

怡合达 (301029)

2021 年报&2022 年一季报点评：业绩维持快速增长，新能源等下游需求旺盛

增持（维持）

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证书：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,803	2,630	3,701	4,996
同比	49%	46%	41%	35%
归属母公司净利润（百万元）	401	593	851	1,138
同比	48%	48%	43%	34%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.00	1.48	2.13	2.85
P/E（现价&最新股本摊薄）	50.94	34.41	23.99	17.93

投资要点

■ 业绩快速增长，新能源、3C 等先进下游需求旺盛：

2021 年公司实现营收 18.0 亿元，同比+49.0%；归母净利润 4.0 亿元，同比+47.6%，处于业绩预告 3.9-4.1 亿元中位；扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+51.0%。2021 年公司业绩快速增长，主要系新能源、3C 等先进下游需求旺盛（在总营收中占比达 50%以上），同时公司大力发展网络销售，线上销售规模迅速扩张。Q4 单季来看，实现营收 4.74 亿元，同比+24.6%，环比基本持平；归母净利润为 0.94 亿元，同比+9.7%，环比-14.8%，我们判断主要系 1）公司部分订单时间跨度过长未于 Q4 确认收入；2）员工绩效工资和业务提成在 Q4 集中确认。

2022Q1 公司实现营收 4.9 亿元，同比+52.6%，环比+2.8%；归母净利润 1.0 亿元，同比+63.7%，环比+7.4%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+59.4%，环比+7.6%，略超市场预期。

■ 毛利率受会计准则变动影响，剔除影响后盈利能力稳定：

2021 年公司销售毛利率为 41.6%，同比-2.3pct；销售净利率为 22.2%，同比-0.2pct，基本持平。期间费用率为 14.8%，同比-2.8pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比-2.4/-0.4/-0.1pct。Q4 单季来看，销售毛利率为 34.8%，同比-9.9pct；销售净利率为 19.8%，同比-2.7pct。2022Q1 公司销售毛利率为 39.7%，同比-3.3pct；销售净利率为 20.7%，同比+1.4pct；期间费用率为 15.0%，同比-4.8pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比-3.6/-1.6/-0.3pct。

公司 2021 年及 2022Q1 销售毛利率下滑主要原因系公司会计准则变动，将运输包装费用由销售费用转入营业成本所致，剔除该因素后整体毛利率在原材料涨价的影响下基本维持稳定。

■ 订单饱满，产品体系逐步丰富：

截至 2021 年底公司合同负债为 0.6 亿元，同比+60%；存货为 3.93 亿元，同比+66%，均保持高增，主要受益于公司的迅速发展，已成功开发涵盖 197 个大类、2066 个小类、110 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，年成交客户数突破 28,000 家，年订单处理量约 77 万单，年出货总量约为 330 万项次，均较 2020 年有大幅提升。截至 2022Q1 末公司合同负债为 0.67 亿元，同比+7%；存货为 4.52 亿元，同比+50%。

■ “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，并搭配网上选型采购系统等辅助工具，可有效提升客户效率。智能制造、工业自动化是大势所趋，其主要下游工业机器人、3C、锂电、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。

■ **盈利预测与投资评级：**作为本土自动化零部件供应商龙头，公司成长性突出。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.9（维持）/8.5（维持）/11.38 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 34、24 和 18 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情引起的经营风险、下游行业发展不及预期、市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.02
一年最低/最高价	51.02/109.80
市净率(倍)	8.63
流通 A 股市值(百万元)	1,837.18
总市值(百万元)	20,408.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.91
资产负债率(% ,LF)	16.71
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	36.01

相关研究

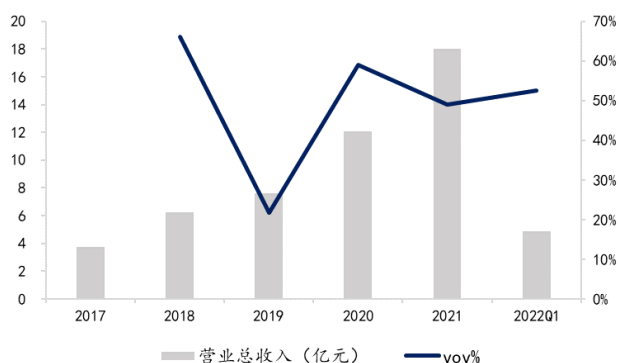
《怡合达(301029)：国内稀缺的一站式自动化零部件供应商，将充分受益智能制造发展机遇》

2022-03-24

1. 业绩快速增长，新能源、3C 等先进下游需求旺盛

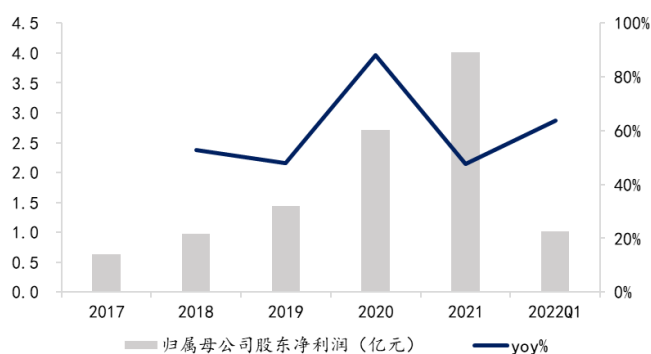
2021 年公司实现营收 18.03 亿元，同比+49.0%；归母净利润 4.01 亿元，同比+47.6%，处于业绩预告 3.9-4.1 亿元的中位；扣非归母净利润 3.93 亿元，同比+51.0%。其中分行业来看，新能源行业收入为 4.65 亿元，同比+146.6%，占总营收比重为 25.8%；3C 行业收入为 4.63 亿元，同比+64.5%，占比为 25.7%；汽车行业收入为 1.87 亿元，同比+5.6%，占比为 10.4%，光伏行业收入为 0.96 亿元，同比+76.8%，占比为 5.3%，工业机器人行业收入为 0.81 亿元，同比+37.9%，占比为 4.5%。分销售模式来看，线上销售收入为 5.08 亿元，同比+164.1%，占总营收比重为 28%；线下销售收入 12.95 亿元，同比 27.3%，占总营收比重为 72%。2021 年公司业绩快速增长，主要系在国家对智能制造、先进制造的大力扶持下，自动化设备行业迎来黄金发展期，以 3C、锂电、汽车、光伏、工业机器人等为代表的下游行业需求增加。同时公司大力发展网络销售模式，线上销售规模迅速扩张。

图1：2021 年公司实现营收 18.03 亿元，同比+49.0%；
2022Q1 营收 4.87 亿元，同比+52.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2021 年公司实现归母净利润 4.01 亿元，同比+47.6%；
2022Q1 归母净利润 1.01 亿元，同比+63.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

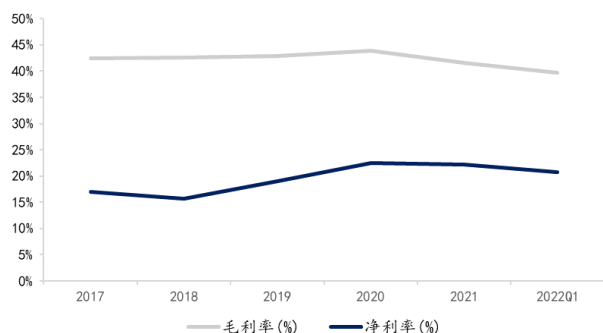
Q4 单季度来看，公司实现营收 4.74 亿元，同比+24.6%，环比基本持平；归母净利润为 0.94 亿元，同比+9.7%，环比-14.8%。我们判断主要系 1) 公司部分订单时间跨度过长未于 Q4 确认收入；2) 员工绩效工资和业务提成在 Q4 集中确认。

2022Q1 公司实现营收 4.87 亿元，同比+52.6%，环比+2.8%；归母净利润 1.01 亿元，同比+63.7%，环比+7.4%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+59.4%，环比+7.6%，业绩略超市场预期。

2. 毛利率受会计准则变动影响，剔除影响后盈利能力稳定

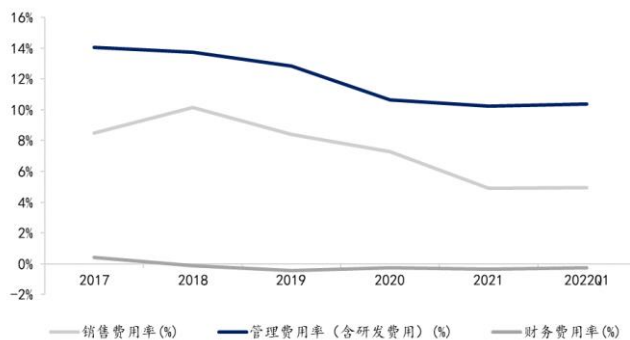
2021 年公司销售毛利率为 41.6%，同比-2.3pct；销售净利率为 22.2%，同比-0.2pct，基本持平。期间费用率为 14.8%，同比-2.8pct，其中销售费用率为 4.9%，同比-2.4pct，管理费用率（含研发）为 10.24%，同比-0.4pct，财务费用率为-0.4%，同比-0.1pct。2021 年公司研发投入 6618.6 万元，同比+33.4%，占营收的比重为 3.67%。Q4 单季来看，销售毛利率为 34.8%，同比-9.9pct，环比-9.4pct；销售净利率为 19.8%，同比-2.7pct，环比-3.2pct。

图3：2021 年公司销售毛利率为 41.6%，销售净利率为 22.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2021 年公司期间费用率为 14.8%，同比-2.8pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022Q1 公司销售毛利率为 39.7%，同比-3.3pct；销售净利率为 20.7%，同比+1.4pct；期间费用率为 15.0%，同比-4.8pct，其中销售费用率为 4.9%，同比-3.6pct；管理费用率（含研发）为 10.37%，同比-1.6pct；财务费用率为-0.3%，同比+0.4pct。2022Q1 公司研发费用 1935.8 万元，同比+38.9%，占营收的比重为 4.0%。

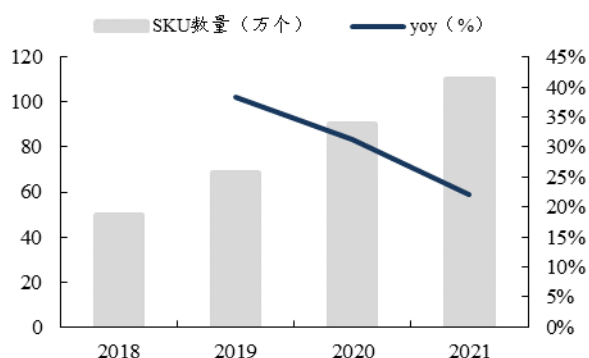
公司 2021 年及 2022Q1 销售毛利率下滑主要原因系公司会计准则变动，将运输费用及包装费用由销售费用转入营业成本核算所致，剔除该因素后整体毛利率在原材料涨价的影响下基本维持稳定。

3. 订单饱满，产品体系逐步丰富

截至 2021 年底公司合同负债为 0.6 亿元，同比+60%；存货为 3.93 亿元，同比+66%，均保持高增，主要受益于公司的迅速发展，已成功开发涵盖 197 个大类、2066 个小类、110 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，年成交客户数突破 28,000 家，年订单处理量约 77 万单，年出货总量约为 330 万项次，均较 2020 年有大幅提升。

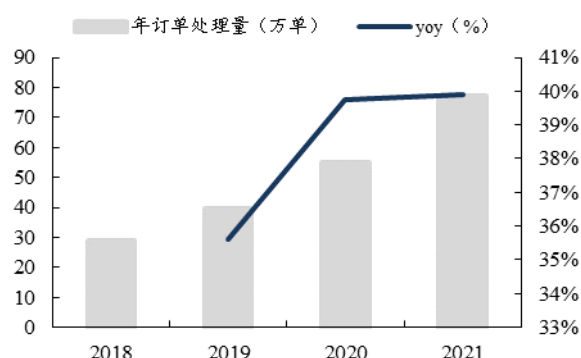
截至 2022Q1 末公司合同负债为 0.67 亿元，同比+7%；存货为 4.52 亿元，同比+50%。

图5: 截至 2021 年公司已开发超过 110 余万个 SKU



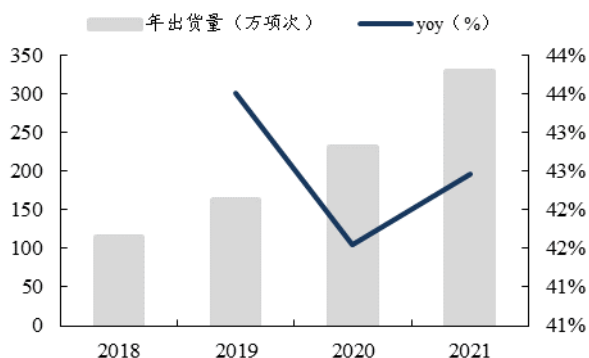
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2021 年公司年处理订单数量约 77 万单



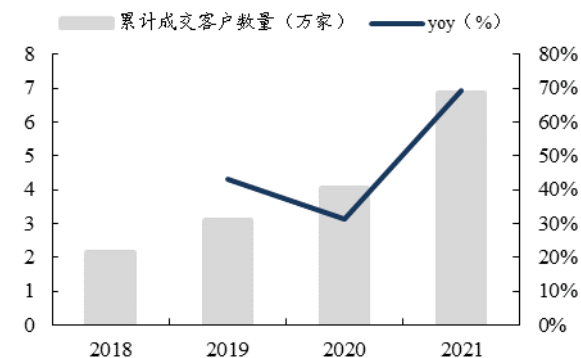
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2021 年公司年出货总量超过 330 万项次



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 截至 2021 年公司累计成交客户数量突破 6.8 万家



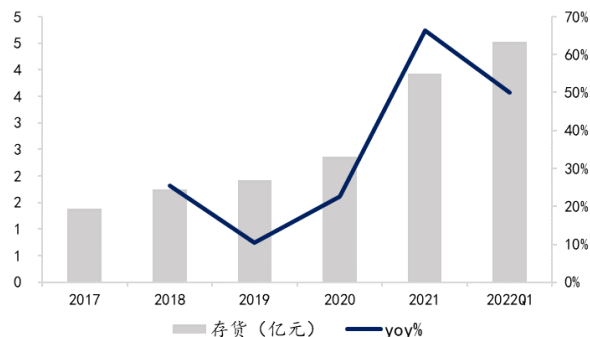
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2021 年底公司合同负债为 0.6 亿元, 同比+60%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2021 年底存货为 3.93 亿元, 同比+66%,



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. “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。

表1：一站式解决方案能够多方位解决行业痛点

主要方面	行业共性问题	一站式解决方案
设计	零部件设计选型缺少统一标准，限制设计成果的再次利用，设计选型耗时较长	通过对非标准型号产品标准化，已有标准型号产品系列化、模块化，建立自动化零部件的标准化体系，提高客户设计选型效率
采购	零部件采购从询价、确定供应商、订单跟进、交付、结算耗用较多采购资源，采购效率低下；零部件非标化属性，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；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、款项支付等全环节
成本	零部件种类繁多，单一零部件采购数量有限，供应商制造成本高，客户议价能力较弱	在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现批量化生产或集约化采购，有效降低采购成本
品质	选用非标件企业，规模一般较小，缺乏必要的品质管理能力；零星采购，需要对接较多供应商，质量管控水平有限	基于规模化和专业化，建立了全面的品质管控体系对供应产品进行把控，有效保障产品质量
交期	存在多家供应商且交期不一致时，交期管理困难；传统的小型制造企业及供应商对应零散订单的履约能力较差	高效的供应链管理体系、精准的数据分析能力、合理的库存规模，有效保障产品交期

数据来源：怡合达招股说明书，东吴证券研究所

5. 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），此外来自中国市场收入为 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。

随着怡合达在产品品类，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。

表2: 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 197 个大类、2,066 个小类、110 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件体系
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 6.8 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	239 项，其中实用新型专利 217 项、外观设计专利 22 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	2019-2021 年 FA 工厂自动化零部件收入为 7.2/11.5/17.6 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%
销售净利率	2019-2021 财年，销售净利率分别为 7.26%、5.28%和 5.53%	2019-2021 年，销售净利率分别为 18.96%、22.43%和 22.22%
人均创收	2019-2021 财年，人均创收分别为 169、161、166 万元/人	2019-2021 年，人均创收分别为 53.7、68.9、71.1 万元/人
人均创利	2019-2021 财年，人均创利分别为 12.2、8.5、9.2 万元/人	2019-2021 年，人均创利分别为 10.2、15.5、15.8 万元/人
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，米思米和怡合达的定价互有高低。	

数据来源：怡合达招股说明书，Wind，东吴证券研究所

6. 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 2022-2024 年归母净利润分别为 5.9(维持)/8.5(维持)/11.38 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 34、24 和 18 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

下游行业发展不及预期、市场竞争加剧的风险。

怡合达三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,064	2,725	3,414	4,436	营业总收入	1,803	2,630	3,701	4,996
货币资金及交易性金融资产	1,094	1,383	1,524	1,885	营业成本(含金融类)	1,053	1,543	2,179	2,946
经营性应收款项	566	788	1,109	1,497	税金及附加	10	14	20	27
存货	393	550	776	1,049	销售费用	88	129	170	230
合同资产	7	0	0	0	管理费用	118	171	233	315
其他流动资产	5	5	5	6	研发费用	66	105	141	195
非流动资产	711	711	1,111	1,511	财务费用	-7	-8	-10	-12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	9	13	17
固定资产及使用权资产	648	648	648	648	投资净收益	1	3	4	5
在建工程	0	0	400	800	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	33	33	33	33	减值损失	-17	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	464	687	985	1,317
其他非流动资产	23	23	23	23	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,775	3,436	4,524	5,947	利润总额	464	687	985	1,317
流动负债	506	563	788	1,060	减:所得税	63	93	134	179
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	10	10	10	净利润	401	593	851	1,138
经营性应付款项	359	423	597	807	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	60	0	0	0	归属母公司净利润	401	593	851	1,138
其他流动负债	87	130	181	243	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	1.48	2.13	2.85
非流动负债	7	17	27	37	EBIT	467	667	958	1,284
长期借款	0	10	20	30	EBITDA	486	667	958	1,284
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.57	41.33	41.14	41.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	22.22	22.55	22.99	22.78
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	49.03	45.89	40.72	34.99
负债合计	512	580	815	1,097	归母净利润增长率(%)	47.65	48.06	43.42	33.78
归属母公司股东权益	2,263	2,857	3,710	4,851					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,263	2,857	3,710	4,851					
负债和股东权益	2,775	3,436	4,524	5,947					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	266	525	743	每股净资产(元)	5.66	7.14	9.27	12.13
投资活动现金流	-573	3	-396	-395	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	502	21	12	13	ROIC(%)	22.29	22.44	25.02	25.70
现金净增加额	163	289	141	361	ROE-摊薄(%)	17.71	20.77	22.93	23.46
折旧和摊销	19	0	0	0	资产负债率(%)	18.46	16.87	18.01	18.44
资本开支	-224	0	-400	-400	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.94	34.41	23.99	17.93
营运资本变动	-202	-368	-373	-451	P/B(现价)	9.02	7.14	5.50	4.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

