

南兴股份(002757)/机械&通信

家具机械稳健成长, IDC 业务前景大好

评级: 买入(首次)

市场价格: 20.55

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenyy@r.qlzq.com.cn

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

分析师: 郑雅梦

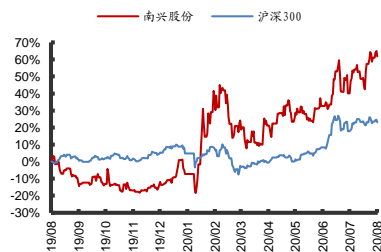
执业证书编号: S0740520080004

Email: zhengym@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	295.47
流通股本(百万股)	240.20
市价(元)	20.55
市值(百万元)	6071.87
流通市值(百万元)	4936.07

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,126	1,520	1,874	2,430	2,970
增长率 yoy%	44.12%	35.00%	23.29%	29.68%	22.23%
净利润	164	204	257	352	445
增长率 yoy%	51.21%	24.85%	25.70%	37.21%	26.29%
每股收益(元)	0.83	1.04	0.87	1.19	1.51
每股现金流量	0.83	1.37	0.86	1.07	1.39
净资产收益率	9.89%	11.17%	12.87%	15.85%	17.72%
P/E	24.75	19.82	23.65	17.24	13.65
PEG	0.48	0.80	0.92	0.46	0.52
P/B	1.63	2.24	3.07	2.75	2.44

备注: 股价取自 2020 年 8 月 26 日

投资要点

■ 板式家具机械领军企业, 布局 IDC 运营成效显著。

(1) 公司自成立以来, 一直专注于板式家具生产线成套设备的研发、生产和销售, 在板式家具机械研发生产上已经积累了二十四年的行业经验, 部分产品已达到国际同类产品先进水平, 完全可以替代进口设备。此外, 公司于 2018 年 3 月并购唯一网络 100% 股权进军 IDC 及云计算相关服务领域, 目前已形成双主业共同发展的业务格局。

(2) 2019 年, 受益专用设备市场的好转及市场对 IDC 综合服务需求的提升, 公司的业绩迎来较大幅度的提升, 其中, IDC 综合服务收入达到 6.1 亿元, 同比增长 160.0%。我们认为, 随着唯一网络持续拓展大客户业务, 公司业绩有望实现持续增长。

■ 家具行业边际改善较好, 公司设备业务现金牛特征凸显。

(1) 家具板块属后地产耐用消费品, 受到房地产滞后销售周期的影响, 预计 2020 年将迎来持续交付期, 带动家具制造行业发展。根据中国产业信息网预计, 到 2024 年我国家具行业市场规模将超过 1 万亿元。

(2) 家具个性化、时尚化需求带动下, 我国定制家具行业快速发展, 带动设备柔性化生产需求。同时, 由于人力成本增加, 家具制造自动化需求提升, 带动相关自动化设备投资。随着家具行业智能化设备需求的进一步提升, 公司家具机械收入有望进一步增厚。

(3) 公司是国内板式家具生产设备的领军企业, 在行业中处于领先地位。随着行业逐渐趋于成熟, 投资增速趋缓, 不需要大规模的资本性投入, 专用设备业务成为公司现金牛业务, 为公司拓展 IDC 业务提供了充足资金。

■ IDC 市场快速增长, 唯一网络前景可期。

(1) 中国 IDC 圈研究中心预计到 2022 年中国 IDC 市场规模将达到 3200 亿元, 未来三年的复合增速将达 26.9%。5G 和数据中心“新基建”的建设有望持续助推 IDC 行业发展; 5G 带动数据中心流量爆发, 数据中心重要性凸显, 未来逐步向更大规模的趋势发展。

(2) 边缘计算是一种尽量靠近终端的小型数据中心, 具备高性价比、减少延时、安全合规等核心优势, 其广泛应用于工业互联网、车联网等领域。根据 IDC 新闻网的数据, 到 2022 年边缘计算市场的价值将达到 67.2 亿美元。边缘计算的崛起, 将带动数据中心走向“云边端”时代。

(3) 唯一网络成立于 2006 年, 目前已成长为国内知名的云服务综合解决方案提供商。2019 年, 唯一网络实现营收 5.1 亿元, 同比增长 78.5%; 实现归母净利润 9040.3 万元, 同比增长 25.8%; 超额完成业绩承诺。数据中心机柜建设方面, 公司未来的建设目标是达到 15000-20000 个, 重点在北京、上海、深圳及东莞布局。唯一网络地处东莞, 毗邻深圳, 区位优势明显, 未来发展可期。

■ 首次覆盖, 给予“买入”评级。公司已经形成家具机械+IDC 业务的双主业格局, 均具备成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 2.57、3.52、4.45 亿元。我们分别用 PE 模型、EV/EBITDA 模型对公司进行估值分析。

(1) 使用 PE 模型对公司各板块业务进行估值。公司业务分为板式家具机械和 IDC 运营业务，其中，板式家具机械业务方面，可比公司 PE 约为 15，对应公司板式家具机械业务 2022 年市值约 30 亿元；IDC 运营业务方面，看好新基建背景下，5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进程。公司该业务的可比公司平均 PE (2022E) 约为 37，据此测算，公司 2022 年 IDC 运营业务合理市值约 100 亿元，叠加板式家具机械业务，公司整体市值有望超过 130 亿元。

(2) IDC 机柜在交付之后会产生大量折旧费用，短期净利润较低，所以使用 EV/EBITDA 模型对 IDC 业务进行估值。假设条件：①公司采用非公开发行募资 7.9 亿元建设沙田绿色工业云数据产业基地，叠加每年专业设备现金盈利，预计可以满足未来机柜建设投资，所以假设公司不再扩大债务比例，债务净额占公司价值 (EV) 比例在历史水平 20-30% 之间；②假设 IDC 业务 2020 年净利率 17% 左右 (唯一网络历史净利率在 17-30% 之间，同行历史净利率在 11-22% 之间)，税率为 15%，可测算 2020 年公司 IDC 运营业务 EBITDA 约为 3.26 亿元。可比公司平均 EV/EBIT (2020E) 约为 34 倍，可得 IDC 运营业务远期 EV 约 110 亿元，扣除 20-30% 的债务净额/EV，该业务合理市值约为 78-90 亿元。

(3) 综上，运用 PE 模型及 EV/EBIT 模型均可得到公司远期合理市值有望超 100 亿元，对比公司当前市值，仍有较大提升空间；首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**家具机械行业增长不及预期，IDC 行业竞争日趋激烈，公司家具机械业务和唯一网络业务协同不及预期，应收账款回收风险，估值的风险等。

内容目录

1、板式家具机械领军企业，布局 IDC 运营成效显著	- 6 -
1.1、发展历程：深耕板式家具机械二十四载，技术具备深厚底蕴.....	- 6 -
1.2、经营状况：传统业务好转+IDC 综合服务需求提升，业绩大幅提升....	- 9 -
1.3、股权结构：管理层持股充分，员工实施激励.....	- 10 -
2、家具行业边际改善较好，公司设备业务现金牛特征凸显	- 11 -
2.1、受地产调控影响，家具制造业发展增速放缓.....	- 11 -
2.2、柔性化、自动化需求，带动家具制造业设备投资.....	- 13 -
2.3、家具设备板块业务为公司提供充沛现金流.....	- 15 -
3、IDC 市场快速增长，唯一网络前景可期	- 16 -
3.1、IDC 行业产业链梳理.....	- 16 -
3.2、中国 IDC 市场快速增长，5G 带动数据中心流量爆发.....	- 17 -
3.3、边缘计算助力，数据中心发展步入“云边端”时代.....	- 19 -
3.4、唯一网络超额完成业绩承诺，区位优势助力未来发展.....	- 21 -
4、首次覆盖，给予“买入”评级	- 25 -
5、风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 公司专用设备业务产品介绍.....	- 7 -
图表 3: 公司营收及净利润情况.....	- 9 -
图表 4: 2019 年公司各业务收入占比情况.....	- 9 -
图表 5: 公司毛利率及净利率变化趋势.....	- 10 -
图表 6: 公司期间费用占营业收入比重变化趋势.....	- 10 -
图表 7: 公司研发费用及占营业收入比重情况.....	- 10 -
图表 8: 公司股权结构图.....	- 11 -
图表 9: 商品房销售面积累计值及累计同比.....	- 12 -
图表 10: 商品房销售额累计值及累计同比.....	- 12 -
图表 11: 家具制造业营业收入: 累计值及累计同比.....	- 13 -
图表 12: 家具制造业利润总额: 累计值及累计同比.....	- 13 -
图表 13: 零售额: 家具类累计值及累计同比.....	- 13 -
图表 14: 出口金额: 家具及其零件累计值及累计同比.....	- 13 -
图表 15: 欧派家居橱柜业务客户年龄占比.....	- 14 -
图表 16: 欧派家居衣柜业务客户年龄占比.....	- 14 -
图表 17: 2013-2019 年我国上市公司定制家具和成品家具营收及增速.....	- 14 -
图表 18: 我国制造业就业人员年平均工资水平及其增速.....	- 14 -
图表 19: 家具制造业固定资产投资完成额及增速.....	- 15 -
图表 20: 公司家具机械业务收入(亿元)及增速(%).....	- 15 -
图表 21: 家具设备营收及增速.....	- 15 -
图表 22: 公司家家具设备业务毛利率水平.....	- 15 -
图表 23: 公司历年经营活动现金净流量.....	- 16 -
图表 24: IDC 行业产业链构成.....	- 17 -
图表 25: 全球 IDC 业务市场规模及增速.....	- 18 -
图表 26: 中国 IDC 业务市场规模及增速.....	- 18 -
图表 27: 全球数据中心和机架数量统计及预测.....	- 18 -
图表 28: 中国数据中心可用机架数量及增速.....	- 18 -
图表 29: 边缘计算和传统解决方案对比图.....	- 19 -
图表 30: 边缘计算在工业互联网中的应用.....	- 20 -
图表 31: 边缘计算在车联网中的应用.....	- 20 -
图表 32: 边缘计算对边缘节点互联网基础资源的影响.....	- 21 -
图表 33: 唯一网络发展历程.....	- 21 -

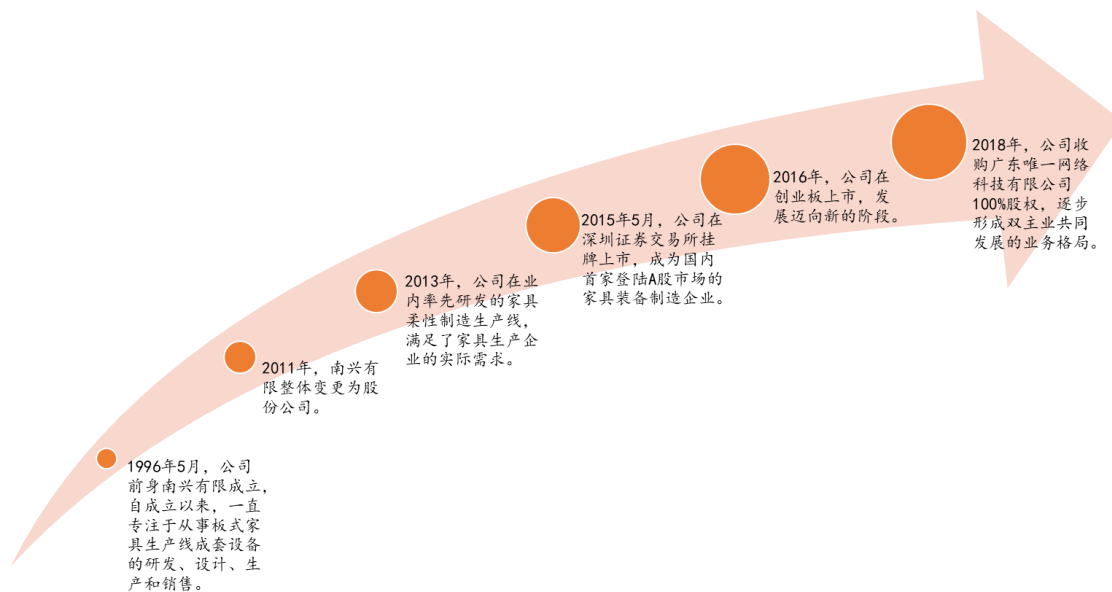
图表 34: 唯一网络历年营收及同比增速.....	- 22 -
图表 35: 唯一网络历年归母净利润及同比增速.....	- 22 -
图表 36: 数据中心集聚区规划建设机架数 (个)	- 23 -
图表 37: 广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划业务类型划分	- 23 -
图表 38: 唯一·志享 (华南) 数据中心.....	- 24 -
图表 39: 唯一网络与南兴装备的业务协同.....	- 25 -
图表 40: 唯一网络打造家具行业云端 MES 平台	- 25 -
图表 41: 公司业绩分拆.....	- 26 -
图表 42: 可比公司估值 (PE 法)	- 27 -
图表 43: IDC 上市公司净利率变化.....	- 27 -
图表 44: 可比公司估值 (EV/EBIT 法)	- 27 -
图表 45: 南兴股份盈利预测模型.....	- 28 -

1、板式家具机械领军企业，布局 IDC 运营成效显著

1.1、发展历程：深耕板式家具机械二十四载，技术具备深厚底蕴

- 公司深耕板式家具机械二十四年，部分产品已达到国际先进水平，布局 IDC 运营实现双轮驱动。公司前身南兴有限成立于 1996 年，自成立以来，一直专注于从事板式家具生产线成套设备的研发、设计、生产和销售。2011 年，南兴有限整体变更为股份公司。2015 年 5 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，成为国内首家登陆 A 股市场的家具装备制造企业。公司是国内板式家具生产设备的领军企业，在板式家具机械研发生产上已经积累了二十四年的行业经验，众多产品在技术上已处于国内领先水平，部分产品已达到国际同类产品先进水平，完全可以替代进口设备。此外，公司于 2018 年 3 月通过发行股份及支付现金的方式收购广东唯一网络科技有限公司 100% 股权，进军 IDC 及云计算相关服务领域。公司目前已形成双主业共同发展的业务格局，从而有利于优势互补，进一步提升公司的抗风险能力和可持续发展能力。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

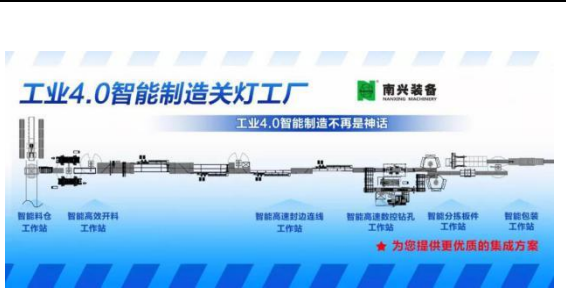


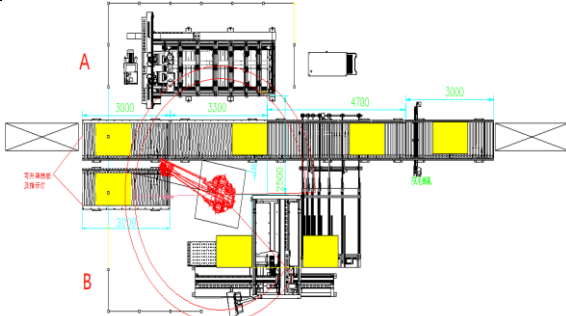
- 公司主营业务分为专用设备和 IDC 及云计算相关服务。

 - 1) 专用设备属于公司传统优势业务，公司可以专业生产板式家具生产线成套设备，并提供卓越的整体解决方案。主要产品包括：全系列高速电脑裁板锯、智能数控开料中心、高速智能封边机、数控排钻、智能数控钻孔中心等产品，广泛应用于全屋定制、衣柜、橱柜、卫浴、木门、办公家具等多个领域。公司在业内率先研发出家具柔性制造生产线，满足了家具生产企业的实际需求。
 - 2) IDC 及云计算相关服务业务是公司并购唯一网络得来，唯一网络是国内知名的云服务综合解决方案提供商，业务经营的主要范围是 IDC、网络安全、云专线、公有云、混合云等服务，致力于构建云-网-边一体化的互联网综合生态平台，建设适用于新一代网络通信技术 5G 及数字化时代的信息化解决方案平台。为大型企业、行业云、视频、教育、CDN、电商、游戏、O2O、

金融、医疗等多个细分行业及领域提供高速、安全、稳定、高品质的互联网基础设施平台及云计算、网络安全等增值服务平台。截至 2019 年年末，唯一网络已建立及运营的数据中心节点，已覆盖了国内 18 个省 36 个地市及海外部分地区，并持续规划及完善数据中心节点布局，同时持续推进云计算应用、云-网-边融合及信息安全能力建设，以满足未来不断增长的数据计算及交互需求。

图表 2: 公司专用设备业务产品介绍

产品类别	主要产品	产品示意图	主要产品	产品示意图
数控系列	木工柔性生产线		双台面加工中心	
	PTP 加工中心		通过式钻孔中心	
	六面数控钻孔中心		双台面加工中心	
锯系列	纵横锯		后上料高速电脑裁板锯（双推手）	
	高速电脑裁板锯		数控精密推台锯	
封边系列	双端自动封边机		高速自动封边机	
	自动封边机		斜边封边机	
钻孔系列	数控排钻		多排多轴钻	

<p>工业 4.0 智能制造生产线</p>	<p>工业 4.0 智能制造生产线通过机器人将料仓、开料、封边、钻孔、分拣等多工序进行无缝衔接，实现工件从料仓至分拣的自动流水线加工，可扩展连接至自动包装生产线，极大的降低了人工成本，整线操作人员数量少于 6 人，同时提高加工效率、缩短生产环节流转时间。 产能：生产线出料位置平均出料工件数量：≥6 个工件/分钟。</p>	
<p>智能高效开料工作站</p>	<p>2NCG2T2C4+2R+L 组成：两台双工位、双龙门的大板套裁，用于板件及工件上下料的机器人，高速自动贴标机器及辅助输送装置等。 特点：开料中心四工位、八主轴可连续高速完成大板开料加工。 产能：单人值守单班 10 小时开料量：400-450 张大板，板材利用率较电子锯高 3%。</p>	
<p>柔性封边线</p>	<p>柔性智能封边机，将条码扫描、自动选胶、选带、换带、调刀集成于一体，多功能封边机包含预铣、齐头、粗修、精修、仿形跟踪、刮边和抛光，完全满足定制家具生产需要，给家具企业一个完美的板材封边解决方案，每天可完成超过 2400 件工件封边。</p>	
<p>数控钻孔中心工作站</p>	<p>多台六面数控钻孔中心连线组合成钻孔工作站，前可连接柔性封边线，后可连接分拣生产线，组合成包括封边、钻孔和分拣的智能化生产，降低工人劳动强度，减少用工数量，提高生产自动化、智能化和信息化，为定制家具行业提供整体解决方案。</p>	
<p>钻孔工作站</p>	<p>场地长度约 19.5 米、宽度约 8 米，占地面积约 156 平方米。两个进料辊筒的前端增加升降挡板以及指示灯，当工人扫描板件后，对应辊筒的挡板会降下，并且指示灯会变为绿色，然后操作工人将板件放入对应辊筒。例如当前板件是需要进入 A 区，工人扫描后，A 区前的挡板会自动下降，并且 A 区的指示灯会亮起，工人根据提示放入板件。</p>	

机器人分
拣方案

智能分拣系统是通过层级分拣加缓存架协助方式最后由机械手完成分包,尽可能发挥机械手的最大产能。
工件通过两侧进料动力辊筒分配给对应机械手工作站的工件架做缓存,每包的最后一个工件则通过两侧对应辊筒的机械手分配至中间辊筒,再由机械手工作站完成整包工件的堆垛,整包工件再通过动力辊筒送出。
如工件条码识别失败或不属于该批次,动力辊筒自动停止,再由人工从动力辊筒上取下工件。

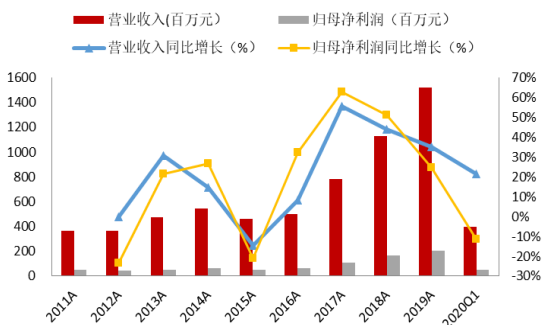


来源:公司公告,中泰证券研究所

1.2、经营状况:传统业务好转+IDC 综合服务需求提升,业绩大幅提升

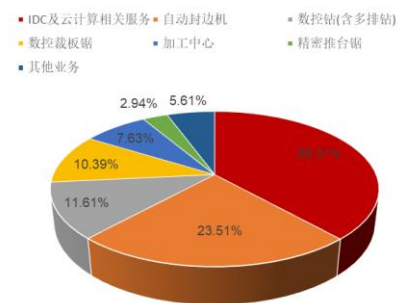
- 受益唯一网络大客户收入及占比大幅度提升,公司 2019 业绩增幅较大。随着专用设备市场的好转及市场对 IDC 综合服务需求的提升,公司的业绩迎来较大幅度的提升。2019 年,公司实现营业收入 15.20 亿元,同比增长 35.00%,实现归母净利润 2.04 亿元,同比增长 24.85%,实现扣非归母净利润 1.84 亿元,同比增长 25.78%。公司收入和利润均实现较大幅度增长的主要原因是 2019 年 IDC 综合服务收入达到 6.10 亿元,比上年增加 160.01%,而 IDC 业务收入大幅增长的原因是唯一网络大客户收入及占比均有大幅度提升,导致总体收入大幅增长。公司在带宽、机柜销售、节点布局数量方面的大幅提升,为业务高速发展打下坚实基础。

图表 3: 公司营收及净利润情况



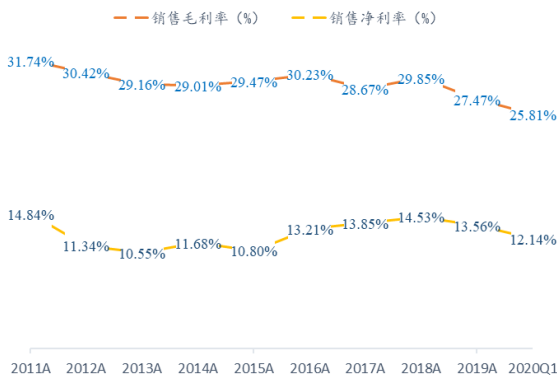
来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 4: 2019 年公司各业务收入占比情况

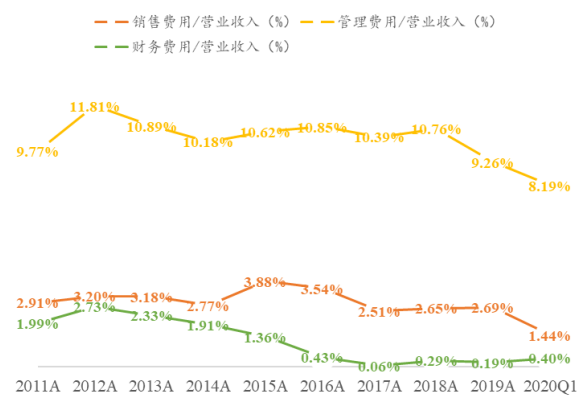


来源:公司公告,中泰证券研究所

- 公司盈利能力相对稳定,控费力度显著。2019 年,公司整体毛利率水平为 27.47%,同比下降 2.38pct,分业务看,专用设备毛利率为 27.20%,同比下降 0.42pct, IDC 业务毛利率为 27.88%,同比下降 10.34pct, IDC 业务毛利率下滑导致公司整体盈利能力出现一定程度下降,但总体上保持相对稳定。我们认为,随着公司子公司唯一网络持续拓展大客户业务,毛利率出现一定程度下滑属于正常现象,随着规模增长未来有望企稳回升。此外,期间费用方面,2019 年,公司管理费用率为 9.29% (包含研发费用),同比下滑 1.5pct,销售费用率稳定,整体费用率呈下滑趋势,表明公司成本管控能力提升。

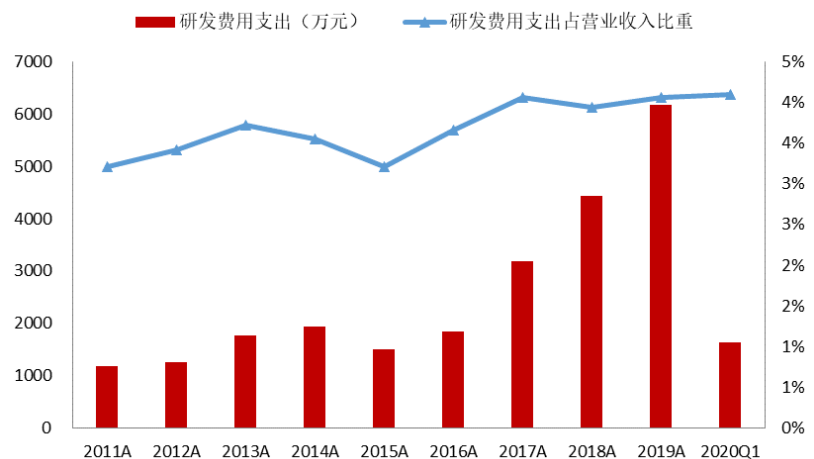
图表 5: 公司毛利率及净利率变化趋势


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司期间费用占营业收入比重变化趋势


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 研发投入不断增加, 助力公司持续保持竞争优势。**2019年, 公司研发投入 6175.55 万元, 同比增长 39.02%, 主要是 IDC 业务研发投入增加所致。截至 2019 年底, 公司研发人员 227 人, 人员占比为 15.31%, 同比增长 35.93%, 唯一网络及其子公司已上线运营产品包括自动化运维、云计算、网络安全服务, 同时在 SD-WAN (软件定义广域网)、云计算等方面投入了研发力量, 已拥有 43 项软件著作权、15 项资质、5 项发明专利 (审核阶段), 为唯一网络的运营、管理、网络资源调配、网络监控、网络安全、云计算等提供了有力的技术支持。传统业务方面, 公司成功研发的后上料高速电脑裁板锯 (双推手)、通过式钻孔中心、双钻包加工中心、软成型自动封边机、重型双端封边机、橱衣柜门板生产线、开料工作站、封边工作站、钻孔工作站和工业 4.0 智能生产线等新产品, 技术水平处于国内领先地位, 具有较高的柔性加工能力, 满足了板式家具定制化生产的工艺要求, 进一步确立和稳固公司在国内板式家具机械行业的技术领先地位和市场竞争优势, 并逐步替代进口设备。

图表 7: 公司研发费用及占营业收入比重情况


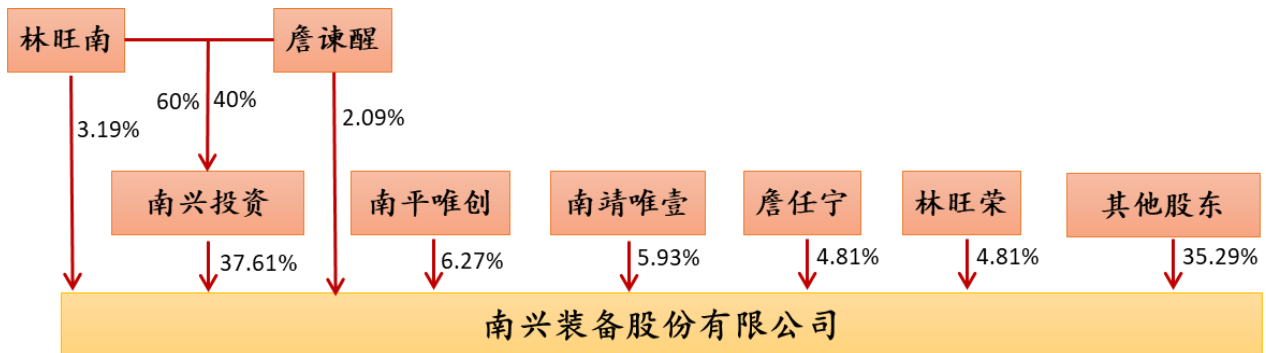
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.3、股权结构: 管理层持股充分, 员工实施激励

- 林旺南先生与詹谏醒女士是夫妻关系, 为公司实际控制人和一致行动人,**

共直接持有公司 5.28% 的股份，并通过持有控股股东南兴投资 100% 的股权间接持有公司 37.61% 的股份，合计持有公司 42.89% 的股份。詹任宁与詹谏醒为兄妹关系，林旺南与林旺荣为兄弟关系，除此之外，其他股东之间不存在关联关系。此外，公司于 2017 年向核心技术人员等激励对象授予 220 万股，占当时公司总股本的 2.01%，授予价格为 20.72 元/股（根据分红调整），通过对员工进行股权激励，有望调动员工积极性，利好企业长远发展。

图表 8：公司股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

2、家具行业边际改善较好，公司设备业务现金牛特征凸显

2.1、受地产调控影响，家具制造业发展增速放缓

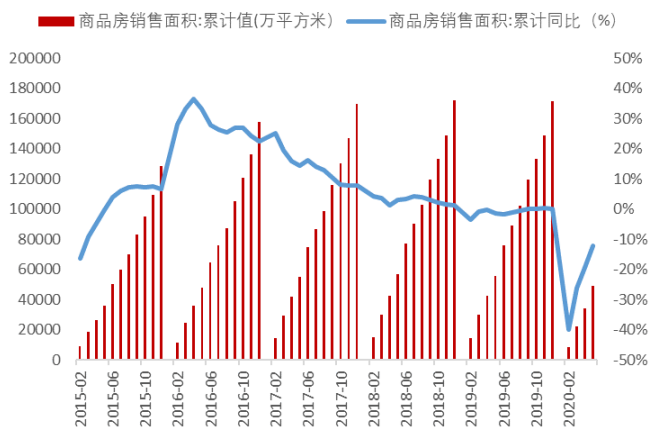
■ 2016 年 7 月以来，新一轮地产调控开启。

- 1) 2016 年，7 月政治局强调“抑制资产价格泡沫”，10 月强调“防风险”，12 月中央经济工作会议强调政策从稳增长转向防风险和促改革，强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。国庆前后，地方房地产调控政策密集出台；北京、天津、苏州、成都、合肥、南京、深圳等多个城市先后发布新房市调控政策，后又有珠海、东莞和福州三座城市重启限购限贷，再加上严格房产管理的惠州；七天的时间，全国加入调控行列的城市达到 19 个。
- 2) 2017 年，更多的城市加入到调控大军中，调控政策也更加全面；全国共有 54 座城市出台调控措施，15 座城市实行“认房又认贷”，48 座城市限售，限购限售措施 290 余条。2017 年，商品房销售增速放缓；销售面积达 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速同比下降 14.80pct；销售额达 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速同比下降 20.10pct。
- 3) 2018 年，在中央“房住不炒”的政策主基调下，各地方政府坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松，出台了一系列更加精准的调控政策；中央和地方政府出台涉及房地产市场调控的政策和措施已达 200 多项。除了以往的“五限”政策以外，在棚改货币化安置、房产税、空置税、人才政策等多个层面出现一系列新探索新进展。2018 年，商品房销售增速继续放缓；销售面积达 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速同比下降 6.40pct；销售额达 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速同比下降 1.50pct。

- 4) 2019年,在经济增速下行的背景下,国家地产调控政策并未放松,不断出台国家政策限制房地产开发融资。4月下旬银保监会控制房地产信托业务规模,7月末政治局强调“不把房地产作为刺激经济的短期手段”,落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。2019年全国商品房销售面积17.15亿平方米,同比下降0.1%,增速由正转负。商品房销售额15.97万亿元,同比增长6.5%,增速同比下降5.70pct。
- 5) 2020年,受疫情影响,房地产市场短期下滑。2-5月商品房销售面积4.87万平方米,同比减少12.30%,销售额4.62万亿元,同比减少10.60%。2020年2月,央行在金融市场工作电视电话会议中明确指出,落实好房地产长效机制,保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性;5月两会政府工作报告指出,发挥中心城市和城市群综合带动作用,培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展。

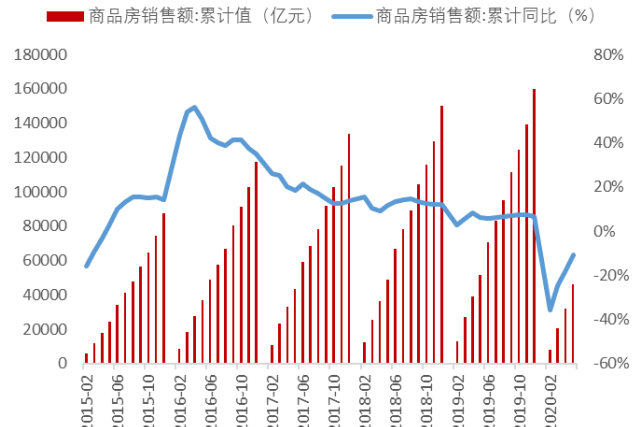
- 根据前瞻产业研究院数据显示,家居板块属后地产耐用消费品,受到房地产滞后销售周期的影响。家具制造业销售滞后地产销售5-24个月,平均长度约为13个月,预计2020年将迎来持续交付期,带动家具制造行业发展。

图表 9: 商品房销售面积累计值及累计同比



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

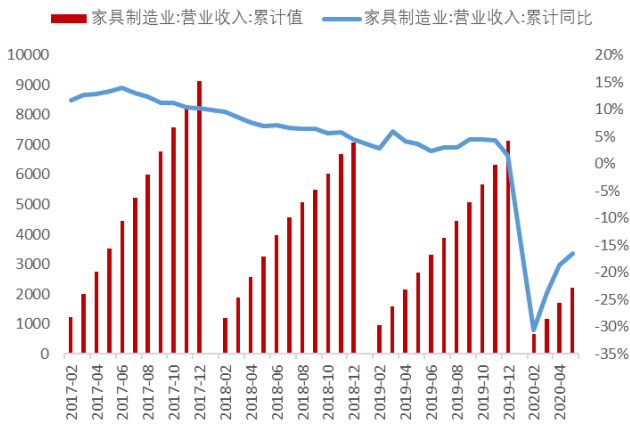
图表 10: 商品房销售额累计值及累计同比



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

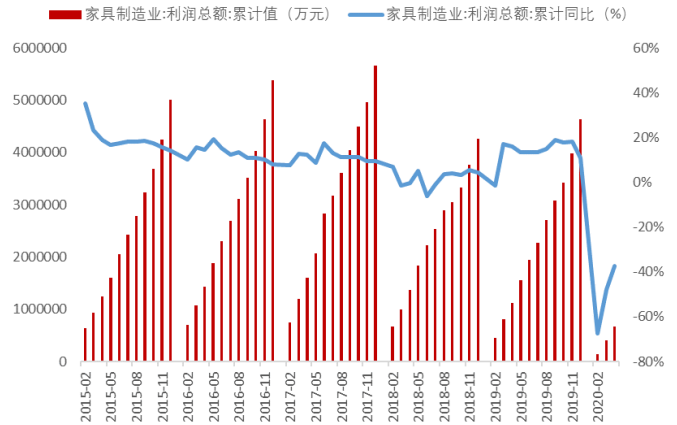
- **受地产调控影响,家具制造业保持低位维稳向好。**2019年我国家具制造业整体发展仍保持低位维稳向好,实现营业收入7,117.20亿元,同比增长1.50%;实现利润总额462.70亿元,同比增长10.80%,盈利能力有所提升。其中,家具零售方面,2019年零售额达1970.30亿元,同比增长5.10%,增速同比下降5.04pct;家具出口方面,2019年出口额达3729.90亿元,同比增长0.80%,增速同比下降6.80pct。
- **2020年受疫情影响,1-5月家具及零配件出口1226.70亿元,同比下降16.80%,降幅连续收窄。**总体来看,大多数家具制造企业从2月中旬开始有序复工,3月初基本投入正常生产经营,停工时间短,影响有限。同时,一季度通常是销售淡季,对全年影响有限。我国家具行业发展前景广阔,尽管今年受外部环境不稳定等因素的影响,产销双双下滑,但随着我国政策的出台,我国家具行业的发展环境将逐渐趋于稳定。根据中国产业信息网预计,到2024年我国家具行业市场规模将超过1万亿元。

图表 11: 家具制造业营业收入: 累计值及累计同比



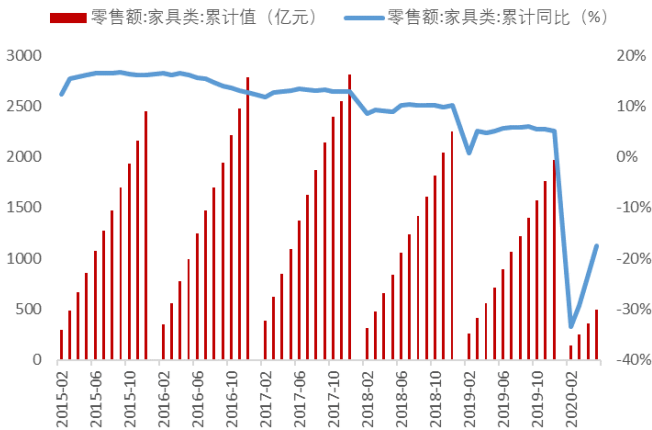
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 12: 家具制造业利润总额: 累计值及累计同比



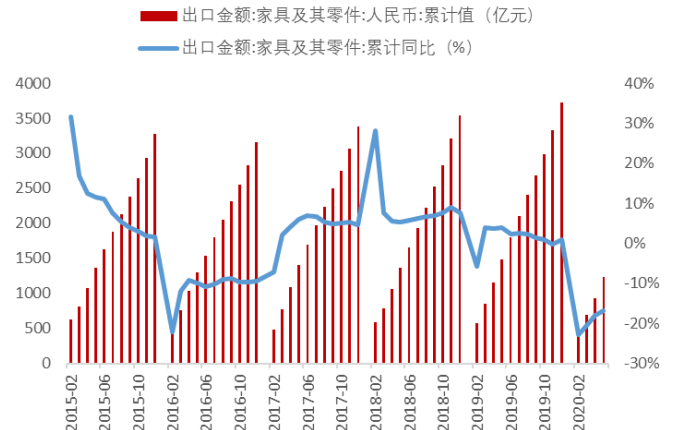
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 13: 零售额: 家具类累计值及累计同比



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 14: 出口金额: 家具及其零件累计值及累计同比



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

2.2、柔性化、自动化需求, 带动家具制造业设备投资

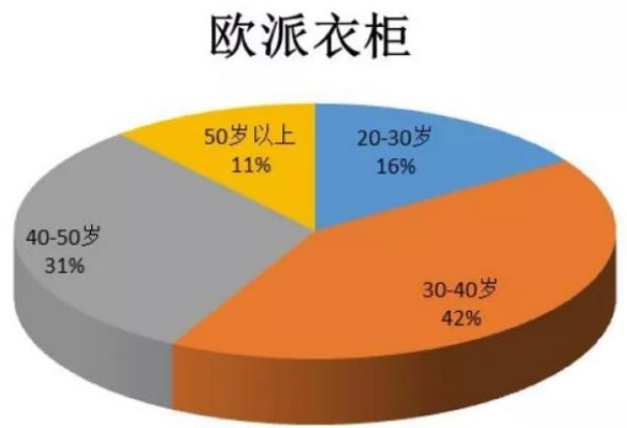
- 家具个性化、时尚化需求带动下, 我国定制家具行业快速发展, 带动设备柔性化生产需求。以欧派家居的客户年龄分布为例, 欧派厨柜业务客户年龄占比最大的是 30-40 岁, 占比 40%; 欧派衣柜业务客户年龄占比最大的也是 30-40 岁, 占比 42%; 30-40 岁消费者多为 80 后, 他们对生活多追求个性化、时尚化, 故带动了定制家具的消费。我们统计 24 家家家具上市公司, 其中有 9 家主营为定制家具业务, 15 家主营成品家具业务, 9 家定制家具公司 2013-2019 年的营收复合增速为 23.76%, 远高于 15 家成品家具公司 16.36% 的复合增速。根据前瞻产业研究院数据, 我国定制家具在家具行业的渗透率整体约 30%, 对比美国、韩国等发达国家 60%-70% 的渗透率, 仍有较大提升空间。受定制行业的快速发展影响, 家具企业对于定制家具柔性化生产线的需求量增加。

图表 15: 欧派家居橱柜业务客户年龄占比



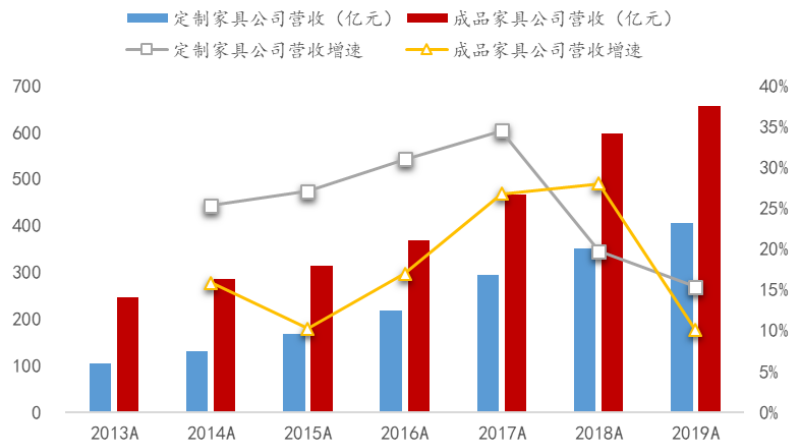
来源: 欧派家具投资者交流会, 中泰证券研究所

图表 16: 欧派家居衣柜业务客户年龄占比



来源: 欧派家具投资者交流会, 中泰证券研究所

图表 17: 2013-2019 年我国上市公司定制家具和成品家具营收及增速

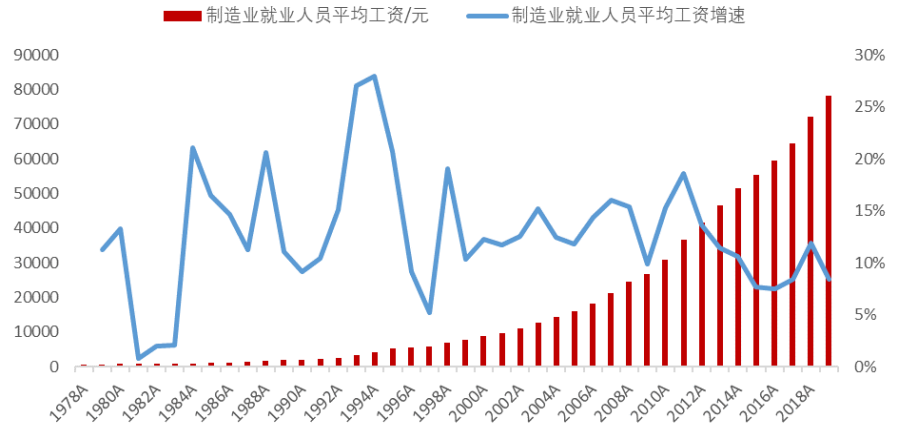


来源: wind, 中泰证券研究所

注: 定制家具公司包括索菲亚、好莱客、尚品宅配、皮阿诺、欧派家居、金牌厨柜、江山欧派、志邦股份、我乐家居, 成品家具公司包括曲宜华生活、浙江永强、喜临门、永艺股份、易尚展示、帝王洁具、顾家家居、中源家居、乐歌股份、恒林股份、美家恩普振家居、美克家居、红星美凯龙

- 由于人力成本增加, 家具制造自动化需求提升。改革开放以来, 我国制造业就业人员年平均工资从 1978 年的 597 元上涨至 2019 年的 78147 元, 年复合增速达 12.62%。随着制造业工人成本的持续上行, 我国人口红利逐渐消失, 用工难、用工贵成为我国制造业的突出问题, 特别是家具制造业的机器替代人工趋势不可阻挡, 这将带动相关自动化设备投资。

图表 18: 我国制造业就业人员年平均工资水平及其增速

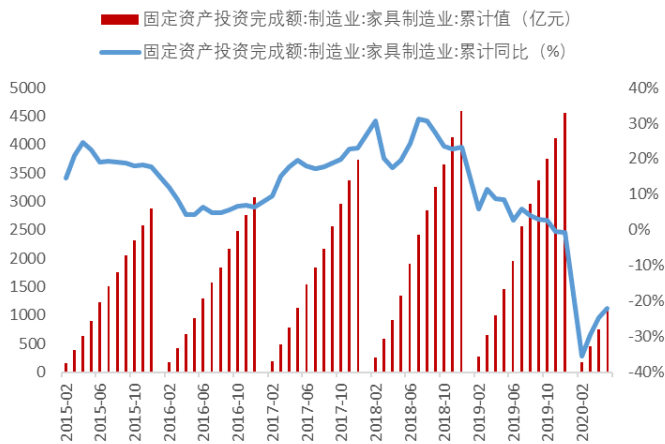


来源：国家统计局，中泰证券研究所

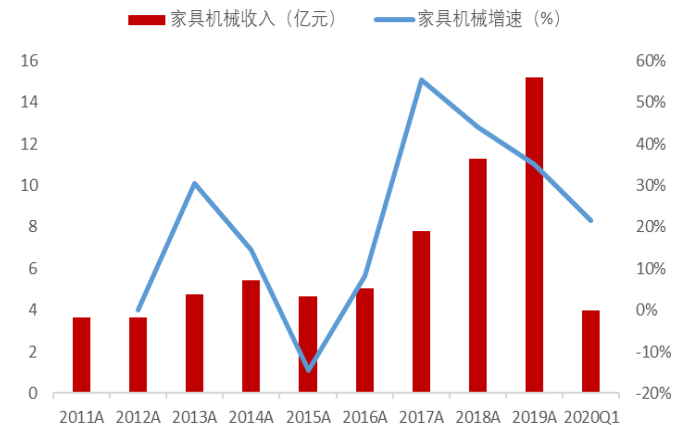
- **家具制造业柔性化、自动化需求有望增厚公司营收。**2019年，家具制造业固定资产投资完成额达4,562.50亿元，同比下降0.70%，增速回落主要原因是房地产调控日趋严厉，作为房地产链条后置环节的家具制造企业直接受到影响。但公司高端数控设备销售持续增长带动业绩增长，2020年第一季度，公司板式家具机械业务实现收入3.97亿元，同比增长21.52%。我们认为，随着家具行业智能化设备需求的进一步提升，公司家具机械收入有望进一步增厚。

图表 19: 家具制造业固定资产投资完成额及增速

图表 20: 公司家具机械业务收入 (亿元) 及增速 (%)



来源：国家统计局，中泰证券研究所



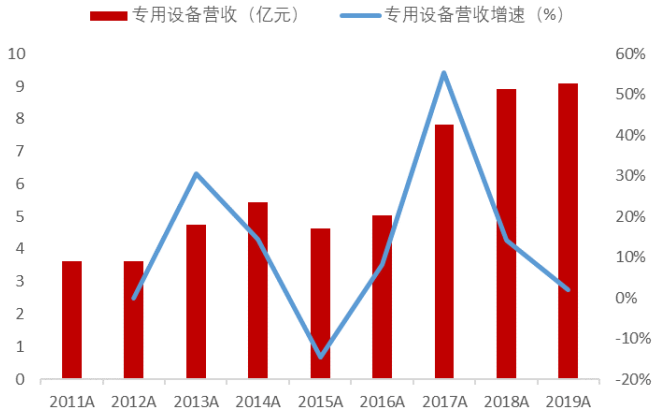
来源：wind，中泰证券研究所

2.3、家具设备板块业务为公司提供充沛现金流

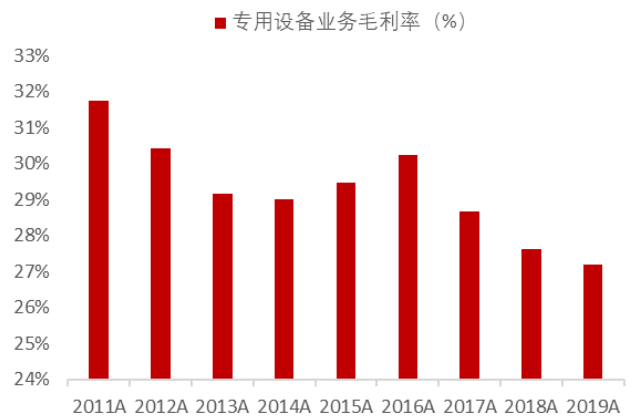
- 公司家具设备板块主要产品包括：自动封边机、数控裁板锯、数控钻等产品，广泛应用于全屋定制、衣柜、橱柜、卫浴、木门、办公家具等多个领域。公司在业内率先研发的家具柔性制造生产线，满足了家具生产企业的实际需求，将家具设计、拆单系统和数控设备有效结合，降低制造成本，提高生产效率，缩短交货周期，确保产品质量。此外，公司是国内板式家具生产设备的领军企业，能够根据客户的需求提供一揽子解决方案，在行业中处于领先地位，可以替代进口产品。

图表 21: 家具设备营收及增速

图表 22: 公司家具设备业务毛利率水平



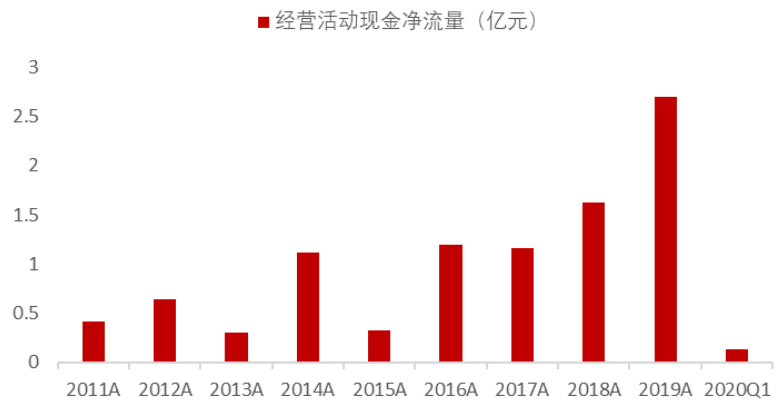
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

- **家具设备板块虽然增长乏力，但当前仍然属于公司现金牛业务。**家具设备板块业务增速趋缓，2019 年实现营收 9.10 亿元，占主营业务收入比重为 59.89%，同比增长 2.03%，受到行业逐渐趋于成熟影响，增速同比下降 12.18pct。由于增速较低，不需要大规模的资本性投入。从毛利率来看，基本保持不变，维持在 30%左右。未来公司通过实现定制家具的自动化、智能化和信息化，提高设备利用率和人均产值，进而提升公司的经营业绩。此外，2019 年公司经营活动现金净流量达 2.70 亿元，同比增加 1.07 亿元，现金流持续改善，为公司拓展 IDC 业务提供了充足资金。

图表 23: 公司历年经营活动现金净流量



来源: wind, 中泰证券研究所

3、IDC 市场快速增长，唯一网络前景可期

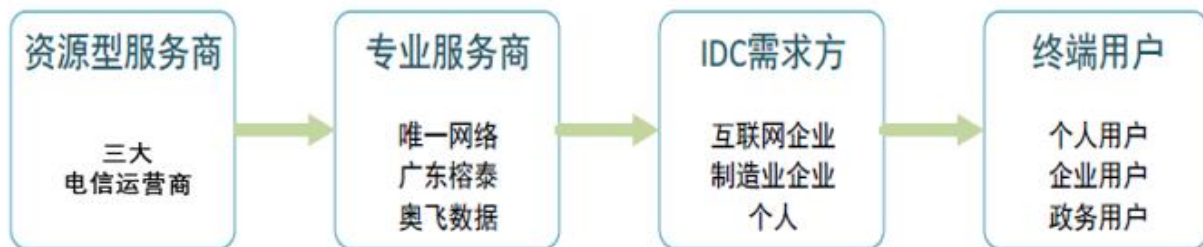
3.1、IDC 行业产业链梳理

- **互联网数据中心（简称 IDC）**是指一种拥有完善的设备（包括高速互联网接入带宽、高性能局域网络、安全可靠的机房环境等）、专业化的管理、完善的应用的服务平台。IDC 产业链主要由上游的基础运营商、中游的专业服务商和下游的互联网内容提供商及互联网用户等部分构成。
- **产业链上游：IDC 基础运营商。**涉及企业包括我国的三大电信运营商及

其他电信资源代理商，主要向专业服务商提供基础网络、互联网带宽及机房资源；

- **产业链中游：IDC 专业服务商。** 涉及企业包括网宿科技、光环新网、奥飞数据、唯一网络等，即提供 IDC 及其他互联网综合服务的专业 IDC 服务商，其掌握 IDC 及其他互联网综合服务的关键技术，通过租用基础运营商的网络和带宽，为内容服务商提供主机托管、资源出租、系统维护、管理服务等业务支持服务以及网络接入、内容的分发加速等服务。
- **产业链下游：互联网内容提供商及互联网用户。** 涉及企业包括新浪网、优酷网等，指各行业中有数据计算、储存、传输需求的企事业单位，包括门户网站、电子商务平台等。个人用户包括广大网民和政府企事业单位员工，是 IDC 服务的最终体验者。

图表 24：IDC 行业产业链构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **IDC 专业服务商的业务主要包括基础服务与增值服务。** IDC 专业服务商的业务包括两类：一是普通 IDC 服务，核心是机柜租用及代理运维、带宽租用业务；二是互联网综合服务，包括网络安全、数据同步等业务。
 - 1) **机柜租用及运维业务：**一是机位租用业务，以 U 为单位计算（1U=4.445cm），适合传统企业或中小型互联网企业。二是机柜租用业务，为客户提供 IDC 标准的整机机柜租用，适合具有一定规模的企业用户。三是专用机房（机笼）租用，提供独立的机房空间租用，包括机柜、指纹锁、独立维护设备等，适合对安全性要求较高、私密性较强的客户，如金融客户、政府单位等。
 - 2) **带宽租用业务：**带宽租用业务按照服务质量保证程度划分可分为独享带宽和共享带宽，其中独享带宽在接入层交换机端口下单独享用相应端口，适合对带宽需求量较大、网络响应速度要求较高的客户。共享带宽主要提供 100M 共享，该网段下所有客户共用一个上连端口，适合对带宽需求量较小的客户。

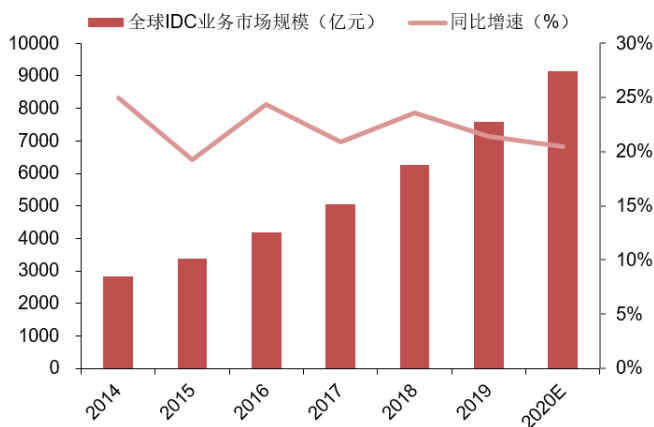
3.2、中国 IDC 市场快速增长，5G 带动数据中心流量爆发

- **预计 2022 年中国 IDC 市场规模将达到 3200 亿元。** 根据中国 IDC 圈研究中心发布的《2019-2020 年中国 IDC 产业发展研究报告》显示，2019 年，中国 IDC 业务市场规模达到 1562.5 亿元，同比增长 27.2%；预计到 2020 年，中国 IDC 业务市场规模将达到 1958.2 亿元，未来三年的复合增速将达 26.9%；到 2022 年，中国 IDC 业务市场规模将达 3200.5

亿元。

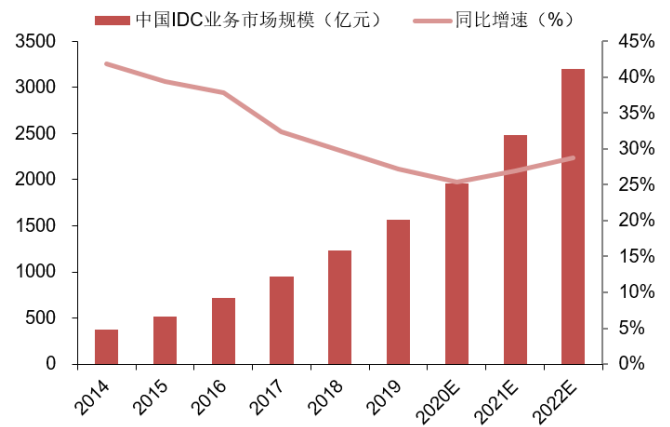
- **5G 和数据中心“新基建”将助推行业发展。**2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议时，明确强调要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度；3 月 2 日国家广电总局召开电话会议，推动全国一网整合进程，促进 5G 和数据中心业务发展。作为互联网基础配套服务的 IDC 行业，必将是“互联网+”、智能制造、“工业 4.0”等新型商业模式的核心基础服务，将成为如同供电、供水、通信管道、消防等传统城市基础设施一样重要的新型城市基础设施。“新基建”的建设有望持续推动 IDC 行业快速发展。
- **新冠肺炎疫情爆发加速刺激行业需求。**2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，出于防控需要，政府和企事业单位大量使用科技防疫。与此同时，基于云计算的远程办公、远程教育、电子商务以及各类生活措施也培育了大量新兴客户需求。这将是中国 IDC 行业客户需求规模量级增长的重要推动力。预计中国 IDC 业务市场将进入新一轮爆发期。

图表 25：全球 IDC 业务市场规模及增速



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 26：中国 IDC 业务市场规模及增速

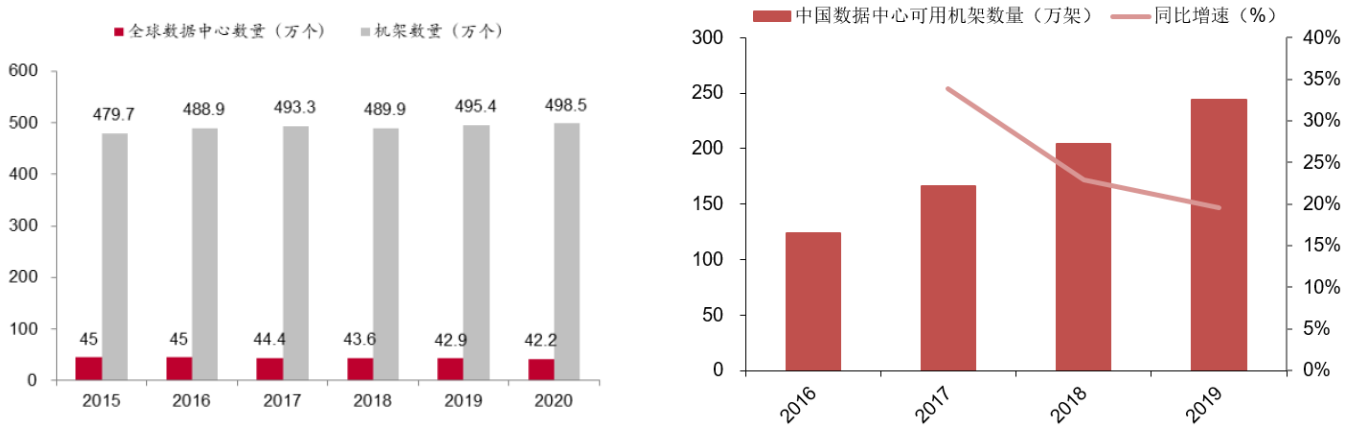


来源：中国 IDC 圈研究中心，中泰证券研究所

- **中国 IDC 市场规模增速高于全球平均水平。**2019 年，全球 IDC 业务市场(包括托管业务、CDN 业务及公有云 IaaS/PaaS 业务)整体规模 7589.7 亿元，同比增长 21.4%；预计 2020 年将突破 9000 亿元。国内 IDC 市场由于起步晚，规模较小，但受益于中国互联网行业的高速发展，中国的 IDC 市场规模增速高于全球水平。
- **全球数据中心量减体增，中国数据中心机架数量快速增长，大型数据中心发展迅速。**根据 Gartner 的预测，全球数据中心的数量将从 2015 年的 45 万个降低至 2020 年的 42.2 万个；而机架数量将从 2015 年的 479.7 万个增加至 2020 年的 498.5 万个。根据 Synergy Research 的数据显示，2018 年全球超大规模供应商运营的大型数据中心数量增长了 11%，数据中心正向着更大规模的趋势发展。根据工信部的数据显示，2019 年我国数据中心可用机架数量为 244 万架，较 2016 年增长 120 万架。作为数据中心重要组成部分和规模划分依据，机架数量的增长有助于我国数据中心整体建设以及规模以上数据中心占比的提升。

图表 27：全球数据中心和机架数量统计及预测

图表 28：中国数据中心可用机架数量及增速



来源: Gartner, 中泰证券研究所

来源: 工信部, 中泰证券研究所

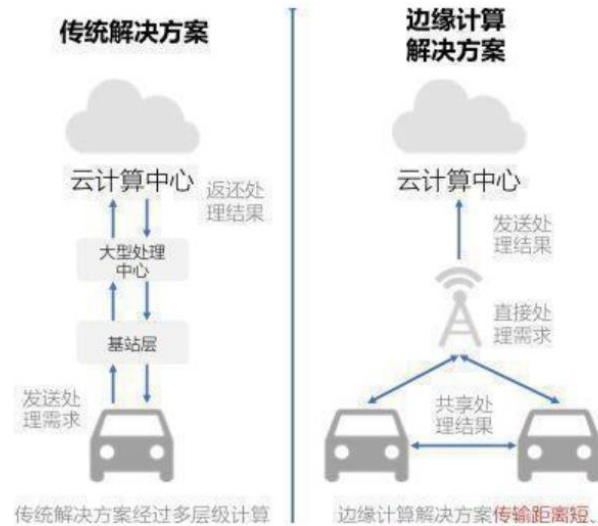
- **5G 带动数据中心流量爆发, 数据中心重要性凸显, 向更大规模的趋势发展。**目前 4G 通信技术上不能满足的场景, 例如自动驾驶汽车、无人机飞行、VR/AR、移动医疗、远程操作复杂的自动化设备等均可在 5G 环境下实现。5G 业务的多样性将带动海量设备连接接入网、数据流量继续保持爆发增长。根据思科公司的研究, 2019 年的全球数据中心通信流量将为 2014 年的三倍, 将达到每年 10.4 泽字节(ZB)。根据全球云指数的最新报告表明, 公共云和私有云增长的流量将占数据中心增长总流量的 80%, 这将从 2014 年 2.1ZB 增长到 2019 年的 8.6ZB。而传统的作负载将以很慢的速度增长, 从 2014 年的 1.3ZB 增长到 2019 年的 1.8ZB。云数据中心的工作负载密度, 预计将从 2014 年的 5.1 上升到 2019 年的 8.4。同时传统数据中心的工作负载密度将从 2014 年的 2.0 增长到 2019 年的 3.2。

3.3、边缘计算助力, 数据中心发展步入“云边端”时代

- 在 PC 时代, 所有的计算都是在电脑上, 是本地边缘计算。后来随着互联网发展, 数据越来越往云端、中央上转, 计算慢慢转移到了云端, 形成云计算。随着移动互联网向物联网时代过渡, 更多的计算从中央往边缘迁移。**边缘计算是相对云计算而言的概念, 是一种尽量靠近终端的小型数据中心, 其核心优势可归纳为三点:**

 - **一是高性价比。**由于带宽受限, 目前 85% 的数据没有回传至云端, 大量数据价值没有被挖掘。边缘计算能够让数据无需回传云端, 就近在边缘计算进行分析, 节省了大量的网络带宽资源, 大量数据分析成为现实。
 - **二是减少时延。**5G 及物联网时代的新兴应用将十分依赖低延时, 如自动驾驶、VR/AR 等, 边缘计算缩短了感知终端与服务器之间通信距离, 降低了互联网依赖, 实现了终端与服务器的高时效性交互。
 - **三是安全合规。**终端数据通过互联网上传云端, 网络安全、云端泄密隐患等问题均威胁到了用户的隐私安全。边缘计算可实现在终端敏感数据预处理, 将非敏感的分析数据上传云端, 可提升 IT 平台对隐私数据的保护性。

图表 29: 边缘计算和传统解决方案对比图

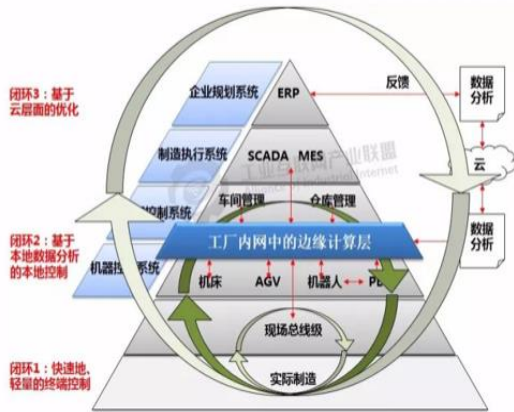


来源：新浪财经，中泰证券研究所

- **预计 2022 年边缘计算市场价值将达到 67.2 亿美元。**随着可采集数据的增加，一方面并不是所有数据都有传送回云来做分析的意义，另一方面很多本地数据需要及时响应，就算是以 5G 的传输速度来回云端，有时也会捉襟见肘。边缘计算的优势在于其处理器更接近于数据源，减短了由数据的传输速度和带宽限制带来的延时，并对本地数据做初步分析，为云分担一部分工作。根据 Markets and Markets 数据，到 2022 年边缘计算市场的价值将达到 67.2 亿美元，年复合增长率 35.4%，关键驱动因素是物联网和 5G 网络的出现，“智能”应用程序数量的增加以及云基础架构负载的增加。
- **边缘计算广泛应用于工业互联网、车联网等领域：**
 - **在工业互联网领域：**边缘计算一方面能够在边缘层进行数据预处理，剔除冗余数据，减轻平台负载压力；另一方面能够利用边缘缓存保留工业现场全量数据，并通过缓存设备直接导入数据中心，降低网络使用成本。例如微软与金属切削刀具企业 Sandvik Coromant 合作，基于 Azure IoT Edge 在边缘实现了流数据分析和机器学习算法，使故障处理时延从云端处理的 2 秒缩短到边缘处理的 0.1 秒。
 - **在车联网领域：**普通驾驶员遇见危险从决定踩刹车到踩下刹车的正常反应时间在 0.3s-1.0s 范围内，对于自动驾驶而言，一方面对通信延迟/时延的要求更加苛刻，一般只有几 ms；另一方面数据量也更多，根据微软 CEO 纳德拉（Satya Nadella）的评估，一辆连接自动驾驶汽车平均每小时将生成 6000 兆字节的数据。边缘计算通过在近点边缘层完成对数据的过滤、筛选、分析和处理，缩短中间的传输距离，保证了延迟低和高效率，从而实现为自动驾驶保驾护航。

图表 30：边缘计算在工业互联网中的应用

图表 31：边缘计算在车联网中的应用

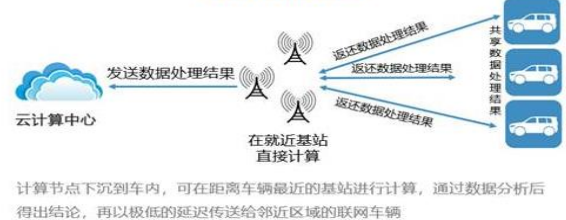


来源：中国信息通信研究院，中泰证券研究所

传统中央云计算解决方案



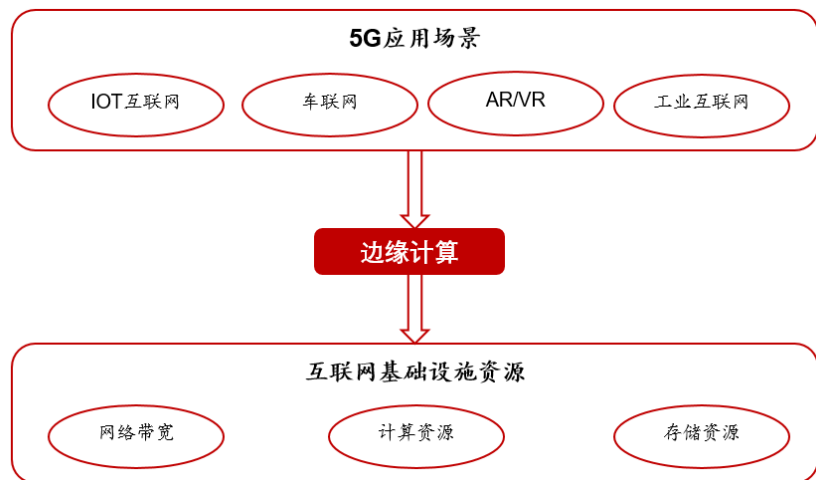
边缘计算解决方案



来源：比特网，中泰证券研究所

- **边缘计算助力，数据中心将成两线增长模式。**云计算时代推动数据中心向大型化、集约化发展。随着 5G 及物联网时代“云+端”的产业模式向“云边端”产业模式发展，数据中心也将呈两条线发展：一条是以云架构定义的超大规模数据中心，一条则是边缘云数据中心。在边缘计算的推动下，边缘节点的互联网基础设施资源（网络带宽、计算资源、存储资源）的需求均有望得到提升，中小型 IDC 专业服务商有望迎来发展良机。

图表 32：边缘计算对边缘节点互联网基础资源的影响

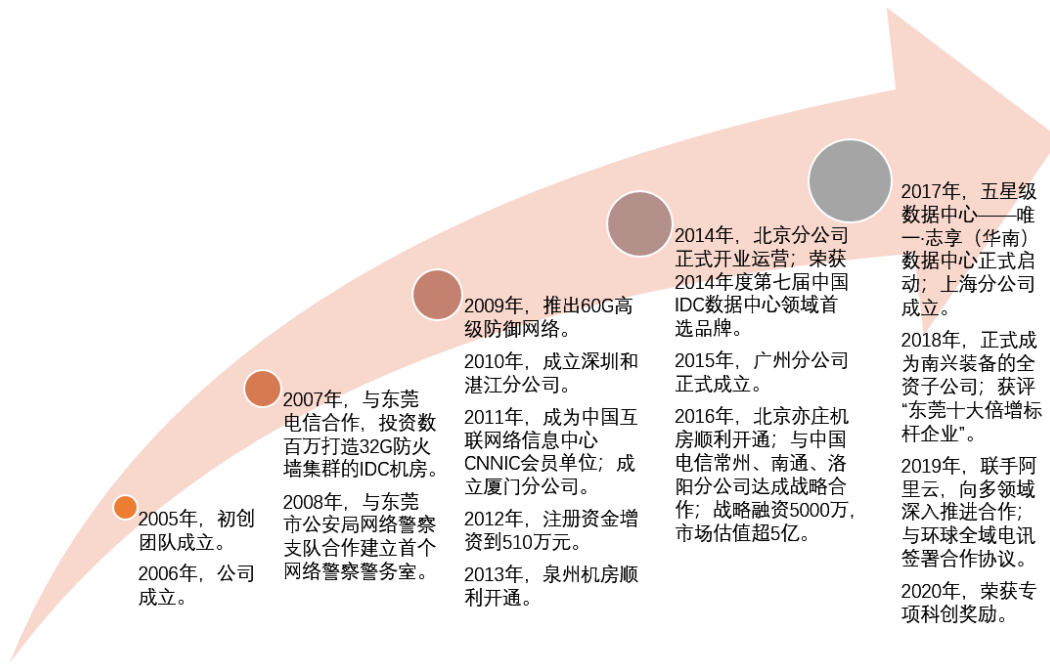


来源：中泰证券研究所

3.4、唯一网络超额完成业绩承诺，区位优势助力未来发展

- **唯一网络为南兴股份全资子公司。**2018 年 3 月，公司通过发行股份及支付现金的方式，作价 7.37 亿元（其中现金支付 1 亿元，发行股份支付 6.37 亿元）收购广东唯一网络科技有限公司的 100% 股权，发行股份价格为 31.57 元/股（根据分红调整，该定向增发的股份上市首日公司股价的前复权价格为 12.71 元/股）。

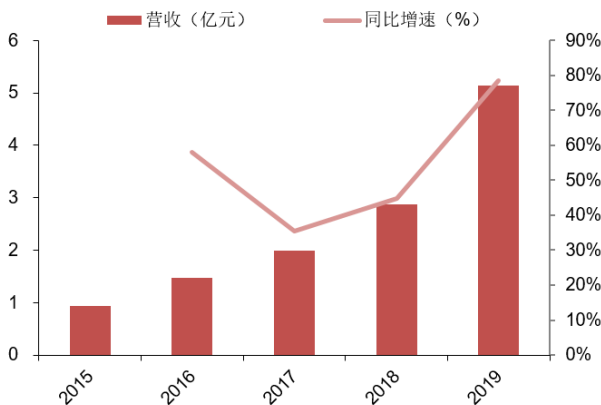
图表 33：唯一网络发展历程



来源：唯一网络官网，中泰证券研究所

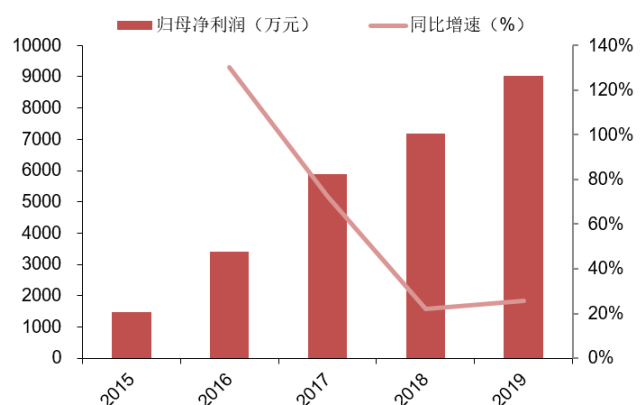
- 唯一网络成立于 2006 年，目前已成长为国内知名的云服务综合解决方案提供商。主营业务涵盖 IDC、网络安全、云专线、公有云、混合云等服务，致力于构建云-网-边一体化的互联网综合生态平台，建设适用于新一代网络通信技术 5G 及数字化时代的信息化解决方案平台。为大型企业、行业云、视频、教育、CDN、电商、游戏、O2O、金融、医疗等多个细分行业及领域提供高速、安全、稳定、高品质的互联网基础设施平台及云计算、网络安全等增值服务平台。目前唯一网络已建立及运营的数据中心节点，已覆盖了国内近 20 个省 30 多个地市及海外部分地区，数据中心资源超过 80 个，全网接入带宽超过 20T，网络安全防护能力超 8T。

图表 34：唯一网络历年营收及同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：唯一网络历年归母净利润及同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 近年来唯一网络经营业绩快速增长，2019 年超额完成业绩承诺。2015-2019 年，唯一网络营收复合增速高达 53.3%；归母净利润复合增速高达 57.1%。2019 年，唯一网络实现营收 5.1 亿元，同比增长 78.5%；实现归母净利润 9040.3 万元，同比增长 25.8%。唯一网络 2017-2020 年的业绩承诺为：净利润分别不低于 5500 万元、6850 万元、8500 万

元、9700 万元，四年累计承诺净利润不低于 30550 万元。2019 年唯一网络超额完成当年业绩承诺。

- **唯一网络已形成三大层次的客户结构。**一是互联网头部客户，包括阿里巴巴、腾讯云、京东、百度都是公司的客户，公司已经取得了良好的市场口碑。二是行业客户，主要是游戏、金融、视频等行业用户需求，他们同时有租赁服务和增值服务的需求。三是中小企业客户，主要以增值服务为主。目前，唯一网络已为近 3000 家用户提供 IDC 基础服务、云计算、网络安全等领域服务。未来超大型数据中心将采取引进头部客户确保保底收入，和以零售为主的方式。
- **唯一网络大本营在东莞，靠近深圳区位优势明显。**2020 年 6 月，广东省工业和信息化厅印发《广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划（2021-2025 年）》。
 - 1) **总体空间布局：**广东省按照“双核九中心”的总体布局，形成广州、深圳两个低时延数据中心核心区和汕头、韶关、梅州、惠州（惠东、龙门县）、汕尾、湛江、肇庆（广宁、德庆、封开、怀集县）、清远、云浮 9 个数据中心集聚区。
 - 2) **规划建设：**到 2022 年底，单个数据中心项目上架率达到 65% 以上，规划建设在用折合标准机架数累计约 47 万个；到 2025 年底，上架率达到 75% 以上，规划建设在用折合标准机架数累计约 100 万个。
 - 3) **改造扩容全省直达通信链路：**以惠州为起点，建立到达东莞的直达通信链路，带宽不低于 500Gbps，到次级骨干节点时延不超过 10ms。
 - 4) **惠州数据中心集聚区：**以“湾区智谷”为载体，主要承载惠州、东莞数据中心第二、三类业务。
 - 5) **唯一网络地处东莞，毗邻深圳，区位优势明显，未来发展可期。**

图表 36：数据中心集聚区规划建设机架数（个）

聚集城市	现阶段（2020 年）		第一阶段（2021-2022 年）			第二阶段（2023-2025 年）		
	累计折合标准机架数	上架率	增加量	累计折合标准机架数	上架率	增加量	累计折合标准机架数	上架率
汕头	14995	46.85%	16954	31949	65.00%	17557	49506	75.00%
韶关	11539	56.30%	38290	49829	65.00%	76496	126325	75.00%
梅州	1724	37.82%	5199	6923	65.00%	10435	17358	75.00%
惠州	24065	55.92%	24349	48414	65.00%	47243	95658	75.00%
汕尾	12603	72.00%	20021	32624	75.00%	39411	72035	75.00%
湛江	17306	47.02%	16546	33853	65.00%	16556	50409	75.00%
肇庆	2757	37.35%	5891	8647	65.00%	11786	20433	75.00%
清远	45284	33.58%	11178	56462	65.00%	20752	77214	75.00%
云浮	4721	60.11%	7172	11893	65.00%	14077	25970	75.00%

来源：广东省工业和信息化厅，中泰证券研究所

图表 37：广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划业务类型划分

类别	类型	时延	具体应用
第一类	边缘计算类	时延 < 10ms	
第二类	低时延类	端到端时延 ≤ 20ms	包括工业互联网（设备控制类）、车联网、网络游戏、金融证券、远程医疗

			等应用。
第三类	中时延类	20ms < 时延 ≤ 200ms	包括云计算、大数据、区块链、人工智能、视频播放等应用。
第四类	高时延类	时延 > 200ms	包括网页浏览、数据存储、数据备份等应用。

来源：广东省工业和信息化厅，中泰证券研究所

- **增资控股志享科技，业务模式开始向自建数据中心转变。**2018年12月14日，唯一网络支付对价4230万元收购广东志享科技47%股权，本次收购完成后，唯一网络在志享科技的股权比例增至75%，志享科技将成为唯一网络的控股子公司。目前公司主要采用租用运营商机房的模式运营，自有机房为“唯一·志享（华南）数据中心”，该机房计划配置超过3300个标准机柜。截止至2019年年末，公司已完成东莞自建数据中心的二期建设，完成自建数据中心机柜数超过2500个，大部分已预售完毕。根据客户需求及市场趋势，紧跟国家倡导的“新基建”布局，唯一网络计划在2020-2024年在东莞及北上广深等核心热点城市，通过自建、并购、合作等多元化方式完成数据中心建设计划，以保障公司中长期战略实施以及经营目标的实现。

图表 38：唯一·志享（华南）数据中心

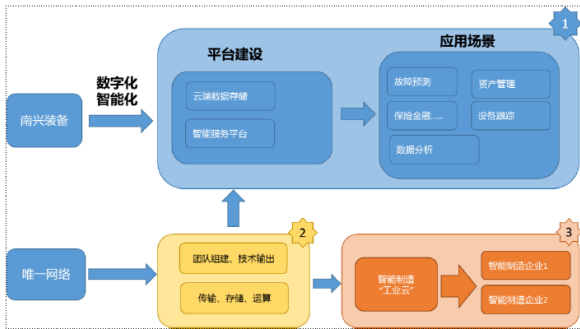


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2020年3月，公司非公开发行募资7.9亿元，其中5.9亿元用于沙田绿色工业云数据产业基地建设。**公司拟投资5.9亿元建设南兴沙田绿色工业云数据产业基地，在公司已有IDC产业布局的基础上进一步拓展市场，提升公司数据中心业务水平，充分发挥规模效应及协同效应，不断提高公司的持续盈利能力、行业竞争力和资本市场价值，提升公司在IDC行业的市场地位，进一步增强公司的综合竞争实力。另外，公司产业互联网与数据中心研发项目拟投资为5000万元，其中设备及软件投入2000万元，研发费用投入3000万元；此项目将面向家具装备智能制造升级、云计算、下一代新型数据中心领域，汇集专业人才、布局相关前沿技术研究。此外，公司拟募资1.5亿元用于补充流动资金，以更好地满足公司生产、运营的日常资金周转需要，降低财务风险和经营风险，增强竞争力。
- **数据中心机柜建设方面，**本次募集资金建设的沙田绿色工业云数据产业基地，计划建设5,000个4KW标准机柜，整个项目分两个阶段完成，分别是2020年6月-2021年10月和2022年6月-2022年10月，预计项目财务内部收益率（税后）为15.18%，含建设期的投资回收期（税后）为7.49年。公司未来数据中心机柜的建设目标是达到15000-20000

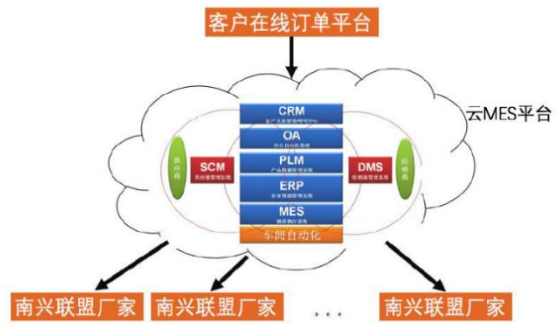
个，重点在北京、上海、深圳及东莞布局，同时在互联网兴起的热门城市，如杭州、南京、成都等地进行调研规划，作为数据中心储备项目。

图表 39: 唯一网络与南兴装备的业务协同



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40: 唯一网络打造家具行业云端 MES 平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **打造家具机械工业互联网云平台，公司与唯一网络具备良好协同。**我们认为，唯一网络在国内 IDC 专业服务领域已形成差异化竞争优势，在中小型数据中心以及带宽资源的布局较为领先。随着边缘计算的兴起带来边缘节点的基础设施资源需求增加，唯一网络正步入发展机遇期，预计将显著增厚公司业绩。另一方面，公司传统家具机械业务与唯一网络的业务具备良好协同，家具机械制造能够结合唯一网络的大数据支持提升在智能制造领域的先入优势，以唯一网络团队为基础，组建智能制造及工业互联网云平台研发团队，以南兴装备的设备、用户需求为基础，实施设备在线项目的研发、实施、智能制造及工业互联网云平台、标识解析体系建设。

4、首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司已经形成家具机械+IDC 业务的双主业格局，均具备成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 2.57、3.52、4.45 亿元。我们分别用 PE 模型、EV/EBITDA 模型对公司进行估值分析。
 - 1) **使用 PE 模型对公司各板块业务进行估值。**公司业务分为板式家具机械和 IDC 运营业务，其中，板式家具机械业务方面，可比公司 PE 约为 15，对应公司板式家具机械业务 2022 年市值约 30 亿元；IDC 运营业务方面，看好新基建背景下，5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进程。公司该业务的可比公司平均 PE (2022E) 约为 37，据此测算，公司 2022 年 IDC 运营业务合理市值约 100 亿元，叠加板式家具机械业务，公司整体市值有望超过 130 亿元。
 - 2) **IDC 机柜在交付之后会产生大量折旧费用，短期净利润较低，所以使用 EV/EBITDA 模型对 IDC 业务进行估值。**假设条件：①公司采用非公开发行募资 7.9 亿元建设沙田绿色工业云数据产业基地，叠加每年专业设备现金盈利，预计可以满足未来机柜建设投资，所以假设公司不再扩大债务比例，债务净额占公司价值 (EV) 比例在历史水平 20-30% 之间；②假设 IDC 业务 2020 年净利率 17% 左右 (唯一网络历史净利率在 17-30% 之间，同行历史净利率在 11-22% 之间)，税率为 15%，可测算 2020 年公司 IDC 运营业务 EBITDA 约为 3.26 亿元。可比公司平均 EV/EBIT (2020E) 约为 34 倍，可得 IDC 运营业务远期

EV 约 110 亿元，扣除 20-30% 的债务净额/EV，该业务合理市值约为 78-90 亿元。

- 3) 综上，运用 PE 模型及 EV/EBIT 模型均可得到公司远期合理市值有望超 100 亿元，对比公司当前市值，仍有较大提升空间；首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：公司业绩分析

行业	业务	业务情况	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	假设条件
板式家具机械	自动封边机	自动封边机收入（百万元）	344.05	357.37	393.11	491.38	565.09	2019年随着专用设备市场的好转，公司传统业务亦实现可观增长，2020年公司面临的市场并无较大变化，因此假设传统业务保持稳定增长。
		自动封边机收入YOY (%)	14.60%	3.87%	10.00%	25.00%	15.00%	
		自动封边机收入占比 (%)	30.56%	23.51%	20.98%	20.22%	19.02%	
		自动封边机毛利率 (%)	31.51%	30.98%	31.00%	31.50%	32.00%	
		自动封边机毛利润（百万元）	108.43	110.73	121.86	154.79	180.83	
	数控裁板锯（含精密推台锯）	数控裁板锯收入（百万元）	207.35	202.63	233.03	302.94	357.47	
		数控裁板锯收入YOY (%)	6.99%	-2.27%	15.00%	30.00%	18.00%	
		数控裁板锯收入占比 (%)	18.42%	13.33%	12.43%	12.47%	12.03%	
		数控裁板锯毛利率 (%)	28.73%	28.11%	29.00%	30.00%	30.00%	
	数控钻（含多排钻）	数控裁板锯毛利润（百万元）	59.58	56.96	67.58	90.88	107.24	
		数控钻收入（百万元）	140.65	176.42	211.70	275.21	330.26	
		数控钻收入YOY (%)	89.37%	25.43%	20.00%	30.00%	20.00%	
		数控钻收入占比 (%)	12.49%	11.61%	11.30%	11.32%	11.12%	
		数控钻毛利率 (%)	21.20%	21.76%	22.50%	23.00%	23.50%	
	加工中心	数控钻毛利润（百万元）	29.82	38.39	47.63	63.30	77.61	
		加工中心收入（百万元）	153.43	115.98	139.18	194.85	243.57	
		加工中心收入YOY (%)	-12.28%	-24.40%	20.00%	40.00%	25.00%	
		加工中心收入占比 (%)	13.63%	7.63%	7.43%	8.02%	8.20%	
		加工中心毛利率 (%)	20.55%	19.00%	20.00%	21.00%	21.50%	
	配件及其他业务	加工中心毛利润（百万元）	31.53	22.04	27.84	40.92	52.37	
		配件及其他业务收入（百万元）	46.69	57.88	63.67	70.03	77.03	
		配件及其他业务收入YOY (%)	22.95%	23.97%	10.00%	10.00%	10.00%	
		配件及其他业务收入占比 (%)	4.15%	3.81%	3.40%	2.88%	2.59%	
		配件及其他业务毛利率 (%)	36.64%	33.67%	34.00%	34.00%	34.00%	
板式家具机械合计	配件及其他业务毛利润（百万元）	17.10	19.49	21.65	23.81	26.19		
	板式家具机械合计收入（百万元）	892.16	910.29	1,040.69	1,334.42	1,573.42		
	板式家具机械合计收入YOY (%)	14.21%	2.03%	14.33%	28.23%	17.91%		
	板式家具机械合计收入占比 (%)	79.24%	59.89%	55.53%	54.91%	52.97%		
	板式家具机械合计毛利率 (%)	27.62%	27.20%	27.54%	28.00%	28.23%		
IDC业务	IDC及云计算相关服务	板式家具机械合计毛利润（百万元）	246.46	247.60	286.56	373.70	444.24	2019年子公司唯一网络大客户收入及占比均有大幅度提升，导致总收入大幅增长，2020年唯一网络将继续拓展大客户，合理假设IDC业务可保持较高速度增长。
		IDC及云计算相关服务收入（百万元）	222.88	582.33	797.80	1,053.09	1,347.96	
		IDC及云计算相关服务收入YOY (%)		161.28%	37.00%	32.00%	28.00%	
		IDC及云计算相关服务收入占比 (%)	19.80%	38.31%	42.57%	43.33%	45.38%	
		IDC及云计算相关服务毛利率 (%)	37.10%	26.54%	26.50%	27.00%	27.00%	
	IDC增值及其他业务	IDC及云计算相关服务毛利润（百万元）	82.69	154.57	211.42	284.33	363.95	
		IDC增值及其他业务收入（百万元）	10.83	27.35	35.56	42.67	49.07	
		IDC增值及其他业务收入YOY (%)		152.61%	30.00%	20.00%	15.00%	
		IDC增值及其他业务收入占比 (%)	0.96%	1.80%	1.90%	1.76%	1.65%	
		IDC增值及其他业务毛利率 (%)	55.37%	56.37%	56.00%	56.00%	57.00%	
	IDC合计	IDC增值及其他业务毛利润（百万元）	6.00	15.42	19.91	23.90	27.97	
		IDC合计收入（百万元）	233.71	609.69	833.36	1,095.76	1,397.03	
		IDC合计收入YOY (%)		160.88%	36.69%	31.49%	27.49%	
		IDC合计收入占比 (%)	20.76%	40.11%	44.47%	45.09%	47.03%	
合计	IDC合计毛利率 (%)	38.32%	27.88%	27.76%	28.13%	28.05%		
	IDC合计毛利润（百万元）	89.56	169.99	231.33	308.23	391.92		
	合计收入（百万元）	1,125.87	1,519.97	1,874.04	2,430.19	2,970.45		
	合计收入YOY (%)	44.12%	35.00%	23.29%	29.68%	22.23%		
	合计毛利率 (%)	29.85%	27.47%	27.63%	28.06%	28.15%		
		合计毛利润（百万元）	336.02	417.59	517.89	681.93	836.16	

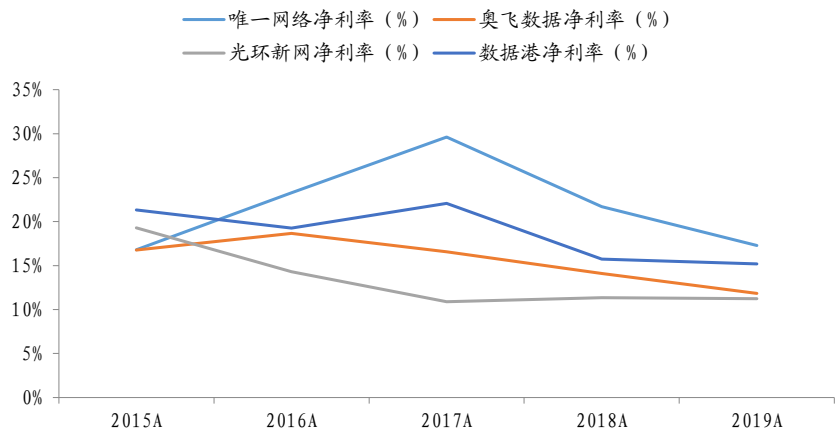
来源：wind，中泰证券研究所

图表 42: 可比公司估值 (PE 法)

行业	公司	代码	2020/8/26	EPS (元)				PE (倍)			
			股价 (元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
IDC行业	奥飞数据	300738.SZ	47.67	0.52	0.86	1.13	1.51	92.09	55.14	42.06	31.63
	光环新网	300383.SZ	26.12	0.54	0.66	0.83	1.01	48.39	39.70	31.43	25.75
	宝信软件	600845.SH	69.39	0.76	1.04	1.30	1.63	91.20	66.88	53.47	42.48
	数据港	603881.SH	82.95	0.51	0.62	1.12	1.77	161.65	133.55	73.84	46.98
IDC行业可比公司均值								98.33	73.82	50.20	36.71
家具机械	弘亚数控	002833.SZ	37.88	1.41	1.60	2.04	2.51	26.94	23.75	18.56	15.09

来源: wind, 中泰证券研究所 (注: 奥飞数据、光环新网、宝信软件、弘亚数控 EPS 来自 wind 一致预期)

图表 43: IDC 上市公司净利率变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: 可比公司估值 (EV/EBIT 法)

行业	公司	代码	2020/8/26	2020/8/26	EBITDA (亿元)			EV/EBIT		
			市值 (亿元)	BV (亿元)	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
IDC行业	奥飞数据	300738.SZ	95.20	102.96	0.82	2.05	2.67	126.30	50.34	38.56
	光环新网	300383.SZ	403.07	416.05	12.69	15.01	16.84	32.79	27.72	24.71
	宝信软件	600845.SH	801.88	622.37	9.88	12.43	16.30	63.00	50.05	38.18
	数据港	603881.SH	174.68	197.75	3.31	3.49	5.50	59.79	56.62	35.95
IDC行业可比公司均值								70.47	46.18	34.35

来源: wind, 中泰证券研究所

5、风险提示

- **家具机械行业增长不及预期风险。**受地产调控影响, 家具制造行业发展增速放缓; 未来伴随着地产政策的趋严, 传统家具机械行业增长空间可能较为有限。
- **IDC 行业竞争日趋激烈风险。**5G、云计算和 AI 等新一代技术的快速演进对数据中心提出更高的要求, 公司将面对更多新的发展机遇, 同时越来越多的企业开始涉足 IDC 市场, 公司也面临着日益激烈的市场竞争。随着北京、上海等地区对于 IDC 产业监管和限制日益趋严, 也将对公司 IDC 业务的扩展带来新的挑战。
- **公司家具机械业务和唯一网络业务协同不及预期风险。**公司传统家具机械业务与唯一网络 IDC 业务不是机械的相加, 两者协同将有利于公司打

造家具机械领域工业互联网云平台和提升公司的智能制造水平，但协同效应存在不及预期风险。

- **应收账款回收风险。**随着公司业务规模的快速扩大，公司应收账款增速较快，公司服务的客户广泛分布于服务范围涵盖游戏、视频、教育、CDN、电商、O2O、金融、医疗、政府、行业云等多个细分领域，个别企业可能存在经营困难或审批支付手续长，存在延期付款的可能性。
- **估值的风险。**我们采取 PE 法和 EV/EBITDA 两种相对估值方法计算出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来，如 EV/EBITDA 估值法：（1）我们根据唯一网络历史负债和持有现金水平，假设其债务净额占公司价值（EV）比例，但可能存在未来真实情况偏离预测的可能；（2）关于公司 IDC 数据中心机柜建设：我们依据公司公告情况进行预测，但未来仍存在建设进度不达预期，导致相关收入利润不及预期；（3）假设 IDC 业务 2020 年净利率 17% 左右：行业竞争加剧有可能造成 IDC 业务毛利率未来超预期大幅下滑导致对于公司的净利率等预测不及预期；（4）同时相对估值法下我们也未充分考虑市场整体估值波动的风险。

图表 45：南兴股份盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,126	1,520	1,874	2,430	2,970	货币资金	262	308	436	567	752
增长率	44.1%	35.0%	23.3%	29.7%	22.2%	应收款项	190	304	349	433	521
营业成本	-790	-1,102	-1,356	-1,748	-2,134	存货	208	215	255	325	390
% 销售收入	70.2%	72.5%	72.4%	71.9%	71.9%	其他流动资产	146	107	52	55	53
毛利	336	418	518	682	836	流动资产	806	934	1,093	1,380	1,716
% 销售收入	29.8%	27.5%	27.6%	28.1%	28.1%	% 总资产	41.3%	39.4%	42.0%	47.3%	52.2%
营业税金及附加	-9	-10	-12	-16	-19	长期投资	0	13	7	7	7
% 销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	442	586	577	578	579
销售费用	-30	-41	-50	-61	-72	% 总资产	22.7%	24.7%	22.1%	19.8%	17.6%
% 销售收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	无形资产	74	104	104	99	93
管理费用	-121	-141	-174	-221	-260	非流动资产	1,144	1,439	1,511	1,537	1,573
% 销售收入	10.8%	9.3%	9.3%	9.1%	8.8%	% 总资产	58.7%	60.6%	58.0%	52.7%	47.8%
息税前利润 (EBIT)	176	226	282	384	485	资产总计	1,950	2,373	2,604	2,917	3,289
% 销售收入	15.7%	14.9%	15.0%	15.8%	16.3%	短期借款	35	56	56	56	56
财务费用	-3	-3	-3	-1	2	应付款项	120	250	288	357	430
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	87	87	92	108	119
资产减值损失	5	-3	-5	-5	-5	流动负债	242	394	436	521	605
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	45	140	162	162	162
投资收益	9	15	8	9	10	其他长期负债	7	11	11	11	11
% 税前利润	4.8%	6.4%	2.8%	2.3%	2.0%	负债	295	545	609	694	778
营业利润	187	235	282	387	492	普通股股东权益	1,655	1,811	1,977	2,205	2,493
营业利润率	16.6%	15.5%	15.0%	15.9%	16.6%	少数股东权益	0	17	17	17	17
营业外收支	-1	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,950	2,373	2,604	2,917	3,289
税前利润	187	235	282	387	492						
利润率	16.6%	15.4%	15.0%	15.9%	16.6%	比率分析					
所得税	-25	-28	-32	-43	-56						
所得税率	13.2%	11.9%	11.3%	11.1%	11.5%	每股指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	164	206	257	352	445	每股收益 (元)	0.83	1.04	0.87	1.19	1.51
少数股东损益	0	2	0	0	0	每股净资产 (元)	12.59	9.28	6.75	7.52	8.50
归属于母公司的净利润	164	204	257	352	445	每股经营现金净流 (元)	1.24	1.37	0.86	1.07	1.39
净利率	14.5%	13.4%	13.7%	14.5%	15.0%	每股股利 (元)	0.28	0.37	0.31	0.42	0.53
						回报率					
						净资产收益率	12.38%	9.89%	11.17%	12.87%	15.85%
						总资产收益率	9.93%	8.39%	8.61%	9.86%	12.08%
						投入资本收益率	34.16%	25.21%	21.06%	27.08%	34.20%
						增长率					
						营业总收入增长率	44.12%	35.00%	23.29%	29.68%	22.23%
						EBIT 增长率	48.63%	25.18%	27.22%	35.63%	26.01%
						净利润增长率	51.21%	24.85%	25.70%	37.21%	26.29%
						总资产增长率	78.89%	21.71%	9.72%	12.03%	12.76%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	40.1	58.5	62.7	57.9	57.8
						存货周转天数	72.5	50.1	45.2	43.0	43.3
						应付账款周转天数	33.0	43.8	51.7	47.8	47.7
						固定资产周转天数	134.7	121.7	111.7	85.5	70.1
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-17.82%	-29.80%	-30.54%	-31.23%	-30.99%
						EBIT 利息保障倍数	55.7	78.8	87.8	458.9	-209.7
						资产负债率	15.13%	22.96%	23.40%	23.80%	23.66%

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。