

赢合科技 (300457. SH)
 / 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2024年5月4日

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：16.46

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

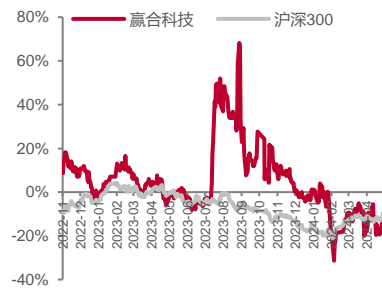
分析师：王子杰

执业证书编号：S0740522090001

Email: wangzj06@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	649.54
流通股本(百万股)	636.72
市价(元)	16.46
市值(百万元)	10691.39
流通市值(百万元)	10480.37

股价与行业-市场走势对比

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,020	9,750	11,754	13,917	16,271
营业收入增速	73%	8%	21%	18%	17%
归属于母公司的净利润	487	554	921	1,187	1,475
净利润增长率	57%	14%	66%	29%	24%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.85	1.42	1.83	2.27
每股现金流量(元)	0.51	2.15	10.05	8.26	3.62
净资产收益率	8.42%	8.52%	11.48%	11.82%	11.72%
P/E	22	19	12	9	7
PEG	1.5	2.0	1.0	0.9	0.8
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1

备注：股价取自2024年4月30日

报告摘要

■ **公司层面：锂电设备及电子烟业务共同发力，业绩有望实现高增。**公司目前主营业务包括锂电池前中道自动化设备和服务以及电子烟业务。锂电池设备业务方面，公司技术实力雄厚，主要客户包括国内外龙头电池企业。受益过去几年国内外新能源产业化发展，公司锂电设备业务实现快速增长，公司整体收入规模由2019年16.70亿元增长至2023年97.50亿元，CAGR超55%；整体归母净利润亦从1.65亿元增长至5.54亿元，CAGR超35%。在锂电设备业务短期增速放缓背景下，公司第二曲线电子烟业务快速增长，助力公司业绩高速增长。

■ **锂电设备业务：持续受益固态电池等新技术发展及海外扩产进程。**技术上，通过持续研发和创新，公司核心设备技术处于行业领先地位，持续获得国内外头部客户订单，在前道及中道设备竞争实力突出，未来有望受益叠片电池技术及固态电池技术发展，实现规模快速增长。

客户上，绑定宁德时代、比亚迪、LG、ACC、宝马国内外众多知名厂商，客户结构不断优化，未来有望实现海外收入占比持续提升。

此外，在盈利水平上，我们判断公司锂电设备业务已走出低谷时刻（基于：①相对更高毛利率的中道设备销售占比有望提升；②前期产能扩张产生的前置性费用降低；③公司优化供应链体系与采购模式，降低供应链成本；④公司加强公司内部廉洁建设，持续推行精细化成本核算与管理），有望逐步改善毛利率，提升净利润率。在聚焦锂电主营业务和聚焦大客户战略的指引下，公司有望充分受益大客户在海外扩产进程。

■ **电子烟业务情况：**产品上，公司子公司斯科尔提供丰富口味水果电子烟，持续赢得欧洲用户青睐，旗下品牌SKE在2022年下半年进入英国市场以来，市占率持续飙升，截至2023年8月，SKE英国份额排行提升至第三位，同时与2023年底推出换弹式电子烟产品。产能方面，公司产能持续扩大，拥有员工超过5000余人，设立沙井分厂，20000余平方米的制造产业基地。盈利水平上，营业收入和净利润在2023年实现快速增长。随着斯科尔在英国的市占率迅速提升及其他海外市场持续布局，公司电子烟业务盈利能力有望实现进一步提升。

■ **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是国内锂电设备龙头，依托先发优势布局固态电池设备，有望充分受益新技术发展，同时电子烟业务亦持续获得快速发展。预计公司2024-2026年归母净利润为9.22、11.87、14.75亿，对应的PE分别为12、9、7倍。

■ **风险提示：**锂离子电池行业波动风险、电子烟业务政策风险、汇率波动的风险、市场规模不及预期、研究报告使用的信息更新不及时的风险。

内容目录

图表目录	- 3 -
1、公司层面：前中道锂电设备龙头，电子烟业务快速放量	- 5 -
1.1、公司定位：“做专、做精、做强”单机设备，加大一体化和集成化创新 ..	- 5 -
1.2、组织架构：实际控制人转变为上海国资委，强强联合共筑发展新格局	- 7 -
1.3、经营状况：电子烟业务高速发展，锂电设备业务稳健增长	- 7 -
2、锂电设备行业：有望充分受益固态电池发展及出海布局	- 11 -
2.1、新能源汽车渗透率提升，中美欧电动车需求强劲	- 11 -
2.2、前中道设备：竞争实力突出，前瞻布局固态电池	- 12 -
2.3、竞争优势：“全覆盖+强单机”策略提升客户粘性，持续受益海外扩产 ..	- 14 -
3、电子烟行业：出口竞争力有望增强，一次性产品高速增长	- 17 -
3.1、电子烟产品介绍	- 17 -
3.2、电子烟行业现状	- 19 -
3.3、公司电子烟业务竞争优势	- 24 -
4、估值分析	- 27 -
5、给予“增持”评级	- 27 -
6、风险提示	- 28 -
投资评级说明：	- 30 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程	- 5 -
图表 2: 公司部分产品介绍	- 5 -
图表 3: 公司股权结构 (截至 2024 年 4 月 27 日)	- 7 -
图表 4: 公司营收及归母净利润情况	- 8 -
图表 5: 公司各业务收入占比	- 8 -
图表 6: 公司境外销售额占收入比重	- 8 -
图表 7: 公司研发费用支出和占收入比重	- 9 -
图表 8: 公司经营现金流净额	- 9 -
图表 9: 公司毛利率、净利率情况	- 10 -
图表 10: 公司期间费用占营业收入比重变化趋势	- 10 -
图表 11: 公司 ROA 和 ROE (加权) 情况	- 10 -
图表 12: 2019-2023 中/美/欧电动车销量 (万辆)	- 11 -
图表 13: 2016-2023 年中国新能源车销量 (万辆)	- 11 -
图表 14: 2020-2023 年 9 月中国新能源汽车月渗透率	- 11 -
图表 15: 2019-2024 年 3 月中国动力锂电池装车量情况 (单位: GWh)	- 12 -
图表 16: 2024 年 1-3 月国内动力电池装车量 Top10 (单位: GWh)	- 12 -
图表 17: 锂离子电池电芯的生产程序	- 12 -
图表 18: 锂离子电池电芯的装配核心工艺-卷绕和叠片	- 13 -
图表 19: 锂电池前中道设备毛利率和竞争格局	- 13 -
图表 20: 2023-2030 年中国固态电池市场空间预测	- 13 -
图表 21: 公司固态电池主要研发项目	- 14 -
图表 22: 因湃电池工厂竣工投产	- 14 -
图表 23: 各子公司核心锂电设备产品	- 15 -
图表 24: 公司前道设备新技术一览	- 15 -
图表 25: 公司中道设备新技术一览	- 15 -
图表 26: 主要海外合作客户	- 16 -
图表 27: 公司研发人员情况	- 17 -
图表 28: 电子烟分类	- 17 -
图表 29: 电子烟产业链	- 18 -
图表 30: 传统烟草与电子烟优劣势对比	- 18 -
图表 31: 不同种类电子烟的市场渗透率	- 19 -
图表 32: 2022 年世界各类烟草制品销售额占比	- 19 -
图表 33: 2018-2022 年全球电子烟销售额 (亿美元)	- 19 -
图表 34: 全球封闭式电子烟市场规模	- 20 -
图表 35: 电子烟产品类型生态图	- 20 -
图表 36: 2017-2023 年中国电子烟海外出口规模	- 20 -
图表 37: 中国电子烟行业相关政策文件	- 21 -
图表 38: 国外主要地区对雾化电子烟/HNB 的管理分类及政策	- 22 -
图表 39: 美国各州雾化电子烟税率 (截止 2022 年, 蓝色区域表示已征税)	- 23 -
图表 40: 英国及部分欧盟国家电子烟政策	- 23 -
图表 41: 英国新型烟草监管制度	- 24 -
图表 42: 公司历史沿革	- 25 -

图表 43: 公司股权结构 (截止至 2024 年 4 月 27 日)	- 25 -
图表 44: SKE 品牌电子烟产品种类	- 25 -
图表 45: 海外市场业务布局进程	- 26 -
图表 46: 2023 年 1 月和 8 月英国一次性电子烟销量排名	- 26 -
图表 48: 可比公司估值情况	- 27 -
图表 47: 公司业绩分拆	- 28 -
图表 49: 赢合科技盈利预测模型	- 29 -

1、公司层面：前中道锂电设备龙头，电子烟业务快速放量

1.1、公司定位：“做专、做精、做强”单机设备，加大一体化和集成化创新

- **锂电前中道设备龙头企业，第二曲线电子烟业务快速放量。**公司成立于2006年，2007年研发成功公司首批全自动锂电设备，2008年圆柱锂电池卷绕机在业内赢得良好口碑。经过多年发展，公司已成为锂电设备行业前中道龙头，并在全道锂电设备均积累了丰富经验。公司于2018年收购斯科尔51%股权，切入电子烟赛道，经过几年发展沉淀，电子烟业务于2023年迎来爆发，成为公司第二成长曲线。
- **公司旗下拥有多家全资及控股子公司。**包括惠州赢合、雅康精密、和合自动化、隆合科技、赢合技术（原海外事业部）、斯科尔。同时分别在广东惠州（2个）、广东东莞（3个）、江西宜春经济（1个）建立了六大生产基地，满产年产值可达130亿。


图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所



- **公司主营业务为锂电池自动化装备和服务，电子烟 ODM 业务有望成为公司第二成长曲线。**锂电装备业务为公司的传统核心业务，2023 年收入为 61.44 亿元，占比达 63.02%。公司锂电池自动化装备广泛应用于锂电池生产的前中段主要工序。通过持续研发和创新，公司的涂布机、辊压机、分切机、制片机、卷绕机、叠片机、组装机等系列核心设备的技术性能行业领先。电子烟业务主要以品牌业务为主，为客户提供电子烟、烟弹、雾化器及其他电子烟配件等产品，2023 年电子烟业务收入为 33.41 亿元，占比达到 34.27%。

图表 2：公司部分产品介绍

锂电设备产品			
产品类别	主要产品名称	产品简介	代表产品示例
极片制作 (前段)	<ul style="list-style-type: none"> 涂布机系列： 单层挤压式涂布机 单层挤压式涂布机 	用于锂电池极片的涂布工序，是锂电池核心的生产设备之一，设备将搅拌完成的浆料均匀涂覆在基材（铜箔或铝箔）上烘干并收卷成极片。	

	<p>➤ 辊压机系列 辊压机（冷热辊）</p>	<p>是锂电池提高容量、降低内阻、保证一致性不可或缺的重要设备，极片通过辊压增加极片的压实密度，提高极片厚度一致性。参数：辊压速度 100m 每分钟，机械速度 120m 每分钟</p>	
电芯制作 (中段)	<p>➤ 分切机系列： 1、动力分切机 2、数码分切机 3、蓝牙分切机 4、桥架式分切机 5、全自动分条机 6、动力二次分切悬臂分切机</p>	<p>主要用于普通锂电极片、动力电池极片的定宽分切，生产流程包括极片卷料放卷、定宽分切和分切后收卷。参数：分切速度 Max. 120m 每分钟（动力）</p>	
	<p>➤ 制片机系列 制片机及表面缺陷检测设备</p>	<p>主要用于极片分切之后的焊接极耳、贴保护胶带以及定长裁断或收料成卷等制造工序。</p>	
	<p>➤ 激光模切机系列 激光极耳成型机</p>	<p>主要用于锂电池极片及极耳的定型裁切，依据电池工艺所需尺寸完成极片及极耳的成型。</p>	
	<p>➤ 卷绕机系列 1、动力卷绕机 2、数码卷绕机 3、蓝牙卷绕机 4、小圆柱电池全自动一体机</p>	<p>主要用于方形或圆柱形锂离子电池电芯的卷绕。 方形电池：3000mm 每秒 大圆柱电池：18ppm 以上 小圆柱电池：20-45ppm</p>	
	<p>➤ 叠片机系列 全自动锂电叠片机</p>	<p>主要用于将裁切成型的极片与隔膜间隔堆叠成电芯。0.15s/p 三工位切叠一体机，叠片效率非常接近卷绕（叠片效率 0.15s/p，高于目前业界 0.2-0.3s/p，接近卷绕目前的 0.1s/p）；兼容性强，能实现即切即叠。</p>	
软件	MES 系统	主要用于锂电池生产制造的过程管理。	 <p>MES 慧合智能</p>

电子烟产品

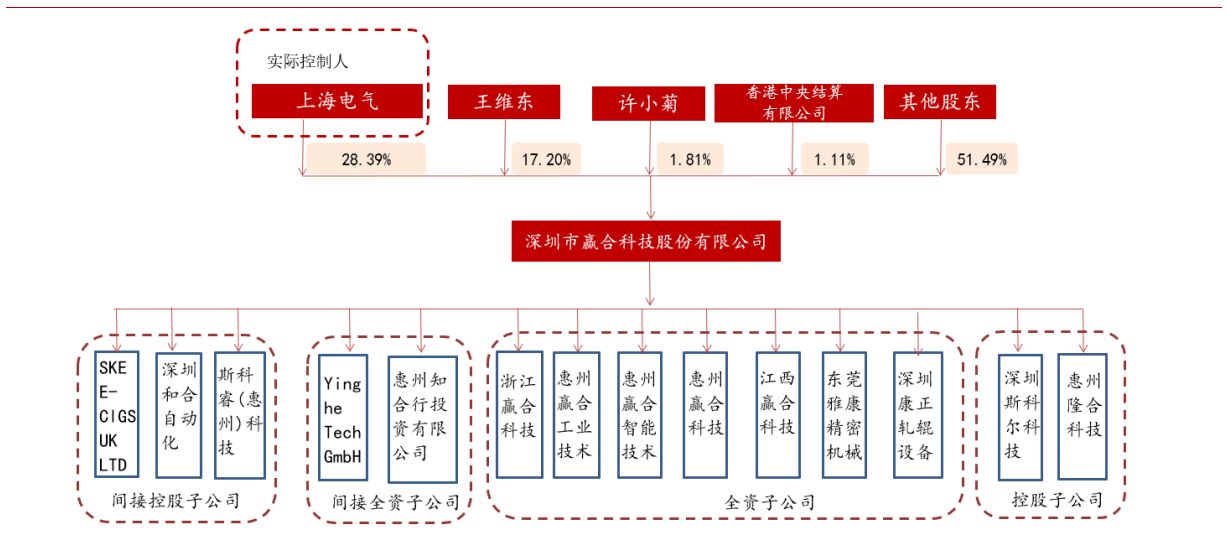
电子烟	一次性雾化型电子烟	一次性电子烟的烟杆和烟油一体，可以充电但不能增加、更换烟油的封闭式电子烟，烟油抽完后即丢弃不再使用。	
	换弹式雾化型电子烟	换弹式电子烟由电池组件和烟弹组成，通过雾化等方式，将烟油变成蒸汽后，供用户吸食。烟弹由烟油、雾化仓及烟嘴组成，属于消耗品。	

来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

1.2、组织架构：实际控制人转变为上海国资委，强强联合共筑发展新格局

- **上海电气战略入股，上海国资委成为新的实际控制人。**2020年1月15日，上海电气成为上市公司的控股股东，截止2024年第一季度，上海电气持股比例为28.39%，上海市国资委为上市公司实际控制人。

图3：公司股权结构（截至2024年4月27日）



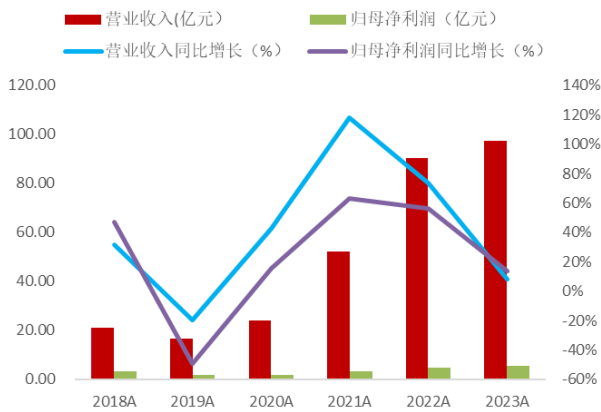
来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **控股股东资源优势，为公司持续赋能。**上海电气于2020年1月成为公司的控股股东，上海市国有资产监督管理委员会成为公司的实际控制人，标志着公司发展进入新的阶段。

1.3、经营状况：电子烟业务高速增长，锂电设备业务稳健增长

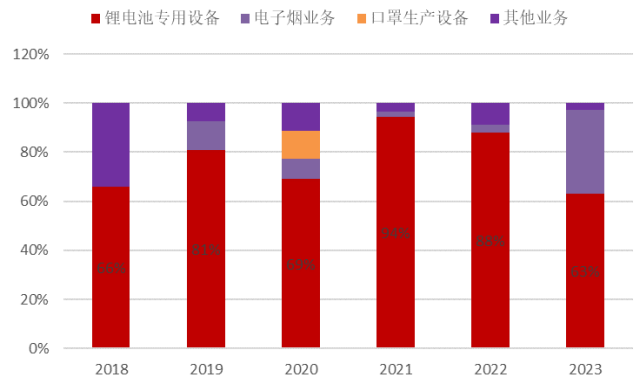
- **2023年公司业绩稳健增长，电子烟业务表现亮眼。**2023年公司实现营业总收入97.5亿元，同比增长8.09%；实现归母净利润5.54亿元，同比增长13.62%；实现扣非净利润5.36亿元，同比增长13.96%。其中电子烟业务实现快速增长，电子烟实现营业收入33.41亿，占营业总收入的34%。2024年第一季度实现营业收入18.66亿元，同比增长7.37%；归母净利润1.59亿，同比增长53.87%；实现扣非净利润1.57亿元，同比增长97.53%。

图表 4: 公司营收及归母净利润情况



来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

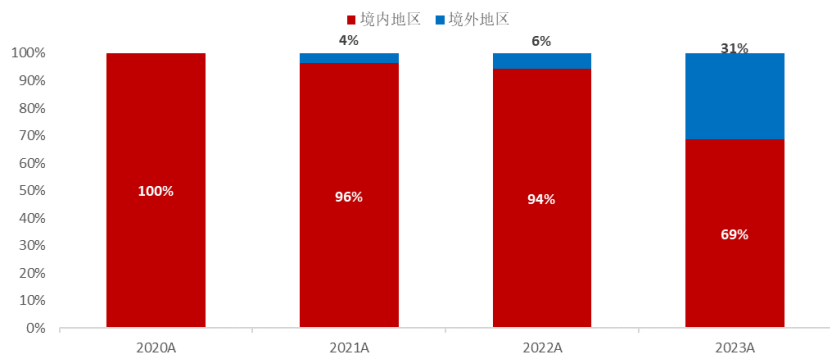
图表 5: 公司各业务收入占比



来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

- 公司凭借领先的产品性能和强大的交付能力，订单规模和订单质量持续提升。2022 年公司新签订单再度突破百亿元，客户包括宁德时代、比亚迪、欣旺达、蜂巢能源、国轩高科、亿纬锂能、鹏辉能源、LG 新能源、大众、ACC 等国内外一线企业。2022 年公司完成了德国分公司的注册手续，成为国内率先“走出去”直接获得海外客户订单的国内锂电设备公司，目前公司产品已经出口到美国、德国、韩国、法国等多国，2023 年境外销售额 34.17 亿元，同比增长 562.21%，占比提升至 35%。

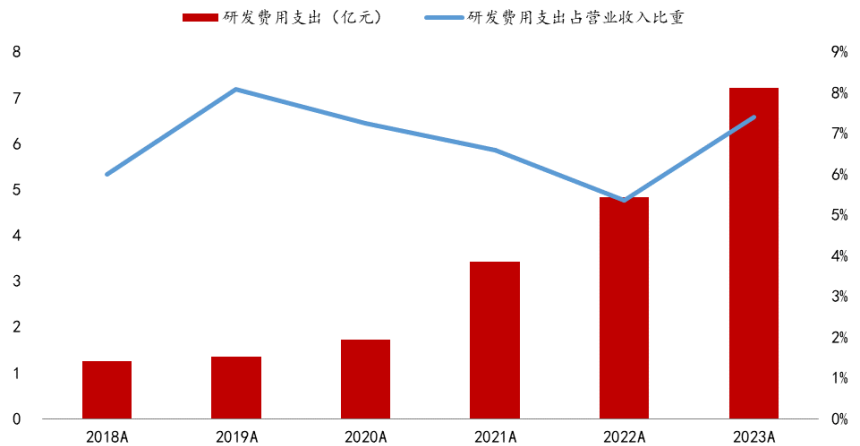
图表 6: 公司境外销售额占收入比重



来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

- 公司研发费用高增长，新产品技术储备充足，产品竞争力增强。2023 年公司研发费用 7.22 亿元，研发支出增速 49.5%，占营业收入的 7.41%。公司持续加大研发投入和技术创新，核心锂电设备产品竞争力领先。截止 2023 年底，公司拥有各项专利及软件著作权 1735 项，研发技术人员 2476 人，占公司员工总数的 26.25%。自主开发的核心锂电设备持续领先同行业，部分产品填补了国内市场空白。2022 年公司成功研发出 1500 宽幅辊分一体机、24ppm 高速 4680 大圆柱激光卷绕一体机、短刀电芯装配线以及满足半固态电池需求的复合集流体涂布及辊压设备等创新产品，进一步提升公司前中段设备的技术壁垒，提高公司产品竞争力。

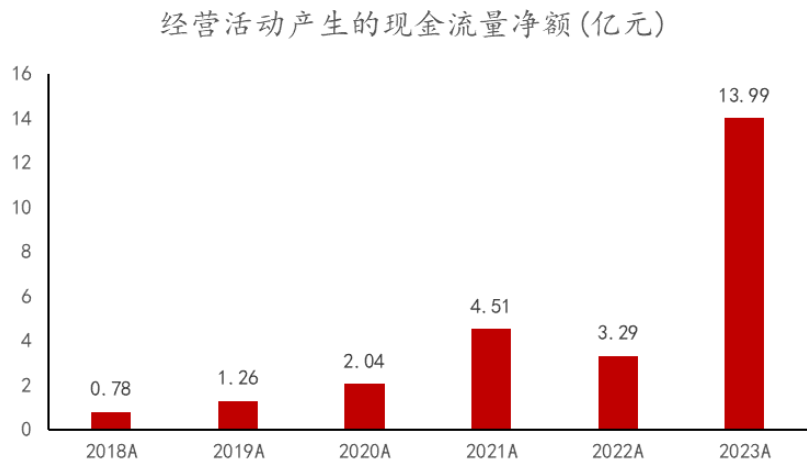
图表 7: 公司研发费用支出和占收入比重



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2018-2023 年, 公司经营现金流净额整体上升。2021 年经营现金流持续高增长, 2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.29 亿元, 同比下降 27.04%, 经营现金流下降的主要原因有: 1) 2022 年业务规模快速增长, 销售回款随之增长; 2) 由于订单快速增长, 为满足交付需求, 采购和运营管理成本支出增加。2023 年经营现金大幅增长, 达 13.99 亿元, 相较同期上升 325.23%。

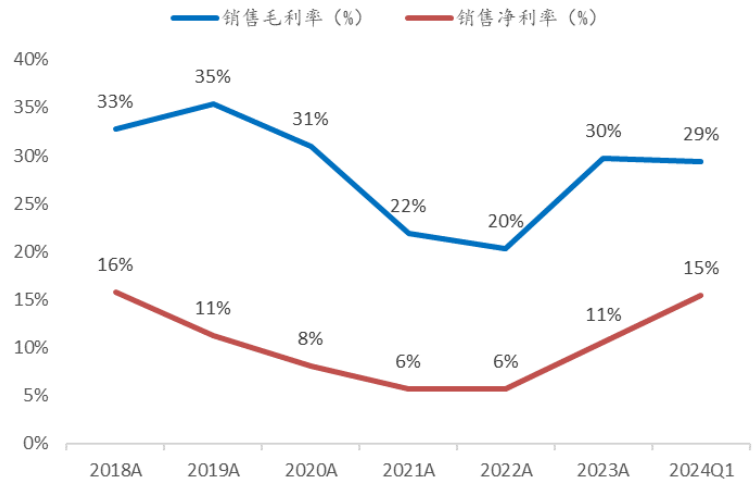
图表 8: 公司经营现金流净额



来源: wind, 中泰证券研究所

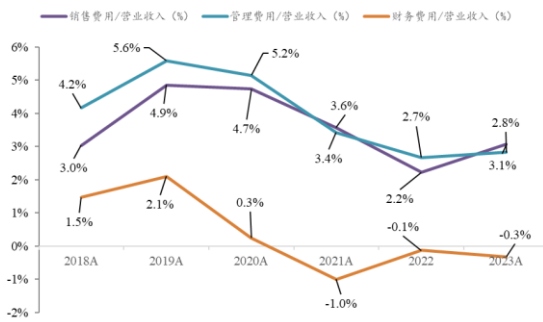
- 毛利率持续承压, 盈利情况逐步改善。2022 年公司毛利率持续承压, 主要受到以下方面影响。一是钢、铜等原材料成本上升, 二是公司订单增长较快, 但供应链扩产节奏略迟缓, 导致上半年出货未达预期; 三是公司为新订单增加了很多员工, 导致人工成本上升。针对上述问题, 公司一方面积极和客户沟通成本上升问题, 另一方面, 公司将通过加强整体生产过程的成本管控, 以及提升周转效率等方式来化解毛利率压力。2023 年, 随着公司出货量的不断提升和规模效应的显现, 公司的毛利率上升至 29.76%, 净利率上升至 10.54%, 2023 年全年公司的盈利情况逐步改善。

图表 9: 公司毛利率、净利率情况



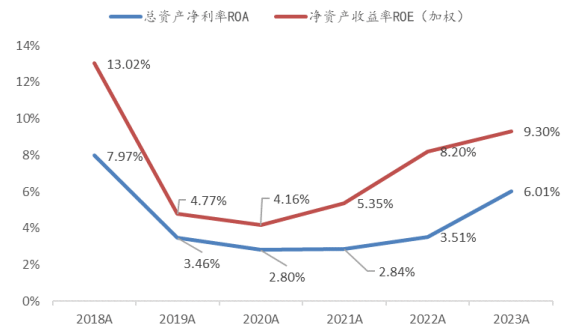
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 公司期间费用占营业收入比重变化趋势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 公司 ROA 和 ROE (加权) 情况



来源: wind, 中泰证券研究所

2、锂电设备行业：有望充分受益固态电池发展及出海布局

2.1、新能源汽车渗透率提升，中美欧电动车需求强劲

- **全球电动车销量高增长，欧洲和美国是第二、三大市场。**2022 年全球纯电+插混车型销量大幅增长 55%，首次突破 1000 万辆大关。随着美国、欧盟和欧洲主要国家公布碳排放规划和燃油车禁售时间表，各国政府补贴扶持政策不断落地，美欧新能源车销量大增。目前电动车智能化浪潮愈演愈烈，加上俄乌局势造成油价长期处于高位，在产品力、使用成本、各国补贴政策三重因素的驱动下，美欧新能源汽车销量预计持续保持高速增长。

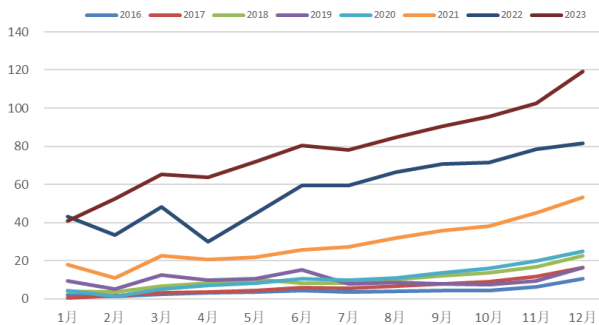
图表 12：2019-2023 中/美/欧电动车销量（万辆）

类别	国家及地区	2019	2020	2021	2022	2023	2023年同比
纯电动	美国	23.6	25.9	47.6	80.7	118.7	47.09%
	欧洲	35.8	69	113.8	159.24	-	-
	中国	96.5	111.6	291.6	536.5	668.5	24.60%
插混动力	美国	8.4	6.3	16.4	18.5	28.1	51.89%
	欧洲	18.2	54.9	84.3	101	-	-
	中国	23.7	25.1	60.3	151.5	280.4	85.08%
新能源合计	美国	32	32.3	64	99.2	147	48.19%
	欧洲	54	123.9	198.1	260.24	-	-
	中国	120.2	136.7	352.1	688.7	949.5	37.87%

来源：中汽协，Marklines，中泰证券研究所

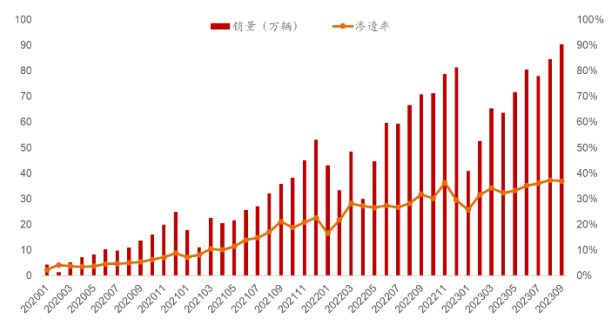
- **我国新能源汽车渗透率快速提升。**随着国家和各省份对新能源汽车的政策激励，消费者对新能源汽车的认知度逐步提升，国内新能源汽车行业正迎来高速发展。2023 年新能源车销量 949.5 万，同比增长 37.87%；2023 年 9 月新能源车销量为 90.4 万辆，渗透率提升至 36.9%，表明消费者对新能源汽车接受度不断提升，需求增长可持续性较强。

图表 13：2016-2023 年中国新能源车销量（万辆）



来源：中汽协，Marklines，中泰证券研究所

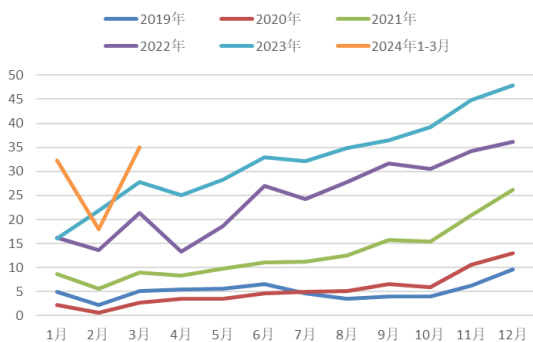
图表 14：2020-2023 年 9 月中国新能源汽车月渗透率



来源：中汽协，中泰证券研究所

- **2023 年动力电池装车量持续提升，市场集中度高。**2023 年，我国动力电池装车量累计 387.5GWh，同比上升 31.52%。同时，2024 年第一季度我国新能源汽车市场动力电池装车量达 85.3GWh，同比增长 29.64%，其中排名前 10 家动力电池企业合计装车量为 72.53GWh，占总装车量比为 95.6%，市场集中度高且持续提升。

图表 15: 2019-2024 年 3 月中国动力电池装车量情况(单位: GWh) 图表 16: 2024 年 1-3 月国内动力电池装车量 Top10 (单位: GWh)



序号	企业名称	装车量 (GWh)	占比	同比
1	宁德时代	35.56	46.87%	21.57%
2	比亚迪	17.66	23.27%	-13.47%
3	中创新航	4.84	6.38%	-8.16%
4	蜂巢能源	2.75	3.62%	252.56%
5	国轩高科	2.74	3.61%	3.40%
6	欣旺达	2.50	3.30%	78.57%
7	亿纬锂能	2.29	3.02%	-5.37%
8	LG新能源	1.66	2.19%	28.68%
9	瑞浦兰钧	1.52	2.01%	508.00%
10	极电新能源	1.01	1.33%	/
合计		72.53	95.6%	13.83%

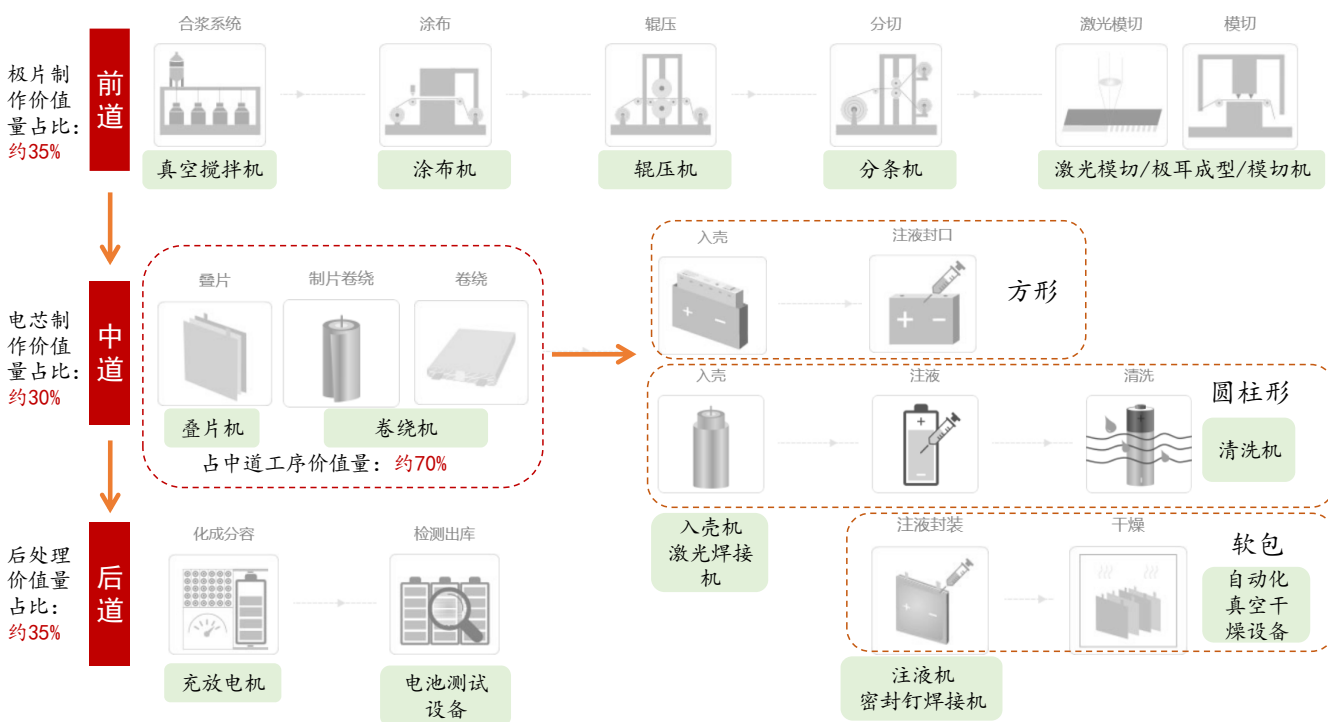
来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中泰证券研究所

来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中泰证券研究所

2.2、前中道设备: 竞争实力突出, 前瞻布局固态电池

- **聚焦前中段设备, 竞争实力突出。**电芯生产过程主要包括前道-极片制作、中道-电芯组装、后道-后处理(激活电芯)等三大步骤, 赢合科技目前研发、生产和销售主要以锂电池生产线前中道设备为主, 经过多年研发积累, 整体竞争实力突出。

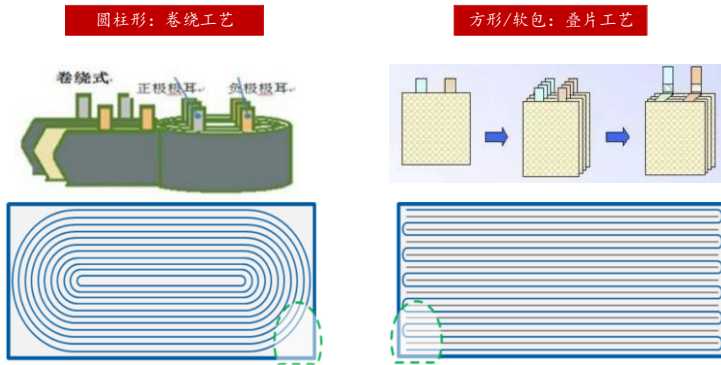
图表 17: 锂离子电池电芯的生产程序



来源: 赢合科技, 中商产业研究院, 中泰证券研究所

- **锂电池中道流程制芯环节工艺:**叠片工艺与卷绕工艺为锂电池中道流程制芯环节的核心, 决定整线的生产效率。卷绕技术是将原料按负极、隔膜、正极、隔膜的顺序堆放, 并通过卷绕法直接滚动成圆柱形, 然后放置在金属外壳中。叠片工艺主要用于方形/软包电池。该工艺将裁切成型的极片与隔膜间隔堆叠成电芯。首先将正负极材料切割成相同尺寸的矩形片, 再将它们分别堆放在隔膜上分离两极, 压合形成小电芯单体后, 将小电芯单体堆放并联组成大电芯, 然后包裹包装。

图表 18: 锂离子电池电芯的装配核心工艺-卷绕和叠片



来源: 高工锂电, ATL, 赢合科技, 《中国车规级高速叠片动力电池白皮书

(2019)》, 中泰证券研究所

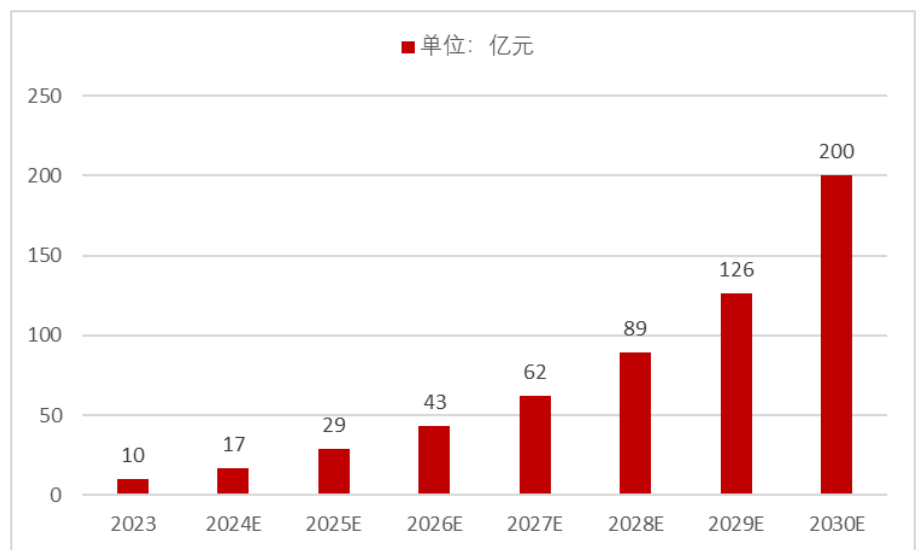
图表 19: 锂电池前中道设备毛利率和竞争格局

锂电池设备	前道	中道
核心设备	涂布机	卷绕/叠片机
毛利率	26%-30%	>30%
市场竞争格局	产品构造相对简单、零部件成本拆解较为清楚、报价相对透明	产品构造相对复杂、报价提升空间更大、尚未形成寡头垄断
电池新工艺影响	特斯拉干电极技术正在研发中, 如开发成功将减少对涂布和干燥设备需求	大圆柱电池和刀片电池对高速卷绕机和超高速叠片机需求提升

来源:GGII, 中泰证券研究所

- **前中道设备能力突出, 前瞻布局固态电池。** 固态电池是一种采用固态电解质的新型电池技术, 其显著特征在于相较于传统液态电池, 具备高能量密度、高安全性和更长的循环寿命等优势。依据固态电解质在电池中的含量差异, 固态电池主要分为半固态电池和全固态电池两大类。根据中商产业研究院于《2022-2027 年中国固态锂电池产业发展趋势及投资风险研究报告》中的数据, 2023 年中国固态电池的市场空间达到约 10 亿元, 2024 年中国固态电池市场空间将达到 17 亿元, 2030 年将增至 200 亿元。

图表 20: 2023-2030 年中国固态电池市场空间预测



来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

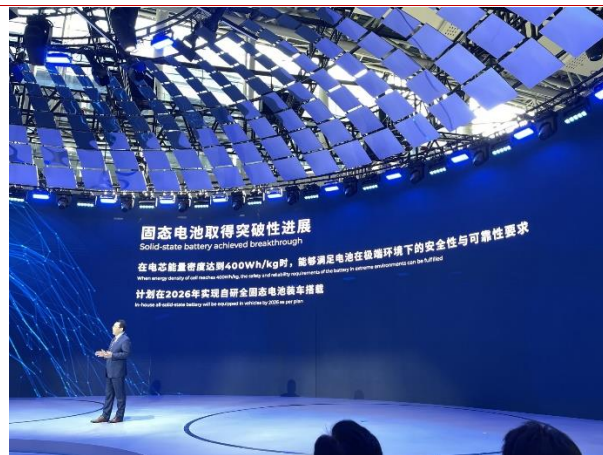
- **固态电池新技术发展, 设备厂商先行受益。** 目前, 公司已完成半固态电池所需相关设备的开发、验证及生产。在干法电极量产设备研发方面, 公司已拓展新的电极和电解质制备方法; 降低电池生产能耗, 减少工艺量; 适配固态电池的量产, 目前已完成第二代, 第三代正在进行中。在固态电池生产设备研发方面, 公司已应用干/湿法固态电池工艺与先进设备相互验证, 共同推进。

图表 21：公司固态电池主要研发项目

研发项目	项目目的	项目进展	目标	对公司影响
干法电极量产设备	填补国内干法电极制备产线空白；满足客户固态电池干法电极量产需求，配合客户新产品投产，提升公司的行业竞争力	第二代已完成，第三代在进行中	拓展新的电极和电解质制备方法；降低电池生产能耗，减少工艺量；适配固态电池的量产	及时适应市场需求，保持公司产品和品牌的市场竞争力；在市场占据有利位置，提高自身市场份额和经济效益；持续的研发投入和创新成果输出，积累雄厚实力，不断引领行业科技进步
固态电池生产设备研发	匹配固态电池干法和湿法生产工艺开展设备研发，确保公司的电池生产设备始终领先市场	进行中	应用干/湿法固态电池工艺与先进设备相互验证，共同推进；降低设备开发阻力，拓展公司研究版图	加大前沿基础和热点问题研究的投入，能更早的前端产品的布局以确保公司对市场的把握力以及产品的先进性

来源：赢合科技 2023 年年度报告，中泰证券研究所

- **固态电池新技术发展，设备厂商先行受益。**2023 年 11 月，公司中标因湃电池科技有限公司正负极涂布、分切及辊压设备招标，合计金额超 1 亿元人民币。昊铂自主研发的全固态电池采用 100% 固态电解质，具备超高能量密度、超强本征安全，超宽使用温域等特点，计划于广汽旗下的因湃电池智能生态工厂自主生产，将于 2026 年实现全固态电池装车搭载。

图表 22：因湃电池工厂竣工投产


来源：广汽埃安昊铂，中泰证券研究所

2.3、竞争优势：“全覆盖+强单机”策略提升客户粘性，持续受益海外扩产

- **产品覆盖全面，单机实力突出。**公司深耕锂电设备行业多年，目前已基本覆盖锂电设备全工序，除前道搅拌设备、后道化成分容设备，均有产品实现销售。公司的各子公司分别专注单一环节、单一装备。每个子公司都有单独的研发体系，生产、研发人员都是独立的。在强单机方面，赢合科技一直专注生产和客户工艺、电池性能比较强相关的设备，客户粘性比较强的设备。产品创新均有效的提升了锂电池生产效率，降低了电池生产成本，并得到了比亚迪、LG 等业内一流客户的高度认可。

图表 23: 各子公司核心锂电设备产品



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 24: 公司前道设备新技术一览

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
连续涂布模切机	为开发高速切叠一体机做铺垫, 进一步提升公司激光切设备的产品领先性	已完成	效率达到 240ppm	进一步提升公司前段设备的技术壁垒, 提高公司产品竞争力与品牌影响力
间隙涂布模切机	满足客户定制化需求, 进一步提升公司激光切设备的产品领先性	已完成	效率达到 160ppm	
一出六激光模切分切一体机	打破传统的一出一与一出二等模式, 进一步提升公司激光切设备的产品领先性	已完成	生产速度可达到80m/min~120m/min, 设备优率≥99.5%, CPK: 1.33, 切割毛刺≤6μm, 达到国内全自动化领先水平	
高速激光极耳成型机	进一步提升公司激光切设备的产品领先性	已完成	研制最高效率可达 120m/min 的样机, 实现切割毛刺≤7μm, 热影响区域≤30μm,	
激光裁切一体机	弥补传统锂电池极耳成型及传统五金模切机的应用缺陷, 进一步提升公司激光切设备的产品领先性	进行中	效率最大可达 260m/min、切割精度±0.2mm	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 公司中道设备新技术一览

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
高速大圆柱动力卷绕机	满足客户定制化需求, 进一步提升公司卷绕机的产品领先性	已完成	设备覆盖精度由以往的 ±0.5mm 提升到 ±0.3mm, 生产效率 ≥17PPM, 线速度 ≥1.5m/S	进一步提升公司中段设备的技术壁垒, 提高公司产品竞争力与品牌影响力
mini STP 制片卷绕一体机		已完成	适应产品规格: 极片宽度40-130mm, 片长 250-1500mm, 效率 10ppm。	
扣式圆柱卷绕一体机		已完成	效率可达到 25PPM, 可生产直径 6-16MM、高度 4-11MM 的电芯,	
三工位高速切叠一体机	丰富公司产品线, 进一步提升公司叠片机的产品领先性	已完成	整机效率可达 0.15s/p, 精度可达 ±0.3mm	
热复合连续折叠一体机		进行中	效率≥750pp, 精度±0.7mm	
16PPM-MEB 装配线	满足客户定制化需求, 进一步提升公司组装线的产品领先性	已完成	效率达到 16ppm	
6PPM 刀片装配线		已完成	效率达到 6ppm	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **绑定国内外众多知名厂商, 客户结构不断优化。**公司凭借领先的产品性能和强大的交付能力, 在市场拓展尤其海外市场方面取得突破性进展, 订单规模和订单质量持续提升。期间收获了来自宁德时代、比亚迪、欣旺达、蜂巢能源、国轩高科、亿纬锂能、鹏辉能源、LG 新能源、大众、AGC 等国内外一

线客户的订单，新签锂电设备订单再次突破百亿元。客户的结构和订单，近几年已逐步转变为以海内外头部电池厂为代表的大客户为主。

- 公司海外客户拓展顺利，亚欧业务持续突破。**2023 年海外营业收入达 34.17 亿，同比增长 562.53%，公司订单规模和订单质量持续提升。在海外锂电设备业务方面，赢合科技成绩十分斐然，产品已出口到德国、韩国、法国等多个国家，已和德国宝马、德国大众、ACC、LG 新能源、三星、EN、Varta 等全球头部电池企业、整车企业建立合作。众多成功的海外交付经验已成为赢合科技拓展海外市场的显著优势，是赢合科技国际化进程的重要基础。公司获得了大众关键锂电设备订单以及 ACC 部分前段设备订单：大众方面，赢合科技中标德国大众亿级订单，将为其 20GWh 超级工厂（后续将扩展为 40GWh）提供生产锂电池的核心锂电设备及解决方案。法国 ACC 方面，2021 年年初，完成客户 20 台设备交付，在设备交付半年内实现整线通线和稳定生产，并在同年获其追加前段量产设备订单。宝马方面，2021 年赢合从日韩、欧美共 8 家企业中脱颖而出，成为其前段设备的全球唯一供应商。

图表 26：主要海外合作客户

	接单设备	订单情况	电池厂扩产情况
	小圆柱/大圆柱 高速卷绕机	2020 年签订 3.7 亿圆柱卷绕线合同，并获得持续订单。	计划将产能由 22 年底的 200GWh，提升至 520GWh，届时将能满足约 742 万辆高性能电动汽车的需求。
	辊分等前道设备	2020 年接单，2021 年交付并获得追加订单。	计划分别在德国、法国、意大利建设三座产能为 40GWh 的工厂，2030 年动力电池产能合计将达到 120GWh。
	前道设备 (全球唯一供应商)	2021 年接单，2022 年交付。	2022 年电芯采购金额 200 亿欧元（约 RMB1406 亿元），较去年提升 40%。2030 年在欧美地区停售燃油车，全球纯电车年销量超过 150 万辆。大圆柱电池车型生产规划中。
	20Gwh 的关键锂电设备以及 ACC13Gwh 的部分前段设备	2022 年，公司完成了德国孙公司的注册手续，获得了大众 20GWh 的关键锂电设备订单以及 ACC13GWh 的部分前段设备订单。2022 年公司新签海外订单占整体新签订单的比例超过 10%，并完成了部分欧洲订单的顺利交付。	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 持续加大研发投入和技术创新，牵头制定行业标准。**截止 2023 年底，公司及控股企业共拥有各项专利及软件著作权 1735 项，研发技术人员 2476 人，占公司员工总数的 26.25%。公司亦凭借雄厚的研发优势与制造经验，积极参与行业相关标准的制定工作。国家工信部发布的《锂离子电池极片涂布机》、《锂离子电芯叠片机》两项行业标准均为公司牵头起草与制定，将进一步推动我国锂电池核心生产设备的制造规范和产业发展。

图表 27: 公司研发人员情况

	2022年	2023年	变动比例
研发人员数量 (人)	1964	2476	26.07%
研发人员数量占比	20.85%	26.25%	5.40%
研发人员学历			
本科	1041	1008	-3.17%
硕士	35	56	60.00%
研发人员年龄构成			
30岁以下	1343	1657	23.38%
30-40岁	533	761	42.78%

来源: 赢合科技 2023 年年度报告, 中泰证券研究所


3、电子烟行业：出口竞争力有望增强，一次性产品高速增长

3.1、电子烟产品介绍

- 电子烟种类：**电子烟是一种便携式电子烟，主要模仿传统卷烟的形式，利用烟油、加热系统、电源和过滤嘴等部分进行加热雾化，从而产生特定气味的气溶胶。传统香烟通过 800~1000 摄氏度高温燃烧烟草，从而产生烟雾，释放焦油（主要致癌物）、尼古丁、醛类、胺类、酚类化合物、一氧化碳等多种有害物。而雾化电子烟和 HNB 分别通过雾化方式、约 350° C 的加热非燃烧方式避免焦油和减少有害物产生，具有减害性。电子烟可以按出烟原理、重复使用性等不同分类方式进行分类。

图表 28: 电子烟分类

分类方式	电子烟名称	电子烟特征
出烟原理	加热不燃烧电子烟 (HNB)	加热不燃烧电子烟采用低温加热的原理，通过加热新型烟草释放烟雾，需要在烟杆中插入类似卷烟的新型烟草 
	烟油雾化型电子烟	烟油雾化型电子烟则是通过电加热使烟油雾化，生成烟雾 见下图
重复使用性	封闭式电子烟	烟杆和烟油一体，可以充电但不能增加、更换烟油的封闭式电子烟，烟油抽完后即丢弃不再使用 
	换弹型电子烟	烟弹与烟杆分离，烟杆有电池可以充电重复使用，烟弹为封闭式，使用完后，只需更换烟弹即可继续使用烟杆 內置雾化芯

<p>开放式电子烟</p>	<p>可注油电子烟可以循环使用，烟弹的使用寿命较长。使用完毕后，只需要注入烟油即可重复使用</p>	
---------------	---	---

来源：弗若斯特沙利文、深证券时报网、2022年电子烟产业出口蓝皮书、中国海关、深圳海关，中泰证券研究所整理

- 产品工序及种类较多，产业链完备，电子烟税率落地导致电子烟各环节产业链价值重新分布。电子烟产业链上下游环节相互联动。上游原材料包含烟油、雾化器（塑料/玻璃/五金/发热电阻）、控制芯片、锂电池、PCB等；中游包含专业电子烟制造企业、电子烟品牌商；下游零售店多为小门面专卖店。目前利润分布占比最高的是下游零售环节，其次为品牌端和制造端。2022年11月1日起，电子烟被纳入消费税征收范围，电子烟税率落地导致电子烟各环节产业链价值重新分布。

图表 29：电子烟产业链



来源：智研咨询、ittbank，中泰证券研究所整理

- 减害作用明显。传统烟草制品通过烟草燃烧发生化学反应，释放出各类化学物质，供吸食者吸食。在烟支燃烧过程中产生了多种烟草挥发性香味成分，但是同时烟草成分的裂解也带来了焦油、尼古丁、酚类、醇类、酸类、醛类绝大多数的有害成分。相较于传统烟草，电子烟是可以有效降低相关物质的释放。相关研究表明，电子烟引起的细胞、动物损伤均小于传统烟草，被认为是一种对健康危害更小的烟草制品。

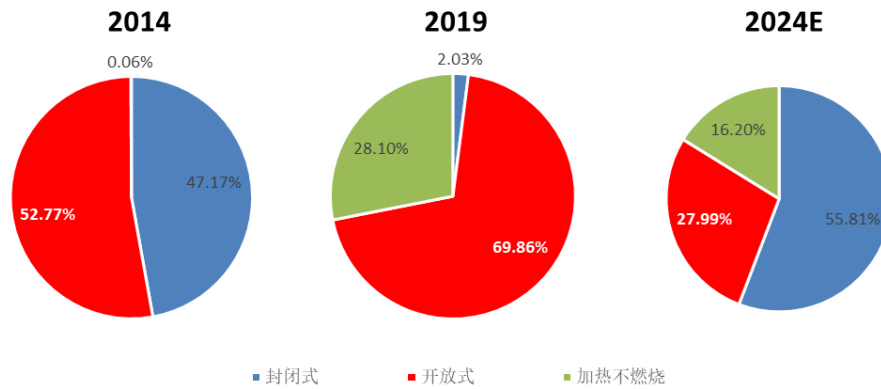
图表 30：传统烟草与电子烟优劣势对比

种类	优势	劣势
传统烟草	便携；监管体系相对完善	气味较重；会因燃烧产生焦油成分，尼古丁含量高，对健康危害性相对较高；因燃烧产生二手烟，会对环境和他人健康产生影响
加热不燃烧电子烟 (HNB)	气味较轻；释放物低，对健康的危害相对较小；二手烟很小，对他人影响较低；口感还原度相对雾化电子烟高	价格较高；监管难度较大

烟油雾化型 电子烟	可多次使用；释放物低，不含煤焦油、可无尼古丁添加，对健康的危害相对较小；二手烟很小，对他人影响较低；价格相对低廉；口味丰富	部分产品便携性低；监管难度大；易诱使青少年吸食
--------------	---	-------------------------

来源：《中国电子烟市场发展态势分析与投资战略调研报告（2023-2030）》，中泰证券研究所整理

图表 31：不同种类电子烟的市场渗透率

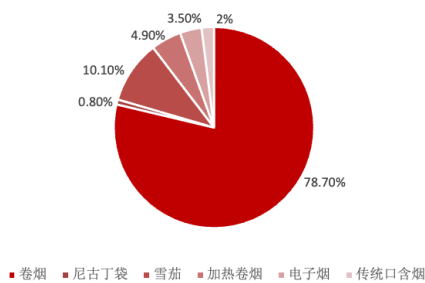


来源：弗若斯特沙利文，中泰证券研究所整理

3.2、电子烟行业现状

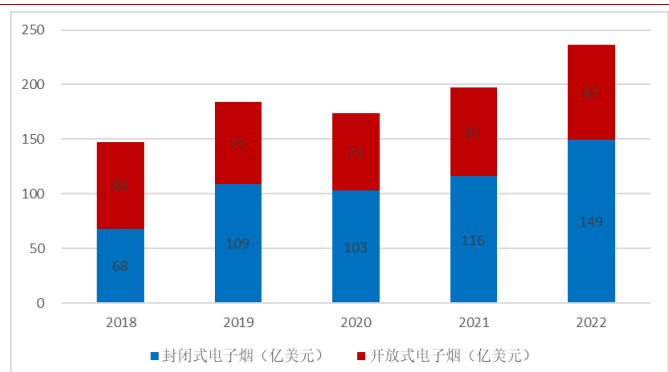
- **全球电子烟细分市场格局变化。**根据《2022 世界烟草发展报告（上）》，2022 年电子烟占比 3.5%，整体增长提速，世界电子烟销售额 236.5 亿美元，同比增长 20%。其中开放式电子烟及可加注烟液销售为 87.2 亿美元，同比增长 8.1%；封闭式电子烟销售额 149.3 亿美元，同比增长 28.2%，换烟弹式电子烟和一次性电子烟的占比分别为 82.9%和 17.1%，一次性电子烟销售额 25.5 亿美元，同比增长一倍。

图表 32：2022 年世界各类烟草制品销售额占比



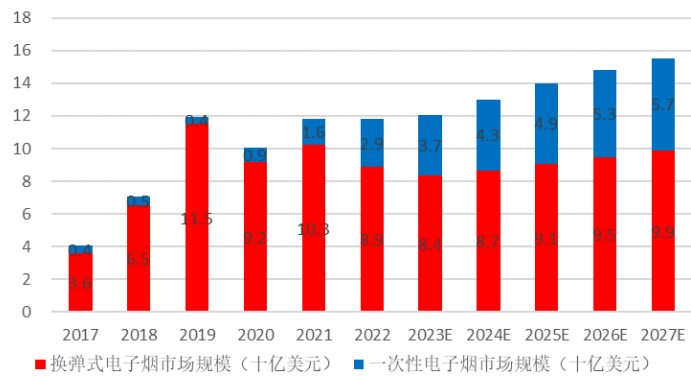
来源：《2022 年世界烟草发展报告（上）》，中泰证券研究所整理

图表 33：2018-2022 年全球电子烟销售额(亿美元)



来源：《2022 年世界烟草发展报告（上）》，中泰证券研究所整理

图表 34: 全球封闭式电子烟市场规模



来源: 欧睿, 中泰证券研究所

- **一次性、换弹式、开放式竞争格局或迎来重构。** 一次性在价格、口味口感、和安全便捷上存在优势。换弹式和开放式则各有优劣, 但开放式电子烟因其后续可改装度高, 不易受监管。若未来监管力度加强, 不仅一次性、换弹式和开放式三者之间的格局会发生改变。

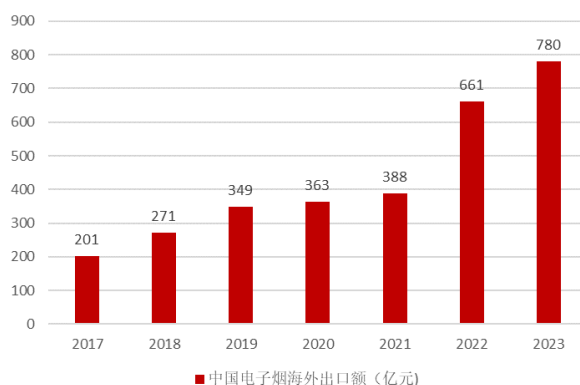
图表 35: 电子烟产品类型生态图

优势: *** 中等: ** 劣势: *	一次性	换弹式	开放式
环境污染	*	***	***
青少年吸食	*	***	***
烟油超标	*	**	***
监管难度	**	**	*
口味	***	**	**
安全便捷	***	**	*
口感	***	***	*
产品图			

来源: 中泰证券研究所整理

- **2023 年上半年中国电子烟出口保持高景气。** 我国是全球最大的电子烟制造国和出口国, 据中国海关、深圳海关测算, 2023 年中国电子烟出口金额累计达约 780 亿元, 同比增长 18%, 电子烟出口保持较高景气度。

图表 36: 2017-2023 年中国电子烟海外出口规模



来源: 2022 年电子烟产业出口蓝皮书、中国海关、深圳海关, 中泰证券研究所

- 国内电子烟政策全面监管框架基本建立，行业回归有序发展。**2020 年之前，国内电子烟行业的监管相对空白，行业处于无序发展状态。2021 年电子烟行业进入政策密集发布期，2021 年 11 月国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》，电子烟正式被纳入传统烟草监管，标志着行业经营正式合法化。2022 年颁布的《电子烟强制性国家标准》、《电子烟管理办法》、《关于对电子烟征收消费税的公告》是目前行业的三大重磅监管规则。随着监管政策的落地，各环节监管规则的明确，行业进入“有法可依、有标可循”的新阶段。

图表 37：中国电子烟行业相关政策文件

时间、政策文件及具体内容
<p>2018 年 8 月《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》 内容：明确各类市场主体不得向未成年人销售电子烟。</p>
<p>2019 年 10 月《关于学生进一步提高保护未成年人免受电子烟侵害的通告》 内容：再次强调各类市场主体不得向未成年人销售电子烟； 敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端、电商店，撤回互联网电子烟广告。</p>
<p>2020 年 7 月《电子烟市场专项检查行动方案》 内容：全面清理互联网电子烟销售（包括短视频、自媒体等社交平台电子烟销售行为），全面检查电子烟实体店，重点检查自动售卖机等各类新型销售渠道销售电子烟行为。</p>
<p>2021 年 11 月国务院《关于修改中华人民共和国烟草专卖法实施条例的决定》 内容：明确电子烟等新型烟草制品参考传统卷烟监管（增加了第六十五条）。</p>
<p>2022 年 3 月国家烟草专卖局《电子烟管理办法》 22 年 5 月 1 日正式施行，明确了电子烟定义和监管对象，主要内容： 进出口贸易：（1）出口包装：专供出口的电子烟产品的包装应当符合国务院烟草专卖行政主管部门规定的要求；（2）进口牌照批准：持有烟草专卖批发企业许可证的企业，经国务院烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后，方可从事进口产品的批发业务。</p>
<p>2022 年 4 月国家市监总局《电子烟》强制性国家标准 22 年 10 月 1 日正式施行，主要内容： （1）规定电子烟是“用于产生气溶胶供人抽吸等的电子传送系统”，将不含烟碱的电子烟纳入电子烟定义范围；（2）规定“不应对未成年人产生诱导性，不应使产品特征风味呈现除烟草外的其他风味”，并明确“雾化物应含有烟碱”，即不含烟碱的电子烟产品不得入市销售。</p>
<p>2022 年 10 月财政部、海关总署、税务总局《关于对电子烟征收消费税的公告》 内容：将电子烟纳入消费税征收范围，电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产（进口）环节税率 36%，批发环节税率 11%。纳税人出口电子烟，适用出口退（免）税政策。草外的其他风味”，并明确“雾化物应含有烟碱”，即不含烟碱的电子烟产品不得入市销售。</p>
<p>2022 年 11 月国家烟草专卖局、国家邮政局《关于电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等限量寄递的通告》 内容：对寄递电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等实行限量管理和具体数量的规定，包括对因特殊情形需超量寄递、依法取得烟草专卖许可证的电子烟交易主体之间运输要求和跨境限量寄递的有关规定。</p>

来源：烟草专卖局、市场监管局、税务总局、中泰证券研究所整理

- 美国 FDA 对电子烟实行 PMTA 上市前申请制度，欧洲偏开放和支持，日本禁止雾化电子烟市场流通但支持 HNB，韩国严格限制雾化电子烟但支持 HNB，东南亚印尼/菲律宾等部分国家相对宽松。分产品类别：雾化电子烟通常被归类为烟草制品或医疗器械以监管；HNB 通常被归类为烟草制品监管，HNB 监管政策与传统卷烟相对类似。由于部分调味类电子烟产品吸引了部分追求新鲜感和时尚感的青少年及年轻群体作为客户群，因此全球对雾化电子烟的监管相对严格，HNB 相对鼓励和宽松。

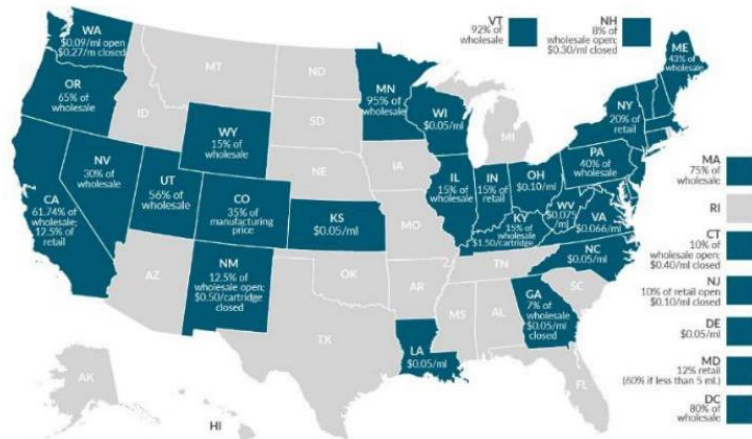
图表 38：国外主要地区对雾化电子烟/HNB 的管理分类及政策

地区	电子烟相关法规/政策
美国	2016 年 8 月起，自 2007 年 2 月 15 日后于美国市场首次分销的现有电子尼古丁传送系统产品（包括封闭式和开放式雾化电子烟、HNB）须进行烟草上市前申请（PMTA）且须提交于食品药品监督管理局（FDA）； 2020 年 2 月起，FDA 发布口味禁令，烟草和薄荷醇以外口味的封闭式换弹电子烟需退出市场，水果味和大部分薄荷味电子烟被禁售； 2022 年 10 月，FDA 对 Logic 系列销售的几款薄荷味电子烟产品发出营销拒绝令； 2022 年 11 月，FDA 对向五家未经授权销售包装看起来都像玩具、食品或卡通人物的 15 种不同电子烟产品的公司发出警告； 2023 年 5 月，FDA 对全美超过三十家经销商发布禁令，Puff&Hyde 等品牌多款一次性产品被勒令下架； 2023 年 6 月，FDA 对全美 189 家经销商发布禁令，Elf Bar&Escar Bar 等多款一次性产品被勒令下架； HNB ：目前 HNB 在美国有日本烟草 IQOS 通过 FDAPMTA 和减害认证。
欧盟及英国	电子烟和新型烟草产品受 TPD (2014/40/EU 号指令) 监管：主要在五个方面对电子烟雾化设备进行规管，包括 1) 待制造商及/或分销商提供的资料、2) 广告与促销、3) 安全问题及警告、4) 产品展示及 5) 有关疑似风险的临时措施。
日本	雾化电子烟 ：全面禁止含尼古丁的雾化电子烟市场化流动，雾化电子烟被列为医疗器械/药品分类（烟杆对应医疗器械，烟弹对应药品，分别受医疗器械法/药事法监管）。至今暂无含尼古丁的电子雾化烟获批销售； HNB ：被列为烟草制品，受《烟草商业法》管辖，需自财政部审批获得牌照。日本对 HNB 的监管相对雾化电子烟宽松。
韩国	雾化电子烟 ：严格监管，2019 年底政府强烈建议公众停止使用雾化电子烟，大部分便利店普遍下架雾化电子烟产品。 HNB ：被列为烟草制品，受《烟草商业法》和《国家健康促进法》管辖，销售需获许可证。监管类似卷烟产品，采取市场化制度，非专卖专营并允许在各渠道销售流通，以传统香烟税率的 90% 征税。
东南亚	印尼 ：2018 年 7 月宣布电子烟合法，销售前需牌照审批，2017-2021 年电子烟征税税率为零售价的 57%。2023-2024 年，电子烟税率提高 15%。 菲律宾 ：2018 年 7 月，菲律宾政府通过了“将电子烟作为减害辅助工具”的决议，电子烟作为戒烟产品，被分类为医药产品和医疗器械，获牌照授权才能销售。 马来西亚 ：禁止销售、分发或进口未经许可含尼古丁的电子烟，含尼古丁的电子香烟只能由持牌药房或注册医生出售。不含尼古丁的电子雾化产品限制相对少。

来源：中泰证券研究所整理

- **美国 FDA 实行雾化电子烟口味禁令，电子烟 PMTA 准入申请门槛极高。** 2022 年 11 月加州（美国最大电子烟消费州）宣布实施对水果味、薄荷味等调味类电子烟禁售令。美国雾化电子烟和 HNB 均需进行烟草上市前申请（PMTA），申请费用达数百万美元不等，从材料准备到完成审查的时间长度达近 2 年。美国电子烟征税方面，目前已有 29 个州和哥伦比亚特区对电子烟产品征收消费税，尚有 20 个州未对电子烟产品征收消费税。雾化电子烟类产品征税方法各不相同，根据价格（从价）、体积等进行征税。

图表 39：美国各州雾化电子烟税率（截止 2022 年，蓝色区域表示已征税）



来源：Euromonitor，中泰证券研究所整理

- **欧盟 TPD 监管较为宽松，雾化电子烟从量计税，口味禁令和严格监管或为未来趋势。** 电子烟于 2006 年开始在欧洲销售，由于并未纳入欧盟于 2001 年发布生效的烟草制品指令（TPD，即 Tobacco Products Directive）中，仍按照娱乐消费产品规范和管理。2014 年 4 月 29 日，欧盟颁布了新修订的烟草制品指令，明确将雾化电子烟等新型烟草纳入管制范围，2016 年修订版 TPD 正式实施，新型烟草产品制造商在其产品进入市场前，须向有关机构申报。但和美国的 PMTA 监管相比，TPD 申请材料更为简略、申请费用低、与制造生产商绑定度相对较低。

图表 40：英国及部分欧盟国家电子烟政策

国家	征税种类	口味
英国	封闭&开放式电子烟液体	无禁令
比利时	封闭&开放式电子烟液体	口味名称限制
保加利亚	封闭&开放式电子烟液体	无禁令
克罗地亚	封闭&开放式电子烟液体	无禁令
塞浦路斯	封闭&开放式电子烟液体	无禁令
捷克	封闭&开放式电子烟液体	无禁令
丹麦	封闭&开放式电子烟液体	禁部分调味
爱沙尼亚	封闭&开放式电子烟液体	禁全部调味，只允许烟草和薄荷醇口味
芬兰	开放式电子烟液体	禁全部调味，只允许烟草味
法国	封闭&开放式电子烟液体	无禁令

德国	封闭&开放式电子烟	无禁令
希腊	封闭&开放式电子烟	无禁令
匈牙利	开放式电子烟	禁全部调味，只允许烟草味
爱尔兰	封闭&开放式电子烟	无禁令
意大利	封闭&开放式电子烟	无禁令
拉脱维亚	开放式电子烟	无禁令
立陶宛	封闭&开放式电子烟	已禁全部调味
卢森堡	封闭&开放式电子烟	无禁令
马耳他	封闭&开放式电子烟	无禁令
波兰	封闭&开放式电子烟	无禁令
葡萄牙	封闭&开放式电子烟	无禁令
罗马尼亚	封闭&开放式电子烟	无禁令
斯洛伐克	开放式电子烟	无禁令
西班牙	封闭&开放式电子烟	无禁令
瑞典	封闭&开放式电子烟	无禁令

来源：Snusforumet, WHO《2021全球烟草流行报告》，中泰证券研究所整理

- **英国提高电子烟税率，要求产品投放市场前需向英国药监机构提出申请。**由于加热不燃烧产品由传统烟叶制成，目前已上市加热不燃烧的市场均按照烟草类产品进行管辖，2021年10月，英国税务海关总署将HNB税率由每公斤251.6英镑提高至270.22英镑。新的电子烟和替换装产品生产商必须在产品投放英国市场前6个月向英国药监机构提交申请。

图表 41：英国新型烟草监管制度

英国政策	雾化电子烟	HNB
监管机构	公共卫生部 (PHE) [负责英国市场烟草控制、电子烟产品性质界定、相关研究证据提供] 药品及保健品管理署 (MHRA) [负责消费品/药品的审批]	公共卫生部
划分类别	消费品/药品	无明确规定
监管制度	1、申请制:新的电子烟和替换装产品(或有重大改变的旧产品)生产商必须在产品投放英国市场前六个月向MHRA提交申请。申请公示在MHRA的网站后方可上市。零售商无需提交其销售的任何产品的信息,除非它们也具有生产者资格。零售商必须在2017年5月20日之前通过库存销售不符合TPD标签和产品成分要求的产品。 2、英国国家医疗服务体系(NHS)于2021年宣布,将把电子烟作为处方药物以帮助烟民戒烟。	1无明确制度,目前只有制度建议。 2、2021年10月,英国税务海关总署HMRC将HNB税率由每公斤251.6英镑提高至270.22英镑。

来源：Euromonitor, 中泰证券研究所整理

3.3、公司电子烟业务竞争优势

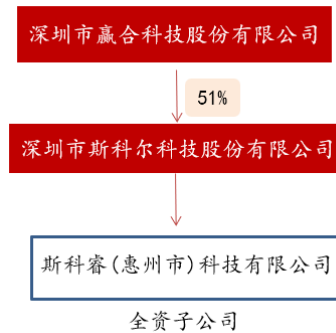
- **2018年斯科尔成为赢合科技控股子公司，2022年积极开拓海外市场。**斯科尔2013年成立；2014年获得出口资质；2015年发布DS雾化器，单品销量突破200万套；2016年，入驻松岗2万平米电子烟产业园；2018年，赢合科技向斯科尔增资4827万元，持有斯科尔51%股权，斯科尔成为赢合科技控股子公司。2022年斯科尔开拓海外市场，聚焦国外品牌业务并成功拓展英国和欧洲市场。

图表 42: 公司历史沿革



来源: 斯科尔年报、赢合科技公司公告, 赢合科技 2023 年报, 中泰证券研究所整理

图表 43: 公司股权结构 (截止至 2024 年 4 月 27 日)



来源: 赢合科技公司公告, 中泰证券研究所整理

- **公司水果味产品凸显, 实现多种口味选择。**根据 SKE 官网介绍, 公司的产品具有可信赖、丰富、高品质、环保、创新、独有技术(独有的油-线圈分离技术, 解决漏油)的优势, 获得了主流的认可: SKE 品牌的电子烟产品主要是一次性电子烟(Disposable Vape), 有 CrystalBar、CrystalS5000(容量更大)等品类。CrystalBar 网店售价 5 欧元一支, CrystalS5000 尚未见网店销售。

图表 44: SKE 品牌电子烟产品种类

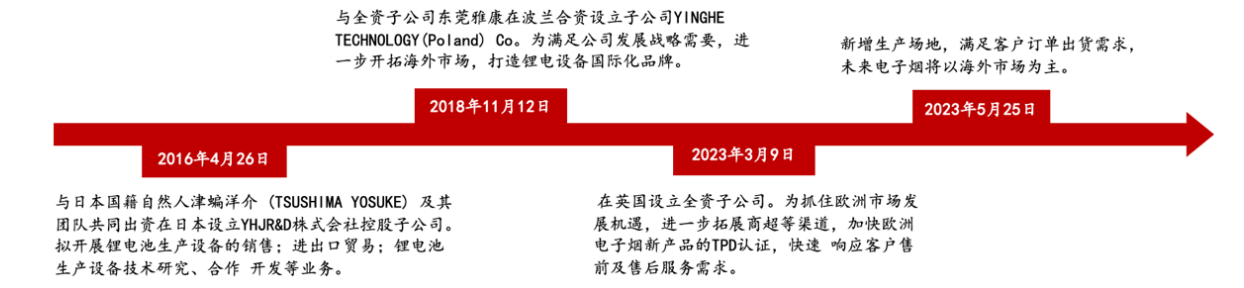


来源: SKE 官网, 中泰证券研究所整理

- **公司产能持续扩大。**拥有员工超过 5000 余人, 设立沙井分厂, 20000 余平方米的制造产业基地, 以确保产品的高质量产出。月出货量 2000 万支以上, 销售到 50 多个国家和地区。2022 年 9 月 21 日, 公司的下属电子烟子公司斯科尔已取得烟草专卖生产企业许可证, 有助于借助产业发展机遇, 进一步加大海内外新型烟草市场的拓展与布局。

- **加速海外市场业务布局，提升斯科尔在欧洲市场份额。**2023年3月29日，斯科尔在英国设立子公司且表示：自2022年开始大力发展自有品牌业务以来，在英国及欧洲其他国家品牌业务取得了突破性发展。为抓住欧洲市场发展机遇，进一步拓展商超等渠道，加快欧洲电子烟新产品的TPD认证，快速响应客户售前及售后服务需求，斯科尔决定在英国设立全资子公司。

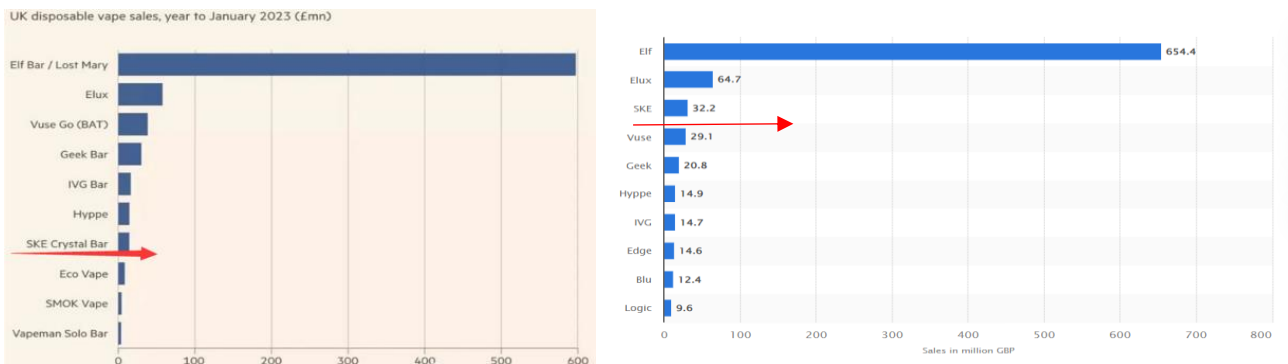
图表 45：海外市场业务布局进程



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **电子烟行业竞争格局变化，SKE 英国排行提升至第三位。**斯科尔从22年下半年进入英国以来，市占率的得到快速成长。英国权威媒体《金融时报》今年两次援引调研机构数据，对英国一次性品牌按照销售额进行了排名。截止到2023年1月的数据，斯科尔旗下品牌 SKECrystal 排名第七，而截止到2023年8月初的数据，按照销售额排行，SKECrystal 已经上升到销售额第三，仅次于爱奇迹的 ELFBAR/LOSTMARY、Elux。

图表 46：2023 年 1 月和 8 月英国一次性电子烟销量排名



来源：Financial Times，中泰证券研究所整理

4、估值分析

- 根据锂电池智能装备行业相关性及公司规模,我们采用先导智能、杭可科技、利元亨3家作为可比公司。

先导智能:锂电设备龙头企业,涵盖锂电池装备、光伏装备、3C检测装备、智能仓储物流系统、汽车智能产线等业务。公司专业从事高端自动化成套装备的研发设计、生产销售,为锂电池、光伏电池/组件、3C、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的生产制造商提供高端全自动智能装备及解决方案。

杭可科技:锂电池后处理设备龙头供应商,从事可充电电池设计、研发生产的高新技术企业,在充放电机电、内阻测试仪等后处理系统核心设备的研发、生产方面拥有核心技术和能力,并能提供锂离子电池生产线后处理系统整体解决方案。

利元亨:国内锂电池制造装备行业领先企业,主要从事智能制造装备的研发、生产及销售,为锂电池等行业提供高端装备和工厂自动化解决方案。按照应用领域划分,公司产品包括锂电池制造设备、汽车零部件制造设备和其他行业制造设备。

据Wind一致预测计算:

图表 47: 可比公司估值情况

公司	代码	2024/4/30	EPS(元)				PE(倍)			
		股价(元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
先导智能	300450.SZ	22.3	1.13	2.61	3.14	3.30	19.72	8.55	7.09	6.76
杭可科技	688006.SH	21.1	1.35	1.88	2.47	2.88	15.63	11.22	8.54	-
利元亨	688499.SH	26.61	-1.70	1.99	2.81	0.00	-15.65	13.37	9.48	-
平均值							6.56	11.05	8.37	-
赢合科技	300457.SZ	16.46	0.85	1.42	1.83	2.27	19.36	11.60	9.01	7.25

来源:公司公告,中泰证券研究所注:可比公司的EPS、PE来自wind一致预期,截取时间为2024年4月30日。

5、给予“增持”评级

- **首次覆盖,给予“增持”评级。**公司是国内锂电设备龙头公司,目前国际化发展持续加速,海外订单亦持续突破。公司在前道及中道锂电设备具有较强竞争力,并前瞻布局固态电池设备,未来有望受益新技术发展带来的规模增长。
- 此外,公司积极布局电子烟出海业务,有望打造公司业绩及规模进一步增长的第二曲线。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 48: 公司业绩分析

业务数据	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	备注	
锂电装备业务收入(百万元)	4,907.29	8,192.11	6,143.51	6,450.69	7,095.75	7,805.33	锂电设备行业在经历一轮高歌猛进扩产后,短期增速放缓。未来有望受益出海布局及固态电池等新技术,迎来行业规模增量。维持20%毛利率、5.5%净利率假设。	
锂电装备业务收入YOY (%)	197.02%	66.94%	-25.01%	5.00%	10.00%	10.00%		
锂电装备业务收入比例 (%)	94.34%	90.82%	63.01%	54.88%	50.99%	47.97%		
锂电装备业务成本(百万元)	3,875.02	6,639.97	4,941.99	5,406.29	5,676.60	6,244.26		
锂电装备业务毛利率 (%)	21.04%	18.95%	19.56%	20.00%	20.00%	20.00%		
锂电装备业务毛利润(百万元)	1,032.27	1,552.14	1,201.52	1,351.57	1,419.15	1,561.07		
电子烟业务收入(百万元)	106.90	545.68	3,341.08	5,011.62	6,515.11	8,143.88		公司控股子公司斯科尔(持有51%股权)为公司电子烟经营主体,近年来增速较快,有望受益海外布局加速及渗透率提升,实现业绩高速增长。
电子烟业务收入YoY (%)	-43.72%	410.46%	512.28%	50.00%	30.00%	25.00%		
电子烟业务收入比例 (%)	2.06%	6.05%	34.27%	42.64%	46.81%	50.05%		
电子烟业务成本(百万元)	74.83	327.41	1,737.36	2,756.39	3,583.31	4,886.33		
电子烟业务毛利率 (%)	30.00%	40.00%	48.00%	45.00%	45.00%	40.00%		
电子烟业务毛利润(百万元)	16.36	111.32	1,603.72	2,255.23	2,931.80	3,257.55		
口罩业务收入(百万元)	2.45	-	-	-	-	-	口罩业务已终止。	
口罩业务收入YoY (%)	-99.1%	-	-	-	-	-		
口罩业务收入比例 (%)	0.05%	-	-	-	-	-		
口罩业务成本(百万元)	2.15	-	-	-	-	-		
口罩业务毛利率 (%)	12.27%	-	-	-	-	-		
口罩业务毛利润(百万元)	0.30	-	-	-	-	-		
其他业务收入(百万元)	291.88	827.71	265.20	291.72	306.31	321.62	公司预期逐步收缩其他业务规模,假设2024年为10%年增速,此后逐步递减至5%年增速。	
其他业务收入YoY (%)	-36.07%	183.58%	-67.96%	10.00%	5.00%	5.00%		
其他业务收入比例 (%)	5.61%	9.18%	2.26%	25.87%	2.20%	1.98%		
其他业务成本(百万元)	175.12	547.82	169.26	189.62	199.10	209.05		
其他业务毛利率 (%)	40.00%	33.81%	36.17%	35.00%	35.00%	35.00%		
其他业务毛利润(百万元)	74.00	279.89	95.93	102.10	107.21	112.57		
营业收入(百万元)	5201.62	9019.82	9749.79	11754.03	13917.17	16270.83	①锂电业务:公司未来有望充分受益锂电设备出海布局及固态电池新技术,迎来业绩增长。 ②电子烟业务:公司控股子公司斯科尔海外突破进展亦较为顺利,未来有望持续保持高速增长趋势。	
营业收入YOY (%)	118.12%	73.40%	8.09%	20.56%	18.40%	16.91%		
销售毛利率 (%)	21.89%	20.31%	29.76%	30.00%	30.00%	30.00%		
销售毛利润(百万元)	1138.64	1831.93	2901.54	3526.21	4175.15	4881.25		
销售净利率 (%)	5.69%	5.67%	5.68%	7.84%	8.53%	9.07%		
销售净利润(百万元)	296.00	511.21	553.80	921.57	1187.08	1475.31		
合计业务收入净利润YOY (%)	53.74%	72.71%	8.33%	66.41%	28.81%	24.28%		

来源: wind, 中泰证券研究所

6、风险提示

- **锂离子电池行业波动风险。**公司主营业务包括锂离子电池生产线前中道自动化设备和服务,近年来可能出现由于部分国内动力电池生产商产能利用率较低,低端产能过剩而导致公司订单、业绩下滑的风险。
- **电子烟业务政策风险。**由于新型烟草行业尚处于发展初期阶段,可能存在国内外政策变化而导致电子烟业务发展不及预期的风险。
- **汇率波动的风险。**公司的销售收入中有部分为外销收入,外销收入主要以美元结算,因此汇率波动特别是人民币升值对公司的财务状况会产生一定影响。
- **市场规模不及预期。**本文市场规模测算基于一定的假设条件,存在不及预期风险。
- **研究报告使用的信息更新不及时的风险。**

图表 49：赢合科技盈利预测模型

资产负债表					单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	2,767	9,095	14,130	16,123	营业收入	9,750	11,754	13,917	16,271	营业成本	6,849	8,228	9,742	11,390		
应收票据	263	235	604	490	税金及附加	81	94	111	130	销售费用	299	517	487	488		
应收账款	5,819	2,939	3,083	3,640	管理费用	276	470	557	630	研发费用	722	588	557	635		
预付账款	95	114	135	158	财务费用	-31	19	11	21	信用减值损失	-418	-65	-150	-150		
存货	4,036	4,425	3,168	5,344	资产减值损失	-136	-35	-50	-50	公允价值变动收益	-17	20	32	24		
合同资产	844	1,222	1,576	1,742	投资收益	4	-2	0	0	其他收益	168	6	6	20		
其他流动资产	1,609	2,144	2,669	3,020	营业利润	1,120	1,762	2,291	2,822	营业外收入	6	10	5	20		
流动资产合计	14,589	18,952	23,788	28,774	营业外支出	13	23	34	23	利润总额	1,113	1,749	2,262	2,819		
其他长期投资	27	27	27	27	所得税	94	91	117	147	净利润	1,019	1,658	2,145	2,672		
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东损益	465	737	958	1,197	归属母公司净利润	554	921	1,187	1,475		
固定资产	1,850	1,833	1,887	1,938	NOPLAT	991	1,676	2,155	2,692	EPS (按最新股本摊薄)	0.85	1.42	1.83	2.27		
在建工程	0	120	170	220	主要财务比率											
无形资产	181	130	68	20	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E							
其他非流动资产	895	907	920	930	成长能力											
非流动资产合计	2,953	3,017	3,072	3,136	营业收入增长率	8.1%	20.6%	18.4%	16.9%							
资产合计	17,542	21,969	26,860	31,910	EBIT增长率	112.4%	63.4%	28.6%	24.9%							
短期借款	76	173	130	76	归母公司净利润增长率	13.6%	66.4%	28.8%	24.3%							
应付票据	989	4,109	4,714	4,690	获利能力											
应付账款	6,908	5,859	7,551	9,475	毛利率	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%							
预收款项	0	0	0	0	净利率	10.5%	14.1%	15.4%	16.4%							
合同负债	2,192	2,643	3,130	3,659	ROE	8.5%	11.5%	11.8%	11.7%							
其他应付款	138	138	138	138	ROIC	18.5%	23.7%	24.2%	23.7%							
一年内到期的非流动负债	51	51	51	51	偿债能力											
其他流动负债	563	823	960	1,084	资产负债率	62.9%	63.5%	62.6%	60.6%							
流动负债合计	10,918	13,796	16,673	19,174	债务权益比	3.9%	4.6%	3.2%	2.2%							
长期借款	0	20	20	27	流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5							
应付债券	0	0	0	0	速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2							
其他非流动负债	124	124	124	124	营运能力											
非流动负债合计	124	144	144	150	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5							
负债合计	11,042	13,940	16,817	19,324	应收账款周转天数	208	134	78	74							
归属母公司所有者权益	6,174	6,966	8,023	9,368	应付账款周转天数	296	279	248	269							
少数股东权益	326	1,063	2,021	3,218	存货周转天数	187	185	140	135							
所有者权益合计	6,501	8,029	10,044	12,586	每股指标(元)											
负债和股东权益	17,542	21,969	26,860	31,910	每股收益	0.85	1.42	1.83	2.27							
现金流量表					单位:百万元											
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	每股经营现金流	2.15	10.05	8.26	3.62							
经营活动现金流	1,399	6,530	5,364	2,351	每股净资产	9.51	10.72	12.35	14.42							
现金收益	1,124	1,803	2,277	2,814	估值比率											
存货影响	-974	-388	1,257	-2,177	P/E	19	12	9	7							
经营性应收影响	340	2,924	-484	-416	P/B	2	2	1	1							
经营性应付影响	-97	2,071	2,297	1,901	EV/EBITDA	102	66	52	42							
其他影响	1,005	121	17	228												
投资活动现金流	-204	-171	-145	-160												
资本支出	40	-177	-164	-175												
股权投资	0	0	0	0												
其他长期资产变化	-244	6	19	15												
融资活动现金流	-743	-31	-184	-198												
借款增加	53	117	-44	-47												
股利及利息支付	-323	-259	-256	-261												
股东融资	37	0	0	0												
其他影响	-510	111	116	110												

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。