

## 怡合达 (301029.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 锂电、汽车增速亮眼，毛利率进一步恢复

中游制造/机械

当前股价: 27.42 元

2025H1 业绩: 收入 14.61 亿元, 同比+18.68%, 归母净利润 2.82 亿元, 同比+26.49%, 扣非归母净利润为 2.76 亿元, 同比+25.45%。

2025Q2 业绩: 收入 8.41 亿元, 同比+21.79%, 环比+35.65%; 归母净利润 1.6 亿元, 同比+26.5%, 环比+31.3%; 扣非归母净利润 1.54 亿元, 同比+23.64%, 环比+25.67%。

□ 上半年锂电、汽车收入同比增长 50%+。上半年锂电收入占比 22%，同比+53%，受益于比亚迪、宁德等头部客户扩产；汽车占比 12%，同比+53%；3C 手机同比-4%，主要受苹果“小年”新机改款有限及关税政策不确定性导致果链设备商资本开支放缓影响；半导体占比 5%，同比+28%；光伏占比 4%，同比-60%。

□ 毛利率显著恢复。公司上半年毛利率为 39.1%，同比+3.46pct，净利率为 19.28%，同比+1.19pct；Q2 单季度毛利率为 39.83%，同比+3.72pct，环比+1.73pct，净利率为 19.02%，同比+0.71pct，环比-0.62pct。公司主要通过优化 FA 产品结构，提升高毛利产品占比、发展组件类产品，解决微定制化需求提升毛利率。公司开拓海外市场和 FB 业务，因此净利率提升幅度低于毛利率。

□ FB 业务稳步发展。上半年公司引入 AI 大模型图像识别技术，实现 2D/3D 图纸联动报价，识别算法迭代 30 多个版本；自动编程功能持续完善，支持钣金折弯、激光切割等工艺。

□ 海外收入同比增幅较高。上半年公司海外营收 518.2 万元，同比增长 126%，海外成交客户数量 79 家，同比增长 71.74%。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。展望未来，锂电下游客户仍有扩产及出海需求，3C 增量需求来自 VR/AR 设备及苹果设备打样，汽车受益于新车型推出+技术迭代，预计公司业绩将维持较快增长。我们预计 2025-2027 年公司收入为 29/35/38.5 亿元，同比增长 16%/21%/10%，归母净利润为 5.2/6.3/7.3 亿元，同比增长 28%/21%/16%，对应 PE 为 33.5/27.6/23.7x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：制造业景气度恢复不及预期、公司 FB 及海外业务开拓不及预期、市场竞争加剧。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2881	2504	2898	3502	3853
同比增长	15%	-13%	16%	21%	10%
营业利润(百万元)	618	455	584	708	825
同比增长	7%	-26%	28%	21%	16%
归母净利润(百万元)	546	404	519	629	732
同比增长	8%	-26%	28%	21%	16%
每股收益(元)	0.86	0.64	0.82	0.99	1.15
PE	31.9	43.0	33.5	27.6	23.7
PB	5.7	4.2	3.9	3.6	3.3

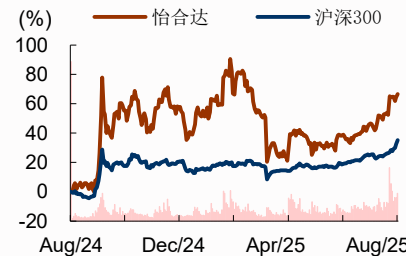
资料来源: 公司数据、招商证券

## 基础数据

总股本(百万股)	634
已上市流通股(百万股)	462
总市值(十亿元)	17.4
流通市值(十亿元)	12.7
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	11.0
资产负债率	13.1%
主要股东	金立国
主要股东持股比例	19.67%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-8	62
相对表现	7	-22	28



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《怡合达 (301029) —经营拐点初现, Q3 单季度净利润增速转正》2024-10-31
- 《怡合达 (301029) —光伏增速亮眼, 盈利能力维持稳定》2023-08-31

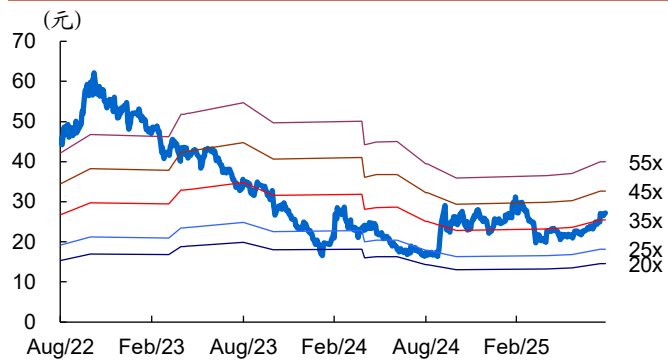
郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

朱艺晴 S1090524060001

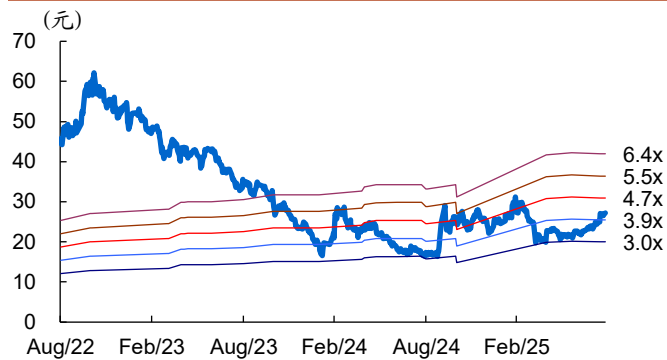
zhuyiqing@cmschina.com.cn

图 1: 怡合达历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 怡合达历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2649	3437	3784	4240	4687
现金	1112	1833	2032	2185	2468
交易性投资	0	300	300	300	300
应收票据	2	6	7	9	9
应收款项	814	768	854	1032	1135
其它应收款	3	2	3	3	4
存货	471	466	518	626	678
其他	247	61	71	85	94
<b>非流动资产</b>	1000	1233	1279	1330	1385
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	696	656	618	582	550
无形资产商誉	136	133	119	107	97
其他	168	445	542	640	738
<b>资产总计</b>	<b>3649</b>	<b>4670</b>	<b>5063</b>	<b>5569</b>	<b>6072</b>
<b>流动负债</b>	560	546	610	722	775
短期借款	1	0	0	0	0
应付账款	402	437	499	604	654
预收账款	37	26	30	37	40
其他	120	83	81	82	82
<b>长期负债</b>	16	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>576</b>	<b>558</b>	<b>623</b>	<b>734</b>	<b>787</b>
股本	578	634	634	634	634
资本公积金	763	1571	1571	1571	1571
留存收益	1732	1906	2234	2630	3079
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3073	4111	4440	4836	5285
<b>负债及权益合计</b>	<b>3649</b>	<b>4670</b>	<b>5063</b>	<b>5569</b>	<b>6072</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	376	729	471	462	638
净利润	546	404	519	629	732
折旧摊销	64	68	71	66	61
财务费用	1	0	(14)	(17)	(20)
投资收益	0	(0)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(256)	268	(86)	(202)	(117)
其它	22	(12)	5	11	6
<b>投资活动现金流</b>	(228)	(602)	(92)	(92)	(92)
资本支出	(228)	(303)	(117)	(117)	(117)
其他投资	0	(299)	24	24	24
<b>筹资活动现金流</b>	(163)	598	(179)	(217)	(263)
借款变动	(23)	(63)	(3)	0	0
普通股增加	96	56	0	0	0
资本公积增加	(90)	808	0	0	0
股利分配	(144)	(231)	(190)	(233)	(283)
其他	(1)	27	14	17	20
<b>现金净增加额</b>	<b>(14)</b>	<b>724</b>	<b>199</b>	<b>153</b>	<b>283</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2881	2504	2898	3502	3853
营业成本	1788	1621	1855	2242	2427
营业税金及附加	19	16	19	22	25
营业费用	143	137	154	182	193
管理费用	190	203	185	224	247
研发费用	128	108	125	151	166
财务费用	(5)	(32)	(14)	(17)	(20)
资产减值损失	(12)	(17)	(15)	(14)	(15)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	21	21	21	21
投资收益	(0)	0	3	3	3
<b>营业利润</b>	618	455	584	708	825
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	621	456	585	709	826
所得税	75	52	66	80	94
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>546</b>	<b>404</b>	<b>519</b>	<b>629</b>	<b>732</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	-13%	16%	21%	10%
营业利润	7%	-26%	28%	21%	16%
归母净利润	8%	-26%	28%	21%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.9%	35.3%	36.0%	36.0%	37.0%
净利率	18.9%	16.1%	17.9%	18.0%	19.0%
ROE	19.0%	11.3%	12.1%	13.6%	14.5%
ROIC	18.7%	10.4%	11.8%	13.2%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.8%	12.0%	12.3%	13.2%	13.0%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.7	6.3	6.2	5.9	6.0
速动比率	3.9	5.4	5.3	5.0	5.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.3	3.5	3.8	3.9	3.7
应收账款周转率	3.5	3.1	3.5	3.7	3.5
应付账款周转率	3.7	3.9	4.0	4.1	3.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.86	0.64	0.82	0.99	1.15
每股经营净现金	0.59	1.15	0.74	0.73	1.01
每股净资产	4.85	6.48	7.00	7.62	8.33
每股股利	0.36	0.30	0.37	0.45	0.52
<b>估值比率</b>					
PE	31.9	43.0	33.5	27.6	23.7
PB	5.7	4.2	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。