

怡合达 (301029.SZ)
 / 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2021年9月16日

评级：增持(首次)

市场价格：90.93

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qizq.com.cn

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke@r.qizq.com.cn

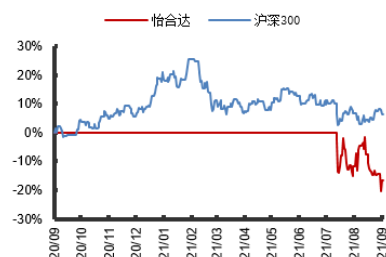
分析师：张豪杰

执业证书编号：S0740520100002

Email: zhanghj@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	33.81
市价(元)	90.93
市值(百万元)	36372.91
流通市值(百万元)	3073.93

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	761	1,210	1,866	2,697	3,764
营业收入增速	21.81%	58.96%	54.23%	44.54%	39.56%
归属于母公司的净利润	144	271	419	611	860
净利润增长率	47.87%	88.03%	54.43%	45.77%	40.72%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.75	1.05	1.53	2.15
每股现金流量(元)	0.20	0.62	0.67	1.10	1.55
净资产收益率	12.94%	19.99%	23.60%	26.48%	28.38%
P/E	226.83	120.64	86.80	59.55	42.32
PEG	10.40	2.05	1.60	1.34	1.07
P/B	29.35	24.11	20.50	15.78	12.02

备注：股价取自 2021 年 9 月 15 日

报告摘要
FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头，经营业绩快速增长。

- ① 公司是我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业。公司主要提供 FA 工厂自动化零部件相关产品（包括直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件等）及工业自动化设备。自动化零部件产品订单具有小批量、高频次、多样化的特点，公司立足于标准设定、产品开发和深度研发、供应链管理等方面，能够不断满足客户高品质、低成本、短交期的产品需求。经过十多年的发展，公司已成为我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业。
- ② 公司经营业绩快速增长，财务指标优异。2017-2020 年，公司营收复合增速高达 47.64%，归母净利润复合增速高达 61.93%。2021 年上半年，公司实现营收 8.52 亿元，同比增长 59.09%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 62.50%。公司经营业绩保持快速增长。近年来，公司毛利率水平维持在 40% 以上，净利率水平持续提升，2021 年上半年净利率达 23.09%。公司盈利能力、营运能力不断提升，现金流情况持续向好；公司各项财务指标优异。

自动化行业景气度维持高位，市场规模持续提升。

- ① 自动化行业蓬勃发展，景气度持续提升。公司下游涵盖 3C、汽车、新能源、光伏等众多自动化及自动化设备行业。近年来，自动化行业保持快速发展，带动自动化设备及零部件市场需求旺盛。以新能源汽车为例，2020 年全国汽车销售 136.73 万辆，占全国汽车总销量约 5.40%；工信部规划到 2025 年新能源汽车销量占比达到 20%，2030 年进一步提升到 40%；新能源汽车行业有望保持快速增长，从而带动新能源车用自动化设备及零部件市场需求持续旺盛。
- ② 自动化市场规模持续提升，发展前景广阔。根据 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 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%。2019 年，中国自动化市场规模达到 1865 亿元，预计 2022 年中国自动化市场规模将达到 2085 亿元。随着我国适龄劳动人口数量持续减少，劳动成本不断上升，以及“中国制造 2025”国家发展战略的推进，工业自动化行业有望迎来爆发期。

对标米思米和坚朗五金，公司发展模式清晰。

- ① 米思米：全球 FA 工业自动化零部件供应商龙头。米思米是全球 FA 工业自动化零部件供应商龙头企业，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。2020 财年，米思米实现营收 205.37 亿元，其中中国市场收入为 33.04 亿元。米思米经销商品品类达 2670 万种，日本标准交货日期为 2 天，交期遵守率 99.96%，总客户数高达 30.14 万家。与米思米相比，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，但作为国内 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头，未来发展可期。
- ② 坚朗五金：国内建筑五金行业集成供应商龙头。坚朗五金是国内规模最大的门

窗幕墙五金生产企业之一，我们认为坚朗五金的核心优势在于：直销渠道、信息化建设致综合供应能力和服务优势明显；未来看复用渠道实现“轻资产”品类扩张，实现经营业绩快速增长。怡合达与坚朗五金所处的行业不同，但经营模式类似，有较好的借鉴意义。

■ **渠道优势突出，平台化管理打造自动化零部件龙头供应商。**

- ① **一站式供应能力突出，供应链管理优势明显。**公司提供“零部件简单选型+一站式采购”方式，有效缩短客户设计、采购时间，提高效率。目前，公司下设 58 个产品中心，已成功开发涵盖 90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，为客户提供丰富的产品一站式采购服务体验。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。公司通过整合供应商资源，与供应商协同发展，建立起互利共生的供应生态体系，形成稳定高效的产品供应能力，确保订单能够得到及时、准确、高质量的交付。
- ② **信息数字化、平台化建设持续完善。**公司在不同环节开发了包括 SCM 供应链管理系统、MES 生产执行系统等信息化系统，通过对关键数据的采集、处理和分析，确保从订单、生产、采购到交付的全环节信息化管理，提高订单响应速度，缩短交付周期。此外，为有效积累客户资源、提升小微型订单服务效率，公司建立了怡合达 FA 工业电子商务平台，可以使工程师无需图纸即可根据设计需求选择型号，提升工程师设计效率。
- ③ **研发投入持续加大，品牌和客户资源优势突出。**公司深耕自动化设备行业，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、对已有标准型号产品系列化和模块化，持续优化产品品类。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。公司与主要客户合作时间较长、订单量快速增长，交易具有连续性和持续性，为公司经营业绩持续增长提供动力源。

■ **首次覆盖，给予“增持”评级。**

公司是我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业，在标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营、信息与数字化能力等领域已形成较强竞争优势。公司逐渐建立起自动化零部件的标准化体系，并编制了多本产品标准选型手册；可提供多达 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，能够不断为客户提供高品质、低成本、短交期的产品，有效解决客户设计耗时长、采购效率低、采购成本高、品质不可控、交期不准等行业痛点。受益于自动化行业的快速发展，公司经营业绩有望持续快速增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.19、6.11、8.60 亿元，对应 PE 分别为 86.80、59.55、42.32 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**模式创新失败、下游行业需求大幅下滑、市场竞争加剧、募投项目推进不及预期、业绩不及预期、研报使用的信息存在更新不及时的风险等。

投资主题

报告亮点

针对 FA 工厂自动化零部件一站式供应商而言，经营发展的关键因素在于标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营、信息与数字化能力。经过十多年的发展，公司已成为我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业。公司深耕自动化设备行业，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。通过整合供应商资源，与供应商协同发展，建立起互利共生的供应生态体系，形成稳定高效的产品供应能力。满足客户一站式采购需求，能够不断为客户提供高品质、低成本、短交期的产品。

投资逻辑

公司自成立以来专注于 FA 工厂自动化零部件领域，产品目录持续迭代，市场业务不断开拓，已逐步发展成为我国自动化零部件一站式供应龙头企业。自动化零部件具有种类多、规格杂、非标化等特点，为满足客户的差异性需求，自动化设备所需零部件采购呈现专业化、小批量、多品种的特点。自动化设备行业在设计、选型和采购过程中，往往会面临自动化零部件设计耗时长、采购成本高、品质不可控和交期不准时等共性问题。公司通过基于应用场景的非标零部件标准化、零散订单集约化、交易形式电商化、交易两端的赋能化，从而解决上述行业共性问题。在此过程中，逐渐向客户和供应商输出产品标准体系，共享供应链管理能力，从而改变客户设计和采购习惯，增强客户粘性，最终实现盈利，成为行业特有的经营模式及盈利模式。公司逐渐建立起自动化零部件的标准化体系，并编制了多本产品标准选型手册；可提供多达 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，能够不断为客户提供高品质、低成本、短交期的产品。公司采用“自制、OEM 供应、集约化采购相结合”的产品供应模式，实现自动化零部件的高效品类扩张；并建立了 FA 工业电子商务平台，提升运营效率。受益于自动化行业的快速发展，公司经营业绩有望持续快速增长。

关键假设、估值与盈利预测

- (1) 受益于自动化行业的快速发展，自动化设备需求持续旺盛，公司作为我国 FA 工厂自动化设备零部件一站式供应龙头，未来发展前景广阔。
- (2) 假设公司产品品类持续拓展，能够不断满足客户一站式采购需求，为客户提供高品质、低成本、短交期的产品。
- (3) 公司通过整合供应商资源，与供应商协同发展，逐步建立起互利共生的供应生态体系，形成稳定高效的产品供应能力。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.19、6.11、8.60 亿元，对应 PE 分别为 86.80、59.55、42.32 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

内容目录

1、FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头，经营业绩快速增长	- 7 -
1.1、发展历程：公司是我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业 ...	- 7 -
1.2、主营业务：FA 工厂自动化零部件业务占据主导	- 8 -
1.3、财务分析：公司经营业绩快速增长，财务指标优异	- 10 -
1.4、股权结构：公司股权较为集中	- 12 -
2、自动化行业景气度维持高位，市场规模持续提升	- 13 -
2.1、自动化行业产业链分析	- 13 -
2.2、自动化行业蓬勃发展，景气度持续提升	- 14 -
2.3、自动化市场规模持续提升，发展前景广阔	- 17 -
3、对标米思米和坚朗五金，公司发展模式清晰	- 18 -
3.1、米思米：全球 FA 工业自动化零部件供应商龙头	- 18 -
3.2、坚朗五金：国内建筑五金行业集成供应商龙头	- 20 -
4、渠道优势突出，平台化管理打造自动化零部件龙头供应商	- 22 -
4.1、一站式供应能力突出，供应链管理优势明显	- 22 -
4.2、信息数字化、平台化建设持续完善	- 24 -
4.3、研发投入持续加大，品牌和客户资源优势突出	- 25 -
5、首次覆盖，给予“增持”评级	- 28 -
6、风险提示	- 29 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 7 -
图表 2: 公司产品目录迭代历程.....	- 7 -
图表 3: 公司产品类型及其应用.....	- 8 -
图表 4: 2020 年公司主营业务构成.....	- 9 -
图表 5: 公司各项业务收入及增速情况.....	- 9 -
图表 6: 公司各项业务毛利率情况.....	- 10 -
图表 7: 公司历年营业收入及同比增速.....	- 10 -
图表 8: 公司历年归母净利润及同比增速.....	- 10 -
图表 9: 公司毛利率、净利率、加权平均 ROE	- 11 -
图表 10: 公司期间费用率.....	- 11 -
图表 11: 公司应收账款周转率及存货周转率.....	- 11 -
图表 12: 公司经营活动现金净流量.....	- 11 -
图表 13: 公司资产负债率.....	- 12 -
图表 14: 公司前十大股东 (2021 年半年报)	- 12 -
图表 15: 公司股权结构 (2021 年半年报)	- 13 -
图表 16: 自动化产业链示意图	- 13 -
图表 17: 国家出台鼓励自动化行业发展相关政策.....	- 14 -
图表 18: 自动化技术服务领域	- 15 -
图表 19: 2010-2020 年消费电子固定资产投资完成额.....	- 15 -
图表 20: 2015-2020 年中国新能源汽车产销量.....	- 16 -
图表 21: 2011-2025 全球光伏新增装机量及预测.....	- 16 -
图表 22: 中国自动化行业市场规模及增速.....	- 17 -
图表 23: 我国 15-64 岁劳动适龄人口占总人口比重	- 17 -
图表 24: 全球工业机器人销量及增速.....	- 18 -
图表 25: 中国工业机器人产量及增速.....	- 18 -
图表 26: 米思米 FA 工厂自动化零部件主要产品分类.....	- 19 -
图表 27: 米思米历年营业收入	- 19 -
图表 28: 米思米历年毛利率、净利率.....	- 19 -
图表 29: 怡合达与米思米关键业务、财务数据对比.....	- 19 -
图表 30: 三种渠道模式对比.....	- 20 -
图表 31: 坚朗云采首页页面	- 21 -
图表 32: 怡合达 FA 电子商务平台一站式采购模式	- 21 -
图表 33: FA 工厂自动化零部件行业共性问题及公司解决方案.....	- 22 -

图表 34: 公司 SKU 数量及同比增速.....	- 23 -
图表 35: 公司年订单处理数量及同比增速.....	- 23 -
图表 36: 公司年出货量及同比增速.....	- 23 -
图表 37: 公司累计成交客户数量及同比增速.....	- 23 -
图表 38: 公司产品主要供应方式.....	- 23 -
图表 39: 2018-2020 年公司各产品供应模式销售收入及占比.....	- 24 -
图表 40: 公司信息化系统建设.....	- 24 -
图表 41: 公司产品纸质、电子目录.....	- 25 -
图表 42: 公司信息化系统建设.....	- 25 -
图表 43: 公司研发费用及研发费用率.....	- 26 -
图表 44: 公司核心技术产品收入及其占比.....	- 26 -
图表 45: 公司在研项目一览.....	- 26 -
图表 46: 2020 年公司 FA 工厂自动化零部件前五大客户销售收入占比.....	- 27 -
图表 47: 2020 年公司下游行业销售分布情况.....	- 27 -
图表 48: 公司业绩拆分.....	- 28 -
图表 49: 可比公司估值.....	- 28 -
图表 50: 公司盈利预测模型.....	- 30 -

1、FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头，经营业绩快速增长

1.1、发展历程：公司是我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业

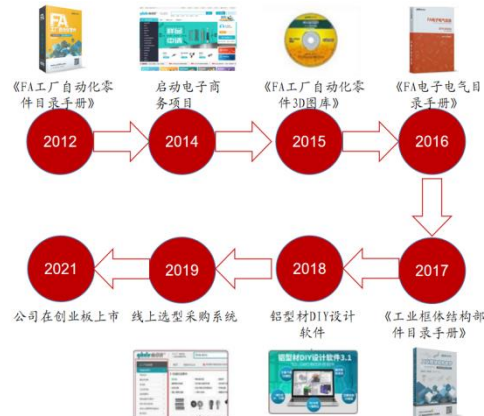
- 公司已发展成为我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业。公司成立于 2010 年 12 月，并于 2021 年 7 月成功登陆创业板。公司专注并深耕 FA 工厂自动化零部件领域，业务发展主要经历三个阶段：①**2010-2014 年为公司发展初期**：主要专注于自动化零部件的标准设定、产品开发等，先后编纂了自动化目录手册、启动了 ERP 信息化系统体系，打造了公司信息化和数字化基础。②**2015-2017 年为公司快速成长期**：主要专注于丰富产品体系、提升供应链管理能力和努力进行市场开拓。公司先后迭代了《FA 工厂自动化零件目录手册》，推出《电子电气目录手册》、《工业箱体结构部件目录手册》、《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》。③**2018 年至今为公司业务进一步扩大期**：市场开拓取得显著成效。公司相继推出线上选型采购系统、铝型材 DIY 设计软件等，持续改善用户体验。公司成立以来专注并深耕 FA 工厂自动化零部件领域，产品目录持续迭代，市场业务不断开拓，已逐步成为业内优秀的一站式自动化零部件采购供应商。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司产品目录迭代历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **深耕自动化设备行业，产品体系逐步完善。**公司的主要竞争优势在于公司的自动化零部件产品标准化和一站式供应能力，通过自制供应、OEM 供应、集约化采购供应相结合的形式，立足于标准设定、产品开发和深度研发、供应链管理等方面，能够不断满足客户高品质、低成本、短交期的产品需求，适应自动化零部件产品订单小批量、高频次、多样化的特点。公司主要竞争优势体现的是作为自动化零部件产品供应商的能力属性。公司目前已开发涵盖 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。
- **逐步树立行业标准，供应链管理能力强。**自成立以来，公司持续加

大对标准设定、产品开发、供应链管理、信息与数字化等方面的投入力度，在品类、交期、品质、价格、服务等方面树立行业标准，积极推动行业发展。公司以平台化为支撑，以信息和数字化为驱动，充分整合社会资源，链接自动化设备行业上下游资源，以标准设定和产品开发为起点，遵循“产品供给—平台整合—生态驱动”的发展路径，逐渐提高自动化设备中零部件标准化、模块化、组件化的覆盖比例，提升自动化设备供给效率，降低综合成本，最终推动自动化行业的技术进步。同时公司大力建设智能制造基地，不断强化公司生产制造能力，有效解决目前客户订单中包含多个产品且产品定制化要求较高的问题，并能增强公司产品质量控制能力。

1.2、主营业务：FA 工厂自动化零部件业务占据主导

- 公司主要提供 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，主要应用于 3C、新能源、汽车、光伏、工业机器人等行业。此外，公司还可向客户提供工业自动化设备，包括小零件全自动攻丝机、零件外观检测机、自动化焊接机、大型整厂自动化设备工作站等系列产品，主要应用于汽车发动机零部件、汽车马达的组装和测试、电气机械和器材制造业等领域。

图表 3：公司产品类型及其应用

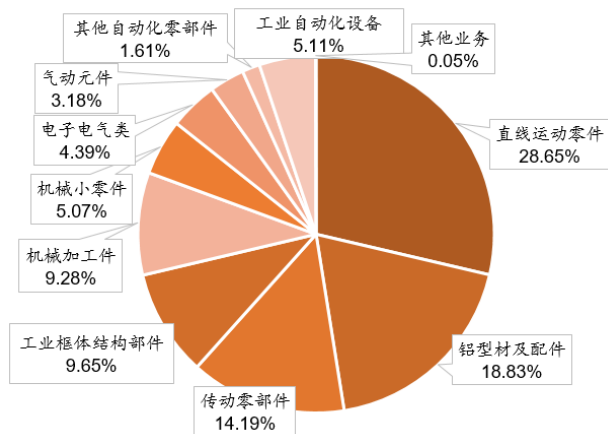
产品类别	主要产品	产品图片	产品简介	主要功能特性
FA 工厂自动化零部件	直线运动零件		主要包括无油衬套、手动位移台、直线轴承、直线导轨、拖链、带座轴承、轴承、关节轴承、直线电机、滚珠丝杠、支座组件	主要为应用于自动化设备上各种直线运动功能的机械零件或组件，以实现不同精度、速度、距离、力矩直线运动应用场景要求
	传动零部件		主要包括联轴器、同步带、同步轮、平皮带、圆皮带、滚轮、齿轮、齿条、链轮、链条、万向节和同步带压块	主要为应用于自动化设备上各种传动功能的机械类零件，以实现不同传送距离、扭矩、精度、速度、稳定性等应用场景要求
	气动元件		主要包括气源处理元件、气动配件类、真空发生器、真空压力开关、气动接头、调速阀类、气缸、控制阀	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送的控制，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
	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	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	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

			支座、定位零件、导向零件、悬臂销、铰链销等	
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

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

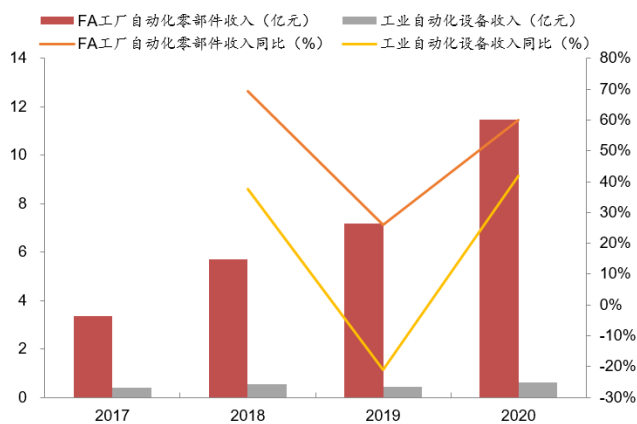
- 收入结构方面：**公司 FA 工厂自动化零部件业务收入由 2017 年的 3.36 亿元增长至 2020 年的 11.47 亿元，复合增速高达 50.61%，收入占比由 2017 年的 89.29% 提升至 2020 年的 94.84%。公司工业自动化设备业务收入由 2017 年的 0.40 亿元增长至 2020 年的 0.62 亿元，复合增速为 15.44%，2020 年收入占比为 5.11%。在公司 FA 工厂自动化零部件业务中，直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件、工业箱体结构部件、机械加工件占比较高，2020 年分别实现收入 3.47、2.28、1.72、1.17、1.12 亿元，占营业总收入的比重分别为 28.65%、18.83%、14.19%、9.65%、9.28%。
- 各项业务盈利能力方面：**2020 年，公司 FA 工厂自动化零部件业务毛利率为 43.80%，同比提升 1.44 个百分点；工业自动化设备业务毛利率为 44.9%，同比降低 5.35 个百分点。公司各项业务毛利率水平维持在 40% 以上，盈利能力较强。

图表 4：2020 年公司主营业务构成

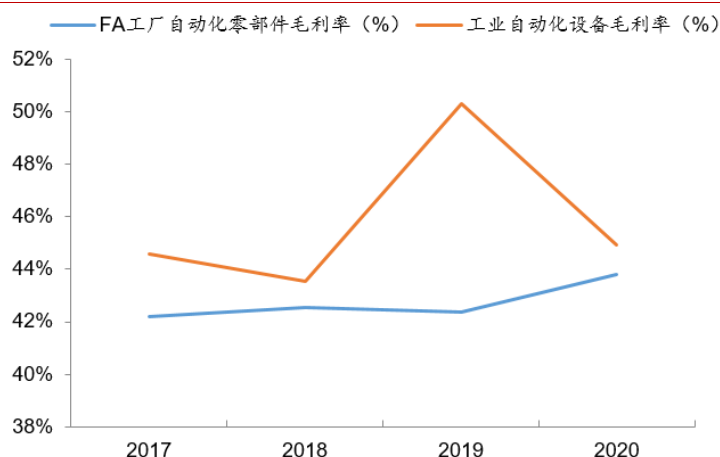


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 5：公司各项业务收入及增速情况



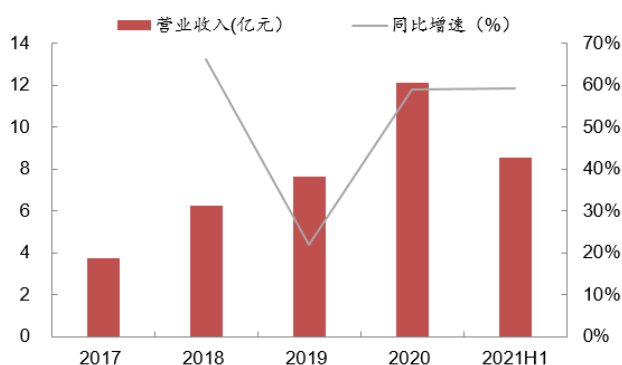
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：公司各项业务毛利率情况


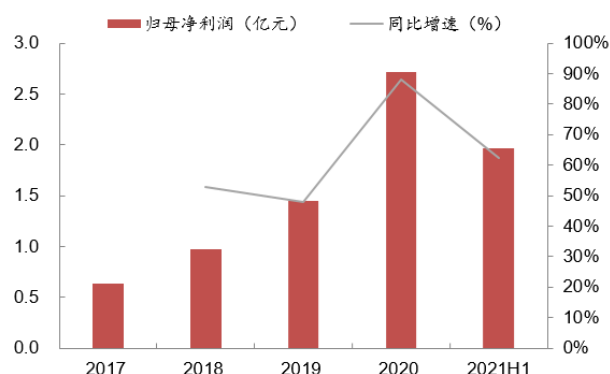
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3、财务分析：公司经营业绩快速增长，财务指标优异

- 公司营收和净利润保持快速增长。**公司成立以来持续完善产品体系，不断开拓市场，经营业绩得到快速增长。营业收入由 2017 年 3.76 亿元增长至 2020 年 12.10 亿，CAGR 达 47.64%；归母净利润由 2017 年 6382.11 万元增长至 2020 年 2.71 亿元，CAGR 达 61.93%，均呈现快速增长态势。2021 年上半年，公司实现营收 8.52 亿元，同比增长 59.09%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 62.50%。我们预计，随着公司智能制造供应链中心项目落地，供应链管理能力和自动化设备零部件供给效率进一步提升，公司业绩有望持续高增长。

图表 7：公司历年营业收入及同比增速


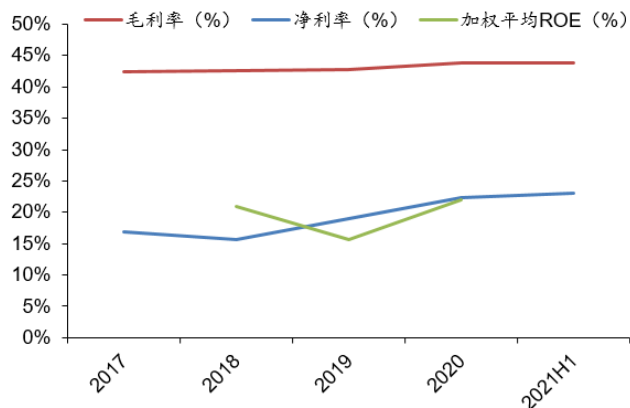
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司历年归母净利润及同比增速


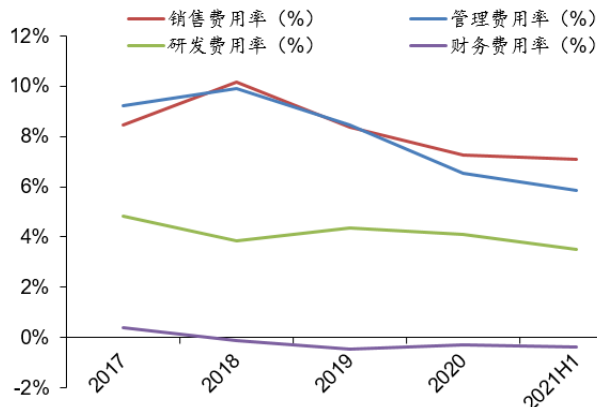
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 毛利率水平维持在 40% 以上，净利率水平持续提升。**公司作为业内优秀的一站式自动化零部件采购平台，凭借丰富的产品系列、高效的供应模式，成本管控能力突出，毛利率水平常年保持在 40% 以上。2021 年上半年，公司毛利率为 43.85%，同比提升 0.90 个百分点；净利率为 23.09%，同比提升 0.49 个百分点；加权平均净资产收益率为 13.51%，同比提升 3.09 个百分点；销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 7.01%/5.85%/3.49%/-0.36%，分别同比提升-0.03/-

0.40/0.21/0.14 个百分点，公司期间费用率不断优化。随着公司供应链管理进一步加强，自动化设备零部件供应效率提升，下游客户采购成本降低，公司盈利能力有望持续增强。

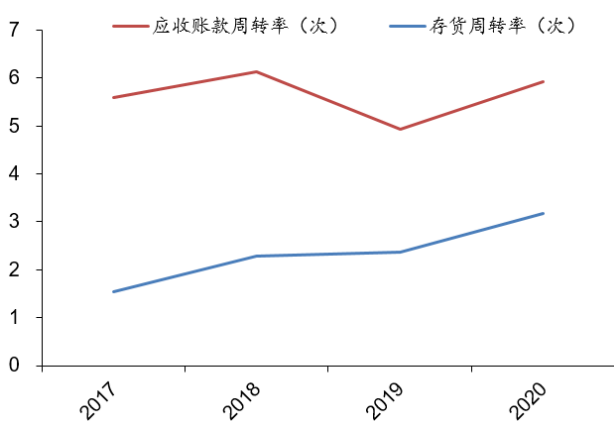
图表 9：公司毛利率、净利率、加权平均 ROE


来源：公司公告，中泰证券研究所

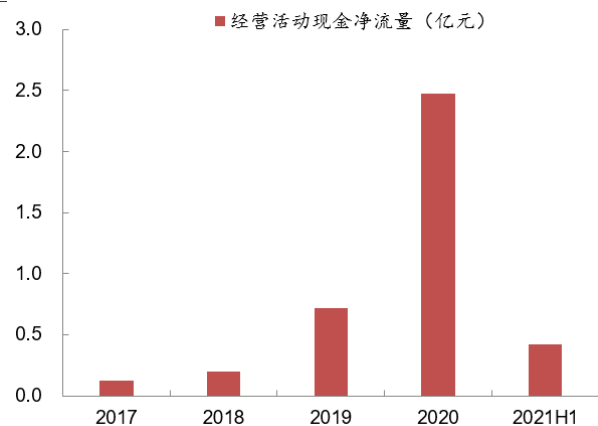
图表 10：公司期间费用率


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 营运能力不断增强，经营活动现金净流量快速增长。**2017-2020 年，公司应收账款周转率由 5.60 次提升至 5.93 次，存货周转率由 1.55 次提升至 3.17 次，营运能力持续提升。2020 年，公司经营活动现金净流量为 2.47 亿元，同比增长 244.75%。公司回款逐步加快，经营质量和经营效率持续提升。

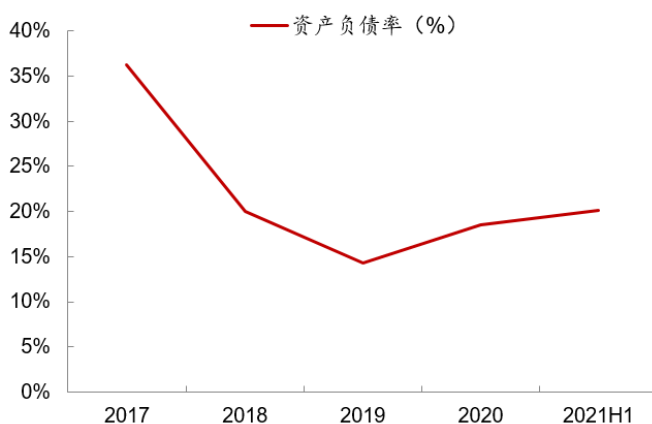
图表 11：公司应收账款周转率及存货周转率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12：公司经营活动现金净流量


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 资产负债率维持在较低水平。**公司资产负债率从 2017 年末的 36.26% 下降至 2021 年上半年末的 20.15%，虽然资产负债率自 2019 年后有所提升，但仍处于较低水平。公司近年来并无有息负债。

图表 13: 公司资产负债率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.4、股权结构: 公司股权较为集中

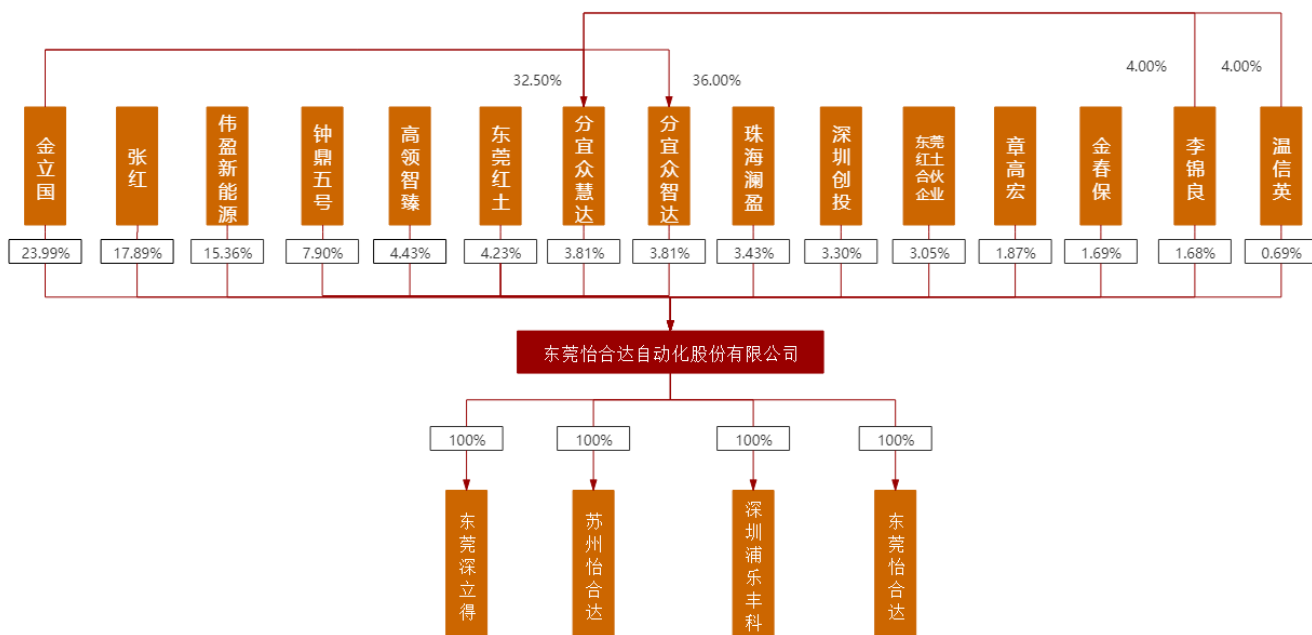
- 公司实际控制人为金立国、张红、章高宏、李锦良四人, 合计持有公司 45.43% 的股份。**金立国先生任公司董事长兼总经理, 直接持有公司 23.99% 的股份; 张红先生任公司董事、副总经理, 直接持有公司 17.89% 的股份; 章高宏先生任公司董事、副总经理, 直接持有公司 1.87% 的股份; 李锦良先生任公司副总经理, 直接持有公司 1.68% 的股份。分宜众志达与分宜众慧达为公司员工持股平台, 合计持有公司 7.62% 的股份; 金立国先生持有分宜众志达 36% 的股份, 持有分宜众慧达 32.5% 的股份。公司股权激励充分, 有利于调动公司管理层及员工的积极性。

图表 14: 公司前十大股东 (2021 年半年报)

股东名称	期末持股数量 (万股)	持股比例 (%)
金立国	8637	23.99%
张红	6441	17.89%
伟盈新能源科技(无锡)有限公司	5529	15.36%
苏州钟鼎五号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2845	7.90%
珠海高瓴智臻股权投资合伙企业(有限合伙)	1594	4.43%
东莞红土创业投资有限公司	1523	4.23%
分宜众慧达投资合伙企业(有限合伙)	1371	3.81%
分宜众志达投资合伙企业(有限合伙)	1371	3.81%
珠海澜盈投资合伙企业(有限合伙)	1235	3.43%
深圳市创新投资集团有限公司	1188	3.30%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 公司股权结构 (2021 年半年报)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2、自动化行业景气度维持高位, 市场规模持续提升

2.1、自动化行业产业链分析

- 自动化行业上游主要是钢材、铝材、铜材等原材料供应商和自动化零部件供应商, 下游主要是自动化设备厂商和终端设备使用厂商。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、自动装配设备、自动检测设备、自动包装设备及大型复杂功能的自动化线体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。

图表 16: 自动化产业链示意图



来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

- 政策利好推动自动化行业蓬勃发展。智能装备行业属于国家加快培育

和发展的七大战略性新兴产业中的高端装备制造产业。其技术应用范围较广，涉及国民经济的众多行业。为实现我国自动化行业持续、快速、健康发展，我国先后颁布了一系列鼓励行业发展的法律法规及政策。《中国制造 2025》将“推进信息化与工业化深度融合”作为战略任务和重点之一，提出“推进制造过程智能化，在重点领域试点建设智能工厂/数字化车间，加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理、增材制造等技术和装备在生产过程中的应用”；《中国国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》提出实施制造强国战略，实施智能制造工程，加快发展智能制造关键技术装备。

图表 17: 国家出台鼓励自动化行业发展相关政策

时间	部门	政策法规	相关内容
2016.12	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	紧紧把握全球新一轮科技革命和产业变革重大机遇，培育发展新动能，推进供给侧结构性改革，构建现代产业体系，提升创新能力，深化国际合作，进一步发展壮大新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等战略性新兴产业，推动更广领域新技术、新产品、新业态、新模式蓬勃发展，建设制造强国，发展现代服务业，为全面建成小康社会提供有力支撑。
2017.07	国务院	《工业电子商务发展三年行动计划》	推动中小企业交易方式和经营模式的网络化。鼓励中小企业依托第三方工业电子商务平台开展委托采购、联合采购、即时采购等网络采购新模式，降低运营成本，提升运营效率。支持中小企业基于电子商务平台，发展网络直销、社交电商等网络营销新模式，加快销售渠道拓展和品牌培育。
2017.10	国务院	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动制造企业应用精益供应链等管理技术，完善从研发设计、生产制造到售后服务的全链条供应链体系。推动供应链上下游企业实现协同采购、协同制造、协同物流，促进大中小企业专业化分工协作，快速响应客户需求，缩短生产周期和新品上市时间，降低生产经营和交易成本。
2018.01	国家发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	提升重大技术装备关键零部件及工艺设备配套能力。加快基础零部件、基础工艺和关键配套产品的研制及产业化，发展专用生产和检测装备，攻克基础工艺、试验验证等基础共性技术，建立健全基础数据库。
2018.06	中国工业和信息化部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020）》	初步形成各有侧重、协同集聚发展的工业互联网平台体系，在鼓励支持各省（区、市）和有条件的行业协会建设本区域、本行业的工业互联网平台基础上，分期分批遴选 10 个左右跨行业跨领域平台，培育一批独立经营的企业级平台，打造工业互联网平台试验测试体系和公共服务体系。
2018.08	中国工业和信息化部、国家标准化管理委员会	《国家智能制造标准体系建设指南》（2018 年版）	指出“智能制造”是落实我国制造强国战略的重要举措，加快推进智能制造，是加速我国工业化和信息化深度融合、推动制造业供给侧结构性改革的重要着力点，对重塑我国制造业竞争新优势具有重要意义。
2019.11	国家发改委、中国工业和信息化部	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	到 2025 年，形成一批创新活跃、效益显著、质量卓越、带动效应突出的深度融合发展企业、平台和示范区，企业生产性服务投入逐步提高，产业生态不断完善，两业融合成为推动制造业高质量发展的重要支撑。

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2、自动化行业蓬勃发展，景气度持续提升

- **自动化行业涵盖 3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等。**依托于自动化设备细分领域广阔的市场空间，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。受益于低碳环保理念以及社会科技的发展，自动化技术在 3C、汽车、新能源、光伏领域获得越来越广泛的应用。

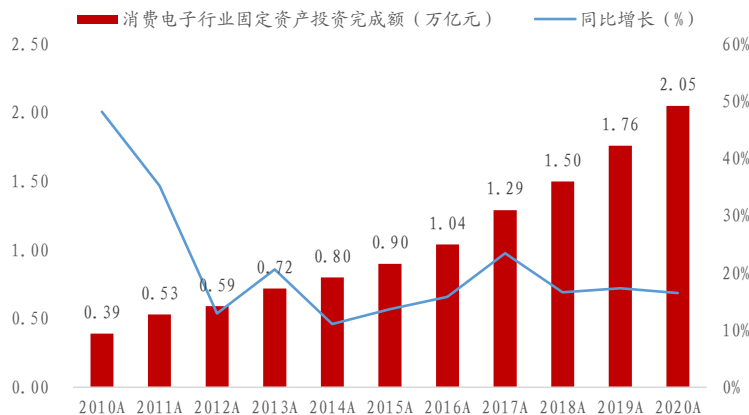
图表 18: 自动化技术服务领域



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **3C: 受益于 5G 手机渗透率提升，行业需求依旧强劲。**根据国家统计局统计，2010 年来，消费电子行业固定资产投资完成额持续增长，到 2020 年已达 2.05 万亿元，CAGR 为 18.05%。随着 5G 换机进程的推进，消费电子行业进入新一轮创新周期。根据 IDC 预测，5G 手机出货量占比将从 2020 年 19% 增长至 2024 年的 58%，5G 手机渗透率提升很大程度上拉动了近乎疲软的全球智能手机市场平稳增长。其中，2020 年中国市场的 5G 出货量占全球的比例高达 67.7%。预计未来中国 3C 市场整体将保持中高速增长态势，伴随市场内部精密产品比例提高，助推相关自动化设备需求持续增长。

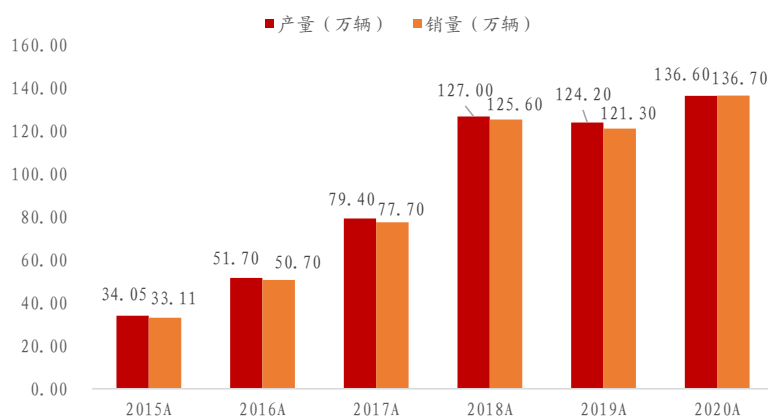
图表 19: 2010-2020 年消费电子固定资产投资完成额



来源：国家统计局，海目星招股书，中泰证券研究所

- 新能源汽车：技术变革+政策向好，新能源汽车技术前景广阔。**近年来我国新能源汽车市场高速发展，全国销量由 2010 年的 0.5 万辆增长至 2020 年 136.7 万辆，占全国汽车总销量约 5.4%。在能源技术变革及特斯拉等新兴科技企业的带动下，全球新能源汽车产业取得快速增长。根据我国工信部等起草的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，我国规划到 2025 年新能源汽车竞争力将明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%，并在 2030 年销量占比达到 40%，政策支持叠加市场需求，新能源汽车行业发展前景广阔，有望拉动自动化设备需求快速增长。

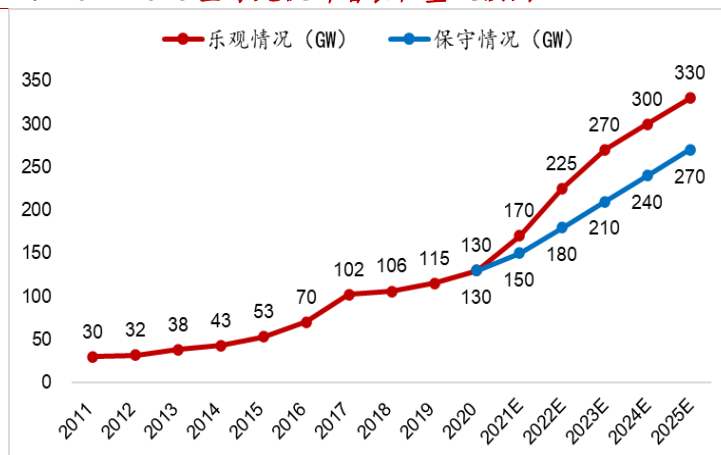
图表 20：2015-2020 年中国新能源汽车产销量



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

- 光伏：全球光伏装机量保持快速增长。**光伏发电在很多国家已成为清洁、低碳、同时具有价格优势的能源形式。不仅在欧美日等发达地区，在中东、南美等地区国家也快速兴起。截至 2015 年末，我国光伏累计装机量为 43.2GW；截至 2020 年末，我国光伏累计装机量为 253GW。2020 年，全球光伏新增装机规模达到 130GW，创历史新高。在光伏发电成本持续下降和新兴市场拉动等有利因素的推动下，全球光伏市场仍将保持快速增长（注：数据来源《2020 年中国光伏产业发展现状与产业链现状分析》、《我国光伏政策的回顾和展望》）

图表 21：2011-2025 全球光伏新增装机量及预测

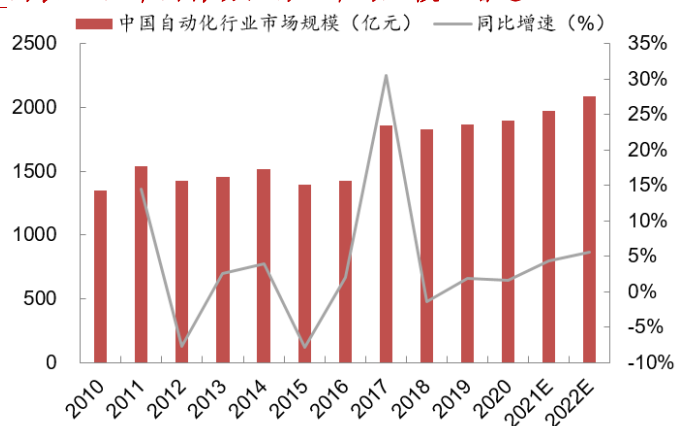


来源：CPIA，中泰证券研究所

2.3、自动化市场规模持续提升，发展前景广阔

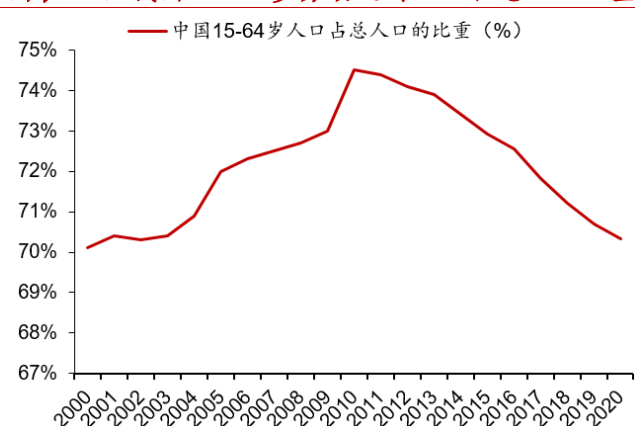
- 中国自动化市场规模接近 2000 亿元。**由于制造业广泛应用的使能技术，为满足人口增长所需要的大规模生产和供应链互联需求，以及政府在各个产业对工业自动化的大力推广，推动自动化市场蓬勃发展。根据 Reportlinker 的数据，全球工业控制与工厂自动化市场规模预计将从 2018 年的 1600 亿美元增长至 2024 年的 2695 亿美元，年均复合增长率将达到 9.08%。全球工业控制和工厂自动化市场的快速发展将带动自动化零部件采购需求持续高增。2019 年，中国自动化市场规模达到 1865 亿元，较 2018 年增长 1.8%；预计到 2022 年，中国自动化市场规模将达到 2085 亿元。随着“中国制造 2025”国家发展战略的推进，用工业自动化推动产业转型升级已成为行业共识，工业自动化在制造业的应用有望迎来爆发期。

图表 22：中国自动化行业市场规模及增速



来源：工控网，前瞻产业研究院，中泰证券研究所

图表 23：我国 15-64 岁劳动适龄人口占总人口比重

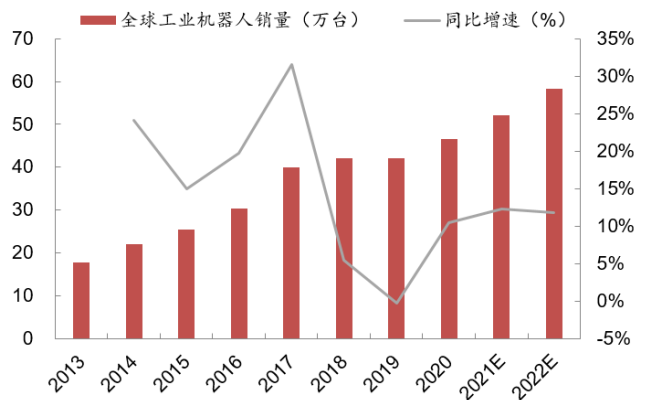


来源：国家统计局，中泰证券研究所

- 自动化设备的加速发展是我国推进产业结构升级的内在要求。**改革开放以来，我国凭借廉价劳动力优势逐渐发展成为制造业大国。但随着人口结构的变化，劳动力规模及其占总人口的比重已经出现了不同程度的下降。2010 年以来，我国 15-64 岁劳动力人口增长趋缓；从 2011 年开始，我国 15-64 岁劳动力人口占总人口比例出现持续下降，人口红利逐渐消失将导致劳动力成本上升。自动化设备可以帮助企业节省人力成本、改进生产工艺及提高产品良率，进而提高企业市场竞争力。因此，加速培育和发展自动化设备制造业，既是构建国际竞争新优势的迫切需要，也是转变经济发展方式的内在要求。
- 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) 预测，到 2022 年全球将销售 58.35 万台机器人，2019 年至 2022 年的年均复合增长率达到 11.51%。同时工业机器人的持续创新引爆其在生产制造中的应用，也进一步推动了工业自动化市场的蓬勃发展。随着“中国制造 2025”国家发展战略的推进，用工业自动化推动产业转型升级已成为行业共识，工业自动化在制造行业的应用也将迎来一个需求快速发展阶段。我国工业机器人产量由 2014 年 1.21 万套增长至 2020 年 23.71 万套，CAGR 高达 64.30%。由于公司自动化设备零部件主要客户群体为国内自动化设备厂商和终端设备使用

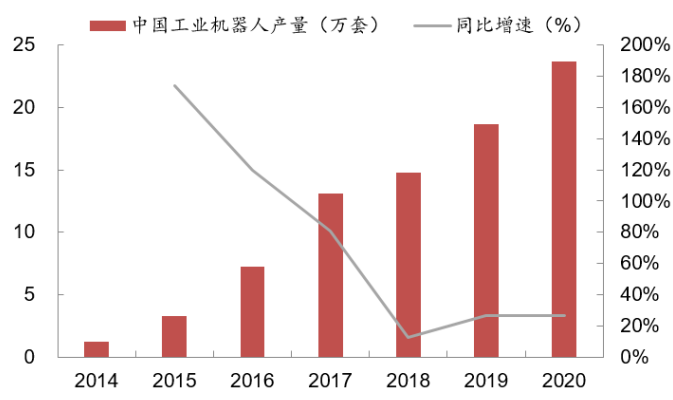
厂商，客户主要产品为服务于各细分领域和应用场景的工业机器人等相关自动化设备，因此国内工业机器人产量稳步增长，市场规模较大，为公司业绩增长创造了广阔的市场空间。

图表 24：全球工业机器人销量及增速



来源：国际机器人联合会、中泰证券研究所

图表 25：中国工业机器人产量及增速



来源：国家统计局、中泰证券研究所

3、对标米思米和坚朗五金，公司发展模式清晰

3.1、米思米：全球 FA 工业自动化零部件供应商龙头

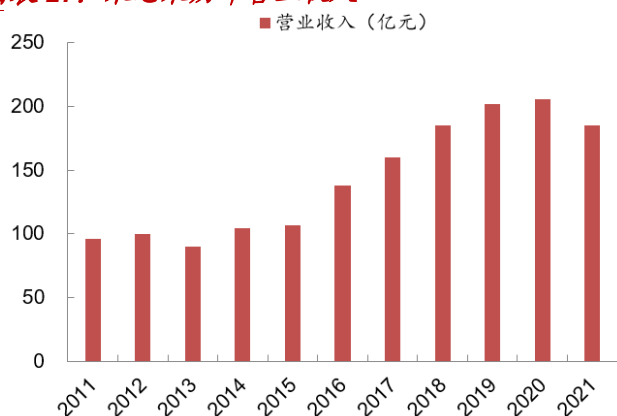
- **米思米已发展成为全球 FA 工业自动化零部件供应商龙头。**米思米成立于 1963 年 2 月，在日本东京证券交易所市场上市。米思米由商社起步，专注于电子设备和轴承的销售，1977 年 1 月出版第一版服务于注塑模具的标准组件的印模目录手册，1988 年 9 月出版第一版自动化标准零部件目录，2005 年收购 SURUGASEIKICO.,LTD.，实现从机械商社向“产品制造公司”的转型。米思米（中国）是米思米于 2002 年在上海成立的全资子公司，主要为客户提供 FA 工厂自动化零部件、模具零件、电子部件、工业工具、保养/维护用品等各种零件。米思米目前主要业务包括 FA 事业、模具零件事业和 VONA 事业。其中：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；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；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。除提供生产设备相关零件外，米思米还提供制造副资材及消耗品等。
- **高品质、低成本、短交期，米思米竞争优势凸显。**米思米经销商品品类数量达到 2670 万种；总客户数 30.14 万家，其中：日本 11.62 万家，日本以外 18.51 万家；日本国内标准交货日期为 2 天，交期遵守率 99.96%。米思米旗下工业电子商务平台为“MISUMI-VONA”，为客户提供 FA 工厂自动化零部件、模具零件、电子部件、工业工具、保养/维护用品等各种零件。在产品供应模式方面，米思米成立了专门的“VONA 事业部”，经销米思米自主品牌以外的品牌产品，2019 财年至 2020 财年 VONA 事业销售占比分别为 32.91%和 31.72%。

图表 26: 米思米 FA 工厂自动化零部件主要产品分类

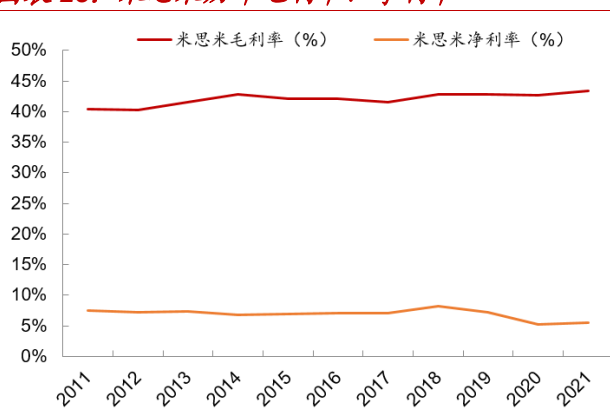
产品分类	主要产品品类
直线运动零件	线性导向轴、导向轴支座、固定环、直线轴承、滚珠导轨、无油衬套/垫圈、无油板/导轨、直线导轨、滚珠丝杆、支座组件、驱动器等
滑台、光学部品、检查用部品	自动滑台、手动滑台、光电子相关零件、简易调整组件等
轴承/凸轮轴承随动器/旋转零件	轴承、轴承用附件、轴承组件、轴承座、铰链销等
气动/液压设备	气缸/旋转执行器、气缸连接零件等
铝合金型材/管材	铝合金型材/机架、管材、铝合金型材标准组件、支柱/支柱固定夹/支座等
输送机/滚轮/传送零件	带式输送机、平皮带/带轮、传送链条/链轮、滚轮等
联轴器/带轮/传动零件	联轴器/轴接头、同步齿形带、带轮、齿轮等
定位/固定零件	定位销/衬套、调整螺钉/调整块、定位导向零件、固定等
脚轮/调整块、支柱、面板	脚轮、车轮、调整块、固定板等
电子、电气零部件	连接器、开关按钮、电线电缆、箱体、多层信号灯、开关电源、PLC 等
其他小零件	门零件/外装零件、弹簧/冲击保护、调整连接零件/磁铁、温度调节零件

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **米思米营收规模达 200 亿元左右，毛利率水平维持在 40% 以上。**2021 财年，米思米实现营收 185.05 亿元，受疫情影响较 2020 财年的 205.37 亿元有所下降。米思米毛利率常年维持在 40% 以上；2021 财年，净利率为 5.53%，净利率水平相对较低。

图表 27: 米思米历年营业收入


来源：wind，中泰证券研究所（注：米思米财年的报告期为上年度 4 月 1 日至本年度 3 月 31 日）

图表 28: 米思米历年毛利率、净利率


来源：wind，中泰证券研究所

- **对标米思米，怡合达未来发展可期。**近年来，怡合达各项业务和财务指标不断缩小与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。2018-2020 年，米思米中国市场收入由 33.51 亿元降低至 33.04 亿元；怡合达 FA 工厂自动化零部件收入由 5.69 亿元增长至 11.47 亿元，年均复合增长率为 42%。

图表 29: 怡合达与米思米关键业务、财务数据对比

项目	米思米	怡合达
品类	经销商品类数量达到 2670 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	2019、2020 年，FA 工厂自动化零部件收入分别为 7.17 亿元、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	2019、2020 年，净利润分别为 1.44 亿元、2.71 亿元
毛利率	2019、2020 财年，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%、43.80%

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2、坚朗五金：国内建筑五金行业集成供应商龙头

- **定位中高端的五金行业龙头。**坚朗五金创建于 2003 年，并于 2016 年在深交所上市，主要从事中高端建筑五金系统及建筑构配件等相关产品的研发、生产和销售。经过多年的发展，坚朗五金已成为建筑五金领域的著名品牌，旗下拥有“坚宜佳”、“海贝斯”、“泰泰”、“莱法特”等知名品牌，是国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一。
- **客户结构分散，直销贴近市场需求。**建筑五金行业市场分散，渠道建设和布局尤为重要。建筑五金渠道模式主要分为直销、经销、网络销售三种，坚朗五金目前主要以更贴近市场需求、精准度更高的直销渠道为主。直销销售模式直接将产品提供给客户，同时提供技术服务，更能够主动贴近市场需求。坚朗五金直销客户数量众多，主要客户群体包括幕墙企业、门窗企业、工程公司等。同时公司客户分散，集中度低，2012 年至 2020 年坚朗五金前五大客户占比逐年降低，2020 年仅为 3.58%。

图表 30：三种渠道模式对比

模式	渠道	优势	劣势	企业类型
直营	自建销售渠道	主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务，有利于客户关系的维护。	渠道建设成本较高，企业管理难度较大。	大型企业
经销	传统五金商店、五金建材市场、五金连锁超市等	短时间内提高产品的铺货率及市场覆盖面，快速抢占市场	经销商对相关专业知识的缺乏，导致在经销过程中容易出现产品设计选用错误带来的工程问题。	中小型
网络销售	电商	方便、快捷、覆盖面广；突破了传统模式时间和空间的限制，有助于降低成本，提升了五金企业的利润空间。	体验感不强	普通适用

来源：坚朗五金公司公告、中泰证券研究所

- **怡合达作为自动化零部件一站式供应商，经营模式与坚朗五金类似。**怡合达订单存在小批量、高频次、多样化的特点，下游客户结构分散。公司通过直接赋能工程师的方式促成采购需求，主动贴近市场，更好地把握市场动态。

- **全流程信息化管理体系，带来运营效率整体提升。** 坚朗五金各主流业务系统均采用全球最大的系统集成解决方案供应商 ORACLE（甲骨文公司）提供的系统平台，涵盖和整合了供应链、客户关系、计划及生产制造、成本及财务管理，打通了端到端的整个业务链条。此外，坚朗针对小 B 端及 C 端引流客户开发了线上服务平台-坚朗云采，云采是坚朗自主设计开发的一站式建材采集服务平台，围绕“服务，支持，减负，增效”的目标，打造“线上线下一体化”的新型业务模式。
- **怡合达持续提升供应链管理和平台化运营能力，形成“线上+线下”的销售服务模式。** 公司建立了怡合达 FA 工业电子商务平台，将自动化设备所需 FA 工厂自动化零部件分别制图、选型和采购的传统模式，转变为一站式采购模式，提高客户选型和采购效率。公司以产品标准化为基础，通过高效的供应链管理、集约化方式，为客户提供“多、快、好、省”的一站式采购服务，有效解决了下游行业痛点，提升小微型订单服务效率。

图表 31：坚朗云采首页页面



来源：坚朗五金公司官网，中泰证券研究所

图表 32：怡合达 FA 电子商务平台一站式采购模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **坚朗五金复用渠道实现“轻资产”品类扩张具备坚实基础。** 坚朗五金拥有的“坚朗”、“坚宜佳”、“海贝斯”、“新安东”、“GTI”（秦泰）等品牌已经成为建筑五金行业的著名品牌。坚朗五金选择生产、销售与现有模式存在互补和高度协同的行业和品类进行关联产业的并购或战略合作。在这种模式下，坚朗五金本身不直接生产产品，而是通过品牌合作或 OEM 模式进行“试错式”切入。若产品获得良好的市场反馈，坚朗五金则会通过参控股的形式推进合作，合作方后续则专注于该品类的生产。集中单一品类的生产有助于实现生产过程中的规模效应，降本增效；对坚朗五金本身而言，也实现了“轻资产”的高效品类扩张。具体来看，坚朗作为集成化平台，最容易切入的是品牌敏感度低、非标属性高的品类。这种品类在价格、品质方面透明度低，品牌效应不强。客户购买此类产品时更倾向于直接对接综合供应、服务能力和品牌信任度优势明显的坚朗。坚朗五金借助渠道优势，持续扩大和延伸公司产品线，致力于将坚朗五金打造成为建筑配套件集成供应商。

4、渠道优势突出，平台化管理打造自动化零部件龙头供应商

4.1、一站式供应能力突出，供应链管理优势明显

- 一站式采购服务优势突出。**在 FA 工厂自动化零部件传统采购模式下，客户一般由工程师针对各个零部件分别制图、选型、提交需求申请，由采购部门执行物料采购。在自动化零部件设计和采购过程中，客户往往面临设计耗时长、采购效率低、采购成本高、品质不可控、交期不准时等共性问题。客户在使用公司提供的产品目录手册、3D 选型光盘（电子目录）、网上选型采购系统和其他辅助工具后，可以快速获取产品 3D 模型，线下或在线完成选型、下单，并可即时获取报价、交期等信息。客户由传统模式下的“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”方式，有效缩短客户设计、采购时间，提高效率。目前，公司下设 58 个产品中心，已成功开发涵盖 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，为客户提供丰富的产品一站式采购服务体验。

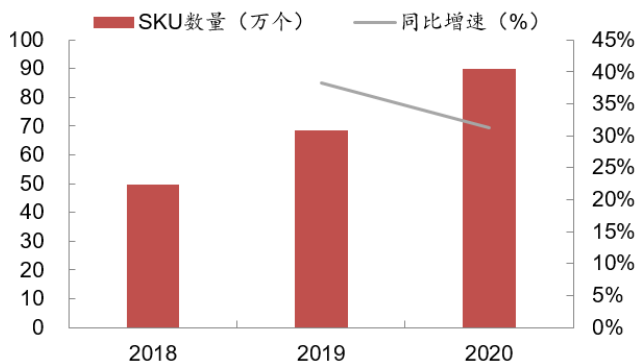
图表 33：FA 工厂自动化零部件行业共性问题及公司解决方案

序号	主要方面	行业共性问题	公司解决方案
1	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。
2	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；零部件非标化属性，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。
3	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。
4	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。
5	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。

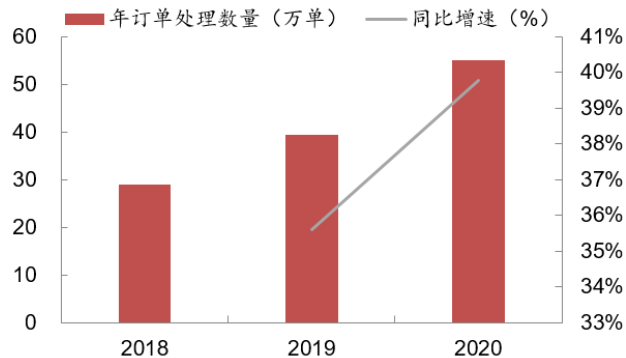
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 本地化服务逐步完善。**公司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服务支持。
- 供应链管理优势明显。**针对 FA 工厂自动化零部件订单小批量、高频次、多样化特点，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确保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；累计成交客户数突破 4 万家，服

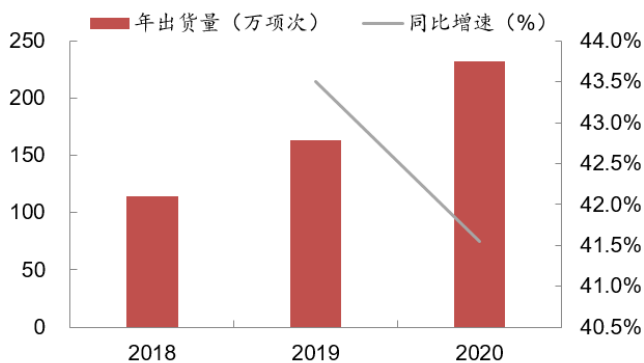
务 3C、汽车、新能源、光伏等众多行业，具有较高的品牌知名度。公司已通过 ISO9001: 2015 质量管理体系认证，供应商来料检验合格率和自制品检验合格率控制在 95% 以上，品质客诉率低于 1%。

图表 34: 公司 SKU 数量及同比增速


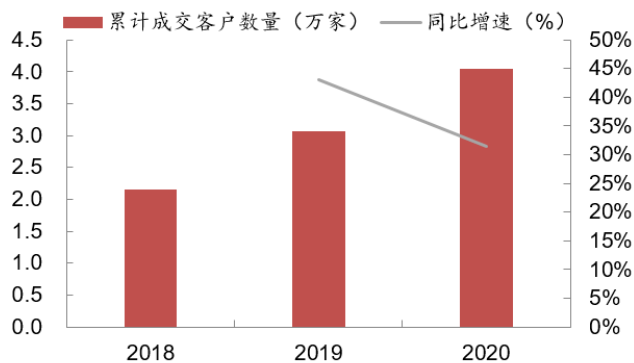
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 35: 公司年订单处理数量及同比增速


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 36: 公司年出货量及同比增速


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 37: 公司累计成交客户数量及同比增速


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- OEM “试错式” 切入，易于实现品类扩张。**在 OEM 供应下，公司将主要的生产工序交由 OEM 厂商完成。OEM 厂商根据公司提供的设计图纸、BOM 清单、工艺标准、质量标准等进行生产，向公司交付成品。在这种模式下，公司本身不直接生产产品，而是通过品牌合作或 OEM 模式进行“试错式”切入。集中单一品类的生产有助于实现生产过程中的规模效应，降本增效；对公司本身而言，也实现了自动化零部件的高效品类扩张。

图表 38: 公司产品主要供应方式

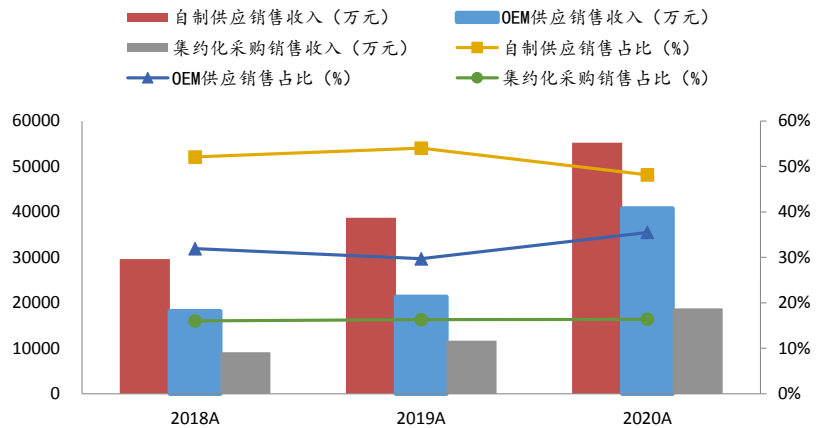
供应名称	供应方式	适用场景
自制供应	由于自动化设备定制化属性导致自动化设备零部件设计缺少统一标准，产品系列多、可选型号广，传统订单式生产和备库生产均难以满足客户高品质、低成本、短交期的要求。公司选定部分型号产品，在标准化设计和选型开发后，进行全工序自制或半成品追加加工，以加快订单响应速度。	市场上供应零散、无统一标准型号的 FA 工厂自动化零部件。
OEM 供应	公司综合考虑市场需求、产能、生产成本、质量、交期等因素，在对产品进行标准化设计、产品选型以及确定工艺标准和质量控制标准后，开发有合作意愿和能力的生产制造企业进行 OEM 生产，打造怡合达品牌产品。	
集约化采购	为满足客户一站式采购需求，公司对部分已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动化零部件进行集约化采购。公司产品中心将自动化零部件价格信息按照与各供应商签订的协议统一录入到系统“采购信息录入”模块。采购	市场上已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动

部可以从系统中经询价模块自动选择最优价格，从而快速确定供应商、生成采购订单，提高采购效率。	化零部件。
---	-------

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **自制供应与 OEM 供应为公司主要供应方式。**2020 年，公司自制供应、OEM 供应、集约化采购收入分别为 5.52、4.07、1.88 亿元，收入占比分别为 48.14%、35.48%、16.38%。2018-2020 年，公司“自制+OEM 供应”合计收入占比分别为 83.99%、83.72%和 83.62%。公司借助渠道优势，持续扩大公司产品线，品类扩张带动经营业绩持续上升，逐步将公司打造成国内自动化零部件龙头供应商。

图表 39：2018-2020 年公司各产品供应模式销售收入及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2、信息数字化、平台化建设持续完善

- **公司持续推进信息化系统建设。**为适应自动化设备零部件订单小批量、高频次、短交期的特点，公司对 ERP 进行深度定制开发，在满足一般物流和财务核算功能基础上，还开发了包括 SCM 供应链管理系统、MES 生产执行系统、WMS 智能仓储系统、BI 数据分析系统等众多模块，建立了一套适应业务发展的信息化系统。此外，公司通过连接协议，已部分实现 ERP 信息系统与上游供应商、下游客户的系统对接，逐步将 ERP 信息系统向集采购、审批、物流、结算于一体的集成系统方向发展。公司通过对关键数据的采集、处理和分析，确保从订单、生产、采购到交付的全环节信息化管理，提高订单响应速度，缩短交付周期。

图表 40：公司信息化系统建设

系统名称	所属环节	系统功能模块
SCM 供应链管理系统	采购	订单管理、交期管理、送货管理、对账管理等。
MES 生产执行系统	生产	机床数据采集系统、智能排产系统、电子看板系统、车间工序条码管理。
WMS 智能仓储系统	仓储	物料条码管理、分区管理、货位管理、分拣亮灯系统，快递合包、电子面单打印、快递对账等功能管理。
BI 数据分析	销售	销售订单、销售发货、客户订单、交期、客诉等

系统	分析管理。
----	-------

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司通过数字化产品数据库和电商交易系统，确保客户所选即所需，提升客户设计、选型和采购效率。为了帮助工程师更好的直接选择产品，公司开发了 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。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，极大提升客户设计、选型和采购效率。目前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。

图表 41：公司产品纸质、电子目录



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 42：公司信息化系统建设



来源：公司官网，中泰证券研究所

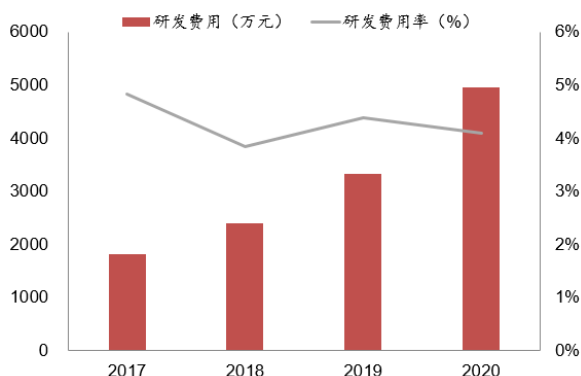
- 公司是国内同时拥有自动化零部件自主研发、生产、线下服务、线上商城的一站式采购平台。基于对自动化设备所需零部件应用场景的研究，公司建立了自动化零部件的产品开发、研发、制造体系，由产品中心按照细分品类进行产品开发工作，确定选型标准；由研发中心从工艺、材料等方面提升产品研发深度，掌握各项产品研发、生产的技术特性（即 Know-How）。同时，公司建立了 12 个销售工程师团队和 19 个销售办事处的专业线下服务团队来快速响应客户需求，提升客户本地化服务能力。此外，为有效积累客户资源、提升小微型订单服务效率，公司建立了怡合达 FA 工业电子商务平台（www.yhd.com）。客户不仅能通过线下下单，还可以通过电商平台在线上直接完成产品选型、询价、订单生成、款项支付的全过程操作，并可以使工程师无需图纸即可根据设计需求选择型号，提升工程师设计效率。

4.3、研发投入持续加大，品牌和客户资源优势突出

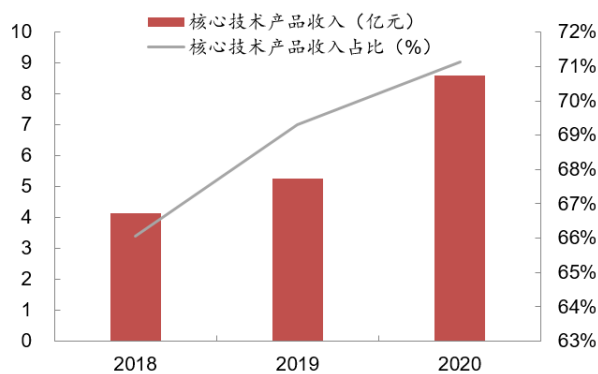
- 产品开发和深度研发优势明显。针对 FA 工厂自动化零部件专业化、个性化、多样化特点，公司从满足客户需求出发，以产品标准体系为基础，区分客户应用场景对原有非标准型号产品标准化、对已有标准型号产品系列化和模块化，并结合 3D 模型下载、客户现场走访调研反馈、电商

平台数据，持续优化产品品类、标准，强化产品适用性。公司逐步构建起以客户需求为牵引，以产品中心和研发中心为执行，以产品宽度和深度建设为方向、以产品客户购买覆盖率为反馈的产品开发体系。

- 研发投入持续加大，核心技术产品收入占比持续上升。**标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营等能力是公司业务开展的核心。公司在产品标准基础上，公司从工艺、材料、性能、精度、成本等方面着手，持续深化对自动化零部件细分品类产品的理解和运用，并在此过程中形成各细分品类的核心技术。2020年，公司研发投入为4960.32万元，同比增长48.88%，研发投入占营业总收入的比重为4.10%。目前公司及子公司已取得195项专利，其中187项实用新型专利、8项外观设计专利。公司核心技术产品收入占比由2018年66.07%上升至2020年71.13%，占比持续上升。

图表 43：公司研发费用及研发费用率


来源：wind，中泰证券研究所

图表 44：公司核心技术产品收入及其占比


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

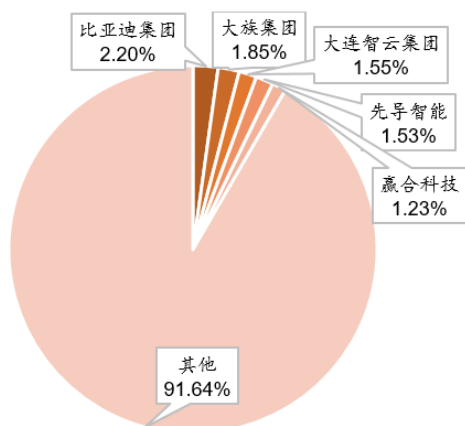
图表 45：公司在研项目一览

项目名称	预计经费	内容及目标	研发阶段
基于锂电自动化设备可调间隙双轴防尘框体机构技术研发	150 万元	在锂电设备机柜上能够使柜门和柜体的间隙达到最小化，能够最大限度的防止外部粉尘进入到柜体内。采用铆接工艺，连接牢固，间隙小；采用连杆机构原理，实现一定的运动规律，准确或近似地沿给定的轨迹运动，可以当运动机构使用；连杆设计本身可以打开最大角度 180 度，连杆组件上加有调节螺丝，利用调节螺丝来调节铰链打开的角度。调节简单方便，达到通用于锂电设备、精密电子设备和仪表类仪器设备等。	工艺开发阶段
高负载精简化斜面升降电动滑台及丝杠转台研发	220 万元	将电机控制丝杆螺母安装座的水平运动转化为所述升降平台的垂直运动，运动转换采用特殊的三角形楔形块的形式，减少机台的冗杂性，减少故障率和提高机台精度到达纳米级别。	工艺开发阶段
双排磁铁式及升降巡回直线电机模组机构研发	220 万元	高转速、高精度的直线电机升降巡回线台及双排磁铁式直线电机，能承受重载，产生双倍推力，包覆性强，并具有兼容性。	工艺开发阶段
降噪无尘双层开闭及缆线收纳开闭式保护连接组件技术研发	230 万元	在保护链条移动时，连接处产生噪音极小，在高速移动时也能够实现较安静的工作环境；侧板不连接接触、减少摩擦产生的灰尘；运用于无尘车间。	工艺开发阶段
单轨承载同步传	220 万元	采用内部单轨道承载、传动带与轨道竖直分布使其体积小	工艺开发阶段

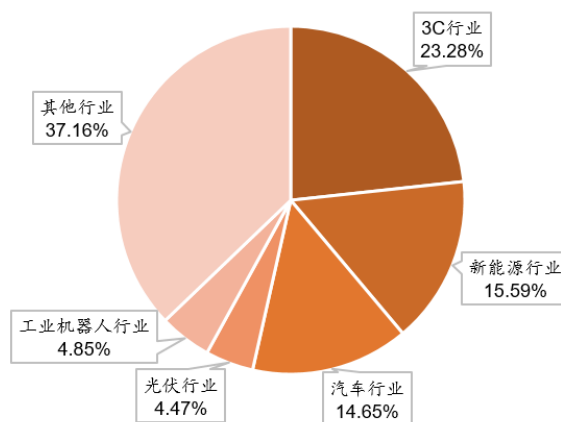
动单轴机器人及底座机构研发		巧；解决单轴机器人的安装螺孔的孔距需要依不同机架安装孔位而定制的麻烦；降低成本，可以灵活增加附件以增加安装刚性或其他功能。	
---------------	--	---	--

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 品牌和客户资源优势突出。**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。目前，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。
- 公司下游行业分布广泛。**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和主要客户的依赖，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。2020 年，公司在 3C、新能源、汽车、光伏、工业机器人行业的占比分别为 23.28%、15.59%、14.65%、4.47%、4.85%，合计收入占比超过 60%。依托于自动化设备细分领域广阔的市场空间，公司未来发展可期。

图表 46：2020 年公司 FA 工厂自动化零部件前五大客户销售收入占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：2020 年公司下游行业销售分布情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司客户群体为自动化设备厂商和终端设备使用厂商，主要客户均为行业内规模较大、品牌知名度较高的企业。**在 3C 行业，公司主要客户有大族集团、珠海诚邦达、博众精工、安费诺、歌尔集团等；在新能源行业，公司主要客户有比亚迪、先导智能、赢合科技、海目星、利元亨、科瑞集团等；在汽车行业，公司主要客户有华生集团、上工富怡、宜宾天工机械等；在光伏行业，公司主要客户有江松科技、德龙集团、奥特维、小牛自动化、帝尔激光等；在工业机器人行业，公司主要客户有博智林机器人、拓斯达、新松机器人、浙江大华科技等。公司与主要客户合作时间较长、订单量快速增长，合同条款中定价政策、结算方式、信用政策较为稳定，交易具有连续性和持续性。2020 年，公司 FA 工厂自动化零部件前五大客户分别为比亚迪、大族集团、大连智云集团、先

导智能和赢合科技，销售收入占比分别为 2.20%、1.85%、1.55%、1.53%、1.23%，公司单一大客户销售占比较低，对单一大客户的依赖性不强。

5、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是我国 FA 工厂自动化零部件一站式供应龙头企业，在标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营、信息与数字化能力等领域已形成较强竞争优势。公司逐渐建立起自动化零部件的标准化体系，并编制了多本产品标准选型手册；可提供多达 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，能够不断为客户提供高品质、低成本、短交期的产品，有效解决客户设计耗时长、采购效率低、采购成本高、品质不可控、交期不准时等行业痛点。公司采用“自制、OEM 供应、集约化采购相结合”的产品供应模式，实现自动化零部件的高效品类扩张；并建立了 FA 工业电子商务平台，提升运营效率。受益于自动化行业的快速发展，公司经营业绩有望持续快速增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.19、6.11、8.60 亿元，对应 PE 分别为 86.80、59.55、42.32 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 48：公司业绩拆分

主营业务	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	假设条件
FA 工厂自动化零部件	销售收入 (百万元)	717	1147	1778	2579	3610	1、受益于自动化行业的快速发展，自动化设备需求持续旺盛，公司未来发展前景广阔。 2、假设公司产品品类持续拓展，不断满足客户一站式采购需求，为客户提供高品质、低成本、短交期的产品。 3、公司通过整合供应商资源，与供应商协同发展，逐步建立起互利共生的供应生态体系，形成稳定高效的产品供应能力。
	销售收入 YoY (%)	26.03%	60.00%	55.00%	45.00%	40.00%	
	毛利率 (%)	42.36%	43.80%	44.00%	44.10%	44.20%	
	毛利润 (百万元)	304	503	782	1137	1596	
工业自动化设备	销售收入 (百万元)	44	62	87	117	152	
	销售收入 YoY (%)	-21.07%	41.77%	40.00%	35.00%	30.00%	
	毛利率 (%)	50.31%	44.94%	45.00%	45.00%	45.00%	
	毛利润 (百万元)	1	28	39	53	68	
其他业务	销售收入 (百万元)	0.34	0.55	0.85	1.23	1.60	
	销售收入 YoY (%)	-34.64%	61.77%	55.00%	45.00%	30.00%	
	毛利率 (%)	88.52%	30.73%	50.00%	50.00%	50.00%	
	毛利润 (百万元)	0.30	0.17	0.42	0.62	0.80	
合计	销售收入 (百万元)	761	1210	1866	2697	3764	
	销售收入 YoY (%)	21.81%	58.96%	54.23%	44.54%	39.56%	
	毛利率 (%)	48.91%	47.16%	44.05%	44.14%	44.23%	
	毛利润 (百万元)	372	570	822	1190	1665	
	合计毛利润 (百万元)	761	1210	1866	2697	3764	

来源：wind，中泰证券研究所

图表 49：可比公司估值

公司	代码	2021/9/15 股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
坚朗五金	002791.SZ	140.78	2.54	3.70	5.12	6.78	55.43	38.09	27.50	20.75
密尔克卫	603713.SH	100.27	1.86	2.52	3.40	4.42	53.78	39.85	29.53	22.68
光云科技	688365.SH	15.27	0.24	0.26	0.31	0.43	63.63	59.44	48.99	35.60
国机精工	002046.SZ	12.72	0.12	0.34	0.47	0.57	107.07	37.05	26.78	22.16
均值							69.98	43.61	33.20	25.30

来源: wind, 中泰证券研究所 (注: 坚朗五金、密尔克卫、光云科技、国机精工 EPS、PE 来自 wind 一致性预测)

6、风险提示

- **模式创新失败风险。**若公司标准体系、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不利影响的风险。
- **下游行业需求大幅下滑风险。**公司所处下游行业为国内自动化设备行业,包括 3C、汽车、新能源、光伏等众多细分领域,若下游行业出现大幅下滑,对公司经营业绩将会造成较大影响。
- **市场竞争加剧风险。**公司隶属于自动化零部件细分行业,不但面临着米思米等大型跨国企业竞争,也在各细分产品领域也与较多中小型制造商、品牌商和经销商展开竞争。若公司无法保证产品的品质、交期和成本,或者商业模式被外部竞争者模仿或赶超,公司未来产品和服务的优势将缩小,对客户的吸引力和粘性将有所下降,存在市场竞争加剧的风险。
- **募投项目推进不及预期风险。**公司募投项目的可行性分析是基于当前市场环境及公司实际经营状况做出。但由于市场环境具有不确定性,公司如果不能在市场开拓、产品开发、供应链管理等方面有效应对,将会对项目实施进度、产能消化、投资回报和公司的预期收益产生不利影响。
- **业绩不及预期风险等。**公司主营业务产品如果生产、销售、交付不及预期,可能对经营业绩产生重要影响。
- 研报使用的信息存在更新不及时的风险。

图表 50: 公司盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	581	765	1,057	1,529	营业收入	1,210	1,866	2,697	3,764
应收票据	50	63	69	85	营业成本	679	1,044	1,506	2,099
应收账款	236	360	498	681	税金及附加	7	11	15	21
预付账款	8	12	17	24	销售费用	88	136	196	273
存货	236	355	500	690	管理费用	79	119	170	233
合同资产	10	16	23	32	研发费用	50	75	108	151
其他流动资产	94	143	208	291	财务费用	-3	-2	-2	-3
流动资产合计	1,205	1,698	2,349	3,300	信用减值损失	-7	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	60	67	73	78	投资收益	5	5	5	5
在建工程	336	430	524	568	其他收益	6	6	6	6
无形资产	34	43	46	48	营业利润	312	482	702	987
其他非流动资产	31	32	33	33	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	461	572	676	727	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,666	2,270	3,025	4,027	利润总额	313	483	703	988
短期借款	0	0	0	0	所得税	42	64	92	128
应付票据	0	8	14	16	净利润	271	419	611	860
应付账款	192	313	456	642	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	271	419	611	860
合同负债	38	58	84	117	NOPLAT	268	417	609	857
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.75	1.05	1.53	2.15
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	72	110	158	218	主要财务比率				
流动负债合计	302	489	712	993	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	59.0%	54.2%	44.5%	39.6%
其他非流动负债	6	6	6	6	EBIT增长率	90.4%	55.3%	45.7%	40.6%
非流动负债合计	6	6	6	6	归母公司净利润增长率	88.0%	54.4%	45.8%	40.7%
负债合计	308	495	718	999	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,358	1,774	2,305	3,025	毛利率	43.9%	44.0%	44.1%	44.2%
少数股东权益	0	1	2	3	净利率	22.4%	22.5%	22.7%	22.8%
所有者权益合计	1,358	1,775	2,307	3,028	ROE	20.0%	23.6%	26.5%	28.4%
负债和股东权益	1,666	2,270	3,025	4,027	ROIC	22.1%	26.0%	28.9%	30.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	18.5%	21.8%	23.7%	24.8%
					债务权益比	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
					流动比率	4.0	3.5	3.3	3.3
					速动比率	3.2	2.7	2.6	2.6
					营运能力				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
经营活动现金流					应收账款周转天数	61	57	57	56
现金收益	281	430	623	873	应付账款周转天数	83	87	92	94
存货影响	-43	-118	-145	-190	存货周转天数	114	102	102	102
经营性应收影响	-89	-138	-146	-204	每股指标 (元)				
经营性应付影响	47	129	150	188	每股收益	0.75	1.05	1.53	2.15
其他影响	52	-34	-41	-47	每股经营现金流	0.62	0.67	1.10	1.55
投资活动现金流					每股净资产	3.39	4.43	5.76	7.56
资本支出	-248	-123	-118	-67	估值比率				
股权投资	0	0	0	0	P/E	121	87	60	42
其他长期资产变化	-22	0	1	0	P/B	24	20	16	12
融资活动现金流					EV/EBITDA	161	105	73	52
借款增加	0	0	0	0					
股利及利息支付	-29	-80	-139	-180					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-1	118	107	99					

来源: 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。