

2021年12月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

怡合达(301029):深耕工控长尾市场,受益新兴产业发展

推荐(首次)

投资要点

分析师: 范益民

执业证书编号: S1050521110003

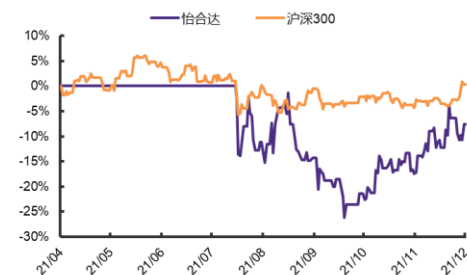
邮箱: fanyim@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-11

当前股价(元)	101.49
总市值(亿元)	406.0
总股本(百万股)	400.0
流通股本(百万股)	33.8
52周价格范围(元)	81-118.05
日均成交额(百万元)	167.2

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

工厂自动化零部件一站式供应国产龙头

公司为工业自动化设备企业提供零部件一站式供应国产龙头,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,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。受益于我国非标自动化行业的快速发展,公司2017-2020年营收由3.76亿元提升至12.1亿元,复合增速为47.6%;归母净利润由0.64亿元提升至2.71亿元,复合增速为61.8%,呈现快速增长态势。

自动化率提升大势所趋,新兴产业顺势而起

随着我国适龄劳动力数量减少及劳动力成本不断上升,工业自动化推动产业转型升级成为行业共识,工业自动化将迎来需求的快速增长。公司主要下游为3C、汽车、锂电、光伏等新兴行业,将长期受益于新兴行业的快速发展以及我国作为全球制造中心地位的产业升级,公司有望保持持续的快速增长态势。

解决行业痛点,构筑核心竞争力

公司将非标产品零部件标准化并制定产品手册,将传统自动化零部件“单一供应+多家供应商”采购模式转变为“零部件简单选型+一站式采购”方式来满足客户需求,解决了设计难度大、高成本、品质难以把控、交期周期长等行业痛点;同时以下游客户工程师为核心,更能精准把握客户采购需求,辅以配套选型工具进一步提高了客户粘性和品牌知名度;此外,公司加大线上渠道合作客户的开拓力度,线上销售额增速远高于线下。线上销售额的提升一方面体现了公司企业信息化管理的持续提升,另一方面将显著提升运营效率,提升客户采购体验和选型采购效率。

对标海外龙头米思米,商业模式大有可为

公司在行业内主要竞争对手为日本米思米。米思米成立于1963年,是全球布局的工业零部件一站式供应平台,具有先发优势和全球市场规模。相比之下,公司在品类丰富度、供应链管理能力和客户资源等方面与米思米存在一定差距。公司未来或凭借本土化服务优势、本土产业各类自动化设备适用性优势、国内制造体系配套优势,在我国制造业升级、新兴行业崛起的大环境下,继续保持国内市场份额的提升态势。

■ 盈利预测

预计公司2021-2023年营业收入分别为18.2亿元、25.9亿元、36.1亿元；归母净利润分别为4.33亿元、6.26亿元、9.05亿元，对应当前动态市盈率分别为94倍、65倍、45倍。考虑到公司在FA零部件市场具有明显的国产龙头地位，并将长期受益我国新兴产业的快速发展，给予公司“推荐”评级。

■ 风险提示

下游工业自动化行业景气波动风险；线上客户占比提升速度不及预期；市场竞争加剧盈利能力下降风险；募投项目建设进度不及预期的风险；公司与米思米业务不完全一致，相关比较仅供参考等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1,210	1,817	2,587	3,610
增长率（%）	59.0%	50.2%	42.4%	39.6%
归母净利润（百万元）	271	433	626	905
增长率（%）	88.0%	59.5%	44.5%	44.7%
摊薄每股收益（元）	0.75	1.08	1.56	2.26
ROE（%）	20.0%	19.5%	22.7%	25.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、深耕工业自动化长尾市场，产品体系丰富	6
1.1、FA零部件一站式供应商国产龙头	6
1.2、业绩高增长，盈利高水平	7
1.3、产品体系丰富，收入结构集中	8
2、自动化率持续提升，新兴行业顺势而起	10
2.1、自动化零部件市场庞大	10
2.2、下游分布广泛，受益新兴产业发展	11
3、解决行业痛点，构筑核心竞争力	13
3.1、高效、高质量、低成本的FA零部件供应体系	13
3.2、赋能下游客户工程师，客户粘性形成护城河	17
4、对标日本米思米，商业模式大有可为	19
4.1、从米思米看怡合达未来经营模式	19
4.2、本土化优势凸显，受益新兴产业高景气	23
5、公司盈利预测与估值	25
6、风险提示	26

图表目录

图表1：FA工厂自动化零部件一站式供应链	6
图表2：公司股权结构（截止2021年12月9日）	7
图表3：公司营业收入及增速（亿元，%）	7
图表4：公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图表5：公司毛利率及净利率水平（%）	8
图表6：公司期间费用率水平（%）	8
图表7：公司主要产品	8
图表8：公司近三年收入结构对比	10
图表9：FA产业链	10
图表10：全球工业控制和工厂自动化市场CAGR达9.08%	11
图表11：全球工业机器人销量及预期	11
图表12：我国通用零部件产值（亿元、亿美元）	11
图表13：我国工业机器人产量及增速（万台，%）	11
图表14：公司产品在各下游行业营业收入（亿元）	12
图表15：公司产品在各下游行业毛利率（%）	12

图表16: 3C领域销售收入、订单量、客户数量	12
图表17: 近两年我国工业机器人产量(台/套)	12
图表18: 我国新能源汽车销量及增速(万辆,%)	13
图表19: 全球新能源汽车销量及增速(万辆,%)	13
图表20: 我国光伏装机量(兆瓦,%)	13
图表21: 全球光伏装机量(兆瓦,%)	13
图表22: 产品自动化设计手册	14
图表23: 公司SKU、年订单、出货量	14
图表24: 公司累计成交客户数量(家)	14
图表25: 公司线上采购平台	15
图表26: 公司产品供应链	15
图表27: 供应模式下FA零部件营收占比(%)	16
图表28: 供应模式下FA零部件毛利率(%)	16
图表29: 半成品追加加工毛利率高于基础原材料生产加工	16
图表30: 2020年产能利用率持续提升	16
图表31: 以客户工程师为中心服务	17
图表32: 选型辅助工具	17
图表33: 公司FA工厂自动化零部件销售收入比例及前五大客户情况	18
图表34: 线上客户数量(万个,%)	18
图表35: 线上销售金额(亿元,%)	18
图表36: 线下客户数量(万个,%)	19
图表37: 线下销售金额(亿元,%)	19
图表38: 线上和线下销售收入(亿元)	19
图表39: 线上和线下销售毛利率(%)	19
图表40: 米思米全球营收及增速(亿元,%)	20
图表41: 米思米中国营业收入(亿元)	20
图表42: 米思米净利润及增速(亿元,%)	20
图表43: 米思米毛利率及净利率(%)	20
图表44: 2020年怡合达与米思米营业结构对比	21
图表45: 公司与米思米毛利率水平(%)	21
图表46: 公司与米思米净利率水平(%)	21
图表47: 经营性现金流净额与净利润比例比较(%)	22
图表48: 应收账款周转率比较(次)	22
图表49: 存货周转率比较(次)	22
图表50: 总资产周转率比较(次)	22
图表51: 怡合达和米思米在关键业务方面的比较	22

图表52: 怡合达对比米思米发展历程 23

图表53: 米思米供应链遍布全球 24

图表54: 公司IPO募集资金运用方案(万元) 24

图表55: 分项目业务财务假设(万元, %) 25

图表56: 公司盈利预测 25

1、深耕工业自动化长尾市场，产品体系丰富

1.1、FA零部件一站式供应商国产龙头

公司前身为怡合达有限，成立于2010年，2017年变更为股份公司，2021年7月于深交所上市。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。

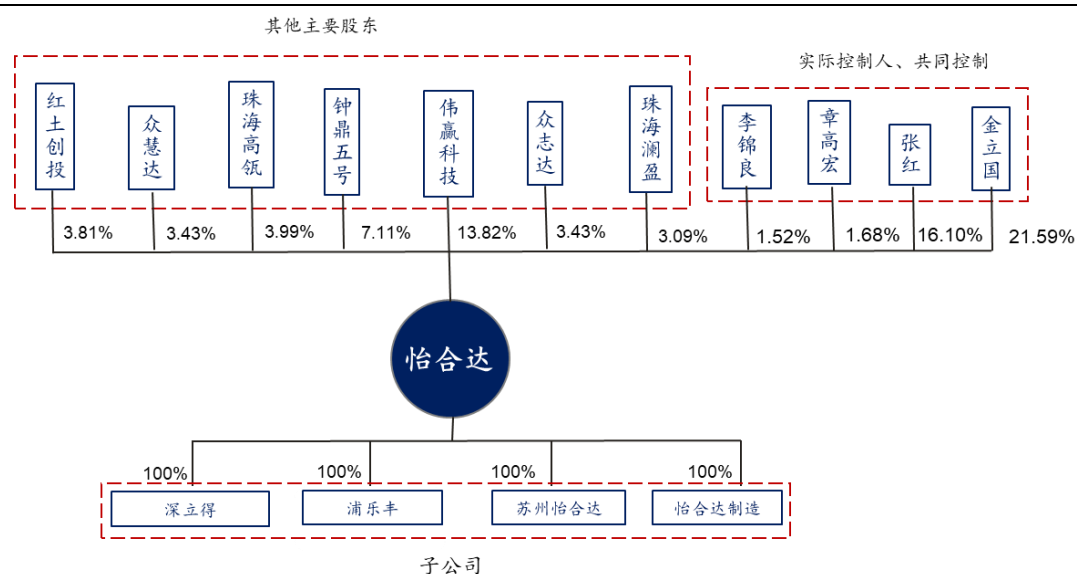
图表 1：FA 工厂自动化零部件一站式供应链



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司实际控制人为金立国、张红、章高宏、李锦良四人，合计控制公司53.1%的股份，股权集中度相对较高。金立国先生直接和间接合计控制公司31.6%的股份，为公司控股股东。此外，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。

图表 2：公司股权结构（截止 2021 年 12 月 9 日）

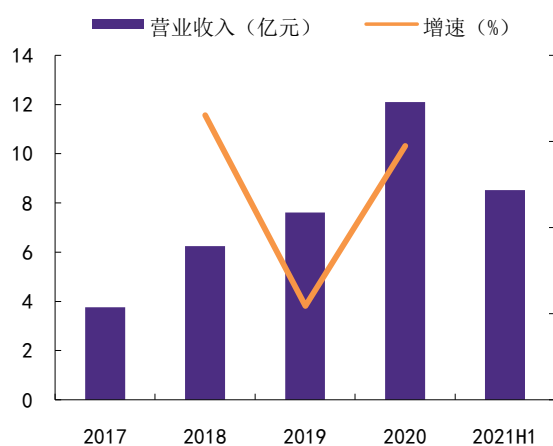


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

1.2、业绩高增长，盈利高水平

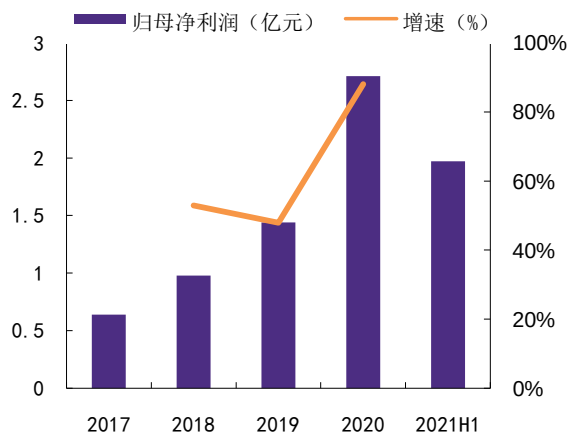
受益于我国非标自动化行业的快速发展，公司2017-2020年营收由3.76亿元提升至12.1亿元，复合增速为47.6%；归母净利润由0.64亿元提升至2.71亿元，复合增速为61.8%。

图表 3：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

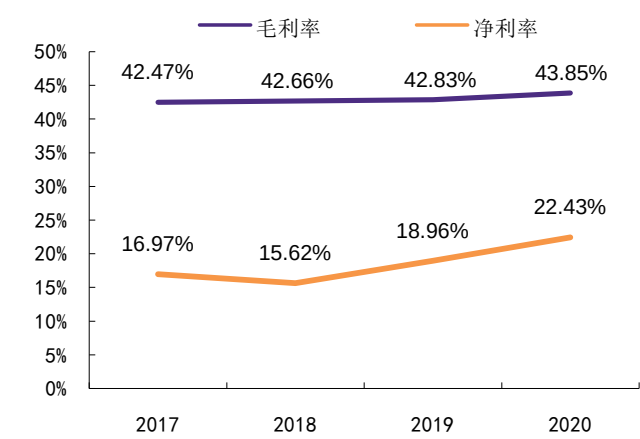
图表 4：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

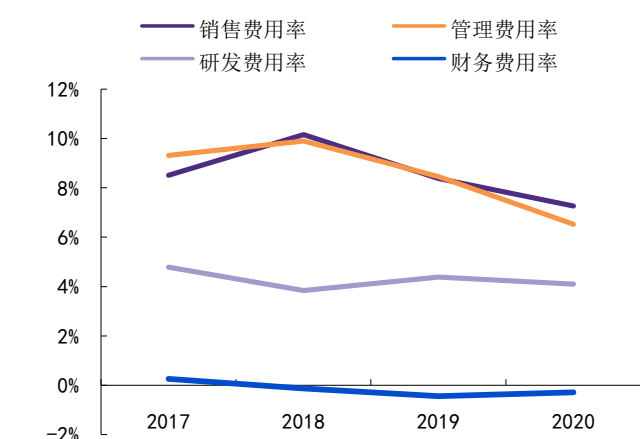
公司近几年毛利率稳定在43%左右，净利率随收入规模和管理能力提升盈利能力稳中有升。随着公司营业收入稳步增长，对成本管控更有成效，销售费用率和管理费用率呈现下降趋势。未来随着公司管理效率的提升，预计盈利能力有进一步提升空间。

图表 5：公司毛利率及净利率水平（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6：公司期间费用率水平（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、产品体系丰富，收入结构集中

公司主要提供FA工厂自动化零部件和工业自动化设备，其中提供FA工厂自动化零部件包括直线运动零件、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、电子电气类产品类别。

图表 7：公司主要产品

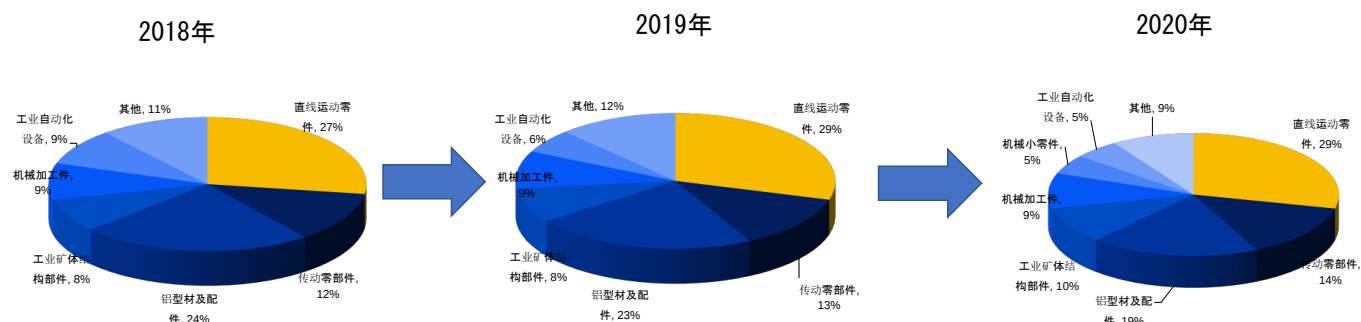
产品类别	主要产品	产品图片	产品简介	主要功能特性
FA工厂自动化零部件	直线运动零件		主要包括无油衬套、手动位移台、直线轴承、直线导轨、拖链、带座轴承、轴承、关节轴承、直线电机、滚珠丝杠、支座组件等	主要为应用于自动化设备上各种直线运动功能的机械零件或组件，以实现不同精度、速度、距离、力矩直线运动应用场景要求
	传动零部件		主要包括联轴器、同步带、同步轮、平皮带、圆皮带、滚轮、齿轮、齿条、链轮、链条、万向节和同步带压块等	主要为应用于自动化设备上各种传动功能的机械类零件，以实现不同传送距离、扭矩、精度、速度、稳定性等应用场景要求
	气动元件		主要包括气源处理元件、气动配件类、真空发生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

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，2018-2020年三者合计占主营业务收入的比例分别为 63.1%、64.9%和 61.7%。

图表 8：公司近三年收入结构对比



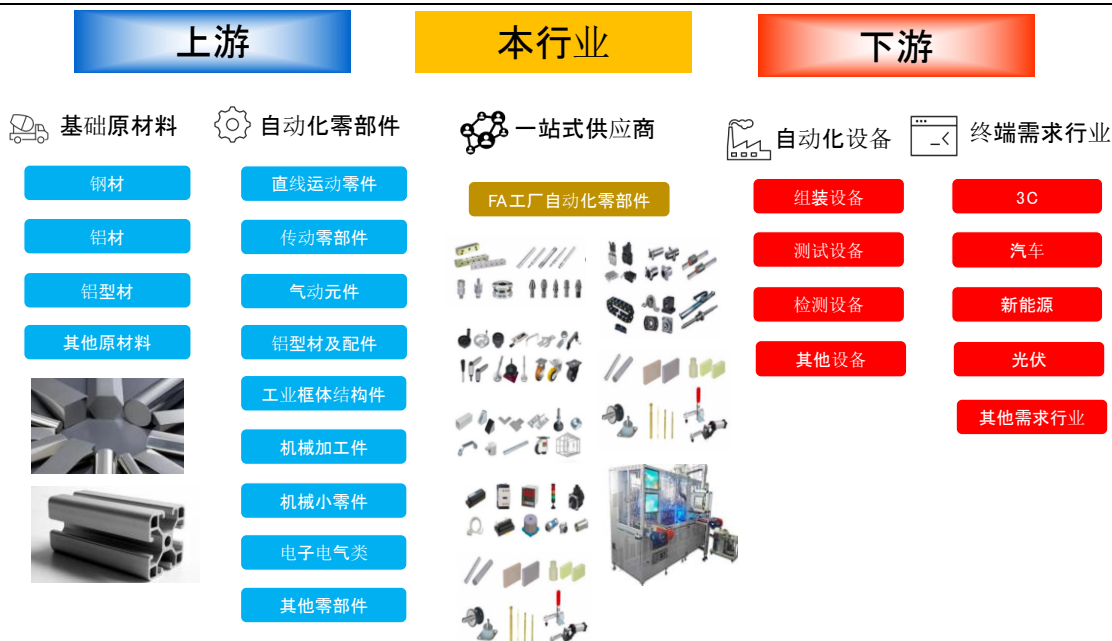
资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2、自动化率持续提升，新兴行业顺势而起

2.1、自动化零部件市场庞大

公司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，最终需求来自于3C、汽车、新能源、光伏等行业。

图表 9：FA 产业链

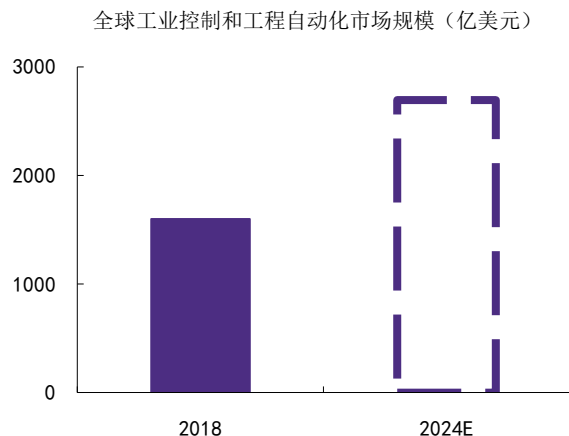


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司下游自动化设备行业，依托于下游行业发展向好，公司所在的自动化设备零部件行业也将迎来良好发展态势。预计全球工业控制和工厂自动化市场规模将从2018年

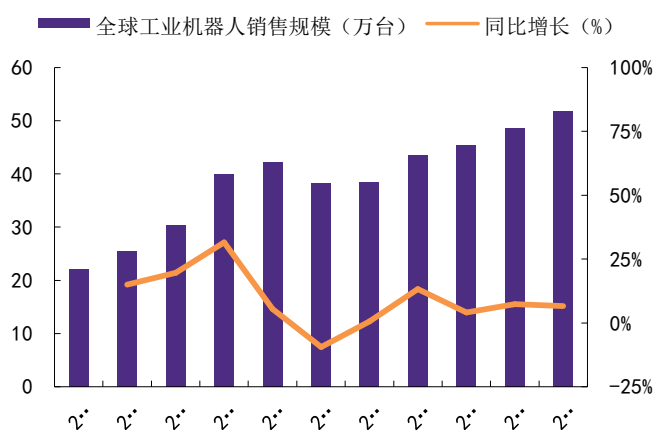
1600亿美元增长至2024年的2695亿美元，年复合增长率预计将高达9.08%。同时，全球范围内工业自动化趋势将提升各行业对工业机器人的需求。IFR预计，2024年全球将销售51.8万台工业机器人，2020-2024年的年均复合增长率达7.77%。

图表 10：全球工业控制和工厂自动化市场 CAGR 达 9.08%



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

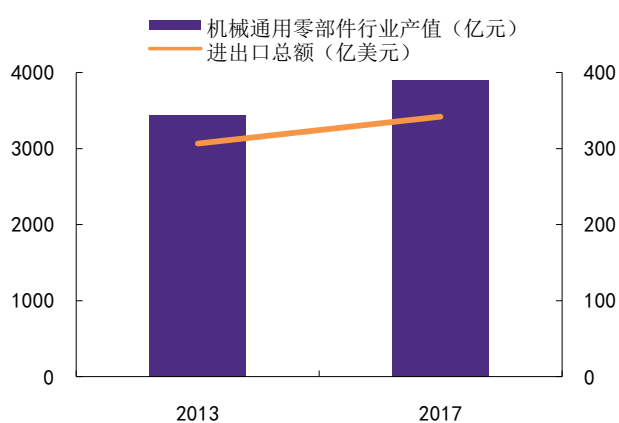
图表 11：全球工业机器人销量及预期



资料来源：IFR，华鑫证券研究

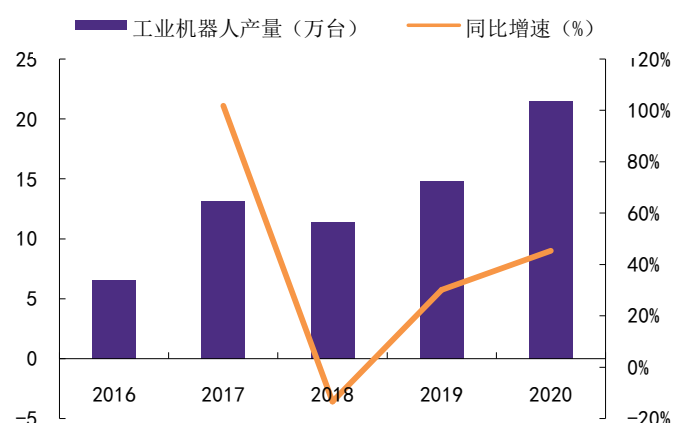
随着我国适龄劳动力数量减少，劳动力成本不断上升，制造业生存压力日益加大，用工业自动化推动产业转型升级已成为行业共识，促进需求推动行业进入发展阶段。由于自动化设备零部件行业是自动化设备制造行业的重要配套产业，隶属于机械通用零部件制造行业大类。2017年机械通用零部件行业总产值达到3895亿元，同比增长7.89%。零部件行业发展处于良好态势，也将推动FA零部件市场需求上升，从而利好FA一站式供应商。另一方面，国内工业机器人产量稳步增长，2016-2020年我国工业机器人产量从6.51万台提升至21.49万台，CAGR达34.8%。

图表 12：我国通用零部件产值 (亿元、亿美元)



资料来源：中国机械管理网、招股说明书，华鑫证券研究

图表 13：我国工业机器人产量及增速 (万台，%)



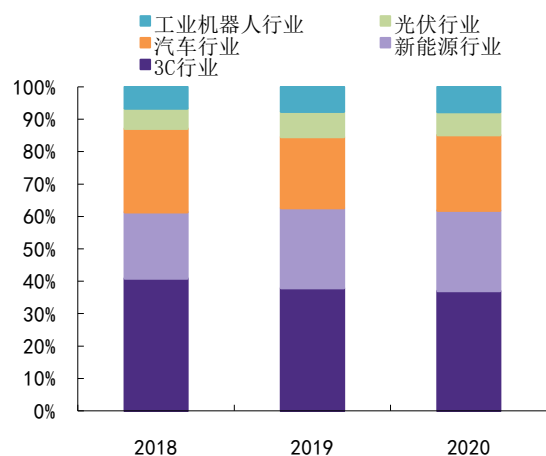
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、下游分布广泛，受益新兴产业发展

公司下游领域分布广泛，受单个行业影响波动较小。公司下游行业主要有3C、新能源、汽车、光伏、工业机器人等领域，合计收入占比60%左右。依托于自动化设备细分领域的庞大市场空间，自动化设备零部件行业市场空间和增长速度均呈现良好态势。公

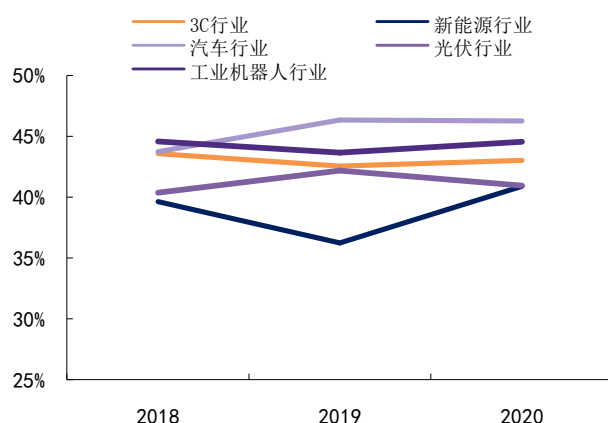
司2020年3C行业收入占总收入比重为23.3%，锂电行业占比15.6%，汽车行业占比14.7%。

图表 14：公司产品在各下游行业营业收入（亿元）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

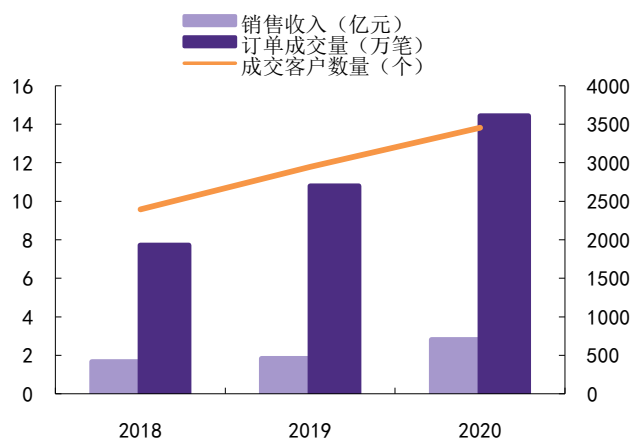
图表 15：公司产品在各下游行业毛利率（%）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

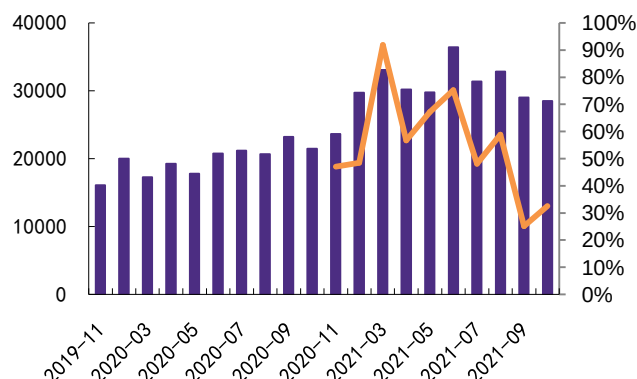
公司下游3C领域主要以智能手机为代表，2011-2020年全球智能手机出货量从4.95亿部增至12.9亿部，年均复合增长率为11.3%。得益于3C领域自动化设备更新换代需求以及公司积极的市场开拓，公司3C领域销售收入、订单量、成交客户数量快速增长。另一方面，国内工业机器人产量近两年保持较快增长。

图表 16：3C 领域销售收入、订单量、客户数量



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

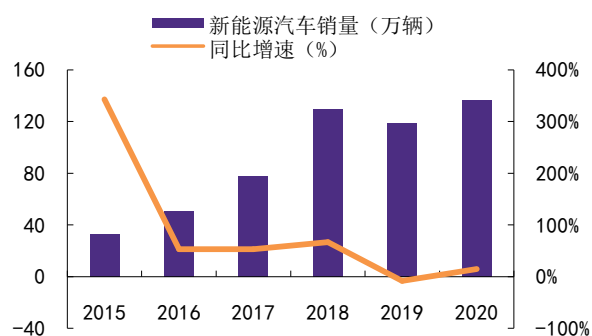
图表 17：近两年我国工业机器人产量（台/套）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

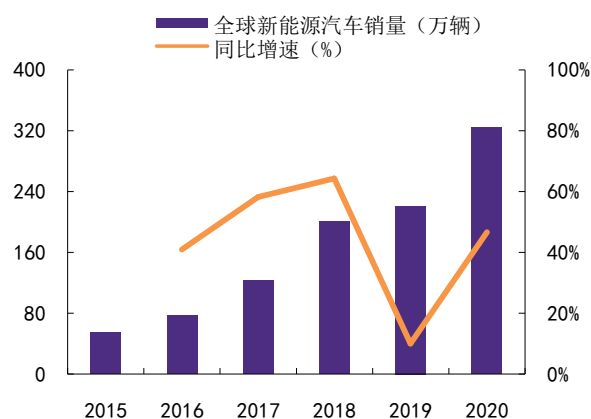
“碳中和”为新能源汽车、光伏行业发展提供机遇。2020年度，受益于新能源汽车行业的快速发展，公司汽车领域客户销售收入大幅增长。2015-2020年全球新能源汽车销量从54.9万辆增至324万辆，年均复合增长率高达42.6%。2011-2020年我国汽车年产量年均复合增长率为3.56%，主要得益于其中我国新能源汽车销量由0.8万辆增至136.7万辆，年均复合增长率高达77.0%；2015-2020年我国光伏安装量年均复合增长率达26.1%，2011-2019年全球光伏安装量年均复合增长率为18.2%，根据 PV InfoLink的预测数据，全球光伏安装量2020年和2021年分别为140GW和153GW兆瓦，保持较快增长。

图表 18: 我国新能源汽车销量及增速 (万辆, %)



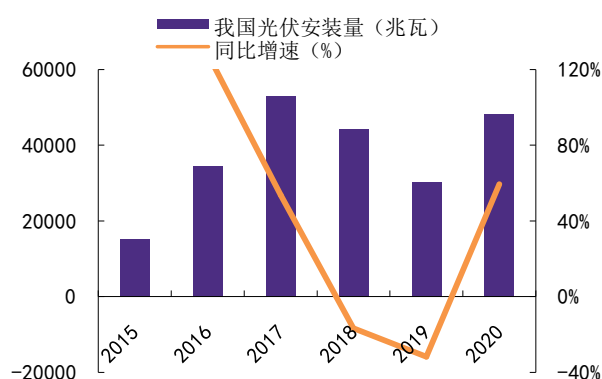
资料来源: 中国汽车工业协会, 华鑫证券研究

图表 19: 全球新能源汽车销量及增速 (万辆, %)



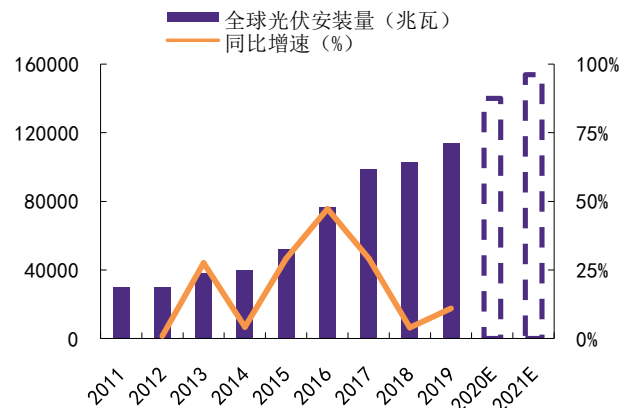
资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研究

图表 20: 我国光伏装机量 (兆瓦, %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 21: 全球光伏装机量 (兆瓦, %)



资料来源: Wind、PVInfoLink, 华鑫证券研究

3、解决行业痛点，构筑核心竞争力

3.1、高效、高质量、低成本的FA零部件供应体系

自动化零部件一站式采购关键在于产品品质、种类丰富度和供应时效性。公司隶属于自动化零部件细分行业，零部件订单具有小批量、高频次、多样化、短交期等特点，因此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。对此，公司精准把握行业痛点，提出针对性解决方案。

零部件选型制定行业标准，精准传递采购需求。公司基于对自动化设备所需零部件应用场景的深入研究，建立产品标准化体系。编制了《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》等多本产品标准选型手册。通过对非

标准型号产品标准化、已有标准型号产品系列化及模块化，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。产品标准化体系的建立，可以有效缩短工程师的设计时间，提高设计效率。同时，随着标准件在自动化设备应用的比例扩大，设备稳定性未来将得以持续提升。

图表 22：产品自动化设计手册

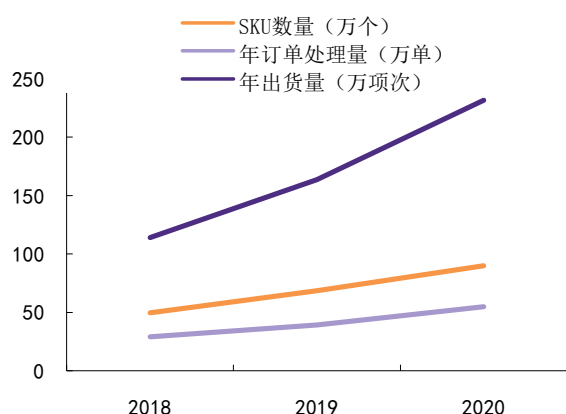


资料来源：公司官网，华鑫证券研究

在传统自动化零部件“单一供应+多家供应商”采购模式下，客户为每台设备所需采购的零部件种类繁多且对单一品类零部件的采购数量有限，需要对接众多供应商，采购效率低下。公司通过持续丰富产品种类，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。截止2020年底，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、光伏等众多下游行业，具有较高的品牌知名度。

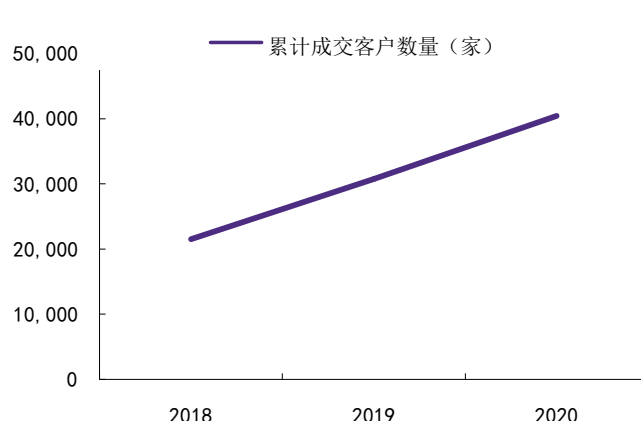
2018-2020年期间，公司已开发的SKU数量年均复合增长率34.7%，FA工厂自动化零部件销售收入年均复合增长率 42.0%。预计未来公司将不断加强产品线的宽度和单项产品的深度，以满足客户多样化需求。

图表 23：公司 SKU、年订单、出货量



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 24：公司累计成交客户数量（家）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

14

构建线上电商平台满足市场容量广阔的长尾需求。公司构建工业电商平台，客户在线上完成产品选型、询价、订单生成、款项支付等全过程，并可即时获取批量订单报价、预计交期、物流等信息，便于对采购成本和交期的管理。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。

图表 25：公司线上采购平台



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

自制&OEM&集约化采购相结合，有效整合市场供应资源。由于零部件种类繁多，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。为有效满足下游客户采购需求，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。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。

图表 26：公司产品供应链

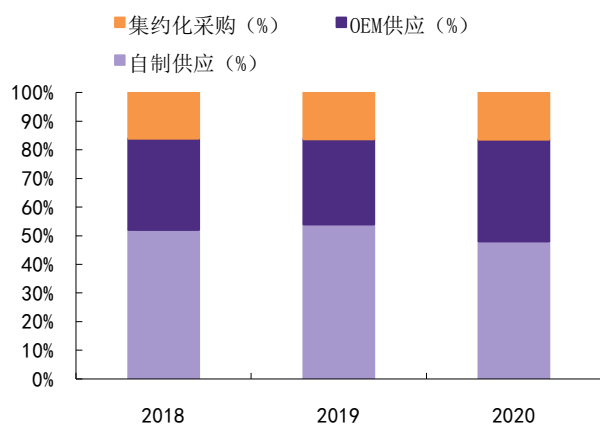


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

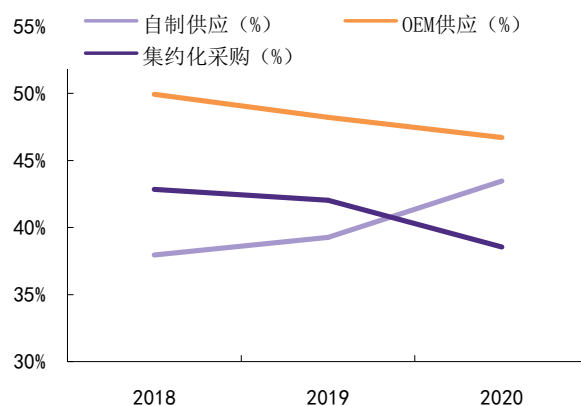
公司在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现专业化和批量化生产或集约化采

购，有效降低采购成本和客户成本。公司在各类供应模式下毛利率相对稳定，其中OEM供应平均毛利率相对较高，自制供应相对较低，集约化采购居中。

图表 27：供应模式下 FA 零部件营收占比 (%)



图表 28：供应模式下 FA 零部件毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

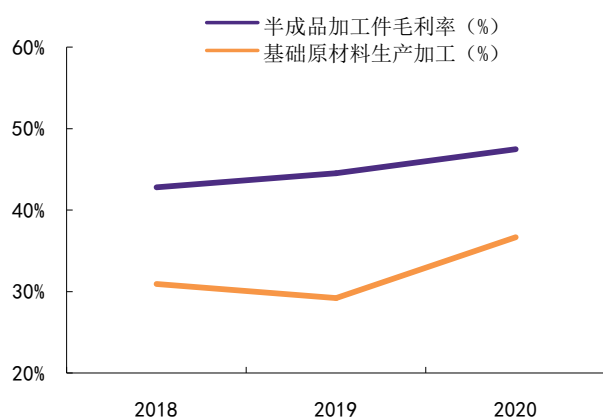
资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

由于非标件加工企业规模一般较小，并且缺乏必要的品质管理能力；而零星采购，需要对接较多供应商，质量管控水平有限。因此基于规模化和专业化，公司建立了全面的品质管控体系对供应产品进行把控来保障产品质量。对于自制供应产品，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%。

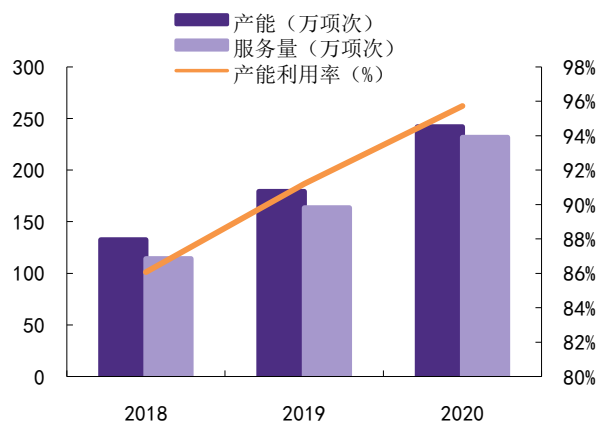
传统的小型制造企业及供应商对应零散订单的履约能力较差且存在多家供应商且交期不一致时，交期管理困难。对此公司建立高效的供应链管理体系、具备精准的数据分析能力、以及合理的库存规模，有效保障产品交期，90%的标准件可以实现3天内发货。此外，公司采用的自制供应方式中可以利用半成品追加加工模式将更快响应客户，其中半成品追加加工模式毛利率保持在45%左右，远高于公司采购基础原材料进行生产加工模式毛利率，有效缩短交期。

受益于信息系统的优化升级、仓储面积的不断扩大、分拣/物流效率的持续提升，公司订单处理能力不断提升。2018-2020年，公司产能、服务量及产能利用率逐年增长。2020年产能利用率95.7%，公司供应链管理能力的不断提升，为短交期提供了后勤保障。

图表 29：半成品追加加工毛利率高于基础原材料生产加工



图表 30：2020 年产能利用率持续提升



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3.2、赋能下游客户工程师，客户粘性形成护城河

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。由于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，因此了解工程师需求是重中之重。对比，公司围绕工程师展开服务，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，而行业新进入者难以在短时间内建立高效的服务流程和专业的服务团队，从而铸就竞争壁垒。

图表 31：以客户工程师为中心服务



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

配套选型辅助工具，助力提升效率。公司向工程师已累计发放25万余本产品目录手册，方便客户工程师查阅，累计成交客户数突破4万家。此外，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，提供在线选型和设计等功能，有效提升客户工程师设计效率。

图表 32：选型辅助工具

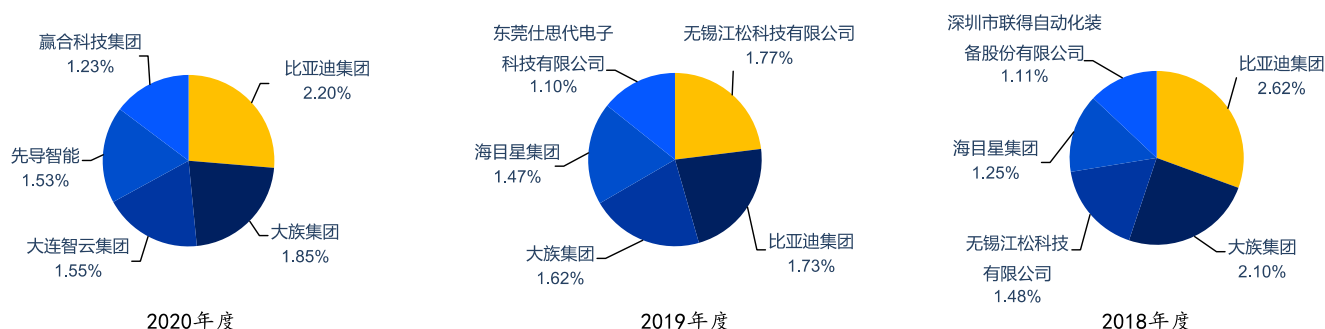


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

自动化设备所需采购的自动化零部件品类多、单一品类采购量少，采购频次高，满

足以上条件的供应商较少，因此客户不会轻易更换展开合作的供应商。公司客户群体为自动化设备厂商和终端设备使用厂商，主要客户如比亚迪电子，先导智能，大族激光均为业内龙头。公司定价策略按照“成本+合理利润”的原则，针对不同品类和规格的产品，设置不同的数量折扣政策，形成公司基础价格体系。2018-2020年FA工厂自动化零部件前五大客户销售收入比例在10%左右，对单一客户依赖性小。

图表 33：公司 FA 工厂自动化零部件销售收入比例及前五大客户情况

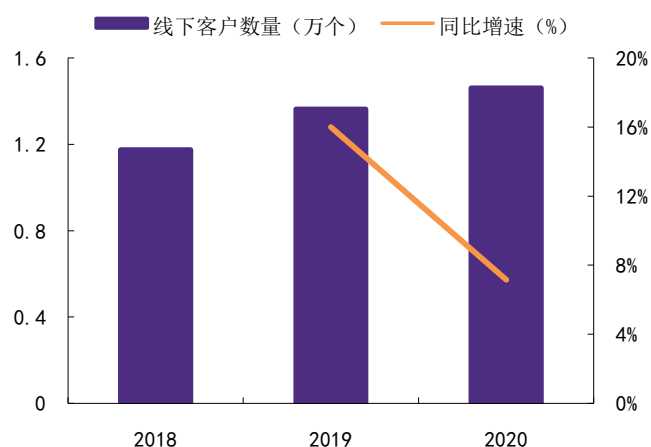


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

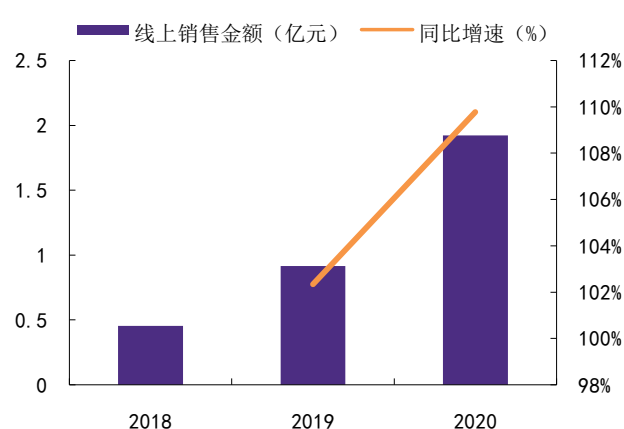
3.3、线上线下齐发力，渠道优势互补

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FA工业电子商务平台(www.yhdfa.com)。客户可以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。公司线下下设12个销售工程师团队和19个销售办事处，逐步将服务半径从华南和华东优势区域扩展至全国市场。销售人员主要通过现场拜访、行业展会、口碑营销等方式进行客户开发，形成潜在客户资源库。另外，公司高度重视本地化服务，及时响应客户需求。通过建立FA工业电子商务平台，有效提升小微型订单服务效率，满足市场容量广阔的长尾需求，同时带动线上下单销售金额和占比逐年上升。

图表 34：线上客户数量（万个，%）



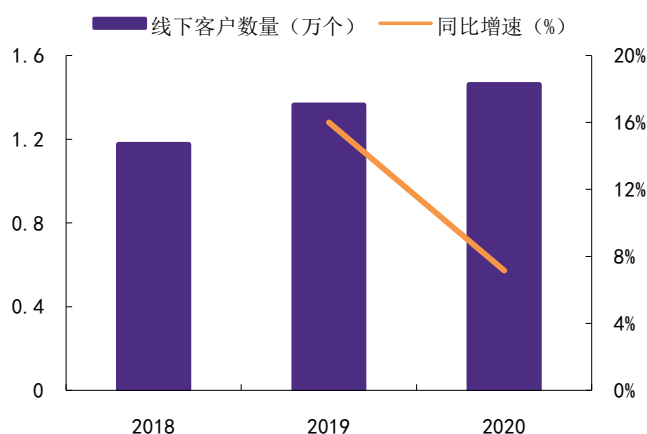
图表 35：线上销售金额（亿元，%）



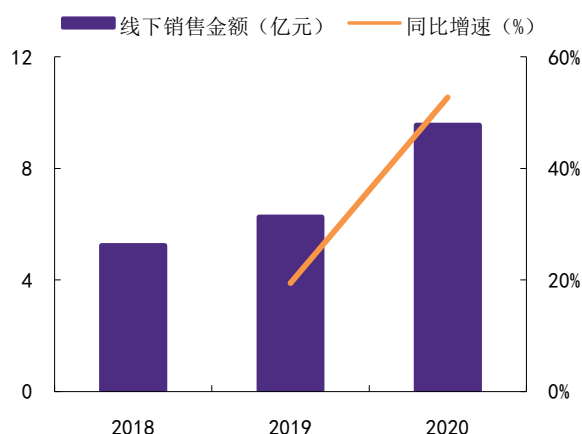
资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 36: 线下客户数量 (万个, %)



图表 37: 线下销售金额 (亿元, %)

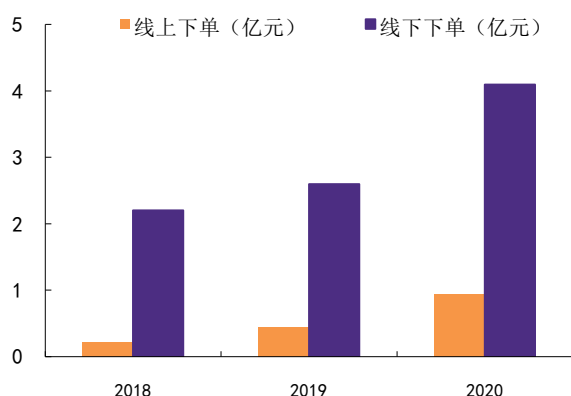


资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

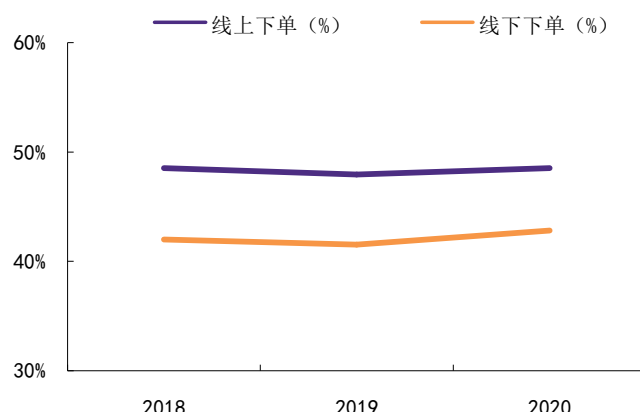
FA工厂自动化零部件线上销售和线下销售毛利率均较为稳定。线上销售毛利率较线下销售毛利率高5-7pct左右, 主要由于受线上线下产品销售结构的影响以及线上线下客户平均成交金额差异所致。

图表 38: 线上和线下销售收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

图表 39: 线上和线下销售毛利率 (%)



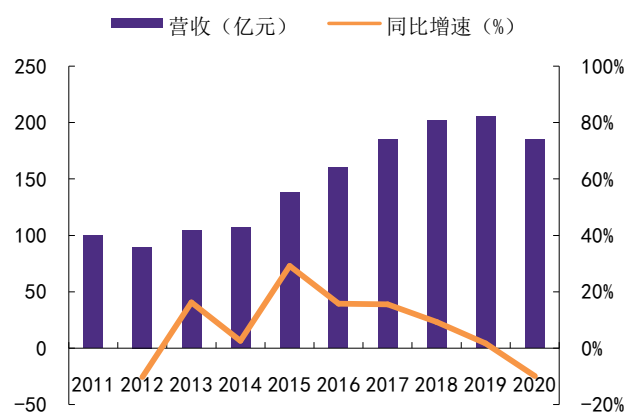
资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

4、对标日本米思米, 商业模式大有可为

4.1、从米思米看怡合达未来经营模式

米思米为国际工业零部件龙头。米思米成立于1963年, 于行业中较早采用一站式供应多种零部件模式, 经营业务以FA为核心, 在全球市场形成了先发优势和较大市场规模。米思米2020年总营业收入达185.1亿元, 近十年复合增长率达7.09%。其中2019/2020年米思米在中国市场上的营业收入分别为34.6/33.0亿元, 同比下降4.48%。

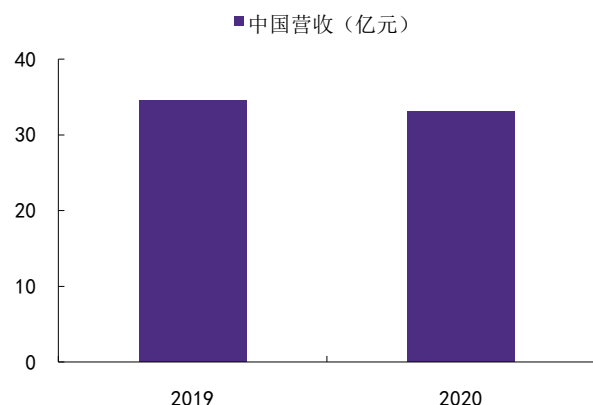
图表 40：米思米全球营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

图表 41：米思米中国营业收入（亿元）

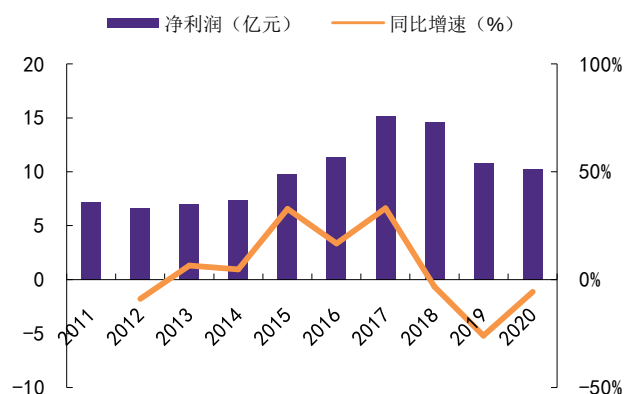


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

米思米2020年净利润在10.2亿元，2011-2020年净利润复合增长率为3.93%。2011-2020年毛利率保持稳定在42%左右，净利率维持在6%左右水平。

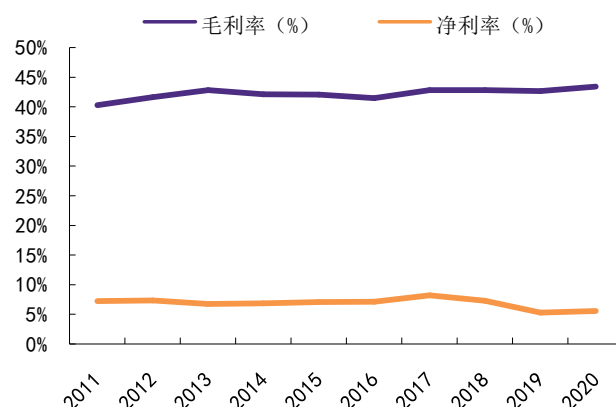
图表 42：米思米净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

图表 43：米思米毛利率及净利率（%）

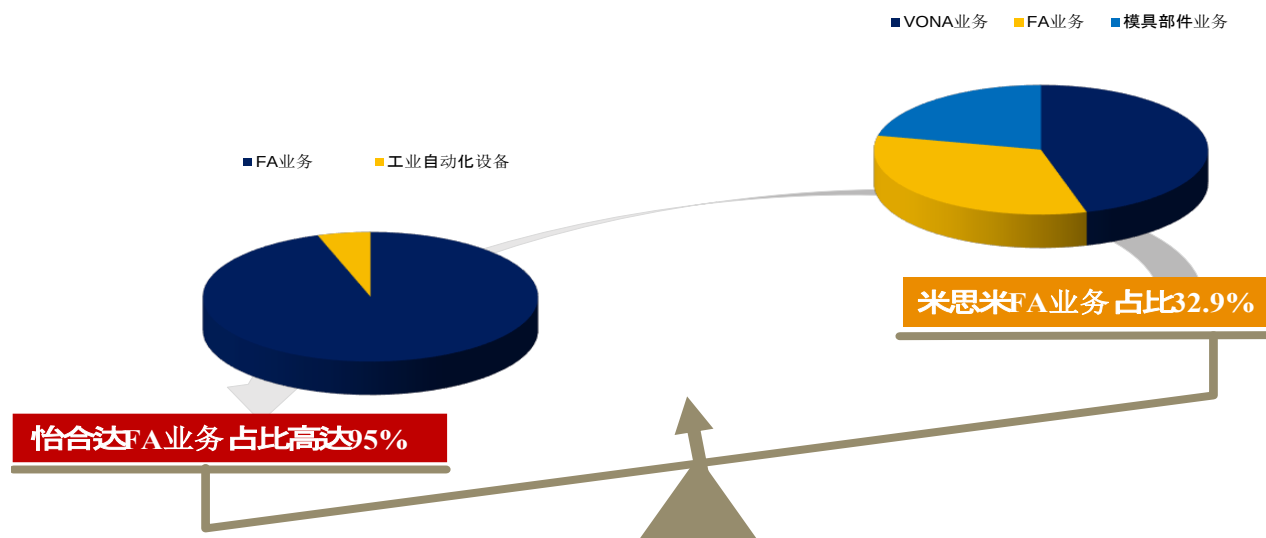


资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

米思米主营业务主要分为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，2020年营收占比32.9%；模具零件事业主要为汽车、电子、机电设备领域开发并提供组装机于金属塑性加工用冲压模具、注塑成型用模具中的模具标准零件、精密模具零件，2020年营收占比为21.5%；VONA事业是米思米销售自身品牌以外的产品，是销售知名日本品牌、中国、中国台湾及韩国品牌正规产品的EC流通服务。2020年营收占比为45.6%。相比之下，2020年怡合达FA业务营业收入占比高达95%，工业自动化设备仅占5%。怡合达发展初期与米思米相似，以FA为核心，在细分领域里将更快速打开市场。

图表 44：2020 年怡合达与米思米营业结构对比

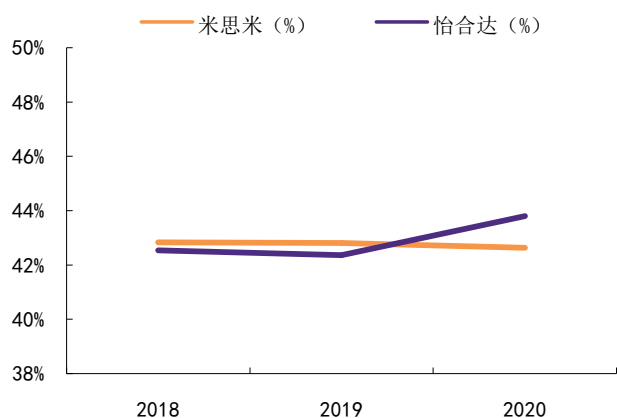


资料来源：招股说明书，米思米年报，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

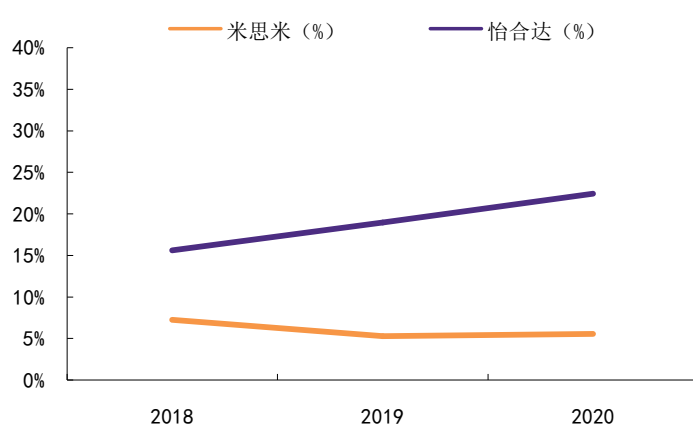
2018-2020年，公司FA工厂自动化零部件毛利率水平与米思米相当，而净利率远高于米思米。公司盈利能力高于米思米，处于更有利的市场竞争地位。

图表 45：公司与米思米毛利率水平（%）

图表 46：公司与米思米净利率水平（%）



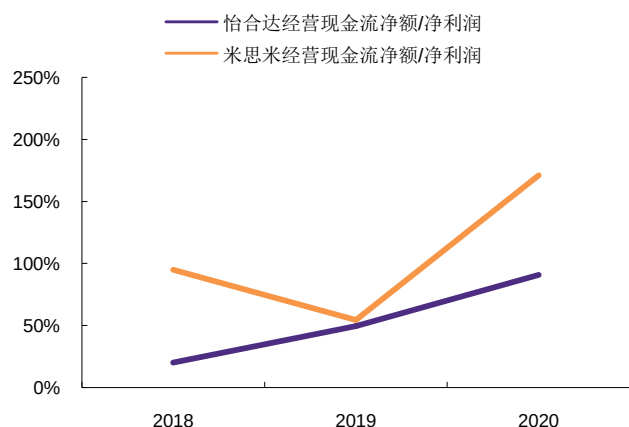
资料来源：招股说明书，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年



资料来源：Wind，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

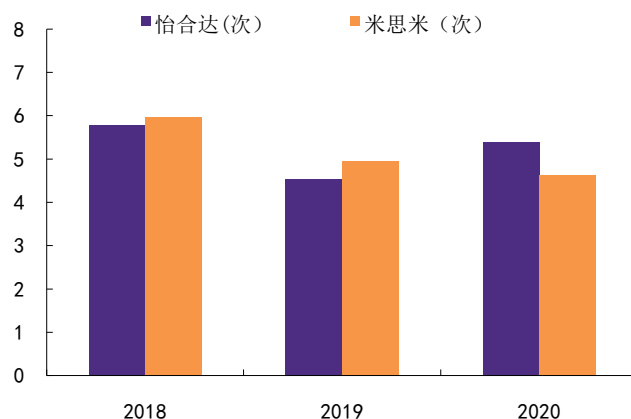
2018-2020年，公司收入规模增长迅速，使得以应收票据及应收账款为主要构成的经营性应收项目、存货项目增长较快，占用了较多资金，从而减少了经营活动产生的现金流量净额，相比米思米还有改善空间；存货周转率虽低于米思米，但依旧呈现上升态势；而在应收账款和总资产周转率二者差距不大。

图表 47：经营性现金流净额与净利润比例比较（%）



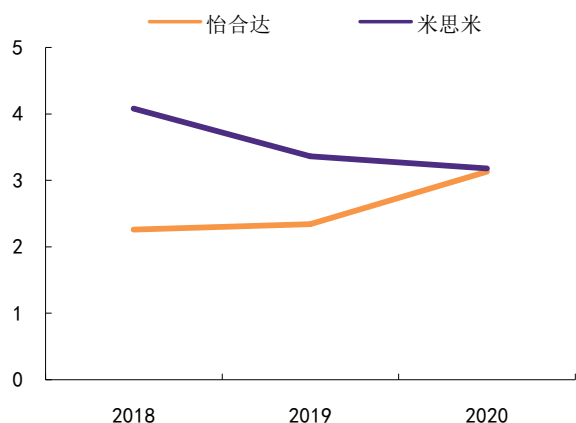
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 48：应收账款周转率比较（次）



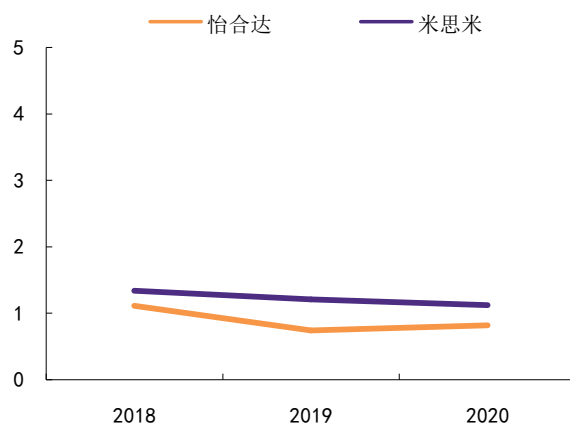
资料来源：Bloomberg，招股说明书，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

图表 49：存货周转率比较（次）



资料来源：Bloomberg，招股说明书，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

图表 50：总资产周转率比较（次）



资料来源：Bloomberg，招股说明书，华鑫证券研究
注：米思米 2021 年财年对应图中 2020 财年

相比米思米深耕行业数十年的积累，怡合达在品类丰富度、客户开拓、信息和数字化等方面仍存在一定的差距，依旧有较大的提升空间。

图表 51：怡合达和米思米在关键业务方面的比较

项目	米思米	怡合达
品类	经销商品类数量达到 2,670 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	共计195 项，其中：实用新型专利 187 项、外观

	项，其中：实用新型专利 22 项、外观设计专利 14 项	设计专利 8 项
--	------------------------------	----------

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

4.2、本土化优势凸显，受益新兴产业高景气

米思米自1977年开始出版产品目录标准化，极大的降低了自动化零部件产品销售难度，也借此吸引了一大批客户并成为行业领军者。2005年收购合作厂商Suruga Seiki，正式进军产品制造阶段。2010年成立VONA业务，正式开始销售其他品牌产品。相比之下，怡合达深耕自动化零部件领域，自公司2010年成立以来可分为三个阶段：在业务发展期阶段专注于零部件产品标准设定及开发；2015-2017年间为业务快速成长期，重点表现为对客户的开拓及产品品类扩张；2018年至今为业务进一步扩大期，主要表现在信息与数字化能力建设，推出一系列辅助选型系统增强客户体验等。二者发展历程有异曲同工之妙，米思米凭借先发优势和较大规模夺得先机占领市场，将市场重点定位于高端产品。怡合达未来将借助于本土化服务优势打开中低端市场空间。

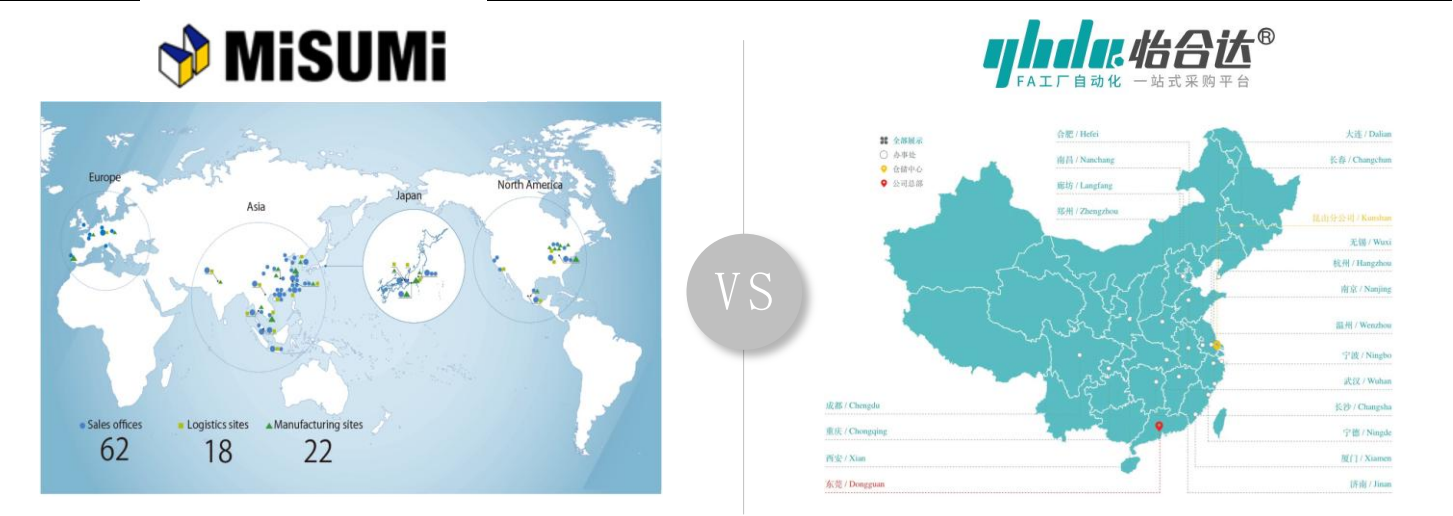
图表 52：怡合达对比米思米发展历程



资料来源：招股说明书，米思米官网，华鑫证券研究

米思米销售网络已完成全球化布局。米思米具有全球化供应和销售能力，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。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。相比之下，随着订单数量快速增长，下游市场所需产品种类不断增加以及客户对订单实时响应速度需求的提高，怡合达现有供应链管理能力和米思米有提高空间。

图表 53：米思米供应链遍布全球



资料来源：米思米官网、怡合达官网，华鑫证券研究

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，进一步提高客户本土化服务能力。相比之下，米思米在中国仅设立了一个总部及全国客服中心、2个物流中心、并在全国各主要城设立了1个分公司和13个办事处。

公司具有本土产业各类自动化设备适用性优势。由于德国、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，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。公司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。

公司在国内制造体系配套优势凸显，产能将进入释放期。公司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。由于自动化零部件供应呈现交货周期短、订单频次高、质量要求高的特点，因此供应链管理成为公司提高产能的重要因素。公司IPO资金将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、东莞怡合达企业信息化管理升级建设，其中供应链中心募集资金投资金额占比高达68.0%。通过自建供应链中心，提升公司仓库吞吐能力，加快订单响应速度，信息化管理能力提高，满足客户采购需求，增强客户粘性，公司盈利能力将再上台阶。

图表 54：公司 IPO 募集资金运用方案（万元）

项目	投资金额	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	77,922
苏州怡合达自动化科技有限公司自动化零部件制造项目	30,674	30,674
东莞怡合达企业信息化管理升级建设	6,000	6,000
总计	114,596	114,596

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

5、公司盈利预测与估值

公司深耕工业自动化长尾市场，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。凭借本地化优势及制造体系配套优势，随着公司产品丰富度的提升，预计将继续保持国内市场份额的提升态势。另外，公司重要下游锂电、光伏、汽车电子等行业将长期受益于新能源行业的快速发展以及我国作为全球制造中心的地位，叠加线上业务快速崛起，运营效率将持续提升。预计公司自动化设备零部件业务2021-2023年增速分别为51%/43%/40%，毛利率随规模及运营效率稳步提升，预测分别为43.5%/44%/45%。

公司工业自动化设备业务基数较低，占收入比重较小，非公司核心业务，预测2021-2023年增速分别为35%/30%/30%，毛利率分别为40%/42%/43%。

图表 55：分项目业务财务假设（万元，%）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
自动化设备零部件	营业收入	56,897	71,706	114,732	173,245	247,741	346,837
	增长率	69.42%	26.03%	60.00%	51.00%	43.00%	40.00%
	营业成本	32,693	41,332	64,482	97,884	138,735	190,760
	毛利率	42.54%	42.36%	43.80%	43.50%	44.00%	45.00%
工业自动化设备	营业收入	5,524	4,360	6,181	8,345	10,848	14,103
	增长率	37.49%	-21.07%	41.77%	35.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	3,118	2,167	3,403	5,007	6,292	8,038
	毛利率	43.56%	50.31%	44.94%	40.00%	42.00%	43.00%
其他业务	营业收入	52	34	55	68	86	107
	增长率	393.24%	-34.64%	61.77%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	13	4	38	38	47	59
	毛利率	74.82%	88.54%	30.73%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	营业收入	62,473	76,100	120,968	181,659	258,675	361,047
	增长率	66.10%	21.81%	58.96%	50.17%	42.40%	39.58%
	营业成本	35,823	43,503	67,923	102,928	145,074	198,858
	毛利率	42.66%	42.83%	43.85%	43.34%	43.92%	44.92%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

综合以上各业务预测，预计公司2021-2023年营业收入分别为18.2亿元、25.9亿元、36.1亿元；归母净利润分别为4.33亿元、6.26亿元、9.05亿元，对应当前动态市盈率分别为94倍、65倍、45倍。考虑到公司在FA零部件市场具有明显的国产龙头地位，并将长期受益我国新兴产业的快速发展，给予公司“推荐”评级。

图表 56：公司盈利预测

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1,210	1,817	2,587	3,610
增长率（%）	59.0%	50.2%	42.4%	39.6%
归母净利润（百万元）	271	433	626	905
增长率（%）	88.0%	59.5%	44.5%	44.7%
摊薄每股收益（元）	0.75	1.08	1.56	2.26
ROE（%）	20.0%	19.5%	22.7%	25.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 下游工业自动化行业景气波动风险；
- (2) 线上客户占比提升速度不及预期；
- (3) 市场竞争加剧盈利能力下降风险；
- (4) 募投项目建设进度不及预期的风险；
- (5) 公司与米思米业务不完全一致，相关比较仅供参考等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	1,210	1,817	2,587	3,610
现金及现金等价物	581	1,157	1,376	1,780	营业成本	679	1,029	1,451	1,989
应收款	286	418	588	811	营业税金及附加	7	10	15	20
存货	236	356	494	672	销售费用	88	131	181	246
其他流动资产	101	152	216	302	管理费用	79	114	160	220
流动资产合计	1,205	2,083	2,674	3,564	财务费用	-3	-32	-39	-50
非流动资产：					研发费用	50	76	111	159
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	213	289	414	575
固定资产	60	258	381	460	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	336	234	174	130	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	34	29	27	26	投资收益	5	7	10	13
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	312	497	720	1,042
其他非流动资产	31	31	31	31	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	461	552	613	646	减：营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,666	2,635	3,287	4,210	利润总额	313	499	722	1,044
流动负债：					所得税费用	42	67	96	139
短期借款	0	0	0	0	净利润	271	433	626	905
应付账款、票据	192	294	415	569	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	110	110	110	110	归母净利润	271	433	626	905
流动负债合计	302	404	525	678					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	6	6	6	6	营业收入增长率	59.0%	50.2%	42.4%	39.6%
非流动负债合计	6	6	6	6	归母净利润增长率	88.0%	59.5%	44.5%	44.7%
负债合计	308	410	530	684	盈利能力				
所有者权益					毛利率	43.9%	43.3%	43.9%	44.9%
股本	360	400	400	400	四项费用/营收	17.6%	15.9%	16.0%	15.9%
股东权益	1,358	2,225	2,757	3,526	净利率	22.4%	23.8%	24.2%	25.1%
负债和所有者权益	1,666	2,635	3,287	4,210	ROE	20.0%	19.5%	22.7%	25.7%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	18.5%	15.6%	16.1%	16.3%
净利润	271	433	626	905	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
折旧摊销	11	6	19	27	应收账款周转率	4.2	4.3	4.4	4.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.9	2.9	3.0	3.0
营运资金变动	-35	-404	-493	-640	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	247	238	392	600	EPS	0.75	1.08	1.56	2.26
投资活动现金净流量	-270	-96	-63	-35	P/E	134.6	93.8	64.9	44.8
筹资活动现金净流量	599	434	-94	-136	P/S	30.2	22.3	15.7	11.2
现金流量净额	576	576	236	429	P/B	26.9	18.2	14.7	11.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 机械组简介

范益民：机械行业首席分析师。上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，6年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。