

怡合达 (301029.SZ)

本土优势叠加高效供应链管理, FA 龙头未来可期

2022年07月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

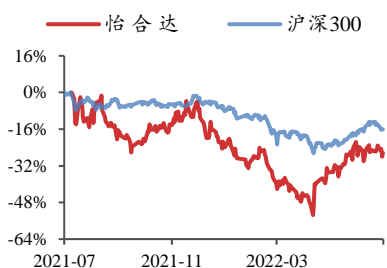
孟鹏飞 (分析师)

mengpengfei@kysec.cn

证书编号: S0790522060001

日期	2022/7/14
当前股价(元)	67.22
一年最高最低(元)	118.05/50.60
总市值(亿元)	322.66
流通市值(亿元)	29.05
总股本(亿股)	4.80
流通股本(亿股)	0.43
近3个月换手率(%)	125.95

股价走势图



数据来源: 聚源

● 本土优势叠加高效供应链管理, 一站式 FA 零部件龙头未来可期

国内 FA 龙头本土优势明显; 受益于下游景气营收高增; 海外供应受阻具有国产替代机会。我们预计 2022-2024 归母净利润 5.54/8.60/12.31 亿元, EPS 1.15/1.79/2.56 元, 当前股价对应 PE 58.27/37.52/26.21 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 下游景气度高企, 疫情之下国产替代加速

自动化市场加速扩张, 新兴行业景气: 据 MIR 测算, 2022 年我国自动化市场规模将达 3196 亿元, 3 年 CAGR13.0%。新能源/光伏/物流等行业在发展大势和政策利好双重加持下带来全新增长点。海外供应阻塞, 国产替代或补足缺口: 2020 年以来工业设备及零部件进口增长放缓; 国内工业机器人产量迅猛增长, 进口量与需求间存在缺口。怡合达作为国内 FA 零部件龙头, 有望成为国产替代受益者。

● 顺应市场偏好, 与龙头米思米差距快速缩小

FA 模式顺应市场偏好: FA 模式在中国等工业升级转型中前期地区蓬勃发展。代表企业米思米 2011-2021 年亚洲地区 (不含日本) 销售额 CAGR 达 17.5%。与米思米差距快速缩小: 两者在中国地区的营收倍数 (米思米/怡合达) 由 2018 年的 5.4 倍缩小到 2021 年的不到 2.1 倍, 怡合达本土优势下差距有望进一步缩小。

● 本土优势明显, 高效供应链管理着眼长期发展

本地化线上下协同发展: 销售团队 497 人, 在全国范围进行客户追踪拓展; 2021 年线上营收 5.1 亿元, 同比增长 164.1%。客户粘性强, 客户数量和 SKU 品类高速扩展: 2021 年成交客户量 2.8 万家, 73% 有 2 次以上销售记录; 电商年均新增客户 1.8 万个, 客单价翻倍; SKU 品类超 125 万, 2018-2021 年 CAGR 达 30.4%。降本能力卓越: 2021 年毛利率 41.6%, 规模弱势下与米思米持平; 净利率 22.2%, 是米思米的 4 倍。高效供应链管理巩固长期优势: 密集式自动化立体库和 ERP 管理系统提升分拣效率, 2021 年订单处理量同比增长 38.1%; 出货总项次同比增幅 42%。募投项目达产后规模效应增强, 股权激励锁定核心人员。

● 风险提示: 客户拓展不及预期, 需求反弹不及预期, 疫情反复及供应链风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,210	1,803	2,514	3,732	5,433
YOY(%)	59.0	49.0	39.5	48.4	45.6
归母净利润(百万元)	271	401	554	860	1,231
YOY(%)	88.0	47.6	38.2	55.3	43.1
毛利率(%)	43.9	41.6	42.7	43.6	43.3
净利率(%)	22.4	22.2	22.0	23.0	22.7
ROE(%)	20.0	17.7	20.5	24.7	26.6
EPS(摊薄/元)	0.57	0.83	1.15	1.79	2.56
P/E(倍)	118.9	80.5	58.3	37.5	26.2
P/B(倍)	23.8	14.3	12.0	9.3	7.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 FA 自动化零部件一站式供应龙头	5
1.1、 国内 FA 零部件一站式龙头	5
1.2、 下游覆盖广泛，客户数量持续攀升	8
1.3、 “多快好省”一站式采购服务直击行业痛点	9
1.4、 业绩规模高速扩张，盈利稳健提升	11
1.5、 股权激励锁定核心人员，利好公司中长期发展	13
2、 下游景气度高企，疫情之下国产替代加速	13
2.1、 需求主力转移，下游光伏新能源产业高度景气	13
2.2、 国产替代加速，工业互联网引领行业升级	16
3、 顺应市场偏好，FA 零部件模式已获验证	17
3.1、 米思米与固安捷：工业品一站式采购两巨头	17
3.1.1、 米思米：全球 FA 工业品一站式采购领军企业	18
3.1.2、 固安捷：全球 MRO 工业品分销巨头	20
3.2、 模式之争：米思米与固安捷成长路径差异明显	22
3.3、 FA 模式得到历史验证，数字化建设助推 MRO 发展	24
4、 本土优势叠加高效供应链管理，后起之秀未来可期	25
4.1、 本土优势明显，净利率后来居上	26
4.1.1、 深研客户需求，本地化团队辐射全国	26
4.1.2、 搭建电商平台，线上渠道高速增长	28
4.1.3、 交付能力大幅上升，账款回收周期较短	29
4.1.4、 降本能力突出，净利率遥遥领先	29
4.2、 深挖护城河，高效供应链管理着眼长期发展	30
4.3、 规模效应增强，FB 非标业务加速份额扩张	32
4.4、 对标米思米，公司成长空间广阔	33
5、 盈利预测及投资建议	34
5.1、 关键假设与财务预测	34
5.2、 估值水平与投资建议	35
6、 风险提示	36
附：财务预测摘要	37

图表目录

图 1： 公司进入进一步扩大期	5
图 2： 2021 年公司 FA 零部件营收占比近 98%	7
图 3： 2022 年 Q1 公司 FA 零部件 SKU 超 125 万	7
图 4： 自制与 OEM 为公司主要生产供应模式	7
图 5： 2018-2020 年平均毛利率 OEM>集约采购>自制	7
图 6： 公司下游覆盖广泛	8
图 7： 行业景气度轮动推动业绩持续增长	8
图 8： 2021 年公司服务客户数突破 2.8 万家	8
图 9： 公司 FA 业务前五大客户皆为知名企业	8
图 10： 公司商业模式“多快好省”，直击行业痛点	9
图 11： 公司提供线上全流程一站式采购平台	10

图 12: 公司先后编制系列自动化设计手册	10
图 13: 公司建立在线 3D 图库 (以标准治具为例)	11
图 14: 公司设计非标设计计算选型工具 (以轴承为例)	11
图 15: 公司 2021 年营收 18.03 亿元, 同比增长 49%	11
图 16: 公司 2021 年归母净利润 4.01 亿元, 同比增长 48%	11
图 17: 3C 基本盘持续稳定, 新能源光伏景气度高	12
图 18: 公司毛利率稳定在 40% 以上	12
图 19: 公司拥有良好的费用控制能力	12
图 20: 2021 年公司合同负债同比增长 59.8%	12
图 21: 2021 年公司 ROE 达 22.7%	12
图 22: 预计 2021-2026 年全球工控自动化市场 CAGR 为 9.7%	14
图 23: 预计 2020-2022 年我国工业自动化市场规模 CAGR 为 13.0%	14
图 24: 2018-2021 中国新能源汽车销量 CAGR 达 41.1%	14
图 25: 2022 年 Q1 中国新能源汽车渗透率达 19.2%	14
图 26: 2015-2021 年我国光伏装机容量高速增长	15
图 27: 中国工业机器人年度产量大幅提升	15
图 28: 预计 2025 年中国工业机器人销售额达 1051 亿元	15
图 29: 中国快递市场规模稳健增长	16
图 30: 中国自动分拣设备市场有望高速发展	16
图 31: 工业设备及零部件进口数与需求间存在较大缺口	16
图 32: 通用工业机械设备及零件进口金额涨幅较小	16
图 33: 工业互联网引领行业升级	17
图 34: FA 零部件平台和 MRO 消耗品平台是 MRO 一站式采购平台的两种模式	17
图 35: 米思米是全球 FA 工业品一站式采购领军企业	18
图 36: 米思米拥有三大业务板块	18
图 37: 米思米开创产品汇编目录	19
图 38: CAD 数据界面提升客户设计选型效率	19
图 39: 米思米 QCT 模式取得成功	19
图 40: VONA 以全球规模连接客户、供应商双方需求	20
图 41: VONA 业务收入占公司总营收的 45.6%	20
图 42: 固安捷是全球 MRO 工业品分销巨头	20
图 43: 固安捷旗下主要品牌 SKU 数量可观	21
图 44: 固安捷产品矩阵几乎涵盖所有 MRO 品类	21
图 45: 固安捷客户种类繁多	23
图 46: 固安捷收入主要来自中大型客户	23
图 47: 米思米的主要收入来源于亚洲	23
图 48: 固安捷扎根于北美发达国家	23
图 49: 固安捷营收规模是米思米的 4.5 倍, 米思米营收增速更快	24
图 50: 米思米毛利率略高于固安捷	24
图 51: 2020 年后固安捷净利水平显著提升	24
图 52: 米思米模式得到市场验证	25
图 53: 固安捷已剥离中国业务	25
图 54: 米思米亚洲地区销售额快速增长	25
图 55: 怡合达市占率提升	26
图 56: 米思米对怡合达营收倍数大幅缩小	26

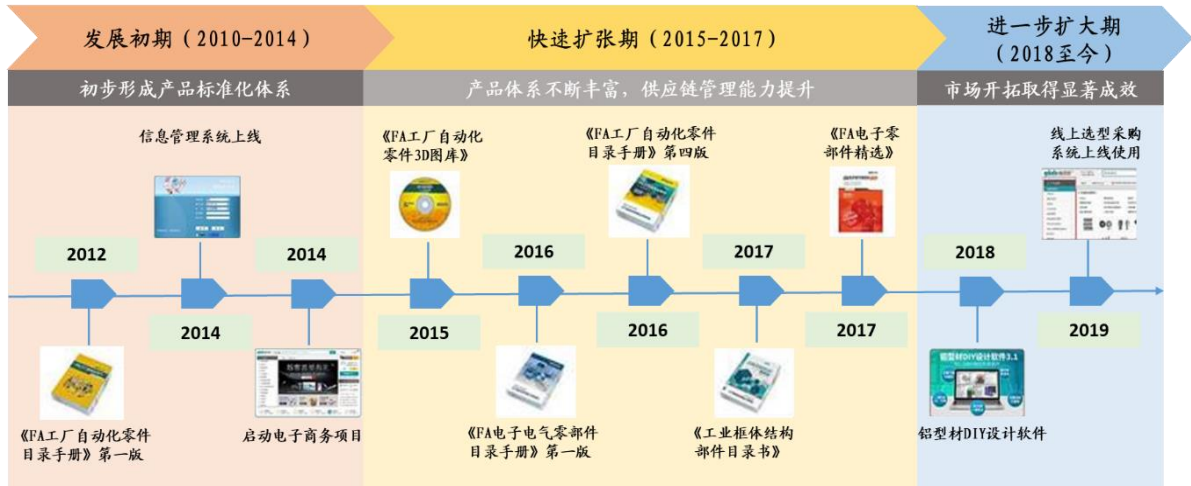
图 57: 国内 FA 零部件客户以中小企业为主.....	26
图 58: 怡合达中小客户贡献营业收入约 43%.....	26
图 59: 本地化网络辐射全国.....	27
图 60: 怡合达成交客户量大幅攀升.....	27
图 61: 怡合达下单 2 次以上客户达 73%.....	27
图 62: 怡合达销售、产品中心人员占比 36%.....	28
图 63: 公司 SKU 品类高速扩展.....	28
图 64: 公司线上渠道高速增长.....	28
图 65: 2021 年线上营收占比达 28.2%.....	28
图 66: 公司注册用户数快速上涨.....	29
图 67: 公司电商平台客单价、笔单价显著提高.....	29
图 68: 公司存货周转天数减半, 应收账款周转能力较强.....	29
图 69: 公司毛利率与米思米持平, 净利率遥遥领先.....	30
图 70: 米思米运输包装费率较高.....	30
图 71: 怡合达研发投入较大.....	30
图 72: 公司年订单处理量不断加大.....	31
图 73: 公司产品数据库支持工程师设计选型.....	32
图 74: 公司募投项目达产后出货量大幅提升.....	32
图 75: 怡合达 FB 定制支持计算选型.....	33
图 76: 怡合达 FB 定制支持自动计算.....	33
表 1: 公司主要产品为 FA 零部件和工业自动化设备.....	5
表 2: 公司三种产品生产模式协同.....	7
表 3: 公司前五大客户皆为知名企业.....	8
表 4: FA 零部件行业存在五大痛点.....	9
表 5: 公司设置股权激励.....	13
表 6: 国内主要 MRO 企业包括威亨国际、西域机电、震坤行、京东工业品、1688 等.....	20
表 7: 固安捷持续外延并购.....	21
表 8: 米思米、固安捷两模式在采购服务上差异明显.....	22
表 9: 公司建立完备的信息化系统以有效保障产品交期.....	31
表 10: 作为后来者, 怡合达仍有广阔的成长空间.....	33
表 11: 怡合达产品结构有待进一步完善.....	33
表 12: 米思米进行海外扩张.....	34
表 13: 核心业务拆分及预测.....	35
表 14: 怡合达: 可比公司 2022-2024 年行业平均估值分别为 53.10/37.08/27.29.....	36

1、FA 自动化零部件一站式供应龙头

1.1、国内 FA 零部件一站式龙头

怡合达是 FA 自动化零部件一站式供应龙头。公司成立于 2010 年，深耕通用自动化领域的工厂自动化零部件，为下游自动化客户提供零件设计选型、询价、确定供应商、订单跟进、交付、结算的全流程产品服务。经过多年发展，已成为领域内具有影响力的自动化零部件一站式供应商。

图1：公司进入进一步扩大期



资料来源：怡合达招股书、公司官网、开源证券研究所

主要产品为 FA (Factory Automation, 工厂自动化) 零部件。公司以 FA 零部件为主业，不断扩宽品类。产品主要包括直线运动零件、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、电子电气类以及其他，共九类产品。此外，公司还按下游需求提供部分工业自动化设备。

表1：公司主要产品为 FA 零部件和工业自动化设备

产品类别	产品分类	产品细分品类	主要功能
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，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



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



其他类

工业自动化设备



主要包括铝合金型材及相关配件

主要用于工业框架系统搭建，起到支撑及承重作用，相应配件用来连接、紧固工业铝型材及装饰作用

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

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

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

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

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

小零件全自动攻丝机、零件外观检测机、零件计数包装机、自动化焊接机、全自动组装机、大型整厂自动化设备工作站等系列产品，以及其他非标自动化设备

汽车发动机零部件领域、汽车马达的组装和测试领域、电气机械和器材制造业以及其他应用场景等领域

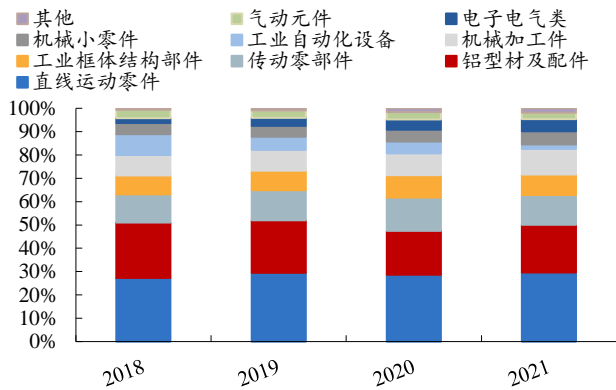
资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

聚焦主业，FA 零部件营收占比近 98%。2018-2021 年，公司 FA 零部件营收占比从 91.08% 上升至 97.9%。其中，2021 年营收占比排名前五的产品品类依次为直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件、机械加工件，与工业箱体结构部件，五者合计营收占比达到 82.42%。2018-2021 年该排名无较大变化，细分产品格局基本稳定。

扩充品类，FA 零部件 SKU 超 125 万。截至 2022 年 Q1，公司已开发涵盖 197 个大类、2066 个小类、125 余万个 SKU 的 FA 零部件产品体系，并汇编成产品目

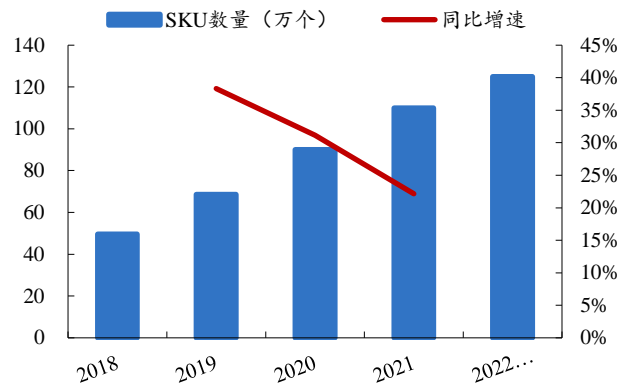
录手册。2021年SKU数量同比增长22.2%，2018-2021年SKU复合增长率达30.4%。

图2：2021年公司FA零部件营收占比近98%



数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

图3：2022年Q1公司FA零部件SKU超125万



数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

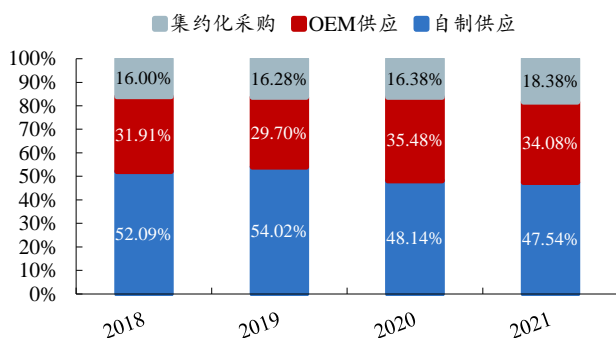
生产供应模式灵活，自制、OEM、集约化采购按需选择。公司主要生产模式主要包括自制、OEM、集约化采购三种。对于部分市场上供应零散、无统一标准型号的FA零部件，一般进行自制或OEM供应；对部分市场上已有标准型号或成熟品牌的FA零部件，一般进行集约化采购供应。自制与OEM为公司主要生产供应模式，2018-2021年两者合计贡献收入占比均超过80%，2021年合计占比达81.6%。2018-2021年三者平均毛利率OEM>集约化采购>自制。

表2：公司三种产品生产模式协同

产品生产模式	适用产品种类	生产流程
自制供应	缺少统一标准	选取部分缺少统一标准，产品系列多、可选型号广的产品，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
OEM供应	缺少统一标准	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，综合考虑市场需求、产能、生产成本、质量、交期等因素，开发有合作意愿和能力的生产制造企业进行OEM生产
集约化采购供应	已有标准型号和成熟品牌	产品价格信息按照与各供应商签订的协议统一录入系统，采购部可自动选择最优价格，从而快速确定供应商、生成采购订单，提高采购效率

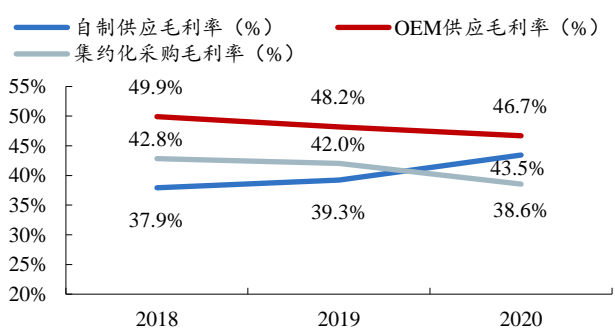
资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

图4：自制与OEM为公司主要生产供应模式



数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

图5：2018-2020年平均毛利率OEM>集约采购>自制

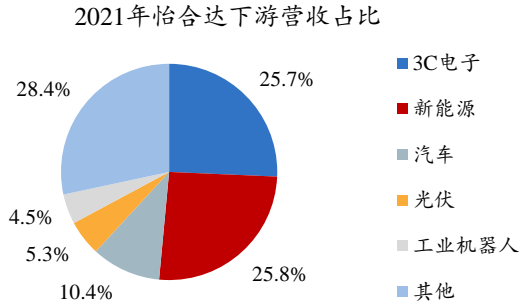


数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

1.2、下游覆盖广泛，客户数量持续攀升

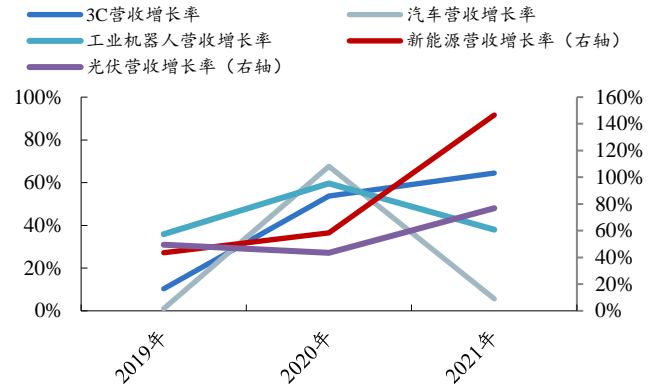
下游覆盖广泛，行业景气度轮动推动业绩持续增长。公司下游主要包括 3C 电子、汽车等传统行业，并向新能源、光伏、工业机器人等新兴领域持续拓展，对特定行业依赖度较低，能够充分享受下游行业景气轮动红利。

图6：公司下游覆盖广泛



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

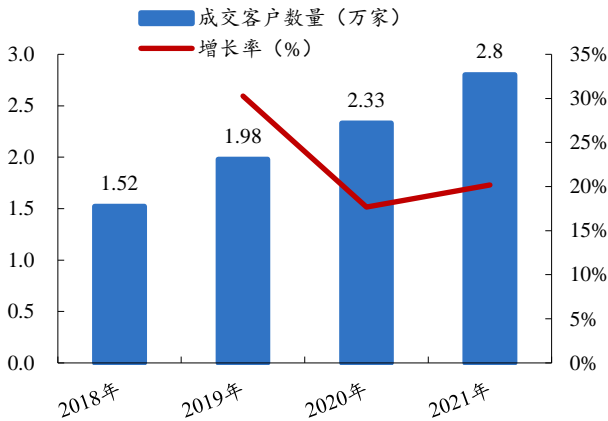
图7：行业景气度轮动推动业绩持续增长



数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

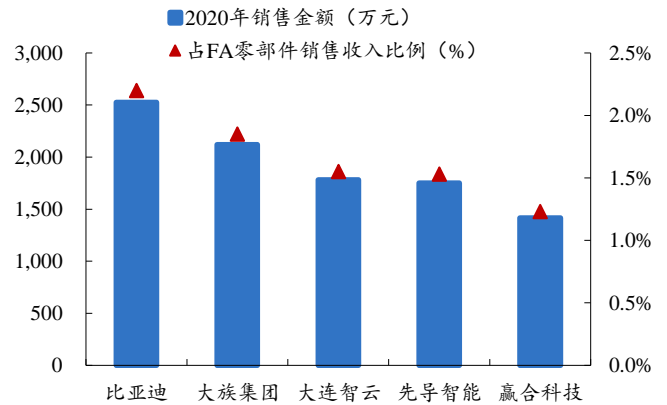
客户数量持续攀升，订单分散。2020年公司累计服务客户突破4万家，2021年当年成交客户数突破2.8万家，2018-2021年CAGR达22.6%。公司核心业务FA零部件前5大客户均为知名企业，包比亚迪、大族集团、大连智云、先导智能、赢合科技等，占比总计8.4%，订单分散。

图8：2021年公司服务客户数突破2.8万家



数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

图9：公司FA业务前五大客户皆为知名企业



数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

表3：公司前五大客户皆为知名企业

排名	客户名称	主要销售产品类别	应用领域	销售金额 (万元)	占FA工厂自动化零部件销售收入比例	起始合作时间
1	比亚迪集团	铝型材及配件、直线运动零件、机械加工件等	新能源、汽车、3C等行业	2526.98	2.20%	2013年
2	大族集团	直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件等	新能源、汽车、3C、半导体、家电等行业	2119.81	1.85%	2013年

排名	客户名称	主要销售产品类别	应用领域	销售金额 (万元)	占 FA 工厂自动化零 部件销售收入比例	起始合作时间
3	大连智云集团	铝型材及配件、传动零部件等	液晶面板行业	1780.58	1.55%	2014 年
4	先导智能	铝型材及配件、传动类零部件、工业箱体结构部件、机械小零件	新能源等行业	1752.05	1.53%	2013 年
5	赢合科技集团	铝型材及配件、传动类零部件、工业箱体结构部件	新能源、医疗等行业	1415.53	1.23%	2014 年
	合计	-	-	9594.94	8.36%	-

资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

1.3、“多快好省”一站式采购服务直击行业痛点

在传统模式下，FA 零部件客户为每台设备所需采购的零部件种类繁多，需要对接众多供应商，对单一品类零部件的采购数量有限，交期难以统一管理；而供应商往往需要应对小批量、高频次、多样化的采购需求，缺少统一标准，难以通过扩大生产规模降低成本。因此，FA 零部件工序双方往往需要应对设计耗时长、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。

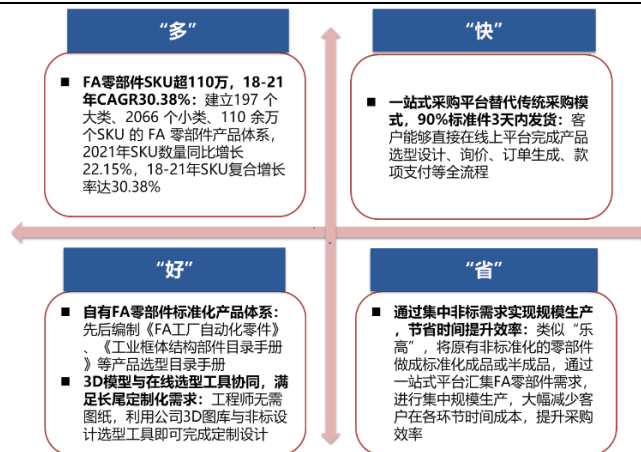
表4：FA 零部件行业存在五大痛点

行业痛点	
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	分别询价、确定供应商、订单跟进、交付、结算耗用较多采购资源，效率低下
成本	零部件种类繁多，单一零部件采购数量有限，制造成本居高不下
品质	选用非标件加工企业，则生产规模一般较小，缺乏必要的品质管理能力；零星采购，又必需对接多家供应商，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

资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

“多快好省”一站式采购服务直击行业痛点。公司通过丰富产品品类、制定产品标准、一站式平台化运营等手段，能够有效解决 FA 零部件采购痛点问题。

图10：公司商业模式“多快好省”，直击行业痛点



资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

“多”：SKU 超过 125 万，2018-2021 年 CAGR 达 30.4%。截至 2022 年 Q1，公司已开发涵盖 197 个大类、2066 个小类、125 万余个 SKU 的 FA 零部件产品体系，并汇编成产品目录手册。2021 年 SKU 数量同比增长 22.15%，2018-2021 年 SKU 复合增长率达 30.4%。

“快”：打破传统繁琐的采购流程模式，90%标准件实现 3 天内发货。公司通过搭建线上一站式平台，将传统的“零部件单独设计+多家供应商采购”模式转变为“零部件简单选型+一站式采购”新模式，客户能够直接在线上平台完成产品选型设计、询价、订单生成、款项支付等全流程，90%标准件实现 3 天内发货。

图11：公司提供线上全流程一站式采购平台



资料来源：怡合达招股书

“好”：建立 FA 零部件标准化产品体系。公司先后编制了《FA 工厂自动化零件》、《FA 工厂自动化零件 3D 图库》、《工业箱体结构部件目录手册》、《FA 电子电气零件精选》等产品选型目录手册，并结合 3D 模型下载、客户现场走访调研反馈、电商平台数据等渠道，持续丰富产品品类与标准。公司现有 SKU 产品体系已能够实现非标零部件中 6%-7%的标准转化率，目标未来 3 年内提升至 10%。

图12：公司先后编制系列自动化设计手册

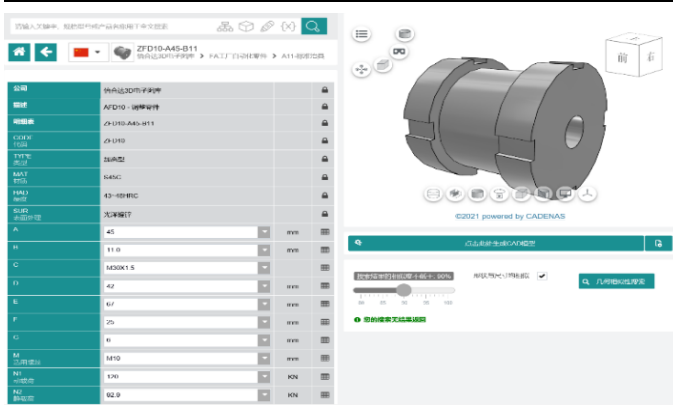


资料来源：公司官网

3D 模型与在线选型工具协同，满足长尾定制化需求。公司具备现有市场常用标

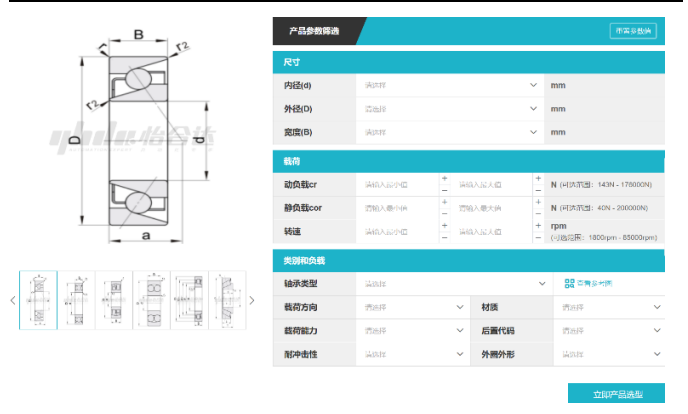
准型号成品与半成品的备库模型，支持工程师进行 3D 建模；建立非标设计计算选型工具，省略图纸环节，根据客户工程师输入的设计基本参数（功率/转速/轴间距等）、使用工况、安装要求等数据，精准计算匹配的产品型号。

图13：公司建立在线 3D 图库（以标准治具为例）



资料来源：公司官网

图14：公司设计非标设计计算选型工具（以轴承为例）



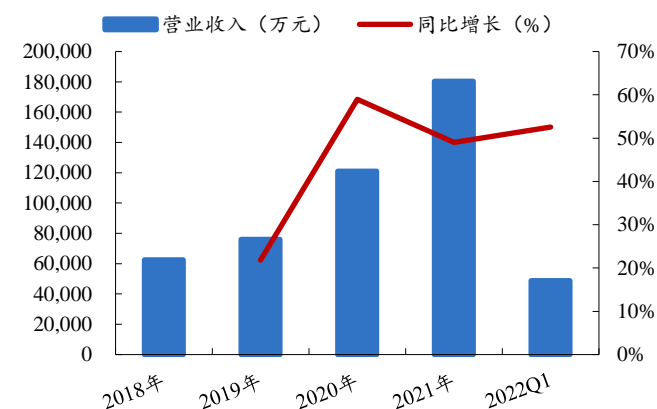
资料来源：公司官网

“省”：集中非标需求实现规模生产，节省时间提升效率。公司推行非标准型号产品标准化，将原非标准化的零部件做成标准化成品或半成品，通过一站式平台汇集各个企业小批量、高频次的 FA 零部件订单需求，进行集中规模生产。提高公司自身规模效应，大幅减少客户在设计选型、采购、支付等各环节的时间成本。

1.4、业绩规模高速扩张，盈利稳健提升

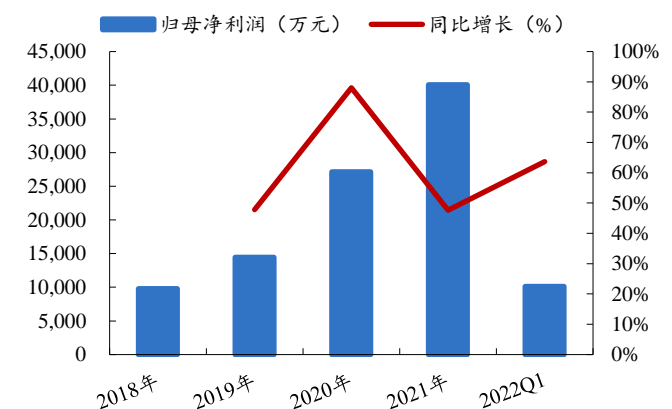
公司营收规模高速增长。2021 年实现营收 18.03 亿元，同比增长 49.0%，2017-2021 年 CAGR 48.0%；归母净利润 4.01 亿元，同比增长 47.7%，2017-2021 年 CAGR 58.2%。2022 年 Q1 在制造业受疫情影响整体增速放缓的情况下，公司业绩逆势增长，实现营收 4.87 亿元，同比增长 52.6%，归母净利润 1.01 亿元，同比增长 63.7%。

图15：公司 2021 年营收 18.03 亿元，同比增长 49%



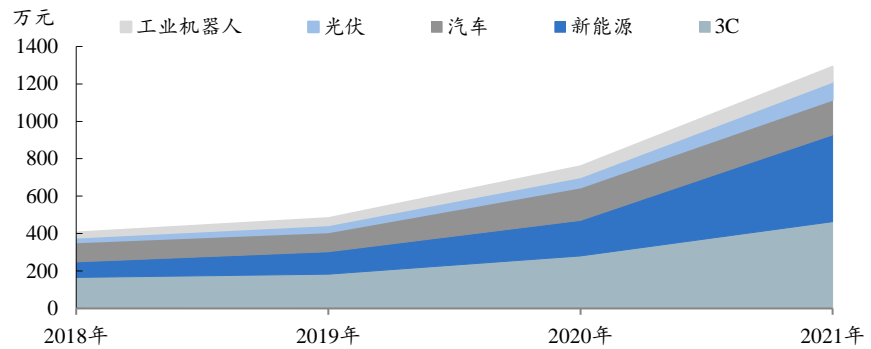
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司 2021 年归母净利润 4.01 亿元，同比增长 48%



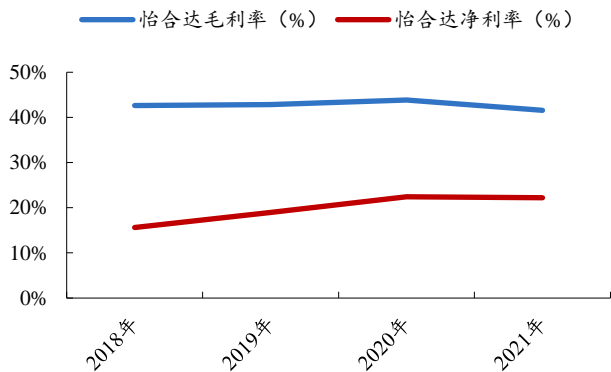
数据来源：Wind、开源证券研究所

3C 基本盘持续稳定，新能源光伏景气度高。3C 行业属公司下游基本盘，2021 年创收 4.6 亿元，同比增长 64.5%，2018-2021 年 CAGR 40.8%。新能源电池及电池设备、光伏等新兴下游需求大幅增长，2021 年新能源相关业务同比增长 146.6%，实现营收 4.7 亿元，跃升至公司第一大业务板块；光伏领域 2021 年营收 0.95 亿元，同比增长 76.8%，2018-2021 年 CAGR 55.9%，增速可观。

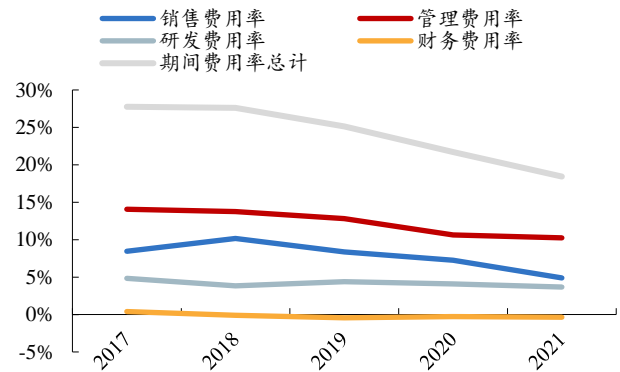
图17: 3C 基本盘持续稳定, 新能源光伏景气度高


数据来源: 怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

毛利水平总体稳定, 净利表现提升明显。2017-2020 年公司毛利率稳步上升, 分别为 42.5%、42.7%、42.8%和 43.8%; 2021 年毛利率轻微下降至 41.6%, 系由于销售运费及包装费由销售费用转入营业成本的会计核算标准变化和原材料价格影响。2021 年公司净利率 22.2%, 较 2017 年的 17.0%大幅提升, 体现了公司卓越的费用控制能力。

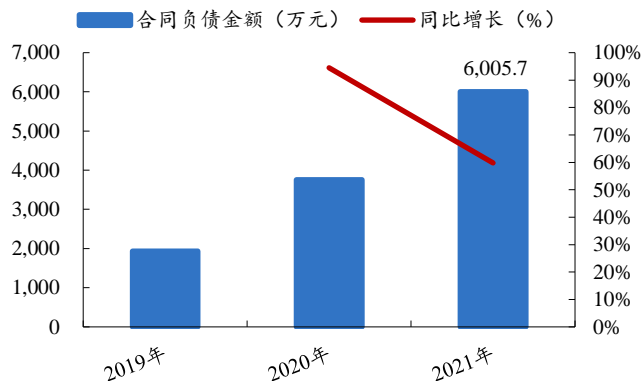
图18: 公司毛利率稳定在 40%以上


数据来源: Wind、开源证券研究所

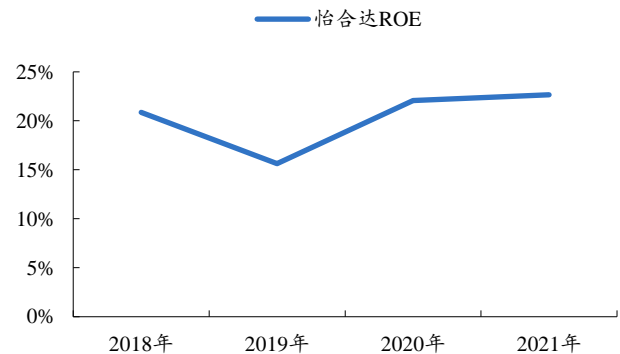
图19: 公司拥有良好的费用控制能力


数据来源: Wind、开源证券研究所

在手订单大幅增长, ROE 稳健提升。公司 2021 年合同负债金额 6005.7 万元, 同比增长 59.8%; ROE 达 22.7%, 同比增加 59bps, 盈利回报稳健提升。

图20: 2021 年公司合同负债同比增长 59.8%


数据来源: 怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

图21: 2021 年公司 ROE 达 22.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.5、股权激励锁定核心人员，利好公司中长期发展

2022年6月，公司股权激励落地。拟授予134名核心技术人员限制性股票数量不超过133万股，授予价格38.17元/股。考核指标包括：（1）公司业绩层面，2022-2024年收入不低于24/31/40亿元，或利润不低于5/6.2/7.8亿元。（2）个人层面，按绩效A/B/C，解除限售100%/60%/0%。结合公司业绩增速，该次股权激励未对业绩方面设置过高目标，员工达成绩效要求后即可共享公司发展成果，对公司维持核心员工忠诚度，提高团队凝聚力有积极作用，利好公司中长期发展。

表5：公司设置股权激励

考核层面	解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标		
公司层面	授予限制性股票 第一个解除限售期	30%	2022年营业收入不低于240000万元或净利润不低于50000万元		
	授予限制性股票 第二个解除限售期	30%	2023年营业收入不低于310000万元或净利润不低于62000万元		
	授予限制性股票 第三个解除限售期	40%	2024年营业收入不低于400000万元或净利润不低于78000万元		
考核层面	评价等级	A	B	C	
个人层面	个人解除限售比例	100%	60%	0%	

资料来源：怡合达公告、开源证券研究所

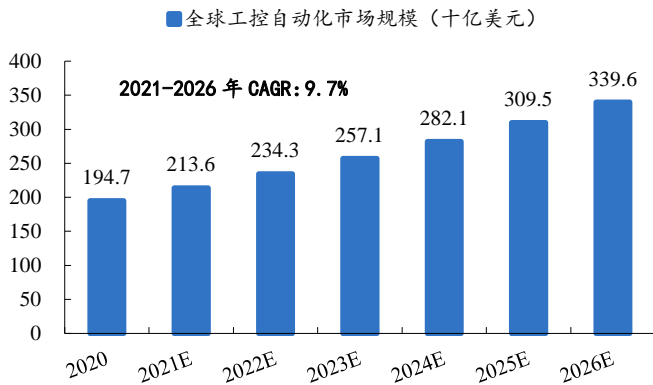
2、下游景气度高企，疫情之下国产替代加速

2.1、需求主力转移，下游光伏新能源产业高度景气

全球工业自动化市场稳步增长，国内自动化升级大势所趋。在适龄劳动力数量减少、劳动力成本持续上升、自动化设备技术水平不断提高等因素作用下，全球自动化行业市场规模不断扩容。根据Mordor Intelligence数据，2020年全球工业自动化市场规模为1947亿美元，预计2026年增长至3396亿美元，2021-2026年CAGR达9.7%。

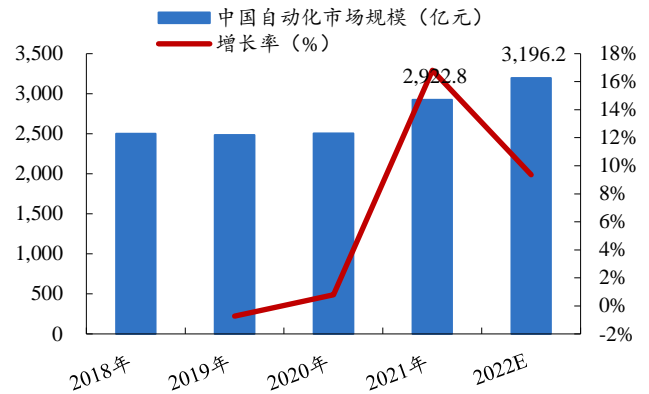
受制造业产业升级转型推动，国内自动化市场加速扩张。MIR数据显示，2021年我国自动化市场规模2923亿元，预计2022年将达到3196亿元，2020-2022的3年CAGR达13.0%。

图22: 预计 2021-2026 年全球工控自动化市场 CAGR 为 9.7%



数据来源: Mordor Intelligence、开源证券研究所

图23: 预计 2020-2022 年我国工业自动化市场规模 CAGR 为 13.0%



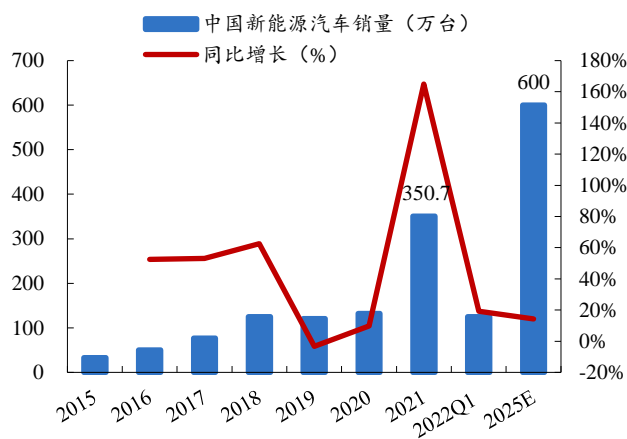
数据来源: MIR Databank、开源证券研究所

需求主力转移, 下游景气行业迭代开启新一轮增长机会。随着下游需求重心由3C电子、汽车等传统行业转向新能源电池及电力设备、光伏、工业机器人、物流等新兴行业, 在各行业政策扶持加成催化下, 我国自动化产业将迎来全新增长点:

新能源行业: 2011-2021年我国新能源汽车行业迅猛增长, 销量由0.8万辆增至352.05万辆, CAGR高达83.8%, 预计至2022年底销量将达500万辆。新能源汽车渗透率2017年的2.7%提升至2021年的13.4%, 2022年Q1达到19.2%。

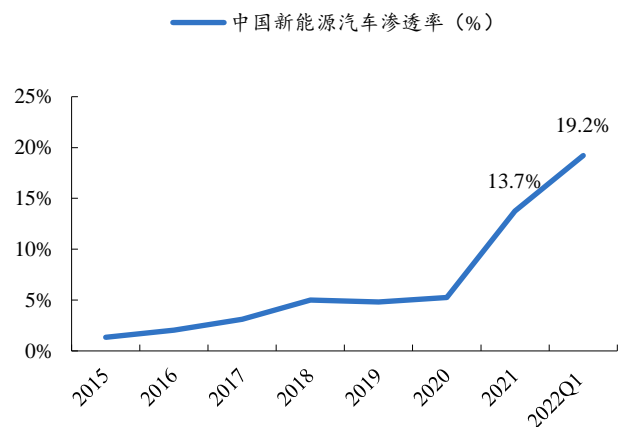
根据国务院发布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》, 到2025年, 我国新能源汽车新车销售量将达到汽车新车销售总量的20%左右, 测算规模达600万台, 增长前景可观。

图24: 2018-2021 中国新能源汽车销量 CAGR 达 41.1%



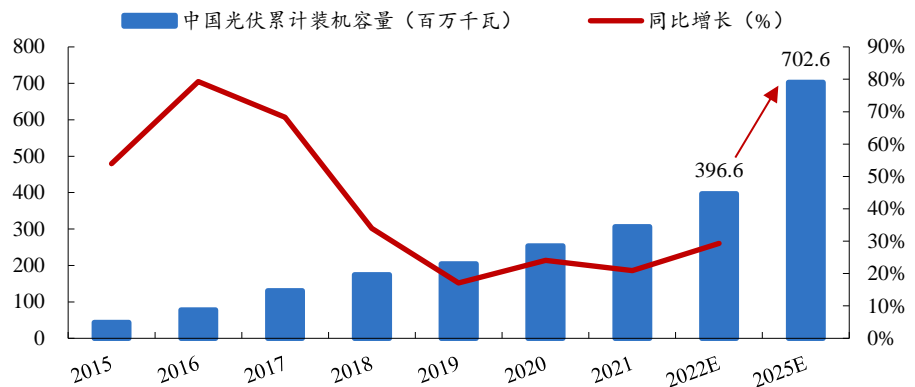
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2022 年 Q1 中国新能源汽车渗透率达 19.2%



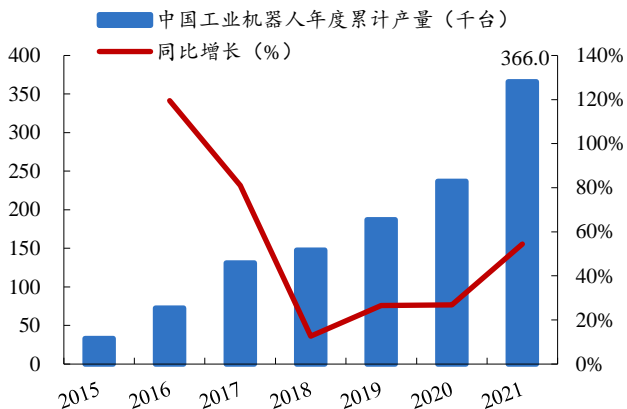
数据来源: Wind、开源证券研究所

光伏行业: 2011-2021年我国光伏累计装机容量从2.22百万千瓦增长至超过3亿千瓦, 年均复合增长率近64%。在中国光伏行业协会2021年发展回顾与2022年形势展望线上研讨会上, 中国光伏行业协会名誉理事长表示, 预计我国2022-2025年年均新增光伏装机将达到83GW-99GW, 持续高位增长。

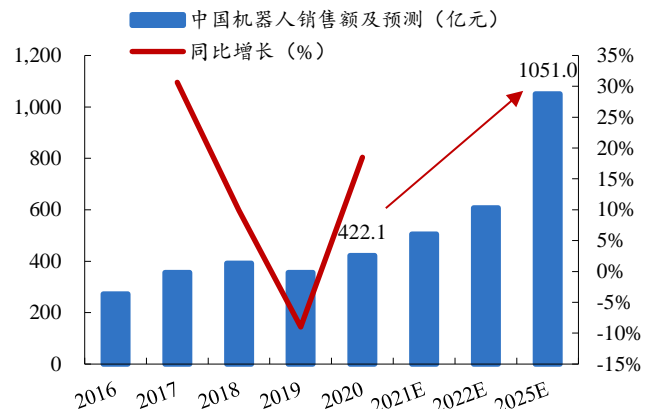
图26：2015-2021 年我国光伏装机容量高速增长


数据来源：Wind、中商产业研究院、中国光伏行业协会、开源证券研究所

工业机器人行业：2015-2021 年我国工业机器人产量由 3.3 万台增长至 36.6 万台，年均复合增长率近 50%，2019-2021 平均增速 35.9%，整体增速稳健，2022 年 Q1 亦获得稳定增长；2022 年 Q2 受疫情影响增速放缓，预计下半年行业增速将随企业复工复产迎来反弹，2023 年继续保持高速增长。根据 IFR 预测，2025 年我国工业机器人销售额将达 1051 亿元。

图27：中国工业机器人年度产量大幅提升


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

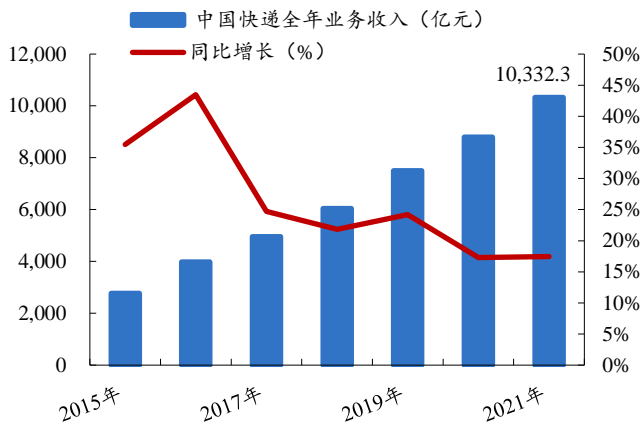
图28：预计 2025 年中国工业机器人销售额达 1051 亿元


数据来源：IFR、前瞻产业研究院、开源证券研究所

物流行业：2011-2021 年我国快递全年业务收入从 758 亿元增长至 1.03 万亿元，年均复合增长率近 30%。受下游需求增长影响，我国自动分拣设备市场蓬勃发展，2021 年市场规模超过 2100 亿元，据研观天下预测，2025 年我国自动分拣设备市场规模将达到 3680 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 14.2%。

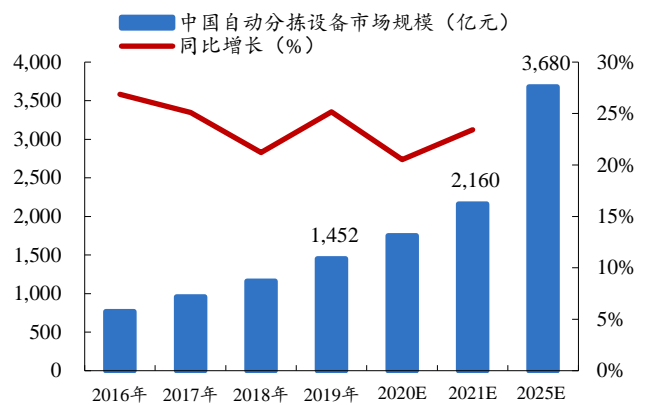
2021 年以来，商务部、国务院、发改委等多部门先后印发了促进物流行业高质量发展的相关政策；2022 年 5 月，央行表示将尽快推出 1000 亿元再贷款支持交通运输、物流仓储业融资，促进解决疫情防控中的痛点难点。物流设备、枢纽设施等将迎来发展新时期。

图29：中国快递市场规模稳健增长



数据来源：Wind、国家邮政局、开源证券研究所

图30：中国自动分拣设备市场有望高速发展

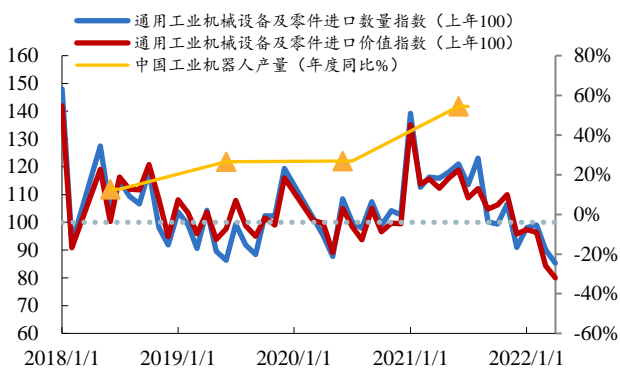


数据来源：研观天下、智研咨询、开源证券研究所

2.2、国产替代加速，工业互联网引领行业升级

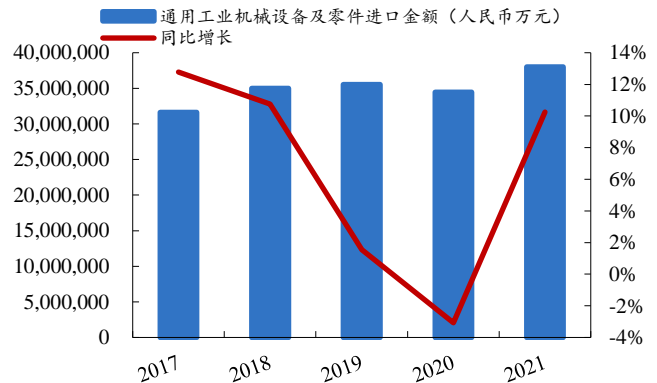
海外供应阻塞，疫情之下获国产替代机会。2020年以来，受海外物流、供应链等因素影响，工业机械设备及零部件进口指数除2021上半年的短期复苏外，在同比增速上接呈现较为明显的下降趋势；通用工业机械设备及零件进口金额增长疲软。反观需求端，工业机器人产量在2020年疫情打击下仍然实现了26.8%的同比增长，2021年受产业复苏拉动，产量增速高达54.4%。工业机械设备及零部件进口数和国内工业机器人产量需求间存在较大缺口，侧面说明了国内零部件企业的市场份额在不断提升。我们认为，2022-2023年国内工业机器人产量走势或与2020-2021年的趋势相似，在海内外供应链仍存有较大不确定性的情况下，自动化零部件的国产替代进程有望进一步加速。

图31：工业设备及零部件进口数与需求间存在较大缺口



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：通用工业机械设备及零件进口金额涨幅较小



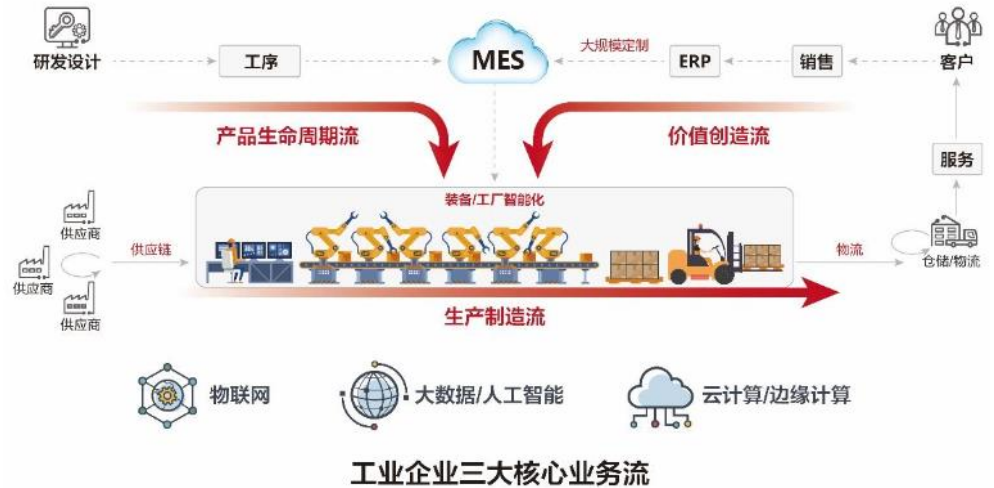
数据来源：Wind、开源证券研究所

行业高度分散，替代趋势下龙头受益。根据MIR数据，2021年我国自动化整体市场规模为2922.7亿元，以FA自动化零件在自动化设备市场中占比55%计算，国内FA自动化零件市场规模约为1607.5亿元。根据营业收入，我们测算，2021年行业龙头米思米中国市场市占率不到3%，行业集中度高度分散；测算2021年怡合达市占率达1.1%，业内规模可观，或为国产替代的最大受益者之一。

产品多样化趋势明显，工业互联网引领行业升级。自动化零部件下游行业驳杂，各个细分领域对工业零部件的产品特性、工艺要求各不相同。对供应商而言，标准产

品多样化、精细化已成必然趋势。随着公司规模逐渐扩大，覆盖的下游行业和公司数量不断增多，SKU 种类数量将急剧增长。对技术壁垒较低，产品同质化竞争严重的零部件厂商而言，提升产品分拣效率、压缩产品交付周期、高效汇总客户需求是整合市场资源，提高市场份额的重中之重。

图33：工业互联网引领行业升级



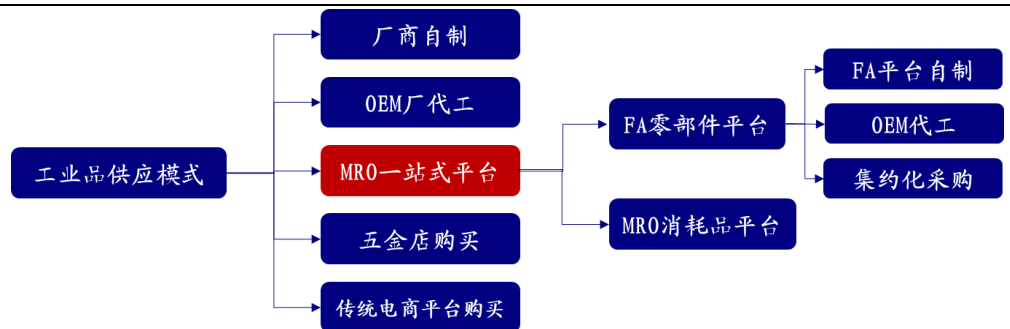
资料来源：华为官网

工业互联网平台作为新一代信息技术与制造业深度融合的产物，在工业生产工艺优化、企业运营管理决策优化、产品生命周期管理，供应链纵深协同等方面都具有极高的应用价值。随着“十四五”智能制造的不断推进，工业互联网将对企业提质、降本、增效产生更加深远的影响。

3、顺应市场偏好，FA 零部件模式已获验证

工业品采购平台最常讨论的两种模式分别是以米思米为代表的 FA 一站式零部件平台，和以固安捷为代表的 MRO 工业消耗品平台。我们认为，怡合达业务模式与米思米 FA 一站式零部件平台更为相似。研究对比米思米与固安捷的经营发展和业绩表现，对于理解和预测怡合达的经营模式和未来发展具有重要借鉴意义。

图34：FA 零部件平台和 MRO 消耗品平台是 MRO 一站式采购平台的两种模式



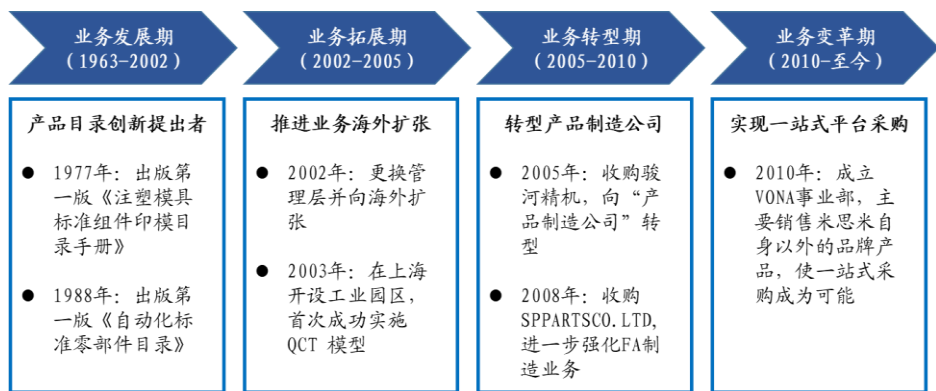
资料来源：开源证券研究所

3.1、米思米与固安捷：工业品一站式采购两巨头

3.1.1、米思米：全球 FA 工业品一站式采购领军企业

米思米成立于 1963 年，是全球 FA 工业品一站式采购领军企业，东京证券交易所上市公司。1988 年出版第一版自动化标准零部件目录；同时通过设立 EC 网站、在印度、墨西哥等海外国家建立营业网点等方式不断推进其国际化进程。截至 2020 年年末，米思米集团在全球范围内拥有 30 万以上企业客户。国内对标企业包括怡合达等。

图35：米思米是全球 FA 工业品一站式采购领军企业



资料来源：米思米年报、米思米官网、开源证券研究所

图36：米思米拥有三大业务板块

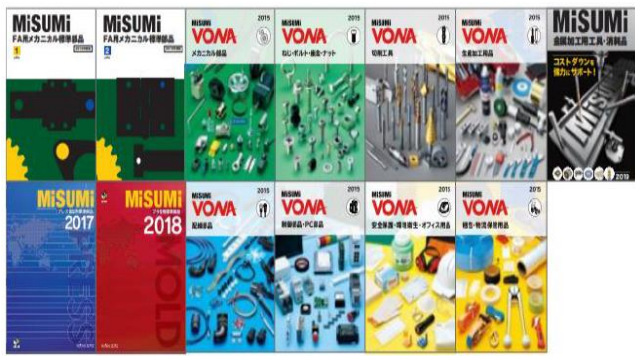
		经销商品				
制造业	FA 事业	FA 工厂自动化标准零件	轴类	同步带轮	直线轴承	平板运输带
		定位、测量设备 (OST® 事业)	固定环	定位销	齿轮	连轴器
	模具事业	冲压模具、塑料模具用标准零部件	凸模	凹模	推杆	浇口套
流通事业	VONA 事业	机械零件/螺钉、螺栓、垫圈、螺母	传感器	接头	螺钉、螺栓、螺帽	脚轮
		接线零件/控制零件、PC 零件	连接器	按钮开关	电缆	变压器
		切削刀具/生产加工用品	立铣刀	六角扳手	铣床部件	游标卡尺
		捆包用品、物流仓储用品/安全保护、环境卫生、办公用品	手推车	劳防手套	零件清洁剂	研发用品

※ OST: Optical & Scientific Technology

资料来源：米思米年报

非标零部件标准化开创者。米思米开创性提出了产品汇编目录，将传统的定制化零部件数据经过标准化整理后刊登在产品目录上，取代了过去单个零部件单独制图的设计生产模式。同时提供 CAD 电脑辅助设计系统等附注功能，能够丰富产品品类，提升客户设计选型效率。

图37：米思米开创产品汇编目录



资料来源：米思米年报

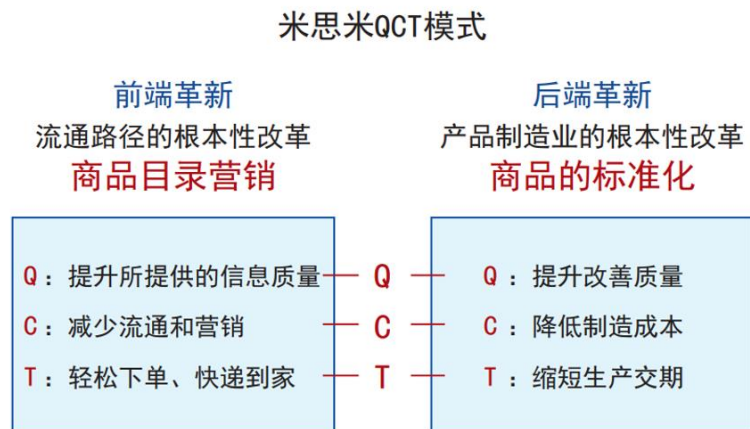
图38：CAD 数据界面提升客户设计选型效率



资料来源：米思米年报

前后端联动，QCT 模式获得成功。米思米将其优势进行体系化，提出了“米思米 Q (Quality 质量) C (Cost 成本) T (Time 交期) 模式”：从米思米出发，将客户定义为前端 (FE)，将背后的合作厂商定义为后端 (BE)，实现同时开展“商品目录营销”的 FE 改革以及“商品标准化”的 BE 革新，提升信息及产品质量、降低制造成本并缩短生产交期，在日本市场大获成功。**QCT 模式下，米标准交货日期为 2 天，交期遵守率为 99.96%。**

图39：米思米 QCT 模式取得成功

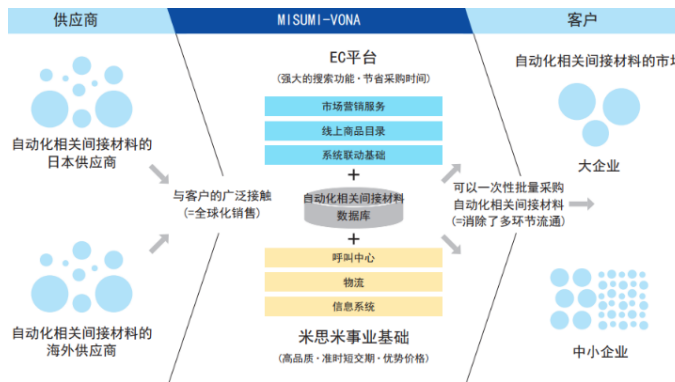


资料来源：米思米年报

高品质、低成本、短交期的 QCT 交货能力。米思米践行 QCT 即 Quality (质量)、Cost (成本) 与 Time (交期)。米思米一方面通过不断扩充的产品汇编目录与 CAD 选型系统联合服务,提升产品丰富度与客户采购效率,另一方面开拓 VONA 事业部,广泛经销其他公司品牌商品,最大限度满足客户的一站式采购需求,双管齐下共同成就米思米卓越的 QCT 交货能力,成为公司的一大核心优势。同时采用 MTO 生产模式,将企业在日本标准交货日期缩短至 2 天,交期遵守率达 99.96%。

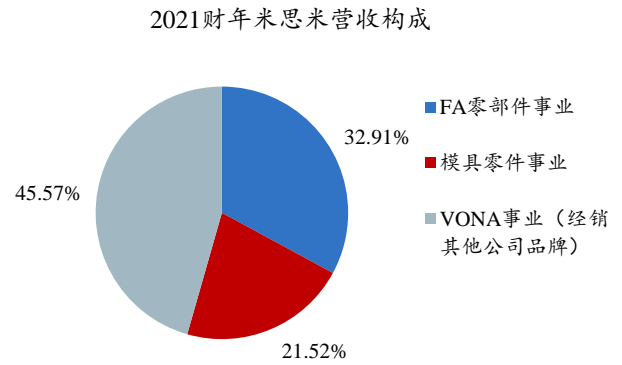
设立 VONA 事业部，开拓一般工业流通品版图。米思米于 2010 年成立 VONA 业务部,以电商平台的形式提供生产设备相关零件和制造副资材及消耗品产品。VONA 目前共有 3000 家厂商的 3000 多万件商品在售,已发展成为覆盖 16 个国家、12 种语言的电商网站,占公司总营收的 45.6%。帮助实现了公司经营品牌、商品种类及全球事业的扩大。

图40: VONA 以全球规模连接客户、供应商双方需求



资料来源: 米思米年报

图41: VONA 业务收入占公司总营收的 45.6%

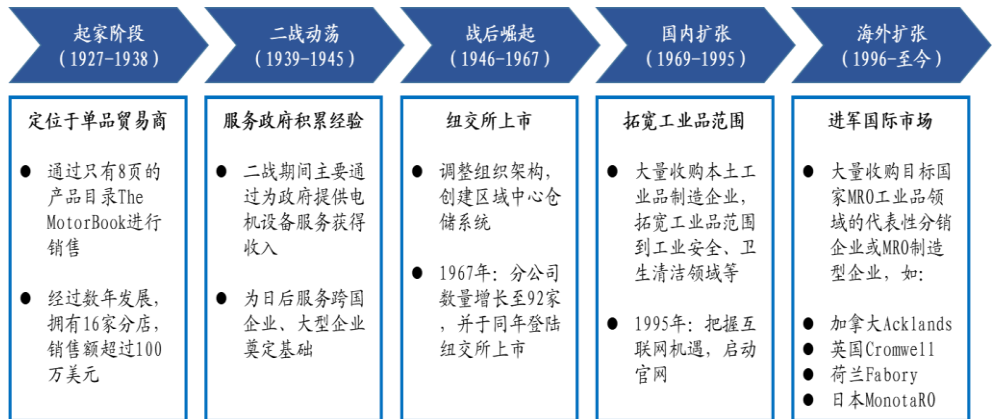


数据来源: 米思米年报、开源证券研究所

3.1.2、固安捷: 全球 MRO 工业品分销巨头

固安捷成立于 1927 年, 全球 MRO 工业品分销巨头, 纽约证券交易所上市公司。MRO 即 Maintenance (维护), Repair (维修) 和 Operations (运行), MRO 产品指非生产原料性质的工业用品, 在实际生产过程中不直接构成产品, 只用于维护、维修、运行设备的物料和服务。主要包括安防用品、物料搬运设备、金属加工工具、清洁维护工具、管道与检测设备、手工具、电动工具等。

图42: 固安捷是全球 MRO 工业品分销巨头



资料来源: 固安捷官网、开源证券研究所

固安捷在全球拥有 600 多家分店、18 家配送中心和密集的销售网络, 日均向全球 180 万客户提供 MRO 产品超 110,000 次。国内对标企业包括京东工业品、阿里巴巴、威亨国际、震坤行、西域机电等。

表6: 国内主要 MRO 企业包括威亨国际、西域机电、震坤行、京东工业品、1688 等

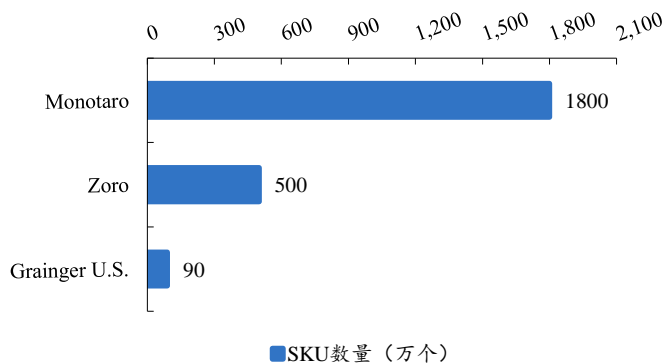
企业	产品品类	供应商/客户	公司简介
固安捷	约 160 万个 SKU	5000+供应商, 全球客户 350 万家	全球 MRO 工业品分发巨头, 拥有全球范围内 600 多家分店、18 家配送中心和密集的销售网络, 每天服务客户超 110,000 次
威亨国际	12 大类、18 万余种 SKU	长期供应商超过 1500 家	国内 MRO 龙头之一, 主要服务电力、

企业	产品品类	供应商/客户	公司简介
西域机电	36条产品线、220个大类、5682个小类	供应商1.9万家，客户近3万家	铁路、城市轨交等领域 国内专业MRO自营电商，覆盖全国各省五金机电城
震坤行	26大产品线	5000家供应商，客户数量超1.2万家	一站式工业超市领先者，在化学品领域具备独特优势
京东工业品	数据库SKU超3000万	超过700万家企业客户	借力京东平台物流渠道，具备供应链服务优势
1688工业市场	50+行业类目、数百万数字化SKU	2000品牌入驻，100万会员用户	借力阿里巴巴物流渠道，具备供应链服务优势，且能够提供金融服务

资料来源：固安捷、威亨国际、西域机电、震坤行、京东工业品、1688官网、开源证券研究所

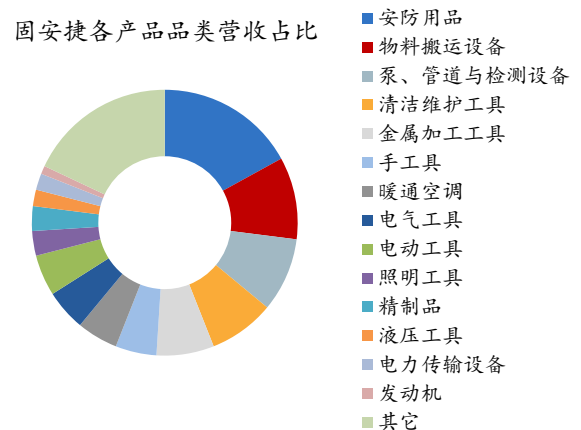
SKU数量可观，产品矩阵涵盖几乎所有MRO品类。固安捷产品线丰富，拥有七大自营品牌。截至2021年，固安捷旗下主要品牌SKU总数达2390万个，几乎涵盖所有MRO品类。此外，公司同时通过市场调研、销量追踪等方式对SKU品类进行动态优化。

图43：固安捷旗下主要品牌SKU数量可观



数据来源：固安捷 Factbook、开源证券研究所

图44：固安捷产品矩阵几乎涵盖所有MRO品类



数据来源：固安捷 Factbook、开源证券研究所

持续外延并购，巩固竞争壁垒。1990年至今，固安捷共收购公司三十余家，主要分为三个方向：**一是并购本土供应商或工业品直销商**来布局MRO细分领域业务，将MRO产品范围扩大到工业安全领域、试验设备领域、卫生清洁领域等；**二是收购海外公司进行海外业务拓展**，如在加拿大通过购买Acklands占领市场；在英国收购当地最大的独立MRO分销商Cromwell；在欧洲收购荷兰紧固件及相关分销商Fabory；在日本控股MonotaRO等；**三是收购产品目录、物流配送、软件系统等领域的专业服务商**，提升公司采购仓储等方面的数字化水平。

表7：固安捷持续外延并购

年份	国家	事件	影响
1990	美国	收购 Allied Safety	进入工业安全用品领域
1992	美国	收购 Lab Safety Supply	进入林业管理设备、地面维护工具、车辆配送件、建材、仓储、木工紧固件领域
1996	加拿大	收购 Acklands Limited	进入加拿大市场
2000	日本	与 Sumitomo (日本) 合资成立 MonotaRO	进入日本及亚太市场
2005	中国	成立固安捷 (中国)	进入中国市场

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

年份	国家	事件	影响
2009	美国	收购 Imperial Supplies	推动汽车行业维护产品和售后汽车零部件布局
2009	美国	收购 Alliance Energy Solutions	进入能源服务市场，主打节能照明设备
2010	美国	收购 Safety Certified	配备线上管理安全计划和合规性解决方案
2011	荷兰	收购 Fabory Group	进入欧洲市场，强化紧固件领域布局
2012	巴西	收购 Anfreixo	进入拉美市场
2012	美国	收购 Techni-Tool	进入电子、电信和医疗行业
2013	美国	收购 E&R Industrial Sales	增添金属加工专家团队，扩展在制造领域的服务能力
2013	美国	收购 Safety Solution	强化工业安全用品领域布局，尤其是安全鞋
2014	加拿大	收购 WFS Enterprises	强化工业安全用品布局，加强金属加工服务能力， 进入铅工业、电动和手动工具领域
2015	英国	收购 Cromwell Group Holdings	深化欧洲市场布局

资料来源：固安捷官网、开源证券研究所

3.2、模式之争：米思米与固安捷成长路径差异明显

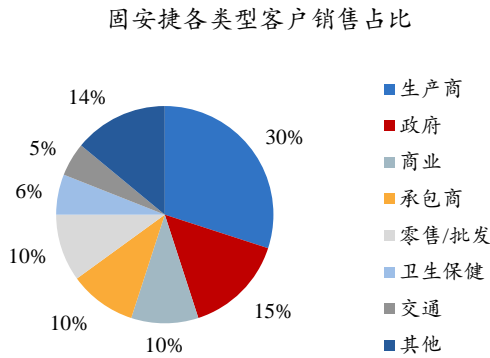
米思米和固安捷模式上最直观的区别，体现在两者提供的产品类别及采购服务上。米思米 FA 业务模式中，客户产品采购主要发生在自动化产线组装完成前；对于固安捷 MRO 模式，产品采购主要发生在自动化产线组装完成后。两者在客户特点上亦有差别，米思米主要应对中小企业的小批量、高频次采购，强调高效交付；固安捷主要面对中大型客户大批量的临时性采购，对交付周期要求较低。

表8：米思米、固安捷两模式在采购服务上差异明显

差异	米思米模式	固安捷模式
模式类型	FA，即用于组装构成自动化产线的工厂零部件	MRO，即工厂或企业对其生产和工作设施、设备进行维护（Maintenance）、维修（Repair），并保证其运行（Operation）所需要的非生产性物资
采购阶段	前期，主要用于组装构成自动化产线	后端，主要用于自动化产线后续维护、维修及运行
采购客户	目前多为中小企业，需要借助一站式平台提升规模效应。FA 采购呈现小批量、高频次、多样化特征，选择米思米一站式平台模式能够汇集生产需求提升规模效应，从而节省采购成本。伴随渗透率提升有望改变大型企业的采购模式	多为中大型企业，采购量大且多样。中大型企业 MRO 采购呈现大批量、多样化特征，而小型企业 MRO 工业品需求量与种类要求相对较小，集中采购不是必须要求
采购模式	计划采购，根据工厂产期推进，一般是明确、有计划、有规律、集中式的	临时采购较多，往往是临时性、不紧急、无规律、分散式的
采购交期	较急，强调高效供应链管理能力和工厂产期顺利推进，每一个环节都要及时到位	不强调准时短交期，因为是非生产性物资

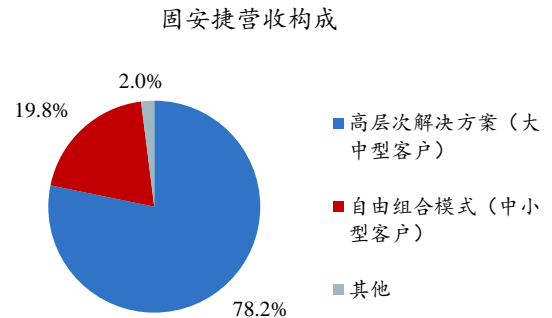
资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

图45：固安捷客户种类繁多



数据来源：固安捷 Factbook、开源证券研究所

图46：固安捷收入主要来自中大型客户



数据来源：固安捷年报、开源证券研究所

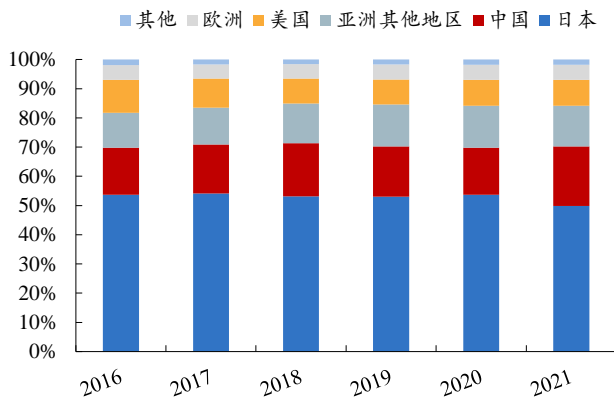
我们将米思米和固安捷成长逻辑上的不同总结为以下三点：

(1) **竞争壁垒上**，米思米 FA 模式依赖客户粘性、需求匹配与交付能力；固安捷 MRO 模式注重产品目录完善、流量获取、仓储管理和费用管控。相比之下，MRO 模式的竞争壁垒更低，对资本投入的依赖性更高。

(2) **扩张模式上**，由于客户需求多样且同质化竞争严重，米思米 FA 模式需要深入市场追踪调研并持续加筑客户壁垒，进而实现市场规模的扩张；固安捷 MRO 模式更易通过兼并购实现规模扩展。

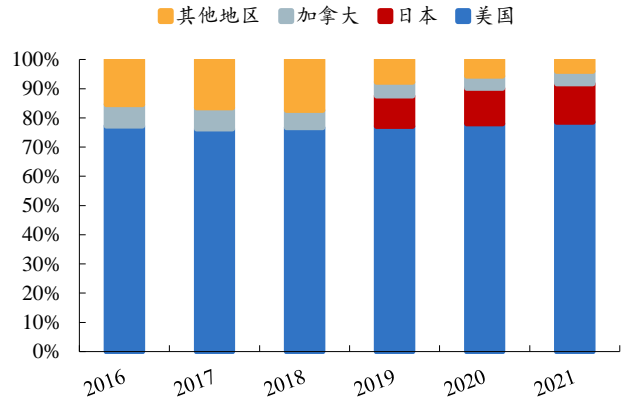
(3) **市场选择上**，米思米 FA 模式的业绩收入主要来源于发展中国家密集、整体处于工业自动化升级转型中前期的亚洲市场；固安捷主要扎根于美国、加拿大等发达国家，市场工业自动化水平较为先进。

图47：米思米的主要收入来源于亚洲



数据来源：米思米年报、开源证券研究所

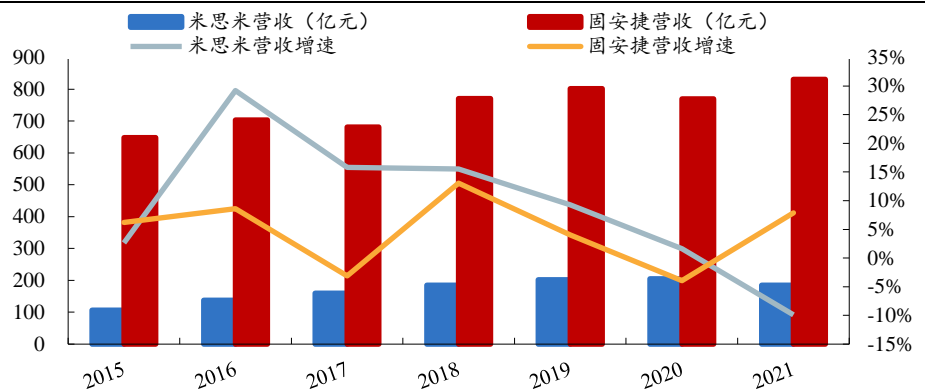
图48：固安捷扎根于北美发达国家



数据来源：固安捷年报、开源证券研究所

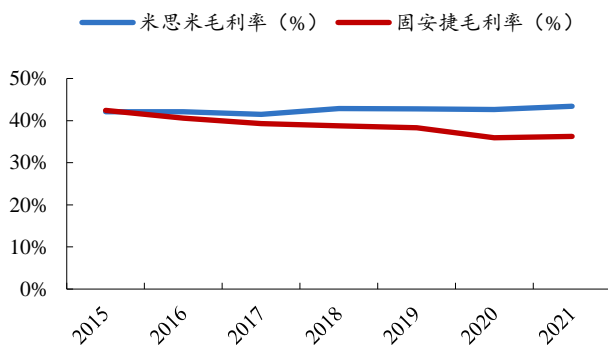
上述模式差异在两公司业绩成果中亦有所体现：

营收规模方面，固安捷并购扩张效应明显，2021 固安捷实现营收 830.2 亿元，是同财年米思米 185.1 亿元营收的 4.5 倍。但营收 CAGR 方面，2012-2021 年固安捷为 3.93%，同期米思米 CAGR 高达 7.09%。抛开两者的体量差距，米思米高速攀升的营收业绩也在一定程度上反映了亚洲和北美地区在制造业产业升级转型所处阶段的差异：相比美国等发达国家，亚洲地区整体上仍处于产业升级的中前期。

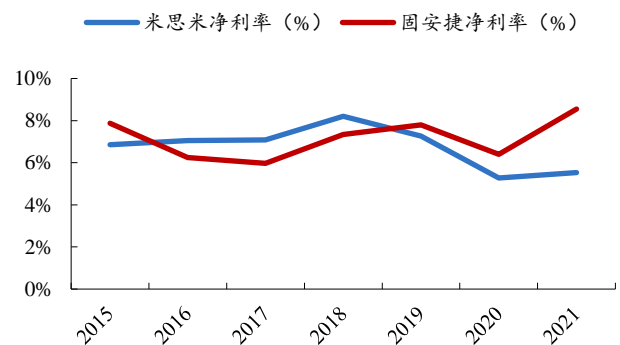
图49：固安捷营收规模是米思米的 4.5 倍，米思米营收增速更快


数据来源：米思米年报、固安捷年报、开源证券研究所

毛利率方面，米思米稳中有升，固安捷呈现下降趋势。2021 财年米思米实现毛利率 43.41%，相比 2012 财年提升 3.15%，2021 财年超出固安捷 7.16%。

图50：米思米毛利率略高于固安捷


数据来源：米思米年报、固安捷年报、开源证券研究所

图51：2020 年后固安捷净利水平显著提升


数据来源：米思米年报、固安捷年报、开源证券研究所

费用管控方面，相比米思米需要持续投入的重库存模式，固安捷费用能力更加突出。尤其在其 2020 年剔除中国业务后的三年间，固安捷净利水平明显提升，净利率在毛利表现不及米思米的情况下领先后者 1-3 个百分点。

3.3、FA 模式得到历史验证，数字化建设助推 MRO 发展

从米思米和固安捷的营收分布及业绩结果看，21 世纪以来 FA 零部件平台更受历史青睐。米思米与固安捷分别于 2003 与 2006 年进军中国市场，经过十数年的发展，2021 财年米思米中国地区营收达人民币 37.3 亿元，占公司总营收的 20.4%，2010-2021 年亚洲地区（不含日本）销售额 CAGR 达 17.5%；相比之下固安捷中国地区的营收占比极小，其芝加哥母公司已于 2020 年 9 月剥离中国业务。经过去 20 年检验，FA 模式已经得到市场验证。但随着国内信息化、数字化建设的逐渐完善，国内 MRO 产业也开始蓬勃发展，涌现了京东工业品、震坤行等一众 MRO 采购平台。

图52：米思米模式得到市场验证

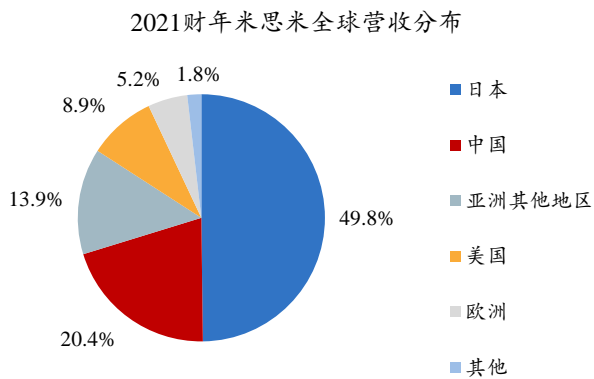
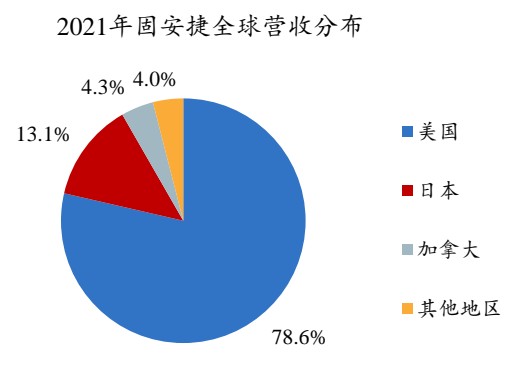


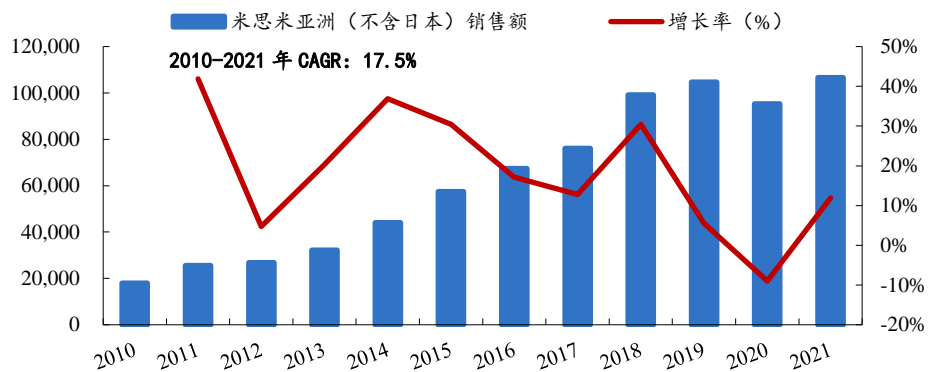
图53：固安捷已剥离中国业务



数据来源：米思米年报、开源证券研究所

数据来源：固安捷年报、开源证券研究所

图54：米思米亚洲地区销售额快速增长



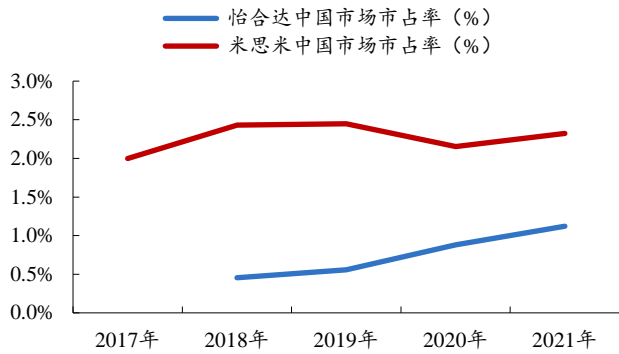
数据来源：米思米年报、开源证券研究所

珠玉在前，期待国内 FA 龙头怡合达长效增长。怡合达作为国内 FA 零部件一站式龙头企业，具有得天独厚的本土优势、成本控制优势及公司自身的高效供应链管理优势。在下游新能源和光伏产业链的高度景气下，怡合达有望进一步优化产品结构，提升毛利水平，实现公司业绩的长效提升和市场份额的有序扩张。

4、本土优势叠加高效供应链管理，后起之秀未来可期

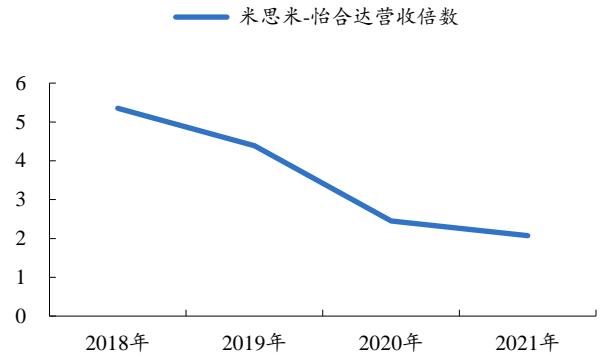
2021年，米思米中国地区营收人民币 37.3 亿元，同比增长 26.0%，测算市占率不足 3%；怡合达营收 18.0 亿元，同比增长 27.58%，测算市占率约为 1.1%，2018-2021 年 CAGR 为 35.2%。米思米对怡合达的营收倍数由 2018 年的 5.4 倍缩小到 2021 年的不足 2.1 倍，考虑到米思米中国地区销售额并未剔除模具零件和 VONA 等非 FA 业务收入，两者在 FA 零件上的份额差距可能更小。

图55：怡合达市占率提升



数据来源：怡合达年报、米思米年报、开源证券研究所

图56：米思米对怡合达营收倍数大幅缩小

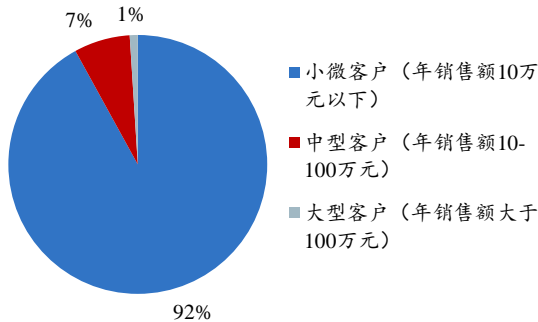


数据来源：怡合达年报、米思米年报、开源证券研究所

国内 FA 零部件客户以中小企业为主，主要集中在分散且对产品有较高的精细化、多样化要求。因此，想要提高客户粘性，降低生产成本，扩张企业规模就需要：

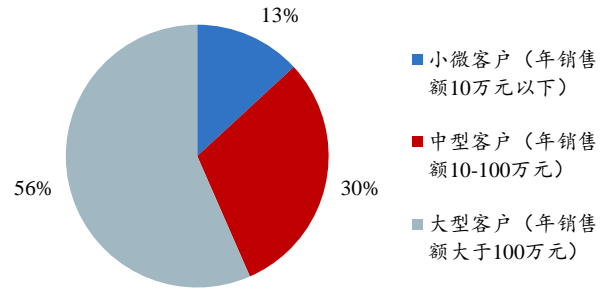
- (1) 深入调研客户需求并长效追踪，能够第一时间响应市场需求变化；
- (2) 广泛收集客户信息，扩充标准化产品 SKU 品类，提高每批次产品生产的规模效应；
- (3) 优化供应链管理，提高交付能力，建立良好稳定的市场口碑。

图57：国内 FA 零部件客户以中小企业为主



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

图58：怡合达中小客户贡献营业收入约 43%



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

我们认为，怡合达作为中国本土的后起之秀，在本土化服务、成本管控、供应链管理等方面具有杰出优势，有望进一步逼近米思米在中国市场的领先地位。

4.1、本土优势明显，净利率后来居上

4.1.1、深研客户需求，本地化团队辐射全国

销售团队规模庞大，本地优势助力客户开发。截至 2021 年末，公司下设 12 个销售工程师团队和 19 个销售办事处，销售团队人员达 497 人，占全体员工比例 19.6%。公司发挥本地化优势，通过现场拜访、行业展会、口碑营销等方式进行客户开发和客户追踪，辐射区域由华南、华东地区扩展至全国。

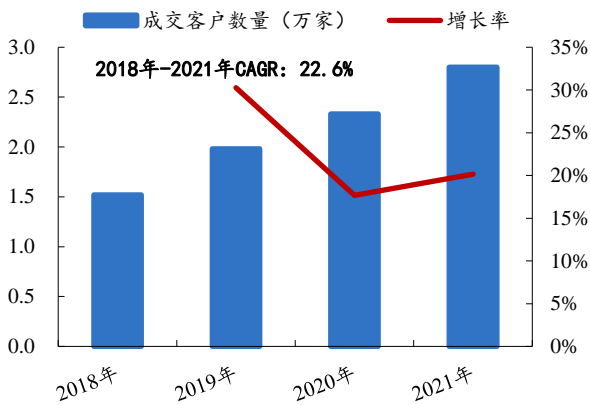
客户粘性强，成交客户数量成倍增长。2021 年公司成交客户数量达 2.8 万家，2018-2021 年 CAGR 达 22.6%；其中有 2 次以上销售记录的客户占比约 73%，销售额贡献超过 99%；下单超过 10 次的客户占比约 26%，销售额贡献约 94%。

图59：本地化网络辐射全国



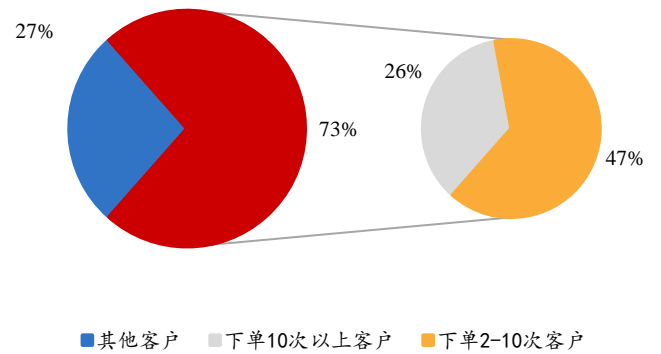
资料来源：公司官网

图60：怡合达成交客户量大幅攀升



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

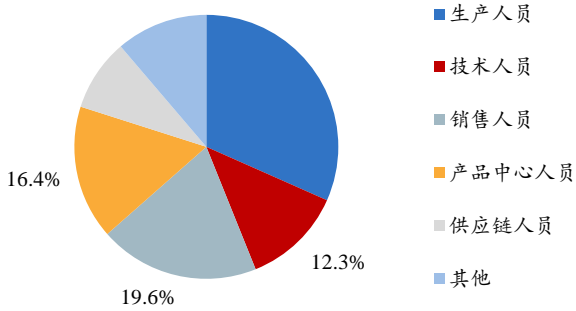
图61：怡合达下单2次以上客户达73%



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

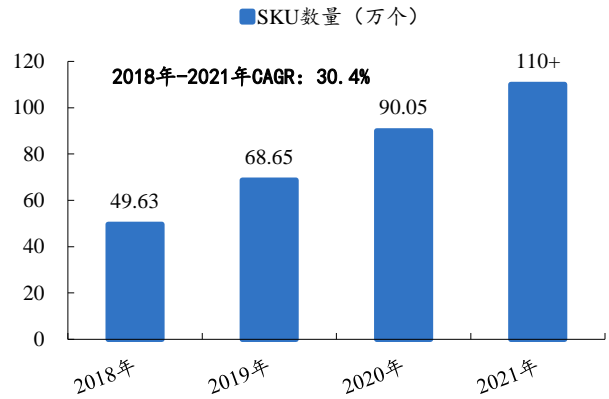
产品中心研发联动，SKU 品类高速扩展。截至 2021 年末，怡合达下设产品中心 60 个，产品中心人员数量 416 人，技术人员数量 311 人，分别占员工总数的 16.4% 和 12.3%。目前已成功开发涵盖 197 个大类、2,066 个小类、125 万余个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，2018-2021 年 SKU 品类 CAGR 达 30.4%。公司通过非标产品标准化、标准产品系列化、规模化的设计生产体系，实现了 SKU 品类的高速扩展。

图62：怡合达销售、产品中心人员占比 36%



数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

图63：公司 SKU 品类高速扩展

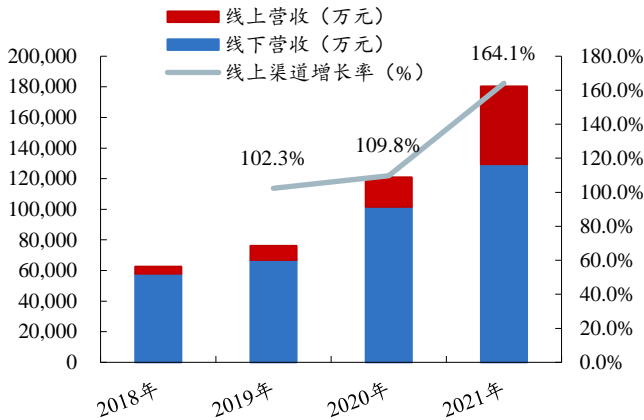


数据来源：怡合达年报、怡合达招股书、开源证券研究所

4.1.2、搭建电商平台，线上渠道高速增长

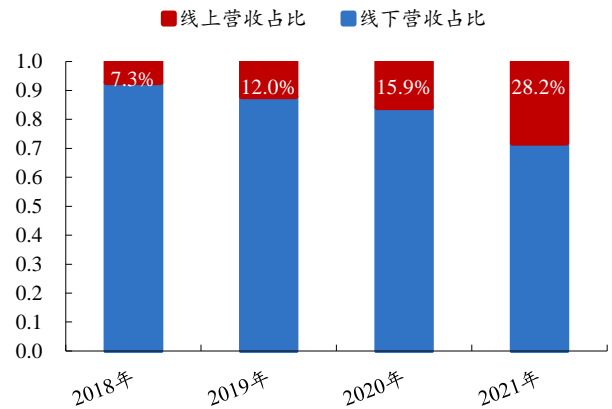
电商平台发展迅猛，营收占比持续提升。公司发挥本土优势，设立线上FA工厂自动化一站式采购平台(www.yhdfa.com)，提供产品选型、询价、交期等信息，支持客户获取批量报价，同时完成订单生成、款项支付等功能，降低了客户向多个供应商进行询价和交付验收的成本。2021年，公司线上营业收入5.08亿元，同比增长164.1%，占公司总营收比例达28.2%。

图64：公司线上渠道高速增长



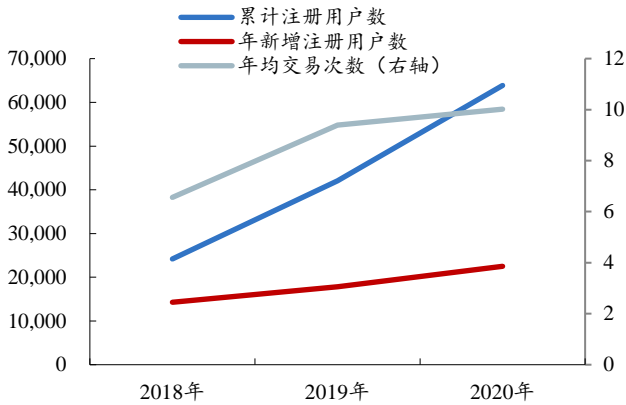
数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

图65：2021年线上营收占比达28.2%

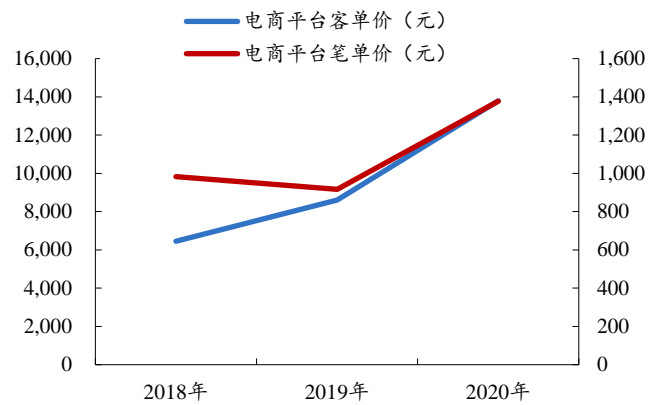


数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

有效积累客户资源，注册用户数、客单价显著提高。截至2020年末，公司累计注册用户数63866个，3年CAGR达62.5%；2018-2019年均新增用户数18217个，年均交易次数由2018年的6.6次提升至2021年的10次。电子商务平台的设立，有效帮助了怡合达积累客户资源，提升小微型订单服务效率，充分满足了市场广阔的长尾需求。此外，公司电商客单价、笔单价亦有迅猛提升，分别由2018年的6453元和917元增长至2020年的1.38万元和1377元，侧面证明了电商平台对客户粘性的有力提升。

图66：公司注册用户数快速上涨


数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

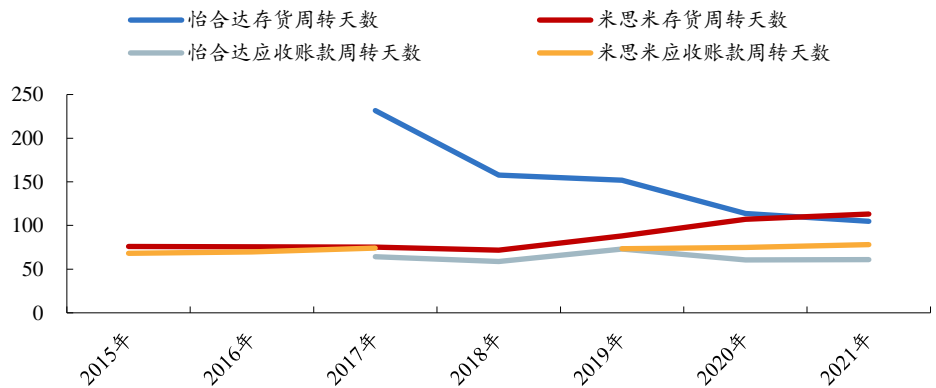
图67：公司电商平台客单价、笔单价显著提高


数据来源：怡合达招股书、开源证券研究所

4.1.3、交付能力大幅上升，账款回收周期较短

存货周转天数减半，应收账款周转能力较强。怡合达存货周转天数从2017年的231.6天下降到2021年的104.8天，交付能力大幅提升。应收账款天数总体低于米思米，账款回收上具有优势。

随着公司东莞华南制造中心、苏州制造自动化零部件制造项目的陆续投产，其在华南、华东地区的运输效率将进一步加强；相较过去客户订单全部从东莞发出，公司运输时间将有效降低。

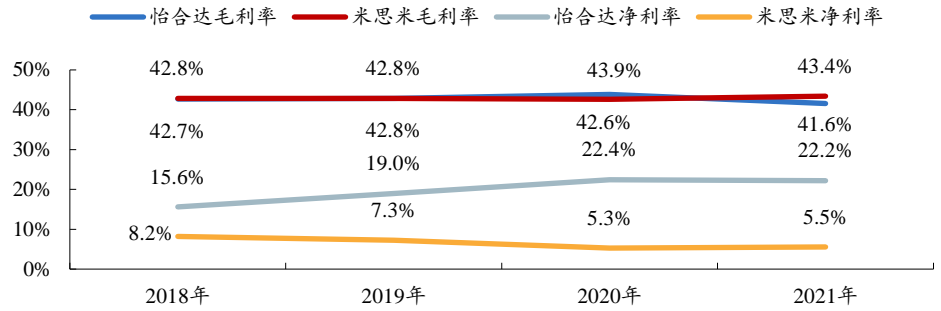
图68：公司存货周转天数减半，应收账款周转能力较强


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.4、降本能力突出，净利率遥遥领先

毛利率持平，怡合达降本能力卓越。2021年，怡合达毛利率约为41.6%，低于米思米1.8个百分点；2018年-2021年两者毛利率皆在43%上下浮动并相对持平。在业务规模效应不及米思米的情况下，怡合达的成本控制能力更加卓越。

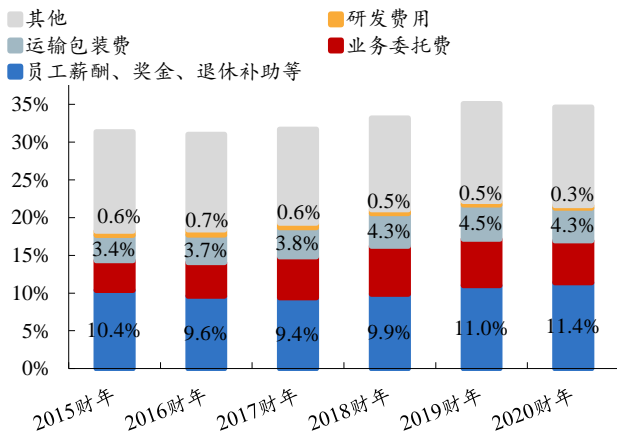
图69：公司毛利率与米思米持平，净利率遥遥领先



数据来源：米思米年报、Wind、开源证券研究所 注：米思米（中国）为财年数据

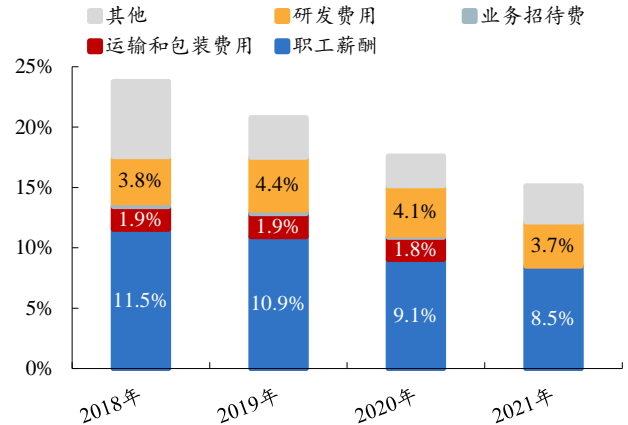
费用管控突出，净利率遥遥领先。2021年，公司实现净利率22.2%，是同财年米思米5.5%净利率的4倍。在两者毛利率相对持平的情况下，怡合达的费用管控能力更加突出。部分原因系米思米运输包装费率远超怡合达。未来，随着产能释放和FB非标业务持续发展，公司盈利能力有望进一步提升。

图70：米思米运输包装费率较高



数据来源：米思米年报、开源证券研究所

图71：怡合达研发投入较大

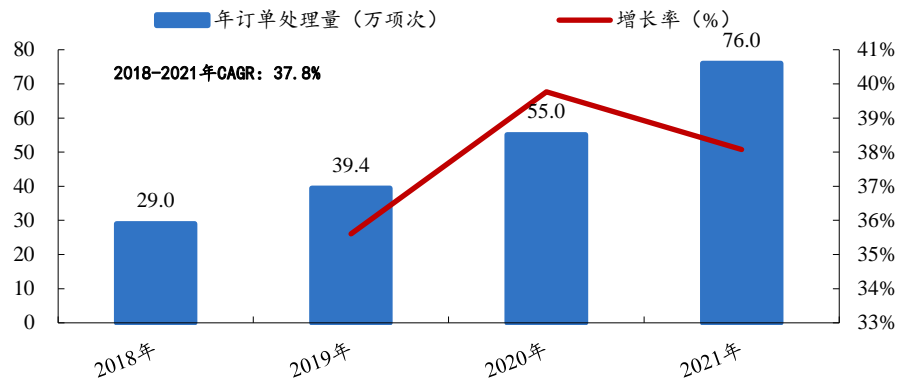


数据来源：怡合达年报、怡合达招股书、开源证券研究所

4.2、深挖护城河，高效供应链管理着眼长期发展

FA自动化零部件下游行业广泛，设备要求多样，对产品有较高的精细化、多样化需求。管理如此庞大驳杂的SKU群体，需要企业具备高效精确的分拣统筹和供应链管理的能力。

自动化分拣提升出货效率。2021年，怡合达建成了建筑面积1.6万平方米密集式自动化立体库，能够实现高密度动态存储、智能物料配送及全自动拣选。立体仓投入使用后存储效率和出货效率大大提升，2021年订单处理量约为76万单，同比增长38.1%；出货总项次约330万项次，较2020年的232万件增幅达42%。在东莞华南中心项目、苏州自动化零部件制造项目和东莞企业信息化管理升级完成后，公司将获得出货总量超过480万项次的SKU仓储能力。随着公司体量的逐渐加大和SKU品类及行业覆盖的加速拓展，自动化分拣系统带来效率优势将愈加明显。

图72：公司年订单处理量不断加大


数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

信息化系统优化库存管理。公司以 ERP 系统为基础，协同 SCM 供应链管理系统、MES 生产执行系统、WMS 智能仓储系统、BI 数据分析系统实现订单生产、采购到交付的全环节信息化管理，强化供应链管理的效率与稳定性。

表9：公司建立完备的信息化系统以有效保障产品交期

系统名称	所属环节	系统功能及模块
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

资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

数字化建设建立产品核心数据库。自动化零部件种类繁多，设计选型缺乏统一标准，自动化设备工程师设计选型耗时较长。公司与德国卡第那思公司(CADENAS)及其国内授权商合作，利用零部件数据管理软件，开发产品电子目录和多种不同格式的 3D-CAD 模型，对产品信息独立编码并建立数字化产品数据库，对产品进行标准化设定，从而大大提升工程师设计选型效率，形成较强的产品信息壁垒。

图73：公司产品数据库支持工程师设计选型

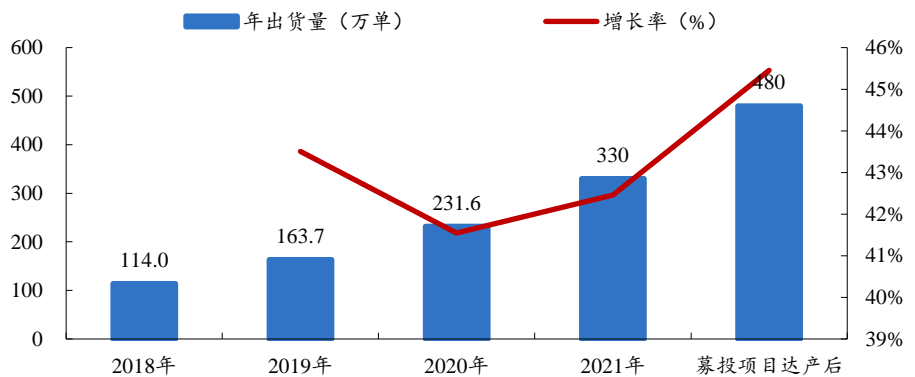


资料来源：怡合达官网

4.3、规模效应增强，FB 非标业务加速份额扩张

项目投产出货量飞跃增长，规模效应显著增强。截至 2021 年年末，公司募投项目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已分别达到房屋建筑物可使用状态，硬件设备在陆续投入中。两项目顺利达产后，公司将新增仓位 35 万余个，可存储 SKU 55 万余个，可支持年出货总量超过 480 万项次，是 2021 年出货量的 1.45 倍，对公司规模效应大幅增强。

图74：公司募投项目达产后出货量大幅提升



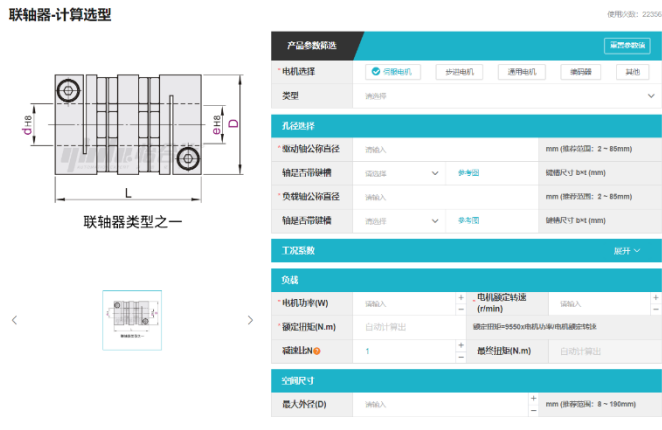
数据来源：怡合达招股书、怡合达年报、开源证券研究所

发展非标新业务，提高设备 BOM 金额占比。除 FA 标准化零部件业务外，公司同时积极扩展 FB 非标定制业务，针对 FA 领域客户的刚性定制需求，打造交付及时、品质稳定、成本较低的非标零部件一站式供应平台。目前怡合达的 FA 标准化产品在单台设备 BOM 表中的金额占比约为 6%，持续推进非标零件标准化业务后，有望将 BOM 表金额占比提升至 12%-15%，从而推动公司市场份额的加速扩张。

建立 FB 业务标准化制程，提升公司盈利水平。传统非标定制业务囿于个人人工

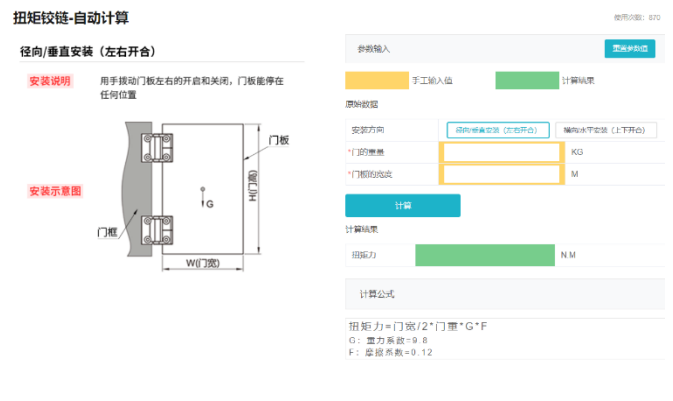
报价和相对低效的生产模式，难以进行大规模突破。怡合达结合其数字化、信息化优势，以建立自动报价体系、合理的编程模式、统一制造流程为目标进行FB业务标准化开发，目前已经实现了半自动化的图纸加工报价，采用了部分宏编程策略，力求形成标准的制造非标零件制造单元。预计2022年年底FB自制将达到45%左右的产能水平，公司盈利水平将获进一步提升。

图75：怡合达FB定制支持计算选型



资料来源：怡合达官网、开源证券研究所

图76：怡合达FB定制支持自动计算



资料来源：怡合达官网、开源证券研究所

4.4、对标米思米，公司成长空间广阔

作为后来者，相比米思米，怡合达仍有广阔的成长空间。

表10：作为后来者，怡合达仍有广阔的成长空间

指标	米思米	怡合达
产品品类	经销商品品类数量超过3000万种	已开发涵盖197个大类、2066个小类、125余万个SKU
客户数量	总客户数30.14万家（日本以外地区18.51万家）	累计成交客户数超过4万家
交付周期	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
海外布局	2010年以来在东南亚地区广泛建厂	-
作品著作权	米思米（中国）公开披露共27项	公开披露9项
专利权	米思米（中国）公开披露36项， （实用新型专利22项，外观设计专利14项）	公开披露239项， （实用新型专利217项，外观设计专利22项）

资料来源：怡合达招股书、米思米年报、开源证券研究所

产品类别上，怡合达产品结构有待进一步完善。目前米思米经销商品品类超过3000万种（含第三方生产商），涵盖FA零部件、模具零件及VONA工业品等产品类别；怡合达当前FA零部件SKU超125万个，在FA标准零件，机械零件/螺钉、螺栓、垫圈、螺母，以及接线零件/控制零件、PC零件几类产品方面已经能够实现对米思米产品的全面覆盖。对标米思米，怡合达产品族群中缺少模具零件和VONA工业品等类别，有望通过不断拓宽产品品类，优化产品结构，获得毛利率和公司规模的进一步提升。

表11：怡合达产品结构有待进一步完善

产品类别	主要产品	怡合达有无同类产品
FA事业	FA工厂自动化标准零件 轴类、同步带轮、直线轴承、平板运输带、 固定环、定位销、齿轮、连轴器	✓

模具零件事业	定位、测量设备 (OST 事业)	自动滑台单元、驱动器、光学测量仪、 光学元件组装检查装置	
	冲压模具、塑料模具用标准零部件	凸模、凹模、推杆、浇口套	
	机械零件/螺钉、螺栓、垫圈、螺母	传感器、接头、螺钉、螺栓、螺帽、脚轮	√
VONA 事业	接线零件/控制零件、PC 零件	连接器、按钮开关、变压器、电缆	√
	切削刀具/生产加工用品	立铣刀、六角扳手、铣床部件、游标卡尺	
	物流仓储用品/安全防护、环境卫生、办公用品	手推车、劳防手套、零件清洁剂、研发用品	

资料来源：怡合达招股书、开源证券研究所

客户数量上，怡合达具有提升空间。怡合达累计成交客户数突破 4 万家，分布以国内华南、华东地区为主；其中华南地区的主要下游行业为 3C 和锂电，华东地区光伏和汽车占比较多。截至 2021 财年末，米思米全球客户数 33.8 万家，日本以外地区客户 18.5 万家，按销售额计算约有 35% 来自中国，两者在客户数量上仍有一定差距。

交付周期上，怡合达仍需快步追赶。米思米在日本本土的交付日期为 2 天，怡合达目前能够实现 90% 标准件 3 天内发货，但相比米思米高效的交付能力，仍需快步追赶。

全球化布局上，怡合达存在较大差距。米思米业务遍及亚洲、北美与欧洲市场，在全球范围内共设有 62 个销售办事处、178 个配送中心与 22 个生产基地。2010 以来，米思米在东南亚地区广泛建厂，涉及国家包括越南、印度、印度尼西亚、新加坡等。怡合达目前没有明确的全球产业链布局倾向。两者在全球化布局上的差异亦体现了其规模和成长阶段上的差距。

表12：米思米进行海外扩张

国家和地区	年份	海外扩张	国家和地区	年份	海外扩张
越南	1995	1 号工厂	韩国	2006	物流中心
	2005	2 号工厂		2007	生产基地
	2011	3 号工厂	新加坡	2010	物流中心
	2015	4 号工厂	泰国	2005	物流中心
印度	2009	物流中心		2005	生产基地
	2011	生产基地	印度尼西亚	2013	物流中心
中国大陆	2002	上海生产基地	欧洲	2006	物流中心
	2003	上海物流中心		2007	生产基地
	2005	广州物流中心	美洲	1998	生产基地
	2005	广州生产基地		2004	物流中心
	2013	南通生产基地		2005	扩张生产基地
中国台湾	2006	物流中心	2011	美国物流中心	

资料来源：米思米官网、开源证券研究所

5、盈利预测及投资建议

5.1、关键假设与财务预测

假设公司未来 3 年产品结构无明显变化，我们的测算如下：

(1) 自动化设备零部件：国内自动化市场蓬勃发展，下游新能源、光伏、物流等行业高度景气；原材料方面由于 2021 年铝价上涨，预计短期内走势平稳或小幅回调；公司未来募投项目达产将增强规模效应；2022 年上半年受疫情影响增速放缓，但行业复苏后或迎来反弹；海外供应受阻情况下存在替代机会。结合公司近年业绩表现，假设 2022-2024 年自动化设备零部件营收增速分别为 40%、49%、46%，预计 2022-2024 年自动化设备零部件毛利率分别为 42.62%、43.61%、43.33%。

(2) 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、零件计数包装机、自动化焊接机、全自动组装机等系列产品。工业自动化设备占公司主营业务比例较小，且历年增速正负区间变动幅度大，因此 2022-2024 年给予其年均 15% 的增长；测算毛利为 46.25%、44.90%、44.88%。

(3) 其他业务：主要为自动化设备改造与废料销售收入，占公司主营业务比例较小，与公司规模正相关。假设 2022-2024 年其他业务增速与工业自动化设备相同，毛利率取过去三年均值且维持稳定。

表13：核心业务拆分及预测

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,209.68	1,802.82	2,514.47	3,731.74	5,432.80
增长率	58.96%	49.03%	39.47%	48.41%	45.58%
毛利率	43.85%	41.57%	42.67%	43.62%	43.35%
自动化设备零部件					
营业收入	1147.32	1764.91	2,470.87	3,681.60	5,375.14
增长率	60.00%	53.83%	40.00%	49.00%	46.00%
毛利率	43.80%	41.49%	42.62%	43.61%	43.33%
工业自动化设备					
营业收入	61.81	35.57	40.91	47.05	54.10
增长率	41.77%	-42.46%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	44.94%	43.50%	46.25%	44.90%	44.88%
其他业务					
营业收入	0.55	2.34	2.69	3.09	3.55
增长率	61.79%	327.31%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	30.73%	30.80%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：怡合达年报、开源证券研究所

5.2、估值水平与投资建议

目前，怡合达在 A 股市场缺乏细分领域同类可比公司。考虑到 FA 零部件市场具备长期成长空间，我们选取自动化行业大类中同样具有成长性的细分龙头汇川技术、埃斯顿与华锐精密作为可比公司。其中汇川技术为我国工控自动化核心部件龙头；埃斯顿为国产工业机器人龙头，华锐精密为国产数控刀具领军企业。

我们预计，公司 2022-2024 年营业收入分别为 25.14/37.32/54.33 亿元，归母净利润分别为 5.54/8.60/12.31 亿元；EPS 分别为 1.15/1.79/2.56 元，当前股价对应市盈率分别为 58.27/37.52/26.21 倍。核心上市公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 53.10/37.08/27.29 倍，公司估值水平与行业平均基本持平。

公司本地化线上线下协同发展；客户粘性强，客户数量和 SKU 品类高速扩展；

降本能力卓越；具有高效供应链管理能力和巩固长期优势；募投项目达产后规模效应将进一步增强。首次覆盖给予“买入”评级。

表14：怡合达：可比公司 2022-2024 年行业平均估值分别为 53.10/37.08/27.29

公司代码	公司名称	2021 年营收	市值	收盘价	EPS				PE			
		亿元	20220714	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
301029.SZ	怡合达*	18.0	322.7	67.2	0.97	1.15	1.79	2.56	78.38	58.27	37.52	26.21
300124.SZ	汇川技术	179.4	1682.5	63.8	1.36	1.57	2.03	2.59	50.59	40.54	31.4	24.65
002747.SZ	埃斯顿	30.2	209.4	24.1	0.14	0.27	0.39	0.54	184.72	85.59	59.16	42.9
688059.SH	华锐精密	9.9	61.2	139.0	3.69	4.97	6.87	9.03	43.02	27.99	20.25	15.4
行业平均（不包括怡合达）									89.18	53.10	37.08	27.29

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：表中怡合达、埃斯顿盈利预测来源为开源证券研究所，其余各公司盈利预测来源为 Wind 一致预测，最新收盘日 2022 年 7 月 14 日

6、风险提示

客户拓展不及预期

疫情后需求反弹不及预期

疫情反复及供应链风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1205	2064	2420	3304	4378
现金	581	744	905	1062	1545
应收票据及应收账款	286	479	588	995	1310
其他应收款	2	0	3	2	5
预付账款	8	6	13	15	26
存货	236	393	468	788	1049
其他流动资产	92	443	443	443	443
非流动资产	461	711	830	1083	1481
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	60	647	715	877	1141
无形资产	34	33	38	44	47
其他非流动资产	367	31	77	162	293
资产总计	1666	2775	3250	4387	5859
流动负债	302	506	547	896	1221
短期借款	0	0	0	37	154
应付票据及应付账款	192	359	395	705	904
其他流动负债	110	147	152	154	162
非流动负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	7	7	7	7
负债合计	308	512	553	903	1227
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	400	480	480	480
资本公积	454	918	838	838	838
留存收益	544	944	1415	2125	3125
归属母公司股东权益	1358	2263	2696	3484	4631
负债和股东权益	1666	2775	3250	4387	5859

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	247	233	445	505	939
净利润	271	401	554	860	1231
折旧摊销	13	19	43	53	69
财务费用	-3	-7	5	11	25
投资损失	-5	-1	-4	-3	-3
营运资金变动	-42	-202	-153	-416	-382
其他经营现金流	13	24	-0	-0	-0
投资活动现金流	-270	-573	-159	-303	-463
资本支出	275	224	119	253	398
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-348	-39	-50	-66
筹资活动现金流	-30	502	-125	-83	-109
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	80	0	0
资本公积增加	0	464	-80	0	0
其他筹资现金流	-30	-2	-125	-83	-109
现金净增加额	-55	163	161	119	367

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1210	1803	2514	3732	5433
营业成本	679	1053	1441	2104	3078
营业税金及附加	7	10	14	21	31
营业费用	88	88	157	223	320
管理费用	79	118	173	250	366
研发费用	50	66	99	145	210
财务费用	-3	-7	5	11	25
资产减值损失	-2	-3	-4	-6	-9
其他收益	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	1	4	3	3
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	312	464	639	993	1422
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	313	464	639	994	1422
所得税	42	63	86	134	191
净利润	271	401	554	860	1231
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	271	401	554	860	1231
EBITDA	308	460	658	1018	1458
EPS(元)	0.57	0.83	1.15	1.79	2.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	59.0	49.0	39.5	48.4	45.6
营业利润(%)	87.3	48.5	37.9	55.4	43.2
归属于母公司净利润(%)	88.0	47.6	38.2	55.3	43.1
获利能力					
毛利率(%)	43.9	41.6	42.7	43.6	43.3
净利率(%)	22.4	22.2	22.0	23.0	22.7
ROE(%)	20.0	17.7	20.5	24.7	26.6
ROIC(%)	18.8	16.8	19.7	23.7	25.1
偿债能力					
资产负债率(%)	18.5	18.5	17.0	20.6	21.0
净负债比率(%)	-42.4	-32.6	-33.3	-29.2	-29.9
流动比率	4.0	4.1	4.4	3.7	3.6
速动比率	2.9	3.1	3.4	2.7	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	5.0	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.83	1.15	1.79	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.49	0.93	1.05	1.96
每股净资产(最新摊薄)	2.83	4.71	5.62	7.26	9.65
估值比率					
P/E	118.9	80.5	58.3	37.5	26.2
P/B	23.8	14.3	12.0	9.3	7.0
EV/EBITDA	102.8	67.7	47.1	30.3	20.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn