

机械设备

怡合达问卷分析：从54份下游采购问卷中理解怡合达的竞争力和市场空间

作者：

分析师 李鲁靖 SAC执业证书编号：S1110519050003

分析师 朱晔 SAC执业证书编号：S1110522080001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

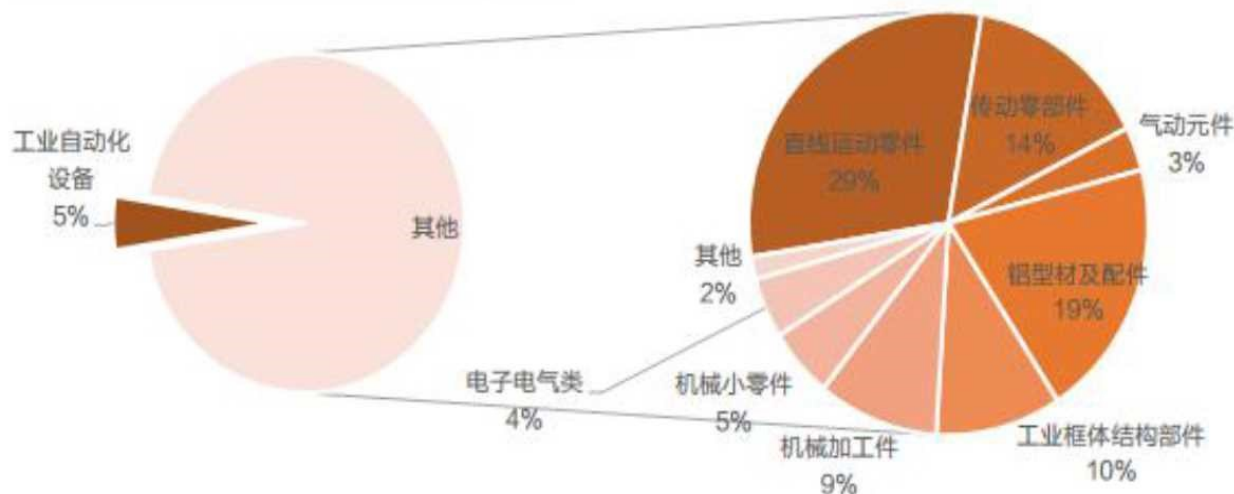
PART 1

怡合达介绍：FA工厂自动化零部件一站式供应商

1. 怡合达：FA工厂自动化零部件一站式供应商

- 东莞怡合达自动化股份有限公司，成立于2010年，公司深耕自动化设备行业，专业从事自动化零部件研发、生产和销售，**提供FA工厂自动化零部件一站式供应**。公司基于应用场景对自动化设备零部件进行标准化设计和分类选型，通过标准设定、产品开发、供应链管理、平台化运营，以信息和数字化为驱动，致力于为自动化设备行业提供高品质、低成本、短交期的自动化零部件产品。
- **公司深耕自动化设备行业，主要提供FA工厂自动化零部件相关产品**，包括直线运动零件、传动零部件、气动元件、铝型材及配件、工业框体结构部件、机械加工件、机械小零件、电子电气类、其他九类产品。此外，公司还可向客户提供工业自动化设备。公司主营业务收入主要来源于FA工厂自动化零部件的销售，其中直线运动零件、传动零部件、铝型材及配件占比较大，2020年三者合计占主营业务收入的比例为61.69%。

图：2020年公司细分产品营收占比



1. 业绩保持快速增长，盈利性与成长性良好

□ 主营业务快速发展，业绩保持增长态势。

□ 公司营业收入由2018年6.25亿元增长至2021年18.03亿元，公司近四年营收年均复合增速为30.33%。2019年受贸易摩擦影响，国内市场经济下行压力持续增大，公司业绩增速有所下滑。2022Q1实现营收4.87亿元，同比增长52.60%；公司归母净利润从2018年的0.98亿元增长至2021年4.01亿元，四年归母净利润年均复合增速为42.23%，2022年Q1实现归母净利润1.01亿元，同比增长63.72%。2022年第一季度公司业绩保持高速增长态势，平台化商业模式正加速凸显价值。

图：2018-2022Q1公司营收及增长情况



图：2018-2022Q1公司归母净利润及其增速情况



2.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势

□ 行业特点1：注重工程师视角，解决行业痛点——“标准订制”+“多SKU”+“产品目录”

- ① 解决工程师每个小零件都需要自己画的技术难点
- ② 解决设备厂商对交期“快速”+“精准”的高要求难点
- ③ 解决非标设备零部件“采购品种多”+“采购数量少”的采购难点
- ④ 解决零件品质保障无人背书的品控难点、可以开发票

表：“零部件简单选型+一站式采购”模式解决行业共性问题

主要方面	行业共性问题	公司解决方案
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；数字化定义产品确保所选即所需；客户不仅能通过线下下单，还可以通过公司电商平台在线上直接完成从产品选型、询价、订单生成、款项支付等全环节
成本	零部件种类繁多，单一零部件采购数量有限，供应商制造成本居高不下，客户议价能力较弱	在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现专业化和批量化生产或集约化采购，有效降低采购成本
品质	选用非标件加工企业，规模一般较小，缺乏必要的品质管理能力；零星采购，需要对接较多供应商，质量管控水平有限	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

2.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势

□ 行业特点2：“下游高增速”+“产品数量提升”不断扩大市场空间

- ▶ **零部件行业总产值近4000亿元：**自动化设备零部件行业是自动化设备制造行业的重要配套产业，隶属于机械通用零部件制造行业大类。在国家机械工业宏观发展向好的带动下，机械通用零部件行业经济总体运行较好，产品订单较为饱满，进出口也趋向转好。根据中国机械通用零部件工业协会公布的数据，2017年机械通用零部件行业总产值达到3,895亿元，同比增长7.89%；行业的进出口总额达到341.80亿美元，同比增长9.52%。
- ▶ **怡合达对应市场空间在320亿至535亿间：**假设下游企业主要对应部分通用及专用设备企业，零部件采购额为营业收入的40%-50%，零部件采购中15%-20%为FA工厂自动化零部件供应商供应较多的品种，则怡合达对应的市场空间约为321-535亿之间，未来随着非标产品逐步标准化，以及对更多标准品的开拓，市场有望逐步提高。

图：2013-2017年机械通用零部件行业产值及进出口总额



图：2020年部分下游行业营业收入（亿元）

板块	营业收入(亿元)
CS其他专用机械	1,592.3471
CS光伏设备	202.3650
CS3C设备	60.6525
CS锂电设备	88.1787
CS纺织服装机械	103.3949
CS油气装备	226.6282
CS机床设备	167.6134
CS基础件	704.1231
CS其他通用机械	790.5777
CS工业机器人及工控系统	203.1127
CS服务机器人	187.7254
CS塑料加工机械	138.1428
CS激光加工设备	17.3155
CS起重运输设备	465.9246
CS金属制品Ⅲ	409.1644
总计	5,357.2660

2.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势

□ 行业特点3：涵盖3C、新能源、手机、汽车等多个高景气下游，更加倾向于自动化采购

- **下游具备高景气度，新能源扩产浪潮下下游仍有较大需求：**自动化设备服务领域较广，包括3C、汽车、新能源、光伏、医疗、激光、食品和物流等行业领域。依托于自动化设备细分领域的广阔市场空间，自动化设备零部件行业市场空间和成长速度均随之呈现良好态势。
- **行业对自动化采购需求更高：**行业下游涵盖领域，如3C、新能源行业等，在订单高速增长背景下对采购需求愈发倾向于智能化、自动化采购

图：2021H1怡合达预计下游行业销售额及占比情况



图：FA工厂自动化零部件前五大客户

客户名称	产品类别	应用领域	占FA工厂自动化零部件销售收入比例
比亚迪	铝型材及配件、直线运动零件、机械加工作件等	新能源、汽车、3C等行业	2.20%
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、PCB、半导体、家电等行业	1.85%
大连智云	铝型材及配件、传动零部件等	液晶面板行业	1.55%
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	1.53%
赢合科技	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	1.23%
合计			8.36%

2.2. 自动化设备细分领域市场空间广阔，行业成长性呈现良好态势

□ 行业特点4：强大先发优势带来的较高进入壁垒——“品牌”+“供应链”+“SKU积累”+“前期投入”

➤ 前期投入较高

- ① 客户和供应商开拓、团队化管理
- ② 网站建设的投入、运营和后台支持

➤ 具备品牌壁垒，行业龙头先发优势明显：客户对品牌的认可度

➤ 供应链的把控和供应商的积累

- ① 仓储管理：自动化智能仓储的建设
- ② 交付周期的把控

➤ SKU积累：米思米2200万+SKU，怡合达90万+SKU

➤ 价格弹性较低，客户黏性更高：客户采购订单具有小批量、高频次、多样化特点，客户需求价格弹性相对较低（怡合达前五大客户占FA工厂自动化零部件销售收入比例合计仅为8.36%）

3.1. 竞争格局：CR2远超市场其他FA零部件供应商，逐步向米思米进军

□ 公司在市场竞争中，主要面对三种类型竞争对手：

➢ 厂商的代理商/供应商

① 对单类型标准品需求量较大的

② 电控、电机等价值量较高的

➢ 五金店：小的大批量的标准品，如螺丝钉等

➢ 其他FA工厂自动化零部件供应商

表：国内可比的FA自动化零部件供应商

国内可比公司	公司简介	产品及服务
东莞上隆FA自动化	成立于2011年3月份，致力于工厂自动化零部件研发、生产及分销	提供产品配套的3D选型工具、选型目录。定制件实现7天内发货
亚合精密FA自动化	成立于2012年3月份，设有FA工厂自动化、注塑、汽车检具设计三大部门	主营各种轴承、光轴、导轨、丝杠、夹钳、联轴器、铝型材、同步带轮、工业机器人、滑台等，并承接非标机械设计及加工
深圳仕瑞达FA自动化	于2010年成立，是一家集研发，生产，销售为一体的工厂自动化技术解决方案服务商	提供3D选型工具和电子目录册，产品累计SKU数1000+个品类，70万+个SKU，产品及时交付率99%以上；现有20000平米独立自建生产加工基地，满足客户各种定制化需求。
蚂蚁工厂	成立于2017年，致力于工厂自动化零部件生产及分销，营收约1亿元不到，主要覆盖华南区域	1万多SKU，整体服务客户数量约8000家，基本为OEM
大连盘起	成立于约2010年，营收约3-4亿，主要覆盖北方重工业地区	SKU覆盖率较低

3.2. 竞争格局：CR2远超市场其他FA零部件供应商，逐步向米思米进军

- ❑ **MRO**：MRO是英文Maintenance, Repair & Operations 的缩写。即：Maintenance维护、Repair维修、Operation运行 (MRO)。通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，即非生产原料性质的工业用品。工业品超市起源于美国，目前，MRO工业品电商在欧洲和北美地区发展的较为成熟，线上渗透率高，对仓储、物流和供应商拥有成熟的管理体系。
- ❑ **MRO和FA工厂自动化零部件供应商的区别**
 - MRO标准化品类更多，但是难度较低 —— FA具备定制化属性，产品种类较低但是难度更高
 - MRO主要非生产性物料，没有交货期的要求 —— FA下游的客户对交期要求高，因此生产性零部件交货期要求高
 - MRO需要和品牌方洽谈，前期资源投入更多，线下推广需求更高 —— FA初期资本投入要求没有MRO那么高，但需持续的投入维护
 - MRO主要做平台，基本没有自己的产品 —— FA部分产品为自制

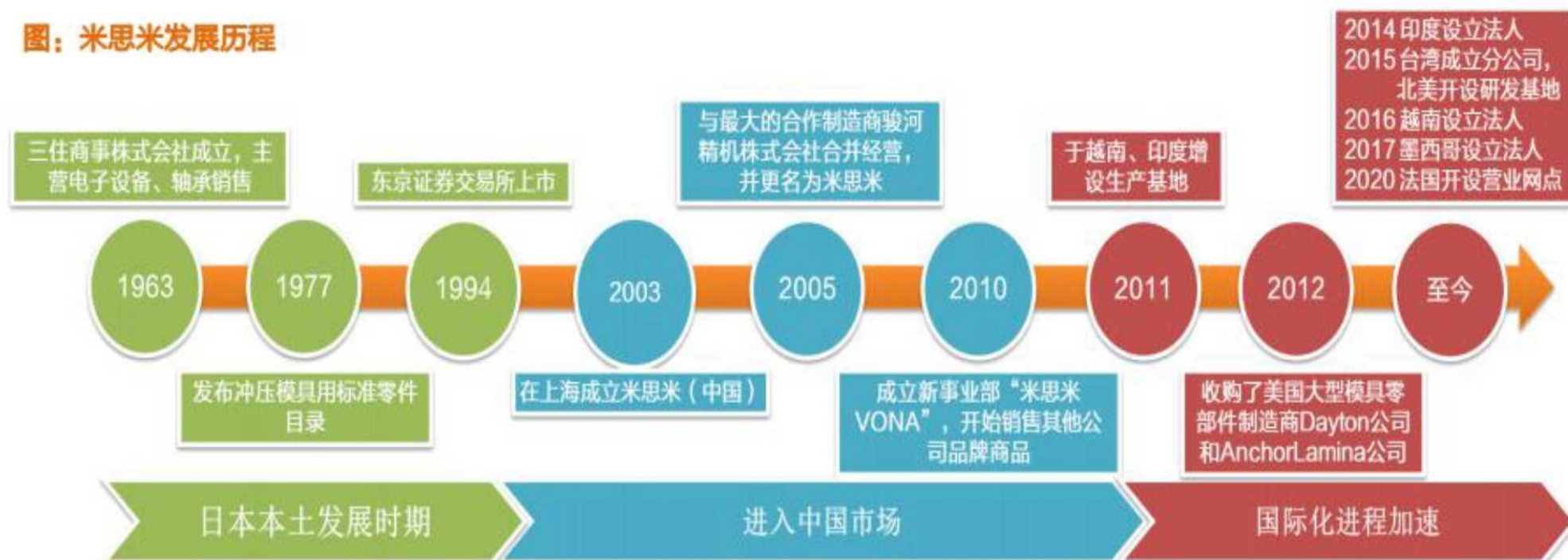
表：中国市场领先的MRO工业品供应商

	公司简介	主营产品
固安捷（中国）	于2006年进驻中国，是全球领先的工业品分销商	涵盖18个工业领域，产品数量达300万余种，包括工具、劳保、金属加工用品及仪器仪表、物料搬运及存储包装、机械部件及相关产品和公用设施相关等产品
震坤行	成立于1996年，2011年转型为数字化工业用品的一站式服务平台	经营范围包括工业辅料、易耗品和备品备件等拥有28条产线，包括400万种工厂使用辅料与易耗品（MRO）
京满仓	工业品一站式进货平台	商品覆盖工业品领域电气、劳保、工具、机械部件等八大一级品类及2000+细分子类，目前已有上架品牌数1000+，商品SKU数350万+

3.3. 对标日本龙头米思米，市场空间广阔无垠

□ **对标行业领先企业米思米：**作为一家FA工厂自动化零部件产品一站式供应商，公司直接竞争对手主要为米思米（中国），米思米（中国）是米思米于2003年在上海成立的全资子公司。米思米在行业中较早采用一站式供应多种零部件模式，在全球市场形成了一定的先发优势和市场规模，截至2021年6月1日，米思米总市值11854亿日元，总营收3312亿日元，折合人民币总市值为699.386亿元，2020年度米思米总营业收入达183.31亿元。2018-2020年米思米在中国市场上的营业收入从27.45亿元增长至33.04亿元，复合增长率为9.71%。

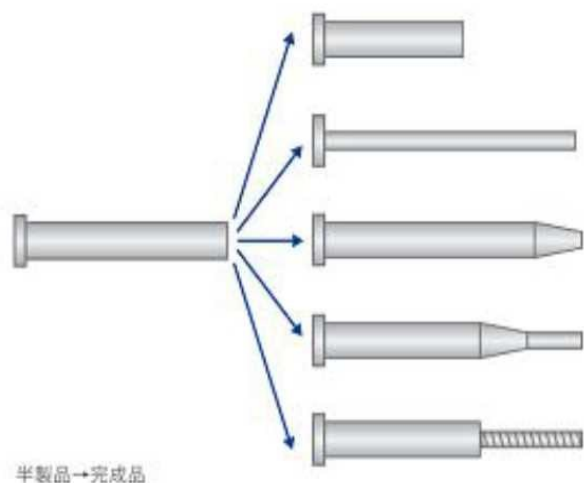
图：米思米发展历程



3.3. 对标日本龙头米思米，市场空间广阔无垠

- **利用“半成品”实现可靠的低成本和快速交货：**米思米通过在大型工厂大规模生产零件的半成品，并在消费区按客户订单进行最终精加工，实现了低成本和可靠的交货时间。
- **具有全球化供应及销售能力，拥有超60%海外客户：**自2002年米思米加速国际扩张以来，米思米在全球建立了一套销售基地、生产基地和配送中心的全球网络，在海外实现高品质、低成本和可靠交货时间模式。
目前，米思米在日本本土拥有5个生产基地，在亚洲、北美和欧洲设有62个销售办事处、18个配送中心和22个生产基地。作为一家全球性公司，米思米在全球31万家客户中拥有超过60%的海外客户，目前在中国有上海、广州两个大的物流中心。

图：利用“半成品”实现可靠的低成本和快速交货



图：米思米全球化布局



3.3. 对标日本龙头米思米，市场空间广阔无垠

- 2012-2020年米思米营业收入整体呈上升趋势。米思米营收规模从2015年138.15 亿元人民币（当时汇率）增至2020年185.05亿元人民币（当时汇率），五年年复合增长率为5.29%，归母净利润从2015年9.73亿元人民币（当时汇率）增至2020年10.21亿元人民币（当时汇率），五年年复合增长率为0.27%。
- 2020年需求由于中美贸易摩擦和新冠疫情影响低迷，2020年公司营业收入185.05亿元人民币（当时汇率）同比-0.84%，2020年归母净利润10.21亿元人民币（当时汇率），同比+3.84%。

图：2012-2020年米思米营业收入对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

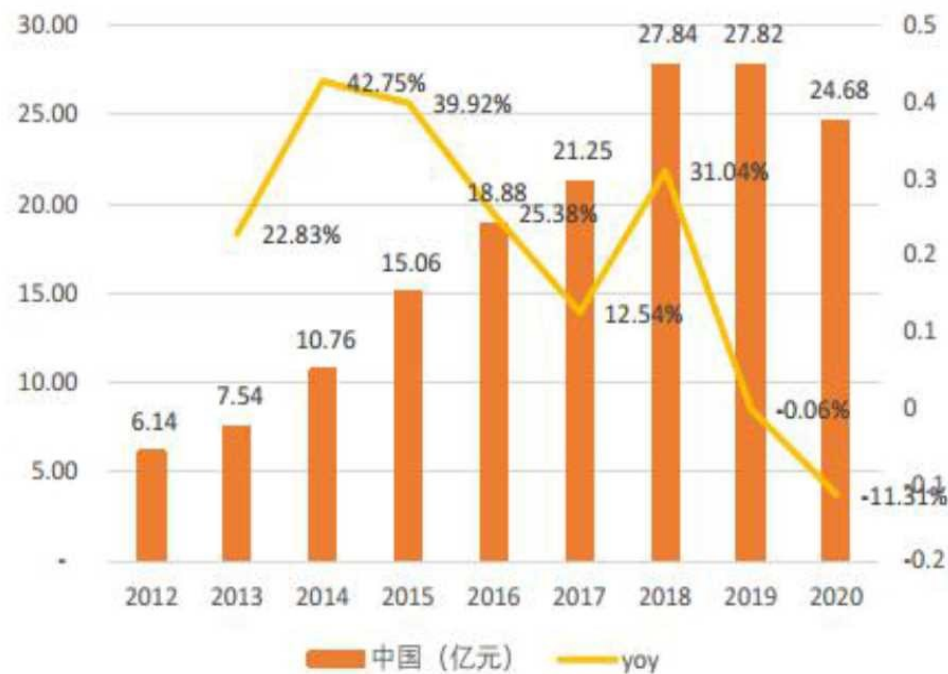
图：2012-2020年米思米归母净利润对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

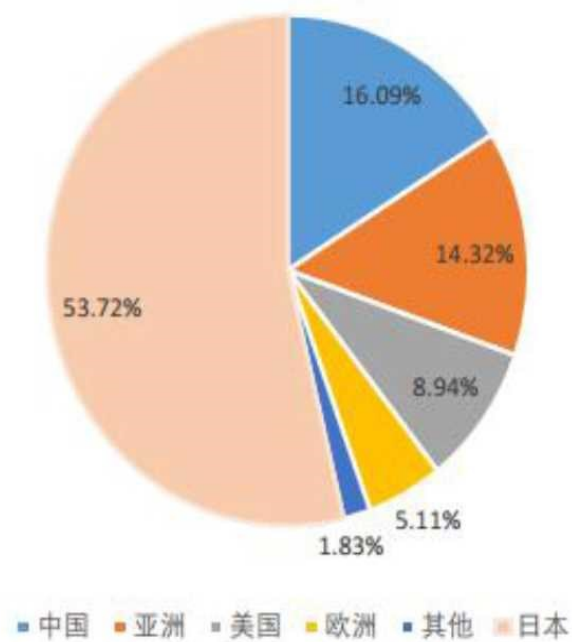
3.3. 对标日本龙头米思米，市场空间广阔无垠

图：2012-2020年米思米在中国营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：2020年米思米分地域收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

PART 2

从54份下游调查问卷中去看怡合达的竞争力和市场空间

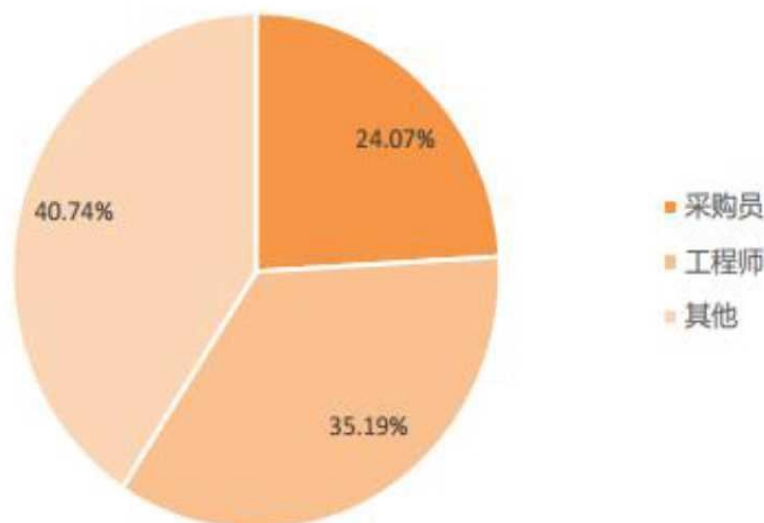
1.1 受访人群：受访者主要来自于机器人/机床行业，以工程师为主

- 本次怡合达调查问卷的受访者主要从事机器人/机床行业，占比59.26%；来自3C/手机、锂电/光伏/其他专用设备公司、其他行业的受访者占比分别为3.7%、9.26%、27.78%。
- 受访者职位为采购员、工程师、其他（销售等）的占比分别为24.07%、35.19%、40.74%。

图：受访者所在行业分布情况



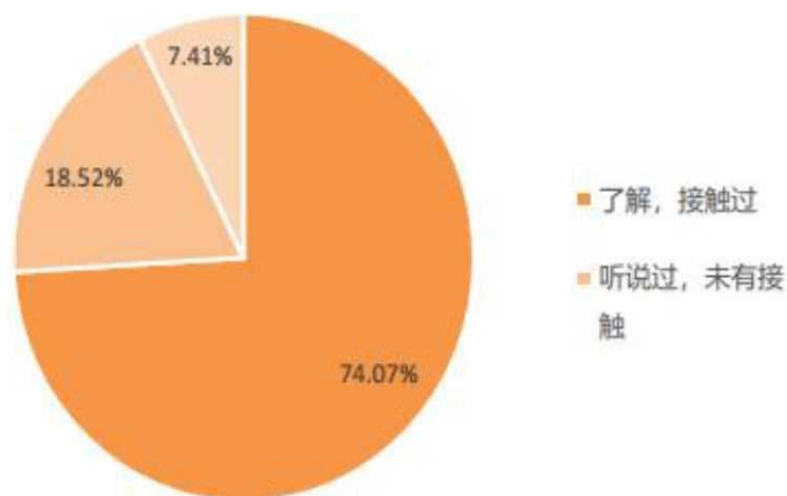
图：受访者职位分布情况



1.2 如何看待市场空间：FA自动化零部件供应商的商业模式已得到广泛认同

- 74.07%的受访者表示了解并接触过怡合达/米思米等FA自动化零部件供应商，18.52%的受访者表示听说过但未有接触过，仅有7.41%的受访者没有听说过FA自动化零部件供应商。**表明我国自动化设备零部件行业的业务发展拥有较为良好的外部环境。**
- **对交期速度和非标零部件选型需求高：**40.74%的受访者认为怡合达/米思米等FA供应商的优点体现在可以将小批量的SKU统一外包进行采购、交期速度准确并且很快、非标零部件可以提供选型等服务、零部件有品质保障并且能开发票等方面，**其中交期速度及非标零部件选型服务得到受访者高度认可。**
- **对FA零部件定制化需求较高：**37.04%的受访者对于怡合达/米思米等FA供应商并无定制化需求，基本都是按照目录选型；40.74%的受访者偶尔会有一些定制化的服务；22.22%的受访者经常会需求一些定制化服务。

图：受访者是否了解怡合达/米思米等FA自动化零部件供应商



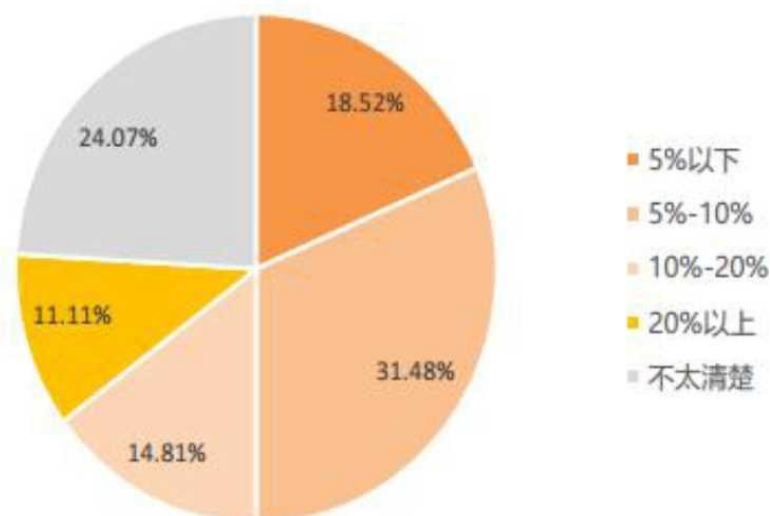
图：对于怡合达/米思米等FA供应商是否有定制化需求



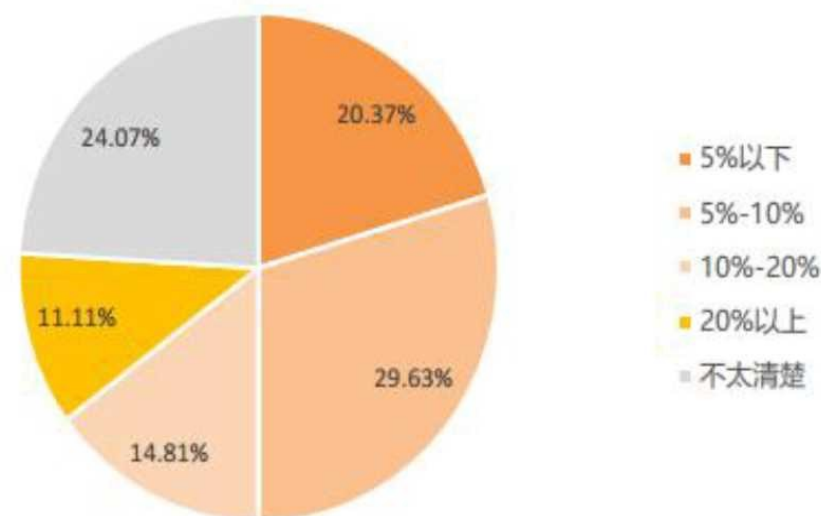
1.2 如何看待市场空间：目前提供品种数量仍有较大提升空间

- 目前可提供品种数量仍有较大提升空间：在公司需要的零部件从SKU数量的角度来看，31.48%的受访者认为怡合达/米思米等FA供应商可以提供的品种数量占比在5%–10%的区间，18.52%的受访者认为在5%以下，14.81%的受访者认为在10%–20%，11.11%的受访者认为在20%以上；
- 在公司需要的零部件从金额的角度来看，29.63%的受访者认为怡合达/米思米等FA供应商可以提供的品种金额占比在5%–10%的区间，20.37%的受访者认为在5%以下，14.81%的受访者认为在10%–20%，11.11%的受访者认为在20%以上；
- 综上所述我们认为怡合达/米思米等FA供应商目前在下游厂商中的产品供应占比仍较低，但在我国“机器换人”、设备国产化等制造业转型升级的趋势下，伴随着以3C、锂电、汽车、光伏、工业机器人等为代表的下游应用需求增加，FA供应商有望持续提升市场占有率。

图：在公司需要的零部件从SKU数量的角度来看，FA供应商可以提供的品种数量占比



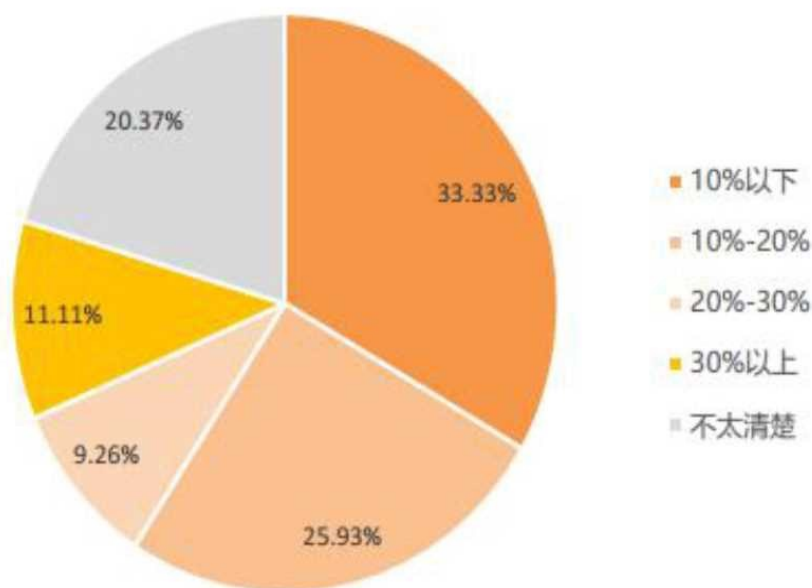
图：在公司需要的零部件从金额的角度来看，FA供应商可以提供的品种金额占比



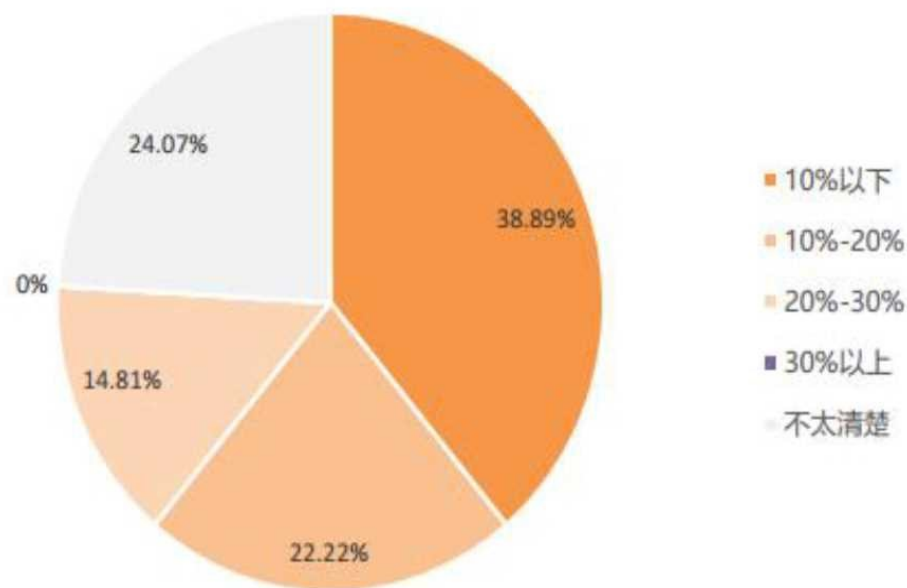
1.2 如何看待市场空间：FA供应商难以替代的竞争对手占比较小

□ 从SKU数量的角度来看，33.33%的受访者认为公司需要的零部件在品牌方、一级经销商等地方采购的占比在10%以下，25.93%的受访者认为在10%-20%之间；38.89%的受访者认为在线下五金店、小经销商等地方采购的占比在10%以下，22.22%的受访者认为在10%-20%之间。

图：从SKU数量的角度来看，公司零部件在品牌方、一级经销商等地方的采购占比



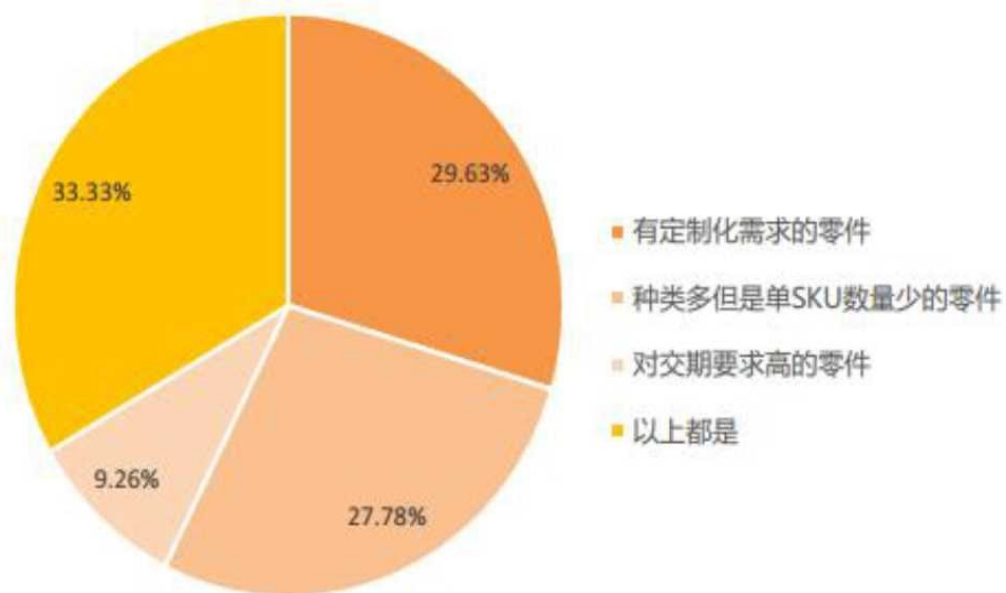
图：从SKU数量的角度来看，公司零部件在线下五金店等地方的采购占比



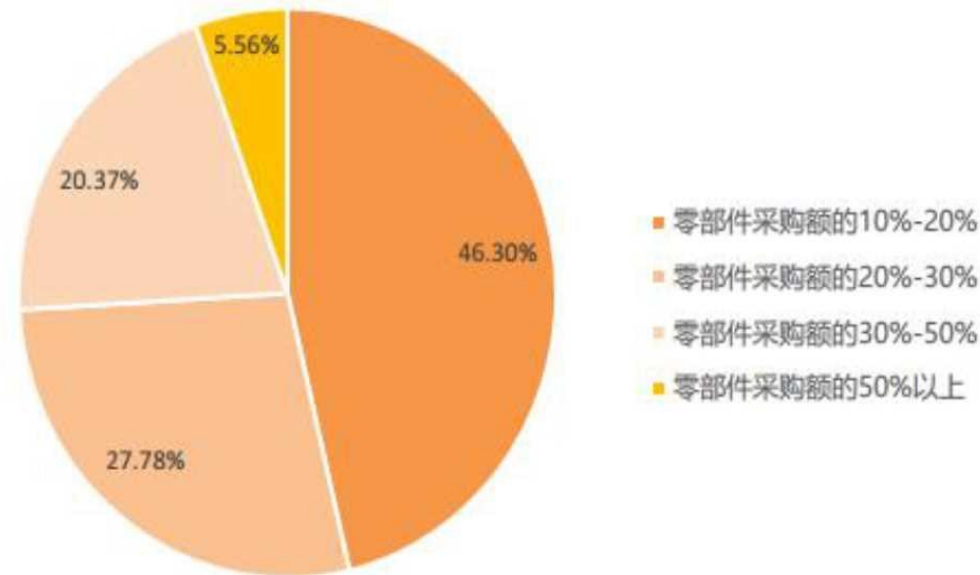
1.2 如何看待市场空间：FA工厂能更好满足客户小批量、多样化、定制化以及交期需求等

- 33.33%的受访者认为，对于有定制化需求、种类多但是单SKU数量少以及对交期要求高的这三类零件，公司都会选择使用米思米/怡合达等FA工厂产品，而非经销商/品牌方/五金店的产品；因此我们认为FA工厂能够更好满足客户小批量、多样化、定制化以及交期需求等。
- 当谈及未来希望怡合达/米思米等FA工厂对公司设备的贡献程度时，46.3%的受访者希望可以占到公司零部件采购额的10%-20%，27.78%的受访者希望可以占到20%-30%，20.37%的受访者希望可以占到30%-50%，还有5.56%受访者希望可以占到50%以上；相较当前FA工厂在下游厂商中的产品供应占比，未来仍有较大提升空间。

图：使用FA工厂产品的情况分布



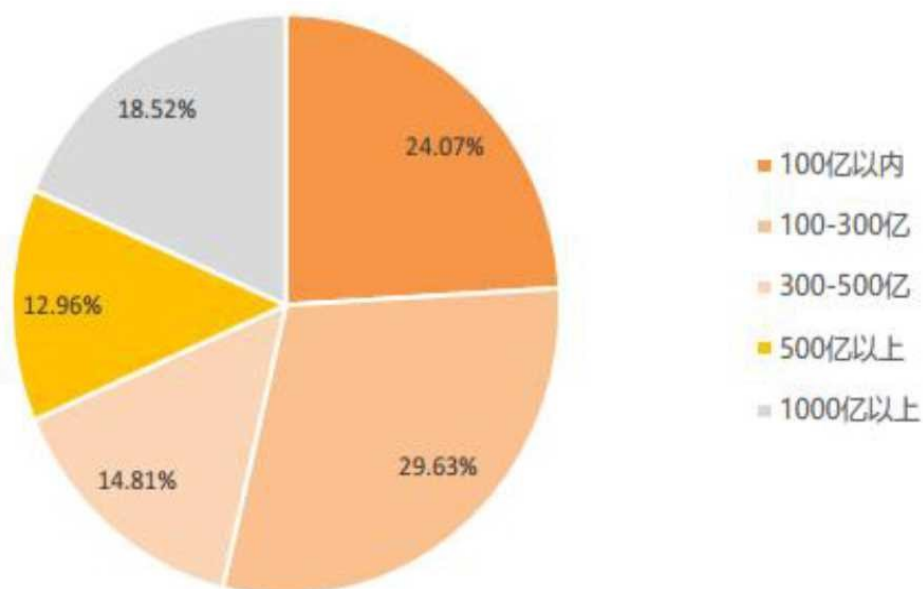
图：未来FA工厂的设备贡献程度



1.2 如何看待市场空间：对于FA工厂中国市场空间的判断

□ 对于FA工厂中国市场空间的判断：将近30%的受访者认为FA工厂在中国或有100-300亿的市场空间；24.07%的受访者认为市场空间在100亿以内；认为市场空间在300-500亿、500亿以上、1000亿以上的受访者各占14.81%、12.96%、18.52%。整体来看，工业自动化升级大势所趋，自动化设备零部件市场较为广阔。

图：对于FA工厂中国市场空间的判断



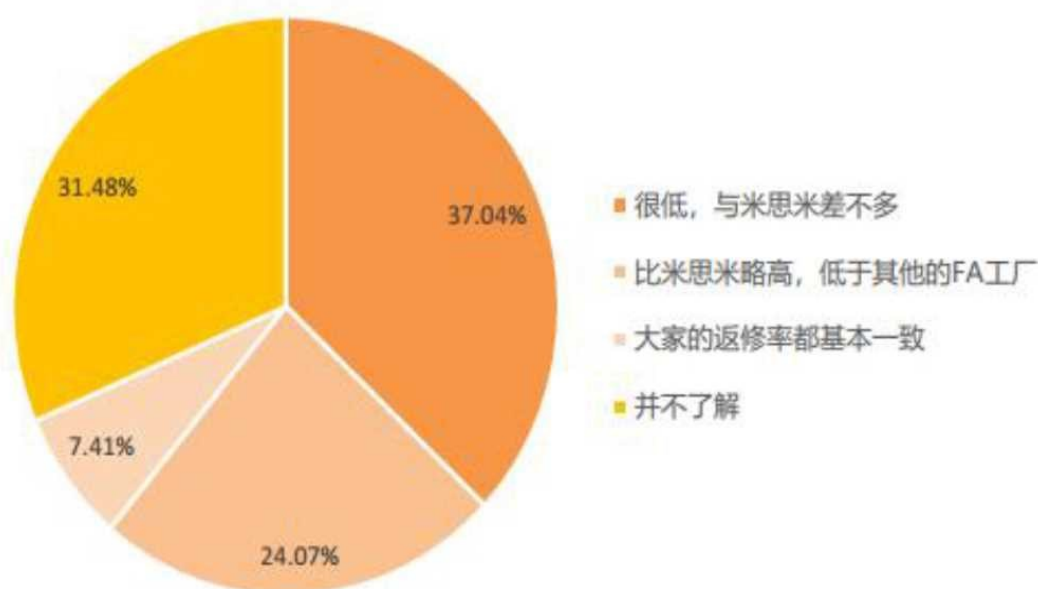
1.3：如何看待公司竞争力：公司商业模式具备核心壁垒，MRO等供应商较难打入

- **公司商业模式具备核心壁垒，MRO等供应商较难打入：**对于震坤行、固安捷、京满仓等MRO厂商未来切入FA的难度情况，50%以上的受访者认为目前MRO模式的供应商很难对FA进行替代，仅有22%认为有一定可能
- **怡合达产品和米思米相比差异已较小，相比其他FA厂商具备较强优势：**对于怡合达产品的返修率情况，37.04%的受访者认为怡合达产品的返修率较低，相比米思米差不多；24.07%的受访者认为比米思米略高，但低于其他的FA工厂；7.41%的受访者大家的返修率都基本一致。

图：对于MRO未来切入FA的难度判断



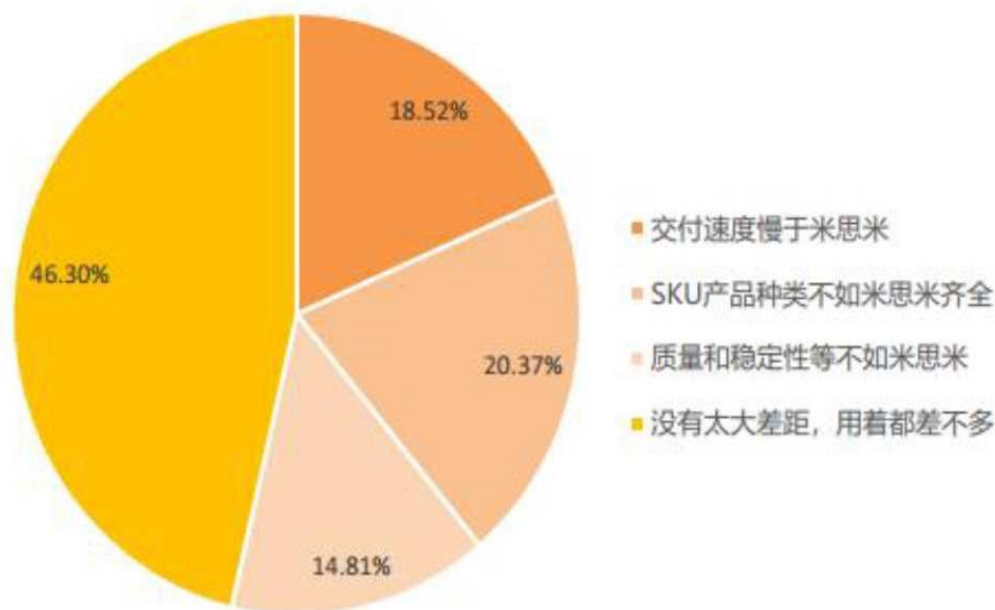
图：怡合达产品的返修率情况



1.3：如何看待公司竞争力：先发优势显著，对标日本龙头米思米

□ 日本龙头米思米在行业中较早采用一站式供应多种零部件模式，在全球市场形成了一定的先发优势和市场规模。将近一半的受访者认为怡合达产品相比米思米没有太大差距，部分受访者认为怡合达在品类丰富度、交付速度、质量和稳定性等方面与米思米仍存在一定的差距，未来可以进一步增加非标零件的设计能力，提升组合件的加工能力，进一步增加SKU数量，进一步完善产品品质和提高交期速度，有望迅速成长为中国版米思米。

图：怡合达相比米思米产品差距的主要体现



图：未来怡合达可以改进的地方



1.3：如何看待公司竞争力：对于怡合达产品未来采购额有望进一步提升

□ 对于怡合达产品未来采购额的判断：29.63%的受访者认为怡合达的产品份额会进一步提升，但产品种类很难再拓展；24.07%的受访者认为怡合达很难替代米思米等其他企业，产品份额进一步提升；12.96%的受访者认为怡合达的产品份额和产品种类均有较大提升空间；此外有1/3的受访者表示无法判断。

图：对于怡合达产品未来采购额的判断



PART 3

盈利预测

报告期	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
自动化设备零部件								
收入	3.36	5.69	7.17	11.47	17.65	24.87	34.27	47.41
YOY		69.35%	26.01%	59.97%	53.87%	40.91%	37.79%	38.35%
成本	1.94	3.27	4.13	6.45	10.32	14.42	19.70	27.02
毛利	1.42	2.42	3.04	5.03	7.33	10.45	14.56	20.39
毛利率(%)	42.21	42.54	42.36	43.80	41.55	42.00	42.50	43.00
其中:								
新能源					27%	31%	29%	25%
收入					4.77	7.62	9.91	11.89
增速						60%	30%	20%
手机3C行业					25%	23%	22%	20%
收入					4.41	5.74	7.46	9.69
增速						30%	30%	30%
汽车行业					10.0%	9%	8%	7%
收入					1.76	2.12	2.65	3.31
增速						20%	25%	25%
光伏产业					5.2%	6%	7%	8%
收入					0.92	1.38	2.34	3.98
增速						50%	70%	70%
工业机器人					4.2%	5%	10%	17%
收入					0.74	1.33	2.40	4.32
增速						80%	80%	80%
平板					3.30%	3%	3%	4%
收入					0.58	0.70	0.84	1.01
增速						20%	20%	20%
医疗					3.20%	4%	7%	13%
收入					0.56	1.02	1.83	3.29
增速						80%	80%	80%
半导体					3.10%	4%	8%	16%
收入					0.55	0.98	1.97	3.94
增速						80%	100%	100%
贸易商					2.90%	2%	3%	4%
收入					0.51	0.61	0.74	0.88
增速						20%	20%	20%
PCB					2.50%	2%	2%	2%
收入					0.44	0.49	0.53	0.59
增速						10%	10%	10%
其他					13.60%	12%	14%	18%
收入					2.40	2.88	3.60	4.50
增速						20%	25%	25%
工业自动化设备								
收入	0.40	0.55	0.44	0.62	0.36	0.50	0.70	0.98
YOY		37.48%	-21.07%	41.77%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	0.22	0.31	0.22	0.34	0.20	0.28	0.39	0.55
毛利	0.18	0.24	0.22	0.28	0.15	0.21	0.30	0.43
毛利率(%)	44.60	43.56	50.31	44.94	42.50	43.00	43.50	44.00
其他业务								
收入	0.0011	0.0052	0.0034	0.0055	0.0234	0.03	0.05	0.06
YOY		372.73%	-34.62%	61.76%	325.45%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	0.0005	0.0013	0.0004	0.0038	0.02	0.02	0.03	0.05
毛利	0.0006	0.0039	0.0030	0.0017	0.01	0.01	0.01	0.02
毛利率(%)	54.26	74.82	88.52	30.73	28.00	28.50	29.00	29.50
收入总计	3.76	6.24	7.61	12.09	18.00	25.37	34.96	48.39
毛利总计	1.60	2.66	3.26	5.31	7.48	10.66	14.87	20.82
毛利率	42.51%	42.62%	42.85%	43.91%	41.57%	42.02%	42.52%	43.02%
营业收入增长率		65.94%	21.84%	58.93%	48.95%	40.89%	37.83%	38.39%

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,209.68	1,802.82	2,540.03	3,500.99	4,844.92
增长率(%)	58.96	49.03	40.89	37.83	38.39
EBITDA (百万元)	374.83	553.99	721.08	1,008.37	1,421.69
净利润 (百万元)	271.35	400.65	584.44	830.73	1,184.34
增长率(%)	88.03	47.65	45.87	42.14	42.57
EPS (元/股)	0.56	0.83	1.21	1.73	2.46
市盈率 (P/E)	115.14	77.98	53.46	37.61	26.38
市净率 (P/B)	23.01	13.81	9.31	7.40	5.79
市销率 (P/S)	25.83	17.33	10.22	7.41	5.36
EV/EBITDA	0.00	64.49	34.20	23.96	16.83

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS