

怡合达 (301029.SZ)

具备类消费属性，高壁垒制造行稳致远

核心观点：

- **怡合达的商业模式与消费类企业具有一定相似性，壁垒高，盈利能力稳定且持续性较强。**怡合达与一般消费类企业相比，相似点在于上游供应商与下游客户的集中度均较低，公司的议价能力较强，因此保持了较高的毛利率、净利率水平，且较为稳定。
- **品牌、渠道、产品研发等方面各有千秋。**品牌方面，怡合达通过产品手册、DIY 软件、教程等形成与工程师的粘性，以较小的资源投入获得了较高的“品牌”认同；渠道方面，怡合达的销售更为扁平，对终端客户直接触达，有利于及时把握市场变化与客户需求；产品方面，与大部分消费类企业“大单品”的打法不同，怡合达的下游技术迭代较快，需要持续的研发投入扩充 SKU，从而满足下游持续不断的需求。
- **怡合达作为制造业企业，资产较重的特征明显。**从具体的财务指标来看，与消费代表企业的平均水平相比，怡合达的毛利率接近平均水平而费用率较低，导致了较高的净利率水平，且 ROE 与消费类企业的平均水平接近，与一般的制造业公司区别较大；资产运营效率方面，由于制造业的特点，资产相对较重，因此资产周转率、存货管理、应收账款管理等方面距离消费类企业具有一定差距。总的来看，怡合达与消费类企业在财务指标上各有优劣，体现了一定的制造业企业特征。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年业绩分别为 1.30/1.82/2.38 元/股。综合考虑公司所处行业的空间、商业模式、竞争壁垒、业绩成长性等因素，盈利能力较强且稳定，我们给予公司 22 年 60 倍的 PE 估值，对应合理价值为 77.89 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动；市场竞争加剧；客户开拓、市场区域开拓存在不确定；管理难度加大、规模效应下降的风险；新产品开拓不及预期的风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,210	1,803	2,725	3,820	5,007
增长率（%）	59.0	49.0	51.2	40.2	31.1
EBITDA（百万元）	317	474	778	1,065	1,369
归母净利润（百万元）	271	401	623	872	1,140
增长率（%）	88.0	47.6	55.5	39.9	30.8
EPS（元/股）	0.75	1.00	1.30	1.82	2.38
市盈率（x）	-	91.97	52.00	37.17	28.41
ROE（%）	20.0	17.7	22.5	24.0	23.9
EV/EBITDA（x）	-	76.10	40.43	28.83	21.71

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

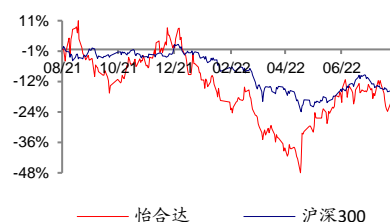
增持

当前价格	67.50 元
合理价值	77.89 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-09

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	481.56/247.85
总市值/流通市值（百万元）	32505/16729
一年内最高/最低（元）	108.30/51.02
30 日日均成交量/成交额（百万）	1.25/82.61
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	22.52/7.87

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

王宁 021-38003627

shwangning@gf.com.cn

目录索引

一、类 C 端商业模式，竞争优势明显.....	5
（一）品牌建设：怡合达以相对较低的销售投入实现较高的客户黏性.....	5
（二）渠道：怡合达渠道更加扁平，直接感知市场需求.....	11
（三）产品：强大的产品开发，不断满足下游行业需求.....	14
（四）上下游：格局分散，具备较强的议价能力.....	18
二、财务对比：怡合达盈利能力强，费用率较低.....	21
三、盈利假设和投资建议.....	31
四、风险提示.....	34

图表索引

图 1: 2018-2021 年怡合达客户数量	6
图 2: 2018-2021 年怡合达客单价	6
图 3: 怡合达与消费类企业销售费用率对比	6
图 4: 怡合达与消费类企业销售人员占比对比 (截至 2021.12.31)	7
图 5: 怡合达与消费类企业广告宣传推广类费用/营业收入对比	7
图 6: 消费类企业品牌认可度形成路径	8
图 7: 怡合达品牌认可度形成路径	8
图 8: 怡合达非标设计计算选型工具	9
图 9: 怡合达铝型材 DIY 设计软件	9
图 10: 怡合达目录手册示意图	10
图 11: 伊利品牌代言人	10
图 12: 近年怡合达业务宣传费结构	11
图 13: 目录手册单价	11
图 14: 怡合达渠道模式	12
图 15: 娃哈哈渠道模式	12
图 16: 怡合达主营业务收入按销售渠道划分	12
图 17: 怡合达 FA 工业电子商务平台	13
图 18: 怡合达线下下单分层情况	13
图 19: 怡合达线上下单分层情况	13
图 20: 怡合达全国销售网络体系	14
图 21: 2018-2021 年怡合达 SKU	15
图 22: 2018-2021 年伊利新产品收入占比	15
图 23: 2018-2021 年怡合达主营业务收入构成	16
图 24: 2018-2021 年蒙牛特仑苏销售额及占营收比重	16
图 25: 怡合达 SKU 扩张路径	16
图 26: 蒙牛 SKU 扩张路径	16
图 27: 太阳能电池技术路线图	17
图 28: 怡合达与消费类企业研发费用率对比	18
图 29: 怡合达与消费类企业前五大供应商占比对比	18
图 30: 怡合达订单按采购金额分层-各层级数量比例	19
图 31: 怡合达订单按采购金额分层	19
图 32: 怡合达与消费类企业前五大客户占比对比	20
图 33: 怡合达订单按销售金额分层-各层级数量比例	20
图 34: 怡合达订单按销售金额分层-各层级收入比例	20
图 35: 怡合达与消费类企业毛利率对比	21
图 36: 怡合达与消费类企业三费费用率对比	21
图 37: 怡合达与消费类企业净利率对比	22
图 38: 怡合达与消费类企业 ROE (摊薄) 对比	23
图 39: 怡合达与消费类企业资产周转率对比	23

图 40: 怡合达与消费类企业存货周转率对比	24
图 41: 近年怡合达存货构成	24
图 42: 近年伊利存货构成.....	24
图 43: 自制供应中采购原材料自主加工以及半成品追加加工两种模式的收入占比	25
图 44: 怡合达与消费类企业固定资产周转对比	25
图 45: 怡合达与消费类企业固定资产/总资产对比	26
图 46: 怡合达三种供应模式占当期收入比例	26
图 47: 怡合达与消费类企业应收账款周转率对比	27
图 48: 怡合达月结 60 天/90 天客户占当期收入比例.....	27
图 49: 怡合达与消费类企业资产负债率对比	28
图 50: 怡合达与消费类企业流动比率对比	28
表 1: 怡合达与消费类企业的对比总结	30
表 2: 公司分业务收入和毛利预测	31
表 3: 怡合达可比公司 PE 估值情况 (市值统计截止 2022.08.08 收盘)	33

一、类C端商业模式，竞争优势明显

怡合达是FA工厂自动化零部件的一站式供应商。公司将非标产品标准化，凭借强大的供应链管理能力和品质保证了高品质产品的准时交付，有效解决传统设计过程中设计耗时长、采购效率低、采购成本高、品质不可控、交期不准时等问题。

公司的商业模式与C端企业（消费类企业）有一定的相似性，上下游均很分散，不像传统的制造业依赖于某些大客户，而且基于一定的“品牌”意识，公司能够与用户（怡合达的用户是工程师，消费类企业的用户是消费者）形成较强的粘性。我们选取了贵州茅台、伊利股份、海天味业、青岛啤酒、洽洽食品、双汇发展、汤臣倍健、上海家化、飞科电器、金龙鱼及九阳股份等11家具有一定代表性的、消费品行业各细分领域的龙头企业，多维度与怡合达进行对比。

怡合达与典型的消费品企业的共同点在于上下游格局分散，在产业链中的议价能力较强，长时间保持了较强的盈利能力。

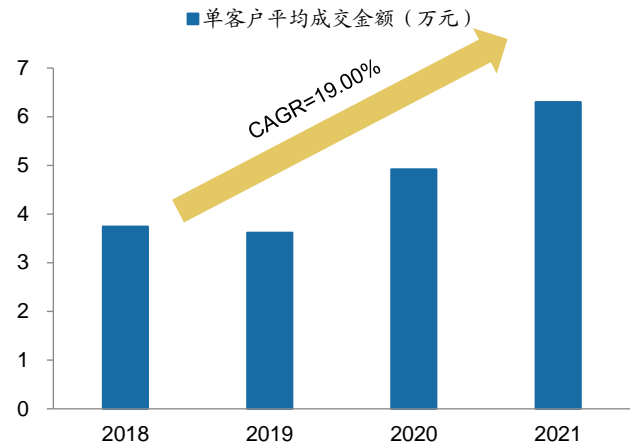
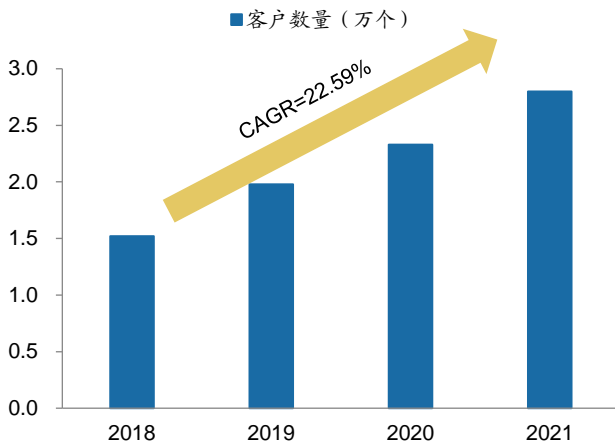
不同点在于：（1）怡合达的销售投入相对较低。这主要是由于消费类企业品牌认可度的建立更多是从营销端发力，让产品在目标消费群体中得到最大化曝光，而怡合达品牌认可度的建立更多依赖于客户工程师使用习惯的培养、客户粘性的形成。（2）怡合达的销售渠道更为扁平，客户反馈链条更短。不同于传统的消费品企业需要建立庞大的多级分销体系，怡合达的销售渠道更为扁平，有利于公司更快感知客户需求、促进产品创新，相应的渠道投入也较少。（3）消费品企业一般采用“大单品”打法，怡合达则更多通过提升品类丰富度来提高客户黏性，在激烈的市场竞争中取胜。这主要是由于怡合达的目标市场为在非标件中技术难度相对较小且“非标”程度相对较低的部分，同时下游行业技术迭代速度快、设备更新换代的周期较短，要求怡合达持续拓宽产品线以匹配客户需求。

（一）品牌建设：怡合达以相对较低的销售投入实现较高的客户黏性

怡合达已经完成了品牌的“原始积累”，品牌认可度及市场影响力逐年提升。2018-2021年，怡合达FA工厂自动化零部件成交客户数量分别为1.52万个、1.98万个、2.33万个和2.80万个，年均复合增长率22.59%；单个客户平均成交金额分别为3.74万元、3.62万元、4.92万元和6.30万元，年均复合增长率22.59%。显示怡合达已经进入客户数量增长、客单价提升的正向循环收获期，已形成了良好的品牌认可度。

图 1: 2018-2021年怡合达客户数量

图 2: 2018-2021年怡合达客单价



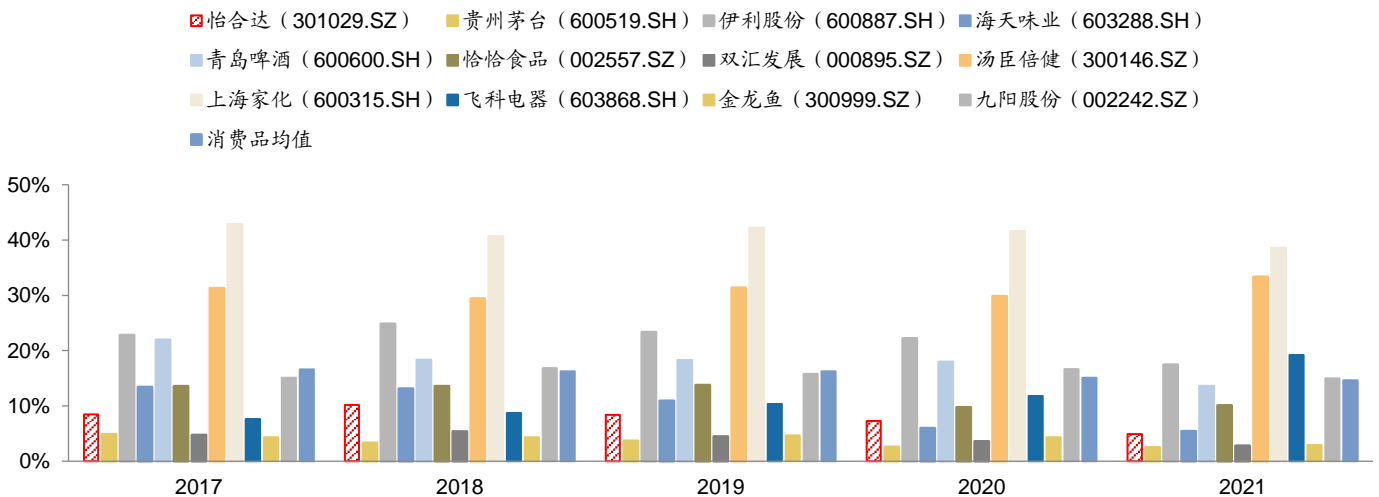
数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达年报, 广发证券发展研究中心

怡合达的销售投入显著低于消费类企业平均水平。

从销售费用率来看, 2017-2021年怡合达的销售费用率分别为8.47%、10.16%、8.38%、7.26%及4.89%, 大体呈现波动下降趋势, 且显著低于同期消费类企业样本公司的平均值16.60%、16.23%、16.26%、15.12%及14.63%。

图 3: 怡合达与消费类企业销售费用率对比

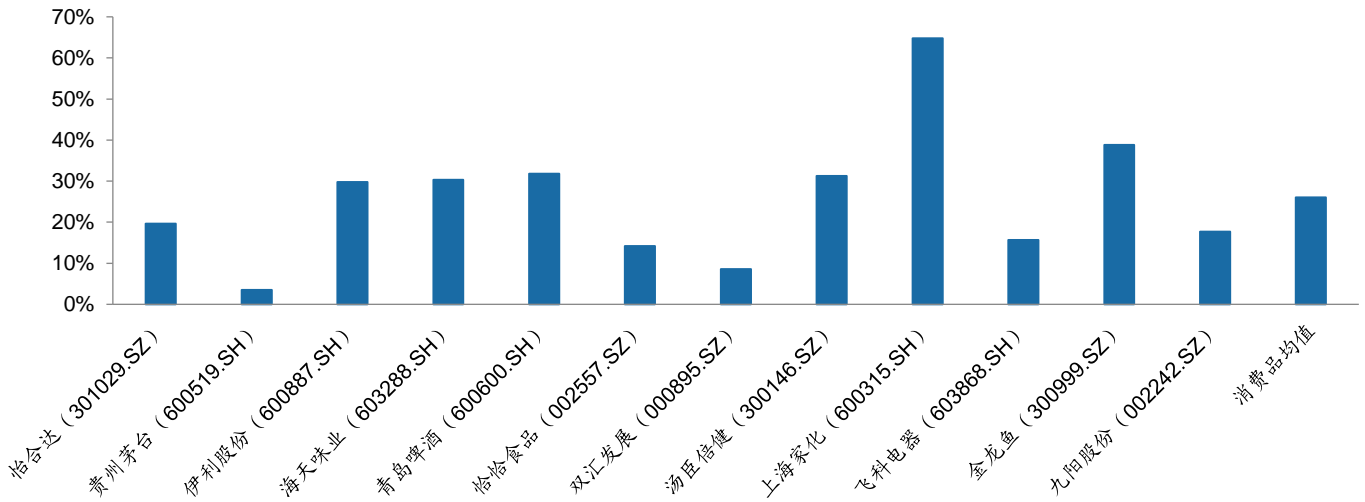


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从销售人员占比来看, 2021年怡合达19.61%的员工为销售类人员, 低于同期消费类企业样本公司的平均值26.04%。在我们选取的11家消费类企业样本公司中, 由于各家的经营模式有所区别, 有的以直销为主, 有的以经销为主, 上海家化的销售人员占比最高, 达64.78%; 海天味业、青岛啤酒、汤臣倍健、金龙鱼等的销售人员占比均在30%以上; 贵州茅台的销售人员占比最低, 为3.52%; 双汇发展的销售人员占比

同样保持在10%以下。

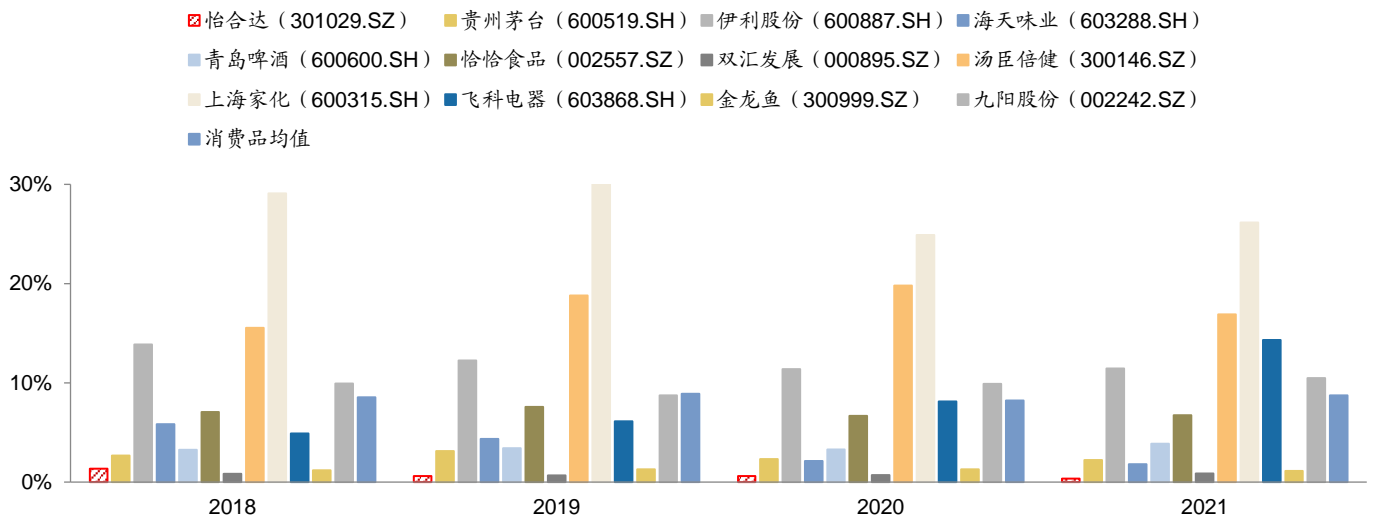
图 4: 怡合达与消费类企业销售人员占比对比 (截至2021.12.31)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

进一步研究销售费用的具体构成可以发现, 怡合达的销售费用主要由职工薪酬构成, 据怡合达2021年年报, 2021年业务宣传费在销售费用中的占比仅为7.01%。此外, 与消费类企业相比, 2018-2021年怡合达业务宣传费用在营业收入中的占比分别为1.35%、0.59%、0.61%及0.34%, 大幅低于同期消费类企业样本公司的平均值8.56%、8.91%、8.23%及8.72%。

图 5: 怡合达与消费类企业广告宣传推广类费用/营业收入对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

与制造业不同, 消费品较难从各种技术参数上来对比产品的优劣, 消费者的更换成本较低, 消费类企业一般需要持续性地投入销售费用来维护品牌形象, 从而维持市占率。与消费类企业相比, 怡合达在营销方面的投入相对较低, 在与消费类企业毛

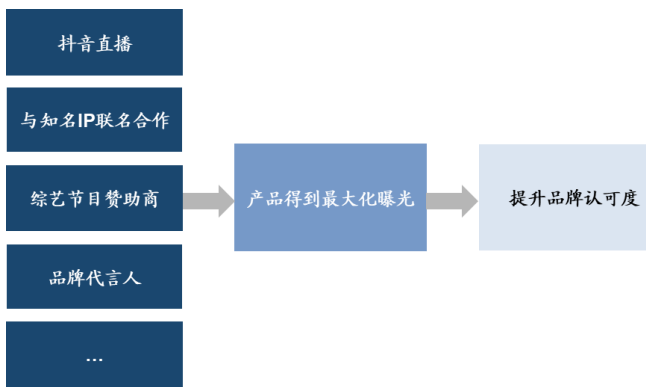
利率相近的情况下，净利率更为优秀且稳定。

怡合达营销方面的投入显著低于消费类企业，主要原因有：

(1) **品控、交期、服务等产品的差异化特征明显，优势突出。**在市场上与公司商业模式类似、具备高效的供应链管理能力和能够快速响应客户采购需求的自动化零部件供应商较为稀缺；怡合达和米思米作为FA行业的先发者，在品控、交期等方面领先优势明显，在行业内具备先发优势，其他新进入者短期内难以与原有企业在品牌、工程师选型设计习惯培育、客户资源等方面进行竞争。

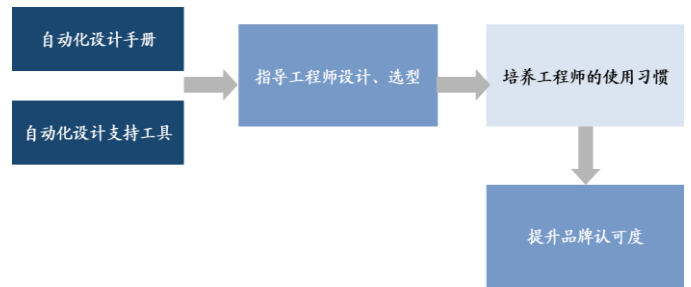
(2) **怡合达品牌认可度的形成路径与消费类企业不同。**消费类企业一般从营销端发力，借助各类夺人眼球的推广方式让产品得到最大化曝光，扩大在目标消费群体中的品牌认知度。对比之下，怡合达品牌认可度的形成路径为：借助公司编制的自动化设计手册以及开发的自动化设计支持工具，帮助客户工程师学习如何进行零部件的设计、选型，并在此过程中逐步培养客户工程师的使用习惯，增强客户粘性，最终积累口碑，实现品牌认可度的提升。

图 6：消费类企业品牌认可度形成路径



数据来源：广发证券发展研究中心

图 7：怡合达品牌认可度形成路径



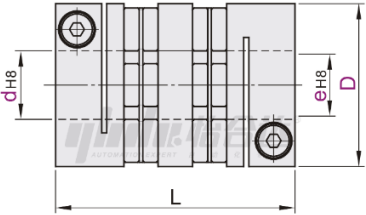
数据来源：广发证券发展研究中心

系统性、多方位赋能工程师，形成客户粘性。怡合达编制了《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，并开发了非标设计计算选型工具、铝型材DIY设计软件、零部件产品技术资料库等自动化设计支持工具，帮助工程师提升设计、选型效率。在此过程中，工程师的设计选型习惯、选型设计标准逐渐成型，且由于工程师的使用习惯一旦培育难以切换，更换供应商还会影响客户的采购效率及存在产品品质和交期不可控等风险，因此客户一般不轻易更换供应商，怡合达的客户粘性较强。根据怡合达2021年年报，2021年有两次以上销售记录的客户占比约为73%，销售贡献超过99%；其中，下单超过10次的客户占比约26%，该部分客户贡献约94%的销售额。公司绝大部分销售额由多次复购的客户所贡献。

图 8: 怡合达非标设计计算选型工具

联轴器-计算选型

使用次数: 27145



联轴器类型之一

产品参数筛选 重置参数值

电机选择 伺服电机 步进电机 通用电机 编码器 其他

类型

孔径选择

驱动轴公称直径 mm (推荐范围: 2 ~ 85mm)

轴是否带键槽 [参考图](#) 键槽尺寸 b×t (mm)

负载轴公称直径 mm (推荐范围: 2 ~ 85mm)

轴是否带键槽 [参考图](#) 键槽尺寸 b×t (mm)

工况系数 展开

负载

电机功率(W) 电机额定转速 (r/min)

额定扭矩(N.m) 自动计算出 额定扭矩=9550x电机功率/电机额定转速

减速比N 最终扭矩(N.m) 自动计算出

空间尺寸

最大外径(D) mm (推荐范围: 8 ~ 190mm)


最大长度(L) mm (推荐范围: 10 ~ 260mm)

更多参数选择 立即产品选型

数据来源: 怡合达官网, 广发证券发展研究中心

图 9: 怡合达铝型材DIY设计软件

依据绘制的3D草图线
生成型材框架



绘制3D草图 选择需要使用的型材 生成可修改的铝型材框架

数据来源: 怡合达官网, 广发证券发展研究中心

(3) 终端使用者的不同决定了怡合达的业务宣传成本天然较低。消费类企业直接面

向普通消费者，业务宣传模式包括社交媒体投放流量、代言人推广等；对比之下，怡合达面向的是自动化设备厂商和终端设备使用厂商，业务宣传模式以向工程师发放产品目录手册、展会投入等形式为主。根据怡合达招股说明书，2018-2020年，产品目录手册及展会投入在业务宣传费中的占比分别为95.41%、84.34%及66.20%。

与消费类企业常见的营销模式相比，怡合达进行业务宣传的成本较低。以常年在怡合达业务宣传费中占比过半的目录手册费用为例，印刷目录册及单行本的单位成本在5-75元的范围内浮动。2020年全年怡合达目录手册投入的总金额仅为386.79万元，大致相当于消费类企业一位品牌代言人的年度代言费用。

总结来看，虽然对于做“类C端”生意的怡合达而言，维系品牌认可度及市场影响力十分重要，但由于怡合达竞争力的差异化特征明显、先发优势较为稳固、品牌认可度的形成主要依赖于工程师使用习惯的培育及业务宣传成本天然较低等因素，与消费类企业相比，怡合达无需在营销方面进行过多投入，从而销售费用方面的投入较传统的消费企业要低。

图 10: 怡合达目录手册示意图



《FA工厂自动化零件》

数据来源：怡合达官网，广发证券发展研究中心

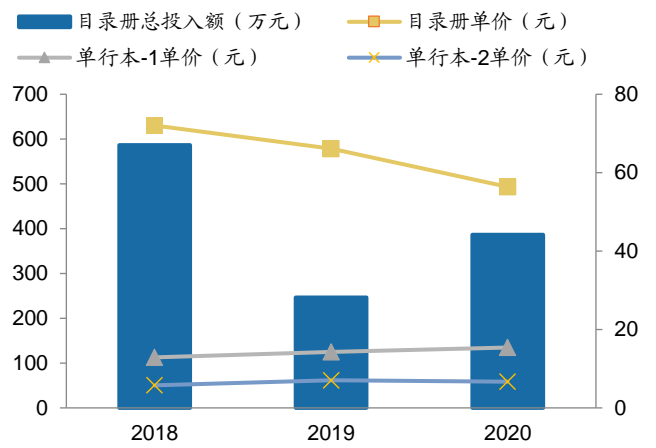
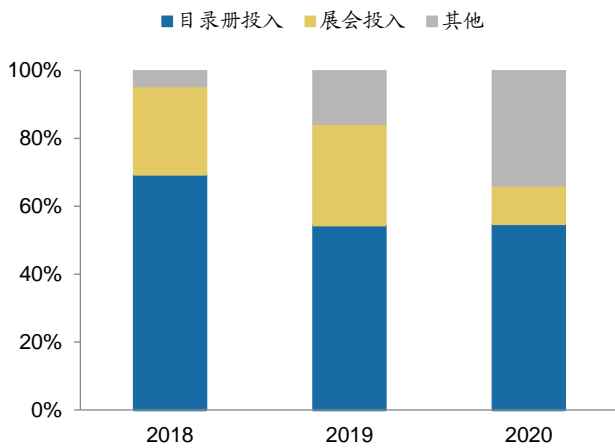
图 11: 伊利品牌代言人



数据来源：2021年伊利股份业绩推介材料，广发证券发展研究中心

图 12: 近年怡合达业务宣传费结构

图 13: 目录手册单价



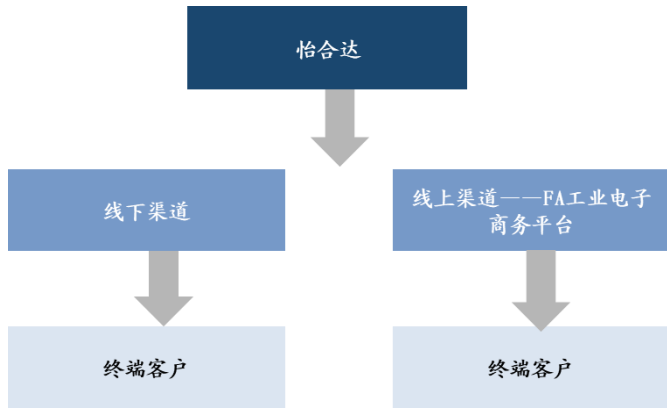
数据来源：怡合达招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：怡合达招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）渠道：怡合达渠道更加扁平，直接感知市场需求

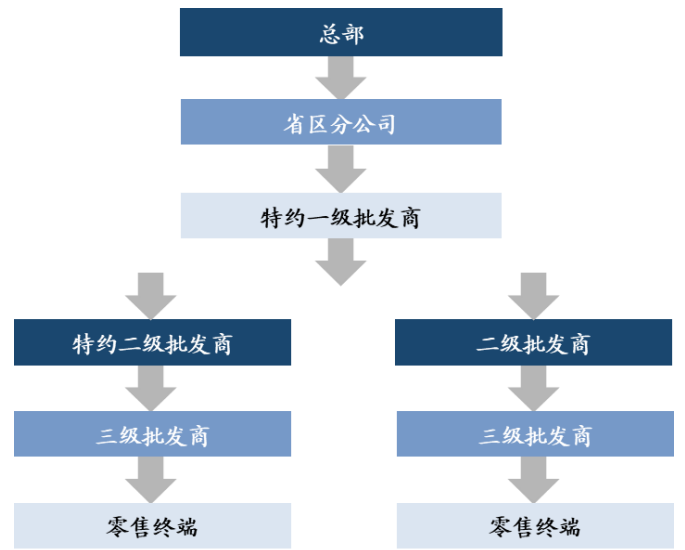
扁平化渠道缩短客户反馈链条，有利于公司更快感知客户需求，增强客户粘性。消费类企业的销售渠道多以经销为主并呈现垂直化特点，如娃哈哈“联销体”销售网络的基本构架为：总部→各省区分公司→特约一级批发商→特约二级批发商→二级批发商→三级批发商→零售终端，在总部到零售终端之间存在四级，该模式具有铺货广而深、便于快速开拓市场、资金周转速度快等优势，但亦存在对渠道终端控制力弱、客户反馈链条过长不利于产品创新等弊端；对比之下，怡合达产品的销售模式均为直接销售，呈现扁平化特点，直销模式下，客户沟通及反馈渠道更为顺畅，有利于公司及时感知客户工程师对于非标产品标准化的需求，从而促进产品创新；有助于销售人员对工程师的设计项目进行动态把握，持续指导工程师设计选型行为，使其由熟练使用到习惯选用，从而增强客户粘性。

图 14: 怡合达渠道模式



数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

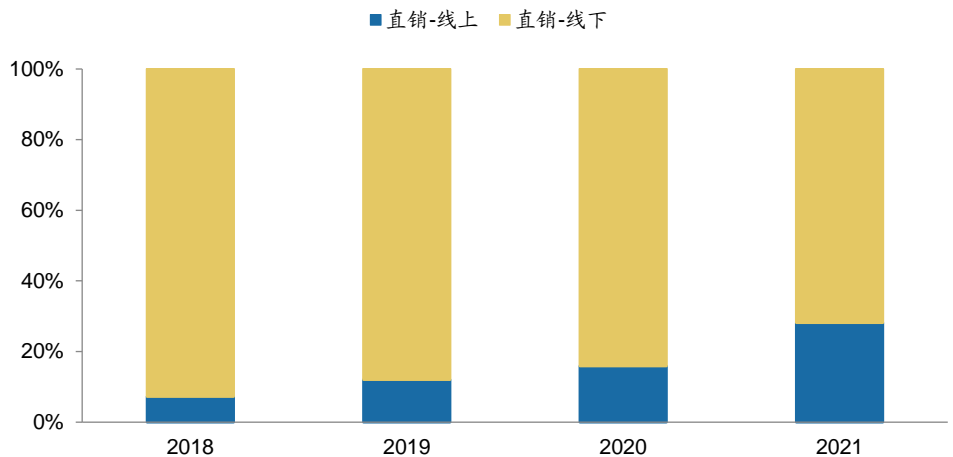
图 15: 娃哈哈渠道模式



数据来源: 《娃哈哈的品牌战略模式——娃哈哈的“联销体”网路模式》, 广发证券发展研究中心

线上销售收入占比提升, 有助于覆盖范围的扩大以及快速满足市场容量广阔的长尾需求。近年来, 怡合达线上销售收入的占比逐年提升, 由2018年的7.26%提升至2021年的28.17%。对客户而言, 通过线上平台在线完成产品选型、询价、订单生成、款项支付的全过程操作, 能够有效缩短其设计、采购时间, 提高其采购效率。对公司而言, 线上电子商务平台的推广有助于覆盖和快速满足市场容量广阔的长尾需求, 且拓宽服务辐射半径的同时无需大幅扩张销售团队规模, 从而在积累客户资源的同时能够有效管控成本, 保持较好的盈利能力。

图 16: 怡合达主营业务收入按销售渠道划分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

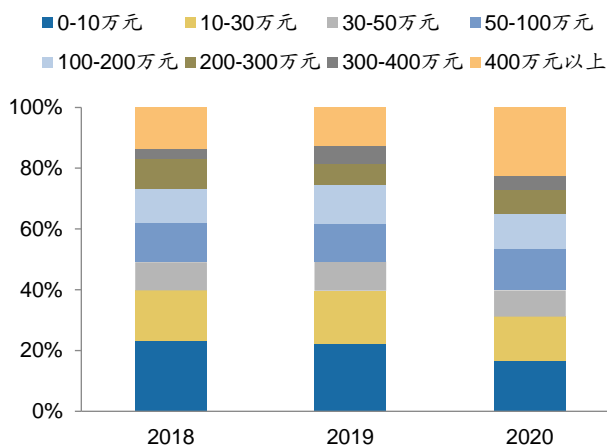
图 17: 怡合达FA工业电子商务平台



数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

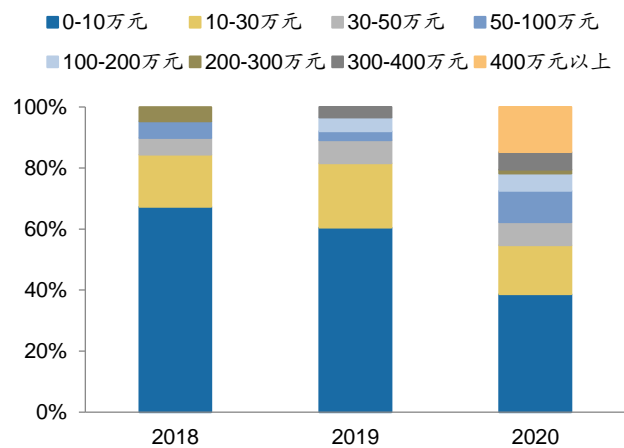
线上线下双渠道各司其职, 多方位满足不同层次需求。从下游客户分布来看, 线上渠道主要面向小微型客户, 2018-2020年0-10万元的订单占比分别为67.36%、60.48%及38.66%; 线下渠道的订单分布则更为分散且呈现出大客化趋势, 2020年400万元以上的订单所占比重最高, 达22.40%。

图 18: 怡合达线下下单分层情况



数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 19: 怡合达线上下单分层情况

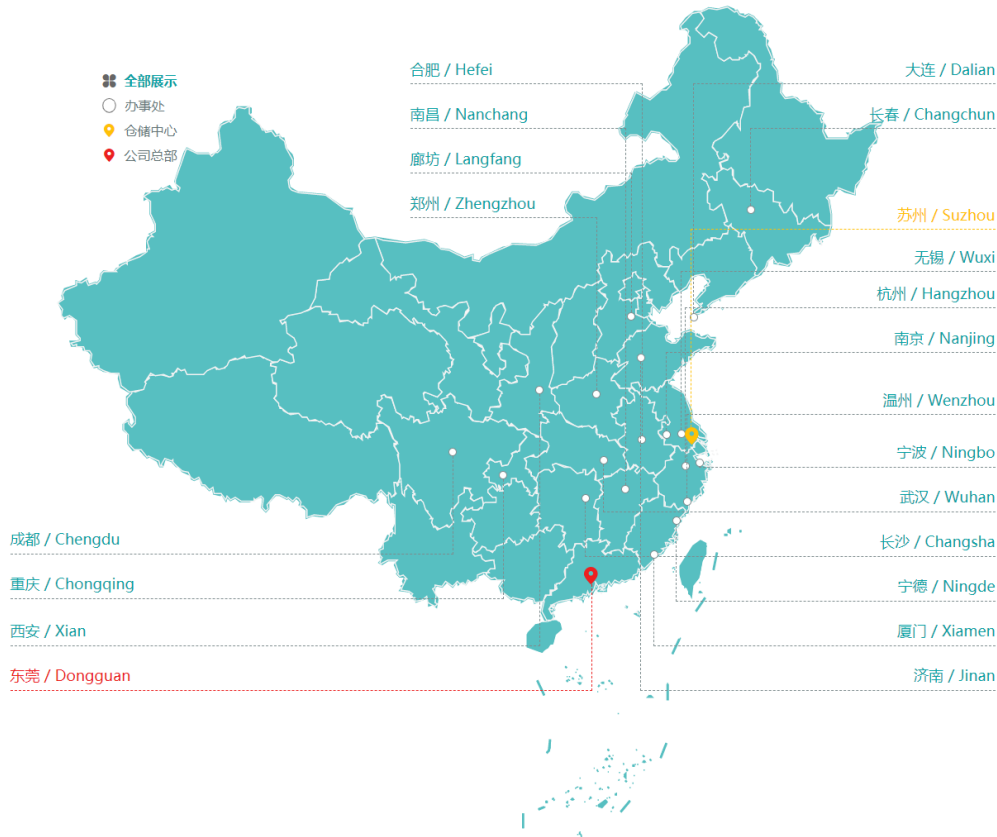


数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

致力于渠道铺设, 销售网络遍布全国。怡合达通过设立区域营销中心、办事处等方式, 逐步将服务半径从华南、华东优势区域扩展至全国市场, 打造了层次分明的营销服务网络。据怡合达2021年财报, 怡合达目前下设12个销售工程师团队和19个销售办事处。为更快速更及时地响应区域客户的需求, 2021年至今, 公司已分别在山

东、湖北、广东设立山东怡合达自动化有限公司、湖北怡合达自动化科技有限公司、广东怡合达工品供应链管理有限公司。

图 20: 怡合达全国销售网络体系



数据来源：怡合达官网，广发证券发展研究中心

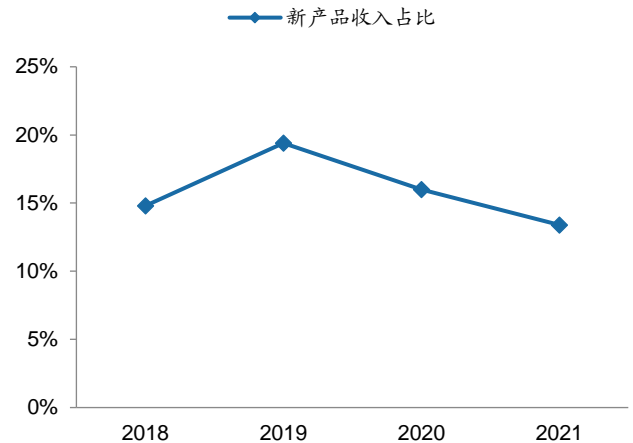
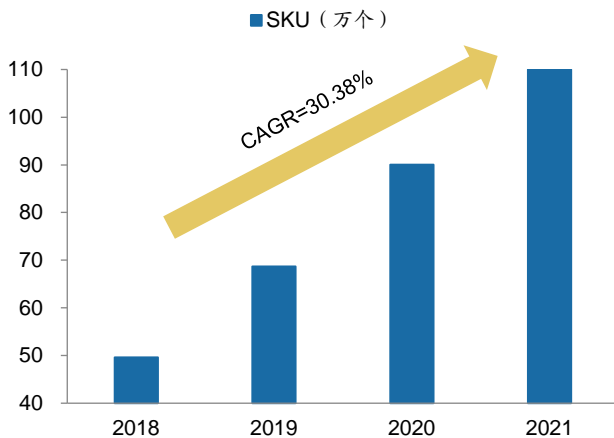
（三）产品：强大的产品开发，不断满足下游行业需求

为吸引更多消费者、抢占更高市占率，消费行业的头部企业通常具备持续性地丰富与拓展产品品类的能力。以伊利为例，通过持续产品创新与技术突破，伊利持续拓宽产品矩阵，现已形成液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等八大产品系列，几乎覆盖了乳制品行业中所有的方向。根据伊利股份年报，2018-2021年，伊利新产品收入占比分别为14.8%、19.40%、16.00%及13.4%，稳定在15%左右，强大的产品开发能力为伊利的业务发展倾注了蓬勃活力。

由于非标自动化行业设备迭代较快的方式，怡合达同样具备强大的产品开发能力。怡合达以持续拓宽产品线宽度和单项产品深度为方向，以产品标准体系为基础，区分客户应用场景对原有非标准型号产品标准化、对已有标准型号产品系列化和模块化，持续优化产品品类、标准，强化产品适用性。从细分品类SKU数量来看，公司产品SKU数量从2018年的49.63万个增长至2021年的110余万个，年均复合增长率达30.38%。据怡合达2021年年报，公司下设60个产品中心，FA工厂自动化零部件产品体系涵盖197个大类、2066个小类。

图 21: 2018-2021年怡合达SKU

图 22: 2018-2021年伊利新产品收入占比



数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达年报, 广发证券发展研

数据来源: 伊利股份年报, 广发证券发展研究中心

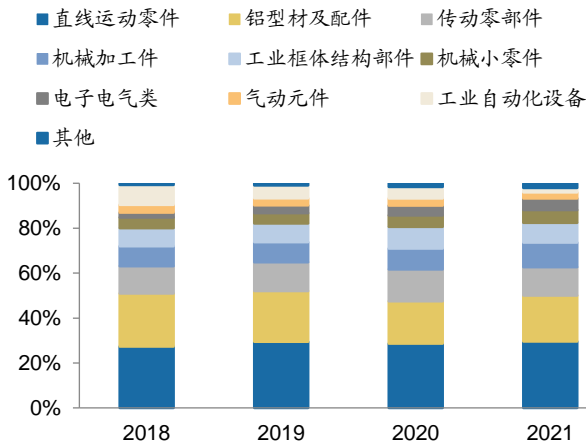
究中心

有别于消费类企业传统的高举高打的“大单品”打法，品类丰富度为FA零部件供应商的制胜法宝之一。

首先，从营收结构来看，消费类企业的营收一般集中分布于某几个明星单品，以蒙牛为例，2018-2021年，其明星单品“特仑苏”的销售额占总营收的比重逐步走高，2021年已接近35%；对比之下，怡合达的营收结构极为分散，每一大分类在总营收中的占比最高不超过30%，而每一大分类下的SKU一般在数万个，不存在某项单品占比较大的情况。以在总营收中占比最高的直线运动零件品类为例，据怡合达招股说明书，2018-2020年直线运动零件采购的SKU数量分别为2.31万个、2.81万个和3.84万个，可见怡合达的营收分布呈现与蒙牛截然相反的特点。

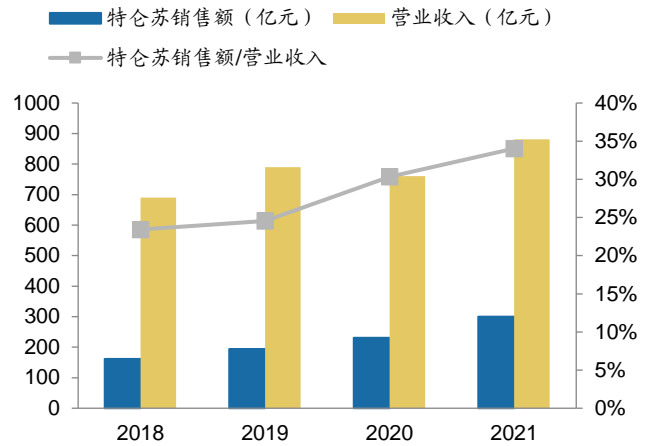
其次，由SKU扩张路径可见，蒙牛更多在产品深度上发力，聚焦于某一明星品类，进行配方、口味等的改进与扩充。如蒙牛围绕特仑苏纯牛奶，现已开发出特仑苏有机纯牛奶、低脂牛奶、谷粒牛奶等延伸产品。对比之下，由于FA工厂自动化零部件具有个性化、多样化特点，种类繁杂，怡合达更多在拓宽产品线宽度上发力。如2021年全年，怡合达产品大类增加了21个，小类增加了662个，凸显其产品线扩张能力。

图 23: 2018-2021年怡合达主营业务收入构成



数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达 2021 年年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 18-21年蒙牛特仑苏销售额及占营收比重



数据来源: Wind, 蒙牛乳业官方公众号, 蒙牛官网, 蒙牛 2020 年业绩展示材料, 广发证券发展研究中心

图 25: 怡合达SKU扩张路径



数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达 2021 年年报, 广发证券发展研究中心

图 26: 蒙牛SKU扩张路径



数据来源: 蒙牛官网, 广发证券发展研究中心

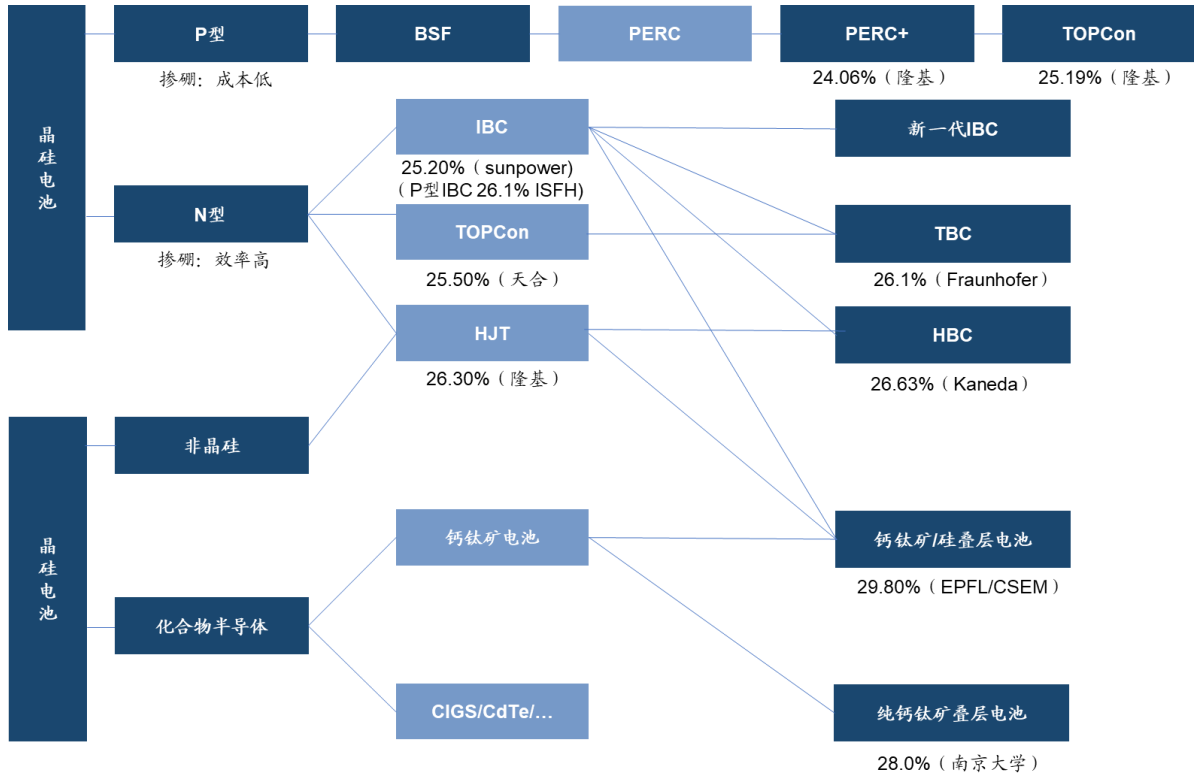
怡合达的目标市场及下游行业决定了公司不适用于“大单品”打法, 而是需要通过持续提升品类丰富度及新产品开发速度在市场中取胜。

(1) 怡合达的目标市场为在非标件中技术难度相对较小且“非标”程度较小的部分。因此, FA行业天生不适合发展“明星单品”, 怡合达所做的是持续挖掘非标件中能以较低难度进行标准化的产品的潜力, 提升在下游客户 BOM 表上的覆盖率。据 2022年6月7日公司公开的投资者调研纪要, 目前怡合达在客户BOM表上的覆盖率约为6%-7%, 提升空间仍然较大。

(2) 怡合达下游行业技术迭代速度快, 要求怡合达产品持续创新。公司客户涉及3C、汽车、新能源、光伏、医疗等领域, 下游行业的技术发展日新月异, 设备更新迭代的周期较短。以光伏为例, 从1973年采用铝背场钝化技术的BSF问世到1982年采用氧化铝局部钝化技术的PERC技术被发明, 再到目前TOPCon、HJT和IBC技术开始推

进广泛商用，硅基光伏电池技术发展历经多代更迭，光电转换效率不断提升。技术路线的迭代势必会带来设备的改进、更新、升级，而设备的改进、更新、升级又会对自动化零部件提出新的要求。因此，由于怡合达下游行业技术迭代速度快、设备更新迭代的周期较短，怡合达需要持续产品创新，针对自动化设备不断变化的应用场景进行深度标准化、模块化研发，以精准匹配客户需求。

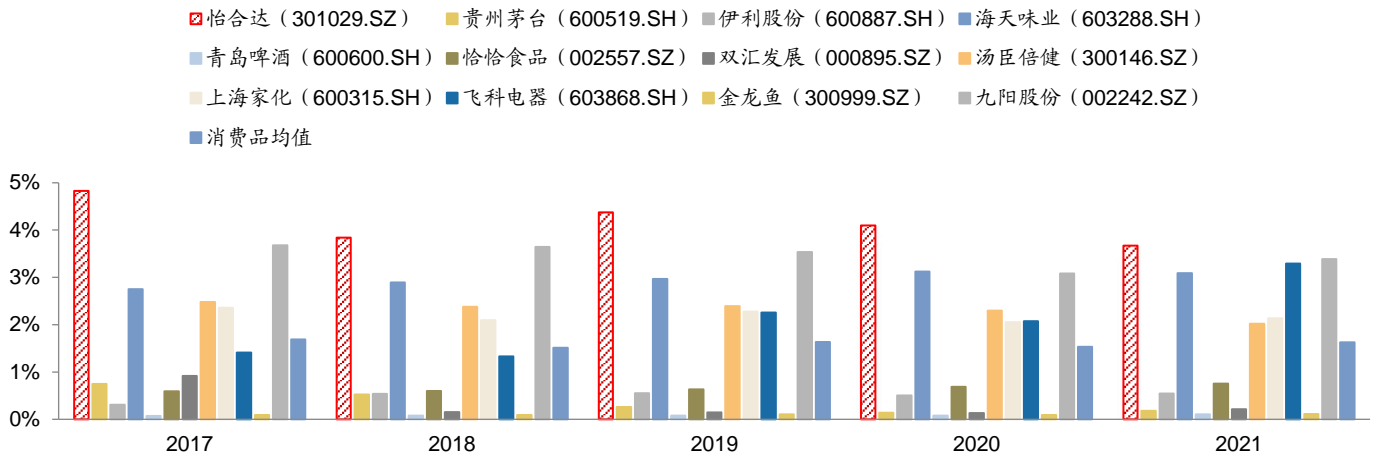
图 27：太阳能电池技术路线图



数据来源：NREL, Solar cell efficiency tables (Version 60), 广发证券发展研究中心

研发费用率显著高于消费类企业的平均值。2017-2021年怡合达的研发费用率分别为4.83%、3.84%、4.38%、4.10%及3.67%，显著高于同期消费类企业样本公司的平均值1.69%、1.51%、1.63%、1.53%及1.63%。公司持续投入研发人员进行产品开发和深度研发，并取得了一定的研发成果，据公司2021年年报，截止2021年末，公司及其子公司已取得239项专利，其中包括217项实用新型专利、22项外观设计专利，持续性的研发投入为怡合达的新品开发奠定了坚实基础，竞争力不断提高。

图 28: 怡合达与消费类企业研发费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

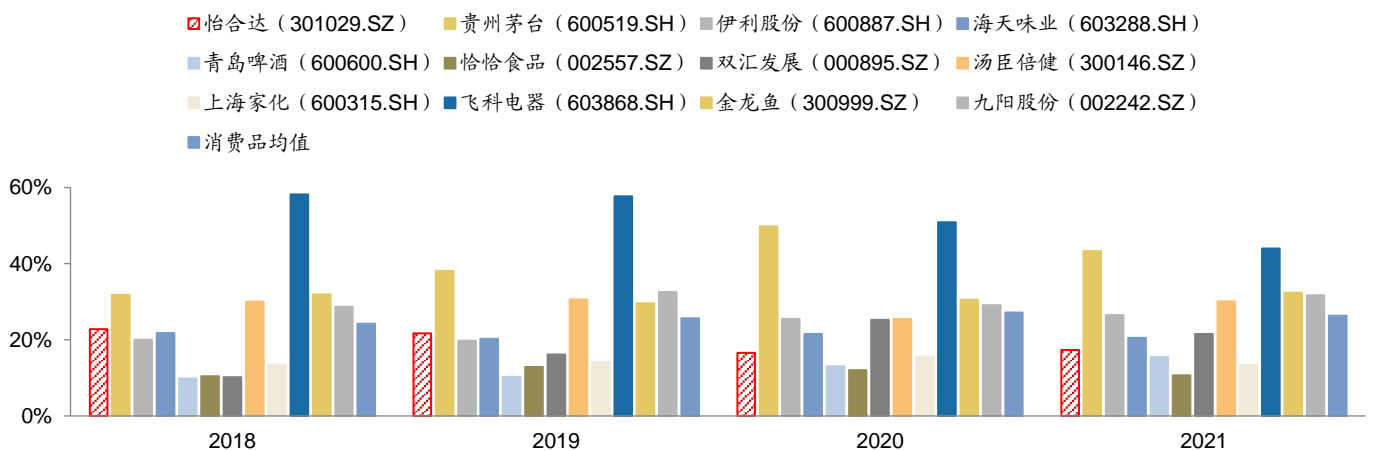
(四) 上下游: 格局分散, 具备较强的议价能力

与消费类企业类似, 怡合达的上下游均较为分散。

上游: 公司的上游供应商主要是钢材、铝材、铜材等原材料供应商和自动化零部件制造商。2018-2021年, 怡合达前五大供应商占比分别为22.82%、21.68%、16.56%及17.31%, 均低于同期消费类企业样本公司的平均值。

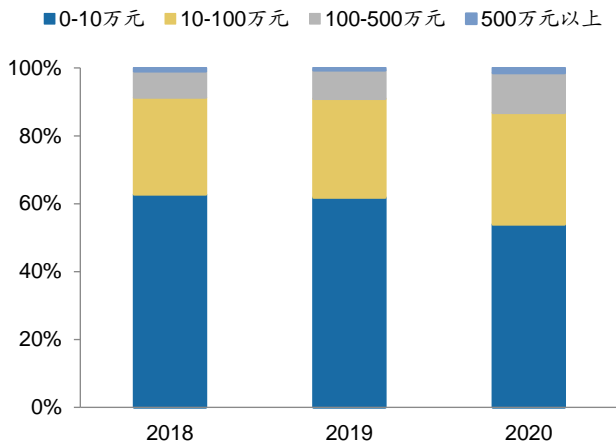
从供应商按照采购金额分层情况可见, 2018-2020年采购金额在0-10万元的供应商占比在53%-63%之间浮动, 格局非常分散。由于上游行业厂商数量众多、市场化程度较高, 市场竞争激烈且可替代性较强, 因此怡合达具有较强的议价能力, 能够有效消化上游成本波动带来的影响。

图 29: 怡合达与消费类企业前五大供应商占比对比



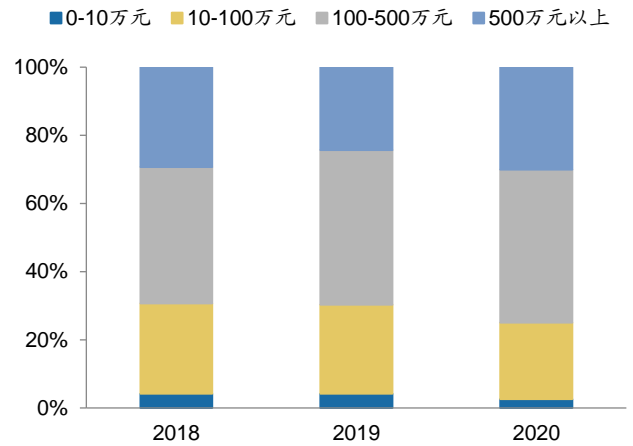
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 怡合达订单按采购金额分层-各层级数量比例



数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 31: 怡合达订单按采购金额分层



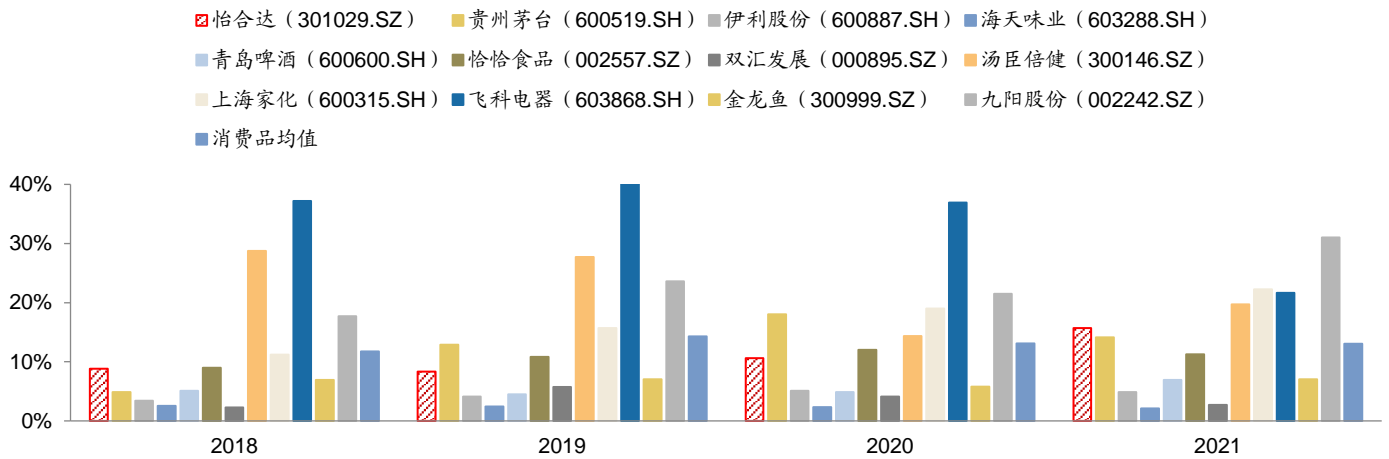
数据来源: 怡合达招股说明书, 广发证券发展研究中心

下游: 公司的下游客户主要是自动化设备厂商和终端设备使用厂商。2018-2021年, 怡合达前五大客户占比分别为8.81%、8.34%、10.62%及15.68%, 均与同期消费类企业样本公司的平均值相近。

从客户销售额分层情况看, 据怡合达2021年年报, 2021年度公司成交客户数突破28,000家, 其中年销售额10万元以下(不含)小微客户数量占比约92%, 销售贡献度约为13%; 年销售额10万至100万中型客户数量占比约为7%, 销售贡献度为30%; 年销售额100万以上的大型客户数量占比约为1%, 销售贡献度为56%, 可见怡合达的客户绝大多数是年销售额10万以下的小微客户, 分布极其分散。

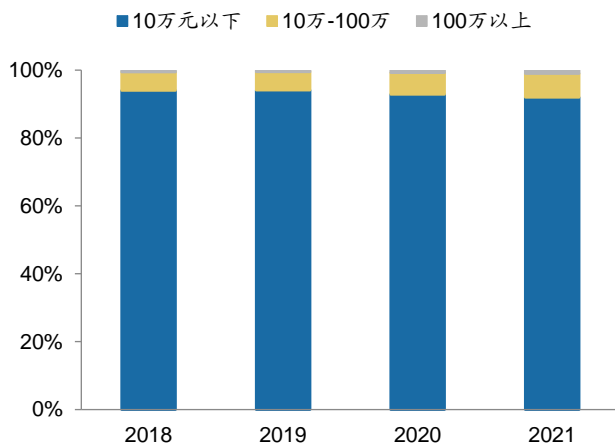
同时, 近年来销售额100万以上的大客户占比逐年提升, 可见公司逐渐建立了在大客户群体中的认可度。大客户的价格敏感度较低, 相较成本, 更为关注供应商的订单响应能力、采购效率、产品品质; 中小微客户则多为价格的被动接受者, 议价权较弱。因此, 怡合达在下游客户中具备较强的议价能力且可持续性较强。

图 32: 怡合达与消费类企业前五大客户占比对比



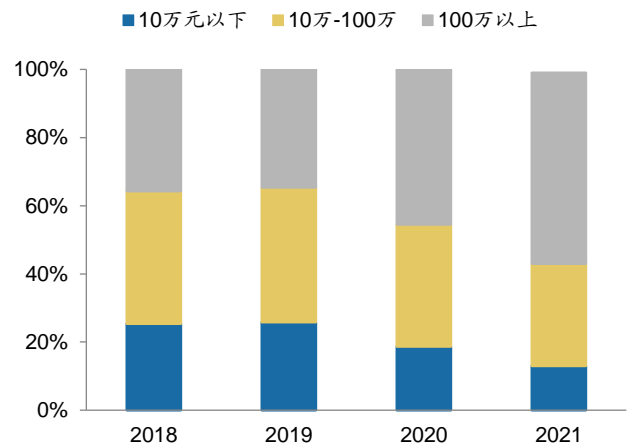
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 怡合达订单按销售金额分层-各层级数量比例



数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达 2021 年年报, 广发证券发展研究中心

图 34: 怡合达订单按销售金额分层-各层级收入比例

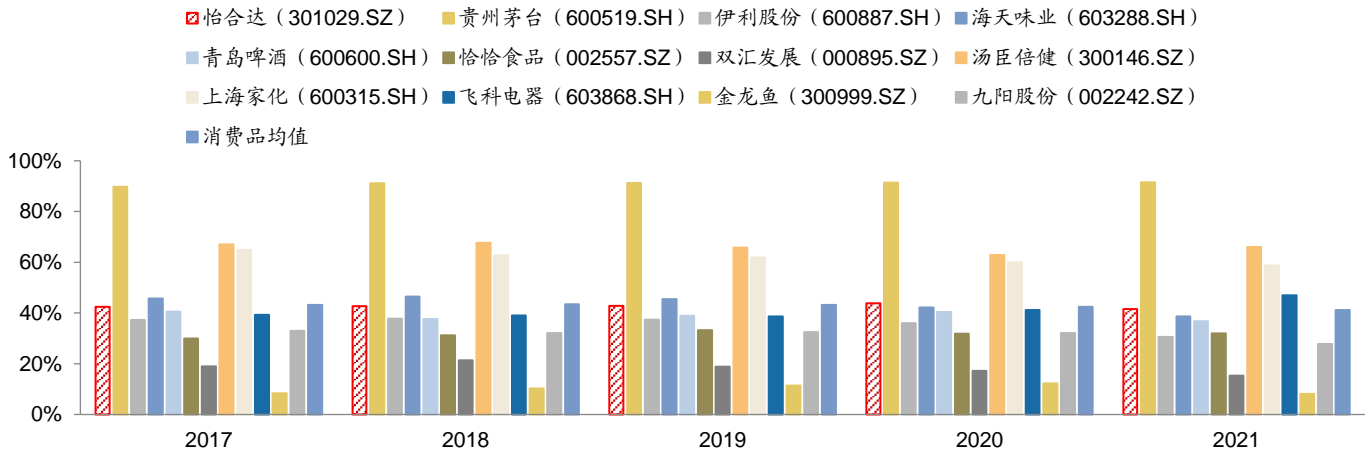


数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达 2021 年年报, 广发证券发展研究中心

二、财务对比：怡合达盈利能力强，费用率较低

毛利率稳定维持在较高水平。2017-2021年怡合达的毛利率分别为42.47%、42.66%、42.83%、43.85%及41.57%，稳定在42%左右，与同期消费类企业样本公司的平均值十分接近，稳定且优秀的毛利率是公司自动化零部件产品标准化和一站式供应能力、在产业链中的强议价能力、品控、交期等因素的综合体现。

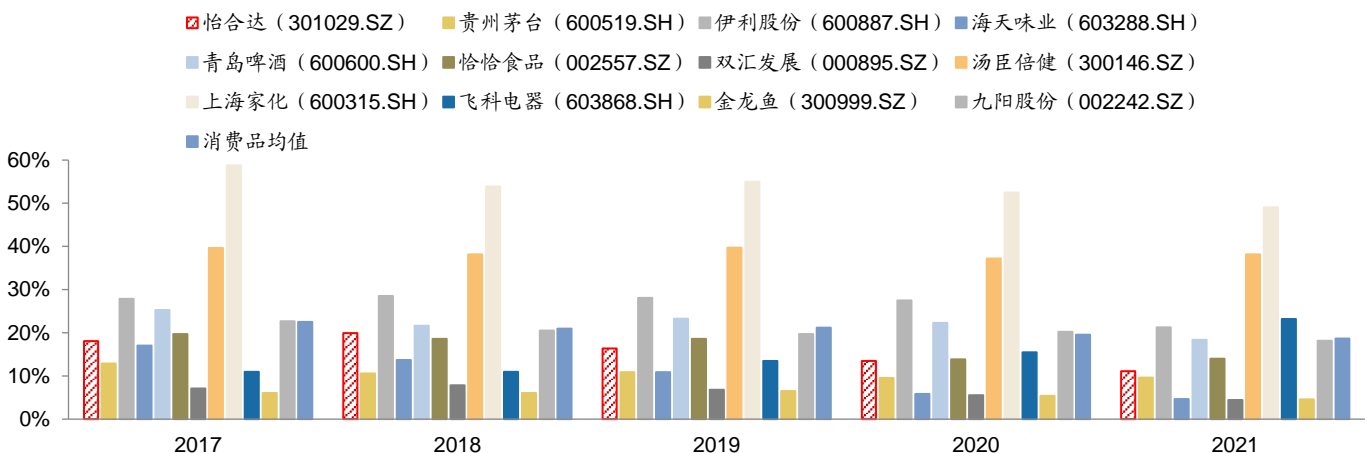
图 35：怡合达与消费类企业毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三费费用率显著低于消费类企业平均水平，怡合达费用管控能力较强。2017-2021年怡合达的三费费用率（管理费用+财务费用+销售费用）分别为18.09%、19.94%、16.40%、13.50%及11.09%，呈现出下降趋势，低于同期消费类企业样本公司的平均值，再次印证怡合达较强的费用管控能力。

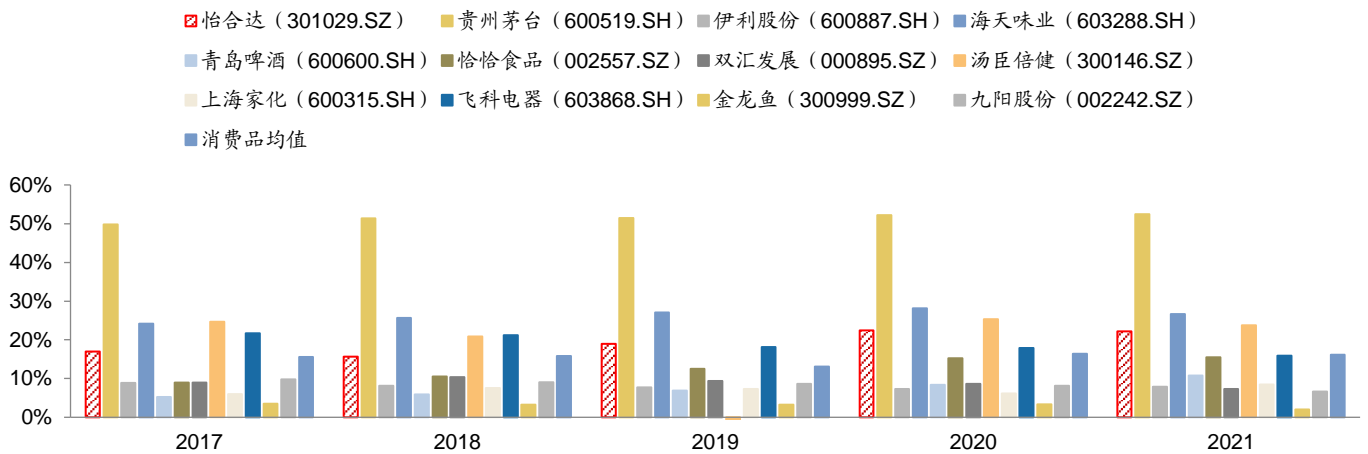
图 36：怡合达与消费类企业三费费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

与消费类企业相比，怡合达的净利率更为优秀且稳定。2017-2021年怡合达的净利率分别为16.97%、15.62%、18.96%、22.43%及22.22%，呈现出上升趋势，高于同期消费类企业样本公司的平均值。在毛利率与消费类企业样本公司的差距在1pct以内的情况下，2019-2021年怡合达的净利率相比消费类企业样本公司拉开了6pct左右的差距。正如上文所讨论的，这可能是由于怡合达的先发优势较为稳固、客户粘性较强及业务宣传成本天然较低等因素，使得与消费类企业相比，怡合达无需为维持市场占有率而大量投入销售费用，从而一定程度上规避了利润被侵蚀的风险。

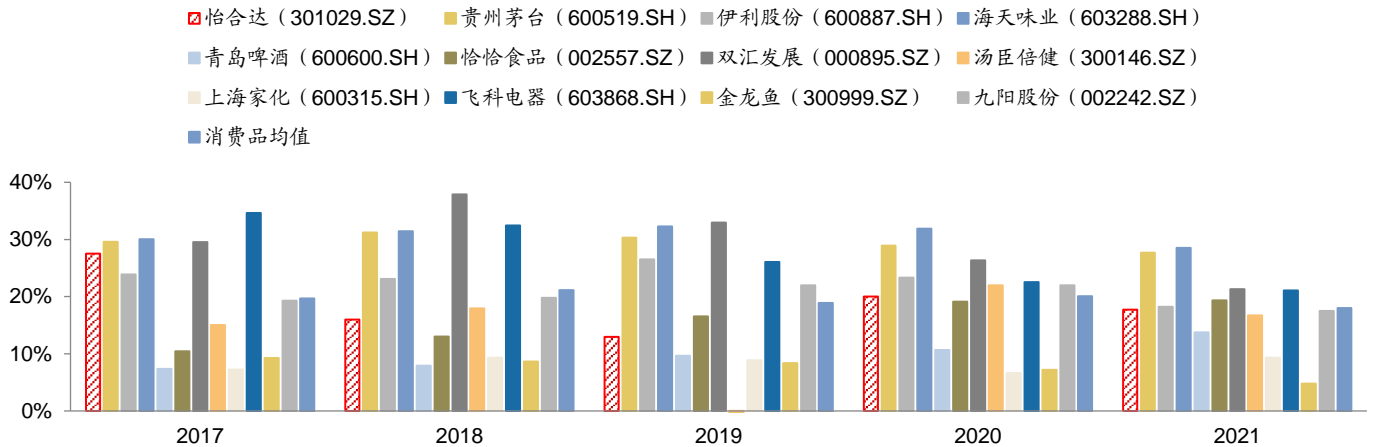
图 37：怡合达与消费类企业净利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

ROE逐步改善，逐步接近消费类企业的平均水平，验证怡合达商业模式的优秀。 2017-2021年怡合达的ROE（摊薄）分别为27.50%、15.97%、12.94%、19.99%及17.71%，在经历了连续两年的下滑后ROE稳定在17%以上的水平，且逐步缩小了与消费类企业的差距，近两年的ROE与消费类企业的平均水平基本一致。根据杜邦分析法分解来看，与消费类企业相比，怡合达的资产周转率与财务杠杆程度偏低，但其净利率较高，从而保障了怡合达的ROE水平。

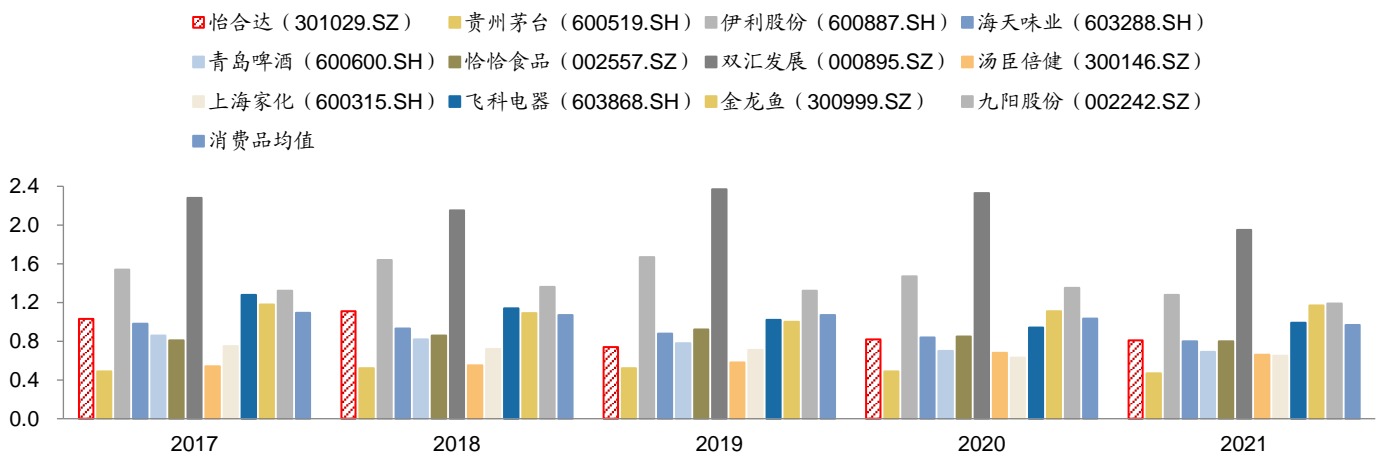
图 38: 怡合达与消费类企业ROE (摊薄) 对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产周转率偏低, 主要系存货周转率及应收账款周转率与消费类企业相比存在一定差距。2017-2021年, 怡合达的资产周转率分别为1.03、1.11、0.74、0.82及0.81。近年来总资产周转率略有下滑, 主要原因系公司通过引进外部投资者融资以及自身净利润积累使得资产规模增加较多。横向对比来看, 怡合达的资产周转率略低于同期消费类企业样本公司的平均值, 由于公司属于通用设备制造业, 在存货管理和货款结算方式方面与消费类企业有所不同, 存货周转率及应收账款周转率与消费类企业相比存在一定差距。

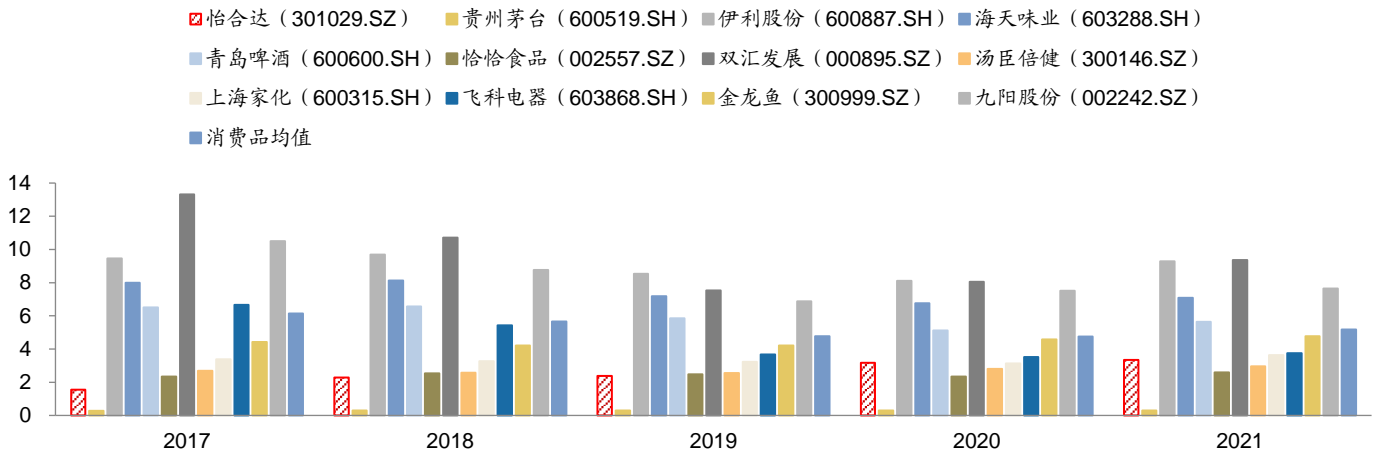
图 39: 怡合达与消费类企业资产周转率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

存货管理效率明显改善, 但仍与消费类企业的平均水平存在一定差距。2017-2021年, 怡合达的存货周转率分别为1.55、2.28、2.37、3.17及3.35, 呈现逐年上升趋势, 说明公司的存货管理效率有明显改善。但横向对比来看, 怡合达的存货周转率仍与消费类企业的平均水平存在一定差距。

图 40: 怡合达与消费类企业存货周转率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

作为FA工厂自动化零部件一站式供应商, 怡合达在存货管理方面与消费品企业存在一些不同。以典型的消费品公司伊利为例, 其存货以原材料为主。反观怡合达的存货结构, 库存商品、发出商品及半成品所占比重较大。2018-2021年, 这三者的合计占比分别为89.02%、89.72%、87.80%及85.21%。

图 41: 近年怡合达存货构成

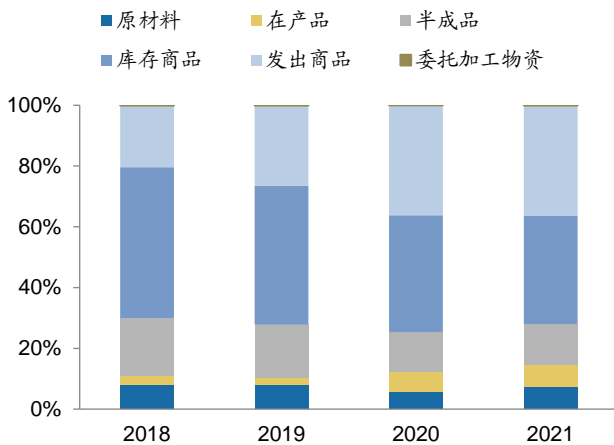
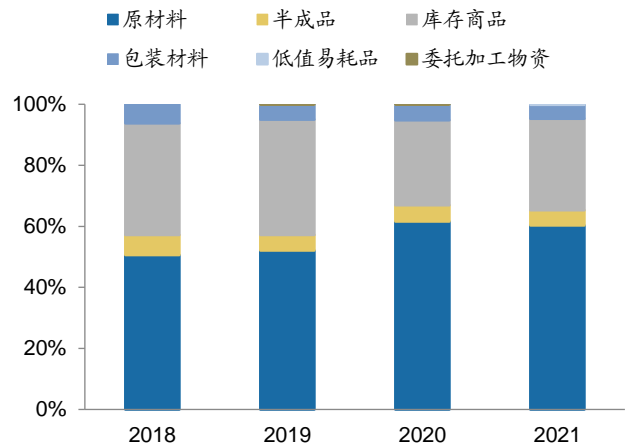


图 42: 近年伊利存货构成



数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达 2021 年年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 伊利股份 2018-2021 年年报, 广发证券发展研究中心

基于产品、商业模式的不同, 主要是由于:

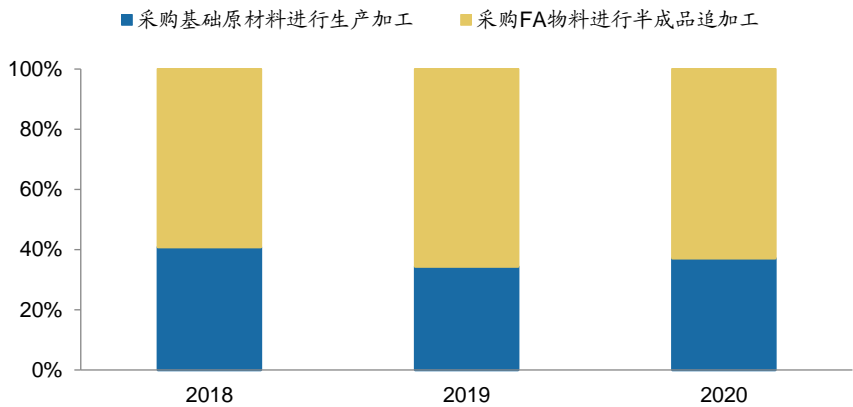
(1) 加工模式的不同。为满足客户小批量、高频次、短交期的下单要求, 怡合达会在半成品和库存商品的品种和数量上维持一定的库存量。公司的部分产品采用“半成品追加加工”模式, 即将标准规格型号且市场通用性较强的机加工五金件提前储备作为备库半成品, 待客户下单后只需简单追加加工后即可包装发货, 从而有效缩短交

货周期。2018-2020年，半成品追加加工模式产生的收入在自制供应所产生的总收入中的占比分别为59.15%、65.61%及62.86%。

(2) 收入确认的不同。FA工厂自动化零部件发货后至确认收入以及工业自动化设备发货后至验收后确认收入均需要一定的周期，因此公司35%左右的存货为发出商品，继而也影响了公司的存货周转效率。

(3) 渠道承担的角色不同。消费类企业的部分库存由渠道端承担，从而减少了公司账面上的存货余额。

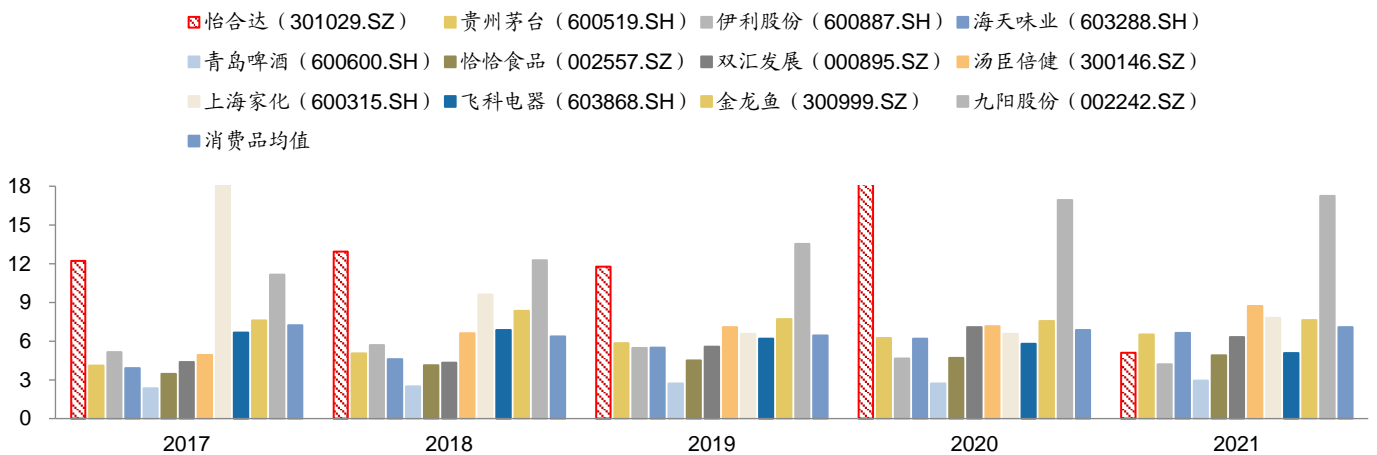
图 43: 自制供应中采购原材料自主加工以及半成品追加加工两种模式的收入占比



数据来源：怡合达招股说明书，广发证券发展研究中心

2021年在建工程转固，固定资产周转率有所下滑。2017-2021年，怡合达的固定资产周转率分别为12.22、12.94、11.78、19.61及5.10。2021年以前怡合达固定资产周转率大幅领先于消费类企业。2021年固定资产周转率大幅下降，主要系智能制造供应链华南中心土建工程和苏州零部件制造项目土建于2021年完工并投入使用及增加机器设备投入，导致固定资产大幅提升。

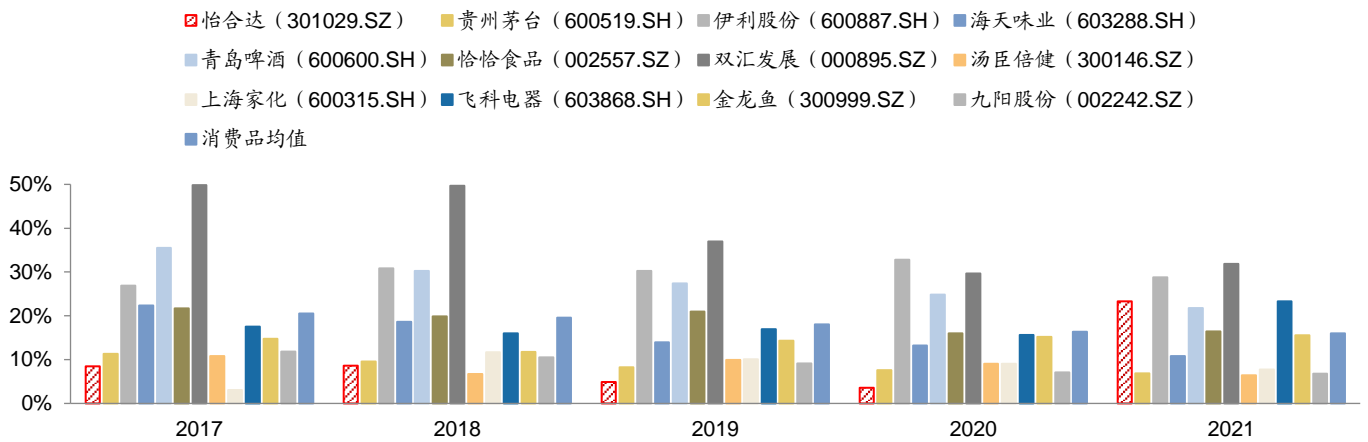
图 44: 怡合达与消费类企业固定资产周转对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

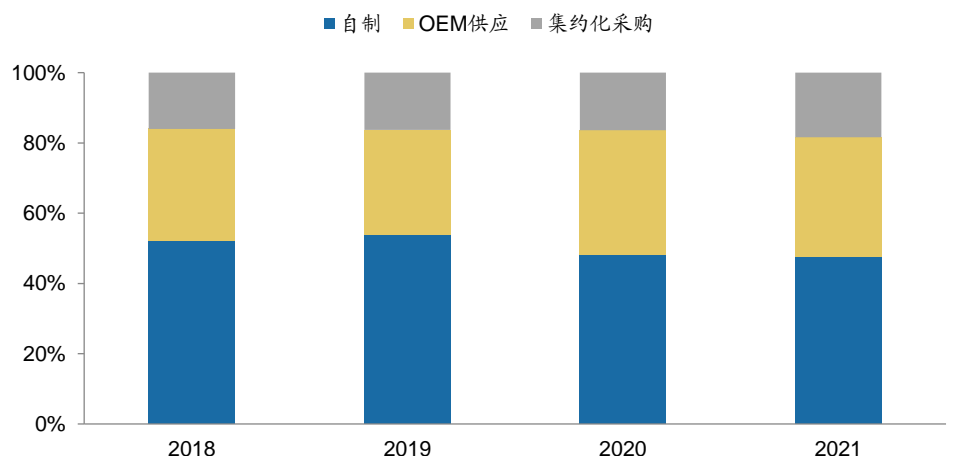
近五成收入由OEM供应及集约化采购模式贡献，一定程度上帮助公司减少了固定资产投入。2021年之前，怡合达固定资产在总资产中的占比一直维持在10%以下，而同期消费类企业样本公司的平均值保持在20%上下，由于公司50%左右的收入来源于OEM供应和集约化采购模式，这两种模式下公司不负责实际生产，产品采购后即可直接销售，从而节约了固定资产投入，也降低了利润被大额折旧费用侵蚀的风险。2021年怡合达固定资产在总资产中的占比上升至23%，后续随着华南、华东、华北、华中等新建产能的投入使用，供应能力增强拉动收入进一步增长，固定资产周转效率有望逐渐恢复。

图 45: 怡合达与消费类企业固定资产/总资产对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 怡合达三种供应模式占当期收入比例

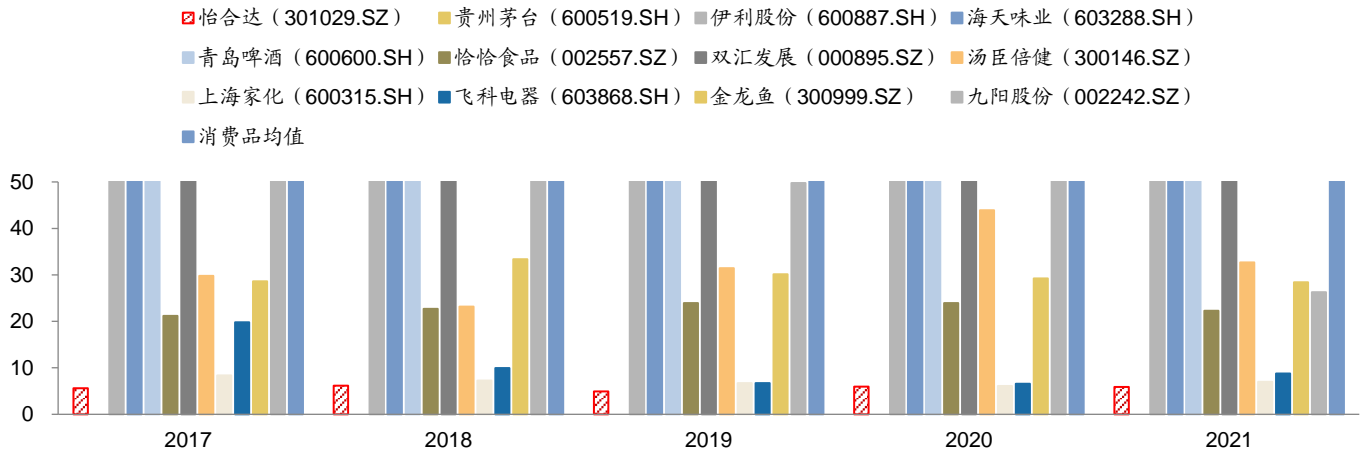


数据来源: 怡合达招股说明书, 怡合达投资者调研纪要, 广发证券发展研究中心

应收账款周转率与消费类企业相比差距明显。2017-2021年, 怡合达的应收账款周转率分别为5.60、6.13、4.93、5.93及5.90, 与同期消费类企业样本公司的平均值相比差距明显, 这主要是由于消费类企业一般对下游经销商具有较强的议价权, 结算方

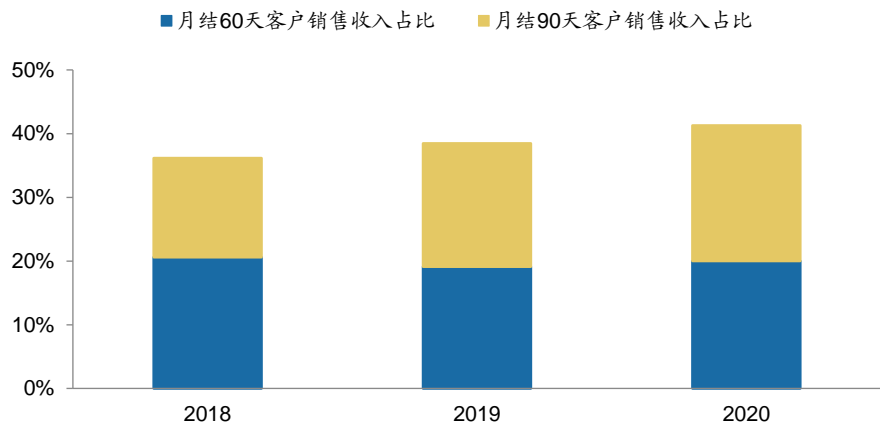
式以先款后货为主，因此资金回笼及时，应收账款账面余额较低。而怡合达的销售模式均为直接销售，且公司对部分客户会给予一定的账期。2018-2020年，怡合达月结60天和月结90天信用期的客户所对应的销售收入占比分别为36.15%、38.46%及41.27%。公司40%左右的销售收入来源于应收账款，导致公司应收账款账面余额较大，与消费类企业相比应收账款周转率偏低，这也是制造企业的通行做法。

图 47：怡合达与消费类企业应收账款周转率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

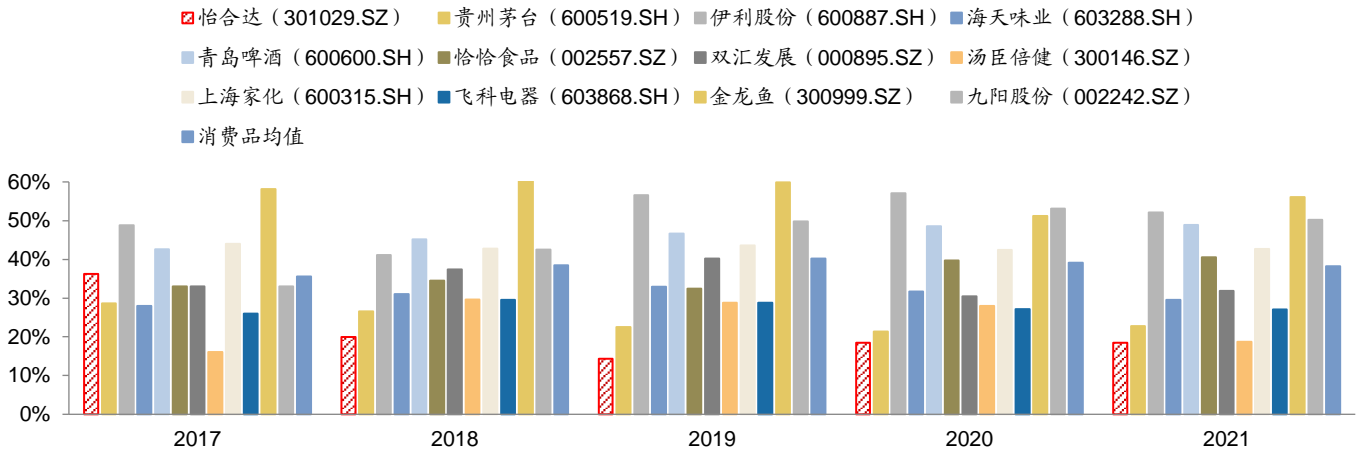
图 48：怡合达月结60天/90天客户占当期收入比例



数据来源：怡合达招股说明书，广发证券发展研究中心

资产负债率保持在较低水平，资本结构稳健。2017-2021年，怡合达的资产负债率分别为36.26%、19.99%、14.34%、18.49%及18.46%，自2018年以后显著低于同期消费类企业样本公司的平均值。近年来怡合达通过引进外部投资者融资以及利润留存使得资产规模增加较多，同时业务扩张并未导致负债大幅增加，说明公司资本结构稳健，具有较强的抗风险能力。

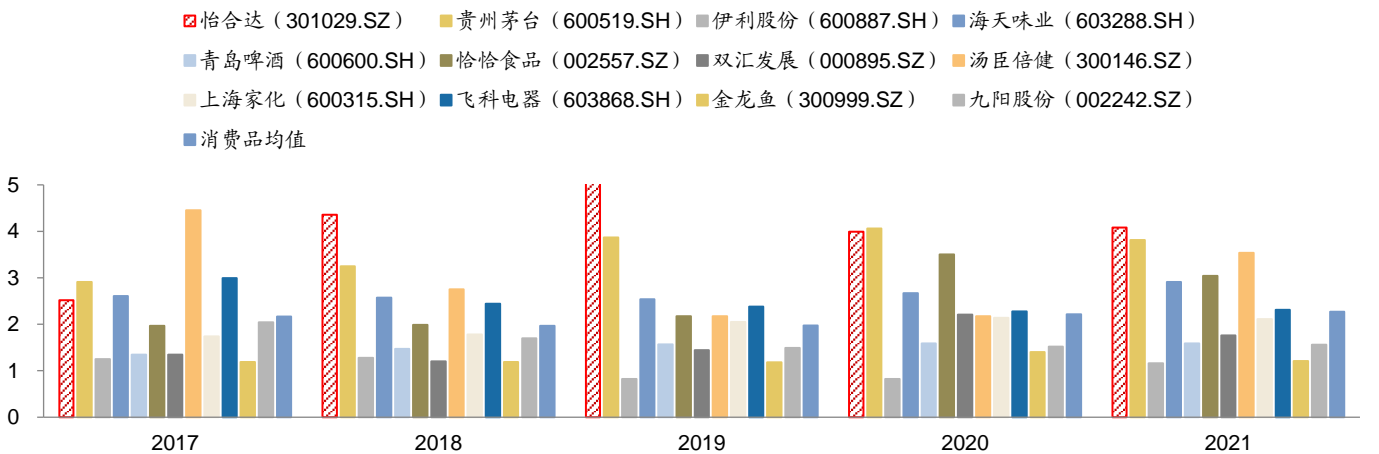
图 49: 怡合达与消费类企业资产负债率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

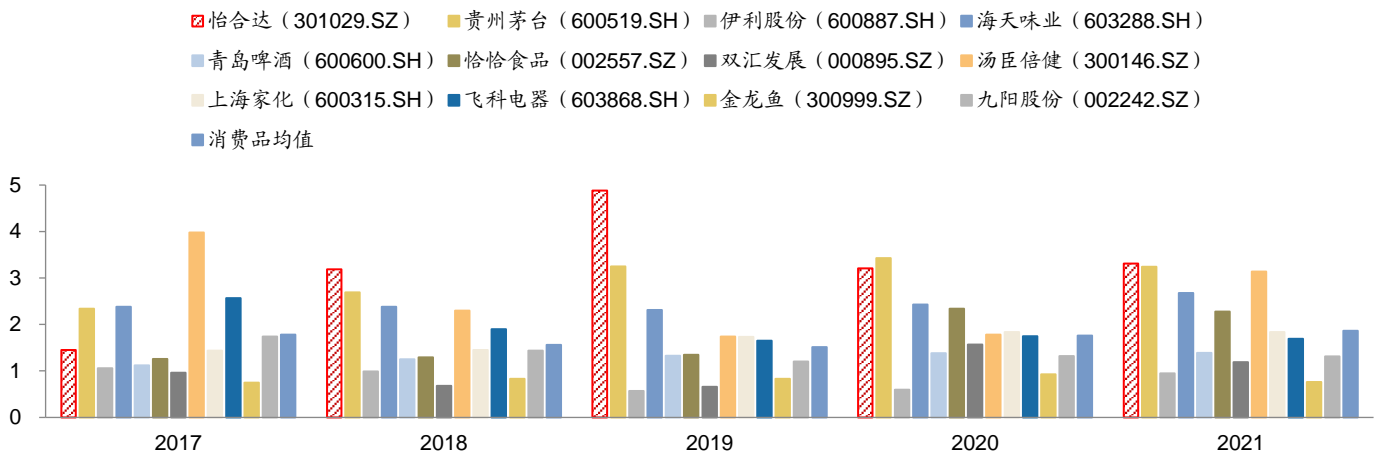
资产变现能力较强。2017-2021年, 怡合达的流动比率分别为2.52、4.36、5.94、3.99及4.08, 速动比率分别为1.45、3.19、4.88、3.21及3.31, 流动比率及速动比率均高于同期消费类企业样本公司的平均值。由于公司采取自制、OEM 供应和集约化采购相结合的产品供应方式, 相较产品的生产能力, 更专注于标准设定、产品开发、供应链管理、平台化经营, 使得机器设备等固定资产占比相对较低, 流动资产在总资产中的占比保持在70%以上, 比消费类企业样本公司的平均值高出10-20%。因此, 与消费类企业相比, 怡合达的资产变现能力更强, 短期偿债能力更强。

图 50: 怡合达与消费类企业流动比率对比



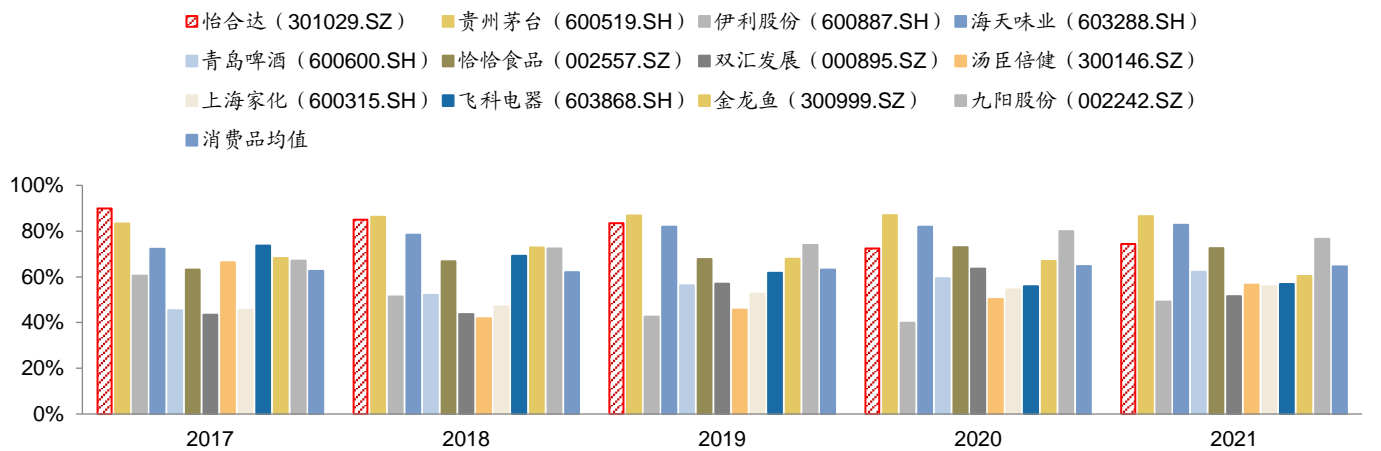
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 51: 怡合达与消费类企业速动比率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 52: 怡合达与消费类企业流动资产/总资产对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总结: 对比怡合达与消费品企业的商业模式, 我们发现双方的共同点在于上下游格局分散, 均具备一定的“品牌”认知, 和客户形成了良好的粘性, 同时在产业链中的议价能力较强, 长时间的维持了较强的盈利能力。

不同点在于:

(1) 怡合达的销售投入相对较低。消费类企业品牌认可度的建立更多依赖于营销端。而怡合达主要是在帮助客户工程师进行零部件设计、选型的过程中逐步培养客户工程师的使用习惯, 增强客户粘性, 最终积累口碑, 提升品牌认可度。

(2) 怡合达全部采用直销模式，销售渠道更为扁平，客户反馈链条更短，有利于公司及时感知客户工程师的需求以及工程师设计选型习惯的培育。

(3) 消费品企业一般采用“大单品”打法，怡合达则更多通过持续的研发来满足下游用户的需求，极大的拓展品类丰富度。怡合达目标市场低技术难度、低标准化程度的特征及下游行业设备更新换代的速度要求公司持续拓宽产品线以匹配客户需求。

对比怡合达与消费品企业的财务数据，我们发现双方的共同点在于均能稳定地维持较高水平的毛利率。不同点在于：

(1) 盈利能力方面，得益于怡合达更强的费用管控能力，近三年怡合达的净利率相比消费类企业样本公司拉开了6pct左右的差距。

(2) 资产周转效率方面，由于公司属制造业企业，存货周转率及应收账款周转率低于消费类企业。存货方面，由于公司部分产品采用“半成品追加加工”模式，要求半成品备有一定的库存，且产品的收入确认需要一定周期，因此账面存货余额较大。应收账款方面，由于怡合达的销售模式均为直接销售，且对部分客户会给予一定的账期，放缓了资金回笼的速度。固定资产方面，2021年以前由于怡合达近五成收入由OEM供应及集约化采购模式贡献，帮助公司节省了固定资产投入，固定资产周转率显著高于消费类企业。2021年由于在建工程转固，固定资产周转率有所下滑。

(3) 偿债能力方面，怡合达的资产负债率更低，流动比率及速动比率更高，资产变现能力更强，抗风险能力更强。

我们认为，与消费类企业相比，怡合达的优势主要在于客户在使用产品的过程中培养了使用习惯，形成了较强的客户粘性。得益于此，公司能够以较低的销售投入实现高品牌认可度，在毛利率与消费品企业相近的情况下，净利率更为优秀且稳定。怡合达商业模式的壁垒较高，盈利能力强劲且稳定，持续增长的确信性较强，公司未来可期。

表 1：怡合达与消费类企业的对比总结

对比项	怡合达	消费类企业
销售投入	较低	较高
渠道	扁平化（全部直销模式）	垂直化（以经销模式为主）
产品	拓宽产品线宽度，提升品类丰富度	“大单品”打法
上下游格局	分散，议价能力强	分散，议价能力强
盈利能力	怡合达的毛利率与消费类企业相近，净利率更为优秀且稳定	
营运能力	怡合达的应收账款周转率及存货周转率与消费类企业存在一定差距；2021年之前怡合达的固定资产周转率显著高于消费类企业，2021年显著下滑	
偿债能力	怡合达的资产负债率保持在较低水平，资产变现能力更强	

数据来源：广发证券发展研究中心

三、盈利假设和投资建议

公司产品主要包括自动化设备零部件，提供FA工厂自动化零部件的一站式供应，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，参考公司年报，分行业进行盈利预测，具体如下：

(1) 分行业收入增速预测：基于对各行业的资本开支趋势以及历史发展情况，给予新能源、3C行业、汽车行业、光伏产业、工业机器人以及其他行业2022年至2024年的增速分别为100%/70%/50%、35%/20%/15%、10%/10%/5%、50%/40%/30%、30%/25%/20%、40%/30%/20%。

(2) 分行业毛利率预测：给予新能源、3C行业、汽车行业、光伏产业+工业机器人+其他行业2022年至2024年的毛利率分别为39%/39%/39%、43%/43%/43%、44%/44%/44%、44.5%/44.5%/44.5%。

表 2：公司分业务收入和毛利预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,210	1,803	2,725	3,820	5,007
YOY	59.0%	49.0%	51.2%	40.2%	31.1%
营业成本	679	1,053	1,574	2,219	2,923
毛利率	43.9%	41.6%	42.2%	41.9%	41.6%
净利润	271	401	623	872	1,140
净利率	22.4%	22.2%	22.9%	22.8%	22.8%
YOY	88.0%	47.6%	55.5%	39.9%	30.8%
分行业收入					
新能源	188.56	465.01	930.01	1,581.03	2,371.54
3C 行业	281.60	463.18	625.29	750.35	862.90
汽车行业	177.19	187.11	205.82	226.40	237.72
光伏产业	54.01	95.51	143.26	200.57	260.74
工业机器人	58.65	80.90	105.17	131.46	157.76
其他行业	449.67	511.12	715.57	930.24	1,116.29
分行业收入增速					
新能源		146.6%	100%	70%	50%
3C 行业		64.5%	35%	20%	15%
汽车行业		5.6%	10%	10%	5%
光伏产业		76.8%	50%	40%	30%
工业机器人		37.9%	30%	25%	20%
其他行业		13.7%	40%	30%	20%
分行业收入占比					
新能源	15.6%	25.8%	34.1%	41.4%	47.4%
3C 行业	23.3%	25.7%	22.9%	19.6%	17.2%
汽车行业	14.6%	10.4%	7.6%	5.9%	4.7%
光伏产业	4.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%
工业机器人	4.8%	4.5%	3.9%	3.4%	3.2%
其他行业	37.2%	28.4%	26.3%	24.4%	22.3%

分行业毛利率					
新能源	40.9%	37.1%	39.0%	39.0%	39.0%
3C 行业	43.1%	42.1%	43.0%	43.0%	43.0%
汽车行业	46.3%	43.8%	44.0%	44.0%	44.0%
光伏+工业机器人+其他行业	44.5%	43.7%	44.5%	44.5%	44.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

怡合达是国内FA自动化设备零部件的绝对龙头，其技术、质控、交期等综合实力已经获得比亚迪集团、先导智能、大族、奥特维等头部企业的持续认可，且商业模式有着较强的先发优势，我们预计公司将保持领先，不断加强产品的广度和深度，并不断开拓新的客户和市场，有望成为FA零部件采购的一站式采购平台型企业。由于公司的商业模式较为特殊，我们选取了国内具有一站式采购特点的坚朗五金、泰坦科技、阿拉丁，以及下游应用领域广泛、同样为平台型企业的工控行业龙头汇川技术作为可比公司。

(1) 坚朗五金：国内建筑五金行业的大型企业，系国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一，主要从事中高端建筑门窗幕墙五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售，公司拥有“坚朗”、“坚宜佳”等自有品牌，为五金行业的一站式采购平台型企业。

(2) 泰坦科技：专注于为科研工作者、分析检测和质量控制人员提供一站式科研产品与集成配套服务的科学服务综合提供商，公司销售的产品SKU超过60万，服务超过3万家客户，采取自主品牌与第三方品牌相结合的销售方式。试剂领域，公司按照客户应用需求建立了202个产品类别；针对耗材仪器领域，公司已建立447个产品类别、1,232项属性参数分类项。公司自主品牌科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材产品均主要通过OEM模式进行生产。

(3) 阿拉丁：集研发、生产及销售为一体的科研试剂制造商，业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域，公司试剂产品专用性强、种类繁多、生产工艺各不相同，下游客户分散且数量众多，主要依托自身电子商务平台实现线上销售，科研试剂常备库存产品超过3.3万种，拥有超过6.8万种2D及3D分子结构图、超过3.1万种核磁图谱，是国内品种最齐全的供应商之一。

(4) 汇川技术：专门从事工业自动化和新能源相关产品研发、生产和销售的高新技术企业，公司已经从之前的变频器供应商发展成为机电液综合产品及解决方案供应商，产品包括工业自动化产品、工业机器人产品、新能源汽车动力总成产品、轨道交通牵引与控制系统、工业互联网解决方案等，公司已经成长为自动化领域的平台型企业，与怡合达具有一定相似性。

我们预计怡合达2022-2024年EPS为1.30/1.82/2.38元/股，参考可比公司的估值水平，同时考虑到怡合达的商业模式优秀，盈利能力稳定，财务指标优秀且稳定，与消费类企业有一定的相似性，下游领域广泛且行业渗透率较低，市场增长空间较大，预计未来几年公司将维持较高增速，我们给予22年60倍的估值，对应合理价值77.89元/股，给予“增持”评级。

表 3: 怡合达可比公司PE估值情况 (市值统计截止2022.08.08收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
坚朗五金	002791.SZ	建筑五金	250	889	1057	1497	65.65	23.64	16.69
泰坦科技	688133.SH	科研试剂、耗材	120	144	209	304	115.58	57.47	39.52
阿拉丁	688179.SH	科研试剂	69	89	121	165	88.80	56.48	41.57
汇川技术	300124.SZ	电气自动化设备	1646	3573	4148	5346	50.59	39.67	30.78
平均							80.16	44.32	32.14

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 坚朗五金盈利预测来自于广发证券, 其余盈利预测来自 Wind 一致预测。

四、风险提示

（一）宏观经济波动导致收入增速放缓的风险

公司主要业务为FA零部件业务，下游应用领域广泛，与个别行业的景气度相关度较小，与整个宏观经济的相关性较强，如果宏观经济发生较大的不利波动，公司将存在收入增速放缓的风险。

（二）市场竞争加剧导致毛利率下滑的风险

基于前文的讨论，FA零部件业务属于先发优势较强的行业，单个零部件的竞争壁垒并不高，壁垒在于整个体系的管理，如果有新进入者模仿公司的商业模式，从细分领域切入，可能会使得市场竞争加剧，导致利润率下滑。

（三）客户开拓、市场区域开拓存在不确定性

公司目前的客户渗透压率较低，且主要收入依赖于华南华东地区，公司在开发新的客户，以及向国内其他领域扩张业务的时候，可能会出现难以适应本地市场的风险。导致客户、市场的开拓存在不确定性。

（四）管理难度加大、规模效应下降的风险

随着公司业务的进一步扩张、SKU增多、客户增多，供应链管理难度会进一步增大，可能会出现规模效应下降的阶段，对公司的业绩、市场竞争地位产生较大不利影响。

（五）新产品开拓不及预期的风险

公司基于对FA行业的理解，积极向非标（FB）领域拓展，与传统的业务模式相比有一定区别，其开展存在较大不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,205	2,064	2,751	3,949	5,329	经营活动现金流	247	233	446	793	990
货币资金	581	744	1,045	1,816	2,784	净利润	271	401	623	872	1,140
应收及预付	294	484	671	939	1,180	折旧摊销	13	19	37	38	39
存货	236	393	544	650	760	营运资金变动	-42	-202	-227	-129	-203
其他流动资产	93	443	491	543	604	其它	5	16	13	12	14
非流动资产	461	711	704	695	686	投资活动现金流	-270	-573	-25	-22	-22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-275	-224	-30	-30	-30
固定资产	60	647	629	611	593	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	336	0	2	2	2	其他	5	-349	5	8	9
无形资产	34	33	42	51	60	筹资活动现金流	-30	502	-120	0	0
其他长期资产	31	31	31	31	31	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	1,666	2,775	3,454	4,644	6,015	股权融资	0	520	0	0	0
流动负债	302	506	682	1,000	1,231	其他	-30	-18	-120	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-55	163	301	770	969
应付及预收	192	359	464	696	832	期初现金余额	636	581	744	1,045	1,816
其他流动负债	110	147	218	304	398	期末现金余额	581	744	1,045	1,816	2,784
非流动负债	6	7	7	7	7						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	6	7	7	7	7						
负债合计	308	512	689	1,007	1,237						
股本	360	400	480	480	480						
资本公积	454	918	838	838	838						
留存收益	544	944	1,447	2,319	3,460						
归属母公司股东权益	1,358	2,263	2,766	3,638	4,778						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,666	2,775	3,454	4,644	6,015						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,210	1,803	2,725	3,820	5,007
营业成本	679	1,053	1,574	2,219	2,923
营业税金及附加	7	10	14	19	25
销售费用	88	88	134	180	230
管理费用	79	118	177	248	325
研发费用	50	66	109	153	200
财务费用	-3	-7	-11	-16	-27
资产减值损失	-2	-3	-3	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	1	5	8	9
营业利润	312	464	725	1,014	1,326
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	313	464	725	1,014	1,326
所得税	42	63	101	142	186
净利润	271	401	623	872	1,140
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	271	401	623	872	1,140
EBITDA	317	474	778	1,065	1,369
EPS (元)	0.75	1.00	1.30	1.82	2.38

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	59.0%	49.0%	51.2%	40.2%	31.1%
营业利润增长	87.3%	48.5%	56.3%	39.9%	30.8%
归母净利润增长	88.0%	47.6%	55.5%	39.9%	30.8%
获利能力					
毛利率	43.9%	41.6%	42.2%	41.9%	41.6%
净利率	22.4%	22.2%	22.9%	22.8%	22.8%
ROE	20.0%	17.7%	22.5%	24.0%	23.9%
ROIC	19.4%	17.4%	23.0%	24.3%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	18.5%	18.5%	19.9%	21.7%	20.6%
净负债比率	22.7%	22.6%	24.9%	27.7%	25.9%
流动比率	3.99	4.08	4.03	3.95	4.33
速动比率	3.13	3.27	3.20	3.27	3.68
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.65	0.79	0.82	0.83
应收账款周转率	5.13	4.80	5.11	5.23	5.36
存货周转率	5.12	4.59	5.01	5.87	6.58
每股指标 (元)					
每股收益	0.75	1.00	1.30	1.82	2.38
每股经营现金流	—	1	1	2	2
每股净资产	3.77	5.66	5.76	7.58	9.95
估值比率					
P/E	-	91.97	52.00	37.17	28.41
P/B	-	16.29	11.71	8.91	6.78
EV/EBITDA	-	76.10	40.43	28.83	21.71

广发机械行业研究小组

- 代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙 柏 阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 范 方 舟：高级研究员，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 宁：高级研究员，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 石 城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。