



Research and
Development Center

十年展翅高飞雁，历经千帆再出发

—弘亚数控(002833)公司深度报告

2021年2月25日

罗政

S1500520030002

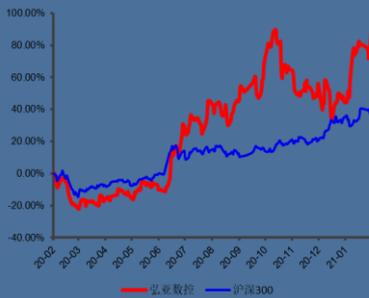
luozheng@cindasc.com

刘卓

S1500519090002

010-83326753

liuzhuoa@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
弘亚数控 (002833)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 51.80 |
| 52 周内股价波动区间 (元) | 53.10-18.78 |
| 最近一月涨跌幅 (%) | 23.43 |
| 总股本 (亿股) | 2.16 |
| 流通 A 股比例 (%) | 57 |
| 总市值 (亿元) | 108 |

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

十年展翅高飞雁，历经千帆再出发

2021 年 02 月 25 日

本期内容提要：

- ◆十年稳健增长，铸就国产板式家具设备第一品牌。**公司主营板式家具机械专用设备，立足高性能封边设备，持续拓展裁板锯、多排钻、加工中心等多品类，并顺应高端装备智能化的时代趋势，多措并举提升自动化、智能化整线的交付能力。公司自主研发的智能优化数控裁板锯、高效自动多排钻、新型高速封边机等产品均获得高新技术产品认证，曾多次主导参与起草行业标准，销售网络遍布全球 50 多个国家和地区。公司自 2006 年成立以来发展迅速，2011 年到 2019 年，公司营收复合增速 26.51%，净利润复合增速达到 28.79%，并于 2018 年超过竞争对手成为本土规模最大的板式家具设备品牌。公司现金流稳健，回款能力较强，应收账款周转率接近 30，现金收入比超 100%，国内市占率已经超过 10%，未来持续成长可期。
- ◆剑指全球 350 亿市场，市占率稳步提升。**根据我们的测算，全球板式家具设备市场规模约 350 亿，国内市场约 110 亿，且未来 5 年保持稳定增长。目前国内板式家具设备行业较为分散，CR3 约 31%，其中德国 Homag 市占率约 14%，公司约占 9%，南兴股份约占 8%。在中低端市场，公司传统机型价格稳中有降，并持续推出更高性价比的产品，且受益行业整合的大趋势，公司在中低端市场的占有率有望持续攀升；另一方面，消费升级需求促国内高端定制家具市场持续扩容，公司内生外延多措并举不断提升产品品质，与国际龙头的差距逐步缩小，伴随着中国制造业比较优势的愈加突出，公司在国内市场进口替代+海外市场加速渗透已经是大势所趋。
- ◆慢即是快，对内持续修炼，对外加速整合。**公司多年来研发投入保持快速增长，2019 年公司研发投入 4959.63 万元，同比增长 7.85%，持续领先国内同行。基于自身已经具备的行业公司，公司加速外部资源整合，2018 年收购 Masterwood 切入高端板式家具加工中心，2020 年参股中设机器人，增强公司在自动化、智能化方向的推进能力；收购亚冠精密和丹齿精工，向产业链上游延伸，进一步降本提效；参股普瑞特，横向布局涂装设备业务。我们认为，公司最大的特色之一的就是持续发展，达到了“慢就是快”的效果，厚积薄发，水滴石穿地完成对传统行业竞争格局的颠覆。
- ◆盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 3.48 亿元、4.65 亿元和 5.91 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.61 元/股、2.15 元/股和 2.73 元/股，对应当前股价 PE 分别为 32 倍、24 倍和 19 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆股价催化剂：**家具行业回暖加快，国产替代取得重要进展等。
- ◆风险因素：**下游需求复苏不及预期风险、全球疫情反复风险、可转债发行进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险等。

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1,194 | 1,311 | 1,562 | 2,035 | 2,476 |
| 增长率 YoY % | 45.6% | 9.8% | 19.1% | 30.3% | 21.7% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 270 | 304 | 348 | 465 | 591 |
| 增长率 YoY% | 15.3% | 12.6% | 14.2% | 33.8% | 27.0% |
| 毛利率% | 37.6% | 36.1% | 35.7% | 36.5% | 37.1% |
| 净资产收益率ROE% | 23.4% | 21.3% | 19.3% | 20.4% | 20.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.25 | 1.41 | 1.61 | 2.15 | 2.73 |
| 市盈率 P/E(倍) | 41.47 | 36.84 | 32.25 | 24.09 | 18.97 |
| 市净率 P/B(倍) | 9.69 | 7.83 | 6.23 | 4.90 | 3.87 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 02 月 24 日收盘价

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 与市场的不同..... | 6 |
| 十年稳健增长，铸就国产板式家具设备第一品牌..... | 7 |
| 厚积薄发，打造多品类板式家具设备龙头..... | 7 |
| 产品线积极扩张，智能化顺势而为..... | 9 |
| 剑指全球 350 亿市场，市占率稳步提升..... | 12 |
| 全球 350 亿板式家具设备市场，规模保持稳中有增..... | 12 |
| 欧洲品牌积淀深厚，国产品牌加速追赶..... | 16 |
| 慢即是快，对内持续修炼，对外厚积薄发..... | 21 |
| 持续研发投入，内外并举丰富产品梯队..... | 21 |
| 加快布局零部件业务，成本优势持续增强..... | 22 |
| 盈利预测、估值与投资评级..... | 23 |
| 1、盈利预测与假设..... | 23 |
| 2、估值与投资评级..... | 23 |
| 2.1 绝对估值..... | 23 |
| 2.2 相对估值..... | 23 |
| 风险因素..... | 24 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1：公司主营产品简介..... | 7 |
| 表 2：公司品牌介绍..... | 7 |
| 表 2：板式家具机械分类及主要用途..... | 13 |
| 表 3：国内板式家具设备市场规模及空间测算..... | 14 |
| 表 4：国内部分家具品牌产品售价..... | 16 |
| 表 5：欧派与德国 Homag 合作进展..... | 17 |
| 表 6：2009 全球市场容量-主要木工机械进出口国（单位：千欧元）..... | 17 |
| 表 7：国内外板式家具机械主要性能指标对比..... | 18 |
| 表 8：国内板式家具机械企业分梯队简介..... | 20 |
| 表 9：公司并购时间表..... | 21 |
| 表 10：公司公开发行可转债募集资金和投资项目..... | 22 |
| 表 11：公司绝对估值敏感性分析..... | 23 |
| 表 12：可比公司盈利及估值对比..... | 24 |

图目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：公司智能封边机图示..... | 8 |
| 图 2：2019 年公司分业务营收占比..... | 8 |
| 图 3：2019 年公司分区域营收占比..... | 8 |
| 图 4：2019 年公司分业务营收占比变化情况..... | 9 |
| 图 5：2019 年公司分区域营收占比变化情况..... | 9 |
| 图 6：公司股权结构（截至 2021 年 1 月）..... | 9 |
| 图 7：公司 PTP 加工中心图示..... | 10 |
| 图 8：2019 年公司分业务营收占比变化情况（万元）..... | 10 |
| 图 9：2019 年公司分区域营收占比变化情况（万元）..... | 10 |
| 图 10：公司封边机业务收入及变化情况（万元）..... | 10 |
| 图 11：公司多排钻业务收入及变化情况（万元）..... | 10 |
| 图 12：公司加工中心业务收入及变化情况（万元）..... | 11 |
| 图 13：公司裁板锯业务收入及变化情况（万元）..... | 11 |
| 图 14：公司经营性现金流及同比（万元）..... | 11 |
| 图 15：公司销售产品提供劳务收到的现金/营收%..... | 11 |
| 图 16：公司存货周转率（次）..... | 11 |
| 图 17：公司应收账款周转率（次）..... | 11 |
| 图 18：公司毛利率%变化情况..... | 12 |
| 图 19：公司费用率%变化..... | 12 |
| 图 20：公司净利率%变化情况..... | 12 |
| 图 21：公司 ROE 和 ROA%变化..... | 12 |
| 图 22：板式家具机械产业链..... | 12 |
| 图 23：全球木工机械市场规模及空间预期（十亿欧元）..... | 13 |
| 图 24：2019 年全球分国别家具产值占比..... | 14 |
| 图 25：2019 年全球分国别家具需求占比..... | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 26: 国内板式家具机械市场规模推算 | 14 |
| 图 27: 我国规模以上家具企业营业收入 (亿元) | 15 |
| 图 28: 我国规模以上家具企业数量 (个) | 15 |
| 图 29: 家具企业采购人造板单价 (元/平方米) | 15 |
| 图 30: 德国 Homag 采用激光封边技术的封边机 | 15 |
| 图 31: 家具企业采购人造板单价 (元/平方米) | 16 |
| 图 32: 中国和美国基尼系数接近超过 0.45 | 16 |
| 图 33: 全球木工机械龙头市占率 | 19 |
| 图 34: 德国 Homag 收入及市占率 (百万欧元) | 19 |
| 图 35: 德国 Homag 历年全球销售额 (百万欧元) | 19 |
| 图 36: 金田豪迈 (Homag 国内主要渠道) 收入 (千欧) | 19 |
| 图 37: 弘亚数控和南兴股份木工机械业务国内销售额 (万元) | 19 |
| 图 38: 2019 年国内板式家具机械市场份额 | 19 |
| 图 39: Homag、弘亚和南兴息税前利润率 | 20 |
| 图 40: 公司和南兴股份各业务毛利率%比较 | 20 |
| 图 41: 公司研发投入 (万元) 及同比变化情况 | 21 |
| 图 42: 公司和南兴股份研发投入对比 (万元) | 21 |
| 图 43: 公司产品平均单价逐年提升 (万元/套) | 22 |
| 图 44: 公司国外收入同比变化情况 (万元) | 22 |

与市场的不同

(1) 我们认为，虽然公司规模较小，但是持续、稳健的增长正在不断强化公司的竞争优势，悄然改变行业的竞争格局。2011 年到 2019 年，弘亚数控营收复合增速 26.51%，净利润复合增速打到 28.79%，尽管公司起步规模较小，但是连续十年的持续增长，使得公司已经成为国内板式家具设备行业第一品牌——2018 年公司超越南兴装备成为最大的板式家具设备本土品牌，而据我们预计，2020 年弘亚数控在国内市场的销售体量已经与 2019 年的金田豪迈（德国豪迈在中国的代理机构）大致相当，国内市场的龙头地位进一步稳固。蓦然回首，行业的竞争格局已经被悄然改变。

(2) 我们认为，进口替代是必然趋势，全球 350 亿市场是弘亚未来发力的目标。从技术的角度，木工家具设备并不是技术迭代迅速的领域，国内品牌随着工艺的持续积累，与德意龙头之间的技术差异在持续缩小；从产业链的角度，中国拥有全球最完善的制造业产业链，行业抗风险能力最强，在疫情等非常规外部冲击影响下，国内企业的制造优势得到进一步凸显；作为本土第一品牌的弘亚来说，公司产品的性价比明显，而相比德意竞争对手持续的进口替代是必然趋势，而公司也是持续在海外市场发力，全球 350 亿的市场是弘亚未来成长的主要目标。

(3) 我们认为，公司虽然发展策略并不激进，但是公司持续成长能力强，内生和外延双轮驱动使得公司的竞争护城河持续加深。公司并非典型的激进型公司，增速预期并不高，但是具备很强的持续成长能力和足够广阔的行业空间赛道。公司近年来也是持续布局，通过收购 Masterwood 实现对高端加工中心的布局，通过并购亚冠精密和丹齿精工向上游零部件领域延伸，参股中设机器人，进军智能化装备领域。内生方面，公司研发投入持续领先，产品关键性能已经很接近国外同类产品，在部分指标上更加适应本土市场的需求，并通过产能扩张提升公司的交付能力，竞争护城河进一步深厚。

十年稳健增长，铸就国产板式家具设备第一品牌

厚积薄发，打造多品类板式家具设备龙头

公司主营板式家具专用设备的研发、设计、生产和销售。具体包括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。公司技术国内领先，曾多次主导参与起草行业标准。国际竞争力较强，销售网络遍布全球 50 多个国家和地区。

公司主营产品包括封边机、裁板锯、多排钻和加工中心。其中自动封边机、数控裁板锯、自动多排钻和木材加工中心等产品是公司的核心产品。公司自主研发的智能优化数控裁板锯、高效自动多排钻、新型高速封边机等产品均获得高新技术产品认证。

把握数控化、柔性化发展方向，持续更新升级智能化生产设备。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；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，助力产能升级。2020 年，公司新推出直排自动换刀加工中心，满足各类家具加工需求。

表 1：公司主营产品简介

| 系列 | 产品 | 功能 |
|------|-------------------------------------|---|
| 封边机 | 自动封边机、高速封边机、双端封边机、智能封边机、端头封边机、柔性封边机 | 封边机是指用封边材料将板式家具部件边缘进行封帖的加工设备，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，是板式家具机械的主要品种之一。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。可以较好地改善家具的外观质量，避免家具在运输和使用过程中边角部损坏、贴面层被掀起或剥落，同时可起到防水、封闭有害气体的释放等作用。 |
| 裁板锯 | 后上料裁板锯、数控裁板锯、往复式裁板锯、精密裁板锯、双推手数控裁板锯 | 裁板锯是指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。在家具制造过程中，板件的锯切速度和精准度标准如何，直接影响到人造板材的利用率、产品的成本和产能。通过裁板锯开料作业，可对各种人造板进行纵剖、横截或成角度的批量锯切加工，获得尺寸符合要求的板件，以降低成本、提高生产效率。 |
| 多排钻 | 自动多排钻、半自动多排钻、数控多排钻 | 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。公司自主创新的智能快速回程技术和气动锁紧技术，可在确保钻孔的孔径尺寸和精度的基础上，保证加工效率和调整速度。 |
| 加工中心 | 2 系列加工中心、3 系列加工中心、PTP 加工中心、贴标机 | 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，自动完成镂铣、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。 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：公司品牌介绍

| 品牌 | 主要介绍 |
|------------|--|
| Masterwood | 国际木工机械行业中主要从事中高端数控机械研发生产的品牌公司之一，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，公司主业依然聚焦于木材加工机械行业，该品牌对于公司提高新产品的技术水平有积极的作用，其技术优势和经销渠道与公司形成较好的互补。 |
| 极东机械(KDT) | 主打封边机产品，属于中韩合资企业，以韩国极东精密株式会社为技术依托，主要业务包括“KDT”系列封边机、电子开料锯、CNC 排钻的生产及销售；公司以“创经典名牌，显优秀品质”为宗旨，产品以造型美观和性能稳定而深受新老用户青睐，业务遍布全国、东南亚及非洲等几十个国家和地区。公司生产的“KDT”封边机共 20 多个品种，拥有铣边、涂胶、送带、压贴、齐头、粗修、精修、刮边、抛光等封边机常见功能，同时又在国内率先拥有跟踪修边及开槽技术，在封边机领域独树一帜。 |
| 迪码机械 | 成立于 2017 年 01 月 16 日，该品牌为板式家具制造企业提供系列化、标准化、经济耐用的生产设备。迪码机械业务涵盖数控产品、封边机系列、锯切系列和多排钻系列；该品牌侧重于整体解决方案，生产线包括框架式自动化生产线、双端封边机自动生产线和多排钻自动化生产线等，可满足经济型、中等产能或批量生产的多元需求。 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司研发实力领先，持续推出适用于市场趋势的新品，产品类型不断丰富。以公司核心产品封边机为例，其产品系列不断丰富，从早期的半自动封边机、双端封边机、高速封边机、自动封边机，进一步推出柔性封边机和智能封边机，目前在研的包括数控柔性封边机，产品体系持续完善，同时不同类型的产品也在不断升级，公司“6 系列”封边机功能更加齐全，性能持续优化，在高端市场具备竞争力。

公司封边机的基本机型是自动封边机，产品采用高清晰触摸屏控制，具有涂胶、压贴、齐头、修边、刮边、抛光等基本功能，可选择预铣、粗修、开槽、平刮边、跟踪修角、压梁电动升降等功能，还可选配移动式多带存带机构、气动控制调节封边带厚度等功能。

智能封边机在此基础上性能进一步优化，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，解决板材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封边带、热熔胶缺料自动提醒功能，可统计每日加工板件数量。

图 1：公司智能封边机图示

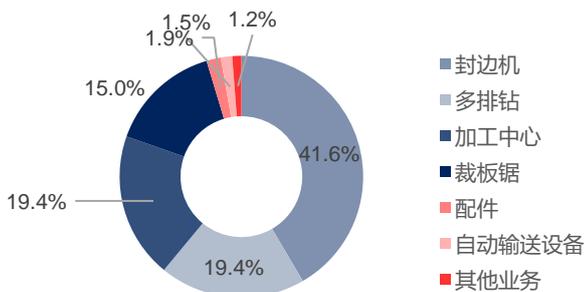


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

封边机业务占比超 40%，多品类同步发展。公司核心产品包括封边机、裁板锯、多排钻和加工中心等，四大产品收入占比超过 90%，其中自动封边机、数控裁板锯、自动多排钻和木材加工中心等是公司的核心产品；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%，其他主要产品收入分别为：加工中心 2.55 亿元（19.4%）、多排钻 2.54 亿元（19.4%）、裁锯板 1.96 亿元（15.0%）。

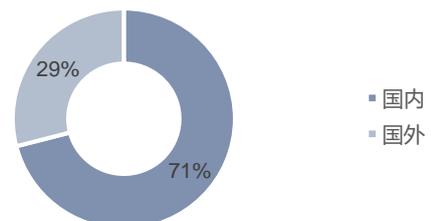
公司国内销售占比超过 70%，客户包括了索菲亚、好莱客衣柜、全友家私、黎明家具、尚品宅配等知名定制家具企业，并通过经销渠道触及庞大的长尾客户。公司也在积极拓展海外市场，逐步完善海外经销体系，在印度、俄罗斯等市场具有一定的渠道优势，海外销售网络覆盖伊朗、土耳其、美国、意大利、澳大利亚、乌克兰等欧洲、美洲及东南亚 50 多个国家和地区。2019 年公司国外业务收入占比达 29%。

图 2：2019 年公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

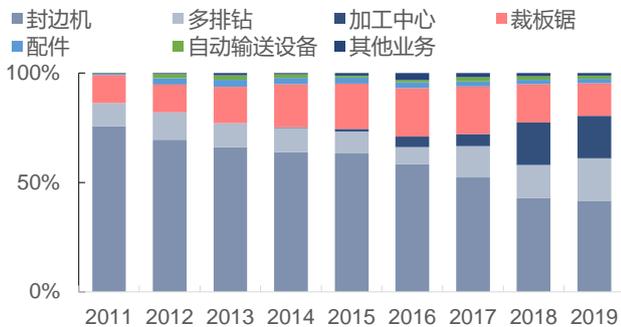
图 3：2019 年公司分区域营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

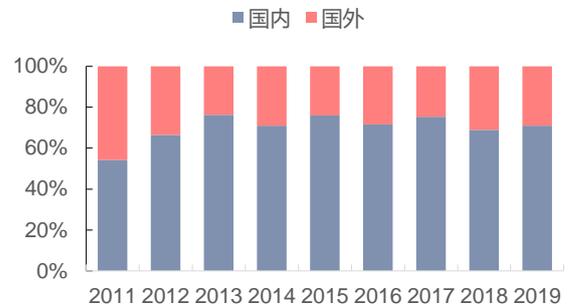
多品类齐头并进，国内国外市场同步发力。2016年之前，公司封边机营收占比均超过50%。与此同时公司产品品类不断拓展，加强整体解决方案的提供能力。2011-2016年公司裁板锯业务增长较快，多排钻业务占比相对稳定。2014年起公司开始布局加工中心，营收占比由2015年的1%提升至2019年的19%。区域布局来看，公司国内外业务同时发力，2011年后受益于国内需求增速的提升，国内收入占比持续提高，目前国内外营收占比保持相对稳定。

图 4：2019 年公司分业务营收占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

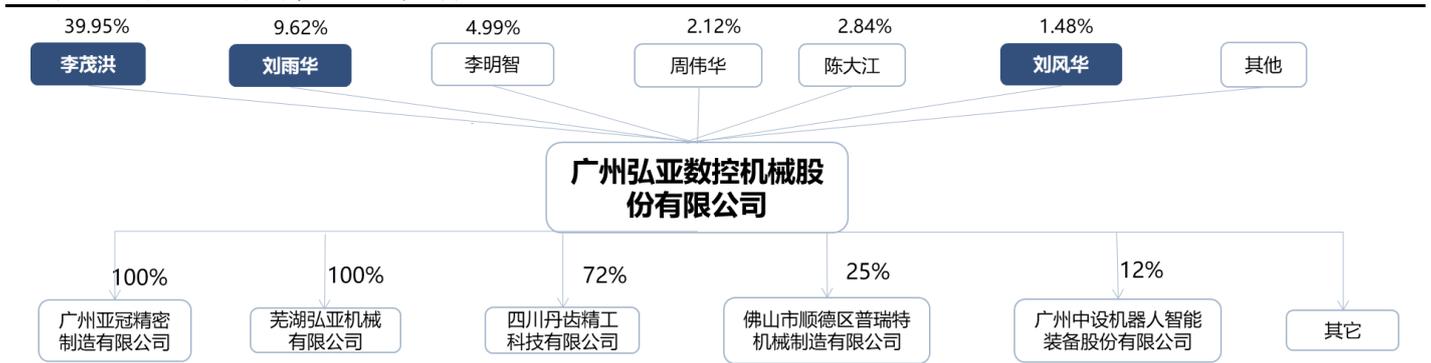
图 5：2019 年公司分区域营收占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司实控人李茂洪先生同时是公司创始人、董事长和总经理，与一致行动人合计持股超 50%，持股较为集中。李茂洪先生是木工机械专业出身，拥有工程师职称，专业性强，且长期从事林业机械行业，积累了丰富的产业经验。公司重视股权激励，大部分高管均有持股，公司董事、副总经理陈大江位列第四大股东。

图 6：公司股权结构（截至 2021 年 1 月）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品线积极扩张，智能化顺势而为

公司技术水平国内领先，2010 年获得国家高新技术企业认定，2013 年参与起草修订单面推台裁板锯行业标准，2016 年作为唯一起草单位制定数控裁板锯国家林业标准。公司通过外延收购的方式积极扩充产品线，2018 年收购意大利 Masterwood，引进五轴加工中心和高速木门线生产线技术，加速公司自动化升级的步伐；2019 年收购亚冠精密，后者成为公司高精密家具机械零部件自动化生产建设项目的主体，与另一子公司四川丹齿协同提升公司零部件自制配套能力；2020 年 8 月公司收购“中设机器人”，利用其在机器人应用系统集成领域的技术优势，助力公司实现家具制造的智能化与数字化转型。

图 7：公司 PTP 加工中心图示


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

稳步增长铸就行业领先优势。2014-2019年公司营收复合增速达到25.82%，净利润复合增速达到22.96%。公司仅在2015年业绩增速出现下滑，主要是由于2015年国内房屋新开工和竣工面积同比大幅下降，导致板式家具和设备需求承压。随着地产行业增速企稳，2016-2017年公司收入和利润也快速回升。公司2020年前三季度实现营收11.76亿元，同比增长19%。我们认为由于公司规模相对较小，且存在较大的进口替代空间，公司所处行业固然具有一定的周期性，但是地产行业的短周期对公司的长期成长性影响较弱。随着下游家具和地产行业的复苏以及公司竞争力的持续增强，我们预期公司将迎来新的高增阶段。

图 8：2019 年公司分业务营收占比变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2019 年公司分区域营收占比变化情况（万元）

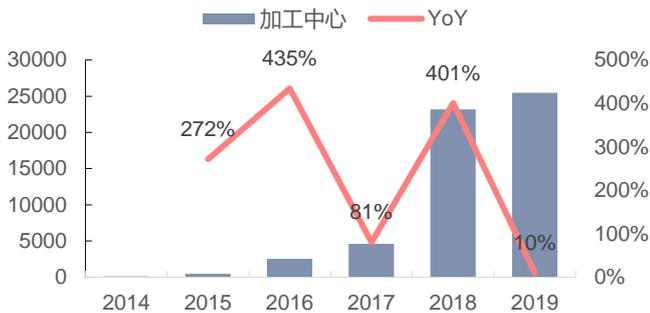

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司封边机业务收入及变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：公司多排钻业务收入及变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司加工中心业务收入及变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

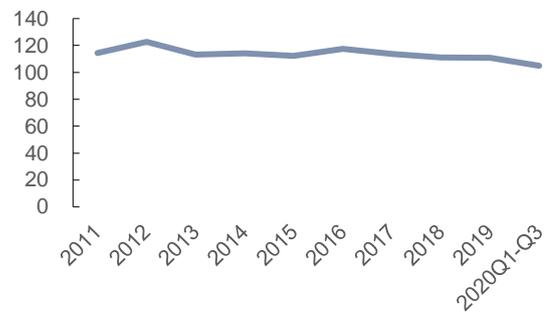
图 13：公司裁板锯业务收入及变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

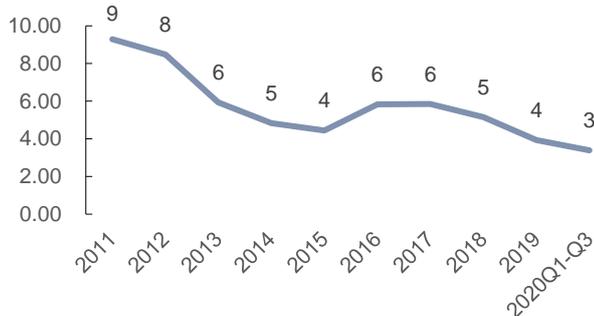
高质量的现金流反映公司优质的营运能力。公司历年经营性现金流保持稳健增长，销售产品提供劳务收到的现金占营收比例始终超过 100%，主要是因为公司主要客户为经销商，渠道特征带来了较强的收款能力和议价权。公司营运能力出色，2019 年公司应收账款周转率达 28 次。随着公司综合竞争力的持续增强，现金流预期还将保持稳健向好。

图 14：公司经营性现金流及同比（万元）

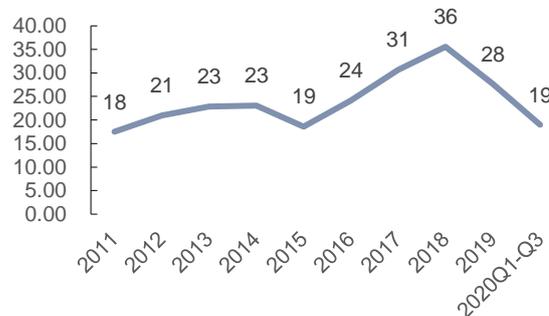

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：公司销售产品提供劳务收到的现金/营收%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

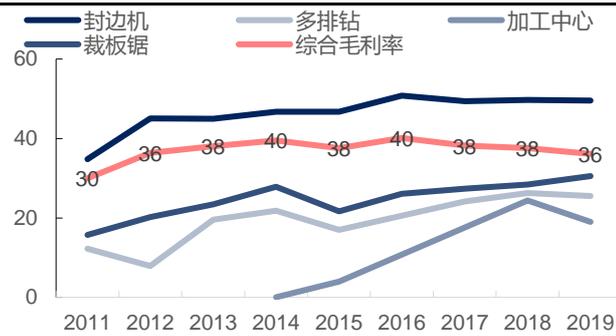
图 16：公司存货周转率（次）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

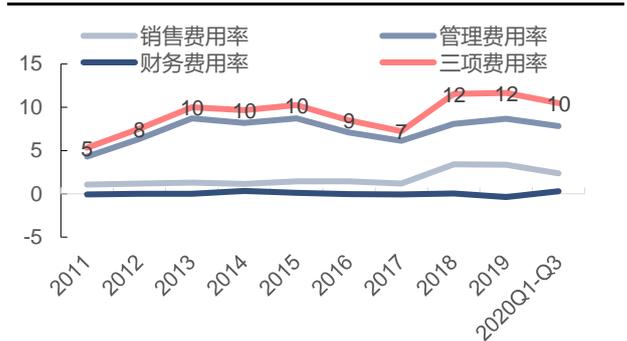
图 17：公司应收账款周转率（次）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

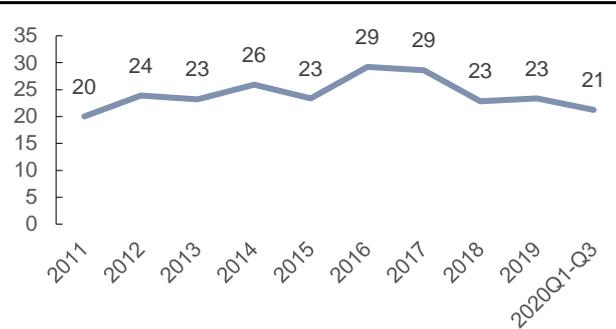
毛利率保持稳定，资产规模扩大致 ROE 略有下降。公司毛利率近年来较为稳定，基本保持在 36%-40% 的区间，其中封边机的毛利率最高可以接近 50%，公司毛利率的变化主要是产品结构变化所致，但是可以看到多排钻、裁板锯和加工中心业务毛利率随着产品品质的提升，也保持了稳步提升的态势。费用率方面，2018 年收购 Masterwood 并表带来销售费用和管理费用有所抬升，近两年进入稳定期，费用管控能力增强，三项费用率有所下降。公司盈利能力出色，净利率稳定在 20% 以上，ROE 受到上市之后资本规模扩大且前期固定资产开支增加的影响有所下滑，但仍保持 20% 以上的较高水平。

图 18: 公司毛利率%变化情况


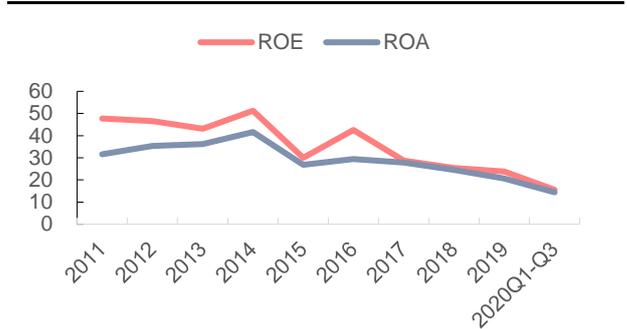
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 公司费用率%变化


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 公司净利率%变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 公司 ROE 和 ROA%变化


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

剑指全球 350 亿市场, 市占率稳步提升

全球 350 亿板式家具设备市场, 规模保持稳中有增

板式家具设备是木工机械的一种类别, 设备品类和应用场景较多。板式家具是以人造板为基础材料, 配以各种贴纸或者木皮, 经锯切、封边、钻孔、铣型、表面处理而制成的拆装组合式家具。常见的板式家具具有套房家具、衣柜、橱柜、办公家具等。板式家具设备是木工机械的最大细分品类, 其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, 下游是板式家具制造业。

图 22: 板式家具机械产业链


资料来源: 信达证券研发中心

板式家具机械品类丰富, 按用途划分为 9 类。其中封边机、裁板锯和多排钻最主要的板式家具机械。封边主要是起到美观和封闭防护的作用, 封边效果较依赖设备性能; 钻孔是通过精

准钻孔进行家具拆装,对钻孔位置误差和孔径精度要求较高;裁板是对各种人造板进行纵剖、横截或成角度的锯切加工,以获得尺寸符合规格要求的板件。

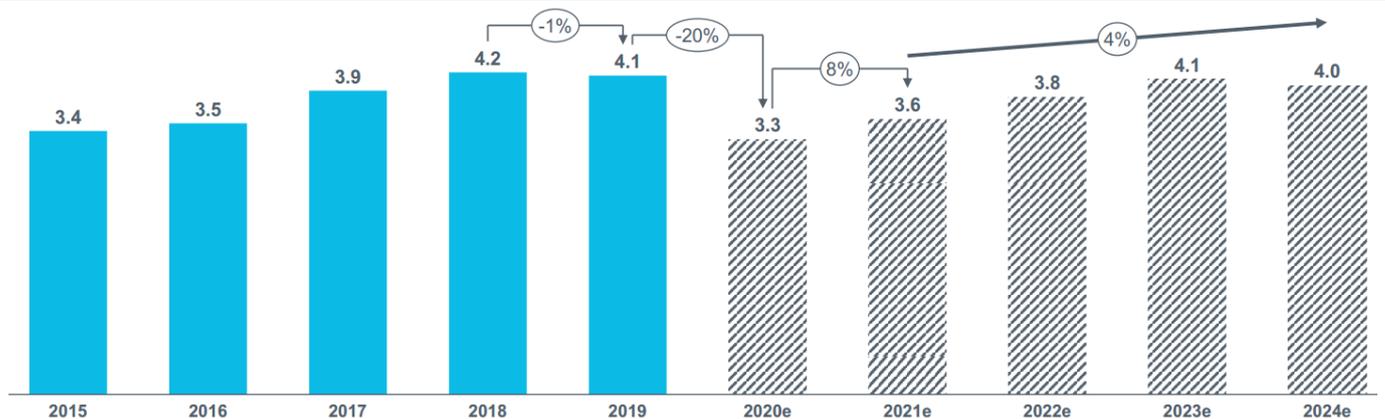
表 2: 板式家具机械分类及主要用途

| 分类 | 主要设备 | 主要用途 |
|--------|------|---|
| 裁板机械 | 裁板锯 | 用于将人造板材料纵剖、横截的精密开料。目前主要的裁板锯种类有电子开料锯、往复锯和推台锯,其中电子开料锯为全自动裁板锯。 |
| 封边机械 | 封边机 | 用封边材料将家具等部件的边缘封贴起来的加工设备。按被封边工件形状可分为:直线封边机和曲线封边机,其中常用的封边机为直线封边机,具体又可细分为单边直线封边机和双端直线封边机。 |
| 钻孔机械 | 排钻 | 钻孔专用设备。按钻架数量可分为:单排钻、双排钻和多排钻,其中多排钻按控制方式可分为:普通式多排钻和数控式多排钻。数控多排钻的每排钻座可根据需要安装多个钻头,由计算机控制各钻头的移动距离和钻孔位置,可实现加工数据输入及钻排的自动定位控制,从而提高了工作精度和工作效率。 |
| 联接机械 | | 用于将板式家具零件联接起来的机械,板式家具大多数采用圆柱销联接。 |
| 镂铣机械 | | 用于在板式家具表面进行雕刻各种花纹、直线槽等异形线条,主要的镂铣机械有立式铣床,回转工作台铣床,镂铣机等。 |
| 表面处理机械 | | 用于修正板材表面的不平度,提高表面光洁度,为油漆工序做准备。常用的设备主要为砂光机。 |
| 涂饰机械 | | 板式家具表面修整后的主要工作是对表面进行涂漆、喷漆或淋漆,以提高家具表面亮度耐磨性。采用的设备主要有辊式涂漆机、喷气机、淋漆机等。 |
| 组装机械 | | 将板式家具的零部件进行组装,由于板式家具多数是在现场进行组装,所以这类机械多是一些便携式的工具,如快速电板手、电钻等。 |
| 其他机械 | | 如真空覆膜机用于对家具表面覆一层装饰材料,以提高家具表面的美观性。 |

资料来源:信达证券研发中心

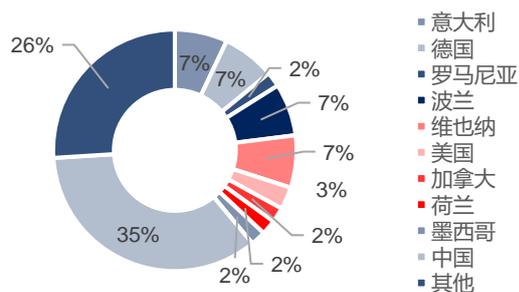
全球板式家具机械市场规模约 350 亿,市场整体稳中有增。据全球板式家具机械龙头 HOMAG (德国豪迈集团)及 CSIL 统计,2019 年全球木工机械市场规模为 41 亿欧元,我们认为该测算偏保守,板式家具设备占比约 90%,我们估算全球板式家具设备市场规模约 350 亿元。2020 年受新冠疫情影响,全球板式家具设备需求探底,据 HOMAG 预计,2021 年全球木工机械市场规模同增 8%,2021-2024 年复合增速为 4%。但是我们认为,由于疫情影响加速了全球板式家具设备行业的洗牌,龙头企业的预期增速将显著超越行业整体。

图 23: 全球木工机械市场规模及空间预期 (十亿欧元)

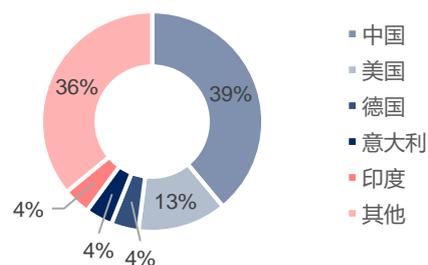


资料来源: HOMAG, CSIL, 信达证券研发中心

我国是全球第一大家具生产和出口国,设备需求在全球的占比或超 30%。据 BIESSE (意大利比雅斯)统计显示,2019 年我国家具产值在全球的占比为 35%,远远领先于其他国家,家具消费占比达到 39%,第二大家具消费国美国的占比仅 13%。诚然,由于我国是家具净出口国家(出口占比约 20%),产值占比理应高于需求占比,但整体而言这一数据仍具有一定的参考意义。考虑到国内家具生产和消费需求在全球的占比超 1/3,我们认为国内板式家具设备市场规模约占全球总规模的 30%以上。

图 24：2019 年全球分国别家具产值占比


资料来源：BIESSE, CSIL, 信达证券研发中心

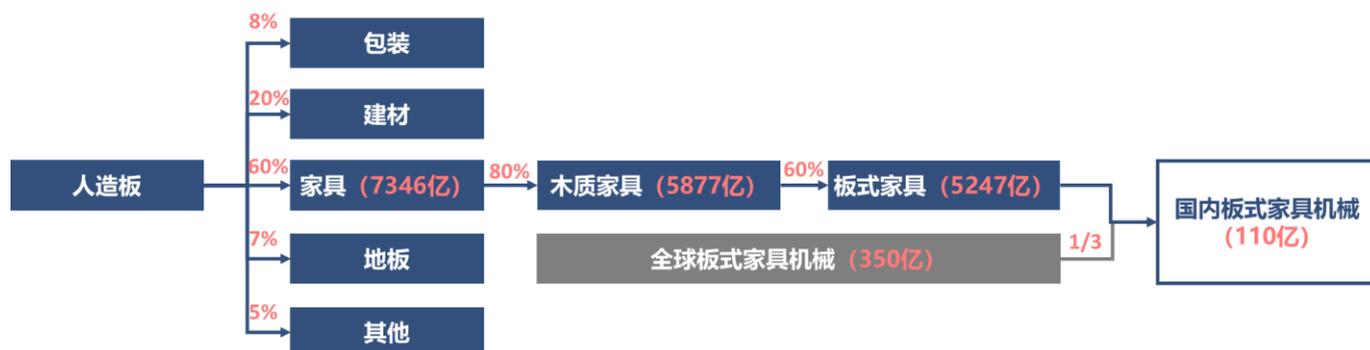
图 25：2019 年全球分国别家具需求占比


资料来源：BIESSE, CSIL, 信达证券研发中心

国内板式家具设备市场规模约 110 亿。我们采用两种方法对国内板式家具机械市场规模进行测算，两种方测算式得出的结果基本吻合。

a) 全球市场占比法：按照上述中国市场占全球的比例进行简单推算，2019 年我国家具产值和销售额占全球超 1/3，目前全球板式家具机械市场规模约 350 亿，以国内市场占比 1/3 推算得出国内市场规模在 110 亿左右。

b) 国内家具产值倒推法：我国 60% 的人造板用于家具制造，木质家具约占家具的 80%，板式家具约占木质家具的 60%，我们通过分别计算板式家具新增购置需求（家具产值的净增量与设备投资占比的乘积）和存量更新需求（上年家具产值与折旧期的比值）得出国内板式家具机械市场规模约 107 亿。

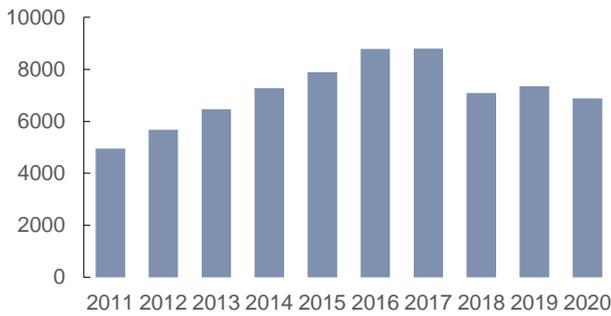
图 26：国内板式家具机械市场规模推算


资料来源：信达证券研发中心测算

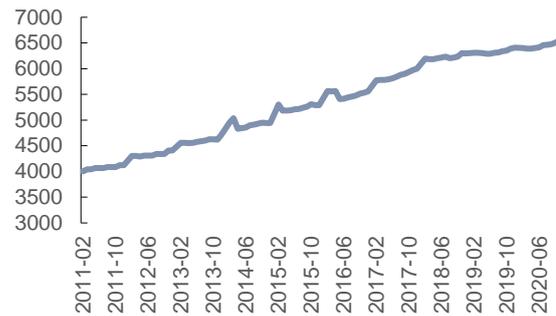
表 3：国内板式家具设备市场规模及空间测算

| 单位：亿元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 规模以上家具企业收入 | 7345.99 | 6875.40 | 7287.92 | 7652.32 | 8034.94 | 8436.68 | 8858.52 |
| 国内家具总产值 | 10494.27 | 9822.00 | 10411.32 | 10931.89 | 11478.48 | 12052.40 | 12655.02 |
| 板式家具总产值 | 5247.14 | 4911.00 | 5205.66 | 5465.94 | 5739.24 | 6026.20 | 6327.51 |
| YoY | 3.73% | -6.41% | 6.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 板式家具机械保有量 | 682.13 | 638.43 | 676.74 | 710.57 | 746.10 | 783.41 | 822.58 |
| 新增购置需求 | 24.54 | | 38.31 | 33.84 | 35.53 | 37.31 | 39.17 |
| 存量更新需求 | 82.20 | 85.27 | 79.80 | 84.59 | 88.82 | 93.26 | 97.93 |
| 国内板式家具市场规模 | 106.74 | | 118.11 | 118.43 | 124.35 | 130.57 | 137.10 |

资料来源：信达证券研发中心测算

图 27：我国规模以上家具企业营业收入（亿元）


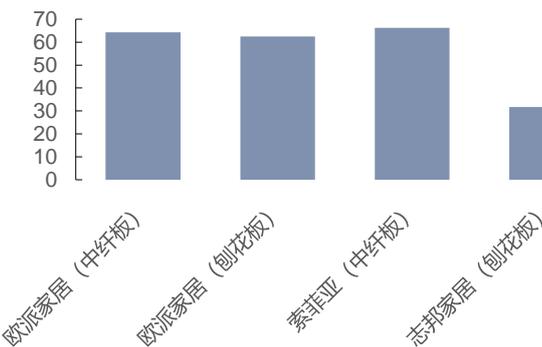
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 28：我国规模以上家具企业数量（个）


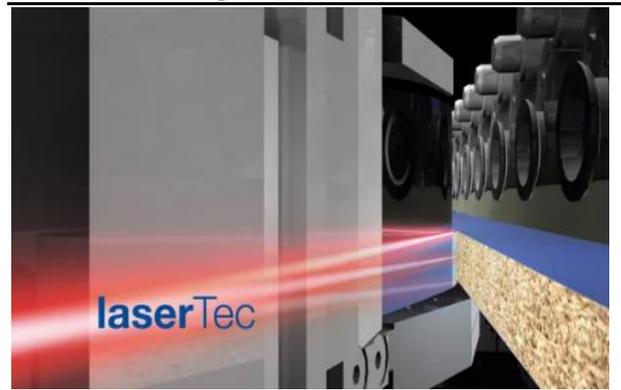
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

家具品牌分化致使设备选用亦呈现分化态势，高端品牌仍主要选用外资设备。国内板式家具企业根据自身的竞争优势参与不同的市场，其中高档产品和中低档产品的质量差别主要来源于板材及加工质量——比如，高端家具企业一般选用价格较高的板材和性能优越的进口设备，而一些进口设备采用的激光封边技术相较国产设备的热熔胶技术效果更优。

定位高端的本土品牌包括欧派、索菲亚、金牌橱柜、皮阿诺等上市公司，也包括本土一些走差异化路线的特色企业，以及外资品牌如德国 Nobilia、意大利威乃达、德国 ALNO、瑞典 Nobia 等，以上企业有部分虽然已经使用了弘亚的设备，但是整体仍以外资品牌的设备为主。而更为分散的中低端品牌更加注重成本和效率，竞争程度也更加激烈，更倾向于选用高性价比的国产设备。

图 29：家具企业采购人造板单价（元/平方米）


资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

图 30：德国 Homag 采用激光封边技术的封边机


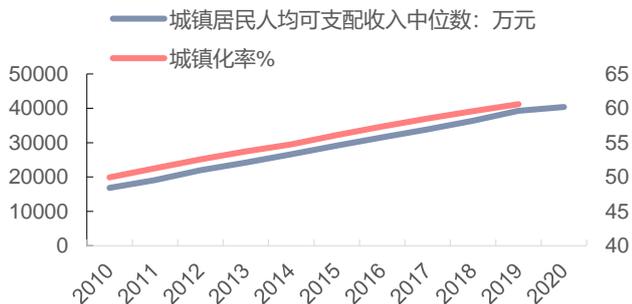
资料来源：德国 Homag，信达证券研发中心

由于不同板材和设备成本有较大差别，终端家具价格也相差较大，表明国内家具市场高端和中低端是较为分化的。据我们草根调研了解，国内大型品牌橱柜最低单价仅 1000 元，最高单价则上万元甚至更高，而衣柜也在几百元到几千元不等。

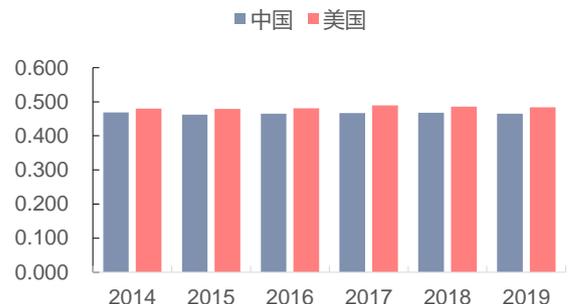
表 4：国内部分家具品牌产品售价

| | 木门 (元/扇) | 橱柜 (元/米) | 衣柜 (元/平) | 床 (元/套) |
|------|------------|--|---|-------------|
| 欧派家居 | 1775-15000 | 2480-5000 (台面) 1000-7000 (吊柜/地柜) | 900-2900 | 4000-6000 |
| 索菲亚 | 1500-8000 | 7200-18000 | 900-4000 | 7000-8000 |
| 顾家家居 | / | | | 4999-20000+ |
| 尚品宅配 | / | 9000-12000 (整体橱柜) 6000-8000 (长 1.2-1.5, 高 2.6-2.8) | 最低: 整体 7000-8000(4.8 平方) 最高: ≈3500-4000/m ² | 2850-18080 |
| 美克家居 | / | / | / | 9999-55199 |
| 志邦家居 | / | 2000-8000 | 1099-7000 | / |
| 松霖科技 | / | 套餐: 12800, 19800, 99999, 26800 (3 米橱柜+3 米台面+1 米吊柜) 门店: 5000-200000+ | 1999-3280 | 3999/10999 |
| 金牌橱柜 | 2000-8000 | 2000-20000 | 1700-6000 | / |
| 好莱客 | 1000-5000 | 2000-6000 | 1000-8000 | |
| 曲美家居 | / | 吊柜 (2000) 地柜 (3000) | 2000-3500 | 10000-20000 |
| 我乐家居 | / | 套餐: 11999-21850 (3 米橱柜+3 米台面+1 米吊柜) 门店: 地柜: 2300-5000+ 台面/吊柜: 2080-4000+ | 1250-5000+ | 6000-8000 |
| 菲林格尔 | / | 1000-6000 台面 吊柜 2000-4500 地柜 2600-5000 | 2000-3500 | / |

资料来源：信达证券研发中心 注：数据来自草根调研，可能与实际情况有偏差

图 31：家具企业采购人造板单价 (元/平方米)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 32：中国和美国基尼系数接近超过 0.45


资料来源：国家统计局，美国商务部普查局，信达证券研发中心

欧洲品牌积淀深厚，国产品牌加速追赶

板式家具设备源于德国和意大利，德意系设备占据全球主要份额。德国于 1970s 首先开发出用于对已裁好的厚人造板的边缘封边用的封边机，可实现板材进料、施胶、封条、修边等工序的自动化；意大利最先研发了用于对人造板下料用的精密裁板锯、多排钻等多种板式家具机械；日本、意大利、荷兰研发了砂光机。以上国家一直掌握着板式家具装备核心技术，技术积淀深厚。

以德国豪迈为例，其全球销售额一度超过 100 亿人民币，2017 年在中国市场销售额超过 3 亿欧元（金田豪迈），2018 年之后因为国内定制家具龙头资本开支下降，豪迈的中国市场销售额也有所下滑。欧派目前主要的设备就是来自德国 Homag，截至目前欧派集团有超过 1700 台豪迈设备，超过 90% 的豪迈设备覆盖率，采购额合计约 20 亿，是豪迈最大的国内采购方。

表 5: 欧派与德国 Homag 合作进展

| 年份 | 合作事项 |
|--------|--|
| 1997 年 | 进口第一台推台锯 |
| 2005 年 | 进口纵横锯、双端封类重型设备 |
| 2008 年 | 金田豪迈为欧派引入 IMOS 软件 |
| 2010 年 | 累计采购额超 1 个亿 |
| 2011 年 | 天津工厂采购豪迈设备 |
| 2015 年 | 无锡工厂采购好买设备 |
| 2016 年 | 双方在拆单方面合作有重大突破, 将德国 IMOS 软件全面升级为 WCC, 欧派集团多产品领域统一使用 WCC 拆单软件 |
| 2017 年 | 第一条柔性封边线四机连线成功运行 |
| 2017 年 | 采购史上金额最大、价值最高的豪迈设备 |
| 2018 年 | 与金田豪迈 MSCS & iShare 对接项目启动 |
| 2019 年 | 累计采购额达 20 亿 |

资料来源: 德国 Homag, 信达证券研发中心

全球市场结构来看, 参考 2009 年的数据, 欧洲是最大的木工机械进口国(生产国相对集中, 因此贸易额也较大), 其进口的木工机械占全球木工机械市场容量的 32.1%; 排在第二的是亚洲, 其进口的木工机械占全球木工机械市场容量的 10.6%; 排在第三位的是北美洲, 占比是 8.1%。2009 年进口木工机械最多的前五个国家分别是美国、中国、德国、法国和俄罗斯。从表 6 可以看出, 木工机械的生产大国也有较多进口, 表明木工机械是一个全球化的行业, 且在各国都存在产品梯队的的需求分化。

表 6: 2009 全球市场容量-主要木工机械进出口国 (单位: 千欧元)

| 进口国家及地区 | 出口国家及地区 | | | | | | 市场容量 | 占比 (%) | 进口市场容量排名 | |
|---------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|----------|----|
| | 德国 | 意大利 | 中国 | 中国台湾 | 奥地利 | 美国 | | | | |
| 欧盟 | 德国 | 68520 | 64044 | 15335 | 93045 | 13846 | 254790 | 4.132 | 3 | |
| | 法国 | 97076 | 86370 | 9596 | 1813 | 13475 | 210494 | 3.414 | 4 | |
| | 波兰 | 59006 | 35885 | 3958 | 712 | 15934 | 3161 | 118656 | 1.924 | 7 |
| | 意大利 | 78322 | | 10544 | 2444 | 13731 | 1997 | 107038 | 1.736 | 8 |
| 亚洲 | 中国* | 220220 | 26656 | 2808 | 73377 | 2194 | 9245 | 334500 | 5.425 | 2 |
| | 日本 | 9155 | 2438 | 8226 | 4558 | 717 | 3791 | 28885 | 0.468 | 15 |
| | 伊朗 | 19676 | 11953 | 1078 | 1004 | 3763 | | 47174 | 0.765 | 14 |
| | 泰国 | 6002 | 3251 | 2961 | 6121 | 589 | 478 | 19401 | 0.315 | 16 |
| 北美 | 加拿大 | 12198 | 8382 | 18819 | 19897 | 2675 | 77731 | 139702 | 2.266 | 6 |
| | 美国 | 58036 | 32261 | 115740 | 94070 | 6912 | 94070 | 401089 | 6.505 | 1 |
| | 墨西哥 | 2242 | 4830 | 3101 | 2091 | 1020 | 37405 | 50689 | 0.822 | 13 |
| 中南美洲 | 阿根廷 | 4415 | 4827 | 2202 | 634 | 157 | 575 | 12810 | 0.208 | 18 |
| | 智利 | 4727 | 5366 | 1447 | 145 | 20 | 2167 | 13872 | 0.225 | 17 |
| | 巴西 | 42612 | 37895 | 7993 | 1362 | 527 | 4719 | 95108 | 1.543 | 9 |
| 欧洲其它 | 俄罗斯 | 114756 | 34417 | 17443 | 1572 | 14453 | 4718 | 187359 | 3.039 | 5 |
| | 瑞士 | 47868 | 23052 | 1369 | 484 | 10353 | 314 | 83440 | 1.353 | 10 |
| | 土耳其 | 47868 | 18774 | 1685 | 1384 | 1631 | 439 | 71781 | 1.164 | 11 |
| 大洋洲 | 澳大利亚 | 23208 | 13802 | 12759 | 6212 | 2786 | 11165 | 69932 | 1.134 | 12 |
| | 新西兰 | 2638 | 1120 | 1967 | 433 | 64 | 1514 | 7636 | 0.124 | 19 |

资料来源: 《我国板式家具机械的发展规模估算与分析》, 信达证券研发中心

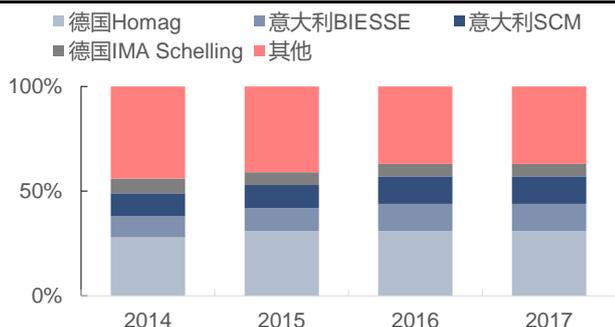
我国从 1990s 开始逐步引进国外技术, 国产突破不断推进。国内中低端家具设备市场门槛较低, 导致我国板式家具设备制造企业经营规模普遍较小, 产品同构化、同质化现象较为普遍。但技术领先的国内龙头企业凭借高性价比的产品在中低端市场份额不断提升, 也逐步打破高端市场外资品牌的垄断, 实现国产替代。目前国内板式家具机械性能方面与国外还存在一定差距, 但技术领先的龙头企业与国际水平差距也在不断缩窄甚至赶超。

表 7：国内外板式家具机械主要性能指标对比

| 产品 | 指标 | 国际领先水平 | 国内领先水平 | 国内中等水平 |
|-------|---------------|----------------------------|----------------------------|---------------|
| 裁板锯 | 同时裁板数目 | 32 块 | 6 块 | 5 块 |
| | 裁板尺寸 | 9✖ 8 尺 | 6✖ 8 尺 | 4✖ 8 尺 |
| | 裁板方向 | 双向纵横裁板、任意角度裁板 | 单向裁板 | 单向裁板 |
| | 最高进料速度 | 120m/min | 80m/min | 60m/min |
| | 控制系统 | 智能数控系统，可以逐块打印条码，实现每块板的数字分类 | 智能数控系统，可以逐块打印条码，实现每块板的数字分类 | 电控操作系统 |
| | 上下料 | 全自动上下料 | 半自动上下料 | 升降机上下料 |
| | 元件 | 电控系统全套国际一流元件 | 电控系统全套国内一流元件 | 电控系统全套国内正规元件 |
| | 锯末排除系统 | 全自动锯末排除系统 | 强力锯末排除系统 | 有锯末排除系统 |
| 封边机 | 同时备选封边条数目 | 32 条 | 6 条 | 1 条 |
| | 封边尺寸 | 8-60mm | 8-40mm | 12-30mm |
| | 封边端数 | 双端封边 | 双端封边 | 单面封边 |
| | 最高进料速度 | 80m/min | 50m/min | 30m/min |
| | 封边条施胶加热系统 | 激光加热无胶粘合 | 电加热热熔胶粘合 | 电加热热熔胶粘合 |
| | 上下料和对中 | 全自动上下料和自动对中 | 半自动上下料和无对中系统 | 人工上下料和无对中系统 |
| | 元件 | 电控系统全套国际名牌元件 | 电控系统全套国内名牌元件 | 电控系统全套国内正规元件 |
| | 封边工序数目 | 8 个以上 | 9 个以上 | 6 个以下 |
| | 控制系统 | 数控智能仿真系统控制 | 数控系统控制 | 电控系统控制 |
| | 封边加工中心 | 实现直线与曲线从下料到封边的所有工序 | 无 | 无 |
| 推台锯 | 裁板数显摇尺数目 | 3 块 | 2 块 | 无 |
| | 裁板尺寸 | 6✖ 8 尺 | 4✖ 8 尺 | 4✖ 8 尺 |
| | 进给方式 | 数控自动进给 | 手动进给 | 手动进给 |
| | 最高进料速度 | 81m/min | 手动进给，速度较慢 | 手动进给，速度较慢 |
| | 导轨系统 | 精密导轨系统 | 精密导轨系统 | 普通导轨系统 |
| | 控制模式 | 数控上下位机控制模式 | 数控触摸屏控制模式 | 电控模式 |
| | 元件 | 电控系统全套国际一流元件 | 电控系统全套国内一流元件 | 电控系统全套国内正规元件 |
| 多排多轴钻 | 多排数目 | 10 排以上，最多 15 排 | 10 排以上，最多 15 排 | 6 排以上 |
| | 每排轴数 | 21 个以上，任意数控自动升降 | 21 个以上，同时自动升降 | 21 个以上，同时自动升降 |
| | 同时加工面数和合计加工面数 | 5 面和 6 面 | 4 面 | 4 面 |
| | 最高进料速度 | 120m/min | 60m/min | 40m/min |
| | 控制系统 | 智能数控系统，上下位机和多机联控 | 触摸屏数控系统 | 电控系统 |
| | 上下料 | 全自动上下料 | 半自动上下料 | 人工上下料 |
| | 元件 | 电控系统全套国际一流元件 | 电控系统全套国内一流元件 | 电控系统全套国内正规元件 |
| | 检测系统 | 全自动板材检测系统 | 无 | 无 |

资料来源：《我国板式家具机械的市场分布与水平分析》，信达证券研发中心

德国和意大利四大品牌占据全球超 60% 的市场份额。全球前四大木工机械企业分别是德国 Homag (2014 年由德国杜尔集团收购)、意大利 BIESSE、意大利 SCM、IMA Schelling (德国 IMA 与奥地利 Schelling 于 2015 年合并)，历年份额占比相对稳定，2017 年四大品牌全球市占率为 63%，其中德国 Homag 占比最高为 31%，意大利 BIESSE 和意大利 SCM 均为 13%，IMA Schelling 为 6%。全球木工机械龙头 Homag 历年收入增长偏稳，市占率自 2015 年以来基本保持在 31% 左右。

图 33: 全球木工机械龙头市占率


资料来源: 德国杜尔集团, 信达证券研发中心

图 34: 德国 Homag 收入及市占率 (百万欧元)


资料来源: 德国杜尔集团, 信达证券研发中心

受疫情影响, 德国 Homag 的 2020 年全球销售额明显下滑, 2020 年德国 Homag 收入 8.33 亿欧元, 同比下降 12.9%。事实上, 国产品牌近几年已经开始在高端市场对外资品牌形成挤占, 大多数大型家具企业同时采购国外和国产设备。我们认为未来随着一线设备企业产品竞争力的持续提升, 更大范围的进口替代只是时间问题。

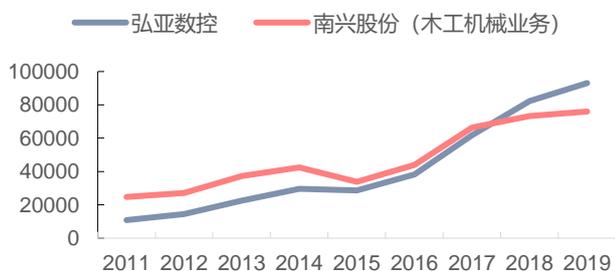
图 35: 德国 Homag 历年全球销售额 (百万欧元)


资料来源: 德国杜尔集团, 信达证券研发中心

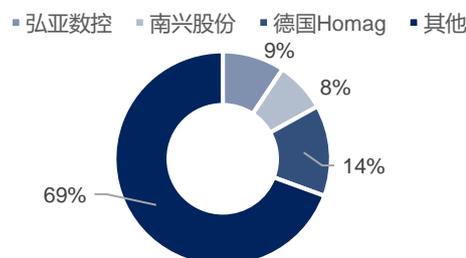
图 36: 金田豪迈 (Homag 国内主要渠道) 收入 (千欧)


资料来源: 德国杜尔集团, 信达证券研发中心

国内板式家具设备行业较为分散, 弘亚数控超越南兴股份成为本土第一品牌。国内板式家具机械行业相对分散, 本土企业有一定区域特征, 主要集中在在山东和广东, 合计占比约 80%。德国 Homag 在国内市场占有率最高为 14%, 国内最大的两家本土企业分别是弘亚数控和南兴股份, 2019 年弘亚和南兴市场份额分别为 9% 和 8%, 2018 年之前南兴市占率国内第一, 但近年来弘亚收入增速较快, 2018 年即成为国内板式家具设备本土第一品牌。

图 37: 弘亚数控和南兴股份木工机械业务国内销售额 (万元)


资料来源: 相关公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 2019 年国内板式家具机械市场份额


资料来源: 德国杜尔集团, 信达证券研发中心

国内板式家具机械第一梯队是国际四大巨头, 第二梯队为弘亚和南兴等本土优势品牌, 第三梯队是中等规模的国产品牌。国际四大巨头作为国内第一梯队企业, 在技术实力和高端市场的份额方面仍然具备明显优势, 弘亚和南兴作为国内第二梯队企业, 技术持续追赶, 有望

在高端市场引领国产替代，第三梯队包括佛山新马、东莞华力、青岛永强等中等规模企业，具备一定差异化优势。

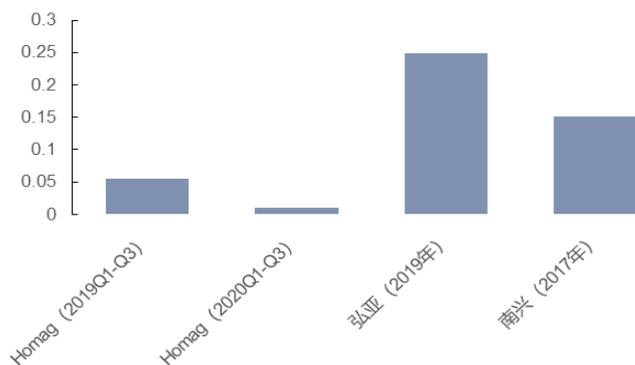
表 8：国内板式家具机械企业分梯队简介

| 梯队 | 企业 | 成立日期 | 2019 年收入 (亿元) | 2019 年中国收入 (亿元) | 核心产品 | 简介 |
|------|---------------|-------------|----------------------|-----------------|---------|--|
| 第一梯队 | 德国 Homag | 1960 年 | 101.05 | 13.7 | 全系列 | 全球木工机械龙头，在 7 个国家拥有 15 家生产基地，23 家全资销售和服务公司，销售网络遍布世界。 |
| | 意大利 BIESSE | 1969 年 | 59.32 | 4.8 (估算) | 全系列 | 全球第二大木工机械设备商，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。 |
| | 意大利 SCM | 1935 年 | 30.02 (2015 年木工机械业务) | 4.8 (估算) | 全系列 | 全球第三大领先的木工机械设备商，产品除传统家具机械外还包括对玻璃、塑料、大理石、复合材料等进行加工的全自动设备。 |
| | IMA Schelling | 1951/1917 年 | 19.75 (2015 年) | 3 (估算) | 全系列 | 全球高精密锯切技术企业-奥地利谢林(Schelling)集团与全球自动化封边、排钻和数控技术德国伊玛(IMA)集团于 2015 年合并成立为伊玛谢林集团(IMA Schelling Group)。 |
| 第二梯队 | 弘亚数控 | 2006 年 | 13.11 | 9.31 | 全系列 | 板式家具机械本土龙头。国内板式家具机械行业的国家高新技术企业与科技创新型企业。 |
| | 南兴股份 | 1996 年 | 9.17 (木工机械业务) | 7.6 | 全系列 | 国家高新技术企业；国家“火炬计划”重点高新技术企业；广东省著名商标、广东省名牌产品企业；广东省制造业 500 强企业；国内第一家 A 股上市的家具备制造制造企业。 |
| 第三梯队 | 佛山新马 | 1994 年 | 1.52 (2010 年) | 1.50 (2010 年) | 推台锯、多排钻 | 以实木家具机械、通用木工机床起家，逐步将板式家具机械作为主要业务。 |
| | 东莞华力 | 2006 年 | 0.80 (2010 年) | 0.78 (2010 年) | 全系列 | 前身是德国 IMA 代理商，渠道方面具有优势，后通过引进国外技术进行设备自主生产。 |
| | 青岛永强 | 1998 年 | 0.47 (2010 年) | 0.44 (2010 年) | 裁板锯、封边机 | 前身是通用木工机床生产企业，凭借在通用木工机床领域的技术积累发展较快。2011 年板式家具机械产能为 1400 台。 |

资料来源：相关公司官网，信达证券研发中心

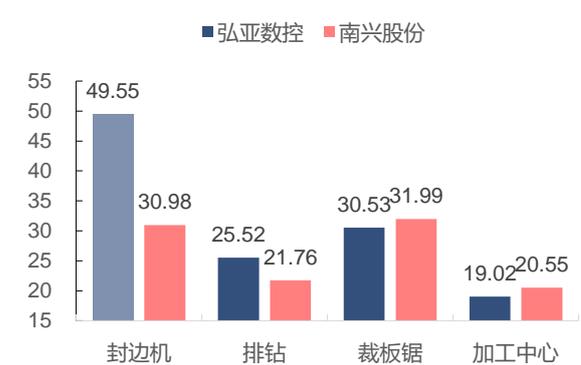
国产品牌的成本优势显著高于国外，公司盈利能力行业领先。2020 年前三季度德国 Homag 息税前利润率仅 1.01%，2019 年前三季度是 5.43%，而国内板式家具机械龙头弘亚 2019 年息税前利润率高达 24.89%，南兴 2017 年（选择 2017 年是为排除 IDC 业务影响）息税前利润率 15.60%，均显著高于国外龙头。国内横向对比来看，公司盈利能力大幅领先行业。2019 年公司封边机业务毛利率 49.55%，高出南兴 18 个百分点，排钻业务毛利率 25.52%，较南兴高 3.76 个百分点，裁板锯和加工中心业务两者相差不大，弘亚略低。

图 39：Homag、弘亚和南兴息税前利润率



资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

图 40：公司和南兴股份各业务毛利率%比较



资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

因此，对于弘亚而言，机会来源于三个方面：(1) 作为本土第一品牌，弘亚的技术水平领先于国内同行，公司老机型价格稳中有降，并持续推出更高性价比的新产品，在中低端市场的占有率有望持续攀升；(2) 消费升级需求促国内高端定制家具市场持续扩容，而弘亚通过内生外延双轮驱动的方式不断提升产品品质，与国际龙头的差距逐步缩小，伴随着中国制造业比较优势的愈加突出，进口替代也是势在必行；(3) 产品输出是弘亚未来的必由之路，面向

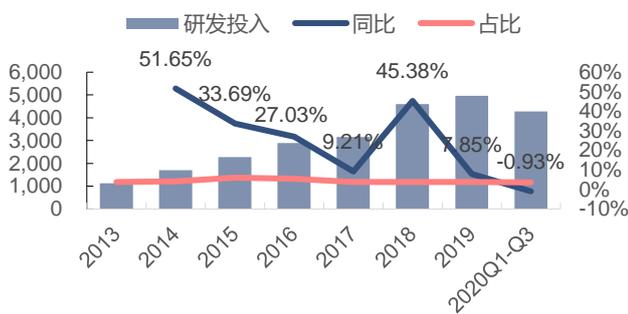
全球 350 亿的大市场，公司未来的海外竞争力还将持续显现。

慢即是快，对内持续修炼，对外加速整合

持续研发投入，内外并举丰富产品梯队

公司研发投入行业领先，技术实力持续增强。公司多年来研发投入保持快速增长，2019 年公司研发投入 4959.63 万元，同比增长 7.85%。公司研发投入占营业收入的比例常年稳定在 4%-6% 左右。从研发投入绝对量来看，弘亚持续领先于南兴，2019 年南兴股份（木工机械业务）研发投入 3203.50 万元，远低于公司。公司研发持续高投入将不断巩固技术领先优势。

图 41：公司研发投入（万元）及同比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：公司和南兴股份研发投入对比（万元）



资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

公司资源整合能力较强，外延并购持续夯实竞争力。公司现金流表现优异，账面现金充裕，资源整合能力强，近两年公司规模扩张加快，内生增长和外延并购并举。公司现阶段的并购目的有三方面：

- 1) 技术引进，增强研发实力，如 2018 年收购 Masterwood，提高加工中心产品的技术实力以及产线整体的智能化水平，此外参股中设机器人，延伸布局工业机器人，将有效提升公司生产环节的智能化水平；
- 2) 强化供应链管控能力，公司过去零部件主要采用外协加工的方式，随着公司规模的扩张供应链管控能力有待增强，公司通过并购亚冠精密和丹齿精工向上游零部件领域延伸，有效提升供应链和产品质量稳定，同时达到降本提效的目的；
- 3) 横向拓展，公司深耕板式家具机械领域，横向拓展或者说向下游延伸将有效发挥渠道协同，公司于 2018 年参股普瑞特机械，布局涂装设备业务。考虑到公司研发投入持续领先，并购整合持续加快，我们认为公司产品竞争力有望进一步增强，并有望持续拉开与二线企业的技术差距，加快赶超国际巨头，实现高端市场的国产替代。

表 9：公司并购时间表

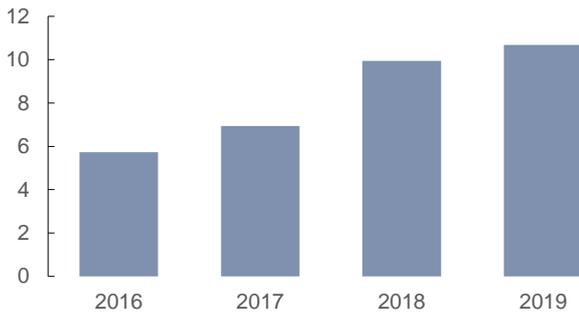
| 公告日期 | 收购标的 | 所属行业 | 交易额(万) | 进度 | 并购目的 |
|------------|------------------|-----------|--------------|----|------------|
| 2018/2/12 | Masterwood 75%股权 | 工业机械 | 1596.27 (欧元) | 完成 | 增强加工中心技术实力 |
| 2018/10/22 | 普瑞特机械 25%股权 | 工业机械 | 2,500.00 | 完成 | 横向布局涂装设备 |
| 2019/2/21 | 广州亚冠 100%股权 | 金属与玻璃容器 | 17,911.60 | 完成 | 增加零部件厂房资源 |
| 2019/11/23 | 四川丹齿 100%股权 | 机动车零配件与设备 | 10,700.00 | 完成 | 延伸布局零部件 |
| 2020/4/30 | 丹齿精工部分股权 | 机动车零配件与设备 | 8,200.00 | 完成 | 延伸布局零部件 |
| 2020/7/7 | 中设机器人 12%股权 | 工业机械 | 3,068.00 | 完成 | 延伸布局工业机器人 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品线不断丰富，产品单价稳步提升，高端产品逐渐获得市场认可。公司销售单价从2016年的5.7万/套提升至2019年的10.7万元/套，我们认为主要原因来自两个方面，一是公司不断推出更高性能的产品，在高端市场的份额逐步提升；二是受益中低端市场自动化、智能化趋势，公司产品结构持续优化。

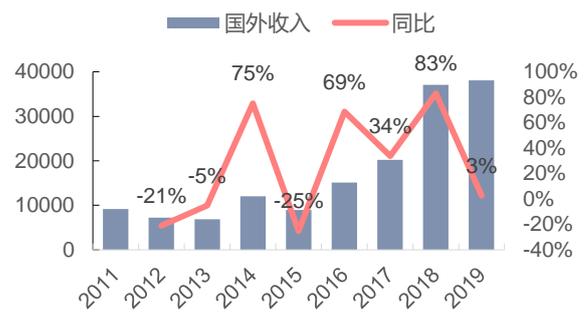
海外业务值得期待。公司2016年以来海外业务增长较快，2019年全球市场需求下滑而公司海外业务仍保持正增长。海外市场规模约200亿，公司综合竞争力突出，海外业务有望保持快速增长，以海外市场占有率5%估算海外业务收入约10亿，预计未来5年公司国内外业务将达到相当体量。

图 43：公司产品平均单价逐年提升（万元/套）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44：公司国外收入同比变化情况（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

加快布局零部件业务，成本优势持续增强

公司拟发行可转债，拟投入1.25亿元增加零部件产能。2020年12月公司公开发行可转债获证监会通过，公司拟募集6亿元用于高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目（总投入6.90亿）、高精密家具机械零部件自动化生产建设项目（总投入1.25亿）、补充流动资金（1.3亿）。其中高端装备产业化项目是将意大利Masterwood在国际上具有较高品牌影响力的五轴智能加工中心、柔性生产线等产品进行国产化；零部件项目是为增加零部件产能从而提高零部件自供能力，达产后实现年产高精度封边机机架和数控钻、裁板锯、加工中心以及输送设备等通用机架和外壳2.6万件及其他零部件产30万件。

表 10：公司公开发行可转债募集资金和投资项目

| 序号 | 项目名称 | 项目总投资 | 拟使用募集资金金额 |
|----|----------------------|--------------------------------|--------------|
| 1 | 高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目 | 10,000.00 万美元（折合 69,026.00 万元） | 35,000.00 万元 |
| 2 | 高精密家具机械零部件自动化生产建设项目 | 12,500.00 万元 | 12,000.00 万元 |
| 3 | 补充流动资金 | 13,000.00 万元 | 13,000.00 万元 |
| 合计 | | 94,526.00 万元 | 60,000.00 万元 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

摆脱零部件外协加工依赖，提高产品质量稳定性，保障持续竞争能力。随着规模的持续扩张，外协加工难以满足产能增长和定制化的要求，外协加工不同供应商的加工质量不一致，难以保证大规模同类产品的精度，零部件项目达产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，提高产品质量。同时，零部件布局将提高公司自身高精密家具机械零部件的自主研制能力，有利于实现公司对关键零部件的技术保密，保证公司研制附加值更高的终端产品不被仿制，有效保障公司的可持续竞争力。

盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测与假设

(1) 收入：考虑到国内地产回暖以及房屋存量更换需求处于增长期，我们预计家具行业增速有望回升，带动设备需求保持稳增。随着疫苗的普及，新冠疫情有望逐步限制，国外市场需求有望持续复苏。此外公司研发领先，核心竞争力持续增强，在行业集中度提升的趋势下，公司中低端市场份额有望稳步提升，高端市场实现国产替代，预计 2020-2022 年公司营收同比增速分别为 19.14%、30.26%、21.72%。

(2) 毛利：2020 年受疫情影响上半年毛利率大幅承压，下半年随需求回暖毛利率持续回升。此外，考虑到中低端市场落后产能出清，公司推陈出新能力较强，新产品带动产品盈利结构优化，同时随着国产替代的推进，公司高端市场业务占比提升，目前高端市场国内外产品价格相差较大，相较中低端市场公司在高端市场有更高的定价权，也有较大的提价空间。我们预计公司封边机、多排钻、加工中心、裁板锯四大业务毛利率有望稳步提升。预计 2020-2022 年公司综合毛利率分别为 35.69%、36.55%、37.12%。

基于以上假设，我们预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 3.48 亿元、4.65 亿元和 5.91 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.61 元/股、2.15 元/股和 2.73 元/股，对应当前股价 PE 分别为 32 倍、24 倍和 19 倍。

2、估值与投资评级

2.1 绝对估值

基于以上假设，我们采用 DCF 法对公司进行估值，取股权资本成本 8.9%，永续增长率 1.5%（板式家具机械行业下游是家具制造业，年需求量预期保持稳定增长，板式家具机械新增购置和存量更新需求预计保持稳增），我们预计公司合理价值为 69.83 元/股，较当前涨幅空间为 35%。

表 11：公司绝对估值敏感性分析

| 每股价值 | 69.83 | 股权资本成本 | | | | |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | 6.9% | 7.9% | 8.9% | 9.9% | 10.9% |
| 永续增长率 | 0.5% | 89.36 | 75.05 | 64.26 | 55.88 | 49.20 |
| | 1.0% | 94.77 | 78.73 | 66.87 | 57.79 | 50.63 |
| | 1.5% | 101.16 | 82.98 | 69.83 | 59.92 | 52.22 |
| | 2.0% | 108.86 | 87.95 | 73.22 | 62.33 | 53.98 |
| | 2.5% | 118.28 | 93.83 | 77.14 | 65.06 | 55.94 |

资料来源：信达证券研发中心预测

2.2 相对估值

公司是 A 股唯一一家业务纯粹的板式家具机械企业，公司和南兴股份是国内板式家具机械行业双寡头，但南兴股份业务转型，目前板式家具机械业务占比 50%+。我们选取南兴股份以及缝制设备龙头杰克股份、线性驱动设备龙头捷昌驱动作为可比公司进行估值参考，上述公司 2021/2022 平均 PE 估值为 28/22 倍。公司作为国内板式家具机械龙头，研发投入持续领跑，研发实力与其他企业逐步拉开差距，竞争力逐步比肩国外龙头，有望充分受益于行业需求稳增、市场占有率提升，业绩成长性较强，2021/2022 年业绩对应估值仅 24/19 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 12：可比公司盈利及估值对比

| 股票代码 | 证券简称 | 股价(元) | 市值 (亿元) | PE (倍) | | | | EPS (元) | | | |
|-----------|------|-------|------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002757.SZ | 南兴股份 | 14.26 | 42.13 | 13.73 | 15.85 | 12.08 | 9.61 | 1.04 | 0.90 | 1.18 | 1.48 |
| 603337.SH | 杰克股份 | 35.50 | 158.28 | 52.21 | 48.36 | 31.96 | 25.29 | 0.68 | 0.73 | 1.11 | 1.40 |
| 603583.SH | 捷昌驱动 | 80.26 | 218.97 | 49.85 | 47.84 | 38.89 | 30.27 | 1.61 | 1.68 | 2.06 | 2.65 |
| 平均 | | | | 38.60 | 37.35 | 27.64 | 21.72 | 1.11 | 1.10 | 1.45 | 1.85 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为 2021 年 2 月 24 日收盘价

风险因素

下游需求复苏不及预期风险、全球疫情反复风险、可转债发行进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险等。

| | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 流动资产 | 1,082 | 1,040 | 1,332 | 1,882 | 2,562 | |
| 货币资金 | 110 | 157 | 358 | 752 | 1,284 | |
| 应收票据 | 8 | 3 | 3 | 4 | 5 | |
| 应收账款 | 37 | 58 | 64 | 84 | 102 | |
| 预付账款 | 8 | 9 | 10 | 13 | 16 | |
| 存货 | 180 | 247 | 275 | 354 | 427 | |
| 其他 | 740 | 568 | 622 | 675 | 729 | |
| 非流动资产 | 408 | 940 | 1,032 | 1,080 | 1,119 | |
| 长期股权投资 | 3 | 32 | 37 | 42 | 47 | |
| 固定资产(合计) | 140 | 416 | 407 | 398 | 390 | |
| 无形资产 | 73 | 125 | 144 | 163 | 182 | |
| 其他 | 191 | 367 | 445 | 477 | 500 | |
| 资产总计 | 1,490 | 1,980 | 2,364 | 2,961 | 3,681 | |
| 流动负债 | 236 | 440 | 451 | 556 | 654 | |
| 短期借款 | 0 | 123 | 143 | 163 | 183 | |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付账款 | 89 | 138 | 138 | 177 | 213 | |
| 其他 | 148 | 178 | 171 | 216 | 258 | |
| 非流动负债 | 58 | 81 | 81 | 81 | 81 | |
| 长期借款 | 20 | 17 | 17 | 17 | 17 | |
| 其他 | 38 | 64 | 64 | 64 | 64 | |
| 负债合计 | 294 | 521 | 533 | 637 | 736 | |
| 少数股东权益 | 38 | 27 | 32 | 38 | 46 | |
| 归属母公司股东权益 | 1,158 | 1,432 | 1,800 | 2,286 | 2,899 | |
| 负债和股东权益 | 1,490 | 1,980 | 2,364 | 2,961 | 3,681 | |

重要财务指标

 单位:百万
元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,194 | 1,311 | 1,562 | 2,035 | 2,476 |
| 同比 (%) | 45.6% | 9.8% | 19.1% | 30.3% | 21.7% |
| 归属母公司净利润 | 270 | 304 | 348 | 465 | 591 |
| 同比 (%) | 15.3% | 12.6% | 14.2% | 33.8% | 27.0% |
| 毛利率 (%) | 37.6% | 36.1% | 35.7% | 36.5% | 37.1% |
| ROE% | 23.4% | 21.3% | 19.3% | 20.4% | 20.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.25 | 1.41 | 1.61 | 2.15 | 2.73 |
| P/E | 41.47 | 36.84 | 32.25 | 24.09 | 18.97 |
| P/B | 9.69 | 7.83 | 6.23 | 4.90 | 3.87 |
| EV/EBITDA | 21.81 | 21.42 | 24.53 | 18.07 | 14.04 |

| | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业总收入 | 1,194 | 1,311 | 1,562 | 2,035 | 2,476 | |
| 营业成本 | 746 | 838 | 1,004 | 1,291 | 1,557 | |
| 营业税金及附加 | 11 | 11 | 12 | 15 | 18 | |
| 销售费用 | 41 | 44 | 34 | 45 | 55 | |
| 管理费用 | 63 | 64 | 55 | 72 | 87 | |
| 研发费用 | 34 | 50 | 48 | 63 | 77 | |
| 财务费用 | 1 | -5 | 0 | 0 | -2 | |
| 减值损失合计 | 23 | -20 | -20 | -21 | -22 | |
| 投资净收益 | 35 | 35 | 31 | 41 | 50 | |
| 其他 | -37 | 35 | -7 | -16 | -10 | |
| 营业利润 | 320 | 360 | 413 | 552 | 701 | |
| 营业外收支 | 3 | 0 | -1 | -1 | -1 | |
| 利润总额 | 323 | 359 | 412 | 551 | 700 | |
| 所得税 | 50 | 53 | 60 | 80 | 102 | |
| 净利润 | 273 | 306 | 352 | 471 | 599 | |
| 少数股东损益 | 3 | 2 | 5 | 6 | 8 | |
| 归属母公司净利润 | 270 | 304 | 348 | 465 | 591 | |
| EBITDA | 318 | 327 | 449 | 590 | 722 | |
| EPS(当年)(元) | 1.25 | 1.41 | 1.61 | 2.15 | 2.73 | |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金 | 300 | 352 | 337 | 477 | 609 |
| 净利润 | 273 | 306 | 352 | 471 | 599 |
| 折旧摊销 | 17 | 22 | 41 | 41 | 41 |
| 财务费用 | 1 | -1 | 9 | 10 | 11 |
| 投资损失 | -35 | -35 | -31 | -41 | -50 |
| 营运资金变动 | 13 | 52 | -49 | -21 | -20 |
| 其它 | 31 | 8 | 15 | 16 | 27 |
| 投资活动现金流 | -162 | -380 | -147 | -92 | -86 |
| 资本支出 | -56 | -103 | -89 | -78 | -80 |
| 长期投资 | -127 | -214 | -55 | -55 | -55 |
| 其他 | 21 | -64 | -3 | 41 | 50 |
| 筹资活动现金流 | -91 | 67 | 11 | 10 | 9 |
| 吸收投资 | 0 | 18 | 81 | 0 | 0 |
| 借款 | 12 | 102 | 20 | 20 | 20 |
| 支付利息或股息 | -73 | -43 | -90 | -10 | -11 |
| 现金流净增加额 | 46 | 42 | 201 | 394 | 532 |

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。