

怡合达 (301029)

证券研究报告

2023 年 01 月 11 日

发布定增预案，募资 26.5 亿元扩充 FA+FB 产能

事件：公司发布 2023 年度向特定对象发行股票预案，此次发行对象不超过 35 名，发行股票数量不超过发行前公司总股本的 20%，拟募资不超过 26.5 亿元；其中 11.5 亿元拟用于怡合达智能制造供应链华南中心二期项目，15 亿元拟用于怡合达智能制造暨华东运营总部项目，预计整体建设期均为 2 年左右。

扩产 FA 工厂自动化零部件业务，打好下游市场需求扩张提前量：

1) 自动化零部件是支撑制造业稳定发展的必要因素，终端客户覆盖包括新能源锂电、3C、汽车、光伏、工业机器人、军工、医疗等行业领域，2022Q1-3 公司新能源锂电、3C、汽车、光伏、工业机器人行业收入合计占比 70.61%；受益于上述下游产业的持续繁荣，上游 FA 工厂自动化零部件市场需求充足、前景广阔。

2) 公司整体产能利用率居于高位，2019 年至 2022Q1-3 分别为 91.22%、95.73%、93.53%和 95.05%；公司 21 年募投项目投产极大提高了公司的产品制造能力及出货能力，但随着公司下游终端市场需求扩张、公司业务规模快速增长，未来出货量亦将大幅增长；同时产能扩充并非可以短时间内迅速增加，一般建设期需要 24 个月左右，产能爬坡期需要 12-18 个月左右。

3) 公司通过募投项目充分把握未来下游市场需求增长带来的机遇，有望增强 FA 工厂自动化零部件出货交付的供应链能力、自制生产能力，从而扩大市场份额、巩固行业竞争地位。

增加 FB 非标零部件产品产能，强化“自动化零部件一站式供应”战略：

1) 非标零部件市场空间较为广阔，下游行业需求旺盛。根据华经产业研究院数据，2023 年中国自动化设备市场规模预计达 2,532 亿元，同比约+20%；而在自动化设备成本构成中，非标零部件成本占比为 11%-32%，占比相对较高；因此，非标零部件市场空间充足。同时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，上游非标零部件需求旺盛。

2) 非标零部件存在供需长期难以满足的矛盾。非标零部件行业下游客户需求具有价格不透明、品质无保证、交期不稳定、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，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。

3) 公司本次两个募投项目中分别建设 FB 云制造车间，有助于公司加快发展 FB 非标零部件产品，充分利用现有 FA 工厂自动化零部件业务客户资源、供应链管理能力和平台优势等，快速获取客户订单，并满足下游客户的定制零部件需求，从而提高客户粘性，强化公司“自动化零部件一站式供应”战略。

盈利预测：考虑到市场竞争有所加剧，除米思米外，公司在各细分产品领域面对较多中小型制造商、品牌商、经销商的竞争；此外募投扩产仍需时间；因此我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 5.72 亿元（前值 5.99 亿元）、7.87 亿元（前值 8.47 亿元）、10.73 亿元（前值 12.83 亿元），对应 PE 分别为 56.24/40.89/29.97X，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业需求变动风险，市场竞争风险，新产品开发风险，发行风险，募集资金投资项目实施风险等；该公告仅为预案，存在不确定性，请以公司后续最终公告为准。

投资评级

行业	机械设备/自动化设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	62.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	481.56
流通 A 股股本(百万股)	247.85
A 股总市值(百万元)	29,991.41
流通 A 股市值(百万元)	15,435.88
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	20.43
一年内最高/最低(元)	88.80/50.60

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《怡合达-季报点评:三季度业绩超预期，一站式采购平台彰显优势》
2022-10-31
- 2 《怡合达-半年报点评:疫情期间保持稳定增长，看好平台化拓展能力》
2022-08-29
- 3 《怡合达-年报点评报告:一季报超预期！平台化拓展能力抵抗下游波动》
2022-04-26

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,209.68	1,802.82	2,486.66	3,317.27	4,394.57
增长率(%)	58.96	49.03	37.93	33.40	32.48
EBITDA(百万元)	374.83	553.99	706.75	957.57	1,293.56
归属母公司净利润(百万元)	271.35	400.65	572.02	786.73	1,073.43
增长率(%)	88.03	47.65	42.77	37.54	36.44
EPS(元/股)	0.56	0.83	1.19	1.63	2.23
市盈率(P/E)	110.53	74.86	52.43	38.12	27.94
市净率(P/B)	22.09	13.25	10.61	8.55	6.83
市销率(P/S)	24.79	16.64	12.06	9.04	6.82
EV/EBITDA	0.00	64.49	40.51	29.38	21.56

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	581.41	744.08	981.27	1,482.85	1,729.70
应收票据及应收账款	286.36	478.83	599.48	794.86	1,077.83
预付账款	7.81	5.64	10.63	13.70	17.03
存货	236.12	392.52	568.65	808.43	1,139.07
其他	82.87	436.46	440.11	449.02	456.33
流动资产合计	1,194.58	2,057.53	2,600.16	3,548.86	4,419.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.93	647.06	656.61	660.36	686.64
在建工程	336.19	0.00	10.00	54.00	92.40
无形资产	33.99	32.95	31.76	30.56	29.37
其他	30.60	30.91	26.55	25.08	23.45
非流动资产合计	460.71	710.92	724.92	770.01	831.86
资产总计	1,665.64	2,775.12	3,325.08	4,318.87	5,251.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	192.20	358.51	358.32	587.60	677.80
其他	72.27	87.20	135.04	216.92	176.74
流动负债合计	264.48	445.71	493.35	804.53	854.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.87	6.65	5.34	5.95	5.98
非流动负债合计	5.87	6.65	5.34	5.95	5.98
负债合计	307.93	512.42	498.69	810.48	860.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	400.01	481.56	481.56	481.56
资本公积	454.07	918.40	885.64	885.64	885.64
留存收益	543.64	944.29	1,459.19	2,141.20	3,024.10
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,357.71	2,262.70	2,826.39	3,508.39	4,391.29
负债和股东权益总计	1,665.64	2,775.12	3,325.08	4,318.87	5,251.81

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	271.35	400.65	572.02	786.73	1,073.43
折旧摊销	12.72	19.10	31.64	33.44	36.52
财务费用	1.41	0.66	0.00	0.00	0.00
投资损失	(5.00)	(1.41)	(4.95)	(3.79)	(3.38)
营运资金变动	(51.44)	(185.64)	(308.00)	(133.88)	(572.61)
其它	17.56	(0.05)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	246.60	233.30	290.71	682.50	533.96
资本支出	243.84	265.87	51.32	79.38	99.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(513.46)	(838.40)	(96.37)	(155.60)	(196.59)
投资活动现金流	(269.63)	(572.53)	(45.05)	(76.21)	(96.62)
债权融资	3.41	6.84	(0.13)	0.02	0.03
股权融资	0.00	384.34	(8.33)	(104.73)	(190.53)
其他	(33.71)	110.72	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(30.30)	501.90	(8.46)	(104.71)	(190.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(53.33)	162.67	237.19	501.58	246.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,209.68	1,802.82	2,486.66	3,317.27	4,394.57
营业成本	679.23	1,053.35	1,441.76	1,906.73	2,503.93
营业税金及附加	6.86	9.90	13.65	18.21	24.13
销售费用	87.87	88.16	116.87	152.59	197.76
管理费用	78.85	118.37	159.15	208.99	272.46
研发费用	49.60	66.19	87.03	112.79	145.02
财务费用	(3.41)	(6.65)	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(9.71)	(17.42)	(13.21)	(13.45)	(14.69)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.00	1.41	4.95	3.79	3.38
其他	3.13	25.83	0.00	0.00	0.00
营业利润	312.27	463.68	659.93	908.29	1,239.97
营业外收入	2.17	0.10	0.76	1.01	0.62
营业外支出	1.40	0.17	0.79	0.79	0.58
利润总额	313.04	463.60	659.90	908.52	1,240.01
所得税	41.69	62.96	87.88	121.78	166.58
净利润	271.35	400.65	572.02	786.73	1,073.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	271.35	400.65	572.02	786.73	1,073.43
每股收益（元）	0.56	0.83	1.19	1.63	2.23

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	58.96%	49.03%	37.93%	33.40%	32.48%
营业利润	87.26%	48.49%	42.32%	37.64%	36.52%
归属于母公司净利润	88.03%	47.65%	42.77%	37.54%	36.44%
获利能力					
毛利率	43.85%	41.57%	42.02%	42.52%	43.02%
净利率	22.43%	22.22%	23.00%	23.72%	24.43%
ROE	19.99%	17.71%	20.24%	22.42%	24.44%
ROIC	58.34%	52.97%	50.27%	53.56%	65.03%
偿债能力					
资产负债率	18.49%	18.46%	15.00%	18.77%	16.39%
净负债率	-42.82%	-32.88%	-34.72%	-42.26%	-39.39%
流动比率	3.99	4.08	5.27	4.41	5.17
速动比率	3.21	3.31	4.12	3.41	3.84
营运能力					
应收账款周转率	4.96	4.71	4.61	4.76	4.69
存货周转率	5.64	5.74	5.17	4.82	4.51
总资产周转率	0.82	0.81	0.82	0.87	0.92
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.83	1.19	1.63	2.23
每股经营现金流	0.51	0.48	0.60	1.42	1.11
每股净资产	2.82	4.70	5.87	7.29	9.12
估值比率					
市盈率	110.53	74.86	52.43	38.12	27.94
市净率	22.09	13.25	10.61	8.55	6.83
EV/EBITDA	0.00	64.49	40.51	29.38	21.56
EV/EBIT	0.00	66.50	42.41	30.44	22.19

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com