



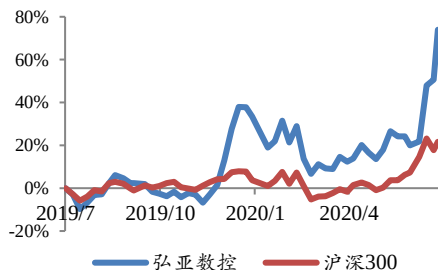
竣工回暖叠加精装修市占率提升，公司开启二次成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-07-27

收盘价（元）	34.25
近 12 个月最高/最低（元）	36.70/24.03
总股本（百万股）	216
流通股本（百万股）	123
流通股比例（%）	56.94
总市值（亿元）	74
流通市值（亿元）	42

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

联系人：郭倩倩

执业证书号：S0010120070013

相关报告

主要观点：

竣工回暖趋势确立，带动家具行业资本开支需求上行。精装房驱动定制家居行业集中度下降，腰部企业增速更快，国内一线板式家具设备商，产品具有高性价比优势。公司是国内板式家具设备龙头，行业底部持续推进产业链并购，强化竞争优势，有望充分受益本轮竣工周期与精装修渗透率提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

► 竣工回暖趋势确立，家具行业资本开支边际向上。

木工机械是典型的地产后周期，贝塔属性强于家具制造业。2017-2019 年地产新开工面积增速分别为 10.5%/19.7%/9.2%，同期地产竣工面积增长分别为 2.5%/-12.8%/3.0%。2019 年 9 月开始竣工增速转正，2020 年 1-6 月，竣工面积累计同比-10.47%，降幅较前值缩窄，竣工回暖趋势确立，家具制造业资本开支边际向上。

► 精装修市场集中度呈下降趋势，利好国内一线家具设备制造商。

2018 年以来 TOP11-100 的腰部房企精装楼盘的增长更快，头部精装修市场的集中度呈下降趋势，二三线家具制造商受益。B 端订单交付能力为开发商选择供应商关键因素，供应商快速扩产需求强烈。同时工程渠道产品的 SKU（产品型号）明显少于零售渠道，柔性制造能力低于 C 端需求。国内一线家具设备供应商交货周期、价格优势明显，产品性价比优于海外供应商，有望快速提升市占率。

► 穿越周期王者归来，产业链并购+可转债扩产开启新一轮向上空间。

公司是国内板式家具设备龙头，2017-2019 年公司市占率从 5%提升至 8%，行业下行周期坚持以市场为导向进行技术创新，智能封边机、数控多排钻等新产品得到市场高度认可，业绩稳健增长。同时公司持续推进产业链并购，加码数控加工中心，并于 2020 年 1 月公告可转债预案，募集资金扩产高端装备，有望充分享受本轮竣工周期与精装修渗透率提升。

投资建议

预计公司 2020~2022 年归母净利润为 15.53/19.27/22.43 亿元，yoy 18%/24%/16%，归母净利润分别为 3.42/4.43/5.49 亿元，yoy 13%/30%/24%，对应 PE 22X/17X/13X。2020Q2 业绩拐点已至，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、地产竣工不及预期；2、疫情反复，影响家具消费需求；3、公司产能投放不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1311	1553	1927	2243
收入同比(%)	9.8	18.5	24.0	16.4
归属母公司净利润	304	342	443	549
净利润同比(%)	12.6	12.5	29.5	24.0
毛利率(%)	36.12	35.57	37.28	38.36
ROE(%)	21.25	19.29	19.99	19.86
每股收益(元)	1.41	1.58	2.05	2.54
P/E	24.36	21.65	16.72	13.48
P/B	5.18	4.18	3.34	2.68
EV/EBITDA	14.16	17.52	12.91	9.77

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 国内板式家具机械龙头，穿越周期王者归来	5
1.1 板式家具设备制造商，业绩稳健增长	5
1.2 可转债加码智能装备，产业链并购强化竞争优势	8
2 精装房渗透率提升，带动板式家具机械	10
2.1 2020-2021 竣工大年带动家具制造商扩产	10
2.2 定制家具渗透率持续提升，二次扩产带动板式家具机械需求上行	12
2.3 精装房驱动定制行业集中度向腰部企业提升，拉动国内一线板式家具设备景气度	13
3 国内一线板式家具设备商开启新一轮成长	15
4 投资策略	20
4.1 分项业务收入预测	20
4.2 可比公司估值与投资建议	20
5 风险提示	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司木工机械产品涵盖板式家具制造环节.....	5
图表 2 公司发展历程.....	6
图表 3 公司股权结构与公司架构.....	6
图表 4 2011-2020Q1 营收&增速.....	7
图表 5 2011-2020Q1 净利润&增速.....	7
图表 6 公司各产品营收构成.....	7
图表 7 主要产品毛利率（封边机、裁板锯、多排钻）.....	7
图表 8 内销贡献主要营收.....	8
图表 9 公司客户体系覆盖知名定制家居厂商.....	8
图表 10 轻资产模式-2018 年固定资产占比仅 9.4%.....	8
图表 11 公司历史固定资产及周转率.....	8
图表 12 公司新产品开发.....	9
图表 13 公司产业链并购概况.....	10
图表 14 公司可转债发行助力高端产品扩产.....	10
图表 15 2011-2020 国内家具制造行业营收.....	11
图表 16 2011-2019 国内家具制造行业利润总额.....	11
图表 17 家具行业需求与竣工周期基本同步.....	11
图表 18 2016-2017 国内木制家具行业设备投资完成额.....	11
图表 19 地产新开工、销售和竣工累计同比增速.....	12
图表 20 家具分类.....	12
图表 21 板式家具样板示例.....	12
图表 22 定制化行业景气度持续领先行业平均水平.....	13
图表 23 定制化行业净利率率远高于行业平均水平.....	13
图表 24 定制家具行业现金流优异.....	13
图表 25 定制化家具存货周转率高于成品家具厂商.....	13
图表 26 欧派家居、金牌橱柜可转债发行助力扩产.....	13
图表 27 国内商品精装楼盘渗透率.....	14
图表 28 2017-2019 年精装修开发商市占率变化.....	14
图表 29 精装修开发商 50 强&非 50 强.....	14
图表 30 精装修设计主要家具上市公司 2019 年工程业务收入情况.....	15
图表 31 板式家具制造行业产业链.....	15
图表 32 2014-2017 年全球板式家具机械市场空间与竞争格局.....	16
图表 33 全球主要木工机械制造商.....	16
图表 34 2017-2019 板式家具设备年均市场空间（亿元）.....	17
图表 35 2017-2019 年国内板式家具设备市场市占率.....	17
图表 36 2012-2018 国内木工机械厂商进出口情况.....	17
图表 37 欧派所采购重要设备基本来自德国豪迈.....	18
图表 38 国内头部定制家具厂商集中度低，提升速度放缓.....	19
图表 39 国内板式家具机械制造商开启新一轮成长.....	19
图表 40 预计 2020-2022 年营业收入为 16.53/20.18 亿元.....	20
图表 41 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 28/21X.....	21

1 国内板式家具机械龙头，穿越周期王者归来

1.1 板式家具设备制造商，业绩稳健增长

公司专注于板式家具机械设备的研发、生产、销售，公司产品包括封边机、载板锯、多排钻、加工中心等多种机械设备，涵盖了板式家具制造各环节。产品主要应用于板式家具行业如套房家具、衣柜、橱柜、办公家具、酒店家具等的生产和制造，以及其他涉及人造板加工或使用的领域如木门、木地板的生产以及建筑装饰、会展展示、车船生产中所用人造板材的加工等。

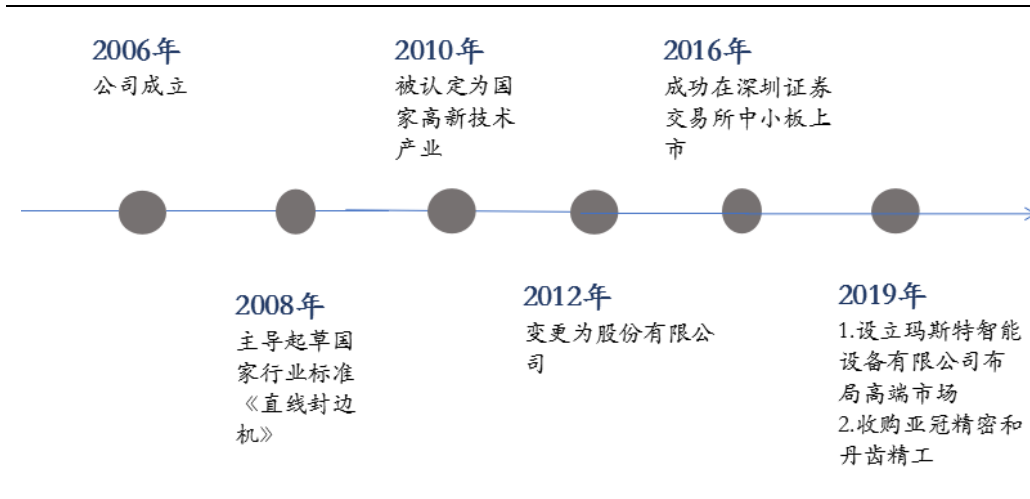
图表 1 公司木工机械产品涵盖板式家具制造环节

产品类别	产品介绍	终端产品
封边机	适用于板材的高速智能封边，配备烤灯装置，预热板材，提高压贴效果。可选配双上溶胶装置，快速切换深浅两种颜色胶水。准确控制胶水温度和涂胶量，减小胶线。采用履带压料，输送速度更快，压料更稳。	
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，锯切转向次数 2~6 次可调，达到最快切割效率，板材平均利用率达到 90% 以上。	
多排钻	适用于大批量家具生产的钻孔作业，一次完成四面钻孔。移动钻排和定位机构由高精度伺服驱动，导入加工数据即可自动到达指定位置，减少翻板次数以及调机时间，大幅提高钻孔效率。	
加工中心	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，利用高配机器人实现无人化上料与派送，集中式控制系统对产线上每一件产品和每一台设备进行实时跟踪和监控，极大提高设备运转效率。	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司成立于 2006 年，开始从事木工机械设备的生产，并于 2008 年主导起草直线封边机的行业标准,2012 年变更为股份有限公司，并在 2016 年在深交所中小板上市。2018 年公司并购 Masterwood 公司布局高端市场，2019 年先后收购亚冠精密和丹齿精工，消除产能瓶颈，补足零部件供应链，其中亚冠精密为木材加工机械制造企业，丹齿精工为齿轮等零部件生产企业，。

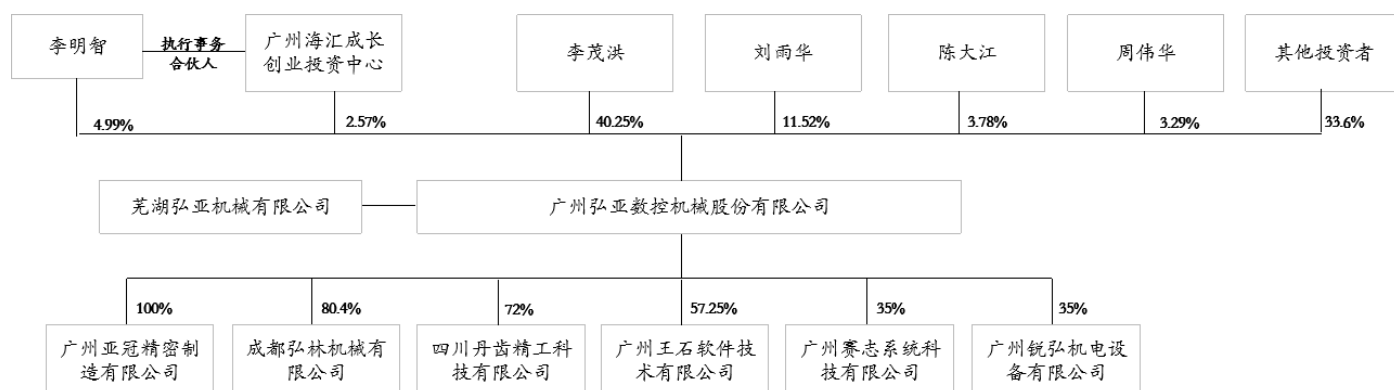
图表 2 公司发展历程



资料来源：wind，华安证券研究所

公司控股股东为李茂洪，李茂洪、刘雨华为公司的实际控制人，持股比例分别为 40.25%，10.53%，股权集中，核心管理团队长期从事板式家具机械行业，对产品市场和技术发展趋势了解透彻，并在多年的实际工作中积累了丰富的研发、生产、营销和管理经验。

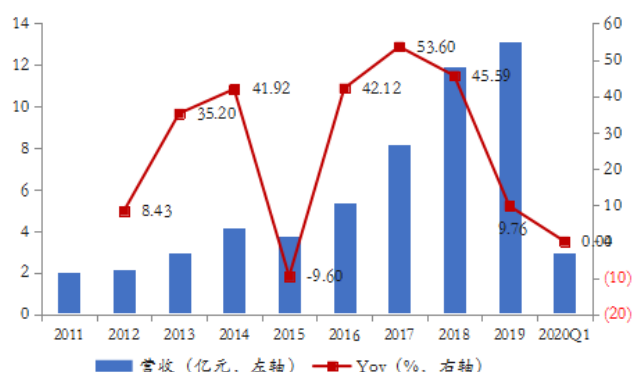
图表 3 公司股权结构与公司架构



资料来源：wind，华安证券研究所

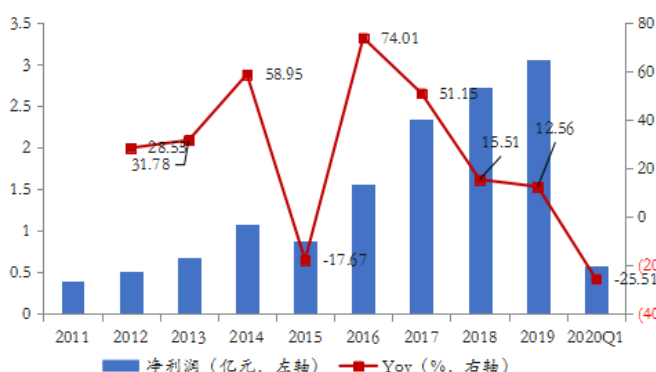
公司营收增长穿越周期，行业底部业绩展现出极强韧性。2011-2019 年营收复合增速达到 26%，净利润复合增速达到 29%，2015 与 2019 年呈现出明显的地产后周期，2014、2017 年均为地产竣工大年，公司营收增速明显加快。2018-2019 年行业下行阶段，净利润保持 12%-15% 的增长。

图表 4 2011-2019 营收 CAGR 26%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2011-2019 净利润 CAGR 29%

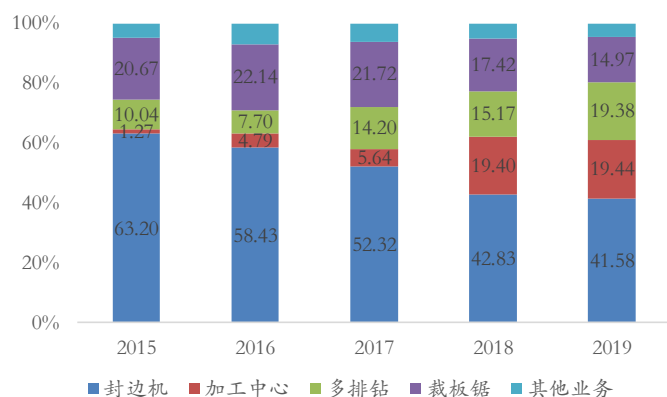


资料来源: wind, 华安证券研究所

封边机贡献公司主要营收, 加工中心收入占比持续提升。公司主要产品包括封边机、加工中心、多排钻、裁板锯等, 封边机为公司主要营收, 2019 年占总收入比例达到 42%, 公司持续开拓新业务加工中心, 2019 年并表 Masterwood 后占比近 20%。

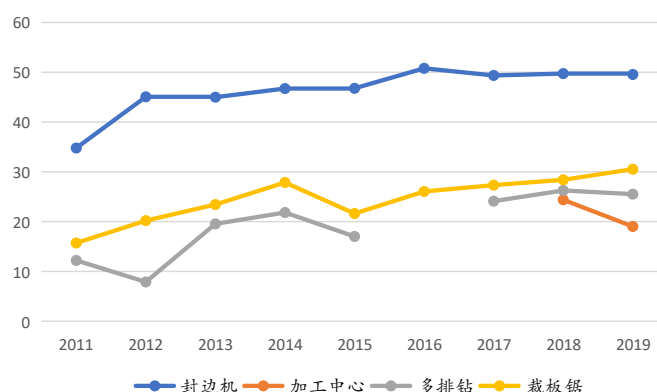
封边机毛利率维持较高水平, 其它产品毛利率逐步提升。公司通过不断的产品技术创新保持产品竞争力, 产品综合毛利率维持在较高水平, 2016 年后封边机毛利率稳定维持在 50% 左右, 其他产品毛利率维持在 20%-30%。

图表 6 公司各产品营收构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

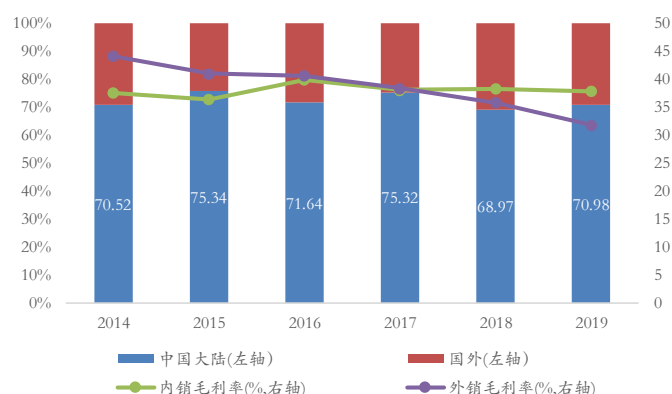
图表 7 主要产品毛利率 (封边机、裁板锯、多排钻)



资料来源: wind, 华安证券研究所

内销贡献主要收入, 客户资源优质。公司产品通过经销的方式对接国内各大家具厂商, 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、全友家私、好莱客衣柜、尚品宅配、皮阿诺、卡诺亚衣柜、百得胜整体衣柜、黎明家具、博洛尼整体家装等知名家具企业。

图表8 内销贡献主要营收



资料来源: wind, 华安证券研究所

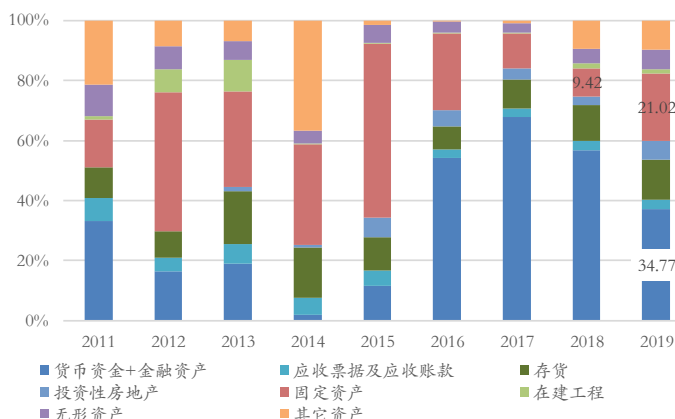
图表9 公司客户体系覆盖知名定制家居厂商



资料来源: wind, 华安证券研究所

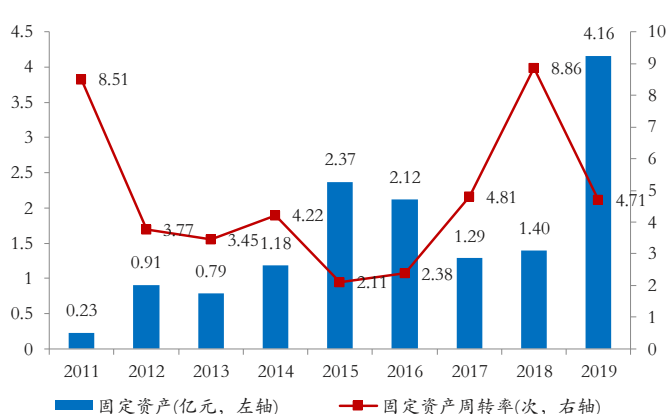
固定资产占比较低, 货币资金充足。公司主要完成机床结构、软件设计与组装集成等核心工艺段, 中间零部件生产制造流程通过委外加工方式完成。2018 年报披露固定资产占总资产比例 9.4%, 产能利用率饱和。2019 年购买土地资产, 落实高端装备扩产项目后占比达 21%。2016 年上市之后, 货币资金等金融资产维持在高位, 资金流动性充足。

图表10 轻资产模式-2018 年固定资产占比仅 9.4%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 公司历史固定资产及周转率



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 可转债加码智能装备, 产业链并购强化竞争优势

公司坚持以市场为导向的技术创新, 致力于为家具厂商提供更智能、自动化程度更高的生产设备。2018-2019 年地产下行周期, 公司通过加强研发, 数控产品类型逐渐丰富, 推出的智能封边机、双推手数控裁板锯、数控多排钻、六面数控钻等数控新产品已得到市场高度认可。

图表 12 公司新产品开发

新产品	产品功能
机器人数控钻智能生产线	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，利用高配机器人实现无人化上料与派送，大幅减少操作人数和车间场地面积，集中式控制系统对产线上每一件产品和每一台设备进行实时跟踪和监控，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。
智能封边机	适用于板材的高速智能封边，配备烤灯装置，预热板材，提高压贴效果。可选配双上溶胶装置，快速切换深浅两种颜色胶水。准确控制胶水温度和涂胶量，减小胶线。采用履带压料，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。智能控制，具备报警提示及封边带、热熔胶缺料自动提醒功能。
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，锯切转向次数 2~6 次可调，达到最快切割效率，板材平均利用率达到 90% 以上。具备完整的操作指示和故障排除指引，可与多种锯切优化软件、条码管理软件和工厂自动化软件兼容对接。压梁升降高度自动调整，锯切效率提高 25%。锯车驱动系统采用伺服控制和齿轮齿条传动，运行平稳快速。自动调整锯切行程，减少空行程时间，切板精度可达到 $\pm 0.1\text{mm}$ 。
六面数控钻	适用于木质板材一次性完成六面数控打孔（铰链孔、通孔、半通孔、水平钻孔）、双面开槽、镗铣、切角等加工。普工单人操作，工作负荷小。支持扫码加工，可与多种设计拆单和管理软件对接，实现智能化无缝衔接生产。采用侧靠定位和气浮式压板，压板和钻孔同时完成，可提高定位精度，减少板材划伤。采用高速双抓手长导轨，加大行程，有效避开加工孔位，减少换手次数，大板件可一次抓取完成加工。家具厂商可根据生产产量及生产工艺选择不同的进料出料方式。
数控多排钻	适用于大批量家具生产的钻孔作业，一次完成四面钻孔。移动钻排和定位机构由高精度伺服驱动，工控触摸一体机控制，导入加工数据即可自动到达指定位置，快速精准，减少翻板次数以及调机时间，大幅提高效率。系统可保存多组加工数据和预设数据。配备自动送料装置，快速自动进出。
PTP 加工中心	适用于多种木质板材的镗铣、侧铣、钻孔、锯切等复合加工。专业版操作软件，集绘图、编程等功能于一体，与设计拆单软件完美对接。无需编程和调机，即可完成五面孔位加工、正面开槽和异型加工，双工位交替工作，不间断生产，有效提高生产效率。采用意大利 HSD 主轴和钻组，技术性能稳定。配置 16 位圆盘式伺服刀库，满足多元化加工需求。

资料来源：wind，华安证券研究所

产业链并购持续推进，加强数控加工中心研发与核心零部件自制。2018 年公司通过现金收购了广州王石软件技术有限公司和意大利 MASTERWOOD S. P. A. 的股权，加快提升了公司数控产品的研发实力以及产品制造水平。广州王石专注于木工机械智能运动控制系统的开发和应用，其开发的家具机械应用软件已集成到公司新推出的数控产品上，加工效率和稳定性得到市场高度认可。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，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。2019 年收购丹齿精工，主要从事齿轮研制，产品覆盖汽车、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，有助于实现公司部分高精度核心零部件的进口替代，在较短时间内达到公司布局精密传动零部件产业链的预期并尽快形成协同效应。

2020 年 7 月再次发布预案，拟收购“中设机器人”，借助其在机器人应用系统集成领域的技术经验，有助于公司实现核心零部件、数控家具生产设备、工业机器人系统集成的产业链协同发展目标。

图表 13 公司产业链并购概况

时间	并购标的	金额	产品	协同性
2017.12	王石软件	658 万元	计算机技术开发、技术服务;软件开发	为数控产品赋能, 提高加工效率及稳定性。
2018.12	普斯特机械	2500 万元	机械设备、机械配件	为公司在木工机械装备相关领域的横向布局。
2018.04	Masterwood	1.28 亿元	中高端数控机械研发生产	进一步提升公司在数控加工中心领域的技术水平,加速公司自动化升级的步伐,提高企业核心竞争力
2019.12	四川丹齿	1.07 亿元	机械设备零部件	有利于公司快速将产业链向上游延伸, 进一步完善公司的市场版图, 有效提升数控产品精密传动等核心零部件的自主研发和制造能力, 实现部分高精度核心零部件的进口替代, 降低部分配件采购成本。
2019.06	亚冠精密	1.79 亿元	木材加工机械制造	为公司未来做大做强主营业务储备必要的生产经营场地, 进一步增强公司持续发展能力。
2020.7 (预案)	中设机器人	3068 万元	机器人应用系统集成	借助其在机器人应用系统集成领域的技术经验, 有助于公司实现核心零部件、数控家具生产设备、工业机器人系统集成的产业链协同发展目标。

资料来源: wind, 华安证券研究所

可转债助力扩产智能设备与零部件供应链配套。国内木工机械高端装备产品市场主要被国际木工机械行业的德国豪迈、意大利比亚斯等巨头占据。公司于 2020 年 1 月发布可转债预案, 一方面提升公司加工中心、封边机、裁板锯、数控钻、柔性生产线等高端装备的自主创新研制能力, 优化产品结构及丰富产品系列, 以更好地适应下游家具企业对于智能化、数控化及柔性化生产设备的需求; 另一方面由于板式家具设备制造行业低端产品的技术门槛不高, 产品和技术容易相互模仿, 机械制造行业具有相关技术基础或市场资源的企业可以通过兼营或转型方式进入板式家具机械行业。公司为保证高端产品的功能性、精密度、数控化等技术领域的技术制高点, 投入大量资源深度开发设计各系列产品的机械零部件, 优化产品的整体功能结构, 降低用料成本, 保证高精度数控产品的技术领先和成本领先。

图表 14 公司可转债发行助力高端产品扩产

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

资料来源: wind, 华安证券研究所

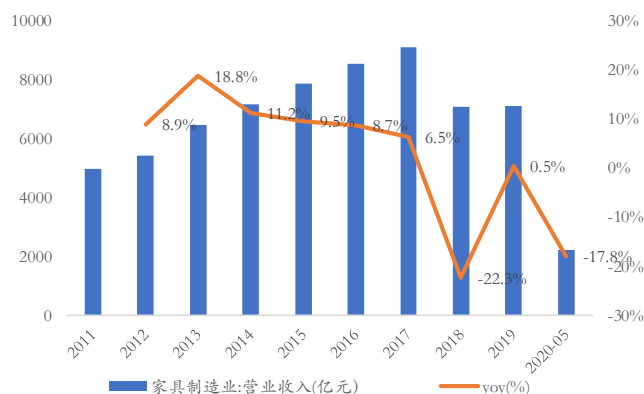
2 精装房渗透率提升, 带动板式家具机械

2.1 2020-2021 竣工大年带动家具制造商扩产

家具制造行业持续扩容, 2018 年受地产竣工等多重因素影响大幅下滑。2012 年至

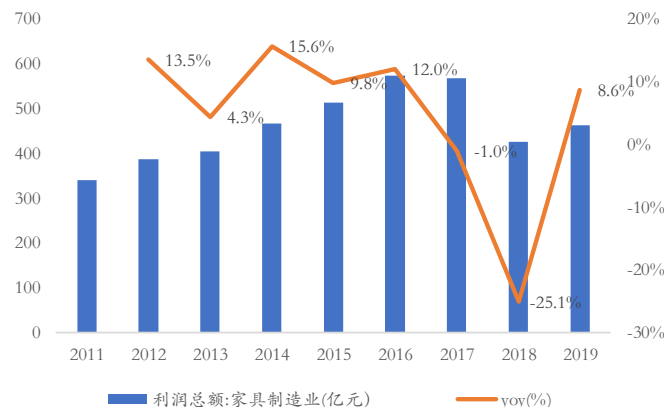
2017 年我国家具行业的主营收入 CAGR 达 12%，利润 CAGR 为 11.7%。2015 年起房地产回暖，加上旧房改造家具的需求推动，家具行业成持续增长，产能和固定资产投资同步扩张。2018 年受地产竣工推迟影响、贸易摩擦，以及统计口径的因素，家具行业营收大幅下滑。2020 年 Q1 受疫情影响线下需求，随着疫情缓解 C 端需求呈现回暖趋势。

图表 15 2011-2020 国内家具制造行业营收



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

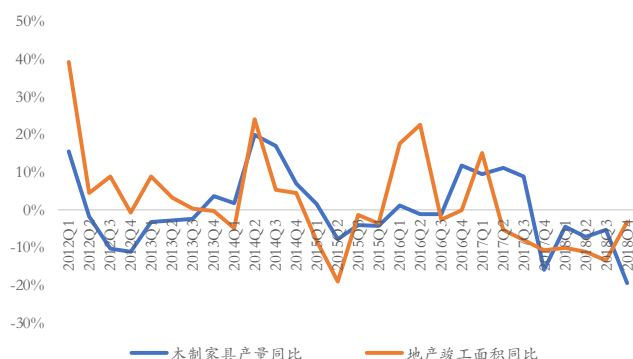
图表 16 2011-2019 国内家具制造行业利润总额



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

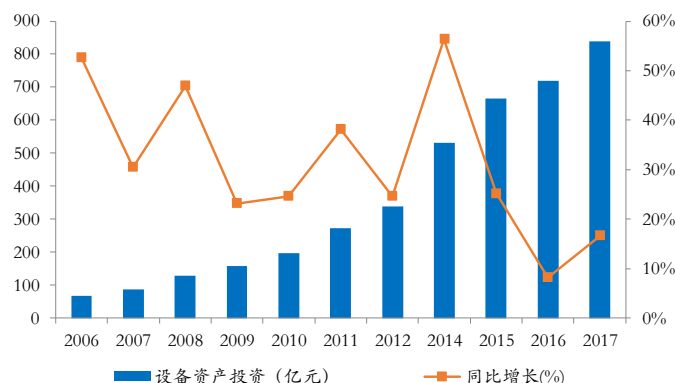
地产销售直接影响家具制造行业的景气度，也间接影响了家具制造行业的资本开支。复盘 2012-2018 年地产销售单季度情况与地产竣工同步性较强，而家具企业资本开支略滞后于家具行业景气度周期。

图表 17 家具行业需求与竣工周期基本同步



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 18 2016-2017 国内木制家具行业设备投资完成额

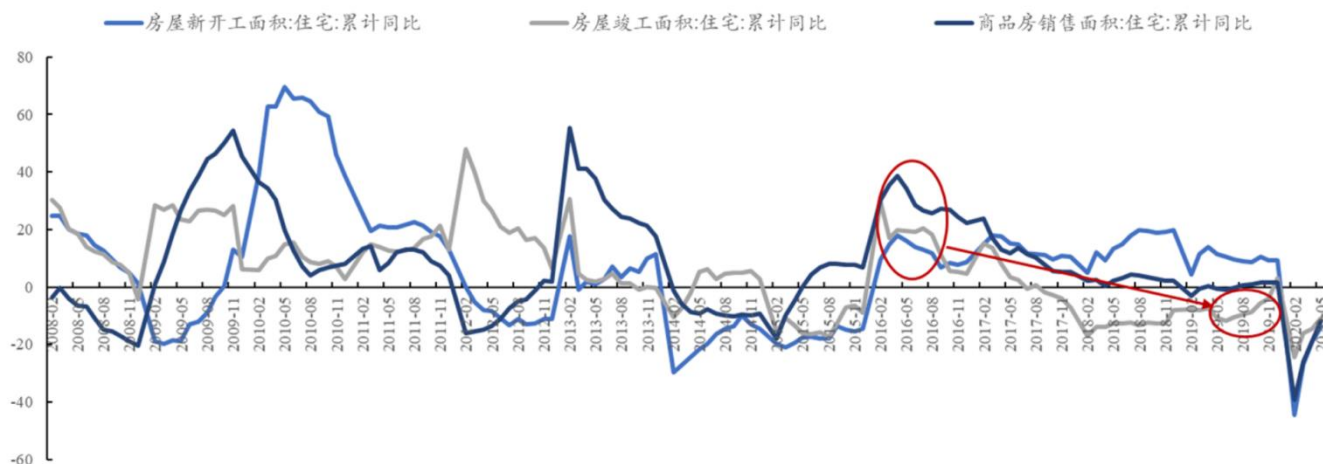


资料来源：国家统计局、华安证券研究所

竣工回暖趋势确立，未来三年有望延续，拉动家具机械行业资本开支上行。

2017-2019 年地产新开工保持快速增长，而地产竣工表现低迷，地产新开工面积增速分别为 10.5%，19.7%和 9.2%。同期地产竣工面积增长分别为 2.5%，-12.8%和 3.0%，表现低迷。2019 年 9 月地产竣工增速由负转正，当年 9-12 月分别同比增长 1.1%，18.8%，5.0%和 20.7%。受疫情影响，竣工复苏的节奏被打断，2020 年 1-5 月，房屋竣工面积累计同比-11.3%，降幅较前值缩窄 3.2 个 pct，5 月单月竣工面积同比 +6.2%，竣工回暖的趋势确立。

图表 19 地产新开工、销售和竣工累计同比增速

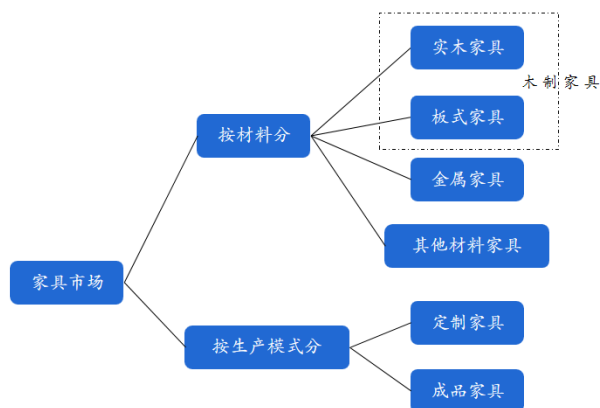


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

2.2 定制家具渗透率持续提升，二次扩产带动板式家具机械需求上行

家具板式按照材料类型可以划分为：玉石家具、实木家具、板式家具、软体家具等。按照生产模式分成定制家具、成本家具，其中定制家具渗透率持续，而**板式家具**作为橱柜、衣柜、木门、床体主要应用材料，已经成为定制家具中最大型材应用品类。板式家具是以人造板为主要基材、以板件为基本结构的拆装组合式家具。

图表 20 家具分类



图表 21 板式家具样板示例

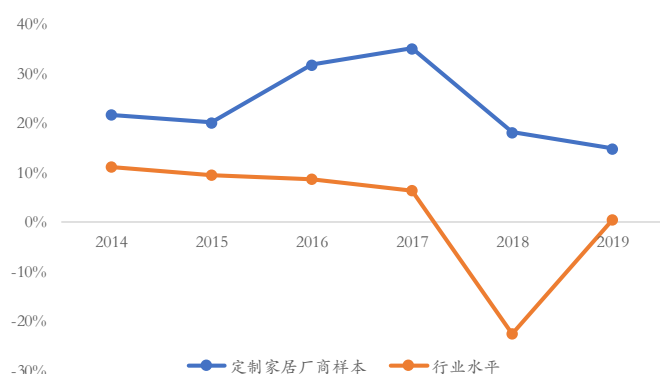


资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：华安证券研究所整理

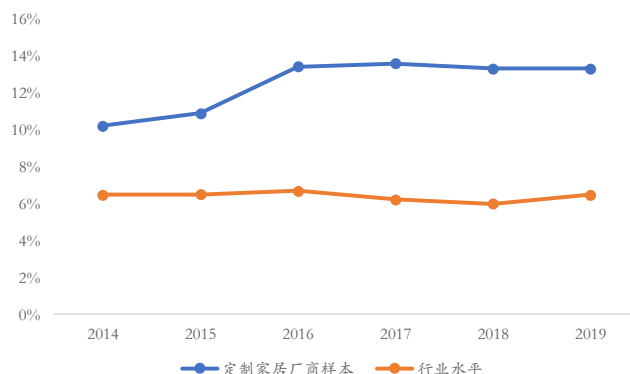
定制家具商业模式优于成品家具。终端消费者年轻化更青睐于设计感，且定制家具更有利于节约房屋面积用量。我们选取欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、好莱客、索菲亚、皮阿诺、志邦家具作为定制化家具样本厂商，对比 2014-2019 年营收增长率、净利润率定制化模式远高于成品家具。定制家具制造商基本为先款后货下单模式，且以销定零部件库存模式减少库存，现金流与存货周转率水平非常健康。

图表 22 定制化行业景气度持续领先行业平均水平



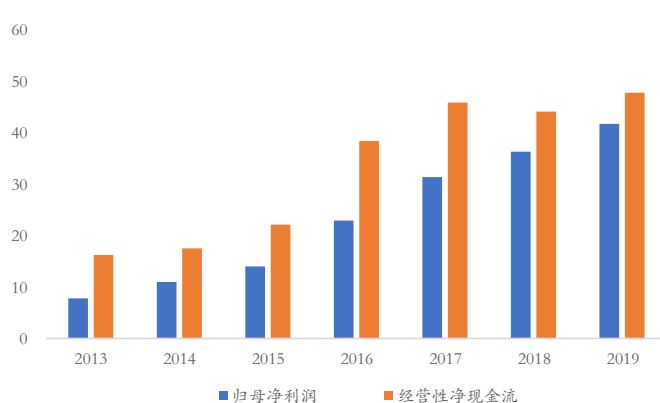
资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 23 定制化行业净利润率远高于行业平均水平



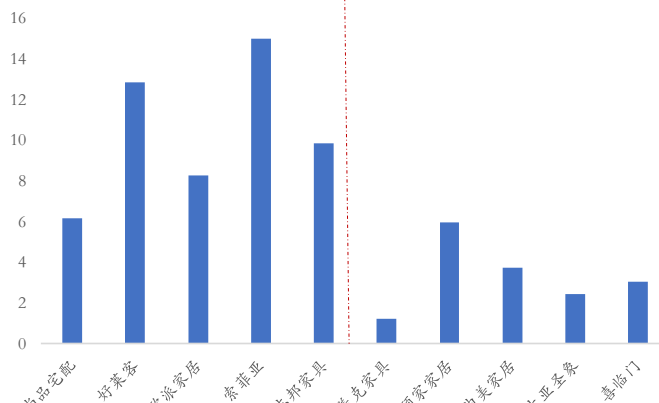
资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 24 定制家具行业现金流优异



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 25 定制化家具存货周转率高于成品家具厂商



资料来源：Wind、华安证券研究所

定制家具密集上市带动行业资本开支。随着 2011 年索菲亚上市后，2017 年欧派家居、尚品宅配、好莱客、皮阿诺等细分领域龙头企业陆续上市，借助资本市场扩产，带动相关装备企业的快速成长。家具厂商一般把厂房准备好，然后根据明后年的工作规划会有序扩产。截止 2019 年，头部定制企业产能利用率 90% 以上，竣工周期与精装修渗透率提升带来第二轮扩产。

图表 26 欧派家居、金牌橱柜可转债发行助力扩产

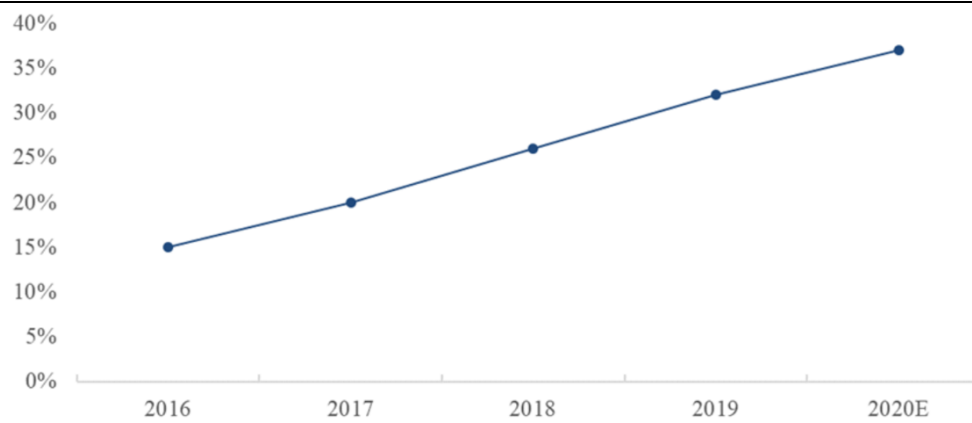
公司	可转债发行时间	项目投资金额 (万元)	扩产项目
欧派家居	2019/08/15	108083	清远生产基地 (二期) 建设项目
		83539	无锡生产基地 (二期) 建设项目
		211303	成都欧派智能家居建设项目
金牌橱柜	2019/3/28	40040	厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目
		17946	江苏金牌厨柜有限公司二期工程项目

资料来源：华安证券研究所整理

2.3 精装房驱动定制行业集中度向腰部企业提升，拉动国内一线板式家具设备景气度

与毛坯房相比，精装房在成本、环保、安全等方面拥有诸多优势。对开发商而言，批量采购和整体施工，能够节约成本、低碳环保。对消费者而言，精装房的合理设计和布局能帮助他们规避安全隐患，同时拎包入住也为他们节约了大量的时间成本。

图表 27 国内商品精装楼盘渗透率

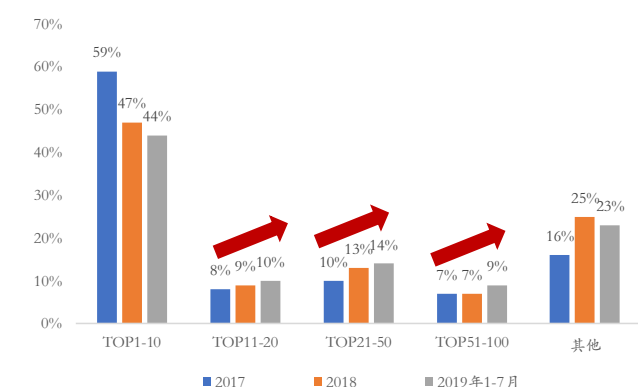


资料来源：奥维云网，华安证券研究所

2018 年以来 TOP11-100 的腰部房企和中小房企精装楼盘的增长更快，精装修市场的集中度呈下降趋势。2019 年，TOP5 房企精装修市场份额为 32%，较 2018 年下降 7 个 pct。非 50 强房企精装房的占比持续提升，2019 年非 50 强房企的精装房占比为 39.2%，较 2018 年提升了 6.2 个 pct。

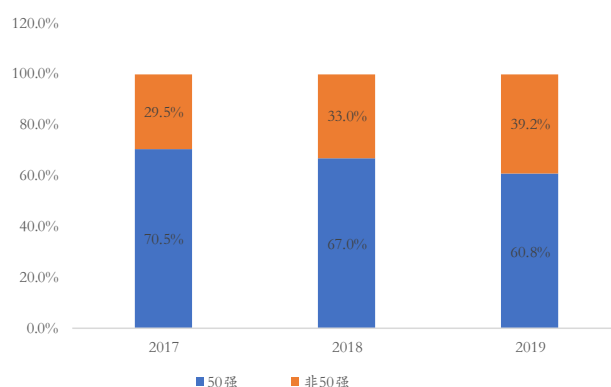
中小地产商客户潜力巨大。龙头房企的全装修率已经较高，每年开盘数的增量也有限，作为下游供应商，在争取原有客户更多份额的同时，也要不断开拓新的腰部和中小地产客户，才能保持持续快速发展的动能。另一方面，从大客户向小客户发展的路径，对供应商来说相对容易。拥有龙头地产客户的工程项目经验，也为这些供应商与新客户的合作打下良好的基础。同时，品牌供应商对规模相对小一些的地产客户的议价能力或能较龙头地产客户更强。

图表 28 2017-2019 年精装修开发商市占率变化



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图表 29 精装修开发商 50 强&非 50 强



资料来源：奥维云网，华安证券研究所整理

由于供应商的交付周期将直接影响开发商的交房，伴随新一轮交房高峰的来临以及精装修渗透率的提升，交付能力已经成为开发商选择供应商非常重要的考虑因素，精装修渗透率提升将显著拉动板式家具机械扩产。B 端订单与 C 端相比产品单价较

低，但是规模效应带动毛利率提升，同时从我国家居不同渠道的产品 SKU 数量来看，工程渠道产品的 SKU 明显少于零售渠道，柔性制造能力低于 C 端需求。同时本轮精装修房市场集中度呈下降趋势，二三线家具制造商扩产动力充足，利好国内一线板式家具机械供应商。

图表 30 精装修设计主要家具上市公司 2019 年工程业务收入情况

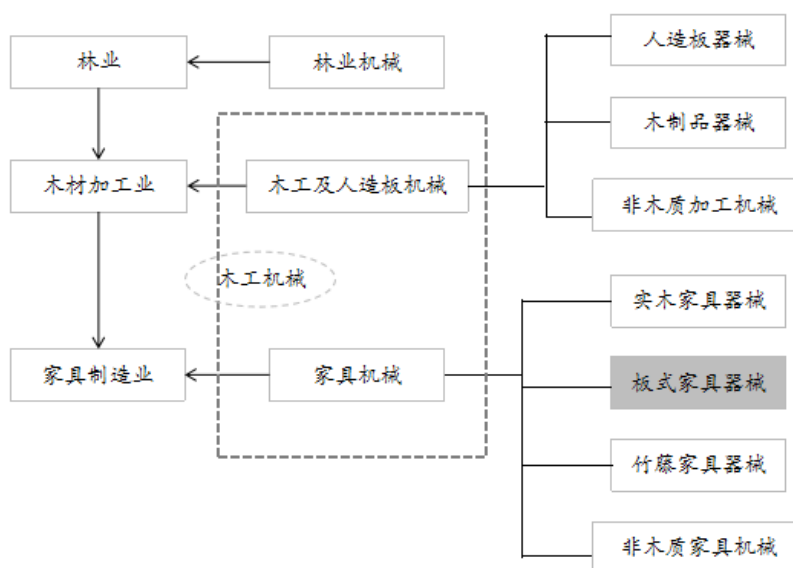
	江山欧派	欧派家居	志邦家具	金牌厨柜	皮阿诺
工程业务收入规模 (亿)	16.84	21.62	6.39	5.05	6.43
工程业务收入YOY	78.17%	52.53%	63.53%	148.73%	110.04%
工程业务收入占比	83.11%	15.98%	21.57%	23.76%	43.70%
工程业务收入占比较 2018 年的变动 (pct)	9.42%	3.66%	5.51%	11.83%	16.13%

资料来源：wind，华安证券研究所

3 国内一线板式家具设备商开启新一轮成长

板式家具机械制造业是家具制造业的中游，是木材加工机械制造业的细分子行业。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。

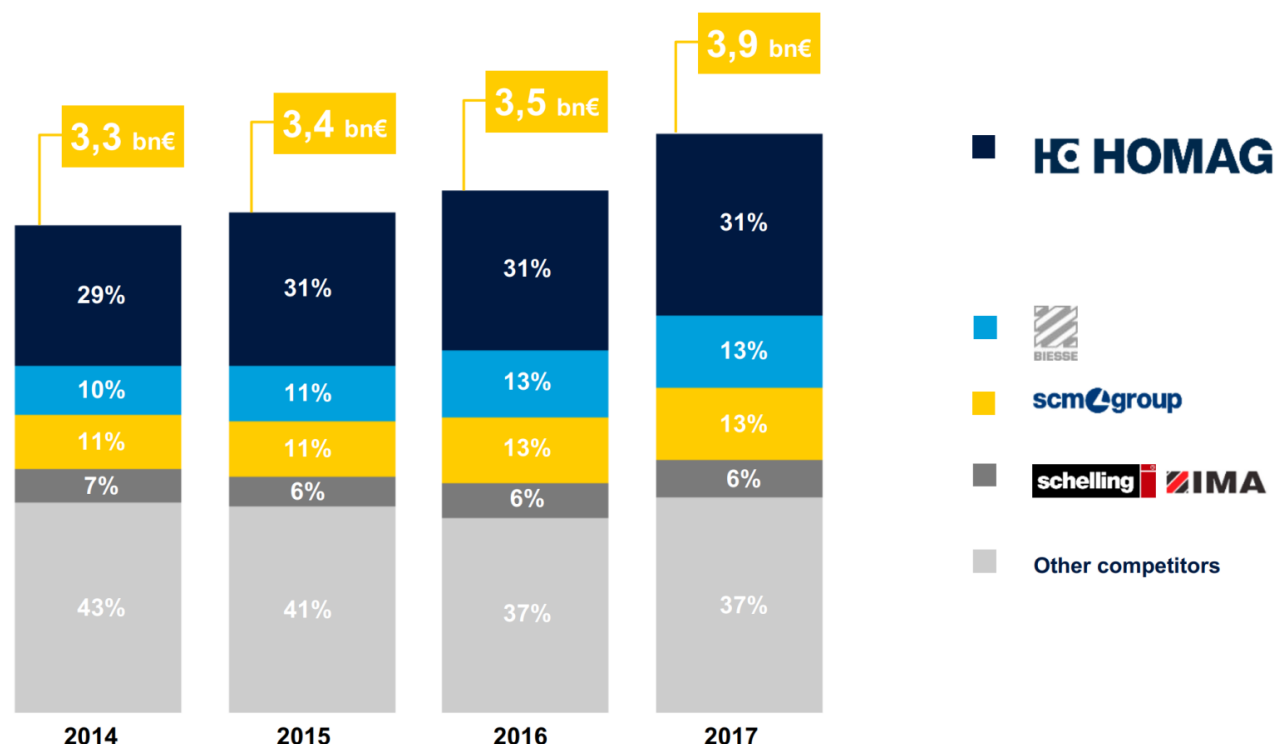
图表 31 板式家具制造行业产业链



资料来源：wind，华安证券研究所

2017 年年全球木工机械设备市场空间 33 亿欧元，CR4 达 63%。德国 HOMAG 集团占全球市场的 30%，处于绝对行业领先地位。前四大供应商包括意大利 BIESSE、SCM、IMA 集中度从 2014 年的 57% 上升到 2017 年 63%，其中很大的因素在于 2016-2017 年国内一线定制家具企业扩产拉动了高端木工机械设备需求，头部设备商充分受益。

图表 32 2014-2017 年全球板式家具机械市场空间与竞争格局



资料来源：华安证券研究所整理

图表 33 全球主要木工机械制造商

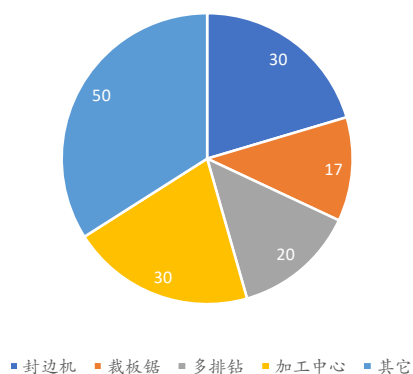
公司	国家	2019 年营收	公司介绍
豪迈集团	德国	12.09 亿欧 (2017)	成立于 1960 年，产品系列齐全，综合实力较强，智能工厂等加工中心在处于世界领先地位。1998 年在上海松江建立了生产基地，主要面向国内一线定制家具品牌。2014 年 10 月杜尔集团以 2.19 亿欧元收购公司 53.7% 的股份，成为最大股东。
BIESEE	意大利	7.41 亿欧	成立于 1969 年，知名木工机械跨国公司。致力于研发和生产高科技的木工领域的机械设备，主要产品有 CNC 数控中心、软轴钻床、角面板尺寸中心、层压板镶边机、双磨边磨床系统等。
SCM GROUP	意大利	7.12 亿欧元 (2018)	成立于 1952 年，是国际木工机械行业的主要企业之一。该公司已有 60 年的木工机械生产经验，目前在全球有 27 个生产工厂和 27 个国外分支机构，业务及产品范围较广，不仅生产传统家具机械，还生产对玻璃、塑料、大理石、复合材料等进行加工的全自动设备。
IMA	奥地利/德国	2.79 亿欧 (2018)	全球高精密锯切技术企业-奥地利谢林与封边、排钻和数控技术德国伊玛集团于 2015 年合并成立为伊玛谢林集团，总部位于德国北部吕贝克，公司为全球专业板式家具制造商提供的定制家具柔性生产线，最先进的激光封边机，排钻和加工中心等全屋定制整厂规划。
弘亚数控	中国	13.11 亿元	板式家具机械制造商，国内一线品牌
南兴装备	中国	9.2 亿元 (木工机械)	公司产品涵盖封边机、数控裁板锯、多轴钻、精密推台锯四大系列，公司开发并量产的多款高速木材复合加工中心、数控钻、柔性加工单元在国内板式家具机械行业中处于技术领先水平。

资料来源：彭博，华安证券研究所

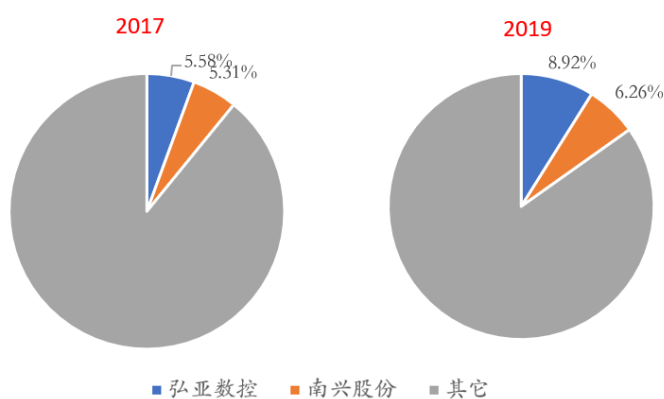
国内木工机械市场需求呈现地产后周期特性，2016-2018H1，地产竣工上行叠加欧派等板式家具企业集中上市，资本开支上行。2018H2-2020Q1 年受贸易摩擦、疫情影响，及前期产能消化，需求大幅下滑，我们预计 2017-2019 板式家具机械年平均市场空间在 150 亿元，其中封边机、裁板锯、多排钻、加工中心占总需求的 65%。

弘亚和南兴作为国内第一梯队的企业，定位中高端的家具机械设备，2017-2019 年市占率持续提升，同期豪迈在中国大陆区收入呈下滑态势。2018 年行业国内进口木工机械设备额下滑，而出口额保持增长趋势。

图表 34 2017-2019 板式家具设备年均市场空间（亿元）



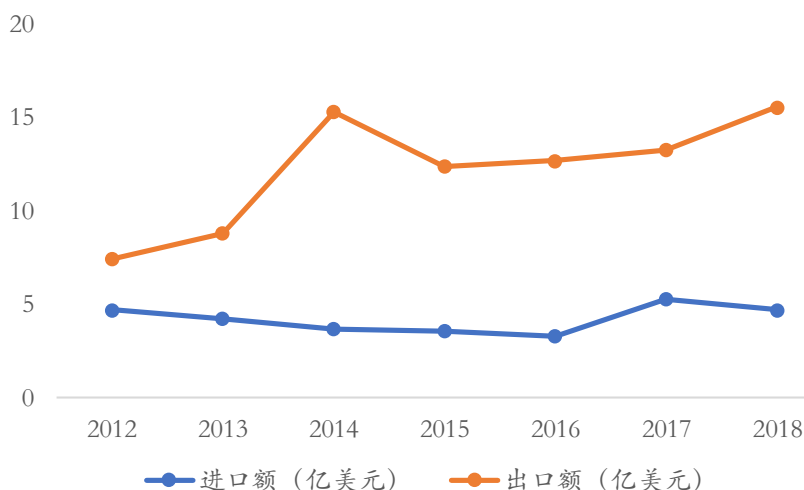
图表 35 2017-2019 年国内板式家具设备市场市占率



资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：华安证券研究所整理

图表 36 2012-2018 国内木工机械厂商进出口情况



资料来源：国际贸易统计，华安证券研究所

一线定制化家具龙头企业倾向进口供应商。设备使用周期取决于设备本身质量，进口设备的使用周期 10 年左右，欧派等一线定制企业机器设备折旧周期 10 年也印证了这一点。进口设备在质量、用料、稳定性测试方面比较好，配套的专业服务，适合搭建工业 4.0 智能工厂。同时由于设备采购价值占家具厂商资本开支比例较低，一线定制化家具制造商以海外龙头厂商为主，以欧派家居为例，2016 年封边机等加

工设备总净值为 3.77 亿元，占固定资产比例为 24.5%，其重要设备采购均来自金田豪迈木工机械贸易有限公司，主要代理豪迈集团旗下设备。

图表 37 欧派所采购重要设备基本来自德国豪迈

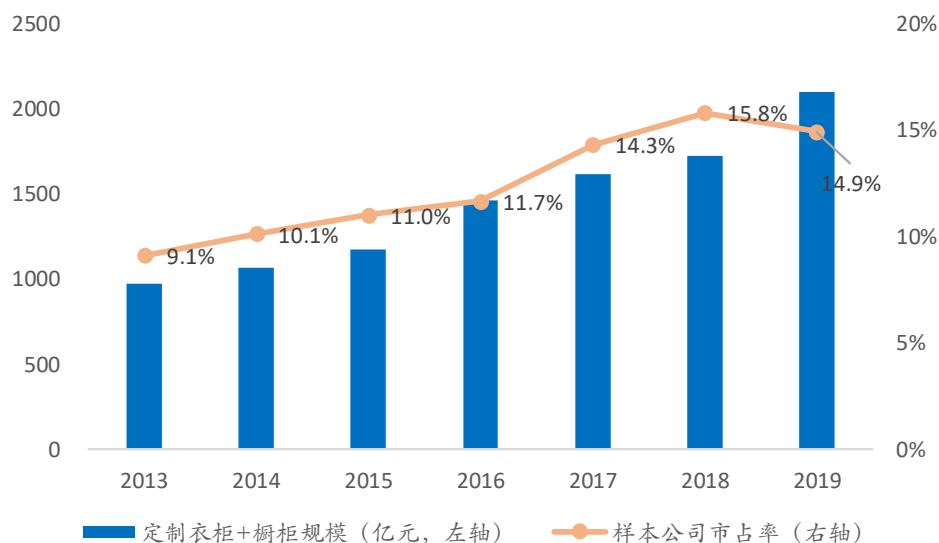
时间	供应商	设备名称	合同金额（万元）
2014.01	东莞金田豪迈	片锯、多片锯出料装置、快速优选截断锯等设备	1240
2015.01	东莞金田豪迈	全自动计算机板材开料锯、全自动直线封边机、加工中心生产线、数控钻孔机等设备	1680
2015.01	东莞金田豪迈	全自动计算机板材开料锯、全自动直线封边机、加工中心生产线、多功能数控加工中心、数控点对点钻孔加工中心等设备	2139
2015.08	东莞金田豪迈	全自动计算机板材开料锯、计算机数控多功能加工中心、计算机数控多功能加工中心、计算机数控多功能加工中心、异形表面砂光机等设备	1839
2015.11	东莞金田豪迈	全自动计算机板材开料锯、计算机数控多功能加工中心、计算机数控多功能加工中心、计算机数控多功能加工中心、异形表面砂光机等设备	1007
2015.11	东莞金田豪迈	直线封边机连线、全自动直线封边机、全自动直线封边机右向、全自动直线封边机-窄板、全自动直线封边机、自动计算机板材开料锯等设备	2475
2015.11	东莞金田豪迈	通过式 CNC 钻孔中心、计算机数控多功能加工中心、全自动数控板材开料锯、三维贴面压机、专用双角切角锯配数控挡尺、包覆生产线等设备	1060
2015.11	东莞金田豪迈	全自动计算机纵横开料锯、德国原装四端封边生产线、全自动多轴六排钻机、全自动计算机板材开料锯、左右封边连线备	2458
2015.11	东莞金田豪迈	直线封边机连线、右向直线封边机、左向直线封边机、全自动直线封边机、自动计算机板材开料锯、全自动计算机板材开料锯等设备	2846
2015.12	东莞金田豪迈	全自动计算机板材开料锯、全自动计算机板材纵横开料锯、四端封边生产线、全自动双端封边机、柔性封边机连线、通过式加工中心生产线等设备	5208

资料来源：欧派招股说明书，华安证券研究所

定制化家具行业集中度提升慢，二三线家具企业仍具有拓展空间。欧派家居国内上市定制家居企业中营收规模最大的，2019 年整体营收 135 亿元，在定制家居行业内市占率仅 4.5%。2019 年前 7 家定制家居公司合计总营收 313 亿元，市占率为 14.92%，相较 2018 年下滑 0.9 个 PCT。2018 年之前定制一线品牌通过跑马圈地方式拓展传统零售渠道，提升市占率，红利在 2018 年消耗殆尽，整装与精装渗透率抢占传统渠道份额，二三线定制家具企业市

占率上升。

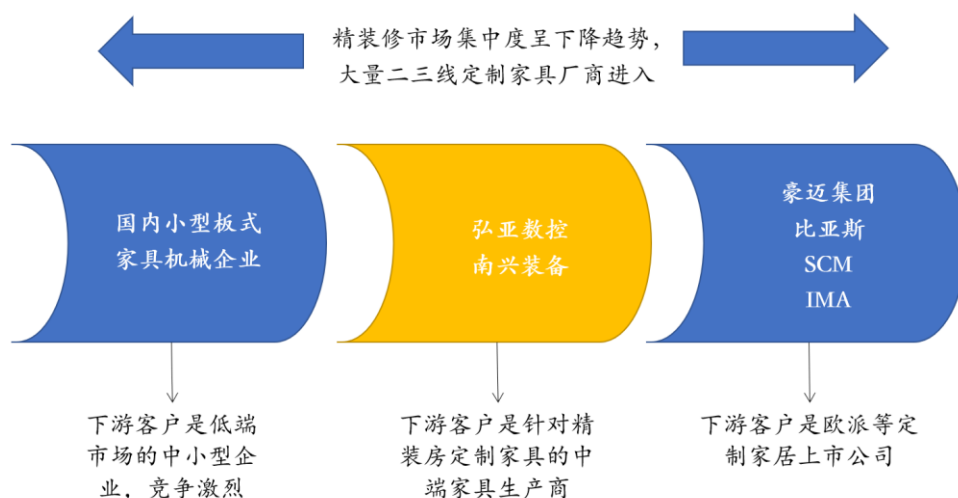
图表 38 国内头部定制家具厂商集中度低，提升速度放缓



资料来源：华安证券研究所整理

精装修头部市场集中度呈下降趋势，腰部地产商精装率提升空间更大，有利于国内一线家具设备制造商抢占市场份额。2018 年以来 TOP11-100 的腰部房企和中小房企精装楼盘的增长更快，精装修市场的集中度呈下降趋势，二三线家具制造商受益。B 端订单交付能力为开发商选择供应商关键因素，供应商快速扩产需求强烈。同时工程渠道产品的 SKU 明显少于零售渠道，柔性制造能力低于 C 端需求。我国板式家具的生产基本处于传统的机械化生产阶段，劳动力成本不断上涨的形势下，自动化化率提升空间高。国内一线家具设备供应商交货周期、价格优势明显，产品性价比优于海外供应商，相对于国内中小型板式家具机械制造商，产品可靠性、性能优势显著，有望快速提升市占率。

图表 39 国内板式家具机械制造商开启新一轮成长



资料来源：华安证券研究所整理

4 投资策略

4.1 分项业务收入预测

图表 40 预计 2020-2022 年营业收入为 15.53/19.27/22.43 亿元

项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
裁板锯					
销售收入	百万元	196.32	206.55	235.20	268.08
增长率	%	-5.64	5.21	13.87	13.98
毛利	百万元	59.93	58.93	69.17	81.92
毛利率	%	30.53	28.53	29.41	30.56
多排钻					
销售收入	百万元	254.12	282.03	348.16	394.43
增长率	%	40.24	10.98	23.45	13.29
毛利	百万元	64.84	66.33	85.65	98.77
毛利率	%	25.52	23.52	24.60	25.04
封边机					
销售收入	百万元	545.12	735.92	956.69	1148.03
增长率	%	6.56	8.57	19.31	13.22
毛利	百万元	270.09	349.93	463.99	567.81
毛利率	%	49.55	47.55	48.50	49.46
加工中心					
销售收入	百万元	254.85	268.13	325.92	371.84
增长率	%	9.99	5.21	21.55	14.09
毛利	百万元	48.47	48.32	70.27	82.18
毛利率	%	19.02	18.02	21.56	22.10
其他业务					
销售收入	百万元	60.59	60.59	60.59	60.59
增长率	%	-2.24	0.00	0.00	0.00
毛利	百万元	30.21	29.00	29.08	29.69
毛利率	%	49.87	47.86	48.00	49.00
合计					
销售收入	百万元	1311.01	1553.21	1926.55	2242.96
增长率	%	9.76	18.47	24.04	16.42
毛利	百万元	473.54	552.50	718.16	860.37
毛利率	%	36.12	35.57	37.28	38.36

资料来源：公司公告、华安证券研究所整理

4.2 可比公司估值与投资建议

我们选取南兴装备、捷昌驱动、杰克股份，作为全球家具、服装自动化行业估

值对标，2020-2021 年平均 PE 为 28X/21X，弘亚数控低于可比公司平均估值水平，首次推荐，给予“买入”评级

图表 41 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 28/21X

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603337.SH	杰克股份	0.68	0.72	0.94	31.01	27.10	20.61
002757.SZ	南兴装备	1.04	0.93	1.42	16.21	19.14	12.50
603583.SH	捷昌驱动	1.6	1.68	2.04	27.87	32.73	27.04
平均值					25.03	28.04	21.35
002833.SZ	弘亚数控	1.41	1.58	2.05	24.36	21.65	16.72

资料来源：Wind，华安证券研究所（可比公司盈利预测与估值取自 2020/07/26 Wind 一致预期）

5 风险提示

- 1、地产竣工周期下行；
- 2、疫情反复，影响家具消费需求；
- 3、公司产能投放不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1040	1166	1541	2012
现金	157	311	611	1022
应收账款	58	50	63	74
其他应收款	10	5	7	9
预付账款	9	9	12	14
存货	247	218	271	313
其他流动资产	561	573	577	580
非流动资产	940	1070	1218	1367
长期投资	275	310	345	380
固定资产	439	540	659	780
无形资产	201	194	187	181
其他非流动资	26	26	26	26
资产总计	1980	2236	2759	3379
流动负债	440	350	426	492
短期借款	123	0	0	0
应付账款	138	109	137	159
其他流动负债	178	241	289	333
非流动负债	81	81	81	81
长期借款	17	17	17	17
其他非流动负	64	64	64	64
负债合计	521	431	507	573
少数股东权益	27	30	34	39
股本	135	216	216	216
资本公积	320	320	320	320
留存收益	964	1225	1668	2218
归属母公司股东	1432	1775	2218	2768
负债和股东权	1980	2236	2759	3379

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	352	413	462	584
净利润	306	345	447	554
折旧摊销	22	40	49	58
财务费用	-1	4	1	1
投资损失	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	52	61	1	7
其他经营现金	8	-2	-1	-1
投资活动现金	-380	-132	-161	-171
资本支出	-103	-132	-161	-171
长期投资	-214	0	0	0
其他投资现金	-64	0	0	0
筹资活动现金	67	-127	-1	-1
短期借款	0	-123	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	18	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	49	-4	-1	-1
现金净增加额	39	154	300	412

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1311	1553	1927	2243
营业成本	838	1001	1208	1383
营业税金及附加	11	13	16	19
销售费用	44	48	62	70
管理费用	64	68	87	94
财务费用	-5	-2	-9	-16
资产减值损失	-20	0	0	0
公允价值变动收	14	0	0	0
投资净收益	35	35	35	35
营业利润	360	404	525	651
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	359	406	526	652
所得税	53	61	79	97
净利润	306	345	447	554
少数股东损益	2	3	4	5
归属母公司净利润	304	342	443	550
EBITDA	327	407	529	657
EPS (元)	1.41	1.58	2.05	2.54

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.76%	18.47%	24.04%	16.42%
营业利润	12.28%	12.37%	29.81%	23.99%
归属于母公司净利	12.56%	12.49%	29.48%	24.02%
获利能力				
毛利率(%)	36.12%	35.57%	37.28%	38.36%
净利率(%)	23.22%	22.04%	23.01%	24.51%
ROE(%)	21.25%	19.29%	19.99%	19.86%
ROIC(%)	37.60%	43.12%	48.83%	53.97%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.31%	19.28%	18.38%	16.96%
净负债比率(%)	10.74%	1.72%	1.38%	1.11%
流动比率	236.47	333.28%	361.89%	409.08
速动比率	180.40	271.08%	298.23%	345.40
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.74	0.77	0.73
应收账款周转率	27.68	28.78	33.98	32.68
应付账款周转率	11.55	12.58	15.68	15.14
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.41	1.58	2.05	2.54
每股经营现金流	1.63	1.91	2.13	2.70
每股净资产(最新	6.62	8.20	10.25	12.79
估值比率				
P/E	24.36	21.65	16.72	13.48
P/B	5.18	4.18	3.34	2.68
EV/EBITDA	14.16	17.52	12.91	9.77

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 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%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。