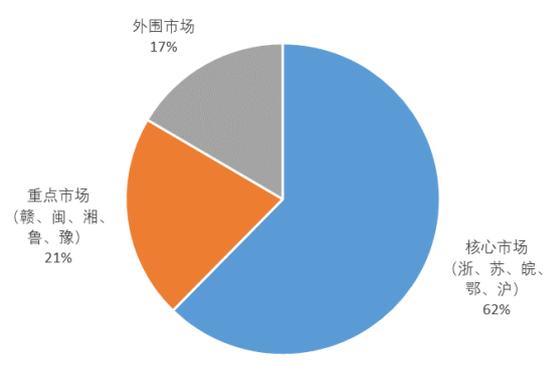


图 4: 兔宝宝装饰材料销售地区分布 (2019H1)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、财务情况

2019Q1-Q3 公司营收/净利润 32.1/2.5 亿元, YOY+3.2%/-4.2%。其中, 单 Q3 增长明显, 实现营收/净利润 12.9/1.3 亿元, YOY+6.9%/+71.4%。2010 年起, 公司受益于 OEM 轻资产模式, 开始加大经销商网络布局和渠道建设, 业绩迅速提升迎来拐点。2005 年至 2010 年, 营业收入 CAGR+10.3%, 归母净利润 CAGR+1.6%; 2010 至 2018 年, 营业收入 CAGR+17.85%, 归母净利润 CAGR+36.38%, 显著增长。

图 5: 兔宝宝营收及同比增速

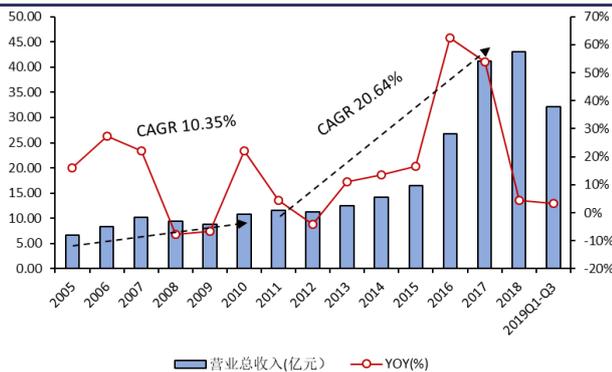
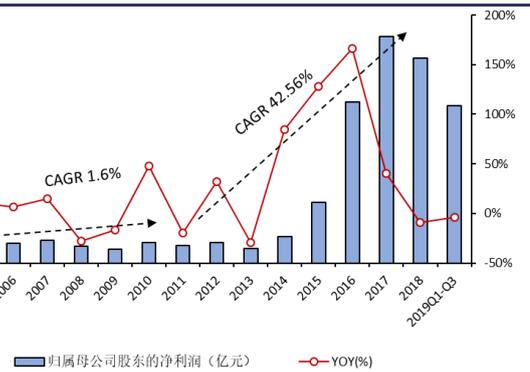


图 6: 兔宝宝净利润及同比增速

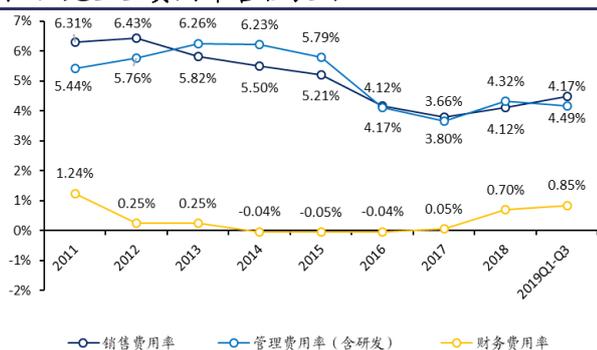


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

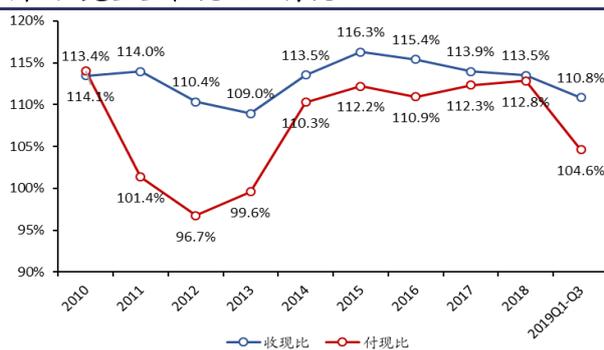
期间费用率管控良好, 经营性现金净流量持续提升。2019Q1-Q3 期间费用率为 8.0%, YOY-0.1pct, 其中销售/管理(含研发)/财务费用率 YOY+0.2pct/-0.2pct/-0.1pct。2019Q1-Q3 经营性现金净流入 4.5 亿元, YOY+101.3%, 其中单 Q3 经营性现金净流入 2.4 亿, YOY+207.7%。收现比/付现比 110.8%/104.6%, YOY+0.9pct/-5.1pct, 付现比降低和收现比增加带动公司经营性现金流继续改善, 轻资产生产模式和经销商零售为主的商业模式保障公司较优的盈利模式。

图 7: 兔宝宝费用率管控良好



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8: 兔宝宝收现比、付现比



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、兔宝宝股权结构

根据公司 19 年三季报披露情况,兔宝宝实际控制人为丁敏鸿先生,其直接持股比例为 2.62%,其控股子公司德华集团和德华创业投资分别对兔宝宝持股 29.6%和 6.56%,**丁敏鸿先生合计持股比例达 19.1%**。自 2018 年 7 月 31 日至 2019 年 1 月 31 日,公司回购了 3093 万股流通股,占公司总股本 3.84%,并于 2019 年 2 月 23 日进行注销,公司的股权集中度进一步提升,资本结构有所改善的同时,也给予投资者以信心和正面预期。

图 9: 兔宝宝公司股权结构 (截至 2019 年三季报)



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、定制家居更契合用户需求,精装修已成行业趋势

2.1、竣工回暖将带动家居行业景气回升

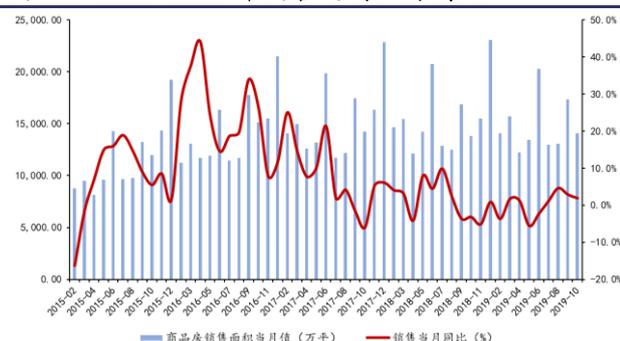
由于兔宝宝业务逐渐由传统板材业务转向成品家居、定制家居,故本章主要对家具行业进行分析。

下半年竣工回暖有望带动家居整体景气度回升。2016-2017 年时商品房销售的高峰期,由于收到合同约束,一般房屋从销售到竣工约 2-3 年,所以 2016-2017 年期间的销售的商品房预计将于 2019-2020 年进入交付周期。2019 年三季度,房屋竣工面积已经实现了正增长。2019 年单 10 月份竣工增速达 19.2%,预计未来竣工

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

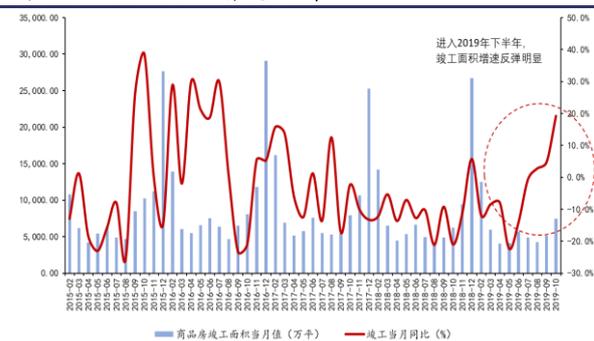
回暖的趋势仍将延续 1-2 年。随着竣工回暖，有望带动家居行业景气回升。

图 10: 2016-2017 年销售的商品房待完工



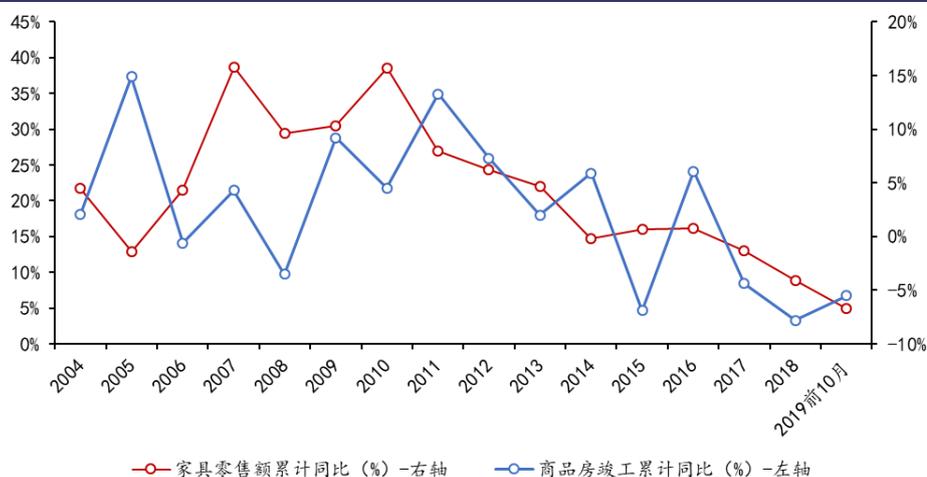
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11: 竣工面积增速回升



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12: 竣工面积提升有望推动家居行业回暖



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从结构上看，二线城市为竣工主要推动力。据奥维云网的统计，累计至 2019 年前 9 月的住宅地产工程项目中，二线城市 2019 年内预计完工的项目占比达 46.9%；其次是三线城市和四线城市，份额均超过 16%。

表1、住宅地产项目在 2019 年完工住宅建筑面积城市等级结构分析

区域	一线	二线	三线	四线	其它
东北	0.0%	1.7%	0.3%	0.3%	0.3%
华北	3.1%	4.6%	2.6%	1.8%	0.8%
华东	2.4%	18.3%	8.8%	6.2%	0.7%
华中	0.0%	6.3%	1.9%	4.7%	1.7%
华南	2.5%	3.3%	1.9%	0.8%	1.3%
西南	0.0%	9.9%	0.7%	3.2%	4.2%
西北	0.0%	2.8%	0.4%	0.3%	2.3%
总计	8.0%	46.9%	16.6%	17.2%	11.2%

资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、定制家居已成行业趋势

对于消费者来说：定制家具解决了核心痛点。即家中预留空间与成品家居不配套，从而造成了收纳空间小、浪费空间、风格不统一等问题。从一线城市高房价导致单套面积逐年变小，使得定制家具高空间利用率的优点得以发挥。此外，伴随着人均可支配收入的提高，人均可支配收入的提高使得人们对家具消费升级的趋势愈发明显，定制家居受益。

表2：各种板式家具优劣势对比

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

数据来源：尚品宅配招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表3：一线城市住宅单套面积变动情况

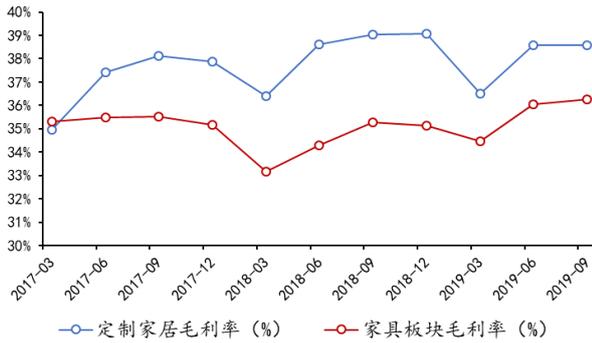
日期	北京			上海			广州		
	成交面积 (万平)	成交套数 (万套)	单套面积 (平)	成交面积 (万平)	成交套数 (万套)	单套面积 (平)	成交面积 (万平)	成交套数 (万套)	单套面积 (平)
2009年	2047	17.9	114.4	2618	24.2	108.2	181	1.6	115.3
2010年	1236	11.2	110.7	1568	15.0	104.3	838	7.6	109.8
2011年	934	8.8	106.5	1290	12.7	101.3	779	6.7	116.6
2012年	1279	11.7	109.0	1435	13.7	104.9	1069	9.3	114.9
2013年	1260	11.8	106.7	1799	16.8	107.3	1045	9.2	113.4
2014年	966	9.8	98.9	1634	16.0	102.0	817	7.1	115.4
2015年	1134	10.9	104.1	2192	20.9	105.0	1058	9.1	116.4
2016年	946	8.1	116.2	2172	20.2	107.4	1354	12.4	108.8
2017年	546	4.7	116.2	1354	13.6	99.5	951	8.8	108.2
2018年	495	4.6	108.7	1264	12.6	100.6	972	9.1	106.6

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

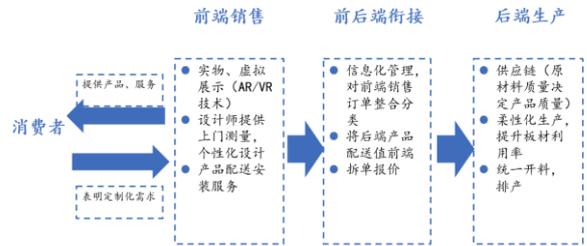
对于家居企业来说，定制家居拥有优秀的商业模式。区别于传统家具重资产、高库存、低周转的运营模式，“先款后货”的销售方式保证了终端无库存、厂商低库存及较好的现金流情况。另一方面，相比于传统家居定制家居的服务属性大于产品属性，毛利率更高。

图 13：定制家居毛利率更高

图 14：定制家居服务属性强



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

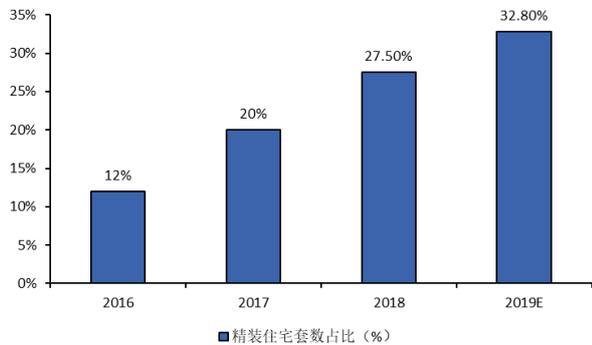


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、多方面因素促进精装房发展，工程渠道成为新的增长点

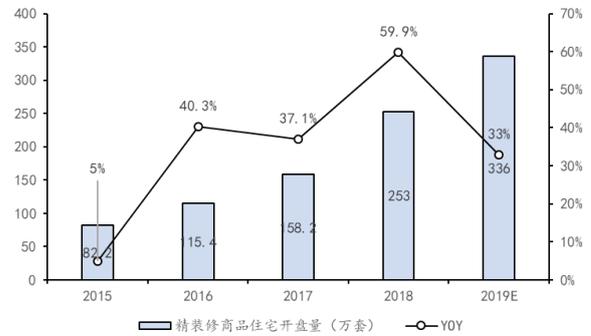
工程渠道将推动家居稳定增长。我国全装修市场还有很大的上升空间。大型地产开发商所开发项目的精装修住宅比例持续上升。中国住宅精装修发展历史较短，尚处于发展阶段。欧美日等发达国家全装修市场成熟度高，政策法规也较为完善，据《中国建材报》数据，发达国家全装修比例普遍达到 80% 以上，相比之下，我国的全装修市场渗透率 2017 年只有 20% 不到，还有很大的上升空间。随着近年来国家及各省市全装修政策推进，我国精装修渗透率持续提升。

图 15: 我国精装修渗透率持续提升



数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16: 精装房开盘规模及变化

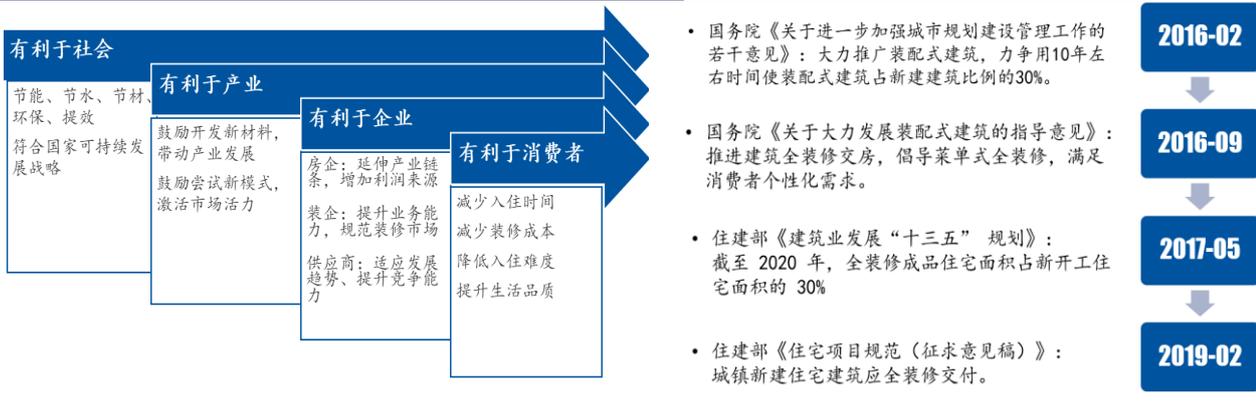


数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

政策要求促使精装房市场发展。我国全装修政策在 2013 年以后才开始具体化、标准化。随后全国各省市结合自身特点，陆续出台相关全装修政策，其中绝大部分地区明确了全装修的实施时间以及相应的指标。截止 2018 年年底已有超过 24 省市公布其全装修目标。2019 年 2 月，住建部公布《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求城镇新建住宅建筑应全装修交付。本次政策的出台将进一步深化全装修房屋发展并加速落地。

图 17: 精装房是大势所趋

图 18: 政策不断加码精装修

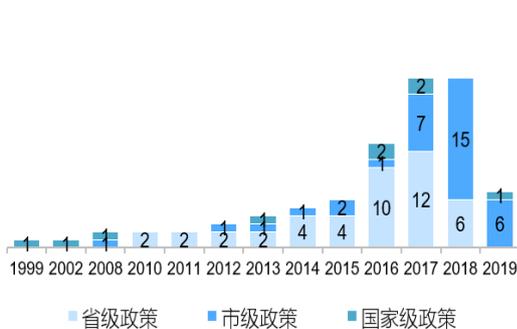


数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

各地方政府积极响应精装修政策。精/全装修政策已率先形成中央统领规划、地方因地制宜、一城一策的积极局面。截止到2019年上半年，全国涉及精装修/全装修的各类政策累计颁布82次，覆盖26个省市，华东、华中颁布政策最频繁，其中湖南、浙江分别达到7次、6次，领先其他地区。2018年市级政策颁布多达15次，2019年发布的7项政策，多为市级范畴。例如上海住建委颁布《崇明区绿色建筑管理办法》，明确要求新建商品住宅、保障性住房中的廉租住房、公共租赁住房应实行全装修交付。

图 19：全国有关精/全装修政策颁布数量及变化



数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20：华东地区出台精装修政策更多

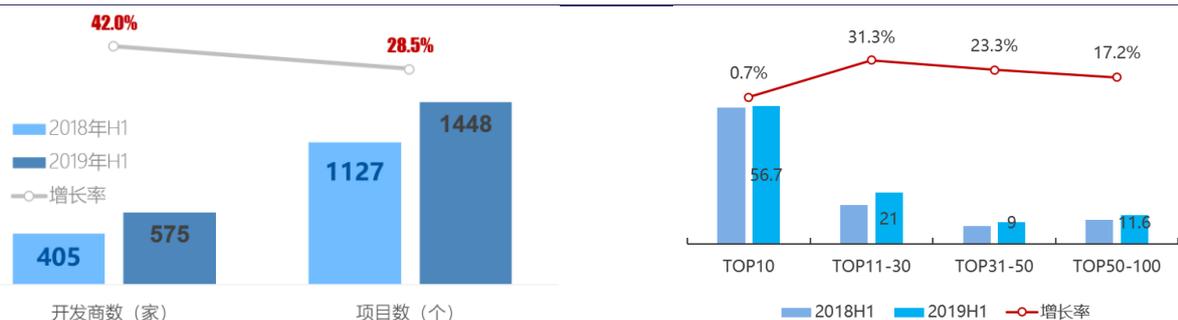


数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

精装房愈加受地产商青睐，新玩家迅速涌入。2019上半年推出的精装修/全装修商品住宅的开发商数量、项目数量双双保持较快增速。19H1精装修住宅TOP10开发商合计推出套数超过56.7万套，YOY+0.7%，市场占比超过46%。非TOP10开发商增长更快，尤其TOP11-30的开发商开盘套数合计21万套，YOY+31.3%。头部品牌增长放缓，中段企业正大力追赶头部企业。

图 21：2019 H1 精装修开发商数量及项目数量

图 22：2019H1 精装修商品住宅开发商规模及增长

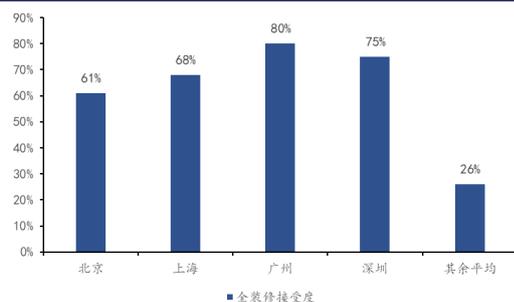


数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

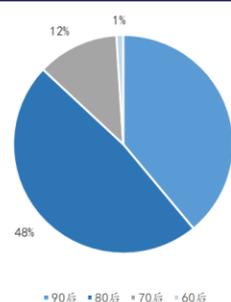
随着消费水平提高，消费者逐渐接受精装房。据全装联调研，上海全装修住宅消费者满意指数已达到 81.15%，在消费水平提升时，消费者对精装修的接受程度更高。80、90 后成为全装修消费主力。个人住户由于普遍缺乏装修的知识，往往需要持续投入较长的时间和精力进行装修，而全装修则可通过标准化极大提升装修效率，符合当前 80、90 后的消费习惯。

图 23：一线城市对全装修接受程度高



数据来源：全装联，兴业证券经济与金融研究院整理

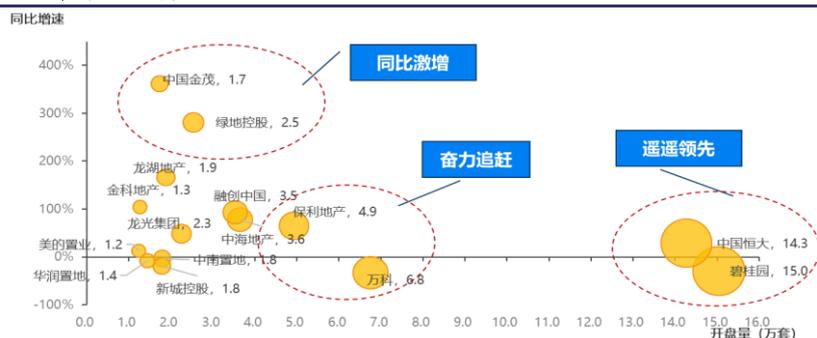
图 24：80、90 后成精装修消费主力



数据来源：全装联，兴业证券经济与金融研究院整理

头部房企仍为市场主力。碧桂园/恒大/万科/保利地产/中海地产为精装修市占率分别为 12%/11%/8%/4%/3%，合计市占率达 35%。在精装修住宅供给 TOP10 开发商中，碧桂园、恒大处于第一阵营，碧桂园开盘量达精装楼盘市场的 15%，恒大开盘量占比超 14%，保持稳定增速。保利、融创、中海地产等开发商增长良好，发展较为稳定。中国金茂与绿地控股则是 2019 上半年精装修市场的两匹黑马，分别实现增幅 362% 与 281%。

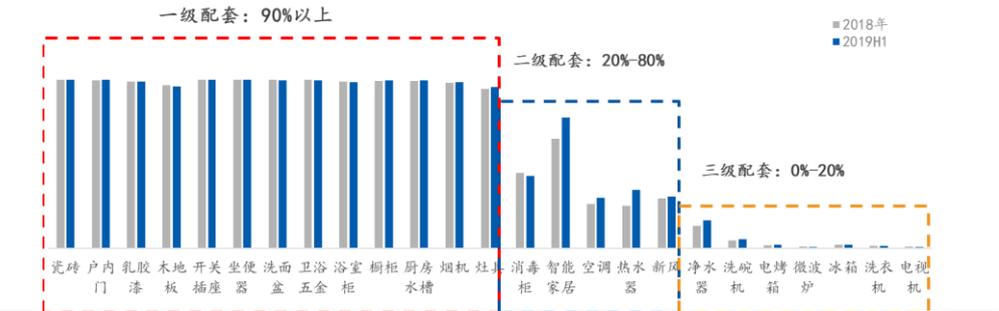
图 25：头部房企优势明显



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26：定制家居主要品类已成为精装房标配



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

定制家居主要产品已经成为精装房标配。一线定制家居企业在与地产商合作方面更具优势。首先，头部地产商精装房占比较高，并倾向于与品牌家居厂商合作。一方面有产品品质背书，另一方面家居品牌也能推动房屋的销售。相比于具有更高品牌力的家居公司其盈利性更强，欧派家居大宗毛利率甚至超过零售端，净利率也能保持在 10-15%

表 4、龙头房企家装主要供应商

公司名称	橱柜、衣柜	瓷砖	地板	户内门	洁具五金
万科	裕丰汉唐、欧派家居、博士家居、皮阿诺、我乐家居	欧神诺、蒙娜丽莎集团	圣象集团、大自然家居、德尔未来、浙江世友木业	江山欧派、昆山日门建筑装饰	东陶、科勒、摩恩、乐家、美标
恒大	皮阿诺、索菲亚、志邦股份、广东雅科波罗	欧神诺、广东新明珠陶瓷	昆山盈意大自然木业公司	梦天木业、江山欧派、华鸿木业、群升集团、润成创展	科勒、博洛尼家居、美标、乐家
保利地产	欧派家居	蒙娜丽莎、马可波罗陶瓷	圣象集团	江山欧派、群升集团	东陶、科勒、摩恩

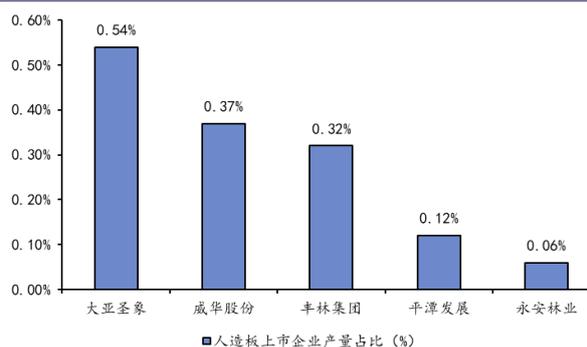
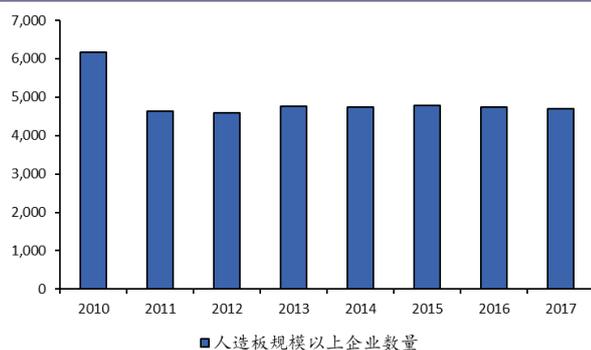
资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、板材行业大而散，环保标准提升将提升集中度

人造板市场分散化程度高，企业数量接近饱和。全国现有人造板生产企业约 10,000 家，规模以上企业约 4700 家，主要分布于东南沿海地区。从集中度的角度来看，我们选取了 2018 年丰林集团、大亚圣象、威华股份、永安林业、平潭发展等 5 家上市公司人造板年产品，合计产量共计仅为全国产量的 1.42%。

图 27：人造板规模以上企业数量

图 28：人造板行业集中度低



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

早期我国环保标准较欧美国家仍处于较低水平。2001年,国家质检总局发布了GB18580-2001《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》,标示了E1(甲醛释放量 $\leq 9\text{mg}/100\text{g}$)、E2(甲醛释放量介于 $9\sim 30\text{mg}/100\text{g}$)两种甲醛释放量等级标志,规定E1级的产品可直接用于室内,E2级的产品必须经饰面处理后才能用于室内。但在欧盟等发达国家,人造板产品质量稳定性好,按照行业协会制定的技术标准严格生产和销售,由第三方进行严格认证。产品甲醛释放量不高于 $8\text{mg}/100\text{g}$ 才允许上市。而美国新法案规定的刨花板甲醛释放量更是不得超过 $0.09\text{mg}/\text{kg}$,这一标准约为我国现行标准的千分之一。

表5: GB18580-2001 标准

产品名称	试验方法	限量值	使用范围	标志
中密度纤维板、高密度纤维板、刨花板、定向刨花板等	穿孔萃取法	$\leq 9\text{mg}/100\text{g}$	可直接用于室内	E1
		$\leq 30\text{mg}/100\text{g}$	饰面处理后可允许用于室内	E2
胶合板、装饰单板贴面胶合板、细工木板	干燥器法	$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$	可直接用于室内	E1
		$\leq 5\text{mg}/\text{L}$	饰面处理后可允许用于室内	E2
饰面人造板(包括浸渍纸层压木质地板、实木复合地板、竹地板、浸渍胶膜纸饰面人造板等)	气候箱法	$\leq 0.12\text{mg}/\text{m}^3$	可直接用于室内	E1
	干燥器法	$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$	可直接用于室内	E1

数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

表6: 欧洲人造板材甲醛释放量标准

项目	E0	E1	E2
甲醛释放量 mg/L	接近 E1 级的一半	$\leq 0.5\text{mg}/\text{L}$	$\leq 1.5\text{mg}/\text{L}$
规定	行规、企业自控标准	可用于室内	不能用于室内, 部分国家不允许上市

数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

为了契合“绿水青山就是金山银山”的理念,国家逐渐重视环保要求。环保标准时隔16年在此修订。2018年的5月1日起,GB18580-2001被新规GB18580-2017

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

代替。新标准提高了人造板及其制品甲醛释放限量要求，对我国的人造板产业转型升级将发挥重要的推动作用。我国人造板甲醛释放量要求与日本、欧洲相比仍然较低，更严格的强制性标准亟待推出。

在新版标准中，提高了甲醛释放限量要求，主要是以下三点变化：

- 规定甲醛释放限量值为 0.124 mg/m³；
- 限量标志 E1，取消了原标准的 E2 级；
- 统一甲醛检测试验方法为“1m 气候箱法”

由于受到环保条例趋严的影响，我国人造板行业目前已进入了产业转型升级期，淘汰落后产能将持续加速。据华夏化工网统计，我国胶合板主要产区的九个省份原有 11700 家胶合板生产企业。其中，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%。

表7：环保趋近将淘汰落后产能

省份	胶合板企业	处于改造而关停的企业	预计将彻底关停的企业
河北省	820	560	560
河南省	420	120	120
山东省	5800	2736	2630
江苏省	1020	350	300
浙江省	960	810	810
安徽省	210	110	100
福建省	850	680	685
广东省	220	220	130
广西自治区	1400	100	100

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3、轻资产模式为公司成长提供保障

3.1、轻资产模式保证公司产能扩张

公司依托 20 年板材品牌优势从生产制造走向微笑曲线两端，聚焦产品研发与品牌营销，打造优势平台型企业。公司从 2011 年开始涉足贴牌业务，通过和 OEM 制造商的合作，极大程度的解决了公司产能不足的情况。目前 90%+ 产品为贴牌生产。公司严选供应商，严把产品质量关。预计 2019 年全年累计抽检 2.3 万批次，严格的质量标准凸显公司在产业链中的优势地位，优质的产品也塑造良好品牌形象，形成良性互动。

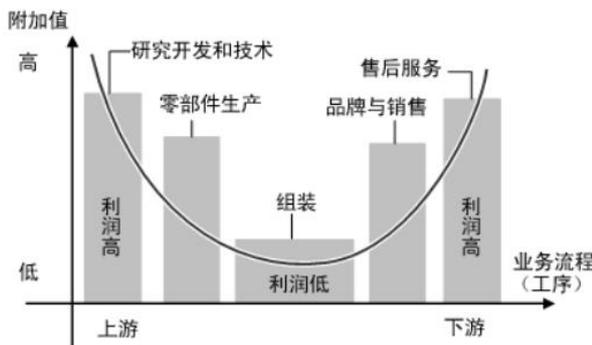
兔宝宝 OEM 模式有两种：

- A 类：经销商与公司结算货款，公司通过传统的“采购—加价—销售”，赚取购销之间的差额，此种模式确认的收入较多。

- B类：经销商直接与供应商结算货款，而从中收取一定的贴牌费用，此种模式下确认的收入较少。

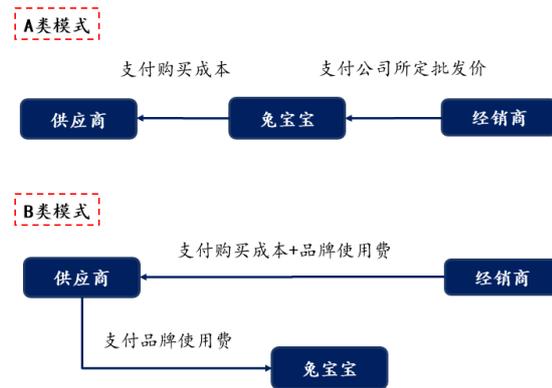
公司推动 B 类转 A 类，隔离供应商、经销商提升议价能力和利润空间。近年来公司持续推动 OEM 从 B 类将向 A 类转型，现已初见成效。公司 2018 年/2019H1，公司收入 43.06/19.22 亿元，YOY+4.54%/+0.87%。将 B 类收入折算成 A 类收入后的合计收入分别为 76.18/38.87 亿元，YOY+5.81%，YOY-8.67%。从 2019 年上半年 B 类折算合计收入同比下降，可见公司 A 类收入占比在提升。

图 29：兔宝宝向微笑曲线两端延伸



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30：兔宝宝 OEM 两种模式



数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

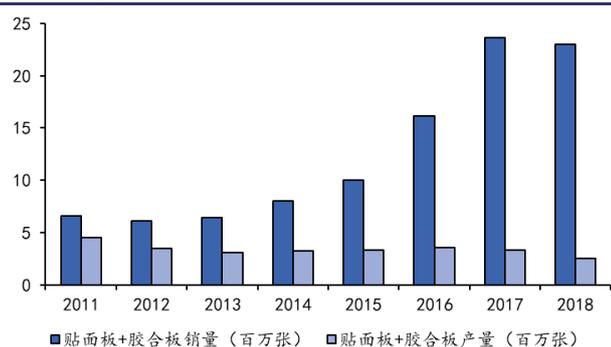
通过 OEM 模式与稳定的自产产能保障的模式，公司能够以较低的成本达到产量与固定投资的平衡，更好地面对未来市场销量的起伏。在市场景气时，公司能够轻易的通过该模式扩张产能，保证产品的供应，达到供应量的可靠提升。公司该模式已验证有效并相对成熟，主要产品均采用 OEM 代工模式。

全流程质量把控，保证 OEM 产品质量

- 事前筛选：公司拥有十几年为国外知名企业代加工的经营经验，在挑选 OEM 企业时基本会选择当地龙头企业作为潜在供应商，在经过 1 年半到 2 年的培育时间，验收合格后才被纳入供应商名单，之后通过 3 个月到半年时间进行小批量试单，当产品质量供应稳定后，才被纳入合格供应商。
- 事中检测：公司拥有 3 个检测中心，通过常规化前往供应商仓库和经销商货架抽检保证产品质量达标。
- 事后惩罚：对于产品质量不合格尤其是甲醛超标的企业，会触发整改机制甚至取消供应资格，整改期间不予下单，直至整改结束并且能达到产品合格，才重新启用。
- 对于 OEM 企业来说，由于兔宝宝客户占其业务量较大比例，如果因质量问题而出现合作破裂，最终将削弱 OEM 企业自身的业务稳定性，因此对于 OEM 企业来说，也存在质量把握的内在需求。

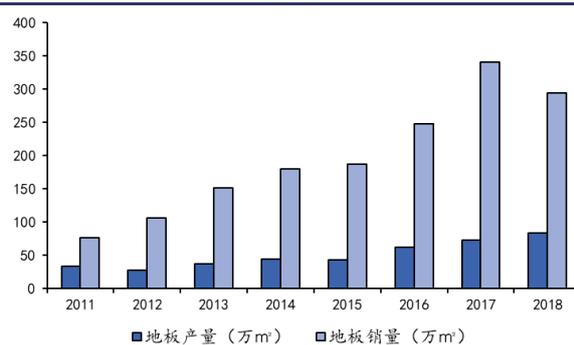
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 31: 装饰板材以 OEM 为主



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

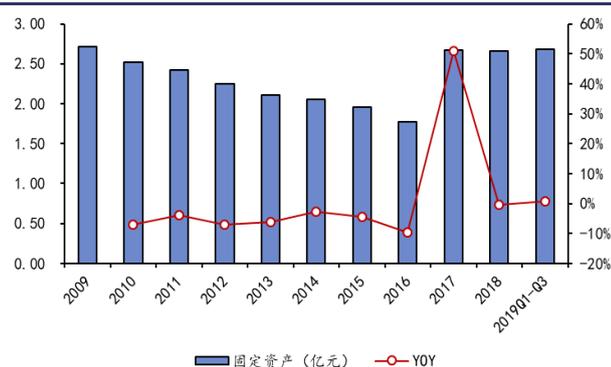
图 32: 家具成品以 OEM 模式为主



数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

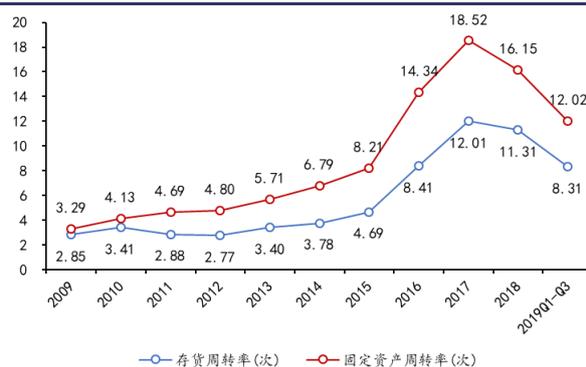
轻资产加速扩张, 固定资产整体呈现下降趋势。公司的固定资产自 2012 年持续下降, 截至 2016 年为 1.78 亿元, 2017 年固定资产增加主要系扩建成品家居生产线, 以及购买厂房作为总部仓储物流配送中心, 仍然符合公司轻资产化的经营理念。此外, OEM 模式有利于提升公司周转率, 2019 年三季度公司固定资产周转率 12.02 次, 同比提升 0.54 次。

图 33: 公司固定资产及同比增速



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 34: OEM 模式提升公司周转率

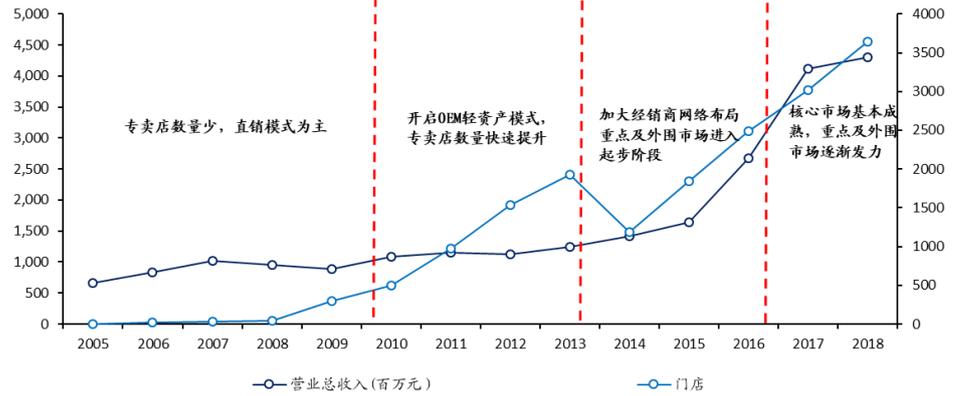


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、轻资产化运营有助于进一步扩充外围市场

轻资产化有利于加速扩张。OEM 模式的不断深化, 除了在业绩端有所贡献之外, 轻资产 OEM 模式使得业务在异地的扩展更加便捷。业务拓展无须在当地建厂, 而只需加强当地的渠道建设即可。2011 年开始大规模设立分销网点。但是由于 2013-2014 年有清理专卖店的过程, 所以重点市场放量略长于 3 年放量期。截止 2019 年 9 月, 公司全体系专卖店合计有 3,801 家。其中板材专卖店 (兔宝宝板材以及绿野) 共 2,025 家, 成品家居类专卖店 (地板、木门、衣橱柜等) 共计 1776 家。

图 35: 兔宝宝门店与营业收入

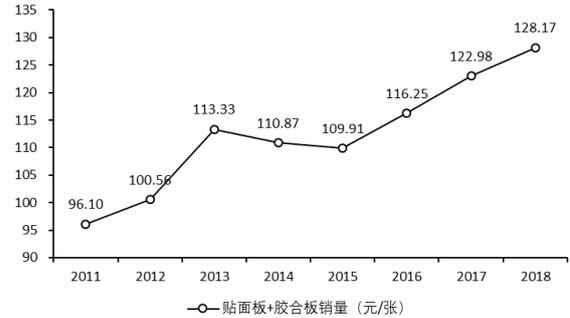
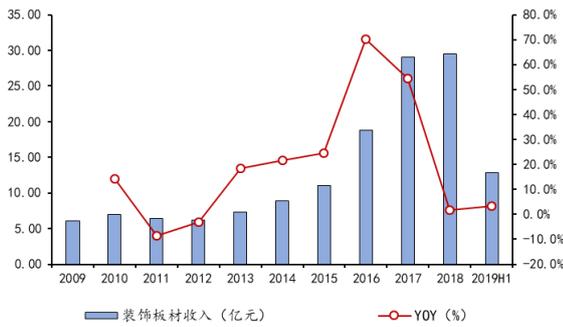


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

线下门店强化品牌效应，板材销售单价持续上升。开拓线下门店一方面打开了C端渠道，带动了公司收入增长，另一方面C端门店有利于强化品牌效应。同时叠加公司持续研发投入，升级产品质量。2011年-2018年，公司装饰板材销售单价从96.1元/张上升至128.2元/张。

图 36: 兔宝宝装饰收入及同比增速

图 37: 装饰板材销售单价持续提升



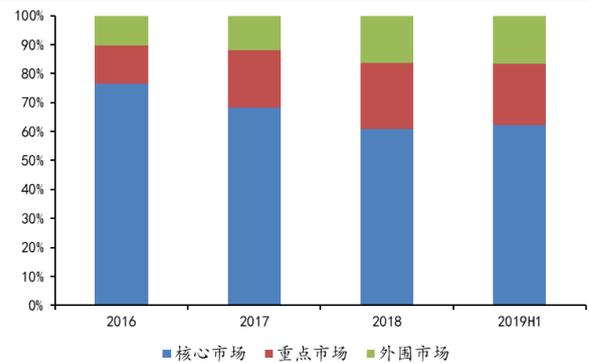
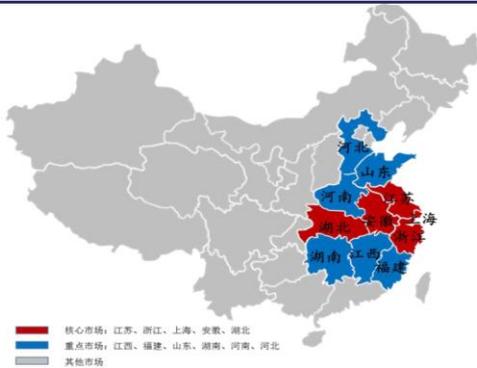
数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

由于2018年核心市场受到限购政策的影响，公司核心市场增速为-5.9%，这是公司历史上尚未出现的情况。2019年公司改变策略，开始重点布局外围市场。2019H1公司核心市场/重点市场/外围市场收入9.1/3.1/2.7亿元，YOY+3.1%/+2.4%/+9.5%。2019Q1-Q3，板材销售核心、重点、外围市场的增速情况为7%、9%、42%。我们预计公司未来开店主要集中在外围市场，经过结构性调整之后，公司有望迎来第二轮增长

图 38: 公司全国市场布局

图 39: 重点市场和外围市场占比持续提升



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、凭借板材优势向下延伸产品线

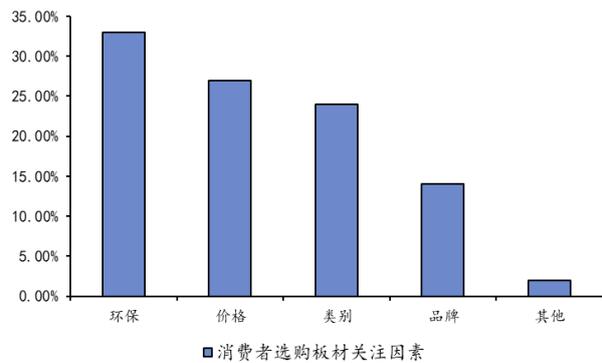
4.1、环保板材的形象深入人心，助力公司向成品家具延伸

板材的环保性日益受到消费者的重视。环保、价格和类别这三个因素最影响消费者对板材的选购，其中，环保因素占比 33.77%，居首位；价格因素占比 26.87%，位于第二位；类别因素占比 23.88%，位于第三位。据红网调查，70.06%的湖南消费者曾购买到“三无板材”；消费者对于如何甄别板材的真伪优劣认识较为模糊，89.67%的人并不清楚如何判别。由于消费者在购买时无法判断板材质量和环保可靠性，因此对于板材品牌的重视程度日益增加。

图 40：海外环保标准要求更高



图 41：消费者最重视板材的环保性



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

兔宝宝一直致力于产品环保等级不断升级，依靠产品优良的环保性能和“环保中国行”等大型营销活动，已经树立了环保板材的品牌形象。随着生活水准的提高，消费者越来越重视自己居住环境的质量问题，尤其是有孩子以及老人的家庭，对环保尤为重视。公司板材的环保等级也从开始的 E2 级到 E0 级、无醛级，到现在的 360 除醛板材进行不断升级。

图 42：公司研发持续投入

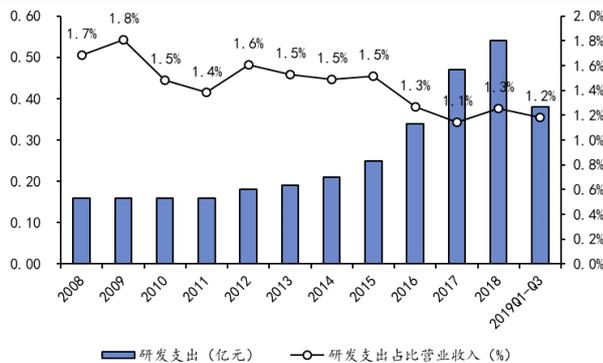


图 43：兔宝宝环保形象深入人心

中国板材十大品牌		中国生态板十大品牌	
兔宝宝	德华兔宝宝装饰新材股份有限...	兔宝宝	德华兔宝宝装饰新材股份有限...
莫干山	浙江升华云峰新材销售有限公司	千年舟	千年舟集团·华海木业有限公司
千年舟	千年舟集团·华海木业有限公司	莫干山	浙江升华云峰新材销售有限公司
金利源	杭州萧山金利源建材有限公司	伟业	广州市伟正木制品有限公司
鹏鸿	大连鹏鸿木业有限公司	香港福林	香港福林木业国际集团有限公司
贵宝	香港贵宝国际集团有限公司	华杰	石家庄市华杰木业有限公司
福庆	江苏福庆有限公司	壮象	广西壮象木业有限公司
平安树	上海德翔木业有限公司	黄猫	山东黄猫木业
金秋	河北金秋木业有限公司	森骏	临沂市森骏板材有限公司
金榕森	安徽直辰润商贸有限公司	小熊贝贝	小熊贝贝装饰材料有限公司

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中国林业网，兴业证券经济与金融研究院整理

表8: 兔宝宝环保板材发展历程

项目	E0
2000年	成功研发了欧洲 E1 级新一代标准环保型产品 甲醛释放量 $\leq 1.5\text{mg/L}$
2004年	主打产品装饰单板贴面胶合板，达到 E0 级，甲醛释放量 $\leq 0.5\text{mg/L}$
2005年	成功研发无醛级绿色板材，2010年正式推广使用，甲醛释放量 $< 0.3\text{mg/L}$
2010年	成功推出无醛级+防虫蛀二合一板材，甲醛释放量 $< 0.3\text{mg/L}$
2011年	成功推出植物胶地板为 WHO 推荐室内使用产品
2012年	成功推出天然植物胶板材，甲醛释放量 $\leq 0.1\text{mg/L}$
2013年	与加拿大 Norbord 公司战略合作，成功推出无醛 MDI 顺芯板
2015年	成功推出 360° 除醛系列产品，由无醛迈向除醛时代
2017年	成功推出健康型负离子功能生态板、地板、衣柜、石膏板等系列产品
2018年	完善 360° 除醛地板、石膏板、壁纸、墙面漆、喷剂等装饰系列用品
2019年	成功将健康家具板升级为植物胶+防虫蛀 2.0 版本

数据来源：兔宝宝官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2012年兔宝宝借助品牌知名度以及板材优势，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、木门、集成家具，2019H1地板、木门、集成家具收入为1.00、0.13、0.54亿元，2013-2018年地板、木门、集成家具收入CAGR分别达21.0%、11.9%、73.9%。

图 44: 公司成品家居收入及同比

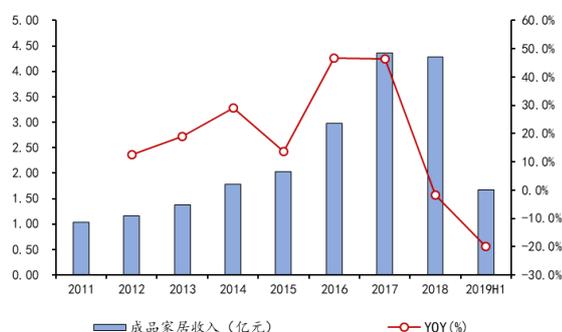
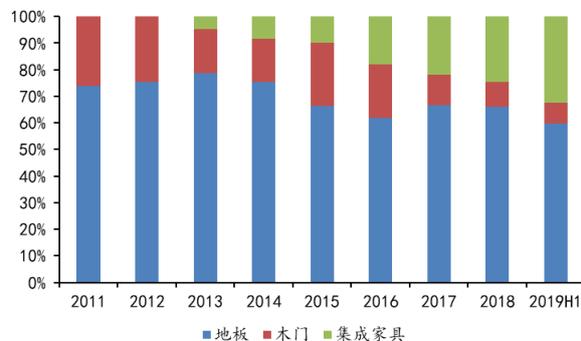


图 45: 公司成品家居品类占比



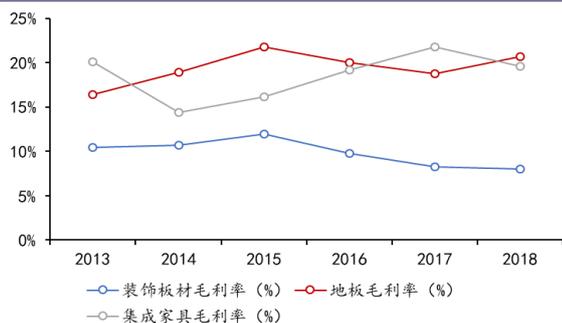
数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

相比板材，成品家具的盈利能力更高。公司大力推进地板、木门、衣柜、橱柜、儿童家居五大产品体系建设，在做大做强单品的基础上，逐步向整体大家居业务迈进。板材相比成品家具产品附加值较低。公司作为装饰板行业龙头，装饰板材的毛利率常年在10%左右，而成品家具毛利率一般在20%以上。2019H1装饰板材毛利率8.73%，成品家具毛利率22.0%。

图 46: 成品家居毛利率更高

图 47: 一站式装修是未来趋势



客户完成一次装修需要

安装7个家装相关APP
浏览51个家装相关网站
浏览3000多个家装资讯页面
浏览相关信息45天
线下联系9家家装公司
去20次建材市场
通话100多次，沟通共耗时7H+
往返800公里路程

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、顺应定制化发展趋势，易装模式起航

顺应定制化发展趋势，易装模式起航。公司2017年推出的“易装”服务，易装针对消费者购买板材，寻求木工打制衣柜过程中存在的操作繁杂，产品款式或者细节不满意的问题，向消费者提供的一系列加工服务，进而提升传统板材附加值和盈利能力。易装也符合装饰材料行业日益加剧的成品化、定制化发展趋势，是公司探索传统板材营销模式转型升级的重要举措，有望彻底颠覆现有板材市场的运营模式。

- 易装 1.0 将现有板材客户进行简单的切割、拼装成柜型等简单的加工，以服务获取材料部分的增值收益，“易装”1.0 更多的带来的更多是收入上的提升。
- 易装 2.0 是在 1.0 的基础上搭售部分五金部件，如封边条、把手、罗马柱等，通过增加这些部品从而提升盈利能力。
- 易装 3.0 类似当前的定制家居，但易装主要面向选择手工打制的客户，与定制家居企业不构成直接竞争，从渗透率来看，打制衣柜占比也在不断提升。虽然兔宝宝相比欧派家居、索菲亚，公司的产品设计能力稍弱，但凭借其借板材优势，有望构建差异化竞争。

图 48：手工打制衣柜的渗透率不断提升

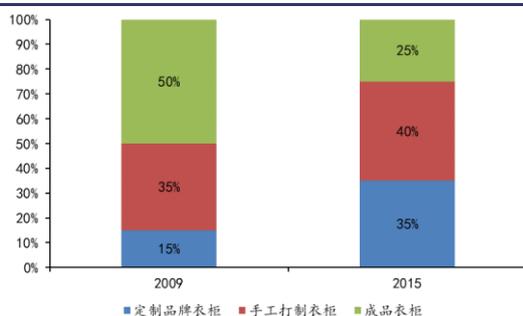
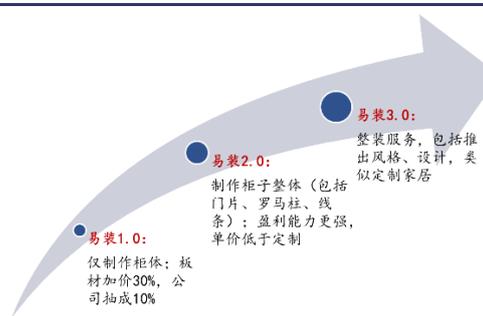


图 49：兔宝宝 3 种易装模式



数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

轻资产模式落地加工中心，有利于快速扩张。由于加工中心的服务范围局限在半径 200 公里以内，公司推广易装服务必须在全国范围内建立足够数量的加工中心。

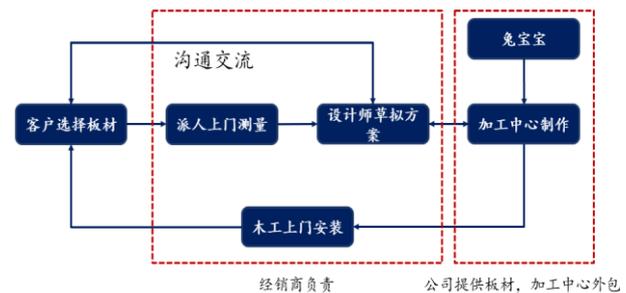
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司通过筛选相应地区内拥有代加工富余产能的家具生产商来选择合适的加工中心。公司现有较为成熟的南京易装模式，通过经销商、加工中心、公司三方入股，加强三者之间的联系，公司也可以通过入股的方式，对加工中心的生产流程、产品质量、服务售后等提出更高的要求。2018年，公司大力推进“兔宝宝易装”项目建设，全年易装业务落地运营的专卖店45家，获得公司认证的易装加工中心115家。2019年，公司开始大规模布局易装专卖店的落地。预计未来公司将大力推进板材专卖店转型成为易装专卖店，易装店的落地会进一步的加快。

图 50: 易装可借助原有门店推广



图 51: 兔宝宝易装模式流程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、B 端业务拓展将为公司成长提供动力

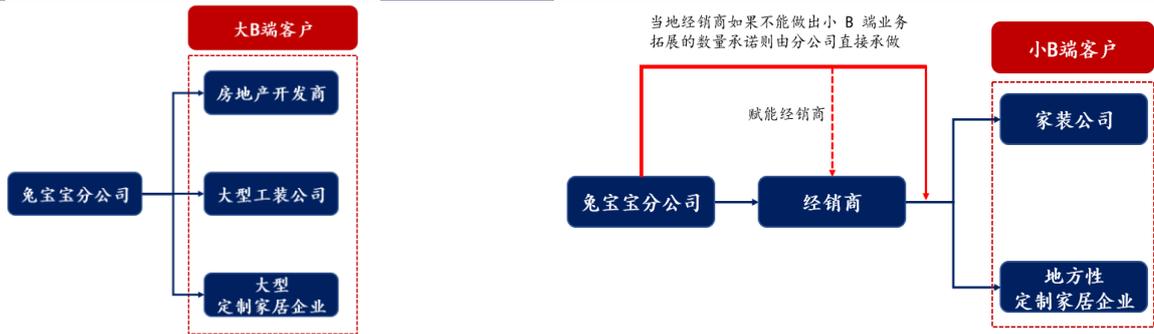
5.1、以销售分公司的模式，推进 B 端业务扩张

公司根据实际情况将销售板块分为三类，C 端市场、小 B 端市场（地方家具企业、装修公司）、大 B 端市场（大型房开商、定制化企业）。C 端市场持续推进渠道下沉和密集分销工作；大 B 端市场公司将以利润为导向，选择合适的企业合作；布局小 B 端市场将是弥补 C 端增速趋缓的重要手段。

2018 年 6 月，在南方市场以广东、广西、云南、贵州、海南五省为区域进行销售分公司模式试点运行并取得良好效果，11 月公司决定全面导入销售分公司运营模式的改革，核心市场和重点市场以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。一方面可以进一步提升服务经销商能力，加强市场监管的同时，重点推进家装公司、定制家具企业等“小 B”端业务，着力培育房地产公司、工装公司、大型定制家具等“大 B”端业务，努力开拓新市场。

图 52: 公司大 B 端合作模式

图 53: 公司小 B 端合作模式



数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司报告，兴业证券经济与金融研究院整理

大B端：公司大B端业务开拓主要分三种形式。（1）公司自身成立了工程事业部，直接承接各大房地产企业工程项目；（2）从2019年上半年开始，公司开始在全国招工程代理商，目前体系内已有20多个工程代理商；（3）目前零售定制企业纷纷进入工程市场，公司考虑全方位战略布局，已于今年下半年成功收购青岛裕丰汉唐工程定制企业（该部分将于下一节详述）

小B端：经销商开拓新的小B业务需要较强的运营能力，所以早期各地经销商自主开展小B端业务的积极性不高。（1）公司一方面设立销售分公司赋能经销商，若当地经销商如果不能做出小B端业务拓展的数量承诺，则由销售分公司直接承做小B端相关业务，改变依赖经销商的原有模式，这种竞争模式倒逼经销商进行小B端的业务拓展；（2）但由于限购政策，核心市场的经销商面对的市场压力增大。2018年由于核心市场受到限购政策的影响，公司核心市场增速为-5.9%，这是公司历史上尚未出现的情况。经销商开始逐渐接受小B端的业务。目前核心市场小B端业务占比最高，达20%。随着公司对小B端的投入加大，预计公司的小B端业务会有较大的跃升，提供新的增长动力。

5.2、公司收购裕丰汉唐70%股权，增强大B端竞争力

2019年9月，公司全资子公司兔宝宝投资拟以7亿元收购裕丰汉唐70%的股权。本次交易完成后裕丰汉唐将成为兔宝宝间接控股子公司并纳入公司合并报表范围。股权转让价由兔宝宝投资在满足先决条件的情况下分4期支付。各治理股东（即漆勇、赵越刚）在收到交易对价后的12个月内，在二级市场购买兔宝宝的股票。

表9：裕丰汉唐转让情况

股东名称/姓名	转让出资额（万元）	转让价款（万元）	转让出资比例
漆勇	3,951.70	48,369.44	48.37%
赵越刚	697.36	8,535.78	8.54%
金鼎投资	462.41	5,659.98	5.66%
青松投资	308.00	3,769.97	3.77%
松祥投资	154.41	1,890.00	1.89%
王立新	145.00	1,774.82	1.77%
合计	5,718.87	70,000	70.00%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表10: 裕丰汉唐转让情况

时间	比例	价款(万元)	说明
第一期	20%	14,000	应在先决条件全部满足之日起 10 日内支付,但受让方在 2019 年 11 月 30 日前有权根据自身资金计划决定付款时间。
第二期	20%	14,000	应在先决条件全部满足的基础上,在原股东依法自主完成本次股权转让涉及的全部个人所得税申报及缴纳并取得完税证明后的 5 日内支付。
第三期	40%	28,000	应在先决条件全部满足之日起 75 日内支付。受让方根据本款支付第三期价款前,标的股权应已完成交割且已经办理完成并购贷款涉及的标的股权质押手续,否则受让方有权拒绝支付第三期价款。
第四期	20%	14,000	应在先决条件全部满足之日起 3 个月内或第三期价款支付后 15 日内(以孰后为准)支付。
附加条件			
对全年利润目标分解,完成 95% 以上免宝宝认可,低于就中止并购。即使第一期款项已付,如果 12 月份目标完成不了,合同仍然停止执行,税款不负责,第一笔款项支付时间裕丰汉唐决定。			

数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表11: 治理股东按如下金额在二级市场直接购买公司股票

治理股东姓名	用于购买上市公司股票金额下限(万元)
漆勇	27,086
赵越刚	4,780
合计	31,866

数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

裕丰汉唐凭借轻资产模式快速扩张。裕丰汉唐为房地产全装修业务提供木作产品的设计、生产、安装、服务的一站式专业解决方案,产品系列主要涵盖整体厨房、衣柜、卫浴柜、玄关柜、衣帽间等。产品业务分为柜类和整装,整装占比较低。裕丰汉唐商业模式为自产+代工的模式,其中代工模式为主。从资产负债表来看,公司资产以流动资产为主,固定资产占比较少。凭借轻资产的模式,公司 2018 年取得营业收入 5.77 亿元, YOY+83.0%。

表12、裕丰汉唐财务概况(单位:百万元)

项目	2017	2018	2019H1
资产负债表			
资产	268.4	519.8	583.5
流动资产合计			493.2
货币资金			33.5
应收票据			1.8
应收账款			193.4
预付款项			9.0
其他应收款			8.6
存货			246.9
长期股权投资			29.9
非流动资产合计			64.9
固定资产			21.5
在建工程			0.7
无形资产			5.1
负债	168.5	296.5	370.1
股东权益	100.0	223.3	213.4

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资产负债率	159.3%	175.3%	157.7%
利润表			
营业收入	315.4	577.3	183.5
YOY		83.0%	
营业成本	277.1	399.1	133.3
毛利率	12.1%	30.9%	27.4%
净利润	-36.0	48.5	-9.9
YOY		234.8%	
归属母公司净利润	-35.7	49.3	-9.9
YOY		238.3%	
归母净利率	-11.3%	8.5%	-5.4%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

裕丰汉唐深度绑定万科，大客户回款速度快。裕丰汉唐自从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）目前裕丰汉唐70%的收入来自于万科。其余战略合作方为融创、泰禾、新城、龙湖等房地产龙头企业。

表13、裕丰汉唐是万科A类供应商

类别	材料设备供应商（A级）	材料设备供应商（B级）
橱柜、浴室柜、衣柜、玄关柜	东莞厨博士家居有限公司 青岛裕丰汉唐木业有限公司	宁波柏厨集成厨房有限公司 青岛海尔家居集成股份有限公司 上海淙柏贸易有限公司 深圳市中意集团有限公司
地板	圣象集团有限公司 浙江世友木业有限公司	安徽科居新材料科技有限公司 和邦盛世家居股份有限公司
户内门	昆山日门建筑装饰有限公司	江山欧派门业股份有限公司 山东泰森日利木业有限公司
入户门	北京曼特门业有限公司 浙江金大门业有限公司	四川兴事发门窗有限责任公司 浙江星月门业有限公司

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54：裕丰汉唐业务布局



图 55：裕丰汉唐主要客户



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

应收账款中公司大客户万科占比并不高，回款较快，公司现金流状况优异。

表14、裕丰汉唐应收账款概况

欠款单位名称	账龄	账面价值（万元）	开发商
东莞市金达房地产开发有限公司	1年以内	960.3	
南京复地明珠置业有限公司	1年以内	865.2	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

赤峰宏基建筑（集团）有限公司	1年以内	697.8	
哈尔滨招商嘉天房地产开发有限责任公司	1年以内	676.0	
天津兴航建材销售有限公司	1年以内	600.0	
苏州万金房地产有限公司	1年以内	543.3	
北京万链建筑科技有限公司	1年以内	476.3	
天津万科美好家有限公司	1年以内	456.8	万科
山西钢兴房地产开发有限公司	1年以内	440.4	
沈阳圣丰御景房地产开发有限公司	1年以内	426.5	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

兔宝宝与裕丰汉唐协同效应强，将驱动公司业绩增长。裕丰汉唐依托其在房地产全装修业务中多年的累积，融合兔宝宝现有的环保高端基础板材及地板、木门等成品化产品，协同进入全装修领域，大大增加其市场竞争力。此外，裕丰汉唐已有的客户信息可以与兔宝宝的经销商零售体系形成闭环，形成由裕丰汉唐设计生产、兔宝宝产品升级及兔宝宝终端销售的全方位服务，将双发优势发挥到极致。

表15、公司对裕丰汉唐的业绩要求

年份	净利润（万元）
2019	7,000
2020	10,500
2021	14,000
业绩补偿条款	
(1)若公司业绩承诺期内任一年度截至当年年末实现的累计净利润小于承诺净利润的90%，补偿义务人应在当年结束后就该未达成利润部分进行业绩补偿。 (2)若大于等于90%，则当年暂不触发业绩补偿义务。 (3)若业绩补偿期间三个年度届满，实际实现的累计净利润未达到累计承诺净利润的100%，则补偿义务人应就该累计未达成净利润部分进行业绩补偿。 (4)已履行的业绩补偿行为不可撤销。	
超额业绩奖励	
各方同意，业绩承诺期内公司三年累计实现的净利润之和超过承诺净利润总额，公司应当将超过承诺净利润总额部分的30%的金额，以现金方式奖励给届时仍于公司任职的管理层和核心管理人员，管理层和核心管理人员名单及具体奖励方案由届时公司股东会批准确定。	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测及评级：我们预计公司 19-21 年公司 EPS 分别为 0.46、0.59、0.62 元/股，对应 PE 为 14.8x、11.6x、11.0x（根据 11 月 27 日收盘价）。

风险提示：地产销售大幅下滑；易装推广不及预期

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1687	2177	2680	2848
货币资金	391	1093	1420	1445
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	94	73	91	109
其他应收款	780	499	499	499
存货	312	257	338	400
非流动资产	1298	987	1027	1212
可供出售金融资产	326	0	0	0
长期股权投资	121	103	103	103
投资性房地产	18	30	30	30
固定资产	266	279	334	522
在建工程	44	42	41	40
油气资产	0	0	0	0
无形资产	82	83	82	83
资产总计	2986	3165	3707	4060
流动负债	1270	1053	1162	1203
短期借款	793	529	617	587
应付票据	0	0	0	0
应付账款	281	200	220	260
其他	196	325	325	355
非流动负债	32	27	27	28
长期借款	0	0	0	0
其他	32	27	27	28
负债合计	1302	1081	1188	1230
股本	806	806	806	806
资本公积	215	215	215	215
未分配利润	684	1022	1446	1845
少数股东权益	26	28	31	35
股东权益合计	1684	2180	2655	3107
负债及权益合计	2986	3261	3843	4337

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	331	368	471	496
折旧和摊销	32	38	44	61
资产减值准备	7	6	10	10
无形资产摊销	8	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	29	49	28	28
投资损失	-75	-35	-50	-50
少数股东损益	-1	2	3	4
营运资金的变动	-36	-259	160	80
经营活动产生现金流	301	571	316	328
投资活动产生现金流	-208	318	-49	-199
融资活动产生现金流	-19	-187	61	-104
现金净变动	72	702	328	24
现金的期初余额	317	391	1093	1420
现金的期末余额	390	1093	1420	1445

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4306	4517	4814	5114
营业成本	3588	3784	4034	4286
营业税金及	15	23	24	26
销售费用	177	131	111	118
管理费用	132	149	140	148
财务费用	30	49	28	28
资产减值损	7	11	11	11
公允价值变	0	0	0	0
投资收益	75	35	50	50
营业利润	397	405	517	547
营业外收入	6	30	40	40
营业外支出	0	10	12	13
利润总额	402	425	545	574
所得税	72	55	71	75
净利润	330	370	474	500
少数股东损	1	2	3	4
归属母公司净	331	368	471	496
EPS(元)	0.41	0.46	0.59	0.62

主要财务比

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增	4.5%	4.9%	6.6%	6.2%
营业利润增	-9.3%	2.0%	27.8%	5.8%
净利润增长	-9.3%	11.1%	28.2%	5.1%
盈利能力(%)				
毛利率	16.7%	16.2%	16.2%	16.2%
净利率	7.7%	8.1%	9.8%	9.7%
ROE	20.0%	17.1%	18.0%	16.1%

偿债能力(%)

资产负债率	43.6%	33.1%	30.9%	28.4%
流动比率	1.33	2.07	2.31	2.37
速动比率	1.08	1.81	2.00	2.01

营运能力

资产周转率	152.4%	146.9%	140.1%	131.7%
应收帐款周	4729.1%	4945.3%	5348.6%	4648.7%
转率				

每股资料

每股收益	0.41	0.46	0.59	0.62
每股经营现	0.37	0.71	0.39	0.41
每股净资产	2.06	2.67	3.26	3.81

估值比率

PE	17.4	15.6	12.2	11.6
PB	3.5	2.7	2.2	1.9

分析师声明

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。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn