

怡合达 (301029. SZ)

锂电需求承压导致收入增速放缓，不改长期成长趋势

增持

核心观点

2023年前三季度收入同比增长20.20%，归母净利润同比增长8.21%。公司2023年前三季度实现营收22.04亿元，同比增长20.20%；归母净利润4.52亿元，同比增长8.21%。单季度看，2023年第三季度实现营收6.76亿元，同比增长1.03%；归母净利润1.05亿元，同比下滑34.07%。收入增速放缓，主要系下游锂电行业需求承压。盈利能力来看，2023年前三季度公司毛利率/净利率为39.36%/20.49%，同比变动-1.02/-2.27 pct；单季度来看，公司第三季度毛利率/净利率为35.60%/15.56%，同比变动-4.62/-8.29 pct，毛利率短期下滑主要系公司定价策略调整及产品结构变化。费用端来看，2023年前三季度销售/管理/研发/财务费用率为4.60%/6.19%/4.36%/-0.20%，同比变动+0.37/+0.06/+0.66/+0.27 pct，主要系费用支出较为刚性，但收入增速放缓，导致费用率提升。公司前三季度经营性现金流净额1.71亿元，同比增长468.15%，现金流良好。

短期锂电需求承压，长期多领域发展趋势向好，大股东增持彰显信心。短期来看，新能源锂电和3C行业需求较弱拖累公司收入业绩增速放缓，但公司持续拓展应用领域和客户覆盖面，光伏行业收入快速增长，汽车、工业机器人、半导体、医疗等行业成长空间广阔。公司10月26日发布公告，控股股东金立国先生(董事长兼总经理)拟使用自有资金或自筹资金1000万元-2000万元，在未来6个月内通过集中竞价或大宗交易方式增持公司股份，增持计划价格不超过45元/股。大股东增持彰显其对行业未来发展前景的认可、以及对公司业务持续稳健增长的信心。公司是国内FA零部件龙头，具备较强的供应链管理和平台化运营优势，持续拓宽下游应用领域，“线下+线上”相结合进一步拓宽客户覆盖面，持续加强客户粘性，以一站式服务能力构建较强竞争壁垒。公司作为国内FA零部件龙头有望在产业升级和工业自动化普及大趋势下迎来长期发展机遇。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；盈利能力下滑。

投资建议：

公司是国内FA零部件龙头，一站式服务能力构建较强竞争壁垒，长期受益产业升级和智能制造大趋势。考虑到下游新能源锂电行业需求承压，我们下调盈利预测至2023-2025年归母净利润为6.05/7.88/9.68亿元（前值6.91/9.27/11.93亿元），对应PE为28/22/18倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,803 | 2,515 | 3,070 | 3,878 | 4,689 |
| (+/-%) | 49.0% | 39.5% | 22.1% | 26.3% | 20.9% |
| 净利润(百万元) | 401 | 506 | 605 | 788 | 968 |
| (+/-%) | 47.6% | 26.4% | 19.5% | 30.2% | 22.8% |
| 每股收益(元) | 1.00 | 1.05 | 1.05 | 1.36 | 1.67 |
| EBIT Margin | 25.9% | 22.5% | 22.7% | 23.4% | 23.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 17.7% | 19.0% | 18.9% | 20.2% | 20.5% |
| 市盈率(PE) | 29.7 | 28.3 | 28.4 | 21.8 | 17.8 |
| EV/EBITDA | 25.7 | 24.6 | 23.3 | 18.4 | 15.3 |
| 市净率(PB) | 5.26 | 5.38 | 5.37 | 4.41 | 3.65 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·自动化设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

29.76元

收盘价

17195/8867百万元

总市值/流通市值

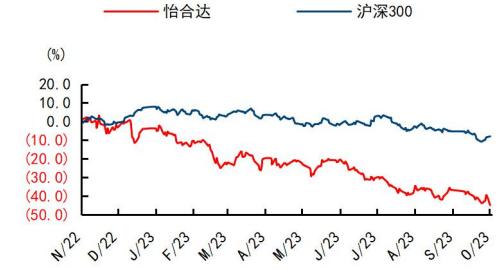
78.76/29.50元

52周最高价/最低价

90.07百万元

近3个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《怡合达(301029.SZ)-上半年收入同比增长31%，盈利能力提升，光伏业务快速增长》——2023-08-31

《怡合达(301029.SZ)-2022年第三季度收入同比增长40%，新兴产业需求高景气》——2022-10-28

《怡合达(301029.SZ)-上半年收入同比增长37%，长期受益智能制造大趋势》——2022-08-26

《怡合达(301029.SZ)-一季度归母净利润同比增长64%，看好FA零件龙头成长潜力》——2022-04-29

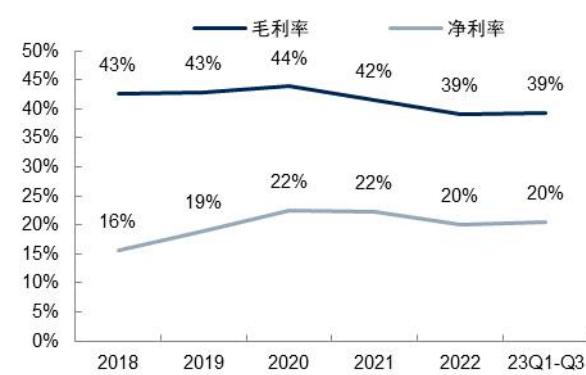
《怡合达-301029-2021年三季报点评：FA零部件国内龙头，前三季度归母净利润同比增长65%》——2021-11-03

图1: 怡合达 2023 年前三季度营业收入同比增长 20.20%

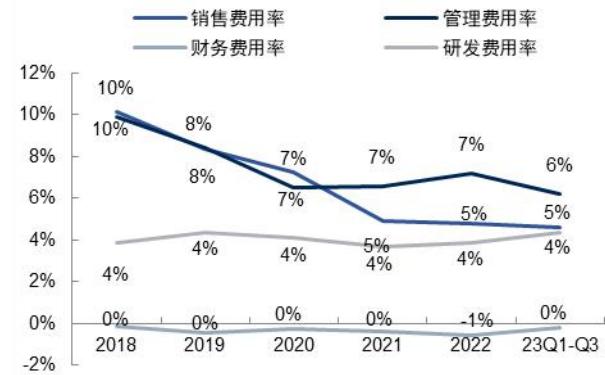

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 怡合达 2023 年前三季度归母净利润同比增长 8.21%

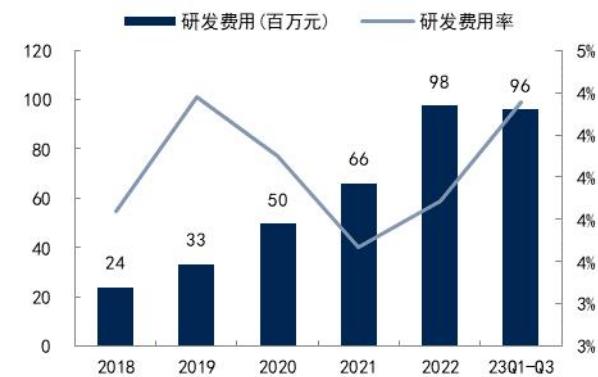

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 怡合达盈利能力基本稳定


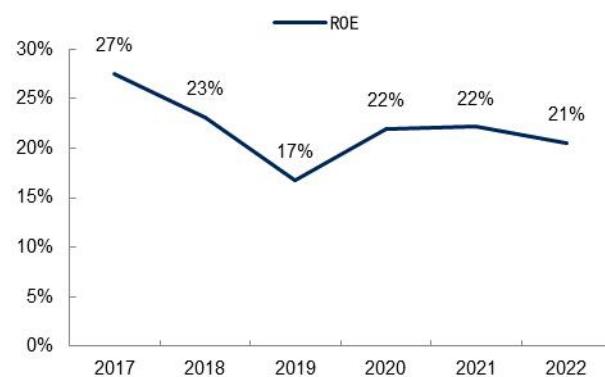
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 怡合达期间费用率基本稳定


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 怡合达研发费用率有所提升


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 怡合达 ROE 基本稳定


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

| 公司 | 投资评级 | 市值(亿元) 20231031 | EPS | | | | PE | | | | |
|------|------|--------------------|--------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 米思米 | 未评级 | 321.20 | 112.81 | 6.60 | 7.27 | 7.79 | 8.45 | 17.10 | 15.52 | 14.48 | 13.34 |
| 泰坦科技 | 未评级 | 61.43 | 52.07 | 1.48 | 1.61 | 2.30 | 3.12 | 35.18 | 32.34 | 22.64 | 16.69 |
| 坚朗五金 | 未评级 | 157.62 | 49.02 | 0.20 | 1.06 | 1.84 | 2.55 | 245.10 | 46.25 | 26.64 | 19.22 |
| | | | | | | | 平均值 | 99.13 | 31.37 | 21.25 | 16.42 |
| 怡合达 | 增持 | 179.23 | 29.76 | 1.05 | 1.05 | 1.36 | 1.67 | 28.30 | 28.40 | 21.82 | 17.77 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 Bloomberg 或 Wind 一致预期，单位按汇率换算为人民币。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 744 | 1115 | 1425 | 1778 | 2245 | 营业收入 | 1803 | 2515 | 3070 | 3878 | 4689 |
| 应收款项 | 479 | 814 | 845 | 1118 | 1387 | 营业成本 | 1053 | 1532 | 1882 | 2385 | 2893 |
| 存货净额 | 393 | 603 | 683 | 889 | 1089 | 营业税金及附加 | 10 | 17 | 17 | 22 | 26 |
| 其他流动资产 | 98 | 73 | 171 | 180 | 205 | 销售费用 | 88 | 121 | 147 | 167 | 197 |
| 流动资产合计 | 2064 | 2606 | 3124 | 3965 | 4927 | 管理费用 | 118 | 181 | 201 | 246 | 283 |
| 固定资产 | 647 | 688 | 827 | 936 | 1026 | 研发费用 | 66 | 98 | 126 | 151 | 178 |
| 无形资产及其他 | 33 | 34 | 33 | 31 | 30 | 财务费用 | (7) | (15) | (13) | (16) | (20) |
| 投资性房地产 | 31 | 99 | 99 | 99 | 99 | 投资收益 | 1 | 7 | 1 | 1 | 2 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 3 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 资产总计 | 2775 | 3426 | 4082 | 5032 | 6081 | 其他收入 | (14) | (12) | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 6 | 3 | 4 | 4 | 营业利润 | 464 | 578 | 712 | 927 | 1139 |
| 应付款项 | 359 | 551 | 603 | 803 | 981 | 营业外净收支 | (0) | (0) | 0 | (0) | (0) |
| 其他流动负债 | 147 | 180 | 251 | 303 | 359 | 利润总额 | 464 | 578 | 712 | 927 | 1138 |
| 流动负债合计 | 506 | 737 | 857 | 1111 | 1344 | 所得税费用 | 63 | 72 | 107 | 139 | 171 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 7 | 23 | 23 | 23 | 23 | 归属于母公司净利润 | 401 | 506 | 605 | 788 | 968 |
| 长期负债合计 | 7 | 23 | 23 | 23 | 23 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 512 | 760 | 880 | 1134 | 1366 | 净利润 | 401 | 506 | 605 | 788 | 968 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 8 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 股东权益 | 2263 | 2666 | 3202 | 3898 | 4715 | 折旧摊销 | 17 | 47 | 78 | 90 | 102 |
| 负债和股东权益总计 | 2775 | 3426 | 4082 | 5032 | 6081 | 公允价值变动损失 | (3) | (2) | (2) | (3) | (4) |
| | | | | | | 财务费用 | (7) | (15) | (13) | (16) | (20) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (135) | (345) | (83) | (233) | (259) |
| 每股收益 | 1.00 | 1.05 | 1.05 | 1.36 | 1.67 | 其它 | (8) | (1) | (3) | (2) | (2) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.25 | 0.12 | 0.16 | 0.26 | 经营活动现金流 | 280 | 206 | 598 | 642 | 807 |
| 每股净资产 | 5.66 | 5.54 | 5.54 | 6.75 | 8.16 | 资本开支 | 0 | (90) | (217) | (198) | (189) |
| ROIC | 28% | 25% | 27% | 32% | 34% | 其它投资现金流 | (350) | 350 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 18% | 19% | 19% | 20% | 21% | 投资活动现金流 | (350) | 260 | (217) | (198) | (189) |
| 毛利率 | 42% | 39% | 39% | 38% | 38% | 权益性融资 | (0) | 49 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 26% | 23% | 23% | 23% | 24% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 27% | 24% | 25% | 26% | 26% | 支付股利、利息 | 0 | (120) | (69) | (92) | (151) |
| 收入增长 | 49% | 39% | 22% | 26% | 21% | 其它融资现金流 | 233 | 96 | (3) | 1 | (1) |
| 净利润增长率 | 48% | 26% | 20% | 30% | 23% | 融资活动现金流 | 233 | (95) | (72) | (91) | (152) |
| 资产负债率 | 18% | 22% | 22% | 23% | 22% | 现金净变动 | 163 | 371 | 309 | 354 | 467 |
| 息率 | 0.0% | 0.8% | 0.5% | 0.6% | 1.1% | 货币资金的期初余额 | 581 | 744 | 1115 | 1425 | 1778 |
| P/E | 29.7 | 28.3 | 28.4 | 21.8 | 17.8 | 货币资金的期末余额 | 744 | 1115 | 1425 | 1778 | 2245 |
| P/B | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 4.4 | 3.6 | 企业自由现金流 | 0 | 108 | 370 | 431 | 600 |
| EV/EBITDA | 25.7 | 24.6 | 23.3 | 18.4 | 15.3 | 权益自由现金流 | 0 | 204 | 378 | 446 | 617 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032