

怡合达 (301029)

证券研究报告

2021年08月22日

打造数字版“五金店”，实现自动化零部件一站式采购

FA 工厂自动化零部件一站式供应商：公司成立于 2010 年，深耕自动化设备行业，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。公司通过建立自动化设备零部件标准化体系，实现高品质、低成本、短交期的自动化零部件产品供应。截至 2020 年末，怡合达已开发涵盖 176 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。

短期视角：疫情企稳，下游需求触底回升

公司所处下游行业为国内自动化设备行业，自动化设备服务领域较广，包括 3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等行业领域下游，下游行业的需求与国民经济的发展息息相关，随着国内新冠疫苗普及率提高、疫情影响退去，下游的需求有望触底回升。

中期视角：商业模式决定先发优势显著，对标日本龙头米思米

公司将非标零部件标准化并形成手册，将传统模式下的“零部件单独设计 + 多家供应商采购”方式转变为“零部件简单选型 + 一站式采购”，解决了非标零部件分散到多家供应商，设计难度大、采购成本高、交期管理难等痛点。该商业模式下积累的 SKU 越多工程师对此粘性越强。对众多 SKU 的生产交付的管理以及对每个非标 SKU 的标准化设计的经验积累将形成很高的竞争壁垒，国内类似公司数量较少、规模较小，公司位居行业前列。

对标公司为日本上市公司米思米，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。目前怡合达在品类丰富度、供应链管理能力和客户资源等方面与米思米仍存在一定的差距，但在本地化服务、对中国本土产业各类自动化设备适用性、国内制造体系配套方面具有一定优势，有望迅速成长为中国版米思米。

长期视角：工业自动化升级大势所趋，自动化设备零部件市场广阔

随着我国适龄劳动力数量减少，劳动力成本不断上升，用工业自动化推动产业转型升级已成为行业共识。“中国制造 2025”国家发展战略的推进，使得工业自动化在制造行业的应用将迎来一个需求快速发展阶段。依托于自动化设备细分领域的广阔市场空间，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。

盈利预测：作为国内第一家上市的 FA 工厂应给予较高的估值，因而选择 2022 年 80X 作为目标估值，目标市值 468.7 亿元，上涨空间为 11.6%，对应目标价 117.18 元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动导致需求下降；受疫情影响经营业绩未达预期；模式创新风险；市场竞争加剧；新产品开发不及预期

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	105 元
目标价格	117.18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	33.81
A 股总市值(百万元)	42,001.05
流通 A 股市值(百万元)	3,549.58
每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	20.15
一年内最高/最低(元)	118.05/90.30

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	761.00	1,209.68	1,808.22	2,617.51	3,664.52
增长率(%)	21.81	58.96	49.48	44.76	40.00
EBITDA(百万元)	211.65	374.83	457.78	665.81	935.77
净利润(百万元)	144.31	271.35	405.82	585.89	815.52
增长率(%)	47.87	88.03	49.55	44.37	39.19
EPS(元/股)	0.36	0.68	1.01	1.46	2.04
市盈率(P/E)	291.04	154.79	103.50	71.69	51.50
市净率(P/B)	37.66	30.94	18.52	14.72	11.45
市销率(P/S)	55.19	34.72	23.23	16.05	11.46
EV/EBITDA	0.00	0.00	89.36	60.95	43.09

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 怡合达：FA 工厂自动化零部件一站式供应商	5
2. 业绩保持快速增长，盈利性与成长性良好	8
2.1. 主营业务快速发展，业绩保持高速增长	8
2.2. 资产经营效率高，偿债能力与现金流健康	9
3. 自动化设备市场规模持续增长，业绩成长未来可期	11
3.1. 工业自动化升级大势所趋，自动化设备零部件市场广阔	11
3.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势	12
3.3. 怡合达：国内领先的 FA 工厂自动化零部件一站式供应商	14
4. 从日本龙头米思米看怡合达未来发展	15
4.1. 先发优势显著，对标日本龙头米思米	15
4.2. 凭借本地化优势迅速追赶差距	18
4.3. 对标米思米发展初期，国内龙头蓄势待发	22
5. 建立零部件标准化体系，SKU 快速增长形成护城河	24
5.1. 线上一站式采购模式解决传统模式痛点	24
5.2. 深耕自动化设备行业，产品品类丰富	25
5.3. 自制+OEM+集约化采购，实现高效灵活的供应体系	26
5.4. 多年积累形成品牌和客户资源优势	26
6. 盈利预测与投资建议	27
7. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司主要产品	5
图 2：2020 年公司细分产品营收占比	6
图 3：公司发展历程	6
图 4：公司股权结构（截至 2021 中报数据）	7
图 5：公司营收及其增速情况	8
图 6：公司归母净利润及其增速情况	8
图 7：2017-2020A 自动化设备零部件营收占比 90%以上（营收单位：亿元）	8
图 8：2017-2020A 公司出口及内销比例（营收单位：亿元）	9
图 9：2017A-2021H1 公司毛利率与净利率	9
图 10：2017A-2021H1 公司三费及其占比（亿元）	9
图 11：2018A-2021H1 公司固定与无形资产情况（亿元）	10
图 12：2018A-2021H1 公司资产负债率	10
图 13：2017A-2021H1 公司流动、速动、现金比率情况	10
图 14：2017A-2021H1 经营性现金流及期末现金情况（亿元）	10
图 15：2017A-2021H1 公司 ROE 及 ROA 情况	10

图 16: 自动化设备产业链	11
图 17: 2018-2024 年全球工业控制与工厂自动化市场规模 (亿美元)	11
图 18: 2013-2022 年全球工业机器人销售量 (万套)	11
图 19: 2013-2017 年机械通用零部件行业产值及进出口总额	12
图 20: 中国工业机器人产量 (套)	12
图 21: 2011-2020 年全球智能手机出货量(百万部)	13
图 22: 2011-2020 年中国汽车年产量 (万辆)	13
图 23: 2016-2020 年中国新能源汽车年产量 (万辆)	13
图 24: 2011-2021 年全球光伏安装量 (兆瓦)	14
图 25: 2011-2020 年中国光伏安装量 (兆瓦)	14
图 26: 米思米发展历程	16
图 27: 米思米分业务营业收入结构 (截至 2021 年 3 月)	16
图 28: 米思米主要产品	17
图 29: 利用“半成品”实现可靠的低成本和快速交货	17
图 30: 米思米全球化布局	18
图 31: 米思米发展中的历次重大转型	18
图 32: 怡合达与米思米应收账款周转率对比 (次)	19
图 33: 怡合达与米思米存货周转率对比 (次)	19
图 34: 怡合达与米思米总资产周转率对比 (次)	20
图 35: 2018-2020 年怡合达与米思米 (中国) 自动化零部件收入和毛利率对比 (营收单位: 亿元)	20
图 36: 米思米与怡合达产品目录扩展过程对比	22
图 37: 怡合达与米思米 2018-2020 年净利润及营收对比 (亿元)	23
图 38: 怡合达与米思米 2018-2020 年营收增速对比	24
图 39: 怡合达与米思米 2018-2020 年净利润增速对比	24
图 40: MRO 产品具有长尾效应	24
图 41: 2018-2020 年 SKU 数量 CAGR=34.70%	25
图 42: 2018-2020 年出货量 CAGR=42.52%	25
图 43: 产品销售及供应模式	25
图 44: 2020 年公司自制、OEM 供应和集约化采购的供应比例	26
图 45: 2018-2020 年年订单处理量 CAGR=37.67%	27
图 46: 2018-2020 年累计成交客户数量 CAGR=36.89%	27
表 1: FA 工厂自动化零部件前五大客户	7
表 2: 中国市场领先的 MRO 工业品供应商	14
表 3: 国内可比的 FA 自动化零部件供应商	15
表 4: “零部件简单选型+一站式采购”模式解决行业共性问题	15
表 5: 怡合达与米思米在关键业务、财务数据方面的比较	19
表 6: 怡合达导向轴产品标准	21
表 7: 米思米导向轴产品标准	21

表 8：怡合达 IPO 募集资金运用方案（单位：万元）	23
表 9：自制、OEM 供应和集约化采购三种供应模式对比	26
表 10：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）	27
表 11：怡合达相对估值（怡合达单位：亿元）	28

1. 怡合达：FA 工厂自动化零部件一站式供应商

东莞怡合达自动化股份有限公司，成立于 2010 年，公司深耕自动化设备行业，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。公司基于应用场景对自动化设备零部件进行标准化设计和分类选型，通过标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营，以信息和数字化为驱动，致力于为自动化设备行业提供高品质、低成本、短交期的自动化零部件产品。

公司深耕自动化设备行业，主要提供 FA 工厂自动化零部件相关产品，包括直线运动零件、传动零部件、气动元件、铝型材及配件、工业箱体结构部件、机械加工件、机械小零件、电子电气类、其他九类产品。此外，公司还可向客户提供工业自动化设备。

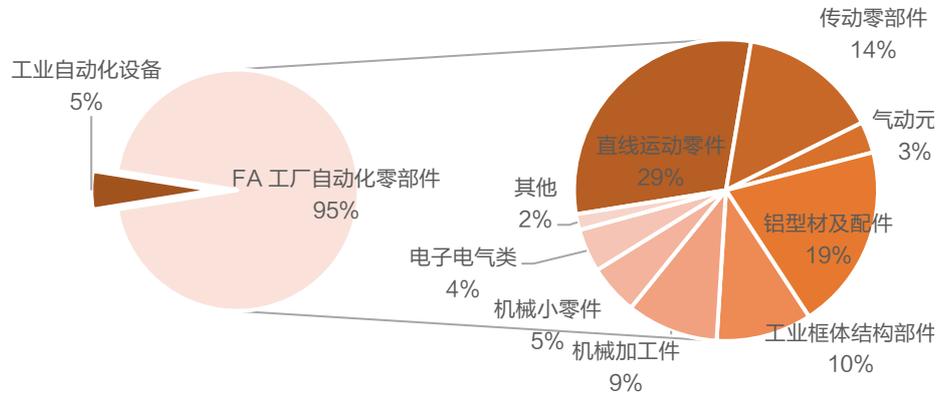
图 1：公司主要产品

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动的控制，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、氮气弹簧、密封圈、磁铁、螺丝、螺帽、垫圈、轴环	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	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：怡合达招股说明书、天风证券研究所

公司主营业务收入主要来源于 FA 工厂自动化零部件的销售，其中直线运动零件、传动零部件、铝型材及配件占比较大，2020 年三者合计占主营业务收入的比例为 61.69%。

图 2：2020 年公司细分产品营收占比



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

公司自 2010 年成立，其业务经历了三个发展阶段：

第一阶段（2010 年-2014 年）：公司业务发展初期，主要为业务准备和市场开拓。公司在此阶段主要专注于自动化零部件的标准设定、产品开发，为未来的规模化供应做准备。其中：公司先后编纂并发布了 3 个版本的《FA 工厂自动化零件目录手册》，初步形成了公司产品标准化体系。此外，公司开始启动 ERP 信息化系统和电子商务平台项目，打造公司信息化和数字化基础。

第二阶段（2015 年-2017 年）：公司业务快速成长期，主要为产品体系不断丰富，供应链管理能力提升。公司在此阶段主要关注产品品类扩张和市场开拓等方面。其中：公司先后迭代了《FA 工厂自动化零件目录手册》，推出《电子电气目录手册》、《工业框体结构部件目录手册》、《FA 电子电气零部件精选》等多本 FA 工厂自动化零部件细分领域产品分册以及《FA 工厂自动化零件 3D 图库》；开发的 SKU 数量达到 35 万个，累计成交客户数突破 1 万家，年订单处理量约 16 万单，年出货总量超过 60 万项次。

第三阶段（2018 年-至今）：公司业务进一步扩大期，主要为产品体系不断丰富，供应链管理显著改善，加强信息与数字化能力建设。公司的市场开拓取得显著成效，并不断加大在产品目录手册、选型辅助工具、信息化和数字化等方面的投入力度。其中：在产品目录手册迭代的同时，公司相继推出线上选型采购系统、铝型材 DIY 设计软件等一系列选型辅助工具以及 BI 系统等，持续改善用户体验。

图 3：公司发展历程

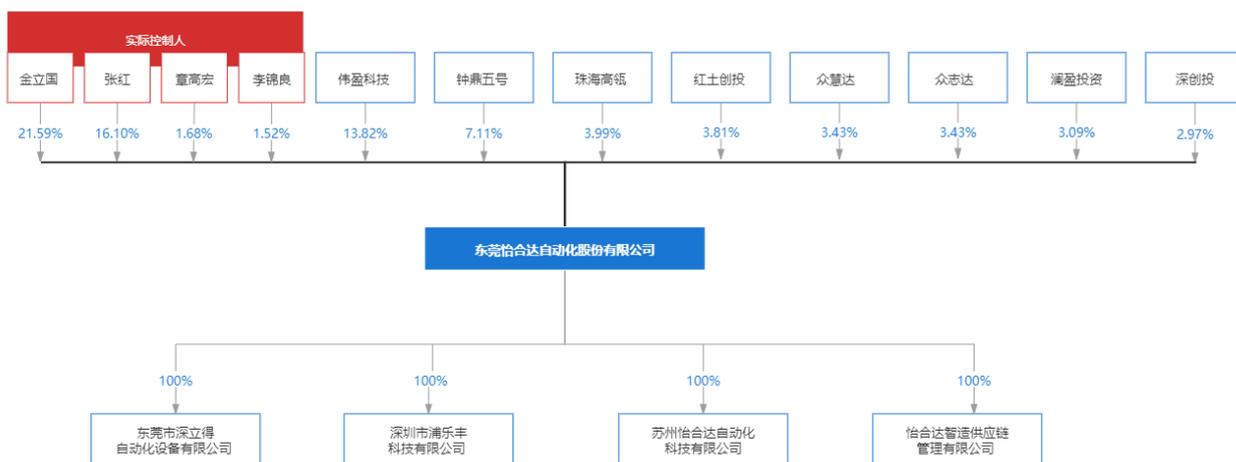


资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

金立国、张红、章高宏、李锦良四位创始股东形成共同控制。公司由四位创始股东对公司形成共同控制。截至 2021 年 7 月 23 日，金立国先生直接持有公司 8637.3378 万股股份，占总股本的 21.59%，并且通过众慧达和众志达间接控制公司 6.85% 的股份，合计控制 28.45%

的公司股份，为公司控股股东。金立国、张红、章高宏、李锦良四人作为创始股东对公司实施共同控制，且四人已签署《一致行动协议》，保持公司经营管理的稳定性，巩固对公司的控制，因此认定金立国、张红、章高宏、李锦良四人为公司的实际控制人。公司拥有深立得、浦乐丰、苏州怡合达、怡合达智造 4 家子公司。除上述子公司外，公司无其他参股公司。

图 4：公司股权结构（截至 2021 年 8 月）



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

下游行业广泛，市场空间广阔。公司所处下游行业为国内自动化设备行业，市场规模较大、市场空间广阔。公司服务于 3C、汽车、新能源、光伏等众多行业和客户资源，有效降低对特定单一行业 and 主要客户的依赖，避免受单个行业和客户波动影响，从而保证公司持续盈利能力，前五大客户占 FA 工厂自动化零部件销售收入比例合计仅为 8.36%，客户采购订单具有小批量、高频次、多样化特点，客户需求价格弹性相对较低。

表 1：FA 工厂自动化零部件前五大客户

客户名称	产品类别	应用领域	市场地位	占 FA 工厂自动化零部件销售收入比例
比亚迪	铝型材及配件、直线运动零件、机械加工件等	新能源、汽车、3C 等行业	上市公司，比亚迪于全球新能源汽车领域的行业领导地位	2.20%
大族集团	直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件等	新能源、汽车、3C、PCB、半导体、家电等行业	上市公司，全球领先的激光加工设备龙头，激光设备应用经验丰富，具备自产光纤激光器的能力	1.85%
大连智云	铝型材及配件、传动零部件等	液晶面板行业	上市公司，国内为数不多的能够提供定制化智能制造装备解决方案的企业之一，在显示触控模组自动化装备、汽车动力总成自动化装备等细分领域的核心技术和产品均处于国内领先地位	1.55%
先导智能	铝型材及配件、传动类零部件、工业框体结构件、机械小零件	新能源等行业	上市公司，公司是全球新能源装备的龙头企业，涵盖锂电池装备、光伏装备、3C 检测装备、智能仓储物流系统、汽车智能产线等业务。	1.53%
赢合科技	铝型材及配件、传动类零部件、工业框体结构件	新能源、医疗等行业	上市公司，业内第一家推出锂电池智能生产线整线方案的提供商	1.23%
合计				8.36%

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

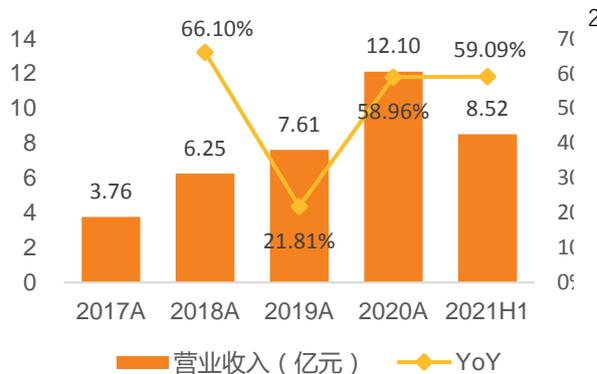
在适龄劳动力数量减少、劳动力成本持续上升、自动化设备技术水平不断提高、国家产业升级政策支持等多方面因素的作用下，自动化行业的市场规模不断扩大。依托于下游自动化设备行业快速成长，公司所处的自动化设备零部件行业呈现良好发展态势。

2. 业绩保持快速增长，盈利性与成长性良好

2.1. 主营业务快速发展，业绩保持高速增长

主营业务快速发展，业绩保持增长态势。公司营业收入由 2017 年 3.76 亿元增长至 2020 年 12.10 亿元，公司近四年营收年均复合增速为 47.64%。2019 年受贸易摩擦影响，国内市场经济下行压力持续增大，公司业绩增速有所下滑。2021H1 实现营收 8.52 亿元，同比增长 59.09%；公司归母净利润从 2017 年的 0.64 亿元增长至 2020 年 2.71 亿元，四年归母净利润年均复合增速为 61.78%，2021 年 H1 实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 62.50%。2021 上半年公司业绩保持高速增长态势，平台化商业模式正加速凸显价值。

图 5：公司营收及其增速情况



1

4 资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司归母净利润及其增速情况



3

5 6 资料来源：wind、天风证券研究所

从营收结构来看，公司主营产品主要分为自动化设备零部件和工业自动化设备。2020 年自动化设备零部件营业收入为 11.47 亿元，同比增长 59.97%，营收占比为 94.79%，是公司最重要的主力业务；工业自动化设备营业收入为 0.62 亿元，同比增长 40.91%，营收占比为 5.21%。

图 7：2017-2020A 自动化设备零部件营收占比 90%以上（营收单位：亿元）



7

8 资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

公司收入来源以内销为主，2020 年内销收入 12.07 亿元，占收入比例约 99.75%，外销收入 0.03 亿元，占收入比例约 0.25%。

图 8：2017-2020A 公司出口及内销比例（营收单位：亿元）



9 资料来源：wind，天风证券研究所

公司盈利能力稳定向好：2017A-2020H1 公司毛利率基本稳定在 43%左右，净利率基本稳定在 20%左右，盈利能力稳定向好。针对 FA 工厂自动化零部件订单小批量、高频次、短交期的特点，公司以信息和数字化为驱动，通过标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营，提升自动化零部件供给效率，降低综合成本。相对于单个产品价格，客户更看重的是订单响应能力、采购效率、产品品质。因此，公司的毛利率是公司一站式采购服务能力的综合体现，表明公司具有较强的盈利能力。

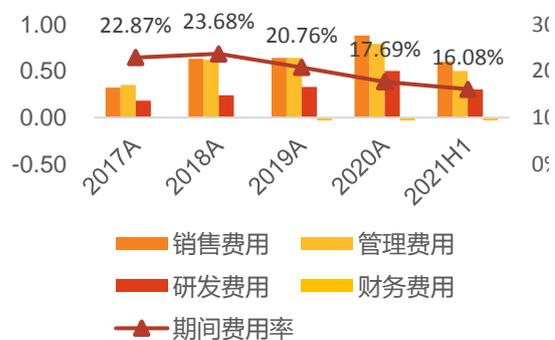
成本管控显成效，三费占比下降：2020 年公司三费占比为 17.69%，同比下降 3.08pct。公司细化成本目标，加强成本管控，深入推行全面预算管理，加强采购管理，优化产品工艺、提升产品设计、加强产品综合毛利率考核，从多个维度降低成本消耗。我们认为，未来只要在继续保持较低的三费水平的基础上，进一步提升公司的管理效率，公司的利润水平将得到有效的提升。

图 9：2017A-2021H1 公司毛利率与净利率



11 资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：2017A-2021H1 公司三费及其占比（亿元）



13 资料来源：wind、天风证券研究所

2.2. 资产经营效率高，偿债能力与现金流健康

从固定资产和无形资产来看，公司持续建设产能及投入研发。公司生产经营场所主要系租赁取得，房屋租赁费等成本相对较低，固定资产净值保持稳定。目前，公司正在投入建设东莞怡合达智能制造供应链华南中心土建工程、苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目土建工程。截至 2020 年末，上述在建工程项目余额为 31,201.92 万元。公司账面无形资产包括土地使用权、办公软件。公司近年来持续进行技术研发，无形资产总额从 2018 年 0.28 亿元增长至 2020 年的 0.34 亿元。

资产负债率方面，公司杠杆水平总体保持稳定。2018 年资产负债率为 19.99%，2019 为 14.34%，2020 年为 18.49%。2019 年公司资产负债率有所下降，原因在于当期末货币资金金额较上年末增加 32,519.89 万元，主要原因系公司引进外部投资者融资总额 35,978.49 万元。

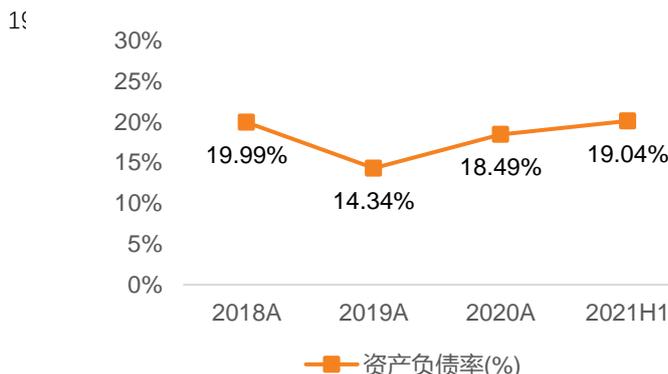
图 11: 2018A-2021H1 公司固定与无形资产情况 (亿元)



18

21 资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 2018A-2021H1 公司资产负债率



20

22 资料来源: wind、天风证券研究所

公司整体资产流动性平稳, 现金情况整体健康。公司流动比率从 2017 年的 2.52 增加至 2021H1 的 3.50, 速动比率从 2017 年的 1.45 上升至 2021H1 的 2.67。经营性现金流净额从 2017 年的 0.12 亿元上升至 2020 年的 2.47 亿元, 现金情况整体健康。

图 13: 2017A-2021H1 公司流动、速动、现金比率情况



资料来源: wind、天风证券研究所

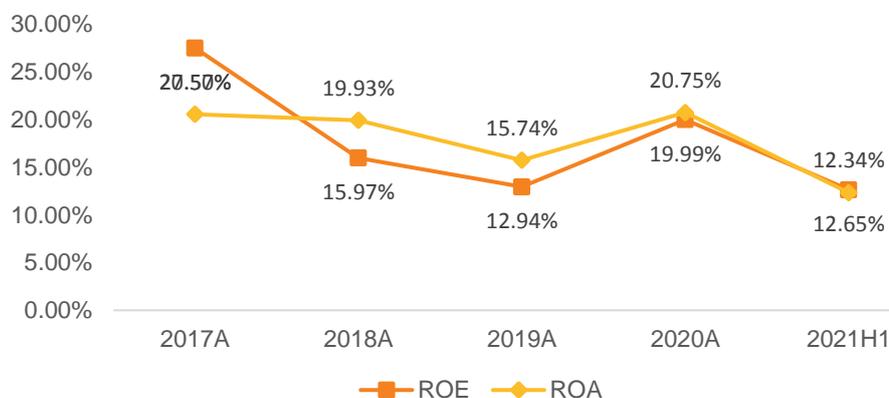
图 14: 2017A-2021H1 经营性现金流及期末现金情况 (亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

公司整体的资产能力回报方面, 公司的 ROE 和 ROA 水平呈上升趋势。公司的 ROA 与 ROE 水平在 2019 年有所下滑, 我们认为主要原因是 2019 年公司引进外部投资者融资总额 35,978.49 万元, 降低了公司的杠杆水平。2020 年公司 ROA 和 ROE 实现回升, 2020 年公司的 ROA 为 18.29%, ROE 为 19.99%, 盈利能力呈现向好趋势。

图 15: 2017A-2021H1 公司 ROE 及 ROA 情况



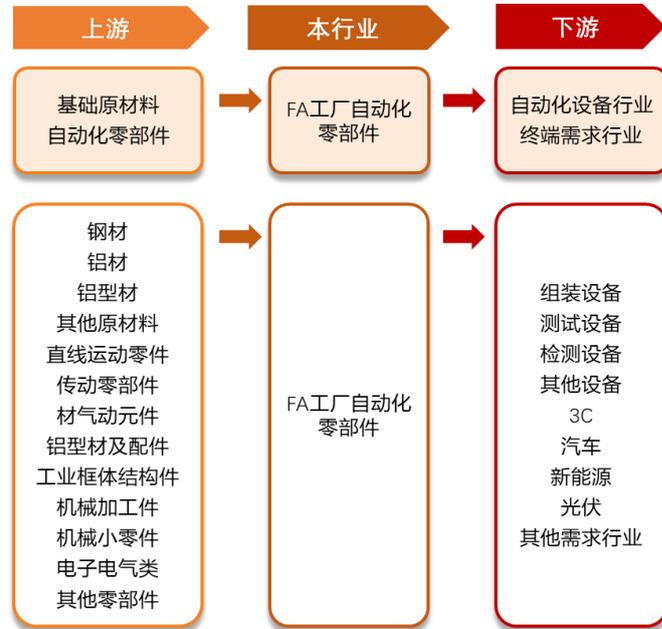
资料来源: wind、天风证券研究所

3. 自动化设备市场规模持续增长，业绩成长未来可期

3.1. 工业自动化升级大势所趋，自动化设备零部件市场广阔

公司专业从事 FA 工厂自动化零部件研发、生产和销售，主要隶属于自动化零部件细分行业。在自动化设备产业链中，公司的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，下游客户主要是自动化设备厂商和终端设备使用厂商。

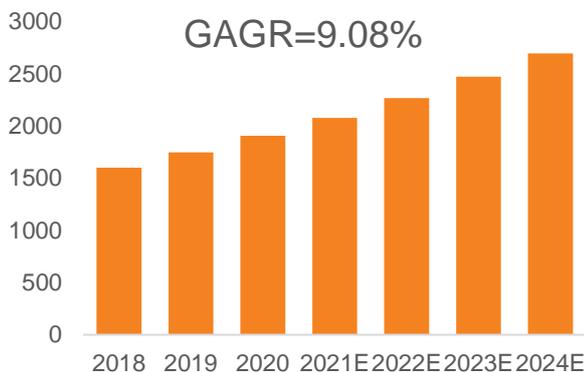
图 16: 自动化设备产业链



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

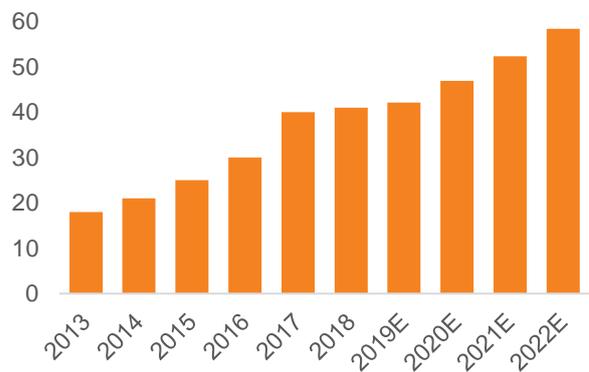
全球自动化设备市场规模持续增长：根据市场调查机构 Reportlinker 的数据，全球工业控制与工厂自动化市场规模预计将从 2018 年的 1,600 亿美元增长至 2024 年的 2,695 亿美元，年均复合增长率将达到 9.08%。全球范围内工业自动化趋势将大幅提升各行业对工业机器人的需求。根据国际机器人联合会（IFR）的预测，到 2022 年全球将销售 58.35 万套机器人，2019 年至 2022 年的年均复合增长率达到 11.51%。

图 17: 2018-2024 年全球工业控制与工厂自动化市场规模 (亿美元)



资料来源：Reportlinker、天风证券研究所

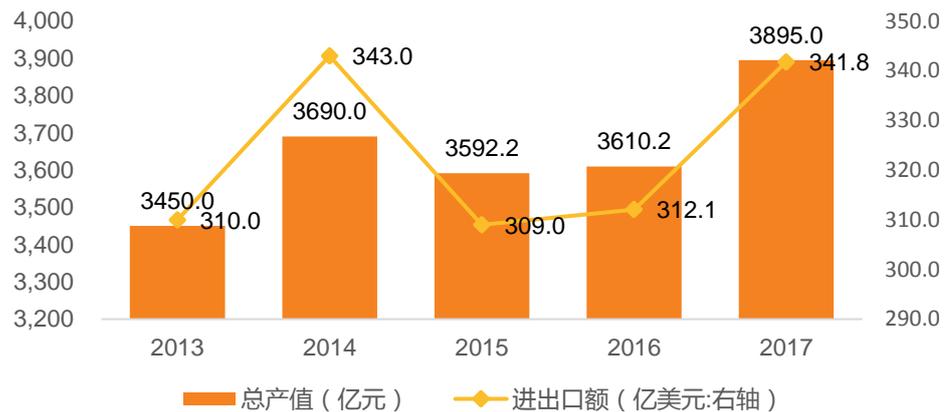
图 18: 2013-2022 年全球工业机器人销售量 (万套)



资料来源：IFR、天风证券研究所

机械工业发展向好，零部件产品订单饱满：自动化设备零部件行业是自动化设备制造行业的重要配套产业，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。根据中国机械通用零部件工业协会公布的数据，2017 年机械通用零部件行业总产值达到 3,895 亿元，同比增长 7.89%；行业的进出口总额达到 341.80 亿美元，同比增长 9.52%。

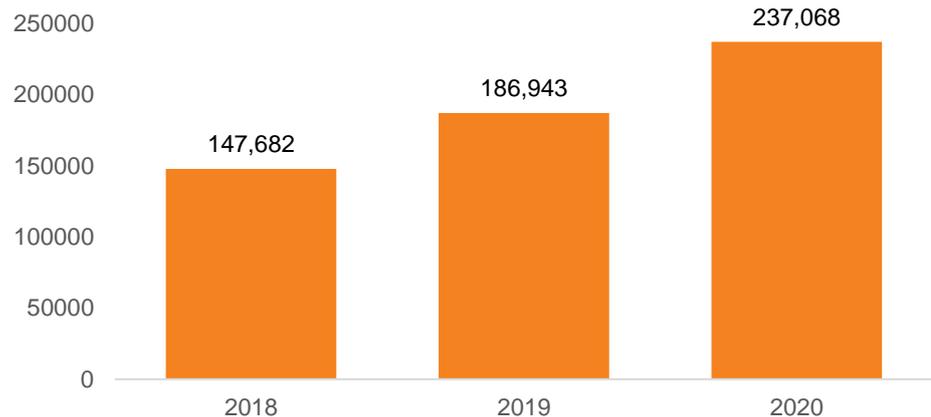
图 19：2013-2017 年机械通用零部件行业产值及进出口总额



资料来源：中国机械通用零部件工业协会、天风证券研究所

适龄劳动力减少，工业自动化大势所趋：随着我国适龄劳动力数量减少，劳动力成本不断上升，用工业自动化推动产业转型升级已成为行业共识。“中国制造 2025”国家发展战略的推进，使得工业自动化在制造行业的应用将迎来一个需求快速发展阶段。国内工业机器人产量从 2018 年的 14.77 万套增长至 2020 年的 23.71 万套，复合增长率为 26.70%。工业机器人市场规模的稳步增长为公司业绩增长创造了广阔的市场空间。

图 20：中国工业机器人产量（套）



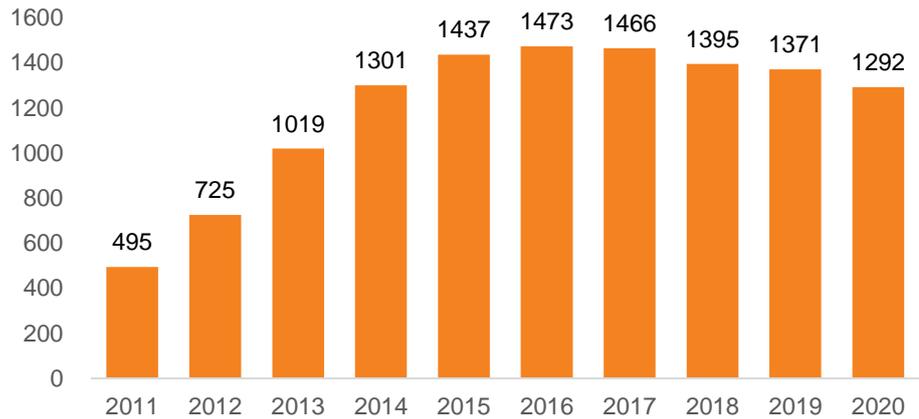
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

3.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势

自动化设备服务领域较广，包括 3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等行业领域。依托于自动化设备细分领域的广阔市场空间，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。

3C 行业：智能手机是 3C 领域中销售规模较大的电子产品。根据 IDC 数据，2011-2020 年全球智能手机出货量从 494.50 百万部增至 1,292.20 百万部，年均复合增长率为 11.26%。

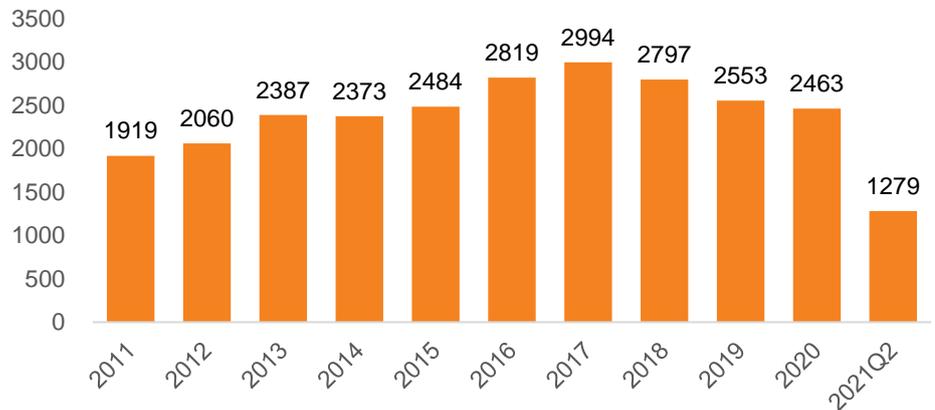
图 21：2011-2020 年全球智能手机出货量(百万部)



资料来源：IDC、天风证券研究所

汽车行业：根据国家统计局数据，2011-2020 年汽车年产量从 1919.1 万辆增至 2462.5 万辆，年均复合增长率为 2.81%。

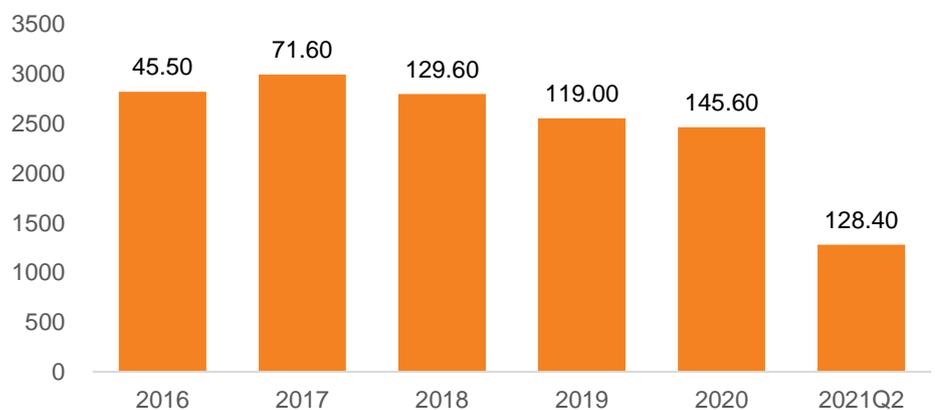
图 22：2011-2020 年中国汽车年产量（万辆）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

新能源行业：根据国家统计局数据，2016-2020 年，我国新能源汽车产量由 45.5 万辆增至 145.6 万辆，年均复合增长率为 33.75%。根据中国汽车工业协会预测，新能源汽车将继续迎来高增长，预计 2021 年销量将达到 180 万辆。

图 23：2016-2020 年中国新能源汽车年产量（万辆）

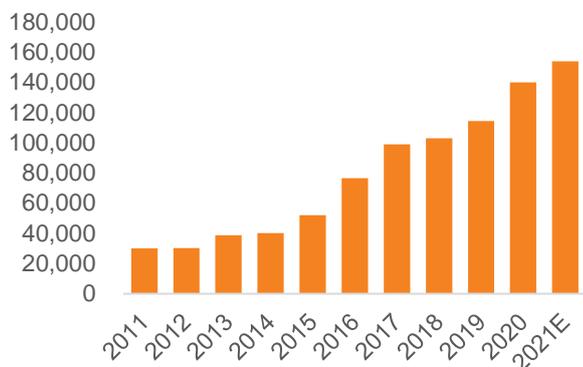


资料来源：国家统计局、天风证券研究所

光伏行业：根据 wind 数据，全球光伏安装量从 2011 年的 29,959.30 兆瓦增长至 2020 年的

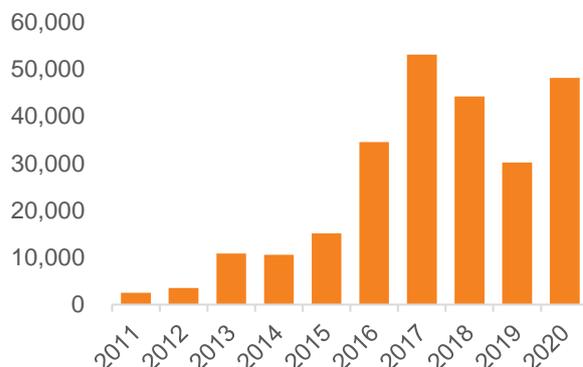
129,184.99 兆瓦，年均复合增长率为 17.63%。根据 PVInfoLink 的预测数据，全球光伏安装量 2021 年将达到 153,800 兆瓦，保持较快增长。中国 2020 年新增和累计光伏装机容量继续保持全球第一，中国光伏行业发展规模持续领跑全球。中国光伏安装量从 2011 年的 2500 兆瓦增长至 2020 年的 48,200.00 兆瓦，年均复合增长率为 38.93%。

图 24：2011-2021 年全球光伏安装量（兆瓦）



资料来源：Wind、PVInfoLink、天风证券研究所

图 25：2011-2020 年中国光伏安装量（兆瓦）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.3. 怡合达：国内领先的 FA 工厂自动化零部件一站式供应商

传统零部件供应商规模效应较弱：公司隶属于自动化零部件细分行业，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，国内多数零部件供应商是在各自细分行业领域供应一种或几种零部件产品，由于进入门槛较低，生产厂商数量众多、平均规模较小，市场化程度较高，市场竞争激烈。

欧洲及北美工业品超市模式成熟，国内市场蓬勃兴起：MRO 是英文 Maintenance, Repair & Operations 的缩写。即：Maintenance 维护、Repair 维修、Operation 运行 (MRO)。通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，即非生产原料性质的工业用品。工业品超市起源于美国，目前，MRO 工业品电商在欧洲和北美地区发展的较为成熟，线上渗透率高，对仓储、物流和供应商拥有成熟的管理体系。中国市场上活跃的 MRO 供应商主要有固安捷（美国）、震坤行、京满仓等。

表 2：中国市场领先的 MRO 工业品供应商

	公司简介	主营产品
固安捷（中国）	于 2006 年进驻中国，是全球领先的工业品分销商	涵盖 18 个工业领域，产品数量达 300 万余种，包括工具、劳保、金属加工用品及仪器仪表、物料搬运及存储包装、机械部件及相关产品和公用设施相关等产品
震坤行	成立于 1996 年，2011 年转型为数字化工业用品的一站式服务平台	经营范围包括工业辅料、易耗品和备品备件等。拥有 28 条产线，包括 400 万种工厂使用辅料与易耗品（MRO）
京满仓	工业品一站式进货平台	商品覆盖工业品领域电气、劳保、工具、机械部件等八大一级品类及 2000+ 细分子类，目前已有上架品牌数 1000+，商品 SKU 数 350 万+

资料来源：各公司官方商城网站、天风证券研究所

怡合达成国内领先的 FA 工厂自动化零部件一站式供应商：怡合达作为国内 FA 工厂自动化零部件一站式供应商，从解决行业共性问题角度出发，汇集各品类零散需求实现专业化和集约化。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，公司位居行业前列。

表 3：国内可比的 FA 自动化零部件供应商

国内可比公司	公司简介	产品及服务
东莞上隆 FA 自动化	成立于 2011 年 3 月份，致力于工厂自动化零部件研发、生产及分销	提供产品配套的 3D 选型工具、选型目录。定制件实现 7 天内发货
亚合精密 FA 自动化	成立于 2012 年 3 月份，设有 FA 工厂自动化、注塑、汽车检具设计三大部门	主营各种轴承、光轴、导轨、丝杠、夹钳、联轴器、铝型材、同步带轮、工业机器人、滑台等，并承接非标机械设计加工
深圳仕瑞达 FA 自动化	于 2010 年成立，是一家集研发，生产，销售为一体的工厂自动化技术解决方案服务商	提供 3D 选型工具和电子目录册，产品累计 SKU 数 1000+ 个品类，70 万+ 个 SKU，产品及时交付率 99% 以上；现有 20000 平米独立自建生产加工基地，满足客户各种定制化需求。
怡合达	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	已开发涵盖 176 个大类、1,404 个小类、90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，客户不仅能通过线上下单，还可以通过公司电商平台在线上直接完成从产品选型、询价、订单生成、款项支付等全环节

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

4. 从日本龙头米思米看怡合达未来发展

4.1. 先发优势显著，对标日本龙头米思米

商业模式决定先发优势显著，竞争壁垒极强：公司通过将非标零部件标准化并形成手册，将传统模式下的“零部件单独设计+多家供应商采购”方式转变为“零部件简单选型+一站式采购”，解决了非标零部件分散到多家供应商，设计难度大、采购成本高、交期管理难等痛点。该商业模式下积累的 SKU 越多工程师对此粘性越强。对众多 SKU 的生产交付的管理以及对每个非标 SKU 的标准化设计的经验积累将形成很高的竞争壁垒。

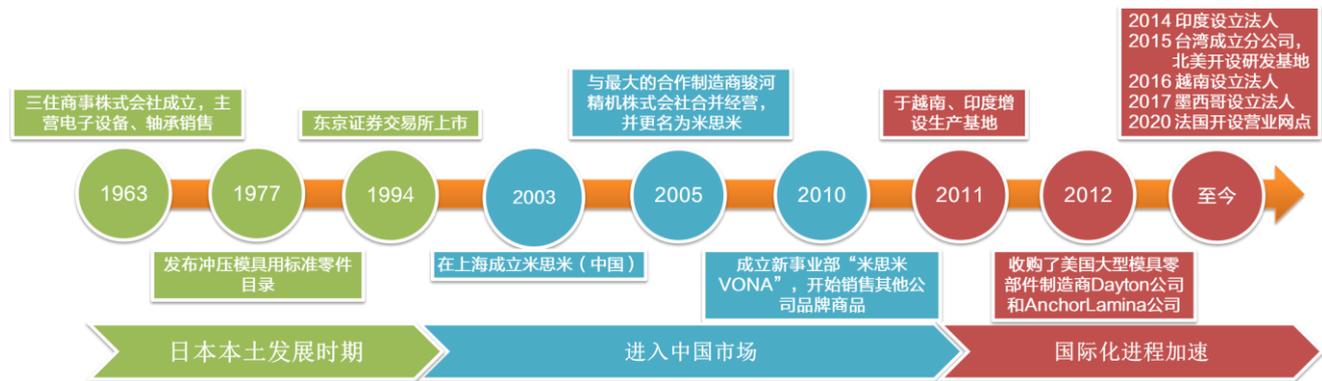
表 4：“零部件简单选型+一站式采购”模式解决行业共性问题

主要方面	行业共性问题	公司解决方案
设计	零部件设计选型缺少统一标准，限制设计成果的再次利用，设计选型耗时较长	通过对非标准型号产品标准化，已有标准型号产品系列化、模块化，建立自动化零部件的标准化体系，提高客户设计选型效率
采购	零部件采购从询价、确定供应商、订单跟进、交付、结算耗用较多采购资源，采购效率低下；零部件非标属性，导致采购需求无法做到精准传递，出错率高	多达 90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，满足客户一站式采购需求；数字化定义产品确保所选即所需；客户不仅能通过线上下单，还可以通过公司电商平台在线上直接完成从产品选型、询价、订单生成、款项支付等全环节
成本	零部件种类繁多，单一零部件采购数量有限，供应商制造成本居高不下，客户议价能力较弱	在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现专业化和批量化生产或集约化采购，有效降低采购成本
品质	选用非标件加工企业，规模一般较小，缺乏必要的品质管理能力；零星采购，需要对接较多供应商，质量管控水平有限	基于规模化和专业化，建立了全面的品质管控体系对供应产品进行把控，有效保障产品质量
交期	存在多家供应商且交期不一致时，交期管理困难；传统的小型制造企业及供应商对应零散订单的履约能力较差	高效的供应链管理体系、精准的数据分析能力、合理的库存规模，有效保障产品交期

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

对标行业领先企业米思米：作为一家 FA 工厂自动化零部件产品一站式供应商，公司直接竞争对手主要为米思米（中国），米思米（中国）是米思米于 2003 年在上海成立的全资子公司。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，截至 2021 年 6 月 1 日，米思米总市值 11854 亿日元，总营收 3312 亿日元，折合人民币总市值为 699.386 亿元，2020 年度米思米总营业收入达 183.31 亿元。2018-2020 年米思米在中国市场上的营业收入从 27.45 亿元增长至 33.04 亿元，复合增长率为 9.71%。

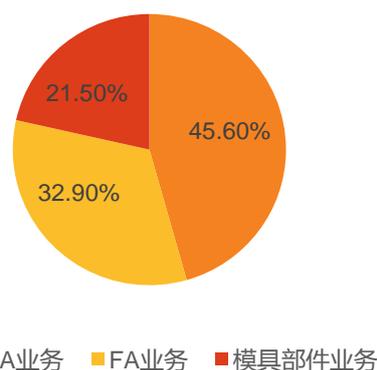
图 26：米思米发展历程



资料来源：米思米官网、天风证券研究所

米思米的业务主要分为 FA 业务、模具部件业务和 VONA 业务。FA 事业依托于日本、中国、越南、葡萄牙、美国等生产基地和遍布全球的物流仓储点，为客户打造全球化准时短交期的 FA 工厂自动化零部件产品或服务，FA 业务的营收占比为 32.90%；模具零件事业主要为汽车、电子、机电设备领域开发与提供金属塑性加工专用冲压模具、组装在注塑成型专用模具中的模具标准零件、精密模具零件，其营收占比为 21.50%；VONA 事业是米思米销售自身品牌以外的产品，以网上销售为主的一般流通品事业，包括销售生产设备相关部件，包括除其他公司品牌的产品、制造辅助材料和 MRO（消耗品），营收占比为 45.60%。

图 27：米思米分业务营业收入结构（截至 2021 年 3 月）



资料来源：米思米官网、天风证券研究所

米思米经销的产品种类超过 3000 万件，FA 设备和模具部件的定制产品可以以微米（千分之一毫米）为单位指定尺寸。在日本，以微米为单位尺寸的精密机械零件可以在标准第二天发货，并且实现交货日期遵守率超过 99%。

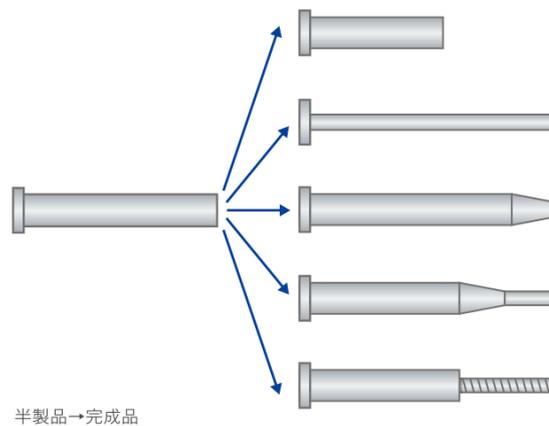
图 28：米思米主要产品

商品类别		精密机械零部件超过3000万种			
FA业务	标准部件				
	定位和测量设备(OST事业)				
模具部件业务	冲压模具				
	标准部件				
VOMA业务	机械部件、螺丝螺栓				
	配件、控制部件和PC部件				
	切削工具、生产加工用品				
	包装及物流保管用品、安全保护, 环境卫生、办公用品				

资料来源：米思米官网、天风证券研究所

利用“半成品”实现可靠的低成本和快速交货：米思米通过在大型工厂大规模生产零件的半成品，并在消费区按客户订单进行最终精加工，实现了低成本和可靠的交货时间。

图 29：利用“半成品”实现可靠的低成本和快速交货

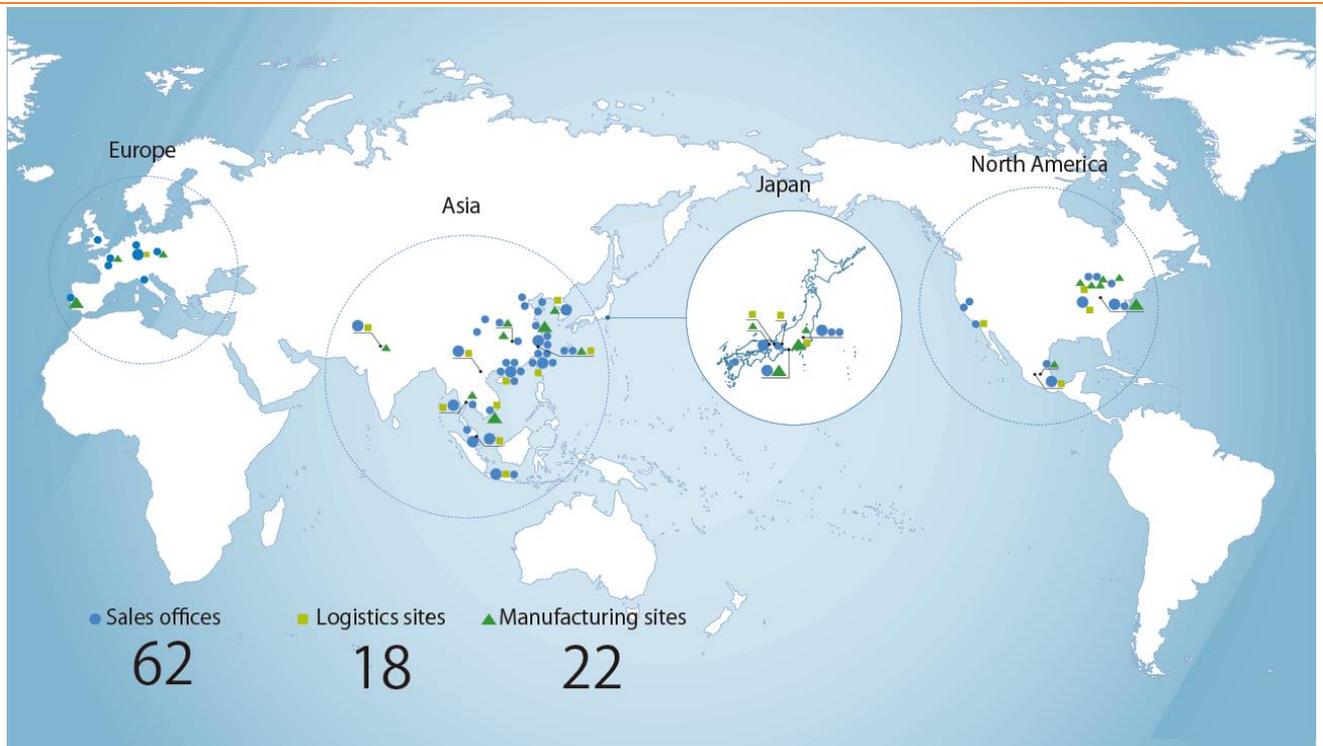


资料来源：米思米官网、天风证券研究所

具有全球化供应及销售能力, 拥有超 60%海外客户：自 2002 年米思米加速国际扩张以来，

米思米在全球建立了一套销售基地、生产基地和配送中心的全球网络，在海外实现高品质、低成本和可靠交货时间模式。目前，米思米在亚洲、北美和欧洲设有 62 个销售办事处、18 个配送中心和 22 个生产基地。作为一家全球性公司，米思米在全球 31 万家客户中拥有超过 60% 的海外客户。

图 30：米思米全球化布局



资料来源：米思米官网、天风证券研究所

4.2. 凭借本地化优势迅速追赶差距

回顾米思米的发展历程，米思米自 1977 年开始出版产品目录，极大地降低了品类繁多的零部件产品的销售的难度，并为客户提供了空前的便利，米思米因这一模式创新而迅速崛起。随着品类的增加和客户的扩展，米思米的手册成为了日本零部件的产品标准依据，从而形成了独一无二的竞争护城河。2005 年米思米收购当时最大的合作厂商 SURUGA SEIKI CO.,LTD.，实现向“产品制造公司”的转型，2010 年成立 VONA 业务部经销其他品牌产品，如今 VONA 已超过米思米自制品牌的销售，成为公司最主要的业务。

图 31：米思米发展中的历次重大转型



资料来源：米思米官网、天风证券研究所

怡合达在品类丰富度、供应链管理能力和客户资源等方面与仍存在一定的差距：与主要竞争对手米思米相比，怡合达自成立以来就立足于自动化设备零部件的一站式供应，目前怡合达已开发涵盖 176 个大类、1,404 个小类、90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，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。

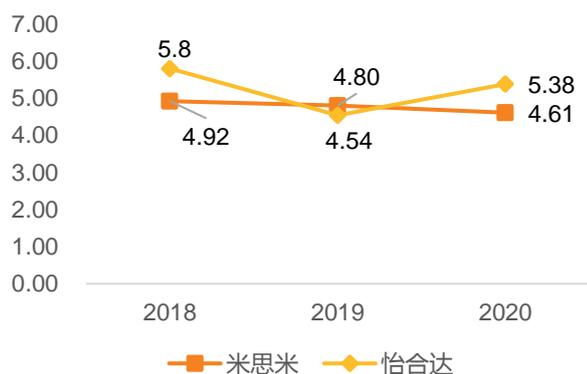
表 5：怡合达与米思米在关键业务、财务数据方面的比较

项目	米思米	怡合达
品类	经销商品品类数量达到 3000 万种	已开发涵盖 176 个大类、1,404 个小类、90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系
客户数	总客户数 30.14 万家，其中：日本 11.62 万家，日本以外 18.51 万家	累计成交客户数超过 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%标准件可实现 3 天内发货
作品著作权	米思米（中国）公开披露的作品著作权共 27 项	公开披露的作品著作权共 9 项
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
营业收入	2019-2020 财年，中国市场收入分别为 34.59 亿元和 33.04 亿元	报告期内，FA 工厂自动化零部件收入分别为 5.69 亿元、7.17 亿元和 11.47 亿元
净利润	2019-2020 财年，净利润分别为 14.63 亿元和 10.82 亿元	报告期内，净利润分别为 0.98 亿元、1.44 亿元和 2.71 亿元
毛利率	2019-2020 财年，毛利率分别为 42.81%和 42.63%	报告期内，FA 工厂自动化零部件毛利率分别为 42.54%、42.36%和 43.80%

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

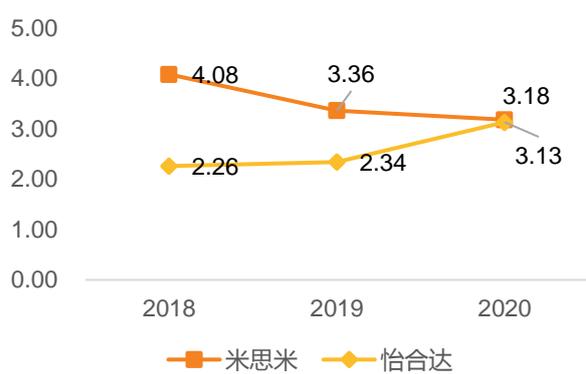
从营运指标对比来看，二者应收账款周转率差异不大，怡合达存货周转率低于米思米，但呈现良好向上趋势。怡合达应收账款周转率与米思米差异不大，其中 2019 年怡合达应收账款周转率有所下降主要系下游客户受外部宏观环境不利影响，货款结算周期有所延后。存货周转率怡合达低于米思米，体现米思米在存货管理上更具有优势，但随着公司不断提高存货库存管理能力，提高了存货周转效率，公司的存货周转率呈上升趋势。

图 32：怡合达与米思米应收账款周转率对比（次）



资料来源：怡和达招股说明书、Wind、天风证券研究所

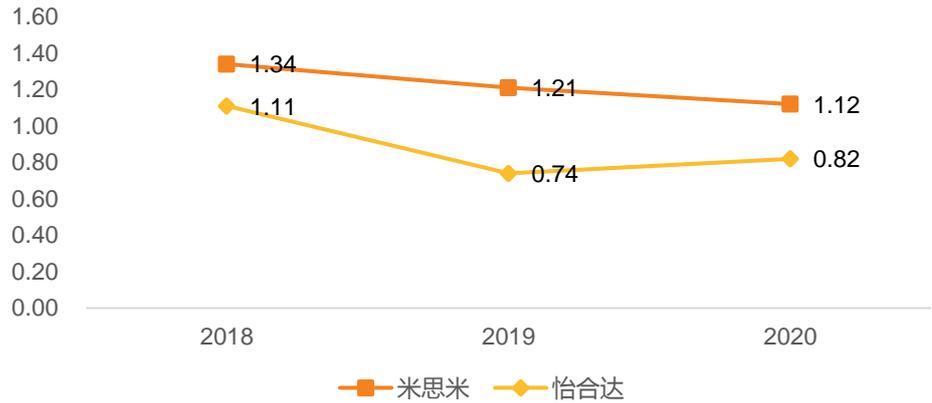
图 33：怡合达与米思米存货周转率对比（次）



资料来源：怡和达招股说明书、Wind、天风证券研究所

公司总资产周转率与米思米差异较小。2018 年度至 2020 年度，公司总资产周转率呈下降趋势，主要原因系公司通过引进外部投资者融资以及自身净利润积累使得资产规模增加较多。

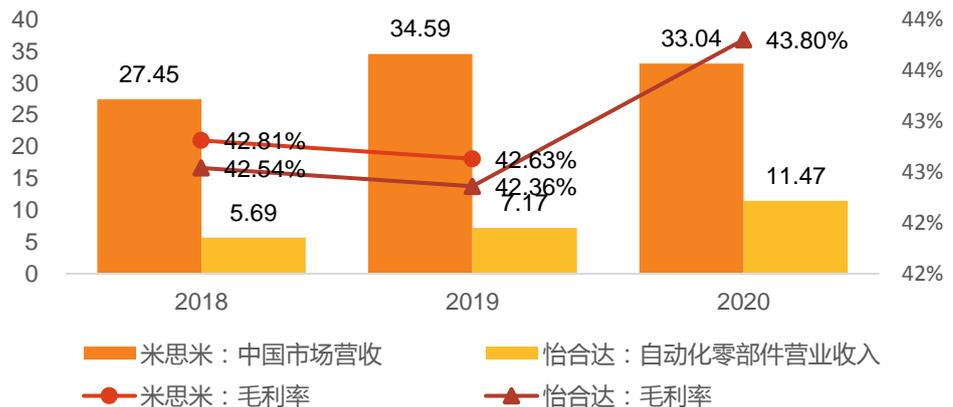
图 34：怡合达与米思米总资产周转率对比（次）



资料来源：怡和达招股说明书、Wind、天风证券研究所

凭借本地化优势快速缩小营收差距：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中国市场的差距。公司 FA 工厂自动化零部件收入与米思米在中国市场的收入对比由 2018 年度的 20.73% 上升到 2019 年度的 34.72%。公司 FA 工厂自动化零部件产品毛利率与米思米差别不大，均体现出毛利率较高且稳定的特点。

图 35：2018-2020 年怡合达与米思米（中国）自动化零部件收入和毛利率对比（营收单位：亿元）



资料来源：怡和达招股说明书、天风证券研究所

标准化体系各有侧重：怡合达与米思米都通过非标准型号产品标准化、已有标准型号产品系列化及模块化，建立起自动化零部件的标准化体系，将客户自动化设备零部件非标化即定制化需求转化为公司标准产品体系的需求，标准化体系当中可提供选择的各类参数和指标越丰富，就越能满足客户的定制化需求，将非标需求转化为公司标准产品的能力就越强。

以机械加工件下导向轴产品类别为例，在自动化零部件市场中，由于导向轴无固定的国家标准、行业标准，客户工程师往往按照各自设计习惯进行设计，使得产品型号众多、下游客户设计尺寸各异。通过将导向轴的各项定制化参数分类标准梳理成标准类型，并录入产品目录手册供下游客户工程师选择和使用。客户工程师只要从产品目录手册规定的标准类型中选择所需零部件各类参数和指标，即可满足需求并高效完成产品选型。

表 6：怡合达导向轴产品标准

序号	项目	具体情况
1	产品种类	实心导向轴/管型导向轴/滚珠花键
2	类型	带止动螺丝槽型/两端台阶型/内六角孔型/内螺纹引导型/双孔型/无台阶/一端带锥形/一端台阶型
3	轴端形状	两端内螺纹型/两端内螺纹型(全长硬化型)/两端外螺纹型/一端内螺纹型/一端内螺纹型(全长硬化型)/一端台阶另一端内螺纹型/一端台阶另一端外螺纹型/一端台阶内螺纹另一端外螺纹型/一端台阶内螺纹型/一端台阶外螺纹另一端内螺纹型/一端台阶型/一端外螺纹另一端内螺纹型/一端外螺纹同径型/一端外螺纹型/一端外螺纹一端内螺纹型/一端锥形另一端内螺纹型/一端锥形另一端台阶内螺纹型/一端锥形另一端外螺纹型/轴端不加工
4	轴身加工特点	带扳手槽型/带挡圈槽型/带键槽型/带通孔型/带退刀槽+扳手槽型/带退刀槽+通孔型/带退刀槽型/两端带止动螺丝槽/同径型/一端带止动螺丝槽/轴身不加工
5	轴公差	f8/g6/h7
6	精度等级	精密级(同心度 0.01, 垂直度 0.2)/普通级(同心度 0.03, 垂直度 0.05)
7	材质	碳钢(S45C)/轴承钢(SUJ2)/不锈钢(SUS304)/高硬度不锈钢(SUS440C)
8	表面处理特性	镀硬铬/全长无电解镀镍/无需表面处理
9	轴径	3/4/5/6/8/10/12/13/15/16/18/20/25/30/35/40/50

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

表 7：米思米导向轴产品标准

序号	项目	具体情况
1	基本形状	直线型/单侧阶梯/两侧阶梯/管型(空心型)/管型单侧阶梯/管型两侧阶梯
2	轴端形状	无加工/内螺纹/外螺纹/止动螺杆槽/挡圈槽/键槽/内螺纹孔/六角孔/锥形/内螺纹套管
3	轴端垂直度	垂直度(0.2)/垂直度(0.03)
4	材质	铁/不锈钢
5	热处理	无/高频淬火
6	表面处理	无/镀硬铬/低温镀黑铬/化学镀镍
7	轴径 D(φ)	3/4/5/6/7/8/9/10/12/13/14/15/16/17/18/19/20/22/24/25/26/28/30/31/32/35/38/40/45/50
8	轴配合公差	f8/g6/h5/h8

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

从导向轴产品分类标准来看，双方分类部分指标有所类似但并不完全一样，且在具体分类指标下形成的标准类型有所差异，其中：公司在轴端形状、轴身加工特点、材质等方面可选标准多，米思米在表面处理、轴径、轴配合公差等方面可选标准多。

从以上关键指标和财务数据的对比来看，目前怡合达在品类丰富度、供应链管理能力和客户资源等方面仍存在一定的差距，但怡合达在本地化服务、对中国本土产业各类自动化设备适用性、国内制造体系配套方面具有一定优势。

● 本地化服务优势

怡合达建立了一支经验丰富的销售团队，下设 12 个销售工程师团队和 19 个销售办事处。通过完善的组织、高效的流程和专业的服务团队来快速响应客户需求。公司可通过在线服务、电话热线、驻地人员拜访等多种方式，协助客户完成从项目启动、产品选型到交付应用全环节的本地化服务支持。

● 对中国本土产业各类自动化设备适用性优势

德国、日本等国外公司在自动化零部件特别是高端零部件领域占据重要地位，但其基于中国本土产业设计的自动化零部件供应体系，存在匹配性较差问题。经过多年发展，目前自动化零部件行业技术水平已较为成熟，在产品特性上主要体现在自动化零部件对各类自动化设备的适用性。怡合达自成立以来即深耕自动化设备行业，深入研究国

内设备行业对零部件的应用场景，熟悉国内自动化设备对零部件需求特性，持续强化产品在下游不同应用领域和场景的适用性。

- 国内制造体系配套优势

怡合达处于国内制造业较为发达的华南地区，拥有自动化设备零部件所需完善的制造体系配套资源，为公司选择优质供应商资源、持续拓展产品品类、保证产品交期和品质等方面提供了良好的外部产业链环境。

- 业绩较快增长优势

报告期内，公司业绩水平持续快速增长，各项业务和财务指标不断缩小与同行业竞争对手米思米在中国市场的差距，体现了公司较强的持续经营能力。其中：2019-2020财年，米思米中国市场收入分别为 34.59 亿元和 33.04 亿元，增长率为-4.48%；报告期内，公司 FA 工厂自动化零部件收入分别为 5.69 亿元、7.17 亿元和 11.47 亿元，年均复合增长率为 42.00%。

4.3. 对标米思米发展初期，国内龙头蓄势待发

累计发放 25 万余本产品目录手册，推动怡合达标准成为行业常用使用标准：从米思米的成功经验来看，本商业模式关键在于建立标准化体系。米思米以出版产品目录的模式创新迅速崛起，而随着品类的丰富和客户的积累，米思米的手册成为了日本零部件的产品标准依据，从而形成了独一无二的竞争护城河。

在产品目录手册方面，怡合达已经由 FA 工厂自动化零部件单体目录手册发展到涵盖 FA 工厂自动化零部件、FA 电子电气零部件、铝合金型材/配件、工业框体结构部件、自动化设备常用功能组件和直线电机六个细分领域的产品目录手册，并不断更新迭代。为配合产品目录手册的使用，公司还积极开发和推广 3D 选型光盘（电子目录）、网上选型采购系统（WOS）、铝型材 DIY 设计软件等一系列选型辅助工具。截至 2020 年，公司已向工程师累计发放 25 万余本产品目录手册，累计服务约 30 万名自动化设备工程师，努力推动怡合达标准成为自动化设备工程师常用使用标准之一。

图 36：米思米与怡合达产品目录扩展过程对比



资料来源：米思米官网、怡合达招股说明书、天风证券研究所

加大供应链建设力度，更大程度满足客户需求：良好的供应链管理是实现高品质、低成本和可靠交货时间模式的关键。目前，米思米已经建立起了全球化的供应链，在日本本土拥有 5 个生产基地，在亚洲、北美和欧洲设有 18 个配送中心和 22 个生产基地。

与米思米相比，怡合达的生产能力有待进一步建设。目前怡合达为自制产品的营收占比为 48.14%，自制生产的主要产品是铝型材及配件。本次怡合达公开发行所募集的资金主要用于“东莞怡合达智能制造供应链华南中心”、“苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目”和企业信息化管理升级项目，前两个“智能制造供应链中心项目”占募集资

金投资额的 94.76%。通过募集资金投资项目的建设，怡合达能够更大程度的满足客户一站式采购需求、增强公司产品质量控制能力、提升公司供应链管理能力和公司信息和数字化能力，从而提升客户体验，增强客户黏性，为公司业务快速增长奠定基础。

表 8：怡合达 IPO 募集资金运用方案（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资金额
东莞怡合达智能制造供应链华南中心	77,922.11	77,922.11
苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目	30,673.63	30,673.63
东莞怡合达企业信息化管理升级建设	6,000.00	6,000.00
合计	114,595.74	

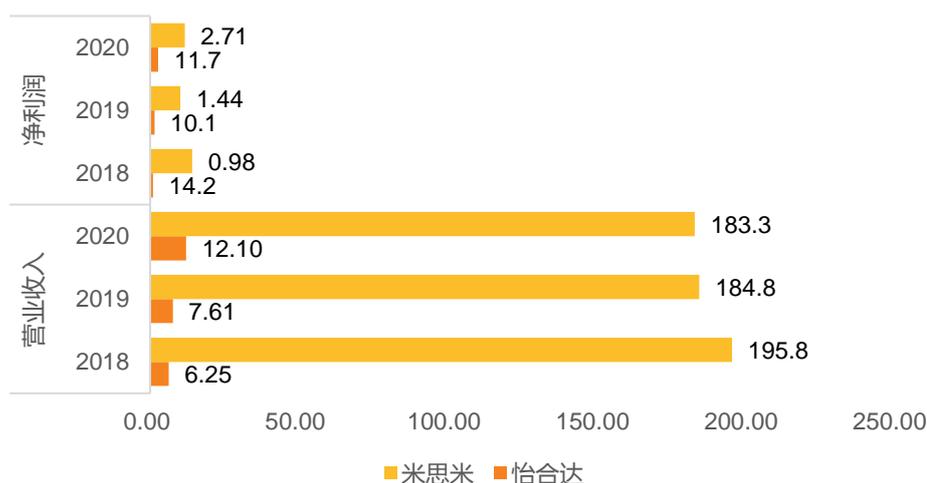
资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

收购制造商+建设海外生产基地，可借鉴米思米扩张经验：米思米于 2005 年合并著名精密定位滑台制造商骏河精机，此次合并使米思米实现了从机械商社向“产品制造公司”的转型，2008 年米思米收购株式会社ダイセキ，2015 年收购株式会社ダイセキ，通过收购一系列制造厂商和海外生产基地的扩张，米思米实现了生产规模的不断突破。

目前怡和达正大力投入智能制造供应链项目的建设，包括智能制造供应链华南中心和苏州怡合达自动化零部件制造项目的建设，并于 2021 年陆续完工投入使用，怡合达未来生产能力将得到进一步提升。

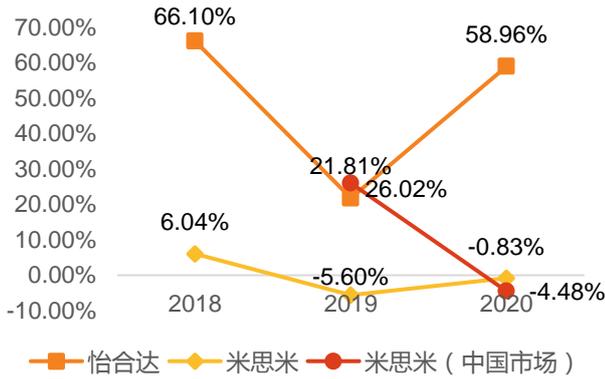
对标米思米发展初期，成长空间巨大：作为 FA 工厂自动化零部件产品一站式供应商的开创者，米思米拥有全球化的供应和销售网络，2020 年度米思米总营收达到 183.31 亿元，净利润为 11.68 亿元，2011-2020 年米思米营业收入复合增速为 6.97%。对标米思米的发展，怡合达的体量目前仍有巨大的成长空间，通过发挥本土产业各类自动化设备适用性、国内制造体系配套方面登门方面的优势，怡合达实现快速增长。2018-2020 年米思米营业收入年均复合增长率为 -3.25%，净利润年均复合增长率为 -9.17%，与之相比，怡合达营业收入年均复合增长率为 39.18%，净利润年均复合增长率为 66.75%。

图 37：怡合达与米思米 2018-2020 年净利润及营收对比（亿元）



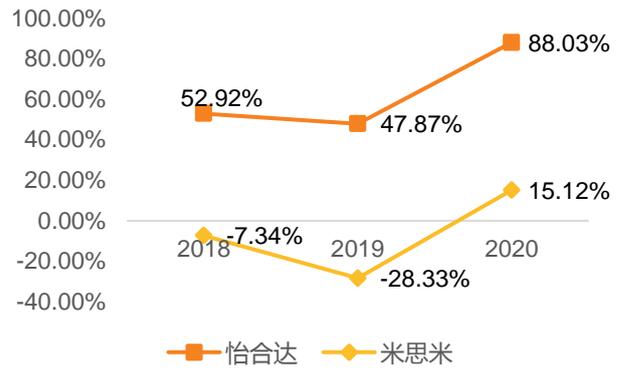
资料来源：怡合达招股说明书、彭博、天风证券研究所

图 38：怡合达与米思米 2018-2020 年营收增速对比



资料来源：怡合达招股说明书、彭博、天风证券研究所

图 39：怡合达与米思米 2018-2020 年净利润增速对比



资料来源：怡合达招股说明书、彭博、天风证券研究所

5. 建立零部件标准化体系，SKU 快速增长形成护城河

5.1. 线上一站式采购模式解决传统模式痛点

工业品电商平台解决 MRO 产品采购难点：公司的主营产品自动化零部件属于 MRO 工业品大类，MRO 是英文 Maintenance, Repair & Operations 的缩写。即：Maintenance 维护、Repair 维修、Operation 运行 (MRO)。通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，即非生产原料性质的工业用品。MRO 产品因为范围广，供应链复杂，涉及的供应商数量较大，导致了产品寻找成本、采购管理成本及售后成本较高。虽然面临众多采购难点，但 MRO 产品的市场体量非常庞大，与此同时，据前瞻产业研究院测算，中国工业企业的 MRO 工业品采购需求平均占该厂产值 4%到 6%，拥有万亿级存量市场规模。

图 40：MRO 产品具有长尾效应



资料来源：东和官网、天风证券研究所

深耕自动化设备零部件，解决行业零部件设计效率低下痛点：相对于标准化的 MRO 产品，自动化设备行业具有专业化、定制化特点，自动化设备零部件选型由前端工程师设计行为所决定，传统模式下，自动化设备工程师在对每一款设备进行设计时，由于自动化零部件缺乏统一标准，功能规格多，其需要针对各个零部件进行单独设计并构建 3D 模型图。同时由于自动化设备的定制化属性，限制了自动化设备工程师对以往零部件设计成果的再次利用。因此，在自动化零部件设计方面普遍存在耗时长、效率低下的问题。

在怡合达建立的自动化零部件产品体系下，自动化设备工程师无需图纸即可根据产品目录选择所需型号并可直接获取 3D 模型，由传统模式下的设计采购方式转变为选型采购，快速完成设计选型，极大提升工作效率。

5.2. 深耕自动化设备行业，产品品类丰富

产品体系覆盖范围全面，逐步建立品牌知名度。截至 2020 年末，公司已开发涵盖 176 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，并汇编成产品目录手册；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。

SKU 数量快速扩张，增强自身竞争优势：作为 FA 一站式采购平台，公司通过产品开发和深度研发不断提升品类丰富度，提升客户采购效率的同时也形成了自身的竞争优势。针对 FA 工厂自动化零部件专业化、个性化、多样化特点，公司从满足客户需求出发，以产品标准体系为基础，区分客户应用场景对原有非标准型号产品标准化、对已有标准型号产品系列化和模块化，并结合 3D 模型下载、客户现场走访调研反馈、电商平台数据，持续优化产品品类、标准，强化产品适用性。2019-2020 年度，公司新增开发产品 SKU 数量年均复合增长率达 34.70%，申请取得产品目录手册作品著作权 9 项。

图 41：2018-2020 年 SKU 数量 CAGR=34.70%



图 42：2018-2020 年出货量 CAGR=42.52%



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

建立零部件标准化体系，数字化服务满足客户一站式采购。公司通过编制《FA 工厂自动化零件》、《工业箱体结构部件目录手册》、《FA 电子电气零件精选》等产品标准选型手册，逐渐建立起自动化设备零部件的标准化体系，并开发了 3D 选型光盘（电子目录）、DIY 设计软件、网上选型采购系统（WOS）、选型计算软件等一系列选型辅助工具。客户工程师只要从一览表中选择零部件的尺寸和式样，即可完成产品选型。通过对产品数字化定义、存储和使用，逐步实现线下或在线选型、报价、下单、3D 模型下载等功能，并可即时获取报价、交期等信息，确保客户所选即所需，提升客户设计、选型和采购效率，有效提高客户对采购成本和交期的把控能力。

图 43：产品销售及供应模式



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

“线下+线上”销售服务：公司的销售模式均为直接销售，包括线上下单和线上下单。线下和线上的区别在于客户下单的渠道差异。其中：线下销售系公司销售工程师、销售服务人员协助客户进行询价、选型、下单、付款等一系列行为。线上销售系客户通过电商平台

进行询价、选型、下单、付款等一系列行为。

5.3. 自制+OEM+集约化采购，实现高效灵活的供应体系

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。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。

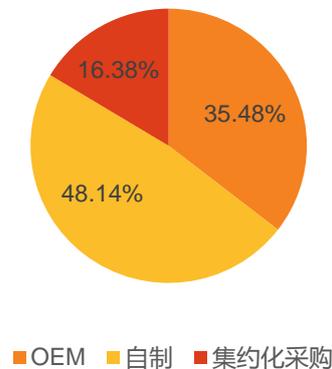
表 9：自制、OEM 供应和集约化采购三种供应模式对比

供应模式	对应产品	供应流程
自制	市场上供应零散、无统一标准型号的 FA 工厂自动化零部件	在标准化设计和选型开发后，进行全工序自制或半成品追加加工，加快订单响应速度
OEM 供应		对产品进行标准化设计、产品选型以及确定工艺标准和质量控制标准后，将交由 OEM 厂商进行生产
集约化采购	已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动化零部件	从系统中经询价比价选择最优价格，快速确定供应商、生成采购订单

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

自制供应和 OEM 供应是公司主要供应方式，2018 至 2020 年公司 OEM 供应占全部销售产品供应比例分别为 31.91%、29.70%和 35.48%，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 44：2020 年公司自制、OEM 供应和集约化采购的供应比例



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

自制+OEM+集约化采购，实现高效灵活的供应体系：公司建立了敏捷制造的自制供应体系、OEM 供应和集约化采购的产品供应体系，通过供应商开发、品质管控和仓储分拣管理，不断强化供应链管理能力和客户订单能够得到及时、准确、高质量的交付。目前，公司年订单处理量约 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。截至报告期末，公司已通过 ISO9001: 2015 质量管理体系认证，供应商来料检验合格率和自制品检验合格率控制在 95%以上，品质客诉率低于 1%。

5.4. 多年积累形成品牌和客户资源优势

本地化服务优势凸显，形成品牌和客户资源优势：怡合达下设 12 个销售工程师团队和 19 个销售办事处，公司可通过在线服务、电话热线、驻地人员拜访等多种方式，协助客户完成从项目启动、产品选型到交付应用全环节。通过完善的组织、高效的流程和专业的服务团队来快速响应客户需求。

通过多年的积累，公司已经在 3C、汽车、新能源、光伏等众多行业中，形成了较高的品牌

知名度，积累了良好的口碑。公司围绕客户工程师展开服务，通过赋能工程师进而影响工程师群体设计行为来最终促成客户的采购需求，并以线下和线上相结合的方式对客户进行销售推广和本地化服务，与众多工程师和客户建立了良好的合作关系。截至 2020 年，公司已累计服务约 30 余万自动化设备工程师，累计成交客户数突破 4 万家。

图 45：2018-2020 年年订单处理量 CAGR=37.67%



图 46：2018-2020 年累计成交客户数量 CAGR=36.89%



资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

资料来源：怡合达招股说明书、天风证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们对公司业务进行拆分，分别为自动化设备零部件和其他业务收入，2020 年收入分别为 11.47 亿和 0.63 亿，毛利率分别约为 43.8%和 44.94%。我们认为：

- 1) 自动化设备零部件作为公司成熟业务，行业内的竞争对手多是自动化设备零部件细分领域的供应商，而公司在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现专业化和批量化生产或集约化采购，有效降低采购成本。其一站式供应模式具有较大的成长空间，未来有业绩有望实现进一步增长，因此假设 21-23 年销售增速分别为 50%、45%、40%，收入将分别达到 17.21 亿、24.95 亿、34.93 亿。
- 2) 公司营业收入主要来源于自动化设备零部件销售收入，主营业务收入占营业收入超过 99%。其他业务收入主要为工业自动化设备改造收入和废料销售收入。假设 21-23 年销售增速分别为 40%、40%、40%，收入将分别达到 0.88 亿、1.23 亿、1.73 亿。

表 10：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）

报告期	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自动化设备零部件							
收入	3.36	5.69	7.17	11.47	17.21	24.95	34.93
YOY		69.35%	26.01%	59.97%	50.00%	45.00%	40.00%
成本	1.94	3.27	4.13	6.45	9.98	14.47	20.26
毛利	1.42	2.42	3.04	5.03	7.23	10.48	14.67
毛利率(%)	42.21	42.54	42.36	43.80	42.00	42.00	42.00
其他业务收入							
收入	0.40	0.56	0.44	0.63	0.88	1.23	1.73
YOY		40.00%	-21.43%	43.18%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	0.22	0.31	0.22	0.34	0.53	0.74	1.04
毛利	0.18	0.24	0.22	0.28	0.35	0.49	0.69
毛利率(%)	44.60	43.56	50.31	44.94	40.00	40.00	40.00
收入总计	3.76	6.25	7.61	12.10	18.08	26.18	36.65
毛利总计	1.60	2.66	3.26	5.31	7.58	10.97	15.36
毛利率	42.55%	42.56%	42.84%	43.88%	41.90%	41.91%	41.91%

营业收入增长率	66.22%	21.76%	59.00%	49.48%	44.76%	40.00%
---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind、天风证券研究所

由于公司为零部件平台型企业,下游行业包含光伏、3C、新能源、汽车等,由于怡合达为国内第一家上市的 FA 工厂自动化一站式供应,在 A 股没有完全一致的可对标的,我们选取同为零部件企业的兆威机电、坚朗五金作为部分可比公司,可比公司 22 年 PE 平均值为 37X。

与公司同为 FA 自动化工厂厂的米思米作为东京证券交易所主板上市标的,PE(TTM)由 2012 年 18X 上升至 21 年 69.7X,近 4 年(16-20 年)净利润的 CAGR 为-2%,由于怡合达预计 21-23 年的净利润增速分别为 49.55%、44.37%、39.19%,从 PEG 的角度来说相较米思米还有较大提升空间,同时由于怡合达为国内第一家上市的 FA 工厂自动化一站式供应商,具备一定稀缺性,同时具有大部分零部件厂商不具备的平台型属性,未来业绩增长有保障。我们看好公司在本行业的核心竞争力和发展潜力,作为国内第一家上市的 FA 工厂应给予较高的估值,因而选择 2022 年 80X 作为目标估值,目标市值 468.7 亿元,上涨空间为 11.6%,对应目标价 117.18 元,给予“增持”评级。

表 11: 怡合达相对估值(怡合达单位:亿元)

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		20201231	2021231	20221231	2021/8/20	20201231	2021231	20221231
002791.SZ	坚朗五金	8.1720	11.9165	16.4408	608.03	74.40	51.02	36.98
003021.SZ	兆威机电	2.4474	2.5542	3.5596	135.45	55.34	53.03	38.05
	平均值	8.17	11.92	16.44	608.03	74.40	51.02	36.98
301029.SZ	怡合达	2.71	4.06	5.86	420.01	154.79	103.50	71.69

资料来源: Wind、天风证券研究所

7. 风险提示

我们认为,公司主要存在以下几个方面的风险:

1) 宏观经济波动导致市场需求下降

公司盈利能力与宏观经济波动、下游行业发展状况、市场竞争态势、产品开发能力、供应链管理能力和诸多因素密切相关。如果风险因素集中发生,或出现宏观经济波动及其他不可预测的风险,而公司自身未能及时调整以应对相关变化,则不能排除公司在未来期间的经营业绩无法持续快速增长,业绩增长停滞、毛利率下滑的风险。

2) 受疫情影响经营业绩未达预期的风险

2020 年 1 月,新型冠状病毒肺炎疫情爆发,致使我国多数行业遭受到不同程度的影响。由于本次疫情属于“突发公共卫生事件”,疫情短期影响公司 2020 年第一季度经营业绩。随着国内疫情的有效控制,停工、停产、停运持续时间不长,在疫情控制持续向好的前提下,对公司生产经营总体影响不大。但是若国际疫情持续恶化,长时间难以得到有效遏制,并倒流国内,严重影响国内正常生产经营秩序,则公司的采购、生产和销售等将会受到不利影响,公司经营业绩可能存在未达预期的风险。

3) 模式创新风险

公司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,在标准体系、产品开发体系、供应链管理和平台化运营等方面不断进行创新摸索。如果公司标准体系、产品多样性及适用性不能更好的服务于客户需求,供应链管理无法及时满足产品订单小批量、高频次、多样化特点,平台化运营难以保障低成本和高品质的产品供应,公司存在无法获得市场认可进而对公司持续盈利产生重大不利影响的风险。

4) 市场竞争加剧

公司隶属于自动化零部件细分行业，进入门槛较低，生产厂商数量众多、平均规模较小，市场化程度较高，市场竞争激烈。与采取一站式供应多种零部件模式的主要竞争对手米思米相比，公司在品类丰富度、供应链管理能力和信息和数字化等方面仍存在一定的差距，在品牌和技术优势的建立方面还需经历必要的过程。公司面临竞争加剧的风险。

5) 新产品开发不及预期

公司深耕自动化设备零部件行业，以产品标准设定为基础，区分客户应用场景对原有非标准型号产品标准化、已有标准型号产品系列化和模块化，持续优化产品品类，未来如果公司不能继续保持产品开发和工艺改进，及时响应市场需求，丰富产品品类，强化产品适用性，满足客户一站式采购的需求，将对公司持续盈利能力和财务状况产生影响。此外，随着未来市场竞争及人才争夺的加剧，公司可能面临核心人员流失的风险，从而给公司业务带来不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	636.15	581.41	1,072.34	1,396.58	1,654.98
应收票据及应收账款	201.02	286.36	466.41	661.55	865.50
预付账款	1.86	7.81	3.11	12.85	12.07
存货	192.64	236.12	587.17	557.85	980.58
其他	55.64	93.22	57.53	68.98	81.13
流动资产合计	1,087.30	1,204.93	2,186.56	2,697.81	3,594.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	63.45	59.93	388.27	493.90	635.48
在建工程	96.08	336.19	77.24	94.34	116.61
无形资产	34.90	33.99	51.83	68.86	85.09
其他	20.09	30.60	20.07	19.98	20.57
非流动资产合计	214.52	460.71	537.40	677.07	857.75
资产总计	1,301.82	1,665.64	2,723.96	3,374.89	4,452.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	125.87	192.20	309.53	423.58	589.76
其他	57.31	109.85	142.15	92.95	188.01
流动负债合计	183.18	302.06	451.69	516.54	777.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.49	5.87	4.40	4.59	4.95
非流动负债合计	3.49	5.87	4.40	4.59	4.95
负债合计	186.66	307.93	456.09	521.12	782.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	454.07	454.07	918.40	918.40	918.40
留存收益	755.16	997.71	1,867.86	2,453.75	3,269.27
其他	(454.07)	(454.07)	(918.40)	(918.40)	(918.40)
股东权益合计	1,115.16	1,357.71	2,267.87	2,853.76	3,669.28
负债和股东权益总计	1,301.82	1,665.64	2,723.96	3,374.89	4,452.01

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	144.31	271.35	405.82	585.89	815.52
折旧摊销	11.90	12.72	22.78	30.23	39.92
财务费用	(0.13)	1.41	(6.95)	(10.38)	(12.83)
投资损失	(8.43)	(5.00)	(5.06)	(6.16)	(5.41)
营运资金变动	(139.60)	(24.20)	(332.01)	(121.88)	(377.03)
其它	63.48	(9.68)	(0.00)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	71.53	246.60	84.57	477.70	460.16
资本支出	109.85	243.84	111.47	169.82	219.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(213.68)	(513.46)	(216.41)	(333.65)	(434.22)
投资活动现金流	(103.83)	(269.63)	(104.94)	(163.84)	(214.59)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	363.13	3.41	511.29	10.38	12.83
其他	(3.34)	(33.71)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	359.78	(30.30)	511.29	10.38	12.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	327.49	(53.33)	490.93	324.24	258.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	761.00	1,209.68	1,808.22	2,617.51	3,664.52
营业成本	435.03	679.23	1,050.53	1,520.63	2,128.88
营业税金及附加	5.12	6.86	11.74	16.49	22.56
营业费用	63.76	87.87	122.96	175.37	241.86
管理费用	64.36	78.85	83.18	117.79	161.24
研发费用	49.30	82.30	104.88	151.82	212.54
财务费用	(3.34)	(3.41)	(6.95)	(10.38)	(12.83)
资产减值损失	(0.71)	(2.41)	5.00	6.00	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.43	5.00	5.06	6.16	5.41
其他	(27.70)	(36.87)	(36.70)	(41.75)	(42.93)
营业利润	166.76	312.27	468.52	675.39	940.80
营业外收入	0.02	2.17	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.80	1.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.98	313.04	468.52	675.39	940.80
所得税	21.66	41.69	62.70	89.50	125.29
净利润	144.31	271.35	405.82	585.89	815.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	144.31	271.35	405.82	585.89	815.52
每股收益(元)	0.36	0.68	1.01	1.46	2.04

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.81%	58.96%	49.48%	44.76%	40.00%
营业利润	46.72%	87.26%	50.04%	44.15%	39.30%
归属于母公司净利润	47.87%	88.03%	49.55%	44.37%	39.19%
获利能力					
毛利率	42.83%	43.85%	41.90%	41.91%	41.91%
净利率	18.96%	22.43%	22.44%	22.38%	22.25%
ROE	12.94%	19.99%	17.89%	20.53%	22.23%
ROIC	50.65%	58.34%	53.61%	49.08%	55.97%
偿债能力					
资产负债率	14.34%	18.49%	16.74%	15.44%	17.58%
净负债率	-57.05%	-42.82%	-47.28%	-48.94%	-45.10%
流动比率	5.94	3.99	4.84	5.22	4.62
速动比率	4.88	3.21	3.54	4.14	3.36
营运能力					
应收账款周转率	4.22	4.96	4.80	4.64	4.80
存货周转率	4.15	5.64	4.39	4.57	4.76
总资产周转率	0.74	0.82	0.82	0.86	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.68	1.01	1.46	2.04
每股经营现金流	0.18	0.62	0.21	1.19	1.15
每股净资产	2.79	3.39	5.67	7.13	9.17
估值比率					
市盈率	291.04	154.79	103.50	71.69	51.50
市净率	37.66	30.94	18.52	14.72	11.45
EV/EBITDA	0.00	0.00	89.36	60.95	43.09
EV/EBIT	0.00	0.00	94.04	63.85	45.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com