

弘亚数控 (002833.SZ)

竞争力全面持续提升，静待下游需求回暖

核心观点：

- **产品力全面升级，新产能释放在即。**上市至今，弘亚持续加大研发投入和外延并购力度，提升产品力，产品柔性化、数控化、自动化水平在国内领先。纵观历史表现，产能是驱动弘亚业绩增长的重要因素。基于此前玛斯特项目的扩产建设进度，预计新产能将于 2023Q4 投产，届时有望拉动公司产值继续快速扩大。
- **家具市场消费结构改善，未来竣工回暖有望带动家具需求底部复苏。**木工机械设备下游面向家具企业，受终端地产影响较大。此外，家具消费结构主要受到两个因素影响：(1) 消费人群年轻化，板式定制家具更契合他们的消费理念和需求，板式定制家具渗透率提升，带动中高端木工机械产品需求增长；(2) 国家政策支持，精装修渗透率上升，家具企业工程订单比例提高，具备性价比优势的国产设备企业将获得广阔市场空间。
- **国产替代进行时，国内龙头企业有望加速成长。**近些年，相较于海外龙头在中国市场的销售规模，国内企业规模增速明显更高，我们认为这表明国内头部企业竞争力的提升与国内需求市场国产替代率的提升。对标全球龙头豪迈集团，弘亚数控当前收入规模相较于全球龙头偏小，产品性能仍有一定差异，基于其这些年竞争力的全面持续提升，我们认为弘亚数控未来收入规模与全球市占率有较大提升空间。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计弘亚数控 22-24 年归母净利润分别为 5.46/ 6.41/ 7.85 亿元。参考可比公司，同时考虑到公司产能扩张带来的增量，给予弘亚数控 2022 年归母净利润 20 倍 PE 估值，对应合理价值 25.76 元/股，继续给予“买入”评级。
- **风险提示：**技术研发不及预期；行业竞争激烈带来毛利率下降；产能释放不足。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,689	2,371	2,477	2,815	3,438
增长率 (%)	28.9	40.3	4.5	13.6	22.1
EBITDA (百万元)	425	604	635	748	924
归母净利润 (百万元)	352	520	546	641	785
增长率 (%)	15.8	47.6	5.1	17.2	22.6
EPS (元/股)	1.63	1.72	1.29	1.51	1.85
市盈率 (P/E)	26.76	18.75	12.72	10.85	8.85
ROE (%)	20.3	23.5	19.1	18.3	18.2
EV/EBITDA	21.17	16.03	10.23	8.06	5.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

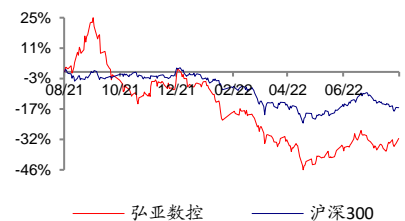
买入

当前价格	16.38 元
合理价值	25.76 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	424.23/255.63
总市值/流通市值(百万元)	6949/4187
一年内最高/最低(元)	42.63/14.87
30 日日均成交量/成交额(百万)	2.67/41.65
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	21.67/-15.14

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

联系人：

范方舟

fanfangzhou@gf.com.cn

目录索引

一、产品力持续提升，产能布局未来成长	5
（一）技术升级赋能，产品推陈出新	5
（二）内生增长+外延并购，助力产品力提升	9
（三）产能积极布局，支撑未来成长	10
二、消费升级叠加需求周期驱动，板式家具机械景气度未来有望回升	14
（一）未来地产竣工的回暖有望带动板式家具及设备需求底部复苏	15
（二）市场年轻化赋能，精装修模式驱动，板式家具消费潜力有望释放	17
三、国产替代进行时，国内龙头企业加速成长	20
（一）国产替代进行时，国内龙头企业逐渐崛起	20
（二）对标全球龙头豪迈集团，弘亚数控加速成长	21
四、盈利预测、投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）投资建议	27
五、风险提示	28
（一）技术研发不及预期	28
（二）行业竞争激烈带来毛利率下降	28
（三）产能释放不足	28

图表索引

图 1: 柔性封边机.....	6
图 2: 柔性钻孔生产线.....	6
图 3: 六面钻孔中心.....	6
图 4: PTP 六轴加工中心.....	6
图 5: 自动输送设备在产线上的应用.....	7
图 6: 全屋定制家具全厂案例.....	7
图 7: 产品原材料成本占比超过 80%.....	8
图 8: 生产环节主要工艺流程.....	8
图 9: 弘亚数控智能包装线.....	8
图 10: 2013-2021 年研发费用及增速(百万元, %)... ..	10
图 11: 上市以来研发人员变化情况(人, %)... ..	10
图 12: 弘亚数控主要产品产能利用率.....	10
图 13: 弘亚数控主要产品产销率.....	10
图 14: 弘亚数控固定资产周转率.....	11
图 15: 弘亚数控产能扩张进程.....	12
图 16: 弘亚数控各主营产品产能(台)... ..	12
图 17: 弘亚数控各主营产品营收及增速(百万元)... ..	13
图 18: 板式家具机械行业产业链.....	14
图 19: 定制家具市场规模及增速.....	15
图 20: 家具厂 CAPEX 与板式家具机械企业营收对比.....	15
图 21: 家具制造业(右轴:%)与房屋竣工(左轴:%)高度相关.....	15
图 22: 2022 年开始单月竣工面积降幅持续缩窄(万平方米)... ..	16
图 23: 2022 年 5 月开始商品房销售面积环比增速提升(万平方米)... ..	16
图 24: 地产竣工面积当季增速与弘亚数控营收增速.....	17
图 25: 弘亚数控的股价与下游地产周期的相关性较强.....	17
图 26: 人造板、实木板产量及增速(亿立方米, %)... ..	18
图 27: 2010-2021 年我国累计颁布精装修/全装修政策数量(部)... ..	19
图 28: 近年来精装修开盘套数增速放缓.....	19
图 29: 精装修渗透率稳步提升.....	19
图 30: 国内板式家具机械行业竞争格局变化.....	20
图 31: 豪迈集团营收规模及增速(亿欧元, %)... ..	21
图 32: 豪迈集团利润规模及增速(百万欧元, %)... ..	21
图 33: 弘亚与豪迈集团单机产品对比.....	22
图 34: 木工设备企业人均产值对比(万元)... ..	25
图 35: 木工设备企业人均利润对比(万元)... ..	25

表 1: 弘亚主营产品上市前后对比	5
表 2: 弘亚上市之初的在研项目情况	5
表 3: 2018 年以内弘亚围绕生产智能化的并购及参股情况	9
表 4: 主要木工机械企业在中国的收入规模 (亿元) 和增速	20
表 5: 豪迈集团工艺设备方面创新历程	22
表 6: 豪迈集团软件开发及智能化方面创新历程	23
表 7: 弘亚与豪迈集团封边参数对比	24
表 8: 豪迈集团收并购扩张历程	25
表 9: 弘亚数控营收拆分 (单位: 百万元)	27
表 10: 弘亚数控可比公司 PE 估值情况	28

一、产品力持续提升，产能布局未来成长

（一）技术升级赋能，产品推陈出新

1. 横向扩张：丰富产品品类，提升产品质量

弘亚数控主要向客户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，根据公司官网提供的产品信息，目前已经形成数控锯切系列（KS）、加工中心系列（KN）、封边机系列（KE）、钻孔中心系列（KD）、工段自动化系列（KA）五大产品系列。对比2016年公司IPO披露的产品信息，公司始终深耕上述五大业务领域，并通过内生增长和外延并购两种方式不断丰富各大业务领域内的产品种类、提高产品质量。以公司核心产品封边机为例，上市之初仅有自动封边机、高速封边机、双端封边机三个产品种类，如今已经扩展到包括上述品种在内的八大封边机品类。

表 1：弘亚主营产品上市前后对比

主营产品	上市之初	2021 年
数控锯切系列（KS）	数控裁板锯、往复式裁板锯、精密裁板锯	前/后上料裁板锯、往复式裁板锯、精密裁板锯
加工中心系列（KN）	重型木材加工中心	2/3 系列加工中心、PTP、贴标机、五轴加工中心
封边机系列（KE）	自动封边机、高速封边机、双端封边机	柔性封边机、高速封边机、6 系列封边机、常规封边机、端头封边机、木门封边机、斜边封边机、双端封边机
钻孔中心系列（KD）	自动/半自动多排钻	五/六面钻孔中心、通过式钻孔中心、多排钻、水平钻
工段自动化系列（KA）	以自动输送设备单机为主	自动输送设备种类更丰富，且与加工设备智能单机组成以下自动化产线：封边机自动化产线、柔性钻孔生产线、加工中心连线、多排钻自动化生产线

数据来源：弘亚数控招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

从产品力提升广度看，弘亚产品呈现柔性化、数控化、自动化的发展趋势。这一点在弘亚上市之初的在研项目中即得到了体现，彼时自动化、数控化为产品力提升主要方向。柔性化、数控化、自动化可以认为是自动化程度的三个不同层次，自动化是最底层，解放人工、引入机器生产即为自动化，数控则在自动化的基础上增加了数字信号控制的元素，加工效率、稳定性以及精密度得到了显著的提高。前两种适用于少品种、大批量的生产模式，随着消费者对于定制化消费品的需求提升，适用于多品种、小批量生产的柔性化设备系统应运而生。柔性化设备系统综合了信息控制系统、物料储运系统和数控加工设备三个重要元素，其实现柔性化生产的工艺基础是成组技术，利用信息控制系统对零件进行分析编组、编排作业计划，然后由物料储运系统运输工件至对应加工中心，并在加工中心由相应的数控加工设备加工成型。简单而言，若加工系统在数控化生产的前提下含智能分流、分配的工艺过程，则可以认为具备柔性化生产的能力。

表 2：弘亚上市之初的在研项目情况

在研项目	业务领域	提升方向
平台式 CNC 木工加工中心项目	加工中心系列	数控化
柔性高速自动化封边机项目	封边机系列	柔性化
重型高速数控裁板锯项目	数控锯切系列	数控化

板式家具制造通用机械手项目

工段自动化系列

自动化

高速通过式数控钻孔中心项目

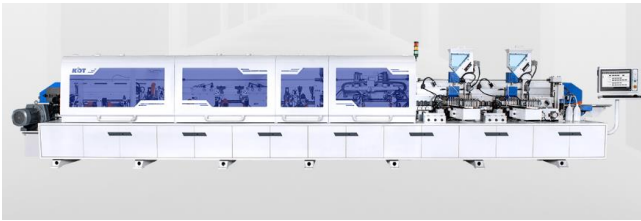
钻孔中心系列

数控化

数据来源：弘亚数控招股书，广发证券发展研究中心

当前弘亚的柔性化设备系统主要为柔性封边机、柔性钻孔生产线两种。柔性封边机具备自主研发控制系统和“6+6”通道伺服送带，首先控制系统扫码为零件匹配相应的加工工艺需求，然后伺服送带根据加工工艺需求为零件切换不同的封边带。柔性钻孔生产线拥有线控智能分流，自研总控系统对接工件钻孔、开槽等加工信息，机器人进行动态分配板件、实时调整加工任务，进而实现不同订单同时生产的定制化需求。

图 1：柔性封边机



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 2：柔性钻孔生产线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

从产品力提升深度看，弘亚产品呈现加工难度、精度、效率提升的趋势。虽然自动化到数控化的迭代能够同样提升产品加工精度和效率，使之能够应对更加复杂的加工场景，但是这是因为在自动化中添加了数字信号控制的元素，典例为由自动多排钻升级为数控多排钻。因此在这里我们将自动化到数控化迭代的结果定义为产品力广度的提升，而产品力深度的提升在这里的主要展现形式为基于某一层次的自动化水平，提高设备加工能力。典例包括四面多排钻升级为五/六面钻孔中心，CNC三/四轴加工中心升级为PTP五/六轴加工中心。六面钻相比传统多排钻，一次性钻孔平面由四面提升至六面，无需翻面、无需二次加工，加工精度、效率显著提升。PTP六轴加工中心相比CNC三轴加工中心，在刀具X/Y/Z三大平移自由度的基础上新增刀具（或板件）沿X/Y/Z方向的旋转自由度（也成为a/b/c轴），从而能够用于加工具有自由曲面等复杂造型的多维零部件，加工难度大大提高。显然，数控化层面产品力深度的提升对于数控系统的要求较高。

图 3：六面钻孔中心



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 4：PTP 六轴加工中心



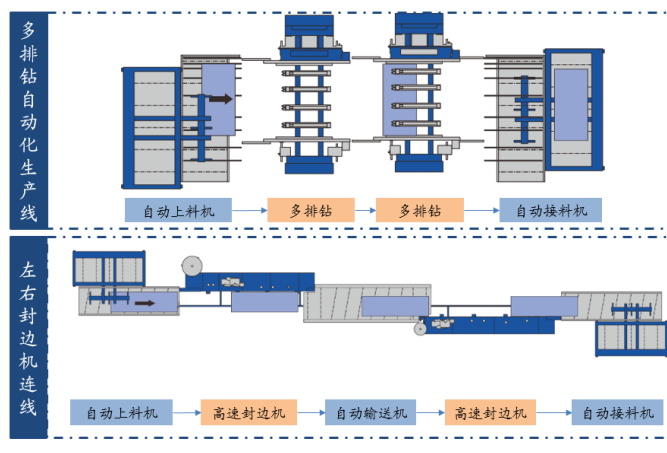
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

自动输送设备与智能单机共振，弘亚具备提供成套自动化生产线解决方案的能力。

自动输送设备包括自动上料机、自动接料机、自动输送机等，是机械加工智能单机设备间的连结装置、板材上下料装置，能够提升产线自动化水平，大幅减少人工。此外，自动化生产线的复杂程度也与产线上自动输送设备的数量有关。最简单的连线方案仅包含3~4台设备，其中自动输送设备仅含板材上下料装置，其他的是机械加工智能单机，不含连结装置，比如多排钻自动化生产线和加工中心连线KN-2。稍微复杂一些，自动输送设备增加连结装置，比如左右封边机连线和四面封边机连线，在两台双端封边机（或高速封边机）间用自动输送机进行连结。此外，随着智能单机数控能力的提升，在自动化产线引入高配机器人和线控智能分流，从而实现智能实时分流、机器人自动抓板，板件全程自动传输不落地，弘亚柔性钻孔生产线的推出标志着产线的设备布置复杂度、柔性化程度进一步提升。

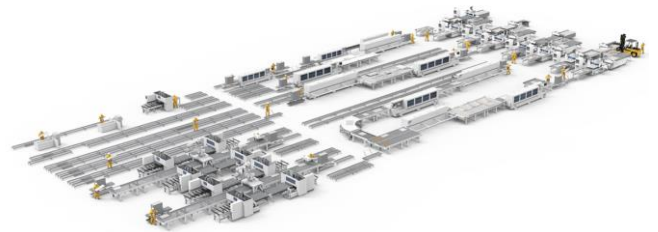
目前，最为复杂的连线方案为弘亚在官网中提出的整厂规划，可以针对客户产品的厂区布局、产品工艺、生产流程、设备布置进行一体化规划设计，实现制造工段经济效益最大化。例如全屋定制家具全厂案例，集合8台开料加工中心、多套封边机、多条机器人数控钻连线（含六面钻孔中心和高配机器人），完成家具制造工段的全过程自动化生产。

图 5：自动输送设备在产线上的应用



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 6：全屋定制家具全厂案例

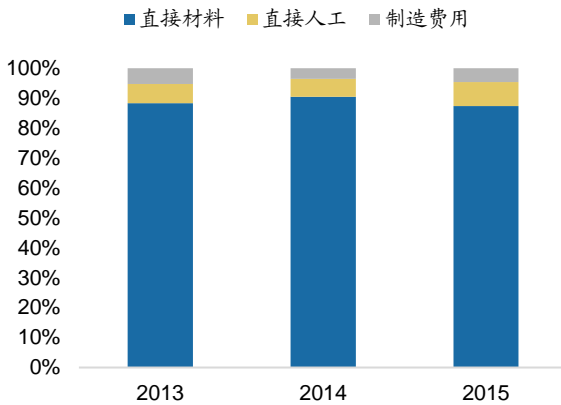


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. 纵向扩张：向产业链上下游延伸，补强关键零部件制造能力

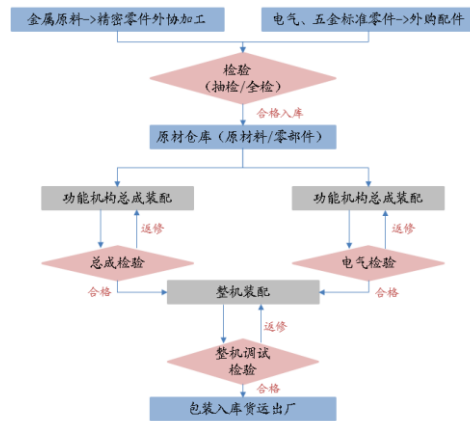
弘亚加工设备产品的基础原材料主要为标准零部件和非标零部件。标准零部件主要是五金件、电气件、元器件等，非标零部件包括机架、机械设备零件、铸件等，产品原材料成本占比超过80%。参考弘亚设备制造的主要工艺流程，其生产环节主要是对板式家具机械设备总成、整机的组装和调试，对于上游原材料标准和非标零部件，分别采用外购和自行研发设计并委托外协加工的生产方式。

图 7: 产品原材料成本占比超过 80%



数据来源: 弘亚招股书, 广发证券发展研究中心

图 8: 生产环节主要工艺流程



数据来源: 弘亚招股书, 广发证券发展研究中心

收购四川丹齿, 强化关键非标零部件制造能力。上市之初, 公司产品大部分的关键非标零部件生产工序只能选择外协加工方式解决, 这不仅增加了生产管理和技术、品质控制的难度, 也可能影响到生产订单的响应速度。随着板式家具机械设备自动化程度提升以及客户订单量需求的增加, 对于关键零部件的质量和供应链响应速度提出了更高的要求。2019年弘亚通过全资收购四川丹齿的方式, 将产业链向上游延伸, 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。目前, 公司已经建成先进的现代化关键零部件自动化生产线, 实现部分关键非标零件自转加工, 成功将关键零部件供给与设备生产制造顺畅串联在一起。

创立包装设备企业, 产业链延伸, 打造智能包装产品线。据弘亚2021年年报披露, 公司与相关家具装备领域智能包装技术专家共同创立广东万合智能装备公司, 将智能包装行业内的技术品牌优势与弘亚自身规模化产线、成熟营销网络等优势有机结合, 成功进入家具装备自动裁纸智能包装工段领域。目前, 公司已经成功推出智能包装线设备产品, 能够有序完成分拣组包、智能测量、数控裁纸、动态组箱、智能封箱、自动分拣码垛等工序。从功能上看, 智能包装线具有以下两点优势: (1) 通过智能化测量技术优化包装材料的裁切方案, 减少包装材料的人工减裁损耗, 提高了包装材料利用率; (2) 包装产线全自动控制, 全生产环节去人工, 有效降低了人工成本, 提升了包装质量。

图 9: 弘亚数控智能包装线



数据来源: 公司 2021 年年报、广发证券发展研究中心

（二）内生增长+外延并购，助力产品力提升

随着生产智能化成为行业必然趋势，公司意识到现有产品升级迭代的需求，在现有硬件设备的基础上提升自动化水平和软件能力。公司围绕生产智能化开展了一系列收购计划：2018年公司先后收购广州王石软件技术有限公司和意大利 MASTERWOOD S.P.A.的大部分股权，成为两家公司的控股股东；2020年参股中设机器人，2021年进一步增资7000万元，增资完成后持股比例增加到19%。

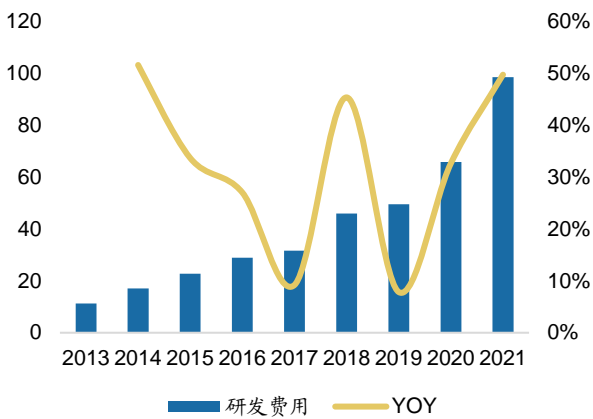
表 3：2018 年以内弘亚围绕生产智能化的并购及参股情况

时间	标的	持股比例	公司简介
2018	广州王石	63.75%	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数控产品上。
2018	MASTERWOOD S.P.A.	100%	一家主要从事高端数控机床研发生产的品牌公司，核心产品是数控加工中心和定制化木门木窗生产线。其自主研发生产的五轴智能加工中心、柔性生产线等产品在欧美有较高品牌知名度。通过收购，弘亚与该公司可以在技术优势、产品系列和经销渠道等方面形成较好互补。
2020	中设机器人	19%	一家以机器人、智能技术、高端智能装备领域的研发、制造、应用和销售为一体的高新技术企业。参股中设机器人使得弘亚可利用其先进的机器人应用系统集成技术，进一步提升公司核心零部件自制和数控家具设备生产等方面的智能制造水平，深化工业机器人在高端家具装备领域的应用范围，推动家具机械行业生产制造从工段自动化向整厂自动化发展。

数据来源：弘亚 2018 年年报，增资中设对外投资公告，广发证券发展研究中心

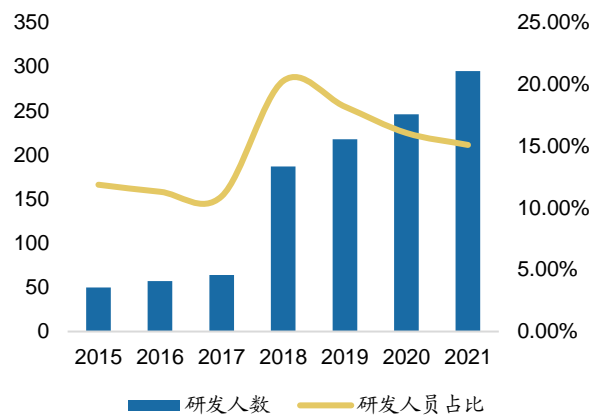
高研发投入赋能，并购项目技术整合成效显著。弘亚一直非常重视新产品、新技术的研发，以市场为导向，持续推进技术升级，大力提升公司技术研发能力和自主创新能力，提高产品附加值。2013年以来，公司研发投入由11.25百万元增长至2021年的接近1亿元，CAGR为31.17%。尤其是2018年，公司连续在产品技术提升硬件端和软件端发力，收购了广州王石和MASTERWOOD S.P.A.的大部分股权。从研发投入端看，2018年研发费用同比增长45.40%，研发人数同比增长192.19%，研发人员占比达到20.28%。随之而来的是高研发投入与并购项目技术的共振，收购广州王石、MASTERWOOD S.P.A.即推出智能封边机、双推手数控裁板锯、数控多排钻、六面数控钻等数控新产品，并得到市场高度认可，仅加工中心这一业务的收入增速便达到了401.08%。此外，自2020年起仅参股中设机器人两年时间，弘亚已经能够成熟地将机器人应用于柔性钻孔生产线。

图 10: 2013-2021 年研发费用及增速(百万元, %)



数据来源: 弘亚历年年报及招股书, 广发证券发展研究中心

图 11: 上市以来研发人员变化情况(人, %)

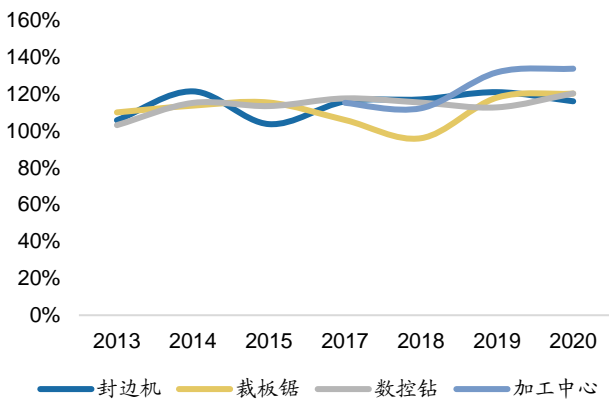


数据来源: 弘亚历年年报及招股书, 广发证券发展研究中心

(三) 产能积极布局, 支撑未来成长

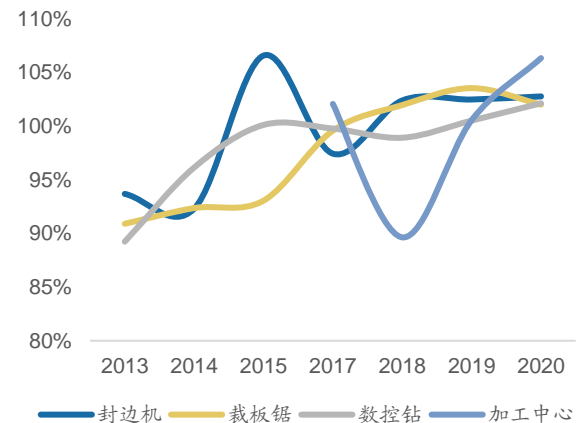
根据公司招股书以及可转债评级报告, 公司产销率、产能利用率长期保持在 100% 以上, 订单量、市场占有率持续增长, 业绩快速发展。自 2016 年起公司固定资产周转率逐年上升, 2018 年固定资产周转率达到 8.86 次, 远超行业平均水平。面对产能饱和, 公司积极开展了一系列扩产计划, 固定资产周转率显著下降。

图 12: 弘亚数控主要产品产能利用率



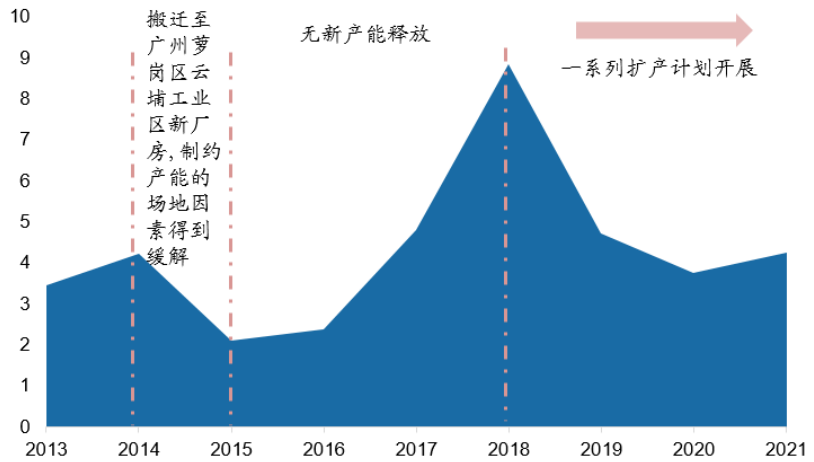
数据来源: 弘亚数控招股书, 可转债评级报告, 广发证券发展研究中心

图 13: 弘亚数控主要产品产销率



数据来源: 弘亚数控招股书, 可转债评级报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 弘亚数控固定资产周转率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

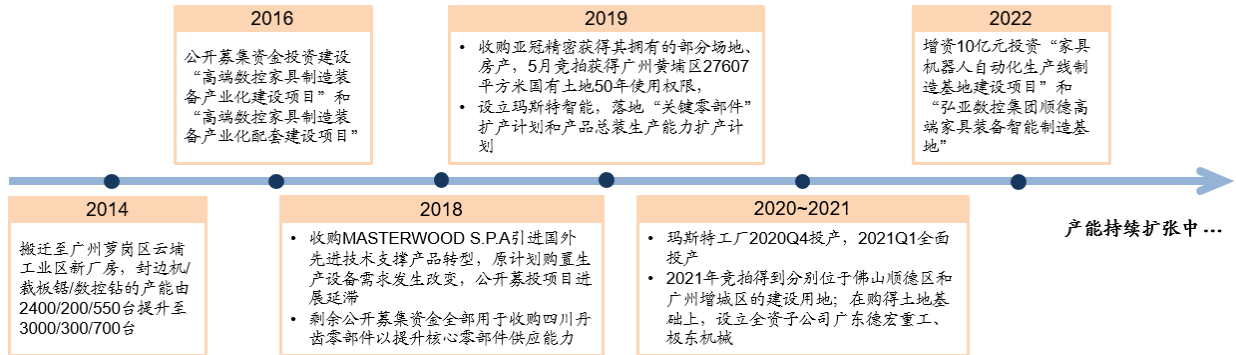
弘亚产能扩张目前来看, 分为以下五个阶段:

- (1) 2014年公司搬迁至广州萝岗区云埔工业区新厂房, 制约产能的场地因素得到缓解, 封边机/裁板锯/数控钻的产能由2400/200/550台提升至3000/300/700台;
- (2) 2016年公开募集资金投资建设“高端数控家具制造装备产业化建设项目”和“高端数控家具制造装备产业化配套建设项目”, 有效提升了核心产品如封边机、裁板锯、多排钻及自动化生产线等产品的产能和产量;
- (3) 2018年由于公司自动化程度更高的产品销售占比提升, 同时收购 MASTERWOOD S.P.A引进国外先进技术支撑产品转型, 公司对于原计划购置生产设备需求发生改变, 公开募投项目进展延滞。同时随着公司产品竞争力增强和下游市场需求的持续旺盛, 公司有限的生产场地仅能着重于提升整机的总装生产能力, 而对于生产关键零部件的机加工设备投入相对较小, 因此公司将剩余募集资金全部用于收购四川丹齿零部件以提升核心零部件供应能力;
- (4) 2019年收购合并亚冠精密、设立玛斯特智能, 落地“关键零部件”扩产计划和产品总装生产能力扩产计划。玛斯特新工厂于2020Q4开始陆续投产, 2021Q1全面投产, 计划募资6亿元投入玛斯特新工厂的可转债于2021年7月正式发行;
- (5) 2021年6月25日以自有资金6亿元在佛山顺德设立全资子公司广东德宏重工, 后于10月25日在广州增城区成立极东机械, 并在2022年1月5日发布公告完成向极东机械增资1.02亿美元; 2022年3月增发10亿元投资于“家具机器人自动化生产线制造基地建设项目”和“弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地”。

公司的生产流程主要是对功能总成及整机进行装配, 因此, 影响公司主要产品产能的主要因素是可使用的生产场地、公司生产人员数量以及装配加工设备。在玛斯特新工厂产线开工前, 弘亚收购亚冠精密获得其拥有的部分场地、房产, 此外公司于

2019年5月竞拍获得广州黄埔区27607平方米国有土地50年使用权；在22年增发建设产线开工前，公司先后以1.63亿元和0.51亿元竞拍得到分别位于佛山顺德区和广州增城区，面积分别为12.75万平方米和6.44万平方米的建设用地。

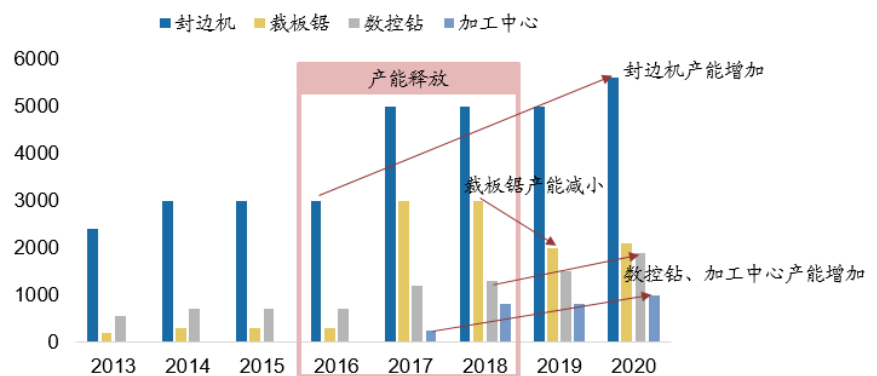
图 15: 弘亚数控产能扩张进程



数据来源：招股书、竞拍土地公告、设立子公司公告等、广发证券发展研究中心

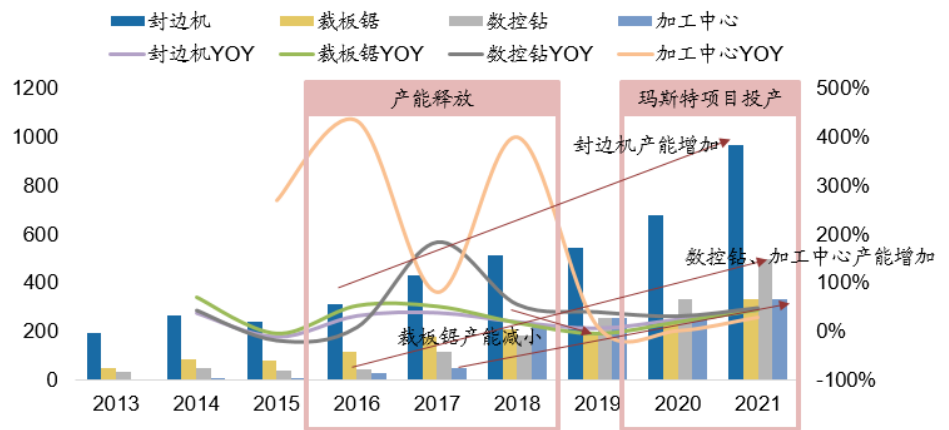
从主营产品来看，营收增长与产能提升趋势基本一致。特别是在2016-2018年，弘亚数控主营产品收入规模受产能影响较大特点表现得尤为明显。随着2016年公开募投项目的正常开展，弘亚在各个产品上的产能得到了集中释放，2017年封边机/裁板锯/数控钻的产能由2400/200/550台提升至3000/300/700台，2018年加工中心产能由250套提升至800套。与产能增长相适应的，是各个产品收入规模的高增长，2017年封边机/裁板锯/数控钻营收同比增长37.5%/50.7%/183.1%，2018年加工中心营收同比增长401.1%。

图 16: 弘亚数控各主营产品产能(台)



数据来源：弘亚数控招股书，可转债评级报告、广发证券发展研究中心

图 17: 弘亚数控各主营产品营收及增速 (百万元)



数据来源: 弘亚数控招股书, 可转债评级报告, 广发证券发展研究中心

扩产持续, 驱动业绩增长。当前阶段, 公司规划的新产能为2022年3月增发10亿元投资的“家具机器人自动化生产线制造基地建设项目”和“弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地”。这两个项目的建设用地储备已分别于2021年6月和12月完成。根据公司发布的《2022年非公开发行A股股票募集资金使用可行性分析报告》, 这两个项目建成投产后将新增年产10000台裁板锯、数控钻, 20000台智能封边机和自动化产线的产能。基于此前玛斯特项目的扩产建设进度, 2019年5月24日晚间发布公告获得玛斯特项目建设用地, 年报披露2020Q4开始陆续投入使用, 2021中报业绩增速充分体现玛斯特项目产能爬坡效用, 我们预计新产能将于2023Q4投产, 届时有望拉动公司产值快速扩大, 市占率进一步提升。

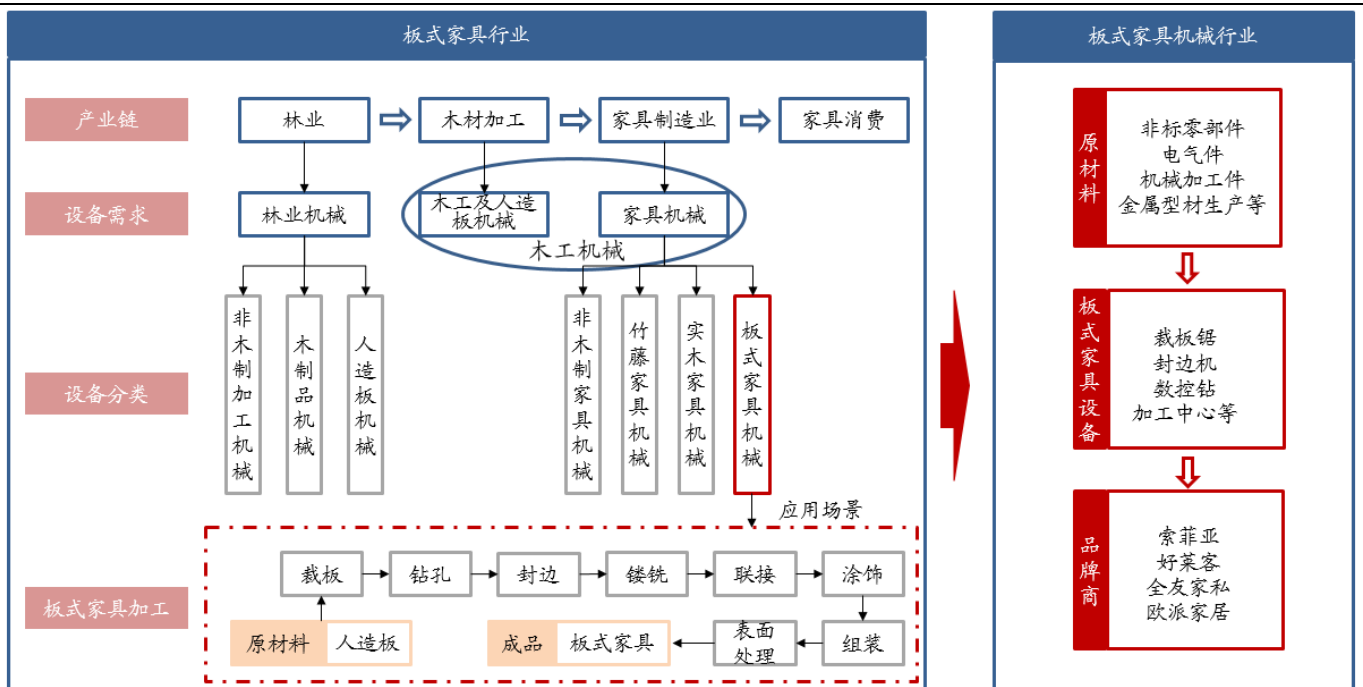
二、消费升级叠加需求周期驱动，板式家具机械景气度未来有望回升

家具从生产制造到最终的消费需要经过原材料(主要是木材)开采、中间产品初步加工、家具制作、终端消费这几个步骤，因此家具行业的产业链可以划分为：林业、木材加工业、家具制造业以及最终的家具消费。

根据家具制造所用原材料的不同，家具可以分为非木制家具、竹藤家具、实木家具以及板式家具等，同时也对应不同的家具制造设备。板式家具机械是家具机械的一个分支，其家具制造的原材料以人造板为主，人造板经过裁板、钻孔、封边、镂铣、联接、涂饰、组装、表面处理等加工流程处理，即可得到板式家具。按照上述人造板加工工艺划分，板式家具机械可以分为9类，包括裁板机械、封边机械、钻孔机械、联接机械、镂铣机械、表面处理机械、涂饰机械、组装机和其他机械，其中裁板机械、封边机械、钻孔机械分别用于开料、封边和钻孔等板式家具生产中最基本和关键的加工流程。

从设备维度，板式家具机械上游是标准零部件、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，包括索菲亚、好莱客、全友家私、欧派家居等品牌商。常见的板式家具主要有套房家具、衣柜、橱柜、办公家具等。

图 18：板式家具机械行业产业链

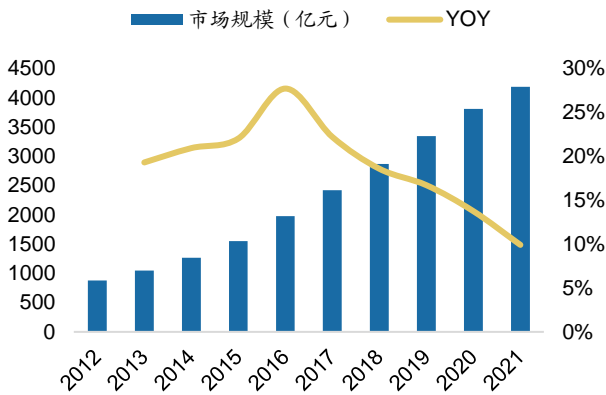


数据来源：弘亚招股书、《我国板式家具机械的市场分布与水平分析》(马岩)、广发证券发展研究中心

板式家具机械行业与下游家具制造业发展紧密相关。我们选取板式家具机械行业下游的5个家具制造业上市企业，将2013年以来家具制造业企业的资本开支同弘亚、南兴的历年营收情况进行比较，可以发现自2015年开始，由于定制家具市场规模提升、

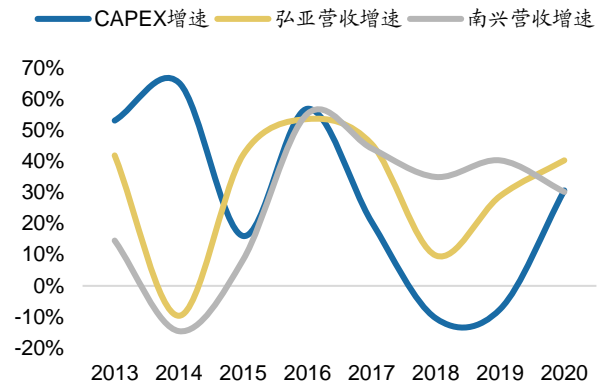
板式家具替代实木家具成为主流，板式家具机械行业受下游家具企业实施固定资产投资计划的影响愈加明显。

图 19: 定制家具市场规模及增速



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

图 20: 家具厂 CAPEX 与板式家具机械企业营收对比



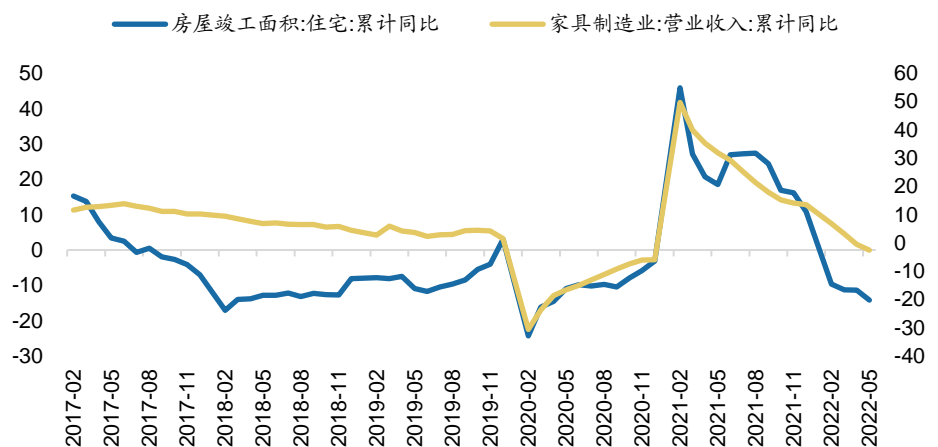
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于板式家具机械行业下游家具行业的发展与宏观经济环境、消费水平相关，也会受到房地产开发增速变动的的影响，因此板式家具机械行业也兼具消费属性和周期属性的特征。下游家具行业本身消费属性强，具有消费升级的潜力，板式家具消费量持续增长，周期性主要体现为需求的驱动力具备一定的周期性，源自于地产后周期的影响。

（一）未来地产竣工的回暖有望带动板式家具及设备需求底部复苏

家具制造业受房地产市场景气度影响较大。房地产住宅开发项目的生命周期为“拍地-开工-销售-施工-竣工”，房屋装潢一般是在地产竣工后进行，家具便是在房屋装潢阶段进场的。根据国家统计局提供的历史数据，比较家具制造业营业收入累计同比和房屋竣工累计同比，可以发现二者的变化趋势基本一致。

图 21: 家具制造业（右轴:%）与房屋竣工（左轴:%）高度相关



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

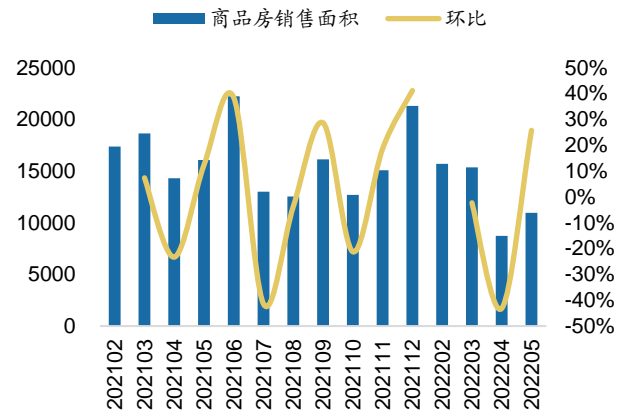
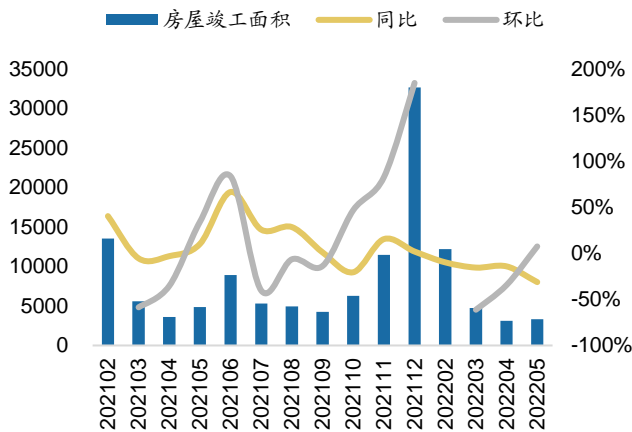
行业政策引导房地产业良性循环和健康发展。5月以来，房地产业宽松政策整体出现

放量，尤其是在需求端，政策放松主要表现在三个方面：（1）三线放宽的城市能级明显提升，二线城市纷纷打开政策工具箱，加入政策放松行列；（2）部分城市首套房贷利率下降；（3）公积金贷款支持力度进一步增强。与此同时，供给端也在不断出台稳定政策，比如优质民营企业公开市场融资终于破冰，高能级城市开始主动优化土地出让条件以提升土地热度等。总体来看，政策导向为支持刚需和改善型需求，一定程度上释放了遏制房地产行业疲软态势的积极信号。

地产竣工回升将带动板式家具行业需求回暖。21年下半年以来，在融资端和需求端的双重压力下，地产行业景气度下滑，竣工面积累计同比从21H1末的25.7%下降至22Q1末的-11.5%。但是从22Q1末开始，单月竣工面积降幅持续缩窄，5月环比增速成功实现由负转正。此外，商品房单月销售面积的环比增速提升为竣工回升提供了后续动力。考虑到在商品房住宅开发的项目生命周期中销售环节在竣工之前，且5月以来单月商品房销售面积环比增速达到25.8%，家具行业需求有望回暖。

图 22：2022 年开始单月竣工面积降幅持续缩窄(万平方米)

图 23：2022 年 5 月开始商品房销售面积环比增速提升(万平方米)

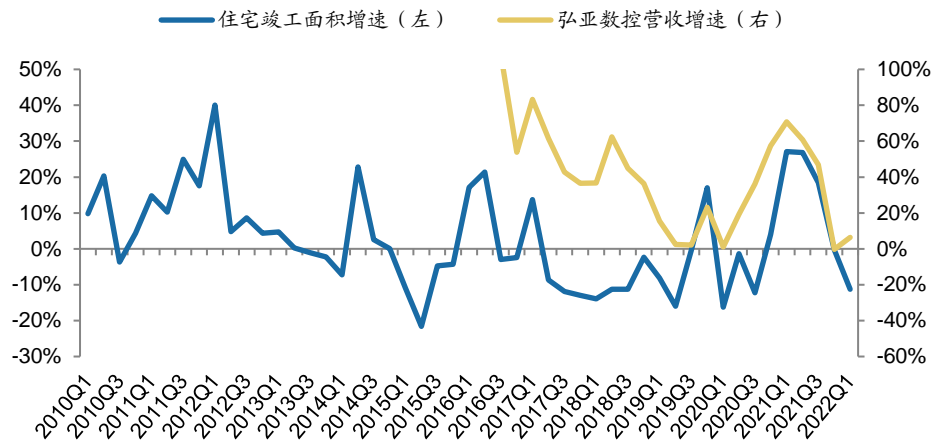


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

参照板式家具机械行业产业链，板式家具机械行业位于板式家具制造业上游，家具需求扩大将带动家具制造业扩产，增大对于家具制造设备的采购量，进而拉动上游家具机械行业的收入增长。因此，结合家具制造业的变化趋势来看，通过竣工回升判断板式家具机械行业的动向是有效的：竣工回升同步带动家具市场回暖，家具制造业面对饱满的市场需求需要扩充产线来提升产能，从而带动家具制造设备的需求。根据弘亚历史业绩表现看，其营收增速的波动情况与竣工增速数据相关度较高。

图 24: 地产竣工面积当季增速与弘亚数控营收增速

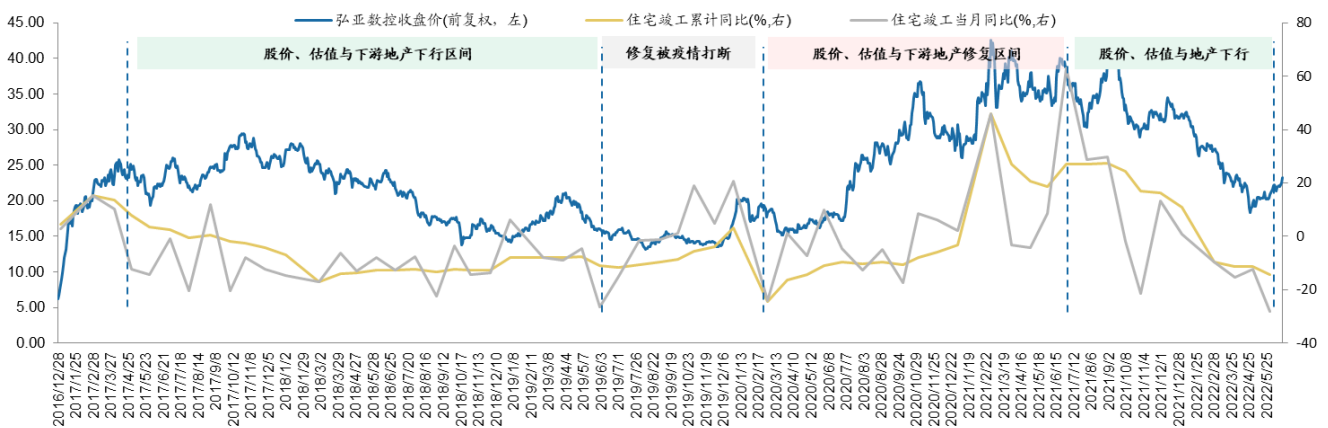


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

受板式家具机械行业产业链需求传导影响,从历史上来看,弘亚数控的股价与下游地产周期的相关性较强。由于其业绩长年保持增长,股价则随下游地产住宅竣工数据的相关性较强。因此,在地产竣工累计同比下滑期间,弘亚数控虽然业绩在增长,而股价与估值在下滑;而随着下游地产景气度提升,住宅竣工面积实现同比增长,弘亚数控的股价与估值亦有明显恢复。

在2017年的下半年至2019年上半年,下游地产与公司股价处于较长的下行周期;2019年下半年,下游住宅竣工有恢复迹象,被随之而来的疫情所打断,2020年下半年,疫情后的地产复苏较为强劲,公司股价也走出了新高;进入21年下半年,由于地产景气度的大幅下行,公司估值回调程度较大。

图 25: 弘亚数控的股价与下游地产周期的相关性较强



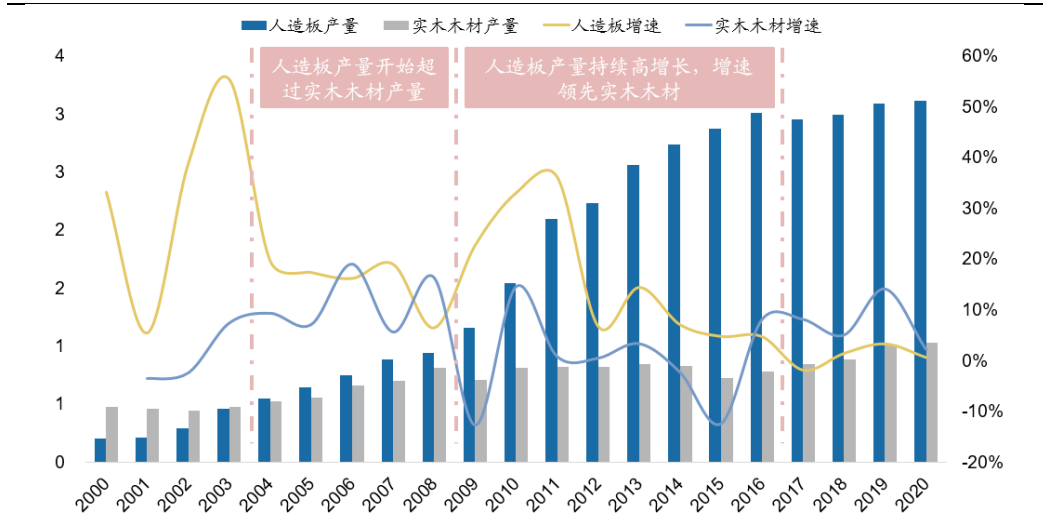
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 市场年轻化赋能,精装修模式驱动,板式家具消费潜力有望释放

家具消费群体呈现年轻化趋势。1980年以后出生的人群已经逐渐成为家居消费主力军,其相对更加偏爱定制家具,背后是年轻消费者对个性化的追求,消费者需求越充满个性化,越复杂多变,定制家居的市场机会就越多。

板式定制家具更契合新消费群体的消费理念和需求。外观上，板式定制家具主要由经表面装饰的人造板材加五金件连接而成，结构简单。与此同时可以采用现代设计方法，针对消费者一对一设计，通过调整色彩、材质、纹理等一些设计要素最大程度满足消费者审美与功能需求，并且可以做到与室内环境的协调统一。颜值和简约风格均得到有效保障。此外，相比实木家居，板式定制家居可以随意拆装组合，在外形上可以变化多端，因此能够最大程度利用室内空间，即使难如墙面边角和异型部位也能恰当处理，在满足提高空间利用率的需求上做到了极致。因此，板式定制家具逐渐获得越来越多消费者的青睐，从产值上看，2000-2020年我国人造板产量由0.20亿立方米增加至3.11亿立方米，年复合增速14.7%，相比之下实木产量的年复合增速仅为3.9%，可见板式家具在木质家具中的渗透率在稳步提高。

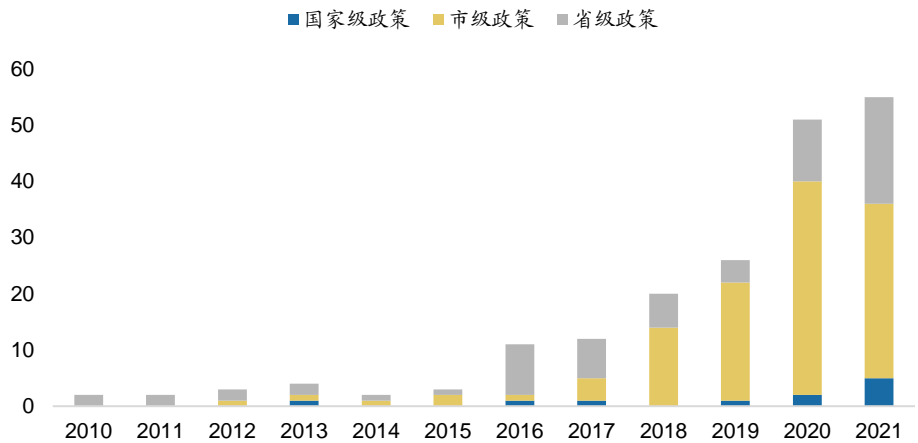
图 26: 人造板、实木板产量及增速 (亿立方米, %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

精装修得到政策驱动。2019年2月18日住建部发布的《住宅项目规范》提出了城镇新建住宅的全装修交付，十三五规划中也提出到2020年，我国新开工全装修成品住宅面积占比要达到30%。在政策的引导下，各地方政府纷纷出台相关政策推进商品房精装交付的比例，江浙沪、四川、河南、海南、山东等地提出全省(市)或部分地区新建住宅100%全装修的要求。

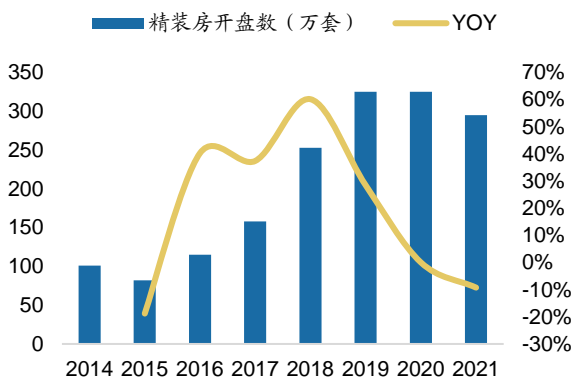
图 27: 2010-2021年我国累计颁布精装修/全装修政策数量(部)



数据来源: 智研咨询、广发证券发展研究中心

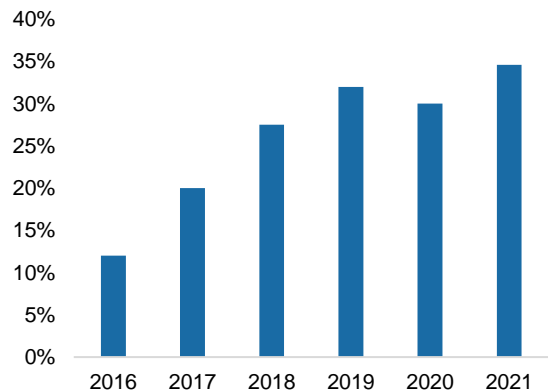
精装修渗透率提升确定性高。自2013年住建部制定《绿色建筑行动方案》明确绿色建筑发展目标, 每年精装房开盘套数迅速攀升。根据奥维云网数据, 每年精装房开盘套数从2014年的101万套增加至2019年的325万套, 年复合增速26.3%。精装修渗透率方面, 2019年达到32%, 提前达到十三五规划目标, 2020年受疫情影响, 精装修开盘套数增速放缓, 渗透率出现小幅下滑, 但整体仍保持在30%以上。2021年由于整个房地产市场大环境不景气, 精装修开盘套数呈现负增长, 全年约295万套, 同比下降9%, 但是渗透率相比2020年上升了4.6%。我国精装房起步晚, 仍处于精装房发展阶段的成长期, 政策保障和居民消费能力升级有望推动我国精装修渗透率进一步提升。

图 28: 近年来精装修开盘套数增速放缓



数据来源: AVC, 广发证券发展研究中心

图 29: 精装修渗透率稳步提升



数据来源: AVC, 广发证券发展研究中心

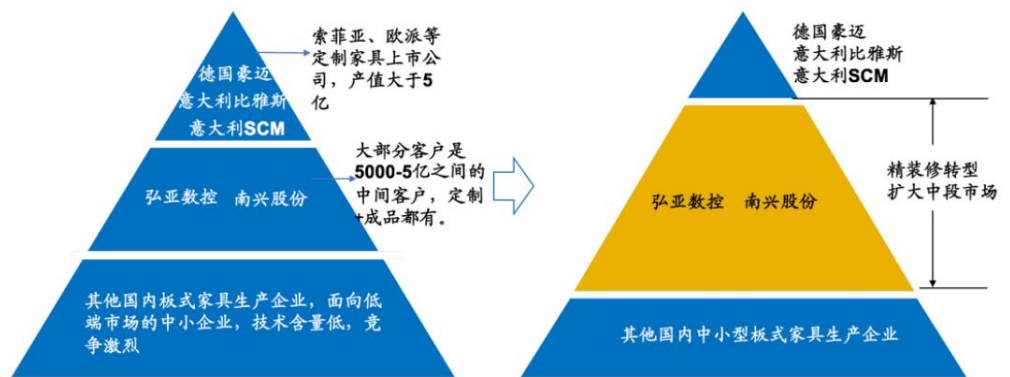
三、国产替代进行时，国内龙头企业加速成长

(一) 国产替代进行时，国内龙头企业逐渐崛起

国内板式家具机械行业竞争格局呈金字塔结构为精装修大潮下的国产设备企业提供天然沃土。过去，国内板式家具设备行业的竞争金字塔顶端主要由海外企业占据，包括德国豪迈、意大利比雅斯和意大利SCM，其客户均为索菲亚、欧派等产值大于5亿元的上市公司；金字塔中段为国内一流企业——弘亚数控和南兴股份，对应产值0.5-5亿元的中间客户；金字塔底端为中小型板式家具机械企业，面向低端客户，存在技术壁垒低、竞争激烈等问题。

设备需求驱动力的改变能够将“金字塔”中段放大，给国内一流企业带来更广阔的市场。与高端定制家具企业不同，面向工程单和精装修的企业往往对成本更敏感，不会选择价格高昂的进口设备，而是会转向性价比更高的国产设备，这样的转型给国内一流企业提供了广阔的市场空间。在精装修转型的潮流中，以索菲亚、尚品宅配为代表家具企业均实现了业绩的高速增长，同时也面临着购买设备、扩大产能的刚需，在品质和性价比的多方面权衡下，国内一流企业所生产的设备具备多方面优势，有望在行业变革中把握机会，走向新的高峰。

图 30：国内板式家具机械行业竞争格局变化



数据来源：广发证券发展研究中心

以弘亚、南兴为代表的国内一流企业市占率快速提升。可以看出，海外豪迈、比亚斯这两家头部企业在国内的销售收入规模表现较为平稳，而国内的弘亚数控与南兴股份木工机械在国内的销售规模实现了迅速增长，我们认为这体现了国内木工机械设备市场国产化率提升，国内头部企业的竞争力和产品力逐渐增强。

表 4：主要木工机械企业在中国的收入规模（亿元）和增速

	国家	2021 年收入	2021 年	2020 年收	2020 年	2019 年收入
		规模	国内市占率	入规模	收入增速	规模
HOMAG	德国	19.06	6.74%	17.86	-3.51%	18.51
BIESSE	意大利	3.75	37.89%	2.72	-33.98%	4.12
弘亚	中国	17.13	35.09%	12.68	36.20%	9.31

南兴	中国	13.42	25.30%	10.71	42.80%	7.5
----	----	-------	--------	-------	--------	-----

数据来源：wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：1.比亚斯为 Woodworking Machinery 收入，中国市场比例假设占为其亚太市场比例的 70%；

2.豪迈为母公司杜尔集团 Woodworking Machinery and Systems 收入，在中国市场收入比例采用杜尔集团中国市场收入占比，其 21 年收入中，中国主要受新能源车带动较强，因此将木工机械收入中的中国区比例下调至 18%（整体收入中，中国占比约 20.5%）；

3.弘亚采用其国内市场收入，南兴股份为总收入剔除 IDC 业务与海外收入数据

（二）对标全球龙头豪迈集团，弘亚数控加速成长

世界家具机械行业开创者，深耕木工机械行业60余年。德国豪迈集团初创于1960年，两位创始人分别是铁匠作坊和家具公司工长出身。2007年，豪迈在德国证券交易所上市；2014年，杜尔集团收购豪迈53.7%的股份成为豪迈集团最大股东。发展至今60余年，豪迈成功成长为历史最为悠久、营收规模最大的木工机械设备企业。目前豪迈在全球100多个国家拥有6600名员工，并占有超过30%的木工设备世界市场份额。2006年起，豪迈每年营收规模基本都保持在7亿欧元以上，2021年达到13.89亿元，创造历史新高。

图 31：豪迈集团营收规模及增速（亿欧元，%）

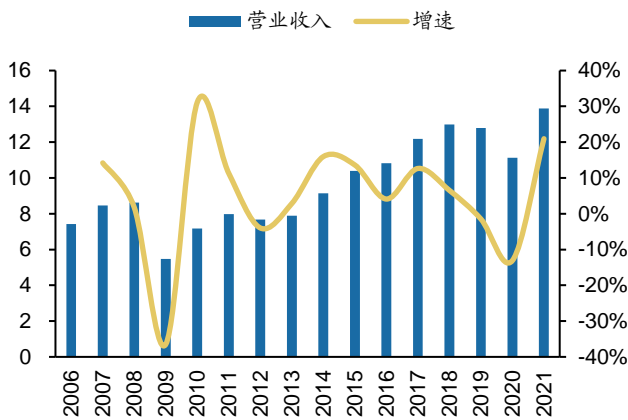
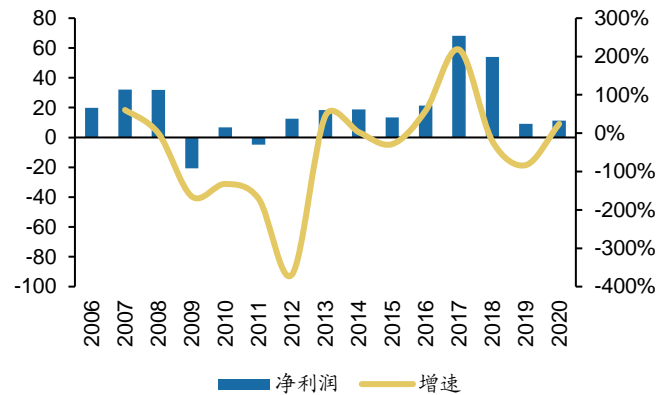


图 32：豪迈集团利润规模及增速（百万欧元，%）



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

复盘豪迈集团60余年的发展历程，存在许多值得借鉴的宝贵经验：

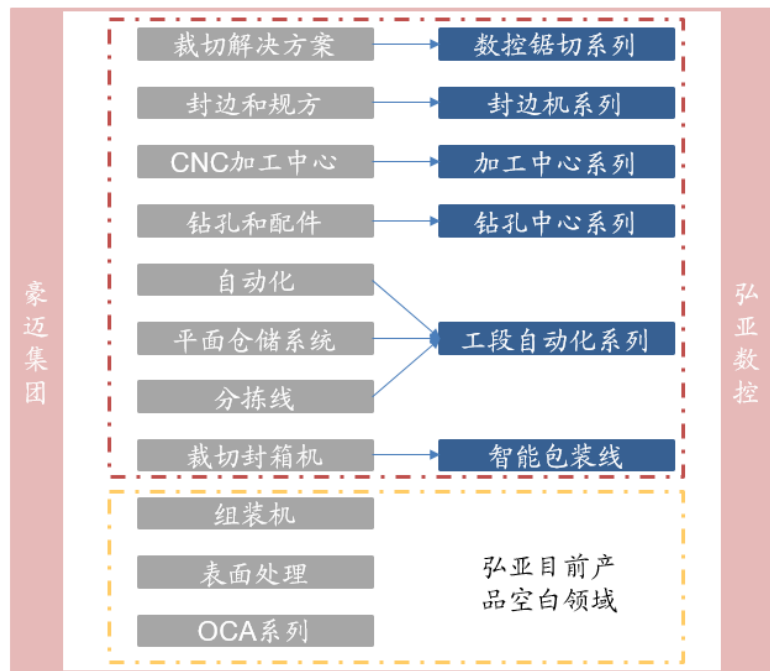
1. 产品全行业覆盖

豪迈集团的产品基本覆盖木工机械所需的所有设备，从木料开料到最后的表面装修都有相应设备提供，并可以提供完整生产线和解决方案，自动化仓储和包装，以及24小时的设备生命周期服务。

从业务进展维度看，弘亚与豪迈集团相似，均是以封边机起家，逐渐形成单机、自动化完整产线、解决方案三驾马车并驾齐驱的业务模式。相比豪迈集团，弘亚的劣势在于成立时间较晚，单机品种距离木工全行业工艺覆盖仍有很大差距，受此影响完

整产线丰富度不足，且解决方案上市时间偏短，尚未得到全面验证。但是，从业务拓展的大方向看，参照豪迈集团的业务模式雏形已经具备，弘亚的未来值得期待。

图 33: 弘亚与豪迈集团单机产品对比



数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

2. 创新造就底蕴

豪迈成立至今60余年，研发创新的力量使得豪迈产品技术能够常新，紧随时代以及客户需求的快速变化。

工艺设备方面，世界上第一台热、冷工艺的封边机、第一台CNC设备、第一条家具生产线、第一台柔性生产设备（powerline）都出自豪迈集团之手，实现木工行业从机械设备到数控设备再到柔性设备，从设备单机到自动化完整产线再到解决方案的全面升级。与此同时，豪迈也致力于单机设备加工工艺的不断提升，2009年推出无可见缝隙封边工艺（laserTec），解决了传统封边涂胶不均匀、涂漏等问题。

表 5: 豪迈集团工艺设备方面创新历程

加工设备		加工工艺	
时间	创新成果	时间	创新成果
1962	世界上第一台热、冷工艺的封边机	2005	printLine——带有 InkJet 工艺的打印封边
1965	双端封边机	2007	双重边缘的轻质结构技术
1967	第一台配备机台下方运行的锯机组合与液压驱动的水平圆盘锯	2008	SORB TECH: 能吸收振动的基础机器设计
1970	第一台配备压梁的板材分割锯	2009	laserTec: 无可见缝隙封边工艺
1974	第一台 CNC 控制设备	2010	新的粘合技术 reacTec

1977	第一台通过式压机
1985	第一条家具线
1987	第一台规方与封边的成型件通过式料机
1989	第一台用于成型件的加工中心
1993	第一台用于自动墙壁和山墙制造的设备
1996	第一台用于平板包装的包装设备
2001	第一台柔性生产设备 powerline
2002	针对木构架与梁加工的 WBZ 产品系列
2004	用于轻质板材的制造、封边与进一步加工工艺的设备
2009	针对实木元素加工的板材加工中心
2011	第一台电子锯——仓储组合设备

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

软件开发方面，豪迈很早就意识到数字信号控制对于提升设备加工质量、精度和效率具有重要意义，于上世纪70年代即先后开发了电子机器控制系统和作为家具工业行业解决方案的Lignos软件。此后陆续推出计算机控制的平面仓储系统、CNC编程系统woodWOP、操作界面PowerTouch等软件产品，不断补强软件能力。近年来，背靠杜尔集团，豪迈凭借软件开发方面的多年经验积累，引入集成机器人、自动引导车等智能化程度较高的工段自动化设备，加码生产智能化和数字化。2020年推出数字化车间核心组件HOMAG CUBE，实现了不同设备的智能控制。

表 6：豪迈集团软件开发及智能化方面创新历程

时间	创新成果	时间	创新成果
1975	电子机器控制系统	1997	配备机器人进料的高效组装线
1978	Lignos 软件作为家具工业的行业解决方案	2004	轻质面板的生产、修边和精加工程序
1980	计算机控制平面仓储系统	2013	新的操作表面 powerTouch
1992	CNC 编程系统 woodWOP	2015	引入集成机器人
1993	自动墙和山墙生产系统	2017	将 Tapio 作为分支机构的数字孪生系统的基础
1996	家具包装系统	2018	引入自动引导车
1997	配备机器人进料的高效组装线	2018	使用数字孪生进行虚拟调试
1987	第一台规方与封边的成型件通过式料机	2020	HOMAG CUBE: 数字化车间核心组件
1989	第一台用于成型件的加工中心	2009	laserTec: 无可见缝隙封边工艺
1993	第一台用于自动墙壁和山墙制造的设备	2010	新的粘合技术 reacTec
1996	第一台用于平板包装的包装设备		

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

咨询服务方面，创立之初即与木材与家具行业咨询服务的领先供应商舒乐咨询开展合作，凭借舒乐在木工行业全面的专业知识以及与不同规模企业合作的经验，奠定了豪迈不局限于单一设备制造，而是集成制造、技术以及服务于一体的木工行业解决方案供应商的基础。舒乐目前主要提供工业4.0、概念研究、控制、持续的信息流、

精益生产、技术产品标准化和战略生产规划领域的咨询服务。

弘亚同样注重研发创新，虽然创立时间、业务规模均落后于豪迈集团，但是凭借成立以来的高研发投入，正在逐渐缩小工艺设备、软件开发、咨询服务领域与豪迈集团的差距。工艺设备上，以常规单边封边机为例，比较豪迈KAL 370 profilLine封边机和弘亚KE-468JSGA封边机。从封边工艺完整性上看，弘亚基本覆盖所有工艺环节，包括预铣-涂胶-后处理，在后处理中含粗修、精修以及前后齐头，但是无廓形修正单元，无法进行圆角加工。在核心涂胶工艺上，弘亚目前仍采用较为传统的物理涂胶方法，通过涂胶轴对板材上胶，相比豪迈仍存在一定差距。豪迈采用热熔胶涂胶方式，标配EVA预熔单元确保适宜的胶合温度，使用PUR胶水增加防潮耐热性，同时结合自主研发的laserTec（激光粘合）或airTec（热空气粘合）无缝封边工艺提高涂胶效率和质量，完美解决了传统封边涂胶不均匀、涂漏等问题。从设备加工材料广度上看，豪迈封边机可以加工板材和实木条，而弘亚以板材为主。而在板材封边上，从封边参数看，弘亚已经不弱于豪迈集团，进料速度、封边宽度、工件宽厚度等基本持平。软件开发上，弘亚自2018年收购广州王石开始逐步发力木工家具机械软件，目前其开发的家具机械应用软件已集成到公司数控产品上，软件和硬件设备的协同加工能力大大增强。咨询服务上，弘亚目前刚刚起步，提出了两个整厂规划案例。

表 7：弘亚与豪迈集团封边参数对比

封边参数	豪迈集团	弘亚数控
进料速度(m/min)	16 – 20, 25, 28, 30	15-23
封边厚度(mm, 板材))	0.3-3	0.4-3
工件厚度(mm)	12-60	10-60
工件宽度(mm)	60	≥ 95
封边材料	板材、实木条	板材
涂胶方式	热熔胶涂胶	涂胶轴上胶

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

创新研发上的高投入，驱动弘亚产品性能持续向豪迈靠拢。2013-2021年，弘亚研发费用从1124万元增加至9857万元，年复合增速31.2%。尤其是近两年，弘亚研发投入都呈现高速增长，20-21年研发投入增速持续提升，达到32.7%和49.8%。注重研发不仅能为公司带来不断更迭的新产品，更能提高公司核心产品的技术壁垒，使公司具备较强的定价能力，从而实现更高利润，这一点通过不断上升的人均产值和人均利润得到明显体现。2021年弘亚人均产值121万元，人均利润31万元，对比国外豪迈、比亚斯和国内南兴股份，弘亚人均利润最高，产值也仅次于行业龙头豪迈（南兴20年人均产值超过弘亚主要原因是IDC业务创收增加）。

图 34: 木工设备企业人均产值对比 (万元)

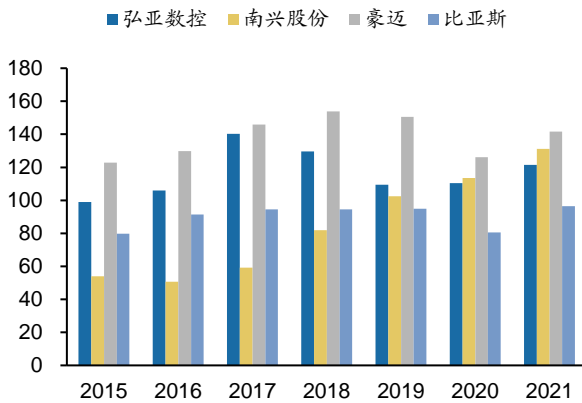
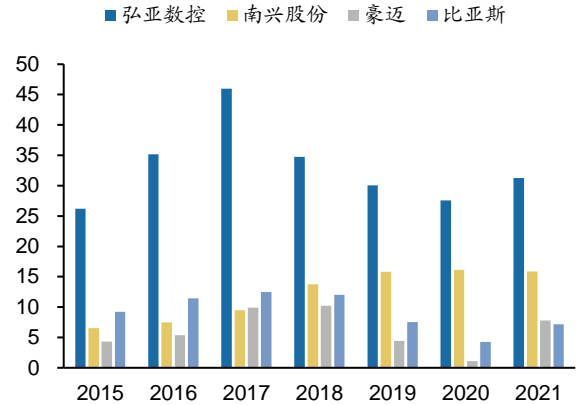


图 35: 木工设备企业人均利润对比 (万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 并购整合能力突出

根据豪迈集团过去的并购经历看, 主要分为以下两个阶段, 分别是立足板式家具生产的产品线扩展以及进军以木屋机械为代表的实木加工业务。第一阶段时间段为公司成立之初至上世纪90年代, 豪迈先后收购Brandt(拥有工业型板式家具封边业务)、Weeke(钻孔设备制造企业)、Holzma(电子锯制造企业), 通过业务整合和技术吸收提升封边、钻孔、裁板三大关键设备的生产制造能力。此外, 公司于1990年收购LIGMATECH补强包装、组装环节, 打造板式家具自动化完整产线。第二阶段时间段为上世纪90年代至今, 豪迈先后收购WEINMANN(木屋建筑机械设备供应商)、TORWEGGE(主营木门和框架设备), 从而将客户群体延伸至窗户、门、地板等行业。

对标豪迈集团收并购历程, 弘亚目前处于第一阶段, 以板式家具产品线扩张为主。弘亚通过收并购MASTERWOOD、参股中设机器人、创立广东万合智能装备公司, 补强加工中心产品、提升工段自动化水平、完善智能包装环节, 如今已经具备整条产线供应能力。

表 8: 豪迈集团收并购扩张历程

	时间	标的	主营业务
阶段一 (1960-1990s)	1976	Brandt	拥有工业型板式家具封边业务
	1985	BARGSTEDT	从事面板状材料的处理和运输, 工段自动化业务
	1986	WEEKE	钻孔设备制造企业
	1987	HOLZMA	电子锯制造企业
阶段二 (1990s-至今)	1990	LIGMATECH	自动化, 包装和装配领域的领导者
	1998	WEINMANN	木屋建筑机械设备供应商, 木屋建筑专家
	2003	TORWEGGE	主营木门和框架设备

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

弘亚作为国产木工设备龙头，对标全球龙头豪迈集团，产品线在不断扩展、不断进步，软件能力、咨询服务体系也在不断跟进和建立，弘亚的每一步都在为全面发展做努力。未来随着板式家具机械行业景气度回升，弘亚有望凭借国产设备性价比优势和远超国内其他企业的设备品质、工艺技术，不断消化新建产能、提升市占率。

四、盈利预测、投资建议

（一）盈利预测

弘亚数控的核心业务包括四块，分别是：封边机、加工中心、多排钻和裁板锯。我们分别对每部分业务进行预测和假设：

（1）封边机：公司封边机产品是收入占比最高的业务，2021年达到41%，未来三年地产竣工复苏周期带动下，封边机有望受益，保持行业平均增速水平。考虑最新“家具机器人自动化生产线制造基地建设项目”和“弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地”的产能预计于2023Q4投产，对2024年及以后影响较大，而当前产能受限，因此假设2022-2024年营收同比增速为5%/10%/25%。此外，由于公司长期深耕封边机业务，封边机产品质量、智能化水平较高，议价能力强，我们假设未来三年封边机业务毛利率稳定在45%。

（2）裁板锯：公司裁板锯业务是四项产品中占比最小的，近年来，数控裁板锯产品增速显著提升。考虑行业需求企稳，2021年营收增速较高，未来裁板锯业务增速有望放缓，我们预计2022-2024年增速和封边机产品基本匹配，分别为5%/20%/20%。近年来，裁板锯产品毛利率基本稳定，波动较小，我们假设未来三年裁板锯毛利率和过去几年均值水平一致，稳定在30%。

（3）多排钻：公司多排钻业务包括传统的排钻产品和数控类排钻（钻孔中心），受益于定制家具影响，数控类排钻持续放量。2018年以来，公司多排钻业务在数控钻引领下快速增长，2018-2021年复合增速接近40%，营收占比从2018年的15.17%提升至2021年的20.96%。我们预计2022-2024年多排钻业务增速分别为5%/25%/25%，毛利率维持在26%。

（4）加工中心：收购MASTERWOOD赋能叠加收入基数较小，公司加工中心收入2014-2019年复合增速达到了188%。近两年受到需求和产能限制，增速放缓。我们预计2022-2024年加工中心业务增速分别为5%/10%/25%。考虑到加工中心产品毛利水平较低，未来下降空间较小且规模化生产存在一定降本可能，我们假设未来三年毛利率分别为17%/18%/18%。

综上所述，我们预计公司2022-2024年营业收入分别为24.77/28.15/34.38亿元，同比增速为4.50%/13.61%/22.14%。预计2022-2024年归母净利润分别为5.46/6.41/7.85亿元，分别同比增长5.07%/17.23%/22.57%。

表 9: 弘亚数控营收拆分 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
封边机				
收入	970.2	1018.73	1120.60	1400.76
增长率	43.33%	5.00%	10.00%	25.00%
成本	537.2	560.30	616.33	770.42
毛利率(%)	44.63%	45.00%	45.00%	45.00%
裁板锯				
收入	333.7	350.35	420.42	504.51
增长率	43.47%	5.00%	20.00%	20.00%
成本	236.0	245.25	294.30	353.16
毛利率(%)	29.27%	30.00%	30.00%	30.00%
多排钻				
收入	496.9	546.56	683.20	854.00
增长率	48.53%	10.00%	25.00%	25.00%
成本	364.29	404.45	505.57	631.96
毛利率(%)	26.68%	26.00%	26.00%	26.00%
加工中心				
收入	332.5	349.10	384.01	480.02
增长率	28.92%	5.00%	10.00%	25.00%
成本	276.0	289.76	314.89	393.61
毛利率(%)	16.99%	17.00%	18.00%	18.00%
其他				
收入	237.45	237.45	237.45	237.45
增长率	26.72%	0%	0%	0%
成本	173.34	173.34	173.34	173.34
毛利率(%)	27.48%	27.00%	27.00%	27.00%
合计				
收入	2,370.7	2,477.4	2,814.6	3,437.9
增长率	40.34%	4.50%	13.61%	22.14%
成本	1,585.7	1,654.71	1,881.44	2,293.76
毛利率	33.11%	33.21%	33.15%	33.28%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

可比公司中, 我们结合行业属性、企业成长逻辑和企业所处的市场地位, 选择轮胎模具龙头豪迈科技、缝纫机龙头杰克股份、光伏电池设备龙头捷佳伟创和锂电池设备龙头先导智能作为公司可比公司, 由于各个领域目前行业增速不同, 龙头企业估值水平略有差异。

考虑到公司是国内板式家具设备行业龙头, 市场份额不断扩张, 产品持续迭代, 当前行业处在底部复苏通道中, 未来业绩有望加速, 我们给予公司2022年20x PE水平,

对应合理价值为25.76元/股，维持“买入”评级。

表 10: 弘亚数控可比公司PE估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE 估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
豪迈科技	002595	汽车轮胎磨具企业	172.24	1,053	1,217	1,363	16.4	14.2	12.6
杰克股份	603337	缝纫机龙头	93.32	466	689	826	20.0	13.5	11.3
捷佳伟创	300724	光伏电池设备龙头	473.55	717	962	1,230	66.0	49.2	38.5
先导智能	300450	锂电池设备龙头	902.29	1,585	2,670	3,905	56.9	33.8	23.1
平均值							39.8	27.7	21.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 数据来自 Wind 一致预测, 取 2022.08.08 收盘数据。

五、风险提示

(一) 技术研发不及预期

公司为家具制造装备行业的国家高新技术企业与科技创新型企业, 一直重视核心技术的突破和高端产品的开发, 组建了一支稳定、富有创新力的研究开发团队, 2021年研发投入占营业收入比例为4.16%。随着经济全球化, 国内国际市场逐渐融为一体, 技术竞争日趋激烈, 公司不仅要保持国内技术优势地位, 还需要不断努力追赶世界先进水平。如果公司在发展过程中, 出现研发方向偏离市场需求、重大项目研发失败或重要技术研发人员流失等情况, 公司产品的技术优势地位将难以持续, 进而影响公司产品的市场竞争力。

(二) 行业竞争激烈带来毛利率下降

随着全球一体化进程的推进, 公司产品既面临国内同行业竞争, 又面临国外同行业竞争。目前国内同行业企业数量较多而大多数企业规模较小、主要产品技术整体水平不高, 但仍有少数国内企业通过积累或引进技术, 在某些产品领域已具备了与公司相当的技术研发能力, 公司仍面临着国内同行业企业的激烈竞争压力; 同时, 公司与德国豪迈集团(HOMAG)、意大利比雅斯集团(BIESSE)和意大利SCM等跨国企业在研发能力、技术水平、资本规模以及品牌影响力等方面尚存在差距, 如果这些跨国企业进一步将相关产品的生产基地转移至中国或其他人力成本较低的国家, 将会削弱公司产品销售的性价比优势, 增加公司市场竞争压力, 从而带来毛利率下滑的风险。

(三) 产能释放不足

公司结合自身发展需求积极布局产能, 投资建设“家具机器人自动化生产线制造基地建设项目”和“弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地”。而在未来项目实施过程中, 可能受到厂房建设效率、设备价格波动、市场需求变化等诸多因素影响导致项目投产时间不达预期甚至资金欠缺无法建成投产, 进而影响项目投资收益。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,137	1,919	2,413	2,893	3,661	经营活动现金流	414	551	507	691	862
货币资金	506	693	1,087	1,524	2,183	净利润	359	527	552	647	793
应收及预付	77	67	156	177	216	折旧摊销	54	67	60	85	110
存货	228	337	340	361	427	营运资金变动	6	-45	-87	-8	-2
其他流动资产	326	822	830	832	835	其它	-5	1	-17	-33	-39
非流动资产	1,133	1,522	1,700	1,877	2,055	投资活动现金流	57	-816	-139	-127	-126
长期股权投资	37	46	46	46	46	资本支出	-264	-422	-161	-165	-170
固定资产	484	635	763	885	1,002	投资变动	250	-484	0	0	0
在建工程	139	155	205	255	305	其他	71	90	22	38	44
无形资产	124	290	290	295	305	筹资活动现金流	-116	460	26	-128	-77
其他长期资产	349	396	397	397	397	银行借款	89	192	5	-28	23
资产总计	2,270	3,441	4,113	4,771	5,716	股权融资	56	594	121	0	0
流动负债	358	538	545	558	673	其他	-261	-326	-100	-100	-100
短期借款	32	81	76	53	61	现金净增加额	350	187	394	436	659
应付及预收	166	156	227	232	283	期初现金余额	152	502	693	1,087	1,524
其他流动负债	161	300	242	273	329	期末现金余额	502	688	1,087	1,524	2,183
非流动负债	91	597	607	602	617						
长期借款	32	28	38	33	48						
应付债券	0	476	476	476	476						
其他非流动负债	59	93	93	93	93						
负债合计	450	1,135	1,152	1,160	1,290						
股本	216	303	424	424	424						
资本公积	257	175	175	175	175						
留存收益	1,235	1,582	2,111	2,753	3,561						
归属母公司股东权益	1,735	2,215	2,865	3,507	4,315						
少数股东权益	86	91	97	103	111						
负债和股东权益	2,270	3,441	4,113	4,771	5,716						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	28.9%	40.3%	4.5%	13.6%	22.1%
营业利润增长	17.3%	44.7%	5.1%	17.2%	22.6%
归母净利润增长	15.8%	47.6%	5.1%	17.2%	22.6%
获利能力					
毛利率	32.8%	33.1%	33.2%	33.2%	33.3%
净利率	21.3%	22.2%	22.3%	23.0%	23.1%
ROE	20.3%	23.5%	19.1%	18.3%	18.2%
ROIC	16.7%	15.8%	13.8%	13.5%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	33.0%	28.0%	24.3%	22.6%
净负债比率	24.7%	49.2%	38.9%	32.1%	29.1%
流动比率	3.17	3.57	4.43	5.19	5.44
速动比率	2.50	2.92	3.75	4.48	4.75
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.69	0.60	0.59	0.60
应收账款周转率	25.69	44.24	18.25	18.25	18.25
存货周转率	7.41	7.03	7.29	7.80	8.05
每股指标 (元)					
每股收益	1.63	1.72	1.29	1.51	1.85
每股经营现金流	1.91	1.82	1.20	1.63	2.03
每股净资产	8.01	7.31	6.75	8.27	10.17
估值比率					
P/E	26.76	18.75	12.72	10.85	8.85
P/B	5.44	4.40	2.43	1.98	1.61
EV/EBITDA	21.17	16.03	10.23	8.06	5.84

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,689	2,371	2,477	2,815	3,438
营业成本	1,135	1,586	1,655	1,881	2,294
营业税金及附加	12	17	25	28	34
销售费用	36	37	37	42	52
管理费用	69	95	87	93	113
研发费用	66	99	99	107	131
财务费用	10	9	0	0	0
资产减值损失	-37	-29	-5	-5	-5
公允价值变动收益	18	25	10	10	10
投资净收益	35	25	12	28	34
营业利润	422	611	642	752	922
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	421	611	642	752	922
所得税	62	84	90	105	129
净利润	359	527	552	647	793
少数股东损益	7	7	6	6	8
归属母公司净利润	352	520	546	641	785
EBITDA	425	604	635	748	924
EPS (元)	1.63	1.72	1.29	1.51	1.85

广发机械行业研究小组

- 代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙 柏 阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 范 方 舟：高级研究员，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 宁：高级研究员，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 石 城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。