

2021年07月23日

FA 自动化零部件巨头，加速成长可期

N 怡合达 (301029)

怡合达是国内少有的FA工厂自动化零部件一站式供应企业，年订单处理量约55万单，年出货总量超过230万项次，90%标准件可实现3天内发货；累计成交客户数突破4万家，服务3C、汽车、新能源、光伏等众多行业，具有较高的品牌知名度。

► **营收&利润双增，盈利能力强。**2017-2020年，公司营收与归母净利润复合增长率分别为47.61%和62.00%。2020年公司营收突破12亿，同比增长58.96%，归母净利润同比增长88.03%。公司盈利能力高于行业平均，毛利率稳定在40%以上。

► **自制&OEM&集约化采购，一站式平台国内领先。**公司创新产品供应方式，极大提高公司产品交付能力，增加客户粘性。公司开发涵盖了76个大类、1404个小类、90余万个SKU的FA工厂自动化零部件产品体系，并建立了怡合达FA工业电子商务平台，为客户提供产品一站式采购，提升了客户选型和采购的效率。

► **募投项目助力公司竞争优势稳固。**公司计划募资自建智能制造基地，进一步提升客户的一站式采购体验，客户粘性未来有望进一步增强。此外，通过自建自动化仓储系统的供应链中心，将增加35万多个仓位，库存SKU提升至55万多个，公司供应链管理能力和有望进一步提升。

► **对标国际巨头，未来成长可期。**放眼国际，公司与日本龙头米思米差距正在逐渐缩小，二者毛利率均在42%左右且较为稳定。依靠本土化服务优势，公司与米思米在国内市场的营收份额差距不断缩小，未来成长空间巨大。

► **投资建议。**预计2021-2023年实现营收分别为17.44亿元、24.33亿元和33.96亿元，同比增长44.1%、39.5%和39.6%；归母净利润分别为3.71亿元、5.19亿元和7.23亿元，同比增长36.8%、39.8%、39.4%，对应EPS分别为0.93元、1.30元和1.81元。首次覆盖，暂不评级。

风险提示

下游行业景气度不及预期、新产品研发不及预期。

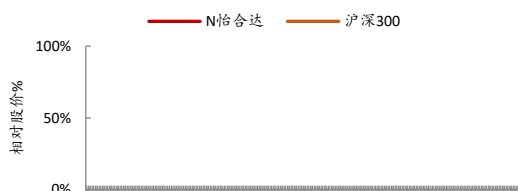
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	761	1,210	1,744	2,433	3,396
YoY (%)	21.8%	59.0%	44.1%	39.5%	39.6%
归母净利润(百万元)	144	271	371	519	723
YoY (%)	47.9%	88.0%	36.8%	39.8%	39.4%
毛利率 (%)	42.8%	43.9%	44.0%	44.0%	44.0%
每股收益 (元)	0.36	0.68	0.93	1.30	1.81
ROE	12.9%	20.0%	16.2%	18.4%	20.4%
市盈率	304.35	161.86	118.32	84.64	60.72

资料来源: wind, 华西证券研究所 注: 市盈率截至 2021.7.21

评级及分析师信息

评级:	暂不评级
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	109.80
股票代码:	301029
52 周最高价/最低价:	118.05/102.10
总市值(亿)	439.21
自由流通市值(亿)	37.21
自由流通股数(百万)	33.81



分析师: 俞能飞
邮箱: yunf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519120002

正文目录

1. 自动化零部件一站式供应，业绩持续走高	4
1.1. SKU 数量庞大，产品体系不断丰富	4
1.2. 营收&归母净利高增，盈利能力维持高水平	6
1.3. 股权结构集中，管理层团队经验丰富	7
2. 市场空间广阔，工业互联网平台重塑行业发展业态	9
2.1. 自动化需求高涨助推行业前行，行业规模稳步扩大	9
2.2. 行业供需分散，工业互联网带动新趋势	11
3. 创新产品开发供应模式，一站式平台对标米思米	12
3.1. 客户领域广泛，各领域收入逐年上升	12
3.2. 研发投入快速增长，核心技术收入持续上升	13
3.3. 自制&OEM&集约化采购相结合，线上线下齐发力	14
3.4. 一站式服务行业领先，有望对标米思米	16
4. 产能利用率维持不断提高，募投项目助力竞争优势稳固	17
5. 盈利预测	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 公司发展历程	4
表 2 公司部分产品	5
图 3 公司营收主要来自于直线运动零件	6
图 4 公司毛利主要来源于直线运动部件	6
图 5 公司营收增长迅速	6
图 6 2020 年公司归母净利润增长明显	6
图 7 公司净利率水平有所上升	7
图 8 公司分产品毛利率均处于较高水平	7
图 9 公司费用规模有所扩大	7
图 10 近三年公司整体费用率下降	7
图 11 公司股权结构	8
表 12 公司管理和技术团队介绍	8
图 13 机械通用零部件行业产值与进出口总额	9
图 14 我国自动化市场规模平稳增长	9
图 15 自动化零部件产业链	10
图 16 工业机器人领域与公司销售数据变化趋势	10
图 17 3C 行业：手机领域与公司销售数据变化趋势	10
图 18 新能源领域与公司销售数据变化趋势	10
图 19 汽车领域与公司销售数据变化趋势	10
图 20 光伏领域与公司销售数据变化趋势	10
图 21 自动化零部件行业主要企业	11
图 22 公司市场份额占比逐渐提高	11
图 23 公司一站式采购平台	12
图 24 2020 年 FA 工厂自动化零部件前五大客户占比	13
图 25 2020 年工业自动化设备前五大客户占比	13
图 26 下游行业营收前五名分布	13
图 27 下游各领域收入均有所增长	13
图 28 公司研发投入持续上升	14

图 29	公司核心技术产品收入占比持续上升.....	14
图 30	公司自制&OEM&集约化采购相结合.....	14
图 31	2020 年公司 SKU 数量达 90 余万个.....	15
图 32	公司年处理订单不断增长.....	15
图 33	公司年出货量不断增长.....	15
图 34	公司累计成交客户不断增长.....	15
图 35	公司轴承产品毛利率高于竞争对手.....	16
图 36	公司同步轮毛利率高于竞争对手.....	16
图 37	公司铝型材及配件毛利率处于行业领先水平.....	17
图 38	公司工业自动化设备毛利率处于行业中游水平.....	17
图 39	公司与米思米对比.....	17
图 40	公司部分财务指标优于米思米.....	17
图 41	公司产能利用率不断升高.....	18
表 1	公司各产品线线上线下销售同步推进.....	15
表 2	公司募投规划.....	18
表 3	业务拆分.....	18

1. 自动化零部件一站式供应，业绩持续走高

1.1. SKU 数量庞大，产品体系不断丰富




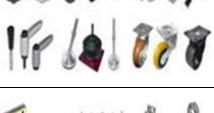





公司成立于 2010 年，专业从事自动化零部件研发、生产和销售，提供 FA 工厂自动化零部件一站式供应，产品包括直线运动零件、传动零部件、气动元件、铝型材及配件、工业框体结构部件、机械加工件、机械小零件、电子电气类产品类别。此外，公司还可向客户提供工业自动化设备。公司目前产品体系覆盖 176 个大类、1404 个小类、90 余万个 SKU，下游客户包括非标自动化设备厂商和制造企业。公司基于对自动化设备所需零部件应用场景的研究，对各类自动化零部件进行专业的类别梳理，逐渐建立起自动化零部件的标准化体系，编制了《FA 工厂自动化零件》等多本产品标准选型手册，在行业内影响广泛。

图 1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

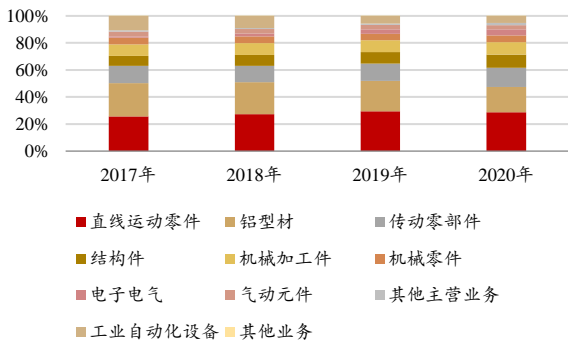
表 2 公司部分产品

产品类别	主要产品	产品图片	产品简介	主要功能特性
FA 工厂自动化零部件	直线运动零件		主要包括无油衬套、手动位移台、直线轴承、直线导轨、拖链、带座轴承、轴承、关节轴承、直线电机、滚珠丝杠、支座组件等	主要为应用于自动化设备上各种直线运动功能的机械零件或组件，以实现不同精度、速度、距离、力矩直线运动应用场景要求
	传动零部件		主要包括联轴器、同步带、同步轮、平皮带、圆皮带、滚轮、齿轮、齿条、链轮、链条、万向节和同步带压块等	主要为应用于自动化设备上各种传动功能的机械类零件，以实现不同传送距离、扭矩、精度、速度、稳定性等应用场景要求
	气动元件		主要包括气源处理元件、气动配件类、真空发生器、真空压力开关、气动接头、调速阀类、气缸、控制阀、真空吸盘、气管软管等	主要是将压缩空气的弹性能量转换成动能，通过调压、过滤、润滑等保护机制，实现各种运动方向动力传递的控制，达到稳定搬运移动目的
	铝型材及配件		主要包括铝合金型材及相关配件	工业铝型材主要用于工业框架系统的搭建，起到支撑及承重的作用，相应的配件用来连接、紧固工业铝型材及装饰作用，两者具备易于拆卸特性
	工业箱体结构部件		主要包括手轮、拉手、门锁、滑轨、门部件、手柄、脚杯、铰链、脚轮、把手等	用于设备箱体支撑、移动、减震，操作调节，活动连接，密封隔音，提升设备使用安全及外观美观度
	机械加工件		主要包括连接块、检验夹具、转轴、导向轴、固定环、标准治具、定位销、夹具用衬套、支柱、底座、支柱固定夹、导向轴支座、定位零件、导向零件、悬臂销、铰链销等	主要由设备加工，实现自动化设备局部固定、支撑、导向、定位、夹紧、连接、调整功能
	机械小零件		主要包括弹簧、氮弹簧、密封圈、磁铁、螺丝、螺帽、垫圈、轴环等	主要为实现紧固、连接、传动、密封、标定等功能的机械类小零件，结构、尺寸、画法、标记等较为市场化，型号多
	电子电气类		主要包括电气控制零件、电气配线零件等	实现自动化设备电源及信号传输、产品检测及信号反馈、安全保护、提供设备传动动力、机器动作控制实现，确保设备按工艺流程实现预设动作
	其他		主要包括工业用材料、检测用零件等	用于自动化设备加工、组装、检测等功能的其他零件
工业自动化设备		小零件全自动攻丝机、零件外观检测机、零件计数包装机、自动化焊接机、全自动组装机、大型整厂自动化设备工作站等系列产品，以及其他非标自动化设备	汽车发动机零部件领域、汽车马达的组装和测试领域、电气机械和器材制造业以及其他应用场景等领域	

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

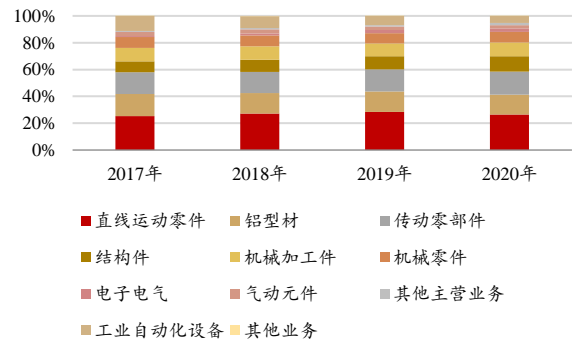
从产品结构来看，直线运动零件和铝型材是公司营收和利润的主要来源，2017-2020年二者的营收约占总营收的50%，毛利贡献超过40%。

图3 公司营收主要来自于直线运动零件



资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 公司毛利主要来源于直线运动零件

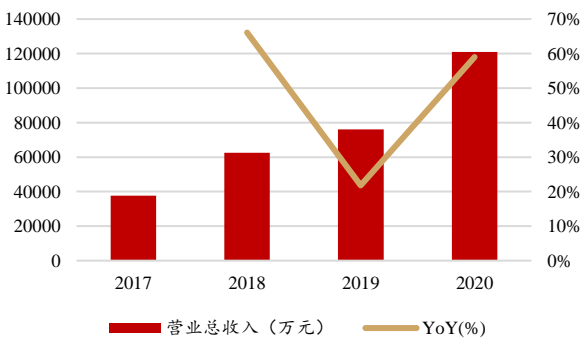


资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 营收&归母净利高增，盈利能力维持高水平

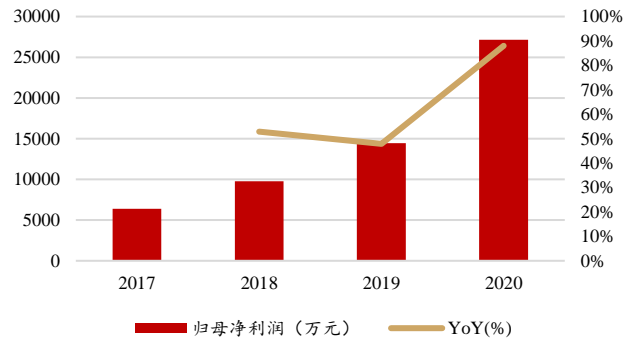
营收与归母净利双增。2017-2020年，公司营业总收入和归母净利润都呈逐年上升的态势，营收复合增长率为47.61%，归母净利复合增长率达62%。2020年公司营收突破12亿元，同比增长58.96%，归母净利同比增长88.03%达到2.71亿元。

图5 公司营收增长迅速



资料来源: wind, 华西证券研究所

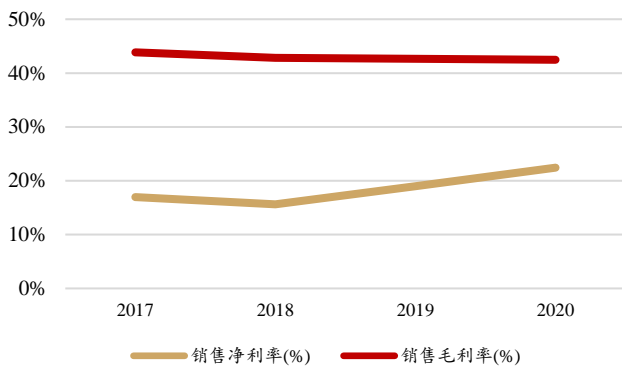
图6 2020年公司归母净利润增长明显



资料来源: wind, 华西证券研究所

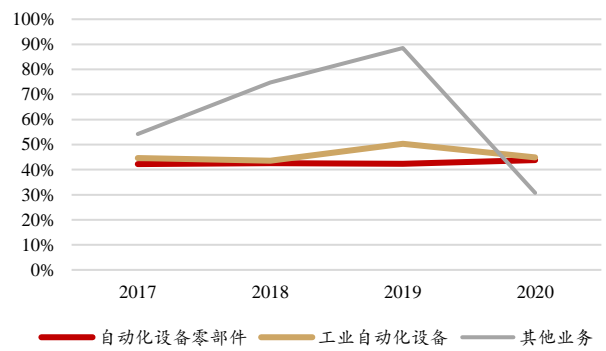
盈利能力强，在行业内处于领先水平。近三年，公司主营业务毛利率分别为42.63%、42.81%和43.86%，总体维持在较高水平。公司主营业务具有核心竞争力，自动化设备零部件和工业自动化设备毛利率均维持在40%以上，产品定价及成本控制能力较强，因此获利能力较强。

图 7 公司净利率水平有所上升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

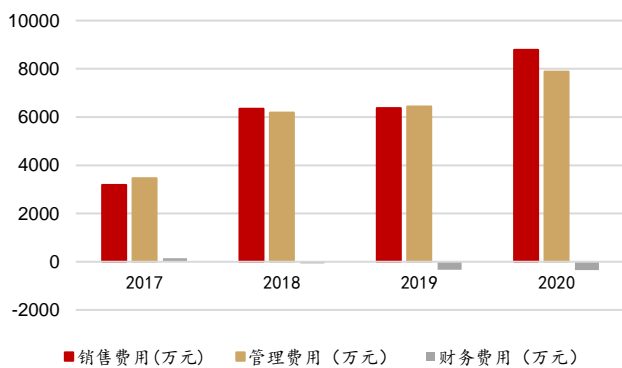
图 8 公司分产品毛利率均处于较高水平



资料来源: Wind, 华西证券研究所

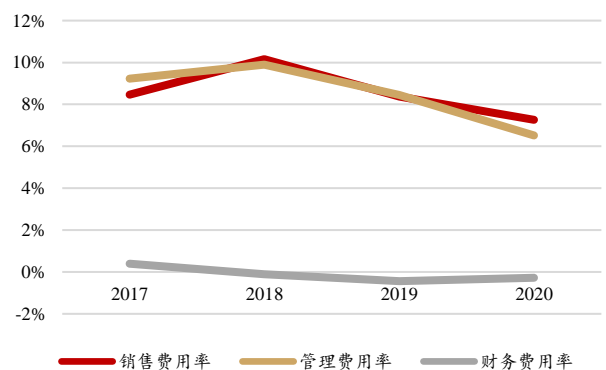
费用率有所下降，整体费用率把控良好。公司目前正处于业务持续发展期，因此从绝对值来看，费用规模不断扩大。销售费用和管理费用的提升主要是随着公司业务规模扩大，管理人员增多，相应人员薪酬增加所导致。从相对值来看，公司管理费用率和销售费用率呈下降趋势，且公司财务费用率持续保持较低水平。综合来看，公司费用管控情况表现良好。

图 9 公司费用规模有所扩大



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 近三年公司整体费用率下降

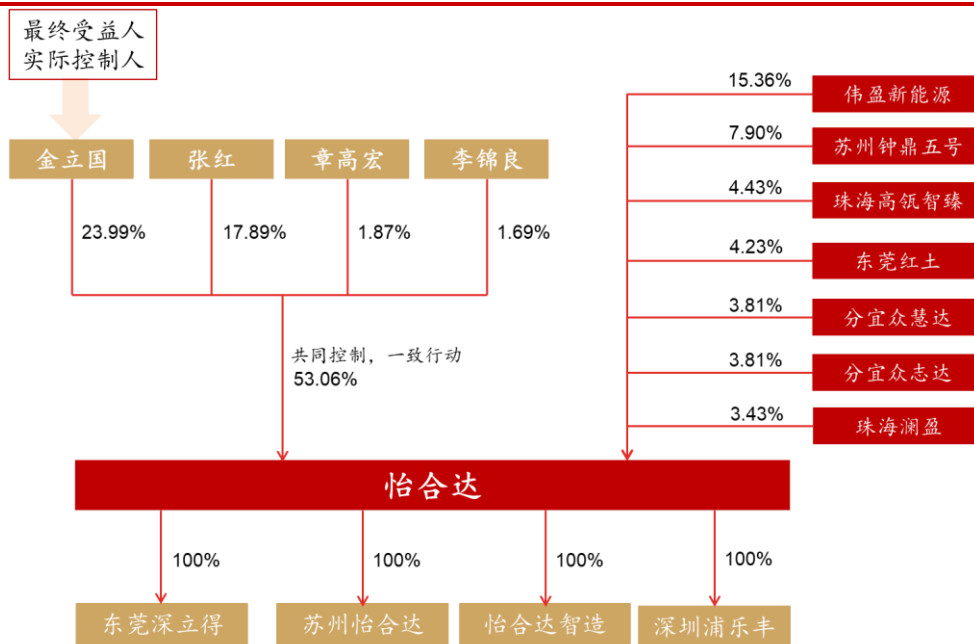


资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.3. 股权结构集中，管理层团队经验丰富

四大创始股东为实际控制人。金立国先生直接和间接合计控制公司 31.61%的股份，为公司的控股股东。公司实际控制人为金立国、张红、章高宏和李锦良，四人为公司创始股东，目前合计持股比例为 53.06%，股权集中度相对较高。

图 11 公司股权结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 股权结构截至 2021 年 7 月 16 日

管理层和技术团队优秀。公司经营负责人、主要管理者金立国等具有丰富的自动化设备零部件行业经验，公司业务开展所需的如产品目录手册的编制、专利申请、供应链管理、信息数字化建设、市场及客户开拓等重要基础，均系由总经理金立国等负责、参与、完成。章高宏、李锦良等高管，有多年的电子、机械制造从业经验，并在前就职企业中担任工程师等，积累了丰富的研发、生产管理经验。优秀的创始人团队和管理层团队，是公司未来持续发展的重要保障。

表 12 公司管理和技术团队介绍

管理层和技术团队	职务	研发实力和贡献
金立国	董事长、总经理	1993 年-1999 年先后就职于兴城市轴承厂、沈飞航天专用设备厂；1999 年 2 月至 2010 年 12 月就职于深圳市怡合达自动化设备有限公司，担任总经理；2010 年 12 月至 2017 年 5 月就职于怡合达有限，担任董事兼总经理；2017 年 5 月至今就职于怡合达，现任董事长兼总经理
张红	董事、副总经理	先后就职于兴东五金建材商店、兴城市红崖子宏达门窗厂；2010 年 12 月至 2017 年 5 月就职于怡合达有限，担任副总经理；2017 年 5 月至今就职于公司，现任公司董事兼副总经理，兼任苏州怡合达执行董事兼经理等
章高宏	董事、副总经理、董事会秘书	本科学历，微电子（半导体）专业。先后任职于湖南省常德市电子研究所，深圳市润天广告有限公司，深圳市智能达电子技术有限公司，深圳市拓普理德企业咨询有限公司，深圳市泰科科技有限公司；2010 年 12 月加入公司
李锦良	实际控制人，副总经理	大专学历，机械制造专业。先后就职于江西省为民机械厂，宜电电子东莞有限公司，东莞创华电子有限公司，香港新盈电子有限公司，深圳市福士工业科技有限公司；2010 年 12 月至 2017 年 5 月就职于怡合达有限，担任副总经理；2017 年 5 月至今就职于公司，现任公司副总经理，兼任浦乐丰执行董事兼经理等

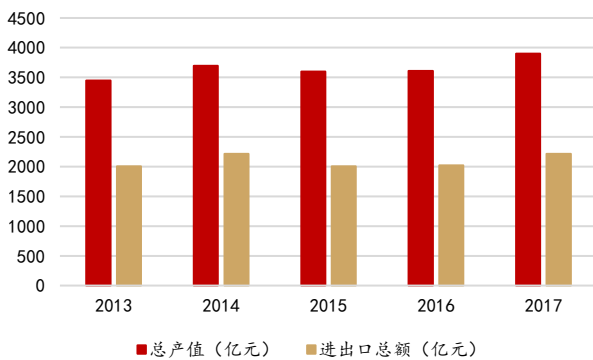
资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 市场空间广阔，工业互联网平台重塑行业发展业态

2.1. 自动化需求高涨助推行业前行，行业规模稳步扩大

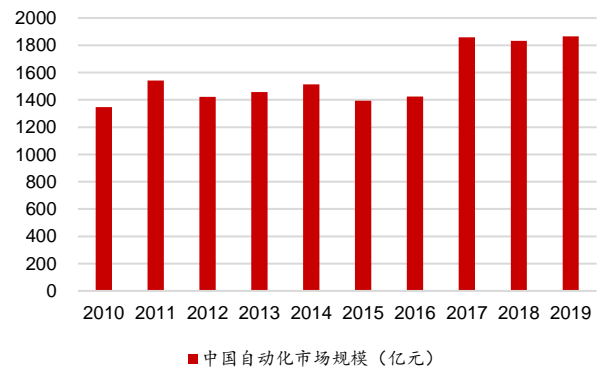
零部件与自动化行业规模不断攀升。公司所处的自动化设备零部件行业隶属于机械通用零部件制造行业大类。在国家机械工业宏观发展向好的带动下，机械通用零部件行业经济总体运行较好，产品订单较为饱满，进出口也趋向转好。2017 年机械通用零部件行业总产值达到 3895 亿元，同比增长 7.89%；行业的进出口总额达到 341.8 亿美元，同比增长 9.52%。另外，据 Reportlinker 数据，全球工业控制与工厂自动化市场规模预计将从 2018 年的 1600 亿美元增长至 2024 年的 2695 亿美元，年均复合增长率将达到 9.08%。我国工业自动化市场规模也在稳步增长，2019 年规模超过 1800 亿元。

图 13 机械通用零部件行业产值与进出口总额



资料来源：中国机械通用零部件工业协会，华西证券研究所

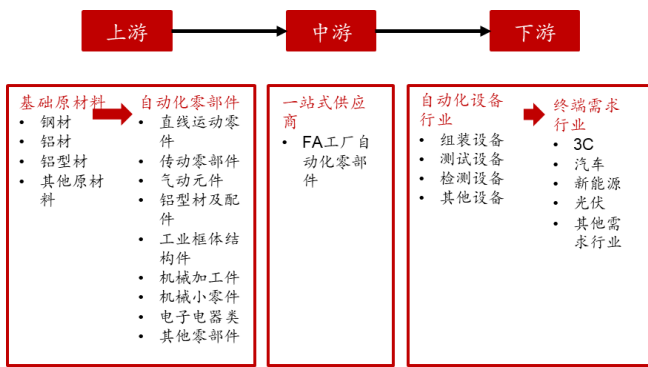
图 14 我国自动化市场规模平稳增长



资料来源：工控网，华西证券研究所

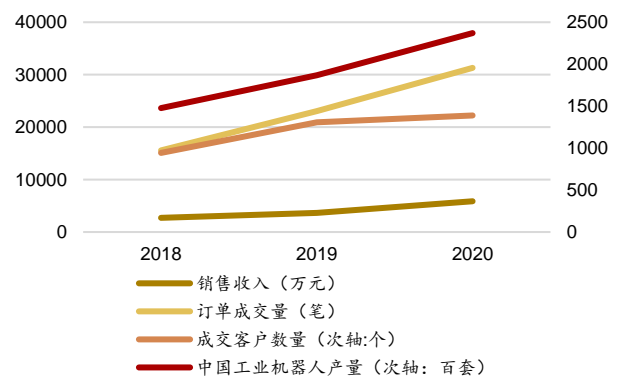
上游原材料价格影响较小，受下游景气度影响更为紧密。1) 行业上游供应商主要是钢材、铝材、铜材等原材料供应商和自动化零部件制造商，其市场化程度较高、竞争激烈，公司具有较强的议价能力。2) 自动化零部件下游行业主要是工业机器人、基于机器人的集成设备、自动装配、检测、自动包装设备等自动化设备制造行业，最终需求来自于 3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等行业。依托于自动化设备细分领域的巨大市场空间，自动化设备零部件行业市场空间和成长速度均随之呈现良好态势。

图 15 自动化零部件产业链



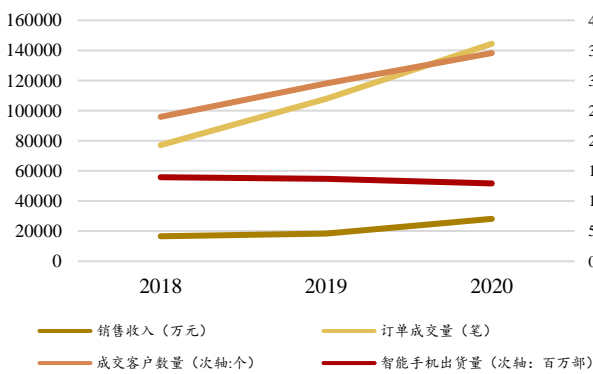
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 16 工业机器人领域与公司销售数据变化趋势



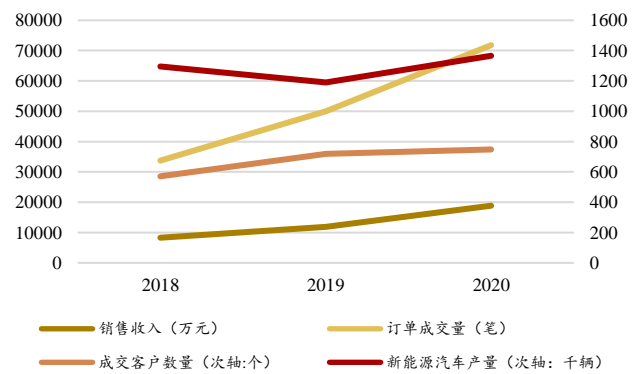
资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

图 17 3C 行业：手机领域与公司销售数据变化趋势



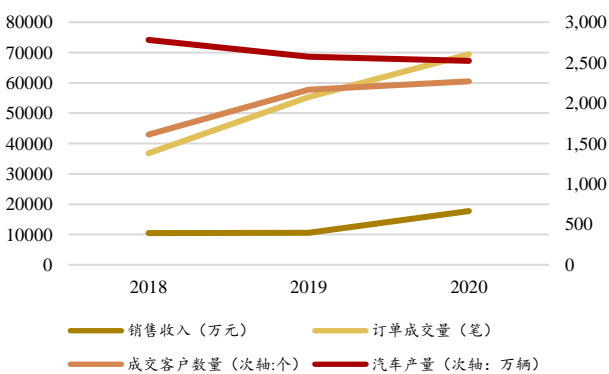
资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

图 18 新能源领域与公司销售数据变化趋势



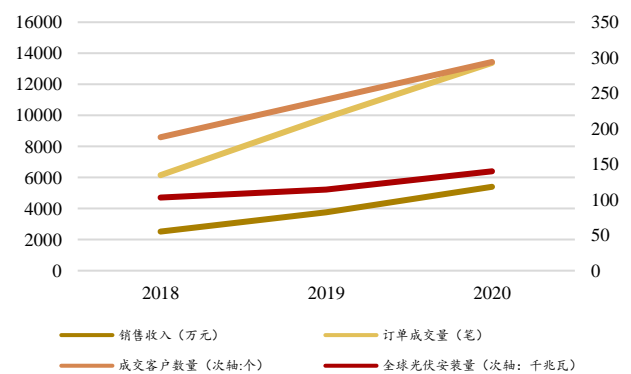
资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

图 19 汽车领域与公司销售数据变化趋势



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

图 20 光伏领域与公司销售数据变化趋势



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券研究所

2.2. 行业供需分散，工业互联网带动新趋势

行业格局分散，一站式服务企业稀少。自动化零部件细分行业多，产品具有种类多、规格杂、非标化等特点。因此，自动化零部件行业产品需求和供应均较为分散，难以实现批量生产，行业内规模效应不显著。基于上述特点，在国内自动化零部件行业，多数企业在各自细分行业领域供应一种或几种零部件产品，平均规模较小且参差不齐，市场竞争激烈。国内目前暂无能够为客户提供 FA 工厂自动化零部件一站式采购服务的同类型公司。国外类似公司数量同样稀缺，其中比较著名的是成立于 1963 年的日本企业米思米。米思米在行业中较早采用一站式供应多种零部件模式，在全球市场形成了一定的先发优势和市场规模。

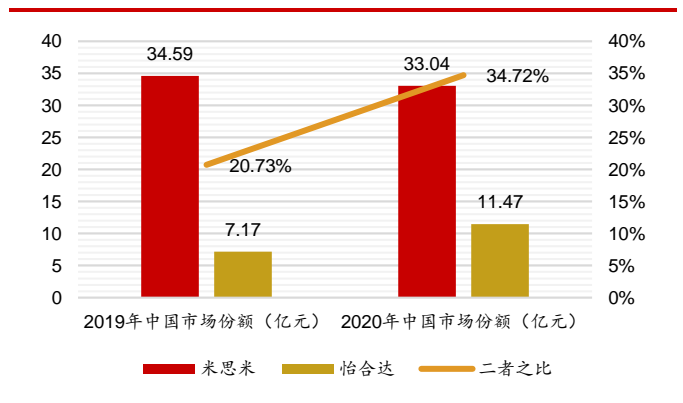
近几年，公司 FA 工厂自动化零部件收入水平持续快速增长，逐步缩小与同行业前列企业米思米在国内市场的差距。公司与米思米在国内市场的收入对比由 2018 年度的 20.73% 上升到 2019 年度的 34.72%。

图 21 自动化零部件行业主要企业

FA 工厂自动化零部件企业		怡合达、米思米（中国）
具体零部件	轴承产品	龙溪股份、轴研科技、南方轴承、双飞股份、怡合达
	同步轮	南方轴承、德恩精工、西菱动力、怡合达
	联轴器	泰尔股份、怡合达
	铝型材及配件	中国忠旺、亚太科技、怡合达
	工业自动化设备	长园集团、博杰股份、科瑞技术、克来机电、怡合达

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 22 公司市场份额占比逐渐提高



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

工业互联网平台重塑行业发展业态。工业互联网作为新一代信息技术与制造业深度融合的产物，日益成为新工业革命的关键支撑和深化“互联网+制造业”的重要基石。依托供应链纵深协同，工业互联网平台可推动供应链上下游企业订单、生产、库存等信息的实时交互，实现供应仓储、生产计划、物流配送的精准对接、快速响应和柔性供给，提高产业链整体协助水平和综合竞争力。此外，工业互联网平台通过平台或连接协议打通上下游，可实现系统与上游供应商库存数据整合、与下游客户采购系统对接，逐步将平台供应链打造成具有采购、审批、物流、结算于一体的集成系统。

- **多样化、专业化：**自动化零部件需求由简单化、通用化向多样化、专业化转变。随着人力成本的上升和企业转型升级需要，自动化设备逐步从应用于汽车、电子零部件、芯片等少数行业扩大至各个细分行业。由于各个细分行业对产品特性、工艺特点要求不同，自动化设备往往需要定制化生产，对自动化零部件的多样性和专业性的要求也越来越高。
- **标准化、模块化：**自动化零部件供应由非标准化向标准化、模块化转变。为满足不同企业的自动化设备需求，自动化设备厂商必须加强定制设计能力。自动化零部件供应商从满足自动化设备厂商采购需求出发，区分客户应用场景对原有非标准型号产品进行标准化、对已有标准型号零部件进行系列化和模块化开发，基于自动化零部件标准化体系构建一站式供应，从而提升自动化设备厂商零部件的设计选型和采购效率。

- 配送分拣功能：**自动化零部件供应链管理从传统仓储功能向配送分拣功能转变。自动化零部件订单表现出小批量、多批次、高频率的特征，这导致了商品流通的方式发生了根本性的转变，供应链管理方式发生重构。为适应自动化行业的发展趋势，以自动化物流输送分拣系统为主的仓储配送中心成为现代供应链管理的核心，它不仅承担了原有的贮存、保管功能，更注重拣选、集/合单、包装、流通加工、路径分拣、信息处理等功能设置。在产业链中，仓储配送中心上游对接制造工厂，下游对接配送终端自动化设备厂商，已成为供应链管理网络的枢纽和关键节点。

图 23 公司一站式采购平台



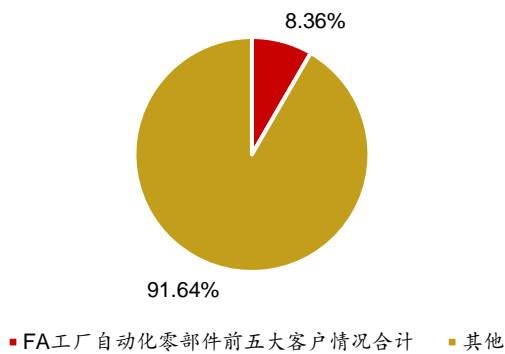
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

3. 创新产品开发供应模式，一站式平台对标米思米

3.1. 客户领域广泛，各领域收入逐年上升

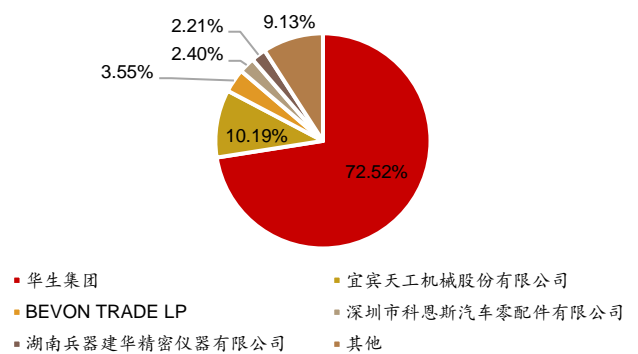
下游服务领域广泛，FA 零件客户分散。公司产品下游行业应用领域主要是 3C、新能源、汽车、光伏、工业机器人等领域，合计收入占比在 60%左右。下游各领域收入占比保持稳定，营收逐年增长。FA 工厂自动化零部件的终端客户较为分散，2020 年前五大客户占比仅为 8.36%，主要分布于新能源、3C 等领域。工业自动化设备则相反前五大客户占比超 9 成，2020 年其第一大客户为华生集团，收入占比超 7 成。

图 24 2020 年 FA 工厂自动化零部件前五大客户占比



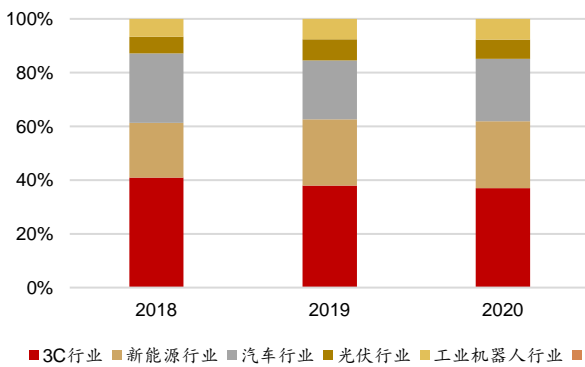
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 25 2020 年工业自动化设备前五大客户占比



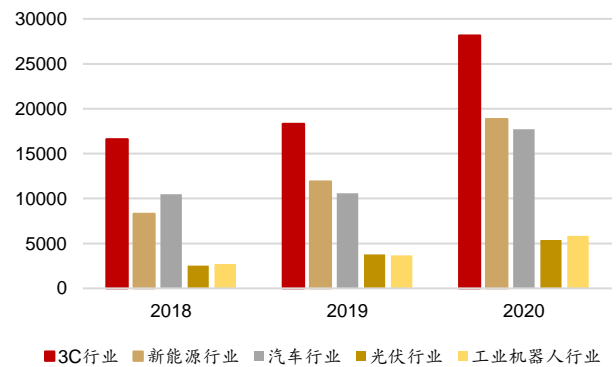
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 26 下游行业营收前五名分布



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 27 下游各领域收入均有所增长（单位：万元）

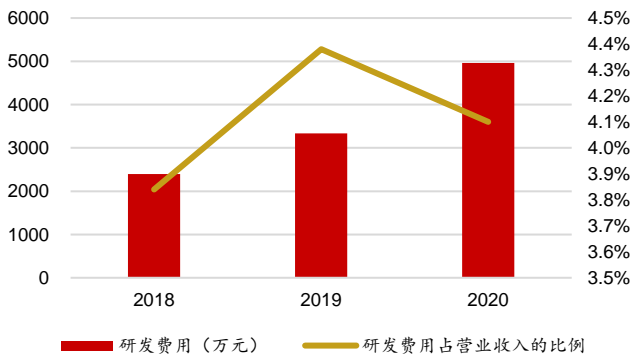


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

3.2. 研发投入快速增长，核心技术收入持续上升

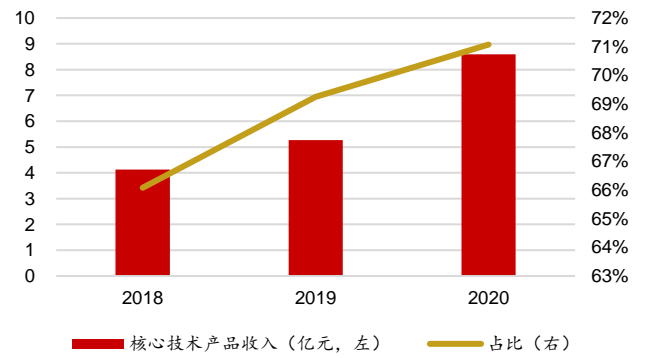
研发投入高速增长，核心技术收入持续上升。近年来，公司持续投入研发人员进行产品开发和深度研发。2020 年公司研发投入达到 0.5 亿元，同比增长 48.88%。公司共有研发人员 211 人，其中本科及以上学历为主占比达 70.62%。2018-2020 年，公司共完成研发项目 56 个，目前拥有 195 项专利，申请取得产品目录手册作品著作权 9 项。同时，公司持续深化对自动化零部件细分品类产品的理解和运用，并形成各细分品类的核心技术，核心技术收入占比逐年攀升，2020 年核心技术收入占比超 7 成。公司还与东莞理工学院联合组建智能制造工程研发中心项目，开展自动化设备、智能控制和自动化生产线等技术研究和产业化应用研究，未来两年合约到期将有成果落地。

图 28 公司研发投入持续上升



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 29 公司核心技术产品收入占比持续上升



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

3.3. 自制&OEM&集约化采购相结合，线上线下载发力

自制&OEM&集约化采购相结合，构建敏捷供应体系。由于 FA 工厂自动化零部件订单小批量、高频次、多样化特点，公司采取自制、OEM 供应和集约化采购相结合的产品供应方式，能够有效缩短产品交付周期。其中，对于部分市场上供应零散、无统一标准型号的 FA 工厂自动化零部件，公司一般进行自制或 OEM 供应；对部分市场上已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动化零部件，公司一般进行集约化采购供应，从而提升效率并降低成本。近三年，公司自制供应和 OEM 供应占当期收入比例分别为 83.99%、83.72%和 83.62%，占比较为稳定。

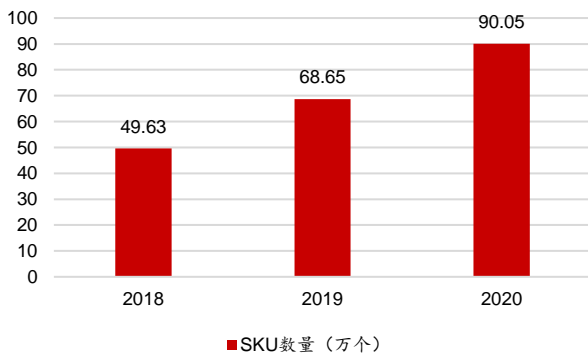
图 30 公司自制&OEM&集约化采购相结合



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

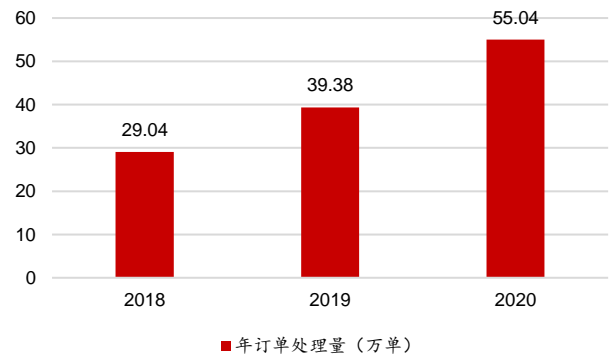
一站式平台提升采购效率，推动客户&订单数量不断增长。在传统模式下，客户为每台设备所需采购的零部件种类繁多，需要对接众多供应商。相比之下，公司开发了涵盖了 76 个大类、1404 个小类、90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系。此外，公司还建立了怡合达 FA 工业电子商务平台，为客户提供产品一站式采购，提升了客户选型和采购的效率。近三年，公司订单量、出货量、累计成交客户量逐年增加。2020 年订单处理量约 55 万单，年出货总量超过 230 万项次，90%标准件可实现 3 天内发货，累计成交客户数突破 4 万家。

图 31 2020 年公司 SKU 数量达 90 余万个



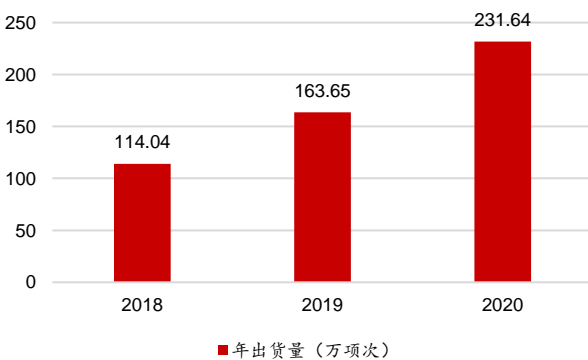
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 32 公司年处理订单不断增长



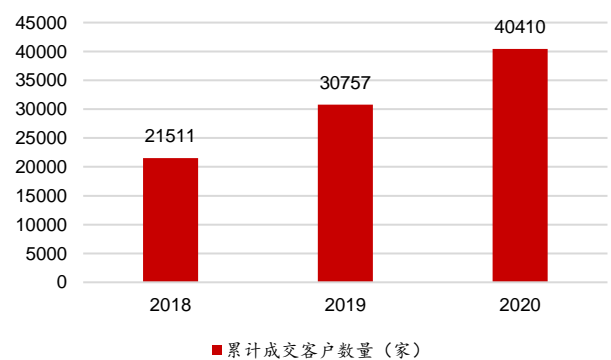
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 33 公司年出货量不断增长



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 34 公司累计成交客户不断增长



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

线上&线下双渠道同步推进。分产品来看，公司 FA 自动化零部件产品通过线上和线下渠道同时进行销售，不仅有利于控制销售费用的增长，而且有利于扩大公司产品知名度及市场份额；由于工业自动化设备的特殊性，公司工业自动化设备则均通过线下销售，使得公司能够充分了解客户需求及客户更加了解公司设备产品，有利于增加客户粘性。

表 1 公司各产品线上线下销售同步推进

主要产品	2020 年度				2019 年度				2018 年度			
	线上下单		线上下单		线上下单		线上下单		线上下单		线上下单	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
直线运动 零件	6,396.06	33.27%	28,259.75	29.59%	2,850.27	31.10%	19,572.44	31.30%	1,511.36	33.37%	15,568.34	29.73%
传动零部 件	3,095.35	16.10%	14,064.98	14.73%	1,357.09	14.81%	8,391.05	13.42%	651.01	14.37%	6,926.12	13.23%
气动元件	661.92	3.44%	3,181.47	3.33%	341.43	3.73%	2,040.92	3.26%	202.34	4.47%	1,951.26	3.73%
铝型材及 配件	1,973.75	10.27%	20,800.72	21.78%	1,616.96	17.64%	15,553.33	24.87%	706.51	15.60%	14,031.07	26.79%
工业箱体 结构 部件	2,286.24	11.89%	9,390.04	9.83%	912.06	9.95%	5,426.79	8.68%	423.48	9.35%	4,604.62	8.79%

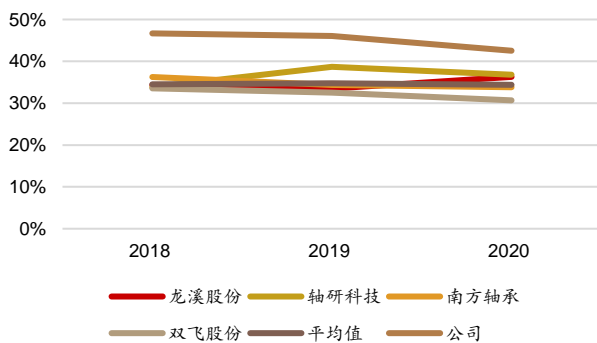
机械加工件	2,320.32	12.07%	8,906.08	9.33%	1,023.67	11.17%	5,775.06	9.23%	548.98	12.12%	4,991.56	9.53%
机械小零件	1,062.10	5.52%	5,074.40	5.31%	535.82	5.85%	2,973.50	4.75%	271.48	5.99%	2,695.02	5.15%
电子电气类	942.59	4.90%	4,369.19	4.57%	412.95	4.51%	2,218.79	3.55%	176.24	3.89%	1,185.81	2.26%
其他	488.5	2.54%	1,458.54	1.53%	114.92	1.25%	589.05	0.94%	38.28	0.85%	413.84	0.79%
合计	19,226.82	100.00%	95,505.19	100.00%	9,165.17	100.00%	62,540.93	100.00%	4,529.68	100.00%	52,367.64	100.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 一站式服务行业领先，有望对标米思米

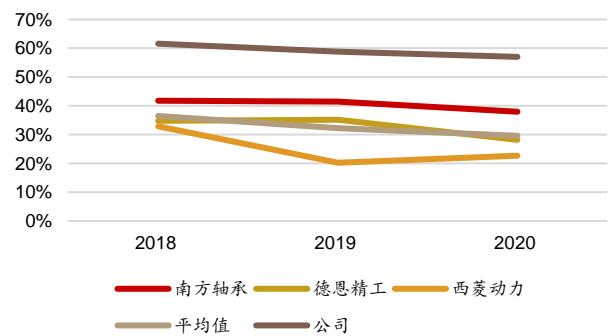
一站式服务行业领先。在国内自动化设备零部件行业，公司较早采用与米思米类似的一站式供应多种零部件模式进行经营，在国内市场具有一定的市场规模和本地化服务优势。由于在产品丰富度、品牌和客户、供应链管理、本地化服务、信息和数字化等方面存在较高壁垒，国内类似公司数量较少、规模较小，公司优势较大。就具体零部件而言，公司与国内其他上市公司存在相同或相似的产品为直线运动零件、传动零部件、铝型材及配件、工业自动化设备等，公司具体零部件毛利率指标大多优于其他公司。

图 35 公司轴承产品毛利率高于竞争对手



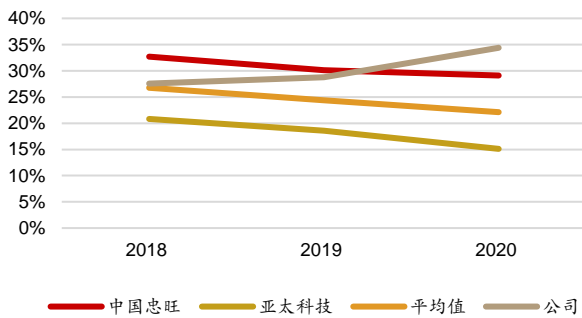
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 36 公司同步轮毛利率高于竞争对手



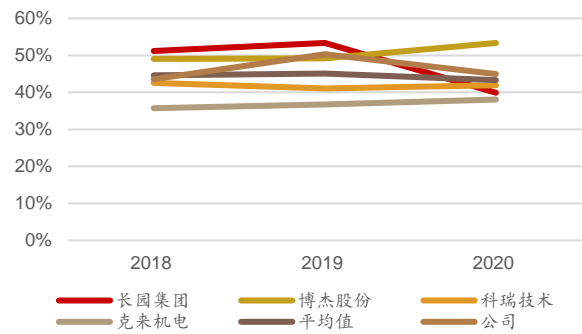
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 37 公司铝型材及配件毛利率处于行业领先水平



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 38 公司工业自动化设备毛利率处于行业中游水平



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

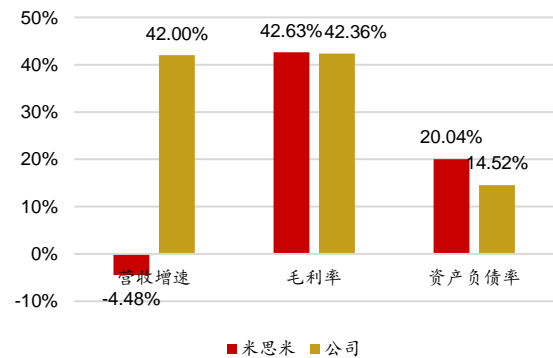
部分财务指标占优，有望对标米思米。米思米和公司在行业中较早采用一站式供应多种零部件模式来解决上述问题，为该模式下的行业前列企业。2018-2020 年，米思米 FA 产品毛利率分别为 42.83%、42.81%和 42.63%，公司 FA 工厂自动化零部件毛利率分别为 42.54%、42.36%和 43.80%，两者毛利率均在 42%左右且较为稳定。此外，公司 2020 年营收增速高达 42%，二者之间在中国市场的营收差距不断缩小，未来或有望对标米思米。

图 39 公司与米思米对比

	米思米	怡合达
营业收入	2019-2020 年，中国市场收入分别为 34.59 亿元和 33.04 亿元	2019-2020 年营收为 7.17 亿元和 11.47 亿元
毛利率	2019-2020 年，毛利率分别为 42.81%和 42.63%	2019-2020 年 FA 工厂自动化零部件毛利率分别为 42.36%和 43.80%
客户数	总客户数 30.14 万家，其中日本 11.62 万家	累计成交客户数超 4 万家
交期	日本国内标准交货日期为 2 天，交期遵守率 99.96%	90%标准件 3 天内发货
专利权	米思米（中国）公开披露的专利权 36 项，其中实用新型专利 22 项、外观设计专利 14 项	195 项，其中实用新型专利 187 项、外观设计专利 8 项

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 40 公司部分财务指标优于米思米

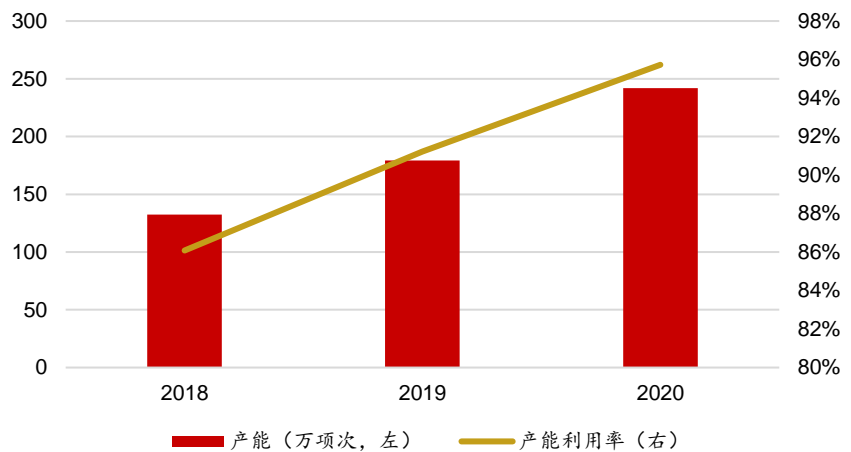


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4. 产能利用率维持不断提高，募投项目助力竞争优势稳固

产能不断增长，产能利用率持续升高。由于产品具有种类多、频次高、交期短等特点，订单处理能力成为衡量公司产能利用程度的重要指标。受益于信息系统的优化升级、仓储面积的不断扩大、分拣以及物流效率的持续提升，公司订单处理能力不断提升。2020 年公司产能接近 250 万项次，产能利用率超过 95%，较 2018 年上升了近 10 个百分点，充分反映公司的供应链管理能力的不断提升。

图 41 公司产能利用率不断升高



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

一站式采购体系进一步完善，竞争地位有望巩固。公司本次募集资金共 11.46 亿元，其中绝大部分资金用于东莞怡合达智能制造供应链华南中心项目和苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目，包括自建智能制造基地和自动化仓储系统的供应链中心等具体内容。公司通过自建智能制造基地，对客户要求交期短、数量少、定制化的订单进行自主生产，保证客户的一站式采购体验，帮助客户降低采购成本，增强客户粘性。公司通过自建自动化仓储系统的供应链中心，将增加 35 万多个仓位，库存 SKU 提升至 55 万多个。募集资金投资项目的建设完成，将推动公司供应链管理能力的进一步提升，巩固公司竞争地位。

表 2 公司募投规划

项目名称	总投资额&建设期	项目效益
东莞怡合达智能制造供应链华南中心	77922.11 万元 建设期 24 个月	项目建成后，公司业务将在现有产品与服务的基础上得到进一步拓展，主要包含 FA 工厂自动化零部件中的各类产品。项目实施达产后第一年税后内部收益率为 13.39%，静态回收期（含建设期）为 5.46 年，动态回收期（含建设期）为 5.84 年。
苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目	30673.63 万元 建设期 24 个月	项目建成后，公司业务将在现有产品与服务的基础上得到进一步拓展，主要包含 FA 工厂自动化零部件中的各类产品。项目实施达产后第一年税后内部收益率为 13.67%，静态回收期（含建设期）5.44 年，动态回收期（含建设期）5.82 年。
东莞怡合达企业信息化管理升级建设	6000.00 万元 建设期 24 个月	项目将在目前信息系统的基础上对企业内部的信息能力进行升级，加强公司对业务流程的过程控制，建成后将为公司业务发展提供信息化管理能力支撑。

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

5. 盈利预测

1、受益于下游行业的高景气度，预计 2021-2023 年公司自动化设备营收增速分别为 45%/40%/40%，毛利率均为 44%。

2、随着工业生产自动化率水平的不断提升，预计 2021-2023 年公司工业自动化设备营收增长均为 30%，毛利率均为 45%。

表 3 业务拆分

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	3.76	6.25	7.61	12.10	17.44	24.33	33.96
自动化设备零部件 (亿元)	3.36	5.69	7.17	11.47	16.63	23.28	32.60
工业自动化设备 (亿元)	0.40	0.55	0.44	0.62	0.81	1.05	1.36
营业成本 (亿元)	2.16	3.58	4.35	6.79	9.76	13.62	19.00
自动化设备零部件 (亿元)	1.94	3.27	4.13	6.45	8.99	12.36	17
工业自动化设备 (亿元)	0.22	0.31	0.22	0.34	0.44	0.57	0.72
毛利 (亿元)	1.60	2.66	3.26	5.30	7.68	10.72	14.96
自动化设备零部件	1.42	2.42	3.04	5.03	7.31786	10.245004	14.3430056
工业自动化设备	0.18	0.24	0.22	0.28	0.3627	0.47151	0.612963
毛利率	42.47%	42.66%	42.83%	43.85%	44.05%	44.04%	44.04%
自动化设备零部件	42.21%	42.54%	42.36%	43.80%	44.00%	44.00%	44.00%
工业自动化设备	44.60%	43.56%	50.31%	44.94%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

我们预计 2021-2023 年实现营收分别为 17.44 亿元、24.33 亿元和 33.96 亿元，同比增长 44.1%、39.5%和 39.6%；归母净利润分别为 3.71 亿元、5.19 亿元和 7.23 亿元，同比增长 36.8%、39.8%、39.4%，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.30 元和 1.81 元。首次覆盖，暂不评级。

6. 风险提示

下游行业景气度不及预期：公司盈利能力与下游行业发展状况紧密相关，若下游行业景气度不及预计，将会影响公司产品销售。

新产品研发不及预期：若公司新产品研发速度不及预期，将会影响公司下游客户拓展，从而影响营收和业绩增长。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,210	1,744	2,433	3,396	净利润	271	371	519	723
YoY (%)	59.0%	44.1%	39.5%	39.6%	折旧和摊销	13	11	15	20
营业成本	679	976	1,362	1,900	营运资金变动	-42	-210	-149	-202
营业税金及附加	7	9	12	17	经营活动现金流	247	168	380	536
销售费用	88	140	195	272	资本开支	-275	-155	-206	-243
管理费用	79	131	182	255	投资	0	0	0	0
财务费用	-3	-9	-17	-20	投资活动现金流	-270	-149	-199	-236
资产减值损失	-2	-1	-2	-1	股权募资	0	40	0	0
投资收益	5	5	7	7	债务募资	0	0	0	0
营业利润	312	429	600	837	筹资活动现金流	-30	566	0	0
营业外收支	1	0	-1	-1	现金净流量	-55	585	181	299
利润总额	313	429	600	836	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	42	57	81	113	成长能力				
净利润	271	371	519	723	营业收入增长率	59.0%	44.1%	39.5%	39.6%
归属于母公司净利润	271	371	519	723	净利润增长率	88.0%	36.8%	39.8%	39.4%
YoY (%)	88.0%	36.8%	39.8%	39.4%	盈利能力				
每股收益	0.68	0.93	1.30	1.81	毛利率	43.9%	44.0%	44.0%	44.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	22.4%	21.3%	21.3%	21.3%
货币资金	581	1,166	1,347	1,647	总资产收益率 ROA	16.3%	13.6%	15.2%	16.6%
预付款项	8	6	10	16	净资产收益率 ROE	20.0%	16.2%	18.4%	20.4%
存货	236	416	552	747	偿债能力				
其他流动资产	380	530	707	943	流动比率	3.99	5.04	4.44	4.07
流动资产合计	1,205	2,118	2,616	3,352	速动比率	3.15	4.02	3.47	3.12
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.92	2.77	2.29	2.00
固定资产	60	80	107	142	资产负债率	18.5%	15.7%	17.4%	19.0%
无形资产	34	45	60	81	经营效率				
非流动资产合计	461	603	792	1,014	总资产周转率	0.73	0.64	0.71	0.78
资产合计	1,666	2,721	3,408	4,366	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.68	0.93	1.30	1.81
应付账款及票据	192	270	385	533	每股净资产	3.39	5.74	7.03	8.84
其他流动负债	110	151	204	290	每股经营现金流	0.62	0.42	0.95	1.34
流动负债合计	302	421	589	824	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	6	6	6	6	PE	161.86	118.32	84.64	60.72
非流动负债合计	6	6	6	6	PB	0.00	19.14	15.61	12.42
负债合计	308	426	595	829					
股本	360	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,358	2,295	2,814	3,537					
负债和股东权益合计	1,666	2,721	3,408	4,366					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。