



弘亚数控 (002833.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

国内家具机械龙头,引领国产替代进程

投资逻辑:

国内家具机械龙头,跨周期成长典范。公司产品主要为封边机、数控钻、数控裁板锯及加工中心等家具机械,是国内家具机械龙头。得益于产品、海外拓展,公司2012-23年营收CAGR达25.7%,穿越周期成长。公司23年股息率为6.8%,考虑到现金流向好、资本开支高峰期已过,股息率有望保持在较高水平。

国产替代正当时,公司国内份额持续提升。公司封边机、数控钻、裁板锯等产品核心性能追平欧洲巨头,但同类产品价格仅为欧洲品牌的1/2甚至1/3,2015-23年公司国内收入CAGR达26.6%,远高于欧洲龙头的增速表现。23年公司国内收入为18.7亿元,豪迈中国区、比雅斯亚太区收入为19.8、6.8亿元,替代空间仍较大。上一轮资本开支购进设备陆续进入更新周期,24H1头部家具厂商固定资产同比+16.7%。同时23年家具厂衣柜柜单价同比下行,设备降本需求增强,公司有望依靠技术+性价比持续推动国产替代。

海外空间大、份额低、增速高,有望持续贡献增长动能。2015-23年公司海外收入从0.9亿元增长至8.1亿元,期间CAGR达31.7%,远高于豪迈(海外)、比雅斯(非亚太)的7.5%、7.9%,持续抢占欧洲巨头海外份额。23年豪迈集团、比雅斯(非亚太)、弘亚数控海外收入分别为104.2、53.1、8.1亿元,相对海外巨头,公司海外远期提升空间大。根据公司公告,截至9月公司出口订单保持较好增长,新增地区的市场排名持续提升,预计随着海外品牌建设深入,海外有望持续贡献新增量。

产品升级、代理商体系构筑核心竞争力。产品:公司持续进行产业链并购整合,吸收技术并转化,2012-23年封边机、数控钻收入CAGR达19.8%、31.4%,产品高端化支撑收入保持高增速。24H1公司推出高端品牌“凯澳”,预先销售的两大旗舰产品得到高端市场充分认可。渠道:公司全球代理商数量从2015年90家提升至24H1超120家。上半年公司积极参加意大利、俄罗斯、广州等地展会,加大品牌推广,为经销商拓宽市场赋能。产品高端化、代理商体系“双轮驱动”,有望支撑公司全球份额持续提升。

盈利预测、估值和评级

预计24-26年公司营收为28.54/32.47/37.45亿元、归母净利润为5.81/6.58/7.77亿元,对应PE为13/11/9倍。给予公司25年14倍PE,对应目标价21.70元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

高端产品推进不及预期;行业竞争加剧风险;汇率波动风险;产能爬坡不及预期风险;可转债转股摊薄风险。

机械组

分析师:满在朋(执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人:刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价(人民币):17.19元

目标价(人民币):21.70元



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,127	2,683	2,854	3,247	3,745
营业收入增长率	-10.26%	26.09%	6.39%	13.78%	15.33%
归母净利润(百万元)	455	590	581	658	777
归母净利润增长率	-12.57%	29.75%	-1.51%	13.16%	18.20%
摊薄每股收益(元)	1.072	1.391	1.370	1.550	1.832
每股经营性现金流净额	0.99	1.65	1.73	1.82	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.03%	21.90%	20.99%	22.55%	24.41%
P/E	11.50	12.76	12.55	11.09	9.38
P/B	2.07	2.79	2.63	2.50	2.29

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 国内家具机械龙头，跨周期成长典范.....	4
1.1 封边机起家，实现长周期成长.....	4
1.2 23 年营收、利润创新高，盈利能力维持高位.....	5
1.3 现金流向好，23 年股息率达 6.8%.....	6
2. 国产替代正当时，公司国内份额持续提升.....	7
2.1 公司位于家具产业链中游，收入、订单受家具厂资本开支影响.....	7
2.2 更新需求&价格优势，国产家具机械获进口替代机遇.....	8
2.3 公司国内收入增速显著高于欧洲巨头，有望继续替代进口厂商份额.....	10
3. 海外业务增速高、空间大、份额低，有望持续贡献增长动能.....	11
3.1 2015-23 年海外收入实现 8 年超 8 倍增长.....	11
3.2 公司海外增速高、份额较低，仍有较大提升空间.....	13
4. 产品升级、代理商体系构筑核心竞争力.....	13
4.1 产品：上下游产业链并购整合，产品持续升级.....	13
4.2 代理商：持续优化、扩张经销商体系，并提升品牌影响力.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 投资建议.....	17
6. 风险提示.....	18
附录.....	18

图表目录

图表 1：公司以封边机起家，产品多元化顺利.....	4
图表 2：公司成功跨越多个房地产周期，实现长周期成长.....	4
图表 3：23 年公司收入为 26.8 亿元，达历史新高.....	5
图表 4：23 年归母净利润为 5.9 亿元，达历史新高.....	5
图表 5：公司费用持续压降.....	5
图表 6：2019-24Q1-Q3 公司净利率维持 20%以上.....	5
图表 7：公司毛利率位于可比公司高位.....	6
图表 8：公司净利率位于可比公司高位.....	6
图表 9：近 5 年公司 ROE 维持在 20%以上（除 22 年外）.....	6
图表 10：公司现金收款能力强、资本开支呈下行、现金流健康，股息率有望维持高位.....	7
图表 11：公司位于板式家具产业链中游，下游客户主要为家具企业.....	7
图表 12：板式家具机械企业收入主要受下游资本开支影响.....	8



图表 13:	国内家具厂商收入短期承压, 家具机械扩张需求或放缓	8
图表 14:	2017-19 年的资本开支高峰购买的设备将进入更新周期	9
图表 15:	24H1 头部家具厂商固定资产同比+16.7%	9
图表 16:	24H1 头部家具厂商在建工程处于近五年高位	9
图表 17:	家具制造企业衣柜价格 23 年同比下行	10
图表 18:	家具制造企业 21-23 年橱柜价格波动下行	10
图表 19:	公司同类产品价格仅为欧洲厂商的 1/2	10
图表 20:	2015-23 年公司国内收入 CAGR 达 26.6%	11
图表 21:	国产厂商仍有较大的替代空间	11
图表 22:	俄罗斯家具市场需求开始恢复	12
图表 23:	印度、印尼等新兴市场代表国家城市化率远期提升空间较大	12
图表 24:	2015-23 年公司海外收入实现 8 年超 8 倍增长	12
图表 25:	23 年、24H1 海外毛利率明显高于国内	12
图表 26:	2021 年全球木工机械市场规模达 44 亿欧元	13
图表 27:	亚太仅占全球家具市场的 36%, 海外空间大	13
图表 28:	公司海外收入增速多年高于欧洲巨头	13
图表 29:	公司海外收入相对欧洲巨头仍有较大提升空间	13
图表 30:	公司从上游精密件→总装→自动化生产线都做了完善布局	14
图表 31:	Masterwood 加工中心示意图	14
图表 32:	2017-23 年公司加工中心收入 CAGR 达 43.5%	14
图表 33:	公司研发费用率处于行业中位水平	15
图表 34:	2012-23 年封边机、数控钻收入 CAGR 达 19.8%、31.4%	15
图表 35:	24H1 公司推出高端品牌“凯澳”, 产品高端化进展持续推进	15
图表 36:	公司商业模式以经销为主、直销为辅	16
图表 37:	代理商数量扩张至 120 家以上	16
图表 38:	公司营业收入拆分及预测	17
图表 39:	可比公司估值比较	17
图表 40:	公司产品核心参数对标海外巨头豪迈集团	18

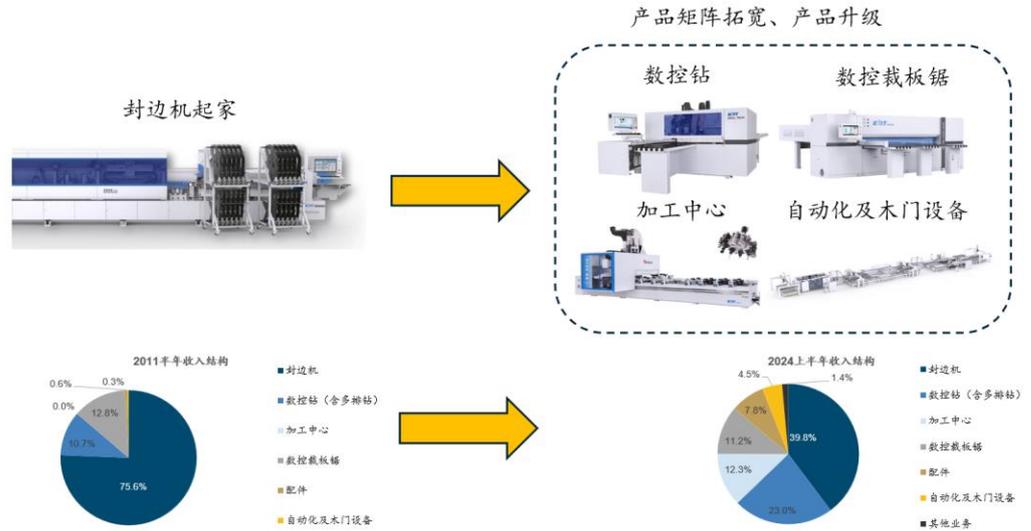


1. 国内家具机械龙头·跨周期成长典范

1.1 封边机起家，实现长周期成长

公司以封边机起家，产品多元化顺利。公司成立于2006年，以封边机起家，是行业标准《直线封边机》的主导者，2011年封边机收入占比达75.6%。经过多年内生+外部收购，公司产品矩阵得以拓宽，24H1封边机、数控钻（含多排钻）、加工中心、数控裁板锯收入占比为39.8%、23.0%、12.3%、11.2%，多元化进展顺利。

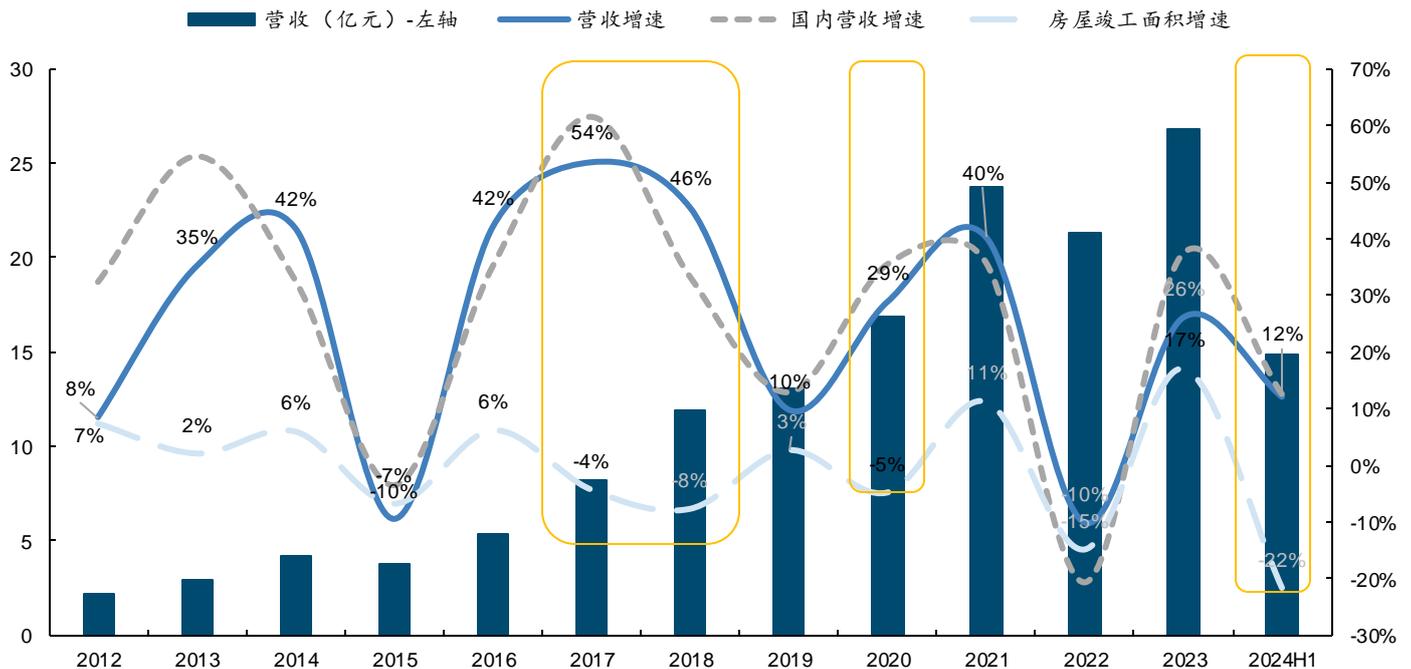
图表1：公司以封边机起家，产品多元化顺利



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

2012-23年营收CAGR达25.7%，穿越周期成长。复盘过去十余年发展，下游房地产行业经历了多次下行期，公司2017-18、2020、2024H1的行业下行期中展现了十足的韧性，实现穿越周期成长表现，2012-23年公司营收从2.2亿元提升至26.8亿元，期间CAGR达25.7%。

图表2：公司成功跨越多个房地产周期，实现长周期成长



来源：国家统计局，iFinD，国金证券研究所

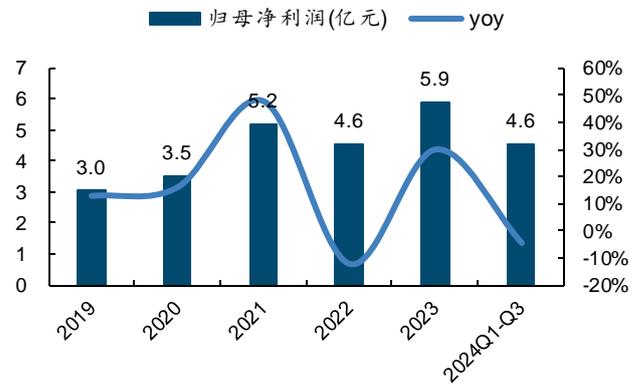
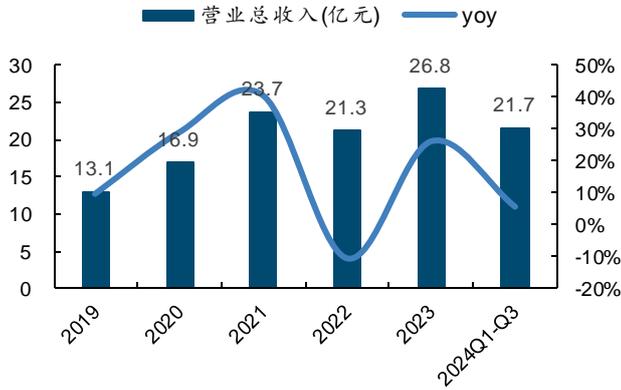


1.2 23 年营收、利润创新高，盈利能力维持高位

23 年营收、利润双双达历史新高。23 年国内经济逐步复苏、国家出台推动家具消费的相关政策，带动家具制造业对设备升级需求，公司营收、利润分别达 26.8、5.9 亿元，同比+26.1%、29.8%，双双达历史新高。受下游房地产需求下行影响，24Q1-Q3 公司收入、利润分别为 21.7、4.6 亿元，同比+5.8%、-4.8%，利润端有所承压。

图表3: 23 年公司收入为 26.8 亿元，达历史新高

图表4: 23 年归母净利润为 5.9 亿元，达历史新高



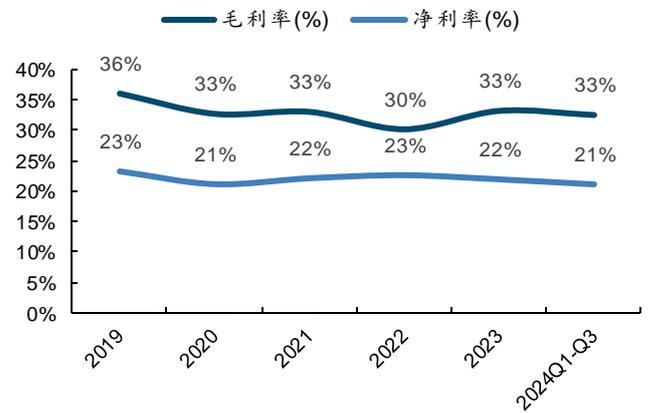
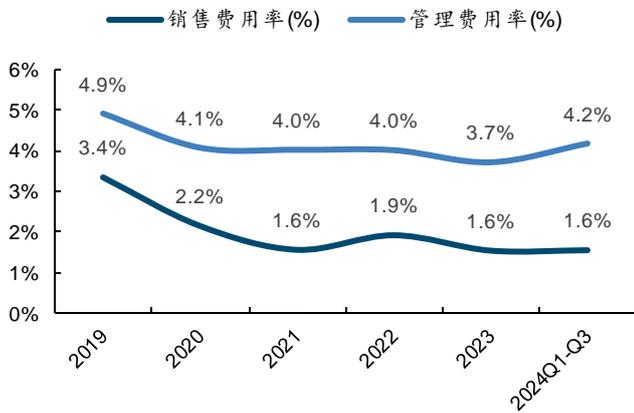
来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

纵向来看：费用率持续压降，净利率维持 20% 以上。2023 年公司销售、管理费用率分别为 4.0%、1.5%，相对 19 年压降 0.9、1.9pct；得益于优秀的费率管理，2019-23 年公司净利率均高于 20%。24Q1-Q3 公司新工厂投产，受管理人员和折旧增加影响，管理费用率有所增长，随着产能逐步爬坡，管理费用率有望压降至正常水平。

图表5: 公司费用持续压降

图表6: 2019-24Q1-Q3 公司净利率维持 20% 以上



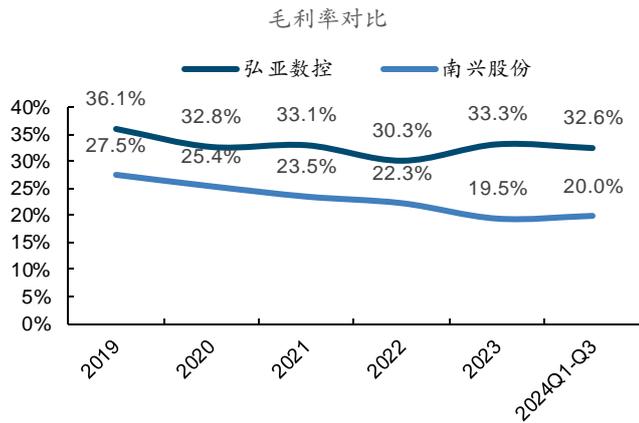
来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

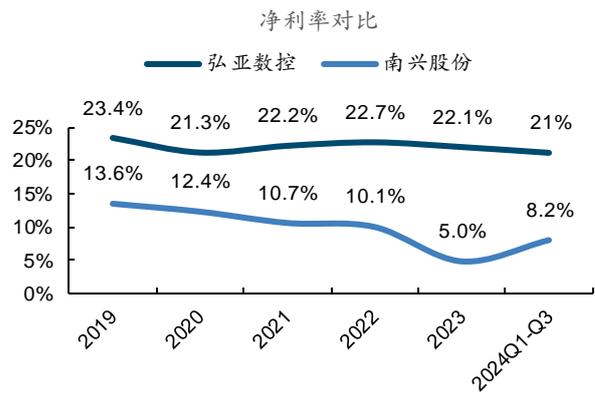
横向：公司盈利能力处于可比公司高位。同行业公司南兴股份受低毛利 IDC 业务拖累，2019-24Q1-Q3 毛利率、净利率为 20%-27%、5%-14% 水平，表现弱于公司。



图表7: 公司毛利率位于可比公司高位



图表8: 公司净利率位于可比公司高位

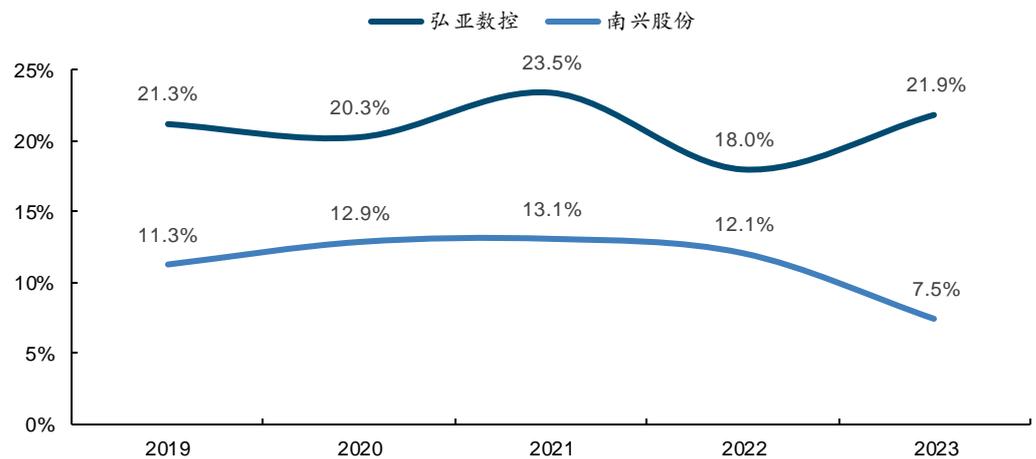


来源: 公司公告, iFinD, 国金证券研究所

来源: 公司公告, iFinD, 国金证券研究所

近5年公司ROE维持在20%以上(除22年外), 处于行业头部水平。

图表9: 近5年公司ROE维持在20%以上(除22年外)



来源: 公司公告, iFinD, 国金证券研究所 注: 数据为摊薄 ROE

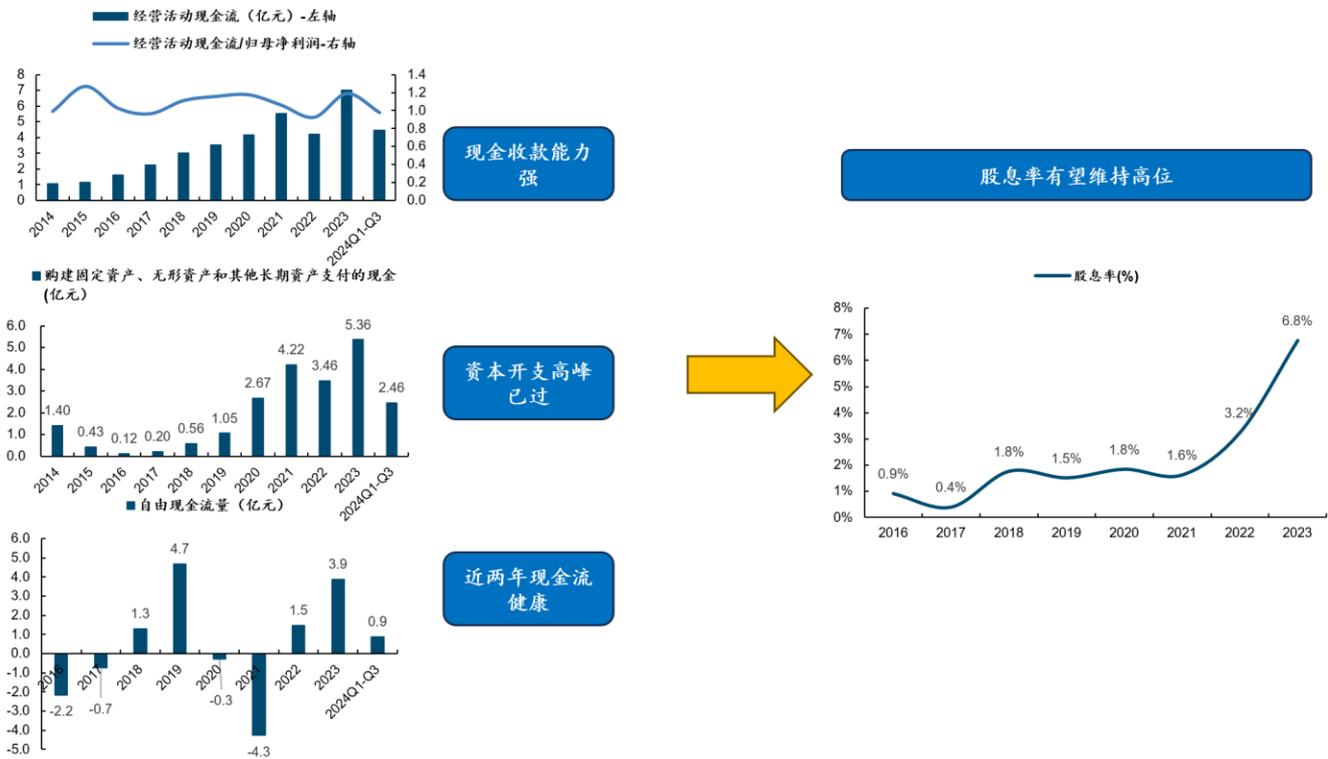
1.3 现金流向好, 23 年股息率达 6.8%

23 年公司股息率达 6.8%。22 年之前公司股息率为 2% 以下, 22、23 年分别为 3.2%、6.8%, 股息率持续提升。

现金收款能力强、现金流健康、资本开支高峰已过, 股息率有望维持高位。23 年、24Q1-Q3 公司自由现金流分别为 3.9、0.9 亿元, 整体较为健康。23 年、24Q1-Q3 经营活动现金流/归母净利润为 1.2、1.0, 现金收款能力较强。另一方面, 23 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.4 亿元, 24Q1-Q3 为 2.5 亿元, 同比-36.5%。根据 24 年 5 月 13 投资者关系活动记录表, 公司目前暂无较大金额的资本开支计划, 有望对高股息率形成支撑。



图表10: 公司现金收款能力强、资本开支呈下行、现金流健康, 股息率有望维持高位



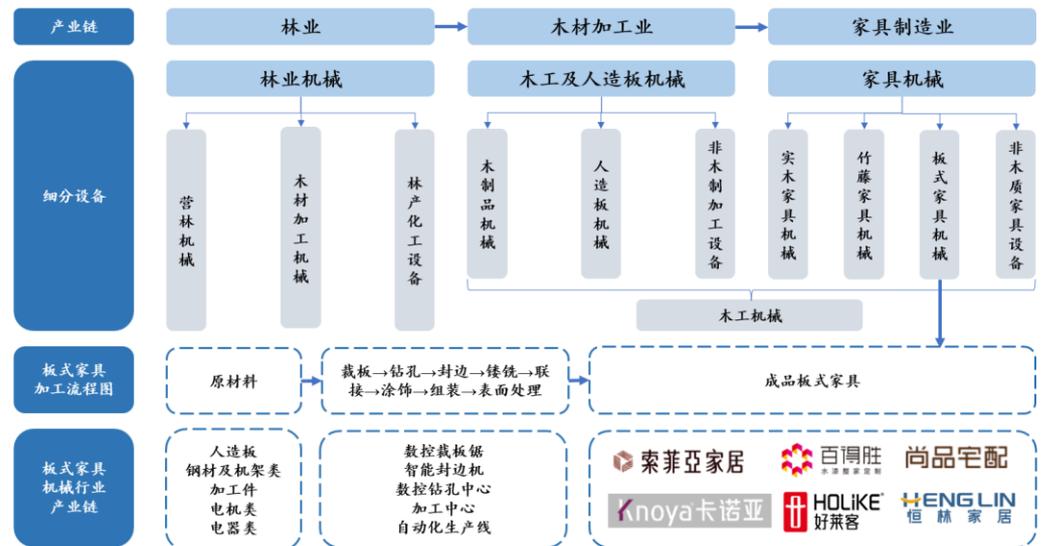
来源: iFinD, 国金证券研究所

2. 国产替代正当时, 公司国内份额持续提升

2.1 公司位于家具产业链中游, 收入、订单受家具厂资本开支影响

公司位于板式家具产业链中游, 下游客户主要为家具企业。公司产品为封边机、数控裁板锯等, 主要对人造板进行开料、封边、钻孔、打包等工序, 加工为成品板式家具, 下游客户主要为索菲亚、好莱客等家具企业。

图表11: 公司位于板式家具产业链中游, 下游客户主要为家具企业

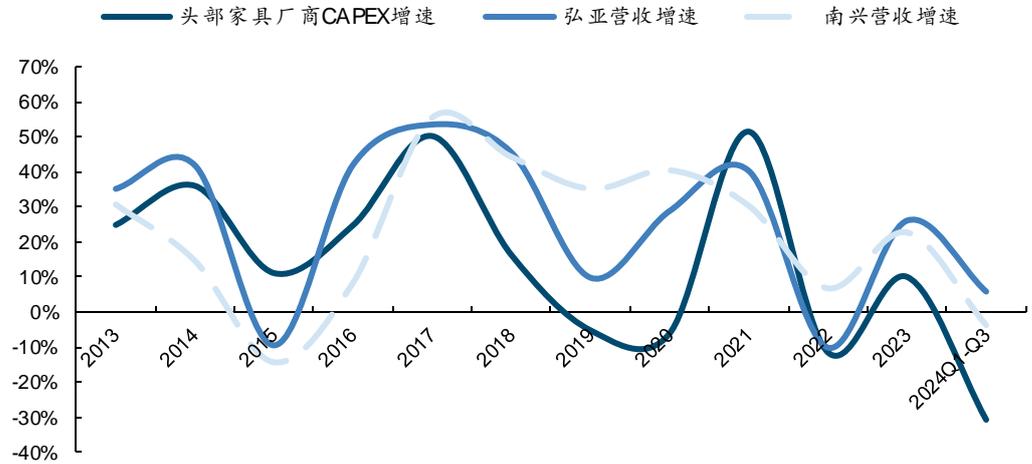


来源: 弘亚招股书, 《我国林业机械和木工机械行业分类方法讨论》(马岩), 华经产业研究院, 弘亚数控官网, 弘亚数控可转债说明书, 各家具企业官网, 国金证券研究所



公司收入、订单受下游资本开支影响。复盘 2013-23 年公司与南兴股份收入增速与头部家具厂商资本支出增速，我们发现公司、南兴股份收入与下游家具企业资本开支呈现较强相关性。24Q1-Q3 头部家具厂商 CAPEX 增速承压，公司海外市场布局持续兑现，整体营收增速表现出韧性。

图表12: 板式家具机械企业收入主要受下游资本开支影响

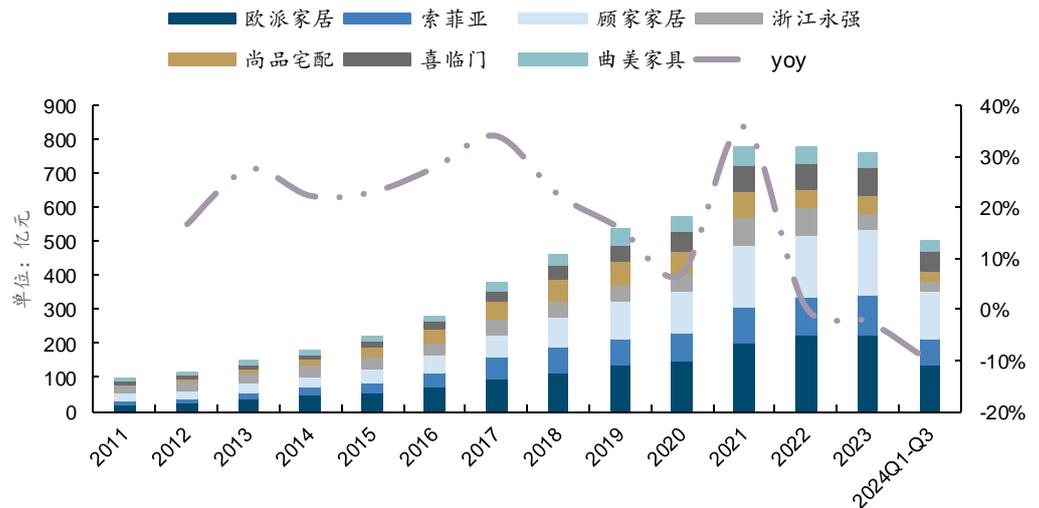


来源: iFinD, 国金证券研究所 注: CAPEX 增速为国内头部家具厂商资本支出, 包括欧派家居、索菲亚、顾家家居、浙江永强、尚品宅配、喜临门、曲美家居

2.2 更新需求&价格优势, 国产家具机械获进口替代机遇

国内家具厂商收入短期承压, 家具机械扩张需求或放缓。2024Q1-Q3 国内房屋竣工同比-24.4%, 导致新房家具需求减弱, 国内家具厂商收入短期承压, 家具机械扩张需求有所放缓。

图表13: 国内家具厂商收入短期承压, 家具机械扩张需求或放缓

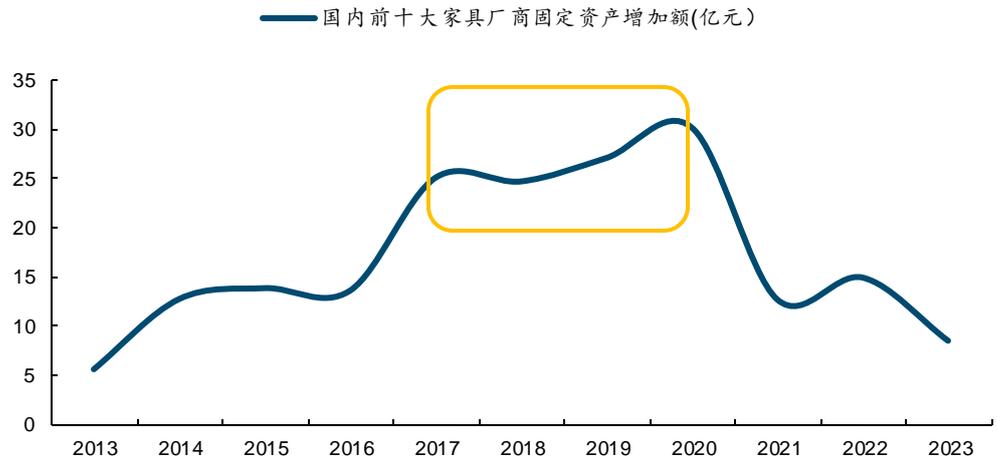


来源: iFinD, 国金证券研究所

更新需求将为国内家具制造装备景气度形成支撑。根据公司公告, 家具制造装备的使用寿命大概为 5-8 年, 2017-19 年的资本开支小高峰购买的设备进入更新周期, 叠加家具厂商对生产装备的升级迭代需求, 预计更新需求将为国内家具制造装备景气度形成支撑。



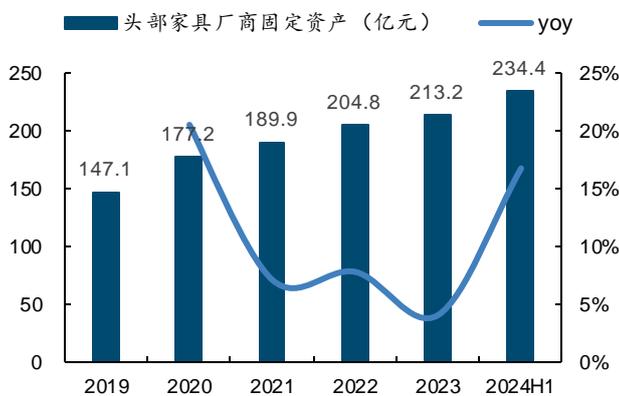
图表14: 2017-19年的资本开支高峰购买的设备将进入更新周期



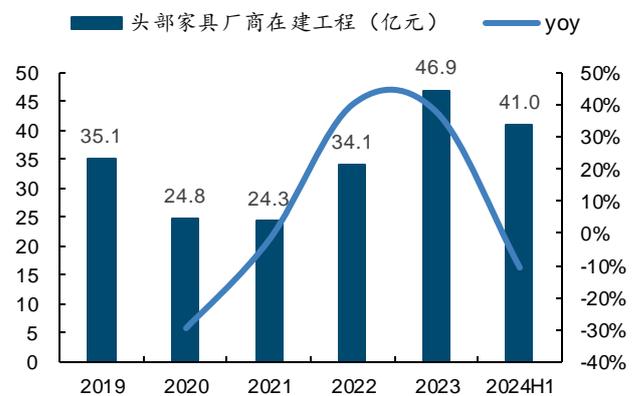
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 统计口径为国内头部家具厂商, 包括欧派家居、索菲亚、顾家家居、浙江永强、尚品宅配、喜临门、曲美家居

24H1 头部家具厂商固定资产同比+16.7%, 在建工程维持近 5 年高位水平, 家具机械更新需求有望逐步释放。24H1 头部家具厂商固定资产达 234.4 亿元, 同比+16.7%, 增速有所上行; 24H1 头部家具厂商在建工程达 41.0 亿元, 位于近五年高位水平, 有望支撑家具机械更新需求。

图表15: 24H1 头部家具厂商固定资产同比+16.7%



图表16: 24H1 头部家具厂商在建工程处于近五年高位



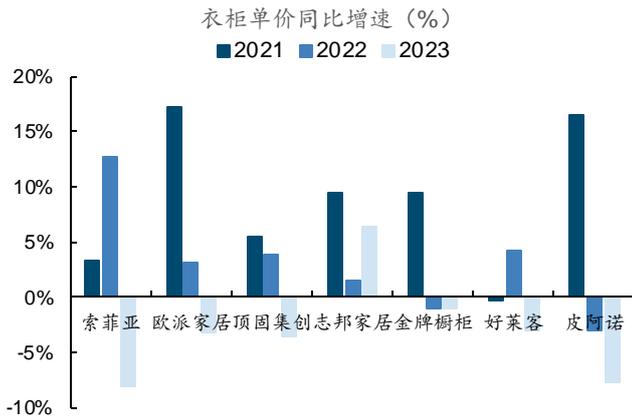
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 统计口径为国内头部家具厂商, 包括欧派家居、索菲亚、顾家家居、浙江永强、尚品宅配、喜临门、曲美家居

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 统计口径为国内头部家具厂商, 包括欧派家居、索菲亚、顾家家居、浙江永强、尚品宅配、喜临门、曲美家居

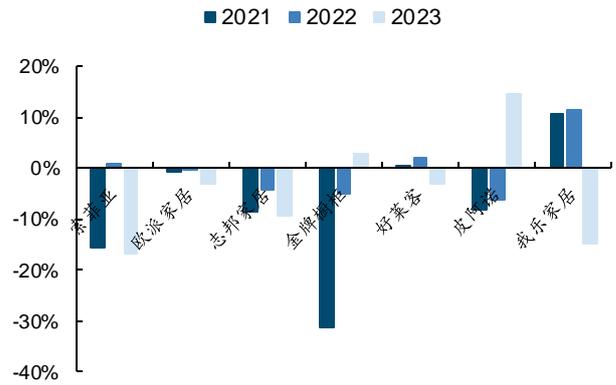
23 年国内家具制造代表性企业衣柜、橱柜单价下行, 降本需求增强。衣柜: 23 年索菲亚、欧派等国内头部厂商衣柜单价同比下行; 橱柜: 索菲亚、欧派等厂商近三年橱柜价格波动下行, 整体盈利空间存在压力, 加工设备等方面的降本需求增强。



图表17: 家具制造企业衣柜价格 23 年同比下行



图表18: 家具制造企业 21-23 年橱柜价格波动下行

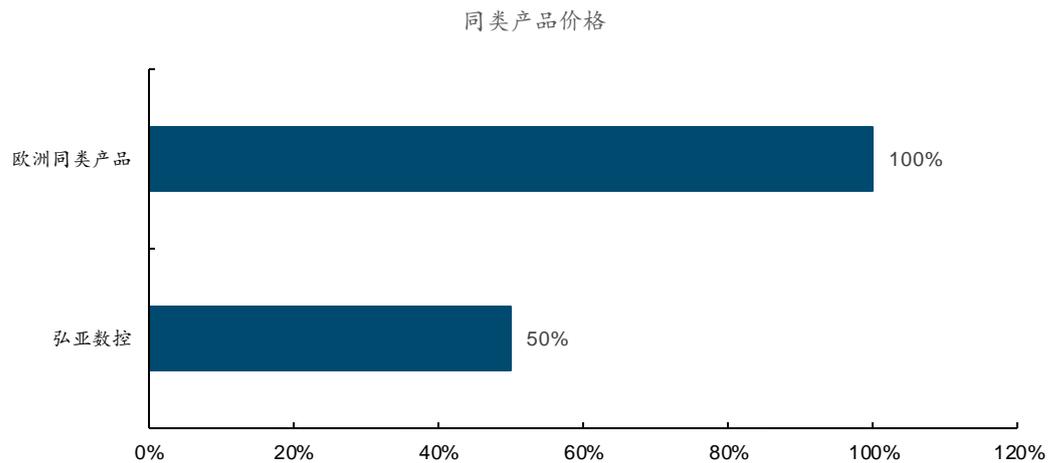


来源: 各公司 2020—2023 年年报, iFinD, 国金证券研究所

来源: 各公司 2020—2023 年年报, iFinD, 国金证券研究所

公司同类产品价格低于欧洲品牌。根据公司投资者关系活动记录表, 公司同类产品价格仅为欧洲厂商的 1/2 甚至 1/3, 具有显著的性价比优势。根据上文所述, 公司产品性能对标海外, 性价比优势显著, 结合下游企业降本需求, 公司有望引领家具机械国产化率提升进程。

图表19: 公司同类产品价格仅为欧洲厂商的 1/2



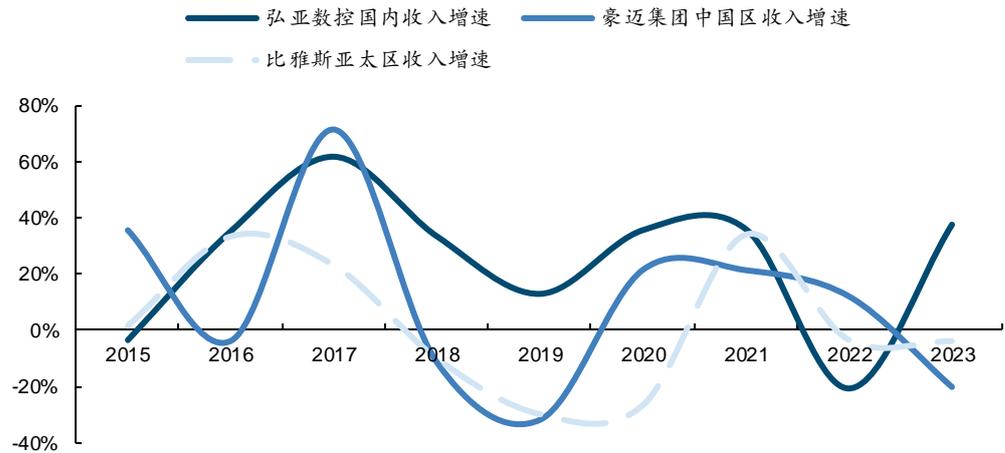
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 公司国内收入增速显著高于欧洲巨头, 有望继续替代进口厂商份额

2015-23 年公司国内收入 CAGR 达 26.6%, 欧洲巨头豪迈集团、比雅斯亚太区为 4.8%、-0.4%, 增速表现明显优于欧洲巨头的国内表现, 展现较强的 α 属性。公司持续推进产品迭代升级、拓宽产品线, 国内持续推进国产替代, 2015-23 年国内收入从 2.8 亿元提升至 18.7 亿元, 期间 CAGR 达 26.6%, 远高于欧洲巨头在国内的收入增速表现 (豪迈中国为 4.8%、比雅斯亚太区为 -0.4%)。



图表20: 2015-23 年公司国内收入 CAGR 达 26.6%

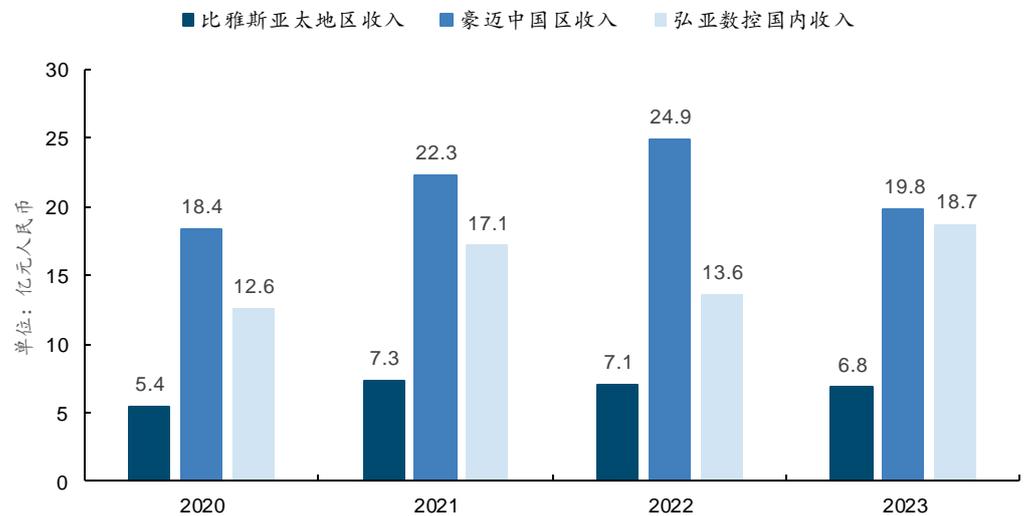


来源: 公司公告, 杜尔集团年报, 比雅斯年报, Bloomberg, 国金证券研究所

注: 1. 比雅斯选用亚太地区收入; 2. 2015-20 年杜尔集团未披露中国区收入占比, 采用中国子公司金田豪迈口径计算增速变动; 2020 年金田豪迈成为豪迈集团全资子公司, 不再单独披露收入, 故 2021-23 年收入增速计算口径采用豪迈集团中国区收入=母公司杜尔集团 Woodworking Machinery & System 板块收入*杜尔中国收入占比; 3. 比雅斯、豪迈集团报表口径均为欧元, 通过年度平均汇率换算为人民币计算增速

欧洲企业在国内仍具有较大份额, 替代空间仍较大。根据各公司公告, 2023 年豪迈集团中国区、比雅斯亚太区、弘亚数控国内收入分别为 19.8、6.8、18.7 亿元, 仅对比头部两家欧洲企业, 公司国内仍有一倍以上的替代空间。

图表21: 国产厂商仍有较大的替代空间



来源: 各公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所 注: 1. 比雅斯选用亚太地区收入; 2. 豪迈集团中国区收入=母公司杜尔集团 Woodworking Machinery & System 板块收入*杜尔中国收入占比; 3. 比雅斯、豪迈集团均为欧元, 通过年度平均汇率换算为人民币

3、海外业务增速高、空间大、份额低，有望持续贡献增长动能

3.1 2015-23 年海外收入实现 8 年超 8 倍增长

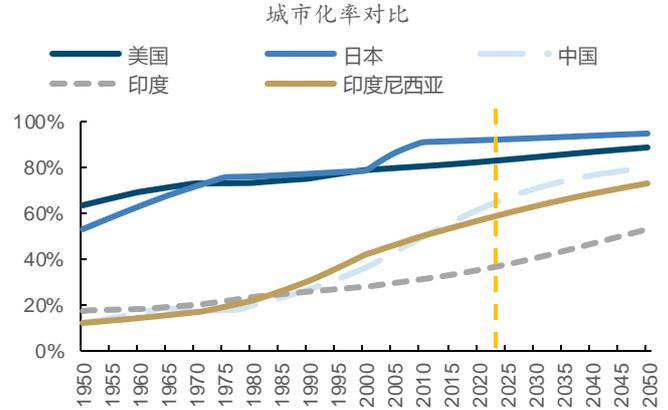
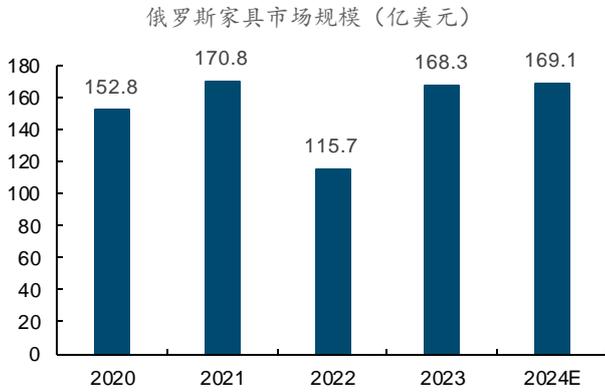
俄罗斯家具需求已经从地缘政治影响中走出。23 年俄罗斯家具市场规模达 168.3 亿美元, 相对 22 年的 115.7 亿美元, 提升超 40 亿美元, 家具市场景气度影响设备需求, 预计俄罗斯的家具机械需求景气度将有所回升。



远期来看，印度、印尼等新兴地区的城市化率较低，提升空间大。根据联合国贸发会议，2022年印度和印尼城市化率分别为36%、58%，相对于发达国家美国、日本近90%水平还有较大差距，提升空间较大，城市化进程推进将支撑对家具机械的长期需求。

图表22：俄罗斯家具市场需求开始恢复

图表23：印度、印尼等新兴市场代表国家城市化率远期提升空间较大



来源：Statista, 国金证券研究所

来源：iFinD, 联合国贸发会议 (预测), 国金证券研究所

注：该数据为联合国贸发会议 22 年预测，22 年之前为实际值，22 年后为联合国贸发会议预测值

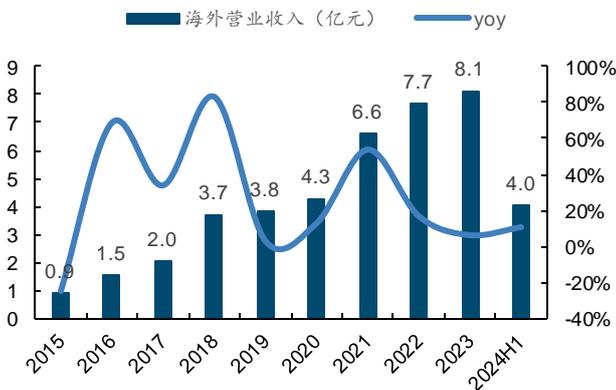
公司凭借拓高端、性价比、经销商/品牌建设，海外收入从 2015 年 0.9 亿元增长至 23 年的 8.1 亿元，实现 8 年超 8 倍增长。

- 性价比优势：根据公司投资者交流记录表，公司产品出口俄罗斯代理商的价格，比欧洲厂商低 20%-50%，具有较高的性价比优势。
- 海外拓高端新品：24H1 公司高端新品纵横数控锯切中心开始在俄罗斯市场试用。
- 海外经销商/品牌建设：公司在“一带一路”地区广泛布局。2015 年公司就已经拥有 21 家境外代理商，随着布局不断深入，销售覆盖俄罗斯、意大利、泰国、秘鲁等“一带一路”国家、南非、中东、东南亚市场。24H1 公司参加意大利米兰、俄罗斯等“一带一路”地区展会，加强品牌在当地覆盖力度。

受益于高端产品推广和欧元汇率提升，23 年、24H1 公司海外毛利率分别为 36.4%、36.6%，高于同期国内毛利率 4.5、6.6pct，预计随着公司海外品牌建设推进、新经销商开拓，高毛利的海外业务增长有望带动整体毛利率上行。

图表24：2015-23 年公司海外收入实现 8 年超 8 倍增长

图表25：23 年、24H1 海外毛利率明显高于国内



来源：公司公告, iFinD, 国金证券研究所

来源：公司公告, iFinD, 国金证券研究所

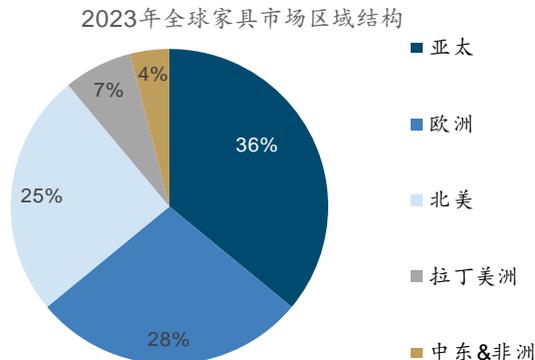


3.2 公司海外增速高、份额较低，仍有较大提升空间

21 年全球木工机械市场规模达 44 亿欧元。根据杜尔集团年报，21 年全球木工机械市场规模达 44 亿欧元，亚太仅占全球家具市场 36% 的份额，海外家具加工需求广阔。

图表26：2021 年全球木工机械市场规模达 44 亿欧元

图表27：亚太仅占全球家具市场的 36%，海外空间大



来源：杜尔集团年报，国金证券研究所

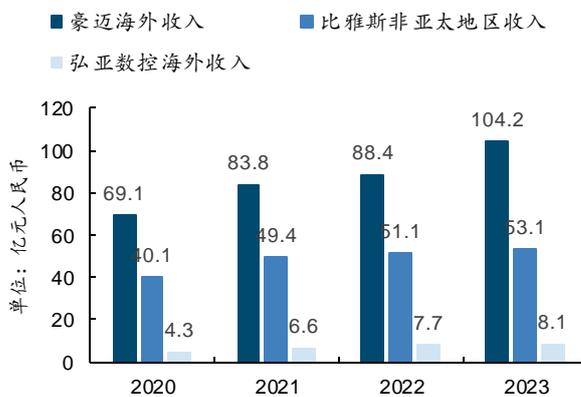
来源：Precedence Research，国金证券研究所

公司海外进展快、增速高，海外份额持续提升，但相对欧洲巨头，公司海外收入仍有较大提升空间。根据各公司公告，2015-23 年公司海外、豪迈海外、比雅斯非亚太区收入 CAGR 分别为 31.7%、7.5%、7.9%，增速远远高于欧洲巨头。2023 年豪迈集团、比雅斯（非亚太区）、弘亚数控海外收入分别为 104.2、53.1、8.1 亿元，公司相对行业巨头海外收入规模仍较低，远期提升空间大。

根据公司公告，截至 9 月公司出口订单保持较好增长，新增地区的市场排名在持续提升，预计随着海外品牌建设深入，海外地区有望持续贡献新增量。

图表28：公司海外收入增速多年高于欧洲巨头

图表29：公司海外收入相对欧洲巨头仍有较大提升空间



来源：各公司公告，Bloomberg，国金证券研究所 注：1.比雅斯选用亚太地区收入；2.2015-20 年豪迈集团海外收入增速采用母公司杜尔集团 Woodworking Machinery &System 板块收入-中国金田豪迈收入，20 年金田豪迈被整合，未单独披露中国区收入，21-23 年海外增速计算口径为，母公司杜尔集团 Woodworking Machinery &System 板块收入*杜尔非中国区收入占比；3.比雅斯、豪迈集团均为欧元，通过年度平均汇率换算为人民币计算增速

来源：各公司公告，iFind，Bloomberg，国金证券研究所注：1.比雅斯选用非亚太地区收入；2.豪迈集团海外收入=母公司杜尔集团 Woodworking Machinery &System 板块收入*杜尔非中国区收入占比；3.比雅斯、豪迈集团货币均为欧元，通过年度平均汇率换算为人民币

4. 产品升级、代理商体系构筑核心竞争力

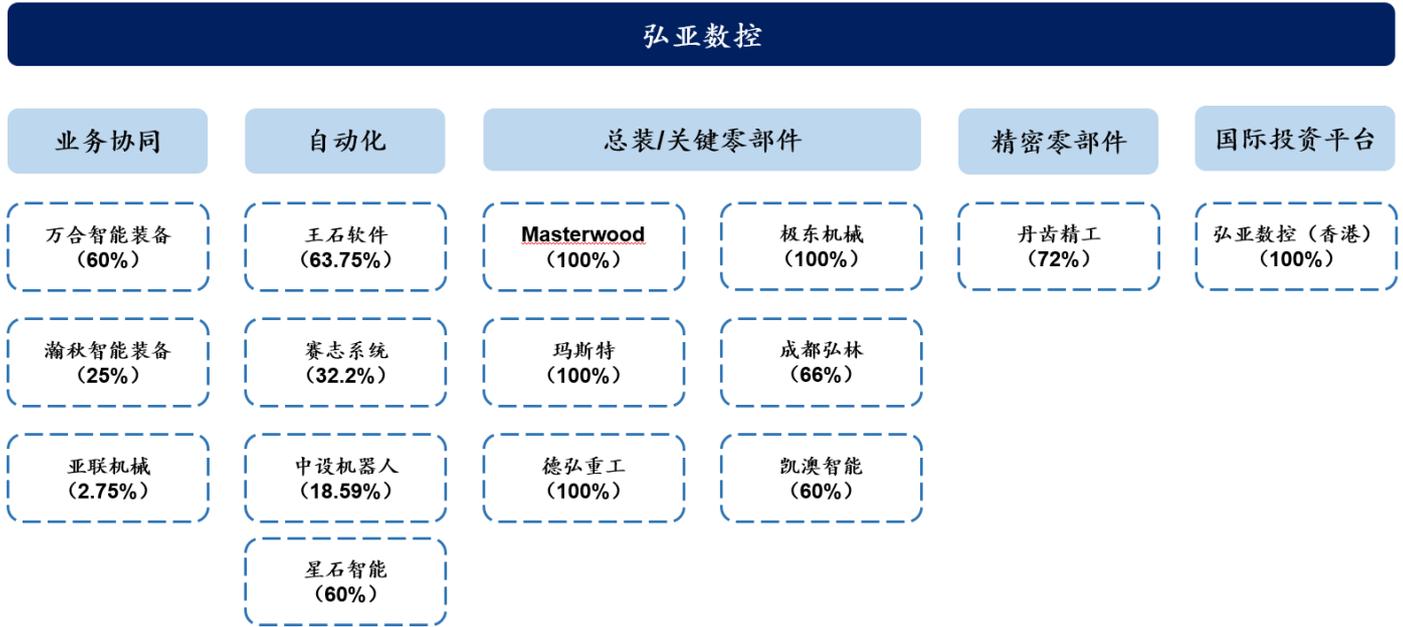
4.1 产品：上下游产业链并购整合，产品持续升级

从精密件生产、总装、自动生产线方向参控股多家企业，发挥协同效应。公司近几年一



方面持续开发新产品和完善现有产品，提高企业核心竞争力；另一方面通过并购或参股其他企业等方式完善产业链布局，实现从零部件生产到总装再到机器人生产线的完整结合，优化成本和提升生产效率的同时，还可以保障生产的稳定性和产品的品质。

图表30：公司从上游精密件→总装→自动化生产线都做了完善布局



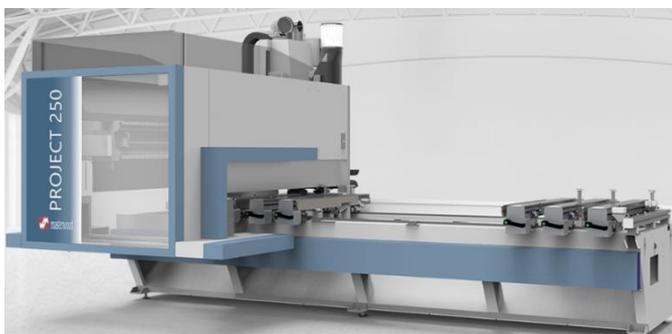
来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所 注：截至 2024 年三季度报告

收购意大利 Masterwood，加快了公司高端数控加工中心国产化进度和欧洲市场拓展。2018 年 4 月，公司完成了对意大利 Masterwood S. p. A. 公司 75% 的股权收购，之后对少数股东股权收购，实现对 MASTERWOOD 100% 持股。MASTERWOOD 品牌诞生于 1990 年，核心产品是数控加工中心和定制化木门木窗生产线，在全球拥有超过一万家的木材加工中心客户，产品在欧洲、美洲地区有着较高的品牌知名度。

2017-23 年公司加工中心板块收入 CAGR 达 43.5%。公司引进 Masterwood 的先进技术并将其吸收进行国产化，进一步提升公司在数控加工中心领域的技术水平，加速自动化升级的步伐，公司加工中心收入从 2017 年的 0.5 亿元提升至 23 年的 4.0 亿元，期间 CAGR 达 43.5%。

图表31：Masterwood 加工中心示意图

图表32：2017-23 年公司加工中心收入 CAGR 达 43.5%



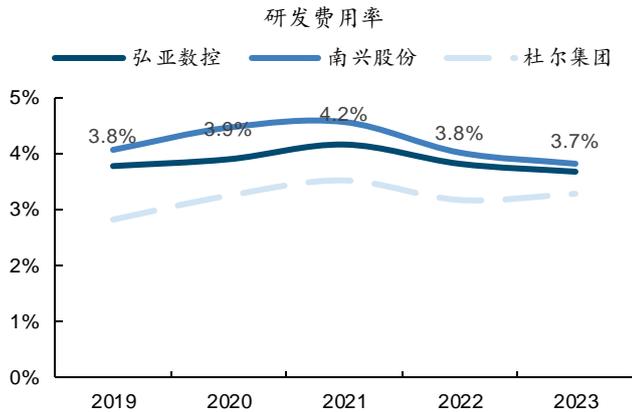
来源：Masterwood 官网，国金证券研究所

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

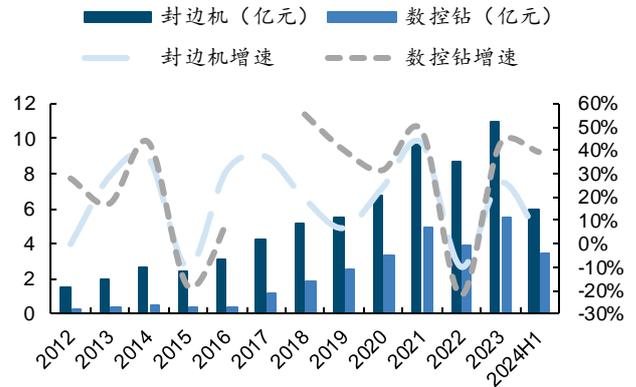
公司研发费用率保持在 4% 左右，产品高端化带动设备实现长周期的收入高速增长。2019-23 年公司研发费用率基本保持在 3.8%-4.2% 之间，推动高端产品持续落地。得益于产品线拓展和高端化产品持续推出，公司封边机、数控钻收入分别从 2012 年 1.5、0.3 亿元提升至 23 年的 11.0、5.5 亿元，期间 CAGR 达 19.8%、31.4%。



图表33：公司研发费用率处于行业中位水平



图表34：2012-23年封边机、数控钻收入 CAGR 达 19.8%、31.4%



来源：iFinD, 国金证券研究所

来源：iFinD, 国金证券研究所

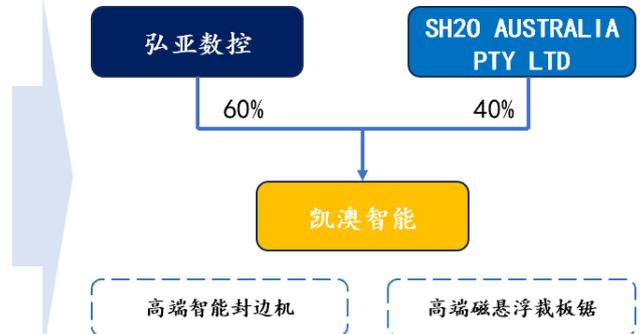
24H1 公司推出高端品牌“凯澳”，产品高端化有望继续推进。自上市后，公司持续推动主力产品在智能化、自动化方向升级；2024H1 公司成立凯澳智能(公司与 SH20 AUSTRALIA PTY LTD 分别持股 60%、40%)，专攻国内外高端市场。凯澳智能已经推出 Aurora E8 高端智能封边机、Aurora S8 高端磁悬浮裁板锯等产品，预先销售的两大旗舰产品得到了高端市场充分认可，公司产品高端化有望继续推进。

图表35：24H1 公司推出高端品牌“凯澳”，产品高端化进展持续推进

公司自上市后产品高端化持续推进

主营产品	上市之初	2024年
数控锯切系列 (KS)	数控裁板锯、往复式裁板锯、精密裁板锯	纵横数控锯切中心、双推手后/前上料裁板锯、后/前上料裁板锯、精密裁板锯
加工中心系列 (NK)	重型木材加工中心	2/3/5系列加工中心、镗铣加工中心、贴标机
封边机系列 (KE)	自动封边机、高速封边机、双端封边机	激光封边机、高速封边机、常规封边机、柔性封边机、端头封边机、木门封边机、斜边封边机、双端封边机、子母门封边机、铝蜂窝封边机
钻孔中心系列 (KD)	自动多排钻、半自动多排钻	双工位数控钻孔中心、通过式数控钻孔中心、复合加工数控钻孔中心、六面钻孔、多排钻、水平钻
工段自动化系列 (KA)	以自动化输送设备为主	开料连线、封边机连线、钻孔中心连线、定制生产线

2024上半年设立高端品牌“凯澳”



来源：公司官网，公司招股说明书，凯澳官网，国金证券研究所

4.2 代理商：持续优化、扩张经销商体系，并提升品牌影响力

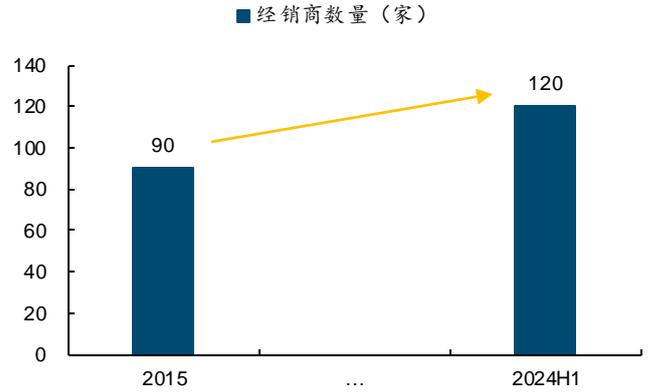
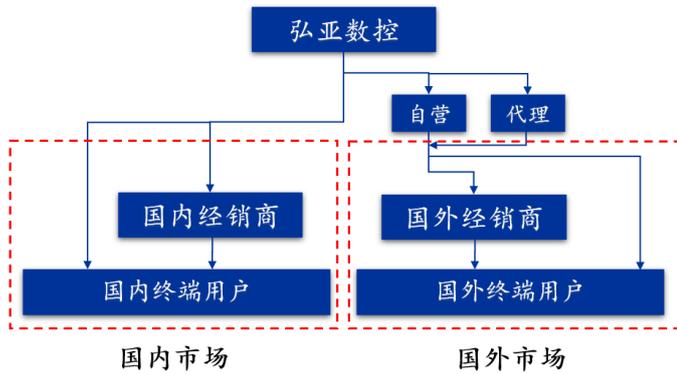
经销为主，直销为辅。公司在国内外市场主要通过经销商向终端客户销售产品（占比超 95%），少量产品直接销售给终端客户。主要优势为公司销售力量集中投入到经销商体系的建设和维护，充分利用了专业经销商的客户资源、售后服务能力和服务及时性优势，既提升了客户渗透，还降低了销售费用。

公司扩张渠道建设，经销商数量提升至 120 家，销售能力、品牌影响力持续提升。公司近年来推进渠道系统建设，代理商数量从 2015 年 90 家提升至 24H1 超 120 家。24 年上半年参加意大利米兰、俄罗斯莫斯科、广州及地方性展会，持续加大品牌推广，为经销商赋能，助力公司产品的市场覆盖面拓宽、挖掘终端市场增量空间。



图表36：公司商业模式以经销为主、直销为辅

图表37：代理商数量扩张至 120 家以上



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 24-26 年公司的营业收入为 28.54/32.47/37.45 亿元、归母净利润为 5.81/6.58/7.77 亿元，对应 EPS 为 1.37/1.55/1.83 元。

1、封边机：

- **营收：**公司以封边机起家，主导起草《直线封边机》行业标准，2015-23 年封边机板块收入 CAGR 达 21.1%。24H1 受下游需求波动，封边机板块收入同比+3.5%，增速下降，24 年下半年国内需求较弱，预计 24 年封边机业务承压。考虑到公司积极参加俄罗斯、意大利、广州等展会，积极开拓市场，叠加国产厂商家具设备将进入更新周期，25、26 年封边机板块收入有望逐步恢复。预计 24-26 年公司封边机收入为 10.88/11.76/13.41 亿元，同比-1.0%/8.0%/14.1%。
- **毛利率：**公司 24H1 受需求波动影响，毛利率略下滑，为 40.0%，考虑到高端品牌“凯澳”产品试用推广顺利，预计高端产品逐步放量有望带动毛利率上行，预计 24-26 年公司封边机毛利率为 41.0%/42.0%/43.0%。

2、数控钻：

- **营收：**23 年、24H1 公司数控钻板块收入同比+42.7%、39.4%，根据公司非公开发行回复函，数控钻生产基地已经投产，达产后能满足 6000 台（合计 9.3 亿元）数控钻供应，能为业务扩张提供产能支撑。考虑到公司国内、海外仍均存在较大的国产替代空间，并且公司产品相对欧洲厂商具有较高性价比优势，预计数控钻板块仍能维持高增长。24-26 年数控钻业务收入分别为 6.87/8.30/9.61 亿元，同比+24.1%/20.8%/15.8%。
- **毛利率：**数控钻业务收入维持高增长，规模效应有望带动毛利率缓增。我们预计 24-26 年该业务毛利率为 28.0%/28.2%/28.4%。

3、加工中心：

- **营收：**24H1 公司加工中心业务受需求波动影响，收入同比-10.4%，考虑到国内头部家具厂商 23 年以来产品价格承压，对高端加工中心产品需求或承压，预计 24 年该板块收入同比-12.7%。中国定制家具渗透率相对发达国家仍有较大差距，随着城镇化率进一步提升，能够柔性制造定制家具的加工中心需求仍有较大增长空间。我们预计 24-26 年加工中心业务收入分别为 3.53/3.99/4.71 亿元，同比-12.7%/+13.1%/+18.1%。
- **毛利率：**根据公司公告，24H1 公司加工中心毛利率下行至 18.3%，主要是意大利子公司毛利率下行所致。公司参加了意大利米兰展会，持续推进海外品牌建设，收入恢复有望带动毛利率修复。我们预计 24-26 年该业务毛利率为 19.5%/20.5%/21.5%。

4、数控裁板锯：

- **营收：**公司近年来在国内推进数控裁板锯产品国产替代，同时拓展海外“一带一路”地区，尤其是 GDP 增速较高的东南亚等地区，该地区本地家具机械产能有限，公司获配套机遇；另一方面，公司通过“凯澳”品牌开拓高端市场，目前已有海外客户开始



试用。我们预计 24-26 年数控裁板锯业务收入分别为 3.48/4.00/4.62 亿元，同比 +23.0%/15.0%/15.6%。**毛利率：**我们预计 24-26 年该业务毛利率保持为 32.0%。

5、自动化及木门设备：

- **营收：**公司自动化及木门设备主要产品为智能工作站、智能连线、柔性木门产线等，能够满足家具定制化、批量生产，有效地减少人工成本和提升生产效率。23 年、24H1 该板块收入同比+174.4%、71.5%，考虑到定制家具渗透率提升空间较大，目前公司该板块收入规模体量仍较低，预计未来仍有望维持较高增长，预计 24-26 年公司自动化及木门设备收入为 1.54/2.00/2.40 亿元，同比+50.0%/30.0%/20.0%。
- **毛利率：**24H1 公司该板块毛利率为 30%，考虑到规模效应有望带动毛利率维持高位，预计 24-26 年公司自动化及木门设备业务毛利率保持在 31.0%。

图表38：公司营业收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2370.7	2127.5	2682.7	2854.1	3247.5	3745.3
yoy	40.3%	-10.3%	26.1%	6.4%	13.8%	15.3%
毛利率	33.1%	30.3%	33.3%	32.3%	32.7%	33.2%
封边机（百万元）	970.2	871.6	1098.9	1087.9	1175.5	1341.2
yoy	43.3%	-10.2%	26.1%	-1.0%	8.0%	14.1%
毛利率	44.6%	41.8%	43.6%	41.0%	42.0%	43.0%
数控钻（百万元）	496.9	387.8	553.3	686.9	830.0	961.0
yoy	48.5%	-22.0%	42.7%	24.1%	20.8%	15.8%
毛利率	26.7%	22.6%	28.4%	28.0%	28.2%	28.4%
加工中心（百万元）	332.5	349.8	403.9	352.6	398.6	470.8
yoy	28.9%	5.2%	15.5%	-12.7%	13.1%	18.1%
毛利率	17.0%	19.1%	23.6%	19.5%	20.5%	21.5%
数控裁板锯（百万元）	333.7	226.7	282.8	347.8	400.0	462.3
yoy	43.5%	-32.1%	24.8%	23.0%	15.0%	15.6%
毛利率	29.3%	22.1%	27.6%	32.0%	32.0%	32.0%
自动化及木门设备（百万元）	36.5	37.4	102.5	153.8	199.9	239.9
yoy	61.1%	2.4%	174.4%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率			32.5%	31.0%	31.0%	31.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率预测：公司今年上半年加大市场开拓力度，导致销售费用略增，但整体可控，预计 24-26 年销售费用率为 1.5%/1.5%/1.5%；上半年公司广州、佛山新基地投产，管理人员及薪酬增加，导致管理费用上行，考虑到随着新厂区产能爬坡规模效应有望持续显现，我们预计 24 年公司的管理费用率提升至 3.8%，25、26 年有望持续压缩，预计 25-26 年管理费用率为 3.7%/3.6%。公司持续推进高端产品研发，24H1 公司成立“凯澳”公司主攻高端市场，我们预计 24-26 年研发费用率保持为 3.7%。

5.2 投资建议

我们选取其他行业市场地位类似的设备龙头公司作为可比公司，包括宏华数科（数码喷印设备龙头）、豪迈科技（轮胎模具龙头）、杰克股份（缝纫机龙头）。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.81/6.58/7.77 亿元，对应 PE 分别为 13/11/9 倍。可比公司 2024-26 年平均 PE 为 21/17/14 倍，参考可比公司估值，考虑到公司高毛利的数控裁板锯、自动化及木门设备高增长，看好公司 24-25 年营收高增长，盈利能力修复，给予公司 2025 年 14 倍 PE，则合理估值为 92.06 亿元、对应目标价 21.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值比较

证券代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
688789.SH	宏华数科	69.29	3.19	2.70	2.55	3.27	4.16	21.70	25.66	27.15	21.18	16.66



证券代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
002595.SZ	豪迈科技	45.95	1.50	2.02	2.40	2.76	3.15	30.63	22.80	19.16	16.67	14.61
603337.SH	杰克股份	29.38	1.02	1.11	1.63	2.06	2.52	28.93	26.43	18.04	14.27	11.68
	平均		1.90	1.94	2.19	2.70	3.27	27.09	24.96	21.45	17.37	14.32
002833.SZ	弘亚数控	17.19	1.07	1.39	1.37	1.55	1.83	11.50	12.76	12.55	11.09	9.38

来源：iFinD，国金证券研究所 注：估值日期为 2024.11.4；杰克股份盈利预测数据来自国金证券研究所，宏华数科、豪迈科技为 iFinD 一致预期

6. 风险提示

高端产品推进不及预期。欧洲巨头豪迈集团、比雅斯等企业在高端家具机械领域市占率高，公司近年来持续推进产品高端化，争取高端产品份额。若公司高端产品研发落地、销售推广不及预期，或将影响公司整体竞争力，进而对公司业绩造成不利影响。

行业竞争加剧风险。家具机械行业的企业多，市场格局较为分散。若受下游需求波动影响，中小企业为生存低价“抢单”，行业价格竞争加剧，或对公司业绩产生不利影响。

汇率波动风险。23 年公司海外收入占比达 30.3%，若汇率产生较大波动，或对公司利润产生不利影响。

产能爬坡不及预期风险。公司广州、佛山生产基地分别在 23 年 12 月、24 年 1 月投产，正处于产能爬坡期，若受市场需求变动等影响导致产能爬坡不及预期，固定资产折旧可能会影响公司业绩表现。

可转债转股摊薄风险。公司 6 亿可转债 99% 以上尚未转股，目前转股价为 17.7 元，若转债持有人转股，将摊薄每股收益，或对公司股价造成波动。

附录

公司产品核心参数对标海外巨头豪迈集团。公司封边机、数控裁板锯、数控钻产品在进给速度、处理工件长度/厚度等核心参数对标或超越海外巨头豪迈集团同类产品，技术差距逐渐追平。

图40：公司产品核心参数对标海外巨头豪迈集团

设备	指标	豪迈集团	弘亚数控
封边机	型号	EDGETEQS-810	KE-826A
	进给速度(米/分)	10-32	32-36-42
	工件厚度(毫米)	16-60	9-60
	工件长度(毫米)	≥700	≥240
数控裁板锯	型号	SAWTEQ S-500	KS-4522HLS
	最快送料速度(米/分)	90	95
	锯车最快速度(米/分)	150	200
数控钻	型号	DRILLTEQ L-200	KD-612KSZ
	工件长度(毫米)	250-3000	70-3000
	工件宽度(毫米)	120-1300	50-1200
	工件厚度(毫米)	12-60	9-60
	主轴功率(kW)	-	1*5.5 1*3.5

来源：豪迈集团官网，公司官网，国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,371	2,127	2,683	2,854	3,247	3,745
增长率		-10.3%	26.1%	6.4%	13.8%	15.3%
主营业务成本	-1,586	-1,484	-1,790	-1,932	-2,184	-2,500
%销售收入	66.9%	69.7%	66.7%	67.7%	67.3%	66.8%
毛利	785	644	893	922	1,063	1,245
%销售收入	33.1%	30.3%	33.3%	32.3%	32.7%	33.2%
营业税金及附加	-17	-20	-24	-25	-28	-33
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-37	-41	-42	-44	-49	-54
%销售收入	1.6%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-95	-85	-100	-108	-120	-135
%销售收入	4.0%	4.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用	-99	-81	-99	-106	-120	-139
%销售收入	4.2%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	537	416	629	640	746	885
%销售收入	22.7%	19.5%	23.4%	22.4%	23.0%	23.6%
财务费用	-9	-13	5	-1	0	2
%销售收入	0.4%	0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-27	-17	-14	-6	-6	-8
公允价值变动收益	25	12	-3	15	0	0
投资收益	25	17	11	11	11	11
%税前利润	4.1%	3.0%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%
营业利润	611	552	690	682	771	910
营业利润率	25.8%	26.0%	25.7%	23.9%	23.7%	24.3%
营业外收支	0	-1	-4	0	0	0
税前利润	611	552	686	682	771	910
利润率	25.8%	25.9%	25.6%	23.9%	23.7%	24.3%
所得税	-84	-68	-95	-94	-106	-126
所得税率	13.8%	12.3%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	527	484	591	588	665	784
少数股东损益	7	29	1	7	7	7
归属于母公司的净利润	520	455	590	581	658	777
净利率	21.9%	21.4%	22.0%	20.4%	20.2%	20.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	527	484	591	588	665	784
少数股东损益	7	29	1	7	7	7
非现金支出	94	91	93	96	120	131
非经营收益	-26	-122	20	-3	15	15
营运资金变动	-45	-31	-2	53	-27	-19
经营活动现金净流	551	421	702	735	774	911
资本开支	-422	-305	-535	-174	-202	-202
投资	-484	465	131	-33	0	0
其他	90	96	12	11	11	11
投资活动现金净流	-816	256	-391	-196	-191	-191
股权募资	594	0	11	0	0	0
债权募资	51	-15	2	-11	-3	2
其他	-185	-177	-445	-534	-535	-535
筹资活动现金净流	460	-192	-431	-545	-538	-533
现金净流量	187	493	-118	-6	44	187

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	693	1,182	1,172	1,159	1,199	1,382
应收款项	108	156	159	152	167	187
存货	337	319	302	344	373	408
其他流动资产	781	319	111	173	174	175
流动资产	1,919	1,975	1,744	1,829	1,913	2,152
%总资产	55.8%	52.5%	43.8%	44.0%	44.2%	46.3%
长期投资	342	354	539	535	535	535
固定资产	791	1,052	1,310	1,425	1,515	1,597
%总资产	23.0%	27.9%	32.9%	34.3%	35.0%	34.4%
无形资产	302	311	291	288	286	284
非流动资产	1,522	1,790	2,240	2,326	2,413	2,492
%总资产	44.2%	47.5%	56.2%	56.0%	55.8%	53.7%
资产总计	3,441	3,765	3,983	4,155	4,327	4,644
短期借款	93	90	89	56	53	55
应付款项	257	248	300	324	336	364
其他流动负债	189	172	146	227	238	254
流动负债	538	510	535	607	628	673
长期贷款	28	17	22	22	22	22
其他长期负债	569	605	612	630	625	622
负债	1,135	1,132	1,169	1,259	1,275	1,317
普通股股东权益	2,215	2,522	2,694	2,768	2,917	3,185
其中：股本	303	424	424	424	424	424
未分配利润	1,357	1,613	1,722	1,794	1,942	2,210
少数股东权益	91	112	121	128	135	142
负债股东权益合计	3,441	3,765	3,983	4,155	4,327	4,644

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.716	1.072	1.391	1.370	1.550	1.832
每股净资产	7.309	5.945	6.350	6.525	6.875	7.507
每股经营现金净流	1.817	0.993	1.655	1.732	1.824	2.148
每股股利	0.520	0.400	1.200	1.200	1.200	1.200
回报率						
净资产收益率	23.48%	18.03%	21.90%	20.99%	22.55%	24.41%
总资产收益率	15.11%	12.08%	14.81%	13.99%	15.20%	16.74%
投入资本收益率	15.79%	11.12%	15.58%	15.52%	17.36%	19.15%
增长率						
主营业务收入增长率	40.34%	-10.26%	26.09%	6.39%	13.78%	15.33%
EBIT增长率	44.94%	-22.60%	51.27%	1.72%	16.61%	18.58%
净利润增长率	47.57%	-12.57%	29.75%	-1.51%	13.16%	18.20%
总资产增长率	51.60%	9.42%	5.79%	4.31%	4.13%	7.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.2	9.0	6.8	5.9	5.7	5.5
存货周转天数	65.1	80.7	63.3	66.0	64.0	62.0
应付账款周转天数	37.0	47.0	51.1	55.0	50.0	47.0
固定资产周转天数	97.8	135.0	109.2	155.7	135.7	116.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.41%	-31.71%	-19.58%	-20.96%	-21.28%	-24.97%
EBIT利息保障倍数	58.8	31.8	-137.5	495.8	2,093.1	-377.0
资产负债率	32.98%	30.05%	29.34%	30.30%	29.47%	28.37%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	4	5	9	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究