

高景气度行业结合优秀公司，公司成长具备持续性与确定性

2017 年 08 月 29 日

投资评级：买入（维持）

投资要点

■ 板式家具机械需求旺盛，公司业绩步入快速发展期

公司自 2006 年设立，一直专注于板式家具机械设备领域。板式家具机械作为制造板式家具的专用木工机械设备，其行业发展与终端家具消费市场的需求等因素有密切的关系。公司拳头产品为封边机，其余包括裁板锯、多排钻、加工中心等。公司在技术、产品与管理三个方面都有出众表现，随着板式家具机械需求旺盛，公司业绩步入快速发展期。2012-2016 年，公司营收复合增速 25%，净利润复合增速 31%。在此基础上，2017H1，公司实现营收 4.05 亿元，同比+71.0%，归母净利润 1.23 亿元，同比+92.2%，持续强劲的增长态势。

■ 定制化需求强劲，预计 2020 年板式家具机械需求将达 170 亿元

家具行业总产值 2016 年突破 8500 亿元，与公司相关的板式家具市场规模约 4000 亿元。参考东吴轻工研究观点，以定制家具 30%年增速，传统成品家具以年均 5%增速进行测算，预计 2020 年，板式家具市场规模将达到 6800 亿元，年复合增速达到 14.3%。板式家具机械需求主要分两部分：存量市场的更新需求：平均以 5 年为更新换代周期；增量市场的扩容需求：按照每年新增增速，乘以 0.08（每百亿元产品需要采购 8 亿元设备）。据此测算，2020 年，更新+新增将为板式家具设备企业带来 170 亿元的市场需求。公司目前处于全球第二梯队领军企业，2017H1 收入规模 4 亿元，具有较大发展空间。

■ 与市场差异观点 1：消费升级将平滑房地产周期波动影响

在当前房地产行业发展较为平缓的状态下，市场上对木工家具设备行业能否持续保持高增长颇有争议。但我们认为，1）历史经验表明，以恩格尔系数为居民消费水平的参考，在消费水平较高的年份（如 2006/2007/2015 年），即使地产增速乏力，家具销量仍将保持较高增速；2）2016 年房地产投资触底反弹，2018 年后商品房销量有望明显好转。因此我们认为，以定制化家具为标志的这一轮消费升级将平滑房地产周期波动的影响。

■ 与市场差异观点 2：公司市占率将持续提升，成长确定性强

目前公司主要供货给二三线家具企业，我们认为公司市占率将持续提升：1、逐渐向一线厂商渗透。公司已经稳定供货给好莱客等一线木工企业，与欧派、索菲亚也有封边机产品销售。随着德国豪迈等一线设备企业排产压力增加，弘亚进入一线木工企业产线概率大；2、二三线家具厂商市占率中长期保持稳定，而公司在二三线家具企业的市占率将提升，进而提升公司在家具行业整体市占率。家具行业具有明显区域性，且目前业内企业盈利能力、负债状况均处于历史最好水平，行业中长期将保持高景气度和高分散度。公司与供应商关系紧密，打破地区限制，通过轻资产模式，提升产能，加之一线设备厂商产能受限，预计公司在二三线家具企业市占率将大幅提升，继而提升公司在家具行业整体市占率。

■ 盈利预测与投资建议

公司作为国内板式家具机械行业科技创新型代表企业，在技术、产品与管理方面表现出众，此外，公司通过上市募资扩产，对核心技术人员发行限制性股票等方式进行激励。在消费升级、定制化快速发展的大背景下，公司高增长具有持续性和确定性，预计公司 2017-2019 年 EPS 1.80、2.49、3.29 元，对应 PE 31、23、17X，基于对公司中长期发展的坚定看好，目标价给以 2018 年 30 倍 PE，6-12 月目标价 75 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：新技术、新设备研发进度不及预期，同行竞争加剧。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号:S0600515090001

021-60199769

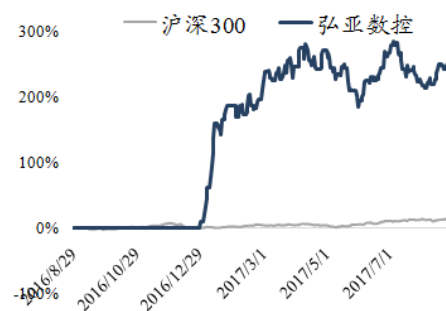
chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

021-60199769

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	56.64
市盈率（2016）	49.37
市净率（2016）	8.91
流通 A 股市值（百万元）	1890

基础数据

每股净资产（元）	6.36
资本负债率（%）	11.72
总股本（百万股）	135
流通 A 股（百万股）	33

相关研究

1. 弘亚数控：市场规模不断扩大，高增长态势有望持续 2017.04.21
2. 弘亚数控：业绩超预期，上调评级 2017.8.18

目录

1. 深耕板式家具机械设备，全力打造行业龙头	4
1.1. 以封边机为核心的板式家具机械设备	4
1.2. 板式家具机械需求旺盛，公司业绩步入快速发展期	5
1.3. 股本集中，实际控制人持过半股份	6
2. 定制化需求强劲，预计 2020 年板式家具机械需求将达 170 亿元	7
2.1. 板式家具市场规模逾 4000 亿元	7
2.2. 消费升级，定制化将带来行业年均 14% 以上增速	7
2.3. 板式家具机械设备企业 2020 年市场规模将突破 170 亿元	9
3. 行业格局：国际龙头仍占主导	10
3.1. 国外木工机械知名品牌处于行业金字塔顶端	10
3.2. 国内板式家具机械上市公司处于行业金字塔中端	10
3.3. 大量中小型板式家具机械公司处于行业金字塔底端	11
4. 高景气度行业结合优秀公司，成长具备较高持续性与确定性	12
4.1. 消费升级将平滑房地产周期波动影响，成长持续性较强	12
4.1.1. 房地产投资触底反弹，木工家具设备行业的下游需求企稳	12
4.1.2. 消费升级带动家具制造收入将平滑地产周期的影响	13
4.2. 公司市占率将持续提升，成长确定性较强。	15
4.3. 进口替代效应明显，出口规模不断上升	16
4.4. 聚焦产品研发，核心技术众多	17
4.5. 封边机产品畅销，加工中心将成新的增长点	18
4.5.1. 封边机是公司主打产品，16 年产品毛利率突破 50%	18
4.5.2. 加工中心产品将成为新的增长极	19
4.6. 管理方式先进，体系严格，发展灵活	19
4.6.1. 对上游：外协外购成品零部件，轻资产模式适应快速扩产	19
4.6.2. 对下游：以经销为主，减少管理成本提高售后服务	20
4.7. 股权激励凝聚人心，上下齐力共创发展	20
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

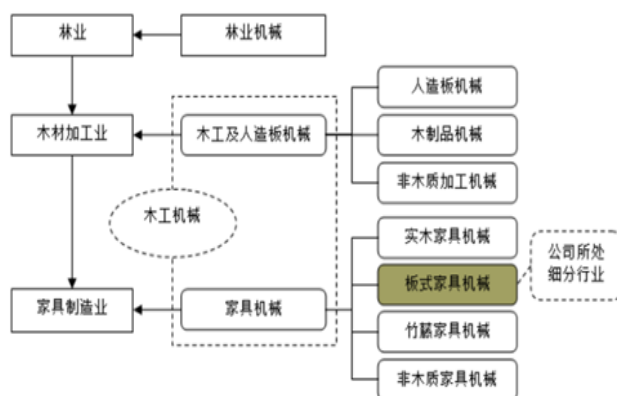
图表 1	公司处于板式家具机械行业	4
图表 2	板式家具机械设备以封边机为核心	4
图表 3	木工机械四大核心设备：封边、裁板、多排钻、数控中心	5
图表 4	2017H1 营收同比+71.0%，进入快速增长通道（亿元）	5
图表 5	业绩与营收保持同步增长态势	6
图表 6	公司毛利率水平持续强劲	6
图表 7	股本集中，实际控制人持股过半	7
图表 8	我国城镇化率稳步提升	8
图表 9	居民人均可支配收入稳健增长	8
图表 10	近期下游定制化家具企业密集上市	9
图表 11	2020 年板式家具市场规模将达到 6800 亿元	9
图表 12	板式家具机械设备企业 2020 年市场规模将达 170 亿元	9
图表 13	主要国外木工机械企业相关板块营收对比（亿欧元）	10
图表 14	税前营业利润对比（百万欧元）	10
图表 15	弘亚营收增速更高	11
图表 16	弘亚业绩增速更强劲	11
图表 17	弘亚封边机毛利率更高	11
图表 18	南兴数控裁板锯毛利率更高	11
图表 19	佛山新马产品多排木工钻床	12
图表 20	房地产投资增速 16 年初触底反弹	13
图表 21	家具收入增速与商品房预计交付相关度高	13
图表 22	消费升级导致家具收入与房产交付增速相悖	14
图表 23	预计商品房交付在 2017-2018 年再现高峰	14
图表 24	家具制造企业资产负债率、利润率持续优化	15
图表 25	家具企业销售地域性明显（橱衣柜行业四大龙头总计）	16
图表 26	橱柜行业集中度低	16
图表 27	衣柜行业集中度不高	16
图表 28	木材机床产品替代效应越发明显（亿美元）	17
图表 29	核心技术产品收入占比高	17
图表 30	2016 年推出多种高技术含量产品	18
图表 31	自动封边机为主打产品	18
图表 32	封边机业务产品线门类齐全	18
图表 33	弘亚封边机毛利率高于同行	19
图表 34	弘亚封边机营收占比过半，持续高增长	19
图表 35	加工中心产品领先	19
图表 36	加工中心营收高增长	19
图表 37	公司销售体系先进	20
图表 38	弘亚存货周转率较优	20
图表 39	弘亚销售费用率较低	20
图表 40	弘亚管理费用率较低	20
图表 41	股权激励计划彰显长期发展信心	21

1. 深耕板式家具机械设备，全力打造行业龙头

1.1. 以封边机为核心的板式家具机械设备

公司所属行业为板式家具机械制造业，为木工机械制造业的细分子行业。板式家具机械制造业的上游包括标准零部件、电气件、机械加工件、金属型材生产等行业，下游主要为家具制造业。板式家具机械作为制造板式家具的专用木工机械设备，其行业发展与终端家具消费市场需求等因素有密切的关系。

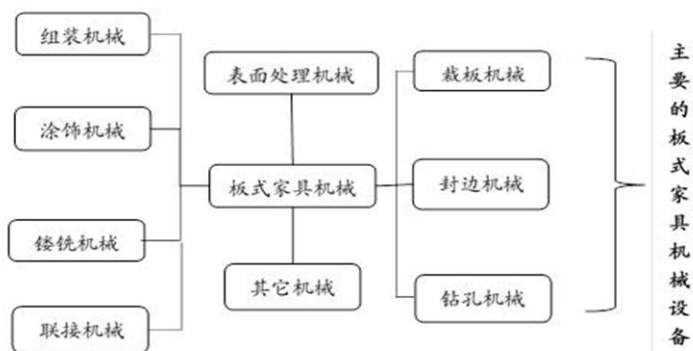
图表1 公司处于板式家具机械行业



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

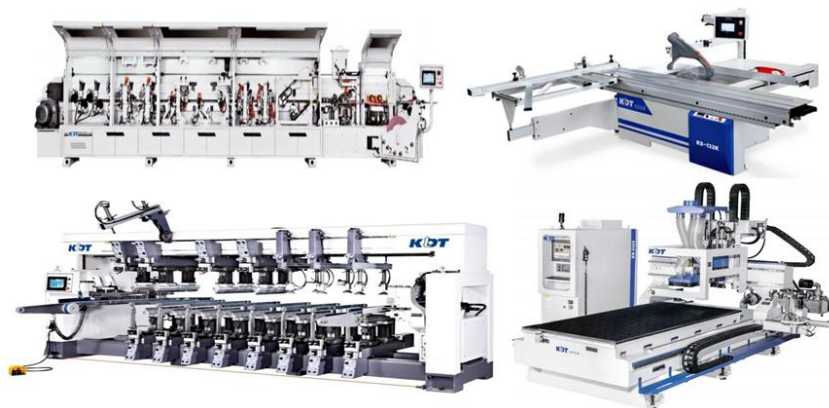
以封边机为核心的板式家具机械设备。板式家具机械设备主要有组装机、涂饰机械、铣削机械以及联接机械，主要的设备有裁板机械、封边机械、钻孔机械等。其中，封边机是板式家具设备的核心部件，是用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备，家具产品的封边质量好坏，直接影响到产品的外观、质量、价格和档次。

图表2 板式家具机械设备以封边机为核心



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表3 木工机械四大核心设备：封边、裁板、多排钻、数控中心



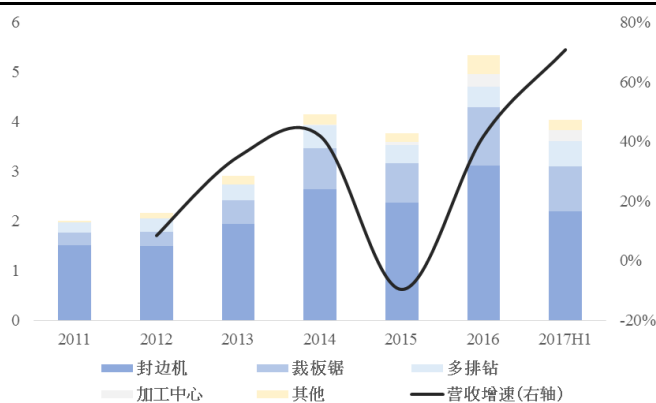
资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 板式家具机械需求旺盛，公司业绩步入快速发展期

板式家具行业的快速发展带来上游机械行业的旺盛需求，公司业绩步入快速发展期。2012-2016年，公司营收复合增速25%，净利润复合增速31%。在此基础上，2017H1，公司实现营收4.05亿元，同比+71.0%，归母净利润1.23亿元，同比+92.2%，超额完成公司一季报时对2017H1归母净利润0.93-1.20亿元的预期。

全线高增长，维持高毛利。公司2017H1毛利率39.2%，同比-0.50pct，依旧维持高位。分产品看，公司主打封边机产品维持49.3%的高毛利率，营收+52.8%，封边机占公司营收54.1%。另两类主要产品裁板锯（占营收23%）与数控钻（占营收12%）收入与毛利率均有较大提升，其中裁板锯营收+78.1%，毛利率28.2%，同比+4.47pct，数控钻营收+155.8%，毛利率24.2%，+4.55pct。此外，加工中心基数低，实现174%的营收同比增长。

图表4 2017H1 营收同比+71.0%，进入快速增长通道（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

三费持续优化，现金流状况良好。2017H1公司三费合计占营收4.99%，较2016H1降低3.65pct，持续优化。其中财务费用率为负主要系本期银行账户利息收入增加所致，管理费用率同比-3.10pct主要系土地使用税、

房产税等科目调整至"税金及附加"项目列示所致。此外，公司现金流状况良好，经营活动产生现金流量净额 1.52 亿元，同比+63%，预收账款 0.42 亿，同比+205%，表明订单量充足，应收账款 0.22 亿，占资产总比 2.21%，同比-1.87pct，应收周转加快说明下游需求旺盛。闲置房产账面价值划分为持有待售的资产导致固定资产较年初-38.8%。总体而言，公司三费持续改善，现金流状况良好。

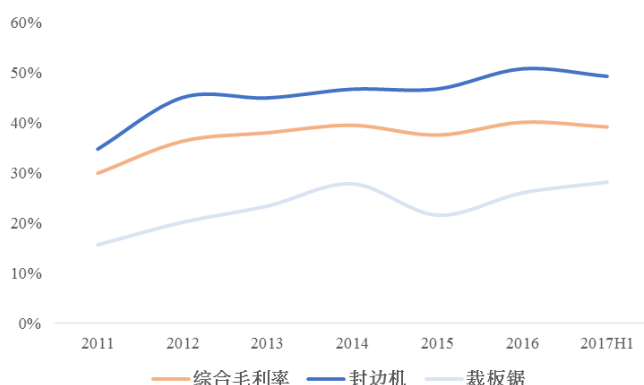
图表5 业绩与营收保持同步增长态势



资料来源：wind，东吴证券研究所

需要指出的是，公司 2015 年营收、业绩双降，既有行业由成品家具转向定制家具的转型期影响，也有受土耳其、俄罗斯等地政治环境影响，出口下降了 3000 万元所致。

图表6 公司毛利率水平持续强劲

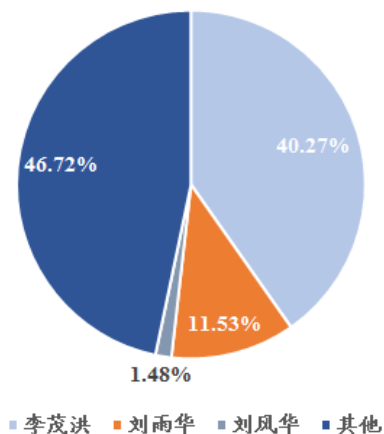


资料来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 股本集中，实际控制人持过半股份

弘亚数控第一大股东为公司董事长、总经理李茂洪先生，持有公司 41%股份，与刘雨华和刘风华三人为一致行动人，系公司的实际控制人，共持有公司 54%股份。

图表7 股本集中，实际控制人持股过半



资料来源：公司 2017 半年报，东吴证券研究所

董事长本行出身，行业技术领袖。李茂洪先生深耕木工专业，全力投入板式家具机械设备行业，曾获多项荣誉，是该领域当之无愧的技术型专家。2014 年李茂洪先生被广东省科技厅等多部门联合评定为“2014 年‘广东特支计划’科技创业领军人才”；2015 年 12 月入选高层次创新创业人才“成都人才计划”，被中共成都市委组织部、成都市人力资源和社会保障局评定为“成都市特聘专家”；2016 年 5 月入选科技部创新人才推进计划“科技创新创业人才”。

2. 定制化需求强劲，预计 2020 年板式家具机械需求将达 170 亿元

家具行业总产值 2016 年突破 8500 亿元，与公司相关的板式家具市场规模约 4000 亿元。以定制家具 30% 年增速，传统成品家具以年均 5% 进行测算，预计 2020 年，板式家具市场规模将达到 6800 亿元，年复合增速达到 14.3%。板式家具机械需求主要分两部分：存量市场的更新需求：以平均 5 年为更新换代周期；增量市场的扩容需求：按照每年新增增速，乘以 0.08（每百亿元产品需要采购 8 亿元设备）。据此测算，2020 年，更新+新增将为板式家具机械设备企业带来 170 亿元的市场需求。公司目前处于全球第二梯队领军企业，2017H1 收入规模 4 亿元，具有较大发展空间。

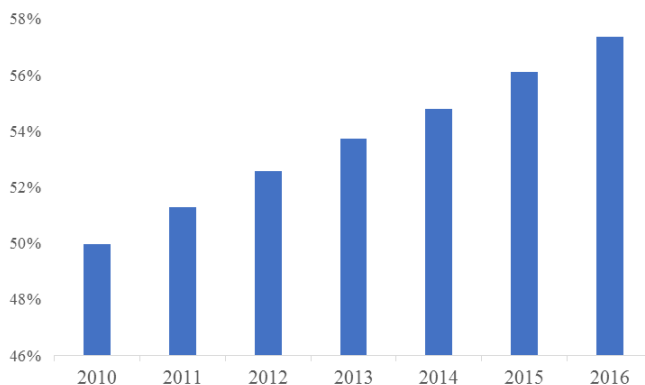
2.1. 板式家具市场规模逾 4000 亿元

家具行业总产值 2016 年突破 8500 亿元。而家具行业中的木制家具产值预计突破 5500 亿元，而木制家具分为板式家具和实木家具，板式家具已经贡献主要产值，预计板式家具产值约 4000 亿元。而板式家具又分为成品家具和定制家具，目前定制化率不足 30%，定制家具目前约有 1200 亿元市场规模。

2.2. 消费升级，定制化将带来行业年均 14% 以上增速

随着中国城镇化率的不断提高，房地产行业蓬勃发展，不断的人口涌向城市，与之带动的，还有水涨船高的房屋价格。被推高的房屋价格，造成了对房屋空间利用率的高要求。与此同时，城镇居民可支配收入逐渐增厚，顺理成章地带来了消费升级，从而推动了板式家具，尤其是标准化向定制化家具发展的趋势。

图表8 我国城镇化率稳步提升



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表9 居民人均可支配收入稳健增长



资料来源：wind，东吴证券研究所

近期下游定制化家具企业密集上市，如欧派家居、金牌橱柜等，募集资金的流向也无疑是发展其定制化家具。上市公司通过扩充产能、抢占市场率，以定制化代替标准化，也刺激了相关设备行业的快速发展。定制化家具的如日方升，对板式家具机械设备技术提出了更高的要求，也自然而然的带动了上游板式家具机械行业的发展壮大。

图表10 近期下游定制化家具企业密集上市

公司名称	主营业务	上市时间
尚品宅配	定制化家居	2017年3月7日
欧派家居	定制化家居	2017年3月28日
金牌橱柜	定制化橱柜	2017年5月12日
志邦股份	定制化橱柜	2017年6月20日
顶固集创	定制化家居	已通过申请，近期上市

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

以定制家具 30%年增速，传统成品家具以年均 5%进行测算，预计 2020 年，板式家具市场规模将达到 6800 亿元，年复合增速达到 14.3%。

图表11 2020 年板式家具市场规模将达到 6800 亿元

年份	总规模	成品	定制	市场规模增速
2016	4000	2800	1200	
2017	4500	2940	1560	12.5%
2018	5115	3087	2028	13.7%
2019	5878	3241	2636	14.9%
2020	6831	3403	3427	16.2%

资料来源：wind，东吴证券研究所

2.3. 板式家具机械设备企业 2020 年市场规模将突破 170 亿元

2016 年，板式家具产值突破 4000 亿元。对于板式家具制造商，百亿年产值需要采购约 8 亿板式家具机械设备。由此，我们测算板式家具机械市场存量市场约 320 亿元。

根据上一小结测算，我们认为板式家具将保持年均 14%以上的增速。则板式家具机械的需求分为两个方面：

存量市场的更新需求：以平均 5 年为更新换代周期；

增量市场的扩容需求：按照上节测算出的每年新增增速，乘以 0.08（根据草根调研得到的信息，每百亿元产品约需要采购 8 亿元设备）。

根据模型测算，2020 年，更新需求+新增需求将为板式家具机械设备企业带来 170 亿元的市场。

图表12 板式家具机械设备企业 2020 年市场规模将达 170 亿元

年份	总规模	原有市场规模	新增市场规模	更新设备需求	新增设备需求	设备总需求
2016	4000					
2017	4500	4000	500	64	40	104
2018	5115	4500	615	72	49	121
2019	5878	5115	763	82	61	143
2020	6831	5878	953	94	76	170

资料来源：wind，东吴证券研究所

3. 行业格局：国际龙头仍占主导

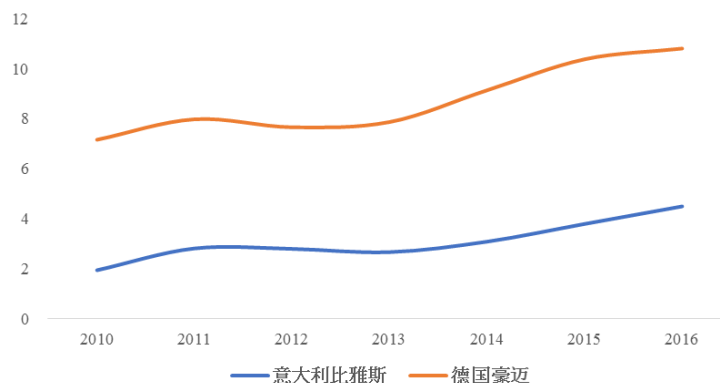
板式家具机械行业各公司由于进入成立时间、研发水平等因素，在设备技术、软体自动化及产品品牌等方面有一定差别。从而占据了行业中不同的市场地位，构成了一个行业竞争格局金字塔。金字塔不同位置的公司由于面对的目标客户群体不同，面临的直接竞争也较少。

3.1. 国外木工机械知名品牌处于行业金字塔顶端

国外木工机械知名品牌主要有德国豪迈集团、意大利比雅斯、意大利 SCM 等。其中，德国豪迈营收规模大，意大利比亚斯、SCM 收入规模较小，但技术实力同样出色，这几家木工机械公司同处于行业金字塔顶端。

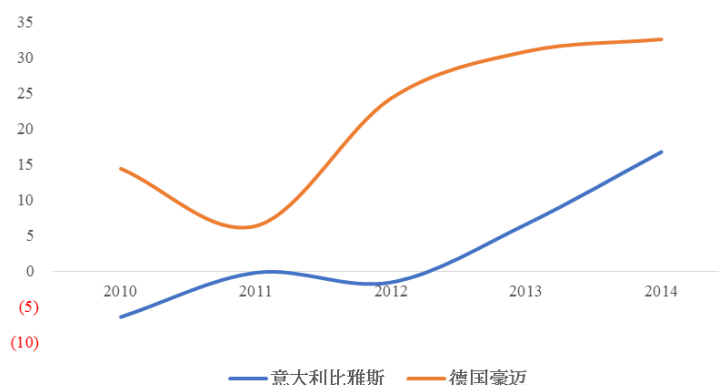
值得注意的是，虽然德、意公司营收规模较大，但由于注重研发、重资产运营等原因，其盈利能力通常较为一般。

图表13 主要国外木工机械企业相关板块营收对比（亿欧元）



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图表14 税前营业利润对比（百万欧元）



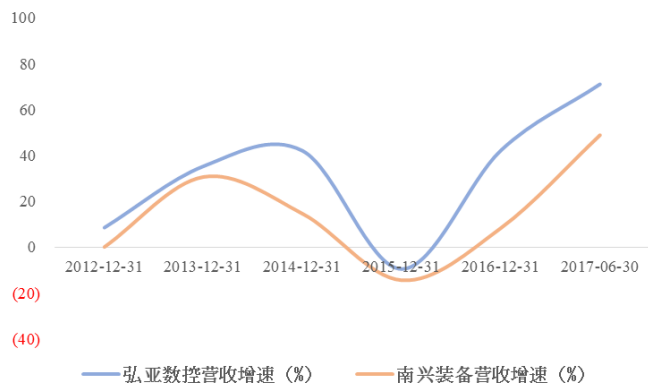
资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3.2. 国内板式家具机械上市公司处于行业金字塔中端

国内上市公司：弘亚数控与南兴装备均处于行业金字塔中部。受下游快速增长影响，两家企业收入、业绩均快速发展。弘亚数控 2011-2016

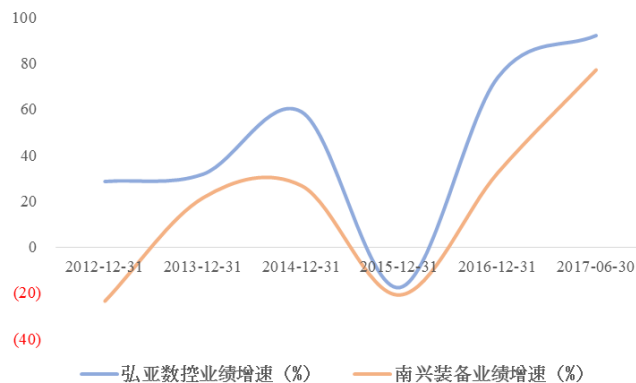
年年均营收复合增速+22%，2017H1 同比+71%。业绩年均复合增速 31%，2017H1 同比更是达到 92%。南兴装备 2011-2016 年年均营收复合增速+6%，2017H1 同比+49%。业绩年均复合增速 4%，2017H1 同比更是达到 77%。可以看到，在这两家公司的对比中，弘亚数控营收、业绩增速更强。

图表15 弘亚营收增速更高



资料来源：wind，东吴证券研究所

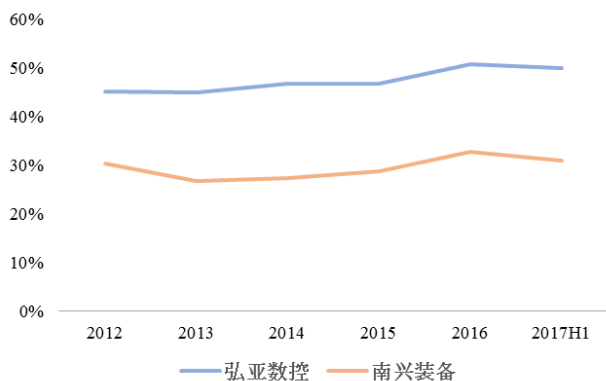
图表16 弘亚业绩增速更强劲



资料来源：wind，东吴证券研究所

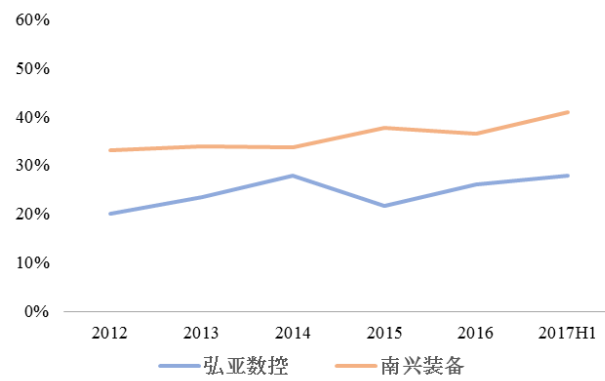
主打产品享更高盈利能力。弘亚数控与南兴装备主要产品与国内外同类产品相比，在用途上差异不大，而其分别的主打产品，即**南兴装备的数控裁板锯**、**弘亚数控的封边机**，不仅营收较高，而且享有较高的毛利率，盈利能力更强。

图表17 弘亚封边机毛利率更高



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表18 南兴数控裁板锯毛利率更高



资料来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 大量中小型板式家具机械公司处于行业金字塔底端

国内大部分板式家具机械生产企业规模较小，没有真正的研发能力，所生产的设备多为中低端产品。但在这样一个行业金字塔中，越往低端，所目标的客户群及市场规模也是最为广阔的。仍有中小型板式家具机械公司占据一定的市场份额，如佛山新马、青岛永强、东莞华力等。随着市占率的提高、研发能力的积累，很多企业仍有杀出重围的机会。

图表19 佛山新马产品多排木工钻床



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 高景气度行业结合优秀公司，成长具备较高持续性与确定性

我们与市场差异的观点：

- 1、消费升级将平滑房地产周期波动影响，成长持续性较强；
- 2、公司市占率将持续提升，成长确定性较强。

此外，公司进口替代效应明显，出口规模不断上升；聚焦产品研发，核心技术众多；封边机产品畅销，加工中心将成新的增长点；管理方式先进，体系严格，发展灵活；股权激励凝聚人心，上下齐力共创发展。公司成长具备较高持续性与确定性。

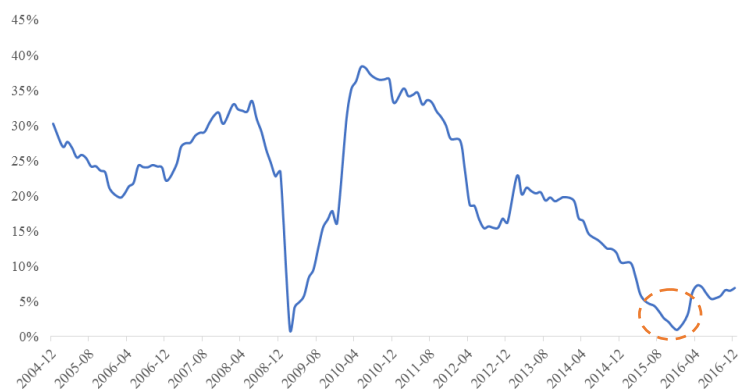
4.1. 消费升级将平滑房地产周期波动影响，成长持续性较强

木工家具设备行业服务于木工家具，而木工家具与房地产业发展息息相关，因此，在当前房地产业发展较为平缓的状态下，市场上对木工家具设备行业能否持续保持高增长颇有争议。但我们看好家具设备行业，原因有两点，1：2016 年房地产投资触底反弹，木工家具设备下游需求也将企稳；2：消费升级驱动家具制造收入平滑房地产投资周期的影响。

4.1.1. 房地产投资触底反弹，木工家具设备行业的下游需求企稳

房地产投资触底反弹，木工家具设备行业的下游需求企稳。2015 年受中央政府提的去库存政策，房地产投资跌入底部。但 2016 年初房地产投资开始触底反弹，全年投资 10.26 万亿元，同比+6.9%。房地产投资对应于木工家具需求影响一般在 2-3 年以上，随着需求企稳，上游木工家具设备行业也终将受益。

图表20 房地产投资增速 16 年初触底反弹



资料来源：wind，东吴证券研究所

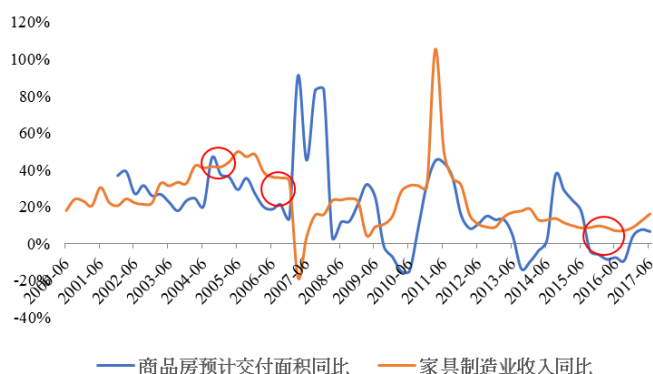
4.1.2. 消费升级带动家具制造收入将平滑地产周期的影响

我们认为 2016 年的消费升级将平滑房地产周期的影响，家具行业收入增长超预期。

首先，家具的需求与商品房的销售密切相关，且滞后商品房销售。因为商品房由销售至装修，一般需要 1~2 年时间。我们以 18 个月为平均滞后期，将商品房预计交付面积同比与家具制造业收入同比进行对比，可以发现，二者在大部分时间都具有同向的涨跌幅，但是在以下几个时间段，两者的走势是相反的：

- 1、2005-2007 年：2005-06 年地产预计交付增速较低，家具收入增速高，2007 年地产预计交付快速增长，家具收入增速降低。
- 2、2015 年至今：地产预计交付增速为负，家具收入增速仍保持稳健，2016 年底以来，地产预计交付增速由负转正，家具收入增速继续提升。

图表21 家具收入增速与商品房预计交付相关度高

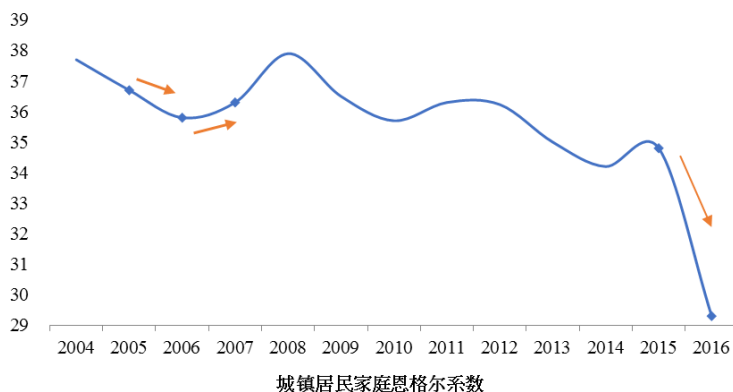


资料来源：wind，东吴证券研究所

我们认为，家具企业收入的基础是房地产的销售，但是，还有一个重要因素也同样影响家具的销售，那就是居民的消费情况。即使房地产销量较为一般，但如果当年居民对于消费的需求提升，则会平滑地产波动影响。同样，即使在地产较为景气的年份，如果居民消费需求较弱，

则也会对家具销量造成影响。我们以历年国内城镇恩格尔系数来反映消费需求，当恩格尔系数下降，表明消费需求提升；当恩格尔系数反弹，表明消费需求减弱，当然，恩格尔系数变化程度反映需求变化的强度。

图表22 消费升级导致家具收入与房产交付增速相悖



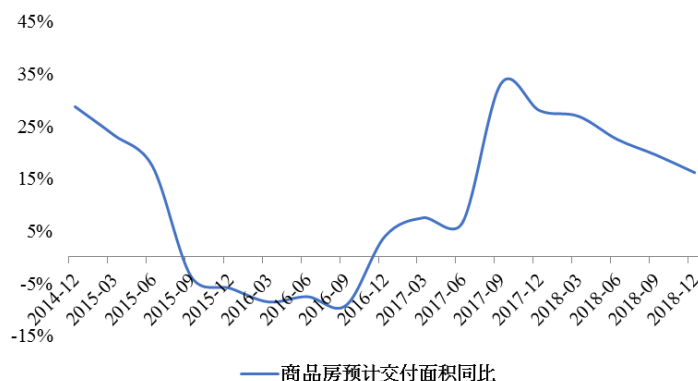
资料来源：wind，东吴证券研究所

1: 2005-06 年，消费升级，恩格尔系数下降，家具收入增速明显。2007 年，恩格尔系数大幅上调，消费升级受阻，在地产交付高增速情况下，家具收入增速较低。

2: 2015 年以来，消费升级加速，其中，2016 年城镇居民恩格尔系数为 29.3，较上一年下降 5.50，创最大降幅。家具收入增速一直强于地产交付增速。

此外，由于地产销售至交付约 18 月周期，因此，我们可以推测，至 2018 年底，房地产交付增速将保持高增长状态，而叠加消费升级，预计 2018 年家具行业增速仍将保持较高水平。此外，随着居民可支配收入逐渐提高、城镇化率提升，我们认为恩格尔系数将长期保持下降态势，并维持在低位水平，与房地产交付增速合力实现家具需求快速发展。

图表23 预计商品房交付在 2017-2018 年再现高峰



资料来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 公司市占率将持续提升，成长确定性较强。

目前公司主要供货给二三线木工家具企业，我们认为公司市占率将持续提升：

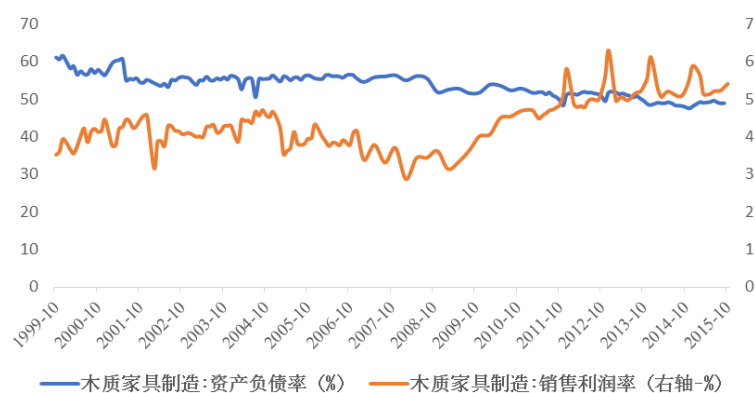
1: 公司已经逐渐向一线厂商渗透。公司已经稳定供货给好莱客等一线木工企业，并少量供货给欧派、索菲亚封边机产品。随着德国豪迈等一线木工家具机械企业排产压力增加，弘亚进入一线木工企业产线概率大；

2: 二三线家具厂商市占率中长期保持稳定，而公司在二三线家具企业市占率将提升，带来公司整体市占率提升。

对此判断，我们基于三点原因：1）家具行业将长期保持高景气度，因此，将长期保持高分散性；2）家具企业销售具有地域性，很难形成全国全范围覆盖；3）龙头公司市占率低，很难形成垄断格局。

行业中长期将保持高景气度，高分散性。据前瞻产业研究院报告，2016 年我国整体橱柜行业的市场规模达到 909 亿元。2009 年以来，木制家具企业资产负债率持续改善，销售利润率波动上升。目前业内企业盈利能力、负债状况均处于历史最好水平，龙头企业平均增速高达 30%。因此，中小型企业生存状态良好，被并购意愿弱，行业将长期保持高分散性。

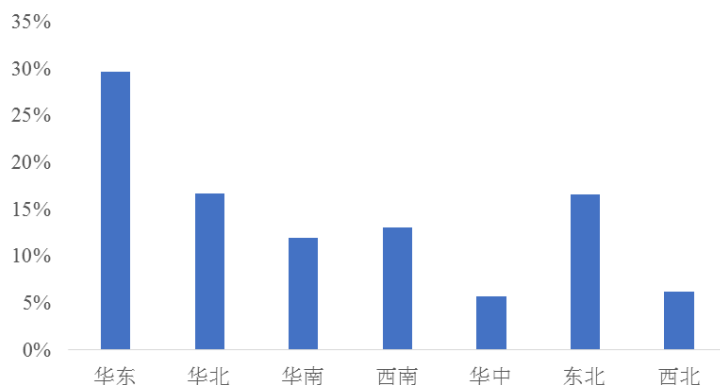
图表24 家具制造企业资产负债率、利润率持续优化



资料来源：wind，东吴证券研究所

家具企业销售具有地域性，跨区域扩张有局限性。华东与华南地区家具需求较为集中，因此这些地区诞生索菲亚、欧派、志邦橱柜和金牌厨柜等龙头公司，但也说明家具市场区域分化明显，受生活习惯等原因影响，家具公司扩张有局限性。

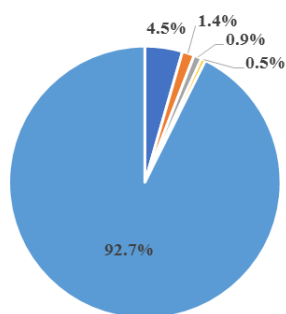
图表25 家具企业销售地域性明显（橱衣柜行业四大龙头总计）



资料来源：wind，东吴证券研究所

龙头公司市占率低，很难形成垄断格局。橱柜市场分散性高，据东吴轻工组统计，2016 年行业龙头欧派橱柜在定制橱柜市场约占 4.46%，前四大品牌在定制橱柜合计市场份额约为 7.35%，集中度低。衣柜行业四大品牌索菲亚、好莱客、顶固集创市场份额分别为 7.8%、2.68%、0.77%，总计市场占有率约为 14.86%，市占率同样较低。目前家具行业保持高景气度，必然导致企业自身发展优于并购重组。因此，行业中长期将保持高分散性。

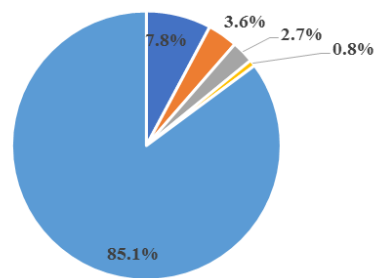
图表26 橱柜行业集中度低



■ 欧派橱柜 ■ 志邦橱柜 ■ 金牌橱柜 ■ 皮阿诺 ■ 其他企业

资料来源：wind，东吴证券研究所

图表27 衣柜行业集中度不高



■ 索菲亚 ■ 欧派衣柜 ■ 好莱客 ■ 顶固集创 ■ 其他企业

资料来源：wind，东吴证券研究所

4.3. 进口替代效应明显，出口规模不断上升

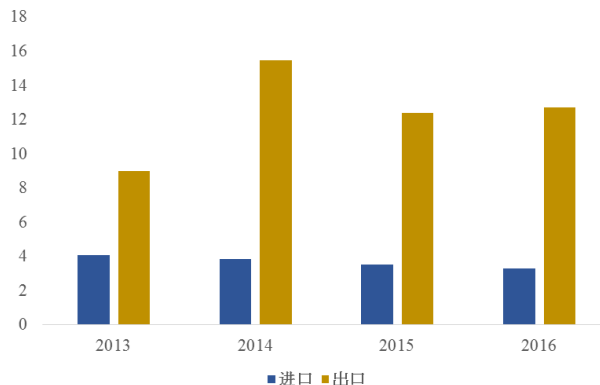
以弘亚数控为代表的企业产品性价比高，进口替代效应和出口竞争力明显，出口规模不断上升。

以弘亚数控为代表的企业产品技术有了明显的进步，尤其是在中高端产品在加工精度、产品结构性能等方面已与国际品牌相差不大，但价格优势明显，出口市场竞争力较强。

国内板式家具机械设备的性能品质不断提升，正渐渐压缩进口设备在国内的市场份额。在市场规模总体增加的情况下，国内对木工机械设备的进口绝对额却在逐年下降，进口替代效应明显。

另外，据中国海关信息网数据显示，2016 年木材、软木等材料的加工机床进口金额同比下降 8.33%，但出口金额却达到了 12.71 亿美元，同比上升 2.5%。

图表28 木材机床产品替代效应越发明显（亿美元）



备注：数据取自海关代码为 8465 的木材、软木等材料加工机床的海关进出口数据。

资料来源：公司公告，中国海关信息网，东吴证券研究所

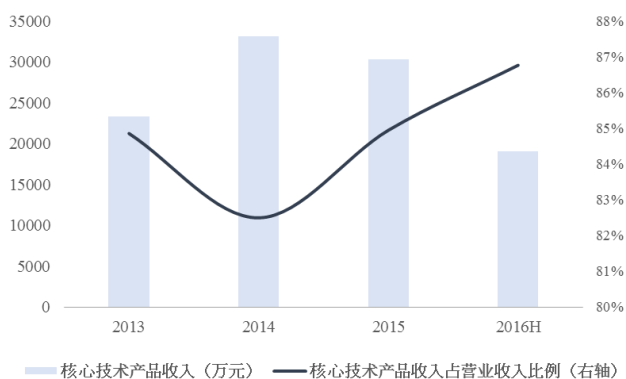
4.4. 聚焦产品研发，核心技术众多

技术研发投入持续处于高位。公司一直以来都十分重视新产品和新技术的开发与创新工作，研发投入占营业收入的比例保持较高水平，2016 年度研发投入位 2896 万元，占营业收入比例的 5.4%。

重视技术团队建设。公司设立有研发中心，由公司总经理直接领导，全面负责公司研发工作。研发中心下设机械研发中心、数控研发中心和应用部三个专业部门，体系较为完善，有利于公司进行产品研发、人员管理和质量控制。

公司目前拥有自主研发的 9 项核心技术，其中 6 项已处于大批量生产阶段。主要产品技术性能指标均已达到国内领先水平，部分指标达到了国际领先水平。最近 3 年，公司核心技术产品收入均占营业收入 80% 以上。

图表29 核心技术产品收入占比高



资料来源：公司年报整理，东吴证券研究所

技术成果斐然。2016 年公司立项并实行研发项目 7 项，并向市场推出数控钻孔中心、数控水平钻、自动贴标机等新产品，丰富了公司高端数控装备产品结构，满足客户多层次需求。

图表30 2016 年推出多种高技术含量产品

产品名称	功能
控钻孔中心	高柔性化数控加工设备，适用于各类人造板材、实木板材、半实木板材的水平垂直钻孔、拉槽、切角、铣圆、铣弧
数控水平钻	用于各类人造板材、实木板材、半实木板材的水平钻孔经济简易型加工设备，可与多种拆单软件完美对接，扫码即可识别板件加工信息，实现快速加工
自动贴标机	适用于各类人造板材上料、贴标的加工应用，可与加工中心和自动上下料配套成自动化生产线

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

4.5. 封边机产品畅销，加工中心将成新的增长点

4.5.1. 封边机是公司主打产品，16 年产品毛利率突破 50%

封边机是指用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备，是人造板家具生产过程中对板材进行加工处理的关键设备。公司自成立以来就以封边机为主打产品，2017H1，公司封边机产品维持 49.3% 的高毛利率，占公司营收 54.1%。公司在封边机产品领域拥有比较先进的技术，主导起草了我国直线封边机国家林业行业标准，产品技术性能优良，品质高，品牌市场影响力较大。

图表31 自动封边机为主打产品



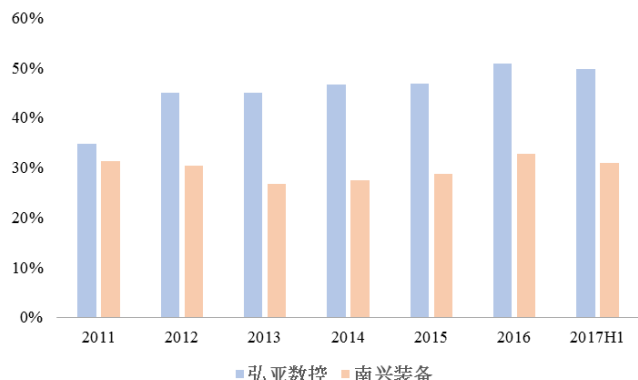
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表32 封边机业务产品线门类齐全

产品名称	特点
自动封边机	公司封边机的基础机型，技术成熟稳定，型号众多，客户群广，销量大，市场销售数量稳步增长
高速封边机	公司在国内率先推出的创新机型，主要应用了高速齐头机构、高速跟踪机构、快速熔胶等公司自主研发技术
双端封边机	公司在国内率先推出的可实现木板双端同步封边的创新机型，确保两台封边机的高精度自动同步定位
半自动封边机	销售稳步增长，主要在于该类产品价格优势明显，具有稳定的目标客户群

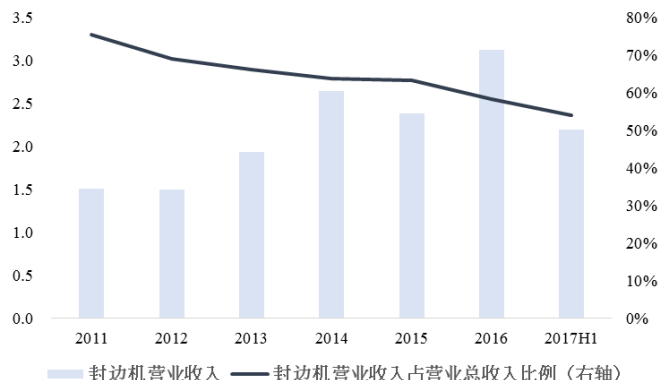
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表33 弘亚封边机毛利率高于同行



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表34 弘亚封边机营收占比过半, 持续高增长



资料来源: wind, 东吴证券研究所

4.5.2. 加工中心产品将成为新的增长极

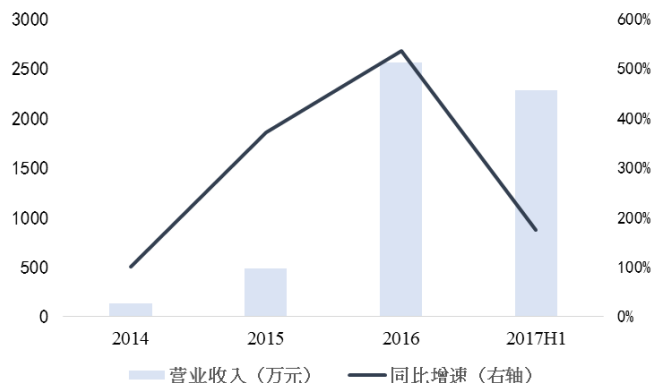
加工中心产品于 2014 年开始推向市场, 受益于下游定制家具行业的发展, 业务发展迅速, 2016 年度营业收入达 2556 万元, 同比增速 535%。加工中心是用于木材工件的柔性加工设备, 通过与家具设计 CAD/CAM 软件技术的结合, 自动完成镗铣、钻孔、异型切割、开槽开榫等多种加工功能, 可广泛用于套房家具、衣柜、橱柜、办公家具、酒店家具和门类产品的高效灵活加工。

图表35 加工中心产品领先



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表36 加工中心营收高增长



资料来源: wind, 东吴证券研究所

4.6. 管理方式先进, 体系严格, 发展灵活

4.6.1. 对上游: 外协外购成品零部件, 轻资产模式适应快速扩产

公司的原材料采购以成品零部件为主, 采购方式有外购、外协两种方式。对于产品组装所需的标准零部件, 公司主要根据生产和备货需要向供应商或从市场直接采购; 对于产品组装所需的非标准零部件, 除公司控股子公司生产部分封边机机架外, 公司主要通过外协加工的方式进行采购。公司负责非标准零部件的技术研发和图纸设计并提供开模, 而

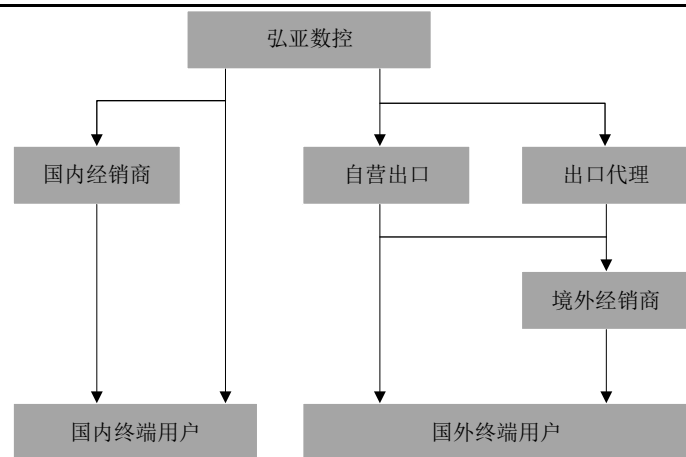
将加工环节委托外协供应商完成，以充分借助珠江三角洲地区的机加工优势，降低产品的制造成本。为保障公司外协零部件的加工质量和技术保密，公司与主要的外协供应商签订了框架性供货合同，建立了稳定的合作关系以便进行管理。

4.6.2. 对下游：以经销为主，减少管理成本提高售后服务

公司产品销售以经销模式为主，售后服务质量和控制管理成本能力出众。公司经销渠道的收入约占主营业务收入的 90%。以经销商体系为基础，公司可将销售力量主要投入到经销商体系的建设和维护，充分利用了专业经销商的客户资源、售后服务能力和服务及时性优势，实现提高售后服务质量和控制销售费用的两方面目标。

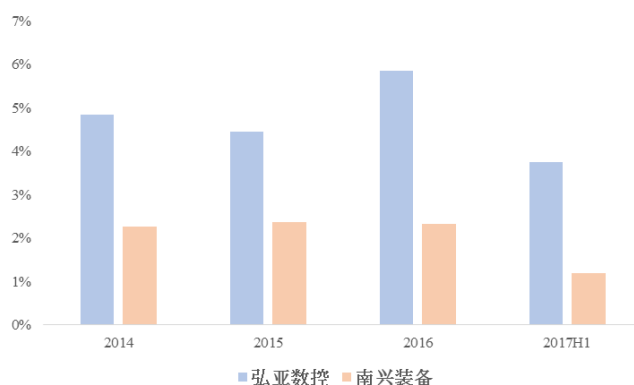
另外，与采用的经销+直销的销售方式的国内主要竞争南兴装备对比中可看出，2017 年 Q1 公司存货周转率为 2，远高于同行平均水平，而销售费用率为 1.3%、管理费用率为 4%，同行中费用控制能力出众。

图表37 公司销售体系先进



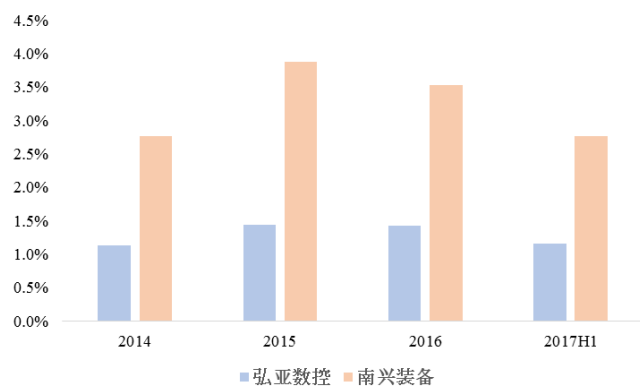
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表38 弘亚存货周转率较优



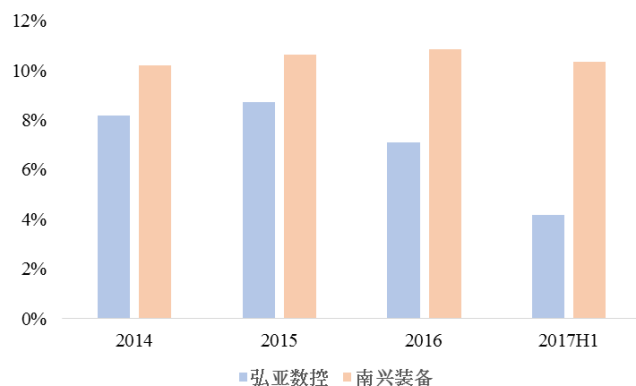
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表39 弘亚销售费用率较低



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表40 弘亚管理费用率较低



资料来源：wind，东吴证券研究所

4.7. 股权激励凝聚人心，上下齐力共创发展

2017年3月6日公司公告限制性股权激励计划草案，本次计划拟向包括符合公司（含子公司）任职资格的董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术（业务）人员（共112人）授予限制性股票数量为200万股，约占公司股本总额13,336万股的1.5%。其中首次授予190.80万股，占公司股本总额13,336万股的1.43%；预留9.20万股，占公司股本总额13,336.00万股的0.07%，预留部分占本次授予权益总额的4.60%。解锁条件为2017-2019年净利润较2014-2016年三年净利润均值分别增长35%、50%和65%，即2018年和2019年相对上一年度增长11%和10%。本次计划的目的是吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

图表41 股权激励计划彰显长期发展信心

解除限售期	解除限售条件	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	以2014-2016年净利润均值为基数，2017年净利润增长率不低于35%	自预留授予日起12个月后的首个交易日起至预留授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	以2014-2016年净利润均值为基数，2018年净利润增长率不低于50%	自预留授予日起24个月后的首个交易日起至预留授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	以2014-2016年净利润均值为基数，2019年净利润增长率不低于65%	自预留授予日起36个月后的首个交易日起至预留授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司作为国内板式家具机械行业科技创新型代表企业，在技术、产品与管理三个方面都有出众表现，在此基础上，公司通过上市募资扩产，对核心技术人员发行限制性股票等方式进行激励。在消费升级、定制化快速发展的大背景下，公司所处行业将长期保持高景气度，预计公司2017-2019年EPS 1.80、2.49、3.29元，对应PE 31、23、17X，基于对公司中长期发展的坚定看好，目标价给以2018年30倍PE，6-12月目标价75元，维持“买入”评级。

6. 风险提示

1、新技术、新设备研发进度不及预期。

公司一直重视核心技术研发，每年都投入大量的研发费用用于新技术、新设备，但若研发项目失败或不及预期，将会对公司业绩造成一定影响。

2、行业竞争压力加剧。

目前国内同行业企业数量较多而大多数企业规模较小、主要产品技术整体水平不高，但仍有少数国内企业通过积累或引进技术，在某些产品领域已具备了与公司相当的技术研发能力，公司仍面临着国内同行业企业的激烈竞争压力。

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	538.0	716.2	994.8	1388.4	营业收入	534.1	862.8	1166.9	1518.4
现金	347.7	542.1	766.3	1093.1	营业成本	319.8	525.5	704.8	909.8
应收款项	24.6	43.4	59.5	74.6	营业税金及附加	6.9	8.7	12.6	17.2
存货	64.0	110.9	142.2	185.9	营业费用	7.6	11.6	14.2	18.5
其他	101.7	19.8	26.8	34.9	管理费用	38.8	34.2	44.8	57.2
非流动资产	291.2	330.2	339.2	342.0	财务费用	-0.1	-6.7	-9.8	-13.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	15.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	212.8	255.0	266.8	272.1	其他	0.6	-5.9	-7.2	-8.5
无形资产	31.4	28.3	25.4	22.9	营业利润	177.3	283.6	393.1	521.2
其他	47.0	47.0	47.0	47.0	营业外净收支	4.6	3.0	3.0	3.0
资产总计	829.2	1046.5	1334.0	1730.5	利润总额	181.8	286.6	396.1	524.2
流动负债	95.2	130.8	168.7	235.0	所得税费用	25.7	43.0	59.4	78.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	1.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	30.3	53.7	69.3	89.5	归属母公司净利润	155.1	243.6	336.6	445.5
其他	64.9	77.1	99.4	145.5	EBIT	161.8	285.9	393.2	518.2
非流动负债	9.1	8.0	5.1	1.1	EBITDA	174.5	313.7	426.8	556.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	9.1	8.0	5.1	1.1	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	104.2	138.8	173.8	236.1	每股收益(元)	1.16	1.80	2.49	3.29
少数股东权益	18.8	18.8	18.8	18.8	每股净资产(元)	5.30	6.57	8.44	10.91
归属母公司股东权益	706.2	888.9	1141.3	1475.5	发行在外股份(百万股)	133.4	135.2	135.2	135.2
负债和股东权益总计	829.2	1046.5	1334.0	1730.5	ROIC(%)	25.9%	39.5%	62.6%	74.2%
					ROE(%)	22.0%	27.4%	29.5%	30.2%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	38.8%	39.1%	39.6%	40.1%
经营活动现金流	159.3	331.0	360.9	490.3	EBIT Margin(%)	30.3%	33.1%	33.7%	34.1%
投资活动现金流	8.9	-75.6	-52.5	-52.1	销售净利率(%)	29.0%	28.2%	28.8%	29.3%
筹资活动现金流	229.2	-60.9	-84.2	-111.4	资产负债率(%)	12.6%	13.3%	13.0%	13.6%
现金净增加额	397.7	194.4	224.2	326.8	收入增长率(%)	42.1%	61.5%	35.2%	30.1%
企业自由现金流	92.6	245.8	296.0	422.1	净利润增长率(%)	74%	57%	38%	32%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>