

怡合达 Yiheda Automation (301029 CH)

首次覆盖: 自动化零部件一站供应; 经营拐点已至, FB+出海打开新空间

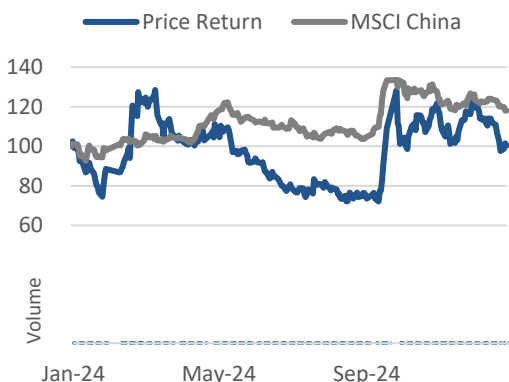
Factory Automation Components One-Stop Provider, with Improving Earnings and New Growth Drivers : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb23.24
目标价	Rmb26.50
HTI ESG	4.0-4.0-4.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	Rmb14.74bn / US\$2.01bn
日交易额 (3个月均值)	US\$25.88mn
发行股票数目	634.20mn
自由流通股 (%)	34%
1年股价最高最低值	Rmb29.73-Rmb16.68

注: 现价 Rmb23.24 为 2025 年 01 月 08 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-13.7%	-8.1%	-3.1%
绝对值 (美元)	-14.5%	-12.0%	-5.4%
相对 MSCI China	-9.7%	3.5%	-20.1%

Rmb mn	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	2,881	2,513	2,884	3,326
Revenue (+/-)	15%	-13%	15%	15%
Net profit	546	427	509	608
Net profit (+/-)	8%	-22%	19%	19%
Diluted EPS (Rmb)	0.86	0.67	0.80	0.96
GPM	37.9%	35.9%	36.6%	37.2%
ROE	17.8%	10.3%	11.5%	12.7%
P/E	27	35	29	24

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

国内领先 FA 工厂自动化零部件一站式供应商, 下游应用广泛。 公司成立于 2010 年, 专业从事自动化零部件的研发、生产和销售, 客户群体为自动化设备厂商和终端设备使用厂商, 下游涉及广泛, 包括 3C、汽车、新能源、半导体等众多领域。

经营拐点已至: 新能源拖累压力减小, 叠加 3C 等业务引领, 有望重回稳健增长轨道。 近年来, 公司整体实现较快增长, 盈利能力较强, 2018-2023 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 为 35.8%/41.1%, 毛利率/净利率维持约 40%/20%。2023 年以来, 由于下游锂电行业受到扩产周期影响, 导致需求面阶段性收缩, 致使公司收入从 2023 年开始增速放缓, 2024Q1-3 收入下滑。随着新能源业务拖累减弱, 公司业绩有望恢复, 2024H1 公司新能源锂电业务收入占比下降至 17%, 拖累压力减少; 3C 业务收入占比提升至 29.9%, 有望在 AI 等驱动下成为引领性业务。

成长空间大: 公司不断提升产品定义能力与供应链管理能力以巩固核心竞争力, 多方位拓展开新成长空间。

1) 持续提升产品定义能力和供应链管理能力的, 巩固核心竞争力, 中国区域收入增速显著高于行业龙头米思米。 FA 一站式供应商业模式的核心壁垒为产品定义能力和供应链管理能力的。公司以产品标准体系为基础, 持续对原有非标准型号产品标准化, 已有标准型号产品系列化、模块化; 从产品线宽度和单项产品深度两个维度开展产品开发工作, 丰富 SKU 数量, 为业务扩张提供基础。截至 2024 年上半年, 公司已建成 180 余万个 SKU 的 FA 产品体系, 在业务规模不断扩大的同时保持高质量交付。对比全球龙头米思米, 公司在中国的收入增速显著更快, 不断缩小差距。

2) 深入布局半导体等多个领域、开拓 FB 非标零部件市场、拓展海外市场, 获取长期增长动力。 ①**深入布局多个领域:** 公司多行业深入布局, 有望受益于下游领域的增长与公司自身市占率的提升。比如, 公司有望受益于 AI 新产品周期带来的 3C 行业资本开支机遇、提升在光伏、半导体等行业的市场份额。②**积极打造 FB 生态:** FB 需求量大、传统供需模式痛点多, 公司致力于通过全链路数字化提供 FB 一站式服务, 定增项目拟投入 FB 云制造车间, 增加制造产能, 进一步支持 FB 业务的发展。③**加强拓展海外市场:** 公司致力于抓住中国优势产能海外重构的机遇, 采用多种模式加快拓展海外市场, 有望打造为全球布局的自动化设备零部件一站式供应平台。

王坤阳 Kunyang Wang
ky.wang@htisec.com

盈利预测和估值。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 25.13/28.84/33.26 亿元，同比-12.8%/+14.8%/+15.3%；2024/ 2025/2026 年归母净利润为 4.27/5.09/6.08 亿元，同比-21.8%/ +19.3%/+19.5%。我们给予公司 2025 年 33 倍 PE 估值、目标价 26.5 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

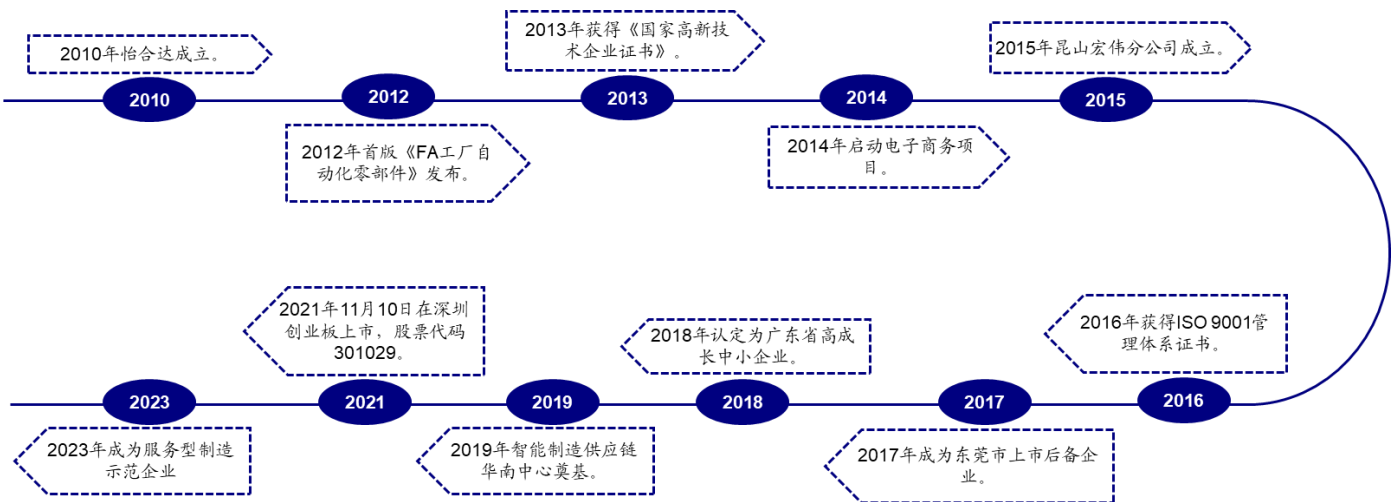
风险提示。下游行业资本开支不及预期、公司在下游行业的拓展不及预期、公司拓展 FB 业务不及预期、行业竞争加剧等。

1. 怡合达：国内 FA 一站式采购领先企业

1.1 FA 一站式采购领先企业

怡合达成立于 2010 年，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。公司深耕自动化设备行业，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。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，HTI

公司产品主要包括 FA 工厂自动化零部件和工业自动化设备，客户群体为自动化设备厂商和终端设备使用厂商，涉及 3C、汽车、新能源、光伏、医疗等众多领域，下游行业广泛，客户数量众多。

1) 从业务来看，①公司 FA 工厂自动化零部件：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、电子电气类及其他；②非标零部件：公司将机械加工件产品类别的未有标准型号且客户定制化程度高的零部件单独划分为非标零部件进行管理；③此外，公司还有向客户提供工业自动化设备。

表 1 公司主要产品简介及主要功能特性

产品类别	主 产品	产品简	主要功能特性
FA 工厂自 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、支座组件等	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，以实现不同精度、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、气管软管等	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，达到稳定搬运移动目的
	铝型材及 配件	主要包括铝合金型材及相关配件	工业铝型材主要用于工业框架系统的搭建，起到支撑及承重的作用，相应的配件用来连接、紧固工业铝型材及装饰作用，两者具备易于拆卸特性
	工业箱体 结构部件	主要包括手轮、拉手、门锁、滑轨、门部件、手柄、脚杯、铰链、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
	机械加工 件	主要包括连接块、检验夹具、转轴、导向轴、固定环、标准治具、定位夹具用衬套、支柱、底座、支柱固定夹、导向轴支座、定位零件、导向零件、悬臂销、铰链销等	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
	机械小零 件	主要包括弹簧、氮气弹簧一密封圈、磁铁、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
	电子电气 类	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，确保设备按工艺流程实现预设动作
	其他	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
非标零部件	主要为机加工与定制件		非核心但必要零部件；根据客户图纸进行定制化生产，单次生产数量较少

资料来源：2024 年半年报，HTI

2) 从客户类型来看，公司客户群体为自动化设备厂商和终端设备使用厂商，涉及 3C、汽车、新能源、光伏、医疗等众多领域，具体来看，如表 2 所示，包括比亚迪、大族集团、大连智云集团、先导智能、赢合科技等。

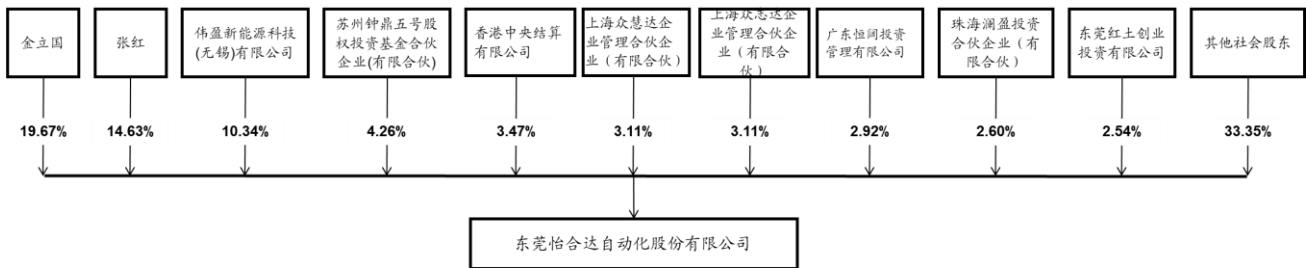
表 2 公司客户列举

客户名称	产品类别
比亚迪集团	铝型材及配件、直线运动零件、机械加工件等
大族集团	直线运动零件、铝型材及配件、传动零部件等
大连智云集团	铝型材及配件、传动零部件等
先导智能	铝型材及配件、 动类零部件、工业箱体结构部件、机械 零件
赢合科技	铝型材及配件、传动类零部件、工业箱体结构部件

资料来源：公司招股说明书，HTI

公司最大股东为董事长、总经理金立国先生。

图2 公司股权结构（截至 2024 年 11 月 19 日）



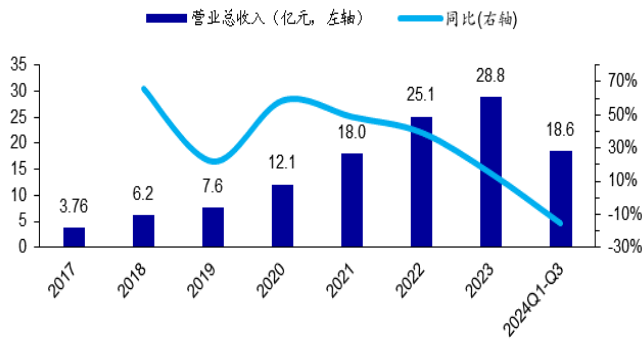
资料来源：公司公告，HTI

1.2 财务分析：收入长期提升，盈利能力较强

营收情况：受新能源锂电行业拖累，近两年增速下降。公司 2018-2023 年收入 CAGR 为 35.8%。其中，2022 年、2023 年公司营收分别为 25.1 亿元、28.8 亿元，分别 yoy+39.5%、+14.6%；公司 2019 年度增速放缓，主要原因为：中美贸易争端等因素造成的全球经济下行的大背景下，下游行业减少自动化设备投资，导致公司销售收入增速受到一定程度影响。公司 2023 年收入增速放缓，主要原因为收入占比最高的新能源锂电行业承压，收入仅微增。公司 2024Q1-Q3 收入同比下滑，主要受到了新能源锂电行业资本开支下降的影响。

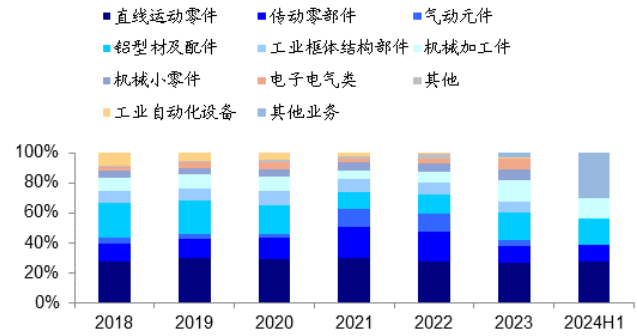
收入结构：近两年新能源占比减少、3C 行业占比显著提升，线下销售占主导。1) 产品结构：2023 年，公司收入贡献较大的产品类别为直线运动零件、铝型材及配件、机械加工件。2) 下游行业：2020-2022 年，新能源锂电行业占比显著提升，成为公司的支柱领域之一。2023 年，光伏行业占比提升、新能源锂电占比下降，其中，新能源、3C、光伏行业占公司收入分别为 30.9%、20.6%、14.7%。2024H1 新能源锂电占比进一步下降，新能源、3C、光伏行业占公司收入分别为 17.0%、29.9%、11.4%。3) 销售模式：公司线下销售占比较高，2023、2024H1 占比分别为 83%、79%。

图3 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司营收及同比增速



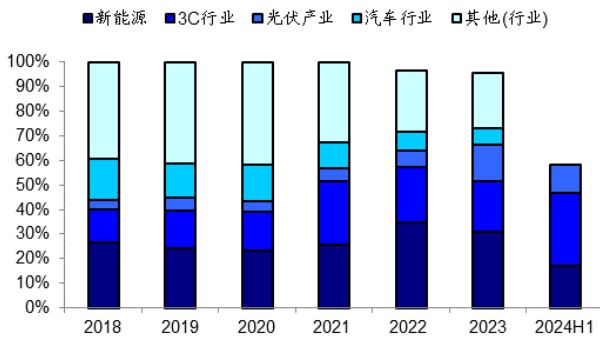
资料来源: Wind, HTI

图4 2017-2024H1 公司主营收入构成 (按产品)



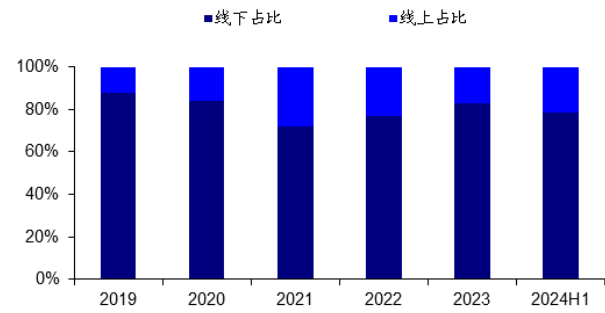
资料来源: Wind, HTI

图5 2020-2024H1 公司主营收入构成 (按下游行业)



资料来源: Wind, HTI

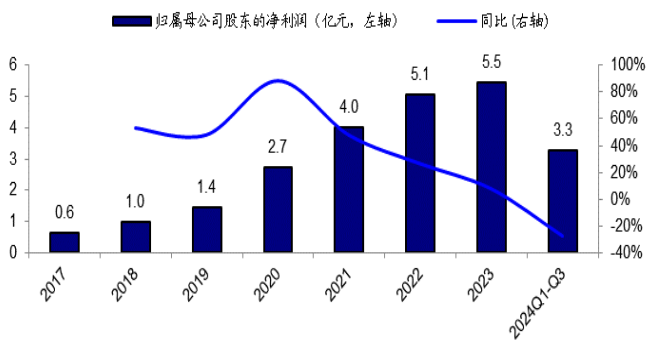
图6 2018-2023 年、2024H1 年公司营收构成 (按销售渠道)



资料来源: 公司招股书, 2021-2023 年年报, 2024 年半年报, HTI

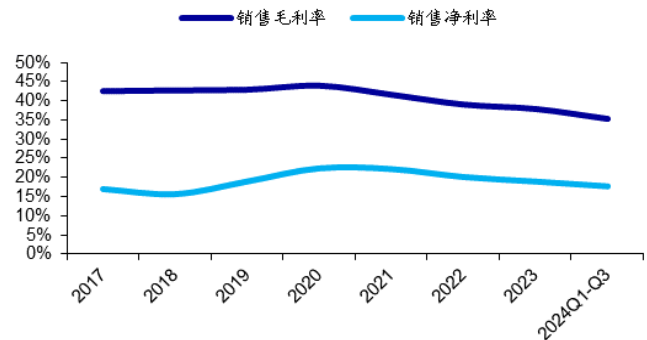
盈利情况: 从利润情况看, 公司 2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 41.1%。2023 年、2024Q1-Q3 公司归母净利润分别为 5.5 亿元、3.3 亿元, 分别 yoy+7.7%、-27.3%; 2017 年至 3Q24, 从盈利能力看, 公司毛利率维持在 39%-43%, 净利率约维持在 15%-21%。其中, 2023 年、2024Q1-Q3, 公司销售毛利率分别为 37.9%、35.44%, 销售净利率分别为 18.9%、17.7%。

图7 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速



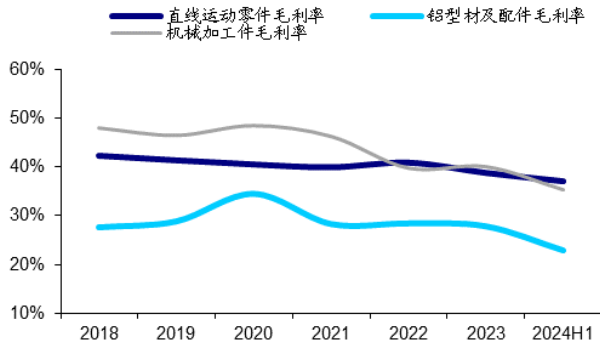
资料来源: Wind, HTI

图8 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司销售毛利率和净利率



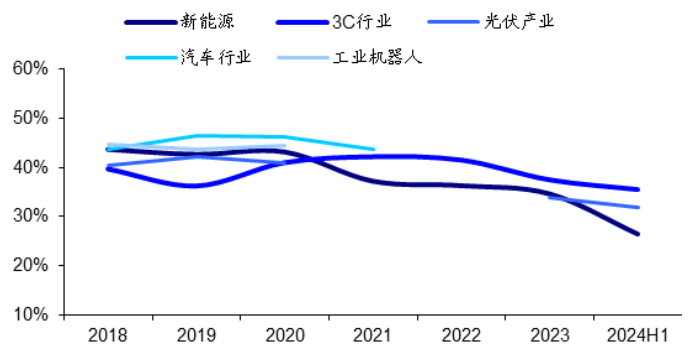
资料来源: Wind, HTI

图9 公司毛利率（分产品）



资料来源：Wind，公司年报，HTI

图10 公司毛利率（分下游行业）

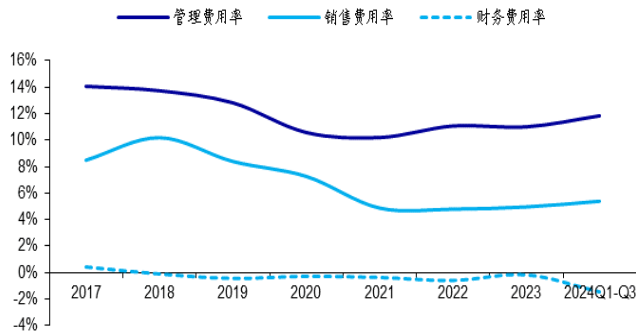


资料来源：Wind，公司年报，HTI

费用率：2017-2021 年，公司管理费用率、销售费用率随着收入的快速增长而有所下降；近年来，公司管理、消费、财务费用率较稳健。

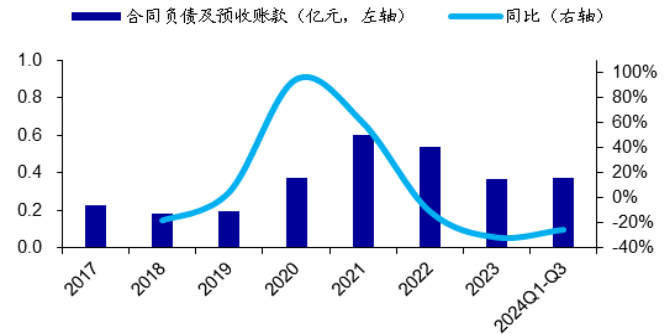
合同负债与存货周转率：2023 年、2024Q1-Q3 公司合同负债分别为 0.37 亿元、0.37 亿元，分别 yoy-31.8%、-35.1%；2023 年、2024Q1-Q3 公司存货周转率分别为 3.3、2.5。2023 年、2024Q1-Q3 公司应收账款天数分别为 101.53 天、111.88 天。

图11 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司期间费用占比



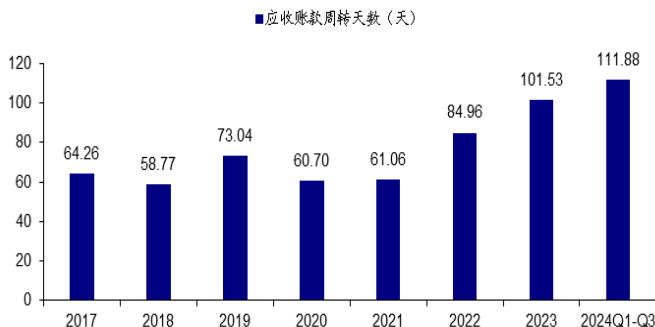
资料来源：Wind，HTI

图12 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司合同负债和预收账款及同比增速



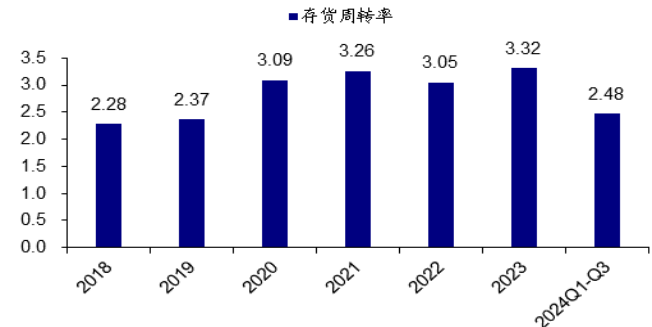
资料来源：Wind，HTI

图13 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，HTI

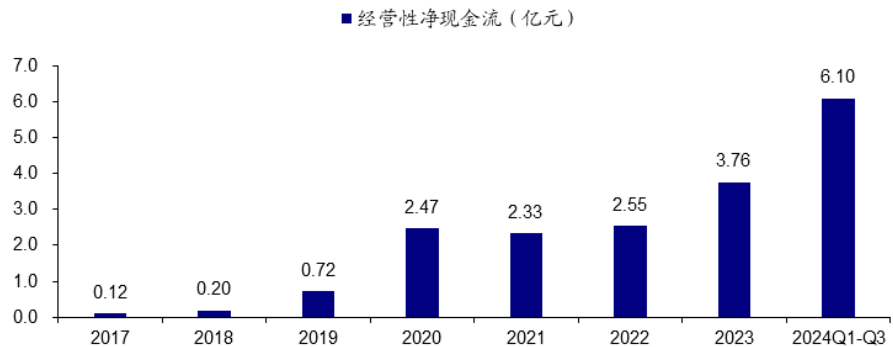
图14 2018-2023 年、2024Q1-Q3 公司存货周转率



资料来源：Wind，HTI

经营性净现金流：2023年、2024Q1-Q3 公司经营性净现金流分别为 3.76 亿元、6.10 亿元。

图15 2017-2023 年、2024Q1-Q3 公司经营性净现金流



资料来源：Wind, HTI

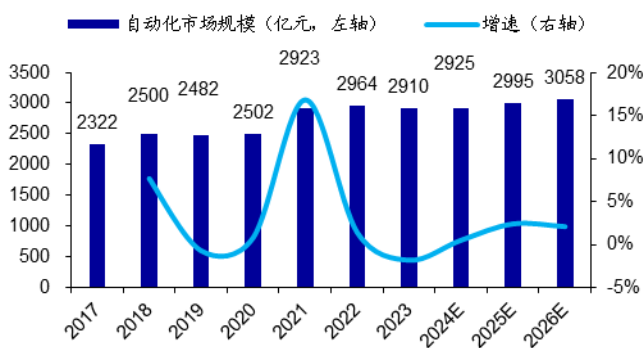
2. 自动化零部件行业空间广阔，一站式供应商份额提升

2.1 自动化零部件市场空间广阔、持续增长

机械通用零部件市场空间广阔、增长确定性较强。

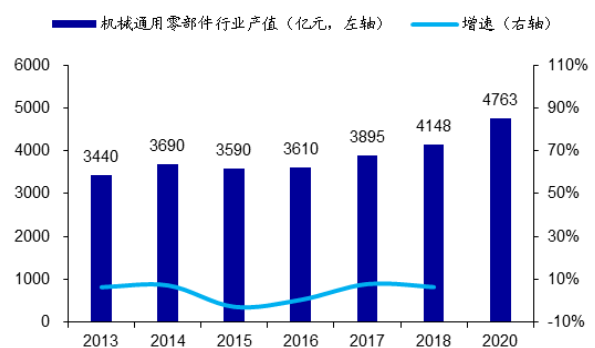
根据公司招股说明书，自动化设备零部件行业是自动化设备制造行业的重要配套产业，属于机械通用零部件制造行业大类，下游客户主要为自动化设备厂商和终端设备使用厂商。根据公司 2022 年年报及其援引中国机械通用零部件工业协会公布的数据，2020 年机械通用零部件行业总产值达到 4763 亿元，行业市场容量较大且总产值保持增长趋势；自动化设备行业的下游应用领域广泛，包括新能源锂电、3C、汽车、光伏、工业机器人、军工、医疗、半导体、激光、食品和物流等众多行业。我们认为，随着下游行业的增长，自动化设备市场规模增长具一定持续性，带动自动化设备零部件行业的发展。

图16 2017 年-2026E 中国工业自动化市场规模及增速



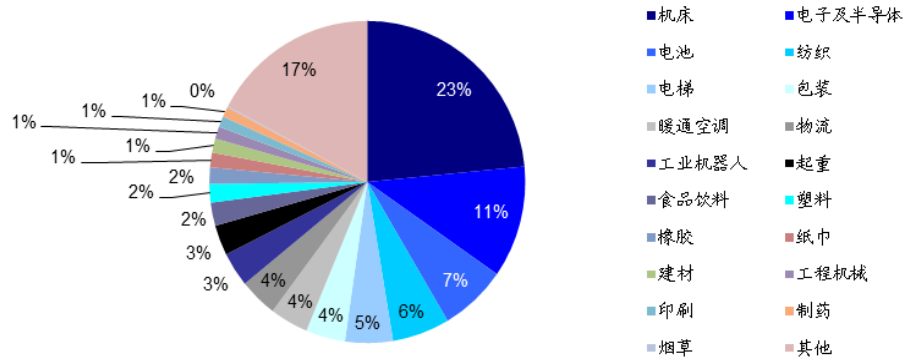
资料来源：MIR DATABANK, HTI

图17 2013-2020 年中国机械通用零部件行业产值及增速



资料来源：中国机械通用零部件工业年鉴 2019，公司 2022 年年报，HTI

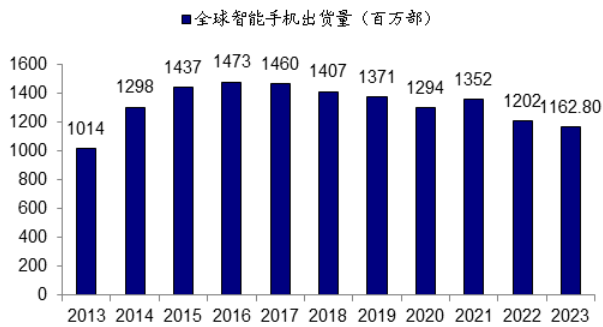
图18 工业自动化下游应用领域占比（2023年，以OEM市场为例）



资料来源：MIR DATABANK, HTI

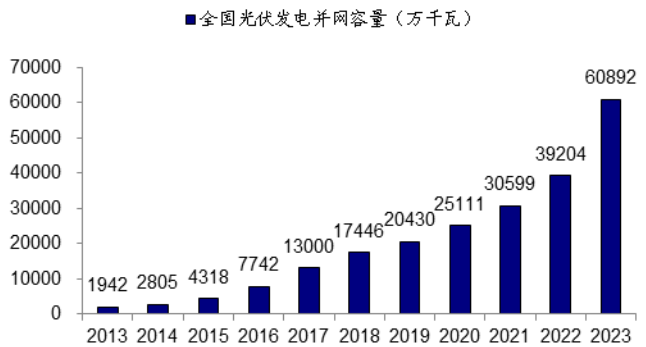
下游行业中光伏发电、新能源汽车发展快速。1) 3C 行业：根据 Wind 数据，2023 年度全球智能手机出货量为 1162.80 百万部，同比减少 3.29%；2) 光伏：根据国家能源局数据，截至 2023 年全国光伏发电累计并网容量为 60892 万千瓦，同比增长 55.32%；3) 新能源汽车：根据 Wind 数据，2024 年 1-2 月我国新能源汽车销量为 121 万辆，同比增长 29.43%；根据 GGII 数据，2023 年中国锂电池出货量为 633GWh，同比减少 3.8%。

图19 2013-2023 年全球智能手机出货量



资料来源：Wind, HTI

图20 2013-2023 年中国光伏发电累计并网容量



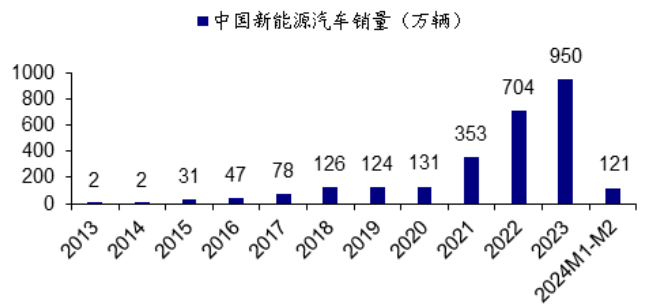
资料来源：Wind, HTI

图21 2017-2023 年中国锂电池出货量



资料来源：GGII, HTI

图22 2013-2023 年、2024M1-M2 中国新能源汽车销量



资料来源：Wind, HTI

2.2 FA 传统采购模式痛点较多，一站式采购模式优势明显

FA 传统采购模式痛点较多。在 FA 工厂自动化零部件传统采购模式下，客户一般由工程师针对各个零部件分别制图、选型、提交需求申请，由采购部门执行物料采购。在自动化零部件设计和采购过程中，客户往往面临设计耗时长、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。

与此同时，自动化零部件需求由简单化、泛标准型向多样化、专业化转变，对供应商提出更高的挑战。随着人力成本的上升和企业转型升级的需要，自动化设备的应用与普及，逐步从汽车、3C 等少数头部行业、头部企业，扩大至各个细分行业和领域，随着自动化设备应用广泛性的提升，总体需求量不断扩大。但由于各个细分行业对产品特性、工艺特点要求不同，对自动化零部件的多样性和专业性的要求也越来越高，“泛标准型”的自动化通用零部件供应难以满足客户特定场景的应用需求，自动化设备往往需要定制化生产，而零件画图定制的长尾化需求又难以支撑规模化生产的质量、交期与成本，如何能够在短时间内采购到品类齐全、品质更高、价格更低的自动化零部件，是自动化设备厂商的现实需求。

为解决传统采购模式的痛点，一站式供应商业模式应运而生：以米思米、怡合达的商业模式为例。

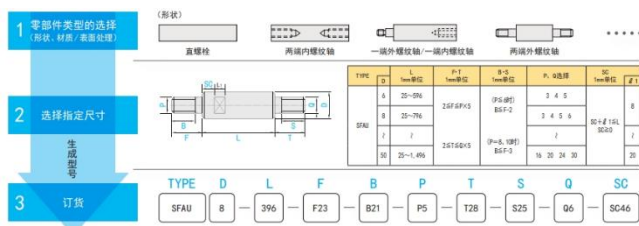
1) 米思米：在行业中较早采用一站式供应多种零部件模式来解决上述问题，其商业模式拥有以下主要特点：

① 零部件的“标准化”和目录清单为客户的零部件采购流程带来了革新：在米思米的商品目录中，对特别订购的零部件进行了“标准化”登载，只需从一览表中选择零部件的尺寸和规格即可订货。过去客户需要绘制每个零件的设计图，从众多零件制造商中选择和订购相应的零件，并逐一协商交货日期和价格，这是一个效率低下的过程。现在，米思米将原先为每种零部件单独画图纸的定制生产零部件纳入商品目录，凭借无图纸型号的 WEB 订单便利性及“准时短交期”、以及 meviy 等 CAD 联动服务，为客户消除低效率。

② 通过应用“半成品”，实现低成本和可靠的快速交付：米思米在越南工厂等大量生产半成品，在消费地按照客户的订单以“准时短交期单个生产”方式完成生产，在最小化库存的同时实现丰富的商品种类及低成本和准时短交期。

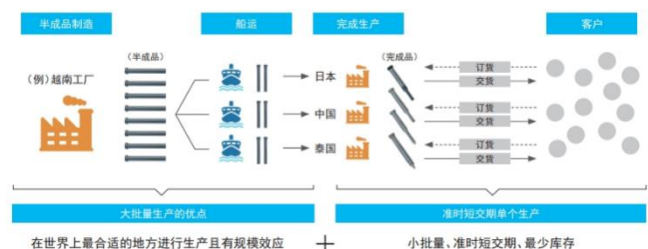
③ 消除多级分销和一站式采购：作为连接客户和供应商的平台，MISUMI 于 2010 年启动了 VONA 业务，旨在以全球规模连接客户与供应商双方的需求：客户希望一站式高效采购在制造和自动化现场要使用到的各种商品；而作为供应商的自动化相关间接材料制造商则希望在本公司自有销售网络之外扩大销路。通过建立与供应商直接交易的网络，传统的多级分销被打破。客户可以在一站式商店的基础上高效地实现生产材料的采购，成本低，交货快。

图23 通过米思米产品目录订购零部件的操作步骤



资料来源：米思米 2022 年报，HTI

图24 在最小化库存的同时实现丰富的商品种类、低成本和准时短交期



资料来源：米思米 2022 年报，HTI

2) 怡合达: 致力于为客户提供 FA 一站式采购服务。公司围绕标准设定、产品开发、供应链管理 and 平台化运营四个方面, 针对性解决非标自动化设备所需零部件供应的行业共性问题。

① **建立标准化的自动化零部件产品体系, 简化设计选型过程:** 根据怡合达招股说明书, 在传统模式下, 工程师在对每一款设备进行设计时, 由于自动化零部件缺乏统一标准, 功能规格多, 其需要针对各个零部件进行单独设计并构建 3D 模型图。同时由于自动化设备的定制化属性, 限制了自动化设备工程师对以往零部件设计成果的再次利用。因此, 在自动化零部件设计方面普遍存在耗时长、效率低下的问题。在的自动化零部件产品体系下, 工程师无需图纸即可根据产品目录选择所需型号并可直接获取 3D 模型, 由传统模式下的设计采购方式转变为选型采购, 快速完成设计选型, 提升工作效率。

② **提供 FA 工厂自动化零部件一站式采购服务模式:** 根据怡合达招股说明书,

a. 建立品类齐全的自动化零部件供应体系, 满足客户一站式的采购需求: 公司在标准化的自动化零部件产品体系基础上, 区分客户应用场景进行深度研发, 持续提高细分品类 SKU 数量、产品适用性和产品的客户覆盖率, 最大程度响应客户对自动化零部件多品类的采购需求。

b. 建立高效的供应链管理体系, 满足客户短交期的采购需求: 传统模式下, 由于设备制造所需采购的自动化零部件种类繁多, 客户采购部门需要分别对接的自动化零部件供应商多且分散, 需要对各家自动化零部件供应商的交期进行分别管理, 尤其是存在各供应商交期差异较大时, 自动化零部件的采购交期管理面临较大困难。怡合达公司建立了自制供应、OEM 供应和集约化采购的产品供应体系, 通过供应商开发、品质管控和仓储分拣管理, 不断强化供应链能力, 确保客户订单能够得到及时、准确、高质量的交付。

c. 建立严格的质量管控体系, 满足客户高品质的采购需求: 传统模式下, 零部件采购需求较为零散, 需要投入大量的精力对采购入库各批次零部件的质量进行把控, 质量管控水平有限。怡合达积极推进质量管理工作, 对供应商的品质管控, 主要通过持续输出质量标准 and 加强日常质量管理等方式; 对于自制品的品质管控, 主要围绕质量管理体系 and 生产全覆盖终检展开。

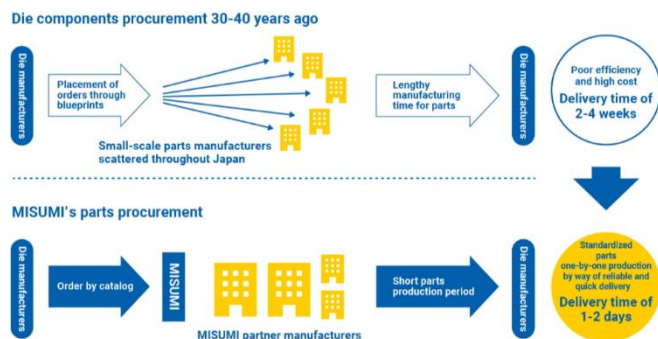
d. 通过集约化的方式降低自动化零部件采购成本: 在传统模式下, 由于自动化零部件种类繁多, 对单一品类零部件的采购数量有限, 下游零散制造成本高, 议价能力较弱, 采购成本较高。怡合达公司通过集约化的方式, 梳理分析自动化设备行业对自动化零部件的需求特征, 归类整理得到数以万计的产品参数并形成产品标准体系, 整合优化供应资源, 实现自动化零部件的批量生产和集中采购, 从而有效降低采购成本。

表 3 自动化零部件采购行业共性问题 and 怡合达解决方案

主要方面	行业共性问题	怡合达解决方案
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	1) 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 2) 零部件非标属性，导致采购需求无法做到精准传递，出错率高	多达 180 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；客户不仅能通过线上下单，还可以通过公司电商平台在线上直接完成从产品选型、询价、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	1) 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 2) 零星采购，需要对接较多供应商，质量管控平有限	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	1) 存在多家供应商且交期不一致时，交期管理困难 2) 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、合理的库存模，有效保障产品交期

资料来源：公司招股说明书，公司 2024 半年报，HTI

图 25 米思米对传统零部件采购模式的颠覆



资料来源：米思米官网，HTI

图 26 FA 传统采购模式 VS 怡合达提供的一站式采购模式



资料来源：怡合达 2023 半年报，HTI

2.3 竞争格局：一站式供应商市场份额持续提升

传统市场格局分散。根据公司 2022 年报，非标自动化零部件行业具有产品种类多、规格杂、非标化等特点。长期以来，自动化设备对零件的长尾化需求形态，与市场上传统的批量供应形态难以有效匹配，难以实现批量生产和供应，行业内规模效应不显著。基于上述特点，在国内自动化零部件行业，多数中小企业在各自细分产品领域供应一种或几种零部件产品。由于进入门槛较低，中小生产厂商数量众多，市场化程度较高，传统市场的竞争激烈。

自动化零部件一站式供应—怡合达和米思米为主要供应商。根据公司招股说明书，米思米成立于 1963 年 2 月，在日本东京证券交易所市场上市。怡合达与米思米均为国内自动化零部件领域重要的供应商之一，在主营业务、主要产品、经营模式、客户群体等方面存在较多相似之处。

表 4 怡合达与米思米关键数据

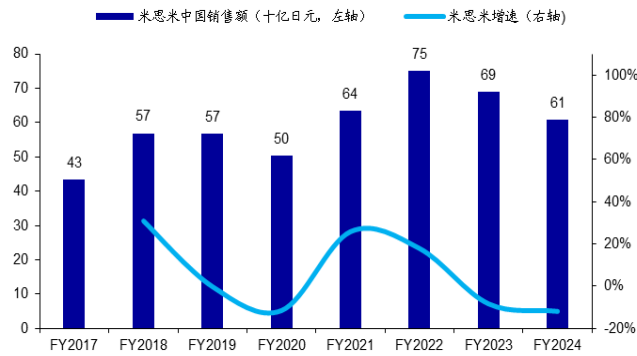
项目	米思米	怡合达
品类	拥有多达 800 垓的商品种类	截至 2023 年年末，已开发涵盖 226 个大类、3880 个小类、180 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系
客户数	2023 年总客户数 320276 家，其中：日本 115934 家，日本以外 204442 家	2023 年度，公司成交客户数 36900 家
交期	日本国内标准交货日期为 2 天，交期遵守率 99.96%	90%标准件可实现 3 天内发货
作品著作权	米思米（中国）公开披露的作品著作权共 27 项	公开披露的作品著作权共 9 项
专利权	米思米（中国）公开披露的专利权 149 项	截至 2023 年年末共有专利 642 项，其中：发明专利 1 项、实用新型专利 518 项、外观设计专利 117 项
营业收入	2024 财年，中国市场收入为 609 亿日元	2023 年公司收入为 28.8 亿元
毛利率	2024 财年，公司毛利率为 45.53%	2023 年公司毛利率为 37.95%

资料来源：怡合达招股说明书、怡合达 2023 年报、2024 半年报、米思米 2023、2024 财年年报、Wind、HTI

通过内生动力，FA 一站式供应商市场份额持续提升，怡合达份额提升更快。根据怡合达 2023 年 9 月 25 日-10 月 12 日投资者关系活动记录表，据统计自动化设备的零部件市场规模大概 2250-2500 亿元左右，公司产品可覆盖其中 40%的非核心零部件。经过公司的努力，40%的非核心零部件中有部分是可以模块化的进行标准化的，即 FA 业务，这个比例目前在 7-8%左右，未来预计可以提升至 12%-15%左右。剩下 25-30%是无法标准化的即 FB 业务。目前，公司 FA+FB 产品能够覆盖客户设备 BOM 表的金额占比约为 20%左右，因而公司在客户设备 BOM 上的金额占比仍然有较大的提升空间。

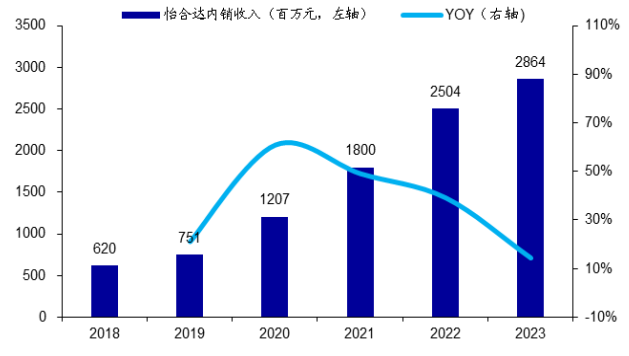
我们认为，米思米和怡合达均通过持续对非标产品进行标准化，扩宽产品谱系，不断提高 FA 一站式采购在整体自动化零部件市场中的渗透率、提高自身的市场份额。近年来，不论米思米还是怡合达的收入增速均高于中国通用机械零部件行业产值增速（图 17），说明其市场份额在不断提升。其中，怡合达收入增速相较米思米中国更显优势：米思米中国 2021 财年至 2024 财年营业收入年均复合增长率为-1.42%，怡合达 2020 年至 2023 年内销年均复合增长率为 33.36%。

图27 2017-2024 年米思米中国收入及增速



资料来源: Wind, 米思米 2017-2024 财年年报, HTI

图28 2017-2023 年怡合达内销收入及增速



资料来源: 公司 2023&2021 年报、公司招股说明书, HTI

3. 公司壁垒：不断巩固产品和供应链两大核心优势

我们认为，FA 一站式供应的商业模式的核心壁垒主要为产品定义能力和供应链管理能 力，前者为企业是否能够持续吸引新客户、提升在既有客户的供应份额的基础，后者为企 业在业务不断扩张的过程中保持一站式供应商业模式低成本、高质量、短交期的优势、增 强客户粘性的必要条件。公司的经营业绩体现了其强大的产品定义能力和供应链管理能 力。

3.1 产品定义能力强，持续丰富 SKU

公司形成了独具特色并富有竞争力的产品开发体系。根据公司招股说明书，FA 工厂自 动化零部件需求具有专业化、个性化、多样化特点，只有通过持续的产品开发，强化和充 实自动化零部件产品体系，才能不断满足客户多样化的采购需求。基于广泛工程师使用群 体和客户数量，公司以产品标准体系为基础，持续对原有非标准型号产品标准化，已有标 准型号产品系列化、模块化，形成了独具特色并富有竞争力的产品开发体系。同时，公司 区分客户应用场景进行深度标准化、模块化开发，并根据 3D 模型下载、客户现场走访调 研反馈、电商平台数据，持续优化产品品类，强化产品适用性。

公司从产品线宽度和单项产品深度两个维度开展产品开发工作。根据公司招股说明书， 公司从产品线宽度和单项产品深度两个维度开展产品开发工作。其中：在产品线宽度方面， 公司侧重于提升细分品类 SKU 数量和各品类产品的客户购买覆盖率（即单项产品的成交客 户家数/总成交客户家数），由产品中心按照细分品类进行产品开发工作，确定选型标准， 并完成新产品立项申请工作。在单项产品深度方面，公司侧重对产品工艺、性能和技术 的研究，研发中心从工艺、材料、性能、精度、成本等方面着手，持续深化对自动化设备零 部件细分品类产品的理解和运用，掌握各项产品研发、生产的技术特性。

公司持续丰富产品 SKU，为业务扩张提供基础。根据公司 2022 年报、2023 年半年报， 公司自成立以来即深耕自动化设备行业，深入研究国内设备行业对零部件的应用场景，熟 悉国内自动化设备对零部件需求特性，持续强化产品在下游不同应用领域和场景的适用性， 有较强的产品定义能力。**公司覆盖产品 SKU 数量不断提升**，截至 2024 年 6 月，公司共下 设 90 个产品中心，已成功开发涵盖 226 个大类、3880 个小类、180 余万个 SKU 的 FA 工厂 自动化零部件产品体系。

图29 公司产品选型目录手册历程



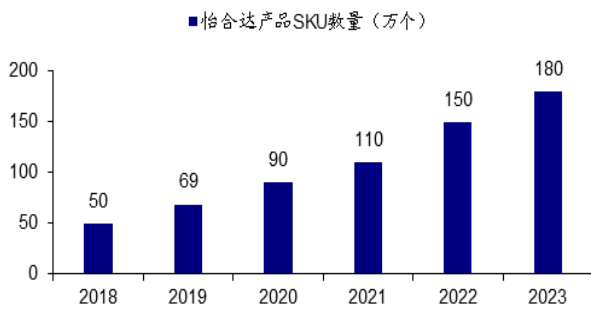
资料来源：公司招股说明书，HTI

图30 公司出版产品手册确立标准



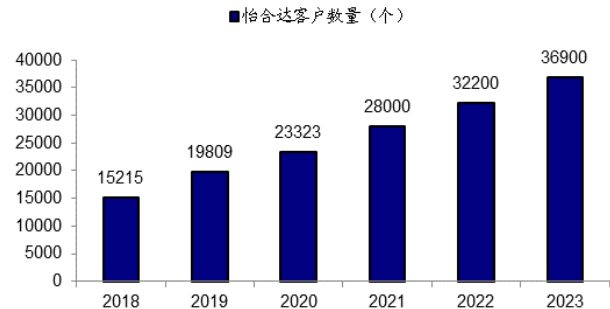
资料来源：公司招股说明书，HTI

图31 2018-2023 年怡合达产品 SKU 数量 (万个)



资料来源：怡合达招股说明书、2021-2023 年度报告，HTI

图32 2018-2023 年怡合达客户数量



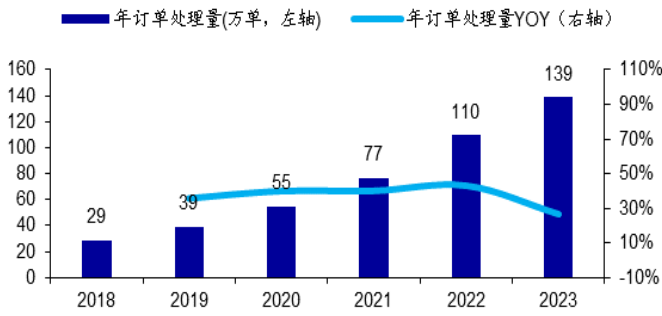
资料来源：怡合达招股说明书、2021-2023 年度报告，HTI

产品不断丰富的背景下，服务客户数量持续增加。公司历年服务的客户数量持续增加。2023 年，公司服务客户数超过 3.69 万家。一旦某一自动化零部件供应商能够在产品丰富度、品质和交期等方面满足客户一站式采购需求，在双方展开合作后，客户一般不会轻易更换供应商。我们认为，随着产品丰富度提升，公司能够满足更多客户需求，不断积累的客户资源，将为公司深化具体行业应用场景、开发新产品提供方向，产品优势和客户优势相互巩固，有助于公司维持行业竞争力。

3.2 供应链管理支持业务规模不断扩大

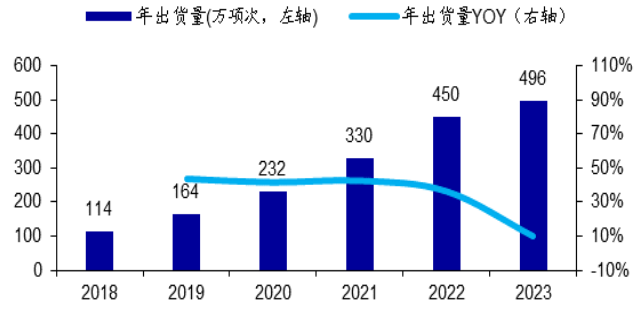
强大的供应链管理加持下，业务规模不断扩大的同时保持高质量交付。根据公司招股说明书、2023 年年报，公司建立了自制供应、OEM 供应和集约化采购的产品供应体系，通过供应商开发、品质管控和仓储分拣管理，不断强化供应链能力，确保客户订单能够得到及时、准确、高质量的交付。历年来公司订单处理量和出货量均实现稳健增长。2023 年，公司年订单处理量约 140 万单，年出货总量超过 500 万项次。截至 2023 年末，公司已通过 ISO9001: 2015 质量管理体系认证，供应商来料检验合格率和自制品检验合格率控制在 98.8% 以上，品质客诉率低于 0.5%。

图33 2018-2023 年公司订单处理量及增速



资料来源：怡合达招股说明书、2021-2023 年度报告，HTI

图34 2018-2023 年公司年出货量及增速



资料来源：怡合达招股说明书、2021-2023 年度报告，HTI

根据公司招股说明书，公司建立了自制供应、OEM 供应和集约化采购的产品供应体系，通过供应商开发、品质管控和仓储分拣管理，不断强化供应链能力，确保客户订单能够得到及时、准确、高质量的交付。其中，对于部分市场上供应零散、无统一标准型号的 FA 工厂自动化零部件，公司一般进行自制或 OEM 供应；对部分市场上已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动化零部件，公司一般进行集约化采购供应。

自制供应：如果 FA 物料设计缺少统一标准，产品系列多、可选型号广，公司选定部分型号产品，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，以加快订单响应速度。

OEM 供应：如果综合考虑市场需求、产能、生产成本、质量、交期等因素后，能够开发有合作意愿和能力的生产制造企业进行 OEM 生产，公司将采用 OEM 采购的模式。在 OEM 供应下，基于对客户应用场景和产品特性的研究，确定产品研发定型和工艺标准，将主要的生产工序交由 OEM 厂商完成。OEM 厂商根据提供的设计图纸、BOM 清单、工艺标准、质量标准等进行生产并交付成品。

集约化采购：为满足客户一站式采购需求，公司对部分已有标准型号或成熟品牌的 FA 工厂自动化零部件进行集约化采购。

图35 怡合达一站式采购模式下的产品供应方式



资料来源：公司招股说明书，HTI

定增募投项目进一步提升自制产能和供应链能力：根据公司 2023 年度向特定对象发行股票募集说明书，公司拟募集不超过 26.5 亿元，用于公司智能制造供应链华南中心二期项目，以及公司智能制造暨华东运营总部项目的建设。通过两个募投项目，公司将 1) 增强出货交付的供应链能力，为下游市场需求增长做战略性部署，2) 进一步提升 FA 工厂自动化零部件和 FB 非标零部件的自制生产能力，为未来业务的扩张提供充足的产能基础。

4. 公司布局：多行业+FB 市场开拓；加快海外市场拓展

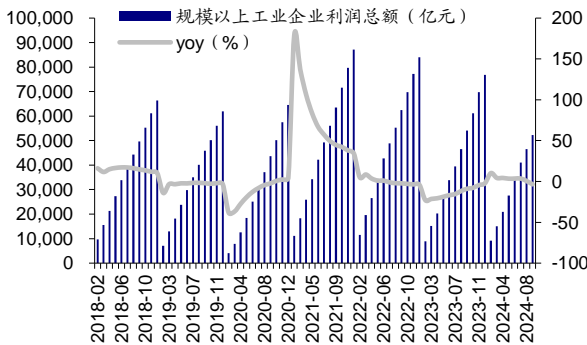
我们认为，怡合达已在 FA 工厂自动化零部件市场，尤其是在新能源等优势行业体现其商业模式优势。未来公司有望：**1) 行业层面**：受益于 AI 新品周期带来的 3C 行业资本开支结构性机遇和制造业整体资本开支回暖；新能源锂电业务企稳回升，长期增长前景明朗；提升在光伏、半导体等行业的市场份额，获取等丰富的成长驱动力，**2) 产品层面**：通过全链路数字化提供交付及时、品质稳定、成本较低的非标零部件一站式服务，将 FB 非标零部件打造为新的增长点，**3) 区域层面**：抓住中国企业出海机遇、拓展海外市场，打造全球布局的自动化零部件一站式供应平台。

4.1 行业层面：有望受益制造业回暖和 3C 结构性机遇；新能源逐步企稳

从行业层面，我们认为公司的增长点包括：受益于 AI 新品周期带来的 3C 行业资本开支结构性机遇和制造业整体资本开支回暖；此外；新能源锂电业务有望企稳回升，中长期具备成长空间；中长期提升在光伏、半导体等行业的市场份额。公司下游行业结构更加多元、抗风险能力加强。

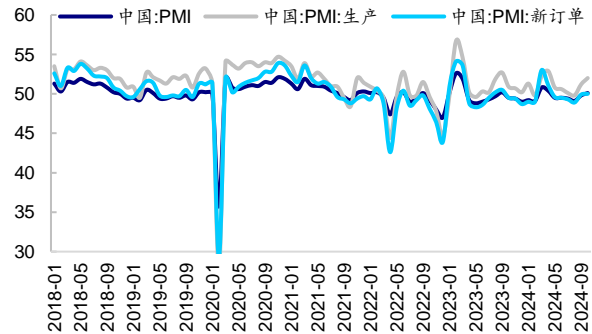
整体制造业：期待企稳回暖。公司作为国内领先的 FA 工厂自动化零部件一站式供应平台，对外部环境的变化具有快速调整能力，具备快速响应能力。2024 年 1-10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 58680.4 亿元，同比下降 4.3%。2024 年 5-9 月，制造业 PMI 一直处于收缩区间，10、11 月份 PMI 回到荣枯线之上。我们认为，虽然今年工业经济整体承压，制造业景气度未展现改善趋势；但往未来看，随着宏观经济政策的加码、大规模设备更新和消费品以旧换新政策的持续落地，工业经济、制造业景气度和资本开支有望回暖，提升自动化设备市场需求，公司新能源、3C 等主要下游行业以外的其他业务也将受益。

图36 中国工业企业利润



资料来源：Wind, HTI

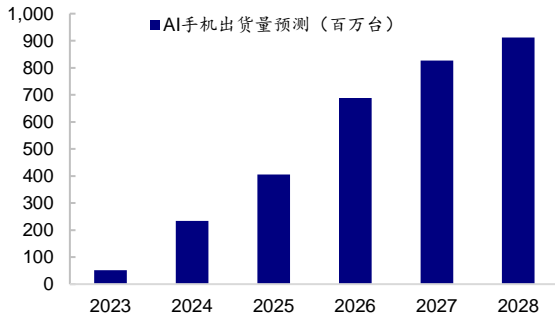
图37 中国制造业 PMI



资料来源：Wind, HTI

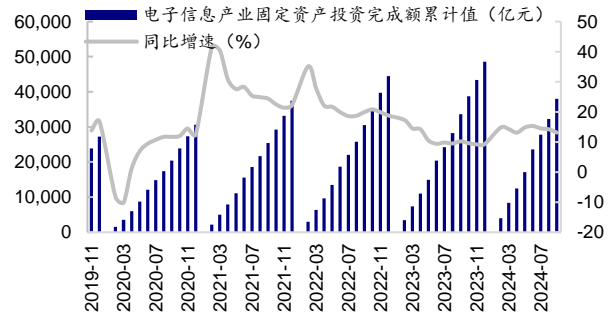
3C 行业有望成为公司主要业绩驱动：近年来，以大语言模型为代表的 AI 技术取得了令人瞩目的进展，消费电子行业带来了新一轮的发展机遇。2023 年下半年以来，全球消费电子市场稳步迈入 AI 时代，越来越多的手机、PC、Pad 等移动终端借助端侧 AI 应用的赋能，在产业复苏周期的共振下，市场需求被进一步激活，预计消费电子市场仍有较大的发展潜力。IDC 预测，到 2028 年，全球 AI 手机出货量将达到 9.12 亿台，2023-2028 年 CAGR 达到 78.4%。2024 年上半年，3C 行业超越新能源锂电成为公司第一大下游，短中期看，公司有望支持下游 3C 行业客户，把握 AI 新产品周期，实现 3C 业务较快收入增长。

图38 IDC对2023-2028全球AI手机出货量的预测



资料来源: IDC, HTI

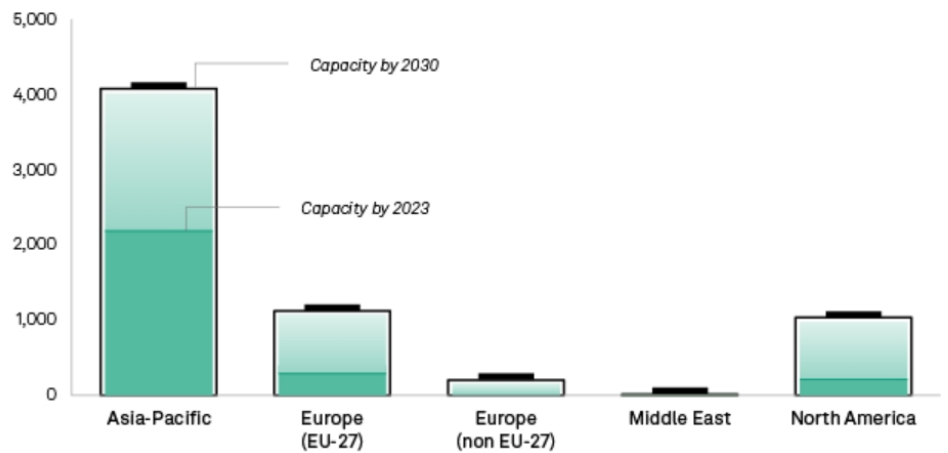
图39 中国电子信息产业固定资产投资完成额



资料来源: Wind, HTI

锂电新能源业务有望企稳回升，长期前景明朗：2019-2022年，公司来自新能源行业的收入从1.19亿元增长至8.77亿，三年CAGR高达94.5%，在公司的收入占比从16%提升至35%。2023年以来，下游锂电行业受到扩产周期影响，导致需求面临阶段性收缩，公司新能源锂电业务受到较大影响。我们认为，新能源锂电业务压力最大的时候已经过去；长期看，随着中国锂电池企业出海布局加快，以及海外锂电行业的发展，公司下游锂电行业资本开支有望企稳回升，从而带动公司新能源锂电业务企稳回升。根据S&P Global统计，截至2023年3月，全球锂电池产能共计2.8TWh，2030年将达到6.5TWh。其中，中国仍将贡献主要增量，但2023-2030年间其锂电池扩产速度将慢于北美和欧洲——这两个地区的新增产能CAGR预计分别为22%和16%。公司看重新能源锂电、3C手机等中国优势产能出海，将出海业务作为重要战略进行布局，其新能源锂电业务有望长期受益。

图40 2023和2030年锂电池产能，分地区



资料来源: S&P Global, HTI

长期看，公司提升在光伏、半导体、医疗等行业的市场份额，获取更稳健增长：和新能源锂电、3C行业相比，公司在光伏、半导体等行业的收入规模较小，未来有较大的提升空间。根据公司2023定增募资说明书（注册稿），自动化设备客户对于非标零部件的定制需求一直较为旺盛，尤其光伏、半导体等行业涉及淬火、热处理、镀膜等工艺的自动化设备有更大比例的定制化零部件需要，而非直线运动、传动等标准运动执行零件。随着公司深化对光伏、半导体等细分行业FA产品的开发，以及对FB事业的投入，期待公司的市场份额不断提升，同时也减少下游行业资本开支波动对业务的影响。

图41 2018-2024 年中国光伏设备行业市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院援引 CPIA, HTI

图42 中国半导体设备市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院援引 SEMI, HTI

4.2 产品层面: FB 非标零部件有望成为新增长点

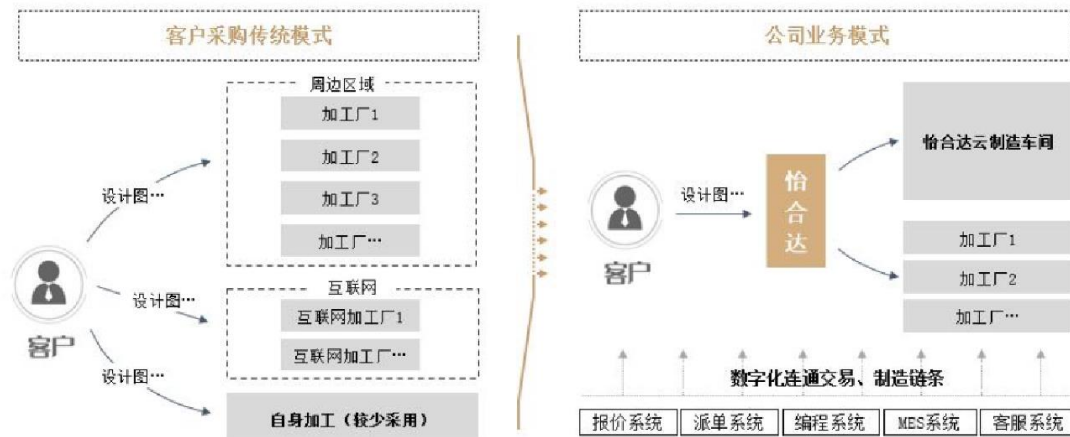
FB 非标零部件需求量大、传统供需模式痛点多。根据公司《申请定增的审核问询函回复报告(修订稿)》、《2023年9月25日-10月12日投资者关系活动记录表》，机械加工工件产品类别中的非标零部件呈现出未有标准型号、定制化程度高、需要单独生产加工以及单散件等特征，与标准型号零部件产品的设计、生产、销售等存在较大差异。在非标零部件传统采购模式下，客户单独设计各种零部件，向多家供应商进行采购。自动化设备的零部件市场规模大概 2250-2500 亿元左右，公司产品可覆盖其中 40%的非核心零部件。经过公司的努力，40%的非核心零部件中有部分是可以通过模块化进行标准化的，即 FA 业务，剩下 25-30%是无法标准化的，即 FB 业务。

根据 2023 年公司定增募资说明书(注册稿)，长期以来，非标零部件行业下游客户需求具有人工报价、价格不透明，品质无保证，交期不稳定，人工编程导致的效率低、成本高，以及单散件难采购，采购体验差等特征，而上游从事加工、制造的加工商企业普遍呈现规模偏小，规模难扩大，订单不稳定，收取货款难度大，激烈竞争、价格低以及过度依赖技术员等特点，上下游之间存在供需长期难以有效满足的矛盾，整体产业链效率较低下。

通过全链路数字化，公司致力于提供一站式 FB 服务。根据公司《申请定增的审核问询函回复报告(修订稿)》，针对自动化设备领域客户的非标零部件刚性需求，公司致力于通过全链路数字化提供交付及时、品质稳定、成本较低的非标零部件一站式服务。在收到客户非标零部件需求订单后，公司根据自身云制造车间与外部加工商的产能利用情况以及生产加工能力，通过自身派单系统派发相关订单。对于自制的非标零部件，公司专注于通过系统自动报价、自动编程、提升生产加工环节自动化程度的方式，以提高运营、生产加工效率，系统降低非标零部件的成本。对于向外部加工商派发的加工订单，公司专注于通过输出数字化能力减少外部加工商对其前端人工报价、人工编程的依赖以及成本，以提升产业链资源利用效率。

公司 FB 业务增长势头强劲。2021 年开始，公司加大提供非标零部件产品的力度，2021 年非标零部件收入 1764.77 万元，2022 年收入增长 307%至 7181.08 万元，2023 年收入同比增长 117%达到 1.56 亿元，增长势头强劲。

图43 怡合达 FB 非标零部件产品经营模式



资料来源：关于公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复报告，HTI

定增项目投入 FB 云制造车间，增加非标零部件制造产能。根据公司《2023 年度向特定对象发行股票募集说明书(注册稿)(2024 年 1-6 月财务数据更新版)》以及《公司创业板向特定对象发行股票发行情况报告书》，公司已实际募集资金 8.64 亿元、拟投资共 26.95 亿元，用于公司智能制造供应链华南中心二期项目，以及公司智能制造暨华东运营总部项目的建设。除了提升 FA 工厂自动化零部件自制生产能力，公司也将通过这两个项目分别建设 FB 云制造车间，增加非标零部件制造产能，进一步满足客户个性化需求。

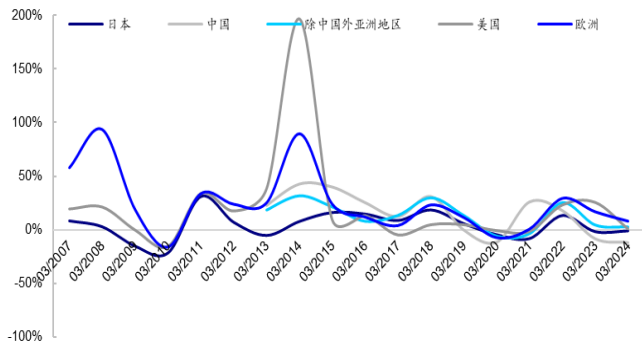
4.3 区域层面：加快海外市场拓展

抓住中国企业出海机遇，加快拓展海外市场。过去十几年，公司的业务区域重点在国内，随着国内供应链持续完善，中国企业海外布局也是趋势所在。公司在 2021 年开始探索海外布局，在 2023 年加大了海外业务的投入。国内优质完善的供应链在全球制造体系具有竞争优势，公司在国内积累了较强的 FA 体系综合供应能力，且海外市场规模较大，因此公司将持续推动海外业务布局。2023 年度，公司在包括越南、印度尼西亚、印度、日本、泰国、韩国、新加坡等在内的亚洲地区的收入为 1,345.51 万元，较 2022 年度增加了 185.25%。

公司将抓住中国优势产能海外重构的机遇，采用多种模式加快拓展海外市场，从标准认证、品牌渠道、品质服务、供给模式、市场运作等方面，完成从“产品、技术及服务出海”到“全球化布局”的能力适配，致力于为全球设备零部件采购提供一站式供应链支持，打造在全球范围内的选型标准影响力。

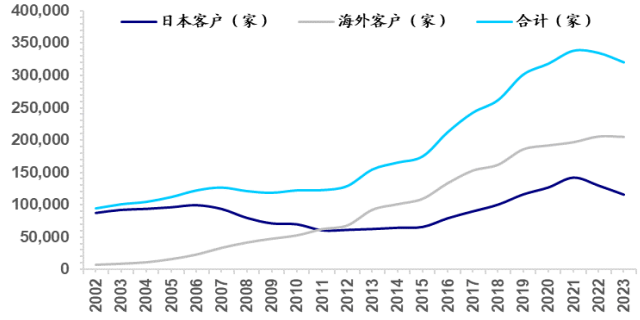
参考米思米的成长路径，过去十几年来，海外市场为其提供了更强大的增长动力，海外客户数量、海外收入占比持续提升。我们认为，怡合达有望发挥其国内市场沉淀下来的产品定义和供应链管理的经验，借助中资企业出海浪潮，将其可达市场拓展到海外，打造全球布局的自动化零部件一站式供应平台。

图44 米思米国内外收入趋势 (yoy)



资料来源: BBG, HTI

图45 米思米国内外客户数量 (家)



资料来源: 米思米年报, HTI

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 25.13/28.84/33.26 亿元, 同比-12.8%/+14.8%/+15.3%; 2024/2025/2026 年归母净利润为 4.27/5.09/6.08 亿元, 同比-21.8%/+19.3%/+19.5%。关键假设如下:

新能源锂电: 1) 行业层面, 考虑 2023 年以来国内锂电池行业进入阶段性产能过剩时期, 国内锂电设备需求下降。另一方面, 海外需求增长: 日韩为主导的锂电池企业不断加大在美国、欧洲和东南亚的产能扩建, 海外本土电池企业不断涌现, 国内电池厂也纷纷开拓海外市场, 锂电设备公司加快出海步伐。2) 公司层面: 公司在新能源行业的下游客户为电池和电池设备生产厂家, 有望跟随下游客户打开海外业务空间、提升盈利能力, 我们预计公司新能源行业 2024/2025/2026 营收同比增长-50%/+5%/+5%。

3C: 1) 行业层面, 2023 年下半年以来, 全球消费电子市场稳步迈入 AI 时代, 越来越多的手机、PC、Pad 等移动终端借助端侧 AI 应用的赋能, 在产业复苏周期的共振下, 市场需求被进一步激活, 预计消费电子市场仍有较大的发展潜力。2) 公司层面, 有望把握产业复苏周期, 实现 3C 手机业务较快收入增长, 预计 3C 行业 2024/2025/2026 营收同比增长+25%/+30%/+20%。

光伏: 1) 行业层面, 当前光伏产业链面临供应过剩的挑战, 供给侧处于出清阶段, 光伏设备行业进入调整期。2) 公司层面, 公司在光伏行业的下游客户为太阳能发电、光伏发电站及相关设备生产厂家, 预计短期内将受到行业资本开支下滑的影响, 预计公司光伏行业 2024/2025/2026 营收同比增长-55%/-40%/0%。

表 5 公司业务预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)						
新能源	465	877	890	445	467	491
光伏	96	157	422	190	114	114
3C	463	569	593	741	963	1,156
汽车	187	202	193	251	314	377
半导体		84	123	148	178	213
其他行业	592	626	659	692	762	838
合计	1,803	2,515	2,881	2,513	2,884	3,326
收入增长率 (%)						
新能源		88.56	1.51	-50.00	5.00	5.00
光伏		64.81	168.31	-55.00	-40.00	0.00
3C		22.77	4.27	25.00	30.00	20.00
汽车		7.82	-4.11	30.00	25.00	20.00
半导体			46.37	20.00	20.00	20.00
其他行业		5.72	5.34	5.00	10.00	10.00
合计		39.49	14.58	-12.80	14.79	15.31
分部毛利率 (%)						
新能源	37.10	36.19	34.52	27.00	29.00	31.00
光伏			33.75	32.00	31.00	31.00
3C	42.07	41.42	37.48	35.50	36.50	37.50
汽车	43.75			40.00	40.00	40.00
半导体				38.00	39.00	40.00
其他行业				43.50	44.50	45.50
综合毛利率	41.57	39.08	37.95	35.90	36.63	37.24

资料来源：公司 2021-2023 年年报，HTI

5.2 估值

考虑公司下游自动化设备应用广泛，终端需求涵盖较多行业，我们选取同样为自动化设备、自动化产线上游的工控、工业机器人，以及商业模式可比的 MRO 供应商为可比公司。我们给予公司 2025 年 33 倍 PE 估值，给与目标价 26.5 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值 (2025/01/08)

公司简称	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (百万元)		PE (倍)		PB (倍)	
		2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
汇川技术	1529	5,062	6,067	30.20	25.20	5.33	4.52
威亨国际	51	227	288	22.51	17.76	2.94	2.65
埃斯顿	152	36	184	420.68	82.48	5.49	5.17
平均值				157.80	41.81	4.59	4.11

资料来源：Wind, HTI; 注：可比公司 2024、2025 年归母净利润来自 wind 一致预测。

6. 风险提示

1) 下游行业资本开支不及预期: 自动化零部件下游自动化设备广泛用于新能源、光伏、3C、汽车等行业, 如果这些行业的终端需求不足、资本开支不及预期, 自动化零部件需求将受到影响, 使得公司业绩不及预期;

2) 公司在下游行业的拓展不及预期: 如果公司在光伏、半导体等行业的业务开拓不及预期, 则公司的短期、长期增长驱动力不足, 公司业绩将受到影响;

3) 公司拓展非标零部件业务不及预期: FB 非标零部件为自动化零部件市场的重要组成部分, 公司在 FB 领域处于起步阶段, 如果公司在 FB 市场拓展不及预期, 公司短期业绩、长期空间都将受损;

4) 行业竞争加剧: 如果 FA 工厂自动化零部件行业竞争加剧, 可能会对公司的产品价格、毛利率水平产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	2,881	2,513	2,884	3,326
每股收益	0.86	0.67	0.80	0.96	营业成本	1,788	1,611	1,828	2,087
每股净资产	5.32	6.54	7.01	7.56	毛利率%	37.9%	35.9%	36.6%	37.2%
每股经营现金流	0.65	1.12	0.93	1.05	营业税金及附加	19	17	19	22
每股股利	0.40	0.28	0.34	0.41	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	143	141	159	180
P/E	27.02	34.54	28.96	24.24	营业费用率%	5.0%	5.6%	5.5%	5.4%
P/B	4.37	3.55	3.32	3.07	管理费用	190	193	216	243
P/S	4.66	5.87	5.11	4.43	管理费用率%	6.6%	7.7%	7.5%	7.3%
EV/EBITDA	20.16	23.31	19.19	15.99	EBIT	613	455	552	666
股息率%	1.7%	1.2%	1.5%	1.7%	财务费用	-5	-30	-27	-25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-1.2%	-0.9%	-0.8%
毛利率	37.9%	35.9%	36.6%	37.2%	资产减值损失	-8	-3	-3	-4
净利润率	18.9%	17.0%	17.6%	18.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	17.8%	10.3%	11.5%	12.7%	营业利润	618	485	579	691
资产回报率	15.4%	10.3%	10.5%	11.6%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	17.4%	9.6%	10.9%	12.2%	利润总额	621	485	579	692
盈利增长 (%)					EBITDA	685	549	675	816
营业收入增长率	14.6%	-12.8%	14.8%	15.3%	所得税	75	59	70	84
EBIT 增长率	10.1%	-25.7%	21.2%	20.8%	有效所得税率%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
净利润增长率	7.7%	-21.8%	19.3%	19.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	546	427	509	608
资产负债率	15.8%	11.1%	11.7%	12.2%					
流动比率	4.73	6.47	5.66	5.07	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	3.87	5.61	4.80	4.21	货币资金	1,112	1,944	1,807	1,707
现金比率	1.99	3.88	3.18	2.63	应收账款及应收票据	816	660	715	821
经营效率指标					存货	471	422	476	541
应收账款周转天数	101.52	105.61	85.82	83.12	其它流动资产	249	214	216	216
存货周转天数	108.12	99.81	88.44	87.66	流动资产合计	2,649	3,241	3,214	3,284
总资产周转率	0.81	0.60	0.59	0.63	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.17	3.27	3.06	2.88	固定资产	696	841	1,042	1,268
					在建工程	100	385	584	724
					无形资产	136	131	126	121
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	非流动资产合计	1,000	1,428	1,816	2,176
净利润	546	427	509	608	资产总计	3,649	4,669	5,030	5,460
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	1	1	1	1
非现金支出	84	100	130	158	应付票据及应付账款	402	362	411	470
非经营收益	1	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-254	180	-50	-98	其它流动负债	156	137	156	177
经营活动现金流	376	707	588	667	流动负债合计	560	501	568	648
资产	-228	-510	-510	-510	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	16	18	18	18
其他	0	-13	0	0	非流动负债合计	16	18	18	18
投资活动现金流	-228	-523	-510	-510	负债总计	576	519	586	667
债权募资	0	-5	0	0	实收资本	578	634	634	634
股权募资	0	864	0	0	归属于母公司所有者权益	3,073	4,150	4,443	4,794
其他	-163	-212	-216	-258	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	-163	648	-216	-258	负债和所有者权益合计	3,649	4,669	5,030	5,460
现金净流量	-15	832	-137	-100					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为1月8日; (2)以上各表均为简表
资料来源: 公司年报(2023), HTI

APPENDIX 1**Summary**

Yiheda is a leading one-stop supplier of FA factory automation parts in China, with a wide range of downstream applications.

Earnings inflection point has arrived: Down pressure from new energy industries has reduced. 3C and other industries shall lead growth. The company could resume steady growth ahead.

Long-term growth potential huge: The company continues to improve product definition capabilities and supply chain management capabilities to enhance core competitiveness. The company has pursued penetration in semiconductor and multiple other industries, explore into the non-standard components market (FB), and accelerate overseas expansion, which are expected to drive growth the long-term.

Earnings forecast and valuation: We forecast revenue of 2.5/2.9/3.3 billion yuan in 2024/2025/2026, representing year-on-year change of -12.8%/+14.8%/+15.3%, and net profit of 427/509/608 million yuan, representing year-on-year change of -21.8%/+19.3%/+19.5%. We value the company at 33x 2025 PE, generating our target price of 26.5 yuan. We initiate the company with an “outperform” rating.

Risks: downstream industry capital expenditure not as expected, the company's expansion in the downstream industry not as expected, the company's expansion in the FB market not as expected, intensified competition, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company is a supplier for new energy sectors such as li-ion battery and solar energy.

Social:

The company dedicates to provide high-quality products with attractive prices, and reduce costs associated with inefficient supply chain

Governance:

The company has a good corporate governance record.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，王坤阳，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyang Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 002594.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002594.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002594.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002594.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

002594.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's

评级分布 Rating Distribution

views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

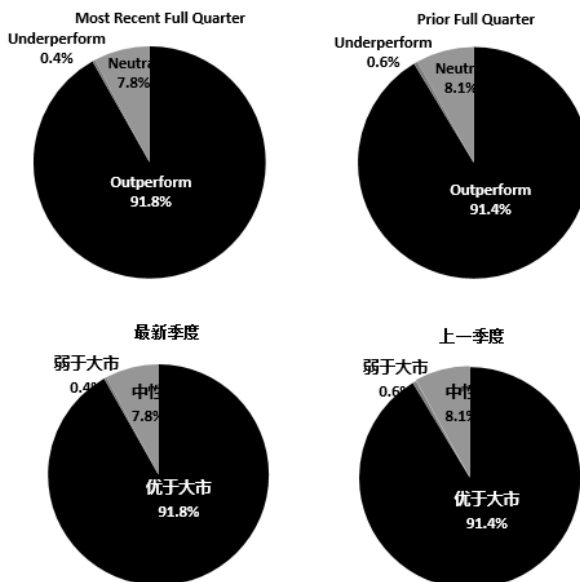
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面

和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话：(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
