

盈利水平大幅改善，电子烟业务爆发式增长

赢合科技(300457)

推荐 (维持)

核心观点:

- **投资事件:** 公司披露 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 48.01 亿元，同比增长 3.84%；实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 12.81%；实现扣非净利润 2.63 亿元，同比增长 0.54%。Q2 单季度公司收入 30.63 亿元，同比下降 0.24%，环比增长 76.28%；净利润 1.95 亿元，同比下降 2.34%，环比增长 89.26%。
- **23H1 业绩整体稳健增长，海外收入占比超 30%。** 国内电池企业产能扩张增速放缓，招标需求下滑，23H1 公司锂电设备收入 32.59 亿元，同比下降 26.10%。全球新能源汽车快速发展背景下，海外电池企业加速扩产，公司深耕锂电设备十余年，与德国大众、宝马、ACC、LG 新能源等海外客户达成深度合作，海外订单占比提升，上半年锂电设备海外收入占比超过 30%。
- **高盈利的电子烟业务占比提升，叠加经营管理能力的持续优化，公司盈利水平显著提高。** 电子烟业务盈利水平较强，2023 年上半年毛利率和净利率分别达到 40.91%和 29.11%。23H1 电子烟业务在收入中占比将近三成，有效提振公司利润水平。23H1 公司综合毛利率为 26.65%，同比+7.28pct；净利率为 10.19%，同比+4.41pct。其中 Q2 单季度毛利率为 28.20%，同比/环比+7.65pct/4.27pct；净利率为 10.94%，同比/环比+3.94pct/2.08pct；均连续三个季度改善。费用端方面，23H1 公司销售费用率 2.29%，同比-0.08pct；管理费用率 2.87%，同比+0.46pct；产品技术持续开拓下，研发费用率为 6.83%，同比+1.89pct。
- **海外市场景气度高，斯科尔电子烟业务迅速放量。** 全球电子烟市场快速增长，2022 年同比+20%，其中一次性电子烟呈爆发式增长，渗透率迅速提升。美国、英国、加拿大是全球前三大电子烟消费国，斯科尔自 2022 年起大力发展自有品牌业务，并获得欧洲电子烟新产品的 TPD 认证。今年 3 月，斯科尔在英国设立全资子公司 SKE E-CIGS UK LTD，专注拓展英国及欧洲电子烟市场。凭借产品技术优势和商超多渠道开拓，斯科尔在英国市场迅速崛起，销售额从今年 1 月的第七名跃升至 4 月的第四名。另一方面，我国是电子烟出口大国，23 年上半年出口电子烟 54.82 亿美元，同比增长 29.16%。今年 7 月，国家烟草专卖局办公室印发《关于推动出口电子烟产品质量保证体系建设的指引》，进一步健全电子烟出口质量管理，降低出口企业经营风险。斯科尔海外市场开拓取得突破性进展，2023 年上半年实现收入 14.33 亿元，同比大增 1477.33%；实现净利润 4.17 亿元，已达到去年全年的 76%。受益海外市场的强劲需求，斯科尔业绩有望保持高速增长态势，具备较高盈利能力和回款能力的电子烟业务将为赢合科技贡献业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2023-2025 年将分别实现归母净利润 8.31 亿元、12.10 亿元、16.30 亿元，对应 EPS 为 1.28、1.86、2.51 元，对应 PE 为 19 倍、13 倍、10 倍，维持推荐评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期，新产品拓展不及预期，核心技术迭代迅速，市场竞争加剧，原材料价格波动，材料供应商集中等的风险。

分析师

鲁佩

☎: 02120257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

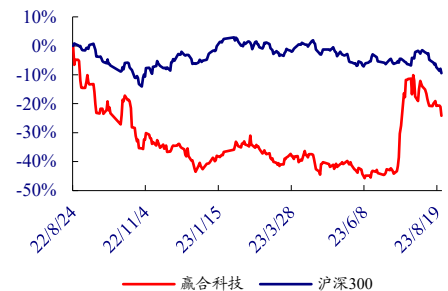
分析师登记编号: S0130521060001

市场数据

2023-08-24

A 股收盘价(元)	24.07
股票代码	300457
A 股一年内最高价/最低价(元)	29.33/16.72
上证指数	3,082.24
总股本/实际流通 A 股(万股)	64,954/52,494
流通 A 股市值(亿元)	126

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河机械】赢合科技(300457.SZ): 22Q4 盈利边际改善, 受益海外市场&技术变革

【银河机械】赢合科技(300457.SZ): 业绩高增长, 海外市场不断突破

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9019.82	12425.18	15684.92	18321.92
收入增长率%	73.40	37.75	26.24	16.81
净利润(百万元)	487.42	830.70	1209.61	1629.67
利润增速%	56.53	70.43	45.61	34.73
毛利率%	20.31	26.10	28.19	29.50
摊薄 EPS(元)	0.75	1.28	1.86	2.51
PE	32.08	18.82	12.93	9.59
PB	2.72	2.42	2.02	1.66
PS	1.73	1.26	1.00	0.85

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13302.93	16542.87	20036.09	24203.62	营业收入	9019.82	12425.18	15684.92	18321.92
现金	1862.53	2467.18	3897.69	7361.73	营业成本	7187.79	9182.31	11262.67	12916.32
应收账款	5449.46	6502.88	7042.46	6434.14	营业税金及附加	50.18	69.12	87.26	101.93
其它应收款	90.66	138.06	174.28	203.58	营业费用	200.36	273.35	384.28	439.73
预付账款	180.86	275.47	337.88	322.91	管理费用	240.47	323.05	439.18	513.01
存货	3062.26	3775.96	4279.93	4883.01	财务费用	-11.82	-46.56	-61.68	-97.44
其他	2657.15	3383.33	4303.85	4998.26	资产减值损失	-68.57	-110.00	-110.00	-90.00
非流动资产	3069.58	3406.52	3475.61	3442.11	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	1888.23	2032.25	2088.35	2073.35	营业利润	550.92	1455.36	2122.12	2859.06
无形资产	310.72	295.72	285.72	280.72	营业外收入	16.82	10.00	0.00	0.00
其他	870.63	1078.55	1101.54	1088.04	营业外支出	46.49	8.00	0.00	0.00
资产总计	16372.51	19949.39	23511.69	27645.73	利润总额	521.25	1457.36	2122.12	2859.06
流动负债	10383.02	12665.62	14151.91	15519.84	所得税	10.04	72.87	106.11	142.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	511.21	1384.49	2016.02	2716.11
应付账款	4344.19	5101.29	5631.33	5740.59	少数股东损益	23.79	553.80	806.41	1086.44
其他	6038.83	7564.34	8520.58	9779.25	归属母公司净利润	487.42	830.70	1209.61	1629.67
非流动负债	197.34	234.14	234.14	234.14	EBITDA	718.08	1585.78	2241.35	2945.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.75	1.28	1.86	2.51
其他	197.34	234.14	234.14	234.14					
负债合计	10580.37	12899.76	14386.05	15753.97	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	42.02	595.82	1402.22	2488.67	营业收入	73.40%	37.75%	26.24%	16.81%
归属母公司股东权益	5750.12	6453.82	7723.43	9403.09	营业利润	97.40%	164.17%	45.81%	34.73%
负债和股东权益	16372.51	19949.39	23511.69	27645.73	归属母公司净利润	56.53%	70.43%	45.61%	34.73%
					毛利率	20.31%	26.10%	28.19%	29.50%
					净利率	5.40%	6.69%	7.71%	8.89%
					ROE	8.48%	12.87%	15.66%	17.33%
					ROIC	8.76%	18.40%	20.92%	21.64%
					资产负债率	64.62%	64.66%	61.19%	56.99%
					净负债比率	182.67%	182.98%	157.64%	132.48%
					流动比率	1.28	1.31	1.42	1.56
					速动比率	0.84	0.85	0.93	1.06
					总资产周转率	0.62	0.68	0.72	0.72
					应收帐款周转率	2.19	2.08	2.32	2.72
					应付帐款周转率	2.22	1.94	2.10	2.27
					每股收益	0.75	1.28	1.86	2.51
					每股经营现金	0.51	1.85	2.59	5.56
					每股净资产	8.85	9.94	11.89	14.48
					P/E	32.08	18.82	12.93	9.59
					P/B	2.72	2.42	2.02	1.66
					EV/EBITDA	13.71	8.45	5.34	2.89
					P/S	1.73	1.26	1.00	0.85

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业9年，2021年加入中国银河证券研究院。曾获新财富最佳分析师、IAMAC最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice最佳分析师、金翼奖等。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn