仅供内部参考，请勿外传

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 24 日
兔宝宝(002043.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

其他装饰材料

投资评级	买入-A
	维持评级
12 个月目标价	16.35 元
股价（2026-09-23）	11.66 元

穿越周期的稳健经营能力，现金牛和高分红的长期价值

穿越地产周期主业逆势增长，现金流优异高分红属性突出。

公司深耕装饰板材三十余年，已由早期板材制造企业逐步发展为覆盖装饰材料与定制家居的综合服务运营商，形成“装饰材料主业+定制家居延伸”的业务结构。2022 年以来，公司顺应地产行业调整压缩工程定制业务，营收总体保持稳定，2021-2025 年间公司营收在 88-95 亿之间波动，2025 年实现营收 88.83 亿元（yoy-3.33%）。其中公司主业材料和零售家居业务呈现较强经营韧性，剔除裕丰汉唐影响后，装饰材料+零售家居收入由 2022 年的 76.35 亿元提升至 2025 年的 86.34 亿元，年均复合增长约 4.2%。受工程定制家居业务主体裕丰汉唐减值和投资收益的影响，公司业绩表现呈现一定波动，2021-2025 年间，归母净利润低点发生于 2022 年，为 4.45 亿元，2025 年修复至 7.02 亿元（同比+20.00%）。或受益于商业模式和回款管理，公司经营性现金流表现优异，2019 年起各年经营性现金流均高于归母净利润水平。公司整体维持高分红，2021-2025 年累计分红比例达 66%，除 2025 年（分红率为 48%）外，其他各期分红率均超过 50%，其中 2026H1 高达 99%。

装饰材料渠道建设成效突出，产品+定制服务共筑竞争优势。

近年来公司多渠道运营战略效果显著，零售业务加速推进渠道下沉和密集分销，重点开发和精耕家具厂渠道及“定制+”渠道业务，大力推进门店新零售模式，持续加强小 B 端业务开发，家具厂、家装公司、工装业务等渠道稳健增长。零售端，公司持续推进乡镇渠道下沉，2025 年末装饰材料门店达到 5652 家，其中乡镇店 3295 家，占比提升至 58.3%，并通过“板材定制+”服务将乡镇门店由基础板材销售延伸至裁切、封边、柜门、五金及辅材配套，丰富产品和服务范围，提升低线市场业务承接优势。小 B 端，家具厂渠道成为公司近年来增长最快的方向，截至 2025 年末合作家具厂客户达 3 万多家，较 2021 年的 5800 多家大幅提升。2020-2025 年，公司装饰材料业务营收 CAGR 约 11%，在行业需求下行背景下，公司经营韧性强劲板材营收逆势增长，体现公司渠道布局成效显著。

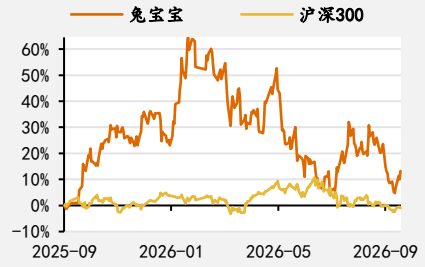
C 端定制家居快速发展，工程定制家居拖累减弱。

公司定制家居零售业务以华东地区为核心市场，逐步向周边及外围省会城市扩展，以兔宝宝高端环保板材为依托，快速布局以全屋定制为主的健康家居终端门店网络体系，全面提升门店运营管

交易数据

总市值(百万元)	9,674.94
流通市值(百万元)	9,399.19
总股本(百万股)	829.75
流通股本(百万股)	806.11
12 个月价格区间	10.51/17.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.1	7.1	10.0
绝对收益	-11.3	-1.1	9.9

董文静 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030004
dongwj@sdicsc.com.cn

陈依凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524080001
chenyf4@sdicsc.com.cn

相关报告

2026H1 营收和扣非业绩表现亮眼，高分红比例超 99%	2026-08-19
25 年和 26Q1 归母净利润高增，股东回报凸显长期投资价值	2026-04-29
Q3 营收恢复正增长，投资收益助推业绩高增，减值影响扣非业绩	2025-10-29
毛利率/净利率同比提升，归	2025-08-19

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

理和服务水平，全屋定制相关门店由 2022 年的 411 家提升至 2025 年的 650 家；同时，积极开拓家装公司渠道，深化与优质装企的战略合作，实现产品与服务的深度嵌入。2021–2025 年公司零售定制家居收入由 4.44 亿元提升至 7.57 亿元，期内 CAGR 为 14.3%。在工程定制家居端，裕丰汉唐收入由 2021 年的 18.94 亿元收缩至 2025 年的 2.48 亿元，占公司收入比例由 20.1%降至 2.8%，工程业务对收入端影响较小。同时，前期风险客户减值计提较为充分，裕丰汉唐相关的工程定制家居资产风险逐步减弱，并带动应收票据及应收账款规模下降，随减值压力逐步出清，对公司整体业绩拖累明显减轻，助力整体业绩修复弹性释放。

母净利润增长稳健减值拖累 24 年业绩表现，高分红比例亮眼，25Q1 盈利能力修复 2025-04-25

投资建议：公司作为国内环保板材龙头，主营装饰材料业务多渠道布局成效显著，在行业下行背景下营收仍维持增长韧性；家居业务渠道结构持续优化，零售属性持续增强，工程业务大幅收缩，同时减值计提风险逐步减弱，后续业绩弹性有望释放。同时，公司现金流充沛，未来三年分红规划在满足分红条件的前提下明确，中长期股东回报确定性凸显，具备低估值高股息属性。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 100.16 亿元、111.34 亿元和 123.46 亿元，同比增长 12.75%、11.17%和 10.88%；归母净利润分别为 7.51 亿元、9.06 亿元和 10.54 亿元，同比增长 6.90%、20.64%和 16.32%；动态 PE 分别为 12.9 倍、10.7 倍和 9.2 倍。维持“买入-A”评级，给予 12 个月目标价 16.35 元，对应 2027 年 PE 为 15 倍。

风险提示：下游需求不及预期；渠道拓展不及预期，产品升级不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；商誉及应收款项减值风险；经销商经营及品牌声誉风险；盈利预测不及预期等。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,189	8,883	10,015	11,134	12,345
归母净利润	585	702	751	906	1,054
每股收益(元)	0.71	0.85	0.90	1.09	1.27
市盈率(倍)	16.5	13.8	12.9	10.7	9.2
市净率(倍)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
净利润率	6.4%	7.9%	7.5%	8.1%	8.5%
净资产收益率	19.2%	21.3%	20.6%	23.2%	25.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 公司概况：板材龙头主业经营韧性突出，高分红凸显长期投资价值 5
1.1. 公司概况：深耕装饰板材主业，延伸布局定制家居 5
1.2. 股权和分红：股权架构长期稳定，分红规划增厚股东回报 5
1.3. 经营情况：装饰材料维持经营韧性，地产下行工程端业务收缩 7
1.4. 财务分析：减值风险或已大幅释放，现金流亮眼支撑高分红 11
2. 装饰材料：多渠道布局成效显著，产品+服务构筑竞争优势 12
2.1. 品牌产品：环保认知与研发强化品牌，主辅材配套提升价值 12
2.2. 渠道体系：传统渠道基础稳固，家具厂拓展贡献增量 13
2.2.1. 零售渠道：门店体系保持稳定，乡镇下沉延伸覆盖 14
2.2.2. 家具厂渠道：小 B 客户持续拓展，一站式采购提升单客价值 16
2.2.3. 家装/工装：完善多元客户结构，家装公司渠道承接装企流量 17
3. 定制家居：C 端零售属性增长，渠道结构优化工程收缩 18
3.1. 零售端：全屋定制规模与渠道双扩张，需求下行不改稳健本色 19
3.2. 工程端：裕丰汉唐规模持续压缩，工程业务风险资产逐步出清 21
4. 行业分析：成熟行业增量有限，供给优化集中度有望提升 22
4.1. 人造板行业进入成熟期，存量翻新与环保升级支撑终端需求 22
4.2. 供给侧市场格局较分散，单体产能规模持续提升 24
5. 盈利预测与投资建议：板材+定制家居韧性十足，工程风险出清迈入修复期 26
5.1. 盈利预测和估值分析：主营装饰材料稳健增长，低估值高股息属性凸显 26
5.2. 投资建议：板材+零售家居经营稳健，工程风险出清带来修复弹性 27
6. 风险提示 28

图表目录

图 1. 公司发展历程 5
图 2. 公司采购及生产模式 5
图 3. 公司股权结构图（截至 2026 年 6 月末） 6
图 4. 2020-2026H1 公司现金分红及回购金额与股东回报比例（亿元，%） 6
图 5. 2015-2026H1 公司营业收入及增速（亿元，%） 8
图 6. 2015-2026H1 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速（亿元，%） 8
图 7. 2020-2026H1 公司营业收入、裕丰汉唐相关收入及剔除后收入增速（亿元，%） 9
图 8. 2020-2026H1 公司各项主营业务收入及装饰材料占比（亿元，%） 9
图 9. 公司板材收入模式 10
图 10. 2020-2026H1 公司装饰材料 A/B 类及其他收入变化（亿元，%） 10
图 11. 2021-2026H1 公司全屋定制业务收入、同比增速及占定制家居收入比例（亿元，%） 10
图 12. 2021-2026H1 公司定制家居业务收入结构 10
图 13. 2021-2026H1 公司销售毛利率、归母净利率及扣非归母净利率（%） 11
图 14. 2021-2026H1 公司各项费用率（%） 11
图 15. 2021-2026H1 公司信用及资产减值损失（亿元） 11
图 16. 2020-2026H1 公司经营活动现金流量净额及同比（亿元，%） 12
图 17. 2025 年公司与可比公司应收账款周转天数及经营现金流/收入均值对比（天，%） 12
图 18. 人造板甲醛释放等级及对应限量标准 12
图 19. 公司零醛水漆板及零醛超净板 12
图 20. 2021-2026H1 公司装饰材料板材渠道规模（折算后）（亿元） 14

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图 21. 2021-2026H1 公司装饰材料板材渠道结构（%）..... 14
图 22. 2020-2025 年公司装饰材料门店数量、乡镇店数量及乡镇店占比（家，%）..... 15
图 23. 公司“板材定制+”服务模式..... 15
图 24. 公司“中国芯工匠 美丽乡镇行”活动..... 16
图 25. 公司获评第十五届中国木材保护大会“绿色建材下乡合格供应商”..... 16
图 26. 2021-2026 年 6 月公司合作家具厂数量及同比（万家，%）..... 16
图 27. 公司纯芯板产品图..... 17
图 28. 公司彩臻板产品图..... 17
图 29. 公司“环保新典范，共担芯发展”与“品质兔宝宝·华彩中国行” 家具厂渠道全国联动活动..... 17
图 30. 贵阳家具厂合作商新零售帮扶成效..... 17
图 31. 2020-2025 年定制家居业务收入及同比增速（亿元，%）..... 19
图 32. 2020-2025 年公司定制家居产品收入拆分（亿元）..... 19
图 33. 兔宝宝全屋定制发展历程..... 19
图 34. 2020-2026H1 公司全屋定制业务收入及同比增速（亿元，%）..... 20
图 35. 2022-2025 年兔宝宝全屋定制相关门店数量及同比增速（家，%）..... 20
图 36. 2021-2025 年兔宝宝、欧派家居、索菲亚定制家居收入及同比（亿元，%）..... 20
图 37. 2020-2025 年裕丰汉唐收入及占公司收入比例（亿元，%）..... 21
图 38. 2020-2026H1 公司应收票据及应收账款情况（亿元，%）..... 22
图 39. 2021-2025 年裕丰汉唐商誉减值及期末剩余商誉（亿元）..... 22
图 40. 2013-2024 年我国人造板产量、消费量及同比增速（亿 m³，%）..... 23
图 41. 2013-2024 年我国人造板产值及同比增速（亿元，%）..... 23
图 42. 2020-2024 年我国人造板分板种消费量（万立方米）..... 23
图 43. 2021 - 2025 年我国规上家具制造业营业收入及增速（亿元，%）..... 24
图 44. 2023-2026H1 全国二手房交易网签面积及增速（亿平方米，%）..... 24
图 45. 2020-2025 年我国人造板生产企业数量及增速（家，%）..... 25
图 46. 2016-2025 年主要人造板品类企业数量（家）..... 25
图 47. 2016 - 2025 年主要人造板品类生产能力及单企平均生产能力（万 m³/年，万 m³/年/家）..... 25
图 48. 2024 年及 2025 年七家人造板相关上市公司销售额及 2024 年市占率（亿元，%）. 26

表 1： 公司历史股份回购情况..... 7
表 2： 公司员工持股计划及限制性股票激励情况..... 7
表 3： 主要板材品牌对比..... 13
表 4： 公司家装渠道主要合作类型及代表案例..... 18
表 5： 公司与欧派、索菲亚全屋定制业务对比..... 21
表 6： 2025 年底主要人造板品类企业数量及产能集中度..... 25
表 7： 盈利预测..... 27
表 8： 公司估值分析..... 27

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

1. 公司概况：板材龙头主业经营韧性突出，高分红凸显长期投资价值

1.1. 公司概况：深耕装饰板材主业，延伸布局定制家居

深耕环保板材三十余年，多元渠道战略成效显著。公司为板材行业龙头企业，创立于 1992 年，早期主要从事装饰贴面板和胶合板生产；2005 年，公司在深交所上市，并在青岛开设业内首家专卖店，开启专卖网络营销体系建设。2015 年，兔宝宝家居产业园投产，推动公司向智能制造及下游家居业务延伸；2019 年，公司控股青岛裕丰汉唐木业有限公司，进一步拓展工装领域，并成立柬埔寨装饰材料和地板公司，开启国际化布局。2021 年以来，受下游地产需求下行及客户回款影响，公司主动收缩高风险的工程业务，实施多渠道战略，运营效果显著，零售业务加速推进渠道下沉和密集分销，同时开发“定制+”渠道业务，大力推进门店新零售模式，持续加强小 B 端业务开发，除零售渠道外，家具厂、家装公司、工装业务等渠道同步稳健增长。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，国投证券证券研究所

自主生产+OEM 代工模式并行，打造多层级产品输出。采购端，公司采购可分为自主生产原材料采购与 OEM 代工成品采购两类，自主生产主要采购木质原料、三聚氰胺纸、封边带、胶黏剂和包装辅材等原辅材料；OEM 模式下，公司向合作供应商采购部分板材及定制家居部件。生产端，自主生产主要覆盖功能型高端家具板材、石膏板和定制家居产品；OEM 模式下，公司向合格供应商输出产品设计、规格和功能标准，并对原材料采购、生产过程和成品检验实施管理。通过自有产能与外部供应商协同，公司能够匹配不同品类和区域的产品需求。

图2. 公司采购及生产模式



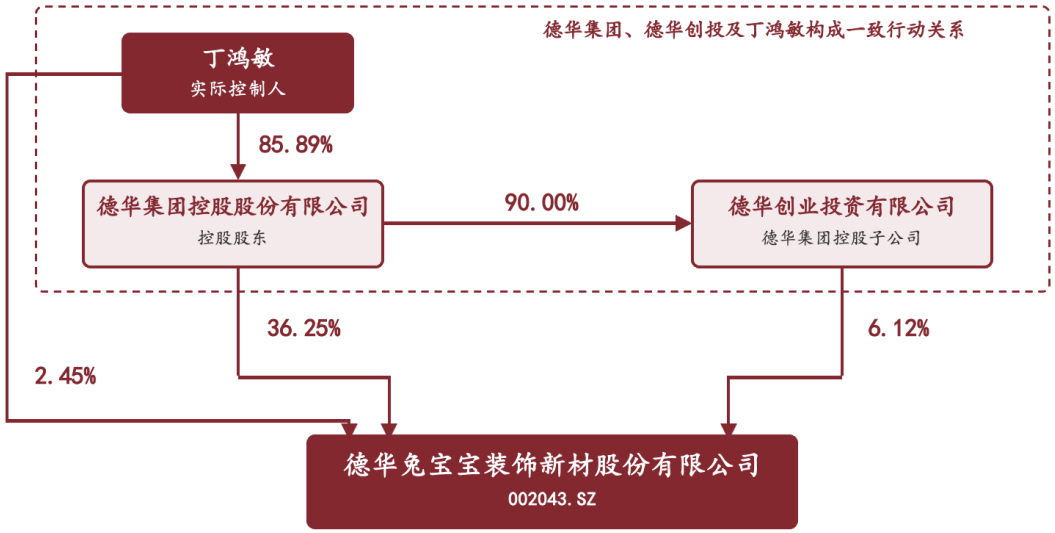
资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

1.2. 股权和分红：股权架构长期稳定，分红规划增厚股东回报

典型民营企业，股权架构长期稳定。公司为典型民营企业，上市以来控股股东未发生变更，控制权保持稳定，实控人为公司董事长丁鸿敏先生。截至 2026 年 6 月末，德华集团直接持有公司 36.25%的股份，为公司控股股东；德华创业投资和实际控制人丁鸿敏分别直接持有公司 6.12%和 2.45%的股份。三者构成一致行动关系，合计持有公司 44.82%的股份。

仅供内部参考，请勿外传

图3. 公司股权结构图（截至 2026 年 6 月末）

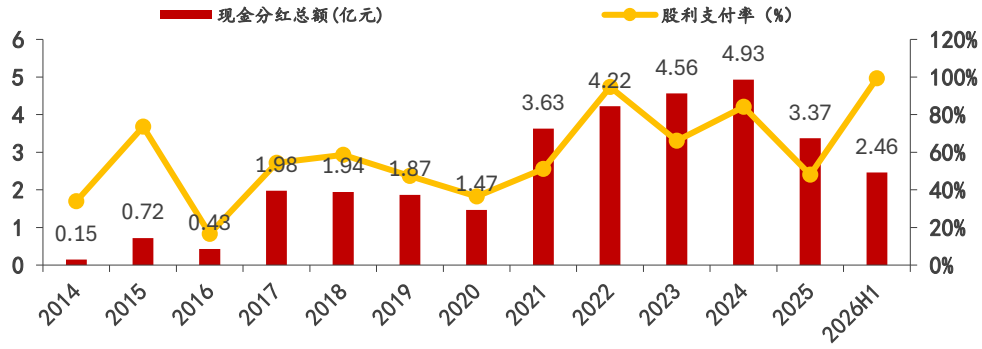


资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所（注：上市公司股东持股比例截至 2026 年 6 月末；上层产权关系截至 2025 年末）

公司持续实施现金分红，高分红水平彰显回报优势。2020-2025 年，公司现金分红合计约 22.18 亿元，相当于同期累计归母净利润的 62.71%。且公司提升分红频次，在 2024-2026 年逐步实施中期分红和季度分红。2026Q1/Q2 连续实施季度分红，上半年合计股利支付率约 99.36%。

未来三年股东回报规划明确，中长期股东回报确定性凸显。根据公司《未来三年（2026-2028 年度）股东回报规划》，在满足现金分红条件的前提下，公司 2026-2028 年固定现金分红金额分别为 5.00 亿元、5.50 亿元和 6.00 亿元（含税）；若各年归母净利润较 2025 年分别增长超过 10%、20%和 30%，当年还将启动金额不低于 5000 万元的特别现金分红。规划同时明确，当董事会认为二级市场股价与公司真实价值出现偏离时，公司将视情况启动股份回购注销，实际回购金额纳入当年度现金分红额度，中长期股东回报的稳定性和可预期性较强。

图4. 2020-2026H1 公司现金分红及回购金额与股东回报比例（亿元，%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

除现金分红外，公司亦多次通过股份回购增强股东回报。2018 年以来，公司先后实施 5 次集中竞价回购，累计回购约 1.31 亿股，累计支付回购资金约 10.69 亿元。其中，三次回购用于注销并减少注册资本，一次用于核心骨干员工股权激励或员工持股计划，2024 年回购则主要用于维护公司价值及股东权益。2024 年 1 月，公司推出 1 亿-2 亿元股份回购方案，回购价格上限为 13.60 元/股；截至 2024 年 3 月 28 日，公司累计回购 1063.34 万股，占当时总股本的 1.27%，支付金额约 1.00 亿元，回购均价为 9.40 元/股，回购方案实施完毕。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

表1：公司历史股份回购情况

预案公告日	回购目的	回购完成日	累计回购数量（万股）	占当时总股本比例	回购支付金额（亿元）	回购均价（元/股）
2018-02-08	注销并减少注册资本	2018-07-06	3219.21	3.73%	3	9.32
2018-07-13	注销并减少注册资本	2019-01-31	3093.61	3.84%	1.7	5.49
2020-01-07	核心骨干员工股权激励或员工持股计划	2020-03-09	2667.14	3.44%	2	7.5
2020-12-24	注销并减少注册资本	2021-06-23	3083.42	3.98%	2.99	9.7
2024-01-06	维护公司价值及股东权益	2024-03-28	1063.34	1.27%	1	9.4

资料来源：ifind，国投证券证券研究所

公司通过员工持股计划和限制性股票激励计划绑定核心团队，激励机制覆盖核心管理人员和业务骨干。2014 年、2017 年和 2021 年，公司先后推出三期限制性股票激励计划；2020 年和 2021 年，公司进一步实施第一期和第二期员工持股计划，分别受让 1,549.40 万股和 1,117.00 万股公司回购股份，受让价格分别为 5.25 元/股和 5.01 元/股。同年，公司同时向 420 名激励对象实际授予 2,892 万股限制性股票，授予价格为 5.01 元/股，设置了与第二期员工持股计划相同的公司层业绩考核目标。截至 2025 年末，公司第一期和第二期员工持股计划所持股份均已出售完毕。

表2：公司员工持股计划及限制性股票激励情况

时间	激励工具	股份数量	授予/受让价	认购资金（万元）	公司层面业绩考核目标
2014 年	限制性股票激励计划	1,423.00 万股	1.95 元/股	2,774.85	以 2013 年为基数，2014/2015/2016 年扣非归母净利润增长率不低于 40%/75%/110%；扣非加权 ROE 分别提高不低于 0.7/1.3/1.9pct
2017 年	限制性股票激励计划	方案拟授予 3,500.00 万股；实际授予 3,446.00 万股，其中首次 3,306.00 万股、预留 140.00 万股	首次 5.94 元/股；预留 6.21 元/股	20,507.04	以 2016 年为基数，2017/2018/2019 年扣非归母净利润增长率不低于 30%/60%/90%，营业收入增长率不低于 40%/85%/135%
2020 年	第一期员工持股计划	1,549.40 万股	5.25 元/股	8,134.35	以 2019 年年报数据为基数，2020/2021/2022 年调整后净利润增长率不低于 30%/60%/90%
2021 年	第二期员工持股计划	1,117.00 万股	5.01 元/股	5,596.17	以 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022/2023/2024 年调整后净利润增长率不低于 20%/35%/50%*
2021 年	限制性股票激励计划	方案拟授予 3,000.00 万股；实际向 420 人授予 2,892.00 万股	5.01 元/股	14,488.92	以 2021 年扣非净利润（剔除股权激励费用及员工持股计划费用等影响）为基数，2022/2023/2024 年调整后净利润增长率不低于 20%/35%/50%*

*资料来源：ifind，国投证券证券研究所（*2021 年第二期员工持股计划和限制性股票激励计划的公司层面业绩实际完成率为 R＝各考核年度公司实际完成值/考核年度公司业绩目标值×100%。R≥100%、85%≤R＜100%、70%≤R＜85%、60%≤R＜70%、R＜60%时，标准比例系数分别为 1.0、0.9、0.8、0.6、0）*

1.3. 经营情况：装饰材料维持经营韧性，地产下行工程端业务收缩

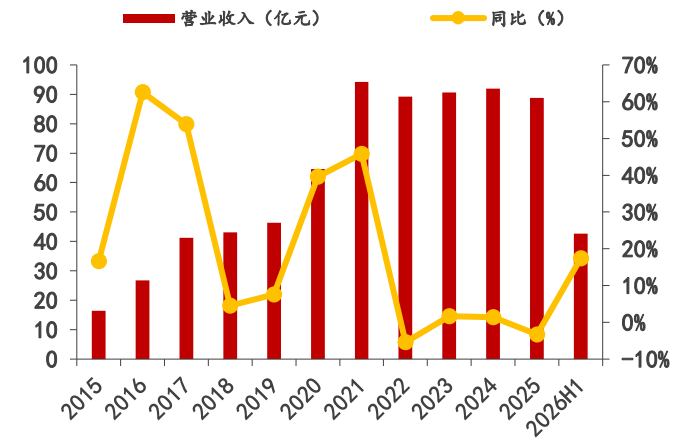
公司近十年顺应下游市场需求变化，经历了板材渠道扩张、工程业务并表放量及 C 端发力+工程业务主动收缩三个阶段，当前呈现主业的经营韧性优势。

2016-2017 年，公司加快渠道网络建设，推动收入分别同比高增 62.56%和 53.89%，归母净利润分别同比增长 166.52%和 40.43%；2018-2019 年，公司收入增速回落至个位数；利润表现有所波动，2018 年归母净利润下降，2019 年恢复增长。2020 年 1 月，裕丰汉唐纳入合并范围，2020-2021 年公司收入由 64.66 亿元增至 94.26 亿元，其中裕丰汉唐收入由 14.43 亿元增至 18.94 亿元，为这一阶段收入快速扩张的重要来源。2022 年以后，公司顺应房地产行业

仅供内部参考，请勿外传

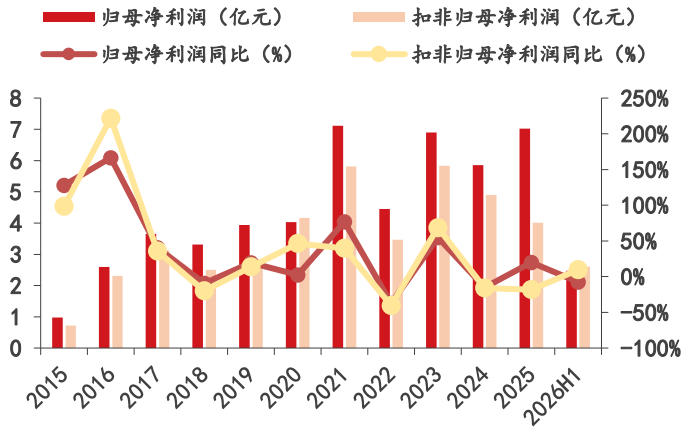
调整主动压缩工程定制业务，营业收入总体保持稳定，在 90 亿元上下波动，2025 年实现营收 88.83 亿元，同比-3.33%。在业绩端，2016-2021 年整体跟随营收增长呈现上行态势，2021 年实现归母净利润峰值，为 7.12 亿元。2022 年起，公司业绩受到工程端定制家居业务减值和投资收益影响有所波动，其中 2022 年公司扣非归母净利润和归母净利润分别同比大幅下滑至 3.46 亿元和 4.45 亿元，为近五年最低值。2023 年业绩端实现修复，但受减值和盈利影响，2024 年和 2025 年公司扣非业绩分别同比下滑 16.01%和 18.20%至 4.90 亿和 4.01 亿元。2025 年，公司归母净利润为 7.02 亿元，同比增长 20.00%，投资收益及公允价值变动收益对利润形成增厚。2026H1 公司主营材料业务带动营收和扣非业绩的增长，其中整体营收同比+17.41%至 42.67 亿元，扣非归母净利润为 2.61 亿元，同比+9.67%，归母净利润为 2.47 亿元，同比-7.67%。

图5. 2015-2026H1 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图6. 2015-2026H1 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速（亿元，%）



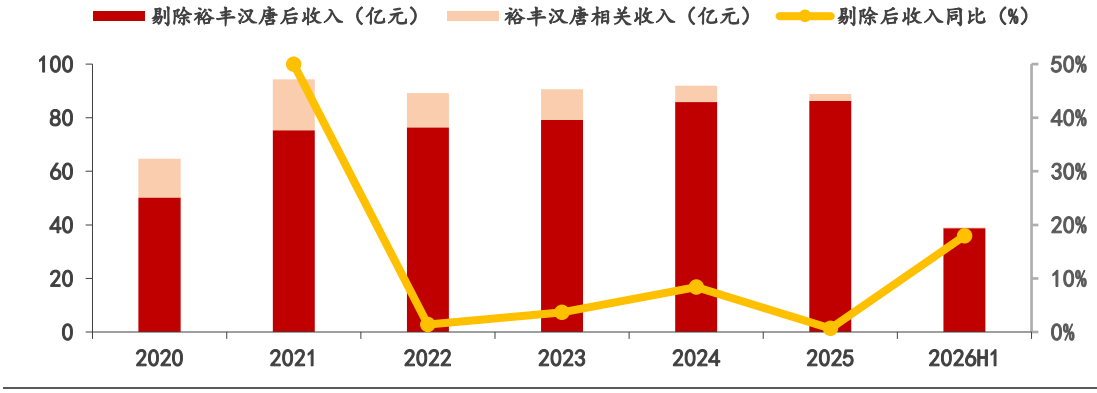
资料来源：ifind，国投证券证券研究所

装饰材料+零售家居总体维持增长，裕丰汉唐业务收缩拖累业务规模。受房地产市场持续调整，裕丰汉唐收入由 2022 年的 12.82 亿元收缩至 2025 年的 2.48 亿元，累计下降约 80.7%，对公司合并收入形成较大拖累。按照公司营业收入简单扣除裕丰汉唐相关收入测算，2022-2025 年公司其余业务收入由 76.35 亿元增至 86.34 亿元，年均复合增长约 4.2%；其中，2024 年公司营业收入表观同比增长 1.39%，剔除裕丰汉唐影响后同比增长约 8.38%，2025 年公司营业收入同比下降 3.33%，剔除后仍同比增长约 0.65%。整体来看，公司 2022 年以来表观收入增速偏弱更多反映裕丰汉唐业务收缩，剔除该因素后，公司装饰材料+零售家居收入规模保持增长。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

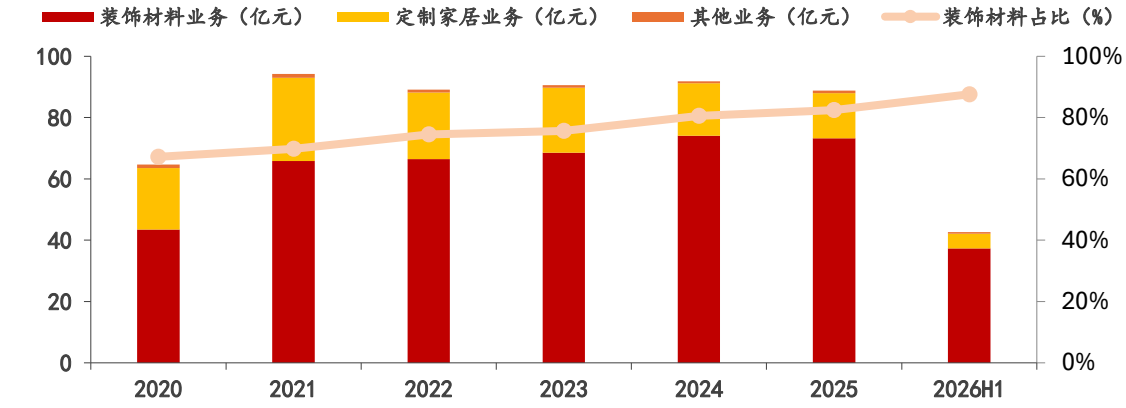
图7. 2020-2026H1 公司营业收入、裕丰汉唐相关收入及剔除后收入增速（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

装饰材料业务保持较快增长，收入结构持续向核心主业集中。公司坚持“以装饰材料业务为主、定制家居业务为辅”的战略定位。其中，装饰材料业务主要包括家具板材、基础板材等主材产品，以及石膏板、科技木皮、装饰纸、封边条、五金和胶黏剂等配套辅材产品；定制家居业务主要包括定制衣柜、橱柜、地板、木门和墙板等产品。2020-2025 年，公司装饰材料业务收入由 43.46 亿元增至 73.26 亿元，年均复合增长约 11.0%，占营业收入的比例由 67.21%提升至 82.48%，提高 15.27pct；同期，定制家居业务收入由 20.04 亿元降至 14.69 亿元，年均复合增速约-6.0%，收入占比由 31.00%降至 16.54%。随着地产工程业务规模收缩，公司收入结构进一步向装饰材料主业集中。

图8. 2020-2026H1 公司各项主营业务收入及装饰材料占比（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

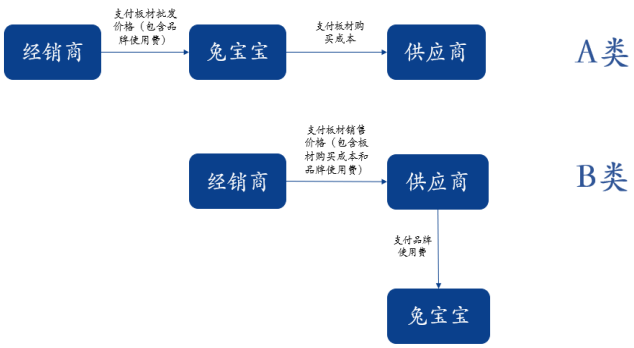
装饰材料：板材韧性强劲营收增长，辅料配套力度持续提升。装饰材料业务由 A 类板材产品收入、B 类板材品牌使用费和其他装饰材料收入三部分构成。其中，A 类业务确认板材产品销售收入及相应成本；B 类业务主要确认品牌使用费，毛利率较高，报表收入反映品牌授权费而非相关板材的全部终端销售额，因此 A/B 结构变化会影响公司表观收入和综合毛利率，其他装饰材料主要包括石膏板、科技木皮、装饰纸、封边条、五金和胶黏剂等配套产品。

公司 A 类板材收入在 2021 年实现同比大幅增长，同比+35.03%，在 2022-2025 年此业务营收在 45 亿上下波动。2025 年，公司板材品牌使用费（B 类）3.97 亿元，同比下降 19.62%，剔除易装业务转入家居公司运营影响后仍下降 17.01%；同期板材产品收入（A 类）45.47 亿元，同比下降 4.67%，降幅明显小于 B 类，其他装饰材料收入 23.83 亿元，同比增长 11.28%，公司在 B 类收缩背景下加大 A 类产品销售和主辅材配套力度。2026 年上半年，公司装饰材料业务收入 37.38 亿元，同比增长 25.25%，其中板材产品收入（A 类）23.39 亿元，同比增长 30.42%；板材品牌使用费（B 类）2.24 亿元，同比增长 21.00%；其他装饰材料收入 11.76 亿元，同比增长 16.82%，三类收入均实现增长。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

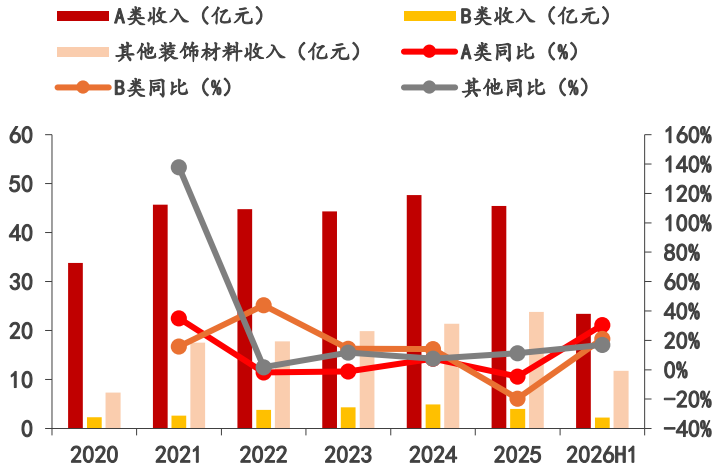
仅供内部参考，请勿外传

图9. 公司板材收入模式



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

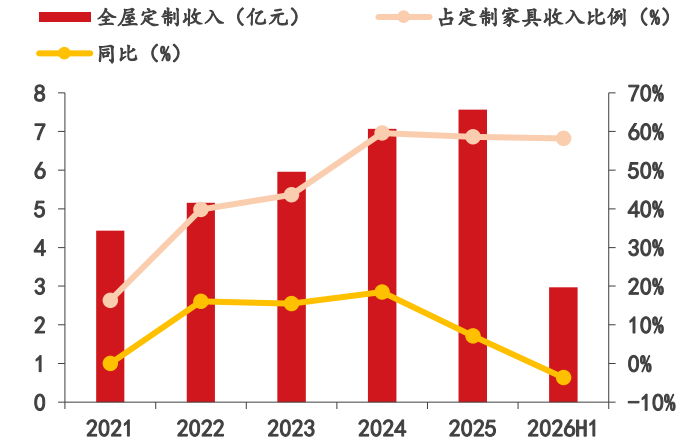
图10. 2020-2026H1 公司装饰材料 A/B 类及其他收入变化（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

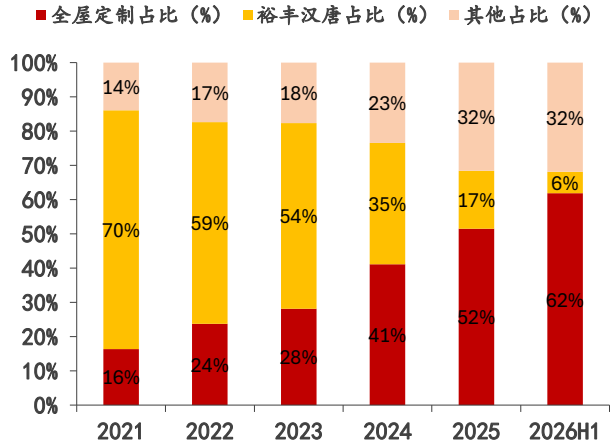
定制家居：工程家居业务大幅收缩，C 端全屋定制收入相对稳定。公司定制家居业务以板材主业为基础向下游木作定制延伸，产品上包括衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等，渠道上则主要分为两类：一类是面向 C 端消费者的兔宝宝全屋定制，依托门店、经销商、本地设计和安装交付能力开展零售业务；另一类是以裕丰汉唐为主体的 B 端地产工程定制，主要服务房地产精装修和工程项目客户。2021-2025 年，定制家居业务收入由 27.17 亿元降至 14.69 亿元；其中，裕丰汉唐收入由 18.94 亿元降至 2.48 亿元，占定制家居收入的比例由 69.72%降至 16.88%。同期，兔宝宝全屋定制收入由约 4.44 亿元增至 7.57 亿元，2022-2025 年分别同比增长 16.10%、15.48%、18.49%和 7.08%，收入占比由约 23.70%提升至 51.53%。定制家居板块正呈现 B 端工程家居业务出清、C 端全屋定制占比提升的结构变化。

图11. 2021-2026H1 公司全屋定制业务收入、同比增速及占定制家居收入比例（亿元，%）



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

图12. 2021-2026H1 公司定制家居业务收入结构



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

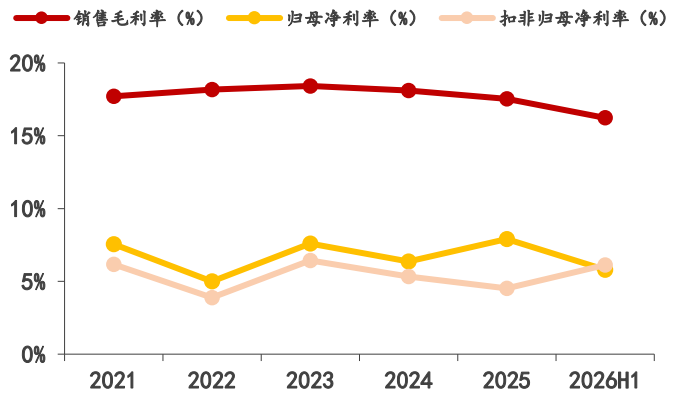
仅供内部参考，请勿外传

1.4. 财务分析：减值风险或已大幅释放，现金流亮眼支撑高分红

2021-2025 年，公司综合毛利率维持在 17.5%-18.5%的相对稳定区间。公司装饰材料收入包括 A 类产品销售和 B 类品牌使用费，其中 A 类业务需要确认相应产品成本，B 类业务毛利率接近 99%，因此综合毛利率会受到 A/B 类收入结构变化影响。2021-2024 年，B 类品牌使用费收入占比由 2.93%提升至 5.46%，对综合毛利率形成一定抬升；2025 年其收入占比回落至 4.82%，综合毛利率同比下降 0.56pct，但剔除品牌使用费后，公司其余业务毛利率仍为 13.40%，与 2024 年基本持平，公司盈利能力相对稳定。

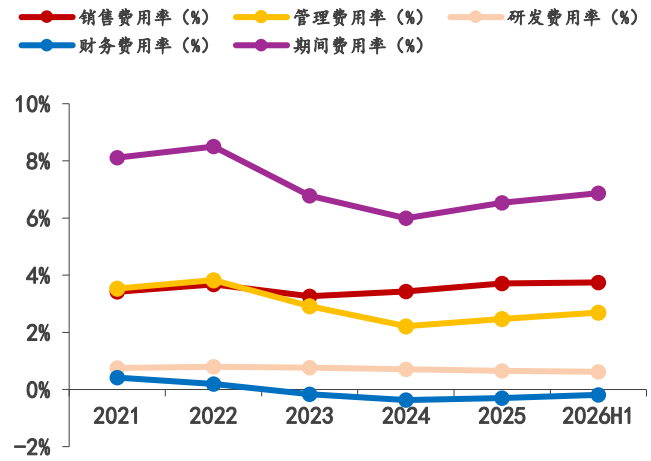
2021-2025 年，公司净利率的波动幅度高于毛利率，主要受裕丰汉唐减值增加叠加公司投资收益变动影响，其中 2022 年为最低值 4.99%，2025 年已逐步修复，归母净利率同比提升 1.54pct 至 7.91%。费用方面，2021-2025 年公司期间费用率由 8.12%降至 6.53%，其中 2023-2024 年受管理费用下降、利息收入增加等因素影响改善较为明显。

图13. 2021-2026H1 公司销售毛利率、归母净利率及扣非归母净利率（%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

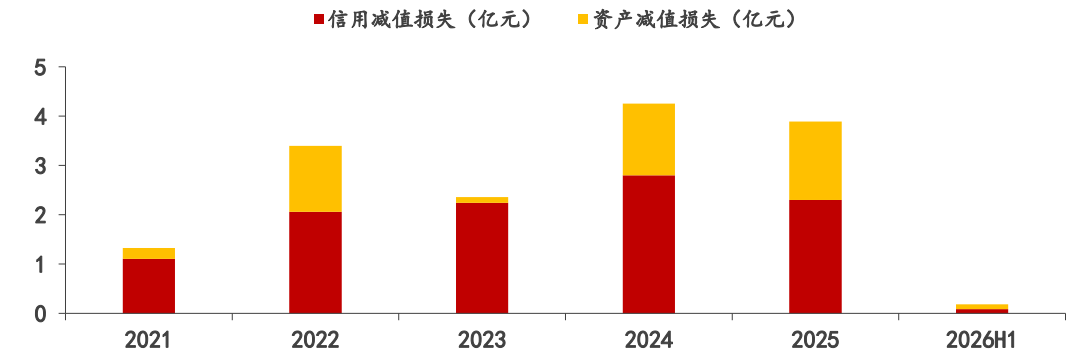
图14. 2021-2026H1 公司各项费用率（%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

减值风险或已大幅减轻，利润弹性有望释放。受地产工程业务回款风险上升及裕丰汉唐经营调整影响，2021-2024 年，公司信用及资产减值损失合计分别为 1.32 亿元、3.40 亿元、2.36 亿元和 4.25 亿元；2025 年降至 3.89 亿元，同比下降 8.45%。随着公司主动压缩工程业务、加强客户筛选和应收款项回收，减值规模自 2025 年开始改善：2025 年信用减值损失同比减少 17.74%至 2.30 亿元，资产减值损失同比增长 9.43%至 1.59 亿元，两项减值合计 3.89 亿元，同比下降 8.45%。2026H1，公司信用及资产减值合计由上年同期 0.85 亿元大幅降至 0.18 亿元，主要由于信用减值缩减，同时回款管理成效逐步体现。公司后续减值压力明显减轻，利润端修复具备支撑。

图15. 2021-2026H1 公司信用及资产减值损失（亿元）



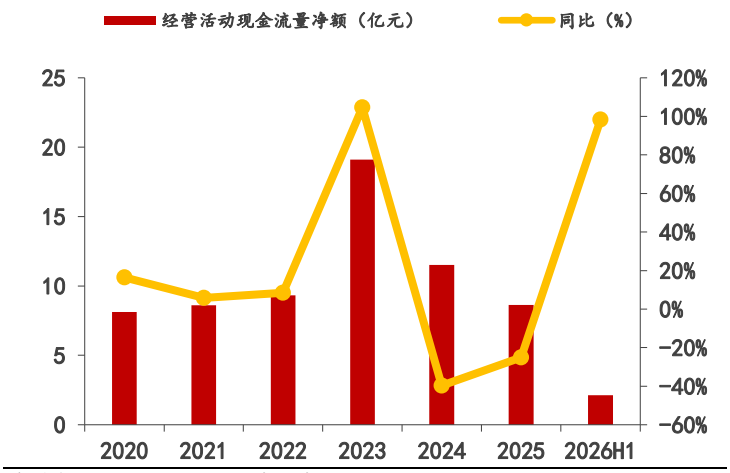
资料来源：ifind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

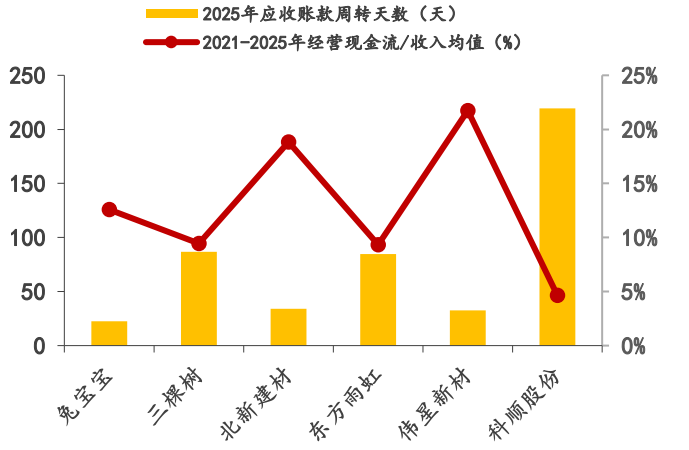
公司经营现金流整体保持充裕，应收账款周转效率在可比公司中具备明显优势。2024 年与 2025 年，公司经营活动现金流量净额分别为 11.52 亿元和 8.63 亿元，分别为同期扣非归母净利润的 2.35 倍和 2.15 倍。2026H1 经营活动现金流量净额为 2.13 亿元，同比提升 98.35%，系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。与可比消费建材对比看，2021-2025 年公司经营活动现金净流量占营业收入的比例平均为 12.59%，高于三棵树、东方雨虹和科顺股份，处于可比公司中上水平；2025 年公司应收账款周转天数仅 22.51 天，较 2021 年缩短 18.98 天，在可比公司中最短，体现出较强的回款及营运资金管理能力。

图16. 2020-2026H1 公司经营活动现金流量净额及同比（亿元，%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图17. 2025 年公司与可比公司应收账款周转天数及经营现金流/收入均值对比（天，%）



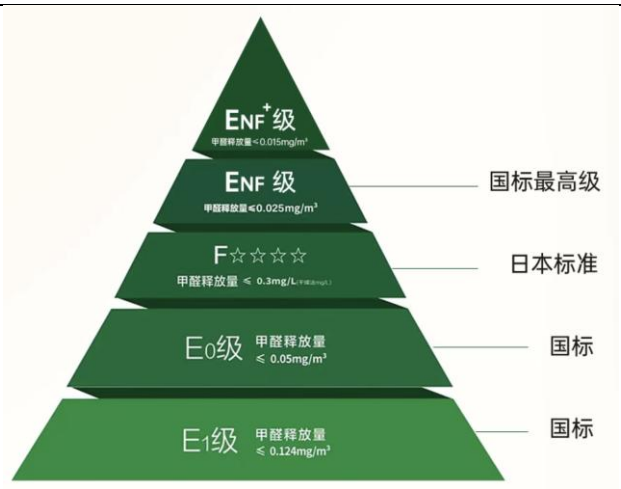
资料来源：ifind，国投证券证券研究所

2. 装饰材料：多渠道布局成效显著，产品+服务构筑竞争优势

2.1. 品牌产品：环保认知与研发强化品牌，主辅材配套提升价值

环保性能是兔宝宝品牌认知的核心，严于国标的企业标准进一步强化环保定位。甲醛释放量是消费者选择家装板材的重要指标。国家推荐性标准 GB/T 39600—2021《人造板及其制品甲醛释放量分级》将甲醛释放量分为 E1、E0 和 ENF 三级，对应限量值分别为≤0.124mg/m³、≤0.050mg/m³和≤0.025mg/m³；自 2026 年 6 月 1 日起实施的强制性国家标准 GB 18580—2025 进一步要求人造板产品达到 E1 级、人造板制品达到 E0 级，推动行业环保门槛提升。在国标 ENF 级基础上，兔宝宝推出指标更严的 ENF+级产品，甲醛释放量≤0.015mg/m³。公司同时在部分产品中导入除醛、抗菌等功能，通过吸附分解甲醛、抗菌抑菌等方式提升产品附加值，并围绕零醛水漆板、零醛超净板等产品强化“低醛、无醛添加”的环保认知。

图18. 人造板甲醛释放等级及对应限量标准



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

图19. 公司零醛水漆板及零醛超净板



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

对比主要板材品牌，兔宝宝的领先优势不仅体现在收入规模和品质家居定位，更来自长期沉淀的经销商体系和本地服务能力。莫干山同样具备环保板材和经销网络基础，但其渠道密度较兔宝宝有一定差距；千年舟渠道定位更偏精装、工装及规模型项目。相比之下，兔宝宝长期聚焦品质家居场景，零售端经销商体系成熟，核心经销商与公司合作时间较长，积累了本地门店、木工、装修公司和家具厂客户资源，渠道稳定性和终端服务能力更强。

在价格竞争加剧背景下，公司通过强化成本管控、加强一二级经销商价格管理及完善主辅材配套，提升产品竞争力，并支持经销商开展客户拓展和配套销售。同时公司通过加工服务、新零售工具和一站式采购持续赋能经销商，推动经销商从单一板材销售商升级为涵盖板材销售、裁板封边、本地配送、售后服务及主辅材配套的综合服务节点，带动板材、封边条、五金、柜门板等协同销售。从收入规模看，2020–2025 年兔宝宝装饰材料收入由 43.46 亿元提升至 73.26 亿元，整体规模持续高于莫干山和千年舟；2025 年千年舟收入约 49.12 亿元，莫干山 2025 年 1-9 月营收 25.19 亿元，二者与兔宝宝装饰材料业务仍存在一定差距。对于下游客户而言，兔宝宝提供的是环保板材、品牌背书、经销商本地服务、加工交付和主辅材配套的综合方案，这也是公司在成熟行业中维持主业韧性的关键。

表3：主要板材品牌对比

公司/品牌	核心优势	收入规模	产品特点	渠道与服务	图例
兔宝宝	品牌、产品、零售经销体系和服务能力	2024 年装饰材料收入 74.04 亿元，2025 年 73.26 亿元	以多层板、细木工板等传统优势板材为基础，向 OSB、颗粒板及彩臻板、纯芯板等家具厂渠道产品延伸，并配套封边条、五金、石膏板、柜门板等辅材	专卖店 7000 余家，覆盖零售、乡镇、家具厂、家装和工装；经销商具备本地客户维护、加工、配送、售后和一站式采购能力	
莫干山	环保板材与速装服务	2024 年营收 34.56 亿元，2025 年 1-9 月营收 25.19 亿元	产品体系覆盖板材及辅材，更突出 ENF 级环保板材和“板材+辅材+速装”配套方案	全国 2000 多家专卖店，速装家提供选材、设计、配送、安装一体化服务	
千年舟	健康板材和功能板材	2024 年营收 49.78 亿元，2025 年营收 49.12 亿元	突出 HENF/ENF 级环保板材、阻燃板、OSB、泰岩板等功能型产品，适配儿童房、康养、教育、商业综合体、工装等对环保和性能要求较高的场景	强调智能工厂、标准参与和大型项目背书，并打造“舟到服务”体系，覆盖售前、售中、售后全流程	

资料来源：公司年报，公司公众号，各公司官网，国投证券证券研究所

2.2. 渠道体系：传统渠道基础稳固，家具厂拓展贡献增量

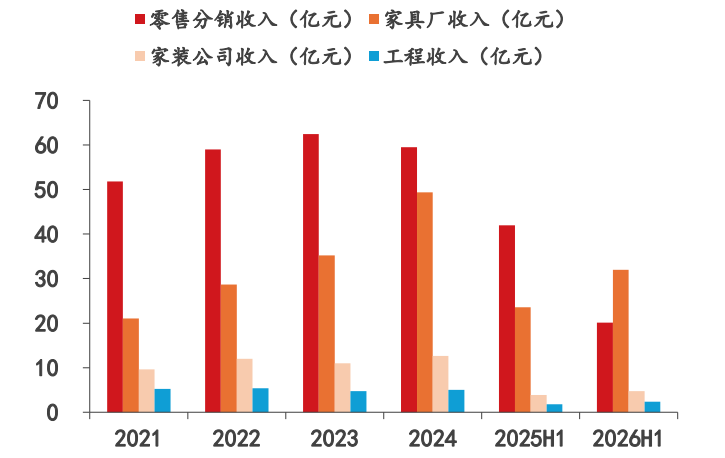
公司装饰材料主业的渠道优势主要体现在经销商体系稳定和服务能力提升。传统零售分销仍是公司板材销售的基本盘，家具厂等小 B 客户扩展提速增加业务增量贡献，乡镇渠道则是零售体系向低线市场下沉的重要方向。2021–2024 年，按板材 A+B 折算口径，零售分销渠道占比由 59%降至 47%，但渠道规模由 51.8 亿元提升至 59.5 亿元，传统渠道在客流承压背景下仍保持一定韧性；同期家具厂渠道占比由 24%提升至 39%，规模由 21.1 亿元提升至 49.4 亿元，成为公司近年来增长最快的渠道。家装公司渠道占比维持在 10%左右，工装渠道占比降至 4%左右，更多承担客户结构补充功能。2025 年上半年，公司渠道数据统计方式由门店上报改为按照渠道“专供板”统计，家具厂渠道占比提升至 49.6%，零售分销渠道占比 38.5%，其中乡镇渠道占比 8.9%。2026 年上半年，家具厂渠道占比继续提升至 54%，零售分销、家装公司和工装渠道占比分别为 34%、8%和 4%，渠道结构继续向家具厂倾斜。

经销商服务能力升级是公司稳定传统渠道、扩大家具厂客户并促进板材销售的关键。公司经销商长期深耕本地市场，掌握门店、木工、装修公司和地方家具厂等客户资源，承担客户维护、产品推广、仓储配送、售后响应和本地加工等职能。在传统零售渠道中，公司通过稳定地县级门店、推进乡镇网点和新零售获客，维持零售分销基本盘；在家具厂渠道中，公司依

仅供内部参考，请勿外传

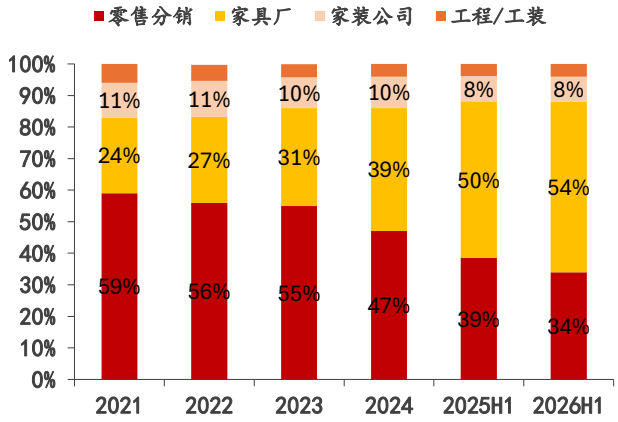
托经销商开发地方定制家具厂客户，并导入多层板、生态板、颗粒板、柜门板、封边条、五金等产品。随着裁板封边、柜门五金配套、本地配送和一站式采购能力提升，经销商从单一板材销售商逐步升级为综合材料服务节点，有助于提升客户黏性和单客采购额，带动板材及辅材协同销售。

图20. 2021-2026H1 公司装饰材料板材渠道规模（折算后）（亿元）



资料来源：ifind，公司投资者关系活动记录表，国投证券证券研究所测算

图21. 2021-2026H1 公司装饰材料板材渠道结构（%）



资料来源：公司公告，公司投资者关系活动记录表，国投证券证券研究所（*2025 年上半年，公司由依赖门店上报的统计方式改为按照渠道“专供板”进行统计）

2.2.1. 零售渠道：门店体系保持稳定，乡镇下沉延伸覆盖

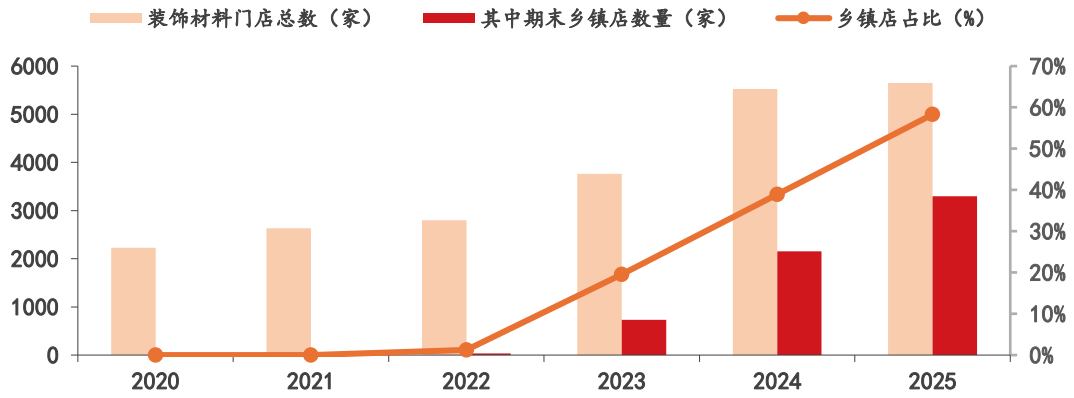
零售分销是公司装饰材料业务的重要基础渠道，传统门店体系保持稳定，并逐步向加工服务和新零售获客延伸。公司装饰材料业务长期依托专卖店和经销商体系完成终端触达，传统零售渠道承担品牌展示、客户获客、木工绑定和本地交付功能。2020–2025 年装饰材料门店数量由 2230 家提升至 5652 家，年均复合增长约 20.4%，传统渠道网络持续扩张。在门店数量增长基础上，公司推动零售服务能力升级：易装门店由 2020 年的 632 家提升至 2024 年的 959 家，围绕板材加工、柜类定制和本地化服务提升门店客单值；2025 年易装业务转入家居公司运营后，零售门店仍可通过裁板封边、柜门板、五金、石膏板、胶黏剂等配套服务承接本地多元需求。同时，公司通过天猫、京东、抖音、小红书等线上平台及同城引流赋能门店获客，推动传统门店从单一线下销售节点向“线下展示+本地服务+线上引流”转型，从而稳定板材及辅材动销。

乡镇下沉是公司稳定零售渠道的重要方向，门店结构正持续向县乡市场倾斜。随着一二线及大中城市传统建材门店自然客流下降，家装流量逐步向装企、线上平台和本地化服务商分流，单纯依赖城市门店扩张的效率有所下降；相比之下，县乡市场仍存在自建房、安置房、存量房翻新和局部改造等装修需求，客户决策也更依赖本地经销商、木工推荐和熟人网络，适合由成熟经销体系向下延伸。公司通过地级经销商发展县线代理商，再由县线代理商发展乡镇服务商，2024 年完成乡镇店建设 1413 家，期末装饰材料门店 5522 家，其中乡镇店 2152 家，占比约 39.0%；2025 年进一步完成乡镇店招商 1386 家、营建 1157 家，期末乡镇店数量达 3295 家，乡镇店占比提升至 58.3%，公司门店结构继续向县乡市场倾斜。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图22. 2020-2025 年公司装饰材料门店数量、乡镇店数量及乡镇店占比（家，%）



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

“板材定制+”使零售门店由基础板材销售延伸至加工服务和辅材配套，提升低线市场服务承接能力。2025 年，公司可提供“板材定制+”服务的门店约 4000 家，通过推进板材深加工和配套服务提升门店经营能力。公司通过在乡镇渠道导入柜门板、石膏板、家具五金、地板、集成墙面等产品，将单一板材销售延伸至裁切、封边、柜门、五金及辅材配套，助推门店提升客单值和盈利能力。从运营模式看，公司主要依托既有经销商体系下沉，通过地级经销商发展县线代理商，再由县线代理商拓展乡镇服务商，并结合木工资源、本地配送和安装服务完成终端触达。与城市门店相比，乡镇门店不仅承担品牌展示和板材销售功能，也承担本地小型加工中心和建材超市功能，能够增强低线市场客户黏性。

图23. 公司“板材定制+”服务模式



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

公司通过工匠活动和绿色建材下乡，围绕工匠群体加强乡镇终端推广。与城市零售市场相比，乡镇市场客户更加依赖本地木工、熟人推荐和经销商服务，品牌触达并不只取决于门店数量，也取决于公司能否将产品卖点、工匠资源和终端活动组织起来。2024 年 3 月起，公司围绕“乡镇渠道作业体系”推进“中国芯工匠·美丽乡镇行”系列活动，在江浙皖三省启动，聚焦 15 个乡镇服务商，并通过工匠卡服务连接乡镇木工群体（工匠卡主要面向木工师傅提供专属优惠和服务权益，用于增强木工群体与品牌、服务商之间的连接），售卡超 7000 张。随后，活动继续覆盖湖南、湖北、福建、江西等省份，并在中秋、年终等节点结合以旧换新绿色建材特惠方案、工匠技能大赛、直播互动等形式开展推广。2025 年，公司获评“绿色建材下乡合格供应商”，进一步强化其绿色产品进入下沉市场的品牌背书。通过工匠组织、区域活动和绿色建材下乡背书，公司能够将乡镇渠道推广从门店端延伸至施工端和用户决策端，与乡镇门店扩张和“板材定制+”服务形成配合。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图24. 公司“中国芯工匠 美丽乡镇行”活动



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

图25. 公司获评第十五届中国木材保护大会“绿色建材下乡合格供应商”

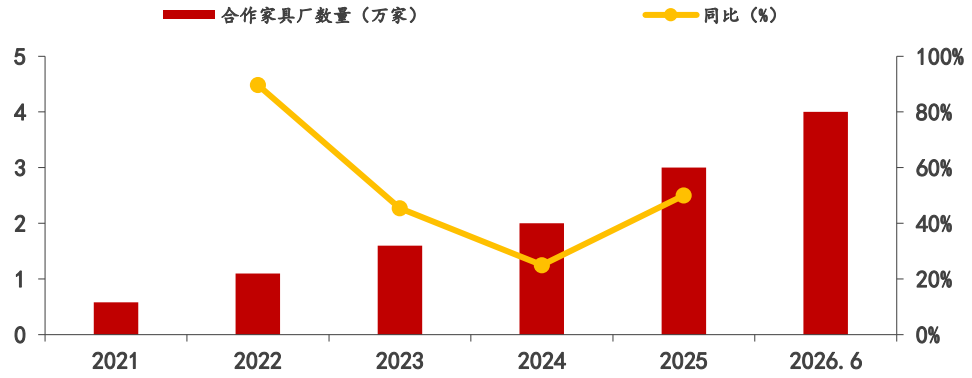


资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

2.2.2. 家具厂渠道：小 B 客户持续拓展，一站式采购提升单客价值

家具厂渠道快速扩容，合作客户数量复合增速超 50%。与传统专卖店零售不同，家具厂渠道主要通过经销商和家具厂渠道运营中心，向各地衣柜、橱柜等定制家具厂提供环保板材、刨花板、门板板材及封边条、五金等配套辅材，再由家具厂完成加工、安装和交付。地方中小板材厂主要依靠价格优势和就近服务获取市场份额，而包括公司在内的头部企业在供应链、设计和产品组合能力上更具优势。公司依托全国分公司、经销商和终端门店网络，设立家具厂渠道运营中心，通过推广答谢会、家具厂游学、品牌推介、政策宣导及自媒体传播等方式，协同经销商开拓地方定制家具厂客户，并向其提供环保家具板材、基础板材、门板板材及封边条、五金等配套辅材。截至 2025 年末，公司经销商体系合作家具厂客户达 3 万多家，较 2021 年 5800 多家大幅提升，复合增速约 50.8%；2026 年 6 月底进一步提升至 4 万多家。

图26. 2021-2026 年 6 月公司合作家具厂数量及同比（万家，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

颗粒板导入强化公司多基材家具板供应能力，并带动门板、封边条、五金等配套销售。从板材品类趋势看，全国范围的家具厂渠道中，颗粒板用量已超过多层板和生态板，主要原因在于颗粒板在柜体等定制家具场景中具备平整度、稳定性和性价比优势。公司此前在生态板、多层板等品类上具备品牌基础，近年来开始重点向家具厂渠道导入彩臻板、纯芯板等双饰面刨花板产品，并配套 PET 柜门板、封边条、家具五金等产品，形成“柜体板+门板+辅材”的组合供应。其中，彩臻板是公司推动颗粒板导入的重点产品，一方面通过板纸一体化花色、同步对花工艺和饰面技术提升家具厂终端展示效果，另一方面围绕防潮拒水、除醛、抗菌抗病毒等功能做差异化，避免单纯陷入低价竞争。随着单价更高的彩臻板、纯芯板等颗粒板产品继续放量，并带动门板、封边条、五金等配套产品导入，家具厂渠道增长有望从客户数量扩张进一步延伸至单厂采购额提升。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图27. 公司纯芯板产品图



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

图28. 公司彩臻板产品图



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

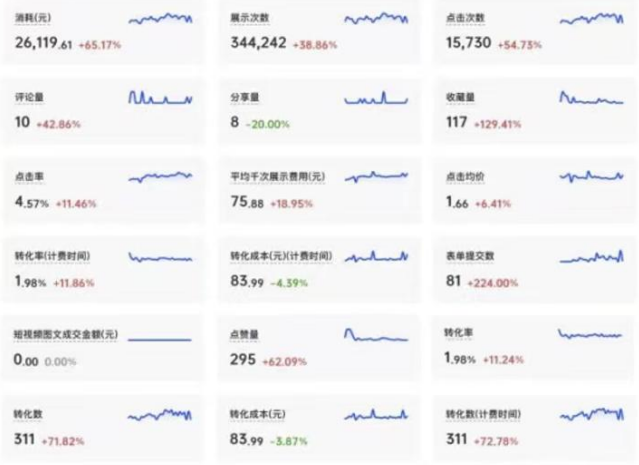
公司通过全国联动活动、新零售运营和区域政策支持提升家具厂客户黏性。2024 年，公司在安徽、湖北、广西、四川和山西等地推进家具厂渠道全国联动活动，并将活动主题升级为“环保新典范，共担芯发展”，围绕 EB 超能板、板纸一体化、产品花色、品牌推介及服务升级等内容与家具厂客户开展交流。进入 2025 年，公司家具厂全国联动活动进一步聚焦彩臻板，从线下沉浸体验、价格政策、售后保障到产品卖点展示，强化家具厂客户对公司新产品和服务体系的认知。2026 年以来，“品质兔宝宝·华彩中国行”继续在陕西、西宁、莆田、泉州等地落地，内容由单一板材推介延伸至行业趋势解读、产品创新、五金配套、新零售运营和合作政策支持；其中陕西家具厂新品推介会现场售卡 9820 张、锁定销量超 2000 万元，区域活动对订单转化产生拉动作用。同时，公司新零售中心还通过短视频种草、本地直播承接和精准投流，帮助家具厂合作商获取本地客资，例如贵阳试点在驻店帮扶 3 天内完成 6 场直播，获得 56 个有效客资，线上引流转化金额 30 万元，帮扶结束后一个月投入 2.6 万元并产出 311 个有效客资（不含自然流量）。整体来看，公司家具厂渠道已从单纯客户开发，进一步延伸至产品、配套、运营和获客等多维度服务，有助增强家具厂客户黏性并提升渠道转化效率。

图29. 公司“环保新典范，共担芯发展”与“品质兔宝宝·华彩中国行”家具厂渠道全国联动活动



资料来源：公司官网，公司公众号，国投证券证券研究所

图30. 贵阳家具厂合作商新零售帮扶成效



资料来源：公司官网，公司公众号，国投证券证券研究所

2.2.3. 家装/工装：完善多元客户结构，家装公司渠道承接装企流量

家装公司主要面向头部装企和区域装企，工装渠道主要面向房地产开发商、装修公司、工程项目和材料平台等 B 端客户。相比家具厂和乡镇渠道，家装、工装规模较小，但二者能够补充传统零售渠道覆盖范围外的客户类型。家装公司承接终端消费者家装流量，工装渠道承接项目型、集采型和工程服务型需求。

家装公司渠道承接装企流量，公司通过产品融合和服务商体系提升合作深度。家装公司是家装板材市场重要流量入口，公司针对不同类型家装公司推出基础材料套餐、易装定制、全屋定制等合作模式，并推进与全国头部装企及区域头部装企的深度合作。公司于 2024 年成立

仅供内部参考，请勿外传

家装运营中心，2025 年进一步整合板材和家居业务成立家装运营公司，采用直营业务与经销业务并行方式，以品牌为核心集成多品类产品，适配从设计到售后的多元服务模式。区域合作方面，公司在河北组织头部装企签约会，15 家区域头部装饰公司参会，并以定制+为核心推进展厅搭建、样板落地和渠道绑定；2025 年，公司与青岛麦峰整装、乐上名都、唐卡装饰等区域装企合作，通过专属展厅、店中店、套餐导入和样板间等方式提升终端转化。同时，公司与京东家装达成年度战略合作，推动合作从线上销售延伸至线上线下全链路融合。

表4：公司家装渠道主要合作类型及代表案例

合作类型	代表案例	合作内容
头部装企	河北 15 家区域头部装企	展厅搭建、样板落地、渠道绑定
区域整装公司	青岛麦峰整装	健康板材定制专属展厅
区域装企	乐上名都、	独家定制合作、店中店、套餐导入
	唐卡、红杉树、苏技	板材供应、样板间、店中店、PET 门板升级
平台型家装	京东家装	线上线下全链路融合

资料来源：公司公众号，公司官网，国投证券证券研究所

工装渠道规模相对更小，后续重点在于集采入库、服务商拓展和绿色板材解决方案。 从客户和产品看，工装渠道主要服务大型房地产开发商、装修公司、工程项目及材料平台等 B 端客户，产品以阻燃板、多层板、细木工板、石膏板、OSB 板等基础板材为主。地产新开发需求放缓背景下，公司通过提升组织和服务能力升级获取更稳健的项目资源，将工装运营中心升级为工装运营公司，并拓展大型房企、材料平台的集采入库。2025 年以来，工装运营公司进一步聚焦绿色板材解决方案，参与浙江好房子建设，并在 2026 年工装渠道专场提出，服务理念由传统买卖转向市场开发、项目赋能和供应链保障，围绕改善性住宅、旧改、装配式业务以及空气承载力、VOCs、加工适配性等指标与装企建立常态化沟通机制。

3. 定制家居：C 端零售属性增长，渠道结构优化工程收缩

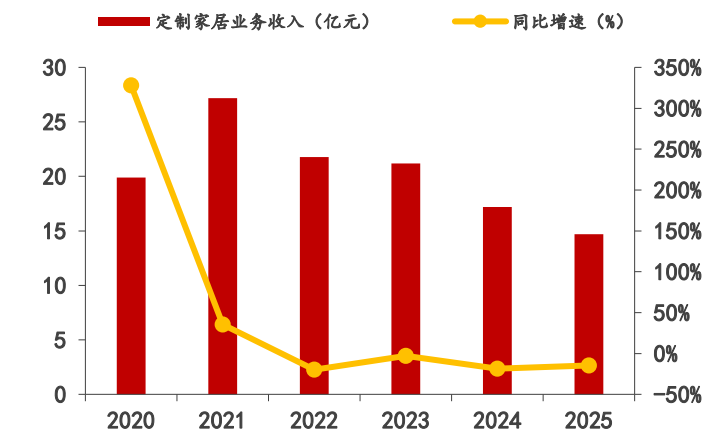
公司定制家居业务以板材主业为基础向下游木作定制延伸，产品以柜类为核心，地板、木门、墙板等构成木作配套，渠道上形成零售定制和工程定制并行的业务结构。公司定制家居业务营收在 2021 年达到 27.17 亿元高点后持续回落，2025 年降至 14.69 亿元。从产品口径看，2020-2025 年，公司柜类收入由 16.10 亿元降至 10.81 亿元，占定制家居收入比例由 80.9%降至 73.6%，但仍为板块最主要收入来源；同期地板收入由 3.22 亿元降至 3.10 亿元，占比由 16.2%提升至 21.1%；木门收入由 0.45 亿元小幅提升至 0.47 亿元，占比由 2.3%提升至 3.2%。

从渠道变化看，零售端全屋定制保持增长，2021-2025 年兔宝宝全屋定制收入由 4.44 亿元增至 7.57 亿元，年均复合增长约 14.3%；工程端受地产精装修需求收缩和公司主动风险控制影响明显压降，裕丰汉唐收入由 18.94 亿元降至 2.48 亿元。因此，柜类业务以及定制家居板块整体的表观收入下降主要来自工程端收缩，零售端全屋定制仍是公司重要布局方向。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

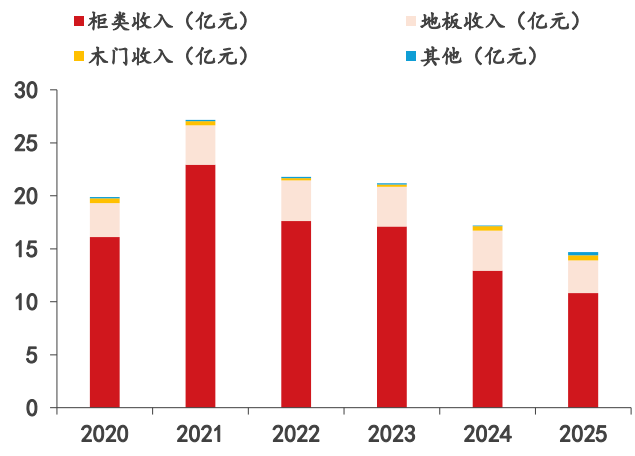
仅供内部参考，请勿外传

图31. 2020-2025 年定制家居业务收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图32. 2020-2025 年公司定制家居产品收入拆分（亿元）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

3.1. 零售端：全屋定制规模与渠道双扩张，需求下行不改稳健本色

兔宝宝全屋定制是公司从板材主业向下游零售定制延伸的重要业务，发展路径经历了从易装探索、多品类综合门店到门墙柜地一体化升级的过程。2012 年以来，公司陆续导入地板、衣柜、木门等产品，逐步切入成品家居领域；2015 年提出“全屋定制”战略并成立家居销售公司，正式进入定制家居赛道；此后通过家居生活馆、易装模式和自主生产项目持续完善渠道与供应链。2020 年以来，公司进一步围绕“全屋定制+木门+地板”等多品类综合门店布局零售业务，并依托优质基材、健康板材、高定产品和轻高定系列，推动业务由单一柜类定制向“门墙柜地”一体化升级，近年来又通过推出 UNICO 轻高定系列、“1+N 星耀计划”、共享大店、线上营销系统和交付中心建设提升门店转化和交付能力。

图33. 兔宝宝全屋定制发展历程



资料来源：公司财报，公司公众号，公司官网，国投证券证券研究所

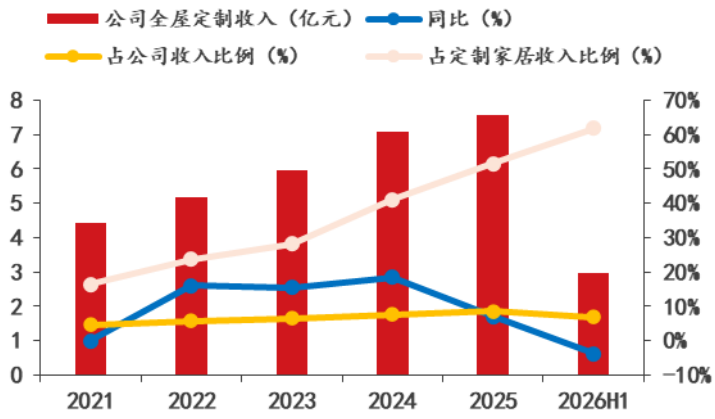
全屋定制实现规模与渠道双扩张，需求下行期公司表现优于同行。2021-2025 年，公司全屋定制收入由 4.44 亿元提升至 7.57 亿元，年均复合增长约 14.3%，占公司营业收入比例由 4.71%提升至 8.52%。从增长节奏看，2022-2024 年全屋定制收入增速均在 15%以上，2025 年在装修需求偏弱、家装消费信心不足和行业竞争加剧的背景下仍实现 7.08%增长。2026 年以来，定制消费市场需求阶段性承压，公司全屋定制业务整体较为稳定，实现营收 2.97 亿元，同比略微下滑 3.67%。

门店端看，公司定制家居终端包括家居综合店、全屋定制专卖店、易装定制店、地板店和木门店等多类店型，其中与全屋定制零售能力直接相关的主要是两类：一是专门销售全屋定制产品的全屋定制专卖店，二是具备全屋定制展示和销售功能的家居综合店。按这一口径计算，公司全屋定制相关门店由 2022 年的 411 家增至 2025 年的 650 家，年均复合增长约 16.5%；

仅供内部参考，请勿外传

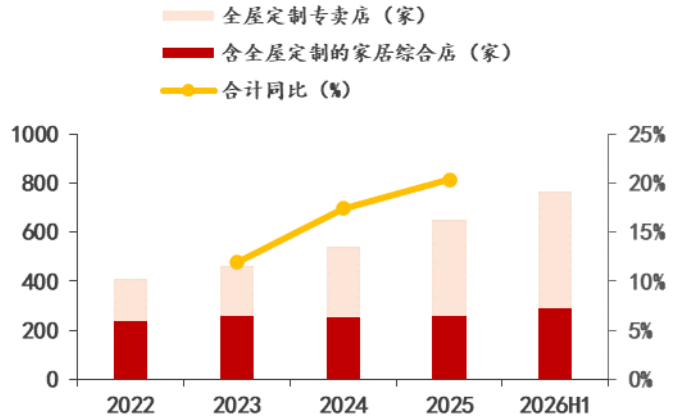
其中，家居综合店中含全屋定制的门店数量基本稳定在 250 家左右，而全屋定制专卖店由 176 家增至 390 家，是门店扩张的主要来源。

图34. 2020-2026H1 公司全屋定制业务收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

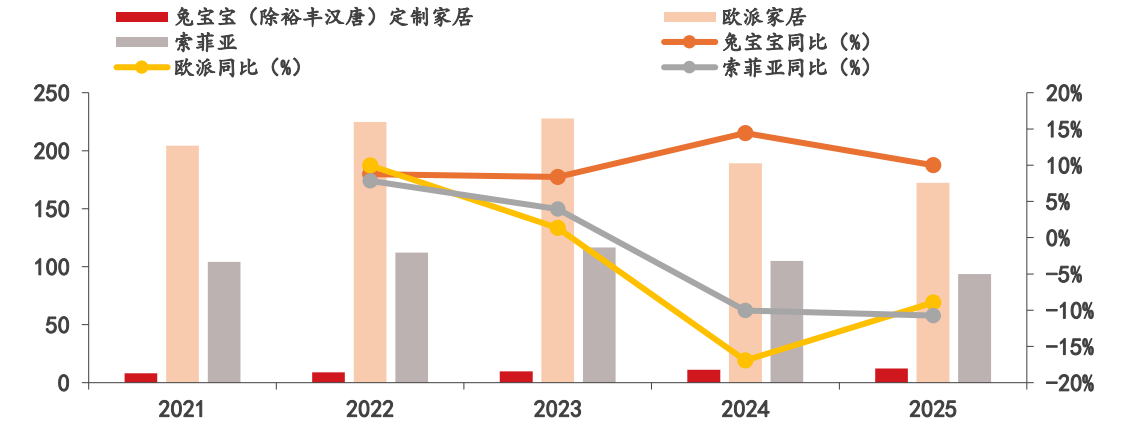
图35. 2022-2025 年兔宝宝全屋定制相关门店数量及同比增速（家，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

与欧派、索菲亚等全国定制龙头相比，兔宝宝全屋定制收入和门店体量仍小，但在行业承压阶段表现出更强增长性。欧派、索菲亚长期深耕定制家居，在设计能力、花色体系、整家产品矩阵、终端展示和全国化交付体系上更成熟，2025 年收入规模分别为 172.32 亿元和 93.67 亿元，显著高于兔宝宝剔除裕丰汉唐后的定制家居收入 12.21 亿元。但从增速看，2024–2025 年欧派收入分别同比下降 16.93%和 8.95%，索菲亚分别同比下降 10.05%和 10.74%；同期兔宝宝剔除裕丰汉唐后的定制家居收入分别同比增长 14.43%和 10.00%，仍处于小基数扩张阶段。

图36. 2021-2025 年兔宝宝、欧派家居、索菲亚定制家居收入及同比（亿元，%）



资料来源：各公司财报，ifind，国投证券证券研究所

兔宝宝全屋定制具备优质板材供应链优势，设计交付/综合服务/品牌能力提升助推未来业务增长。公司切入定制家居较晚，早期在设计表达、花色体系、终端展示和安装交付方面弱于欧派、索菲亚等全国定制龙头，但其长期深耕环保板材，在基材品质、环保等级和多基材供应链上具备较强认知基础。近年来，公司通过 UNICO 轻高定系列、门墙柜地一体化、共享大店、线上营销系统和交付中心建设，逐步补齐产品设计、终端展示和交付服务短板；总部层面也为门店统一导入板材花色、饰面工艺、五金和配套辅料，并制定价格规范、产品标准和服务规范，提升定制业务交付质量。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

表5：公司与欧派、索菲亚全屋定制业务对比

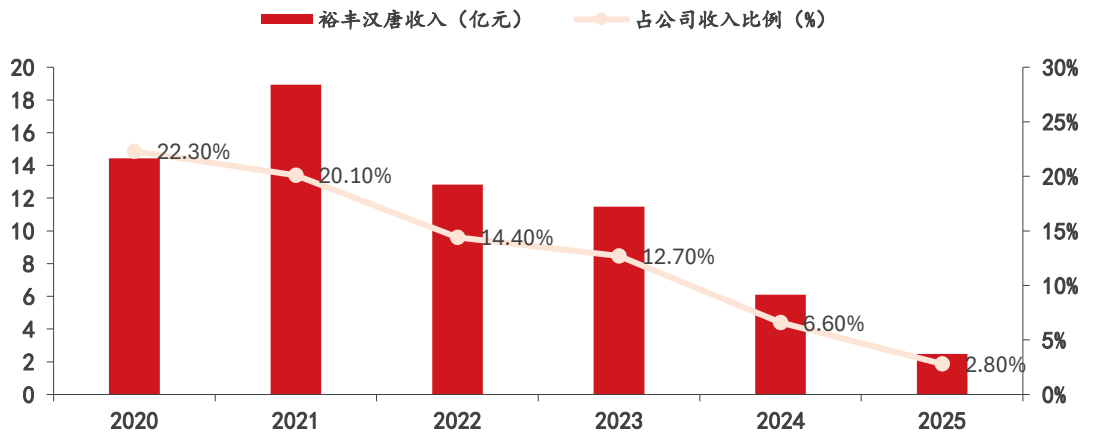
	兔宝宝	欧派家居	索菲亚
切入路径	从装饰材料向成品家居延伸，2015年提出“全屋定制”战略	1994 年以整体橱柜起步，后延伸至衣柜、整家定制、木门、卫浴等	2001 年引入定制衣柜业务，后延伸至整家定制
业务定位	板材主业向木作定制延伸，区域型中高端定制业务	一体化设计、一站式配齐的大家居龙头	柜类定制向整家定制延伸
2025 年收入及同比	剔除裕丰汉唐后定制家居收入 12.21 亿元，同比+10.00%	营业收入 172.32 亿元，同比-8.95%	营业收入 93.67 亿元，同比-10.74%
核心优势	环保板材认知强，多基材供应链和本地经销商服务基础较好	设计、产品矩阵、终端展示和全国化交付体系成熟	柜类产品基础深厚，整家定制体系较成熟
板材来源/材料卖点	装饰材料为公司主业，具备多层板、顺芯板、颗粒板等多基材体系，强调 ENF 级、零醛、除醛抗菌等环保卖点	板材、五金等作为定制家居原材料，主要通过供应链体系采购	原材料由供应链中心集中采购，板材等大宗原料以定额采购为主
产品体系	全屋定制、地板、木门、墙板及门墙柜地配套	橱柜、衣柜、木门、卫浴、整家定制、软装等	衣柜及配套、橱柜、木门、墙地一体、五金、家居家品等
终端门店	2025 年全屋定制相关门店 650 家，其中全屋定制专卖店 390 家、含全屋定制的家居综合店 260 家	经销门店 7000 家以上，零售大家居有效门店超 1000 家	终端专卖店约 3500 家
区域布局	以华东及周边优势区域为核心，向外省会城市拓展	全国化经销网络，覆盖主要城市和区域	全国化终端网络，覆盖 1800 多个城市和区域

资料来源：各公司官网、各公司公众号，国投证券证券研究所

3.2. 工程端：裕丰汉唐规模持续压缩，工程业务风险资产逐步出清

裕丰汉唐业务规模持续收缩，大幅减轻收入端的拖累。2019 年 9 月，公司子公司德华兔宝宝投资管理有限公司以 7 亿元受让青岛裕丰汉唐 70%股权；2020 年裕丰汉唐并表后实现收入 14.43 亿元、净利润 1.26 亿元，带动公司成品家居业务形成“零售+工程”双轮驱动格局。2021 年，裕丰汉唐收入进一步提升至 18.94 亿元，净利润约 1.42 亿元，成为公司定制家居收入和利润扩张的重要来源；同年公司进一步增持裕丰汉唐 25%股权，持股比例提升至 95%。2022 年以来，房地产资金链压力、开盘数量下降和回款周期拉长共同影响工程定制业务，公司开始主动压缩地产精装定制规模，裕丰汉唐收入由 2021 年的 18.94 亿元降至 2025 年的 2.48 亿元，收入占比也由 2021 年的 20.1%降至 2025 年的约 2.8%。

图37. 2020-2025 年裕丰汉唐收入及占公司收入比例（亿元，%）

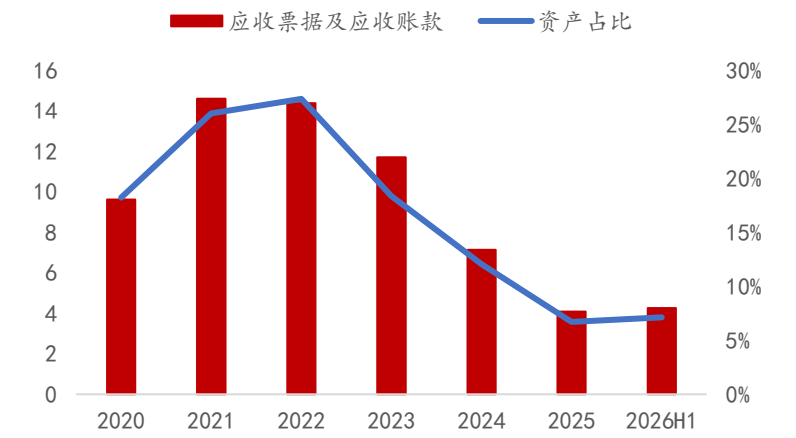


资料来源：公司财报，公司公告，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

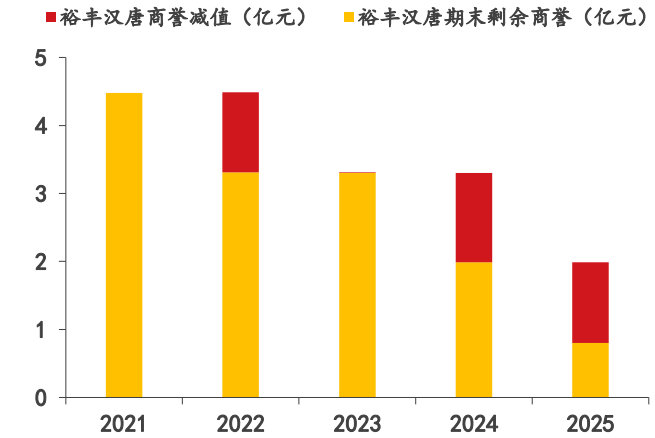
工程业务风险资产持续出清，应收与商誉大幅压降。工程业务通常需要经历客户签约、到货安装、项目验收和结算回款等环节，账期本身长于零售业务；在地产行业资金链趋紧后，部分客户现金回款能力下降，工程应收逐步演变为工抵房、债务重组和坏账风险。随着公司加强工程业务管控并压缩风险项目，积极进行减值计提，裕丰汉唐相关风险资产持续下降，并带动应收票据及应收账款规模下降。2021-2025 年，公司信用及资产减值损失合计分别为 1.32 亿元、3.40 亿元、2.36 亿元、4.25 亿元和 3.89 亿元，应收票据及应收账款合计由 2022 年末 14.37 亿元降至 2025 年末 4.09 亿元，占总资产比例由 27%降至 4%。商誉方面，裕丰汉唐商誉已由收购形成时的 4.48 亿元降至 2025 年末约 0.80 亿元，2022 年以来累计计提商誉减值 3.68 亿元，占收购时确认商誉的 82.1%。

图38. 2020-2026H1 公司应收票据及应收账款情况（亿元，%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图39. 2021-2025 年裕丰汉唐商誉减值及期末剩余商誉（亿元）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

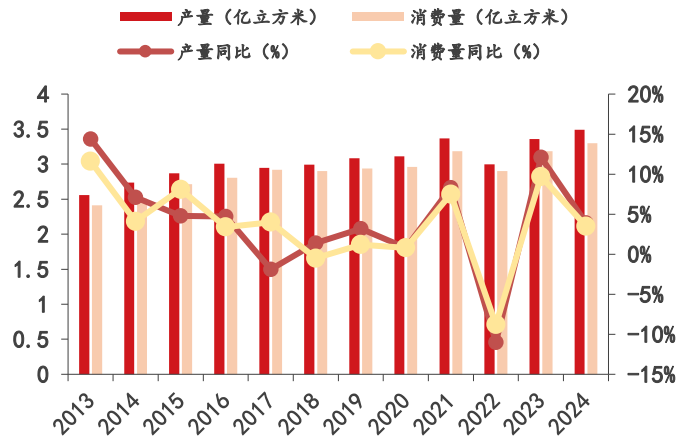
4. 行业分析：成熟行业增量有限，供给优化集中度有望提升

4.1. 人造板行业进入成熟期，存量翻新与环保升级支撑终端需求

我国人造板行业市场容量大、基本盘扎实。人造板以木材或非木材植物纤维材料为主要原料，加工成不同材料单元后，施加或不施加胶黏剂及其他添加剂制成，主要包括胶合板、刨花板、纤维板、细木工板、饰面人造板等品类，下游广泛应用于家具制造、建筑装饰、地板、木门、墙板、包装及建筑模板等领域。我国是全球人造板生产、消费和贸易第一大国，2013-2024 年人造板产量由 2.56 亿 m³提升至 3.49 亿 m³，CAGR 约 2.88%，其中 2022 年受地产及终端消费走弱影响阶段性回落，2023-2024 年恢复增长。消费端同样维持较大体量，走势与产量一致，2014-2024 年人造板消费量由 2.51 亿 m³提升至 3.30 亿 m³，CAGR 约 2.8%，2024 年同比增长 3.52%。产值端看，2013-2024 年我国人造板产品产值由 5190 亿元提升至 7850 亿元，CAGR 约 3.83%，行业在地产下行背景下仍具备较大的基础市场容量。

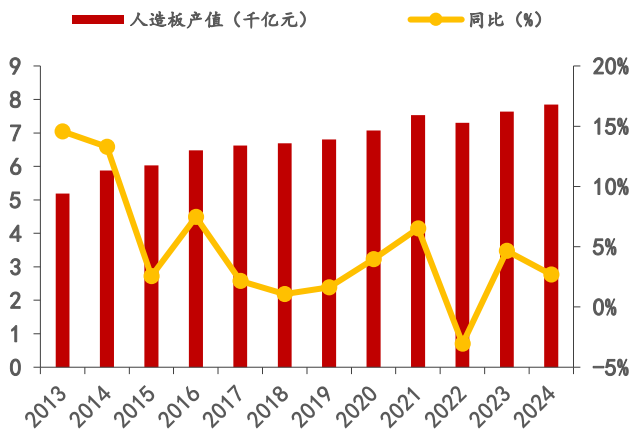
仅供内部参考，请勿外传

图40. 2013-2024 年我国人造板产量、消费量及同比增速（亿 m³，%）



资料来源：《中国人造板产业报告 2023》，《中国人造板产业报告 2025》，云南景谷林业招股说明书，江苏佳饰家新材料公告，排污许可证申请与核发技术规范人造板工业，国投证券证券研究所

图41. 2013-2024 年我国人造板产值及同比增速（亿元，%）

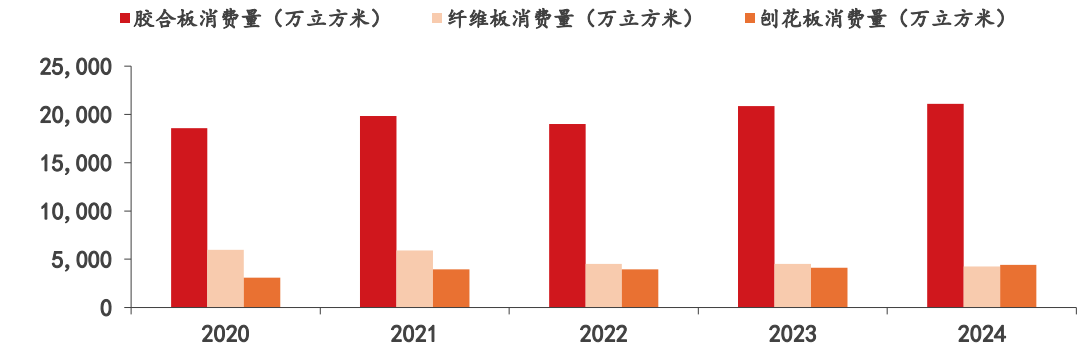


资料来源：江苏佳饰家新材料公告，云峰新材招股说明书，《中国林业和草原年鉴》，国投证券证券研究所

从细分板种的消费结构看，胶合板需求仍占比大头，刨花板（颗粒板）应用占比稳中提升。2020-2024 年，胶合板消费量由 1.86 亿 m³提升至 2.11 亿 m³，其中 2024 年同比增长 1.2%；消费量占比维持在 62.3%-65.5%，仍是我国第一大人造板消费品类。刨花板（即颗粒板）消费量由 0.31 亿 m³提升至 0.44 亿 m³，2024 年同比增长 7.1%；消费量占比提升至 13.4%。随着刨花板生产技术水平和优质产品比例提升，其在家具制造等下游市场的应用认可度提高。同期，纤维板消费量由 0.60 亿 m³降至 0.43 亿 m³，2024 年同比下降 6.1%；消费量占比降至 12.9%，主要由于其在定制家居和板式家具领域的部分应用被刨花板替代。

环保标准方面，强制性国家标准 GB 18580-2025 已于 2026 年 6 月 1 日实施，要求人造板达到 E1 级，即甲醛释放限量不高于 0.124mg/m³；以人造板为主要材料加工的人造板制品达到 E0 级，即不高于 0.050mg/m³，板材环保标准进一步提高。

图42. 2020-2024 年我国人造板分板种消费量（万立方米）



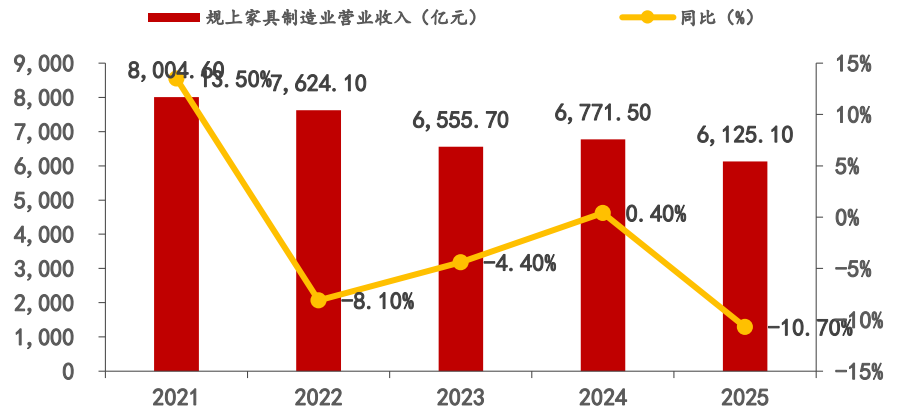
资料来源：江苏佳饰家新材料公告，《中国人造板产业报告 2025》，国投证券证券研究所

2021-2025 年我国规模以上家具制造业营业收入整体呈现波动下行的态势，2021 年行业营收约 8005 亿元，同比实现双位数增长，为近年阶段性高点；此后受地产下行、竣工端走弱及终端消费疲软等因素拖累，2022 年营收回落至约 7624 亿元、同比由正转负，2023 年进一步下探至 6556 亿元左右，虽降幅有所收窄，但持续处于负增长区间。2024 年在消费品"以旧换新"等政策带动下，行业营收回升至约 6772 亿元，阶段性企稳迹象初现；但 2025 年受政策效应边际递减、终端需求不足影响，营收再度回落至约 6100 亿元，同比降幅扩大至约 10%，行业景气重回底部区间。整体而言，2021-2025 年规上家具制造业营收规模由约 8000 亿元收缩至约 6100 亿元，累计降幅约 24%，行业正由地产增量驱动向存量房更新与消费结构升级驱动过渡，政策托底与存量更新需求有望为行业中长期需求提供支撑。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

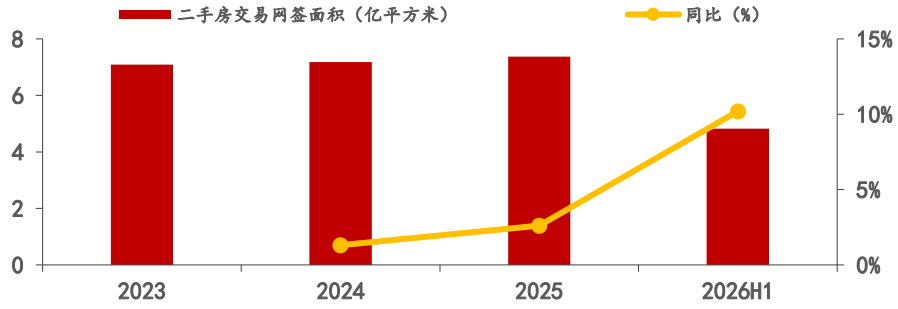
图43. 2021-2025 年我国规上家具制造业营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：国家统计局，国投证券证券研究所

中长期看，二手房交易和旧房改造为托底需求，整家定制与环保标准升级影响需求结构。2023-2025 年，全国二手房交易网签面积分别为 7.09 亿、7.18 亿和 7.37 亿平方米，2024 年、2025 年分别同比增长 1.3%和 2.6%；2026 年上半年，全国二手房网签面积同比增长 10.2%，已超过新建商品房销售面积，我国房地产市场加速从增量时代迈向存量时代，为旧房翻新和局部改造提供更多潜在需求。政策端，《城市更新"十五五"规划》提出，2026-2030 年新开工改造城镇老旧小区约 11.5 万个、改造城镇危旧房约 50 万套（间），并明确鼓励居民开展既有住房装修和局部升级改造。

图44. 2023-2026H1 全国二手房交易网签面积及增速（亿平方米，%）



资料来源：国家统计局，中国房地产报，国投证券证券研究所

4.2. 供给侧市场格局较分散，单体产能规模持续提升

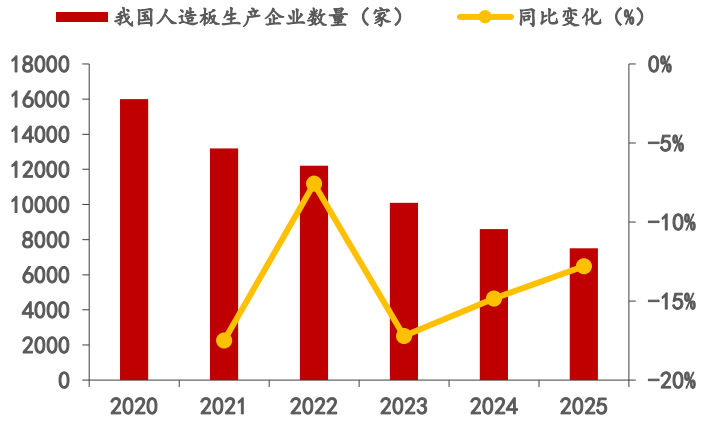
人造板行业整体格局较为分散，但逐步向规模化、自动化产能升级。近年来，在环保、安全生产和技术工艺升级推动下，人造板企业数量持续减少。2025 年底，全国人造板生产企业约 7500 家，同比下降 12.8%。其中，胶合板生产企业数量同比下降 16.8%、纤维板企业数量同比下降 8.3%、刨花板生产企业数量同比下降 5.6%。2025 年全国人造板生产企业总数较 2020 年的 16000 余家下降约 53.1%。

胶合板生产自动化程度相对较低，单条小规模生产线投资门槛较低，区域小厂和白牌产品仍大量存在；2025 年底，全国胶合板类产品生产企业仍有 5010 余家，企业平均生产能力仅 4.91 万 m^3/年，大型企业及集团生产能力占比仅 15.2%，集中度明显低于刨花板和纤维板。由此看，行业虽然已经进入出清阶段，但胶合板及家具装修板材环节仍具备"大市场、低集中度"的典型特征，为具备品牌、渠道和供应链能力的企业提升份额提供了空间。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

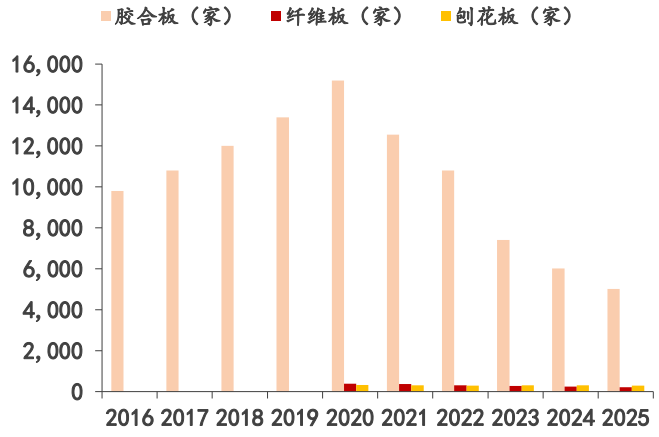
仅供内部参考，请勿外传

图45. 2020-2025 年我国人造板生产企业数量及增速（家，%）



资料来源：《中国人造板产业报告》，中国林产工业协会，中国绿色时报，景谷林业招股说明书，中国林草产业，国投证券证券研究所

图46. 2016-2025 年主要人造板品类企业数量（家）



资料来源：中国人造板，国家林草局产业发展规划院、中国林产工业协会，国投证券证券研究所

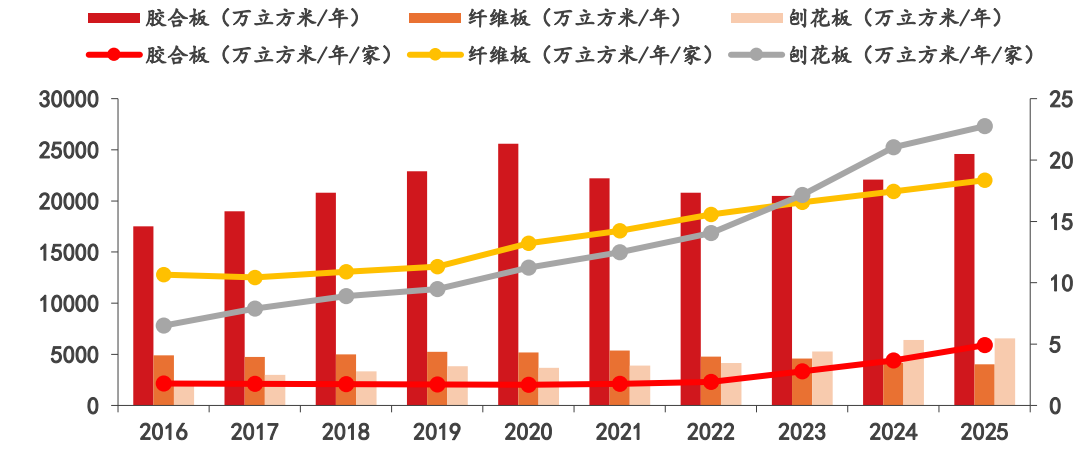
表6：2025 年底主要人造板品类企业数量及产能集中度

	企业数量（家）	总生产能力（万 m³/年）	大型企业/集团数量（家）	大型企业/集团生产能力（万 m³/年）	大型企业/集团产能占比
胶合板	5010	24600	189	3739	15.20%
刨花板	288	6553	71	4574	69.80%
纤维板	220	4037	33	1853	45.90%

资料来源：中国人造板，林产工业规划设计院，中国林产工业协会，国投证券证券研究所

刨花板产能快速扩张，人造板企业单体产能规模持续提升。刨花板受板式家具、定制家具和规模化加工需求带动，自动化连续压机产线投放明显加快，2020-2025 年生产能力由 3691 万 m³/年提升至 6553 万 m³/年，增幅达 77.5%，成为近年人造板供给扩张最突出的板种；在终端需求偏弱背景下，新增产能集中释放也加剧了阶段性供给消化和价格竞争压力。与此同时，行业企业数量持续减少后，存续企业平均产能规模明显提升，2020-2025 年胶合板、刨花板、纤维板单企平均生产能力分别由 1.68、11.22、13.20 万 m³/年提升至 4.91、22.75、18.35 万 m³/年，供给端正从分散小产能竞争转向规模化产能竞争。

图47. 2016-2025 年主要人造板品类生产能力及单企平均生产能力（万 m³/年，万 m³/年/家）

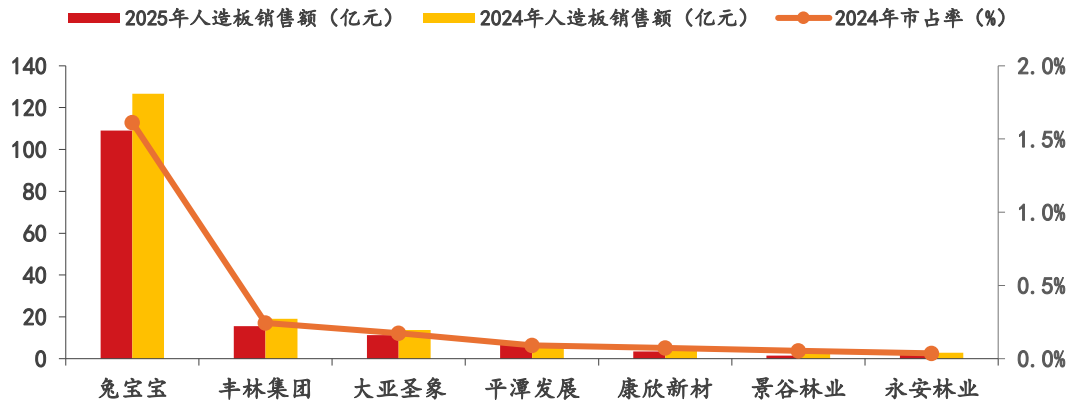


资料来源：云峰新材招股书，中国林产工业，中国人造板，国家林草科技，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公司已形成明显领先优势，行业集中度提升空间较大。2024 年我国人造板产品产值约 7,850 亿元，按人造板相关业务口径测算，兔宝宝、丰林集团、大亚圣象、平潭发展、康欣新材、景谷林业和永安林业七家上市公司相关销售额合计约 179.45 亿元，占行业产值比例约 2.29%，行业整体仍较为分散。其中，兔宝宝装饰材料业务包含 A 类板材产品销售和 B 类品牌使用费，按“A 类收入+B 类收入×16”折算，2024 年销售额约 126.58 亿元，占七家公司合计销售额的 70.5%，约为第二名丰林集团的 6.6 倍，占当年人造板产品产值的比例约 1.61%。2025 年，七家公司相关销售额合计约 150.52 亿元，其中兔宝宝折算销售额约 108.99 亿元，占七家公司合计销售额的 72.4%，约为第二名丰林集团的 7.0 倍，领先优势进一步扩大。

图48. 2024 年及 2025 年七家人造板相关上市公司销售额及 2024 年市占率（亿元，%）



资料来源：各公司财报，《中国人造板产业报告 2025》，国投证券证券研究所

5. 盈利预测与投资建议：板材+定制家居韧性十足，工程风险出清迈入修复期

5.1. 盈利预测和估值分析：主营装饰材料稳健增长，低估值高股息属性凸显

我们根据公司装饰材料渠道结构优化、家具厂及乡镇渠道推进、定制家居市场竞争情况，对公司 2026-2028 年盈利进行预测。

1）装饰材料： 随着家具厂客户数量扩张、颗粒板和彩臻板等产品导入、“定制+”渠道持续推进、乡镇渠道门店下沉，以及辅材配套率提升，预计 2026-2028 年装饰材料业务收入分别为 86.45 亿元、97.68 亿元和 109.41 亿元，同比增长 18.00%、13.00%和 12.00%；毛利率分别为 16.20%、16.20%和 16.90%。

2）定制家居： 公司持续推进全屋定制专卖店建设和门墙柜地一体化产品布局，本部定制业务有望保持平稳；裕丰汉唐继续收缩地产工程业务，收入规模已降至较低水平。预计 2026-2028 年定制家居业务收入分别为 13.21 亿元、13.21 亿元和 13.45 亿元，同比下降 10.07%、持平和增长 1.85%；毛利率分别为 15.50%、15.70%和 16.10%。其中，本部定制收入预计分别为 12.21 亿元、12.21 亿元和 12.45 亿元；裕丰汉唐收入预计均维持在 1.00 亿元左右。

3）其他业务： 收入规模较小，预计 2026-2028 年收入分别为 0.50 亿元、0.45 亿元和 0.60 亿元，毛利率分别为 55.13%、55.50%和 55.50%。

综上，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 100.16 亿元、111.34 亿元和 123.46 亿元，同比增长 12.75%、11.17%和 10.88%；综合毛利率分别为 16.30%、16.30%和 17.00%。预计归母净利润分别为 7.51 亿元、9.06 亿元和 10.54 亿元，同比增长 6.90%、20.64%和 16.32%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

表7：盈利预测

		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（亿元）		90.63	91.88	88.83	100.16	111.34	123.46
yoy		1.63%	1.38%	-3.32%	12.75%	11.17%	10.88%
毛利率（%）		18.42%	18.04%	17.54%	16.30%	16.30%	17.00%
装饰材料营收（亿元）		68.56	74.04	73.26	86.45	97.68	109.41
yoy		3.23%	7.99%	-1.05%	18.00%	13.00%	12.00%
毛利率（%）		16.52%	17.04%	16.49%	16.20%	16.20%	16.90%
定制家居营收（亿元）		21.17	17.37	14.69	13.21	13.21	13.45
yoy		-2.77%	-17.97%	-15.41%	-10.07%	0.00%	1.85%
毛利率（%）		23.77%	21.26%	19.86%	15.50%	15.70%	16.10%
	本部定制营收（亿元）	9.7	11.26	12.21	12.21	12.21	12.45
	yoy	8.33%	16.13%	8.40%	0.00%	0.00%	2.00%
	裕丰汉唐（亿元）	11.47	6.1	2.48	1	1	1
	yoy	-10.50%	-46.81%	-59.35%	-59.68%	0.00%	0.00%
营收（亿元）		0.9	0.48	0.88	0.5	0.45	0.6
yoy		-8.77%	-46.96%	84.56%	-43.18%	-10.00%	33.33%
毛利率（%）		37.33%	55.13%	55.13%	55.13%	55.50%	55.50%

资料来源：ifind，国投证券证券研究所

我们选取北新建材、伟星新材、欧派家居和索菲亚作为可比公司。可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 12.5 倍、11.2 倍和 10.1 倍，兔宝宝同期 PE 分别为 12.9 倍、10.7 倍和 9.2 倍，公司 2027-2028 年估值低于可比公司平均水平。考虑装饰材料主业保持增长、裕丰汉唐工程业务已收缩至较低水平，同时公司现金流质量较好、未来三年分红规划在满足分红条件的前提下明确，高股息属性为估值提供支撑，给予 12 个月目标价 16.35 元，对应 2027 年 PE 为 15 倍。

表8：公司估值分析

上市公司	总市值（亿元）	归母净利润							PE		
		25A	26E	YOY	27E	YOY	28E	YOY	26E	27E	28E
兔宝宝	96.75	7.02	7.51	6.90%	9.06	20.64%	10.54	16.32%	12.9	10.7	9.2
北新建材	273.21	29.06	27.89	-4.02%	30.67	9.93%	33.63	9.65%	9.8	8.9	8.1
伟星新材	131.50	7.41	7.53	1.64%	8.28	9.94%	9.00	8.72%	18.2	16.6	15.2
欧派家居	181.72	19.97	16.09	-19.40%	17.71	10.05%	18.97	7.14%	11.3	10.3	9.6
索菲亚	73.10	9.01	6.88	-23.62%	7.96	15.65%	9.54	19.79%	10.6	9.2	7.7
可比公司均值									12.5	11.2	10.1

资料来源：iFind，国投证券证券研究所
（注：股价截至 2026 年 9 月 23 日，兔宝宝、北新建材、伟星新材业绩为国投证券建筑建材团队预期，其他均为 IFIND 一致预期）

5.2. 投资建议：板材+零售家居经营稳健，工程风险出清带来修复弹性

仅供内部参考，请勿外传

公司作为国内环保板材龙头，主营装饰材料业务品牌认知较强、多渠道布局成效显著，零售业务加速推进渠道下沉和密集分销，重点开发和精耕家具厂渠道及定制+渠道业务，大力推进门店新零售模式，持续加强小 B 端业务开发，家具厂、家装公司、工装业务等渠道稳健增长。在行业下行背景下营收仍维持增长韧性。家居业务渠道结构持续优化，零售属性持续增强，工程业务大幅收缩，同时减值计提较为充分，后续业绩弹性有望释放。同时，公司现金流充沛，未来三年分红规划在满足分红条件的前提下明确，中长期股东回报确定性凸显，具备低估值高股息属性。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 100.16 亿元、111.34 亿元和 123.46 亿元，同比增长 12.75%、11.17%和 10.88%；归母净利润分别为 7.51 亿元、9.06 亿元和 10.54 亿元，同比增长 6.90%、20.64%和 16.32%；动态 PE 分别为 12.9 倍、10.7 倍和 9.2 倍。考虑公司装饰材料主业增长提速，裕丰汉唐工程风险持续出清，同时公司现金流充裕、未来三年分红规划在满足分红条件的前提下明确，低估值和高股息属性突出，维持“买入-A”评级，给予 12 个月目标价 16.35 元，对应 2027 年 PE 为 15 倍。

6. 风险提示

下游需求不及预期：若新房销售持续承压，存量房装修及家居消费恢复弱于预期，可能影响板材和定制家居需求。

渠道拓展不及预期：若家具厂、“定制+”、家装、工装及乡镇渠道拓展进度偏慢，可能影响公司收入增长及市场份额提升。

产品升级不及预期：若颗粒板、彩臻板、环保板材等新品推广及市场接受度不及预期，可能影响产品结构优化和盈利能力提升。

行业竞争加剧：若行业价格竞争加剧，公司可能面临产品售价下降、营销投入增加及市场份额承压等风险。

原材料价格大幅上涨：若木材、板坯、装饰纸及胶黏剂等原材料价格上涨且成本传导不畅，可能对公司毛利率造成压力。

商誉及应收款项减值风险：公司收购裕丰汉唐形成的商誉经持续计提减值后，截至 2026 年 6 月末仍有约 0.80 亿元账面价值。若相关业务经营表现、客户回款或预计未来现金流低于预期，仍可能发生进一步商誉及相关资产减值，对公司利润产生不利影响。

经销商经营及品牌声誉风险：公司通过经销商网络开展终端销售，经销商的资金状况、订单履约和售后服务能力存在差异。若个别经销商发生经营困难、停止营业或未能履行客户订单，可能引发消费者投诉及负面舆情，并通过影响品牌声誉、终端获客、渠道稳定性及增加售后协调成本，对公司业务开展和经营业绩产生不利影响。

盈利预测不及预期：若装饰材料业务增长、全屋定制业务改善或裕丰汉唐工程风险出清进度低于预期，公司营业收入、毛利率及归母净利润可能低于预测值。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,189	8,883	10,015	11,134	12,345
减:营业成本	7,526	7,325	8,382	9,319	10,247
营业税费	38	34	38	41	44
销售费用	316	330	351	371	407
管理费用	204	219	220	234	270
研发费用	65	58	63	67	74
财务费用	-34	-27	-35	-42	-48
加:资产/信用减值损失	135	71	-100	-50	-50
公允价值变动收益	-5	264	0	0	0
投资和汇兑收益	57	85	68	70	74
营业利润	781	963	964	1,164	1,374
加:营业外净收支	15	28	19	18	19
利润总额	796	991	982	1,183	1,394
减:所得税	201	280	217	262	323
归母净利润	585	702	751	906	1,054

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,323	2,262	2,838	3,151	3,574
交易性金融资产	0	312	312	312	312
应收帐款	755	471	1,204	622	1,309
应收票据	3	8	24	17	16
预付帐款	23	27	26	33	34
存货	337	318	582	487	683
其他流动资产	55	52	61	56	56
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	2	2	2	2
投资性房地产	41	46	46	46	46
固定资产	619	735	710	699	693
在建工程	74	18	28	27	23
无形资产	87	82	73	64	54
其他非流动资产	1,599	1,766	1,554	1,593	1,634
资产总额	5,919	6,100	7,460	7,108	8,437
短期债务	61	18	0	0	0
应付帐款	1,880	1,946	2,791	2,270	3,207
应付票据	180	77	265	165	252
其他流动负债	579	556	570	568	565
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	109	79	82	90
负债总额	2,758	2,705	3,705	3,085	4,113
少数股东权益	112	93	107	122	138
股本	832	830	830	830	830
留存收益	2,364	2,570	2,818	3,071	3,356
股东权益	3,162	3,395	3,755	4,023	4,324

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	595	711	751	906	1,054
加:折旧和摊销	71	83	76	82	89
资产减值准备	425	389	0	0	0
公允价值变动损失	5	-264	0	0	0
财务费用	1	-19	-35	-42	-48
投资收益	-57	-85	-68	-70	-74
少数股东损益	10	9	15	15	17
营运资金的变动	111	-256	192	29	105
经营活动产生现金流量	1,152	863	930	919	1,143
投资活动产生现金流量	-1,135	-341	16	10	4
融资活动产生现金流量	-934	-622	-370	-616	-724

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	1.4%	-3.3%	12.8%	11.2%	10.9%
营业利润增长率	-13.3%	23.3%	0.1%	20.8%	18.1%
归母净利润增长率	-15.1%	20.0%	6.9%	20.6%	16.3%
EBITDA 增长率	-2.8%	9.5%	-29.0%	19.9%	17.6%
EBIT 增长率	-3.2%	9.0%	-30.6%	20.9%	18.3%
NOPLAT 增长率	-19.5%	20.3%	7.7%	20.7%	16.7%
投资资本增长率	-150.1%	349.9%	3.5%	18.2%	29.4%
净资产增长率	-5.5%	7.4%	10.6%	7.1%	7.5%
利润率					
毛利率	18.1%	17.5%	16.3%	16.3%	17.0%
营业利润率	8.5%	10.8%	9.6%	10.5%	11.1%
净利润率	6.4%	7.9%	7.5%	8.1%	8.5%
EBITDA/营业收入	14.1%	15.9%	10.0%	10.8%	11.5%
EBIT/营业收入	13.3%	15.1%	9.3%	10.1%	10.7%
运营效率					
固定资产周转天数	21	27	26	23	20
流动营业资本周转天数	-50	-64	-61	-57	-54
流动资产周转天数	148	141	153	157	155
应收帐款周转天数	38	25	30	30	28
存货周转天数	15	13	16	17	17
总资产周转天数	241	244	244	236	227
投资资本周转天数	2	-11	-17	-17	-19
投资回报率					
ROE	19.2%	21.3%	20.6%	23.2%	25.2%
ROA	10.1%	11.7%	10.3%	13.0%	12.7%
ROIC	276.3%	-663.2%	-158.8%	-185.1%	-182.8%
费用率					
销售费用率	3.4%	3.7%	3.5%	3.3%	3.3%
管理费用率	2.2%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
四费/营业收入	6.0%	6.5%	6.0%	5.6%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	44.3%	49.7%	43.4%	48.8%
负债权益比	87.2%	79.7%	98.7%	76.7%	95.1%
流动比率	1.30	1.33	1.39	1.56	1.49
速动比率	1.17	1.21	1.23	1.40	1.32
利息保障倍数	-36.06	-50.25	-26.31	-26.49	-27.90
分红指标					
DPS(元)	0.59	0.41	0.61	0.79	0.93
分红比率	84.2%	48.1%	67.0%	72.0%	73.0%
股息收益率	5.1%	3.5%	5.2%	6.7%	7.9%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.71	0.85	0.90	1.09	1.27
BVPS(元)	3.68	3.98	4.40	4.70	5.04
PE(X)	16.5	13.8	12.9	10.7	9.2
PB(X)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
P/FCF	11.0	9.6	12.8	9.8	7.9
P/S	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.8	5.5	4.3	3.4
CAGR(%)	15.6%	14.6%	2.5%	15.6%	14.6%
PEG	1.1	0.9	5.1	0.7	0.6
ROIC/WACC	26.3	-63.2	-15.1	-17.6	-17.4
REP	-2.5	0.3	0.8	0.5	0.4

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034