

竣工持续复苏+精装修渗透率提高，公司成长空间广阔

——弘亚数控（002833）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年09月13日

投资要点：

● 板式家具机械龙头企业，推进产业链并购提升竞争力：

弘亚数控是国内板式家具机械龙头企业，2019年市占率约为9%左右，市场份额仍有广阔的提升空间。2018年以来家具制造业景气度下行，但公司仍保持了业绩的稳健增长，具有较强的穿越周期的能力。自上市以来，公司持续推进产业链并购，不断补充技术短板、加强零部件自制能力。2020年公司拟通过专项债募集资金6亿元，推进高端产品的国产化及核心零部件自制。

● 地产竣工回暖，拉动家具设备投资上行；

一般来说，家具在房地产竣工交付后入场，或在精装交付项目临近竣工时入场，因此家具制造业的收入受房地产投资及竣工面积的影响较大。2019年下半年开始房地产竣工面积边际回升明显，开工剪刀差收窄。2020年上半年我国房地产开发投资完成额同比增长1.9%，房屋竣工面积同比下降10.5%，累计降幅呈收窄趋势。随着房地产竣工的持续复苏，家具产品的市场需求将上行，带动家具厂商投资扩产意愿的提升，弘亚数控作为国内板式家具机械龙头企业将深度受益。

● 精装交付渗透率提升，高周转模式促使家具产能扩张：

随着各地促进精装修政策的出台，精装修商品房的渗透率快速增加。对家具制造企业来说，供应开发商的订单规模大，产品形式相对单一，容易形成规模效应，带动毛利率水平的提升。而近年来随着开发商“高周转”需求的提升，供货的时效性成为了开发商选择供应商的关键指标，因此家具制造企业扩产来增强供应能力的需求提升，进而拉动家具制造设备的需求。

随着精装修市场向三线及以下城市、中小开发商下沉，开发商对家具产品的价格敏感度将提升，家具采购订单有望更多的流向中型家具企业，有利于弘亚数控等国内家具机械一线企业市占率的提升。

● 盈利预测与投资建议：我们预计，公司2020、2021、2022年归母净利润分别为3.36、4.38、5.49亿元，对应的PE分别为23.04、17.69、14.11倍。首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险因素：房地产竣工周期恢复不及预期、精/全装修扩张情况不及预期、产能释放节奏不及预期、行业竞争加剧、新冠疫情控制不及预期等。

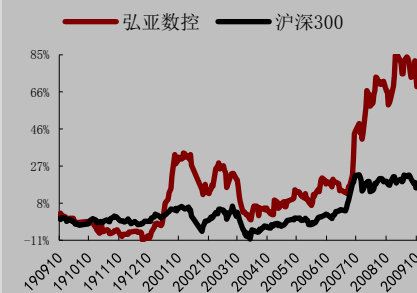
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,311	1,492	1,881	2,301
增长比率(%)	9.8%	13.8%	26.0%	22.4%
净利润(百万元)	304	336	438	549
增长比率(%)	12.6%	10.5%	30.2%	25.3%
每股收益(元)	1.41	1.55	2.02	2.54
市盈率(倍)	25.5	23.0	17.7	14.1

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	李茂洪/40.24%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	216.44
流通A股(百万股)	122.97
收盘价(元)	36.46
总市值(亿元)	78.92
流通A股市值(亿元)	44.83

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年09月10日

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：卢大炜

电话：021-60883481

邮箱：ludw@wlzq.com.cn

目录

1、公司介绍	4
1.1 国内板式家具机械龙头企业，业务结构多元	4
1.2 业绩保持稳定增长，经营性现金流保持稳健	7
2、行业市场容量大，龙头企业市占率提升	9
3、地产竣工回暖、精装房规模提升，拉动家具制造扩产需求	12
3.1 地产竣工回暖，拉动家具设备投资上行	12
3.2 精装交付渗透率提升，高周转拉动板式家具扩产需求	13
4、公司产业链并购持续推进	16
4.1 推进产业链并购，加强协同发展	16
4.2 拟发行专项债，助力高端产品国产化及零部件自制	17
5、盈利预测与评级	18
5.1 盈利预测	18
5.2 评级与估值对比	18
6、风险提示	19

图表 1: 公司主要产品及用途	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司业务营业收入占比情况	6
图表 4: 公司终端用户以知名家具企业为主	6
图表 5: 公司内外销收入占比情况	6
图表 6: 公司营业收入及同比增速情况	7
图表 7: 公司归母净利润及同比增速情况	7
图表 8: 公司利润率情况	8
图表 9: 公司归母净利润及同比增速情况	8
图表 10: 公司营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金情况	8
图表 11: 公司归母净利润与经营活动产生的现金流净额情况	8
图表 12: 家具总产值中板式家具的比例约为 40%	9
图表 13: 全屋定制家具工艺流程图	9
图表 14: 我乐家居全屋定制家具生产线设备选型	10
图表 15: 国内木工机械市场容量测算	10
图表 16: 2019 年国内板式家具机械市场份额	11
图表 17: 房屋新开工与竣工面积增速剪刀差缩小	12
图表 18: 木质家具产量与地产竣工增速有一定相关性	12
图表 19: 弘亚数控营业收入同比增速 (左轴) 与房屋竣工面积累计同比 (右轴)	13
图表 20: 各地全装修政策及实施节点	13
图表 21: 国内精装商品楼盘高速增长	14
图表 22: TOP11-100 的腰部房企和中小房企精装楼盘的增长迅速	15
图表 23: 各级城市精装房市场规模占比	15
图表 24: 弘亚数控近年来产业链并购情况	16
图表 25: 弘亚数控发行可转债计划投资项目	17
图表 26: 弘亚数控业务拆分与盈利预测	18
图表 27: 弘亚数控与可比公司的估值情况对比	19

1、公司介绍

1.1 国内板式家具机械龙头企业，业务结构多元

公司专业从事板式家具机械专用设备研发、设计、生产和销售，自设立以来定位于从事高端板式家具生产装备的整机及机械构造设计、数控技术研发、整机总装与软件系统集成以及提供数控化、信息化家具生产线的整体解决方案。公司产品主要为封边机系列、锯切系列、数控钻系列、加工中心系列及自动化生产设备系列等系列产品。公司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：公司主要产品及用途

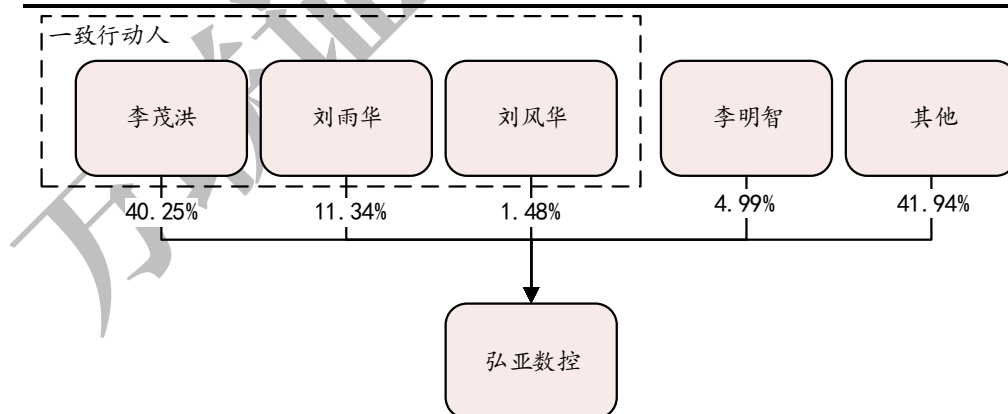
类型	介绍	产品
封边机	用封边材料将板式家具部件边缘进行封贴的加工设备,是人造板家具生产过程中对板材进行加工处理的关键设备。	
裁板锯	用于将人造板材纵剖、横截的开料设备,是对板材进行剖切的通用设备,是板式家具机械的主要品种之一。	
多排钻	多排钻即多轴多排钻孔机,是板式家具的钻孔专用设备,用于板式家具圆榫结合的榫孔加工。	

加工中心	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加工。	
--------------------	--	---

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

公司股权结构较为集中。截至2020年上半年,李茂洪先生、刘雨华女士、刘风华先生分别持股40.25%、11.34%、1.48%,三人为公司的一致行动人,合计持股53.07%,掌握公司的绝对控制权。公司高管大多出身于林业、木材加工相关专业,并有在相关机械设备企业的工作经历,管理层背景专业,产业经验丰富。

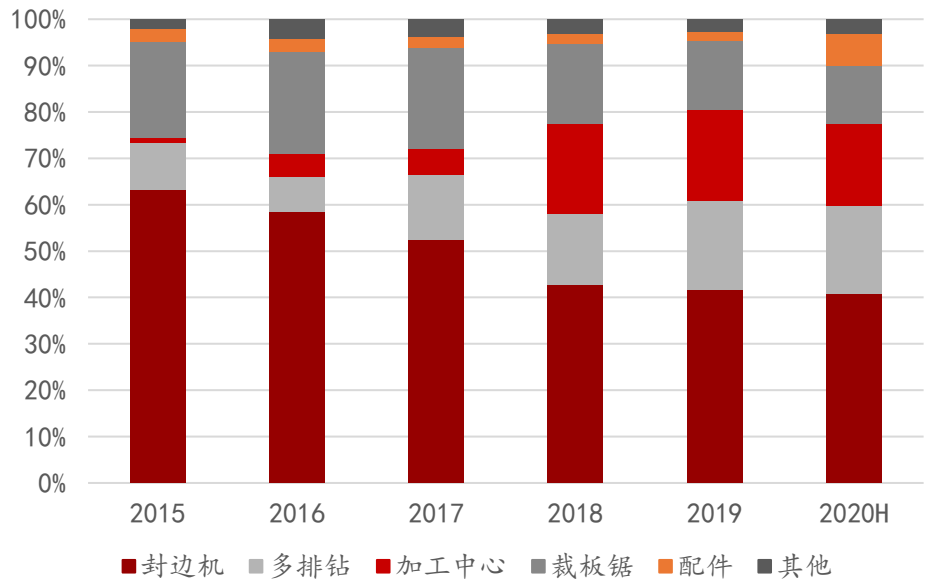
图表2: 公司股权结构



资料来源: wind, 万联证券研究所

收入结构多元化。公司主要产品包括封边机、多排钻、加工中心、裁板锯等,封边机为公司主要营收来源,但营收占比从2015年的63.2%下降到2020年上半年的40.8%。公司加工中心业务成长迅速,2015年公司加工中心业务营收占比仅为1.3%,2019年并表Masterwood后占比接近20%。

图表3: 公司业务营业收入占比情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

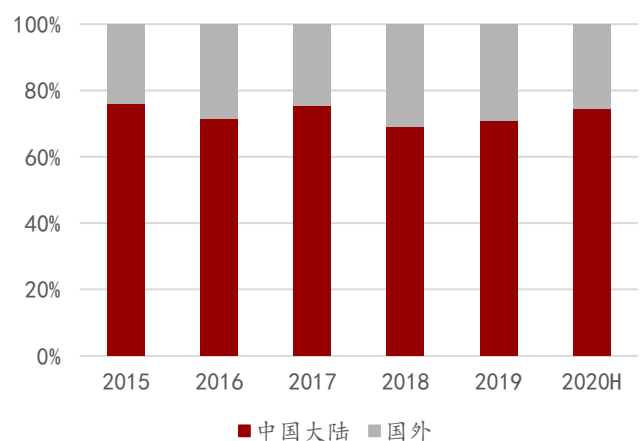
公司在国内主要家具制造市场部署了品牌经销商销售网点, 产品终端用户包括索菲亚、卡诺亚衣柜、百得胜整体衣柜、皮阿诺、尚品宅配、恒林股份、金牌橱柜、顶固集创、好莱客衣柜、全友家私、黎明家具、博洛尼整体家装等知名家具企业。公司在海外市场也积极部署经销商, 销售网点已覆盖了意大利、澳大利亚、俄罗斯、乌克兰等欧洲、美洲及东南亚 50 多个国家和地区, 国外市场的销售占比维持在 20%-30%左右。公司在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品, 通过发挥国内外经销商销售网络和地域优势, 不断开发潜在客户, 提高了公司产品的市场覆盖面和知名度, 有利于公司品牌的建设和推广。

图表4: 公司终端用户以知名家具企业为主



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表5: 公司内外销收入占比情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

1.2 业绩保持稳定增长，经营性现金流保持稳健

公司的业绩保持稳定增长。受地产竣工大年的影响，2016-2018 年公司营业收入保持 40%以上的高速增长，归母净利润也实现了快速稳定增长。2018 年以来受地产竣工减速影响，家具制造业景气度下行，但公司业绩仍保持了稳健增长，营业收入和归母净利润分别增长 9.8%、12.6%。2020 年新冠疫情对行业造成较大冲击，公司的归母净利润下降 11.9%，但营业收入仍然实现了 11.0%的增长。

图表6：公司营业收入及同比增速情况



图表7：公司归母净利润及同比增速情况



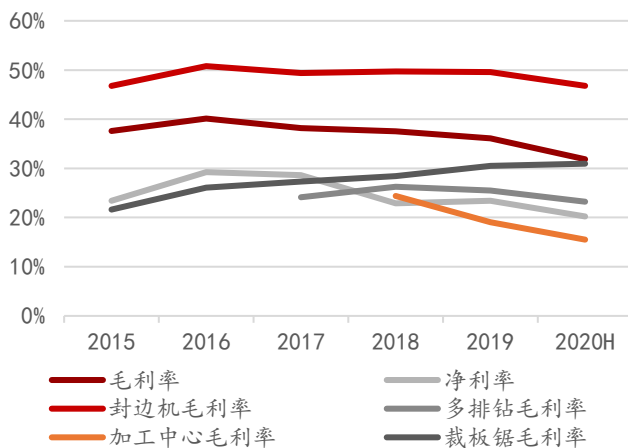
资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

封边机盈利能力稳定，加工中心、多排钻毛利率承压。2020 年上半年，公司毛利率、净利率分别为 31.9%、20.2%。2016 年以来公司利润率整体呈现下降趋势，毛利率从 2016 年的 40.1%下降至 2020 年上半年的 31.9%，同期净利率从 29.2%下降至 20.2%。分产品来看，封边机为公司的核心业务，其毛利率稳定在 50%左右；裁板锯毛利率从 2015 年的 21.6%逐步提升至 2020 年上半年的 31.0%；多排钻、加工中心业务在收入快速提升的同时毛利率下行，导致公司盈利能力承压。

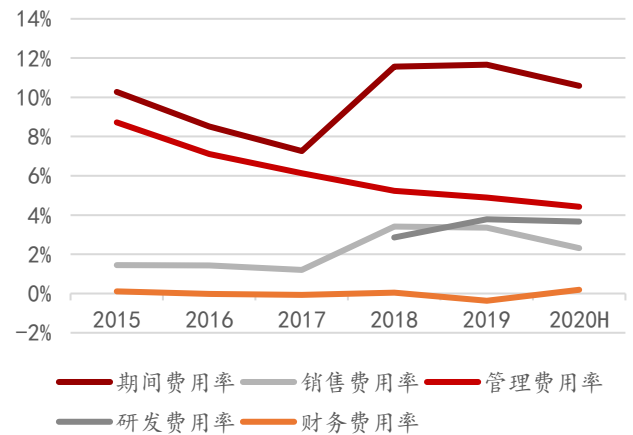
2017 年公司期间费用率为 7.3%，2018 年大幅提升至 11.6%，主要是 2018 年公司合并 Masterwood 导致销售费用率大幅提升所致，除此影响公司期间费用率整体呈现下降趋势。2020 年上半年公司期间费用率合计为 10.6%，同比下降 1.7pct。

图表8：公司利润率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

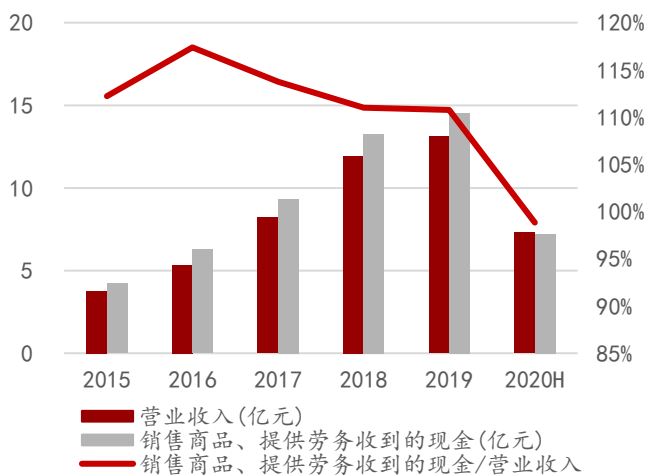
图表9：公司归母净利润及同比增速情况



资料来源：wind，万联证券研究所

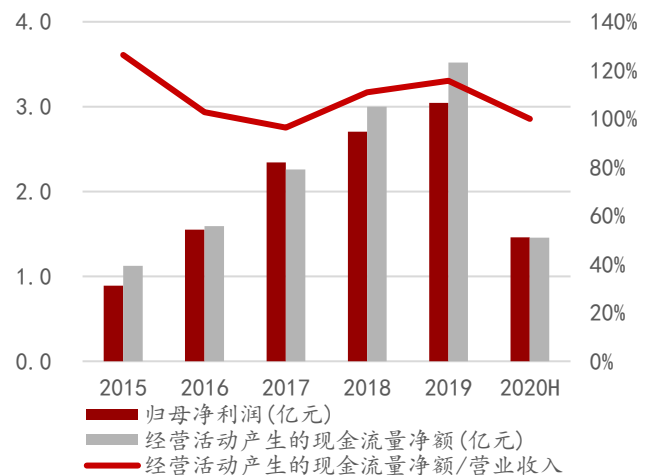
公司经营性现金流稳健，回款能力优秀。自 2011 年以来公司的经营性现金流一直保持持续流入，2015-2019 年公司的经营性现金流入额始终高于营业收入，经营活动产生的现金流量净额占归母净利润的比重也保持在 100%左右。

图表10：公司营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金情况



资料来源：wind，万联证券研究所

图表11：公司归母净利润与经营活动产生的现金流净额情况

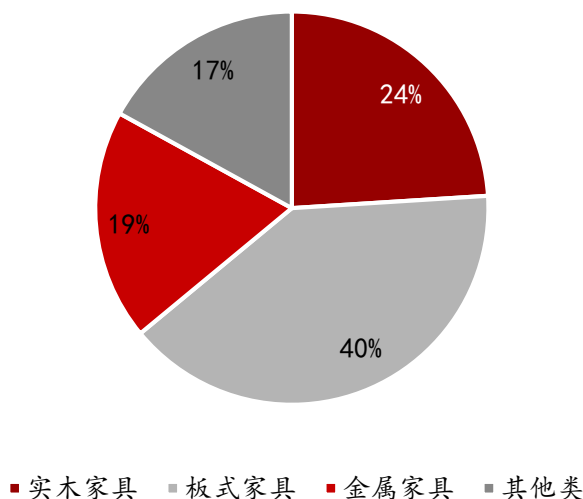


资料来源：wind，万联证券研究所

2、行业市场容量大，龙头企业市占率提升

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。目前木质家具是中国家具市场中占比最大的一类，木家具产值占家具行业总产值的 64%，其中板式家具的产值占木制家具的 60%左右，是我国家具产品中的主导品种。

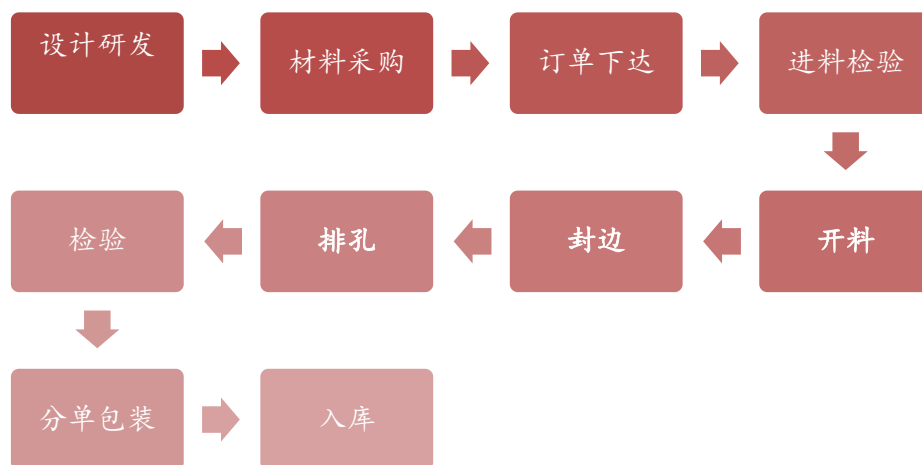
图表12：家具总产值中板式家具的比例约为40%



资料来源：木业网，万联证券研究所

开料、封边、钻孔是板式家具生产制造中最主要的工序，相关设备也是板式家具生产线的关键设备。以我乐家居 IPO 项目为例，募投项目包括 174 万平方米全屋定制家具生产线、8.3 万平方米实木家具生产线、8.3 万平方米台面加工线，总投资 4.05 亿元，其中设备购置占比 49.1%。新建的全屋定制家具生产线面积为 174 万平方米，使用的开料、封边、排钻设备达 16 台。

图表13：全屋定制家具工艺流程图



资料来源：我乐家居招股说明书，万联证券研究所

图表14：我乐家居全屋定制家具生产线设备选型

序号	设备名称	型号	数量（台/套）
一	原材料库		
1	板材库	VS16 智能库	1
二	开料		
1	电子锯	FH4330/160	4
2	推台锯	F45	1
三	封边		
1	柔性四边封	NovimatSystems/T/R75/840*4	1
2	全自动左右连线	LAL330*2	2
3	全自动单机	KAI330	1
四	排钻		
1	通过式	ABL220/FT2	2
2	双面孔	BHX500/SKP100	1
3	窄版	BHX200+ABD260/12	4
五	分单		
1	分单线	SORTINGLINE	1
六	包装及其他		
1	包装线	PACKINGLINE	1
2	空压设备		2
3	抽尘设备		1

资料来源：我乐家居招股说明书，万联证券研究所

板式家具机械市场空间约 140 亿。根据统计局数据，2019 年全国家具制造业营业收入为 7117.2 亿元，以板式家具占比 40% 计算，则板式家具营收规模为 2800 亿元左右。假设板式家具制造企业设备投资占年营业收入的 5%，则板式家具设备市场容量为 140 亿元左右。

图表15：国内木工机械市场容量测算

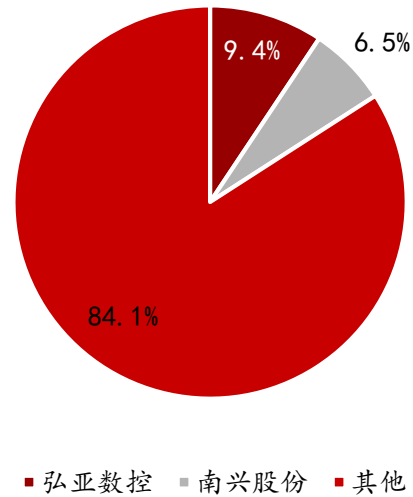


资料来源：立鼎产业研究网，万联证券研究所

国内板式家具机械行业市场集中度正不断提升。2011 年国内板式家具机械市场占有率 CR4 仅为 5.60%，CR10 为 6.87%，国内板式家具机械龙头企业大多小而分散，大部分市场份额被海外企业所占据。随着市场竞争的不断加剧，竞争力差的小型企业不断被淘汰，行业的集中度不断提高。目前国内板式家具机械头部企业为弘亚数控和南兴股份，2019 年两家企业的相关业务营业收入分别为 13.11 亿元、9.16 亿元。

按照 140 亿元的行业容量测算,2019 年弘亚数控、南兴股份的市场份额分别为 9.4%、6.5%, 行业集中度与 2011 年相比增长显著。

图表16: 2019年国内板式家具机械市场份额



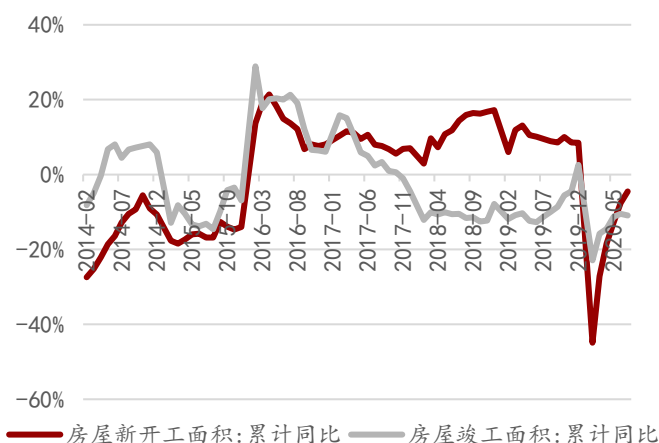
资料来源: wind, 万联证券研究所

3、地产竣工回暖、精装房规模提升，拉动家具制造扩产需求

3.1 地产竣工回暖，拉动家具设备投资上行

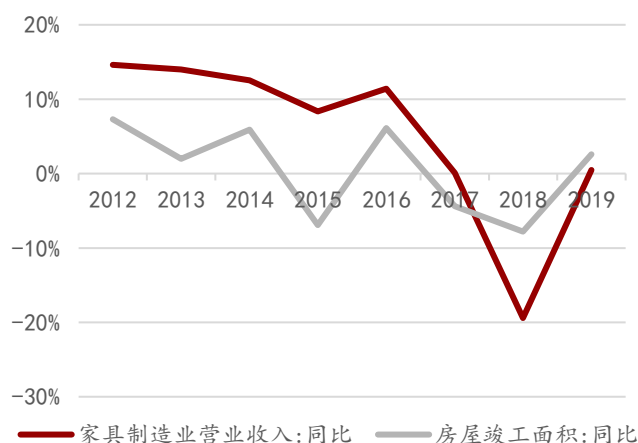
家具制造业收入与地产周期高度相关。一般来说，家具在房地产竣工交付后入场，或在精装交付项目临近竣工时入场，因此家具制造业的收入受房地产竣工面积的影响较大。2018年以来，房屋的竣工和商品房销售数据持续低迷，另一方面房屋的新开工面积稳定增长，房屋开竣工“剪刀差”明显，大量存量工地待竣工。2019年下半年开始房地产竣工面积边际回升明显，开竣工剪刀差收窄。回顾历史数据，地产竣工面积增速与家具制造业营收增速的相关性较强。在大量存量工地的竣工需求推动下，2020年房屋竣工增速有望持续回升，拉动板式家具需求的提升。

图表17：房屋新开工与竣工面积增速剪刀差缩小



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表18：木质家具产量与地产竣工增速有一定相关性



资料来源: wind, 万联证券研究所

设备公司收入增速与竣工增速重合度高，竣工复苏提升家具设备行业景气度。对比弘亚数控的收入增速与房地产竣工面积增速，可见弘亚数控的营收与房地产竣工情况有着较强的相关性，家具制造业的景气度从下游到上游的传导速度较快。随着房地产竣工的持续复苏，板式家具产品的市场需求将上行，带动板式家具厂商投资扩产意愿的提升，板式家具制造设备行业有望迎来景气周期，弘亚数控作为国内板式家具机械龙头企业将深度受益。

图表19：弘亚数控营业收入同比增速（左轴）与房屋竣工面积累计同比（右轴）



资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 精装交付渗透率提升，高周转拉动板式家具扩产需求

早在2008年，住建部就发布了《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》要求各地制定出台相关扶持政策，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或采用菜单式装修模式，分步实施，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。住建部2017年发布了《建筑业发展“十三五”规划》，明确提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，并要求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。在高层政策的指引下，各地政府纷纷出台相关政策推进商品房精装交付的比例，例如上海市要求起外环线以内新建商品住宅全部实施全装修，其它地区全装修比例达到50%。

图表20：各地全装修政策及实施节点

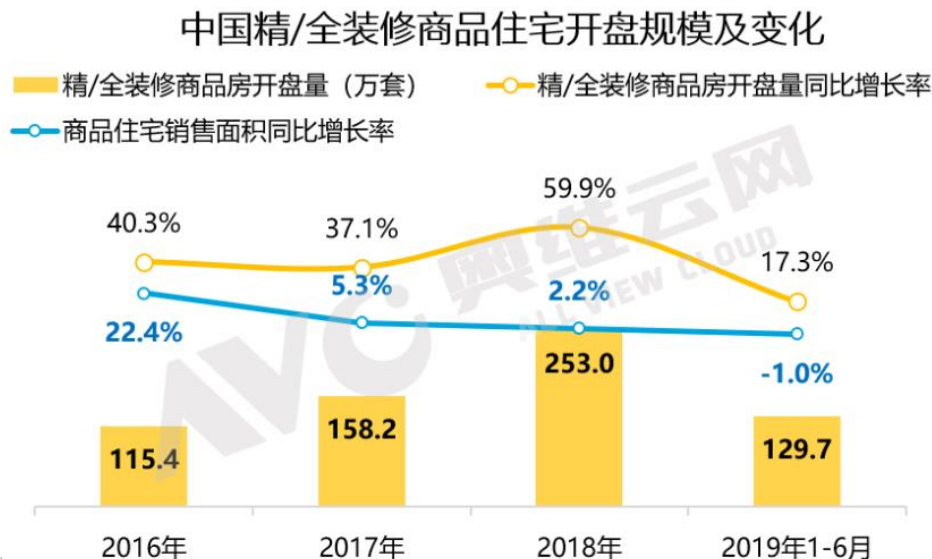
地区	时间节点	政策
北京	2015/05/01	全市保障房100%全装修
上海	2017/01/01	新建住宅外环线内100%全装修，外环线以外50%全装修，奉贤区、金山区、崇明区30%全装修
浙江	2016/10/01	全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修
山东	2018/01/01	全省新建高层、小高层住宅100%全装修
海南	2017/07/01	全省新建住宅100%全装修
河南	2020/01/01	全省新建住宅100%全装修
四川	2020/01/01	全省新建住宅50%全装修
江苏	2025/01/01	全省新建住宅60%全装修

资料来源：政府相关网站，网络信息整理，万联证券研究所

从开发商的角度看，精/全装修房有着较大的优势。开发商可以针对装修材料、设备

和施工服务进行整体采购，采购价格明显低于购房者自行装修的小批量采购，同时精装修对于提升商品房价值有着重大作用，开发商可以通过精装修房来获取更高的利润率。因此各地出台的政策得到了开发商的积极响应，精装修、全装修商品住宅开盘规模迅速提升。根据奥维云网的数据，2018 年精/全装修商品房开盘量达到 253 万套，精/全装修商品房渗透率快速增加。

图表21：国内精装商品楼盘高速增长



资料来源：奥维云网，万联证券研究所

对家具制造企业来说，供应开发商的订单产品价格普遍较低，但订单规模大，同时开发商精装修的形式相对单一，对产品种类的要求较小，规模效应将带动毛利率水平的提升。此外开发商通常倾向于几家供应商形成长期合作，家具制造企业的客户开拓和维护成本将有效降低。近年来随着开发商“高周转”需求的提升，供货的时效性成为了开发商选择供应商的关键指标，因此家具制造企业扩产来增强供应能力的需求提升，板式家具制造设备行业也将受益于精装修商品房的快速渗透。

精装修向三线城市、腰部房企渗透，有利于国内家具机械企业市占率提升。根据奥维云网的数据，2019 年上半年国内 TOP10 开发商的精/全装修商品住宅市场占比超过 43%，相比上年同期下降 6pct，而中小开发商，尤其是非 50 强及非 100 强开发商的精/全装修住宅开盘量增长迅速，市场占比明显增长。此外随着一、二线城市精装修率的提升，精装修商品房市场将逐渐向三线及以下城市下沉。根据中国产业信息网的数据，预计 2019 年三线及以下城市的精装修房市场规模占比将达到 34.4%，较 2017 年提升 7.8pct。以往精装修市场多集中在一线城市、龙头开发商、中高端商品房小区，所选择的家具品牌多为索菲亚、欧派等国内龙头品牌或外资品牌，而这些品牌所对应的板式家具制造设备市场多被德国豪迈、意大利比亚斯、SCM 等海外龙头所占据。随着精装修市场向三线及以下城市、中小开发商下沉，开发商对家具产品的价格敏感度将提升，家具采购订单有望更多的流向中型家具企业，而这些企业的设备多由弘亚数控、南兴股份等国内一流企业提供，因此精装修商品房市场的下沉有利于国内家具机械龙头企业市占率的提升。

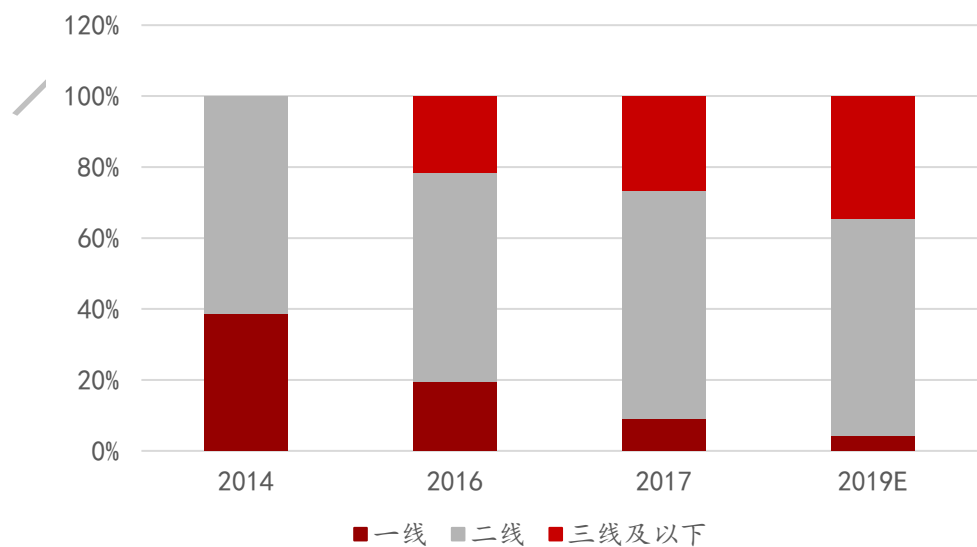
图表22：TOP11-100的腰部房企和中小房企精装楼盘的增长迅速

2019年1-6月精/全装修商品住宅TOP开发商规模及增长



资料来源：奥维云网，万联证券研究所

图表23：各级城市精装房市场规模占比



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

4、公司产业链并购持续推进

4.1 推进产业链并购，加强协同发展

自上市以来，公司持续推进产业链并购，加强核心零部件的自制与上下游的协同发展。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，成为该两家公司的控股股东，加快提升了公司数控产品的研发实力以及产品制造水平，大大缩短了与先进发达国家之间的技术差距，为公司与国际品牌展开竞争以及国际发展战略奠定了坚实的技术基础。目前广州王石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，核心产品是数控加工中心和定制化木门木窗生产线，产品在欧洲、美洲地区有着较高的品牌知名度，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 年公司收购四川丹齿。四川丹齿主要从事齿轮研制，形成了圆柱齿轮和圆弧齿轮两大系列产品，产品覆盖汽车、化工、航空、农机、纺织、风电等行业领域。此外，四川丹齿的生产及技术研发实力较为突出，具有完善的齿轮机械设计制造技术与专业检测设备，拥有众多国际先进的核心技术装备及精密检测装置。收购四川丹齿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。

2019 年，公司通过收购合并亚冠精密，获得 2.86 万平方米的用地及 2.45 万平方米的生产厂房和综合楼等生产要素资源，落地“关键零部件”扩产规划；通过设立玛斯特智能布局高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目，落地产品总装生产能力扩产规划，并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。

2020 年 8 月，公司收购“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。工业机器人在家具行业的应用，能有效提升家具数字化和智能化制造水平，满足定制家具制造模式的需求。实现家具智能制造，为家具智能制造整厂规划与生产线转型升级提供高效支持。

图表24：弘亚数控近年来产业链并购情况

完成时间	收购标的	交易后 持股	交易价格	收购目的
2018. 01	王石软件	57. 25%	658 万元	充分利用好广州王石的数控软件研发队伍，开发家具机械应用软件集成到公司数控产品上
2018. 04	Masterwood	75%	1. 28 亿元	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. 12	四川丹齿	100%	1. 07 亿元	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。
2020.8	中设机器人	12%	3068 万元	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，公司公告，万联证券研究所

4.2 拟发行专项债，助力高端产品国产化及零部件自制

2020 年公司发布《公开发行可转换公司债券预案》，计划募集资金总额不超过 6 亿元，主要用于高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目、高精密家具机械零部件自动化生产建设项目以及补充流动资金。其中高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目正常达产后，预计可实现年均营业收入 16.28 亿元，净利润 2.46 亿元。

高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目以广州玛斯特为实施主体，拟将意大利 Masterwood S.p.A. 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，同时通过弘亚数控（香港）拓展海外市场，推动国际化发展进程。项目将利用弘亚数控的科研技术和 Masterwood 国际领先水平的智能数控技术的形成终端产品，继续增强弘亚数控的可持续盈利能力和核心竞争力，努力实现我国高端板式家具机械的进口替代，促进弘亚数控不断朝着成为全球名列前茅的家具生产装备制造企业集团的目标前进。项目建设期为 2 年，预计 2021 年试产，2022、2023 年分别达到 70%、100% 的产能。

高精密家具机械零部件自动化生产建设项目主要用于增强公司高精密家具机械零部件的生产能力，提高公司自身高精密家具机械零部件的自主研发能力。项目所生产的机械零部件全部自用于装配公司主要产品：封边机、裁板锯、数控钻、自动化成套生产线等高端数控家具制造装备。本项目建成后将有效改变公司目前过度依赖外协加工的经营模式，完善公司产业链条，降低生产成本，提高产品精密程度，优化生产流程，助力公司未来成为国际领先水平的智能家具生产装备制造集团。项目建设期为 1 年。

图表 25：弘亚数控发行可转债计划投资项目

项目名称	总投资 (万元)	拟使用募集金额 (万元)	达产后收益 (万元)
高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目	69,026	35,000	162,800
高精密家具机械零部件自动化生产建设项目	12,500	12,000	—
补充流动资金	13,000	13,000	—
合计	94,526	60,000	162,800

资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、盈利预测与评级

5.1 盈利预测

图表26：弘亚数控业务拆分与盈利预测

业务板块	项目	2018A	2019E	2020E	2021E
封边机	收入	545.12	602.36	769.81	974.58
	yoy	6.56%	10.50%	27.80%	26.60%
	成本	275.04	301.78	379.52	482.42
	毛利率	49.55%	49.90%	50.70%	50.50%
多排钻	收入	254.12	339.50	461.73	584.08
	yoy	40.24%	33.60%	36.00%	26.50%
	成本	189.28	254.63	343.99	430.47
	毛利率	25.52%	25.00%	25.50%	26.30%
加工中心	收入	254.85	282.12	351.52	411.98
	yoy	9.99%	10.70%	24.60%	17.20%
	成本	206.39	227.11	276.29	316.40
	毛利率	19.02%	19.50%	21.40%	23.20%
裁板锯	收入	196.32	207.90	233.89	263.83
	yoy	-5.64%	5.90%	12.50%	12.80%
	成本	136.39	145.95	162.79	183.10
	毛利率	30.53%	29.80%	30.40%	30.60%
其他	收入	60.6	60.60	63.63	66.81
	yoy	-2.24%	0.00%	5.00%	5.00%
	成本	30.41	31.51	33.09	34.74
	毛利率	49.82%	48.00%	48.00%	48.00%
合计	收入	1311.01	1492.48	1880.58	2301.29
	yoy	18.53%	13.84%	26.00%	22.37%
	成本	837.51	960.97	1195.67	1447.13
	毛利率	36.12%	35.61%	36.42%	37.12%

资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

我们预计，公司 2020/2021/2022 年营业收入分别为 14.92/18.81/23.01 亿元，综合毛利率分别为 35.61%/36.42%/37.12%，归母净利润分别为 3.36/4.38/5.49 亿元，对应的 EPS 分别为 1.55/2.02/2.54。

5.2 评级与估值对比

公司主要产品为封边机、锯切、数控钻、加工中心等板式家具机械，下游领域主要为板式家具行业以及其他涉及人造板加工或使用的领域。在国内资本市场方面，目前尚无与弘亚数控完全可比的企业，我们选择南兴股份（主营为板式家具机械、IDC 服务，板式家具机械业务营收占比约为 50%-60%）、杰克股份（全球领先的缝制机械制造企业，通过收购兼并进行业务扩展）、捷昌驱动（线性驱动龙头企业，产品可应用于智慧办公、智能家居、医疗等领域）与公司估值情况进行对比；同时选择全球板式家具机械龙头企业德国豪迈集团与公司进行估值对比。

我们预计弘亚数控 2020/2021/2022 年 PE 分别为 23.04/17.69/14.11 倍。公司估值水平略高于南兴股份，明显低于杰克股份、捷昌驱动，PE^{TTM} 低于全球龙头德国豪迈，具有一定的安全边际。首次覆盖给予“增持”评级。

图表27：弘亚数控与可比公司的估值情况对比

公司代码	公司简称	PE			
		TTM	2020E	2021E	2022E
HG1. DF	德国豪迈集团	28.16			
002757. SZ	南兴股份	24.32	21.34	16.26	12.94
603337. SH	杰克股份	58.69	37.38	25.20	19.69
603583. SH	捷昌驱动	47.48	40.13	33.47	26.86
	平均	39.66	32.95	24.98	19.83
002833. SZ	弘亚数控	27.22	23.04	17.69	14.11

资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截止至2020/9/12，2020-2022年可比公司PE采用wind一致预期中值。

6、风险提示

房地产竣工周期恢复不及预期、精/全装修扩张情况不及预期、产能释放节奏不及预期、行业竞争加剧、新冠疫情控制不及预期等。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,040	1,922	2,293	3,234	营业收入	1,311	1,492	1,881	2,301
货币资金	157	1,019	1,298	2,143	营业成本	838	961	1,196	1,456
应收票据及应收账款	60	60	76	94	营业税金及附加	11	12	15	18
其他应收款	10	8	10	13	销售费用	44	52	66	81
预付账款	9	9	12	14	管理费用	64	72	90	110
存货	247	253	323	396	研发费用	50	55	70	85
其他流动资产	558	573	573	573	财务费用	-5	5	1	-14
非流动资产	940	1,066	1,337	1,447	资产减值损失	-20	0	0	0
长期股权投资	32	33	32	33	公允价值变动收益	14	0	0	0
固定资产	416	322	423	743	投资净收益	35	33	38	41
在建工程	23	183	293	23	资产处置收益	1	1	1	1
无形资产	125	173	222	270	营业利润	360	398	519	653
其他长期资产	344	356	367	378	营业外收入	1	1	1	1
资产总计	1,980	2,989	3,629	4,681	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	440	491	631	769	利润总额	359	399	519	653
短期借款	123	150	200	250	所得税	53	60	78	100
应付票据及应付账款	138	144	185	223	净利润	306	339	441	553
预收账款	87	91	118	143	少数股东损益	2	2	3	4
其他流动负债	91	107	127	153	归属母公司净利润	304	336	438	549
非流动负债	81	691	701	711	EBITDA	327	455	483	692
长期借款	17	27	37	47	EPS (元)	1.41	1.55	2.02	2.54
应付债券	0	600	600	600	主要财务比率				
其他非流动负债	64	64	64	64	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	521	1,183	1,332	1,480	成长能力				
股本	135	216	216	216	营业收入	9.8%	13.8%	26.0%	22.4%
资本公积	320	320	320	320	营业利润	12.3%	10.7%	30.3%	25.8%
留存收益	964	1,240	1,728	2,627	归属于母公司净利润	12.6%	10.5%	30.2%	25.3%
归属母公司股东权益	1,432	1,777	2,265	3,164	获利能力				
少数股东权益	27	29	33	37	毛利率	36.1%	35.6%	36.4%	36.7%
负债和股东权益	1,980	2,989	3,629	4,681	净利率	23.4%	22.7%	23.5%	24.0%
现金流量表					ROE	21.3%	18.9%	19.3%	17.4%
单位: 百万元					ROIC	16.1%	11.1%	12.0%	11.4%
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力				
经营活动现金流	352	457	473	679	资产负债率	26.3%	39.6%	36.7%	31.6%
净利润	306	339	441	553	净负债比率	-0.2%	-12.7%	-19.5%	-38.5%
折旧摊销	22	115	39	141	流动比率	2.36	3.91	3.64	4.21
营运资金变动	52	15	-7	-13	速动比率	1.78	3.38	3.10	3.67
其它	-29	-12	0	-2	营运能力				
投资活动现金流	-380	-217	-146	237	总资产周转率	0.66	0.50	0.52	0.49
资本支出	-103	-228	-178	202	应收账款周转率	22.78	26.03	25.62	25.23
投资变动	-214	-21	-4	-6	存货周转率	3.40	3.79	3.70	3.68
其他	-64	32	37	40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	67	623	-49	-71	每股收益	1.41	1.55	2.02	2.54
银行借款	115	37	60	60	每股经营现金流	1.63	2.11	2.18	3.14
债券融资	0	600	0	0	每股净资产	6.62	8.21	10.46	14.62
股权融资	18	81	0	0	估值比率				
其他	-66	-95	-109	-131	P/E	25.46	23.04	17.69	14.11
现金净增加额	42	863	279	845	P/B	5.41	4.36	3.42	2.45
期初现金余额	110	157	1,019	1,298	EV/EBITDA	16.44	16.52	15.11	9.41
期末现金余额	152	1,019	1,298	2,143					

资料来源: WIND, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场