

自动化零部件一站式供应商龙头，将充分受益智能制造发展机遇

增持（首次）

2022年03月24日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,210	1,808	2,630	3,701
同比（%）	59.0%	49.5%	45.5%	40.7%
归母净利润（百万元）	271	400	593	851
同比（%）	88.0%	47.3%	48.4%	43.5%
每股收益（元/股）	0.75	1.00	1.48	2.13
P/E（倍）	90.24	67.74	45.65	31.81

投资要点

■ 国内稀缺的自动化零部件一站式供应商，业绩快速增长

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服务。截至 2020 年底，公司已开发涵盖 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，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。

公司业绩实现快速增长，2017-2020 年营收 CAGR=33.92%，归母净利润 CAGR=43.60%。2021Q1-Q3 公司营收 13.29 亿元（同比+60.25%），归母净利润 3.07 亿元（同比+65.12%）。同时钢铁等原材料的大幅涨价也被很好地传导至下游，2021Q1-Q3 毛利率达 44.0%（同比+0.53pct），销售净利率达 23.1%（同比+0.68pct）。

■ “一站式”模式解决行业痛点，自动化需求打开成长空间

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，往往面临采购效率低、成本高、品质不可控、交期不准时等问题。**一站式采购模式下**，公司针对非标产品进行标准化、对已有标准型号产品进行系列化和模块化，并搭配产品目录手册、网上选型采购系统等辅助工具，可有效提升客户设计、采购效率。

智能制造、工业自动化是大势所趋，其主要下游工业机器人、智能手机、新能源车、锂电设备、光伏设备等均处于黄金发展期，公司作为自动化零部件供应商将充分受益于智能制造发展机遇。

■ 对标国际龙头米思米，成长空间广阔

米思米是自动化零部件一站式供应全球龙头，2021 财年 FA 自动化业务收入达 63.9 亿人民币（汇率均按日元：人民币 16: 1），此外来自中国收入为 39.7 亿人民币，2020 财年轻销商品品类数量达到 2,670 万种，覆盖客户达 30.14 万家。对标国际龙头米思米，怡合达在品类丰富度、客户数量、交付速度、营业收入、信息和数字化、人均创收等方面仍存在一定差距，而在本土化服务、盈利能力和对本土自动化设备适用性等方面具有优势。综合来看，随着公司在产品品类、供应链管理等多方面实力不断增强，其竞争优势将愈发明显，在国内自动化快速发展的背景下，成长空间广阔。

盈利预测与投资评级：作为本土自动化零部件供应商龙头，公司积极拓展其业务领域，提高其竞争优势，成长性较为突出。我们预计公司 2021-2023 年 归母净利润分别为 4.0、5.9 和 8.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 68、46 和 32 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游行业发展不及预期、市场竞争加剧的风险、新产品开发风险、核心人员流失风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.68
一年最低/最高价	61.16/92.46
市净率(倍)	12.48
流通 A 股市值(百万元)	2,437.09

基础数据

每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	15.18
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	36.01

内容目录

1. 怡合达：国内稀缺的一站式自动化零部件供应商	5
1.1. 股权集中，经营决策向好.....	5
1.2. 紧抓自动化零部件核心业务，下游向纵深化发展.....	7
1.3. 营收规模快速增长，盈利水平突出.....	9
1.4. 绑定下游知名客户，线上线下销售齐头并进.....	10
1.5. 产能已达瓶颈，亟待募投增资扩产.....	12
2. “一站式”模式解决行业痛点，自动化需求打开成长空间	12
2.1. 为何选择怡合达？“一站式”模式解决行业痛点	13
2.2. 自动化设备下游空间广阔，自动化率提升是大势所趋.....	15
3. 对标国际龙头米思米，成长空间广阔	18
3.1. 米思米：全球工业零部件龙头，客户资源遍布全球.....	18
3.2. "QCT"三大法宝，助力米思米抓住客户芳心	19
3.3. 对标米思米，公司成长空间广阔.....	21
4. 盈利预测与投资评级	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司从 2010 年起家, 逐步发展壮大.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 23 日)	6
图 3: 2020 年自动化零部件收入占总营收比重为 95%	7
图 4: 2020 年公司细分产品收入占总营收比重情况.....	7
图 5: 截至 2020 年公司已开发超过 90 余万个 SKU.....	8
图 6: 2020 年公司年处理订单数量约 55 万单.....	8
图 7: 2020 年公司年出货总量超过 230 万项次.....	8
图 8: 截至 2020 年公司累计成交客户数量突破 4 万家.....	8
图 9: 下游主要覆盖 3C、汽车、新能源、光伏等对工业自动化需求较高的行业 (2020 年) ..	9
图 10: 2017-2020 年公司营业收入 CAGR=33.9%.....	9
图 11: 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR=43.6%.....	9
图 12: 公司毛利率和销售净利率变化情况.....	10
图 13: 公司期间费用率变化情况.....	10
图 14: 公司研发费用投入持续增长.....	10
图 15: 2018-2020 年公司核心技术收入占比持续提升	10
图 16: 公司绑定国内知名客户	11
图 17: 公司线上销售规模迅速扩张.....	11
图 18: 公司线上线下销售占总销售收入情况.....	11
图 19: 2018-2020 年公司产能利用率逐年提升	12
图 20: 公司 IPO 募投项目介绍	12
图 21: 公司编制多本行业白皮书.....	14
图 22: 2018-2020 供应方式销售收入占比情况	14
图 23: 公司线上销售模式.....	14
图 24: 公司实现全环节信息化管理.....	15
图 25: 2018-2024 年全球工业控制和工厂自动化市场规模	16
图 26: 2011-2021 年全球智能手机出货量	16
图 27: 2011-2021 年国内汽车产量	16
图 28: 2015-2021 年我国新能源汽车销量	17
图 29: 2015-2021 年我国动力锂电池出货量	17
图 30: 2010-2021 年我国光伏安装量及预测	17
图 31: 米思米集团的营业收入推移.....	18
图 32: 2021 财年米思米中国区收入达 39.7 亿元, 占总营业收入的比重达 20.44%	19
图 33: 米思米 2016-2021 财年 FA 业务营收及增速	19
图 34: 米思米 2021 财年各大业务营收占比情况.....	19
图 35: 米思米在中国提供闪送服务.....	20
图 36: 米思米半成品精加工模式图解.....	21
图 37: 2017-2020 年米思米与怡合达人均创收情况	22
图 38: 2017-2020 年米思米与怡合达人均创利情况	22
图 39: 怡合达与米思米同一型号产品价格比较 (对比日期为 2021 年 3 月 25 日, 单位: 元) ..	22
图 40: “meviy”的使用效果	23
图 41: 怡合达与米思米毛利率相当.....	24
图 42: 怡合达销售净利率远高于米思米.....	24

表 1: 公司管理层介绍.....	6
表 2: 公司主要产品介绍.....	7
表 3: 零部件采购行业面临的共性问题.....	13
表 4: 一站式解决方案能够多方位解决行业痛点.....	15
表 5: 米思米与怡合达在品类、客户数、交期等多方面对比情况.....	21
表 6: 公司分业务收入预测（亿元）.....	25
表 7: 可比公司估值（PE，截至 2022 年 3 月 23 日收盘股价）.....	26

1. 怡合达：国内稀缺的一站式自动化零部件供应商

公司成立于 2010 年，专业从事自动化零部件研发、生产和销售，提供 FA 工厂自动化零部件一站式供应。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。公司主要服务于 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，在行业内影响广泛。

图 1：公司从 2010 年起家，逐步发展壮大

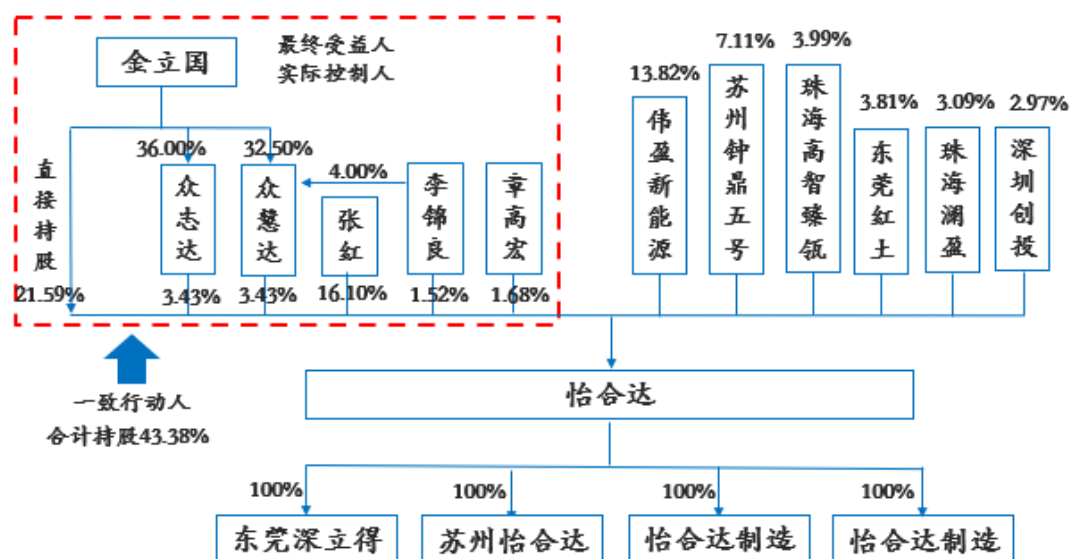


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 股权集中，经营决策向好

公司股权集中决策效率高，整体运营向好。公司成立至今，金立国、张红、章高宏、李锦良四人对公司构成了共同控制，为一致行动人，截止 2022 年 3 月 23 日共合计持有公司 43.38% 的股份，股权结构稳定，经营风险较小。其中金立国直接持有公司 21.59% 的股份，通过众志达与众慧达分别间接控制 1.23%、1.11% 的股份，实际支配的有表决权股份合计占公司股本的 23.94%，为公司实际控制人和最终受益人。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 23 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司具有稳定高效的管理团队，为公司持续发展提供保障。金立国、张红、章高宏、李锦良自公司设立以来分别担任董事、高级管理人员等重要职务，构成了公司的核心管理层。其中，金立国担任董事长兼总经理，负责公司战略规划的实施及全面负责日常经营管理。张红担任董事、副总经理，分管公司铝型材相关业务。章高宏担任董事、副总经理，分管公司信息化及供应链相关业务。李锦良担任副总经理，负责产品中心相关工作。公司的管理团队均具有丰富的自动化设备、电子机械制造从业经验，能够保障公司稳定高效运营，是公司未来良好发展的重要保障。

表 1：公司管理层介绍

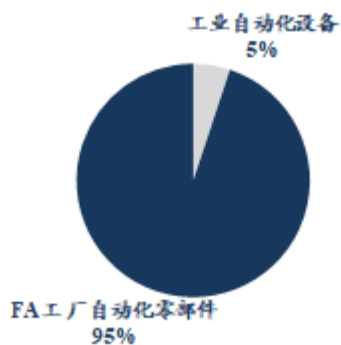
管理层	职务	从业经历简介
金立国	董事长兼总经理	先后就职于兴城市轴承厂、沈飞航天专用设备厂。1999 年加入怡合达，现任董事长兼总经理。
张红	董事、副总经理	2010-2017 年就职于怡合达有限，担任副总经理。2017 年至今就职于公司，现任公司董事兼副总经理。
章高宏	董事、副总经理	本科学历，微电子专业，先后就职于湖南省常德市电子研究所、深圳市润天广告有限公司等。2010 年加入公司，目前担任公司董事、副总经理。
李锦良	副总经理	大专学历，机械制造专业，先后就职于江西省为民机械厂、宜电电子东莞有限公司等。2010 年加入怡合达，现任公司副总经理，兼任浦乐丰执行董事兼经理。

数据来源：怡合达招股说明书，Wind，东吴证券研究所

1.2. 紧抓自动化零部件核心业务，下游向纵深化发展

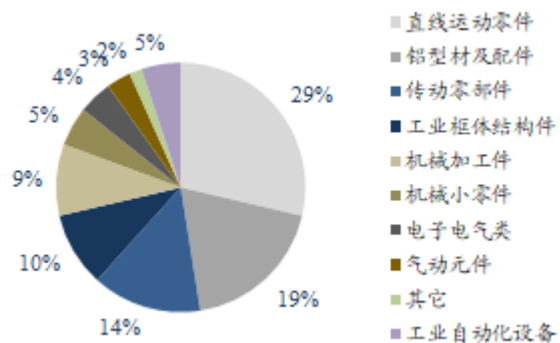
公司拥有两大产品，共同驱动公司发展：（1）自动化设备零部件：提供 FA 工厂自动化零部件相关产品，包括直线运动零件、传动零部件、气动元件、铝型材及配件、工业箱体结构部件、机械加工件、机械小零件、电子电气类等。（2）工业自动化设备。其中 FA 工厂自动化零部件相关产品为公司核心业务，2020 年收入占总营收比重为 95%。

图 3：2020 年自动化零部件收入占总营收比重为 95%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2020 年公司细分产品收入占总营收比重情况



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

表 2：公司主要产品介绍

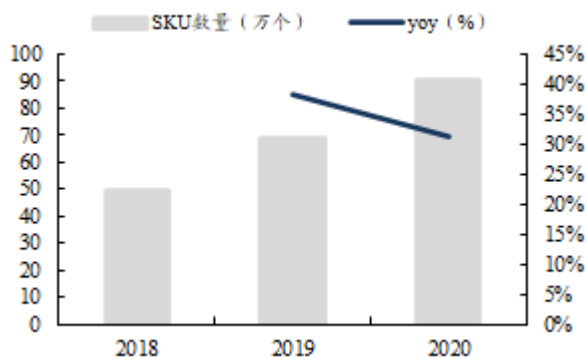
产品类别	主要产品	产品示意图	主要功能特性
FA 工厂自动化零部件	直线运动零件		应用于自动化设备上各种直线运动功能的机械零件，以实现不同精度、速度、距离、力矩直线运动应用场景要求
	传动零部件		应用于自动化设备上各种传动功能的机械类零件，以实现不同传送距离、扭矩、精度、速度、稳定性等应用场景要求
	气动元件		主要是将压缩空气的弹性能量转换成动能，通过调压等保护机制，达到稳定搬运移动目的
	铝型材配件		工业铝型材主要用于工业框架系统的搭建，起到支撑及承重的作用，相应的配件用来连接、紧固工业铝型材
	工业箱体部件		用于设备箱体支撑、移动、减震，操作调节，活动连接，密封隔音，提升设备使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



数据来源：公司官网，怡合达招股说明书，东吴证券研究所

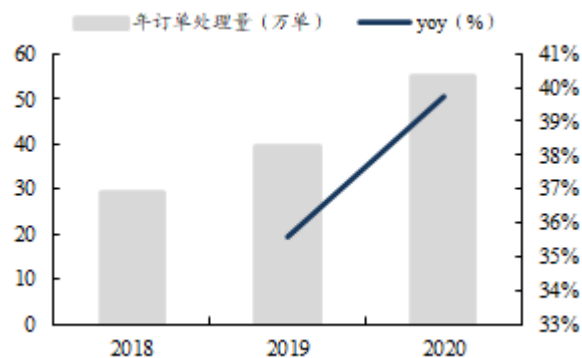
产品种类方面，截至 2020 年底，公司已开发涵盖 176 个大类、1404 个小类、90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，并汇编成产品目录手册；**订单与出货方面**，2020 年年订单处理量约 55 万单，年出货总量超过 230 万项次，90%标准件可实现 3 天内发货；累计成交客户数突破 4 万家。

图 5：截至 2020 年公司已开发超过 90 余万个 SKU



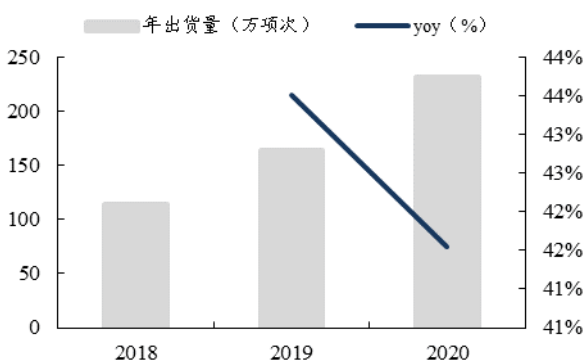
数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

图 6：2020 年公司年处理订单数量约 55 万单



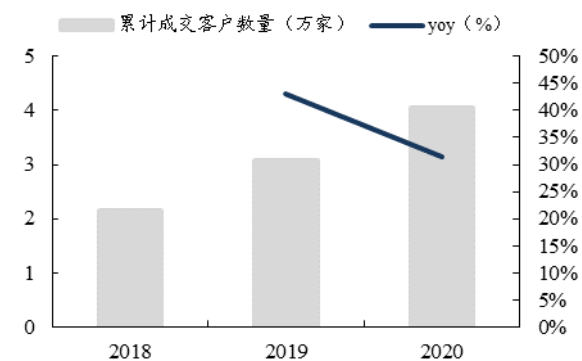
数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

图 7：2020 年公司年出货总量超过 230 万项次



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

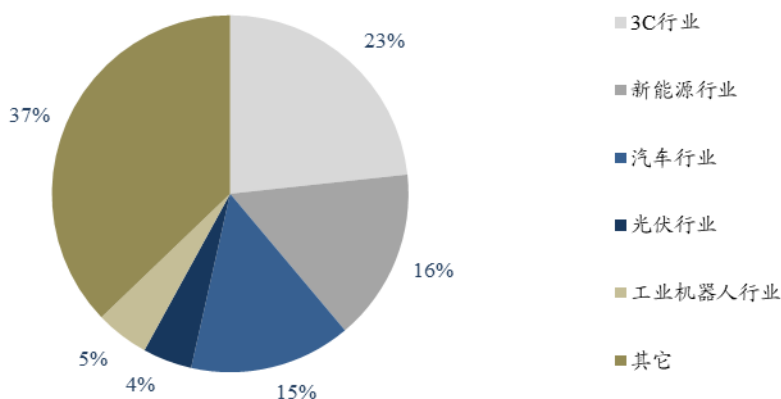
图 8：截至 2020 年公司累计成交客户数量突破 4 万家



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

下游行业方面，公司已经涵盖 3C、汽车、新能源、光伏、工业机器人等对工业自动化需求较高的行业，合计收入占比超过 60%。依托于自动化设备细分领域的广阔市场空间，公司下游领域有望不断向纵深化发展。

图 9：下游主要覆盖 3C、汽车、新能源、光伏等对工业自动化需求较高的行业（2020 年）

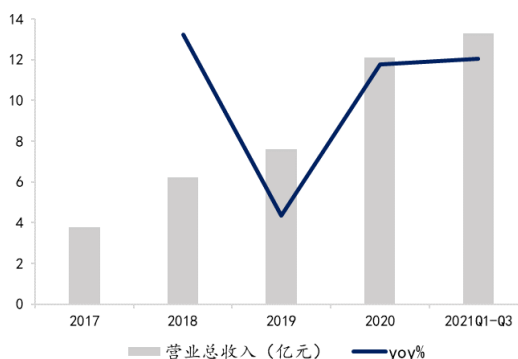


数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所（注：以收入为口径）

1.3. 营收规模快速增长，盈利水平突出

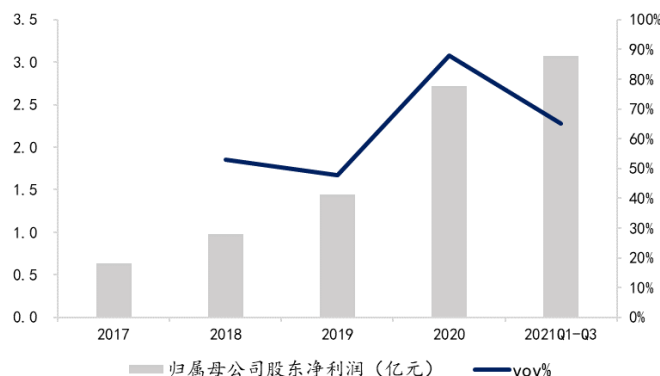
订单增长+规模效应提升，公司业绩持续保持快速增长。2017-2020 年公司营业收入从 3.76 亿元上升至 12.10 亿元，CAGR=33.9%；归母净利润从 0.64 亿元提升至 2.71 亿元，CAGR=43.6%。2021Q1-Q3 公司营业收入 13.29 亿元，同比+60.25%，归母净利润 3.07 亿元，同比+65.12%，业绩继续高速增长，我们判断主要原因系：1）2021 年前三季度制造业持续复苏，工业机器人等自动化主要行业景气旺盛，带动对自动化零部件的需求；2）得益于 2021 年锂电、光伏等新能源行业的高速发展，公司新能源相关收入快速提升。

图 10：2017-2020 年公司营业收入 CAGR=33.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2017-2020 年公司归母净利润 CAGR=43.6%

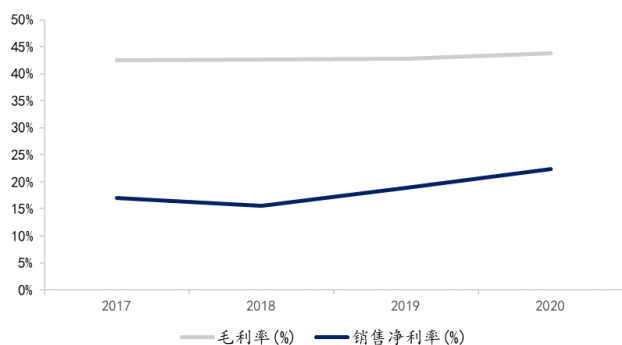


数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率与销售净利率水平稳步上升。2017 年至今，公司毛利率与销售净利率水平基

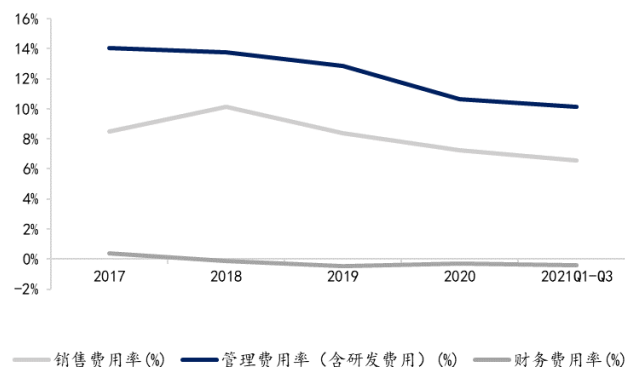
本保持稳步上升趋势。2021Q1-Q3 毛利率为 44.0%，同比+0.53pct，在原材料涨价的背景下依旧维持较高水平，反映出公司作为行业龙头，能够很好地将价格压力向下游传导。2021Q1-Q3 销售净利率 23.1%，同比+0.68pct。公司销售净利率上升主要得益于期间费用率的下降，其中销售费用率从 2018 年的 10.2%降低至 2021Q1-Q3 的 6.54%，管理费用率（含研发）从 2018 年的 13.74%降低至 2021Q1-Q3 的 10.15%，我们判断主要原因系随着公司营收规模上升，行业领先地位得以体现，使得规模效应逐渐凸显所致。公司财务费用率接近于 0，主要系公司合理运用金融工具取得利息收入从而冲抵财务支出。

图 12：公司毛利率和销售净利率变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

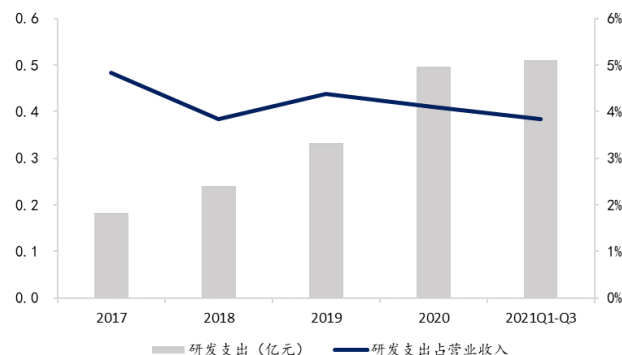
图 13：公司期间费用率变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

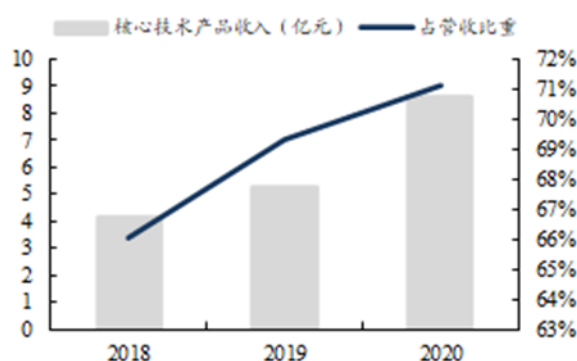
研发投入持续上升，“研促销”成果斐然。公司研发投入持续增长，2021Q1-Q3 公司共投入研发费用 0.51 亿元，同比+62.99%。一般传统制造业的研发投入往往要数年甚至数十年才能见效，零部件行业的研发转化周期较短，可以迅速反应于销售端。2018-2020 年公司核心技术收入占比持续提升，2020 年达 71.13%，同比+1.83pct，“研促销”成果卓著。

图 14：公司研发费用投入持续增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：2018-2020 年公司核心技术收入占比持续提升



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 绑定下游知名客户，线上线下销售齐头并进

受益于一站式服务体系的逐步完善，供货于国内知名客户。①FA 工厂自动化零部件：公司长期绑定比亚迪、大族集团、大连智云集团、先导智能、赢合科技等国内知名上市公司；②工业自动化设备：主要供货于华生集团，天工机械等国内知名汽车制造和军工企业，并获得批量重复订单。

图 16：公司绑定国内知名客户

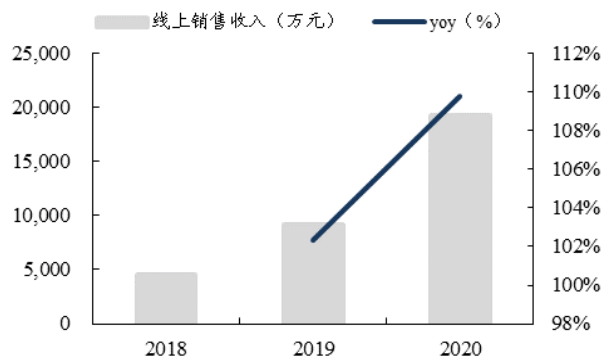


数据来源：怡合达招股说明书，各公司官网，东吴证券研究所

推出网络销售模式，线上线下载齐头并进。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。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。

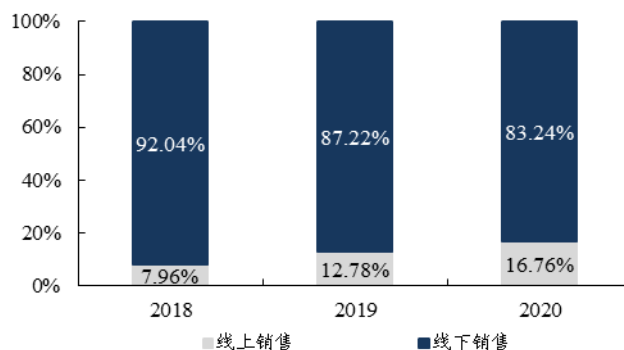
公司线上销售规模迅速扩张。2018-2020 年线上销售金额从 4529 万元提升至 1.92 亿元，年均复合增速 106%。而从线上线下的销售占比来看，虽然目前线下销售仍占据较高份额，但线上销售额占总销售额的比重正不断提升。

图 17：公司线上销售规模迅速扩张



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

图 18：公司线上线下销售占总销售收入情况

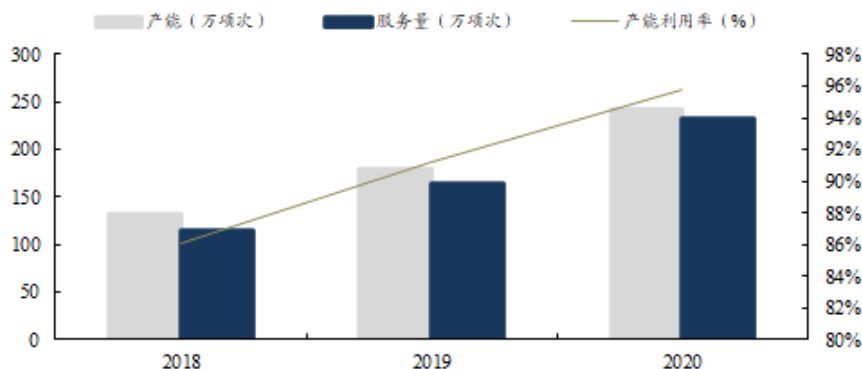


数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 产能已达瓶颈，亟待募投增资扩产

公司提供的主要产品为工业自动化零部件，订单处理能力是衡量公司产能利用程度的重要指标。2018-2020 年，公司产能利用率逐年上升，至 2020 年达到 95.73%，反映出公司服务能力已达瓶颈，难以满足迅速扩张的订单需求。

图 19：2018-2020 年公司产能利用率逐年提升



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

上市募资提高产能，可满足公司长期发展需求。IPO 上市公司计划募集资金 11.46 亿元，主要用于智能制造供应链华南中心建设项目、自动化零部件制造项目和企业信息化管理升级建设项目。其中核心项目为智能制造供应链华南中心建设项目，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，对供应链管理能力的要求较高。公司通过自建自动化仓储系统的供应链中心，将增加 35 万+个仓位，库存 SKU 提升至 55 万+个，能够显著加快对订单的响应速度，提升整体运行效率，以适应订单量不断增长发展需要。

图 20：公司 IPO 募投项目介绍

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资金额	实施主体
1	东莞怡合达智能制造供应链华南中心	77,922.11	77,922.11	怡合达
2	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	苏州怡合达
3	东莞怡合达企业信息化管理升级建设	6,000.00	6,000.00	怡合达
合计		114,595.74	114,595.74	-

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

2. “一站式”模式解决行业痛点，自动化需求打开成长空间

2.1. 为何选择怡合达？“一站式”模式解决行业痛点

要理解怡合达存在的价值，首先要理解零部件供应行业所存在的痛点。

零部件采购行业的特征是多品类低价值的零散订单，且非标属性明显。同样一个类型的零部件往往因为参数不同、用途各异而衍生出多个 SKU，导致企业难以批量生产，从而规模效益不明显。而对于下游客户，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，从而衍生出对多种产品统一采购、统一服务的需求。

表 3: 零部件采购行业面临的共性问题

主要方面	行业共性问题
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
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
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
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
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

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

怡合达“一站式”采购模式能够很好的解决行业共性问题：

①公司建立起自动化零部件的标准体系。基于公司多年对自动化设备所需零部件应用场景的研究和积累，公司逐步建立起自动化零部件的标准体系，编制多本行业“白皮书”（包括《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）

②非标产品标准化，标准产品模块化。公司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、已有标准型号产品系列化及模块化，并根据 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，强化产品适用性，形成了独具特色并富有竞争力的产品开发体系。简单来说，类似于乐高积木，公司用多种标准化的零部件去拼凑出标准产品和非标产品中可标准化的部分，既能够方便客户，也利于公司进行库存管理。

③建立敏捷制造的自制+OEM+集约化采购的外部供应体系。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，能够在既保证质量的同时加快交期。自制供应与 OEM 供应为公司主要供应方

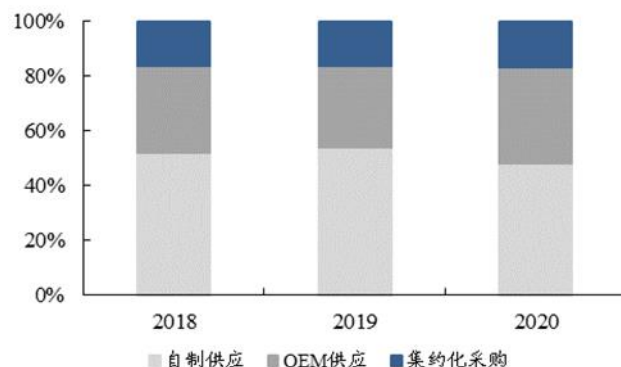
式，2018-2020 两者年销售收入合计占比在 83%以上。

图 21：公司编制多本行业白皮书



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 22：2018-2020 供应方式销售收入占比情况



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

④线上+线下多渠道选型下单，提供优质服务。

线下：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，逐步将服务半径从华南和华东优势区域扩展至全国市场。

线上：受限于销售团队规模和服务辐射半径，公司业务难以覆盖和快速满足市场容量广阔的长尾需求。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。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。

图 23：公司线上销售模式



数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

⑤全环节信息化管理，提升交付效率。公司还具有高效的信息化管理系统，助力采购、生产、仓储、销售等多环节，提高订单响应速度，缩短交付周期。此外，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。

图 24：公司实现全环节信息化管理

序号	系统名称	所属环节	系统功能及模块
1	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
2	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
3	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
4	BI 数据分析系统	销售	销售订单、销售发货、客户订单、交期、客诉等分析管理

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

通过“一站式”采购服务，怡合达能够很好的解决目前零部件行业所存在的痛点，在采购、生产、仓储、销售等多环节提高效率。

表 4：一站式解决方案能够多方位解决行业痛点

主要方面	一站式解决方案
设计	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	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；客户不仅能通过线下下单，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	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	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	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

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

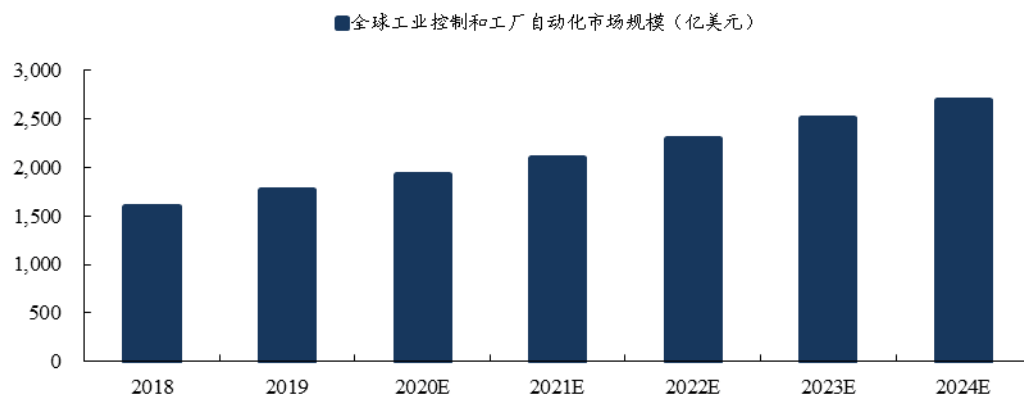
2.2. 自动化设备下游空间广阔，自动化率提升是大势所趋

工业自动化是公司核心业务领域，而随着工业自动化率的提升，自动化设备的市场空间将进一步扩大。

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 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%。

图 25：2018-2024 年全球工业控制和工厂自动化市场规模

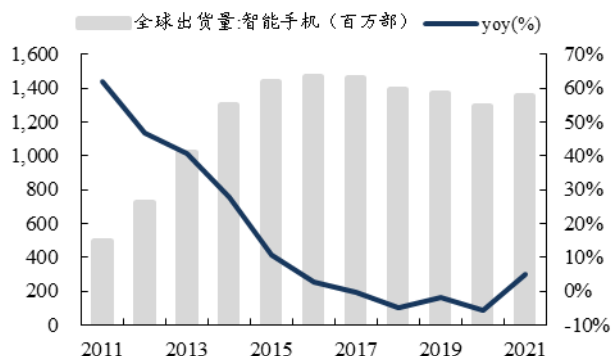


数据来源：Reportlinker，东吴证券研究所

从下游领域来分析，工业自动化设备服务领域众多，包括 3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等。

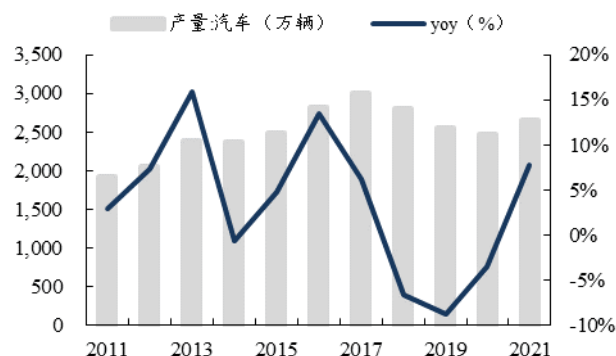
（1）3C 行业：智能手机是 3C 领域中销售规模较大的电子产品。根据 wind 数据，2011-2021 年全球智能手机出货量从 494.5 百万部增至 1354.80 百万部，年均复合增长率为 10.6%。（2）汽车行业：根据中国汽车工业协会统计数据，2011-2021 年汽车年产量从 1919.10 万辆增至 2652.80 万辆，年均复合增长率为 3.3%。

图 26：2011-2021 年全球智能手机出货量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：2011-2021 年国内汽车产量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

（3）新能源行业：根据中国汽车工业协会统计数据，2011-2021 年，我国新能源汽车销量由 0.8 万辆增至 352.1 万辆，年均复合增长率为 86.3%。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 2022 年销量将达到 500 万辆。

在新能源汽车市场强劲增长的背景下，与整车配套的动力电池的出货量大幅增长。

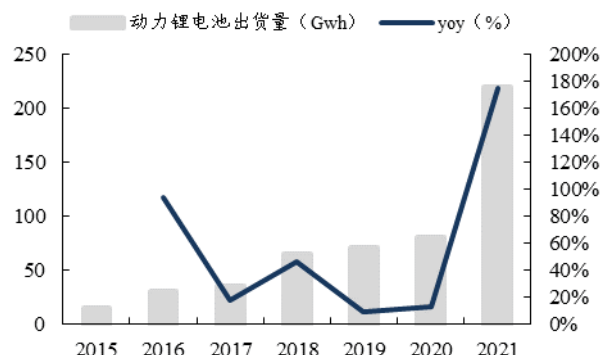
据 GGII 统计,我国动力锂电池出货量从 2015 年的 15.70Gwh 增长至 2021 年的 220.00Gwh, 年均复合增长率为 55.3%。

图 28: 2015-2021 年我国新能源汽车销量



数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

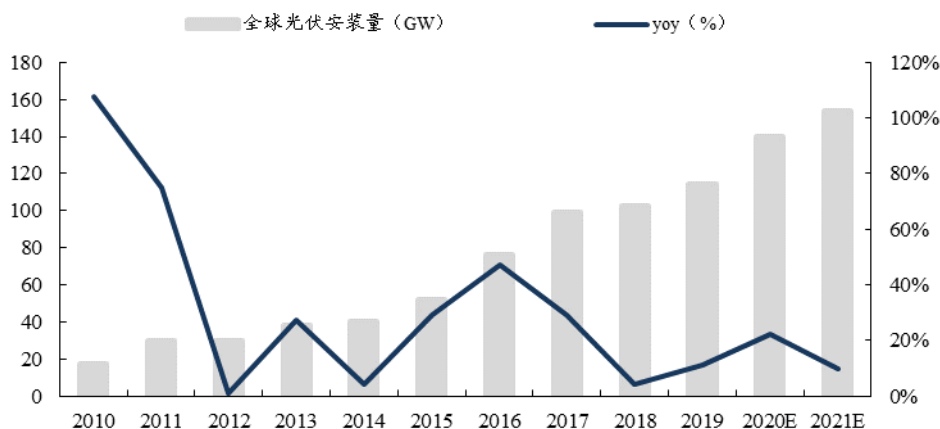
图 29: 2015-2021 年我国动力锂电池出货量



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

(4) 光伏行业: 根据 wind 数据, 全球光伏安装量从 2011 年的 29959.30 兆瓦增长至 2019 年的 114,323 兆瓦, 年均复合增长率为 18.22%。根据 PV InfoLink 的预测数据, 全球光伏安装量 2020 年和 2021 年分别为 140,000 兆瓦和 153,800 兆瓦, 保持较快增长。

图 30: 2010-2021 年我国光伏安装量及预测



数据来源: Wind, PV InfoLink, 怡合达招股说明书, 东吴证券研究所

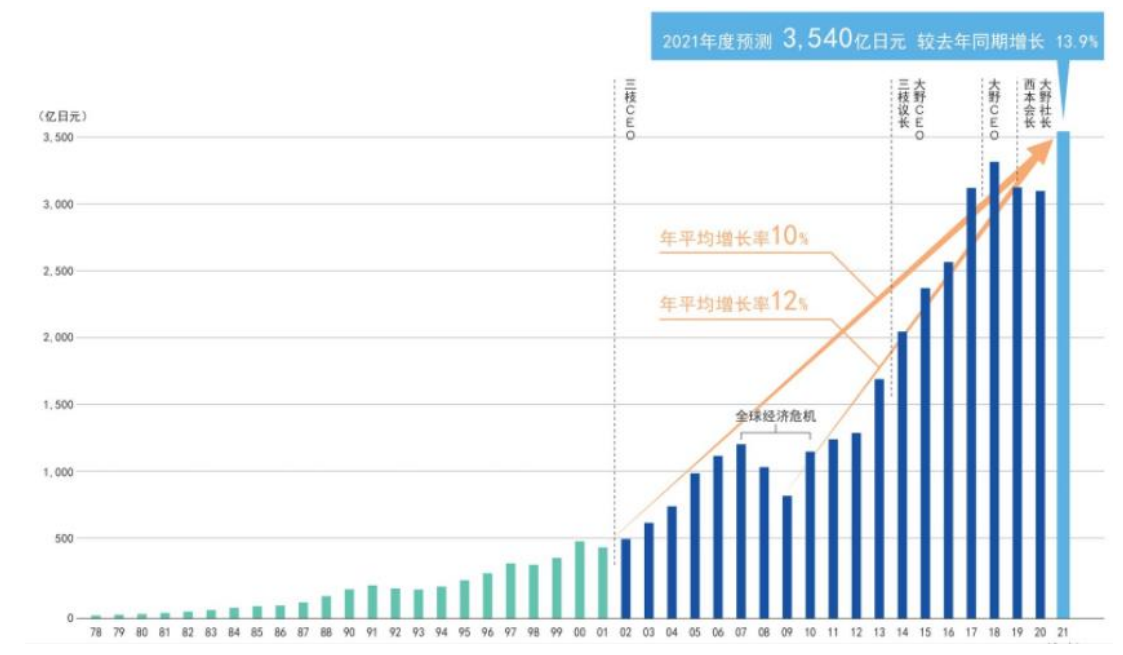
长期来看, 先进制造业的竞争是多方位的竞争, 其对成本控制、洁净度、规模生产等的要求将逐步提升, 进一步催生对工业自动化的需求。同时人口老龄化趋势愈发明显, 我国 60 岁及以上的人口数量占比从 2011 年的 13.7% 提升至 2021 年的 18.9%, 劳动力成本不断攀升, 也导致自动化逐渐成为刚需。我们判断, 工业自动化是大势所趋, 随着其下游领域不断拓宽, 企业对自动化设备需求的提升, 市场空间将进一步增大。

3. 对标国际龙头米思米，成长空间广阔

3.1. 米思米：全球工业零部件龙头，客户资源遍布全球

米思米成立于 1963 年，是日本工业零部件龙头。其主要业务包括 FA 事业、模具零件事业和 VONA 事业。2021 财年（2020M4-2021M3）公司实现营收 3107.19 亿日元（约合人民币 194.2 亿元，本文均按照日元兑人民币 16: 1 换算）；净利润 171.38 亿日元（约合人民币 10.7 亿元）。公司预计 2022 财年（2021M4-2022M3）将实现营业收入 3540 亿日元（约合人民币 221.25 亿元），同比+13.9%。从长周期看，2002-2021 财年公司营收年均复合增速约 10%，除 2008 年金融危机与 2019-2020 年疫情影响外，均实现较快增长。

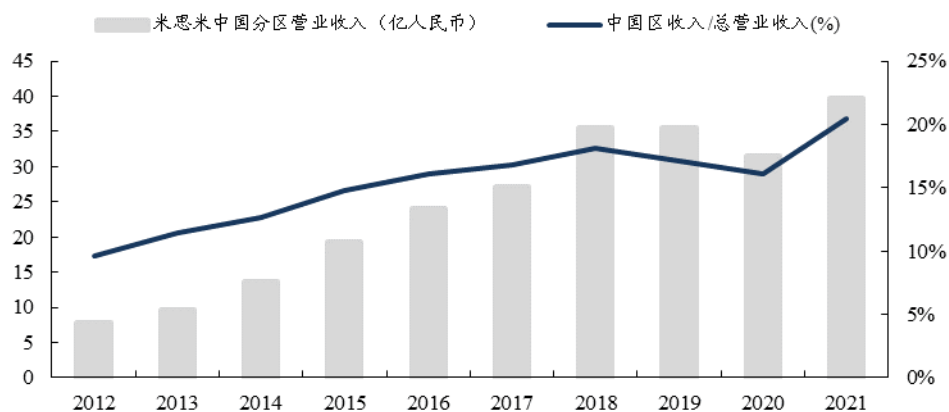
图 31：米思米集团的营业收入推移



数据来源：米思米官网，东吴证券研究所

米思米在本土发展的同时，积极开拓中国业务。2000 年以来，米思米陆续在中国大陆成立子公司、物流中心、设立销售办事处和生产基地，发展十分迅速。2012-2021 财年米思米中国区收入从 125.37 亿日元（约合人民币 7.8 亿元）提升至 635.17 亿日元（约合人民币 39.7 亿元），CAGR=19.8%；中国区营业收入占总营业收入的比重也在持续提升，2021 财年达 20.44%，成为米思米仅次于日本本土市场外最重要的市场。

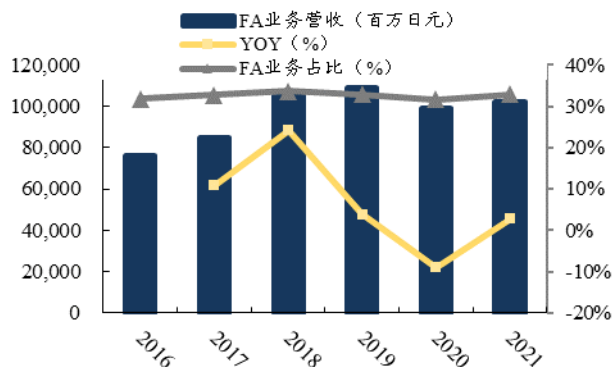
图 32：2021 财年末思米中国区收入达 39.7 亿元，占总营业收入的比重达 20.44%



数据来源：米思米年报，东吴证券研究所（注：横轴年份为财年）

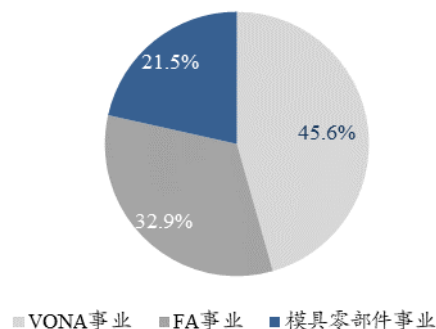
聚焦于米思米的 FA 业务：依托于日本、中国、越南、葡萄牙、美国等生产基地和遍布全球的物流仓储点，米思米致力于为客户打造全球化准时短交期的 FA 工厂自动化零部件产品或服务。2021 财年，FA 事业营收 1022.44 亿日元（约合人民币 63.9 亿元），占总营业收入的比重为 32.9%，是仅次于 VONA 事业的第二大业务。

图 33：米思米 2016-2021 财年 FA 业务营收及增速



数据来源：米思米年报，东吴证券研究所（注：横轴年份为财年）

图 34：米思米 2021 财年各大业务营收占比情况



数据来源：米思米年报，东吴证券研究所

3.2. "QCT"三大法宝，助力米思米抓住客户芳心

经过多年探索，米思米探索出独特的“QCT”模式（即 Quality/Cost/Time 高质量/低成本/短交期），助力其迅速获取客户，并在获取客户后能够有效提高客户粘性。

（1）高品质（Quality）：

高品质可以分为两方面：①服务质量高：米思米坐拥两大利器——“meviy”和“RAPiD Design”，能够更好的提供服务质量。“meviy”仅需用户上传零部件的 3D 数据，就能够自动识别形状，进行报价和订购；“RAPiD Design”是一款用于辅助设计的 CAD 插件，能够与米思米的 FA 标准零件数据库进行联动，帮助客户工程师提高设计效率。**②产品品质高：**米思米通常会在当地设立工厂，引入全套生产系统与数字化管理系统，以保证与日本本土产品同样的质量标准和工艺水平。

（2） 低成本（Cost）:

线上+线下直销的模式能够大量降低公司销售成本，一方面，线上 EC 网站销售的大量运用使得米思米不必再大量雇佣销售人员，另一方面线下大客户的直销也能够减少经销商的中间成本。此外，本土化生产也能够利用当地的廉价劳动力和减少运输成本。

（3） 短交期（Time）:

根据公司年报披露，在日本国内标准的交货周期是 2 天，交期遵守率为 99.96%，即使在全球范围内交期有部分延长，但也能够很好的实现“客户在任何时间、任何地点，以任何数量订购任一零部件，都能保证准时短交期地予以送达”的效果。甚至在中国国内提供闪送服务，当日 10 点前下单，下午 14:00 前即可送达，能够很好的帮助客户应对突发情况，以最快速度满足生产需求。

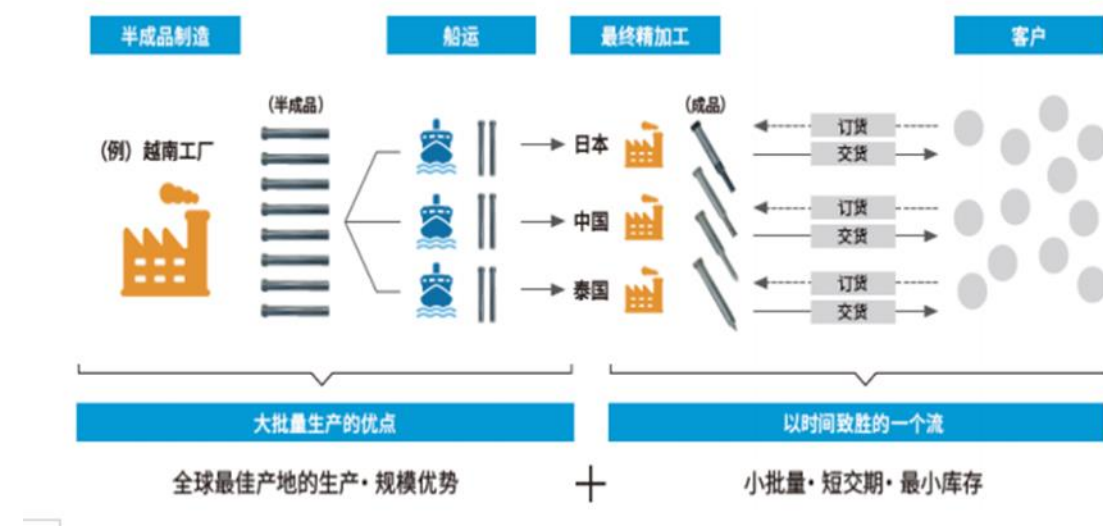
图 35：米思米在中国提供闪送服务



数据来源：米思米官网，东吴证券研究所

米思米能够实现如此高效的配送主要得益于其强大的物流网络与半成品精加工模式。自 2001 年开始国际化战略后，米思米广泛在海外铺设生产销售网络，至 2021 年底已拥有 62 个销售网点、18 个物流据点和 22 个生产基地。此外，米思米采取“半成品+精加工”的生产模式，公司往往先于生产成本较低的越南工厂等地大量生产半成品零部件，然后提前运送至各消费地区。当客户下单时，仅需在各消费地的工厂完成最终精加工即可，既能降低成本，也能够缩短交期，一举两得。

图 36: 米思米半成品精加工模式图解



数据来源：米思米官网，东吴证券研究所

3.3. 对标米思米，公司成长空间广阔

米思米是怡合达在自动化零部件领域主要的竞争对手，而怡合达想要超越米思米，就必须先向米思米学习。因此我们通过对标米思米，尝试分析其值得借鉴之处。

首先我们在品类、客户数、交期等多方面进行对比：

表 5: 米思米与怡合达在品类、客户数、交期等多方面对比情况

项目	米思米	怡合达
品类	经销商品品类数量达到 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 2 天，交期遵守率 99.96%	90%标准件可实现 3 天内发货
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	2019-2021 财年,中国市场收入分别为 35.52/31.50/39.70 亿元	2018-2020 年 FA 工厂自动化零部件收入为 5.7/7.2/11.5 亿元
毛利率	2019-2021 财年,毛利率分别为 42.81%、42.63%和 43.41%	2018-2020 年 FA 工厂自动化零部件毛利率分别为 42.54%、42.36%和 43.80%

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

此外我们还在人均创收和创利、产品价格、EC 网站数量和线上销售额、选型设计能力方面进行了详细的对比：

(1) 人均创收和创利：怡合达的人均创收和米思米相比还有较大差距，但差距正在逐年缩小，主要原因在于米思米近年遭受疫情影响发展步伐暂缓，而国内疫情较为稳定，收入仍保持较高增速。此外，怡合达近年线上销售与自动化生产进展迅速，也能够较大的提升人均创收。比较怡合达与米思米的人均创利情况，2017 年怡合达的人均创利仅为米思米的 1/3 左右，而至 2020 年怡合达的人均创利已经反超米思米，反映出怡合达在管理和员工合理利用方面具有较大优势。

图 37：2017-2020 年米思米与怡合达人均创收情况

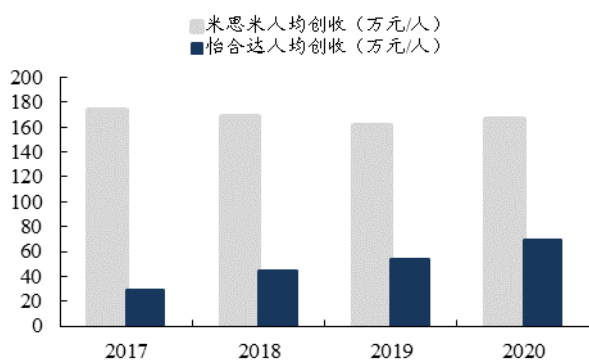
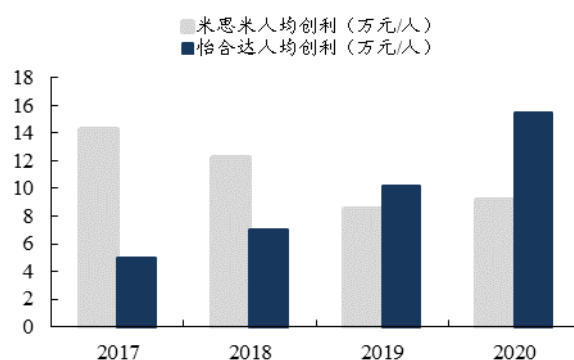


图 38：2017-2020 年米思米与怡合达人均创利情况



数据来源：米思米官网，Wind，东吴证券研究所

数据来源：米思米官网，Wind，东吴证券研究所

(2) 产品价格：通过对尺寸型号一致、用途相同的零部件的价格进行对比，我们可以发现米思米和怡合达的定价互有高低。

图 39：怡合达与米思米同一型号产品价格比较（对比日期为 2021 年 3 月 25 日，单位：元）

项目	产品名称	主要参数	品牌商	价格（不含税）		价格差异率
				怡合达	米思米	
成熟品牌	德国拖链	内高 10.5-10.7mm，内宽 20mm，弯曲半径 28mm，20 节	德国易格斯	124.50	159.56	-21.97%
	矩形弹簧	直径 50mm，长度 50mm	日本东京	63.23	65.80	-3.91%
	施耐德继电器	小电流型，线圈电压 DC24V，触点配置 2C，触点额定电流 5A，有动作指示灯	法国施耐德	14.14	13.06	8.27%
	派特莱信号灯	模块化 LED 信号塔灯，40LR4 系列，颜色层数 3，L 型支架，不能蜂鸣	日本派特莱	274.39	273.83	0.20%
标准型号 (市场通用型号)	直线轴承	材质钢，内径 20mm	-	18.43	26.00	-29.12%
	平皮带	进口 PU 材质、宽度 200mm，周长 10m，表面摩擦系数 1.7	-	4943.03	5020.88	-1.55%
	铰链	材质不锈钢 304，4 孔型，宽 32mm 长 25mm	-	20.75	14.00	48.21%
	磁铁	径向磁力钕磁铁，直径 10mm，厚度 15mm	-	50.85	53.72	-5.34%

数据来源：《关于怡合达首次公开发行股票并在创业板上市的发行注册环节反馈意见落实函的回复》，东吴证券研究所

(3) EC 网站数量和线上销售额：米思米于 2008 年便推出 EC 网站开启线上销售时代，2013 年对 EC 网络界面进行改版设计，使得商品类别更加清晰简洁，大大提升客户的体验感。2021 年 EC 网站融合了 meviy 和 RAPiD Design 功能，成为功能齐全、索引便捷、可满足客户从设计、选型到采购所有需求的一站式采购平台。随着 EC 网站的设计愈发完善，米思米的线上销售规模也逐年增长。

怡合达的成立时间较晚，其线上平台推出时间也较晚，但发展速度较快，近两年线上销售收入持续翻倍。但与米思米相比，2020 年公司线上销售收入达 1.92 亿元，仍远低于米思米。

(4) 为客户设计选型能力：尽管怡合达与米思米都能够帮助客户工程师进行选型设计，但米思米通过“meviy”和“RAPiD Design”两大软件在帮助客户节约设计时间方面更胜一筹。根据米思米的统计，“meviy”能够为包含多达 1500 种的零部件的设备进行采购，而过去从 3D 设计到制造完成需要花费近 1000 小时，但使用 meviy 后时间将缩短至 80 小时。而根据米思米（中国）以导向轴的设计为例的调查，传统手动建模需要花费约 39 分钟，但如果使用 RAPiD Design 进行辅助设计，仅需 3 分半，最高可节省 91% 的设计时间。

图 40：“meviy”的使用效果



数据来源：米思米官网，东吴证券研究所

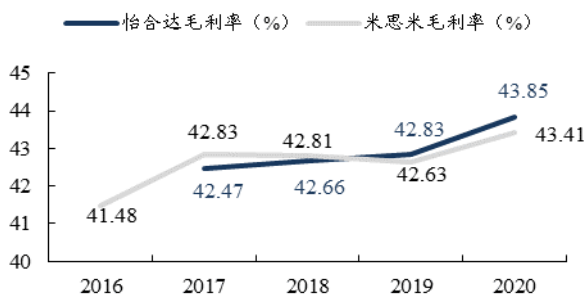
可以发现，与米思米相比，怡合达在品类丰富度、客户数量、交付速度、营业收入、信息和数字化、人均创收等方面仍存在一定的差距，而毛利率、产品价格与其相当。因此，借鉴米思米的优点，我们认为怡合达可以做出以下尝试：1）提升 SKU 数量，扩大品类覆盖领域，从而吸引更多客户，提升规模效应；2）学习米思米的半成品精加工模式，提升交付速度和可靠性，从而提升客户粘性；3）在信息和数字化方面做更多的尝试，帮助客户缩短设计时间。

但怡合达在与米思米的竞争中，同样具有独特的优势：

(1) 本土化服务能力：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服务支持。米思米方面，为提供低价快速的优质服务，米思米依托子公司在海外广泛建立生产基地和物流据点，截至 2021 年底，米思米已经在世界范围内建立了 62 个销售网点、18 个物流据点和 22 个生产基地（中国区包含三大生产基地、两大物流中心）。相较而言，怡合达作为本土企业，在售前售后服务、上门服务等本土化服务能力方面具有一定优势。

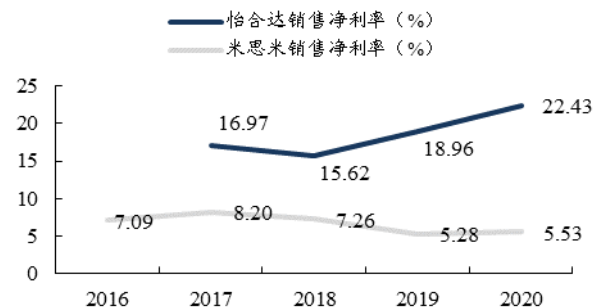
(2) 更强大的盈利能力：得益于国内更廉价的劳动力与完善的产业链，怡合达在和米思米毛利率相差不大的情况下，销售净利率远高于米思米。

图 41：怡合达与米思米毛利率相当



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 42：怡合达销售净利率远高于米思米



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(3) 对本土产业各类自动化设备适用性优势：欧美日韩等国虽然在自动化零部件，尤其是高端领域占据优势，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。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。

综合来看，随着怡合达在产品品类，客户开拓与服务，供应链管理等多方面实力不断增强，其竞争优势将愈发明显。同时，智能制造、工业自动化是大势所趋，其主要下游工业机器人、智能手机、新能源车、锂电设备、光伏设备等均处于黄金发展期，公司作为自动化零部件供应商将充分受益于智能制造发展机遇。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设:

(1) 自动化设备零部件业务: 自动化设备零部件业务为公司核心业务, 随着下游新能源、半导体、医疗等新兴领域的开拓, 公司综合服务能力的提升, 自动化设备零部件业务将迎来快速增长期。因此, 我们假设 2021-2023 年公司自动化设备零部件业务收入增速分别为 50%、46%和 41%, 毛利率分别为 43.9%、44.0%和 44.1%。

(2) 工业自动化设备业务: 随着工业自动化率的提升, 工业自动化设备的需求将不断提升。因此我们假设 2021-2023 年公司自动化设备零部件业务收入增速分别为 40%、35%和 35%, 毛利率分别为 48.0%、48.0%和 48.0%。

表 6: 公司分业务收入预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
自动化设备零部件						
营业收入	5.690	7.171	11.473	17.210	25.126	35.428
YoY (%)	69.42%	26.03%	60.00%	50.00%	46.00%	41.00%
毛利率	42.54%	42.36%	43.80%	43.90%	44.00%	44.10%
工业自动化设备						
营业收入	0.552	0.436	0.618	0.865	1.168	1.577
YoY (%)	37.48%	-21.07%	41.77%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	43.56%	50.31%	44.94%	48.00%	48.00%	48.00%
其他业务						
营业收入	0.005	0.003	0.006	0.007	0.007	0.007
YoY (%)	372.73%	-34.62%	61.76%	20.00%	0.00%	0.00%
毛利率	74.82%	88.52%	30.73%	50.00%	50.00%	50.00%
公司营业收入						
营业收入	6.25	7.61	12.10	18.08	26.30	37.01
YoY (%)	66.10%	21.81%	58.96%	49.48%	45.46%	40.72%
毛利率	42.66%	42.84%	43.85%	44.10%	44.18%	44.27%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可比公司方面, 米思米为全球 FA 领先企业, 是公司最大的竞争对手; 坚朗五金是家居建材五金行业的集成者, 其商业模式与公司业务存在一定相似性, 故我们选择米思米和坚朗五金作为可比公司。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.0、5.9 和 8.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 68、46 和 32 倍。作为本土自动化零部件供应商龙头，公司积极拓展其业务领域，提高其竞争优势，成长性较为突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值（PE，截至 2022 年 3 月 23 日收盘股价）

		股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9962.T	米思米	245.3	697.8	24.2	27.3	-	29	26	-
002791.SZ	坚朗五金	101.2	325.4	9.0	14.9	20.3	36	22	16
可比公司平均		-	-	-	-	-	32	24	16
301029.SZ	怡合达	67.7	270.7	4.0	5.9	8.5	68	46	32

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：米思米盈利预测来自 Bloomberg 一致预期、按日元兑人民币汇率 16: 1 计算，坚朗五金的盈利预测来 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 下游行业发展不及预期：**若公司下游行业发展不及预期，将可能会对公司未来经营业绩产生不利影响。
- 市场竞争加剧的风险：**若竞争对手开发出更具有竞争力的产品与服务或者提供更好的价格，则公司的行业地位、市场份额、经营业绩等均会受到不利影响。
- 新产品开发风险：**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。
- 核心人员流失风险：**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。

怡合达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,205	2,084	2,596	3,532	营业收入	1,210	1,808	2,630	3,701
现金	581	1,176	1,279	1,681	减:营业成本	679	1,011	1,468	2,063
应收账款	236	372	540	761	营业税金及附加	7	10	15	21
存货	236	332	483	678	营业费用	88	128	181	244
其他流动资产	151	204	294	412	管理费用	79	118	168	233
非流动资产	461	652	940	1,125	研发费用	50	78	110	152
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-3	-6	-12	-13
固定资产	60	251	339	424	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	336	336	536	636	加:投资净收益	5	8	12	17
无形资产	34	34	34	34	其他收益	6	9	14	19
其他非流动资产	31	31	31	31	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,666	2,735	3,536	4,657	营业利润	312	487	724	1,037
流动负债	302	375	537	749	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	0	10	10	10	利润总额	313	487	724	1,037
应付账款	192	277	402	565	减:所得税费用	42	66	98	141
其他流动负债	110	88	125	174	少数股东损益	0	21	33	45
非流动负债	6	16	26	36	归属母公司净利润	271	400	593	851
长期借款	0	10	20	30	EBIT	310	463	687	988
其他非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	322	473	699	1,003
负债合计	308	390	563	785	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	21	54	98		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	1,358	2,324	2,919	3,773	每股收益(元)	0.75	1.00	1.48	2.13
负债和股东权益	1,666	2,735	3,536	4,657	每股净资产(元)	3.77	5.81	7.30	9.43
					发行在外股份(百万股)	360	400	400	400
					ROIC(%)	19.8%	16.9%	19.8%	21.8%
					ROE(%)	20.0%	17.2%	20.3%	22.6%
					毛利率(%)	43.9%	44.1%	44.2%	44.3%
					销售净利率(%)	22.4%	22.1%	22.5%	23.0%
					资产负债率(%)	18.5%	14.3%	15.9%	16.9%
					收入增长率(%)	59.0%	49.5%	45.5%	40.7%
					净利润增长率(%)	88.0%	47.3%	48.4%	43.5%
					P/E	90.24	67.74	45.65	31.81
					P/B	17.95	11.65	9.27	7.17
					EV/EBITDA	73.80	54.84	36.96	25.35
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	247	200	379	572					
投资活动现金流	-270	-192	-288	-183					
筹资活动现金流	-30	586	12	13					
现金净增加额	-55	595	103	402					
折旧和摊销	13	9	12	15					
资本开支	-275	-200	-300	-200					
营运资本变动	-42	-221	-247	-322					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>