

怡合达(301029)

报告日期: 2025年09月04日

中国 FA 零件一站式龙头，FB+出海业务打开成长空间

——怡合达深度报告

投资要点

- 怡合达: 中国 FA (自动化设备白牌标准零件) 一站式龙头, 对标日本米思米**
 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, 为客户提供“零部件选型+一站式采购”服务。受益于商业模式渗透率的提升和自动化设备行业的贝塔, 公司 2017-2024 年归母净利润 CAGR 为 30%, 从下游看, 3C 为公司最大下游 (占比 29%), 之后依次为锂电 (18%)、汽车 (10%) 等。同时公司近期发布股权激励, 业绩指引为 25-27 年三年营收增速 10%-12%, 毛利率平均每年增长 0.8pct-1pct。
- 业绩端: 公司下游主要行业周期上行, 光伏有望迎来拐点**
 中国 FA 零件市场规模约为 195-293 亿元, 怡合达市占率约为 10%。**光伏收入:** 周期尚未触底, 下滑空间有限; **锂电收入:** 周期出现反转, 预计稳健增长; **3C 收入:** 受益于复苏和创新周期拉动, 预计温和上涨; **汽车收入:** 行业景气上行, 渗透空间较大; **工业机器人收入:** 景气上行, 渗透率+国产化率提升; **半导体收入:** 行业景气上行, 国产化率仍有较大。**竞争格局端,** 米思米为怡合达最大竞争对手, 怡合达与其差距快速缩小, 公司相比其他厂商具有较大领先优势, 护城河逐步拓宽。
- 估值端: 公司 FB 业务和出海业务有望打开远期空间**
FB (自动化设备白牌非标准零件) 业务空间约为公司 FA 业务空间的 2-3 倍, 2024 年市场规模约为 488-585 亿元。公司现有混合型商业模式转型门槛较低, 有望快速撬动蓝海市场。**出海业务**公司有望复刻在中国的成功经验, 从而直接进入米思米已成功教育的东南亚和日本市场, 日本 FA 零件市场规模可达 10.4 亿美元, 东南亚可达 6 亿美元。
- 投资建议: 自动化设备上游核心标的, 基本面向上, 估值有望重塑**
 预计公司 2025-2027 年营业收入为 30、36 和 42 亿元, 期间 CAGR 为 19%; 公司 2025-2027 年归母净利润为 5.0、6.2 和 7.4 亿元, 期间 CAGR 为 22%, 对应当前股价 PE 分别为 32.9/26.5/22.1X, 给予“买入”评级。
- 风险提示**
 FA 业务渗透率提升不及预期; FB 业务进度不及预期; 出海业务进度不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

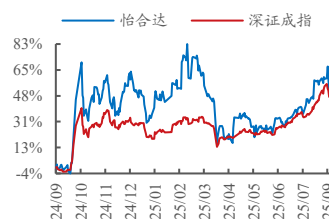
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 孙旭鹏
执业证书号: S1230524080002
sunxupeng01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥25.88
总市值(百万元) 16,413.17
总股本(百万股) 634.20

股票走势图



财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2504.5	2954.6	3581.6	4197.3
(+/-) (%)	-13%	18%	21%	17%
归母净利润	404.4	498.5	620.6	742.3
(+/-) (%)	-26%	23%	25%	20%
每股收益(元)	0.6	0.8	1	1.2
P/E	40.6	32.9	26.5	22.1

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

正文目录

1 中国 FA 一站式龙头，对标日本米思米	5
1.1 公司历史厚积薄发，管理层兼具技术与营销背景	5
1.2 怡合达参考日本米思米打造本土化商业模式	6
1.3 公司 2017-2024 年归母净利润 CAGR 为 30%	7
1.4 股权激励提升营收和盈利能力增长确定性	8
2 公司下游主要行业周期上行，光伏有望迎来拐点	9
2.1 市场规模测算：中国 FA 零件约 195-293 亿元	9
2.2 光伏收入：周期尚未触底，下滑空间有限	9
2.3 锂电收入：周期出现反转，预计稳健增长	9
2.4 3C 收入：受益于复苏和创新周期拉动，预计温和上涨	10
2.5 汽车收入：行业景气上行，渗透空间较大	10
2.6 工业机器人收入：景气上行，渗透率+国产化率提升	11
2.7 半导体收入：行业景气上行，国产化率仍有较大空间	11
2.8 米思米：怡合达最大竞争对手，公司差距快速缩小	12
2.9 其余厂商：公司具有较大领先优势，护城河逐步拓宽	13
3 公司增量：非标业务空间更大，公司商业模式转型成本较低	15
3.1 全球按需制造服务市场规模增速较快	15
3.2 云制造有效解决中国当前行业痛点，有望成为主流形式	15
3.3 对标模板（平台型企业）：海智在线（中国）、Xometry（全球）	16
3.4 对标模板（工厂型企业）：嘉立创（中国）、Fathom（全球）	17
3.5 对标模板（混合型企业）：Proto Labs（全球）	17
4 公司增量：出海跟随米思米脚步，有望复刻国内成功经验	19
4.1 以 3C 为代表的产业逐步从中国向越南转移，市场规模快速增长	19
4.2 怡合达出海首先选择越南和日本，份额有望快速提高	19
5 盈利预测与估值分析	21
6 风险提示	23

图表目录

图 1: 怡合达发展历程厚积薄发.....	5
图 2: 金立国为公司实际控制人(截至 2024 年 12 月 31 日).....	5
图 3: 2019-2024 年公司 SKU 数量 CAGR 为 27.6%.....	6
图 4: 2019-2024 年公司客户数量 CAGR 为 15.1%.....	6
图 5: 2017-2024 年公司营收 CAGR 为 31%.....	7
图 6: 2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 30%.....	7
图 7: 公司盈利能力已出现修复拐点.....	8
图 8: 公司期间费用率维持稳定.....	8
图 9: 公司下游行业营收逐渐多元化.....	8
图 10: 公司线上占比逐步增加.....	8
图 11: 2019-2024 年中国工业自动化市场规模 CAGR 为 13.4%.....	9
图 12: 自动化设备中 FA 零部件价值量占比为 10%-15%.....	9
图 13: 光伏电池片环节产能利用率仅 55%(2024 年).....	9
图 14: 怡合达在光伏板块的渗透率不断提升.....	9
图 15: 锂电行业代表企业产能利用率处于合理区间.....	10
图 16: 怡合达在锂电板块的渗透率不断提升.....	10
图 17: 全球智能终端出货量与苹果资本开支迎来复苏.....	10
图 18: 怡合达在 3C 板块的渗透率不断提升.....	10
图 19: 乘用车销量统计.....	11
图 20: 新能源汽车零售量不断提升.....	11
图 21: 2017-2024 年中国工业机器人产量不断攀升.....	11
图 22: 2013-2027 年全球晶圆厂设备支出不断提升.....	12
图 23: 中国大陆半导体设备市场规模处于上行周期.....	12
图 24: 怡合达和米思米中国区收入差距不断缩小.....	12
图 25: 2024 年米思米 FA 业务占比 34%(2024.3.31-2025.3.31).....	12
图 26: 怡合达与米思米运营能力相比仍有提升空间.....	13
图 27: 怡合达与米思米单员工销售额相比仍有提升空间.....	13
图 28: 2024-2030 年全球按需制造服务市场规模.....	15
图 29: 全球市场主要企业集中度较高.....	15
图 30: 全球按需制造市场以 3D 打印为主.....	15
图 31: 全球按需制造市场以 3C 和汽车为主.....	15
图 32: 云制造平台的运行模式.....	16
图 33: 智能报价模式.....	17
图 34: 敏捷生产供应链.....	17
图 35: Fathom 制造公司各业务线营收占比.....	17
图 36: Proto Labs 商业模式.....	18
图 37: Proto Labs 公司 2024 年各业务线营收占比.....	18
图 38: 制造业向东南亚聚集性转移驱动因素模型.....	19
图 39: 2016-2024 年越南手机产量占全球比重较高.....	19
图 40: 2024 年米思米各地区营收占比(2024.3.31-2025.3.31).....	20
图 41: 怡合达与当前 PE 位于 5 年内 40%分位点.....	22

表 1: 行业共性痛点与怡合达解决方案对照.....	6
表 2: 公司主要产品覆盖各类自动化设备.....	7
表 3: 股权激励考核目标为营收增长 10%-12%，毛利率增长 0.8-1pct.....	8
表 4: 怡合达相比米思米价格较低.....	13
表 5: 怡合达和米思米相比其他 FA 厂商品类覆盖度较高.....	14
表 6: 米思米出海发展历程.....	20
表 7: 预计 2025-2027 年怡合达营收 CAGR 为 19%.....	21
表 8: 预计 2025-2027 年怡合达归母净利润 CAGR 为 22%.....	21
表 9: 怡合达略高于可比公司平均 PE.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

1 中国 FA 一站式龙头，对标日本米思米

1.1 公司历史厚积薄发，管理层兼具技术与营销背景

公司前期专注于打造商业模式，后期业绩快速增长。东莞怡合达自动化股份有限公司成立于 2010 年 12 月，专注于自动化零部件研发、生产与销售，致力于为自动化设备行业提供高品质、低成本、短交期的 FA 工厂自动化零部件一站式供应服务。公司早期聚焦标准化建设与供应链整合，2014 年后逐步构建销售体系，2017 年完成股份制改造并进入快速扩张期，2020 年起设立多个细分行业事业部，2021 年 7 月在深交所创业板成功上市。同年先后建成华东新区园区、华南新区园区以及自动化零部件智能仓储。2022 年成为东莞市标准与产业融合促进会会员单位，2023 年成为服务型制造示范企业，2024 年怡合达智能制造供应链华南中心二期项目封顶。

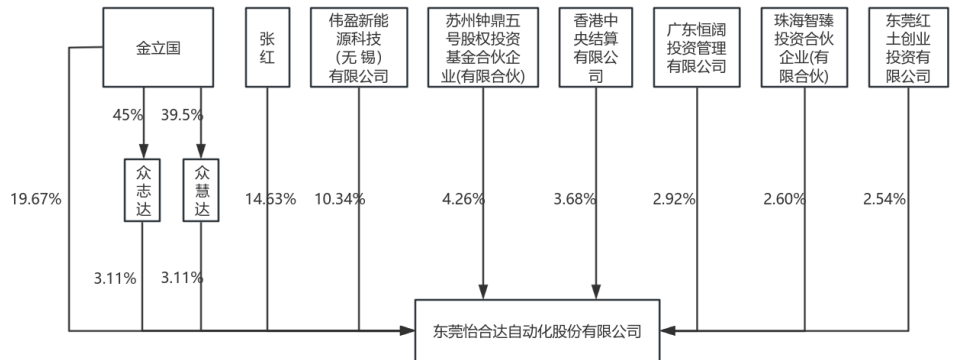
图1：怡合达发展历程厚积薄发



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

怡合达股权结构集中且清晰。截至 2024 年，董事长金立国先生直接持有公司 19.67%，并且通过众慧达和众志达间接控制公司 6.22% 的股份，合计控制 25.89% 的公司股份，为公司的实际控制人。

图2：金立国为公司实际控制人（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2 怡合达参考日本米思米打造本土化商业模式

怡合达以模仿日本米思米起步，结合国内市场特点，逐步形成“标准化产品库+数字化平台+敏捷供应链”的一站式供应模式。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，为客户提供“零部件选型+一站式采购”服务。

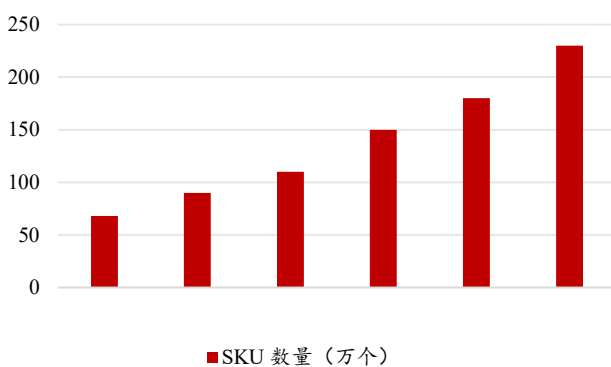
表1: 行业共性痛点与怡合达解决方案对照

序号	主要方面	行业共性问题	公司解决方案
1	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
2	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 60 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；客户不仅可以通过线下下单，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
3	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
4	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
5	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零星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

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

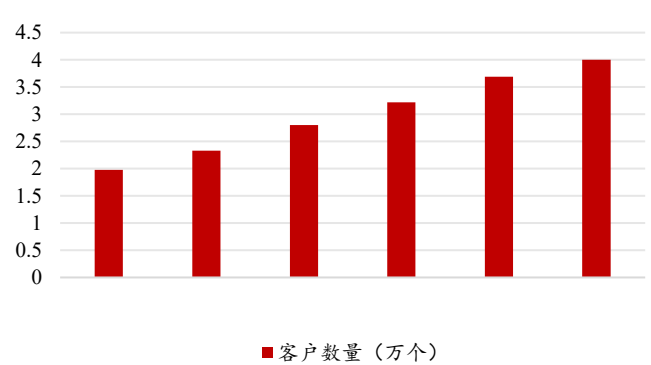
公司商业模式已进入正向循环，SKU 数量和客户数量快速攀升。截至 2024 年末，公司已开发涵盖 196 个大类、4437 个小类、230 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，并据此编制了《FA 工厂自动化零部件产品目录手册（2024 年版）》。2024 年，公司成交客户数量近 4 万家，较 2023 年新增客户数量约 3000 家；全年订单处理量约为 160 万单，年出货总量约为 560 万项次，分别较 2023 年增长 14% 和 12%。

图3: 2019-2024 年公司 SKU 数量 CAGR 为 27.6%



资料来源：公司年报，招股说明书，浙商证券研究所

图4: 2019-2024 年公司客户数量 CAGR 为 15.1%



资料来源：公司年报，招股说明书，浙商证券研究所

公司下游行业广泛，产品种类齐全。公司服务新能源锂电、3C、汽车、光伏、工业机器人、军工、医疗、半导体、激光、食品和物流等行业领域，具有较高的品牌知名度。主要提供 FA 工厂自动化零部件相关产品，按照自动化零部件功能特性划分，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、其他九类产品。

表2: 公司主要产品覆盖各类自动化设备

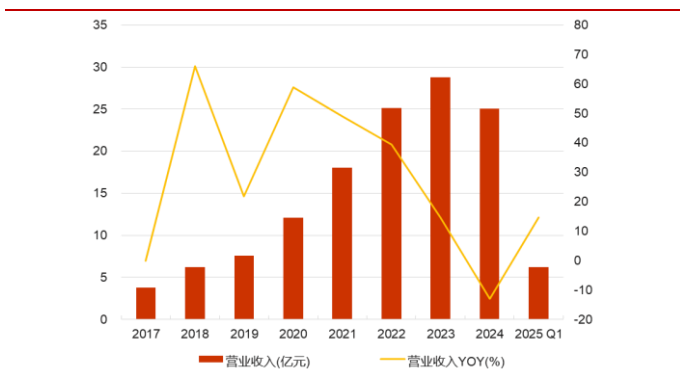
主要产品	产品示意图	产品简介	主要功能特性
直线运动零件		主要包括无油衬套、手动位移台、直线轴承、直线导轨、拖链、带座轴承、轴承、关节轴承、直线电机、滚珠丝杠、支座组件等	主要为应用于自动化设备上各种直线运动功能的机械零件或组件, 以实现不同精度、速度、距离、力矩直线运动应用场景要求
传动零部件		主要包括联轴器、同步带、同步轮、平皮带、圆皮带、滚轮、齿轮、齿条、链轮、链条、万向节和同步带压块等	主要为应用于自动化设备上各种传动功能的机械类零件, 以实现不同传送距离、扭矩、精度、速度、稳定性等应用场景要求
气动元件		主要包括气源处理元件、气动配件类、真空发生器、真空压力开关、气动接头、调速阀类、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动的控制, 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、脚轮、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
机械加工作件		主要包括连接块、检验夹具、转轴、导向轴、固定环、标准治具、定位销、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、密封圈、磁铁、螺丝、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

资料来源: 怡合达年报, 浙商证券研究所

1.3 公司 2017-2024 年归母净利润 CAGR 为 30%

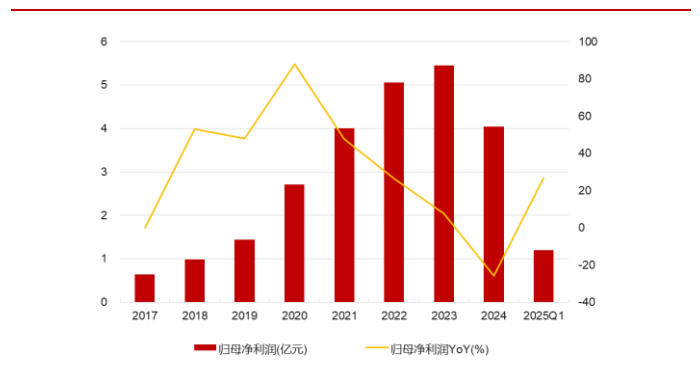
受益于锂电设备周期反转, 公司业绩快速修复。受到锂电和光伏行业周期下行的影响, 公司 2024 年业绩首次出现下滑, 全年收入 25 亿元, 同比下滑 13.1%; 归母净利润 4 亿元, 同比下滑 25.9%。2025 年由于锂电设备出现周期拐点, 公司业绩迎来修复, 2025Q1 公司实现营收 6.2 亿元, 同比增长 14.8%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 26.5%。

图5: 2017-2024 年公司营收 CAGR 为 31%



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

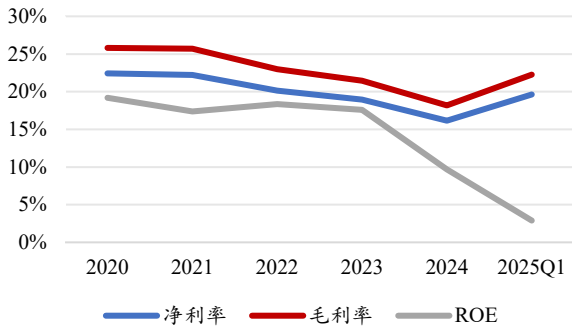
图6: 2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 30%



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

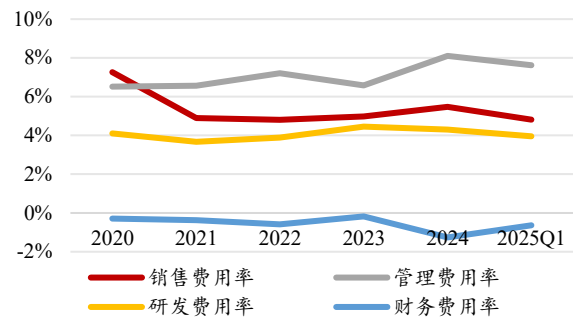
公司盈利能力受价格影响较大，已通过价格提升开始修复。受到锂电、光伏等行业周期下行的影响，公司主动通过降价抵消下行压力，盈利能力有所下修，2024年公司毛利率35.3%，同比减少2.7pcts；净利率16.2%，同比减少2.8pcts。随着公司盈利能力开始回升，25Q1毛利率38.1%，同比提高3.1pcts；净利率为19.6%，同比提升1.8pcts。

图7：公司盈利能力已出现修复拐点



资料来源：WIND，浙商证券研究所

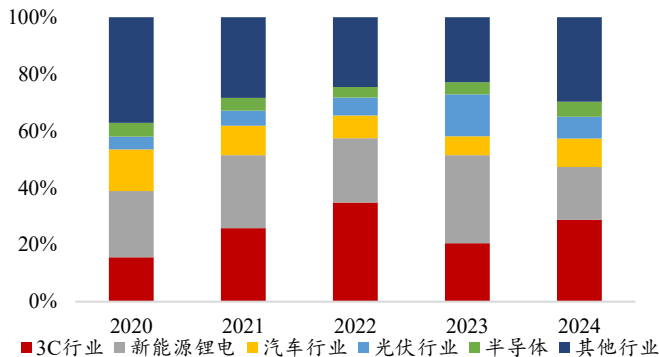
图8：公司期间费用率维持稳定



资料来源：WIND，浙商证券研究所

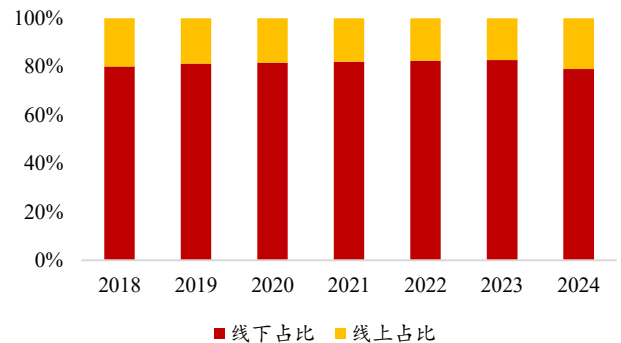
从收入结构看，公司逐步向平台型企业转型，行业逐步多元化发展。2024年线上销售份额首次突破两成。从下游看，3C逐步取代锂电成为公司第一大下游（从2023年的20.6%升至2024年的28.8%），光伏收入占比开始萎缩，对公司影响减少（从2023年的14.7%收缩至2024年的7.6%），汽车行业占比则逐步扩大（从2023年的6.7%升至2024年的10%）。

图9：公司下游行业营收逐渐多元化



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图10：公司线上占比逐步增加



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

1.4 股权激励提升营收和盈利能力增长确定性

股权激励将增强核心员工与公司利益绑定，进一步调动员工积极性，有利于公司长期业绩发展。怡合达于2025年6月26日计划推出股权激励计划，授予总量632万股（占总股本1.0%），覆盖包括副总黄强在内的90名核心技术及业务骨干，设置了营收和盈利能力的双重考核，业绩指引为25-27年三年营收增速10%-12%，毛利率平均每年增长0.8pct-1pct。

表3：股权激励考核目标为营收增长10%-12%，毛利率增长0.8-1pct

解除限售期	考核年度	营收目标值(亿元)	营收触发值(亿元)	毛利率目标值	毛利率触发值
第一期	2025年	28	27.5	36.3%	36.1%
第二期	2026年	31.1	30.1	37.3%	36.9%
第三期	2027年	34.1	32.6	38.3%	37.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

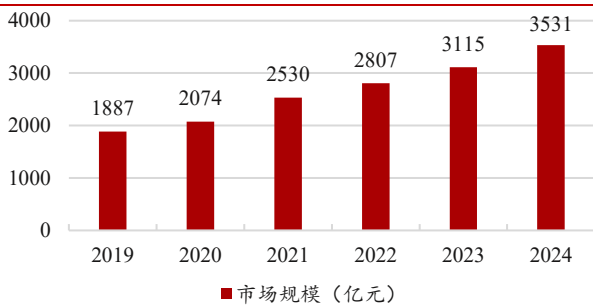
2 公司下游主要行业周期上行，光伏有望迎来拐点

2.1 市场规模测算：中国 FA 零件约 195-293 亿元

2019-2024 年我国自动化设备市场规模 CAGR 为 13.4%。随着国内适龄劳动力数量减少、劳动力成本上升，在《推动工业领域设备更新实施方案》等国家产业的政策支持下，以及下游 3C、手机、新能源锂电、光伏、汽车、半导体、工业机器人、军工、医疗等行业设备国产替代、技术持续迭代等多方面因素的促进下，我国自动化设备行业的市场空间将保持稳中有升的态势。

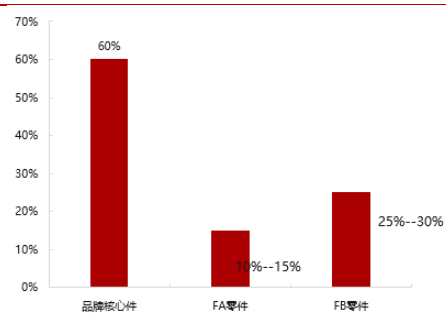
2024 年我国工业自动化市场规模为 3531 亿元，按照 35%的毛利率和 85%的直接材料成本占比，自动化零部件市场规模约 1951 亿元，同时根据公司公告，设备 BOM 表中 FX 零件(品牌核心件)/FA 零件(白牌非核心标准件)/FB 零件(定制化非标零件)占比分别为 60%/10-15%/25-30%，则 FA 零件市场规模估计在 195-293 亿元，怡合达市场份额约为 10%左右。

图11：2019-2024 年中国工业自动化市场规模 CAGR 为 13.4%



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

图12：自动化设备中 FA 零部件价值量占比为 10%-15%



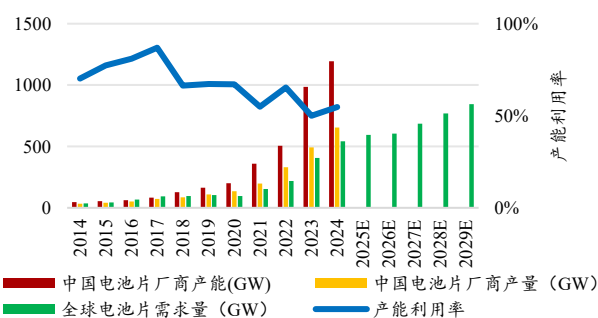
资料来源：投资者关系活动记录表，浙商证券研究所

2.2 光伏收入：周期尚未触底，下滑空间有限

光伏行业当前面临较为严重的产能过剩问题。随着本轮光伏周期产能膨胀速度严重领先需求提升速度，2024 年光伏产业链各环节供给过剩严重，以电池片环节为例，由于 TOPCon 产能的大幅扩充，其 2024 年产能利用率仅为 55%，如果按需求端考虑，产能利用率则仅为 46%。按照当前对于未来全球光伏新增装机量的预测，行业供给端仍需大幅出清。

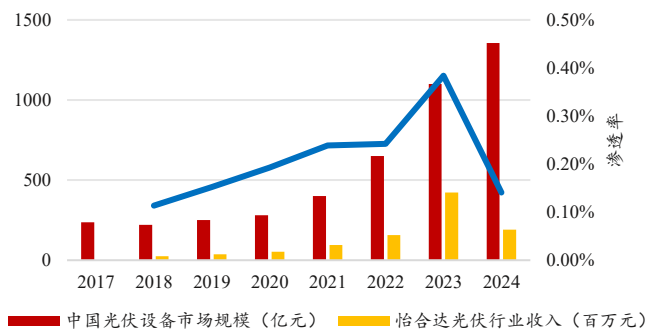
光伏设备行业 2024 年合同负债下滑约 26%，2025 年第一季度继续延续下滑趋势，因此预计公司光伏板块短期继续承压，但随着公司渗透率的提升，预计板块收入今年可能触底。

图13：光伏电池片环节产能利用率仅 55%（2024 年）



资料来源：IEA，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图14：怡合达在光伏板块的渗透率不断提升



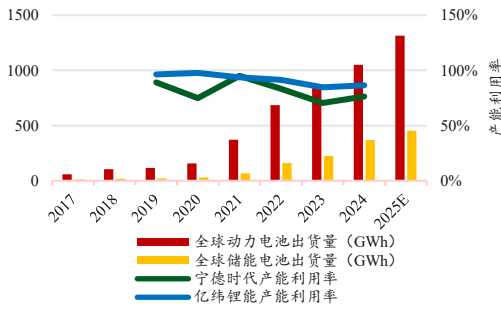
资料来源：中商产业研究院，公司年报，浙商证券研究所

2.3 锂电收入：周期出现反转，预计稳健增长

锂电行业迎来周期反转。锂电行业受下游电动车销售增速放缓等原因部分环节产能仍存在过剩现象，但行业龙头宁德时代和二线厂商代表亿纬锂电等企业的产能利用率仍在合理位置，且保持扩产节奏，随着储能需求的增长，锂电设备行业拐点已至。

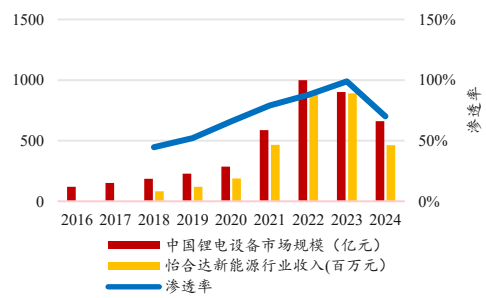
由于锂电产业部分环节仍存在产能过剩现象，行业扩产幅度有限，**但公司作为上游对周期相对敏感，因此预计公司锂电板块未来保持稳健增长。**

图15: 锂电行业代表企业产能利用率处于合理区间



资料来源: iFinD, 中商产业研究院, 浙商证券研究所等

图16: 怡合达在锂电板块的渗透率不断提升

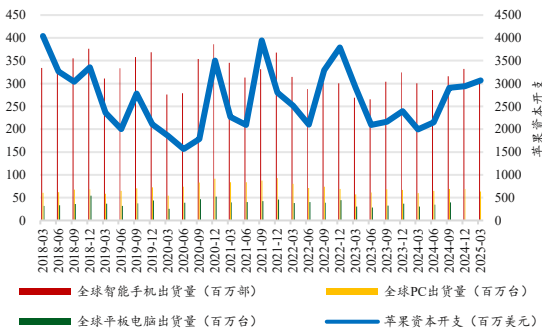


资料来源: iFinD, 观研报告网, 浙商证券研究所

2.4 3C 收入: 受益于复苏和创新周期拉动, 预计温和上涨

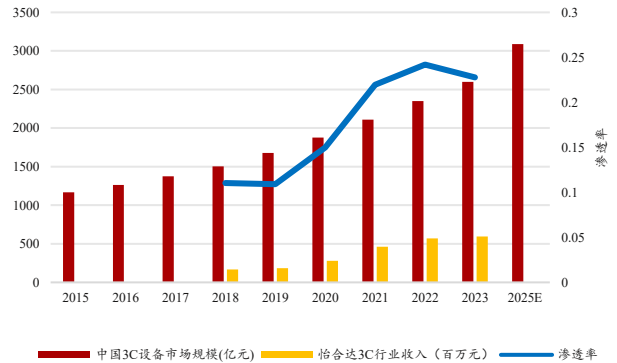
3C 行业当前已进入新一轮创新周期, 苹果资本开支持续增长, 折叠机、3D 打印、AI 等创新频出, 对 3C 设备行业具有较强的替换拉动。公司在 3C 板块仍有较大份额提升空间, 预计 3C 板块未来 2-3 年内保持稳健增长。

图17: 全球智能终端出货量与苹果资本开支迎来复苏



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图18: 怡合达在 3C 板块的渗透率不断提升



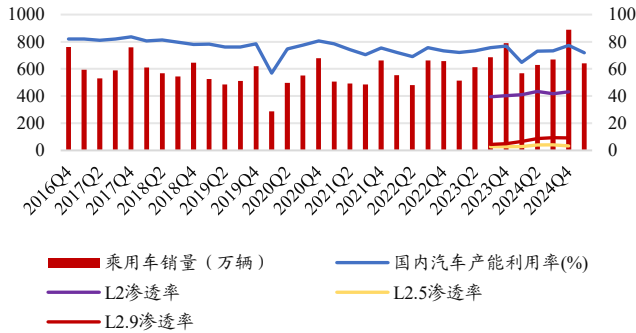
资料来源: 共研网, 智研咨询, 浙商证券研究所

2.5 汽车收入: 行业景气上行, 渗透空间较大

汽车行业处于周期上行。虽然 25 年 Q1 乘用车销量及新能源车渗透率有所下滑, 但受小米周期拉动 (6 月 26 日小米 YU7 发布, 一小时大定突破 28.9 万辆) 预计新能源车行业仍保持高速增长, 乘联会预计 2025 年新能源车销量同比增长 27%, 同时 2025 年乘用车销量预计同比增长 6%, 叠加智能化等因素的拉动, 预计行业景气度持续上行。

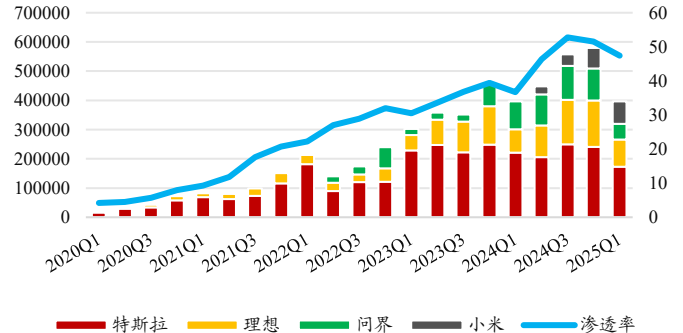
汽车板块渗透率仍有提升空间。汽车行业产能利用率保持在合理水平，扩产空间充足，同时当前公司主要下游仍为二三级配套商，未来行业渗透空间仍然较高，因此预计公司汽车板块收入在未来 2-3 年内保持较快增长。

图19: 乘用车销量统计



资料来源: WIND, 国家统计局, 浙商证券研究所

图20: 新能源汽车零售量不断提升

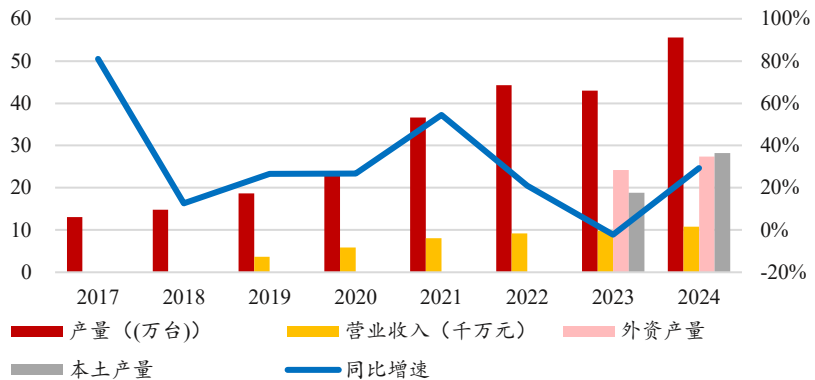


资料来源: iFinD, 中国乘联会, 各公司官网, 浙商证券研究所

2.6 工业机器人收入: 景气上行, 渗透率+国产化率提升

受益于下游汽车、3C 等行业景气上行及渗透率的提高，工业机器人行业保持增长趋势。根据国家统计局数据，2025 年 1-6 月全国工业机器人产量为 37 万套，累计增长 35.6%。其中，2025Q2 内资品牌份额持续超过外资，占比达 55.3%。汽车电动化带来焊接、搬运、检测环节增量；3C 创新周期推动产线柔性化改造，同时国产化率持续提升，预计公司该板块将保持高速增长。

图21: 2017-2024 年中国工业机器人产量不断攀升



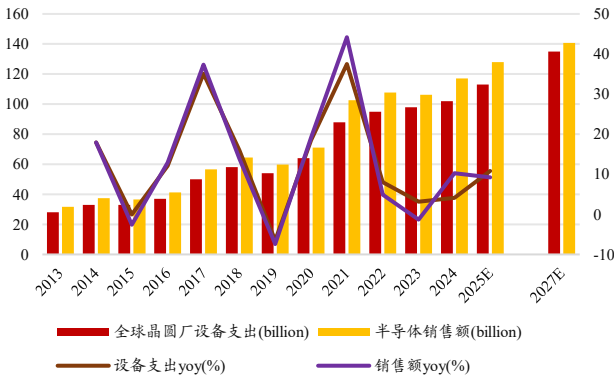
资料来源: IFR, 国家统计局, iFinD, 浙商证券研究所

2.7 半导体收入: 行业景气上行, 国产化率仍有较大空间

从全球看，受益于 3C 复苏和 AI 爆发，半导体行业自 24 年开启新一轮上升周期，全球晶圆厂产能不断扩张，设备支出持续增长。从中国看，内资逻辑晶圆龙头中芯国际产能利用率已处于高点，但由于半导体设备国产化率仍处于低位，因此本轮景气周期中国半导体设备行业景气持续时间更久。

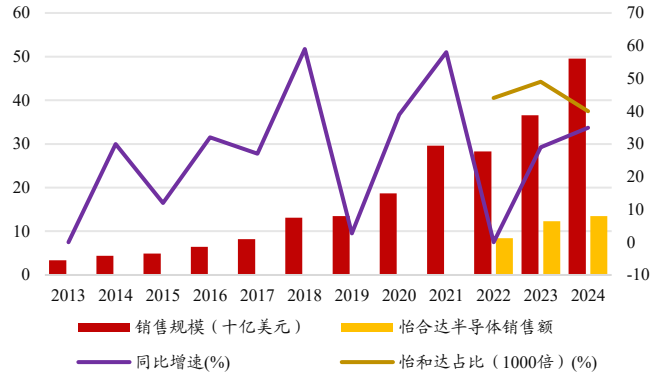
参考历史周期时长，以及公司在半导体设备领域份额的提升空间，预计该板块收入将在未来 2-3 年内保持稳健增长。

图22: 2013-2027年全球晶圆厂设备支出不断提升



资料来源: VAT 年报, iFinD, 浙商证券研究所

图23: 中国大陆半导体设备市场规模处于上行周期

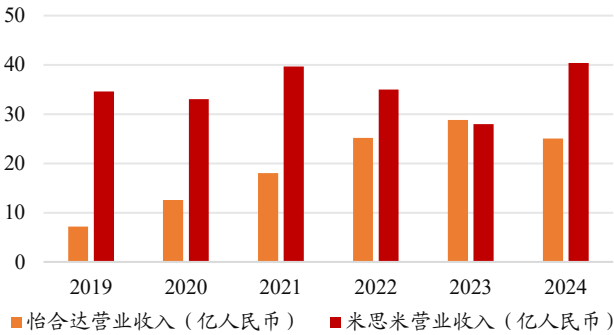


资料来源: 国际半导体产业协会, 公司年报, 浙商证券研究所

2.8 米思米: 怡合达最大竞争对手, 公司差距快速缩小

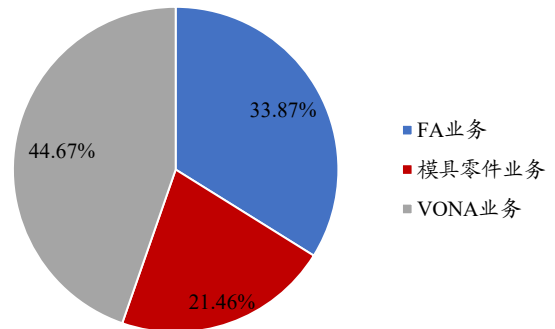
米思米为怡合达当前最大竞争对手, 包含模具、FA 零件、VONA 业务, 客户覆盖全球。模具业务面向汽车、电子等领域; FA 零件是集团销售额最高的核心业务, 为怡合达的对标业务。VONA 业务整合全球资源, 销售中日韩等多地品牌产品, 合作品牌几百个, 超万种库存可当天出货, 还有品质检验和免费 3DCAD 数据服务。

图24: 怡合达和米思米中国区收入差距不断缩小



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

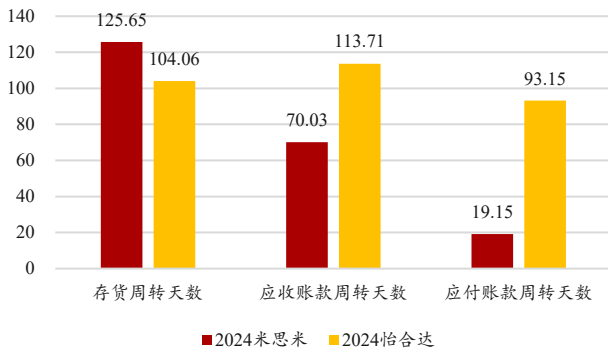
图25: 2024年米思米FA业务占比34% (2024.3.31-2025.3.31)



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

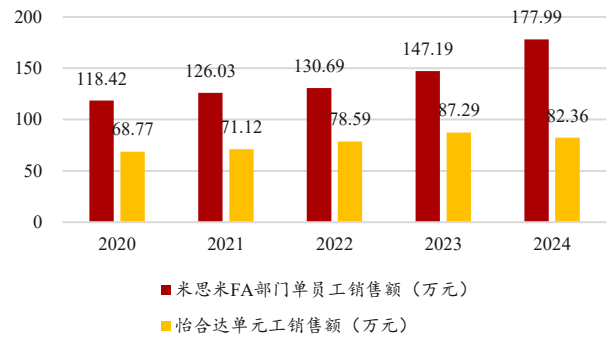
米思米在资金周转效率与人效产出上表现更优, 怡合达在单员工销售额仍有较大提升空间。从运营效率看, 2024年米思米库存周转天数为126天, 长于怡合达的104天, 反映米思米库存资产周转效率相对更低; 应收款项周转天数上, 米思米为70天低于怡合达的114天, 而怡合达应付款项周转天显著高于米思米, 意味着怡合达在销售回款环节资金占用周期更长, 资金流动性管理压力更大。在人均效能维度, 米思米单员工销售额持续高于怡合达, 2024年米思米达178万元, 怡合达为82万元, 且米思米2020-2024年呈稳步增长趋势, 反映其在组织人效管理、业务流程优化及资源配置效率上更具优势, 人均产出能力显著领先。

图26: 怡合达与米思米运营能力相比仍有提升空间



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图27: 怡合达与米思米单员工销售额相比仍有提升空间



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

为了适应国内加剧的价格竞争, 米思米和怡合达均推出了经济型产品。从价格来看, 米思米经济型明显优于怡合达普通型, 但劣于怡合达经济型, 而怡合达普通型也优于米思米普通型, 差价多数集中在 10%左右。从交期看, 经济型产品可能由于高频备货的特点, 交期普遍优于普通型。考虑到中国的市场特点, 预计米思米市场份额将趋于稳定, 怡合达市场份额还有提升的空间。

表4: 怡合达相比米思米价格较低

品牌\产品名称 (价格/元)	品牌\产品 名称 (价格/元)	低组装直线导轨 (H24-L500)	标准联轴器 (D26-d6-e6)	电缸 (E-ECTL40-10-S100-...)	导向轴 (D10-L500)	定位销 (YGF21-D5-P6)	气缸 (50X100)	内六角螺栓 (5-40, SUS316)	加热器 (ZIM91-D5-L50-...)	单相噪音滤波器	基本单元 (FX3U系列 PLC)	输送机 (平皮带头部驱动型)	离子棒 (ZWB06-L500-Z)	压轧滚珠丝杠 (轴径 6, 导程 1)
怡合达	19.03	131.8	56.17	1460	75.3	29.13	124.57	1.05	147.22	123.08	1715	1899.43	-	899.08
交期/天	1	3	7	7	5	3	9	1	1	1	7	10	-	25
怡合达·经济型	9.84	99.04	/	/	45.74	-	116.7	-	103.27	-	-	-	1520	-
交期/天	1	3			5		7		1				5	
MISUMI	21.63	/	62.07	/	65.52	23.46	126.24	-	159.36	-	1695	-	1885.71	678
交期/天	1		2		3	3	16		1		6		5	7
MISUMI经济型	9.35	107.21	49.63	1388.77	56.48	-	-	0.37	106.22	119.14	-	1640.88	-	418.1
交期/天	1	5	2	8	3			1	1	1		10		5

资料来源: 米思米官网, 怡合达官网, 浙商证券研究所

2.9 其余厂商: 公司具有较大领先优势, 护城河逐步拓宽

相比二三线厂商, 公司与米思米在品类覆盖度保持领先。怡合达竞争优势分别体现在: 1) 本地化服务优势: 公司建立了一支经验丰富的销售团队, 下设 20 个销售工程师团队和 21 个销售办事处。通过完善的组织、高效的流程和专业的服务团队来快速响应客户需求。协助客户完成从项目启动、产品选型到交付应用全环节的本地化服务支持。2) 完善的供应链体系: 怡合达供应模式包含自产、OEM、采购三种模式。这种比例分配使得怡合达能够灵活应对市场需求, 通过自制或 OEM 供应市场上供应零散、无统一标准型号的零部件, 同时对已有标准型号或成熟品牌的零部件进行集约化采购供应, 从而在保证产品质量的同时加快交期。

表5: 怡合达和米思米相比其他 FA 厂商品类覆盖度较高

品牌	导向轴	导向轴 支座	固定环转轴	悬臂销定位 · 较链 · 夹具 用衬套向零件	定位销定位零 · 导连接块	检测夹 具	支柱 · 角材 · 底座 · 角座 · 支柱固加强筋 定夹	轴环 · 垫圈	小零件弹簧	密封圈	磁铁 · 磁性产 品	氮气弹 簧	点胶配 件	机器人 周边	机器人 末端	阀门	管道配 件	探针 · 气动 传感器 · 快 用凸轮速夹 钳	标准治 具			
怡合达	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
米思米	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	~	~	✓	✓	✓	✓	~	~
泰润斯	✓	✓	✓	✓	✓	×	×	✓	×	✓	~	✓	✓	×	×	✓	~	~	×	×	×	×
三益精密	✓	✓	✓	✓	✓	~	✓	~	×	~	✓	✓	×	×	×	×	~	~	✓	×	×	×
蚂蚁工厂	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	~	✓	✓	×	~	✓	✓	✓	×	×	×	×	×
东莞上隆	✓	✓	×	×	✓	×	×	×	~	✓	✓	✓	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
爱安特	×	×	✓	~	~	×	×	~	×	~	✓	×	~	~	×	×	×	×	×	~	×	×
盘起工业	✓	✓	✓	✓	×	×	✓	×	~	×	✓	✓	×	×	×	×	×	~	~	×	×	×
仕瑞达	✓	✓	✓	~	✓	×	×	✓	~	✓	~	✓	×	×	×	✓	~	~	~	~	~	×

备注说明: ✓: 完全对应 ~: 部分对应(范围/名称相似) ×: 无直接对应产品

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

3 公司增量：非标业务空间更大，公司商业模式转型成本较低

3.1 全球按需制造服务市场规模增速较快

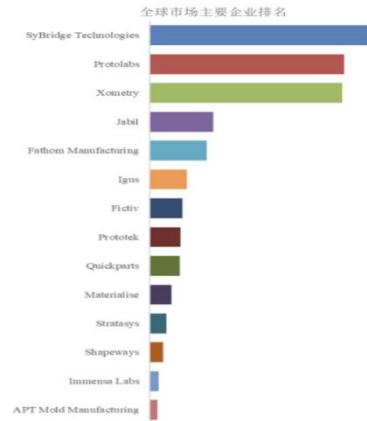
非标零部件业务在海外一般被称为按需制造业务，可以根据客户的数量、规格、设计等任何需求生产。2024年全球按需制造服务市场规模为71亿美元，预计2030年将达到167亿美元。全球主要厂商为SyBridge Technologies、Protolabs、Xometry、Jabil、Fathom Manufacturing等，CR5为31%。

图28：2024-2030年全球按需制造服务市场规模



资料来源：QYResearch 商业服务研究中心，浙商证券研究所

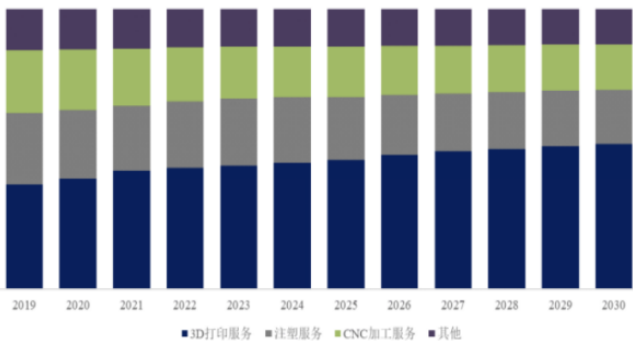
图29：全球市场主要企业集中度较高



资料来源：QYResearch 商业服务研究中心，浙商证券研究所

全球非标零件主要下游为汽车，工艺端3D打印应用广泛。从产品类型看，由于3D打印的柔性生产能力，其作为主要工艺占据大约44%的份额。从下游应用看，目前汽车是最主要的细分产品，占据大约24%的份额，但电子的份额预计将逐步超过汽车。

图30：全球按需制造市场以3D打印为主



资料来源：QYResearch 商业服务研究中心，浙商证券研究所

图31：全球按需制造市场以3C和汽车为主



资料来源：QYResearch 商业服务研究中心，浙商证券研究所

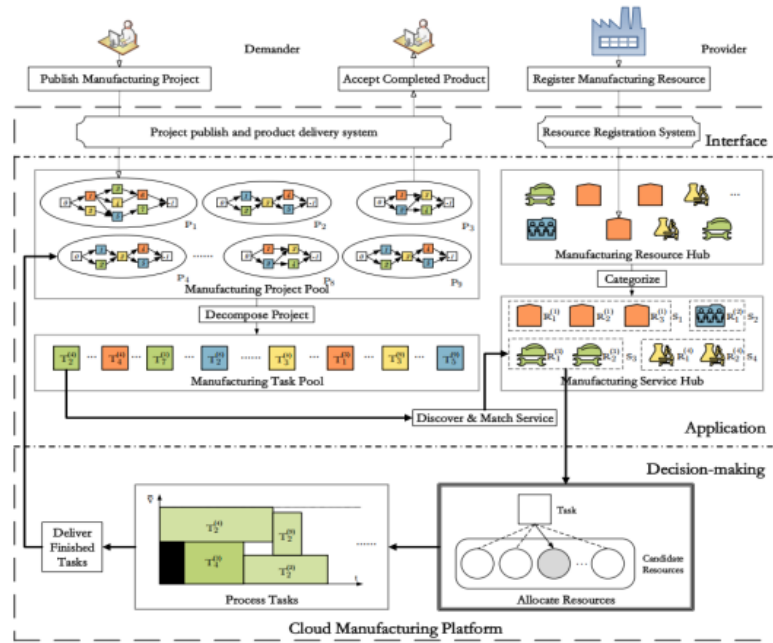
3.2 云制造有效解决中国当前行业痛点，有望成为主流形式

由于非标零件具有小批量、定制化的特点，其供应商在我国体现为数量广泛的中小加工厂，因此未形成类似海外的头部品牌。随着国内云制造行业的兴起，形成了诸如淘工厂、航天云网、海智在线等B2B交易平台。云制造可以将各类加工厂的生产资源和制造力量统

一起来，并集中到网络采购平台中，网络采购平台通过将生产资源的制造力量与产品的制造需求之间实现统一的资源调度与匹配对接，从而解决非标零件资源整合的痛点。

2024 年我国工业自动化市场规模为 3531 亿元，按照 35% 的毛利率和 85% 的直接材料成本占比，自动化零部件市场规模约 1951 亿元，同时根据公司公告，设备 BOM 表中 FX 零件(品牌核心件)/FA 零件(白牌非核心标准件)/FB 零件(定制化非标零件)占比分别为 60%/10-15%/25-30%，则**非标零件市场规模估计在 488-585 亿元**。

图32: 云制造平台的运行模式



资料来源: An ANN-Based Approach for Real-Time Scheduling in Cloud Manufacturing, 浙商证券研究所

3.3 对标模板（平台型企业）：海智在线（中国）、Xometry（全球）

海智在线为国内非标工业零部件的数字化平台龙头。平台上游积累了全国各类工艺的 70 万工厂资源，下游积累了覆盖医疗、3C、汽车等领域的 28 万采购商，业务覆盖全球 100 多个国家。2024 年平台订单达 226 亿元人民币，同比增长 13%，2025 年 6 月 21 日完成约亿元 B+轮融资。

海智在线的核心壁垒为数据库和 AI 工具。数据库一个是用超过 200 个标签对 70 万家中国小工厂的设备、产能、经验等生产要素进行描述的产能数据库；另一个是用超过 150 个标签对来自 105 个国家和地区的 28 万买家及其发布的百万张标注过的零部件图纸进行描述的需求侧和图纸数据库。AI 工具为解决传统非标零部件贸易“匹配难、报价慢、协同差”开发的订单智能匹配系统、以图搜图和以图搜厂、海智智能报价器、在线图纸协作、供应链智能组织系统等 5 种 AI 工具。

Xometry 为专注于定制化零件市场的 AI 驱动制造服务平台，依托机器学习连接 4375 家供应商与全球买家。用户上传 3D 模型后，系统通过多维度参数实时生成价格与交期组合，显著节省工程师报价时间；订单一旦确认，智能调度系统即启用“成本发现曲线”算法筛选最优供应商，同步优化资源匹配与定价竞争力。公司 2024 年实现营收 39 亿元，当前市值 25.91 亿美元。

通过对两家企业的分析，不难发现平台型企业核心的壁垒为先进的算法与供应链的管理能力。

图33: 智能报价模式

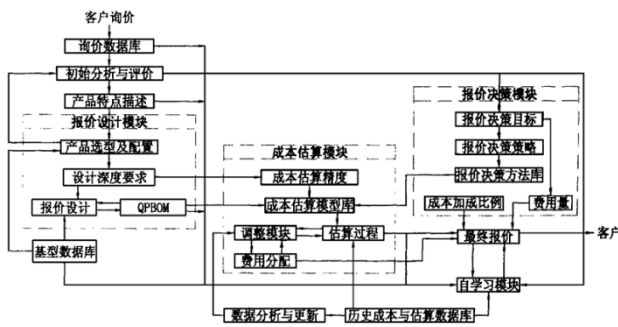
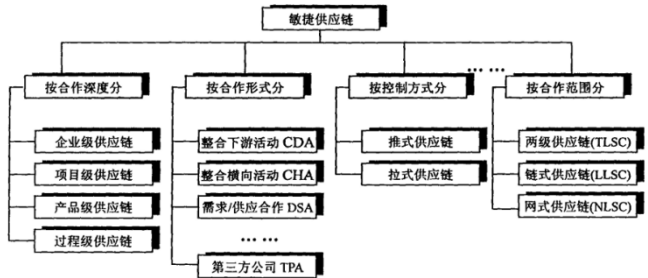


图34: 敏捷生产供应链



资料来源: 《制造产品智能集成报价系统研究》，浙商证券研究所

资料来源: 《敏捷供应链协同生产管理理论与方法研究》，浙商证券研究所

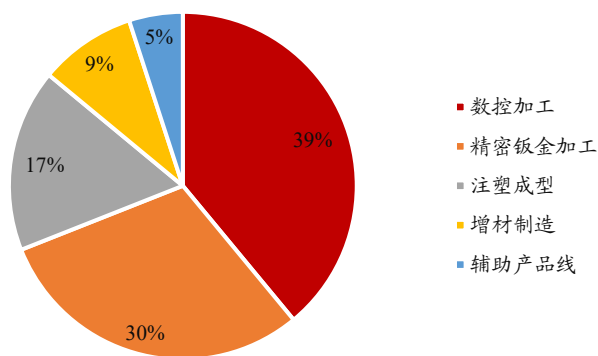
3.4 对标模板（工厂型企业）：嘉立创（中国）、Fathom（全球）

嘉立创最初聚焦于定制化 PCB 制造、电子元器件购销、电子装联等电子产业全产业链的一体化服务，随后拓展至 3D 打印、CNC 制造、FA 零部件商城等非标机械产业链。主要通过线上下单与自主生产的方式满足客户需求。

Fathom 在美国境内构建起 11 座自营工厂的规模化制造网络，集成超过 25 种核心工艺，形成全国领先的高价值定制化零件 24 小时极速交付能力。公司五大核心业务板块依托自有工厂实现核心交付能力。1) 数控加工；2) 精密钣金加工；3) 注塑成型；4) 增材制造板块；5) 辅助产品线。公司 2023 年实现营收 9.3 亿元。

通过对两家企业的分析，不难发现平台型企业核心的壁垒为技术整合能力与流程管理能力。

图35: Fathom 制造公司各业务线营收占比



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

3.5 对标模板（混合型企业）：Proto Labs（全球）

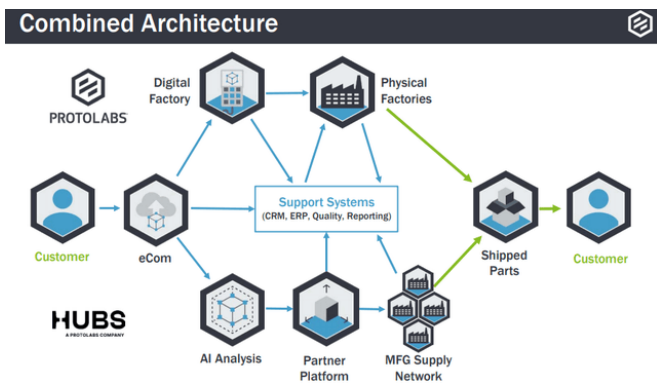
Proto Labs 是一家以数字化敏捷制造为核心的全球服务商，构建了以 3D CAD 模型为核心的客户订单闭环体系。公司接到客户上传的模型后，依托 AI 与机器学习算法同步生成报价，采用“内部工厂+全球协作”混合制造模式，通过自有工厂保障核心零部件自主生产能力，同时依托自动化分派系统将外包订单精准调度至全球优质制造伙伴网络（240 家认

证制造伙伴)，实现资源高效配置与产能弹性扩展。公司业务主要包括注塑成型、数控加工（CNC）、3D 打印及钣金制造四大工艺，2025 年 H1 实现营收 18.7 亿元，市值 11.7 亿美元。（截至 2025.9.3）

相比平台型和工厂型企业，混合型企业兼具二者优势，Xometry 和 Fathom 均长期亏损，但 Proto Labs 却稳定实现盈利。

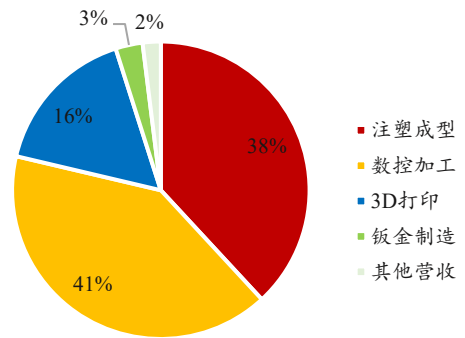
怡合达当前商业模式更接近混合型企业（自产+OEM 混合）。考虑到中国市场非标零部件供应方呈现极度分散和饱和竞争的特点，我们认为混合型企业更适合当下市场，一方面可以整合中国零散的中小工厂，一方面可以利用自产能力提高壁垒，且对怡合达没有过高的转型门槛。

图36: Proto Labs 商业模式



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图37: Proto Labs 公司 2024 年各业务线营收占比



资料来源：WIND，浙商证券研究所

4 公司增量：出海跟随米思米脚步，有望复刻国内成功经验

4.1 以 3C 为代表的产业逐步从中国向越南转移，市场规模快速增长

2021 年《经济学者》指出，越南已超过中国和印度成为亚洲最具吸引力的 FDI 目的地，正成为新的制造业的中心。本次产业转移长期因素为工业化的阶段化扩散，中期因素为东亚区域经济合作的进展，突发因素为中美贸易争端与新冠疫情叠加。

苹果产业链自 2018 年跟随苹果向越南迁移。富士康率先在越南扩建产能；歌尔股份紧随其后在越南北部投建 AirPods 产线，而比亚迪在获得 iPad 订单后亦将整机组装线迁至越南。而设备商为了就近提供技术支持和维护一般会同步随着富士康建厂，如大族数控在越南地区项目已进入设备评估阶段。

2023 年越南工业自动化市场规模为 17.8 亿美元，预计 2028 年将突破 32.5 亿美元，期间 CAGR 达 11.6%。2023 年东南亚工业自动化市场规模为 87.5 亿美元，预计 2032 年达到 163.6 亿美元。

图38：制造业向东南亚聚集性转移驱动因素模型

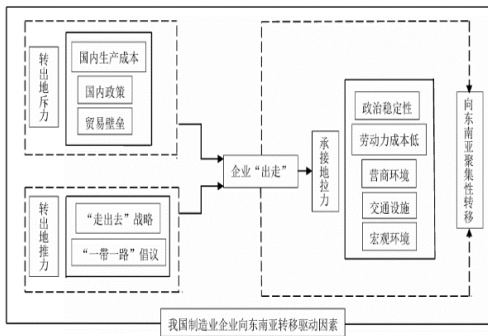
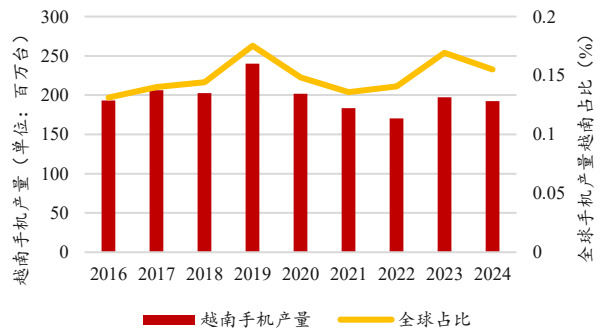


图39：2016-2024 年越南手机产量占全球比重较高



资料来源：《“一带一路”倡议下我国制造业向东南亚聚集性转移驱动因素研究》，浙商证券研究所

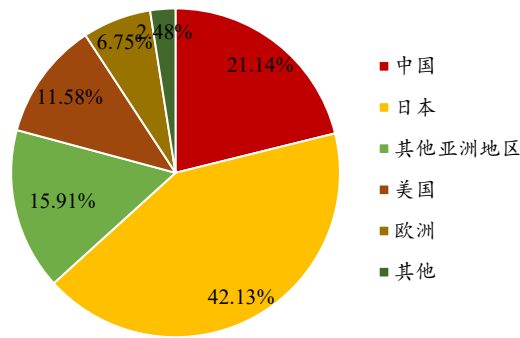
资料来源：the-shiv, iFinD, 浙商证券研究所

4.2 怡合达出海首先选择越南和日本，份额有望快速提高

怡合达有望复刻在中国的成功经验，利用性价比和服务优势获取米思米海外的份额。公司通过与本土品牌的合作作为切入点，快速提升怡合达以中国供应链体系支撑海外市场前台销售及服务能力，并探索和日本市场的渠道合作。公司以自建前置仓库开始，逐步实现怡合达主导的本地化建设，并辐射到泰国、印尼、马来西亚等其他东南亚市场。

日本 FA 零件市场规模可达 10.4 亿美元，东南亚可达 6 亿美元。根据测算 2024 年日本自动化市场规模为 151 亿美元，我们按 35% 毛利率、85% 直接物料成本、12.5% 的 FA 零件占比可得到 FA 零件市场规模为 10.4 亿美元，越南 2023 年自动化市场规模为 28 亿美元，东南亚为 87.5 亿美元，则按照同样的算法分别对应市场 1.9 亿美元和 6 亿美元。

图40: 2024 年米思米各地区营收占比 (2024.3.31-2025.3.31)



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

表6: 米思米出海发展历程

年份	事件
1963年2月	以销售电子机器、轴承为目的设立了三住商事株式会社
1965年7月	开始销售冲压模具用零件
1988年2月	在美国设立当地法人“MISUMI USA, Inc.”
1989年5月	“三住商事株式会社”更名为“株式会社米思米”
1994年4月	在新加坡设立当地法人“MISUMI SOUTH EAST ASIA PTE. LTD.”
1997年1月	在泰国设立当地法人“MISUMI(THAILAND) CO., LTD.”
1999年5月	在韩国设立当地法人“MISUMI KOREA CORP.”
2003年4月	在德国设立当地法人“MISUMI Europa GmbH”
2005年2月	在泰国设立当地法人“MISUMI(THAILAND) CO., LTD.” (可能为同一家公司的二次设立)
2005年4月	作为继承全部事业的子公司“株式会社米思米”继续营业, 与丝路咖精机株式会社通过股份交换实现经营统合, 更名为“株式会社米思米集团总公司”
2006年8月	丝路咖精机株式会社设立子公司“三岛精机株式会社”
2006年9月	在韩国设立当地法人“MISUMI KOREA CO., LTD.” (可能为同一家公司的二次设立)
2008年3月	株式会社米思米将“株式会社 SP 零件”子公式化
2009年3月	在印度设立当地法人“MISUMI INDIA Pvt. Ltd”
2011年1月	丝路咖精机株式会社更名为“株式会社丝路咖生产平台”, 新设了继承 OST 事业的子公司“丝路咖精机株式会社”并继续营业
2011年1月	马来西亚销售点当地法人化 (MISUMI MALAYSIA SDN. BHD.)
2011年2月	在印度设立当地法人“SURUGA INDIA Pvt. Ltd”
2011年7月	设立丝路咖商贸(上海)有限公司
2012年11月	收购美国模具零件制造商“Dayton Progress Corporation”和“Anchor Lamina Americ, Inc.”
2013年1月	设立丝路咖精机(南通)有限公司
2013年1月	在印度尼西亚设立当地法人“PT. MISUMI INDONESIA”

资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值分析

公司除 3C 外主要下游均处于周期上行阶段，光伏行业有望迎来周期反转。3C 板块随着苹果创新周期持续预计公司 2025 至 2027 年营业收入从 829.6 百万元增至 1244.5 百万元，CAGR 达 22.5%；锂电板块随着周期反转预计公司 2025 至 2027 年营业收入从 693.8 百万元上升至 915.8 百万元，CAGR 为 14.9%；汽车板块随着渗透率和份额的提升预计公司 2025 至 2027 年营业收入从 326.8 百万元增加至 549 百万元，CAGR 达 29.6%；光伏板块预计 2026 年迎来周期反转，2027 年回升至 147.3 百万元。

表7: 预计 2025-2027 年怡合达营收 CAGR 为 19%

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
3C 行业 (百万元)	463.2	568.6	592.9	721.4	829.6	1037.1	1244.5
YOY	64.5%	22.8%	4.3%	21.7%	15.0%	25.0%	20.0%
新能源锂电 (百万元)	465.0	876.8	890.0	462.5	693.8	832.6	915.8
YOY	146.6%	88.6%	1.5%	-48.0%	50.0%	20.0%	10.0%
汽车行业 (百万元)	187.1	201.7	193.4	251.4	326.8	457.5	549.0
YOY	5.6%	7.8%	-4.1%	29.9%	30.0%	40.0%	20.0%
光伏行业 (百万元)	95.5	157.4	422.4	191.3	95.7	105.2	147.3
YOY	76.8%	64.8%	168.3%	-54.7%	-50.0%	10.0%	40.0%
其他营业收入 (百万)	592.0	710.3	782.8	877.9	1008.7	1149.3	1340.8
YOY		19.98%	10.20%	12.15%	14.90%	13.94%	16.66%
营业总收入 (百万元)	1802.8	2514.8	2881.5	2504.5	2954.6	3581.6	4197.3
YOY	49.0%	39.5%	14.6%	-13.1%	18.0%	21.2%	17.2%
毛利率	41.6%	39.1%	38.0%	35.3%	37.1%	38.2%	39.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

随着下游行业周期上行以及公司出海及 FB 业务逐步发展，预计公司 2025-2027 营收 CAGR 为 19%，随着公司价格修复，预计公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 为 22%。

表8: 预计 2025-2027 年怡合达归母净利润 CAGR 为 22%

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (百万元)	2514.8	2881.5	2504.5	2954.6	3581.6	4197.3
YoY	39.5%	14.6%	-13.1%	18.0%	21.2%	17.2%
毛利率	39.1%	38.0%	35.3%	37.1%	38.2%	39.0%
净利率	20.1%	18.9%	16.1%	16.9%	17.3%	17.7%
归母净利润	506.4	545.5	404.4	498.5	620.6	742.3
YoY	26.4%	7.7%	-25.9%	23.3%	24.5%	19.6%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

公司当前 PE 在 37X 左右，处于 5 年内 40%分位点。公司成长性最早由下游单一行业的周期性决定，随着业务逐步多元化，公司成长性逐步由商业模式决定，表现为周期性减弱，随着公司进一步开拓海外市场并进军 FB 业务，估值中枢有望提升。

图41: 怡合达与当前 PE 位于 5 年内 40%分位点



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

预计公司 2025-2027 年营业收入为 30、36 和 42 亿元，期间 CAGR 为 19%；公司 2025-2027 年归母净利润为 5.0、6.2 和 7.4 亿元，期间 CAGR 为 22%，对应当前股价 PE 分别为 32.9/26.5/22.1X，选取可比公司为汇川技术（工业自动化），先导智能（锂电设备）、咸亨国际（MRO）、博众精工（3C 设备）、米思米（FA 零件），25-27 年可比公司平均 PE 为 26.4/22/18.6X。

表9: 怡合达略高于可比公司平均 PE

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			EPS (元)			PE		
		2025.9.4	2025.9.4	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汇川技术	300124.SZ	71.4	1926.3	54.8	65.9	78.0	2.0	2.4	2.9	35.2	29.2	24.7
先导智能	300450.SZ	35.5	556.0	15.9	21.1	25.5	1.0	1.3	1.6	28.0	20.6	16.7
咸亨国际	605056.SH	13.7	56.0	2.7	3.4	4.1	0.7	0.8	1.0	20.4	16.6	13.7
博众精工	688097.SH	36.0	161.0	5.3	6.9	8.5	1.2	1.5	1.9	29.0	22.0	17.9
米思米	9962.T	108.9	310.4	17.7	14.7	15.6	6.4	5.1	5.5	19.2	21.3	19.9
平均值							2.3	2.2	2.6	26.4	22.0	18.6
怡合达	301029.SZ	25.9	164.1	5.0	6.2	7.4	0.8	1.0	1.2	32.9	26.5	22.1

资料来源: WIND, 可比公司盈利预测为 WIND 一致预期, 浙商证券研究所

6 风险提示

FA 业务渗透率提升不及预期: 由于公司新业务贡献较大营收仍需时间, 因此公司基本面短期主要靠现有业务渗透率持续提升, 如果渗透率不及预期可能导致成长性受损。

FB 业务进度不及预期: 由于公司现有业务存在远期天花板, 因此公司需要靠 FB 业务打开天花板, 如果 FB 业务拓展不及预期可能导致远期成长性受损。

出海业务进度不及预期: 公司需要出海保持 FA 业务的持续增长, 才能保证远期的成长性, 如果出海业务拓展不及预期可能导致远期成长性受损。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3437	3771	4296	4837
现金	1833	2049	2298	2507
交易性金融资产	300	100	133	178
应收账款	774	906	1075	1273
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	6	8	8	10
存货	466	585	639	760
其他	55	120	139	105
非流动资产	1233	1357	1498	1639
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	656	717	772	831
无形资产	133	163	203	224
在建工程	383	408	462	525
其他	62	69	61	60
资产总计	4670	5128	5794	6476
流动负债	546	691	738	869
短期借款	0	0	0	0
应付款项	437	529	575	695
预收账款	0	0	0	0
其他	110	161	163	174
非流动负债	12	17	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	12	17	15	15
负债合计	558	708	754	883
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4111	4420	5040	5592
负债和股东权益	4670	5128	5794	6476

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	729	343	461	617
净利润	404	498	621	742
折旧摊销	68	53	60	67
财务费用	(32)	(29)	(32)	(36)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	223	(54)	(142)	(43)
其它	65	(124)	(46)	(113)
投资活动现金流	(602)	31	(244)	(253)
资本支出	(243)	(130)	(160)	(178)
长期投资	0	0	0	0
其他	(359)	162	(83)	(75)
筹资活动现金流	598	(158)	32	(155)
短期借款	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	599	(159)	32	(155)
现金净增加额	724	216	249	209

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2504	2955	3582	4197
营业成本	1622	1858	2213	2560
营业税金及附加	16	19	23	27
营业费用	137	177	215	252
管理费用	203	251	304	357
研发费用	108	134	170	209
财务费用	(32)	(29)	(32)	(36)
资产减值损失	17	(5)	1	8
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	21	14	15	17
营业利润	455	563	702	838
营业外收支	1	1	0	1
利润总额	456	564	702	839
所得税	52	65	81	96
净利润	404	498	621	742
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	404	498	621	742
EBITDA	497	588	729	870
EPS (最新摊薄)	0.64	0.79	0.98	1.17

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	(13.08%)	17.97%	21.22%	17.19%
营业利润	(26.29%)	23.57%	24.66%	19.42%
归属母公司净利润	(25.87%)	23.27%	24.50%	19.60%
获利能力				
毛利率	35.26%	37.10%	38.20%	39.00%
净利率	16.15%	16.87%	17.33%	17.69%
ROE	11.26%	11.69%	13.12%	13.96%
ROIC	9.23%	10.66%	11.71%	12.68%
偿债能力				
资产负债率	11.96%	13.80%	13.01%	13.64%
净负债比率	0.55%	0.83%	0.78%	0.56%
流动比率	6.29	5.46	5.82	5.57
速动比率	5.44	4.61	4.95	4.69
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.60	0.66	0.68
应收账款周转率	3.17	3.55	3.65	3.59
应付账款周转率	3.86	3.85	4.01	4.03
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.79	0.98	1.17
每股经营现金	1.15	0.54	0.73	0.97
每股净资产	6.48	6.97	7.95	8.82
估值比率				
P/E	40.59	32.93	26.45	22.11
P/B	3.99	3.71	3.26	2.93
EV/EBITDA	27.28	24.30	19.19	15.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>