

亚联机械

人造板生产装备高端制造商，募投项目提升产能研发实力

合理市值区间

12.22~15.14 亿元

主要数据

行业	C3524 木竹材加工机械制造业
公司网址	www.yalian.cn/
大股东/持股	郭西强/51.20%
实际控制人	郭西强
发行股本(百万股)	21.81
总股本(百万股)	87.24 (发行后)

证券分析师

郑南宏	投资咨询资格编号 S1060521120001 ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn
杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn

平安证券股份有限公司承诺本投资价值研究报告是由平安证券研究所证券分析师独立撰写，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，在任何时候均不构成对读者的投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果均由投资者自行承担，本公司及作者均不承担任何法律责任。



投资价值分析：

- 亚联机械是人造板生产领域的高端装备制造制造商。公司以连续平压生产线产品为核心，并根据客户需求提供钢带产品和改造服务。公司下游客户为刨花板、纤维板等人造板制造企业。国内人造板生产线装备市场格局为跨国公司与本土企业共存，主要由迪芬巴赫、上海板机、辛北尔康普和亚联机械四家占据。公司掌握关键的设备制造和系统集成技术，成功打破欧洲厂商在我国的垄断局面，且相比海外竞争对手具有明显的本土服务优势，在下游客户中形成良好口碑与品牌效应。
- 募投项目用于提升公司产能和研发能力。本次募投项目包括“亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目”、“研发中心项目”。通过本次募投项目的建设，公司可提高铺装系统和高性能不锈钢钢带产能，增加备料系统中核心设备的生产能力，同时提高或形成人造板生产线关键设备研发与中试、复合材料生产线研发、人造板生产线自动化与数字化升级三方面的研发能力，增强公司综合研发能力。
- 预计公司上市后6~12个月的公允价值区间为12.22~15.14亿元。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.35亿元、1.38亿元、1.48亿元。预计公司上市后6~12个月的公允价值区间为12.22~15.14亿元（低值为相对估值，高值为绝对估值），按照公司披露的2023年归母净利润1.03亿计算，对应市盈率区间为11.82~14.70倍，以2023年扣非归母净利润0.97亿计算，对应市盈率区间为12.54~15.54倍，以2024年预测归母净利润1.35亿测算，对应市盈率区间为9.07~11.23倍。
- 风险提示：1、产品验收周期波动较大，导致盈利预测假设不成立的风险；2、国内人造板产能过剩导致新建产线需求偏弱、公司经营业绩持续性风险；3、国际贸易摩擦导致公司海外业务拓展不及预期的风险；4、人造板装配制造行业竞争加剧导致价格下行、毛利率下滑的风险；5、人造板装配制造材料成本上升导致毛利率承压的风险；6、税收优惠政策变动风险；7、房屋竣工下行导致新房装修领域人造板需求大幅下滑的风险；8、客户违约风险；9、应收账款坏账风险；10、存货金额较大的风险；11、汇率波动风险；12、可比公司及行业股价与估值波动风险；13、募投项目新增产能存在难以消化的风险等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(百万元)	480	647	834	886	1005
YOY(%)	-8.0	34.7	28.8	6.3	13.4
净利润(百万元)	87	103	135	138	148
YOY(%)	4.2	18.3	30.4	2.5	6.8
毛利率(%)	32.3	29.1	30.0	29.3	28.6
净利率(%)	18.2	16.0	16.2	15.6	14.7
ROE(%)	17.7	19.0	13.5	12.4	12.0
EPS(按发行前股本摊薄/元)	1.34	1.58	2.06	2.11	2.26

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、 公司业务、历史、股权结构简介	8
1.1 发展历程.....	9
1.2 股权结构.....	9
1.3 所处行业的主管部门及政策法规.....	10
二、 公司所处行业分析	11
2.1 人造板装备制造行业上下游.....	11
2.1.1 行业上游.....	11
2.1.2 行业下游——人造板行业.....	12
2.1.3 行业本身——装备工艺.....	13
2.2 行业驱动因素与展望.....	14
（1）国内新房销售逐渐筑底，存量翻新长期看需求可观.....	15
（2）人造板需求结构调整带来新型产线发展机遇.....	17
（3）落后产能加速淘汰催生装备升级替代需求.....	18
（4）国内人造板装备市场进口替代趋势加强.....	19
（5）印度等海外市场人造板产能持续扩张，企业出海迎来发展机遇.....	19
（6）钢带产品更新、生产线改造升级市场需求向好.....	20
2.3 行业未来发展趋势.....	21
2.4 行业技术水平及特点.....	21
2.5 进入本行业主要壁垒.....	22
2.6 行业竞争格局现状.....	22
2.7 行业内主要竞争企业.....	22
2.8 公司在行业竞争地位.....	22
2.9 公司竞争优势与劣势.....	23
三、 公司业务与财务分析	24
3.1 公司主营业务及生产、销售模式.....	24
3.1.1 主营业务.....	24
3.1.2 分地区销售.....	26
3.1.3 生产与销售模式.....	27
3.2 各产品收入变动分析.....	29
3.2.1 生产线产品收入波动分析.....	29
3.2.2 钢带产品收入波动分析.....	30
3.2.3 改造项目收入波动分析.....	31
3.3 各产品盈利能力分析.....	31
3.3.1 生产线产品毛利率波动分析.....	32
3.3.2 钢带产品毛利率波动分析.....	33
3.3.3 改造项目毛利率波动分析.....	33

3.4 各项费用率分析	33
3.5 偿债能力分析	34
3.6 现金流状况分析	35
3.7 发展目标及规划	36
四、可比上市公司分析	36
4.1 非财务指标对比	37
4.1.1 产品技术集成难度及价值量差异	37
4.1.2 销售模式差异	38
4.1.3 研发投入对比	38
4.2 财务指标对比	39
4.2.1 营收及利润增速对比	39
4.2.2 盈利能力及质量对比	40
4.2.3 销售费用率及管理费用率对比	40
4.2.4 应收账款周转率及存货周转率对比	41
4.2.5 偿债能力对比	42
五、募投项目分析	43
5.1 募集资金投资项目简介	43
5.1.1 项目一、亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目	43
5.1.2 项目二、研发中心项目	43
5.2 募集资金投资项目的市场需求与经济效益分析	43
六、盈利预测与估值分析	44
6.1 盈利预测	44
6.2 估值分析	53
6.2.1 绝对估值法	53
6.2.2 相对估值法	56
七、风险提示	59
7.1 盈利预测假设不成立、业绩低于预期风险	59
7.1.1 产品验收周期波动较大，导致盈利预测假设不成立的风险	59
7.1.2 国内人造板产能过剩导致新建产线需求偏弱、公司经营业绩持续性风险	60
7.1.3 国际贸易摩擦导致公司海外业务拓展不及预期的风险	61
7.1.4 人造板装配制造行业竞争加剧导致价格下行、毛利率下滑的风险	62
7.1.5 人造板装配制造材料成本上升导致毛利率承压的风险	63
7.1.6 公司税收优惠政策变动风险	64
7.2 人造板行业风险	64
7.2.1 房屋竣工下行导致新房装修领域人造板需求大幅下滑的风险	64
7.2.2 国内宏观政策调控导致人造板市场波动的风险	65
7.3 财务风险	65
7.3.1 客户违约风险	65
7.3.2 应收账款坏账风险	65

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7.3.3 存货金额较大的风险	66
7.3.4 汇率波动风险	66
7.4 股价波动风险	66
7.4.1 可比公司及行业股价与估值波动风险	66
7.4.2 公司上市后股票价格波动风险	66
7.5 技术风险	66
7.5.1 技术开发的风险	66
7.5.2 技术人才流失的风险	66
7.6 经营管理风险	67
7.6.1 劳务外包用工风险	67
7.6.2 部分员工未缴纳住房公积金风险	67
7.6.3 环保、安全生产、劳动保障风险	67
7.6.4 关联交易金额及占比相对较高的风险	67
7.6.5 控制权集中的风险	68
7.6.6 业务规模扩大产生的管理风险	68
7.7 募投项目风险	68
7.7.1 募投项目新增产能存在难以消化的风险	68
7.7.2 净资产收益率和每股收益下降的风险	68
7.7.3 公司 IPO 发行失败的风险	68

图表目录

图表 1 公司人造板主线成套设备示意图	8
图表 2 亚联机械近年收入、净利润增长情况	8
图表 3 本次发行前亚联机械股权结构图	9
图表 4 亚联机械所处产业支持政策	10
图表 5 亚联机械主营业务成本构成中主要是直接材料	11
图表 6 公司主要原材料类型介绍	11
图表 7 胶合板、纤维板、刨花板对比	12
图表 8 人造板生产工艺及产线类型情况	13
图表 9 人造板生产线装备的发展阶段	14
图表 10 2014 -2023 年度中国人造板产销量变化	15
图表 11 2024-2030 年全国潜在商品住宅需求测算	16
图表 12 2024-2030 年全国商品住宅年均潜在需求敏感度分析 单位：第一列为平米、其余为亿平米	16
图表 13 1961-2022 年欧洲胶合板、纤维板和刨花板类产量占比	17
图表 14 1961-2022 年北美胶合板、纤维板和刨花板类产量占比	17
图表 15 2014-2023 年国内胶合板、纤维板和刨花板类产品产量（万立方米）	17
图表 16 国内刨花板产能持续扩张（万立方米）	17
图表 17 刨花板历年新建成产能情况（万立方米）	18
图表 18 纤维板历年新建成产能情况（万立方米）	18
图表 19 2023 年底我国人造板行业中连续平压刨花板与纤维板生产线保有数量中，亚联机械排名第二	19
图表 20 印度/巴基斯坦/越南城镇化率展望	20
图表 21 中国快速城镇化过程中人造板产量保持增长	20
图表 22 2004-2022 年印度人造板产量走势图	20
图表 23 2022 年印度胶合板、纤维板和刨花板产量占比	20
图表 24 截至 2023 年底，我国人造板行业中连续平压刨花板生产线保有情况（数量单位为条）	23
图表 25 截至 2023 年底，我国人造板行业中连续平压纤维板生产线保有情况（数量单位为条）	23
图表 26 人造板生产线各工段的主要设备构成	24
图表 27 人造板的主要生产工序	25
图表 28 公司主营业务收入按照产品类别构成情况	26
图表 29 公司生产线产品的产量、销量情况	26
图表 30 公司主营业务收入按照区域构成	27
图表 31 公司主要产品人造板生产线的工艺流程图	28
图表 32 亚联机械对前五名客户的销售占比情况	28
图表 33 亚联机械盈利能力（单位 万元）	29
图表 34 亚联机械生产线销量及销售均价变动	29
图表 35 亚联机械钢带产品销量及销售均价变动	30
图表 36 亚联机械改造项目销量及销售均价变动情况	31

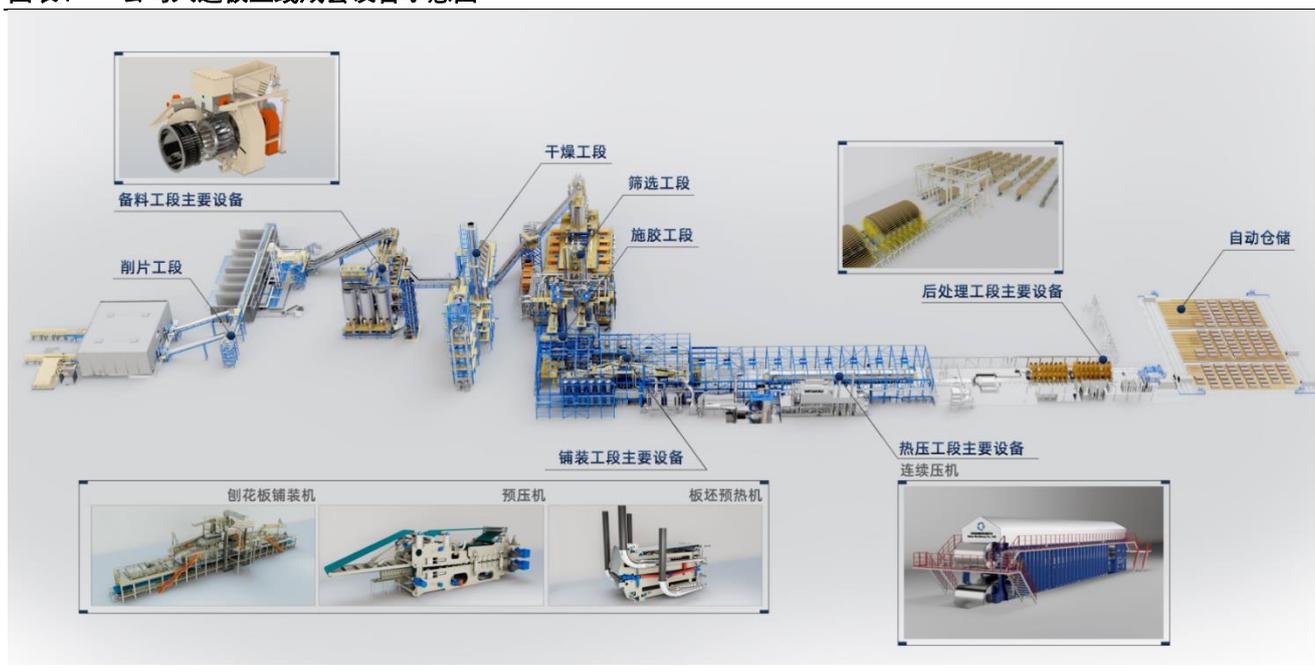
图表 37 亚联机械主营业务毛利率情况	32
图表 38 亚联机械各类型生产线产品毛利率情况 单位: %	32
图表 39 亚联机械费用率变化情况	34
图表 40 亚联机械资产负债表主要科目情况 单位: 亿元	34
图表 41 亚联机械偿债能力	35
图表 42 亚联机械现金流状况分析 单位: 万元	35
图表 43 亚联机械与弘亚数控、南兴股份主要产品、工艺及行业地位对比	36
图表 44 亚联机械与南兴股份及弘亚数控产品单价对比 单位: 万元/台(条)	37
图表 45 亚联机械与南兴股份及弘亚数控研发人员人数占比对比	38
图表 46 亚联机械与南兴股份及弘亚数控研发费用率对比	38
图表 47 亚联机械与南兴股份及弘亚数控收入增速比较	39
图表 48 亚联机械与南兴股份及弘亚数控归母净利润增速比较	39
图表 49 亚联机械与南兴股份及弘亚数控毛利增速比较	39
图表 50 亚联机械与南兴股份及弘亚数控毛利率比较	40
图表 51 亚联机械与南兴股份及弘亚数控收现比比较	40
图表 52 亚联机械与南兴股份及弘亚数控销售费用率比较	40
图表 53 亚联机械与南兴股份及弘亚数控管理费用率比较	41
图表 54 亚联机械与南兴股份及弘亚数控应收账款周转率比较 单位: 次/年, 次/半年	41
图表 55 亚联机械与南兴股份及弘亚数控存货周转率比较 单位: 次/年, 次/半年	41
图表 56 亚联机械与南兴股份及弘亚数控偿债能力比较	42
图表 57 亚联机械与南兴股份及弘亚数控剔除预收账款(合同负债)的资产负债率比较	42
图表 58 亚联机械募集资金投资项目	43
图表 59 亚联机械募集资金投资项目达产年经济效益预测值	44
图表 60 亚联机械 2024 年生产线收入预计	45
图表 61 亚联机械 2023.10.31-2024.10.22 生产线在手订单合同额变化值测算	45
图表 62 亚联机械 2023.11-2024.12 新签生产线合同额测算	46
图表 63 2024 年全年钢带产品均价测算	47
图表 64 公司盈利预测 单位: 百万元	48
图表 65 2022 年下半年以来钢材价格震荡走低	48
图表 66 公司 2024~2026 年盈利预测简表	50
图表 67 公司 2024~2033 年利润表预测 单位: 百万元	51
图表 68 公司 2024~2033 年资产负债表预测 单位: 百万元	51
图表 69 公司 2024~2033 年现金流量表预测 单位: 百万元	52
图表 70 SAC 化工、木材、非金属加工专用设备制造行业总共 31 家上市公司的近 2 年 BETA 值	53
图表 71 估值参数设定及 WACC 计算	55
图表 72 公司各年度折现系数	55
图表 73 公司 2024~2033 年现金流折现及折现估值结果 单位: 百万元	55
图表 74 公司绝对估值敏感性分析 单位: 元/股	56
图表 75 可比公司静态市盈率、滚动市盈率及预测市盈率 单位: 亿元, 倍	56

图表 76 可比公司扣非静态市盈率、扣非滚动市盈率	单位：亿元，倍	57
图表 77 公司所属行业分类（专用设备制造业）的静态市盈率	单位：家，倍	57
图表 78 中证行业分类的其它专用设备静态市盈率	单位：家，倍	57
图表 79 C352 化工、木材、非金属加工专用设备制造各细分行业介绍		58
图表 80 可比公司滚动市盈率（2023Q3-2024Q2）	单位：亿元，倍	58
图表 81 2020-2023H1 公司销售的 29 条生产线生产、安装、调试周期		59
图表 82 以 2025 年为例，生产线交付延迟对当年利润影响的敏感性测算		60
图表 83 不同人造板产能利用率情况		60
图表 84 2022 年底我国人造板多层压机、连续平压、连续辊压和连续挤压生产线的保有量和使用年限情况		61
图表 85 公司主营业务收入按照区域构成		61
图表 86 公司营收增速低于预期时的归母净利润与绝对估值情况		62
图表 87 公司毛利率下降时对应的归母净利润与绝对估值情况	单位：亿元	63
图表 88 原材料价格波动对公司毛利率的影响估算	单位：百分点	63
图表 89 公司所得税政策低于预期时的归母净利润与绝对估值情况		64
图表 90 新房竣工面积下行对人造板需求下滑幅度的敏感性测算		65
图表 91 公司社会保险及住房公积金缴纳人数情况		67

一、 公司业务、历史、股权结构简介

公司是人造板生产装备整体解决方案的供应商和服务商，主营业务为人造板生产线和配套设备的研发、生产、销售和服务。公司以连续平压生产线产品为核心，并在此基础上根据客户需求提供钢带产品和改造服务，为下游企业生产纤维板、刨花板等人造板及其他新型材料板材提供装备和技术支持。

图表1 公司人造板主线成套设备示意图



资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表2 亚联机械近年收入、净利润增长情况

主要财务指标	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
资产总额(万元)	175,884.25	165,986.59	132,903.86	101,713.11
归属于母公司股东/所有者权益(万元)	62,766.84	54,469.12	49,238.39	39,974.53
资产负债率(%) (母公司)	73.99	78.36	71.95	72.85
主要财务指标	2024年1-6月	2023年度	2022年度	2021年度
营业收入(万元)	44,229.59	64,706.17	48,045.71	52,224.79
净利润(万元)	8,168.28	10,334.15	8,736.60	8,385.97
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8,168.28	10,334.15	8,736.60	8,385.97
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润(万元)	8,097.49	9,744.18	7,937.70	7,473.36
基本每股收益(元)	1.25	1.58	1.34	1.28
稀释每股收益(元)	1.25	1.58	1.34	1.28
加权平均净资产收益率(%)	13.95	20.37	19.70	23.76
经营活动产生的现金流量净额(万元)	11,688.97	33,949.61	12,987.97	-2,774.49

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险
 请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

现金分红 (万元)	-	5,496.12	-	-
研发投入占营业收入的比例 (%)	5.12	4.97	5.18	6.15

资料来源: 亚联机械招股书, 平安证券研究所

1.1 发展历程

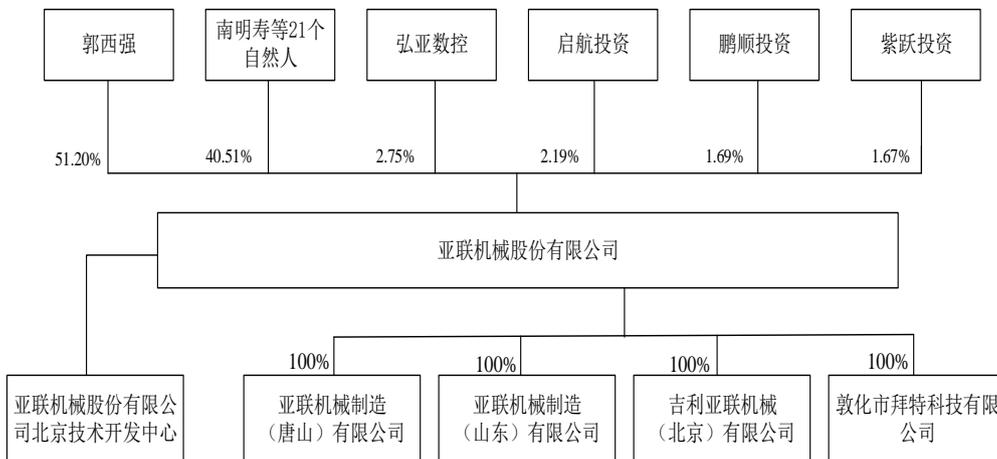
公司自 2005 年成立, 此后围绕人造板生产线制造装备持续研发; 据招股书披露, 公司 2007 年成立子公司吉利亚联; 2010 年公司首条人造板连续平压线市场化, 开始推动人造板生产线高端装备实现国产化替代; 同年实现钢带自主生产, 成立拜特科技; 2013 年生产出首条魔晶板; 2016 年首条竹刨花板生产线出板; 2017 年首条芦苇板生产线出板; 同年唐山亚联成立; 2020 年首条岩纤板生产线出板; 2021 年首套环式刨片机实现销售; 2022 年山东亚联成立。

1.2 股权结构

截至招股说明书签署日 (注册稿 2024/10/22), 公司股权结构图如下。郭西强先生直接持有 3,350 万股股份, 持股比例 51.20%, 同时通过启航投资间接持有公司 0.152% 股份, 为公司控股股东、实际控制人。除郭西强外, 无其他持股超过 5% 以上的股东。此外, 现任董事、总经理助理郭燕娇持有公司 1.99% 股份。郭燕娇系郭西强之子, 二人构成法定的一致行动关系。但郭西强、郭燕娇父子不构成对公司的共同控制, 郭西强为公司唯一实际控制人。

启航投资、紫跃投资、鹏顺投资均为公司的员工持股平台, 除投资亚联机械外, 不存在其他对外投资。2020 年公司开会同意注册资本由 6,180 万元增加至 6,543 万元, 新增注册资本由启航投资、鹏顺投资和紫跃投资以货币方式认购。该次增资有利于建立长效激励机制, 鼓励员工与公司共同成长, 并使员工能够分享公司的发展成果。

图表3 本次发行前亚联机械股权结构图



资料来源: 亚联机械招股书, 平安证券研究所

对公司有重大影响的全资子公司包括唐山亚联跟拜特科技。

唐山亚联主要负责连续平压生产线中热压工段、备料工段设备的研发、生产和销售。

拜特科技主要负责连续平压生产线中高强度不锈钢钢带的研发、生产和销售。

吉利亚联主要从事人造板连续平压机配套设备及零部件的销售。

山东亚联主要从事人造板加工机械的生产、研发和销售。截至招股说明书签署日, 该公司未实际开展运营, 拟作为本次发

重要提示: 投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险
 请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

行募投项目“亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目”项目的筹建和运营公司。

北京技术开发中心为公司旗下分公司，依靠北京区位优势，为公司吸收、储备相关技术和研发人才。

1.3 所处行业的主管部门及政策法规

根据《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司所处行业为“C35 专用设备制造业”中的“C3524 木竹材加工机械制造业”，所属细分行业为木工机械制造业中的人造板机械制造业。公司所属行业采用政府宏观调控与行业自律管理相结合的监管体制。发改委、工信部以及国家林业和草原局对本行业产业政策、宏观调控进行管理，负责制定产业政策、提出中长期产业发展导向和指导性意见；中国林业机械协会和中国林产工业协会为本行业的自律管理组织。

由于人造板提高木材的综合利用率，在缓解木材类产品供求矛盾、保护森林资源和生态环境等方面具有积极意义，人造板产业发展得到了国家政策支持。国务院于 2021 年 10 月 24 日发布的《2030 年前碳达峰行动方案》明确提出要加强木竹建材等低碳建材产品研发应用。此外，《“十四五”林业草原保护发展规划》明确提出发展木竹结构建筑和木竹建材等新兴产业，巩固提升人造板等优势产业，加快研发木竹加工智能机械，推进人造板等生产全过程智能化。

图表4 亚联机械所处政策支持政策

序号	名称	发布时间	发布单位	主要内容
1	产业结构调整指导目录（2024 年本）	2024 年	国家发展和改革委员会	将“木、竹、草（包括秸秆）人造板及其复合材料技术开发及应用”“农作物秸秆综合利用”“次小薪材、沙生灌木及三剩物深加工与产品开发”“ 功能型、集成化装饰装修材料及制品，超薄陶瓷板，绿色无醛人造板 ”等列为鼓励类发展产业。
2	关于促进家居消费若干措施的通知	2023 年	商务部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部等 13 部门	通过大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境，以贯彻落实党中央、国务院决策部署，释放家居消费潜力，巩固消费恢复发展势头，增强消费对经济发展的基础性作用。
3	科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）	2022 年	科学技术部、国家发展和改革委员会等	研发天然固碳建材和竹木、高性能建筑用钢、纤维复材、气凝胶等新型建筑材料与结构体系。
4	关于开展 2022 年绿色建材下乡活动的通知	2022 年	工业和信息化部等	加快节能低碳、安全性好、性价比高的绿色建材推广应用。
5	鼓励外商投资产业目录（2022 年版）	2022 年	国家发展和改革委员会、商务部	将林业三剩物，“次、小、薪”材、废旧木材和竹材的综合利用新技术、新产品开发、生产， 废旧木材循环利用新技术、新产品开发、生产 ，农作物秸秆资源综合利用等列为全国鼓励外商投资产业。
6	“十四五”林业草原保护发展规划	2021 年	国家林业和草原局、国家发展和改革委员会	明确提出发展木竹结构建筑和木竹建材等新兴产业，巩固提升人造板等优势产业，加快研发木竹加工智能机械，推进人造板等生产全过程智能化。
7	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	2021 年	全国人民代表大会	深入实施制造强国战略，推动制造业优化升级，坚持自主可控、安全高效，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展，推动制造业高端化智能化绿色化。深入实施区域协调发展战略，推动东北振兴取得新突破，改造提升装备制造等传统优势产业，深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项。
8	“十四五”智能制造发展规划	2021 年	工业和信息化部	到 2025 年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型。到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化，骨干企业基本实现智能转型。明确加强自主供给，大力发展智能制造装备等重点任务。
9	政府工作报告（2021 年）	2021 年	国务院	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业，推动资源节约高效利用。
10	2030 年前碳达峰行动方案	2021 年	国务院	加快推进绿色建材产品认证和应用推广，加强新型胶凝材料、低碳混凝土、木竹建材等低碳建材产品研发应用。优化产业结构，加快

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

				退出落后产能，大力发展战略性新兴产业，加快传统产业绿色低碳改造。
11	东北全面振兴“十四五”实施方案	2021年	国务院	到2025年，东北振兴重点领域取得新突破，民营经济体量和比重持续提升，活力和竞争力明显提高。
12	秸秆综合利用技术目录(2021)	2021年	农业农村部、国家发展和改革委员会	指导各地示范推广先进适用的秸秆综合利用技术，推动秸秆综合利用高质量发展。秸秆人造板材可部分替代木质板材，用于家具制造和建筑装饰、装修，具有节材代木、保护林木资源的作用。目前，我国秸秆板材胶黏剂已实现零甲醛。

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

二、 公司所处行业分析

公司所处行业为“C35 专用设备制造业”中的“C3524 木竹材加工机械制造业”，所属细分行业为木工机械制造业中的人造板机械制造业。人造板机械主要包括生产胶合板、纤维板和刨花板等各种人造板及表面装饰加工（又称“二次加工”）的机械设备，主要涵盖削片机、铺装机、压机、砂光机、剥皮机、旋切机、刨切机、拼板机等 39 类产品。行业上游为金属材料、电气件、传动件以及气动、液压、润滑件等供应商，下游主要为人造板制造企业。

2.1 人造板装备制造行业上下游

2.1.1 行业上游

人造板装备制造行业上游为金属材料、电气件、传动件以及气动、液压、润滑件等供应商。

以亚联机械为例，公司采购的原材料主要包括金属材料、配套设备、电气件、传动件以及液压、润滑、气动件等，其中以金属材料为主，包括钢材和零部件。由于公司主要产品生产线的定制化程度较高，不同类型、不同规格、不同性能的产品，对不同原材料的需求结构，以及同一功能原材料的规格型号要求不同，因此采购的原材料如钢材类型较为多样。

图表5 亚联机械主营业务成本构成中主要是直接材料

项目	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
直接材料	25,232.64	85.66%	37,058.31	86.35%	25,589.67	82.65%	29,274.97	85.42%
直接人工	1,909.91	6.48%	2,526.14	5.89%	2,263.30	7.31%	2,205.64	6.44%
制造费用	1,820.50	6.18%	2,635.61	6.14%	2,558.22	8.26%	2,461.45	7.18%
其他	493.74	1.68%	695.23	1.62%	550.21	1.78%	329.83	0.96%
合计	29,456.78	100.00%	42,915.30	100.00%	30,961.40	100.00%	34,271.89	100.00%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表6 公司主要原材料类型介绍

原材料	主要内容	主要作用以及在产品中的应用情况	2023 年采购金额 (万元)
金属材料	包括钢材和零部件，其中，钢材主要包括钢板、钢带、圆钢、钢管、H 型钢、槽钢等各类板材、带材、棒材、管材和型材，金属零部件主要包括各类辊筒、辊轴、穿针、辊杆、连接与紧固件等	主要用于加工成设备中需要的各种机械部件，其中，钢材通过机加工制造成各设备产品的框架、支架、壳体以及其他构件等，金属零部件用于组装各类单机设备产品	21,162.86
配套设备	主要包括冷却翻板机、堆垛站等后处理工段设备，削片/刨片机、纤维风选机、热磨机等备料工段设备，以及砂锯线、热能中心等其他生产线辅助配套设备	主要作用为与铺装、热压工段设备配套组装成整条人造板生产线	10,496.70

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

电气件	主要包括减速机、电机、PLC、传感器、电缆、低压电气、电控柜等电子元器件	主要作用为实现电气传输、电力驱动、信号控制等，通过组装形成电控系统，控制生产线各工段设备运行	10,934.39
气动、液压、润滑件	主要包括液压站、液压阀、油缸、气缸等气动、液压元件，以及润滑泵、管道等润滑元件	主要作用为利用空气、液体的压力能来传递动力以及减少设备摩擦，主要用于组装各类单机设备产品，产生设备运转所需的动力	5,319.45
传动件	主要包括轴承、链条、皮带、链轮、齿轮、导轨等传动元件	主要作用为动力传递，组装各类单机设备产品，实现设备驱动运转	2,064.79
其他	主要包括各类刀具、磨具、夹具等	辅助生产材料	2,505.71

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

2.1.2 行业下游——人造板行业

人造板装备制造行业下游为人造板制造企业。

人造板泛指利用原木或“三剩物”，以及秸秆等非木材植物生产的各类木质或非木质人造板材。由于天然木材存在树节、虫眼、开裂等缺陷，而人造板不仅原料来源广泛、物理稳定性强，还克服了天然木材的各种缺陷，并且可作阻燃、防潮、防蛀、耐磨等各种功能性处理，能使劣质原料变成幅面宽阔的优质板材。同时，根据《木材工业实用大全纤维板卷》的数据，1 立方米人造板可代替约 3 立方米的原木使用。在当前世界可采森林资源日趋短缺的情况下，充分利用人工速生商品林及“木材采伐剩余物、制材剩余物、加工剩余物”（简称“三剩物”）、废旧木材、农作物秸秆、竹材等资源，发展人造板生产实现森林资源的高效综合利用，对保护生态环境、满足经济建设和社会发展对林产品的不同需求有着不可替代的作用。

人造板主要包括胶合板、纤维板和刨花板三大类产品，国内以胶合板为主，而刨花板趋势向好。根据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院，2023 年我国人造板产量为 33598 万立方米，其中胶合板、纤维板、刨花板分别占比 66.4%、14.5%、12.1%，其他类型人造板占比 7.0%。胶合板、纤维板和刨花板在主要原材料方面存在明显差异，相比使用大茎优质原木的胶合板，纤维板和刨花板对原材料的要求较低，尤其是刨花板因在环保性能、生产成本等方面优势突出，成为定制家居的主要使用板材。近年来，在定制家居景气度持续提高的背景下，刨花板对胶合板、纤维板形成了一定的替代趋势。

图表7 胶合板、纤维板、刨花板对比

项目	胶合板	纤维板	刨花板	
			普通刨花板	OSB
主要原材料	大茎优质原木	三剩物、次小薪材、芦苇、甘蔗渣、棉杆、竹材等植物原材料	木材或木质纤维、农作物秸秆等非木质原料	小径材、间伐材、木芯
木质单元	木片	木质或其他植物纤维	木质或其他植物颗粒型刨花	木质或其他植物长片型刨花
示意图				
特点	对原材料要求较高，一般为大口径原木，能够保持木材花纹，高端产品的环保性高，重量轻、强度大、握钉力强；但表面硬度、饰面性能不高，因生产自动化水平较低、人工成本较高，以及使用原木加工、木材利用率低导致价格较高	原材料来源广泛，质地均匀，表面平整，可以镂铣、雕刻，具有优良的加工和饰面性能，但受潮容易膨胀变形	成本较低，相对环保，防潮性能较好、不易变形，低蠕变，边缘较为粗糙故对家具封边工艺要求较高	纵向抗弯强度比横向大，因此可以作结构材，并可用作受力构件；强度最高，对原材料质量要求较高，但表面大刨花裸露而不可直接饰面
应用范围	主要用于建筑模板、室内装修、家具制造等	因加工性能优良，易镂铣，多用于做工艺品、家具门板或包装材料，超薄纤维板还可以用于复合板贴面板材	主要用于室内装修、家具制造等，系定制家具的主要基材	装配式建筑结构板、室内装饰装修的基板、高档家具和包装材料

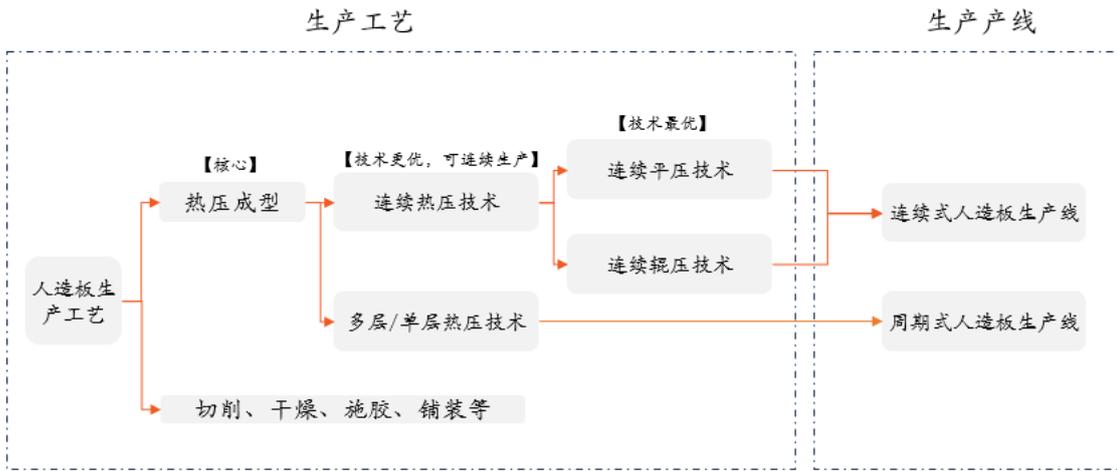
资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

2.1.3 行业本身——装备工艺

人造板生产一般包含切削、干燥、施胶、铺装、热压成型等主要工艺，其中**热压成型工艺对刨花板和纤维板的成品质量影响最为显著**。热压是使板坯中的胶料固化并将松散的板坯经加压后固结成规定厚度板材的过程，**热压技术主要包括多层热压技术和连续热压技术**。与多层热压技术相比，**连续热压技术优势明显，能够使生产线实现连续生产**；连续热压技术又分为**连续平压技术和连续辊压技术，其中以连续平压技术最优**。连续平压技术可以使纤维板、刨花板的生产，从产量、质量和成本等多个层次得到质的提升，可实现 24 小时连续生产，没有热压板开启闭合及装卸板坯造成的中断。

根据热压技术或压机的工作方式，人造板生产线主要分为周期式人造板生产线和连续式人造板生产线。周期式人造板生产线使用单层或多层热压技术，压机设备为单层或多层压机，流水式的生产线在热压工序环节中断，一方面造成生产节拍失衡，需要增设加速运输机、快速运输机等设备以平衡节拍，生产效率低；另一方面，单层或多层压机压制的板材厚度不均，原材料消耗率高，生产能力低。连续式人造板生产线使用连续热压技术，压机设备为连续辊压机或连续平压机，整个生产线全部实现了流水式的连续化生产；其中，**连续平压生产线可生产的板材种类最多，生产精密程度和生产效率最高**。

图表8 人造板生产工艺及产线类型情况



资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表9 人造板生产线装备的发展阶段

阶段	压机类型	主要优点	主要缺点
第一阶段： 周期式	单层/多层压机	占用场地少，建造成本低，压机结构简单，维修比较方便。	间歇式生产，产量和自动化受限；原材料消耗高，能耗大；生产的产品厚度偏差大，产品稳定性差。
第二阶段： 连续式	连续辊压	与连续平压机相比具有结构简单，节省工作场地，投资少等优点，适合小规模、薄板生产。	产品厚度具有一定的限制，通常其产品厚度为 2-8mm，生产效率不高，不适合生产中厚板。
	连续平压	产能产量高、产品质量好、板材厚度精确、原材料消耗率低、板材规格多、生产效率高、节电省热、综合效益好。	投资较高、操作技能要求高、维护成本较高。

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

现阶段人造板生产线装备主要包括连续平压生产线和多层热压生产线，其中，连续平压生产线是纤维板和刨花板规模化生产的主流设备，多层热压生产线主要用于胶合板生产以及部分小规模纤维板、刨花板制造企业。

①胶合板生产线市场现状：胶合板产业呈现企业小型分散、劳动力密集、装备落后的特点。我国胶合板生产传统的工艺采用手工组坯，利用多层压机生产，用工多，生产效率低下。

②纤维板生产线市场现状：我国纤维板生产前期以多层热压机为主，2000年后进入连续压机快速发展时期。据中国林产工业协会统计数据，截至2024年6月底，全国纤维板生产企业保有纤维板生产线292条，总生产能力为4,455万立方米/年；其中，130条为连续平压纤维板生产线，合计生产能力2,858万立方米/年，占全国纤维板总生产能力64%。

③刨花板生产线市场现状：2010年以前中国有少量的单层或多层热压刨花板生产线，产量低，质量相对不稳定。随着连续平压技术不断普及，目前生产线上更多使用连续平压式设备。据中国林产工业协会统计数据，截至2024年6月底，全国刨花板生产企业保有刨花板生产线332条，总生产能力5,940万立方米/年；其中，127条为连续平压刨花板生产线，合计生产能力4,057万立方米/年，占全国刨花板总生产能力68%。

2.2 行业驱动因素与展望

从下游人造板行业发展前景看，全球市场或呈现增幅放缓但总体向好趋势。从国内市场看，中国是全球人造板的生产大国，对全球人造板市场影响较大。2014-2023年国内人造板消费量CAGR达2.7%（详见下文），考虑近年新房规模大幅萎缩，同时二手房成交提升与居民收入增长带来消费力提升，未来存量房翻新需求有望弥补新房需求，逐步转向欧美成熟市场

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

式，意味着国内市场增长将逐步放缓。从欧美成熟市场看，2002-2022 年欧洲人造板产量年复合增速为 1.8%（根据联合国粮食及农业组织数据），整体表现平稳。从新兴市场看，受益经济增长与居民消费力提升，以印度为代表的新兴市场人造板需求延续较快增长。据联合国粮食及农业组织数据，2012-2022 年印度人造板产量年复合增速达 10.2%。综合来看，预计全球市场或呈现增幅放缓但总体向好趋势。

从公司所处的人造板机械制造行业前景看，全球市场或呈现总体平稳略增态势。 尽管未来全球人造板市场增长或将放缓，但对于公司所处的人造板机械制造行业而言（主要针对刨花板、纤维板及新型人造板），一是人造板需求结构调整带来新型产线发展机遇，目前我国、印度等市场中刨花板占比远低于欧美成熟市场，未来刨花板逐步替代胶合板与纤维板，将带来刨花板生产线建设需求；二是落后产能加速淘汰催生装备升级替代需求，以纤维板为例，国内因产能相对饱和、近年新建产线较少，需求主要来自老旧产线更新换代。根据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，我国使用年限在 10 年以上的连续平压生产线共 68 条，占全部连续平压生产线比例达 30%（详见图表 83）。随着现有产线逐步老化，未来更新换代需求空间仍较大；三是与人造板机械制造相关的钢带产品更新、产线设备升级改造亦带来一定增量空间。综上，未来全球人造板机械制造行业总体或呈现平稳略增态势。此外，国内人造板装备市场进口替代趋势加强、新兴市场需求向好带来的出海机遇，亦为公司未来规模增长、市占率提升提供了发展机遇。

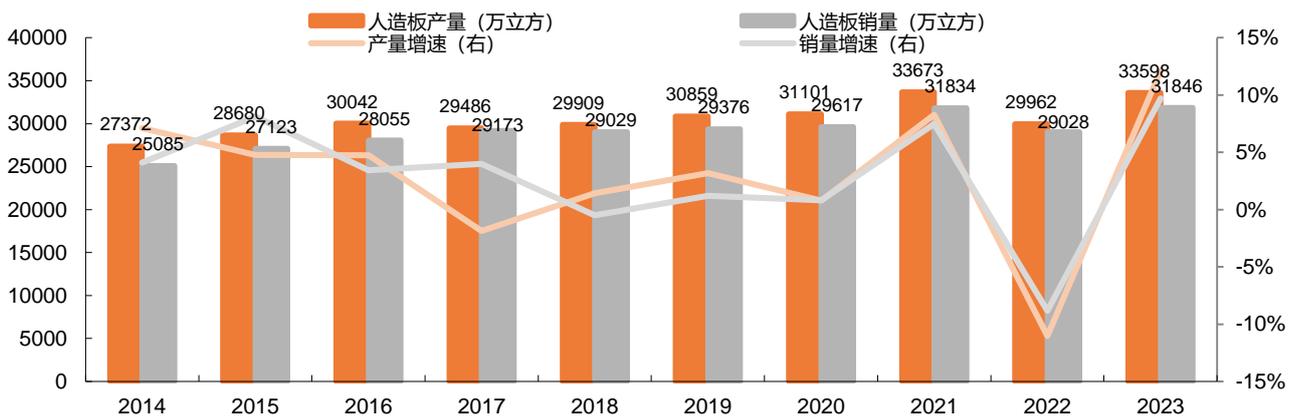
具体而言，公司所处的人造板及机械制造行业主要受益如下六个方面：

（1）国内新房销售逐渐筑底，存量翻新长期看需求可观

人造板终端需求主要包括家具制造、建材装饰，与房地产行业密切相关。 据招股书披露，我国人造板应用中家具制造领域用量占比约为 60%，在建材、地板制造领域用量占比分别为 20%和 7%，在包装领域用量占比 8%，意味着人造板需求与新房、存量房装修密切相关。

过去十年我国人造板产销规模稳步增长。 据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院统计，2014-2023 年受益下游房地产市场需求向好等，我国人造板产量从 27372 万立方上升至 33598 万立方，CAGR 约 2.3%；消费量从 25085 万立方上升至 31846 万立方，CAGR 约 2.7%。另外出口规模体量小，2023 年中国共出口人造板类 1428 万立方（折算），同比降 1.3%。

图表10 2014-2023 年度中国人造板产销量变化



资料来源：中国林产工业协会，国家林业和草原局产业发展规划院，平安证券研究所

注：数据来自中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院发布的《中国人造板产业报告 2024》，2022 年及之前数据与亚联机械招股书披露存在差异，或源于数据披露口径有所调整

往后看，地产支持政策陆续出台，国内新房销售有望逐步筑底。 2021H2 以来房地产基本面持续下行，据统计局披露，2023 年全国商品住宅销售面积较 2021 年高点下降 39.4%，2024 年前 10 月全国住宅销售面积仅 6.5 亿平，同比下降 17.7%。2024 年 9 月政治局会议明确“要促进房地产市场止跌回稳”，包括存量房贷利率下调、一线城市限购放松等支持政策陆续

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

出台。根据我们的测算，在存量住宅年更新率为 2%¹、2030 年全国城镇居民人均居住面积与 2020 年一致的假设下，预计 2024-2030 年均潜在商品住宅需求为 9.57 亿平。短期由于房价下行等导致居民购房意愿不强，2023 年全国商品住宅成交面积（9.48 亿平米）已低于潜在需求中枢，随着政策效应逐步显现，新房销售有望逐步筑底企稳。

图表11 2024-2030 年全国潜在商品住宅需求测算

主要假设：	
1、根据联合国发布的世界人口展望（2024），预计 2030 年中国总人口为 13.98 亿；根据联合国世界城镇化展望（2018），预计 2030 年城镇化率为 70.6%	
2、根据七普数据，2020 年全国城、镇人均住房建筑面积为 36.5 平和 42.3 平，按照人口加权计算城镇人均住房建面为 38.62 平；假定 2030 年全国城镇人均住宅建筑面积与 2020 年一致	
3、假设存量建面年更新率为 2%，考虑新房短期更新概率较低，方便计算假定 2021 年-2030 年更新需求以 2020 年末存量建面为基准	
主要估算过程：	
2030 年末预计存量建面：	2030 年总人口*城镇化率*城镇人均住房建面=13.98*70.6%*38.62=381.2 亿平米
2021-2030 年更新建面	2020 年末存量*年更新率*年数=2020 年城镇人口*人均住房建面*年更新率*年数=9.02*38.62*2%*10=69.7 亿平米
2021-2030 年住宅需求	2030 年末存量-2020 年末存量+期间更新-2021 至 2023 年合计销售面积=381.2-348.4+69.7-35.5=67 亿平米
2024-2030 年均住宅需求	67/7=9.57 亿平米

资料来源：联合国世界城镇化展望（2018），联合国世界人口展望（2024），国家统计局，平安证券研究所

注：2023 年全国住宅销售面积来自国家统计局，由于 2021、2022 年销售数据存在修正，2021、2022 年全国住宅销售面积为根据统计局当年披露的 2022 年、2023 年住宅销售面积及同比增速计算

图表12 2024-2030 年全国商品住宅年均潜在需求敏感度分析 单位：第一列为平米、其余为亿平米

2030 年城镇居民人均居住面积	全国存量住宅年更新率										
	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%
34	0.56	1.06	1.56	2.06	2.55	3.05	3.55	4.05	4.55	5.04	5.54
35	1.97	2.47	2.97	3.47	3.96	4.46	4.96	5.46	5.96	6.45	6.95
36	3.38	3.88	4.38	4.88	5.37	5.87	6.37	6.87	7.37	7.86	8.36
37	4.79	5.29	5.79	6.29	6.78	7.28	7.78	8.28	8.78	9.27	9.77
38	6.20	6.70	7.20	7.70	8.19	8.69	9.19	9.69	10.19	10.68	11.18
38.62	7.08	7.58	8.07	8.57	9.07	9.57	10.06	10.56	11.06	11.56	12.06
39	7.61	8.11	8.61	9.11	9.60	10.10	10.60	11.10	11.60	12.09	12.59
40	9.02	9.52	10.02	10.52	11.01	11.51	12.01	12.51	13.01	13.50	14.00
41	10.43	10.93	11.43	11.93	12.42	12.92	13.42	13.92	14.42	14.91	15.41
42	11.84	12.34	12.84	13.34	13.83	14.33	14.83	15.33	15.83	16.32	16.82
43	13.25	13.75	14.25	14.75	15.24	15.74	16.24	16.74	17.24	17.73	18.23

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

另一方面，存量房成交提升、叠加居民收入增长带来的消费力提升，二手房翻新需求有望一定程度弥补新房市场规模萎缩。根据第七次人口普查数据，2020 年全国城镇人均居住面积为 38.62 平，城镇人口为 9.02 亿，对应全国城镇存量住房建面达 348.4 亿平，随着大量老旧房屋逐步步入翻新阶段，叠加居民收入持续增长带来的消费力提升，未来房屋翻新需求有望逐步提升。同时根据《中华人民共和国 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，2023 年全国二手房交易网签面积 7.09 亿平，占到全国新房及二手房成交总量的 38.8%，二手房成交上升也将加速存量房翻新需求释放。此外，国内过去二十余年兴建的大量酒店、写字楼、办公楼亦陆续进入翻新阶段，将带动物业需求增长。

¹ 国内居住用地最高使用年限为 70 年，考虑早期房屋无论建筑工艺、质量还是配套均相对较差（根据第 7 次人口普查数据，全国仍有 31.2% 的居民居住面积为 2000 年以前建造房屋，80% 的居民居住环境无电梯），中性按照 50 年更新节奏，每年存量更新 2%

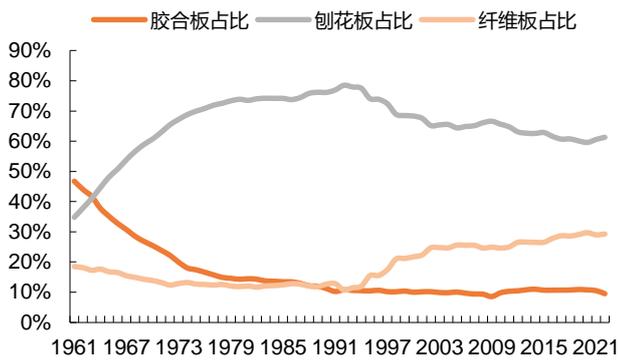
重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

(2) 人造板需求结构调整带来新型产线发展机遇

刨花板产品性价比高、贴合定制家居需求，在国内人造板产业中占比逐步提高，未来提升空间大。如前文所述，刨花板因在环保性能、生产成本等方面优势突出，未来刨花板在我国人造板消费中的占比有望进一步提升。欧美等发达国家人造板产业结构均以刨花板为主。根据联合国粮食及农业组织数据，2022年欧洲、北美刨花板产量占比分别为61.3%和59.6%。相比之下，我国刨花板占比仍然较低，2023年人造板产量中刨花板仅占12.1%²。

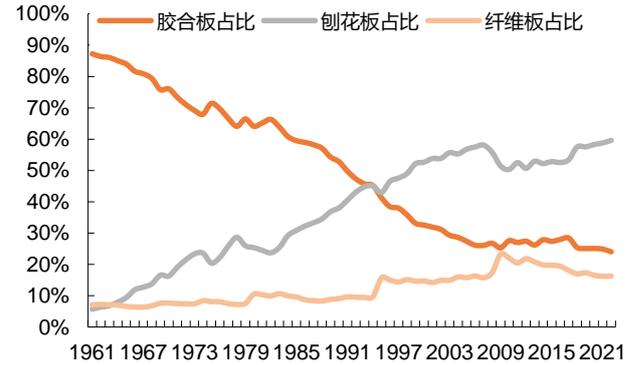
图表13 1961-2022年欧洲胶合板、纤维板和刨花板类产量占比



资料来源：联合国粮食及农业组织，平安证券研究所

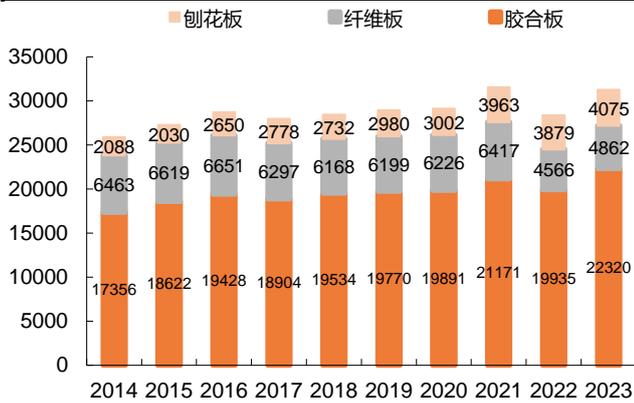
注：占比为各类型产量除以三种人造板产量合计值，下同

图表14 1961-2022年北美胶合板、纤维板和刨花板类产量占比



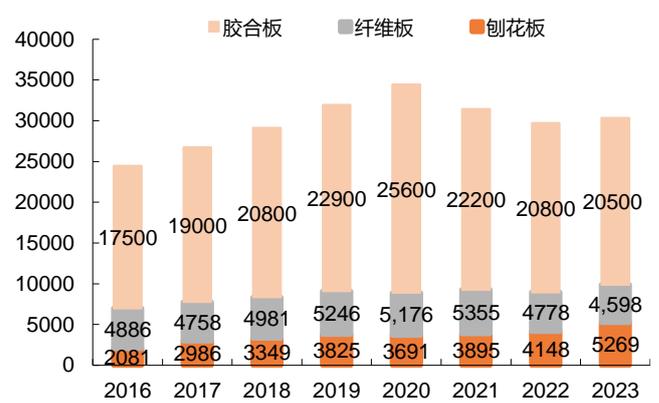
资料来源：联合国粮食及农业组织，平安证券研究所

图表15 2014-2023年国内胶合板、纤维板和刨花板类产品产量(万立方米)



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

图表16 国内刨花板产能持续扩张(万立方米)



资料来源：国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会，平安证券研究所

测算国内刨花板市场远期增长空间较大，将带来增量刨花板生产线需求。参考欧洲、北美刨花板产量占人造板比重约60%，我们保守假设未来国内刨花板产量与产能占比提升至30%。另一方面，欧洲成熟市场2002-2022年人造板产量年复合增速为1.8%（根据联合国粮食及农业组织数据），在迈入成熟阶段后人造板需求仍保持增长，保守假设未来国内人造板产能保持稳定，即与2023年末保持一致。据国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会统计，2023年末刨花板、纤维板与胶合板合计产能30367万立方，结合刨花板市占率30%的假设，则未来国内刨花板产能或将上升至9110万立方，

² 国内统计口径除胶合板、纤维板、刨花板外，还包括其它板材，按“刨花板/(胶合板+纤维板+刨花板)”测算2023年占比为13%。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

较 2023 年末 5269 万立方米增幅达 73%，将带来增量刨花板生产线需求。

从国内近十年刨花板新建产能情况看，总体呈现增长态势。据国家林业和草原局产业发展规划院（林产工业规划设计院）和中国林产工业协会统计，2020-2023 年全国建成投产的刨花板生产线数量分别为 16 条、13 条、19 条、36 条，新增生产能力 309 万立方米/年、276 万立方米/年、500 万立方米/年、1006 万立方米/年。截至 2024 年 6 月底，全国刨花板生产企业保有刨花板生产线 332 条，总生产能力为 5940 万立方米/年；其中，127 条为连续平压刨花板生产线，合计生产能力 4057 万立方米/年，占全国刨花板总生产能力的 68.30%。

图表17 刨花板历年新建成产能情况（万立方米）



资料来源：亚联机械招股书，国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会，平安证券研究所

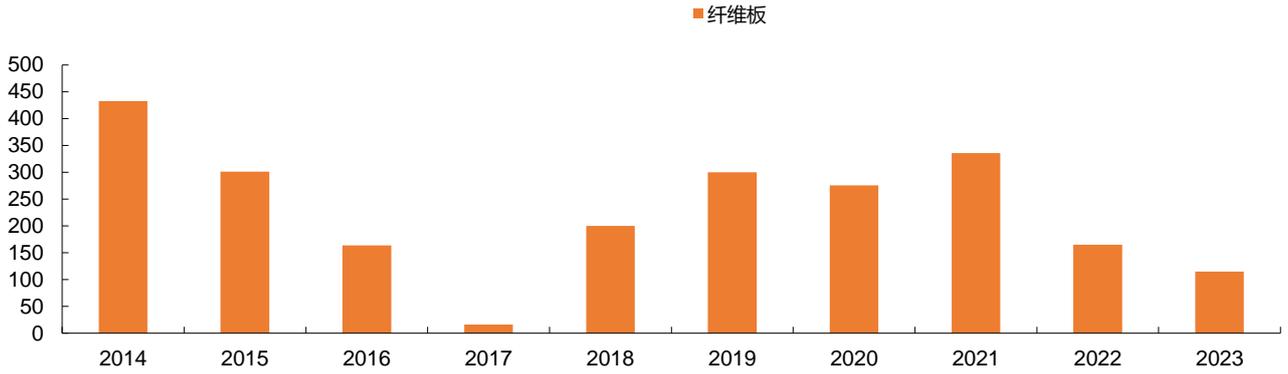
此外，新型人造板产品不断出现，亦将带来产线设备需求。据国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会发布的《中国人造板产业报告》，家具制作用纤维板市场竞争激烈，占比持续降低；薄型纤维板市场需求不断提高，成为市场的热点产品。亚联机械已在市场上推出 0.8 毫米厚的超薄型高密度纤维板生产线，在薄型纤维板生产线产品领域具有先发技术和经验优势。同时，竹、草（包括秸秆）人造板市场方兴未艾。我国有着世界上最大的竹材资源储备，以及体量非常大的农作物秸秆等农业废弃物、废旧竹木制品、废旧人造板和家具，意味着能够适应竹材、秸秆等非木质原材料的人造板生产线迎来发展机遇。公司在人造板生产装备市场先后推出全球首条薄型竹刨花板生产线、全球首条工业化生产的连续平压芦苇刨花板生产线。

（3）落后产能加速淘汰催生装备升级替代需求

受供给侧改革和环保政策加码等行业监管政策、生产技术工艺水平持续提高等因素的综合影响，我国人造板行业正处于先进产能替代落后产能的产业升级发展阶段。我国人造板行业产能结构调整加速推进，持续关停淘汰落后的小产线，鼓励建设自动化的大型生产线。根据中国林产工业协会统计数据，截至 2021 年底，全国关闭、拆除或停产纤维板生产线累计 814 条，淘汰落后生产能力 3,772 万立方米/年；关闭、拆除或停产刨花板生产线累计 1,095 条，淘汰落后生产能力约 2,973 万立方米/年。人造板落后产能的加速淘汰催生人造板行业装备升级替代需求，连续平压生产线作为高端人造板制造装备，市场需求相对更具前景。

以纤维板为例，因产能相对饱和、近年新建产线较少，需求主要来自老旧产线更新换代。当前中国纤维板产业总体呈现供给相对过剩局面，其中家具制作及装饰装修用中厚型纤维板生产能力供过于求矛盾依然突出，但每年仍有新建产线投产。据中国林产工业协会统计数据，2023 年全国建成投产 7 条纤维板生产线，新增生产能力 115 万立方米/年。截至 2024 年 6 月底，全国纤维板生产企业保有纤维板生产线 292 条，总生产能力为 4455 万立方米/年；其中，130 条为连续平压纤维板生产线，合计生产能力达到 2858 万立方米/年，占全国纤维板总生产能力的比例为 64.15%。

图表18 纤维板历年新建成产能情况（万立方米）



资料来源：亚联机械招股书，国家林业和草原局产业发展规划院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会，平安证券研究所

(4) 国内人造板装备市场进口替代趋势加强

国内人造板装备制造行业起步较晚，早期人造板装备主要依靠国外进口。近年来，以亚联机械为代表的国内企业在人造板装备制造领域掌握了关键的设备制造技术和系统集成技术，通过技术攻关和生产工艺改进，显著提升了产品的关键性能，逐步实现进口替代。

中国是人造板生产和消费第一大国，在国家明确加强制造业自主供给的背景下，人造板装备进口替代趋势持续增强。一方面，本土企业对国内客户的现场服务能力以及售后响应速度等方面较国外企业具有天然优势，市场占有率持续提高；另一方面，本土企业在跟踪国内客户产品和技术需求、使用客户生产装备开展研发测试、围绕本土替代性原材料进行装备研发制造等方面具有优势，使得人造板装备技术迭代、创新更为顺利。

目前，国内市场的纤维板和刨花板连续平压生产线主要被亚联机械、迪芬巴赫和辛北尔康普占据。截至 2023 年底，我国保有的连续平压纤维板和刨花板生产线中，亚联机械市场占有率位列第二名。从 2017-2023 年投产的连续平压纤维板生产线看，约一半来自公司，从 2017-2023 年投产的连续平压刨花板生产线，约 29%来自公司（详见后续章节 2.8）。

图表19 2023 年底我国人造板行业中连续平压刨花板与纤维板生产线保有数量中，亚联机械排名第二

产线类型	亚联机械		迪芬巴赫（含上海板机）						辛北尔康普		其他	
			迪芬巴赫		上海板机		小计					
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
连续平压刨花板	31	27.43%	33	29.20%	28	24.78%	61	53.98%	13	11.50%	8	7.08%
连续平压纤维板	49	36.84%	21	15.79%	32	24.06%	53	39.85%	26	19.55%	5	3.76%

资料来源：亚联机械招股书，国家林业和草原局林产工业设计院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会，平安证券研究所

注：表格中数量单位为条

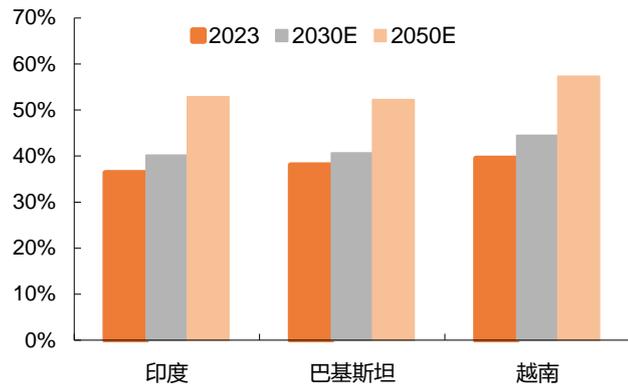
(5) 印度等海外市场人造板产能持续扩张，企业出海迎来发展机遇

以印度、越南、巴基斯坦等为代表的发展中国家，城镇化率仍处于较低水平，随着城镇化率提升将带来当地房地产业快速发展及人造板需求的增长。以印度为例，根据联合国粮食及农业组织数据，2022 年印度人造板产量（根据胶合板、纤维板和刨花板产量之和计算）同比增长 13.8%，2012-2022 年年复合增速达 10.2%。2023 年印度城镇化率仅 36.4%，而根据联合国发布的世界城镇化展望（2018），预计 2030 年、2050 年印度城镇化率将达到 40.1%和 52.8%。从国内发展历程来看，2000-2010 年国内城镇化率由 36.2%提升至 50%，期间人造板产量保持稳步增长，年复合增速达 22.6%。随着城镇化的快速推进及居民消费水平提高，预计印度人造板需求仍将保持增长。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

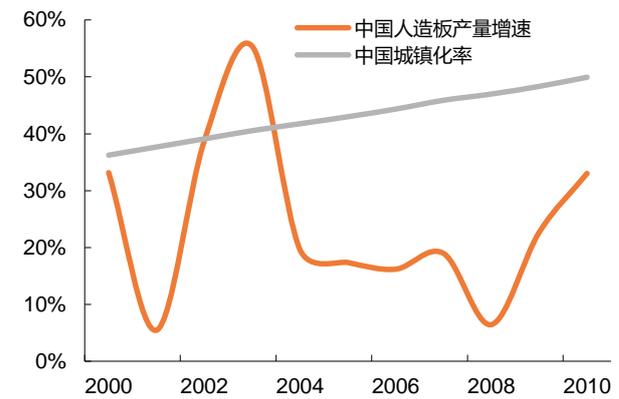
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表20 印度/巴基斯坦/越南城镇化率展望



资料来源：联合国世界城镇化展望（2018），世界银行，平安证券研究所

图表21 中国快速城镇化过程中人造板产量保持增长



资料来源：中国林业年鉴，国家统计局，平安证券研究所

另一方面，从人造板结构来看，2022 年印度胶合板产量占人造板总产量的 76.8%，由于纤维板、刨花板等在成本、质量、性能等方面具有一定优势，纤维板、刨花板等对胶合板的替代趋势在印度市场持续推进，需求量和占比持续提高。根据联合国粮食及农业组织数据，2012-2022 年印度纤维板、刨花板产量年复合增速分别为 10.3%和 15.7%，大于同期胶合板年复合增速（9.7%），纤维板和刨花板产量占比持续提高。

综上，印度等发展中国家仍处于较快城镇化进程中，预计未来人造板市场仍将保持增长，人造板连续平压生产线需求具备一定发展空间。

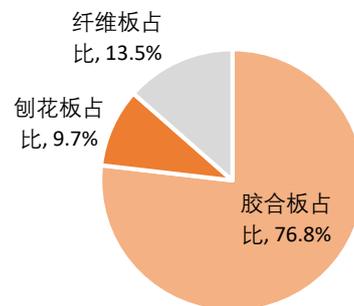
图表22 2004-2022 年印度人造板产量走势图



资料来源：联合国粮食及农业组织，平安证券研究所

注：图中产量为左轴，单位为万立方米，增速为右轴

图表23 2022 年印度胶合板、纤维板和刨花板产量占比



资料来源：联合国粮食及农业组织，平安证券研究所

注：占比为各类型产量除以三种人造板产量合计值

(6) 钢带产品更新、生产线改造升级市场需求向好

根据《发行人及保荐机构关于审核中心意见落实函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》披露，截至回复稿出具日，亚联机械累计销售连续平压生产线数量超过 110 条；根据德国杂志《EUWID》人造板专刊、辛北尔康普官方网站等信息，在不考虑迪芬巴赫 2009 年及以前年度生产线订单签订数量的情况下，迪芬巴赫和辛北尔康普累计签订的连续平压生产线订单超过 530 条。考虑部分生产线可能已经被淘汰停产，估计全球纤维板和刨花板连续平压生产线的保有数量超过 600 条。

由于钢带需要在承受巨大压力和高温的情况下常年循环运行，易受机械疲劳或外部因素作用而损伤，使用寿命有限。根据中国林业科学研究院木材工业研究所主办的《中国人造板》，一般一条钢带的使用寿命平均为 4 年左右。每条连续平压生产线配置 2 条钢带，按照全球保有 600 条生产线、钢带使用寿命为 6 年进行保守估计，全球每年至少有 200 条钢带更换需

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

求，且市场空间将随着连续平压生产线保有规模的扩大而持续增加。据招股书披露，2023 年公司为 10 个生产线项目生产配套钢带，交货量 93.6 吨。据此推算单条生产线（配置 2 条钢带）大概使用 9 吨钢带，即 1 条钢带重量约 4.5 吨，意味着全球钢带更换需求市场空间至少为 900 吨（200 条*4.5 吨/条）。

此外，由于人造板生产线规模庞大、构成复杂，随着行业装备技术水平的提升速度的加快，以及下游市场需求的不断变化，已投产的生产线存在对功能及局部性能进行升级改造的持续需求，改造服务需求有望持续向好。

2.3 行业未来发展趋势

人造板机械制造行业发展趋势如下：

（1）大型化：我国人造板行业产能结构调整持续推进，落后小产线被逐渐关停淘汰，生产规模化、装备大型化成为趋势。根据中国林产工业协会统计数据，我国纤维板和刨花板连续平压生产线的平均单线生产能力持续提高，截至 2023 年末，分别达到 14.9 万立方米/年和 16.3 万立方米/年。

（2）数字化：随着人造板自动化机械装备普及率的逐步提升，人造板生产制造数字化、智能化转型将成为技术进步和经济发展的必然结果。人造板数字化生产线是设备、网络、信息、自动化、精益管理与制造技术相互集成的表现，将生产车间打造成数字化的制造平台，对生产数据进行采集、分析、处理、传输、存储和应用，实现系统的实时监控、数据收集、故障诊断以及后续分析优化使生产制造更加高效。

（3）对原材料的适应性更强：我国有着世界上最大的竹材资源储备，以及体量非常大的农作物秸秆等农业废弃物、废旧竹木制品、废弃人造板和家具，在“碳中和、碳达峰”背景下，提供多种替代性原材料生产人造板的解决方案已成为人造板装备行业的发展趋势。近年来，除速生林及三剩物之外，以农作物秸秆、竹材等为原材料的人造板生产装备陆续投产。竹草人造板不仅在安全、健康、绿色、可持续上具备明显优势，而且与传统产品相比价格也更具竞争力。

2.4 行业技术水平及特点

（1）行业技术水平

我国人造板装备制造行业相对于欧洲起步较晚，但近年来技术水平迅速提高，以亚联机械为代表的国内企业，凭借多年的技术研发和经验积累，在人造板装备制造领域掌握了关键的设备制造技术和系统集成技术，通过技术攻关和生产工艺改进，显著提升产品的关键性能，国产化进程逐步加快。其中，在针对竹材、农作物秸秆等替代性原材料对人造板装备制造进行研发制造方面，亚联机械先后推出全球首条薄型竹刨花板生产线、全球首条工业化生产的连续平压芦苇刨花板生产线产品。

（2）行业技术特点

①系统集成化：人造板生产线由功能机构和电气控制系统两大部分组成。其中，功能机构设备多达几十种，生产线主线功能机构主要包括铺装系统、热压系统和后处理系统设备，各系统、各单机设备功能不一。此外，人造板生产线装备制造涉及机械设计、电气控制、液压伺服、运动控制、控制算法等众多技术，技术集成度高。

②非标定制化：人造板生产线装备为非标产品，主要根据客户对板材类型、原材料种类、板材规格、生产线产能、生产精度等个性化需求进行设计和生产。根据客户生产需求不同，每条人造板生产线大到设备种类、数量，小到同一设备的规格型号均存在一定差异。

③精度要求高：人造板生产工艺复杂，对生产线装备精度要求高。人造板生产线验收阶段，通常会严格根据合同约定对生产线性能指标和板材质量指标进行考核，包括板坯铺装横向和纵向密度、压机温度控制值、板材锯切精度等主要生产性能指标，厚度、密度、平行和垂直静曲强度、表面结合和内结合强度、正握和侧握螺钉力、含水量和吸水厚度膨胀率、游离甲醛释放量等主要板材质量指标。生产线装备各组成设备和构件的精度水平，均系影响生产线性能和板材质量重要因素。

2.5 进入本行业主要壁垒

(1) 技术壁垒：人造板制造工艺复杂、对装备精密度要求较高，人造板生产线的研发与生产需要对人造板制造工艺有深厚的技术积累，并涉及机械设计、电气控制、液压伺服、运动控制、网络通讯、数据库、控制算法和视觉识别等众多技术，技术集成度高、研发难度大，对新进入者形成了一定的技术壁垒。

(2) 品牌和客户壁垒：人造板生产线规模庞大、投资成本高、建设周期长，供应商的产品质量和服务能力直接关系着人造板生产的质量和效率，因此人造板制造商对供应商的选择往往非常慎重，偏向于具有较高品牌知名度和品质保证的领先企业，并注重建立长期稳定的业务合作关系，新进入者难以在短期内建立起强大可靠的生产、服务和研发体系，由于技术积累和项目服务经验不足较难取得下游人造板制造商的认可，故对新进入者形成品牌和客户壁垒。

(3) 人才壁垒：人造板生产线装备生产技术难度大、系统集成度高，研发设计、工艺流程、质量控制和销售服务等环节均需要专业且经验丰富的人才，一线生产车间也需要众多熟练掌握生产技术的技术工人。技术人才、销售团队和产业工人的培养周期较长，对新进入者形成了一定的障碍。

2.6 行业竞争格局现状

人造板机械设备供应商数量较多，竞争格局较为分散，但具备人造板生产线整线生产能力的企业较少，集中度较高。

国际人造板生产线装备市场主要被迪芬巴赫和辛北尔康普两家公司占据，亚联机械凭借产品质量稳定、性价比高、服务优异等优势逐步开拓国际市场。截至 2024 年 6 月末，公司已与韩国、印度、印度尼西亚、巴基斯坦、哈萨克斯坦等多个国家客户累计签订 15 条生产线产品订单。

国内人造板生产线装备市场形成了实力较强的跨国公司与本土优势企业共存的竞争格局，市场主要由迪芬巴赫、上海板机、辛北尔康普和亚联机械四家公司占据，其中，上海板机为迪芬巴赫控股子公司。迪芬巴赫（含上海板机）、辛北尔康普和亚联机械主要产品目前均为市场主流的人造板连续平压生产线。

2.7 行业内主要竞争企业

人造板生产线装备行业中，公司的主要竞争对手为迪芬巴赫（含上海板机）和辛北尔康普。

(1) 迪芬巴赫：迪芬巴赫是一家专业从事机械工程和设备制造的国际集团公司，创建于 1873 年，总部位于德国，专长于机械工程和工厂建设总包领域。在人造板机械设备方面，迪芬巴赫是一家在热压机系统和成套生产系统领先的制造商，其核心设备为连续平压热压机（Continuous Press System, CPS）等产品。迪芬巴赫为了应对中国市场不断增长的需求，2004 年成立迪芬巴赫机械设备服务（北京）有限公司，2006 年成立迪芬巴赫机械（常州）有限公司，2009 年成为中国上海人造板机器厂有限公司的主要股东。

(2) 辛北尔康普：辛北尔康普是德国一家为客户提供设备和服务的技术供应商，核心业务涵盖机器设备工程、铸造技术及核工业服务三大板块，其中机器设备工程主要为人造板行业、金属成型行业和橡胶行业提供压机和生产线。辛北尔康普的木材机械部门已成为人造板装备的全线供应商，能够向客户提供完整生产线。辛北尔康普于 2004 年成立辛北尔康普（无锡）机器制造有限公司，2014 年成立辛北尔康普（青岛）机器设备制造有限公司，以为中国客户提供定制化的产品解决方案。

2.8 公司在行业竞争地位

与迪芬巴赫和辛北尔康普相比，公司在人造板装备制造行业起步较晚，但通过持续不断的技术研发和项目经验积累，凭借产品以产能大、效率高、运行成本低，以及服务及时、高效、持续等，在竞争中逐渐占有优势，获得较高的客户认可度，

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

成功推动人造板生产线高端装备实现进口替代，并已销往韩国、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、哈萨克斯坦等多个国家。

目前，国内市场的纤维板和刨花板连续平压生产线主要被亚联机械、迪芬巴赫和辛北尔康普占据。截至 2023 年底，我国保有的连续平压纤维板和刨花板生产线中，公司市场占有率位列第二名。2017-2023 年投产的连续平压纤维板生产线中，约一半来自公司，公司市占率位列第一；连续平压刨花板生产线，约 29%来自公司，公司市占率位列第二。

(1) 连续平压刨花板生产线装备领域

据国家林业和草原局林产工业规划设计院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会发布的数据统计，截至 2023 年底，全国保有连续平压刨花板生产线 113 条，其中，迪芬巴赫（含上海板机）生产的连续平压刨花板生产线数量为 61 条，市场占有率达 53.98%，位列行业第一；亚联机械生产的连续平压刨花板生产线数量为 31 条，市场占有率达 27.43%，位列行业第二。2017 年至 2023 年投产的连续平压刨花板生产线共计 94 条，其中，迪芬巴赫（含上海板机）生产的连续平压刨花板生产线数量为 49 条，市场占有率达 52.13%，位列行业第一；亚联机械生产的连续平压刨花板生产线为 27 条，市场占有率达 28.72%，位列行业第二。

图表24 截至 2023 年底，我国人造板行业中连续平压刨花板生产线保有情况（数量单位为条）

投产时间	亚联机械		迪芬巴赫（含上海板机）						辛北尔康普		其他	
			迪芬巴赫		上海板机		小计					
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
2023 年及之前	31	27.43%	33	29.20%	28	24.78%	61	53.98%	13	11.50%	8	7.08%
其中：2017-2023 年	27	28.72%	25	26.60%	24	25.53%	49	52.13%	11	11.70%	7	7.45%

资料来源：亚联机械招股书，国家林业和草原局林产工业规划设计院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会，平安证券研究所

(2) 连续平压纤维板生产线装备领域

截至 2023 年底，全国保有连续平压纤维板生产线 133 条，其中，迪芬巴赫（含上海板机）生产的连续平压纤维板生产线数量为 53 条，市场占有率达 39.85%，位列行业第一；亚联机械生产的连续平压纤维板生产线数量为 49 条，市场占有率达 36.84%，位列行业第二。2017 年至 2023 年投产的连续平压纤维板生产线共计 52 条，其中，亚联机械生产的连续平压纤维板生产线为 25 条，市场占有率达 48.08%，位列行业第一。

图表25 截至 2023 年底，我国人造板行业中连续平压纤维板生产线保有情况（数量单位为条）

投产时间	亚联机械		迪芬巴赫（含上海板机）						辛北尔康普		其他	
			迪芬巴赫		上海板机		小计					
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
2023 年及之前	49	36.84%	21	15.79%	32	24.06%	53	39.85%	26	19.55%	5	3.76%
其中：2017-2023 年	25	48.08%	5	9.62%	14	26.92%	19	36.54%	6	11.54%	2	3.85%

资料来源：亚联机械招股书，国家林业和草原局林产工业规划设计院、中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会，平安证券研究所

2.9 公司竞争优势与劣势

(1) 公司的竞争优势

①技术与产品优势：公司在人造板装备制造领域掌握了关键的设备制造技术和系统集成技术，成功打破欧洲厂商在我国的

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

垄断局面，成为人造板生产领域的高端装备制造者。截至 2024 年 6 月末，公司拥有 46 项授权专利，其中发明专利 15 项、实用新型专利 31 项。公司主营产品人造板双钢带连续平压生产线获得“中国林业产业创新”二等奖，其中 E 系列高速连续平压生产线经中国林产工业协会林业工程及装备专业委员会认定为我国人造板连续压机装备的重大创新。**公司目前能够向市场提供满足多种原材料、市场上全规格的中高密度纤维板、刨花板、定向刨花板以及可饰面人造板生产需求的人造板生产线装备和配套设备。**公司在人造板市场先后推出全球首条薄型竹刨花板生产线、全球首条工业化生产的连续平压芦苇刨花板生产线、0.8 毫米超薄纤维板生产线、可饰面木质重组材料连续平压生产线等行业领先产品，并将核心技术和产品向新型材料领域推广，已顺利向市场推出岩纤板、热塑性蜂窝板、碳纤维板等连续化生产线。

②**品牌优势：**公司自 2005 年成立以来一直专注于人造板生产线的研发、生产、销售和服务，在下游人造板制造领域中形成良好口碑，得到了国内外人造板领域知名企业的认可。公司为中国林产业工业协会林业工程及装备委员会副理事长单位，先后获评“吉林省科技小巨人”“中国林业创新奖”“中国木工机械行业辉煌发展 30 年功勋企业”等荣誉奖项。

③**团队优势：**公司从成立以来，核心人员流动性极低，各部门经过长期的学习、磨合、调整和创新，形成主动、高效、合作的团体，能及时发现和解决问题，达到共同的目标。同时，公司非常注重研发设计、质量控制、销售服务等核心团队的建设，通过基层员工团队建设的不断加强，已培养一批具有高度责任心、先进专业技能和执行力较强的专业人才。

④**服务优势：**与海外竞争对手相比，公司具有明显的本土服务优势，能保持与客户的高效沟通机制，为客户提供更为及时的技术支持与服务。公司指派专业技术人员长期驻扎客户现场进行安装和技术指导，并在验收完成后为客户提供持续的贴身跟踪服务，包括免费的技术咨询、故障分析和恢复，以及定制化的生产线改造服务等，极大提高客户黏性，并有助于积累客户对现有产品的改进思路，跟踪行业对生产装备的需求，把握行业发展趋势，设计研发符合客户及市场需求创新产品。

（2）公司的竞争劣势

①**筹资渠道相对单一：**公司正处于持续发展阶段，产能提升、研发创新、营销网络建设等方面需要资金；此外国际订单持续增加，海外客户支付预付款前一般要求公司开具保函，而海外业务一般为整线项目，合同金额高、项目周期长，资金占用存在压力。公司目前可利用的融资渠道较少，外部资金来源较为单一，很大程度上制约了公司的快速发展和规模化经营。

②**国际化人才储备不足：**公司将开拓国际市场、提高市占率作为重要战略。截至 2024 年 6 月末，公司已累计向海外市场销售 15 条生产线（其中 8 条完成验收，7 条正在执行），在韩国、印度等国家形成了一定的品牌认知度，具备了进一步开拓国际市场的条件。但目前国际化的销售人才和管理人才储备不足，亟需引进国际化人才，以推动公司的国际化战略。

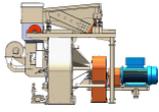
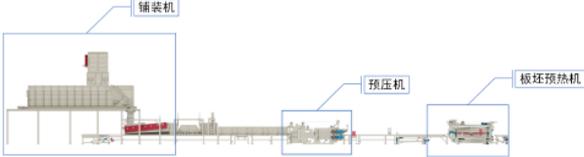
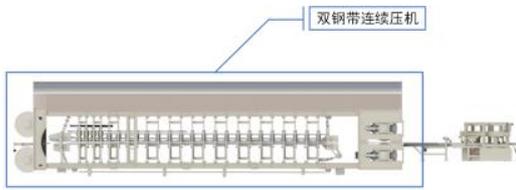
三、 公司业务与财务分析

3.1 公司主营业务及生产、销售模式

3.1.1 主营业务

公司主营业务为以连续平压人造板生产线产品为核心，根据下游客户的需求提供钢带产品和改造服务。1) 人造板连续平压生产线包括纤维板生产线、刨花板（含定向刨花板）生产线和可饰面复合板生产线。2) 钢带为人造板生产线中压机设备的重要构件，主要用于板坯输送、压力传递和热量传递。由于钢带需要在承受巨大压力和高温的情况下常年循环运行，并可能发生机械性损伤，使用寿命有限，人造板生产企业需定期更换或改造钢带以保障生产。公司生产的钢带除作为生产线产品配套销售外，并根据客户替换需求进行独立销售。3) 公司改造服务包括生产线改造和钢带改造。其中，生产线改造服务，主要系公司根据客户对生产线功能、性能、产能的提升或改造需求，增加或替换生产线中的单机设备或设备组件；钢带改造服务，主要系公司对客户自有钢带存在的损伤变形、厚度偏差等缺陷进行改造，改善钢带表面质量。

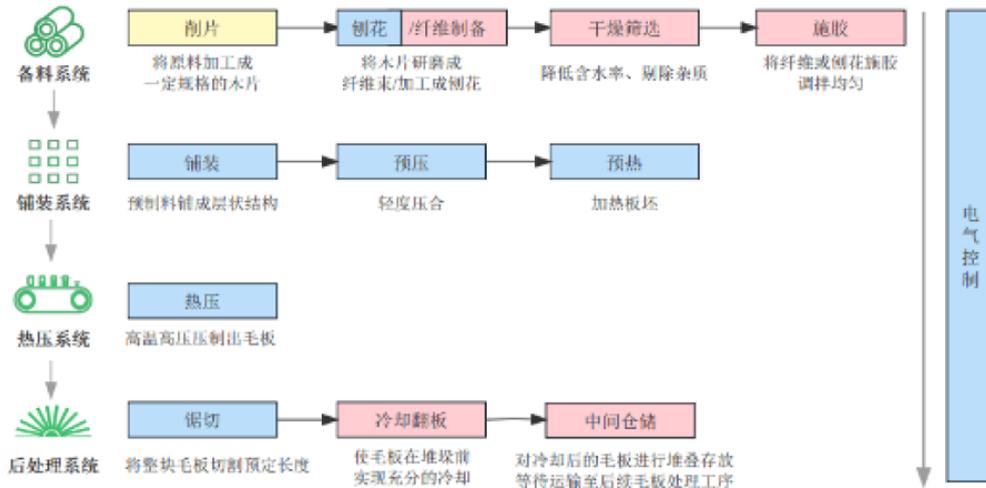
图表26 人造板生产线各工段的主要设备构成

生产工段	主要设备	作用	图示
备料工段	环式刨片机	削片机、刨片机将原材料加工成一定规格的木片或将木片加工成刨花或纤维等材料单元。其中，环式刨片机的作用是将削片机削出的木片或三剩物中的小块碎料加工成刨花。	
铺装工段	铺装机	将备料工段产出的纤维、刨花等材料单元铺装成不同人造板相应的基材结构，形成连续、均匀、平整的板坯。纤维板生产线、刨花板生产线和可饰面复合板生产线的铺装机设计差异较大	
	预压机	对铺装形成的板坯进行轻度压合。公司开发的重压辊式预压机一方面能够使得板坯在横向密度上更加均匀，利于后续热压工段的热量传导；另一方面能够使得板坯在结构上强度更高，利于减轻后续热压工段的压力	
	板坯预热机	预压后的板坯通过板坯预热系统进行加热，一方面能够提高板坯芯层温度，以降低热压工段的热量损耗、提高热压工段的传热效果；另一方面能够对板坯进行再次压实，提高板坯强度，同时将板坯内的胶团、硬块等压碎或压薄，避免硬物在热压工段损坏钢带。	
热压工段	双钢带连续压机	人造板生产线中的核心设备，其性能直接决定生产线的生产能力、效率、生产出的板材质量、生产成本等。公司生产的双钢带连续压机运行速度可达 180 米/分钟，最薄产品厚度达到 0.8 毫米，使得生产线具备高热效率、高速度、灵活的工艺可调性、高效的投入产出比等优势。公司的双钢带连续平压机产品能够根据客户对人造板规格的不同需求进行定制化生产，其中，宽度范围主要涵盖 2 英尺到 9 英尺，长度范围主要涵盖 12 米到 60 米	
后处理工段	横截锯	将热压工段产出的毛板按照客户需求长度进行切割	
	毛板后处理设备	将切割后的毛板进行冷却，并对不合格的板材进行自动检测和剔除	

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

公司能够为客户提供完整的生产线整体解决方案，其中，生产线主线设备，即铺装、热压和后处理工段的设备是公司的主要供货范围。

图表27 人造板的主要生产工序



资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

注：蓝色高亮工序的设备主要由公司自主生产，红色高亮工序的设备主要由公司采购获得，黄色高亮工序的部分设备正在研发。

2021-2024H1 公司主营业务收入分别为 50,099 万元、45,376 万元、59,611 万元和 41,960 万元，其中，生产线销售收入占主营业务收入比重较高。

图表28 公司主营业务收入按照产品类别构成情况

项目	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
生产线	38,610.97	92.02%	44,546.90	74.73%	38,399.22	84.62%	46,545.47	92.91%
钢带	902.13	2.15%	5,013.46	8.41%	2,163.33	4.77%	1,834.77	3.66%
改造项目	2,447.02	5.83%	10,050.77	16.86%	4,813.63	10.61%	1,718.86	3.43%
合计	41,960.12	100.00%	59,611.13	100.00%	45,376.19	100.00%	50,099.10	100.00%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

人造板生产线由备料、铺装、热压、后处理等多个工段多种设备集成，定制化程度较高，不同产品规格、设计存在差异，所需投入的人力、物力亦有所不同，不存在传统意义上的“产能”概念，因此公司生产线产品无法用产能、产能利用率等指标进行准确衡量。

图表29 公司生产线产品的产量、销量情况

时间	产量 (条)	销量 (条)	产销率
2024 年 1-6 月	9	7	78%
2023 年	10	7	70%
2022 年	4	7	175%
2021 年	9	10	111%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.1.2 分地区销售

公司国内主营业务收入以华东、华中和华南等地为主，而华东、华南和华中是我国纤维板和刨花板最大的三个生产区域。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2021 年度，公司在多个区域取得良好的销售业绩。尤其在华南地区，公司通过对江沅誉桦/新丰誉桦及广西三威林产岑溪市人造板有限公司等多条生产线销售，实现了对该区域销售重大突破。此外，公司在西北及东北地区也成功实现了对金泽源木业及辽宁中元生产线销售。同时，公司实现海外业务收入 17,531 万元，主要系公司成功销售了 MST 纤维板生产线及 HWMSC 岩纤板生产线。

2022 年度，公司销售主要集中在华东地区、西南地区、华南地区和国外地区。在华东地区，公司销售给福汇林木业及新港集团共 2 条生产线；在西南地区和华南地区，公司销售给建丰新材料及科天新材料各 1 条生产线；在海外销售方面，公司成功实现了对克诺斯邦集团的生产线销售。

2023 年度，公司国内销售主要在华中地区、华东地区和华北地区。其中，在华中地区，公司实现了对佳诺威、宁丰集团和东霖新材料共 4 条生产线的销售；在海外销售方面，公司首次实现在印度尼西亚的生产线产品销售。

2024 年 1-6 月，公司国内销售主要集中在华东和华北地区。其中，在华东地区，公司实现了对佳诺威、山东伟国和山东新博共 3 条生产线的销售；在海外销售方面，公司在印度实现了 1 条生产线产品的销售。

图表30 公司主营业务收入按照区域构成

区域	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
国内:	36,161.18	86.18%	48,637.30	81.59%	34,781.09	76.65%	32,568.33	65.01%
华东	17,848.41	42.54%	9,897.21	16.60%	19,169.73	42.25%	8,904.38	17.77%
华北	11,440.44	27.27%	6,858.85	11.51%	738.05	1.63%	831.15	1.66%
华南	6,638.05	15.82%	4,036.45	6.77%	6,082.51	13.40%	11,638.15	23.23%
西南	24.56	0.06%	109.73	0.18%	8,407.08	18.53%	234.51	0.47%
华中	209.72	0.50%	27,612.92	46.32%	383.72	0.85%	4,057.66	8.10%
东北	-	-	122.12	0.20%	-	-	2,711.33	5.41%
西北	-	-	-	-	-	-	4,191.15	8.37%
国外:	5,798.94	13.82%	10,973.83	18.41%	10,595.10	23.35%	17,530.76	34.99%
合计	41,960.12	100.00%	59,611.13	100.00%	45,376.19	100.00%	50,099.10	100.00%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

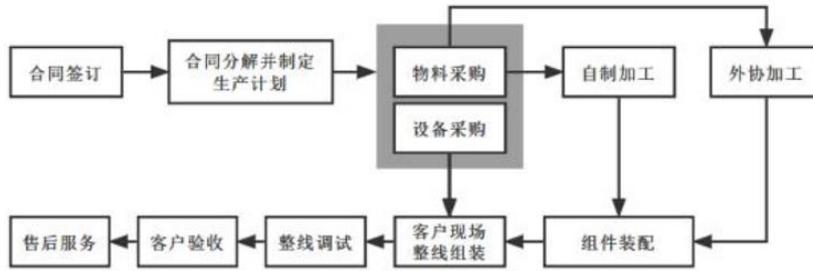
3.1.3 生产与销售模式

公司主要产品人造板生产线为非标产品，定制化程度较高，不同客户对供货范围、功能要求、性能指标等要求存在差异，因此采用“以销定产、以产定购”模式。公司采购的主要原材料包括金属材料、配套设备、电气件、传动件以及气动、液压、润滑件等。生产方面，对于加工周期较长的部分产品部件，公司可以在谈订单和市场预测为依据，进行适度预投产。公司连续平压生产线的生产由亚联机械的机械部和电气部、唐山亚联和拜特科技四个生产单位共同完成。公司机械部主要负责铺装工段设备的生产；唐山亚联主要负责热压工段和备料工段设备的生产，其中，连续压机中的钢带由唐山亚联的设计质检部提出参数要求、拜特科技负责生产；电气部主要负责生产线电气控制系统的生产。在生产线的生产过程中，公司将部分工艺简单、技术要求低的零部件通过委外加工的方式进行，委外加工厂商使用公司采购的原材料、按照公司提供的设计图纸和技术参数进行简单加工，主要工艺为折弯、焊接、车铣、打磨等。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表31 公司主要产品人造板生产线的工艺流程图



资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

公司采用直销模式进行销售。公司通过参加国内外人造板机械展会、行业会议、行业协会期刊宣传等途径，提高品牌知名度，拓展销售市场；同时，公司销售人员、技术人员亦会通过拜访与技术交流等方式接触潜在客户，进行市场开拓；此外，公司在人造板机械制造领域知名度高，也有很多客户慕名拜访，或经同行业友商推荐后主动联系。公司销售人员与具有合作意向的客户进行初步技术交流，深入了解客户需求后，编制初步的技术方案和项目报价。经过双方反复讨论后确定技术方案并更新报价，达成一致后签订销售合同。产品制造完成后，公司将生产线组成部件批发货至客户生产场地，并派遣技术人员驻扎客户现场进行安装指导和调试运行，验收完毕后公司为客户提供持续的技术咨询、故障分析和处理服务。

图表32 亚联机械对前五名客户的销售占比情况

年度	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
2024年1-6月	1	易县圣霖	7,394.27	16.72%
	2	佳诺威	7,250.09	16.39%
	3	恒基新材料	6,256.18	14.14%
	4	日照新博/山东新博	5,787.60	13.09%
	5	METRO	4,985.35	11.27%
			合计	31,673.48
2023年	1	宁丰集团	12,367.09	19.11%
	2	IFI	11,892.53	18.38%
	3	佳诺威	10,950.43	16.92%
	4	东霖新材料	8,214.91	12.70%
	5	内蒙古积葭/盘锦积葭	4,082.31	6.31%
			合计	47,507.26
2022年	1	克诺斯邦集团	10,200.55	21.23%
	2	建丰新材料	8,400.10	17.48%
	3	福汇林木业	5,447.41	11.34%
	4	科天新材料	3,912.17	8.14%
	5	澳思柏恩	3,906.88	8.13%
			合计	31,867.10
2021年	1	MST	12,622.38	24.17%
	2	江沅誉桦/新丰誉桦	6,989.11	13.38%
	3	HWMSC	5,196.39	9.95%
	4	信力达木业	5,068.01	9.70%
	5	金泽源木业	4,195.48	8.03%
			合计	34,071.35

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.2 各产品收入变动分析

2021-2024H1 公司的营业收入分别为 52,224.79 万元、48,045.71 万元、64,706.17 万元和 44,229.59 万元，归属母公司所有者的净利润分别为 8,385.97 万元、8,736.60 万元、10,334.15 万元和 8,168.28 万元。2022 年度，因为客户现场条件不足等影响，公司部分生产线项目的执行进度被迫延后，导致当年生产线产品销量减少，营业收入出现下滑；但是由于人民币对欧元汇率波动的影响，当年汇兑收益大幅增加，抵消了营业收入下滑的影响，使得当年净利润相较上年有所增长。2024 年上半年，公司验收 7 条生产线，实现销售收入 38,610.97 万元，而 2020-2023 年全年分别验收 8 条/10 条/7 条/7 条，生产线验收数量明显增加带动整体营收大幅增长，是上半年业绩大幅增长的主要原因，后续增长持续性主要关注公司在手订单验收节奏及新签订单情况，详细盈利预测见 6.1 盈利预测章节。

图表33 亚联机械盈利能力（单位 万元）

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
营业收入	44,229.59	64,706.17	48,045.71	52,224.79
营业成本	30,905.86	45,855.01	32,510.56	35,352.69
期间费用	4,524.42	8,196.21	6,526.14	8,569.19
营业利润	9,126.44	11,137.61	9,900.74	9,413.81
利润总额	9,183.63	11,648.89	9,931.66	9,476.86
归属母公司所有者的净利润	8,168.28	10,334.15	8,736.60	8,385.97
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	8,097.49	9,744.18	7,937.70	7,473.36

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.2.1 生产线产品收入波动分析

生产线产品各工段设备由公司各个生产单位同时进行生产，完工后依次发到客户现场，由公司指导客户进行安装和调试，最终由双方对生产线产品进行验收。对于整条生产线产品而言，待最后一批设备发出后，才算是全部完成生产，因此以此时点作为口径统计生产线产品的产量；待客户签署验收报告后，公司即确认收入，因此以生产线产品验收数量口径统计销量。2021-2024H1 公司的生产线销售收入分别为 46,545.47 万元、38,399.22 万元、44,546.90 万元和 38,610.97 万元，占主营业务收入的比例为 92.91%、84.62%、74.73%和 92.02%，是公司最主要的收入来源。

图表34 亚联机械生产线销量及销售均价变动

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度		2022 年度		2021 年度
	金额	金额	变动	金额	变动	金额
销售收入 (万元)	38,610.97	44,546.90	16.01%	38,399.22	-17.50%	46,545.47
销量 (条)	7	7	-	7	-30.00%	10
销售均价 (万元/条)	5,515.85	6,363.84	16.01%	5,485.60	17.85%	4,654.55
销售量变动对收入变动的贡献 (万元)	-	-	-	-13,963.64	-	-
均价变动对收入变动的贡献 (万元)	-	6,147.68	-	5,817.40	-	-

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

注：1) 销售量变动对收入变动的贡献= (本期销售量-上期销售量)*上期销售均价；均价变动对收入变动的贡献= (本期销售均价-上期销售均价)*本期销售量，下表同

2) 销售均价系公司 2021 年至 2024 年上半年各年所销售生产线的平均价格，各年的平均价格不反映生产线价格水平

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

A、生产线产品销量变动及对收入的影响

2021-2024H1 公司完成验收的生产线产品分别为 10 条、7 条、7 条和 7 条。**2022 年度，生产线产品销售数量较上年减少 3 条，主要系原计划于 2022 年验收的部分生产线，因客户现场条件不足及其他因素影响，未能在当年完成验收。**比如，某纤维板生产线由于客户资金问题未能按合同约定时间付款，影响了产品发货和安装进度；某刨花板生产线由于客户用地指标获批延期，项目安装进度被迫推迟；某刨花板生产线项目由于项目现场遭遇雨季影响，基础工程设施和外围配套设备建设进度不及预期，导致生产线安装和调试工作进展缓慢。

B、生产线产品销售均价变动对收入的影响

公司销售的人造板生产线产品为大型非标定制产品，其供货范围、产品类型和性能指标等是影响公司产品定价的主要因素。通常情况下，供货范围是决定生产线产品价格的首要因素。公司一般销售的主线产品供货范围包含铺装工段、压机工段和后处理工段，这些是生产线主要核心工段。整线产品供货范围除上述核心工段外，还包括备料工段、砂锯线、热能中心等其他设备。因此，整线产品供货范围更大，价格也更高。此外，产品产能和设备规模越大，产品价格也越高。

2022 年度，公司生产线产品销售均价较上年度增加 831.05 万元，涨幅为 17.85%，主要系各类生产线产品中产能较高的生产线产品销量增加所致；2023 年度，公司生产线产品销售均价较上年度增加 878.24 万元，涨幅为 16.01%，主要系 2023 年度销售的纤维板生产线为整线业务，供货范围不仅包括铺装、压机及后处理系统等核心设备，还包括备料系统、热能中心等其他工段设备，售价相对较高，拉高了生产线产品的销售均价；2024 年 1-6 月，公司生产线产品销售均价与上年度相比减少 847.99 万元，降幅为 13.33%，主要因为该期间销售的生产线均为主线产品，未实现整线业务的销售，从而导致生产线产品销售均价有所下降。

3.2.2 钢带产品收入波动分析

公司销售钢带产品时，会根据客户要求决定是否提供钢带的安装服务。针对需要提供安装服务的钢带产品销售，公司在完成安装服务并获得验收单后，确认销售收入；而对于无需提供安装服务的钢带产品销售，则需将产品运至指定地点并获得签收单或出口报关单后，确认销售收入。2021-2024H1 公司钢带产品收入分别为 1,834.77 万元、2,163.33 万元、5,013.46 万元和 902.13 万元，占主营业务收入的比分别为 3.66%、4.77%、8.41%和 2.15%。

图表35 亚联机械钢带产品销量及销售均价变动

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度		2022 年度		2021 年度
	金额	金额	变动	金额	变动	金额
销售收入 (万元)	902.13	5,013.46	131.75%	2,163.33	17.91%	1,834.77
销量 (吨)	38.10	132.72	102.81%	65.44	28.24%	51.03
销售单价 (万元/吨)	23.68	37.77	14.26%	33.06	-8.06%	35.96
销售量变动对收入变动的贡献 (万元)	-	2,224.48	-	518.14	-	-
均价变动对收入变动的贡献 (万元)	-	625.65	-	-189.58	-	-

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

A、钢带产品销量变动及对收入的影响

2021-2024H1 公司钢带产品销售数量分别为 51.03 吨、65.44 吨、132.72 吨和 38.10 吨。2023 年度，公司的钢带产品销售数量同比大幅增长，主要系公司加大了海外市场的开拓力度，尤其在欧洲市场的钢带产品销量显著增加。

2024 年 1-6 月公司的钢带产品销量相对较低，主要系钢带产品的产能有限，需要优先保证生产线配套钢带的生产和交货。最近三年，公司钢带产品的平均产量为 186 吨。2024 年 1-6 月，根据生产线产品的现场安装进度以及约定的交货期，公司

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

为 9 个生产线项目生产了配套钢带，交货量为 82.27 吨；而 2023 年度全年，公司为 10 个生产线项目生产配套钢带，交货量仅为 93.60 吨。因此，2024 年 1-6 月生产线配套钢带交货量较高，使得该期间对外独立销售的钢带产品销量偏低。

B、钢带产品销售均价变动及对收入的影响

2021-2024H1 公司钢带产品销售均价分别为 35.96 万元/吨、33.06 万元/吨、37.77 万元/吨和 23.68 万元/吨。公司销售的钢带产品规格主要为四英尺窄幅钢带产品及六英尺、八英尺宽幅钢带产品，销售均价的变动主要系产品结构变化所致。通常情况下，八英尺宽幅钢带与四英尺窄幅钢带相比，其加工工序更复杂，对原材料性能要求会更高，销售价格更高。

2021-2024H1 公司宽幅面钢带产品销量占比分别为 51.60%、45.38%、56.28%和 35.38%。2021 年起，随着国内外经济的复苏，各种类钢带产品市场需求逐渐增加，公司宽幅钢带产品销量占比随之增加，钢带产品的销售均价也得到提升。2024 年 1-6 月，由于市场需求的变化，公司宽幅钢带产品的销量占比减少，导致钢带产品销售均价相应降低。此外，该期间公司对销售策略进行调整，下调了部分钢带产品的定价水平，以提高价格竞争优势，拉低了钢带产品的销售均价。

3.2.3 改造项目收入波动分析

改造项目包含生产线改造项目和钢带改造项目。生产线改造项目是指公司为客户现有生产线的不同工段提供升级改造的服务。公司将相关设备或改造所需部件运抵客户现场，完成安装调试工作，并经客户验收后，确认销售收入；钢带改造项目则是指公司为客户提供旧钢带改造翻新服务。公司将改造完成的钢带产品送抵客户现场，经客户签收后，确认销售收入。

2021-2024H1 公司改造项目收入分别为 1,718.86 万元、4,813.63 万元、10,050.77 万元和 2,447.02 万元，占主营业务收入的比重分别为 3.43%、10.61%、16.86%和 5.83%。

图表36 亚联机械改造项目销量及销售均价变动情况

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度		2022 年度		2021 年度
	金额	金额	变动	金额	变动	金额
销售收入 (万元)	2,447.02	10,050.77	108.80%	4,813.63	180.05%	1,718.86
销量 (个)	16	38	-	38	40.74%	27
销售均价 (万元/个)	152.94	264.49	180.80%	126.67	98.98%	63.66
销售量变动对收入变动的贡献 (万元)	-	-	-	700.28	-	-
均价变动对收入变动的贡献 (万元)	-	5,237.14	-	2,394.50	-	-

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

最近三年，公司改造项目销量总体保持增加趋势。这主要由于随着行业技术的不断升级与更新，客户对生产线部分工段的革新改造需求持续增加，导致生产线改造项目收入也增加所致。

公司改造项目的服务范围广，可根据客户对各工段设备在功能、性能等方面提升优化的不同需求，增加或替换各类单机设备或设备组件。改造项目的价格因改造内容、技术要求、原料投入等方面的不同存在较大差异。2021-2024H1 公司改造项目的价格区间跨度较大，最低为 1.37 万元，最高则达 1,981.42 万元。各类改造项目在各期的销售结构存在差异，导致公司改造项目销售均价出现较大波动。

3.3 各产品盈利能力分析

2021-2024H1 公司主营业务毛利率分类情况如下：

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表37 亚联机械主营业务毛利率情况

项目	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
生产线	28.67%	92.02%	24.59%	74.73%	30.85%	84.62%	30.83%	92.91%
钢带	47.15%	2.15%	56.15%	8.41%	51.78%	4.77%	49.20%	3.66%
改造项目	41.23%	5.83%	29.10%	16.86%	30.07%	10.61%	33.41%	3.43%
合计	29.80%	100.00%	28.01%	100.00%	31.77%	100.00%	31.59%	100.00%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.3.1 生产线产品毛利率波动分析

2021-2024H1 公司生产线毛利率分别为 30.83%、30.85%、24.59%和 28.67%。公司生产线业务中，不同项目在具体技术方案、技术标准、用材用料、单机设备配置等方面均根据客户定制化需求进行调整，不存在标准化、批量化的生产，由于生产线产品的定制化程度较高，不同类型生产线毛利率存在差异，即使是同类型产品不同项目毛利率也存在差异。此外，公司会综合考虑是否为老客户复购、竞争对手情况等调整定价策略，同样会导致生产线项目年度间毛利率存在波动。

公司生产线产品主要以纤维板生产线和刨花板生产线为主，此外，公司将连续平压技术向新型材料领域拓展，于 2021 年成功交付岩纤板生产线，于 2022 年和 2023 年分别成功交付了 3 条和 1 条复合板生产线。

图表38 亚联机械各类型生产线产品毛利率情况 单位：%

产品类别	2024年1-6月			2023年			2022年			2021年		
	毛利率	收入占比	毛利率贡献率	毛利率	收入占比	毛利率贡献率	毛利率	收入占比	毛利率贡献率	毛利率	收入占比	毛利率贡献率
纤维板生产线	22.59	22.49	5.08	22.94	22.45	5.15	30.16	48.82	14.72	32.10	75.94	24.38
刨花板生产线	30.43	77.51	23.59	25.67	67.46	17.32	33.93	21.61	7.33	18.29	13.63	2.49
岩纤板生产线	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37.94	10.43	3.96
复合板生产线	-	-	-	21.09	10.09	2.13	29.74	29.57	8.80	-	-	-
合计	28.67	100.00	28.67	24.59	100.00	24.59	30.85	100.00	30.85	30.83	100.00	30.83

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

注：毛利率贡献率=毛利率*收入占比

A、2022 年生产线产品毛利率较 2021 年变动分析

2022 年度，公司生产线毛利率水平与 2021 年度相比基本保持稳定。其中，2022 年度刨花板生产线产品毛利率较上年度提高 15.64 个百分点，主要系公司于 2021 年度销售的刨花板生产线中，其中 1 条生产线初次使用公司自主开发的新型铺装机技术，具有创新和试验性质，顺利完成后将较大提高公司刨花板生产线产品的性能，因此在售价上给予了较大的优惠。2022 年度，公司确认收入的刨花板生产线中不再包含上述试验生产线情况，刨花板生产线产品毛利率较上年度有所提高。

B、2023 年生产线产品毛利率较 2022 年变动分析

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2023年，公司生产线毛利率水平与上年度相比减少6.26个百分点，主要系各类型生产线的毛利率下降所致，原因如下：

a、纤维板生产线的毛利率下降

2023年度，公司纤维板生产线的毛利率较上年度下降了7.22个百分点。本年度，公司仅销售1条纤维板生产线，该生产线是公司首次销往印度尼西亚的产品，作为公司在印度尼西亚市场的样板线，有助于公司进一步开拓印度尼西亚市场。同时，该生产线销售合同于2021年6月签订，当时全球经济正处于下行阶段，人员流动也受到了限制。公司综合考虑印度尼西亚市场开拓需要和全球经济形势的变化，在定价上给予了一定程度的优惠。

b、刨花板生产线和复合板生产线的毛利率下降

2023年度，刨花板生产线和复合板生产线的毛利率分别较上年度下降了8.26个百分点和8.65个百分点。本年度公司共销售了5条刨花板生产线和1条复合板生产线，上述生产线的销售合同均签订于2021年9月至2022年9月期间，其中5条生产线为老客户复购。受宏观经济波动等因素的影响，为了确保订单的稳定并避免资源浪费，公司在综合考虑市场开拓和客户复购的情况下，对产品定价给予了一定的优惠，导致了刨花板生产线和复合板生产线毛利率的较大幅度下降。

C、2024年1-6月生产线产品毛利率较2023年变动分析

2024年1-6月，公司生产线的毛利率较上年度增加4.08个百分点，主要系刨花板生产线毛利率上升所致。该期间，公司共销售了5条刨花板生产线。其中3条生产线销售合同分别签订于2022年10月和2023年7月，上述销售合同签订时，国内人员流动及商品的生产交付逐渐恢复常态，公司生产线产品的定价有所回升。此外，生产线产品的主要原材料之一为金属材料，受金属材料市场价格波动的影响，公司原材料采购价格下降，使得生产线产品成本相应降低，进一步拉高了生产线产品的毛利率水平。

3.3.2 钢带产品毛利率波动分析

2021-2024H1公司钢带产品销售的毛利率分别为49.20%、51.78%、56.15%和47.15%，其中，2021年及2022年毛利率水平较为接近。2023年，公司钢带产品毛利率较上年度增加4.37个百分点，主要系公司向克诺斯邦集团销售宽幅面钢带产品，占公司钢带销售收入比重35.32%，客户用于替换其位于欧洲工厂的旧钢带。由于该地区的竞争较小，公司拥有一定的定价优势，此钢带产品的毛利率较高，拉高了公司钢带产品整体毛利率水平。2024年1-6月，公司钢带产品的毛利率较上年减少9.00个百分点，主要是由于上述销往海外的毛利率较高的钢带产品销售收入占比下降所致。此外，该期间公司对销售策略进行调整，下调了部分钢带产品的定价水平，以提高价格竞争优势，也拉低了钢带产品的毛利率水平。

3.3.3 改造项目毛利率波动分析

2021-2024H1公司改造项目的毛利率分别为33.41%、30.07%、29.10%和41.23%。公司改造业务开展的主要目的是通过服务现有或潜在客户，挖掘市场需求和争取未来合作机会。公司改造项目毛利率变动的原因主要系各期改造项目的改造内容、复杂程度不同，导致不同改造项目的毛利率存在差异。

3.4 各项费用率分析

2021-2024H1公司期间费用分别为8,569.19万元、6,526.14万元、8,196.21万元和4,524.42万元，占各期营业收入的比例分别为16.41%、13.58%、12.67%和10.23%。

2022年度，公司管理费用较上年度基本保持稳定；销售费用较上年增加235.85万元，主要系随着公司销售业务的拓展，员工薪酬较上年有一定增长；研发费用较上年减少726.57万元，主要系当年的研发项目多处于后期阶段，研发项目领料较少；财务费用较上年减少1,599.41万元，主要系人民币对欧元汇率波动，公司产生了汇兑收益。

2023年度，公司销售费用较上年度略有增长；管理费用较上年度增加161.59万元，主要系随着公司业务规模的增长，管

理人员薪酬和差旅费等支出较上年度有所增加；研发费用较上年度增加 727.09 万元，主要系公司在研项目整体数量以及试制阶段项目数量增加所致；财务费用较上年度增加 548.01 万元，主要是由于公司为了应对汇率波动风险而减少欧元储备，导致公司本年度的汇兑收益较上年度减少。

图表39 亚联机械费用率变化情况

项目	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额(万元)	占营业收入比例	金额(万元)	占营业收入比例	金额(万元)	占营业收入比例	金额(万元)	占营业收入比例
销售费用	477.63	1.08%	1,016.09	1.57%	782.71	1.63%	546.86	1.05%
管理费用	1,778.11	4.02%	4,149.93	6.41%	3,988.34	8.30%	3,941.27	7.55%
研发费用	2,264.65	5.12%	3,214.68	4.97%	2,487.59	5.18%	3,214.16	6.15%
财务费用	4.04	0.01%	-184.49	-0.29%	-732.50	-1.52%	866.91	1.66%
合计	4,524.42	10.23%	8,196.21	12.67%	6,526.14	13.58%	8,569.19	16.41%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.5 偿债能力分析

公司资产负债表健康，资产科目主要是现金、存货，应收账款少；负债科目主要是合同负债，借款与应付账款少。

图表40 亚联机械资产负债表主要科目情况 单位：亿元

主要资产科目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
货币资金	2.21	3.03	1.99	1.16
应收票据及应收账款	0.61	0.50	0.70	0.22
存货	6.88	6.64	5.37	3.89
固定资产	1.44	1.52	1.65	1.67
其他非流动资产	2.92	2.33	1.09	1.23
资产总计	17.59	16.60	13.29	10.17
主要负债科目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
应付票据及应付账款	0.89	0.36	0.49	0.47
合同负债	9.46	9.13	6.61	4.66
长期借款	0	0.24	0	0.24
负债合计	11.31	11.15	8.37	6.17
主要权益科目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
归属于母公司所有者权益合计	6.28	5.45	4.92	4.00

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

在偿债能力方面，公司各项偿债指标健康，具体如下：

(1) 流动比率和速动比率分析

2021-2024H1 各期末，公司流动比率分别为 1.10、1.17、1.06 和 1.03，速动比率分别为 0.41、0.50、0.44 和 0.40。

2022 年末，公司流动比率和速动比率较上年末略有增长，主要是随着公司在执行生产线订单数量和规模的增加，与之相关的货币资金、预付账款和存货等流动资产和速动资产余额均较上年大幅度增长，且增长幅度高于流动负债增长幅度。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2023 年末，公司流动比率和速动比率较上年末略有下降，主要是随着公司在执行生产线订单数量和规模的增加，收到客户预付货款相应增长，流动负债余额较上年末略有增加。此外，公司利用暂时闲置资金投资长期定期存款，导致流动资产和速动资产余额均较上年末略有下降。因此，公司流动比率和速动比率较上年末略有下降。

(2) 资产负债率分析

2021-2024H1 各期末，公司资产负债率（母公司）分别为 72.85%、71.95%、78.36%和 73.99%。主要是由于公司先款后货的销售模式（产品验收前公司可收回大部分货款，仅对老客户在收款上予以一定的宽限期）和较长的生产销售周期，合同负债在负债总额中占比较高，导致了资产负债率维持在较高水平。在负债中剔除合同负债影响后，公司资产负债率（母公司）为 24.23%、15.89%、19.36%和 20.26%（招股书披露口径），总体维持在较低水平，公司具有较强的长期偿债能力。

(3) 利息保障倍数分析

2021-2024H1 公司利息保障倍数分别为 90.53 倍、109.72 倍、135.60 倍和 308.14 倍。公司银行借款较少，利息保障倍数维持在较高水平，具有较强的偿债能力。

图表41 亚联机械偿债能力

财务指标	2024 年 6 月 30 日	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
流动比率 (倍)	1.03	1.06	1.17	1.10
速动比率 (倍)	0.40	0.44	0.50	0.41
资产负债率 (母公司)	73.99%	78.36%	71.95%	72.85%
资产负债率 (合并)	64.31%	67.18%	62.95%	60.70%
财务指标	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
息税折旧摊销前利润 (万元)	10,560.80	13,486.19	11,723.31	10,967.01
利息保障倍数 (倍)	308.14	135.60	109.72	90.53

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.6 现金流状况分析

2021-2024H1 公司投资活动产生的现金流净额均为负数，主要系公司进行现金管理过程中通过将闲置资金开展大额存单业务，获取投资收益所致。公司主要依靠股东增资和银行借款方式筹集资金，2021-2024H1 筹资活动产生的现金流净额均为负数，主要系公司支付现金分红及偿还借款本息所致。

2021-2024H1 公司经营活动现金流量净额分别为-2,774.49 万元、12,987.97 万元、33,949.61 万元和 11,688.97 万元，经营活动产生的现金流呈增长趋势。2022 年度，公司经营活动产生的现金流量净额较上年度增加 15,762.46 万元，主要系公司根据合同规定的收款进度，当年预收的生产线产品货款较多，导致当年销售商品、提供劳务收到的现金较上年度大幅。2023 年度，公司经营活动产生的现金流量净额较上年度增加 20,961.64 万元，主要系公司新签订并生效的生产线合同较多，根据合同约定的收款进度，当年预收的货款较上年度大幅增长。

图表42 亚联机械现金流状况分析 单位：万元

项目	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
经营活动产生的现金流净额	11,688.97	33,949.61	12,987.97	-2,774.49
投资活动产生的现金流净额	-16,652.13	-14,773.35	-1,990.63	-6,593.80

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

筹资活动产生的现金流净额	-2,429.90	-3,182.67	-2,491.35	-1,105.85
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-104.76	60.5	313.17	-971.42
现金及现金等价物净增加额	-7,497.82	16,054.08	8,819.16	-11,445.56
经营活动产生的现金流净额	11,688.97	33,949.61	12,987.97	-2,774.49

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3.7 发展目标及规划

公司未来三年的经营目标是贯彻整体发展战略，以本次募投项目实施为契机，抓住市场机遇，通过建设生产基地提高生产线和高强度不锈钢精密传动钢带产能，扩大生产销售规模。同时，利用现有的以及募投项目新建的研发中心，加大研发投入，提升公司技术研发能力，拓展产品应用领域，并提高生产线产品的自动化和信息化水平。另外，公司将推进全球战略，布局国际市场销售和服务能力，努力开拓海外客户。

公司未来规划采取的措施：1) 产能扩张计划：公司将依托现有的敦化和唐山生产基地以及募投项目新建的济南生产基地，通过加大资本性投入扩大产能建设，丰富产品结构，满足不断增长的市场需求。2) 人才开发计划：将持续引进和培养研发、技术、营销、财务、管理人才，并加强国际化人才培育和队伍建设。3) 市场开拓计划：公司在巩固现有产品市场优势的同时深耕市场，根据行业动向和客户需求，着力对现有技术和产品进行提升改造，通过向市场提供创新产品，开辟更多盈利增长点。此外，公司拟通过深化重点客户合作关系和扩展销售网络等方式进行国内外市场开拓。4) 技术研发计划：一方面将进一步加大研发投入，在人造板生产线关键设备和技术、新型材料板材生产线、生产线自动化与数字化升级等领域重点投入；另一方面，公司将进一步完善现有的研发激励机制，加大项目责任制和研发成果奖励力度，激发研发人员的积极性。

四、可比上市公司分析

国内无业务相近的可比上市公司。公司主营业务为人造板生产线和配套设备的研发、生产、销售和服务，收入主要来自人造板生产线。公司在人造板生产线领域主要竞争对手为德国的迪芬巴赫（含上海板机）和辛北尔康普，从公开渠道无法获得适用的可比财务数据；此外，该领域进入壁垒较高、国内具有一定规模的参与者较少，国内目前尚无从事与公司业务相同或相似的上市公司。

根据《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司所处行业为“C35 专用设备制造业”。目前“C35 专用设备制造业”之“C352 化工、木材、非金属加工专用设备制造”下的 A 股上市公司中，所处细分行业包括木竹材加工机械制造、模具制造、塑料加工专用设备制造、橡胶加工专用设备制造、其他非金属加工专用设备制造以及炼油、化工生产专用设备制造六类。公司属于“3524 木竹材加工机械制造”细分行业，与前述其他五类细分行业差异较大，该细分行业中存在弘亚数控和南兴股份两家上市公司，财务数据可准确获得。

弘亚数控是国内家具装备研发、生产、销售及服务的行业领军企业，主要业务为向客户提供多系列数控家具机械设备和成套自动化生产线解决方案，主要为封边机、数控钻、加工中心、裁板锯、包装设备、木门加工设备、自动化生产线、智能制造解决方案等；南兴股份是国内板式家具生产设备的领军企业，主要产品包括数控开料系列产品，智能柔性封边系列产品，数控钻孔系列产品、智能包装系列产品以及智能工作站和整厂智能生产线解决方案。尽管弘亚数控和南兴股份的主要产品和公司存在差异，但在所处细分行业及上下游情况、工艺流程的相似程度、与公司具有一定相似性，部分指标可考虑与公司进行对比。

图表43 亚联机械与弘亚数控、南兴股份主要产品、工艺及行业地位对比

项目	弘亚数控	南兴股份	亚联机械	可比程度
----	------	------	------	------

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

主要产品	板式家具生产线成套设备, 包括封边机、裁板锯、数控钻、加工中心、智能包装设备等系列产品及自动化生产线、智能制造解决方案等	板式家具生产线成套设备, 包括智能工作站、封边机、数控裁板锯、数控开料、数控钻孔、数控排钻等系列产品	人造板生产线及配套设备	均属于木竹材加工生产设备
所处细分行业	3524 木竹材加工机械制造	3524 木竹材加工机械制造	3524 木竹材加工机械制造	细分行业一致
行业基本情况	上游为电器件、传动件、电机类、五金杂件等标准件以及钢板、型钢、铝型材生产的机架、外壳、精密零件等非标准零部件的供应商, 下游为家具及木门、木地板、建筑装饰等其他人造板应用领域	上游主要包括钢材、电器元件等行业, 下游主要为板式家具的生产以及其他涉及人造板加工或使用的领域	上游主要为金属材料、电气件、传动件、配套设备以及气动、液压件、润滑件的供应商, 下游为人造板生产企业	上游行业一致, 下游产品应用领域为上下游关系, 行业发展均与房地产等行业关联度高
主要工艺流程	原材料采购→生产装配功能机构和电气控制系统→整机装配和调试→入库出厂	原材料采购→下料加工→整机装配→调试→入库发货	原材料采购→下料加工→单机装配→发货→客户现场组装→调试验收	均包括机加工、组装和调试工序
行业地位及技术实力	国家级专精特新“小巨人”、智能制造系统解决方案供应商, 入选国家先进制造业集群“广东省广深佛莞智能装备产业集群”项目参与单位。荣获中国机械 500 强、广东省制造业 500 强, 被评为广州市隐形冠军企业; 主导制订国家标准和行业标准共 5 项, 取得近 300 项专利授权和计算机软件著作权; 2022、2023 年实现营业收入分别为 21.3 亿、26.8 亿。	国家高新技术企业、国家“火炬计划”重点高新技术企业、国家第三批专精特新“小巨人”企业、国家第七批“绿色工厂”、中国轻工业二百强企业、中国轻工业装备制造行业五十强企业; 拥有发明专利 107 项、实用新型专利 376 项、外观设计专利 20 项和计算机软件著作权 20 件; 2022、2023 年板式家具机械制造业实现营业收入 15.1 亿、21.9 亿。	高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。截至 2024 年 6 月末, 拥有 46 项授权专利, 其中发明专利 15 项、实用新型专利 31 项; 截至 2023 年底, 国内保有的连续平压纤维板和刨花板生产线中, 市场占有率位列第二名; 2022、2023 年实现营业收入 4.8 亿、6.5 亿。	

资料来源: 亚联机械招股书, 南兴股份公告, 弘亚数控公告, 平安证券研究所

注: 南兴股份主营业务中除板式家具机械制造外, 另有互联网数据中心服务, 南兴股份和弘亚数控相关实力数据来自 2023 年报

4.1 非财务指标对比

4.1.1 产品技术集成难度及价值量差异

产品制造和技术集成难度不同, 公司单个产品对收入影响较大。南兴股份和弘亚数控的主要产品封边机、数控钻、裁板锯等, 均为功能单一的机械设备, 产品平均销售价格约为每台十几万元。公司主要产品人造板生产线由铺装、热压和后处理等多个工段、多种功能的单机设备构成, 规模庞大, 制造和技术集成难度整体相对更高。根据招股书披露, 2021-2024 年上半年公司生产线产品平均销售价格为 5,422.66 万元/条, 单个产品对公司营收及利润影响较大。

图表44 亚联机械与南兴股份及弘亚数控产品单价对比 单位: 万元/台(条)

公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	12.0	11.9	11.2
弘亚数控	11.3	12.4	12.1
同行业公司平均值	11.6	12.2	11.6
亚联机械	6,364	5,486	4,655

资料来源: 亚联机械招股书, 南兴股份公告, 弘亚数控公告, 平安证券研究所

注: 南兴股份、弘亚数控产品单价为当年专用设备产品收入除以当年销售量估计

重要提示: 投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

4.1.2 销售模式差异

可比公司以经销为主，公司直销为主。根据南兴股份 2023 年年报，南兴股份专用设备业务在国内市场采取以经销商经销和公司直销相结合，以经销为主的方式进行销售，对于重点项目、重点客户和本地区的部分客户，则采取直销的方式进行销售。针对国外市场，主要通过国外合作经销商、媒体广告（包括 YouTube、Facebook 等）或国际性展会销售等方式拓展海外业务。弘亚数控在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品，根据弘亚数控 2023 年年报，2023 年经销收入占比达 96.07%。亚联机械主要产品是人造板生产线，由于公司生产线产品规模大、价格高，因此生产线产品客户均为公司重要客户，且人造板生产线定制化程度和技术水平较高，采取“以销定产、以产定购”的生产采购模式，通过直销方式进行销售。

4.1.3 研发投入对比

研发人数占比略低于可比公司，但研发费用率高于可比公司。公司研发人员人数整体保持稳定，2021 年、2022 年、2023 年末研发人员人数分别为 39 人、41 人和 44 人，占期末总人数的比例分别为 12.54%、11.78%和 10.14%，略低于可比公司均值，但从研发费用率来看，2021-2023 年公司研发费用占当前营业收入的比例分别为 6.15%、5.18%和 4.97%，高于同行业公司平均水平，主要系公司主要产品人造板生产线规模庞大、构成复杂、系统集成度高、涉及的研发创新点多，为不断提高技术水平和保持领先地位，在研项目数量较多，技术攻关投入规模较大。

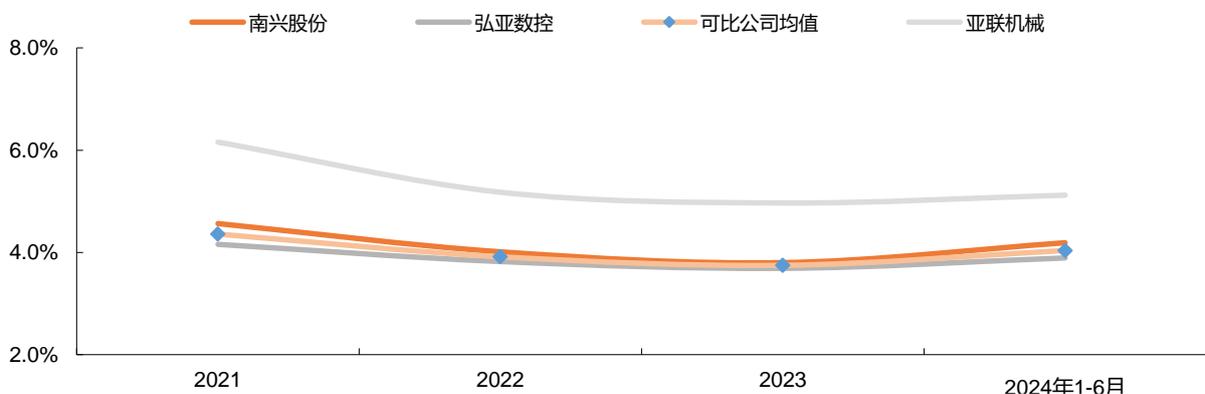
图表45 亚联机械与南兴股份及弘亚数控研发人员人数占比对比

公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	14.65%	15.03%	13.28%
弘亚数控	17.79%	17.17%	15.10%
同行业公司平均值	16.22%	16.10%	14.19%
亚联机械	10.14%	11.78%	12.54%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

注：南兴股份包括互联网数据中心业务研发人员

图表46 亚联机械与南兴股份及弘亚数控研发费用率对比



资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

注：可比公司数据来自上市公司年报，南兴股份包括其互联网业务数据中心研发投入

4.2 财务指标对比

4.2.1 营收及利润增速对比

公司与可比公司收入趋势基本保持一致，归母净利润稳定性好于可比公司。从收入增速来看，2021-2023 年公司营收增速分别为 50.13%、-8%和 34.68%，可比公司均值分别为 33.31%、-7.38%和 35.56%，公司整体走势与可比公司一致，2024 年上半年因生产线订单交付数量较多，与 2023 年全年持平（达 7 条），导致公司收入增速高于可比公司。从归母净利润增速来看，公司 2021 年到 2024 年上半年均保持增长，可比公司业绩波动更大。考虑南兴股份还包括互联网数据中心业务，仅考虑其专用设备业务，从毛利对比来看，公司毛利走势与可比公司趋势基本一致，2022 年小幅下滑，2023 年维持增长。

图表47 亚联机械与南兴股份及弘亚数控收入增速比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	-0.36%	45.03%	-4.51%	26.28%
弘亚数控	12.02%	26.09%	-10.26%	40.34%
同行业公司平均值	5.83%	35.56%	-7.38%	33.31%
亚联机械	30.92%	34.68%	-8.00%	50.13%

资料来源：亚联机械招股书，发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版，2023.12.14)，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告，其中，南兴股份仅计算其专用设备产品的收入，未考虑互联网数据中心业务部分。2) 截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

图表48 亚联机械与南兴股份及弘亚数控归母净利润增速比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	2.36%	-40.73%	-0.35%	11.95%
弘亚数控	-2.00%	29.75%	-12.57%	47.57%
同行业公司平均值	0.18%	-5.49%	-6.46%	29.76%
亚联机械	41.38%	18.29%	4.18%	23.98%

资料来源：亚联机械招股书，发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版，2023.12.14)，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

图表49 亚联机械与南兴股份及弘亚数控毛利增速比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	10.76%	26.70%	-1.16%	28.96%
弘亚数控	7.67%	38.73%	-18.01%	41.71%
同行业公司平均值	9.22%	32.71%	-9.58%	35.33%
亚联机械		21.35%	-7.92%	

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告，其中，南兴股份仅计算其专用设备产品的毛利，未考虑互联网数据中心业务部分。2) 截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，且由于亚联机械未披露 2023 年上半年毛利数据，2024 年上半年毛利增速未列示；由于 2020 年毛利披露口径不可比，2021 年亚联机械毛利增速未列示。

4.2.2 盈利能力及质量对比

毛利率高于同行业可比公司平均值，收现比与可比公司基本相当。2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年上半年公司毛利率分别为 32.31%、32.33%、29.13%和 30.12%，高于可比公司均值。主要原因为：（1）销售模式不同。南兴股份和弘亚数控产品采用以经销为主的销售模式，公司采用直销模式进行销售，与经销模式相比不需要为经销商保留一定的利润空间。（2）产品市场竞争程度不同。国内板式木工机械行业的市场参与者较多，竞争较为激烈。国外企业以德国豪迈、意大利 BIESSE、意大利 SCM 和 IMA Schelling 国际四大巨头为主，国内企业除弘亚数控和南兴股份等本土优势品牌外，还包括佛山新马、东莞华力、青岛永强等中等规模企业。人造板连续平压生产线高端装备技术壁垒较高，市场主要由迪芬巴赫、上海板机、辛北尔康普和亚联机械四家公司占据，2017 年至 2023 年投产的连续平压纤维板和刨花板生产线中，公司市场占有率分别为 48.08%和 28.72%。公司产品竞争能力较强，作为为数不多的市场参与者之一，具有一定的议价能力。

图表50 亚联机械与南兴股份及弘亚数控毛利率比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	26.65%	24.73%	28.32%	27.35%
弘亚数控	31.74%	32.98%	29.58%	33.11%
同行业公司平均值	29.19%	28.86%	28.95%	30.23%
亚联机械	30.12%	29.13%	32.33%	32.31%

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1）同行业公司数据来源于各公司年度报告，其中，南兴股份仅计算其专用设备产品的毛利率，未考虑互联网数据中心业务部分。2）截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

2022 年以来收现比大于 100%，与可比公司基本相当。2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年上半年公司收现比分别为 74%、131%、143%和 108%，除 2021 年外，公司收现比均大于 100%，主要因公司采取“先款后货”的销售模式，销售回款较好。与可比公司对比来看，2022 年、2023 年均大于可比公司均值，2024 年上半年略低于可比公司均值。

图表51 亚联机械与南兴股份及弘亚数控收现比比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	119%	112%	105%	110%
弘亚数控	114%	108%	102%	111%
同行业公司平均值	116%	110%	104%	110%
亚联机械	108%	143%	131%	74%

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1）同行业公司数据来源于各公司年度报告，收入现金比率=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入。2）截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

4.2.3 销售费用率及管理费用率对比

公司销售费用率低于可比公司平均水平。2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年上半年公司销售费用率分别为 1.05%、1.63%、1.57%和 1.08%，整体低于同行业平均水平。主要原因系：（1）公司客户开拓及维系主要以技术和品质为主导，多采用老客户引荐，展会推广等模式进行拓客，因此销售费用支出相对较低；（2）同行业上市公司大多涉及多个业务条线和产品类别，而公司目前生产线产品的种类较少，改造项目和备品备件业务通常面向原有客户，相关销售费用支出较低。

图表52 亚联机械与南兴股份及弘亚数控销售费用率比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	1.70%	1.65%	1.69%	1.81%

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

弘亚数控	1.53%	1.57%	1.93%	1.57%
同行业公司平均值	1.62%	1.61%	1.81%	1.69%
亚联机械	1.08%	1.57%	1.63%	1.05%

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告。2) 截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

公司管理费用率高于可比公司平均水平。2021 年、2022 年、2023 年及 2024 年上半年公司管理费用率分别为 7.55%、8.30%、6.41%和 4.02%，高于同行业公司平均水平，主要因为南兴股份和弘亚数控业务规模显著大于公司，存在一定规模效应，而管理费用具有一定的刚性，导致公司管理费用率高于同行业公司。

图表53 亚联机械与南兴股份及弘亚数控管理费用率比较

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	3.51%	3.86%	4.56%	4.86%
弘亚数控	3.98%	3.73%	4.01%	4.02%
同行业公司平均值	3.75%	3.80%	4.29%	4.44%
亚联机械	4.02%	6.41%	8.30%	7.55%

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告。2) 截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

4.2.4 应收账款周转率及存货周转率对比

2021-2023 年应收账款周转率高于可比公司平均水平。2021-2023 年公司应收账款周转率分别为 41.06、39.73、30.73 次/年，高于可比公司均值，主要因公司采取“先款后货”的销售模式，应收账款整体规模较小，且平均账龄较短、质量较高，与公司的业务模式相吻合，反映出公司较强的应收账款周转能力。2024 年 6 月末公司应收账款较 2023 年增长 85.2%至 3434.9 万元，导致应收账款周转率略低于同行业公司平均值。

图表54 亚联机械与南兴股份及弘亚数控应收账款周转率比较 单位：次/年，次/半年

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
南兴股份	3.21	6.15	5.72	7.01
弘亚数控	26.80	46.36	35.29	34.59
同行业公司平均值	15.00	26.26	20.50	20.80
亚联机械	14.42	30.73	39.73	41.06

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告；应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额。2) 截至 2025 年 1 月 2 日，亚联机械未披露 2024 年三季度财务数据，2024 年数据更新至上半年。

公司存货周转率与可比上市公司相比处于较低水平。2021 年、2022 年、2023 年公司存货周转率分别为 0.83、0.69 和 0.76 次/年，低于可比公司均值。主要由于公司主要产品生产线为大型非标成套设备，生产、调试、安装、验收的周期较长，因此存货周转率较低；而南兴股份和弘亚数控的产品以中小型常规通用机型为主，具有批量化生产和销售的特点，存货周转速度相对较快。

图表55 亚联机械与南兴股份及弘亚数控存货周转率比较 单位：次/年，次/半年

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

公司名称	2024年1-6月	2023年度	2022年度	2021年度
南兴股份	2.96	6.20	5.29	7.26
弘亚数控	2.59	5.33	4.19	5.19
同行业公司平均值	2.78	5.77	4.74	6.23
亚联机械	0.46	0.76	0.69	0.83

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告。2) 截至2025年1月2日，亚联机械未披露2024年三季度财务数据，2024年数据更新至上半年。

4.2.5 偿债能力对比

流动比率、速动比率低于同行业公司平均值，资产负债率高于同行业公司平均值。2021年、2022年、2023年、2024年1-6月公司流动比率、速动比率低于同行业公司平均值，资产负债率高于同行业公司平均值。公司资产负债率较高主要是公司采取“以销定产、先款后货”的生产及销售模式，且生产至验收周期较长，导致预收款项（合同负债）规模较大所致。根据我们计算的剔除预收（合同负债）后的资产负债率，2021年、2022年、2023年、2024年1-6月公司分别为27.5%、26.3%、27.1%、22.8%，均低于可比公司均值。

图表56 亚联机械与南兴股份及弘亚数控偿债能力比较

财务指标	公司名称	2024年1-6月	2023年度	2022年度	2021年度
流动比率 (倍)	南兴股份	2.18	2.04	2.21	1.99
	弘亚数控	2.72	3.26	3.88	3.57
	同行业公司平均值	2.45	2.65	3.05	2.78
	亚联机械	1.03	1.06	1.17	1.1
速动比率 (倍)	南兴股份	1.63	1.57	1.6	1.5
	弘亚数控	2.09	2.69	3.25	2.94
	同行业公司平均值	1.86	2.13	2.42	2.22
	亚联机械	0.4	0.44	0.5	0.41
资产负债率 (%)	南兴股份	39.71	39.57	37.8	34.81
	弘亚数控	31.74	29.34	30.05	32.98
	同行业公司平均值	35.72	34.46	33.93	33.9
	亚联机械	64.31	67.18	62.95	60.7

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1) 同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告。2) 截至2025年1月2日，亚联机械未披露2024年三季度财务数据，2024年数据更新至上半年。

图表57 亚联机械与南兴股份及弘亚数控剔除预收账款（合同负债）的资产负债率比较

公司名称	2024年1-6月	2023年度	2022年度	2021年度
南兴股份	38.5%	38.4%	36.5%	33.3%
弘亚数控	29.7%	28.5%	28.8%	31.1%
同行业公司平均值	34.1%	33.5%	32.6%	32.2%
亚联机械	22.8%	27.1%	26.3%	27.5%

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资料来源：亚联机械招股书，南兴股份公告，弘亚数控公告，平安证券研究所

注：1）同行业公司数据来源于各公司年度报告和半年度报告，剔除预收账款（合同负债）的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/（总资产-预收账款-合同负债）。2）截至2025年1月2日，亚联机械未披露2024年三季度财务数据，2024年数据更新至上半年。

五、募投项目分析

本次募集资金投资项目包括“亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目”、“研发中心项目”。综合制造基地项目建成后，公司可以提高铺装系统和高性能不锈钢钢带产能，并增加备料系统中核心设备的生产能力，从而缓解目前产能无法满足市场需求的现状；此外，通过抢占市场先机并整合人造板机械产业价值链的上下游，公司品牌价值也将进一步提升。研发中心项目旨在提高或形成人造板生产线关键设备研发与中试、复合材料生产线研发、人造板生产线自动化与数字化升级三方面的研发能力，增强公司综合研发能力。

图表58 亚联机械募集资金投资项目

序号	项目名称	实施主体	投资总额（万元）	募集资金使用金额（万元）
1	亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目（下称“综合制造基地项目”）	山东亚联	34,000.00	34,000.00
2	研发中心项目	亚联机械	6,065.70	6,065.70
	合计		40,065.70	40,065.70

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

5.1 募集资金投资项目简介

5.1.1 项目一、亚联机械人造板生产线设备综合制造基地项目

公司目前生产基地的生产能力有限，包括铺装工段产能不足，难以满足订单增长的需要，一定程度上阻碍了公司的发展。本项目建设地点位于济南市高新技术产业开发区，地处春博路以东、科嘉路以南、华海项目以北空地，拟由公司全资子公司山东亚联承建和运营。该项目将形成年产8台套铺装设备、54台套备料工段设备以及年产188吨高强度不锈钢精密传动钢带的产能，将有助于缓解目前的产能短缺。同时，高强度不锈钢钢带、备料工段设备除作为公司生产线产品的配套构件外，还可单独进行销售。由于钢带使用寿命有限且下游市场更换需求较大，市场规模尚有很大提升空间；备料工段核心设备系由公司自主研发并自行生产的，经过现场实验所得的新产品线，其与公司生产线产品良好契合。相关产品量产后，将进一步提升集成能力，拓展公司收入来源。

5.1.2 项目二、研发中心项目

研发中心项目位于敦化市经济开发区，地处城区东北部。本项目由亚联机械负责承建和运营，主体工程及办公场地将在原有厂房基础上改扩建和翻新。项目所需设备将通过购买获得，项目研发采用自主研发的方式进行，项目团队成员将通过社会招聘与公司内部招聘相结合的方式招募。项目研发方向聚焦于人造板生产线关键设备研发及中试、新型材料板生产线研发、人造板生产线自动化与数字化改造。该项目的实施，将有助于稳固公司在行业中的技术优势，并使公司自主创新能力提升达到国际先进水平。

5.2 募集资金投资项目的市场需求与经济效益分析

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

人造板装备制造行业需求来自下游人造板制造企业产能扩张，或是生产线与相关配件更新换代。第一，尽管近年下游地产下行拖累人造板需求，但我们对下游人造板中长期需求不悲观。一方面，地产支持政策陆续出台，国内新房销售有望逐步筑底；另一方面，存量房成交提升、叠加居民收入增长带来的消费力提升，二手房翻新需求有望一定程度弥补新房市场规模萎缩。参考成熟市场欧洲，2002-2022 年人造板产量年复合增速为 1.8%（根据联合国粮食及农业组织数据）。第二，刨花板产品性价比高、贴合定制家居需求，在国内人造板产业中占比逐步提高，未来提升空间大，人造板需求结构调整带来新型产线发展机遇。第三，落后产能加速淘汰催生装备升级替代需求，以纤维板为例，因产能相对饱和、近年新建产线较少，需求主要来自老旧产线更新换代。第四，随着亚联机械打破欧洲厂商在我国的垄断局面，且相比海外竞争对手具有明显的本土服务优势，国内人造板装备市场进口替代趋势加强。第五，印度等海外市场人造板产能持续扩张，企业出海迎来发展机遇。第六，随着连续平压生产线产能不断扩大，叠加钢带等配件使用寿命有限，未来钢带产品更新、生产线改造升级市场需求向好。

募集资金运用对公司财务和经营状况的影响：

1) 对净资产收益率及盈利能力的影响：本次募集资金到位后，公司的净资产与每股净资产都将大幅提高。净资产的增加将增强公司的持续发展能力和抗风险能力。由于净资产在短期内迅速扩张，公司的净资产收益率将被摊薄，每股收益将出现一定程度的下降。从中长期来看，本次募集资金投资项目具有良好的盈利前景，随着项目建成投产，公司的主营业务收入与利润水平将会提高，净资产收益率和每股收益水平将改善。

2) 对总资产及资产负债率的影响：本次募集资金到位后，公司所有者权益将增加，资产负债率水平将有所下降，资金实力进一步增强，同时可以提高公司对外融资能力，降低公司运营的财务风险，提高公司抗风险能力。

3) 对经营成果的影响：公司本次募集资金投资项目实施后，公司生产规模将进一步扩大，有效缓解公司产能瓶颈问题。根据亚联机械招股书披露，综合制造基地项目达产当年可实现销售收入 28,675.45 万元，新增净利润 5,188.01 万元。

图表59 亚联机械募集资金投资项目达产年经济效益预测值

	综合制造基地项目
营业收入 (万元)	28,675.45
净利润 (万元)	5,188.01
内部收益率	19.45%
投资回收期	5.60 年

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

六、 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

6.1.1 营收与毛利率假设

公司主营业务为以连续平压人造板生产线产品为核心，根据下游客户需求提供钢带产品和改造服务。根据三类业务情况，我们分别进行分析假设如下：

1、连续平压人造板生产线：2021-2023 年收入分别为 4.7 亿元、3.8 亿元、4.5 亿元。公司连续平压人造板生产线产品的生产交付时间较长，根据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，2020-2023 年 6 月验收的 29 条生产线，从合同签订到完成验收平均耗时 23 个月、最低 10 个月。因此可以根据在手订单及交付节奏去推算未来业绩。

1) 2024 年收入方面，根据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核中心意见落实函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，公司预计 2024 年验收 15 条产线，并披露合同签订时间等节点。考虑其中 4 条产线验收时点集中在 11-12 月，且截至 10 月末已收货款比例较低，而根据合同签订到验收平均 23 个月推算、其

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

中 2 条产线交付期应该在 2025 年，因此我们保守假设 2024 年验收 13 条产线，其余 2 条在 2025 年验收交付。

根据最新招股书，公司 2024 年上半年实际验收 7 条产线、贡献收入 38,611 万元，据此判断下半年完成 6 条产线验收具有一定合理性。均价方面，生产线价格取决于产线类型与规模等、差异往往较大，2021-2024 年上半年公司生产线产品平均销售价格为 5422.66 万元/条，假设 2024 年下半年验收的 6 条产线（6=13-7）的均价为 5422.66 万元，对应收入为 3.25 亿元。结合上半年收入推算 2024 年全年生产线收入为 7.11 亿元。

图表60 亚联机械 2024 年生产线收入预计

时间	验收条数 (条)	验收均价 (万元/条)	生产线营业收入 (万元)
2024年下半年估计值	6	5,422.66	32535.96
2024年上半年实际值	7	5,515.85	38,610.97
全年预计值	13	5472.84	71146.93

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

- 2) 2025 年收入方面，《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》披露，公司根据 2023 年 10 月底在手订单推算有 9 条产线将在 2025 年实现验收。考虑其中有 3 条产线为海外订单，而海外订单交付周期明显较长、不确定性较大（参考 2020-2023 年 6 月验收的 29 条生产线从合同签订到完成验收平均耗时 23 个月，其中 3 条海外订单的产线平均耗时 31 个月），因此我们保守假设 9 条产线中有 7 条在 2025 年验收，叠加前文所述的 2 条产线，合计有 9 条产线在 2025 年实现验收。同样假设该 9 条产线均价为 5422.66 万元/条，对应贡献收入为 4.88 亿元。此外，考虑到 2023 年 11-12 月、2024 年新签订单可能会在 2025 年验收，因此还需要估算 2023 年 11-12 月、2024 年新签订单及转换率。
- 新签订单方面，根据公司招股书及审核问询函回复披露的已签订但尚未确认收入的重大销售合同金额，以及生产线验收结转情况，测算 2023 年 10 月 31 日至 2024 年 10 月 22 日公司累计净减少生产线的在手订单约 0.81 亿元，具体测算如下：

图表61 亚联机械 2023.10.31-2024.10.22 生产线在手订单合同额变化值测算

项目	金额 (亿元)	备注
截至2023年10月31日，公司已签订1,000万元以上但尚未确认收入的重大销售合同	19.32	《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023年半年报财务数据更新版)》披露
截至2024年10月22日，已签订的1,000万元以上的重大销售合同金额合计为20.15亿元 (包含2024年三季度已验收项目)	20.15	亚联机械招股说明书 (注册稿) 披露
2024年三季度已验收生产线项目	1.56	根据招股说明书 (注册稿)，预计2024年前三季度营业收入62,054.44万元，2024年1-6月生产线业务收入占营收比重为87%，假设前三季度占比同样为87%，推算2024Q3生产线业务收入为1.56亿元
2023.10.31-2024.10.22生产线合同额变化值估计	-0.81	考虑1000万以上的订单主要是生产线业务、假设生产线占订单比重为90%，则2023.10.31-2024.10.22生产线合同变化值为-0.81亿元 (=20.15*0.9-1.56-19.32*0.9)

资料来源：亚联机械招股书，《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，平安证券研究所

- 根据期末在手订单=期初在手订单+新签订单-验收订单，推算新签订单=期末与期初在手订单变化+期间验收订单，推

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

算 2023 年 11-12 月与 2024 年合计新签订单为 7.36 亿元，具体测算如下：

图表62 亚联机械 2023.11-2024.12 新签生产线合同额测算

项目	金额 (亿元)	备注
2024年生产线在手订单合同额变化	-0.81	考虑2023年10月31日至2024年10月22日时间跨度接近1年，且与2024年重合度较高，假设2024年生产线合同额变化值为-0.81亿
2024年生产线验收金额	7.11	前文预测2024年生产线营业收入为7.11亿
2024年新签订单合同额	6.3	期末在手订单=期初在手订单+新签订单-验收订单，推算新签订单=期末与期初在手订单变化 (-0.81亿) + 期间验收订单 (7.11亿) =6.3亿
2023.11-2024.12月新签订单合同额	7.36	假设2023年11月、12月新签订单金额与2024年月度均值一致，推算2023年11-12月与2024年合计新签订单为7.36亿元 (=6.3/12*14)

资料来源：亚联机械招股书，《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，平安证券研究所

- 转换率方面，2020-2023 年 6 月验收的 29 条生产线中有 10 条是当年签约、次年验收的产线，转换率约 1/3 左右。假设 2023 年 11-12 月与 2024 年合计新签订单在 2025 年验收的比重为 33%，则贡献金额为 2.43 亿元。结合上文 9 条产线贡献的收入，2025 年合计验收的生产线收入为 7.31 亿元。

3) 2026 年收入方面，同样分为在手订单与新签订单两个部分：

- 在手订单方面，据招股书披露，截至招股说明书（注册稿）签署日，已签订的 1,000 万元以上的重大销售合同金额合计为 20.15 亿元（含 2024 年三季度已验收项目），同样假设生产线占订单比重为 90%，扣除 2024 年下半年验收的生产线收入与 2025 年验收的生产线收入，得到在手订单可于 2026 年验收的生产线金额为 7.57 亿元。由于从合同签订到完成验收平均耗时 23 个月，因此我们可以认为上述 7.57 亿元订单（于 2024 年 10 月底前签订）中绝大部分能在 2026 年实现验收，假设验收的比例为 80%，对应收入为 6.06 亿元。
- 新签订单方面，2026 年收入还可能来自 2025 年新签订单的验收。根据前文分析（详见章节 2.2），从国内市场看，尽管新房装修需求明显萎缩、短期可能导致人造板产能出现饱和，但存量房翻新需求有望一定程度对冲新房压力，同时刨花板逐步替代胶合板与纤维板，将带来刨花板生产线建设需求，叠加落后生产线产能淘汰、国内人造板装备市场进口替代，亦给公司业务获取提供发展空间。从海外市场看，印度等新兴市场人造板产能持续扩张，对应生产线需求仍具备增长空间，而公司 2021 年以来海外订单获取加速，根据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，截至本审核问询函回复出具日，公司已与韩国、印度、俄罗斯、印度尼西亚、巴基斯坦等多个国家客户累计签订 13 个生产线产品订单，其中 2021 年以来签订生产线订单数量为 7 个；并且据招股书披露，海外业务一般为整线项目、供货范围大、合同金额高。综合国内外市场，我们认为短期公司新获取订单金额有望保持平稳，假设 2025 年新签订单金额与 2024 年同为 6.3 亿。转换率方面，由于缺乏新签订单的验收时间表，同样参考 2020-2023 年 6 月验收的 29 条生产线中有 10 条是当年签约、次年验收的产线，转换率约 1/3 左右，因此我们假设 25 年新签订单于 2026 年验收的转换比例为 33%。综上，2025 年新签订单将为 2026 年贡献收入 2.08 亿元（=6.3 亿元*33%），叠加在手订单在 2026 年验收的 6.06 亿元，则 2026 年生产线收入合计 8.14 亿元。

综上，预计 2024-2026 年生产线营收分别为 7.11 亿元、7.31 亿元、8.14 亿元，增速为 59.7%、2.7%、11.4%。

毛利率方面，2021-2023 年生产线产品毛利率分别为 30.8%、30.9%、24.6%。生产线因定制化程度高，毛利率存在一定差异，取决于产品类型、原材料价格、公司定价策略等。在产品类型方面，一般刨花板生产线毛利率高于纤维板生产线，因公司在纤维板生产线方面生产工艺和技术更加成熟、让利空间大；刨花板生产线制造工艺比较复杂，技术要求相对较高，产品附加值更高，且近年来下游市场需求旺盛，公司在定价方面保持较高的话语权；复合板与岩纤板同样技术要求相对较

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

高，毛利率亦高。在原材料与定价方面，2021年至2022年上半年钢材价格偏高，叠加当时宏观市场环境承压、公司对产品定价给予优惠，导致2023年验收的产线订单综合毛利率偏低。一方面随着2022年下半年以来钢材价格明显回落，已降至历史中等偏低水平，预计后续钢材价格仍会维持平稳水平，成本端回落有利于毛利率改善；另一方面随着2022年下半年以来宏观经济环境逐步改善，公司产品定价回归常态，我们判断2024年生产线毛利率将明显回升，2024年上半年毛利率已回升至28.7%。我们根据2024年计划验收的各类型产线数量，以及各产线的历史毛利率水平，预计2024年生产线毛利率为28.7%，与上半年保持一致。考虑行业竞争或逐步加大，我们谨慎假设2025年、2026年生产线业务毛利率分别下滑0.5个百分点、1.0个百分点至28.2%、27.2%。

2、钢带产品：2021-2023年收入分别为1,835万元、2,163万元、5,013万元。钢带产品收入由销量与均价得到：

1) **销量方面**，2023年公司积极拓展海外市场，钢带产品销量大幅增长103%至133吨。2024年因生产的人造板生产线较多（上半年生产9条，2023年全年仅生产10条），而生产线需要提供配套钢带，导致可供外销的钢带产品数量大幅减少，2024年上半年仅销售38吨，假设全年销售70吨。2025年随着生产交付的产线减少，钢带可供外销规模增加，预计销量回升至100吨，同比增长43%。2026年随着钢带产能问题得以解决（近三年公司钢带产品平均产量为186吨，而募投的综合制造基地项目将增加年产188吨高强度不锈钢精密传动钢带的产能，项目施工建设期18个月，建成后次年投产70%，第三年达产），叠加下游行业中人造板连续平压生产线产能增加、备件材料更换市场需求增加，以及公司继续加大国内外市场开拓力度，假设2026年销量增加至150吨。考虑该销售增量50吨占新投产产能188吨的比重为27%，表明新投产产能利用率并不高，假设有一定合理性。

2) **价格方面**，2021-2023年钢带均价分别为36万元/吨、33万元/吨、38万元/吨，2024H1钢带均价因宽幅钢带产品的销量占比减少、调整价格策略导致下滑至24万元/吨。2021-2024H1公司宽幅面钢带产品销量占比分别为51.60%、45.38%、56.28%和35.38%。

从原材料成本看，公司钢带产品的主要原材料为特种不锈钢卷板。据招股书披露，2021-2024H1公司不锈钢卷板的采购均价分别为140.59元/吨、149.52元/吨、157.70元/吨、151.56元/吨，采购均价相对稳定，变动幅度在个位数、幅度小于公司钢带产品均价变化。

从钢带产品结构看，其对于均价影响较大。与2024年上半年均价较低情况类似，2020年公司钢带均价同样因为仅销售四尺窄幅钢带产品、均价降至25万元/吨，2021年随着产品结构正常化、均价回升至36万元/吨。因此，随着未来宽幅钢带产品占比逐渐回归正常水平，钢带价格将较2024年上半年明显回升。我们假设2024年下半年产品结构回到2023年水平、均价回升至37.5万元/吨（2023年为37.77万元/吨），叠加下半年销量预测值与上半年实际销量量价，推算全年钢带均价为30万元/吨。针对2025-2026年，考虑钢带行业竞争可能加剧，叠加公司产能扩张后让利意愿或将提升，此外近年钢材综合价格指数呈现震荡走低态势（详见下文图），因此保守假设2025-2026年钢带均价分别微降至29万元/吨、28万元/吨（明显低于2021-2023年钢带均价水平）。结合销量及价格假设，预计2024-2026年钢带业务收入分别为0.21亿元、0.29亿元、0.42亿元。

图表63 2024年全年钢带产品均价测算

	2024H1	2024H2 假设	2024E	说明
钢带销量 (吨)	38.1	31.9=70-38.1	70.0	参考前文假设2024年销量70吨，下半年31.9吨=70吨-38.1吨
销售单价 (万元/吨)	23.7	37.5	30.0=2098/70	假设2024年下半年产品结构回到2023年水平、均价回升至37.5万元/吨（2023年为37.77万元/吨），乘以销量推算下半年钢带收入1196万元，进而得到全年钢带收入与钢带均价
钢带收入 (万元)	902	1196	2098=902+1196	

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

3) **毛利率方面**，2021-2023年钢带产品毛利率分别为49.2%/51.8%/56.2%，2023年高毛利具有特殊性、不具备参考价值

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险
 请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

(详见章节 3.3.2 钢带产品毛利率波动分析); 2024H1 因产品结构调整等原因导致毛利率下调至 47%，保守假设全年毛利率同为 47%，2025-2026 年随着产能逐步释放，公司积极拓展业务、让利意愿可能提高，毛利率下滑至 45%/43%。

3、改造服务：2021-2023 年收入分别为 1,719 万元、4,814 万元、10,051 万元，同比增速分别高达 144%/180%/109%。改造服务收入由改造次数与均价得到，2021-2023 年改造服务次数分别为 27 次/38 次/38 次，改造均价分别为 64 万元/个、127 万元/个、264 万元/个，毛利率分别为 33.4%/30.1%/29.1%。由于每次改造内容、复杂度差异非常大，导致均价跟毛利率有所波动。2024 年因交付生产线较多、导致改造服务缺乏人员支持，上半年收入仅有 2,447 万元，假设全年收入 5000 万元。展望 2025-2026 年，考虑到随着人造板生产线行业保有量提升、老旧产线与钢带逐步面临维修改造阶段，叠加公司人员结构调整、积极支持改造业务发展，我们预计改造服务收入有望延续较快增长，2025-2026 年收入分别为 7500 万元、9800 万元，增速分别为 50%、30%。

毛利率方面，项目差异导致毛利率预测难，2021-2023 年改造服务毛利率平均为 30.9%，考虑 2024 年上半年毛利率高达 41.2%，若下半年毛利率回归历史平均水平，预计 2024 年全年毛利率较上半年回落至 35%，2025-2026 年假设回归历史平均水平，即假设 2025-2026 年毛利率为 30%。

4、其他业务：主要为材料销售等收入，假设未来收入平稳，参考 2024 年上半年毛利率 36%，假设未来毛利率均为 36%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.34 亿元、8.86 亿元、10.05 亿元，增速分别为 28.8%、6.3%、13.4%，毛利率分别为 30.0%、29.3%、28.6%。

图表64 公司盈利预测 单位：百万元

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	
生产线	收入	384	445	711	731	814	855	897	933	971	1,000	1,030	1,061
	成本	266	336	507	525	593	631	671	707	745	778	811	846
	收入增速	-18%	16%	60%	3%	11%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
	毛利率	31%	25%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%	22%	21%	20%
钢带	收入	22	50	21	29	42	55	66	75	83	91	96	101
	成本	10	22	11	16	24	32	40	47	54	61	66	71
	收入增速	18%	132%	-58%	38%	45%	30%	20%	15%	10%	10%	5%	5%
	毛利率	52%	56%	47%	45%	43%	41%	39%	37%	35%	33%	31%	29%
改造服务	收入	48	101	50	75	98	122	147	169	186	205	215	226
	成本	34	71	33	53	69	86	104	121	134	148	157	166
	收入增速	180%	109%	-50%	50%	30%	25%	20%	15%	10%	10%	5%	5%
	毛利率	30%	29%	35%	30%	30%	30%	29%	29%	28%	28%	27%	27%
其他业务	收入	27	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
	成本	15	29	33	33	33	34	35	36	37	38	39	40
	收入增速	26%	91%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	42%	42%	36%	36%	36%	34%	32%	30%	28%	26%	24%	22%
合计	收入	480	647	834	886	1,005	1,083	1,161	1,229	1,290	1,346	1,391	1,438
	成本	325	459	584	626	718	783	850	911	970	1,025	1,073	1,123
	收入增速	-8%	35%	29%	6%	13%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%
	毛利率	32%	29%	30%	29%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%	22%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表65 2022 年下半年以来钢材价格震荡走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 1994年4月=100

6.1.2 费用假设

- 1、销售费用：**2021~2023 年公司的销售费用分别为 547 万元/783 万元/1016 万元，占营业收入比重分别为 1.0%/1.6%/1.6%。考虑到公司的业务模式在未来不会出现较大变动，销售费用预计将随着营收规模增长而逐渐增加，销售费用率将保持相对稳定，我们预计公司 2024~2026 年销售费用占营业收入的比重将保持 1.6%左右。
- 2、管理费用：**2021~2023 年公司的管理费用分别为 3941 万元/3988 万元/4150 万元，占营业收入比重分别为 7.5%/8.3%/6.4%。公司管理费用平稳略增，费率随着收入波动而波动。我们预计随着公司营收规模增加，管理费用将小幅增加，但管理费率将稳中趋降，预计公司 2024~2026 年管理费用占营业收入的比重将维持在 6%左右。
- 3、研发费用：**2021~2023 年公司研发费用分别为 3214 万元/2488 万元/3215 万元，占营业收入的比重分别为 6.2%/5.2%/5.0%，公司研发费用占营业收入的比重稳中趋降，考虑公司将持续加大研发投入，预计将随着营收规模的增长而逐渐增加，2024~2026 年研发费用占营业收入的比重将维持在 5%左右。
- 4、财务费用：**2021~2023 年公司财务费用占营业收入的比重分别为 1.7%/-1.5%/-0.3%。公司有息负债非常少，2020-2024H1 末带息债务占总资产比重分别为 2.3%、2.4%、0.0%、1.4%、0.0%。假设公司上市融资成功、资金实力将进一步增强，因此我们预计公司 2024~2026 年的财务费用主要表现为利息收入。

6.1.3 其他关键假设

- 1、分红：**据招股书披露，“上市后未来三年内，公司原则上每年进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年实现的可分配利润的 20%，且公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%”。假设公司上市后每年的分红率为 20%。
- 2、所得税税率：**期内公司及部分子公司依法享受高新技术企业和西部大开发企业所得税优惠政策。根据财政部、税务总局、国家发展改革委联合发布《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》，自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税，亚联机械及子公司拜特科技自 2021 年 1 月 1 日起仍按 15% 的税率征收企业所得税。2022 年 12 月 12 日，子公司唐山亚联取得新的《高新技术企业证书》，有效期为三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》的相关规定，唐山亚联自 2022 年起至 2024 年按照 15% 的税率缴纳企业所得税。综上，考虑公司技术实力强，假设公司可长期获得高新技术企业和西部大开发企业所得税优惠政策，参考 2020-2023 年所得税实际税率分别为 10.2%、11.5%、12.0%、11.3%，假设 2024~2033 年所得税税率与近 4 年实际税率均值持平为 11.3%。
- 3、新增股本：**根据招股说明书披露的发行计划，公司拟向社会公开发行不超过 2,181.00 万股人民币普通股（含本数），且发行后总股本的比例不低于 25.00%，本报告中的新增股本暂以此发行计划为准。
- 4、投资收益及其他收益：**投资收益主要是定期存单利息收入；其他收益主要是增值税进项加计扣除、政府补助。尽管近年市场利率下行，但考虑公司上市后在手资金实力增强、且经营性净现金流良好，假设未来定期存单利息收入保持平稳。同

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

时, 公司科研创新实力较强, 2021-2024H1 公司及部分子公司依法享受了高新技术企业和西部大开发所得税优惠政策, 且根据《财政部 税务总局关于先进制造业企业增值税加计抵减政策的公告》(财政部 税务总局公告 2023 年第 43 号), 公司自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日, 按照当期可抵扣进项税额加计 5% 抵减应纳税额。因此, 假设未来政府补助、增值税进项加计扣除也保持平稳。

6.1.4 财务报表预测

根据上述假设, 我们对公司财务报表预测如下, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.35 亿元、1.38 亿元、1.48 亿元, 其中 2024 年同比增速较高, 主要因: 2020-2021 年受宏观环境影响, 当年洽谈的生产线订单较多推迟至 2022 年签订, 叠加公司 2021 年后积极拓展海外市场, 促使 2022 年新签订单金额明显增长, 而生产线生产交付期一般为 2 年左右, 意味着 2024 年将进入密集验收期, 带动 2024 年公司营收与利润大幅增长。从上半年看, 2024 年上半年公司验收 7 条生产线, 而 2020-2023 年全年分别仅验收 8 条/10 条/7 条/7 条。

短期而言, 公司充足的在手订单对业绩形成一定保障; 中长期看, 我们认为公司业绩驱动具备一定持续性, 原因如下:

从行业空间看, 如章节 2.2 所述, 未来全球人造板市场或呈现增幅放缓但总体向好趋势, 公司所处的人造板机械制造行业将呈现总体平稳略增态势, 主要受益一是未来刨花板逐步替代胶合板与纤维板, 带来刨花板新建生产线需求; 二是落后产能加速淘汰催生装备升级替代需求; 三是与人造板机械制造相关的钢带产品更新、产线设备升级改造亦带来一定增量空间。

从集中度看, 公司竞争实力强劲, 未来全球市占率提升将助力业绩增长。

- 1) 从竞争实力看, 据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》披露, 第一, 与迪芬巴赫、辛北尔康普等竞争对手相比, 公司在技术水平上不存在明显差异, 产品最大运行速度、铺装精度、能够生产的板材最薄厚度等主要性能、技术指标已达到行业领先水平, 并推出多款全球首套等行业领先产品; 第二, 公司作为本土企业, 与欧洲厂商相比在售后服务等方面具有较强的竞争力, 依靠设备性能、技术水平、售后服务等综合实力获取客户信任; 第三, 相比竞争对手, 公司凭借较低的人工成本、精益化的生产与成本控制, 在产品价格方面形成一定优势, 产品性价比更强。
- 2) 从国内市占率变化看, 公司近几年人造板生产线尤其是刨花板生产线的市占率呈现提升态势。截至 2023 年底, 我国保有的连续平压纤维板和刨花板生产线中, 公司市占率位列第二 (分别为 36.8%、27.4%); 其中若单看 2017-2023 年投产产线, 连续平压纤维板生产线约 48.1% 来自公司, 市占率位列第一, 连续平压刨花板生产线约 28.7% 来自公司, 市占率位列第二 (详细数据见章节 2.8)。未来公司在国内市占率, 尤其是刨花板领域仍具备提升空间。
- 3) 从出海前景看, 印度等新兴市场人造板市场发展势头依然良好, 同时海外业务一般为整线项目、供货范围大、合同金额高。2021 年以来公司加大海外布局力度, 招股书披露公司将开拓国际市场、提高市场占有率作为重要战略。根据《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》, 截至本审核问询函回复出具日, 公司已与韩国、印度、俄罗斯、印度尼西亚、巴基斯坦等多个国家客户累计签订 13 个生产线产品订单, 其中 2021 年以来签订生产线订单的数量为 7 个。随着公司加大海外拓展力度, 叠加公司在技术实力、产品性价比等优势, 海外市场拓展逐步显现, 为公司未来发展进一步打开成长空间。
- 4) 从配套产品服务看, 与人造板机械制造相关的钢带产品更新、产线设备升级改造也具备一定发展空间。如章节 2.2 所测算, 全球每年钢带更换需求超过 900 吨。2023 年公司钢带销量同比增长 103% 至 133 吨, 市占率仅 15% 左右。随着公司上市后提高高性能不锈钢钢带产能, 产能瓶颈问题得以解决, 将为公司钢带销量增长提供充足弹药。此外, 公司也在积极发力改造服务, 叠加上市后铺装、备料等配套产能提升, 未来改造业务收入亦有望延续良好增长。

图表66 公司 2024~2026 年盈利预测简表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	480	647	834	886	1005
同比(%)	-8.0	34.7	28.8	6.3	13.4
归母净利润(百万元)	87	103	135	138	148
同比(%)	4.2	18.3	30.4	2.5	6.8
毛利率(%)	32.3	29.1	30.0	29.3	28.6
净利率(%)	18.2	16.0	16.2	15.6	14.7
ROE(%)	17.7	19.0	13.5	12.4	12.0

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表67 公司 2024~2033 年利润表预测 单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	480	647	834	886	1005	1083	1161	1229	1290	1346	1391	1438
营业成本	325	459	584	626	718	783	850	911	970	1025	1073	1123
税金及附加	4	8	8	9	10	10	11	12	12	13	13	14
营业费用	8	10	13	14	16	17	19	20	21	22	22	23
管理费用	40	41	50	53	60	65	70	74	77	81	83	86
研发费用	25	32	42	44	50	54	58	61	65	67	70	72
财务费用	-7	-2	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-4	-5	-5
资产减值损失	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
信用减值损失	-0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	99	111	150	154	164	167	167	165	160	154	145	135
营业外收入	1	6	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	99	116	152	156	166	169	169	167	162	156	147	137
所得税	12	13	17	18	19	19	19	19	18	18	17	15
净利润	87	103	135	138	148	150	150	148	144	138	130	121
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	103	135	138	148	150	150	148	144	138	130	121

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

图表68 公司 2024~2033 年资产负债表预测 单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
流动资产	945	1126	1865	1886	2033	2280	2521	2742	2944	3127	3284	3439
现金	199	303	815	762	746	880	1004	1120	1222	1312	1389	1459
应收票据及应收账款	89	78	100	106	121	130	139	148	155	162	167	173
其他应收款	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
预付账款	96	68	88	94	106	114	123	130	136	142	147	152
存货	537	664	845	906	1039	1133	1230	1319	1403	1483	1553	1625
其他流动资产	22	13	17	18	21	22	24	25	26	27	28	29
非流动资产	384	534	550	727	895	890	894	904	922	947	972	996
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	165	152	178	364	541	546	559	579	601	630	660	688
无形资产	91	89	85	80	76	71	67	62	58	53	49	44
其他非流动资产	129	293	288	283	278	273	268	263	263	263	263	263
资产总计	1329	1660	2415	2614	2927	3170	3414	3646	3866	4074	4256	4435
流动负债	810	1060	1364	1451	1648	1779	1910	2025	2131	2227	2305	2387
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	49	36	46	49	56	62	67	72	76	81	84	88
合同负债	661	913	1176	1250	1417	1527	1637	1733	1820	1899	1962	2028
其他流动负债	99	112	142	152	174	190	206	220	234	247	259	271
非流动负债	27	55	51	51	49	42	34	32	32	32	32	33
长期借款	0	24	20	20	19	11	4	2	1	1	2	2
其他非流动负债	27	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
负债合计	837	1115	1414	1502	1697	1820	1945	2058	2162	2259	2338	2419
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本	65	65	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
资本公积	76	78	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
留存收益	351	401	509	619	737	857	977	1096	1211	1322	1426	1523
归属母公司股东权益	492	545	1001	1112	1230	1350	1470	1588	1704	1814	1919	2016
负债和股东权益	1329	1660	2415	2614	2927	3170	3414	3646	3866	4074	4256	4435

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所 注：上表中“其他流动负债”与尾页的“其他流动负债”存在差异，主要因其不包含“合同负债”，而尾页的“其他流动负债”包含“合同负债”

图表69 公司2024~2033年现金流量表预测 单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
经营活动现金流	130	339	219	169	210	195	195	190	184	179	168	162
净利润	87	103	135	138	148	150	150	148	144	138	130	121
折旧摊销	17	18	13	23	33	34	37	39	42	45	49	52
财务费用	-7	-2	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-4	-5	-5
投资损失	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	13	170	76	13	35	17	15	10	6	3	-2	-3
其他经营现金流	25	56	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
投资活动现金流	-20	-148	-26	-196	-196	-26	-36	-46	-56	-66	-70	-72
资本支出	47	32	30	200	200	30	40	50	60	70	74	76
长期投资	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

其他投资现金流	-73	-180	-56	-396	-396	-56	-76	-96	-116	-136	-144	-148
筹资活动现金流	-25	-32	319	-25	-29	-35	-34	-28	-26	-23	-21	-19
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期借款	-24	24	-4	0	-1	-8	-7	-2	-1	1	0	0
其他筹资现金流	-1	-56	323	-26	-28	-28	-27	-26	-25	-23	-21	-19
现金净增加额	88	161	512	-53	-16	133	124	115	102	90	77	71

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

6.2 估值分析

公司主营业务为以连续平压人造板生产线产品为核心，根据下游客户的需求提供钢带产品和改造服务。2019 年以来公司收入、归母净利润保持相对稳定，建议综合采用绝对估值法和相对估值法中的 PE 估值法测算公司的合理市值区间。

6.2.1 绝对估值法

本报告中的绝对估值法采用现金流折现模型（DCF）中的公司自由现金流模型（FCFF），主要参数说明如下：

1、估值时点：2024 年 12 月 19 日。

2、贝塔值（ β ）：由于公司还未上市，无连续成交价格数据，本报告中采用与公司的处于同行业的可比公司弘亚数控、南兴股份，计算二者与沪深 300 之间的贝塔值。截至估值时点，弘亚数控、南兴股份近 2 年的 β 均值分别为 1.31、0.84，平均值为 1.08；而 SAC 化工、木材、非金属加工专用设备制造行业共 31 家上市公司（包含弘亚数控与南兴股份）的 β 平均值为 1.03，略低于弘亚数控与南兴股份的平均值。基于审慎原则我们选择其中的较高者，即弘亚数控与南兴股份的 β 值平均值 1.08 作为公司绝对估值的 β 值。

图表70 SAC 化工、木材、非金属加工专用设备制造行业总共 31 家上市公司的近 2 年 BETA 值

序号	股票代码	股票名称	β 值
1	002031.SZ	巨轮智能	0.84
2	002073.SZ	软控股份	1.05
3	002337.SZ	赛象科技	0.72
4	002595.SZ	豪迈科技	0.45
5	002757.SZ	南兴股份	0.84
6	002786.SZ	银宝山新	0.37
7	002833.SZ	弘亚数控	1.31
8	002997.SZ	瑞鹄模具	1.03
9	300151.SZ	昌红科技	1.10
10	300281.SZ	金明精机	1.09
11	300415.SZ	伊之密	1.37
12	300549.SZ	优德精密	0.86
13	300707.SZ	威唐工业	1.74
14	300950.SZ	德固特	1.08
15	300953.SZ	震裕科技	1.23
16	300998.SZ	宁波方正	1.44
17	301022.SZ	海泰科	1.10
18	301138.SZ	华研精机	1.06
19	301186.SZ	超达装备	0.93
20	600520.SH	文一科技	0.88
21	600579.SH	克劳斯	0.86
22	603159.SH	上海亚虹	0.62
23	603169.SH	兰石重装	0.96

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

24	603289.SH	泰瑞机器	0.84
25	603917.SH	合力科技	1.29
26	605167.SH	利柏特	0.74
27	688028.SH	沃尔德	1.30
28	688121.SH	卓然股份	1.25
29	688162.SH	巨一科技	1.29
30	688633.SH	星球石墨	1.08
31	873703.BJ	广厦环能	1.23
		平均值	1.03

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、无风险利率: 采用近六个月中债 10 年期国债到期收益率作为无风险利率, 取值为 2.12%。

4、市场收益率: 选取沪深 300 指数基日 (2004 年 12 月 31 日) 至估值时点日的收益率的年复合增长率, 取值为 7.12%。

5、目标负债率: 公司有息负债非常少, 2020-2024H1 未带息债务占总资产比重分别为 2.3%、2.4%、0.0%、1.4%、0.0%。假设公司上市融资成功、资金实力将进一步增强, 同时考虑过往借款历史、以及日常经营资金周转需求, 假设未来目标负债率为 2020-2023 年末带息负债率的平均值 1.5%。利率方面, 2020 年 9 月公司因日常经营及采购原材料等需求, 以部分固定资产和无形资产为抵押, 分两笔共向银行贷款 2,400 万元, 年利率 4.35%, 期限为 3 年, 低于当时 5 年期以上 LPR (4.65%) 约 30bp。考虑最新 5 年期以上 LPR 为 3.6%, 假设当前公司借款利率同样低于 LPR 约 30bp, 为 3.3%。

6、所得税税率: 期内公司及部分子公司依法享受高新技术企业和西部大开发所得税优惠政策。考虑公司技术实力强劲, 假设可长期获得高新技术企业和西部大开发所得税优惠政策, 参考 2020-2023 年所得税实际税率分别为 10.2%、11.5%、12.0%、11.3%, 假设 2024-2033 年所得税税率与近 4 年实际税率均值持平为 11.3%。

7、WACC: 根据可比公司的贝塔值 (β)、无风险利率和市场收益率可计算公司的股权资本成本为 7.51%。结合公司的税率、目标负债率、股权资本成本和债务成本, 可计算出公司的 WACC 值为 7.44%。相比可比公司, 我们并未给予公司特定风险溢价, 主要因亚联机械的产品制造和技术集成难度更高, 且行业市占率较高、有一定议价权:

1) 相比可比公司, 公司产品制造和技术集成难度更高。弘亚数控和南兴股份主要产品封边机、数控钻、裁板锯等, 均为功能单一的机械设备, 产品平均销售价格约为每台十几万元。公司主要产品人造板生产线由铺装、热压和后处理等多个工段、多种功能的单机设备构成, 规模庞大, 制造和技术集成难度整体相对更高, 生产线产品平均售价超过 5000 万元/条。

2) 公司市占率较高, 有一定行业议价权, 而可比公司所在的板式木工机械行业竞争较为激烈。人造板连续平压生产线高端装备技术壁垒较高, 市场主要由迪芬巴赫、上海板机、辛北尔康普和亚联机械四家公司占据。如前文所述, 2017 年至 2023 年投产的连续平压纤维板和刨花板生产线中, 公司市场占有率分别为 48.08% 和 28.72%。公司产品竞争能力较强, 作为为数不多的市场参与者之一, 具有一定的议价能力。而弘亚数控、南兴股份所在的板式木工机械行业竞争较为激烈, 国外企业以德国豪迈、意大利 BIESSE、意大利 SCM 和 IMASchelling 国际四大巨头为主, 国内企业除弘亚数控和南兴股份等本土优势品牌外, 还包括佛山新马、东莞华力、青岛永强等中等规模企业。

8、预测期增长率: 2019-2023 年公司收入年复合增速为 8.1%, 因验收周期不稳定导致各年收入增速波动较大。2023-2026 年由于海外订单增加、且订单集中交付, 导致收入增长偏高, 如上文所述预计 2023-2026 年收入年复合增速为 15.3%。考虑国内城镇化放缓、人造板产能存在相对饱和迹象, 预计未来国内人造板产线新增需求趋缓, 但一方面, 2021 年以来公司海外业务拓展逐见成效, 海外产线收入有望对冲国内产线收入下行压力。另一方面, 随着国内外人造板产能持续增长, 钢带、产线改造等需求有望持续增长, 2019-2023 年公司钢带与改造服务收入从 0.3 亿元跃升至 1.5 亿元。且公司上市后积极扩充钢带等产能, 未来钢带、产线改造服务收入有望保持较快增长, 带动整体营收规模稳中趋增。毛利率方面, 考虑行业竞争压力加大、公司利润率水平较高, 保守假设 2027-2033 年毛利率逐年微降。具体增速见本报告前文所述, 之后公司进入永续增长阶段。

9、永续增长率: 从宏观环境看, 长期来看我国经济有望保持良好增长、物价水平温和上涨。从行业环境看, 参考欧洲成熟市场, 2012-2022、2002-2022 年人造板产量年复合增速分别为 2.1% 和 1.8% (根据联合国粮食及农业组织数据), 在迈入成熟阶段后人造板需求仍保持增长。从公司产品看, 公司产品技术壁垒高, 长期定价趋势有望与总体物价水平一致、呈现

重要提示: 投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

稳中微升态势，同时人造板行业需求长期看或继续增长、带来产线设备新建与更新换代需求。综合需求量与产品价格两个维度，我们假定公司永续增长率为2%。

图表71 估值参数设定及 WACC 计算

贝塔值 (β)	1.08	股权资本成本 K_e	7.51%
无风险利率 R_f	2.12%	债务成本 K_d	3.30%
市场收益率 R_m	7.12%	目标负债率 y	1.50%
所得税税率 t	11.3%		
WACC	$WACC = K_e * (1-y) + K_d * y * (1-t)$, 其中 $K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$ 即 $WACC = 7.44\% = 7.51\% * (1 - 1.50\%) + 3.30\% * 1.50\% * (1 - 11.3\%)$		

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表72 公司各年度折现系数

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
现值系数(WACC)	0.997 6	0.9286	0.8643	0.8045	0.748 8	0.6969	0.6487	0.6038	0.5620	0.5231

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表73 公司 2024~2033 年现金流折现及折现估值结果 单位: 百万元

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	834	886	1005	1083	1161	1229	1290	1346	1391	1438
减: 营业成本	584	626	718	783	850	911	970	1025	1073	1123
减: 营业税金及附加	8	9	10	10	11	12	12	13	13	14
减: 销售费用	13	14	16	17	19	20	21	22	22	23
减: 管理费用	50	53	60	65	70	74	77	81	83	86
减: 研发费用	42	44	50	54	58	61	65	67	70	72
减: 财务费用	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-4	-5	-5
减: 资产减值损失	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 其他经营损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
加: 公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 其他收益	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
营业利润	150	154	164	167	167	165	160	154	145	135
加: 营业外收入	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	152	156	166	169	169	167	162	156	147	137
减: 所得税	17	18	19	19	19	19	18	18	17	15
税后利润	135	138	148	150	150	148	144	138	130	121
NOPLAT	132	134	144	146	146	143	139	133	124	115
加: 折旧摊销	13	23	33	34	37	39	42	45	49	52

重要提示: 投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

减：经营营运资本增加	-57	-8	-23	-9	-7	-3	0	3	7	8
减：资本支出	30	200	200	30	40	50	60	70	74	76
公司自由现金流 FCFF	173	-34	0	159	149	135	120	105	92	84
企业价值	1538									
加：非核心资产	0									
减：带息债务	24									
减：少数股东权益	0									
股权价值	1514									

资料来源：平安证券研究所

根据上述假设，绝对估值下公司市值为 15.14 亿元，以亚联机械上市成功后总股本 8724 万股计算，公司每股股价为 17.36 元，对应市盈率为（2023 年归母净利润）为 14.70 倍。敏感性分析下，当公司 WACC 介于 6.76%~8.18% 时，永续增长率介于 1.82%~2.20% 时，公司的估值区间为 13.31 亿~17.50 亿元。

图表74 公司绝对估值敏感性分析 单位：元/股

WACC	永续增长率										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.62%	28.28	29.02	29.90	30.96	32.27	33.89	35.96	38.67	42.35	47.62	55.74
5.08%	25.10	25.65	26.30	27.07	28.00	29.14	30.55	32.36	34.73	37.95	42.55
5.59%	22.38	22.79	23.26	23.83	24.50	25.31	26.30	27.53	29.11	31.17	33.97
6.15%	20.03	20.33	20.69	21.10	21.59	22.17	22.87	23.73	24.80	26.16	27.95
6.76%	17.99	18.21	18.48	18.78	19.14	19.56	20.06	20.67	21.41	22.33	23.51
7.44%	16.20	16.37	16.56	16.79	17.05	17.36	17.72	18.15	18.67	19.30	20.10
8.18%	14.62	14.75	14.90	15.06	15.26	15.48	15.74	16.05	16.42	16.86	17.41
9.00%	13.23	13.33	13.44	13.56	13.70	13.87	14.06	14.28	14.54	14.85	15.23
9.90%	12.00	12.07	12.15	12.24	12.35	12.47	12.60	12.76	12.95	13.17	13.44
10.89%	10.90	10.95	11.01	11.08	11.16	11.24	11.34	11.46	11.59	11.75	11.94
11.98%	9.92	9.96	10.00	10.05	10.11	10.17	10.24	10.32	10.42	10.53	10.66

资料来源：平安证券研究所

6.2.2 相对估值法

公司招股书中 2 家可比公司南兴股份、弘亚数控，按最近一个交易日（2025/1/2）市值与最近 20 个交易日平均市值中较低值，测算可比公司平均静态市盈率（基于 2023 年归母净利润）、滚动市盈率（基于 2023Q4-2024Q3 归母净利润）为 18.70 倍和 21.44 倍。考虑到我们没有覆盖南兴股份，通过检索 wind、彭博等资讯终端也无法得到市场对于其未来 3 年的盈利预测，因此重点参考弘亚数控，其 2024 年预测归母净利润对应市盈率为 11.48 倍。

尽管公司招股书中将南兴股份作为公司的可比公司，但我们认为选取南兴股份作为公司相对估值参考并不能公允反映公司价值，一方面南兴股份除专用设备业务外，还包括互联网数据中心业务（2023 年占到公司总营收的 39.7%），在业务结构上可比性相对较差，另一方面南兴股份 2023 年业绩大幅下滑（归母净利润同比降 40.7%）导致 PE 偏高，而公司业绩保持增长。因此重点参考弘亚数控，其对应静态市盈率、滚动市盈率和预测市盈率分别为 11.82 倍、12.30 倍和 11.48 倍。

图表75 可比公司静态市盈率、滚动市盈率及预测市盈率 单位：亿元，倍

股票代码	股票名称	市值	归母净利润 (2023)	归母净利润 (2023Q4- 2024Q3)	归母净利润 (2024E)	静态 市盈率 (2023)	滚动市盈率 (2023Q4- 2024Q3)	预测市盈率 (2024E)
------	------	----	-----------------	------------------------------	------------------	---------------------	------------------------------	------------------

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

002757.sz	南兴股份	44.32	1.73	1.45		25.58	30.58	
002833.sz	弘亚数控	69.74	5.90	5.67	6.08	11.82	12.30	11.48
平均值						18.70	21.44	11.48

资料来源：亚联机械招股说明书，Wind，平安证券研究所

注：市值为最近一个交易日（2025/1/2）市值与最近20个交易日平均市值中较低值；2024年预测归母净利润来自Wind一致预期

图表76 可比公司扣非静态市盈率、扣非滚动市盈率 单位：亿元，倍

股票代码	股票名称	市值	扣非归母净利润 (2023)	扣非归母净利润 (2023Q4-2024Q3)	扣非静态市盈率 (2023)	扣非滚动市盈率 (2023Q4-2024Q3)	
002757.sz	南兴股份	44.32	1.52	1.32	29.24	33.46	
002833.sz	弘亚数控	69.74	5.66	5.35	12.32	13.05	
平均值						20.78	23.25

资料来源：亚联机械招股说明书，Wind，平安证券研究所

注：市值为最近一个交易日（2025/1/2）市值与最近20个交易日平均市值中较低值

根据《国民经济行业分类》(GB/T4757-2017)，公司所处行业为“C35 专用设备制造业”。根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》(2012年修订)，公司主营业务为制造业下属的“C35 专用设备制造业”。截至2025年1月2日，专用设备制造业(C35)共有371家上市公司，其最近一个月平均静态市盈率为29.12倍。

图表77 公司所属行业分类（专用设备制造业）的静态市盈率 单位：家，倍

行业代码	行业名称	证券数量	亏损数量	静态市盈率				
				最新	1个月平均	3个月平均	6个月平均	1年平均
C35	专用设备制造业	371	56	27.24	29.12	29.13	26.61	26.59

资料来源：中证指数官网，平安证券研究所（截至2025年1月2日）

公司主营业务为人造板生产线和配套设备的研发、生产、销售和服务，根据中证行业分类属于其它专用设备(20402080)，截至2025年1月2日，中证行业分类的其它专用设备(20402080)共有114家上市公司，其最近一个月平均静态市盈率为28.69倍。

图表78 中证行业分类的其它专用设备静态市盈率 单位：家，倍

行业代码	行业名称	证券数量	亏损数量	静态市盈率				
				最新	1个月平均	3个月平均	6个月平均	1年平均
20402080	其它专用设备	114	21	26.52	28.69	27.97	24.81	24.32

资料来源：中证指数官网，平安证券研究所（截至2025年1月2日）

公司所属的“C35 专用设备制造业”涉及公司数量较多，根据《国民经济行业分类》(GB/T4757-2017)，“C35 专用设备制造业”包括9个大类，其中“C352 化工、木材、非金属加工专用设备制造”大类包括木竹材加工机械制造、模具制造、塑料加工专用设备制造、橡胶加工专用设备制造、其他非金属加工专用设备制造以及炼油、化工生产专用设备制造六个小类，公司属于“3524 木竹材加工机械制造”细分行业（包括弘亚数控和南兴股份两家可比上市公司），考虑各细分专用设备行

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

业制造工艺、进入门槛、竞争格局等差异较大，且行业静态市盈率远高于可比公司，综合考虑选取可比公司市盈率作为公司相对估值参考。由于南兴股份业务还涉及互联网数据中心业务，且 2023 年业绩大幅下滑导致 PE 偏高，重点参考弘亚数控市盈率作为最终相对估值对标。

图表79 C352 化工、木材、非金属加工专用设备制造各细分行业介绍

类别名称	说明
木竹材加工机械制造	指在木竹材、木竹质板材、木制品及竹制品 加工过程中的各类机械和设备的制造
炼油、化工生产专用设备制造	指炼油、化学工业生产专用设备的制造，但 不包括包装机械等通用设备的制造
橡胶加工专用设备制造	指加工橡胶，或以橡胶为材料生产橡胶制品 的专用机械制造
塑料加工专用设备制造	指塑料加工工业中所使用的各类专用机械和 装置的制造
模具制造	指金属铸造用模具、矿物材料用模具、橡胶 或塑料用模具及其他用途的模具的制造
其他非金属加工专用设备制造	

资料来源：《国民经济行业分类》(GB/T4757-2017)，平安证券研究所

按弘亚数控 2023 年归母净利润对应静态市盈率 11.82 倍，以公司 2023 年 1.03 亿归母净利润为基准计算，则上市后公允价值为 12.22 亿。由于亚联机械未披露 2024 年三季度归母净利润数据，我们选取 2023Q3-2024Q2 归母净利润数据进行测算，对应区间可比公司弘亚数控滚动市盈率为 11.95 倍，按照亚联机械 2023Q3-2024Q2 累计归母净利润 1.27 亿为基准计算，则上市后公允价值为 15.20 亿。

图表80 可比公司滚动市盈率 (2023Q3-2024Q2) 单位：亿元，倍

股票代码	股票名称	市值	归母净利润 (2023Q3-2024Q2)	滚动市盈率 (2023Q3-2024Q2)
002833.sz	弘亚数控	69.74	5.84	11.95

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：市值为最近一个交易日 (2025/1/2) 市值与最近 20 个交易日平均市值中较低值

考虑公司 2024 年上半年归母净利润同比增长 41.38%，而可比公司弘亚数控归母净利润同比下降 2.0%，我们认为以静态市盈率对公司进行相对估值更为谨慎合理，对应上市后公允价值为 12.22 亿，以上市成功后总股本 8724 万股计算，预计每股价格为 14.00 元。

综合绝对估值和相对估值，预计公司上市后 6~12 个月的公允市值区间为 **12.22~15.14 亿元** (低值为相对估值，高值为绝对估值)，按照公司披露的 2023 年归母净利润 1.03 亿计算，对应市盈率区间为 **11.82~14.70 倍**，以 2023 年扣非归母净利润 0.97 亿计算，对应市盈率区间为 **12.54~15.54 倍**，以 2024 年预测归母净利润 1.35 亿测算，对应市盈率区间为 **9.07~11.23 倍**。

公司估值上限高于可比公司弘亚数控估值 (静态市盈率口径)，主要原因如下：

- 1、产品制造和技术集成难度不同。弘亚数控主要产品封边机、数控钻、裁板锯等，均为功能单一的机械设备，产品平均销售价格约为每台十几万元。公司主要产品人造板生产线由铺装、热压和后处理等多个工段、多种功能的单机设备构成，规模庞大，制造和技术集成难度整体相对更高。
- 2、公司市占率较高，有一定行业议价权，而可比公司所在的板式木工机械行业竞争较为激烈。人造板连续平压生产线高端装备技术壁垒较高，市场主要由迪芬巴赫、上海板机、辛北尔康普和亚联机械四家公司占据。如前文所述，2017 年至 2023 年投产的连续平压纤维板和刨花板生产线中，公司市场占有率分别为 48.08% 和 28.72%。公司产品竞争能力较强，作为为数不多的市场参与者之一，具有一定的议价能力。而弘亚数控所在的板式木工机械行业竞争较为激烈，国

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

外企业以德国豪迈、意大利 BIESSE、意大利 SCM 和 IMASchelling 国际四大巨头为主，国内企业除弘亚数控和南兴股份等本土优势品牌外，还包括佛山新马、东莞华力、青岛永强等中等规模企业。

3、可比公司仅一家，公司静态市盈率上限仍远低于行业静态市盈率（截至 2025 年 1 月 2 日，专用设备制造业（C35）最近一个月平均静态市盈率为 29.12 倍），同时公司对应 2024 年预测市盈率上限亦低于可比公司弘亚数控（11.48 倍）。

公司估值区间上下限差异为 23.90%，略大于 20% 主要因为：

- 1、仅弘亚数控一家可比公司，公司相对估值易受弘亚数控估值波动影响。如上文分析，公司所属的“C35 专用设备制造业”涉及公司数量较多，根据《国民经济行业分类》（GB/T4757-2017），“C35 专用设备制造业”包括 9 个大类，其中“C352 化工、木材、非金属加工专用设备制造”大类包括木竹材加工机械制造、模具制造、塑料加工专用设备制造、橡胶加工专用设备制造、其他非金属加工专用设备制造以及炼油、化工生产专用设备制造六个小类，公司属于“3524 木竹材加工机械制造”细分行业（包括弘亚数控和南兴股份两家可比上市公司），考虑各细分专用设备行业制造工艺、进入门槛、竞争格局等差异较大，且行业静态市盈率远高于可比公司，综合考虑选取可比公司市盈率作为公司相对估值参考。由于南兴股份业务还涉及互联网数据中心业务，且 2023 年业绩大幅下滑导致 PE 偏高，因此仅选取弘亚数控一家公司作为可比公司对标。
- 2、采用可比公司弘亚数控静态市盈率作为公司相对估值参考，其静态市盈率水平易受弘亚数控股价波动影响。根据前文分析，由于亚联机械 2024 年上半年归母净利润同比增长 41.38%，而可比公司弘亚数控归母净利润同比下降 2.0%，基于谨慎原则，采用静态市盈率对公司进行相对估值。
- 3、受近期市场波动影响，弘亚数控股价调整导致相对估值下调，公司估值区间上下限差异略超 20%。截止 2025 年 1 月 2 日，可比公司弘亚数控最近 20 个交易日股价累计下跌 13.7%（同期申万机械设备指数下跌 7.3%），导致可比公司弘亚数控对应 2023 年静态市盈率下降，最终导致公司相对估值下调，估值区间上下限差异略超 20%，我们在风险提示章节也明确提示关注可比公司及行业股价与估值波动风险（详见 7.4.1）。

七、 风险提示

7.1 盈利预测假设不成立、业绩低于预期风险

7.1.1 产品验收周期波动较大，导致盈利预测假设不成立的风险

根据生产线合同约定及客户付款进度，公司安排生产线设备的生产，并分批向客户发货。从第一批设备签收开始，客户聘请第三方进行设备安装，同时公司派遣技术人员驻扎客户现场指导设备的安装工作。当完成生产线设备的安装后，生产线即可进行带料试运行和调试。产品调试完毕后，双方会进行性能测试，测试通过后双方签署验收报告。

生产线设备的生产、发货和安装同时进行，因此，生产周期为从开始生产至最后一车签收所用时间，安装周期为开始发运至首板下线所用时间，调试周期为从首板下线至验收所用时间。根据《发行人及保荐机构关于审核中心意见落实函的回复（2023 年半年报财务数据更新版）》，2020 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，公司销售的 29 条生产线生产、安装、调试周期整体情况如下表所示。

从表中可知，公司各条生产线的生产、安装与调试周期存在较大差异，如安装周期短则 3 个月，慢则 29 个月，调试周期短则 1 个月，慢则 13 个月。时间周期影响因素包括客户能否按时付款、安装调试时天气是否良好、客户用地指标是否如期获取、海外客户所处国家外汇储备是否充足等等，意味着公司对生产线产品的收入确认时点存在较大不确定性，进而导致公司当年实现的营收、利润存在较大不确定性。

图表81 2020-2023H1 公司销售的 29 条生产线生产、安装、调试周期

	生产周期	安装周期	调试周期
平均用时	16 个月	11 个月	3 个月

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

用时范围	8-35 个月	3-29 个月	1-13 个月
剔除异常项目后用时范围	9-23 个月	5-17 个月	0-6 个月

资料来源：《发行人及保荐机构关于审核中心意见落实函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，平安证券研究所

注：1、平均用时为 29 条生产线各周期用时平均值；

2、用时范围为 29 条生产线各周期用时的最小值和最大值；

3、剔除异常项目后用时范围为各周期用时与平均用时差异在一个标准差以内的用时区间，此用时范围剔除了 29 条生产线项目各周期中因特殊原因导致各周期用时过长或过短的极端情况，保证各周期及以上的项目在剔除异常项目后用时范围内。

在前面盈利预测中，针对 2024 年下半年至 2026 年交付的生产线产品的验收测算，如果某 1 条产线延迟至后面某一年验收，将导致当年验收收入减少，后面验收的年份收入增加。以 2025 年为例，我们预计全年公司营收 8.86 亿元，其中生产线业务营收 7.31 亿元，按照 2021-2024 年上半年公司生产线产品平均销售价格 5423 万元/条计算，验收产线数量大概是 13 条。经测算在大幅低于预期情形下，即假设 2025 年仅验收 7 条产线，预计全年归母净利润降至 0.93 亿元。另外需要指出的是该敏感性测试仅考虑了公司生产线业务收入下降，而生产线业务毛利率、其他业务收入与毛利率、各项费用率以及各项支出情况均与原假设一致。

图表82 以 2025 年为例，生产线交付延迟对当年利润影响的敏感性测算

	2025 年验收生产线数量 (条)	2025 年生产线业务收入 (百万元)	2025 年整体收入 (百万 元)	2025 年归母净利润 (百 万元)
预期值	13(=7.31 亿元除以 5423 万元/条)	731	886	138
略微低于预期	11	597 (=11 条*54.23 百 万元/条)	752	121
明显低于预期	9	488 (=9 条*54.23 百万 元/条)	643	107
大幅低于预期	7	380 (=7 条*54.23 百万 元/条)	535	93

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

7.1.2 国内人造板产能过剩导致新建产线需求偏弱、公司经营业绩持续性风险

据中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展研究院研究，2023 年中国人造板行业面临下游需求低迷和上游成本高位运行的双向压力，人造板产品产量总体上呈现供大于求的现象，包括刨花板产业亦出现阶段性投资过热的局面。2020-2023 年全国建成投产的刨花板生产线数量分别为 16 条、13 条、19 条、36 条，新增生产能力 309 万立方米/年、276 万立方米/年、500 万立方米/年、1006 万立方米/年。截至 2023 年底，全国 307 家刨花板生产企业保有 324 条刨花板生产线，生产能力达到 5269 万立方米/年。2024 年初，全国在建刨花板生产线 58 条，合计生产能力为 2006 万立方米/年。

从需求层面看，甲醛释放限量是人造板及其制品的重要环保性能指标，人造板中甲醛的产生主要来自胶黏剂释放以及木材原料本身含有的少量甲醛。出于对甲醛含量偏高的担忧，消费者对于刨花板、纤维板接受度的提高过程或是循序渐进、难以持续爆发式增长。因此，刨花板行业产能的快速增长，或将导致短时间内供求关系失衡风险有所增大。

图表83 不同人造板产能利用率情况

年份	胶合板	纤维板	刨花板
2016	111%	136%	127%
2017	99%	132%	93%
2018	94%	124%	82%
2019	86%	118%	78%

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2020	78%	120%	81%
2021	95%	120%	102%
2022	96%	96%	94%
2023	109%	106%	77%

资料来源：中国林产工业协会、国家林业和草原局产业发展规划院，平安证券研究所

注：当年产能利用率=当年产量/年末产能

另一方面，生产线产品对于下游客户来说属于大型固定资产投资项，具有较长的更新或替代周期，尤其是人造板连续平压生产线的使用周期一般能够达 25-30 年，客户短期内较少出现重复购买的情况。意味着若人造板行业产能走向过剩，产品更新换代需求或短期内难以弥补新建需求下滑幅度，公司将需要不断挖掘下游市场客户，经营业绩持续性存在一定风险。

图表84 2022 年底我国人造板多层压机、连续平压、连续辊压和连续挤压生产线的保有量和使用年限情况

使用年限	多层压机		连续平压		连续辊压		连续挤压	
	数量 (条)	占比						
5 年以内	51	12%	84	37%	2	14%	2	50%
5 年以上	113	27%	76	33%	1	7%	-	-
10 年以内	126	31%	51	22%	6	43%	2	50%
10 年以上	92	22%	13	6%	5	36%	-	-
15 年以内	30	7%	4	2%	-	-	-	-
15 年以上	412	100%	228	100%	14	100%	4	100%

资料来源：《2023-12-14-A22244.SZ-亚联机械-亚联机械 1 发行人及保荐机构关于审核问询函的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，平安证券研究所 注：上表中“以内”不包含本数，“以上”包含本数

7.1.3 国际贸易摩擦导致公司海外业务拓展不及预期的风险

海外收入占公司收入比重不低，2024 年上半年占比近 14%，2021 年度占比接近 35%。随着公司加大海外业务布局力度，未来海外收入占比或较 2024 年上半年提高，对公司收入增长具有较大影响。

近年公司外销产品主要面向伊朗、韩国、俄罗斯、印度尼西亚、印度等国家，前述国家对于公司产品并未采取加征关税、限制进出口或其他限制性的贸易政策，且与我国之间不存在涉及公司产品领域的贸易摩擦。但若后续上述国家对于公司产品采取加征关税、限制进口或其他限制性的贸易政策，将导致公司海外业务拓展面临阻力，制约收入成长空间。

图表85 公司主营业务收入按照区域构成

区域	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
国内	36,161.18	86.18%	48,637.30	81.59%	34,781.09	76.65%	32,568.33	65.01%
国外	5,798.94	13.82%	10,973.83	18.41%	10,595.10	23.35%	17,530.76	34.99%
合计	41,960.12	100.00%	59,611.13	100.00%	45,376.19	100.00%	50,099.10	100.00%

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

综合本节与章节 7.1.2，若未来国际贸易摩擦导致公司海外业务拓展不及预期，或是由于国内人造板终端需求疲软导致产能过剩、新建产线需求弱于预期，都将导致公司盈利增速降低，则公司的估值也将降低。我们测算了公司营收增速不达预期时对公司估值水平的影响，经测算在大幅低于预期，即公司营收增速低于预期增速 5 个百分点时，公司的绝对估值为 8.24 亿元。另外需要指出的是该敏感性测试仅考虑了公司收入增速下降，而毛利率、各项费用率以及各项支出情况均与原假设一致。

图表86 公司营收增速低于预期时的归母净利润与绝对估值情况

类型	项目	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	绝对估值 (亿元)
预期 值	营收增 速	28.82 %	6.30%	13.41 %	7.74%	7.22%	5.84%	5.03%	4.34%	3.33%	3.34%	15.14
	归母利 润(亿 元)	1.35	1.38	1.48	1.50	1.50	1.48	1.44	1.38	1.30	1.21	
略微 低于 预期	营收增 速	27.82 %	5.30%	12.41 %	6.74%	6.22%	4.84%	4.03%	3.34%	2.33%	2.34%	13.51
	归母利 润(亿 元)	1.34	1.36	1.44	1.45	1.44	1.41	1.36	1.30	1.21	1.12	
明显 低于 预期	营收增 速	25.82 %	3.30%	10.41 %	4.74%	4.22%	2.84%	2.03%	1.34%	0.33%	0.34%	10.64
	归母利 润(亿 元)	1.32	1.32	1.37	1.36	1.33	1.28	1.21	1.14	1.05	0.95	
大幅 低于 预期	营收增 速	23.82 %	1.30%	8.41%	2.74%	2.22%	0.84%	0.03%	0.66%	1.67%	-1.66%	8.24
	归母利 润(亿 元)	1.30	1.28	1.31	1.27	1.23	1.16	1.08	1.00	0.90	0.81	

资料来源：平安证券研究所测算

7.1.4 人造板装配制造行业竞争加剧导致价格下行、毛利率下滑的风险

公司主要竞争对手为德国的迪芬巴赫和辛北尔康普，拥有悠久的人造板生产线装备制造历史，在资金实力、技术经验、品牌影响力等方面具有较强的竞争优势，先后在中国设立分子公司或收购本土企业以提高在中国市场的服务和竞争能力。虽然公司凭借性价比高、服务响应速度快等特点不断提高市场占有率，纤维板和刨花板连续平压生产线产品的市场占有率均位于行业前列，但如果公司无法持续进行技术创新、提高竞争力，或前述竞争对手加大在国内投资设厂的力度对公司的本土服务和成本优势造成影响公司可能面临越来越大的竞争压力。因此，若未来竞争对手采取价格竞争策略，业务环境发生重大变化，导致产品价格下降，公司将面临毛利率下滑风险，进而影响盈利水平。

基于此，我们前文在盈利预测中保守假设毛利率整体呈现下行趋势，从 2023 年的 29.13% 降至 2033 年的 21.86%。我们也测算了公司毛利率进一步下滑情况下公司绝对估值的下降幅度，经测算在大幅低于预期，即假设公司毛利率低于预期值 5 个百分点（意味着 2033 年毛利率降至 16.86%，远远低于当前公司毛利率），公司最低绝对估值为 4.21 亿元。另外需要指出的是该敏感性测试仅考虑了公司毛利率下降，而公司的营业收入、各项费用率以及各项支出情况均与原假设一致。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表87 公司毛利率下降时对应的归母净利润与绝对估值情况 单位：亿元

类型	项目	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	绝对估值 (亿元)
预期值	毛利率	29.98%	29.35%	28.57%	27.68%	26.75%	25.81%	24.83%	23.87%	22.87%	21.86%	15.14
	归母净利润 (亿元)	1.35	1.38	1.48	1.50	1.50	1.48	1.44	1.38	1.30	1.21	
略微低于预期	毛利率	28.98%	28.35%	27.57%	26.68%	25.75%	24.81%	23.83%	22.87%	21.87%	20.86%	12.96
	归母净利润 (亿元)	1.27	1.30	1.39	1.40	1.40	1.37	1.32	1.26	1.18	1.08	
明显低于预期	毛利率	26.98%	26.35%	25.57%	24.68%	23.75%	22.81%	21.83%	20.87%	19.87%	18.86%	8.58
	归母净利润 (亿元)	1.13	1.14	1.21	1.20	1.19	1.15	1.09	1.02	0.92	0.82	
大幅低于预期	毛利率	24.98%	24.35%	23.57%	22.68%	21.75%	20.81%	19.83%	18.87%	17.87%	16.86%	4.21
	归母净利润 (亿元)	0.98	0.99	1.03	1.01	0.98	0.93	0.86	0.78	0.67	0.56	

资料来源：平安证券研究所测算

7.1.5 人造板装配制造材料成本上升导致毛利率承压的风险

公司主要原材料包括金属材料、电气件、传动件、配套设备以及气动、液压、润滑件等，直接材料占主营业务成本比重达85%左右，原材料价格波动会对公司业绩产生较大影响。同时，公司产品主要为人造板生产线成套设备，具有单价高、生产周期长等特点，公司产品价格的调整相对原材料价格变化有一定的时滞性。若未来原材料的价格出现大幅波动，而公司又无法及时消化原材料价格波动带来的成本变化，将会对公司的经营业绩产生不利影响。根据主营业务成本中直接材料占比情况，我们测算当直接材料价格变动10%，公司毛利率将波动大约5-6个百分点，进而影响盈利预测及估值水平，具体影响程度请参考上一小节。

图表88 原材料价格波动对公司毛利率的影响估算 单位：百分点

直接材料价格波动幅度	公司毛利率波动情况		
	2021年	2022年	2023年
20%	-11.56	-11.19	-12.24
10%	-5.78	-5.59	-6.12
5%	-2.89	-2.80	-3.06
保持不变	0.00	0.00	0.00
-5%	2.89	2.80	3.06

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

-10%	5.78	5.59	6.12
-20%	11.56	11.19	12.24

资料来源：平安证券研究所

7.1.6 公司税收优惠政策变动风险

期内公司及部分子公司依法享受高新技术企业和西部大开发所得税优惠政策，2023 年开始还享受先进制造业企业增值税加计抵减政策。据招股书披露，期内公司享受所得税等税收优惠政策的金额对公司利润总额产生的影响分别为 504 万元、350 万元、1,566 万元和 891 万元，占当期利润总额比例分别为 5.3%、3.5%、13.9%和 10.4%，对公司业绩产生积极影响。

未来税收优惠政策到期后，公司能否继续享受税收优惠取决于是否可以持续满足《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》(财政部、税务总局、国家发展改革委公告 2020 年第 23 号)、《高新技术企业认定管理办法》、《财政部 税务总局关于先进制造业企业增值税加计抵减政策的公告》(财政部 税务总局公告 2023 年第 43 号)等政策规定的有关条件。若公司在未来因不能满足上述规定中的有关条件，导致公司不能继续享受上述税收优惠，对公司税后净利润水平造成不利影响。我们对所得税率进行了敏感性分析，经测算在大幅低于预期情形下，即按照 25%的所得税税率计算公司最低估值为 11.84 亿元。另外需要指出的是该敏感性测试仅考虑了公司所得税率调整，其他项目情况均与原假设一致。

图表89 公司所得税政策低于预期时的归母净利润与绝对估值情况

类型	项目	2024 E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	绝对估值 (亿元)
预期值	所得税税率	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	15.14
	归母净利润 (亿元)	1.35	1.38	1.48	1.50	1.50	1.48	1.44	1.38	1.30	1.21	
略微低于预期	所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	14.25
	归母净利润 (亿元)	1.29	1.32	1.41	1.43	1.44	1.42	1.38	1.33	1.25	1.16	
明显低于预期	所得税税率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	13.04
	归母净利润 (亿元)	1.22	1.25	1.33	1.35	1.35	1.34	1.30	1.25	1.17	1.09	
大幅低于预期	所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	11.84
	归母净利润 (亿元)	1.14	1.17	1.25	1.26	1.27	1.25	1.22	1.17	1.10	1.02	

资料来源：平安证券研究所测算

7.2 人造板行业风险

7.2.1 房屋竣工下行导致新房装修领域人造板需求大幅下滑的风险

我国人造板终端需求与新房、存量房装修密切相关，但由于缺乏行业权威统计，无法确认需求中新房跟存量房翻新的各自

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

占比，考虑 2021 年之前我国新房销售面积远大于二手房成交面积，同时存量房翻新周期偏长，判断人造板需求中来自新房装修规模占比不低。统计局披露 2024 年 1-10 月全国新建商品房销售面积同比下滑 15.8%，按此增速线性外推全年意味着 2024 年商品房销售面积将降至 9.4 亿平，较 2021 年高点下滑 48%。考虑期房交付周期大约需要 2-3 年左右，推算 2024-2027 年新房竣工或将面临较大下行压力。假设 2027 年新房竣工面积、新房装修面积较 2024 年同样下滑 48%，在当前新房装修需求占人造板需求比重分别为 30%、40%、50%、60%、70% 的不同场景假设下，未来三年新房竣工下行将导致全国人造板需求累计分别减少 14%、19%、24%、29%、34%。因此，若未来存量房翻新规模未有明显增长，或将难以弥补新房需求规模萎缩，导致人造板行业产能过剩愈发严重，进而造成人造板新建生产线需求明显减少。

图表90 新房竣工面积下行对人造板需求下滑幅度的敏感性测算

项目	场景一	场景二	场景三	场景四	场景五
假设当前人造板需求中新房装修占比	30%	40%	50%	60%	70%
假设 2027 年相比 2024 年新房装修面积下滑幅度	48%				
未来三年新房竣工下行将导致人造板需求下滑幅度	-14%	-19%	-24%	-29%	-34%

资料来源：平安证券研究所测算

7.2.2 国内宏观政策调控导致人造板市场波动的风险

公司属于人造板行业的上游领域，而人造板主要用于房屋装修、建筑等，终端需求与房地产行业及经济环境息息相关，因此公司所处行业发展一定程度上依赖于国家宏观经济政策、房地产调控政策，以及装修行业政策等。相关政策调控将导致人造板市场需求出现波动，进而导致人造板装配制造行业需求出现波动的风险。

7.3 财务风险

7.3.1 客户违约风险

公司生产线产品采用先款后货的销售模式。通常情况下，合同约定客户需在合同签订后支付生效款、进度款、发货款等，其中发货款应在第一批设备发运前支付，剩余货款需在最后一批设备发运前、验收后或质保期届满时支付。公司根据客户的货款支付情况和公司整体的订单情况安排生产和发货。

根据《2023-09-10-A22244.SZ---亚联机械-亚联机械发行人及保荐机构关于审核中心意见落实函的回复》，截至落实函回复出具日，公司正在执行的生产线在手订单储备充足，且前述在手订单客户资质良好，违约风险较低。其中，国内在手订单客户（含其同一控制下企业）成立时间大部分都在 10 年以上，终端客户包括索菲亚、宜家、欧派等知名家具家居企业或具有一定规模的经销商；国外在手订单客户或其所在集团均在当地具有较大的生产规模或一定的知名度。

但也需要注意，如果国内人造板行业景气度持续向下，不排除个别客户因为财务资金压力、产能扩张计划调整，或是因国际贸易环境变化等因素，选择违约行为，将导致公司存货出现一定减值压力，对公司经营与业绩造成不利影响。

7.3.2 应收账款坏账风险

公司业务主要采取先款后货的销售模式，且客户资信情况良好，应收账款较少。但如果下游行业景气度持续下降或主要客户生产经营发生不利变化，导致公司不能及时取得剩余回款，将导致应收账款计提坏账风险，尤其是境外应收账款。2021-2024H1 各期末，公司境外应收账款余额分别为 203.35 万元、457.65 万元、161.12 万元和 415.41 万元，占当期期末应收账款余额的比例分别为 45.26%、21.85%、7.19%和 10.67%。随着公司境外业务的持续增长，公司境外应收账款金额可能进一步增加，若未来国际关系、市场环境和境外客户信用状况发生不利变化，公司可能面临境外应收账款逾期或不能收回的风险，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7.3.3 存货金额较大的风险

2021年至2024年6月末，公司存货账面价值分别为38,897.97万元、53,716.56万元、66,350.04万元和68,756.20万元，占当期期末总资产的比例分别为38.24%、40.42%、39.97%和39.09%。由于主要产品生产线的生产工艺复杂、生产和销售周期长，且单位产品价值高，因此存货占总资产的比例较高。随着公司生产规模的扩大，公司存货账面价值有可能进一步增加，若公司不能保持对存货的有效管理，较大的存货规模可能会对公司流动资金产生一定压力，进而对生产经营造成不利影响。如果宏观经济环境、客户经营状况等因素发生重大不利变化，公司存货可能发生存货跌价损失，将对公司经营状况产生不利影响。

7.3.4 汇率波动风险

公司部分原材料系向境外供应商采购，部分产品销往海外，主要以欧元、美元为货币单位进行结算，汇率波动将影响公司原材料采购价格和公司产品的定价和市场竞争能力，以及公司的经营业绩。据招股书披露，2021-2024H1受全球经济形势影响，人民币和欧元、美元的汇率波动性较大，公司汇兑损益分别为841.52万元、-667.41万元、-114.17万元和104.76万元。若人民币汇率发生较大波动，则可能削弱公司产品的价格竞争力或对公司毛利率、净利润等财务数据或指标产生负面影响，进而影响公司的经营业绩。据招股书披露，2021-2024H1，假设在其他因素不变的情况下，人民币汇率波动5%，对公司净利润将分别造成484.10万元、801.46万元、227.04万元和47.31万元的影响。

7.4 股价波动风险

7.4.1 可比公司及行业股价与估值波动风险

受宏观政策及市场情绪等影响，2024年以来市场整体及行业内可比公司股价均出现不同程度的波动。例如，可比公司南兴股份11月18日、21日发布股票交易异常波动公告；弘亚数控2024年以来股价经历先涨后跌再回升的走势，整体股价波动亦相对较大，且当前市场影响要素难以估量，因此存在市场波动风险及可比公司估值波动风险。由于我们在相对估值中重点参考弘亚数控，若后续市场整体及弘亚数控股价出现明显回调，将对亚联机械估值水平产生不利影响，制约公司上市后股价表现。

7.4.2 公司上市后股票价格波动风险

公司股票将在深圳证券交易所上市，除公司的经营和财务状况之外，公司股票价格还将受到国内外宏观政策、经济形势、资本市场走势、市场情绪和各类重大突发事件等多方面因素的影响。

7.5 技术风险

7.5.1 技术开发的風險

人造板生产线装备制造技术门槛较高，需要进行持续的研发和技术创新。若公司不能适时持续进行技术创新和储备，产品技术开发能力不能与客户需求同步匹配，将面临被市场淘汰的风险，影响公司市场份额和经营业绩的持续增长。

7.5.2 技术人才流失的风险

人造板装备技术集成度高，需要对人造板制造工艺有深厚的技术积累，要求相关专业人才具有机械、软件、电子电气等复合知识背景、对人造板工艺技术深度的理解以及丰富的实施经验，而人才的培养需要较长的学习和实践周期。未来不排除行业内竞争对手提供更优厚的薪酬、福利待遇吸引公司人才，或公司受其他因素影响导致技术人才流失，从而对公司的业务发展造成不利影响。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7.6 经营管理风险

7.6.1 劳务外包用工风险

公司针对时间不确定、劳动强度密集、操作简单重复的非关键工序或辅助性工作交由劳务外包供应商提供服务。由于劳务外包人员非公司员工，公司仅对其实施间接管理，虽然公司重视劳务外包供应商的遴选，要求劳务外包供应商加强厂区安全生产管理和安全生产培训，但仍有可能出现生产安全问题，或者未达到客户要求的情形。同时，虽然 2021-2024H1 公司与劳务外包公司形成了较为稳定的合作关系，但是存在双方因合作产生分歧而提前终止合同的可能性。此外，公司业务规模和用工规模的变动，也会影响到劳务外包用工量的稳定性。

7.6.2 部分员工未缴纳住房公积金风险

公司 2021 年 7 月前存在未为部分员工缴纳住房公积金的情形，根据《住房公积金管理条例》等法律法规的相关规定，若主管部门要求公司进行整改，公司存在被行政处罚的风险。尽管控股股东、实际控制人郭西强承诺“本人愿意无条件全额承担有关政府部门或司法机关认定的需由亚联机械及其子公司补缴的全部社会保险费和住房公积金、罚款或者赔偿款项，全额承担被任何相关方以任何方式要求的社会保险费和住房公积金或赔偿款项，以及亚联机械及其子公司因上述事项所支付的所有相关费用”，但仍可能对公司经营产生一定不利影响。

图表91 公司社会保险及住房公积金缴纳人数情况

项目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
员工人数(个人)	445	434	348	311
社会保险缴纳人数(个人)	421	399	319	285
社会保险缴纳人数占比	94.61%	91.94%	91.67%	91.64%
住房公积金缴纳人数(个人)	421	400	321	286
住房公积金缴纳人数占比	94.61%	92.17%	92.24%	91.96%

资料来源：亚联机械招股书，平安证券研究所

7.6.3 环保、安全生产、劳动保障风险

公司所处行业不属于重污染行业，不存在重污染情况。生产过程中仅产生少量废气、废水、噪声及固体废弃物，根据环保要求配置了相应的环保设施并采取了必要的控制措施，污染物排放均按照国家和地方政府相关标准执行，各项指标达到环保方面的有关要求，未出现因环境保护问题而受到重大处罚的情况。但如果后续公司未能严格遵守环保和安全生产、劳动用工等相关法律法规及规范性文件要求乃至发生环境污染事件、安全生产事故或职业病危害事故，则公司可能面临受到环保、安全生产等方面处罚的风险。

7.6.4 关联交易金额及占比相对较高的风险

2023 年公司向宁丰新材销售金额为 8,608.84 万元，占公司 2023 年营业收入的 13.30%，占比相对较高。公司已针对关联交易建立了较完善的公司治理体系，并有能力独立拓展第三方业务。公司在日常经营活动中将尽量避免或减少关联交易，使关联交易的金额和对经营成果的影响降至最小程度，但公司仍会与关联方发生采购、销售等关联交易。

重要提示：投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7.6.5 控制权集中的风险

郭西强先生直接持有 3,350 万股股份，持股比例 51.20%，同时通过启航投资间接持有公司 0.152% 股份，为公司控股股东、实际控制人。除郭西强外，无其他持股超过 5% 以上的股东。若公司实际控制人通过个人影响力或其他方式对公司重要决策实施不当控制，做出不利公司的决定，则可能会影响公司业务经营并损害中小投资者权益。

7.6.6 业务规模扩大产生的管理风险

随着公司的持续发展及此次募集资金投资项目的实施，公司生产和管理人员也将相应增加，公司的组织结构和管理体系将趋于复杂，对公司的管理能力提出了更高的要求。若公司不能及时提高管理能力及充实相关高素质管理人才以适应公司未来的成长和市场环境的变化，将会给公司带来相应的管理风险。

7.7 募投项目风险

7.7.1 募投项目新增产能存在难以消化的风险

公司本次募集资金拟投入研发中心项目和综合制造基地项目，其中，研发中心项目不涉及新增产能，综合制造基地项目拟增加公司铺装工段、高强度不锈钢钢带及备料工段核心设备的产能，着重布局刨花板、定向刨花板及超强刨花板相关设备。参考本章节 7.1.3 分析，若后续人造板尤其是刨花板产能持续出现过剩情况，将导致公司募投项目新增产能存在新增产品难以消化的风险。

7.7.2 净资产收益率和每股收益下降的风险

本次公开发行股票募集资金到位后，募集资金投资项目将逐步实施，但募集资金使用带来的业绩增长需要一定的过程和时间，短期内公司的净利润和股东回报仍主要依赖现有业务，可能无法抵消募集资金投资项目导致的折旧和摊销的增加，公司每股收益和净资产收益率等财务指标短期内存在一定幅度下降的风险。

7.7.3 公司 IPO 发行失败的风险

根据相关法规要求，若本次发行时有效报价投资者或网下申购的投资者数量不足法律规定要求，本次发行应该中止，若公司中止发行上市审核程序超过交易所规定的时限或者中止发行注册程序超过 3 个月仍未恢复，或者存在其他影响发行的不利条件，或将会出现发行失败的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1126	1865	1886	2033
现金	303	815	762	746
应收票据及应收账款	78	100	106	121
其他应收款	0	1	1	1
预付账款	68	88	94	106
存货	664	845	906	1039
其他流动资产	13	17	18	21
非流动资产	534	550	727	895
长期投资	0	0	0	0
固定资产	152	178	364	541
无形资产	89	85	80	76
其他非流动资产	293	288	283	278
资产总计	1660	2415	2614	2927
流动负债	1060	1364	1451	1648
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	36	46	49	56
其他流动负债	1024	1318	1402	1592
非流动负债	55	51	51	49
长期借款	24	20	20	19
其他非流动负债	31	31	31	31
负债合计	1115	1414	1502	1697
少数股东权益	0	0	0	0
股本	65	87	87	87
资本公积	78	406	406	406
留存收益	401	509	619	737
归属母公司股东权益	545	1001	1112	1230
负债和股东权益	1660	2415	2614	2927

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	339	219	169	210
净利润	103	135	138	148
折旧摊销	18	13	23	33
财务费用	-2	-1	-2	-2
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	170	76	13	35
其他经营现金流	56	2	2	2
投资活动现金流	-148	-26	-196	-196
资本支出	32	30	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-180	-56	-396	-396
筹资活动现金流	-32	319	-25	-29
短期借款	0	0	0	0
长期借款	24	-4	0	-1
其他筹资现金流	-56	323	-26	-28
现金净增加额	161	512	-53	-16

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	647	834	886	1005
营业成本	459	584	626	718
税金及附加	8	8	9	10
营业费用	10	13	14	16
管理费用	41	50	53	60
研发费用	32	42	44	50
财务费用	-2	-1	-2	-2
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	111	150	154	164
营业外收入	6	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	116	152	156	166
所得税	13	17	18	19
净利润	103	135	138	148
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	135	138	148
EBITDA	132	164	177	197
EPS (元, 发行前股本)	1.58	2.06	2.11	2.26

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	34.7	28.8	6.3	13.4
营业利润(%)	12.5	34.6	2.5	6.9
归属于母公司净利润(%)	18.3	30.4	2.5	6.8
获利能力				
毛利率(%)	29.1	30.0	29.3	28.6
净利率(%)	16.0	16.2	15.6	14.7
ROE(%)	19.0	13.5	12.4	12.0
ROIC(%)	28.5	39.9	46.4	31.4
偿债能力				
资产负债率(%)	67.2	58.5	57.5	58.0
净负债比率(%)	-51.2	-79.4	-66.7	-59.2
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.4	0.7	0.6	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	14.1	14.1	14.1	14.1
应付账款周转率	22.73	22.73	22.73	22.73
每股指标 (元, 发行前股本)				
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.06	2.11	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	5.19	3.35	2.58	3.20
每股净资产(最新摊薄)	8.32	15.31	16.99	18.80

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本研究报告仅为根据《证券发行与承销管理办法》、《首次公开发行股票承销业务规则》等法律法规的要求就发行人在中华人民共和国首次公开发行人民币普通股股票进行投资者教育之目的而编制。研究报告仅供该等投资者了解有关信息，不得为任何目的、以任何形式、被全部或部分的复制、直接或间接地转发或提供给任何他人或在任何媒体公开。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

投资者应自主审慎做出投资决策并自行承担投资风险。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层