

自身成长叠加周期复苏，木工家具设备领军企业再起航

投资要点

- **板式定制家具设备领军企业，16-19年收入CAGR达+34.9%。**公司主营板式定制家具加工设备，下游客户包括索菲亚、皮阿诺、尚品宅配等大型家具生产商，客户覆盖国内外40多个国家。公司注重研发，产品性能和更新速度获得市场高度认可。2019年公司收入达13.1亿元，同比+9.8%，归母净利润达3.0亿元，同比+12.6%，在下游周期下行的18、19年，公司仍然保持收入、业绩的正增长，19年公司毛利率36.1%，净利率23.4%。分产品看，19年公司各项产品收入占比分别为封边机（41.6%）、加工中心（19.4%）、多排钻（19.4%）、裁板锯（15.0%），封边机毛利率49.6%，为公司主要盈利贡献点。
- **竣工数据回暖提升家具行业景气度，“精装修”政策提高本土设备公司市占率。**家具行业与加工设备行业营收波动一般同步于竣工面积，滞后于商品房销售面积。17年以来，期房销售大于现房销售，前期开工期房自19年下半年开始迎来交付集中期，竣工面积19年12月同比+2.6%，时隔3年重新转正，随着国内疫情有效控制，竣工面积预计还将持续复苏，带动下行业景气度同步回升。另一方面，随着各地“精装修”政策落地，19年国内精装修渗透率达32%，相比一线城市（精装修渗透率86%），二线（50%）、三线（8%）地区仍存在较大的提升空间，且“精装修”政策带动定制家具订单批量化，对应价格敏感的中端家具市场，有利于性价比高的本土设备厂商提升市占率。**根据我们测算，2020年国内定制家具设备市场空间达151亿元，而国产厂商占比有望持续提升。**
- **高端设备与零部件自产驱动品质提升，扩产保障未来成长。**木工设备行业经历两年的平稳期，公司持续深耕主业。产品品质方面，公司通过子公司玛斯特智能国产化意大利Masterwood技术，打造高端设备生产项目；通过收购丹齿精工、亚冠精密，提升核心零部件研发能力，驱动产品品质提升。此外，公司积极扩产，通过购买土地、并购等方式获取优质土地、厂房，并拟通过发行可转债进一步提升产能，保障未来三年快速成长。
- **盈利预测与投资建议。**公司产能持续扩张、产品品质升级、产业链管理降本增效，在地产竣工回暖带动下下游行业复苏、“精装修”政策提升本土设备厂商市长率背景下，预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.3、4.6、6.1亿元，给予公司2021年20倍PE估值，目标价42元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产竣工走弱；“精装修”政策不及预期；汇率波动风险。

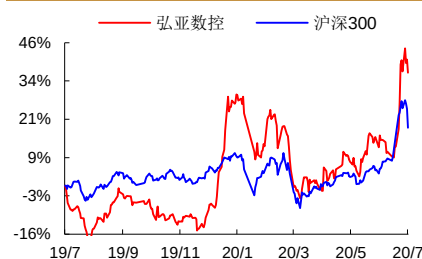
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1311.01	1471.19	1904.31	2408.05
增长率	9.76%	12.22%	29.44%	26.45%
归属母公司净利润（百万元）	304.36	328.59	459.45	614.00
增长率	12.56%	7.96%	39.82%	33.64%
每股收益EPS（元）	1.41	1.52	2.12	2.84
净资产收益率ROE	21.00%	19.13%	21.44%	22.66%
PE	22	21	15	11
PB	4.62	3.97	3.18	2.51

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
 执业证号：S1250520030001
 电话：021-58352138
 邮箱：nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	1.23
52周内股价区间(元)	24.44-47.08
总市值(亿元)	67.49
总资产(亿元)	19.73
每股净资产(元)	11.07

相关研究

目 录

1 板式定制家具设备领军企业，营收稳健增长，业绩穿越周期	1
1.1 深耕板式家具机械设备，产品布局多元化	1
1.2 高研发夯实产品技术，铸就品牌优势，产品远销国内外大型家具厂商	2
1.3 近三年营收 CAGR 达 34.9%，盈利能力稳定，经营现金流充沛	3
2 竣工复苏提升下游景气度，“精装修”政策提高本土设备商市占率	6
2.1 期房集中交付，地产竣工数据回暖，行业景气度回升	6
2.2 “精装修”政策红利向二三线城市渗透，中端市场需求提高本土设备厂商市占率	8
2.3 2020 年板式家具设备市场规模约为 151 亿元，封边机市场规模将达 30 亿元	11
3 发行可转债加码高端产品+核心零部件自产能力，扩产保障公司持续成长	12
3.1 产能：购买土地+收购亚冠精密获取厂房资源，保障未来成长空间	13
3.2 产品：新产品获得市场高度认可，高端智能设备项目开拓未来空间	13
3.3 零件：产业链管理收购上游公司，核心零部件自产降本增效	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司深耕板式家具设备行业十余年	1
图 2: 公司产品覆盖多品类家居设备	2
图 3: 2019 年公司研发投入营收占比达 3.8%	3
图 4: 2019 年公司研发人员占比 18.2%	3
图 5: 公司经销商网络遍布 50 多个国家和地区	3
图 6: 公司客户覆盖索菲亚、尚品宅配等大型家具企业	3
图 7: 2016-19 年公司收入 CAGR 达 34.9%	4
图 8: 2016-19 年公司归母净利润 CAGR 达 25.2%	4
图 9: 2019 年公司封边机收入达 5.5 亿元, 营收占比 42.1%	4
图 10: 2019 年公司海外业务收入达 3.8 亿元, 营收占比 29.0%	4
图 11: 2019 年封边机毛利率达 49.5%	5
图 12: 2019 年公司国内业务毛利率达 37.9%	5
图 13: 2019 年公司毛利率 36.1%, 净利率 23.4%	5
图 14: 2019 年公司三费率合计 7.9%, 同比-0.8p。	5
图 15: 公司销售商品、提供劳务收到的现金与销售额匹配	6
图 16: 公司经营活动产生的现金流净额与归母净利润基本匹配	6
图 17: 公司处于板式家具机械行业	6
图 18: 板式家具机械设备以封边机为核心	6
图 19: 家具行业与地产周期紧密相关, 滞后销售面积约 8-12 个月	7
图 20: 17 年以来期房销售超越现房, 目前期房迎来集中交付期	7
图 21: 19 年下半年以来竣工数据复苏, 预计后续持续性强	7
图 22: 家具公司与设备公司收入增速变化基本一致	8
图 23: 家具加工设备公司收入增速与竣工面积同比重合度高	8
图 24: 2016-2019 年精装修商品住宅渗透率逐年上升	10
图 25: 2016-2019 年中国精装修市场规模不断扩大	10
图 26: 一线城市精装全装渗透率超 80%, 二三线城市精装修空间广阔	11
图 27: 公司智能封边机柔性化、智能化, 得到市场高度认可	14
图 28: 公司六面数控钻实现智能化无缝衔接生产	14
图 29: 公司数控多排钻快速精准	14
图 30: 公司双推手数控裁板锯带动裁锯板毛利率提升	15
图 31: 公司 PTP 加工中心带动加工中心业务收入占比仅次于封边机	15
图 32: 公司机器人数控钻智能生产线: 大幅提升生产效率	16
图 33: 丹齿精工的圆柱齿轮外形	17
图 34: 丹齿精工的弧锥齿轮外形	17

表 目 录

表 1:《建筑业发展十三五规划》明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%.....	8
表 2:精装修与全装修均要求厨卫设备等定制家具需求	9
表 3:各地出台多项精装修政策	9
表 4:预计 2020 年精装修市场规模达 151 亿元,封边机市场规模达 30 亿元	11
表 5:公司计划发行可转债加码高端智能产品及核心零部件自产能力	12
表 6:公司未来两到三年发展目标强调产品智能化、核心零部件自产及信息化管理	12
表 7:公司近年来积极扩产,保障未来成长	13
表 8:2018-2019 年,公司连续发布多款新产品	13
表 9:分业务收入及毛利率	18
表 10:可比公司估值(截至 2020.7.17)	18
附表:财务预测与估值	20

1 板式定制家具设备领军企业，营收稳健增长，业绩穿越周期

1.1 深耕板式家具机械设备，产品布局多元化

国内板式家具机械设备龙头企业，近年来多次收购强化产能和技术实力。公司前身是广州弘亚机械有限公司，成立于2006年；2012年6月，公司由有限公司整体变更为股份公司；2016年12月28日，公司成功在深交所中小板上市；2018年公司收购意大利Masterwood公司，强化自身在数控加工中心及自动化联结领域实力；2019年公司收购亚冠精密、丹齿精工扩充产能，强化关键零部件自产能力，新设玛斯特智能，吸收Masterwood先进技术，落实高端智能装备项目。自成立以来，公司始终深耕板式家具设备行业，目前已成为国内板式家具机械设备行业领军企业。

图1：公司深耕板式家具设备行业十余年



数据来源：公司官网，西南证券整理

产品布局覆盖多品类定制家具加工设备，封边机产品领跑国产品牌。公司封边机在销售规模和技术水平上较国产竞争对手均有一定优势，产品实现了对德国豪迈等定制家具设备龙头的国产替代。2018-19 年，公司先后推出智能封边机、柔性封边机等新型封边机，进一步强化封边机竞争实力。除了封边机产品以外，公司产品还包括裁板锯、数控钻孔、加工中心、多排钻等 5 个系列超过 23 类产品，覆盖多品类定制家具加工设备。

图 2：公司产品覆盖多品类家居设备

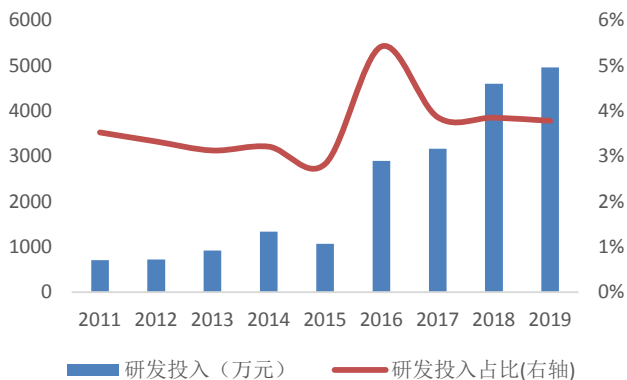
封边机系列	锯切系列	数控钻孔中心系列	加工中心系列	多排钻系列
高速封边机 智能封边机 斜边封边机 常规封边机 双端封边机	后上料裁板锯 数控裁板锯 往复式裁板锯 精密裁板锯	五面钻孔中心 六面钻孔中心 双钻包钻孔中心 数控多排钻 数控水平钻	2 系列加工中心 3 系列加工中心 PTP 贴标机	抽屉板多排钻 TL 系列 TH 系列 TM 系列 THL 系列
 KE-565HS	 KS-838L	 KN-2309T	 KN-2408B	 KDT-6032D
 KE-468J	 KS-832CP	 KD-612M	 KN-3409	 KDT-547
 KDT-2368J	 KS-132	 KN-2312S	 KN-2416B	 KDT-6042

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 高研发夯实产品技术，铸就品牌优势，产品远销国内外大型家具厂商

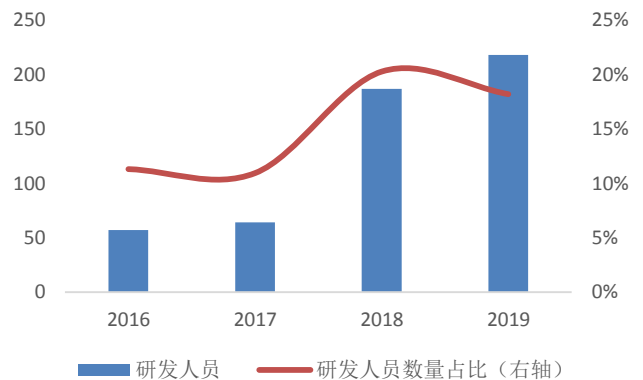
重视研发，产品不断推陈出新。公司始终重视研发，通过产品技术升级推动规模扩张，研发投入占营收比例维持在 3%-4% 左右，截至 2019 年底，公司取得了 83 项专利授权和 48 项计算机软件著作权，主持起草了全国第一项板式家具机械行业生产线国家标准《板式家具板件加工生产线验收通则》。在 2018-19 年，行业景气度尚未复苏之时，公司依然坚持推出新产品，公司 2018 年推出智能封边机、双推手数控裁板锯、六面数控钻、数控多排钻、PTP 加工中心，其中裁板锯、封边机等新产品技术指标国内领先，与豪迈等国际巨头不相上下，已得到市场高度认可。2019 年，公司推出新一代长导轨六面数控钻孔中心、柔性封边机、数控钻多机连线、机器人数控钻智能生产线等高端新产品及新产线，继续巩固行业领先地位。

图 3：2019 年公司研发投入营收占比达 3.8%



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：2019 年公司研发人员占比 18.2%



数据来源：公司年报，西南证券整理

经销商网络遍布全球，客户覆盖国内外大型家具企业。公司销售模式以经销模式为主，主要是基于售后服务质量和控制管理成本两方面考虑。公司专注于技术研发、生产和经销商体系建设，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，发挥国内外经销商销售网络和地域优势，提高了公司产品的市场覆盖面和知名度。目前公司产品销往国内各大家具厂商，并远销意大利、澳大利亚、俄罗斯、乌克兰等欧洲、美洲及东南亚 50 多个国家和地区，产品终端用户包括索菲亚、卡诺亚衣柜、百得胜整体衣柜、皮阿诺、尚品宅配、恒林股份、金牌橱柜、顶固集创、好莱客衣柜、全友家私、黎明家具、博洛尼整体家装等知名家具企业。

图 5：公司经销商网络遍布 50 多个国家和地区



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：公司客户覆盖索菲亚、尚品宅配等大型家具企业



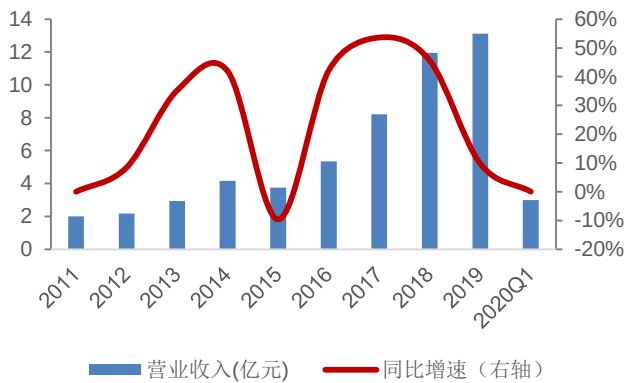
数据来源：公司年报，西南证券整理

1.3 近三年营收 CAGR 达 34.9%，盈利能力稳定，经营现金流充沛

2016-19 年公司收入 CAGR 达 34.9%，归母净利润 CAGR 达 25.2%。自 2016 年上市以来公司收入、利润保持稳健增长，近三年收入 CAGR 达 34.9%，归母净利润 CAGR 达 25.2%。2019 年公司收入达 13.1 亿元，同比+9.8%，归母净利润达 3.0 亿元，同比+12.6%，由于上一轮地产销售高峰在 2017 年之后逐渐衰退，考虑到家具行业收入滞后于销售面积约 8-12 个

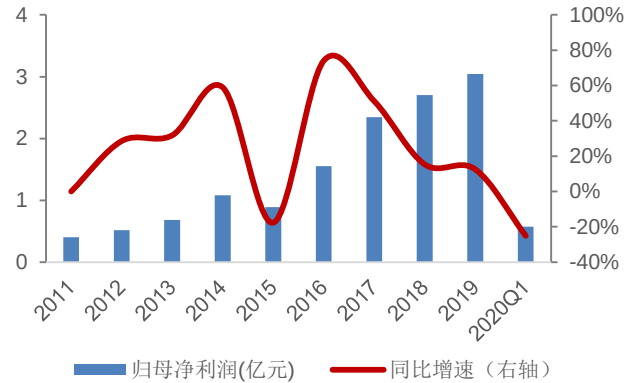
月左右的时间，即在 2018-19 年家具加工设备下游景气度下滑时，公司收入、业绩仍能够穿越周期底部，保持增长，主要系公司核心产品技术能力不断提升，客户品牌认知度提高，产能扩建匹配规模扩充等核心竞争力的增强，使公司封边机等核心产品的市占率不断提高。

图 7：2016-19 年公司收入 CAGR 达 34.9%



数据来源：wind，西南证券整理

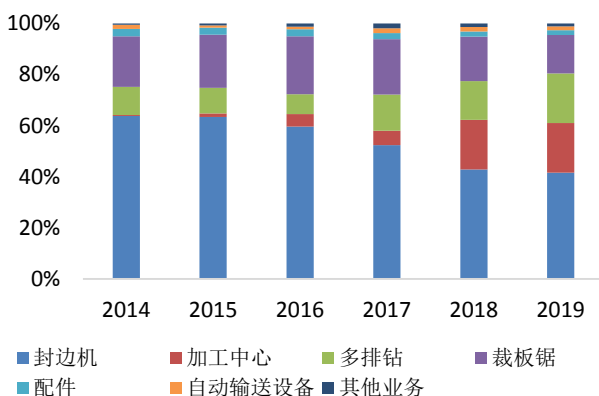
图 8：2016-19 年公司归母净利润 CAGR 达 25.2%



数据来源：wind，西南证券整理

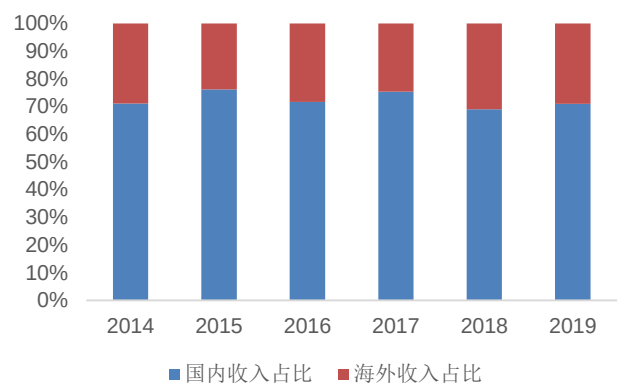
上市后公司收入结构逐渐多元化，19 年封边机收入占比超 4 成，海外收入占比近 3 成。公司封边机业务一直以来为传统优势业务，2016 年之前收入占比超 60%，上市之后公司业务布局不断多元化，多排钻、加工中心等业务占比逐渐提升。2018 年公司收购意大利 Masterwood，强化公司高端数控机械研发，有效补充公司的数控加工中心及自动化联结领域的技术短板。2019 年公司封边机业务收入达 5.5 亿元，占总收入比重达 41.6%，其他主要业务收入占比分别为：加工中心（19.4%）、多排钻（19.4%）、裁锯板（15.0%）。公司持续拓展海外业务，经销商网络覆盖意大利、澳大利亚、俄罗斯、乌克兰等欧洲、美洲及东南亚 50 多个国家和地区。2019 年公司海外业务收入达 3.8 亿元，占比达 29.0%。

图 9：2019 年公司封边机收入达 5.5 亿元，营收占比 42.1%



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2019 年公司海外业务收入达 3.8 亿元，营收占比 29.0%

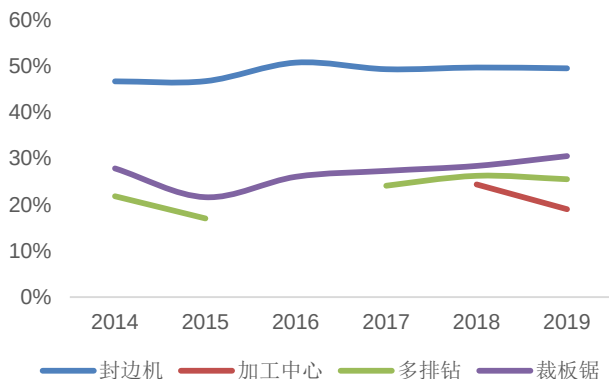


数据来源：wind，西南证券整理

公司盈利能力稳定，19 年毛利率 36.1%，净利率 23.4%，封边机为主要盈利贡献点。2019 年公司毛利率达 36.1%，净利率 23.4%，近十年毛利率平均值为 37.1%，净利率为 24.4%，公司盈利能力保持稳定。分业务看，封边机为公司盈利主要贡献点，自 2016 年上市以来公司封边机业务毛利率保持在 50% 左右，2019 年封边机毛利率达 49.5%。分地区看，自 2018 年开始，公司国内业务毛利率反超国外，2019 年公司国内业务毛利率达 37.9%。预计随着

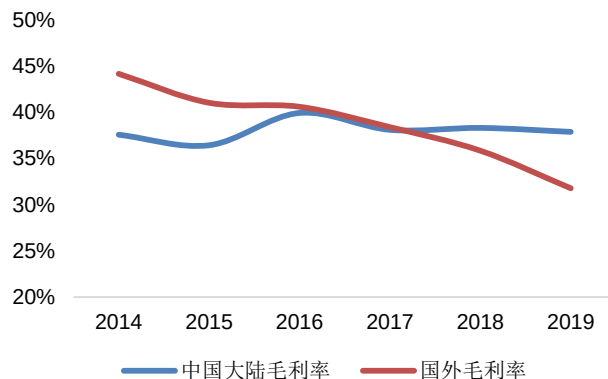
国内行业景气度回升，以及公司产品竞争力提升，公司国内订单将逐渐放量，产品议价能力提升。

图 11：2019 年封边机毛利率达 49.5%



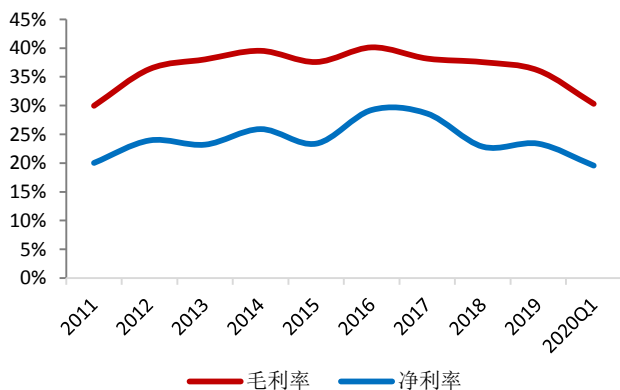
数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2019 年公司国内业务毛利率达 37.9%



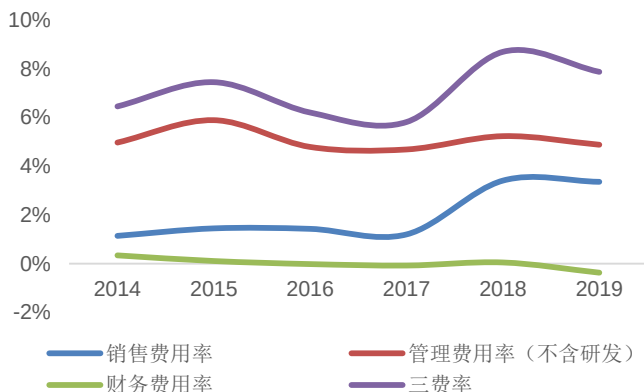
数据来源：wind，西南证券整理

图 13：2019 年公司毛利率 36.1%，净利率 23.4%



数据来源：wind，西南证券整理

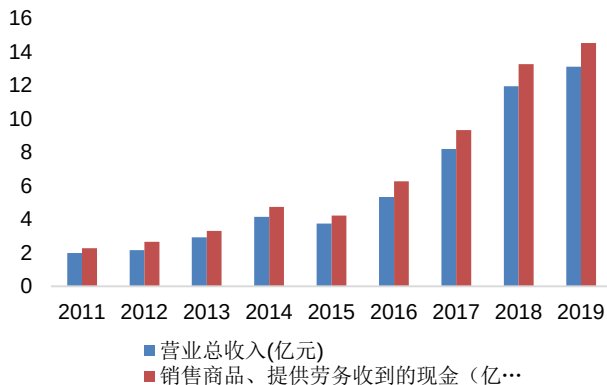
图 14：2019 年公司三费率合计 7.9%，同比-0.8p。



数据来源：wind，西南证券整理

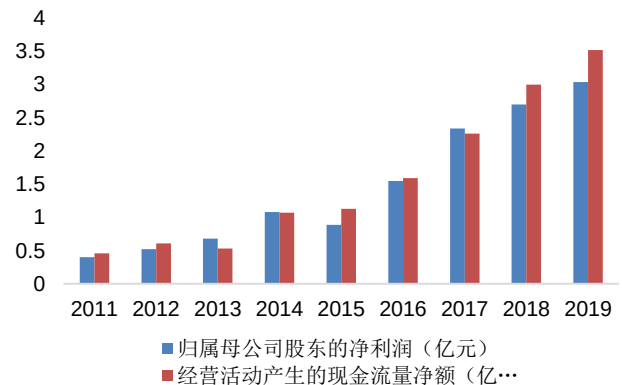
19 年公司三费率达 7.9%，同比-0.8pp，回款能力良好，经营现金流充沛。2018 年公司合并意大利 Masterwood，致使销售费用率和管理费用率（不含研发）有所波动，2019 年公司三费率合计 7.9%，同比-0.8pp。此外，公司销售回款能力较好，销售商品、提供劳务收到的现金与销售额匹配，经营活动产生的现金流净额与归母净利润基本匹配。

图 15: 公司销售商品、提供劳务收到的现金与销售额匹配



数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 公司经营活动产生的现金流净额与归母净利润基本匹配



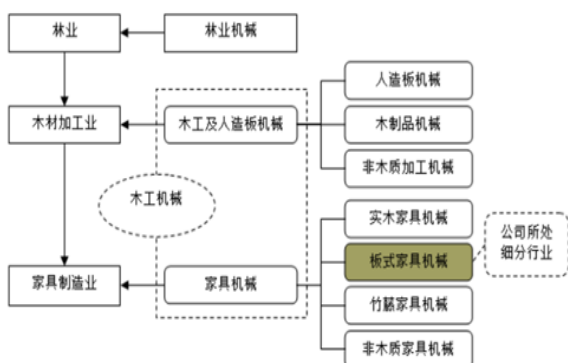
数据来源: wind, 西南证券整理

2 竣工复苏提升下游景气度, “精装修”政策提高本土设备商市占率

2.1 期房集中交付, 地产竣工数据回暖, 行业景气度回升

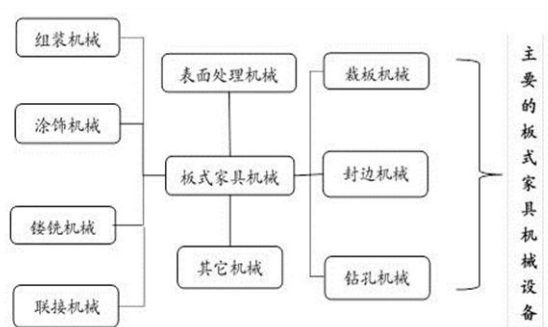
板式家具机械制造业下游主要为家具制造业, 封边机为板式家具设备核心部件。板式家具机械制造业的上游包括标准零部件、电气件、机械加工件、金属型材生产等行业, 下游主要为家具制造业。板式家具机械作为制造板式家具的专用木工机械设备, 其行业发展与终端家具消费市场需求等因素有密切的关系。板式家具机械设备主要有组装机、涂饰机械、铣削机械以及联接机械, 主要的设备有裁板机械、封边机械、钻孔机械等。其中, 封边机是板式家具设备的核心部件, 是用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备, 家具产品的封边质量好坏, 直接影响到产品的外观、质量、价格和档次。

图 17: 公司处于板式家具机械行业



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 18: 板式家具机械设备以封边机为核心

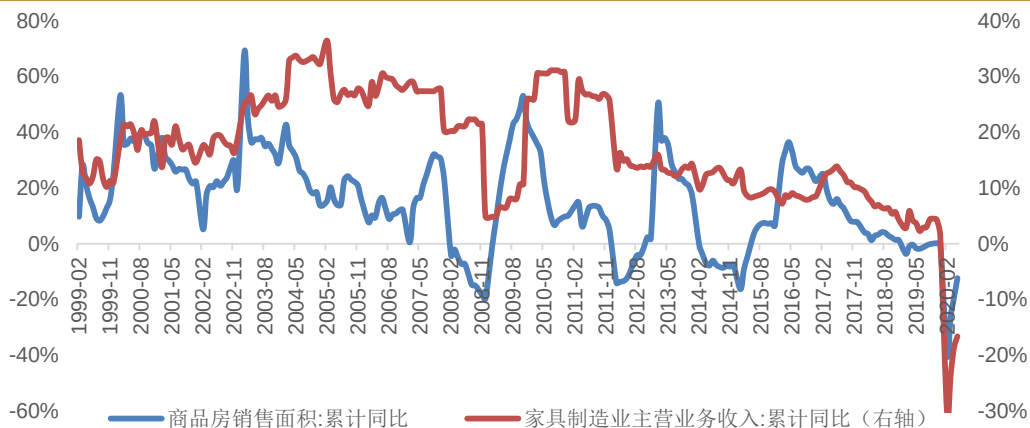


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

家具行业与地产周期紧密相关。家具制造业收入与地产周期高度相关, 以商品房销售面积这个地产周期先行指标为例, 商品房销售增速与家具制造业收入增速高度相关。根据两者历史变化我们观察到家具制造业收入确认的滞后期约为 8-12 个月。2016 年 4 月后, 由于地

产去库存周期逐渐结束，地产调控措施趋严，商品房住宅销售增速从高点持续下滑。家具制造业收入增速也随之于 2017 年 4 月到达近期高点。在地产周期下行的拖累下，家居制造业 2018、2019 年收入同比增速分别为+4.3%和+1.5%，同比-5.8pp 和-2.8pp。2020 年上半年受疫情影响销售面积指标与家具行业收入增速同时下滑，随着国内疫情的有效控制，相关数据均在复苏。

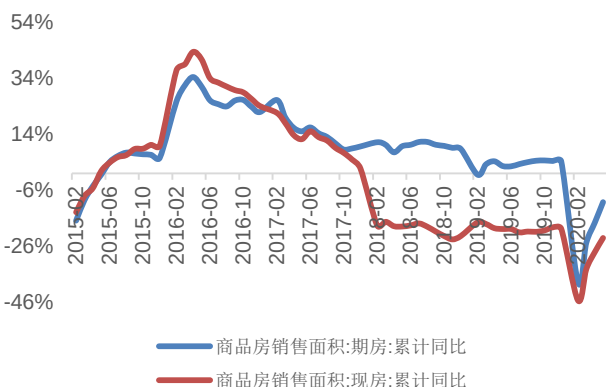
图 19：家具行业与地产周期紧密相关，滞后销售面积约 8-12 个月



数据来源：Wind，西南证券整理

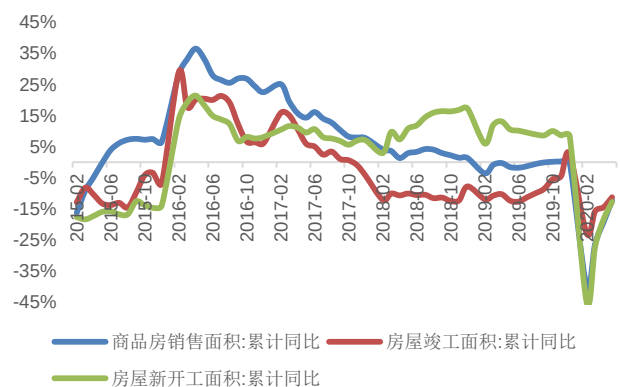
前期期房进入集中交付期，看好后续竣工数据回暖。在 2017 年 4 月之后，竣工面积同比变化持续弱于开工数据，主要原因为自 17 年开始，期房销售景气度明显高于现房销售景气度，造成新开工面积超越竣工面积。随着前期期房逐渐交付，自 2019 年下半年，竣工面积指标明显回升，2019 年 12 月竣工面积同比+2.6%，时隔三年首次实现转正，2020 年初新冠疫情对竣工数据的冲击明显小于其他数据。由于前期期房销售增速相较现房销售增速有两年多的积累时间（17 年下半年-至今），因此积压期房的交付具有一定持续性，将带动竣工数据持续复苏。随着国内疫情的有效控制，前期开工期房陆续交付，竣工面积数据复苏将得到持续验证。

图 20：17 年以来期房销售超越现房，目前期房迎来集中交付期



数据来源：wind，西南证券整理

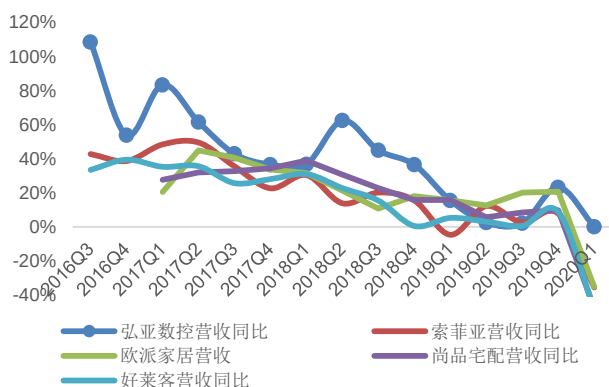
图 21：19 年下半年以来竣工数据复苏，预计后续持续性较强



数据来源：wind，西南证券整理

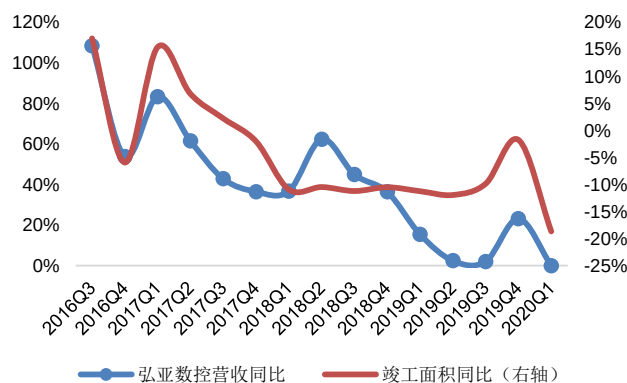
设备公司收入增速同步于家具厂商，与竣工同比重合度高，竣工数据复苏提升行业景气度。消费者采购家具往往发生于竣工交房之后，且“精装修”政策缩短了从竣工到家具采购的期限。据弘亚数控披露，公司常规机型从下达生产订单到产成品入库的生产周期为 7-15 天。因此家具设备商与家具企业收入变动无明显滞后关系。我们选择索菲亚、欧派家居、尚品宅配、好莱客四家定制家具龙头公司与弘亚数控的单季度收入增速进行对比，可以看出，家具厂商与设备厂商收入分季度变动总体趋势一致，同时家具加工设备公司收入增速与竣工同比数据重合度高。结合前文分析，预计随着竣工数据持续复苏，家具行业景气度将上升，带动家具厂商设备采购，利好家具加工设备公司。

图 22：家具公司与设备公司收入增速变化基本一致



数据来源：wind，西南证券整理

图 23：家具加工设备公司收入增速与竣工面积同比重合度高



数据来源：wind，西南证券整理

2.2 “精装修”政策红利向二三线城市渗透，中端市场需求提高本土设备厂商市占率

精装修、全装修政策利好政府、房企、消费者三方，国家级政策推行“精装修”模式。相比欧美发达国家，我国精装修、全装修渗透率低，早在 2011 年，《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》中就提出鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅全装修交房。对政府而言，精装房有效避免了分散装修带来的粉尘和噪声污染、促进装修材料的节约、减少建筑垃圾的产生，符合绿色环保的发展趋势；对消费者而言，精装房减少了装修所需要的精力和时间，消费者对于“拎包入住”的接受度也逐步提高。对房地产商而言，房企在毛坯房限价背景下，“精装修”模式交付成为商品房提升单位面积售价增厚利润的重要手段。住建部 16 年发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》，2017 年出台的《建筑业发展十三五规划》明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。

表 1：《建筑业发展十三五规划》明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%

时间	内容
2011	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》指出，鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅全装修交房。
2013	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》提出，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	《关于大力展装配式建筑的指导意见》提出，推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2016	《商品住宅装修一次到位实施导则》要求推行装修一次到位的商品住宅，由住宅开发单位负责装修工程的全过程，不允许购房者

时间	内容
	个人聘请施工单位自行装修。
2017	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》提出，全面制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2019	《住宅项目规范〈征求意见稿〉》指出，明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到 20 年。

数据来源：西南证券整理

表 2：精装修与全装修均要求厨卫设备等定制家具需求

对比项目	全装修	精装修
特点	指装修的范围，而且全装修标准化一体化设计，建筑设计更先进，更环保节约，成本降低	指装修的档次。精装修品牌、材料使用比较高档
标准	所有空间粉刷完成	顶面有一定的造型和设计
	厨卫设备全部安装完成	地面采用仿古砖，或结合大理石等中高档材料
		卫浴和厨房采用知名品牌并经过高品质的精装修
售价	由于精装修成本更高，所以全装修房的价格可能会比精装修房低	

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

多省市涉及精装修政策，2019 年精装修渗透率达 32%，提前一年完成指标。在国家级政策的指导下，各地区纷纷出台省市级政策，多数限制了新开盘地产项目的毛坯房比例。在政策支持下，国内精装修渗透率提升迅速，2019 年我国精装修项目总规模达到 322 万套，同比增长 27.6%，其中渗透率达到 32%，提前完成国家要求的 2020 年全国精装修比例达到 30% 的水平，预计 2020 年精装修规模超过 360-400 万套；到 2029 年，精装修渗透率有望达到 80%，未来地产精装修的成长空间依旧广阔。

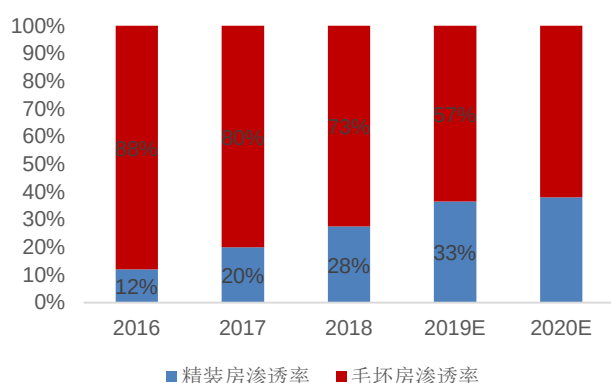
表 3：各地出台多项精装修政策

省份	政策	政策中有关精装修的关键内容
山东	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017 年山东省设区城市新建高层住宅实行全装修,2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
上海	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从 2017 年 1 月 1 日起，凡出让的本市新建商品房建设用地，全装修住宅面积占新建商品住宅面积(三层及以下的低层住宅除外)的比例为：外环线以内的城区应达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。
浙江	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
江苏	《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	到 2025 年年末，建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式。
河南	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从 2016 年起,新开工商品住宅全部执行成品房标准。到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。
四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年，全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境,新建住宅全装修达到 50%。
安徽	《住宅设计标准》、《高层钢结构住宅技术规	2020 年 6 月 25 日起，新建住宅宜实施全装修，绿色二星级及以上住宅建筑应

省份	政策	政策中有关精装修的关键内容
	程》、《居住建筑节能设计标准》	实施全装修。
广西	《规范全装修商品住宅工程质量管理的通知》	2020年3月起,进一步加强全区全装修商品住宅工程质量管理,力争2020年全区住宅工程质量用户满意度达到85%。
海南	《海南省全装修住宅工程质量分户验收管理办法》	2020年5月10日起,海南省全装修住宅工程质量分户验收,分户验收不合格,不得组织住宅工程竣工验收。
北京	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	自2015年10月31日起,凡新纳入我市保障性住房年度建设计划的项目(含自住型商品住房)全面推行全装修成品交房。

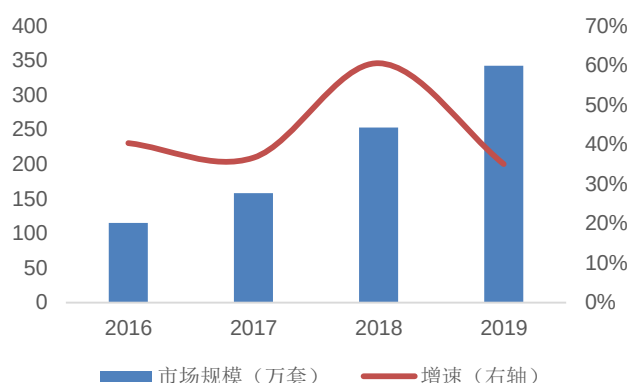
数据来源: 西南证券整理

图 24: 2016-2019 年精装修商品住宅渗透率逐年上升



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

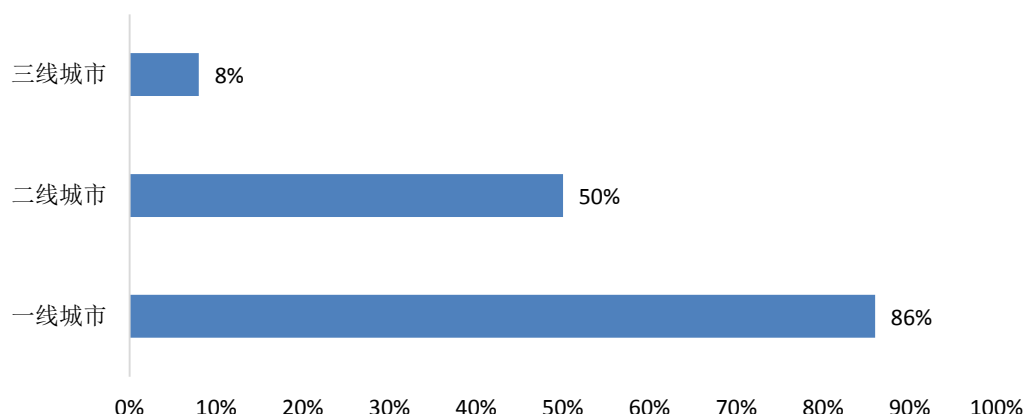
图 25: 2016-2019 年中国精装修市场规模不断扩大



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

二、三线城市精装修空间广阔，工程批量订单利好中端市场，驱动本土设备商市占率提升。过去精装修以一线城市的高档小区和私人订制模式为主，对应定制家具厂商以外资橱柜品牌和索菲亚、欧派等国内高端定制家具龙头为主，这些厂商设备多采购自德国豪迈、意大利 SCM、意大利比雅斯等国际家具设备龙头。随着各地“精装修”政策的推出，一线城市精装房占比已达到较高水平（86%），而二线（50%）、三四线（8%）地区仍存在较大的提升空间。且与以往小规模定制化不同，工程批量订单模式的定制化市场对价格敏感更加敏感，本土中端定制家具市场份额有望逐渐扩大，而这些厂商竞争格局较为分散，采购设备更考虑性价比，设备大多来自弘亚数控、南兴股份等国内一线定制家具设备公司。随着“精装修”渗透率在二三线城市提升，以及中低价位段楼盘的规模占比持续提升，中端定制家具市场将推动弘亚数控、南兴股份等国内定制家具设备公司市占率逐渐提升。

图 26：一线城市精装全装渗透率超 80%，二三线城市精装修空间广阔



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 2020 年板式家具设备市场规模约为 151 亿元，封边机市场规模将达 30 亿元

增量释放+存量替代，2020 年板式家具设备市场规模达 151 亿元。根据国家统计局数据显示，2019 年全国家具制造业营业收入为 7117 亿元。我们根据以下假设进行市场空间的测算：

假设 1：板式家具市场规模约占家具设备市场规模的 45%-50%，我们取 47% 作为估算依据，则 2019 年全国板式家具制造业营业收入达 3345 亿元。

假设 2：参考上文地产竣工复苏及精装修渗透率提升带来的市场规模增长，我们预计 2020 年板式家具市场规模将保持 25% 左右的增速。

假设 3：根据草根调研数据，每百亿元板式家具产品对应 10 亿元设备采购，同时板式家具设备具有 5 年的更新换代周期。

假设 4：封边机、裁板锯、推台锯、多排钻、加工中心投资占比分别为 20%、11%、9%、14%、20%。

综上，2020 年板式家具设备市场规模约为 150.5 亿元，封边机、裁板锯、推台锯、多排钻、加工中心市场规模分别为 30.1 亿元、16.6 亿元、13.5 亿元、21.1 亿元、30.1 亿元。

表 4：预计 2020 年精装修市场规模达 151 亿元，封边机市场规模达 30 亿元

分类	2020		
	增量	存量	合计
板式家具	836.3	3345.0	4181.3
板式家具设备	83.6	66.9	150.5
封边机	16.7	13.4	30.1
裁板锯	9.2	7.4	16.6
推台锯	7.5	6.0	13.5

分类	2020		
	增量	存量	合计
多排钻	11.7	9.4	21.1
加工中心	16.7	13.4	30.1
其他	21.7	17.4	39.1

数据来源：西南证券

3 发行可转债加码高端产品+核心零部件自产能力，扩产保障公司持续成长

高端智能装备拓展收入空间，关键零部件资产降本增效，扩产保障二者实施。2020 年 1 月，公司发布《公开发行可转换公司债券预案》，计划募集资金总额不超过 5.5 亿元，主要投向高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目和高精密家具机械零部件自动化生产建设项目，高端智能家具生产装备成为打开公司未来收入空间的核心要素，而核心零部件自产则是公司摆脱进口依赖，实现降本增效的重点。前期公司收购拥有优质土地资源的标的及购置土地成为保障公司相关项目实施的关键。此外，公司 2019 年年报同样将未来经营重点放在高端智能设备及核心零部件自产能力上，目标在未来两到三年提升零部件配套自制生产能力，提升产品智能化水平和技术创新能力，以及提升信息化管理能力，建立统一管理、分级实施的管理系统。

表 5：公司计划发行可转债加码高端智能产品及核心零部件自产能力

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额
高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目	10000 万美元（折合 69026 万元）	30000 万元
高精密家具机械零部件自动化生产建设项目	12500 万元	12000 万元
补充流动资金	13000 万元	13000 万元
合计	94526 万元	55000 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：公司未来两到三年发展目标强调产品智能化、核心零部件自产及信息化管理

未来两到三年目标	具体内容
提升零部件配套自制生产能力	一方面,通过投资新建项目生产高精密家具机械零部件,有效改变公司目前过度依赖外协加工的经营模式。另一方面,通过并购快速实现产业链条向上延伸,借助丹齿精工在精密传动件领域自主研发及生产能力,实现部分精密传动件进口替代。
提升产品智能化水平	引进 Masterwood 的先进技术并将其吸收进行国产化,实现智能化技术创新,以工段智能化,从而达成整厂智能制造的发展策略。
增强信息化管理能力	加大信息化管理投入,建立能满足“统一管理、分级实施”的生产信息分析与决策系统,实现集团数据统一管理、信息高度共享和资源合理优化。

数据来源：公司年报，西南证券整理

3.1 产能：购买土地+收购亚冠精密获取厂房资源，保障未来成长空间

广州玛斯特智能购买 2.8 万平方米土地，为高端智能设备项目储备后续产能。据公司 2019 年半年报披露，当前公司产能利用率、产销率均已突破 100%，2020 年公司投资者关系活动记录表再次提到了公司 6 月份排产饱满，产能成为限制公司未来发展的重要因素。为提升产能水平，公司全资子公司广州玛斯特智能已于 2019 年 5 月购买广州市黄浦区 27607 平方米的工业用地，为高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目储备后续产能。

收购亚冠精密获得优质土地资源，布局高精精密家具机械零部件自动化生产建设项目。2019 年公司完成对广州亚冠精密制造有限公司的收购，获得了使用权面积为 2.1 万平方米和 7601 平方米的两处工业用地，外加建筑面积合计 2.45 万平方米的生产厂房、综合楼等建筑物，为公司将来扩张生产经营用地提供储备。预计 2020 年年底新厂房将开始逐步投入使用，这有利于解决产能瓶颈问题。根据 2019 年公司年报披露，未来亚冠精密将成为公司布局高精精密家具机械零部件自动化生产建设项目的主体，预计未来将与公司另一子公司四川丹齿成为提升公司零部件配套自制生产能力的关键。

表 7：公司近年来积极扩产，保障未来成长

产能面积	成交金额	成交时间	出让人
土地：3.8 万平方米	461.41 万元	2017.06.07	成都大邑国土资源局
土地：2.9 万平方米 厂房：2.45 万平方米	17911.60 万元	2019.06.10	广州市冠誉铝箔包装材料有限公司、全氏集团有限公司、冠誉国际医药包装有限公司
土地：2.8 万平方米	3218 万元	2019.05.24	广州市规划和自然资源局

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 产品：新产品获得市场高度认可，高端智能设备项目开拓未来空间

新产品不断创新，技术水平领先国内竞争对手。在 2018-19 年，行业景气度尚未复苏之时，公司依然坚持推出新产品，公司 2018 年推出智能封边机、双推手数控裁板锯、六面数控钻、数控多排钻、PTP 加工中心，其中裁锯板、封边机等新产品技术指标国内领先，与豪迈等国际巨头不相上下，已得到市场高度认可。2019 年，公司推出新一代长导轨六面数控钻孔中心、柔性封边机、数控钻多机连线、机器人数控钻智能生产线等高端新产品及新产线，继续巩固行业领先地位。

表 8：2018-2019 年，公司连续发布多款新产品

时间	新产品
2018	智能封边机、双推手数控裁板锯、六面数控钻、数控多排钻、PTP 加工中心
2019	新一代长导轨六面数控钻孔中心、柔性封边机、数控钻多机连线、机器人数控钻智能生产线

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司新产品后续表现：

智能封边机：柔性化、智能化，得到市场高度认可。公司 2018 年推出的智能封边机适用于板材的高速智能封边，提高压贴效果。输送速度更快，压料更稳。选配刮边夹带装置和导向轮装置，有效解决板材经过刮边后未完全脱落的封边带丝和预先打孔再封边的加工问题。PC 智能控制，具备报警提示功能及缺料自动提醒功能，可统计每日加工板件数量。

图 27：公司智能封边机柔性化、智能化，得到市场高度认可



数据来源：公司年报，西南证券整理

数控钻：六面数控钻与数控多排钻钻孔精准度高、自动化强。公司的六面数控钻适用于木质板材一次性完成六面数控打孔、双面开槽、镂铣、切角等加工。支持扫码加工，实现智能化无缝衔接生产。数控多排钻适用于大批量家具生产的钻孔作业，快速精准，可快速自动进出板。

图 28：公司六面数控钻实现智能化无缝衔接生产



数据来源：弘亚数控年报，西南证券整理

图 29：公司数控多排钻快速精准



数据来源：弘亚数控年报，西南证券整理

双推手数控裁板锯：性能提高带动裁板锯毛利率提升。公司的双推手数控裁板锯适用于木质板材的精确锯切，两组完全独立的推手可同步或交错运行，拼缝锯切效率高。配套 KDT 优化软件，优秀的叠板算法，板材平均利用率达到 90% 以上。压梁升降高度自动调整，锯切效率提高 25%。各项指标优异，享有较高溢价。该产品一经推出有效提升公司裁板锯业务毛利率，19 年裁板锯毛利率为 30.5%，较 17 年该产品推出之前增加 3.2pp。

图 30：公司双推手数控裁板锯带动裁锯板毛利率提升



数据来源：公司年报，西南证券整理

PTP 加工中心：提升高端设备竞争力，18 年公司加工中心收入同比+404.3%。公司 2014 年推出 CNC 加工中心，获得市场一致好评。2018 年公司推出的 PTP 加工中心适用于多种木质板材的镂铣、侧铣、钻孔、锯切等复合加工。采用意大利 HSD 主轴和钻组，技术性能稳定，满足多元化加工需求。工作台采用德国施迈茨移动桥架，灵活自由组合，快速装卸板件。**18、19 年公司加工中心收入分别同比+404.3%/+10.0%，目前收入仅次于封边机业务。**

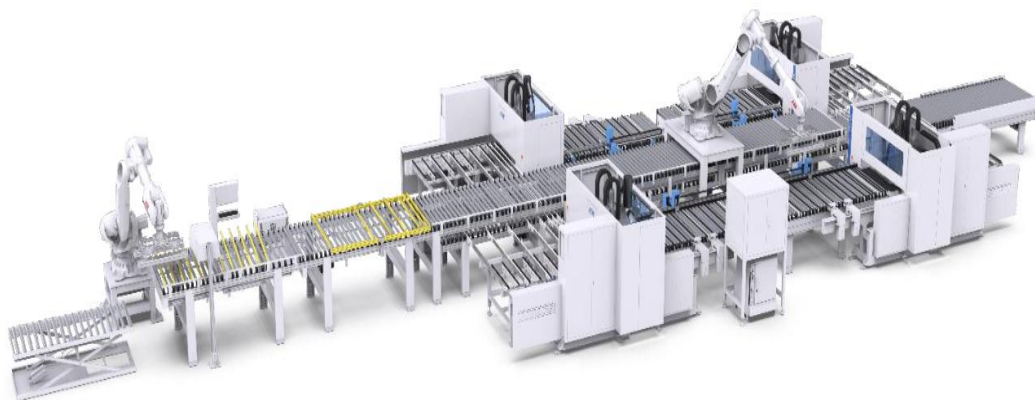
图 31：公司 PTP 加工中心带动加工中心业务收入占比仅次于封边机



数据来源：公司年报，西南证券整理

机器人数控钻智能生产线：大幅提升生产效率。公司的机器人数控钻智能生产线于 2019 年推出，适用于定制家具大规模小批量生产模式下的钻孔、铣型和开槽加工，大幅减少操作人数和车间场地面积，极大提高设备运转效率，显著缩短故障停机导致的减产停产。

图 32：公司机器人数控钻智能生产线：大幅提升生产效率



数据来源：公司年报，西南证券整理

Mastrwood 技术国产化成为产品下一步发展重点，募投项目达产后预计将带来年均 16.3 亿元收入、2.5 亿元利润。公司 2018 年收购意大利 Masterwood，Masterwood 是国际木工机械行业中主要从事高端数控机械研发生产的品牌公司之一，技术配套完整，拥有多项发明专利，有自行装配生产高性能核心数控组件的技术，可有效补充公司的数控加工中心及自动化联结领域的技术短板，实现成套设备供应能力。公司为进一步吸收 Masterwood 技术，提升国产设备技术化水平，于 2019 年 2 月与香港子公司共同设立玛斯特智能，成为公司“高端智能家具具生产装备创新及产业化建设项目”的实施主体。未来广州玛斯特智能拟将意大利 Masterwood 公司在国际上享有较高声誉的五轴智能加工中心、柔性生产线等产品进行国产化，逐步将欧洲技术结合中国制造优势实现核心竞争力进一步提升，同时通过弘亚数控（香港）有限公司拓展海外市场，推动国际化发展进程。据公司披露，高端智能家具项目计划于 2023 年投产，投产后预计年均收入达 16.3 亿元，净利润达 2.5 亿元。

3.3 零件：产业链管理收购上游公司，核心零部件自产降本增效

外协加工模式不利于适应下游多变需求，关键零部件资产需求提升。近几年定制家居市场快速发展，公司下游市场的设备需求变化较大。目前公司的生产经营过程中长期依赖外协加工，这种模式下首先已逐渐无法满足下游市场对于家具产品个性化及多样性的需求，其次外协模式也极大地限制了公司市场业务的持续增长，再者不同的外协厂商加工质量无法有效保证一致性，从而阻碍了公司板式家具机械产品精密程度的进一步发展，因此高精密家具机械零部件的自产需求提升。

自产核心零部件可节约成本，提升产品多样性，提高市占率。公司所生产的设备，如封边机、裁板锯、数控钻等产品，其机械零部件需要根据市场需求进行产品研发设计和加工，经过不断的设计调整，使机械零部件和产品充分匹配契合，从而完成设备的整机装配，其中核心关键零部件进口依赖性强。而自制配套机械零部件，可根据需求生产多元化、个性化产品，提高加工精度和生产效率，缩短生产周期，节约成本，提升产品品质，同时，自主研发生产配套零部件亦有助于丰富产品的多样性，吸引更多的客户，扩大市场占有率。

收购四川丹齿，依托亚冠精密场地，实现核心零部件自产。随着公司产品竞争力增强和下游市场需求的持续旺盛，公司有限的生产场地仅能着重于提升整机的总装生产能力，而对

于生产关键零部件的机加工设备投入相对较小。丹齿精工主要从事齿轮研制，核心产品为圆柱齿轮和弧锥齿轮，覆盖汽车、化工、航空、农机、纺织、风电等行业领域，是国内汽车行业车桥弧锥齿轮、变速器齿轮、电动汽车传动件的供应商，拥有出色的精密传动零部件的设计能力和生产经验，瞄准通用精密齿轮传动和总成设计制造方向快速转型升级。公司 2019 年收购丹齿精工，提升关键零部件研发能力；此外依托亚冠精密的厂房和场地资源，公司可以实现精密家具机械零部件自动化生产建设项目，在较短时间内达到布局精密传动零部件产业链的预期并尽快形成协同效应。

图 33：丹齿精工的圆柱齿轮外形



数据来源：丹齿精工官网，西南证券整理

图 34：丹齿精工的弧锥齿轮外形



数据来源：丹齿精工官网，西南证券整理

收购王石软件，加强软件集成能力。广州王石是一家专注于木工机械智能运动控制系统的开发和应用的软件公司，对该公司的收购大大提升了弘亚开发家具机械应用软件的能力。目前公司已经将家具机械应用软件集成到新推出的数控产品上，这类产品凭借其高效率 and 稳定性已获市场高度认可。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：封边机业务，封边机是公司核心产品，公司近年来推出智能封边机等高端机型，进一步强化封边机市占率。预计随着行业景气度回升及“精装修”政策红利释放，公司封边机 2020-2022 年收入增速分别为 10%、35%、30%；毛利率方面，高端产品稳固提升公司毛利率水平，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 50%、51%、52%。

假设 2：加工中心业务，加工中心是公司近年来大力发展的新项目，公司的 CNC 加工中心、PTP 加工中心一经推出均取得良好口碑，预计 2020-2022 年公司加工中心收入增速分别为 12%、20%、15%；毛利率方面，预计 2020-2022 年毛利率分别为 20%、22%、24%。

假设 3：多排钻业务，公司近年来推出多款多排钻、数控钻新产品，高端产品强化公司市占率及盈利能力，预计 2020-2022 年公司多排钻收入增速将延续前期高增长，分别为 40%、45%、40%；毛利率方面，预计 2020-2022 年毛利率分别为 25.5%、26%、27%。

假设 4：裁板锯业务，裁板锯在板式家具市场中占比 11%，较封边机等市场较小。公司 18 年推出的双推手数控裁板锯性能领先，带动该项业务毛利率不断提升。预计 2020-2022 年公司裁板锯收入增速分别为 5%、10%、10%，毛利率分别为 30.5%、31%、32%。

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
封边机	收入	545.1	599.6	809.5	1052.4
	增速	7%	10%	35%	30%
	毛利率 (%)	49.5	50.0	51.0	52.0
加工中心	收入	254.9	285.4	342.5	393.9
	增速	10%	12%	20%	15%
	毛利率 (%)	19.0	20.0	22.0	24.0
多排钻	收入	254.1	316.4	458.7	642.2
	增速	40%	40%	45%	40%
	毛利率 (%)	25.5	25.5	26.0	27.0
裁板锯	收入	196.3	206.1	226.7	249.4
	增速	-6%	5%	10%	10%
	毛利率 (%)	30.5	30.5	31.0	32.0
其他业务	收入	60.6	63.6	66.8	70.1
	增速	-2%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	49.8	48.0	48.0	48.0
合计	收入	1311.0	1471.2	1904.3	2408.0
	增速	10%	12%	29%	26%
	毛利率 (%)	36.1	36.1	37.3	38.6

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了与公司同样经营板式家具加工设备的南兴股份以及同属机械行业的杰克股份作为对标公司。2019 年南兴股份自动封边机、数控钻、数控裁板锯、加工中心、推台锯等产品合计收入达 14.3 亿元，占公司 19 年总收入的 56.1%。杰克股份是国内工业缝纫机行业的龙头企业，与公司同属于机械行业，且分别为各自细分行业领军企业。

结合对标公司估值以及公司产能持续扩张，产品品质升级，产业链管理进一步降本增效等因素，在地产竣工回暖带动家具行业复苏、“精装修”政策利好本土设备厂商的背景下，公司将迎来新一轮增长。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.3、4.6、6.1 亿元，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价 42 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截至 2020.7.17）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002757.SZ	南兴股份	17.91	1.04	0.93	1.42	——	16	19	13	——
603337.SH	杰克股份	19.59	0.68	0.73	1.01	1.27	29	27	19	15
平均值							23	23	16	15

数据来源：Wind，西南证券整理（杰克股份来自西南证券预测，南兴股份来自 wind 一致预期）

5 风险提示

房地产竣工走弱：公司下游为家具制造业，家具制造业收入与地产周期高度相关，收入确认相较房地产销售的滞后期约为 8-12 个月，同步于竣工数据。2016 年 4 月后，由于地产去库存周期逐渐结束，地产调控措施趋严，商品房住宅销售增速从高点持续下滑。家具制造业收入增速也随之于 2017 年 4 月到达近期高点。在地产周期下行的拖累下，家居制造业 2018、2019 年周期性下滑。家具设备行业收入变化与家具行业收入变化基本同步。随和 19 年下半年竣工数据回暖，公司下游景气度回升。若房地产竣工数据后续走弱，则将影响公司下游收入，从而减少家具公司设备支出，影响公司收入。

“精装修”政策不及预期：“精装修”政策向二、三线城市渗透以及中端家具市场放量成为公司等本土设备厂商市占率提升的推动力之一，若“精装修”政策推行不及预期，可能影响公司未来收入。

汇率波动风险：2019 年公司海外收入占比近三成，若汇率大幅波动，可能影响公司收入稳定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1311.01	1471.19	1904.31	2408.05	净利润	306.50	330.90	462.68	618.32
营业成本	837.51	940.20	1194.48	1479.40	折旧与摊销	21.99	52.00	52.00	52.00
营业税金及附加	10.77	13.98	17.47	21.85	财务费用	-4.84	2.83	-1.47	-3.54
销售费用	44.08	51.49	59.03	69.83	资产减值损失	-20.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	64.04	73.12	91.41	113.18	经营营运资本变动	662.13	-299.44	-62.71	-132.91
财务费用	-4.84	2.83	-1.47	-3.54	其他	-613.36	-6.74	1.46	0.21
资产减值损失	-20.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	352.14	79.56	451.97	534.08
投资收益	35.09	0.24	0.10	0.10	资本支出	-315.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	13.88	0.00	0.00	0.00	其他	-65.28	285.90	-56.13	18.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-380.42	285.90	-56.13	18.84
营业利润	359.82	389.81	543.48	727.42	短期借款	123.17	-123.17	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.43	-0.06	0.26	0.04	长期借款	-2.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	359.39	389.75	543.74	727.46	股权融资	-39.41	0.00	0.00	0.00
所得税	52.89	58.85	81.06	109.14	支付股利	0.00	-31.61	-34.13	-47.72
净利润	306.50	330.90	462.68	618.32	其他	-13.88	-45.21	1.47	3.54
少数股东损益	2.14	2.31	3.23	4.32	筹资活动现金流净额	67.13	-200.00	-32.66	-44.19
归属母公司股东净利润	304.36	328.59	459.45	614.00	现金流量净额	41.89	165.46	363.18	508.74
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	156.55	322.01	685.18	1193.92	成长能力				
应收和预付款项	78.57	141.25	183.17	225.98	销售收入增长率	9.76%	12.22%	29.44%	26.45%
存货	246.60	265.55	347.61	429.99	营业利润增长率	12.28%	8.33%	39.42%	33.85%
其他流动资产	558.37	657.74	744.32	840.33	净利润增长率	12.24%	7.96%	39.82%	33.64%
长期股权投资	32.45	32.45	32.45	32.45	EBITDA 增长率	11.75%	17.95%	33.59%	30.62%
投资性房地产	116.98	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	438.88	399.34	359.79	320.25	毛利率	36.12%	36.09%	37.27%	38.56%
无形资产和开发支出	200.56	188.11	175.65	163.20	三费率	7.88%	8.66%	7.82%	7.45%
其他非流动资产	151.45	151.44	151.44	151.43	净利率	23.38%	22.49%	24.30%	25.68%
资产总计	1980.42	2157.89	2679.61	3357.55	ROE	21.00%	19.13%	21.44%	22.66%
短期借款	123.17	0.00	0.00	0.00	ROA	15.48%	15.33%	17.27%	18.42%
应付和预收款项	269.07	292.81	378.33	470.70	ROIC	31.62%	36.72%	43.14%	53.01%
长期借款	17.26	17.26	17.26	17.26	EBITDA/销售收入	28.75%	30.22%	31.19%	32.22%
其他负债	111.60	118.25	125.90	140.87	营运能力				
负债合计	521.10	428.31	521.49	628.83	总资产周转率	0.76	0.71	0.79	0.80
股本	135.28	216.45	216.45	216.45	固定资产周转率	4.71	3.71	5.34	7.59
资本公积	319.66	238.49	238.49	238.49	应收账款周转率	27.68	19.39	17.63	17.45
留存收益	963.70	1260.68	1686.00	2252.28	存货周转率	3.69	3.46	3.74	3.67
归属母公司股东权益	1432.24	1700.18	2125.50	2691.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.77%	—	—	—
少数股东权益	27.08	29.39	32.62	36.94	资本结构				
股东权益合计	1459.32	1729.57	2158.12	2728.72	资产负债率	26.31%	19.85%	19.46%	18.73%
负债和股东权益合计	1980.42	2157.89	2679.61	3357.55	带息债务/总负债	26.95%	4.03%	3.31%	2.74%
					流动比率	2.36	4.00	4.45	4.91
					速动比率	1.80	3.23	3.66	4.13
					股利支付率	0.00%	9.62%	7.43%	7.77%
					每股指标				
					每股收益	1.41	1.52	2.12	2.84
					每股净资产	6.74	7.86	9.82	12.44
					每股经营现金	1.63	0.37	2.09	2.47
					每股股利	0.00	0.15	0.16	0.22
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	376.98	444.64	594.02	775.89					
PE	22.17	20.54	14.69	10.99					
PB	4.62	3.97	3.18	2.51					
PS	5.15	4.59	3.54	2.80					
EV/EBITDA	8.49	13.38	9.31	6.49					
股息率	0.00%	0.47%	0.51%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn