

乘行业景气东风，板式家具机械王者再扬帆

——弘亚数控公司深度研究报告

报告要点：

● **公司是国内板式家具装备龙头，致力于成为全球板式家具装备前三强**公司于2006年成立，是国内板式家具设备行业龙头，公司以封边机为主打，并拓展了锯切、多排钻、加工中心及自动化生产设备等系列，产品结构逐渐多元化，技术水平处于国内领先水平；产品广泛应用于板式家具行业如套房家具、衣柜、橱柜、办公家具、酒店家具等领域以及其他涉及人造板加工或使用的领域，如木门、木地板等场景，终端用户包括如欧派、好莱客、全友家私等一线家具品牌。2020年公司实现营收16.9亿元、同比增长29%；归母净利润3.5亿元、同比增长15%。根据我们估算，目前公司国内市占率约7.3%、国际市场市占率还比较低，展望未来，公司已积极布局柔性化、智能化产品，并逐步开拓海外市场，致力成为“技术一流、产能领先”的板式家具装备全球前三强。

● **家具行业需求向上，板式家具机械行业已开启新一轮上升周期**

中国是全球最大的家具生产和出口国，全球产值和出口占比分别为37%、35%。根据国家统计局数据，我国房屋新开工面积2016年起持续增长4年时间，2020年略微下滑。根据地产交易周期，由开工到竣工的数据确定性较强，家具企业营收与竣工面积相关度较高、率先受益于地产竣工回升周期。另外，海外疫情带动我国家具出口持续高景气，2020年我国家具出口同比增长11.8%。从行业高频数据看，家具行业设备商的营收规模跟下游家具行业的营收数据高度相关，国内房地产竣工数据逐渐回暖以及家具的出口的超景气带动板式家具设备行业需求高增长。从家具企业投资周期看，上一轮家具企业资本开支的高峰是2016年和2017年，设备平均使用寿命约5-8年，我们判断，从2020年起，板式家具行业已经启动了新一轮的置换周期，2021年、2022年板式家具机械行业将迎来新一轮上升周期。随着家具企业对生产设备的自动化水平要求的不断提高，我们预计2021年我国板式家具机械市场规模约200亿元，到2024年我国板式家具机械市场规模约231亿元，2021-2024年行业复合增速约5%。

● **公司内外兼修完善产业链和产品线，新产能释放打开业绩向上空间**

近几年，公司先后收购意大利Masterwood、王石软件、四川丹齿、亚冠精密等公司，不断提升公司技术水平、同时优化产业链体系。为更好地抓住家具产业快速发展和家具生产技术升级迫切需求这一市场机遇，公司于2019年开始建设新产能，新产能已于2021年1月全部投产。2021年公司新产能有望达产40%，全年公司产值有望超过20亿元，新产能完全达产后公司总产值达30亿元以上。随着公司产能释放，公司业绩有望打开向上成长空间，届时公司的市场份额以及品牌影响力有望实现质的飞跃。

● **投资建议**

预计公司2020-2022年实现营收分别为16.9/21.5/26.3亿元，归母净利润分别为3.5/4.68/5.98亿元，对应PE分别为32/24/19倍；考虑到下游需求的持续高景气以及公司新产能释放后带来的业绩弹性，维持“买入评级”。

● **风险提示**

房地产需求持续走弱；产能释放不足；海外疫情影响公司产品出口的风险。

买入|维持

当前价： 51.40元

基本数据

52周最高/最低价(元): 60.5 / 24.44

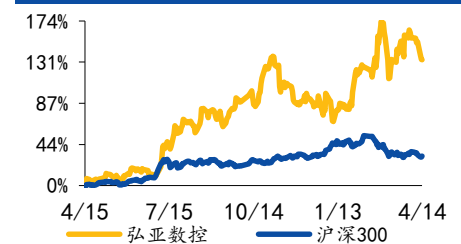
A股流通股(百万股): 123.00

A股总股本(百万股): 216.44

流通市值(百万元): 6322.41

总市值(百万元): 11125.16

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-弘亚数控2020年业绩快报及2021年Q1业绩预告点评:业绩符合预期,下游景气+产能释放21年业绩高增可期》2021.03.03

《国元证券行业研究-机械行业2021年投资策略:乘风向上,国产崛起》2020.12.01

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1194.49	1311.01	1690.20	2151.96	2633.69
收入同比 (%)	45.59	9.76	28.92	27.32	22.39
归母净利润(百万元)	270.39	304.36	350.49	468.33	598.22
归母净利润同比 (%)	15.31	12.56	15.16	33.62	27.74
ROE (%)	23.36	21.25	20.76	22.70	23.59
每股收益 (元)	1.25	1.41	1.62	2.16	2.76
市盈率(P/E)	41.20	36.60	31.79	23.79	18.62

资料来源：Wind，国元证券研究所

目录

1.国内板式家具机械龙头，经营质量优异	6
1.1 国内板式家具机械龙头，内外兼修完善产品布局	6
1.2 业绩上升拐点已至，经营质量优异	7
1.3 股权结构集中，人才激励充分激发活力	9
2.下游需求景气向上，国产设备厂商成长迅速	10
2.1 地产竣工复苏+出口超景气带动家具行业需求向上	10
2.1.1 房地产投资韧性强，竣工数据逐步向好	10
2.1.2 海外疫情刺激我国家具出口需求大幅增长	11
2.2 预计 2021 年我国板式家具设备市场约 200 亿元，已开启新一轮上升周期	12
2.2.1 板式家具性能优异、市场规模已反超实木家具并逐渐拉开差距	12
2.2.2 我国板式家具机械行业开启新一轮上升周期	14
2.2.3 精装修持续渗透助力家具行业向自动化、高端化、柔性化方向发展	17
2.3 国际龙头占主导，国产设备厂商迅速成长	19
2.3.1 欧洲龙头主导全球市场发展，国产设备厂商跻身全球第二梯队	19
2.3.2 国产设备厂商迅速成长，技术发展助力进口替代	20
3.内外兼修提升竞争力，产能扩张打开业绩向上空间	22
3.1 内修——产品不断丰富、升级，技术水平逐渐接近甚至赶超国际水平	22
3.2 外延——上下游产业链并购整合，充分发挥协同效应	23
3.3 产能——把握争夺市场良机、积极扩产	27
3.4 渠道——持续优化成熟经销商体系，并提升品牌影响力	28
4.盈利预测与投资建议	29
5.风险提示	30

图表目录

图 1：弘亚数控发展历程	6
图 2：弘亚数控产品布局	7
图 3：公司终端产品客户情况	7
图 4：历年公司营业收入及增速	7
图 5：历年公司归母净利润及增速	7
图 6：历年国内外收入结构占比	8
图 7：历年国内外收入增速对比	8
图 8：历年公司各个产品收入结构	8
图 9：历年公司各个产品收入增速	8
图 10：弘亚数控历年各个产品毛利率水平	9
图 11：南兴股份历年主要产品毛利率水平（产品主要是板式机械设备）	9
图 12：弘亚数控盈利水平保持较高水平	9

图 13: 弘亚数控现金流充沛	9
图 14: 弘亚数控股权结构	10
图 15: 房地产竣工逐渐回暖 (单位: %)	11
图 16: 地产投资与销售表现出较强的韧性 (单位: %)	11
图 17: 家具行业收入与房屋竣工数据相关性	11
图 18: 2019 年全球家具产值分布	12
图 19: 2019 年中国是全球第一大家具出口国	12
图 20: 2020 年我国家具出口累计同比增长 11.8%, 2021 年 1-2 月累计同比增长 82%	12
图 21: 板式家具机械分类	13
图 22: 2019 年我国板式家具占木质家具比例约 58%	13
图 23: 2019 年我国板式家具市场达 3710 亿元	13
图 24: 2019 年我国板式家具出口约占木质家具出口的 81%	14
图 25: 板式家具机械分类	14
图 26: 板式家具生产流程 (黄色为弘亚数控所做设备)	15
图 27: 全球木工机械设备市场规模及增速	15
图 28: 家具制造设备与下游行业景气度高度相关	16
图 29: 我国家具行业资本开支有望迎来新一轮高峰	16
图 30: 板式家具机械企业业绩已启动一轮加速增长趋势	17
图 31: 弘亚数控和南兴股份的营收变化趋势同步	17
图 32: 我国精装修渗透率逐年提升	17
图 33: 2019 年我国精装修渗透率水平总体仍较低	17
图 34: 2020 年全球木工机械市场竞争格局	20
图 35: 2020 年板式家具机械市场竞争格局	20
图 36: 全球主要木工机械公司收入规模 (单位: 亿元)	21
图 37: 国内企业收入增速快于国外企业	21
图 38: 国内企业净利润水平已经超过外资企业 (单位: 百万元)	21
图 39: 国内上市公司盈利能力 (EBIT 利润率) 表现出色	21
图 40: 弘亚数控国内市占率不断提升	22
图 41: 公司产品结构逐渐丰富	22
图 42: 公司从上游精密件→总装→自动化生产线都做了完善布局	24
图 43: 成都弘林历年营业收入及同比增长率	24
图 44: 成都弘林历年净利润及同比增长率	24
图 45: Masterwood 加工中心示意图	25
图 46: Masterwood 历年营业收入及同比增长率	25
图 47: Masterwood 历年净利润	25
图 48: 丹齿精工主要产品	26
图 49: 丹齿精工历年营业收入	26
图 50: 丹齿精工历年净利润	26
图 51: 中设机器人主要产品	27
图 52: 弘亚数控商业模式以经销为主、直销为辅	28

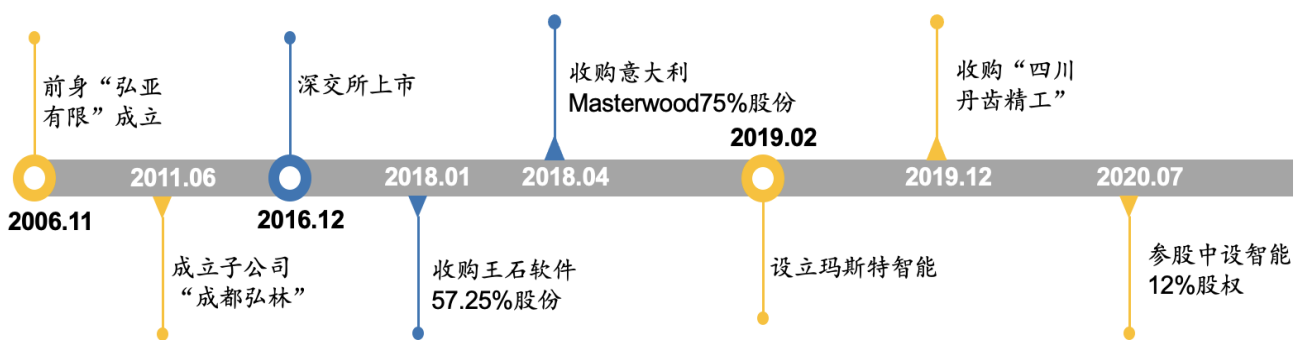
表 1: 公司股权激励及员工持股计划情况	10
表 2: 预计 2021 年我国板式家具机械市场规模约 200 亿元	16
表 3: 2020 年我国各省市精装渗透率及精装政策规定目标	18
表 4: 2019 年精装修房各类木质家具配置率情况	19
表 5: 全球主要木工机械公司	20
表 6: 弘亚数控关键产品性能已不劣于豪迈集团产品	23
表 7: 公司新产能项目产值估算	28
表 8: 弘亚数控盈利预测表	29
表 9: 可比公司估值情况	29

1.国内板式家具机械龙头，经营质量优异

1.1 国内板式家具机械龙头，内外兼修完善产品布局

公司是国内板式家具机械龙头，致力于成为“国内领先、国际一流的家具制造装备供应商”。公司自 2006 年成立以来，一直深耕于板式家具机械行业，提供多系列数控板式家具机械设备和成套自动化生产线解决方案，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。2016 年 11 月公司上市后先后收购了广州王石软件 57.25% 股份、意大利 Masterwood 以及四川丹齿精工等公司，内外兼修、夯实技术实力，致力于成为“国内领先、国际一流的家具制造装备供应商”。

图 1：弘亚数控发展历程



资料来源：Wind，国元证券研究所

以封边机为主打产品，产品覆盖锯切、多排钻、加工中心及自动化生产设备等系列。公司自成立以来就以封边机为主打产品，在封边机产品领域拥有比较先进的技术，产品技术性能优良，品牌市场影响力较大。公司坚持以市场为导向的技术创新，以自动封边机、加工中心、数控钻、数控裁板锯等家具制造装备产品为基础核心业务，持续完善现有产品。公司旗下三大品牌包括：面向国内高端市场的极东机械、面向国内中端市场的迪码机械和面向海外市场的意大利 Masterwood，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 2：弘亚数控产品布局



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

图 3：公司终端产品客户情况

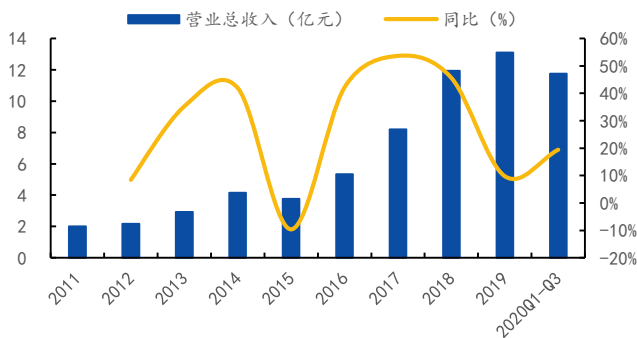


资料来源：公司公告, 国元证券研究所

1.2 业绩上升拐点已至，经营质量优异

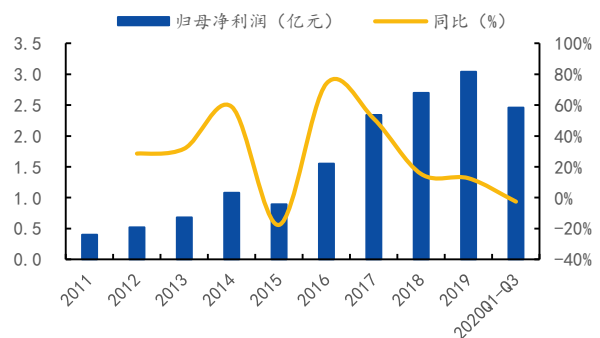
公司业绩拐点已至，有望进入上升通道。2011-2019 年，公司营业收入复合增速为 26.49%，归母净利润复合增速为 28.86%；公司业绩除 2015 年出现小幅下滑以外，其余时间都是正增长，经营十分稳健。2018-2019 年，公司业绩增长动力放缓，一方面受行业景气度下行影响，另一方面是公司产能受限、几乎处于满产满销状态。2020 年前三季度公司实现收入 11.76 亿元，同比增长 19.4%，实现归母净利润 2.46 亿元，同比下滑 2.59%；其中，Q3 单季度，公司实现收入 4.46 亿元，同比增长 36.19%，实现归母净利润 1 亿元，同比增长 15.12%。我们认为，当前下游景气度高涨、需求旺盛，随着公司本次新产能的逐渐投产，公司业绩将进入向上通道。

图 4：历年公司营业收入及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

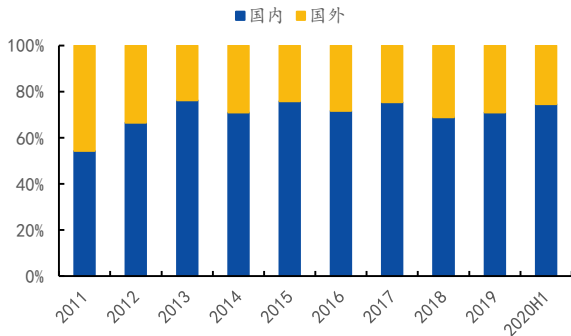
图 5：历年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

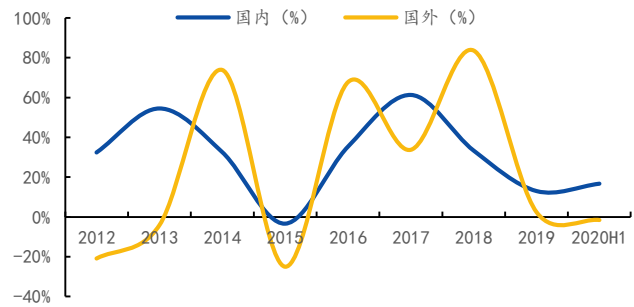
国内外市场均衡布局。除了国内市场外，公司产品通过经销商网络远销海外，包括意大利、澳大利亚、俄罗斯、乌克兰等欧洲、美洲及东南亚 50 多个国家和地区。2011 年，公司国内收入占比约 54.76%，2012-2013 年公司国内收入受益于国内高景气的房地产市场而大幅增长，带动公司国内收入占比提升至 2013 年的 76.21%。随后公司国内外市场协调发展，收入增速此消彼长。2020 年上半年，公司国内收入 5.45 亿元、同比增长 16.07%、收入占比约 74.66%；国外收入 1.85 亿元，同比下滑 1.53%，收入占比约 25.34%。

图 6：历年国内外收入结构占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

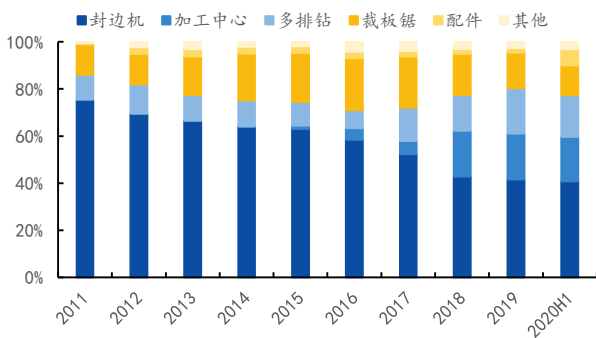
图 7：历年国内外收入增速对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

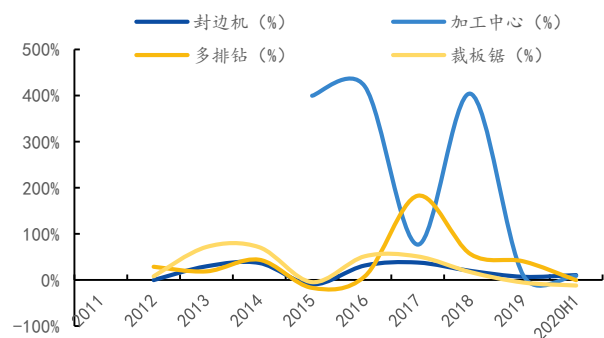
分产品看，公司以封边机为核心收入来源，逐步丰富加工中心、裁板锯、多排钻等系列产品。公司曾主导起草了直线封边机国家林业行业标准，在封边机产品领域拥有广大客户群体，封边机是公司拳头产品，品牌市场影响力较大。2020 年上半年公司封边机实现营业收入 2.98 亿元，同比增长 10.21%、占营收比例为 40.82%。近年来，公司加工中心和多排钻业务收入增速较快，已经成为公司重要收入来源。2020 年上半年公司加工中心营收 1.29 亿元，同比下滑 0.6%，收入占比约 17.62%；多排钻营收 1.38 亿元，同比增长 9.13%、收入占比约 18.88%。

图 8：历年公司各个产品收入结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

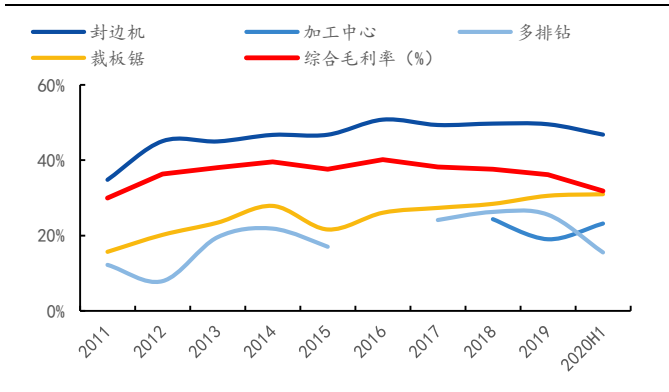
图 9：历年公司各个产品收入增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

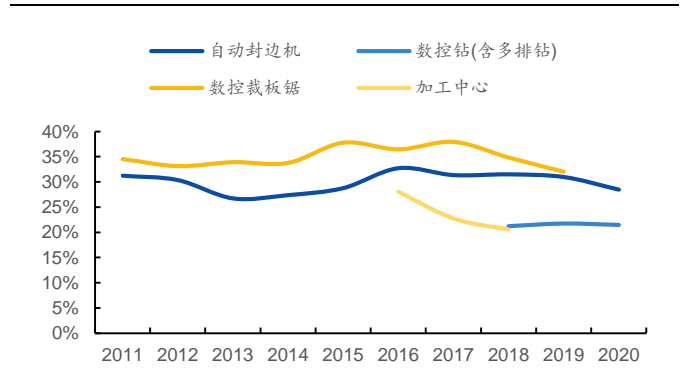
公司毛利率维持高水平。2020H1 公司综合毛利率为 31.85%，依旧保持在高水平，其中封边机毛利率高达 46.8%，裁板锯为 30.95%，多排钻为 15.51%，加工中心为 23.22%。与国内竞争对手相比，公司封边机产品技术优势巨大、行业地位稳固，拥有较强的定价能力，盈利能力领先。

图 10: 弘亚数控历年各个产品毛利率水平



资料来源: Wind, 国元证券研究所

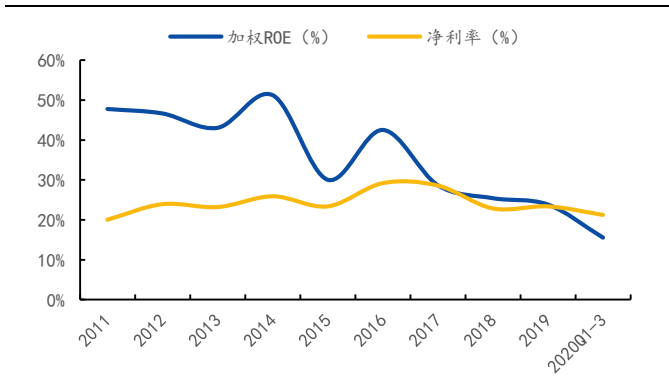
图 11: 南兴股份历年主要产品毛利率水平 (产品主要是板式机械设备)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

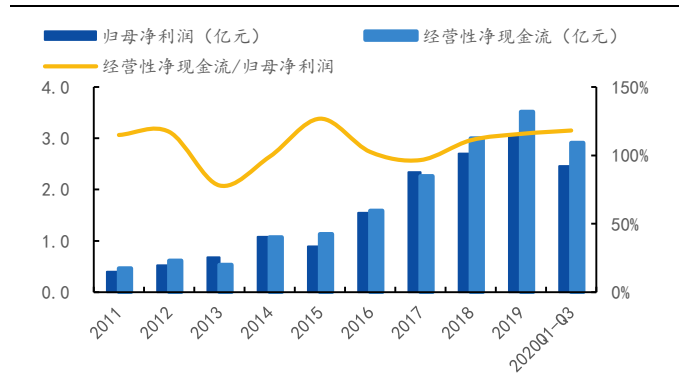
经营质量优异, 现金流充沛。公司经营效率较高, 近 3 年 ROE 水平虽有所下降, 但仍维持高位, 2019 年公司 ROE 为 23.83%, 这得益于公司较高的净利率, 而之所以能够获取这么高的净利率, 又源于公司高效的管理水平。另外, 公司对经销商严格执行全款发货制度, 现金流净额与净利润基本同步, 应收账款和应收票据占比极低, 现金流能够良性循环, 体现了公司对下游较强的议价能力。

图 12: 弘亚数控盈利水平保持较高水平



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 弘亚数控现金流充沛

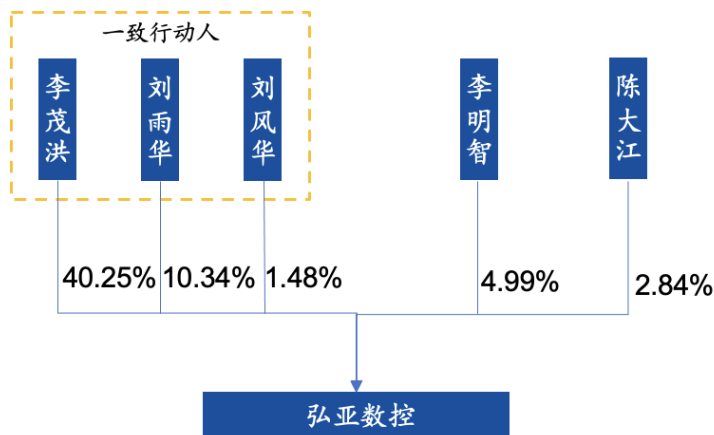


资料来源: Wind, 国元证券研究所

1.3 股权结构集中, 人才激励充分激发活力

公司由家族控股, 股权结构相对集中。公司实际控制人是李茂洪, 刘雨华和李茂洪为夫妻关系, 刘雨华和刘凤华为姐弟关系, 李茂洪、刘雨华、刘凤华为一行动人。截止 2020 年 7 月 9 日, 三人合计持股 50.07%。李茂洪曾任职于中国林业机械广州公司, 公司核心管理层大多是相关行业出身, 具有丰富的行业从业经验, 且在公司任职时间较长。

图 14：弘亚数控股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究所（截止 2020 三季度）

实施股权激励及员工持股计划，激发员工积极性。2017 年公司做了限制性股权激励计划。2019 年完成第一期员工持股计划，过户价格为 17 元/股，过户股数 107.81 万股，占公司总股本的 0.80%；业绩指标为 2019-2020 年营业收入较 2016-2018 年三年平均营收分别增长 42%、60%。

表 1：公司股权激励及员工持股计划情况

方案	授予时间	授予价格 (元/股)	授予股份 (万股)	业绩考核目标
首次授予限制性股票激励计划	2017 年 6 月	26.75	186.5	各个解锁期，以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 35%、50%、65%。
预留授予限制性股票激励计划	2017 年 11 月	33.29	9.2	
第一期员工持股计划	2019 年 11 月	17	107.81	各个解锁期，以 2016-2018 年营业收入均值为基数，2019-2020 年营业收入增长率分别不低于 42%、60%。

资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 下游需求景气向上，国产设备厂商成长迅速

2.1 地产竣工复苏+出口超景气带动家具行业需求向上

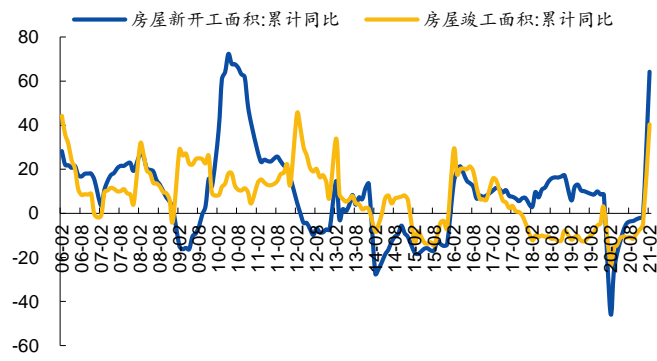
2.1.1 房地产投资韧性较强，竣工数据逐步向好

房地产新开工面积连续 4 年增长，地产竣工数据逐步回升是大概率事件。根据国家统计局数据，2016 年至今，房地产新开工持续回升，而房地产竣工却从 2017 年下半年起持续弱于新开工，形成了较明显的剪刀差。按照地产开发投资节奏，一般“新开工→竣工”周期约 2-3 年。因此，我们认为，房地产新开工面积连续四年增长，在交房周期的刚性约束下，后续竣工有望逐步回升。2019 年四季度竣工数据复苏势头

已现，2020年1-12月份竣工面积累计下滑幅度收窄为4.9%。2021年1-2月地产竣工面积累计同比增长40%。

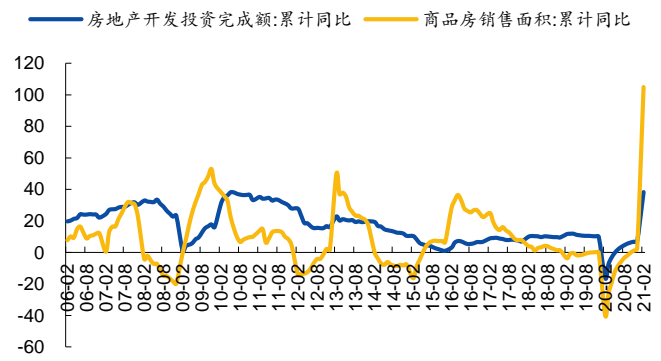
房地产投资增速在四年内持续回升、地产投资韧性较强。2020年1-12月地产投资额累计增长7%，持续4年高增长，投资韧性较强，将有力保障整个地产链条的持续性。2021年1-2月地产投资额累计同比增长38.3%、销售面积累计同比增长133.4%。

图 15: 房地产竣工逐渐回暖 (单位: %)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

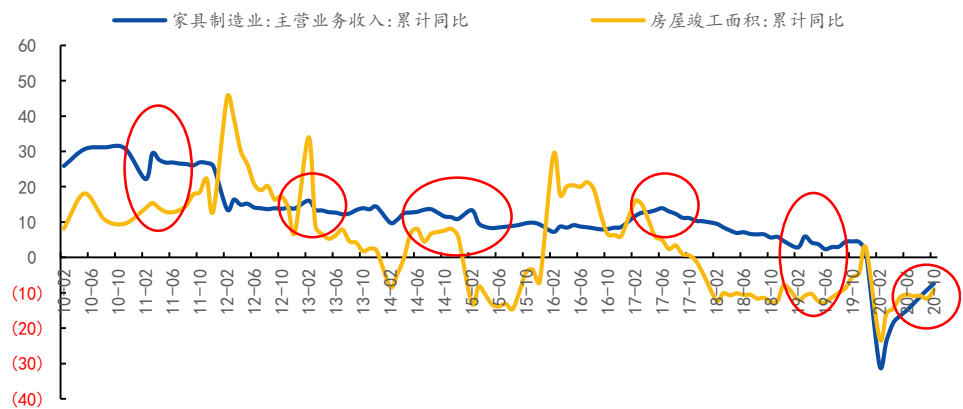
图 16: 地产投资与销售表现出较强的韧性 (单位: %)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

家具行业具备地产后周期性，地产竣工向好有望带动家具行业需求向上。家具行业与房地产竣工面积有较高的相关性，从行业数据看，近两年家具行业经历向下低谷，随着竣工面积逐步回升，家具行业收入整体也有望逐步好转。

图 17: 家具行业收入与房屋竣工数据相关性强

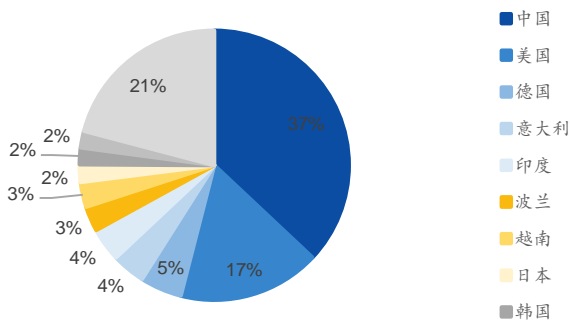


资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.1.2 海外疫情刺激我国家具出口需求大幅增长

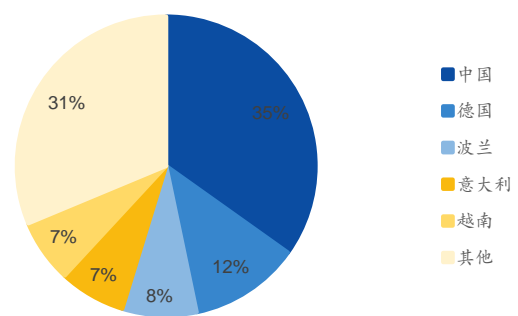
中国是全球最大的家具生产和出口国。2019年全球家具生产名列前茅的国家，包括中国、美国、德国、意大利、印度、波兰和越南等。其中，中国凭借1809亿美元家具产值位列榜首，成为亚太家具生产主力。得益于中国高质量发展的家具行业，2019年家具出口前十的国家中，中国依旧遥遥领先、位居首位，约占全球总出口的35%。

图 18: 2019 年全球家具产值分布



资料来源: CSIL, 国元证券研究所

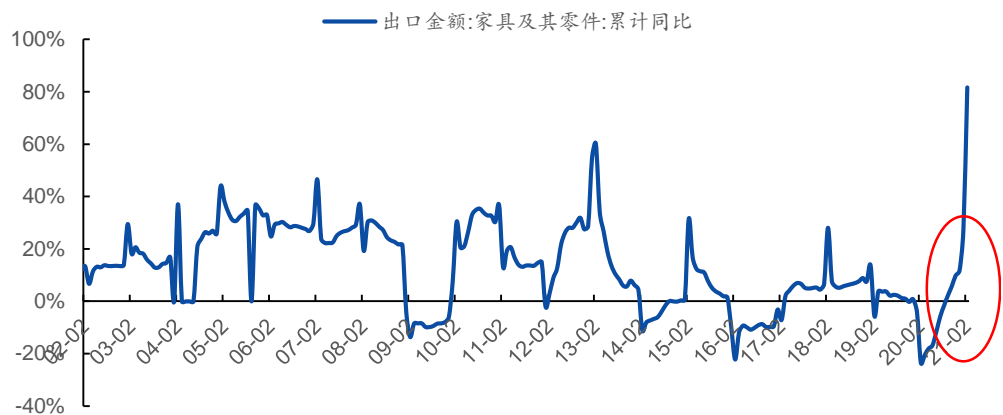
图 19: 2019 年中国是全球第一大家具出口国



资料来源: CSIL, 国元证券研究所

海外疫情使得我国家具出口持续高景气。根据海关总署数据,以美元计,2020 年我国家具出口 584 亿美元,同比增长 11.8%。海外家具制造业受到疫情影响,生产和供应受到严重影响,反观中国疫情控制良好,中国企业率先复工复产,产业链的完整性和稳定性优势凸显,逐渐承接了欧美日等国的订单,家具出口大幅走强也带动我国家具产值整体恢复迅速。

图 20: 2020 年我国家具出口累计同比增长 11.8%, 2021 年 1-2 月累计同比增长 82%



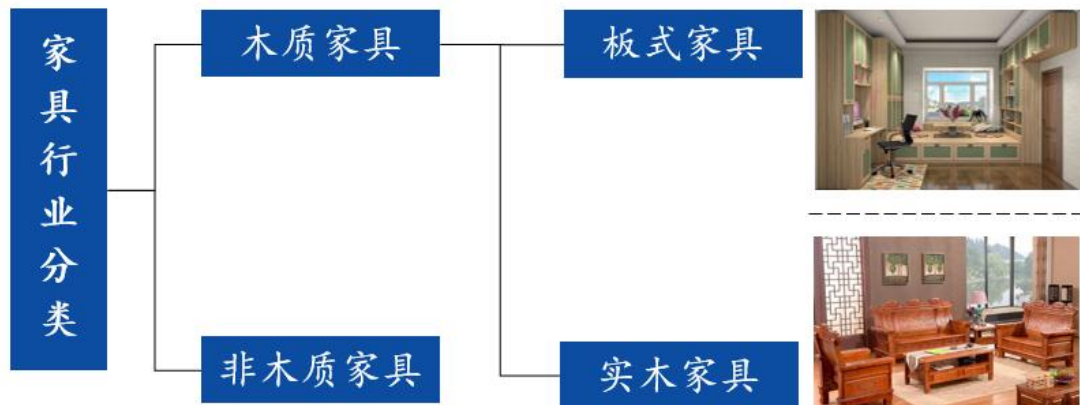
资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.2 预计 2021 年我国板式家具设备市场约 200 亿元, 已开启新一轮上升周期

2.2.1 板式家具性能优异、市场规模已反超实木家具并逐渐拉开差距

板式家具是以人造板为主要原材料,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。一般采用各种金属五金件作为连接件的拆装组合式家具,常见的板式家具主要有套房家具、衣柜、橱柜、办公家具等。

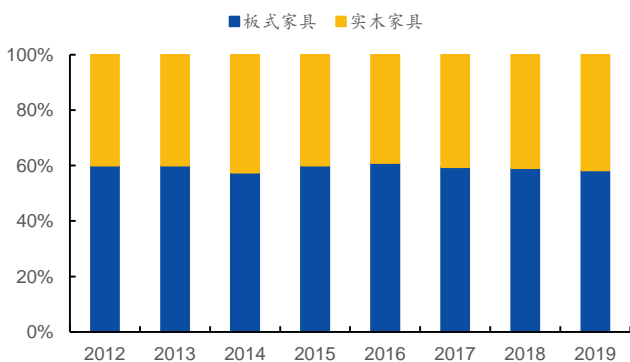
图 21：板式家具机械分类



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

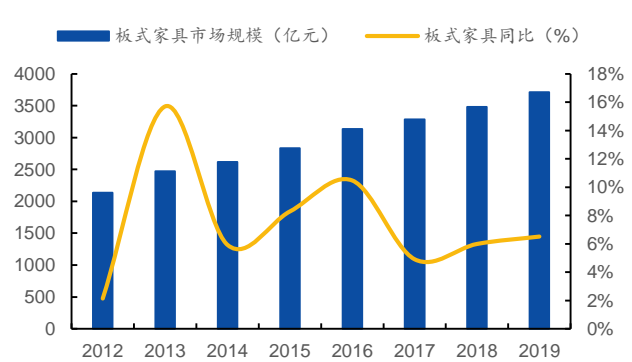
板式家具市场规模已反超实木家具并逐渐拉开差距。相比于实木家具，板式家具具有易组装、易拆卸、款式丰富、占用空间小、不易变形、更易于定制化以及价格实惠等诸多特点，愈发受到新一代消费者的青睐。据弗若斯特沙利文报告，中国板式家具和实木家具市场规模在 2014 年分别为 2618 亿元和 1940 亿元，随后板式家具市场规模以 7.2% 的复合年增长率增长至 2019 年的 3710 亿元，高于实木家具 6.5% 的复合年增长率。

图 22：2019 年我国板式家具占木质家具比例约 58%



资料来源：FrostSullivan，国元证券研究所

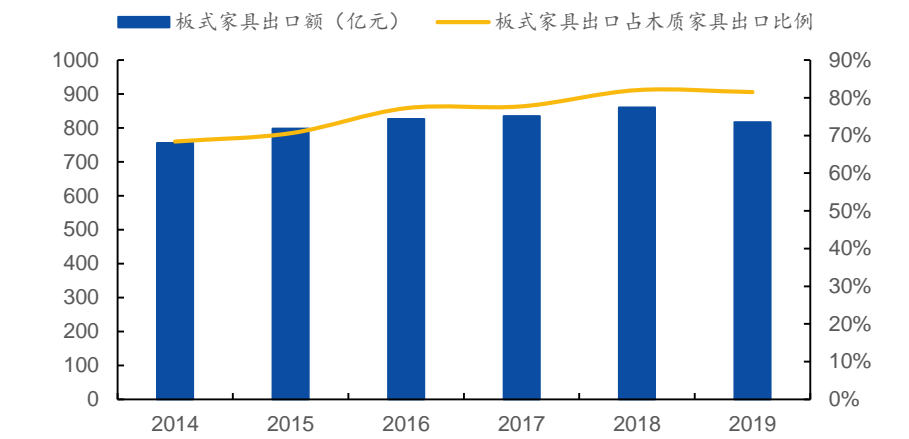
图 23：2019 年我国板式家具市场达 3710 亿元



资料来源：Wind，国元证券研究所

我国是全球最大的板式家具出口国、板式家具出口需求较大。根据我国贸易统计，我国板式家具的出口额由 2014 年的 756 亿元增至 2019 年的 817 亿元，年复合增长率约 1.6%。2019 年我国板式家具出口约占木质家具出口的 81%。板式家具出口的超出实木家具主要是因为：(i) 板式家具产品因成本低于实木家具而拥有价格优势；(ii) 板式家具产品质量稳定性较高，例如水分密度不稳定或其他气候条件可能导致实木家具出现裂纹或其他损害；(iii) 板式家具相对容易拆卸及压缩尺寸，可减小运输板式家具至海外客户的运费及成本；(iv) 消费者更容易设计款式、兼顾时尚以及舒适度。因此，板式家具在海外市场更为畅销。

图 24：2019 年我国板式家具出口约占木质家具出口的 81%

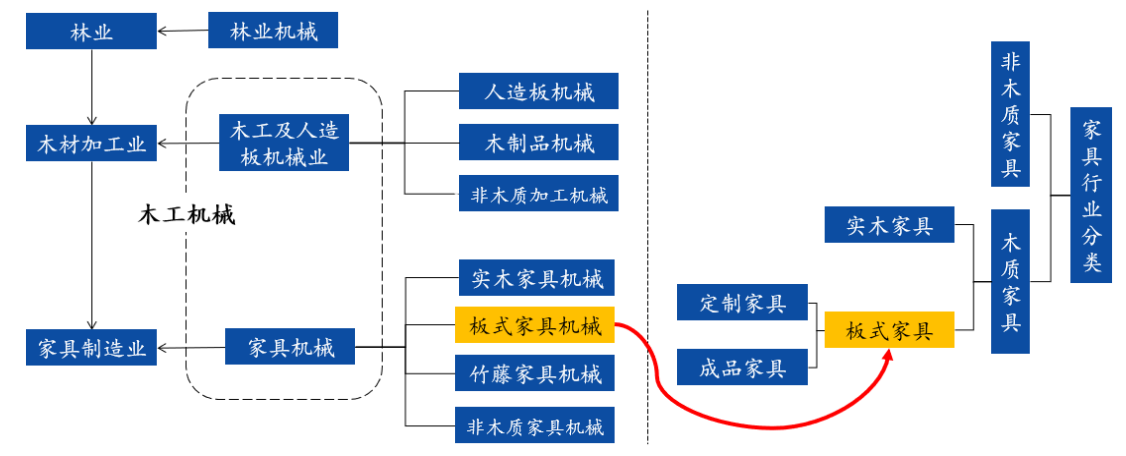


资料来源：FrostSullivan，国元证券研究所

2.2.2 我国板式家具机械行业开启新一轮上升周期

板式家具机械属于木工机械的一种，是用于加工人造板材以生产板式家具等木制品的机械。为保证板式家具产品的工艺品质和提高自动化生产水平，现代板式家具生产制造更加依赖于自动封边机、数控裁板锯和自动多排钻等现代化数控板式家具机械设备。

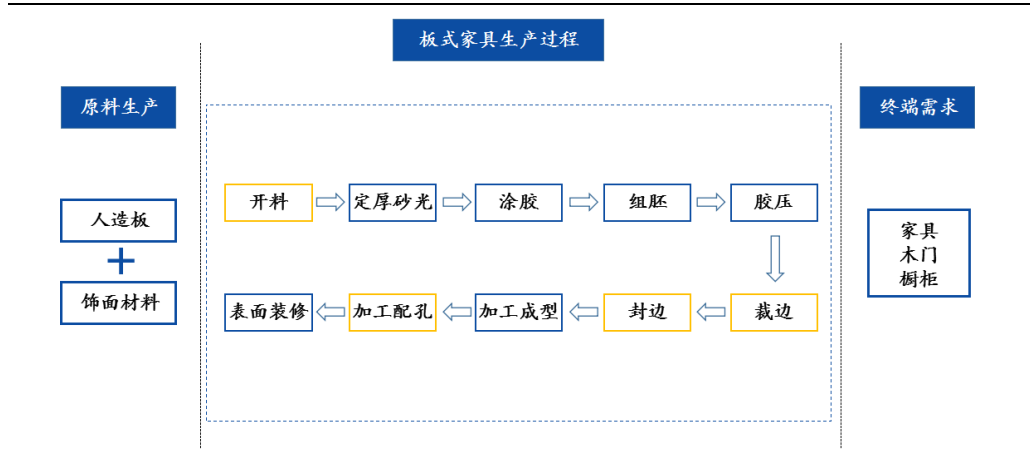
图 25：板式家具机械分类



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

板式家具机械主要有裁板锯、封边机、排钻、镂铣机等，为了满足一些板式家具特定的制造工艺，还需要增加涂胶机、冷、热压机、双端铣等加工机械。封边、钻孔和开料是板式家具生产中最基本和关键的加工流程。其中：封边直接影响家具的质量、价格和档次，通过封边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、贴面层剥落，同时可起到防水、封闭有害气体的释放和减少变形等作用；钻孔作业则是通过准确加工大量的钻孔实现家具的拆装，其中家具所钻孔位的位置误差与孔径的精度是实现家具拆装的基本保证；开料作业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。

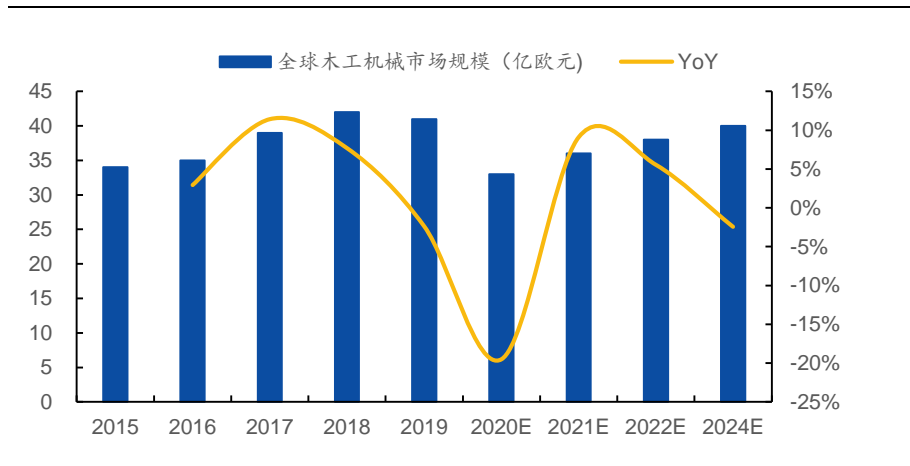
图 26：板式家具生产流程（黄色为弘亚数控所做设备）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

预计 2021 年全球木工机械市场规模 36 亿欧元、同比增长 9.1%。根据杜尔年报数据，2020 年，受全球疫情影响，全球木工机械行业受到重挫，市场规模下滑 19.5% 至 33 亿欧元。2021 年，全球木工机械行业有望走出疫情影响的阴霾，实现恢复性增长 9.1%、达 36 亿欧元，2021-2024 年全球木工机械行业预计保持以 4% 的复合增速增长，到 2024 年全球木工机械的市场规模有望恢复至 2019 年水平。

图 27：全球木工机械设备市场规模及增速



资料来源：杜尔年报，国元证券研究所

预计 2021 年我国板式家具机械市场规模约 200 亿元。根据我们预测，到 2024 年，我国板式家具机械市场规模约 231 亿元，其中，封边机、裁板锯、数控钻(含多排钻)、加工中心等各细分市场规规模约为 98.04 亿元、41.35 亿元、35.68 亿元、35.98 亿元、19.60 亿元。

关键假设：(1) 根据中国林业机械协会的统计资料显示，目前，国内家具企业每年的设备更新和损耗折旧约占家具销售额的 5% 左右。

(2) 按照中国轻工业信息中心统计数据与近 3 年板式家具机械上市公司销售情况，假设板式家具设备中封边机、裁板锯、数控钻(含多排钻)、加工中心以及其他设备的

价值量分布分别为 43%、18%、15%、16%、8%。

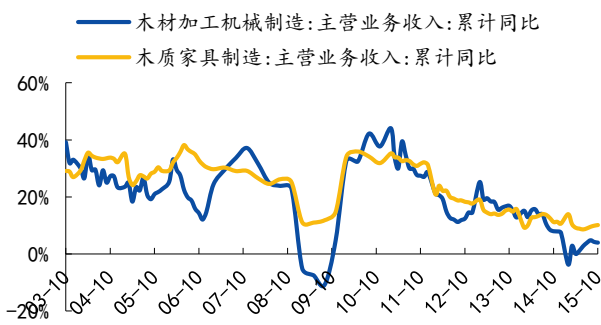
表 2: 预计 2021 年我国板式家具机械市场规模约 200 亿元

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
我国板式家具市场规模 (亿元)	3132	3286	3483	3710	3821	3993	4184	4394	4613
板式家具同比 (%)	10.5%	4.9%	6.0%	6.5%	3.0%	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%
折旧占比	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
板式家具机械市场规模 (亿元)	156.60	164.30	174.15	185.50	191.05	199.65	209.20	219.70	230.65
YoY	10.5%	4.9%	6.0%	6.5%	3.0%	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%
封边机					81.21	84.86	88.92	93.38	98.04
数控裁板锯					34.25	35.79	37.50	39.39	41.35
数控钻(含多排钻)					29.56	30.89	32.36	33.99	35.68
加工中心					29.80	31.14	32.63	34.27	35.98
其他					16.24	16.97	17.78	18.67	19.60

资料来源: FrostSullivan, 国元证券研究所

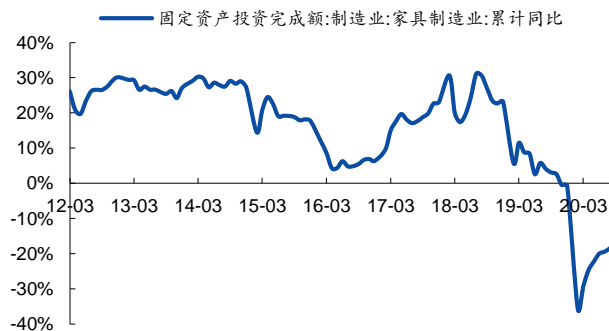
从下游资本开支的投资周期看, 板式家具机械行业迎来新一轮上升周期。板式家具设备行业与下游板式家具行业的景气度息息相关, 国内房地产竣工数据逐渐回暖以及板式家具出口的超景气带动板式家具行业迎来新一轮景气周期, 从行业高频数据看, 家具行业设备商的营收规模跟家具行业的营收数据高度相关, 我们测算二者的相关系数达 79%, 几乎同步变化。从下游家具行业的投资周期看, 上一轮家具行业设备资本开支的高峰是 2016 年、2017 年, 而国产的中低端产品设备寿命约 3-5 年, 国产高端设备使用寿命约 5-8 年, 考虑到上一轮很多国内小厂购买的设备生产效率较低的因素、因而设备更新周期有望缩短, **我们判断, 从 2020 年起, 板式家具行业已经启动了新一轮的置换周期, 2021 年、2022 年行业将迎来设备置换的高峰。**

图 28: 家具制造设备与下游行业景气度高度相关



资料来源: Wind, 国元证券研究所 (2015 年 10 月以后数据停止更新)

图 29: 我国家具行业资本开支有望迎来新一轮高峰

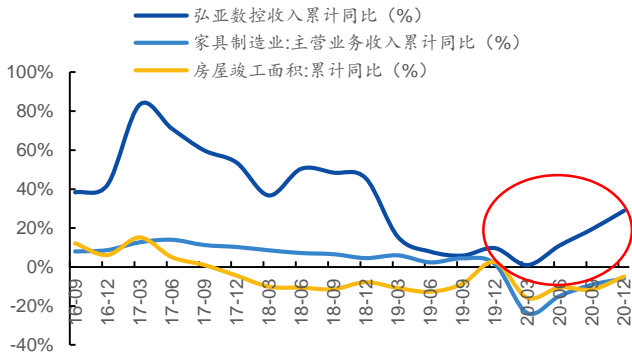


资料来源: Wind, 国元证券研究所

从微观数据看, 板式家具机械企业业绩已启动一轮加速增长趋势。以板式家具设备的上市公司弘亚数控营收数据为例, 弘亚数控的营收规模变化与下游家具企业营收变化和终端市场房地产竣工数据变化具有较强的相关性, 其中弘亚数控的营收变化与家具制造业收入变化和房地产竣工数据的相关系数分别为 0.71、0.61。2019 年三四季度弘亚数据营收增速有加速趋势, 2020 年一季度受疫情影响数据失真, 随后疫情得到控制后, 弘亚数控的营收增速恢复加速增长态势。从年度数据看, 弘亚数控和

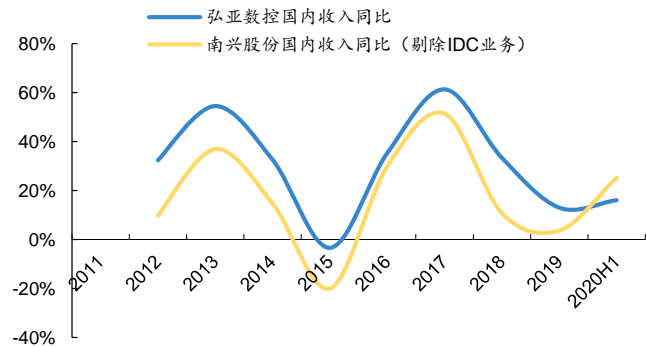
南兴股份的板式家具机械业务的国内收入变化呈现同步变化趋势，2020年复苏动能受疫情影响有所抑制，因而，我们判断，从2021年起，板式家具机械行业有望启动高速增长的新周期。

图 30：板式家具机械企业业绩已启动一轮加速增长趋势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 31：弘亚数控和南兴股份的营收变化趋势同步

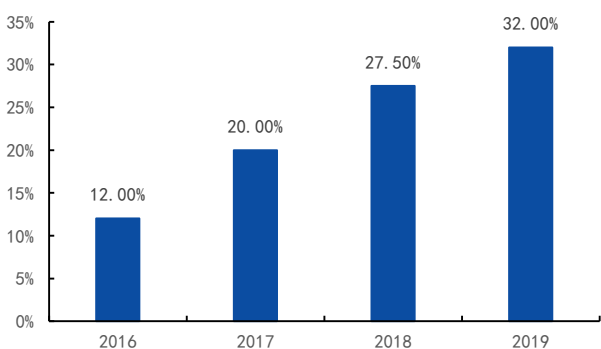


资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.2.3 精装修持续渗透助力家具行业向自动化、高端化、柔性化方向发展

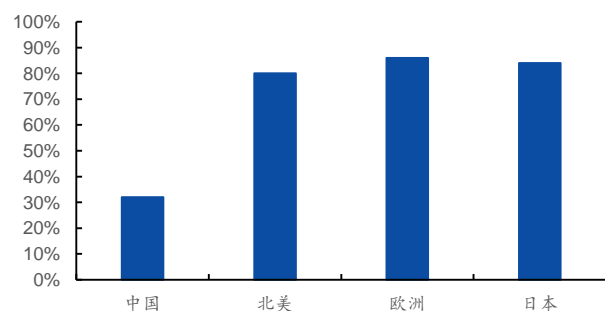
政策护航推动全装修(精装修)渗透率提升,未来成长空间仍然广阔。自2014年以来,各地陆续出台了全装修(精装修)的相关政策,2017年住建部发布的《建筑业发展十三五规划》明确提出到2020年全装修占比达到30%的目标;2019年2月,《住宅项目规范》(征求意见稿)提出了城镇新建住宅的全装修交付。中国进入房地产精装房时代,多省市相继出台精装修相关政策,并制定全装修实行量化指标。近几年来我国精装修市场规模不断发展,精装渗透率也在逐步提升。据奥维云网(AVC)监测数据显示,2019年我国精装房渗透率已提升至32%。2020年受疫情影响,精装渗透率出现小幅波动,但整体仍保持在30%以上。目前与发达国家80%以上的精装渗透率相比,我国精装市场渗透率仍处于低位,未来具有广阔的发展空间。

图 32：我国精装修渗透率逐年提升



资料来源: 奥维云网, 国元证券研究所

图 33：2019年我国精装修渗透率水平总体仍较低



资料来源: 奥维云网, 国元证券研究所

从各省市精装渗透率来看,截止到2020年,多个省市精装渗透率已超过30%,高于全国水平,但从各地区政策要求指标来看均不达标。海南、北京、广东精装渗透率超过50%,位于前三位。目前海南、北京、广东三省市精装渗透率虽领先于其他省市,但与精装政策规定的全面实行全装修相比仍有较大的提升空间。

表 3：2020 年我国各省市精装渗透率及精装政策规定目标

省份	精装渗透率	各省市精装修政策规定目标
海南	73.10%	2017 年 7 月起,全省实行全装修
北京	66.00%	2015 年起,北京市保障房及自住型商品住房全面实施全装修成品交房。
广东	51.00%	2017 年 4 月,推进建筑全装修
辽宁	48.90%	2017 年 9 月,城市中心区新建住宅实行全装修
上海	47.70%	2017 年 1 月起,外环线以内的城区应达到 100%
浙江	47.40%	到 2020 年底,全省新建多层和高层住宅全装修比例达 100%
云南	43.90%	2020 年 4 月,逐步推行全装修成品交房
江苏	40.90%	到 2020 年,新建商品房全装修比例达到 50%以上
陕西	39.20%	2017 年 3 月,推进建筑全装修;西安 2021 年后达 100%全装修
贵州	37.20%	到 2021 年,贵阳、遵义、安顺试点城市成品住宅分别达 40%、50%和 30%,郊区市(县)比例达到 3%—15%
山西	37.00%	到 2025 年,全省全装修达 60%以上,太原中心城区达 100%
吉林	36.80%	2018 年 9 月起,新取得出让土地成熟区域商品住宅实行全装修
江西	36.70%	2016 年 8 月,大力提倡住宅全装修交付使用
青海	36.40%	
内蒙古	34.30%	至 2018 年,新建住宅全装修比例达到 80%以上
新疆	33.30%	
宁夏	31.50%	商品住宅全装修比例占开发总量 50%以上的,给予资金奖励
福建	30.40%	2017 年 5 月,鼓励新开工的装配式建筑采用全装修交付
黑龙江	29.90%	2020 年底,哈尔滨不低于 50%,齐齐哈尔、牡丹江、佳木斯、大庆不低于 40%,其他市(地)不低于 30%,县级市不低于 20%
四川	29.30%	到 2020 年,新建住宅全装修比例达 50%
山东	25.50%	到 2020 年,新建高层、小高层住宅采用 100%全装修
河北	22.50%	到 2017 年,新建住房全装修比例不低于 60%
湖北	21.30%	2017 年 7 月,积极推行建筑全装修
广西	19.80%	
天津	19.40%	到 2020 年,装配式建筑全装修率达 100%
湖南	17.10%	到 2020 年,长沙市区新建住宅实行全装修比例达 50%以上
安徽	16.90%	到 2017 年末,合肥市新建住宅中全装修比例达到 30%
西藏	16.70%	/
甘肃	13.90%	/
河南	13.00%	到 2020 年,省辖市及城乡一体化示范区达 80%
重庆	11.40%	到 2020 年,主城区新建商品房装修比例达到 20%以上

资料来源：奥维云网，国元证券研究所

精装修需求旺盛，加速行业提升集中度，为板式家具机械行业带来了新的驱动力。据奥维云网预测，2022年精装修开盘量将达500万套左右，渗透率提升至50%左右。在精装房中，木质家具配置率超过95%，其中，橱柜配置率为99.2%，浴室柜为98.7%。从工程的角度来说，精装修的模式对家具供应商的成本、产品力、交付周期提出了较大的考验，因而，具有较强的响应能力和综合服务水平的家具企业优势更大，从供给端加速了国内设备企业的集中度提升，中小企业逐渐出清。腰部家具企业集中度提升，产能扩张增加专用设备需求，为国内板式家具设备的导入提供了较好的市场基础，同时也刺激了板式家具机械产业继续向数控化、柔性化、自动化等方向发展，板式家具机械产品加速向智能化方向迭代。

表 4：2019 年精装修房各类木质家具配置率情况

	配置规模(万套)	配置率
户内门	274.3	99.70%
木地板	264.1	96.00%
浴室柜	271.6	98.70%
橱柜	272.9	99.20%

资料来源：奥维云网，国元证券研究所

2.3 国际龙头占主导，国产设备厂商迅速成长

2.3.1 欧洲龙头主导全球市场发展，国产设备厂商跻身全球第二梯队

欧洲龙头主导全球市场发展。欧洲木工机械工业水平领先世界，德国、意大利垄断高端市场，木工机械行业巨头有德国豪迈（HOMAG）、意大利比雅斯（BIESEE）、意大利 SCM、德国 IMA 集团等。2020 年，德国豪迈龙头地位显著，市场份额占全球 34%，意大利比雅斯和意大利 SCM 分别占 17.5%和 17%。

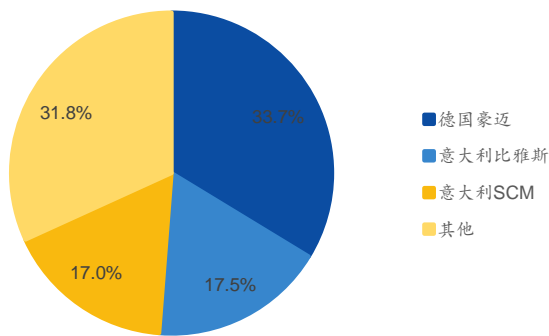
国内市场弘亚数控、南兴股份优势突出，为全球木工机械第二梯队。中国板式家具机械生产企业所生产的机械多为中低端产品，85%的企业是规模以下的企业。在中高端产品市场，由于技术门槛相对较高，竞争格局也相对稳定。弘亚数控、南兴装备、佛山新马、青岛永强、东莞华力是国内规模相对较大的板式家具机械企业。其中，以弘亚数控和南兴股份为代表的国产厂商综合实力突出，技术处于国内高端水平。根据前文 2.2.2 测算，2020 年国内板式家具机械市场规模约 200 亿元，我们预计弘亚数控相关业务国内收入约 14 亿元、则弘亚数控的国内市占率约 7.3%；2020 年南兴股份相关业务国内收入约 11 亿元，则对应国内市占率约 5.7%。

表 5：全球主要木工机械公司

公司名称	成立时间	公司简介	主要优势
德国豪迈	1960 年	木工机械行业顶尖集成方案供应商	产品覆盖木工机械各方面
意大利比雅斯	1969 年	木工机械领先企业，专注木材加工	专注 CNC 数控加工中心研发
意大利 SCM	1952 年	木工机械行业先驱	业内最广泛的配销网络
德国 IMA	1951 年	世界著名木工机械制造商	经验积淀丰厚，业务遍及全球
弘亚数控	2006 年	中国科技创新代表型企业，提供全系列解决方案	技术自主开发品质管理体系
南兴股份	1996 年	中国高新技术企业，专注研发和制造	数十年研发经验积累
佛山新马	2000 年	以实木家具机械、通用木工机床起家，国内实木家具机械行业的领先企业	/

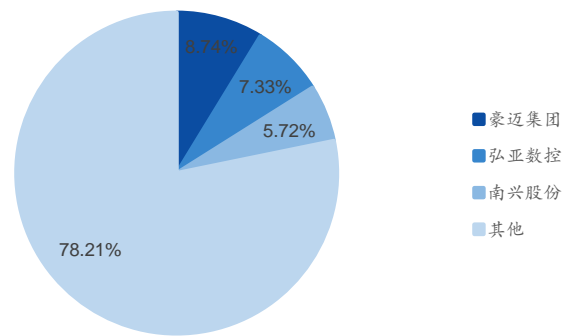
资料来源：国元证券研究所整理

图 34：2020 年全球木工机械市场竞争格局



资料来源：杜尔公司（豪迈集团母公司）年报，国元证券所估算

图 35：2020 年板式家具机械市场竞争格局

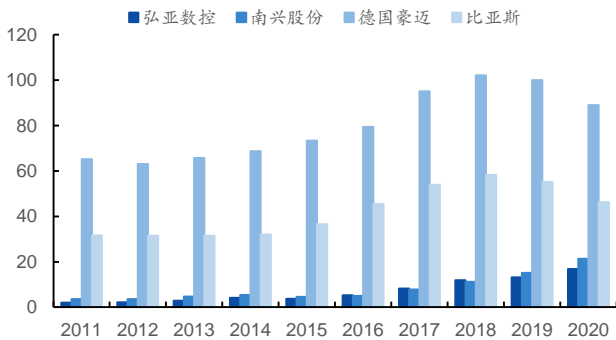


资料来源：Wind，国元证券所测算

2.3.2 国产设备厂商迅速成长，技术发展助力进口替代

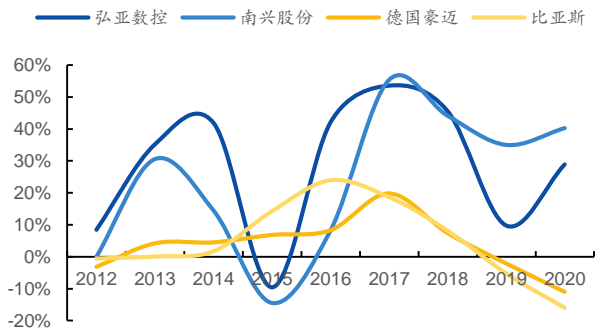
国内主要木工机械公司快速成长，收入复合增速快于国外主要企业。目前，国内上市公司在收入体量上与国外龙头企业有较大差距，2020 年弘亚数控营收 16.9 亿元、德国豪迈营收换算成人民币后为 88.99 亿元，弘亚数控收入不足德国豪迈的五分之一。但是从收入增速上看，国内企业成长性较强。2011-2020 年德国豪迈、比亚斯、弘亚数控、南兴股份的营收复合增速为分别为 3.5%、4.3%、26.8%、21.7%，可见过去 9 年时间里，国内企业正在以较高速度发展成长，未来成长空间可期。

图 36: 全球主要木工机械公司收入规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

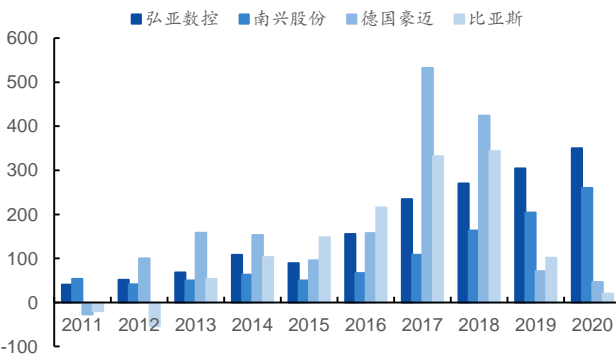
图 37: 国内企业收入增速快于国外企业



资料来源: Wind, 国元证券研究所

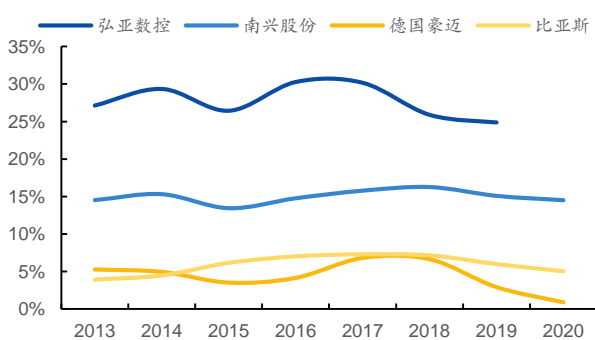
国内企业盈利能力突出, 未来有望凭借价格优势推动进口替代乘势而起。从盈利能力看, 国内企业 EBIT 利润率均稳定维持在 15-30% 左右, 而豪迈集团和比亚斯集团的 EBIT 利润率均不超过 10%, 因而从净利润水平看, 从 2019 年起, 国内企业已经全面赶超外资企业如豪迈集团和比亚斯集团。一般国内企业产品价格比国外企业便宜 30%-50%, 我们认为, 国内企业价格竞争优势突出, 未来有望继续以高性价比推动国产替代趋势。

图 38: 国内企业净利润水平已经超过外资企业 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

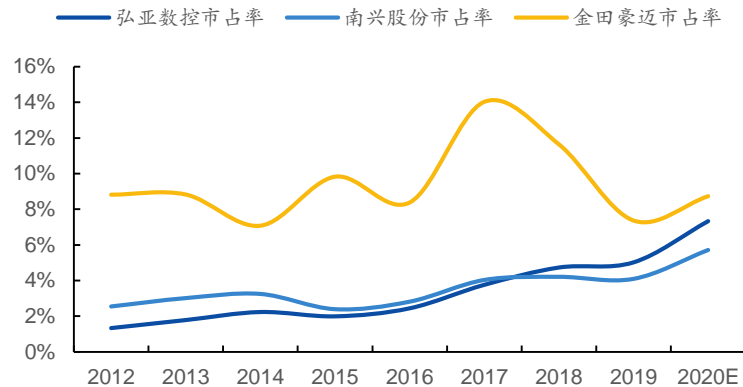
图 39: 国内上市公司盈利能力 (EBIT 利润率) 表现出色



资料来源: Wind, 国元证券研究所

以弘亚数控、南兴股份为代表的国内企业市占率提升显著、进口替代空间可期。2017 年, 国内经济复苏, 地产景气上行叠加定制家具渗透率提升, 国内定制家具企业启动一轮较大规模的扩产计划, 豪迈集团凭借全球的品牌影响力拿到较大份额、国内市场份额提升显著 (备注: 金田豪迈曾是豪迈集团在中国的唯一代理商, 2020 年 5 月被豪迈集团收购); 之后随着行业的疲软, 金田豪迈的市场份额有所下滑。近年来弘亚数控和南兴股份产品技术不断进步、品牌影响力显著提升, 国内市场市占率增长较快。2020 年弘亚数控市占率约 7.3%, 展望未来, 随着弘亚数控新产能的逐步释放, 公司收入有望持续高增, 抢占更多市场份额, 加速进口替代进程。

图 40：弘亚数控国内市占率不断提升



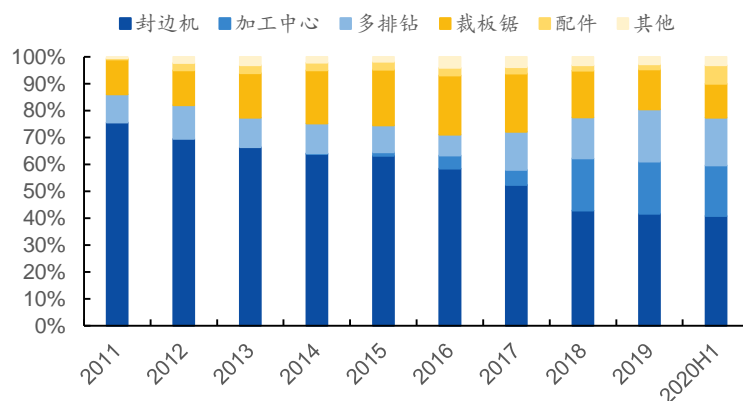
资料来源：Wind，豪迈年报，国元证券研究所

3.内外兼修提升竞争力，产能扩张打开业绩向上空间

3.1 内修——产品不断丰富、升级，技术水平逐渐接近甚至赶超国际水平

产品端，公司以封边机为主打，产品拓展到锯切、多排钻、加工中心及自动化生产设备等系列，产品结构逐渐多元化。公司自成立以来就以封边机为主打产品，在封边机产品领域拥有比较先进的技术，产品技术性能优良，品牌市场影响力较大。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。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。2011年，公司封边机产品收入占比约76%，到2020年上半年，公司封边机收入占比下降到41%，其他产品逐渐平分秋色。

图 41：公司产品结构逐渐丰富



资料来源：Wind，国元证券研究所

从下游应用领域看，公司产品从传统板式家具机械领域逐渐拓展了木窗、木门等加工领域。公司产品曾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，随着公司产品线的拓展，公司的产品应用领域已经拓展到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。

技术水平上，公司近几年不断推出高端产品、逐渐缩小和国际领先水平的差距。封边机、裁板锯、多排钻等作为公司主要生产的产品，各项性能逐渐缩小与国际领先水平的差距，部分重要性能已经达到了国际领先的水平，比如，弘亚数控钻产品在2020年已经超过了德国豪迈，数控裁板锯等产品的差异已经很小。

表 6：弘亚数控关键产品性能已不劣于豪迈集团产品

产品	指标	豪迈集团产品性能	弘亚数控产品性能
封边机	型号	EDGETEQS-810/CF	KE-496GH
	进给速度（米/分）	6-30	20-26
	工件厚度（毫米）	12-40	10-60
	工件长度（毫米）	≥250	≥120
	工件宽度（毫米）	150+形状深度	≥60
裁板锯	型号	SAWTEQB-320flexTec	KS-838CP
	最大加工尺寸（毫米）	4300*2200	3800*4000
	锯切速度（米/分）	150	95
	主锯马达功率（千瓦）	5.5	15
多排钻	型号		KDT-6032D
	加工长度（毫米）		240-1265（垂直两排）
	加工宽度（毫米）	/	35-400（单张）
	加工厚度（毫米）		12-45
	垂直排最大钻孔深度（毫米）		45
	水平排最大钻孔深度（毫米）		38

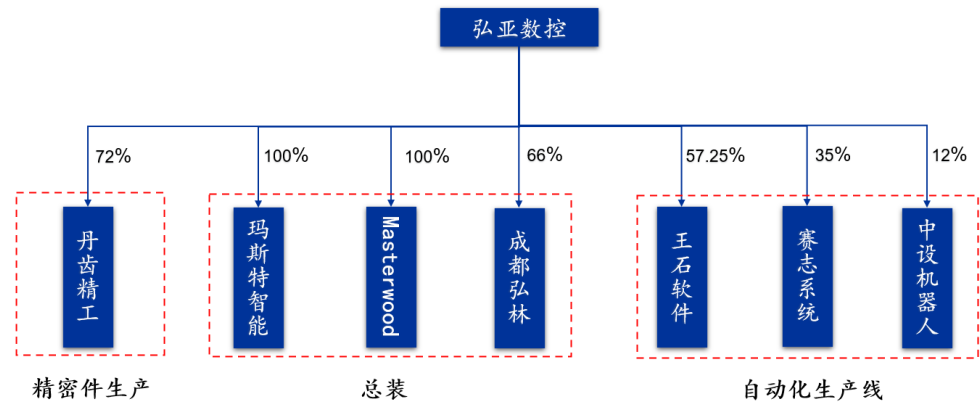
资料来源：公司官网，国元证券研究所

技术差距缩小，充分发挥成本、价格优势。公司大部分产品的售价仅为豪迈集团产品的40%-50%，最高端产品的售价也只有豪迈集团同等产品售价的60%-70%。技术差距减少甚至技术持平的大背景下，必然会将产品价格上的优势进一步放大，有助于公司获得更大的市场份额。立足于自主创新并结合市场需求，应用新的数控技术和信息技术，持续开发新产品和完善现有产品，使产品性能和品质向国际先进水平看齐。

3.2 外延——上下游产业链并购整合，充分发挥协同效应

从精密件生产、总装、自动生产线产业链方向参控多家企业，发挥协同效应。公司近几年一方面持续开发新产品和完善现有产品，提高企业核心竞争力；另一方面通过并购或参股其他企业等方式完善产业链布局，预计可以实现从零部件生产到总装再到机器人生产线的完整结合，优化成本和提升生产效率的同时，还可以保障生产的稳定性和产品的品质。

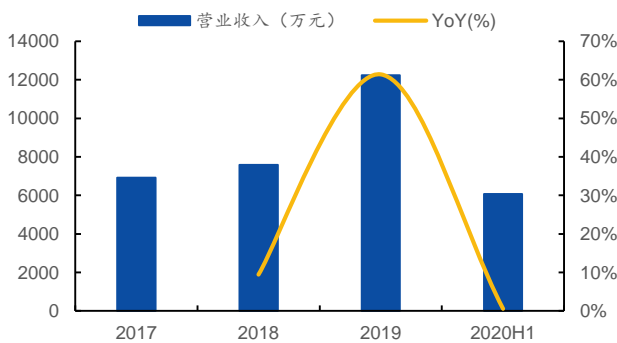
图 42：公司从上游精密件→总装→自动化生产线都做了完善布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

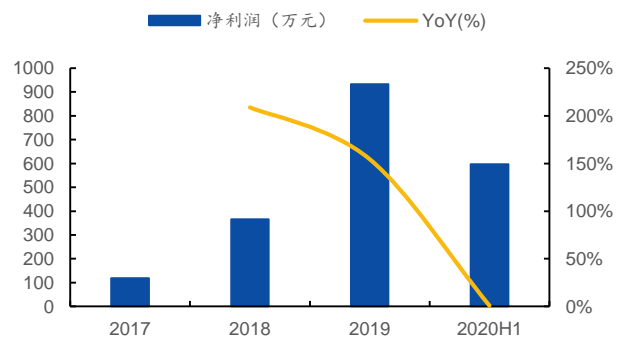
成都弘林：主要经营木材加工机械及其零部件、电气自动化控制设备的生产、销售。公司目前持有成都弘林 66% 的股份，可充分利用当地较低的生产成本，同时开拓四川及其他西南市场。受益于 2018 年扩产项目的落地和投产，弘林加工中心和多排钻等数控家具机械产品的生产规模增大，业绩持续增长。

图 43：成都弘林历年营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 44：成都弘林历年净利润及同比增长率



资料来源：Wind，国元证券研究所

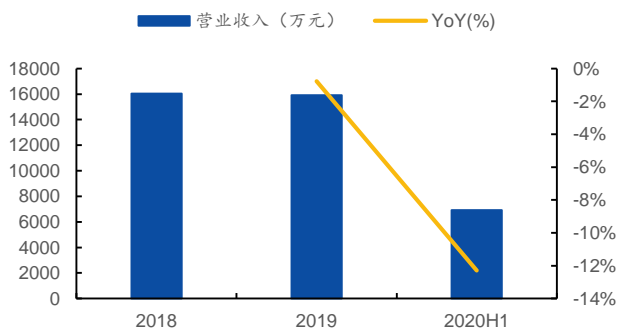
意大利 Masterwood：主要从事高端数控机床研发和生产，在国际木工机械行业中具有较高的品牌效应。2018 年 4 月，公司完成了对意大利 Masterwood S.p.A. 公司 100% 的股权收购。MASTERWOOD 品牌诞生于 1990 年，核心产品是数控加工中心和定制化木门木窗生产线，在全球拥有超过一万家的木材加工中心客户，产品在欧洲、美洲地区有着较高的品牌知名度。弘亚数控将充分利用自身优势，引进 Masterwood 的先进技术并将其吸收进行国产化，进一步提升弘亚数控在数控加工中心领域的技术水平，加速自动化升级的步伐；此外，借助 Masterwood 品牌和经销渠道开拓欧洲市场。2020 年上半年，受疫情影响，Masterwood 实现收入 6914 万元，亏损 576 万元，预计随着疫情的好转，公司经营有望扭亏为赢。

图 45: Masterwood 加工中心示意图



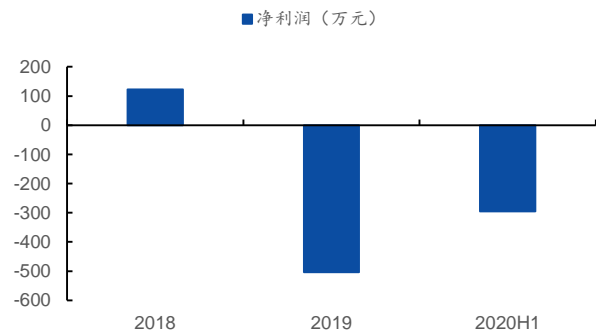
资料来源: Masterwood 官网, 国元证券研究所

图 46: Masterwood 历年营业收入及同比增长率



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 47: Masterwood 历年净利润



资料来源: Wind, 国元证券研究所

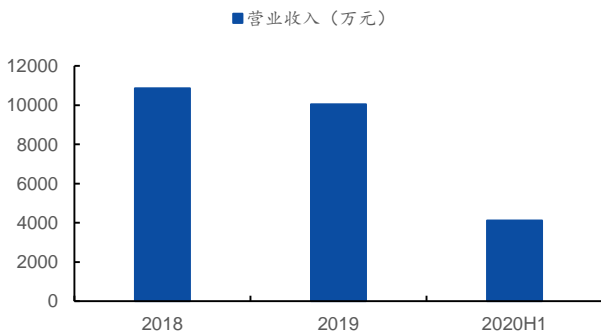
丹齿精工: 从事齿轮机械制造, 市场覆盖汽车零部件、化工装备、通用精密传动装置、农业机械等行业。2019 年公司以 1.07 亿元收购丹齿精工 100% 股权, 希望借助丹齿精工在精密传动件领域自主研发及生产能力, 实现部分精密传动件进口替代、形成协同效应。2020 年 5 月, 公司引进外部投资者四川德恩精工科技股份有限公司、丹棱县众力企业管理咨询服务中心共同对全资子公司丹齿精工进行增资 8200 万元, 增资完成后, 公司持有丹齿精工 72% 的股权。本次增资, 各方专业团队有望协助丹齿精工向综合性的工业传动领域进行转型升级, 有效提升公司数控产品精密传动等核心零部件的自主研发和制造能力。

图 48：丹齿精工主要产品



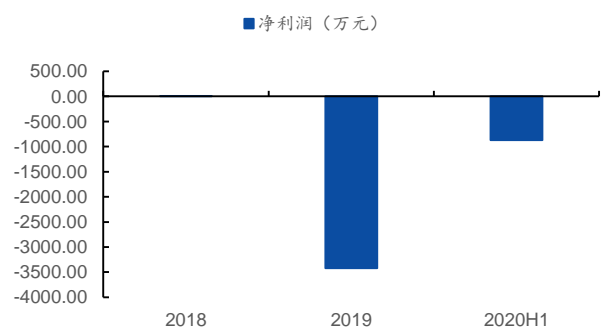
资料来源：国元证券研究所整理

图 49：丹齿精工历年营业收入



资料来源：Wind，国元证券研究所

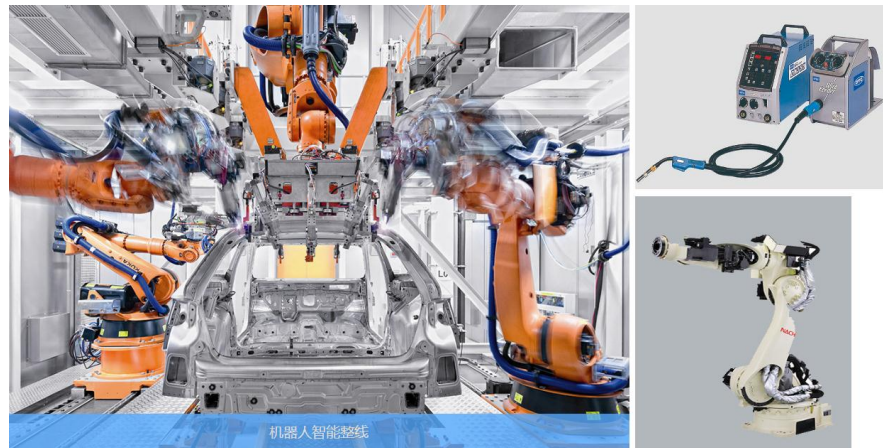
图 50：丹齿精工历年净利润



资料来源：Wind，国元证券研究所

中设机器人：主要从事机器人应用系统集成、机器人及附属设备销售和技术服务。2020年7月，公司以3068万元收购广州中设机器人智能装备股份有限公司12%的股权。中设机器人自2008年成立以来，致力于高端智能装备领域机器人集成系统的设计、研发、集成和应用开拓，积累了丰富的机器人外部电气控制技术和视觉应用技术。公司利用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 51：中设机器人主要产品



资料来源：中设机器人官网，国元证券研究所

王石软件及赛志系统：主要从事机器人应用系统集成、机器人及附属设备销售和技术服务。广州王石成立于 2008 年，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，具备良好家具机械数控技术研发能力，目前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。2019 年，公司以 178.57 万元购买控股子公司广州王石持有的赛志系统 35% 股权。赛志系统主要做家具厂整厂规划，率先在国内木工机械行业，将工业互联网与柔性非标设备结合，改变行业传统模式，提高家具厂的自动化和数字化制造能力。

3.3 产能——把握争夺市场良机、积极扩产

紧抓市场良机、积极扩产打开业绩向上空间。为更好地抓住家具产业快速发展和家具生产技术升级迫切需求这一市场机遇，公司于 2019 年 2 月，与公司全资子公司弘亚数控（香港）共同出资设立了合资公司广州玛斯特智能装备有限公司作为“高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目”的实施主体，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。该项目正常达产年度预计年均营业收入为 16.28 亿元，净利润为 2.46 亿元，项目预期效益良好。全资子公司玛斯特智能新厂房 A 栋 2020 年 10 月投产，新厂房 B 栋也于 2021 年 1 月投入使用。中性预测下，2021 年新产能达产 40%，则 2021 年全年产值有望超过 20 亿元。新产能完全达产后公司总产值达 30 亿元以上，届时公司的市场份额以及品牌影响力有望实现质的飞跃。

表 7：公司新产能项目产值估算

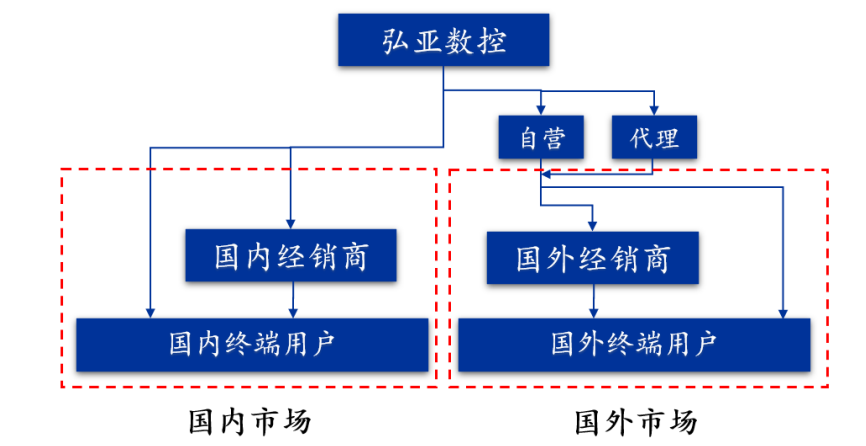
序号	产品名称	年产量 (台)	单价 (万元/台)	合计产值 (万元)
1	加工中心	1,000	25	25,000
2	封边机	6,000	10	60,000
3	裁板锯	1,000	20	20,000
4	数控钻	1,800	21	37,800
5	生产线自动化设备	200	100	20,000
合计		10,000	-	162,800

资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4 渠道——持续优化成熟经销商体系，并提升品牌影响力

公司在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品，少量产品直接销售给终端客户。公司产品销售以经销为主，依托木工机械行业成熟的经销商体系。公司产品销售以经销模式为主，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与维护，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，有机地实现了售后服务质量和控制销售费用的两方面目标，通过与经销商多年的合作，公司与经销商建立了稳定良好的合作关系，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。公司通过制度化培训构建经销商体系、与经销商合作共赢；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。同时在国外市场亦部署了经销商，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。

图 52：弘亚数控商业模式以经销为主、直销为辅



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

关键假设：(1) 预计板式家具机械行业需求景气上行，公司新产能逐步释放。(2) 随着公司向上游零部件的拓展，成本控制能力提升，毛利率水平稳中有升。

预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 16.9/21.5/26.3 亿元，同比增长分别为 28.92%/27.32%/22.39%；归母净利润分别为 3.5/4.68/5.98 亿元，同比增长 15.16%/33.62%/27.74%。

表 8：弘亚数控盈利预测表

单位：百万元		2019	2020E	2021E	2022E
封边机	营业收入	545.12	768.62	960.77	1152.93
	增长率(%)	6.56%	41.00%	25.00%	20.00%
	毛利率(%)	49.55%	46.00%	47.00%	48.00%
加工中心	营业收入	254.85	331.31	397.57	457.20
	增长率(%)	9.99%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率(%)	19.02%	19.00%	20.00%	21.00%
多排钻	营业收入	254.12	381.18	514.59	668.97
	增长率(%)	40.24%	50.00%	35.00%	30.00%
	毛利率(%)	25.52%	20.00%	22.00%	23.00%
裁板锯	营业收入	196.32	157.06	219.88	285.84
	增长率(%)	-5.64%	-20.00%	40.00%	30.00%
	毛利率(%)	30.53%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	营业收入	60.60	52.04	59.14	68.74
	增长率(%)		-14.13%	13.66%	16.23%
	毛利率(%)	49.82%	36.04%	43.25%	43.89%
营业收入合计		1,311.01	1,690.20	2,151.96	2,633.69
增长率(%)		9.75%	28.92%	27.32%	22.39%
毛利率(%)		36.12%	33.05%	34.19%	34.90%

资料来源：Wind，国元证券研究所

维持“买入”评级。预计公司 2020-2022 年实现，归母净利润分别为 3.5/4.68/5.98 亿元，对应 PE 分别为 32/24/19 倍；考虑到下游需求的持续高景气以及公司新产能释放后带来的业绩弹性，维持“买入评级”。

表 9：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
002572.SZ	索菲亚	32.33	294.97	10.77	11.92	13.90	16.15	27.38	24.74	21.21	18.27
603816.SH	顾家家居	80.12	506.59	11.61	13.28	16.03	19.19	43.63	38.14	31.60	26.40
603801.SH	志邦股份	55.68	124.35	3.29	3.95	5.15	6.38	37.75	31.45	24.17	19.48
603898.SH	好莱客	15.59	48.53	3.65	2.76	3.72	4.24	13.31	17.57	13.03	11.46
平均值								30.52	27.98	22.50	18.90

资料来源：Wind，国元证券研究所（估值日期取 2021 年 4 月 15 日）

5.风险提示

- (1) 房地产需求持续走弱；
- (2) 行业竞争激烈带来毛利率下降；
- (3) 产能释放不足；
- (4) 海外疫情扩散影响公司产品出口的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1082.14	1040.10	1219.28	1637.33	2199.56
现金	109.82	156.55	289.31	584.66	1029.31
应收账款	37.19	57.55	72.89	94.85	117.79
其他应收款	4.07	9.76	9.14	12.77	15.83
预付账款	7.59	8.70	10.64	13.96	16.79
存货	179.94	246.60	315.23	406.41	495.73
其他流动资产	743.53	560.93	522.07	524.67	524.10
非流动资产	408.06	940.32	943.56	938.09	933.78
长期投资	3.29	32.45	36.70	36.70	36.70
固定资产	140.34	416.26	427.97	427.38	424.07
无形资产	73.01	124.53	124.53	124.53	124.53
其他非流动资产	191.41	367.08	354.35	349.47	348.47
资产总计	1490.20	1980.42	2162.84	2575.42	3133.33
流动负债	236.16	439.84	400.12	429.74	511.30
短期借款	0.00	123.17	0.00	0.00	0.00
应付账款	88.53	138.44	155.03	203.05	248.44
其他流动负债	147.63	178.23	245.09	226.69	262.85
非流动负债	58.03	81.25	45.22	49.81	48.49
长期借款	20.00	17.26	17.26	17.26	17.26
其他非流动负债	38.03	64.00	27.96	32.55	31.23
负债合计	294.19	521.10	445.34	479.55	559.79
少数股东权益	38.49	27.08	29.54	33.06	37.40
股本	135.28	135.28	216.45	216.45	216.45
资本公积	359.06	319.66	238.49	238.49	238.49
留存收益	700.22	963.70	1233.02	1607.88	2081.21
归属母公司股东权益	1157.52	1432.24	1687.96	2062.82	2536.14
负债和股东权益	1490.20	1980.42	2162.84	2575.42	3133.33

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	300.05	352.14	296.31	361.83	527.34
净利润	273.06	306.50	352.96	471.85	602.57
折旧摊销	17.40	21.99	22.47	23.74	24.89
财务费用	0.60	-4.84	-2.23	-15.70	-31.01
投资损失	-35.12	-35.09	-30.00	-30.00	-30.00
营运资金变动	-18.04	40.79	-18.84	-46.06	-41.02
其他经营现金流	62.15	22.79	-28.05	-42.00	1.92
投资活动现金流	-161.84	-380.42	23.30	11.30	11.19
资本支出	55.91	104.86	20.00	20.00	20.00
长期投资	20.43	-73.76	1.69	0.00	0.00
其他投资现金流	-85.50	-349.33	44.98	31.30	31.19
筹资活动现金流	-91.47	67.13	-186.84	-77.78	-93.89
短期借款	0.00	123.17	-123.17	0.00	0.00
长期借款	20.00	-2.74	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.03	0.00	81.17	0.00	0.00
资本公积增加	17.26	-39.41	-81.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-128.70	-13.88	-63.66	-77.78	-93.89
现金净增加额	45.64	41.89	132.76	295.35	444.65

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1194.49	1311.01	1690.20	2151.96	2633.69
营业成本	745.88	837.51	1131.58	1416.13	1714.48
营业税金及附加	10.84	10.77	15.14	18.79	22.97
营业费用	40.76	44.08	51.03	68.85	83.40
管理费用	62.57	64.04	70.99	92.53	113.25
研发费用	34.12	49.60	54.56	60.01	66.01
财务费用	0.60	-4.84	-2.23	-15.70	-31.01
资产减值损失	-22.57	-20.29	-17.61	-19.33	-18.91
公允价值变动收益	-0.27	13.88	4.93	0.00	0.00
投资净收益	35.12	35.09	30.00	30.00	30.00
营业利润	320.47	359.82	412.82	552.90	706.70
营业外收入	3.01	0.52	3.27	2.91	2.55
营业外支出	0.41	0.95	0.96	0.87	0.91
利润总额	323.07	359.39	415.13	554.94	708.34
所得税	50.01	52.89	62.17	83.10	105.77
净利润	273.06	306.50	352.96	471.85	602.57
少数股东损益	2.68	2.14	2.46	3.52	4.35
归属母公司净利润	270.39	304.36	350.49	468.33	598.22
EBITDA	338.47	376.98	433.06	560.94	700.58
EPS (元)	2.00	2.25	1.62	2.16	2.76

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	45.59	9.76	28.92	27.32	22.39
营业利润(%)	19.11	12.28	14.73	33.93	27.82
归属母公司净利润(%)	15.31	12.56	15.16	33.62	27.74
获利能力					
毛利率(%)	37.56	36.12	33.05	34.19	34.90
净利率(%)	22.64	23.22	20.74	21.76	22.71
ROE(%)	23.36	21.25	20.76	22.70	23.59
ROIC(%)	25.49	45.24	48.53	59.98	72.06
偿债能力					
资产负债率(%)	19.74	26.31	20.59	18.62	17.87
净负债比率(%)	10.33	29.51	3.87	3.60	3.08
流动比率	4.58	2.36	3.05	3.81	4.30
速动比率	3.78	1.76	2.26	2.86	3.33
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.76	0.82	0.91	0.92
应收账款周转率	32.38	24.37	24.45	25.66	24.77
应付账款周转率	11.17	7.38	7.71	7.91	7.59
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.25	1.41	1.62	2.16	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.63	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.35	6.62	7.80	9.53	11.72
估值比率					
P/E	41.20	36.60	31.79	23.79	18.62
P/B	9.62	7.78	6.60	5.40	4.39
EV/EBITDA	30.60	27.48	23.92	18.47	14.79

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188