

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年10月31日
市场数据

目前股价	27.22
总市值（亿元）	102.35
流通市值（亿元）	68.61
总股本（万股）	37,600
流通股本（万股）	25,205
12个月最高/最低	31.74/22.02

分析师

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

☎ 0755-83558957

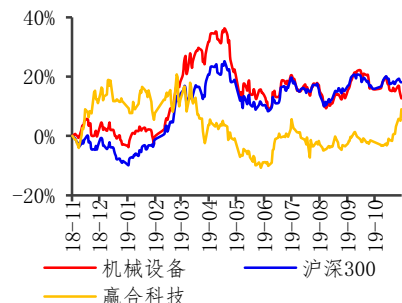
✉ liufeng@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<客户结构持续优化，受益于动力电池产能扩张>> 2019-04-02

<<年度业绩预告略超预期，国内外一线客户认可度继续提高>> 2019-01-21

<<三季报业绩符合预期，获国内外一线客户认可>> 2018-10-16

业绩实现高速增长，电子烟业务未来可期

——赢合科技（300457）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	2296	2755	3306
(+/-%)	10.0%	20.0%	20.0%
净利润	387	478	551
(+/-%)	19.1%	23.5%	15.5%
摊薄 EPS	1.03	1.27	1.47
PE	26	21	19

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 三季度业绩实现高速增长，未来业绩质量有望提升：**公司发布的三季报财务报告，2019 前三季度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 14.46%，实现 2.38 亿元的净利润。Q3 单季净利润比上年同期增长 35.61%，实现 0.52 亿元的净利润。公司进一步优化客户结构，提升订单质量。同时，公司加强全价值链协同和精细化管理，降低生产成本，提升竞争力。受益于深圳市斯科尔科技有限公司在电子烟领域的研发技术积累以及主要市场需求增长，电子烟业务快速增长。
- 持续高研发投入，提升高端市场配套服务能力：**公司在锂电设备行业具备领先的技术实力、交付能力以及售后服务能力。公司研发投入达到年销售额的 6%，高额的研发投入使得公司在产品开发、模块开发、新技术导入等方面行业领先，同时公司产品中主要的非标精密器件由公司的加工中心制作，非标精密器件具备品质高、交期可控的优势，公司锂电设备产品性能强、品质佳，广泛受到国内外客户的认可。公司凭借自身的竞争优势，持续加大行业头部客户的合作力度，客户结构不断优化，订单质量持续提高。
- 助力生产线智能化升级改造，电子烟业务实现高速发展：**公司于 2018 年 11 月收购斯科尔 51% 股权进入电子烟领域。斯科尔凭借自身的研发技术积累期内取得多项突破，消费者产品体验、口碑好，电子烟销量快速增长，烟弹复购率高，同时，公司利用自身在非标自动化设备的研发技术积累等优势，为电子烟生产线做智能化升级改造，提升斯科尔的核心竞争力。上半年，公司电子烟业务实现营业收入 13,530.48 万元，净利润 3,856.72 万元。此外，公司积极引进行业优秀人才，扩建电子烟产能，推进销售渠道建设及品牌宣传，维护现有国内外大客户，并积极拓展美国市场。在电子烟行业需求倍增的背景下，斯科尔凭借自身的研发技术积累取得多项突破，消费者产品体验好、口碑好，电子烟销量快速增长，烟弹复购率高。
- 投资建议：**我们预测 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 1.03 元、1.27 元、

1.47 元，对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、19 倍。“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**应收账款坏账风险；市场竞争加剧；国家对新能源产业政策支持变动。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,586.33	2,087.29	2,296.01	2,755.22	3,306.26	成长性					
营业成本	1,071.59	1,402.64	1,446.49	1,735.79	2,082.94	营业收入增长	86.52%	31.58%	10.00%	20.00%	20.00%
销售费用	56.89	63.36	91.84	110.21	132.25	营业成本增长	96.47%	30.89%	3.13%	20.00%	20.00%
管理费用	177.39	87.11	114.80	137.76	165.31	营业利润增长	98.40%	50.01%	18.45%	22.44%	15.49%
研发费用	0.00	125.17	149.24	179.09	214.91	利润总额增长	65.86%	50.13%	16.89%	23.53%	15.47%
财务费用	23.98	30.65	68.88	82.66	99.19	净利润增长	78.34%	46.90%	19.13%	23.53%	15.47%
其他收益	41.97	51.63	34.95	50.25	39.85	盈利能力					
投资净收益	18.62	15.26	15.00	15.00	15.00	毛利率	32.45%	32.80%	37.00%	37.00%	37.00%
营业利润	251.16	376.76	446.28	546.44	631.08	销售净利率	15.83%	18.05%	19.44%	19.83%	19.09%
营业外收支	1.70	2.87	-2.53	1.74	1.89	ROE	6.91%	7.95%	11.35%	12.36%	12.55%
利润总额	252.86	379.62	443.75	548.18	632.97	ROIC	45.27%	30.83%	16.77%	18.80%	18.79%
所得税	27.23	49.13	53.25	65.78	75.96	营运效率					
少数股东损益	4.71	5.98	3.90	4.82	5.57	销售费用/营业收入	3.59%	3.04%	4.00%	4.00%	4.00%
净利润	220.92	324.52	386.59	477.58	551.45	管理费用/营业收入	11.18%	4.17%	5.00%	5.00%	5.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.00%	6.00%	6.50%	6.50%	6.50%
						财务费用/营业收入	1.51%	1.47%	3.00%	3.00%	3.00%
流动资产	2,170.18	3,578.61	4,076.07	4,593.90	5,677.24	投资收益/营业利润	7.41%	4.05%	3.36%	2.75%	2.38%
货币资金	480.84	765.21	1,096.13	1,087.60	1,895.04	所得税/利润总额	10.77%	12.94%	12.00%	12.00%	12.00%
应收票据及应收账款合计	803.46	1,297.12	1,254.01	1,501.21	1,621.37	应收账款周转率	2.60	1.99	1.80	2.00	2.12
其他应收款	324.48	230.97	279.25	333.02	401.71	存货周转率	3.30	3.89	3.81	3.81	3.81
存货	490.32	582.77	622.64	823.85	911.93	流动资产周转率	0.95	0.73	0.60	0.64	0.64
非流动资产	981.22	1,563.89	1,781.75	1,773.24	1,769.14	总资产周转率	0.64	0.50	0.42	0.45	0.48
固定资产	372.92	518.52	576.15	602.19	623.03	偿债能力					
资产总计	3,151.40	5,142.50	5,857.83	6,367.14	7,446.38	资产负债率	60.26%	41.55%	41.29%	38.71%	40.41%
流动负债	1,788.27	2,009.49	2,327.54	2,373.56	2,917.84	流动比率	1.21	1.78	1.75	1.94	1.95
短期借款	413.69	634.30	717.00	717.00	717.00	速动比率	0.94	1.49	1.48	1.59	1.63
应付款项	556.07	781.06	699.86	824.50	1,011.58	每股指标 (元)					
非流动负债	110.78	127.36	91.10	91.10	91.10	EPS	0.60	0.92	1.03	1.27	1.47
长期借款	77.93	50.27	23.05	23.05	23.05	每股净资产	3.33	7.88	9.02	10.24	11.65
负债合计	1,899.05	2,136.85	2,418.64	2,464.66	3,008.94	每股经营现金流	-0.13	0.21	1.67	0.30	2.55
股东权益	1,252.35	3,005.65	3,439.18	3,902.48	4,437.44	每股经营现金/EPS	-0.21	0.23	1.62	0.24	1.74
股本	314.79	376.21	376.21	376.21	376.21	估值					
留存收益	1,021.90	2,647.25	3,018.38	3,476.85	4,006.24	PE	45.18	29.59	26.49	21.44	18.57
少数股东权益	-1.05	40.69	44.60	49.42	54.99	PEG	1.57	1.56	0.59	0.74	0.98
负债和权益总计	3,151.40	5,142.50	5,857.83	6,367.14	7,446.38	PB	8.17	3.45	3.02	2.66	2.34
现金流量表						EV/EBITDA	27.41	22.89	17.69	14.62	11.62
						EV/SALES	5.25	4.89	4.26	3.56	2.73
经营活动现金流	807.70	78.38	626.10	113.55	958.89	EV/IC	7.24	3.78	3.32	2.87	2.86
其中营运资本减少	-57.15	-1029.40	143.44	-478.18	272.76	ROIC/WACC	4.32	3.31	1.80	2.02	2.02
投资活动现金流	-1757.00	-1159.87	-324.82	-20.32	-30.22	REP	1.68	1.14	1.85	1.42	1.42
其中资本支出	74.99	274.77	641.77	56.83	74.50						
融资活动现金流	438.89	1396.28	29.64	-101.76	-121.25						
净现金总变化	-510.41	314.79	330.93	-8.53	807.43						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>