

赢合科技（300457）

锂电前中段设备领军者，电子烟未来成长空间广阔

锂电设备行业领军者，布局电子烟市场促增长

公司是国内锂电设备领域的龙头企业之一，已成功实现涂布、辊压、分切、卷绕、激光模切、叠片以及组装线等环节产品的技术引领。公司近年来紧抓市场机遇，大力发展自有品牌业务，积极拓展电子烟市场。根据 2023 年年报，公司实现营收 97.5 亿元，同比增长 8.09%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 13.62%；扣非净利润 5.36 亿元，同比增长 13.96%。锂电设备业务实现稳健增长；电子烟业务表现突出，2023 年实现营收 33.41 亿元，占营业总收入的 34%。公司始终秉持“创新驱动发展”战略，加大研发创新力度，深耕锂电业务，积极开拓电子烟业务，业绩增长亮眼。

固态电池打开蓝海市场，供需结构改善情况下看好公司出海

公司率先研究叠片工艺设备，成熟掌握了固态电池所需的高速叠片工艺技术。公司为锂电设备前中段主要供应商之一，经过多年发展，积累了较为突出的整体竞争实力。公司主营前段设备技术含量最高，决定电池产线核心质量，拥有较大的价值比重，约占 40%。公司持续重配研发，2023 年研发费用达 7.22 亿元，同比增长 49.46%，得到了一流客户的高度认可。近年来，锂电设备的主要应用场景新能源汽车销量不断攀升，拉动了下游锂电设备发展，推动了锂电行业供需结构改善，全行业迎来发展机遇。2023 年欧洲新能源汽车销售量为 295 万辆，同比增长 13.46%，2018-2023 年复合增长率为 49.88%，行业处于快速发展期。据咨询机构策略特预测，到 2030 年，中国、欧盟和美国的电动汽车新注册数量将超过 1740 万辆，接近汽车销售总量的 27%。国产锂电企业频频出海建设，公司持续推进国际化战略，2023 年公司海外营业收入达 34.17 亿，同比增长 562.53%。

斯科尔电子烟业务开创第二增长曲线，形成技术壁垒拓宽海外份额

斯科尔电子烟业务成为公司第二增长点。公司凭借两款产品成功通过 FDA 第一阶段审核，显著提升了其市场竞争力，2023 年实现营收 33.41 亿元，为公司在美国市场的扩展奠定了坚实的基础。面对英国市场的饱和，公司转向美国市场，着力打造新的增长曲线，中国 2024 上半年向美国的电子烟出口额达 18.14 亿美元，同比增长 21.92%。同时，公司积极扩展其在欧洲其他地区 and 东南亚市场的业务，为公司提供了更多的商业机会。现如今，公司已开始在美国布局一次性电子烟，并通过雾化等技术形成技术壁垒，巩固并拓展其海外市场份额。

盈利预测与投资建议：公司作为锂电设备前中段的主要供应商之一，拥有较为突出的整体竞争实力，新能源汽车销量增加，拉动锂电行业供需结构改善。公司在电子烟业务方面展现了较强的发展潜力，其凭借其先进的技术研发能力和成熟的生产工艺，确保了产品的高质量和创新性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.01/10.26/13.82 亿。给予赢合科技 2025 年 30X PE，对应 307.89 亿市值，目标价 47.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、公司运营风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、技术更新换代风险、原材料成本上涨风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,019.82	9,749.79	9,213.55	11,793.34	15,331.34
增长率(%)	73.40	8.09	(5.50)	28.00	30.00
EBITDA(百万元)	1,502.23	2,516.67	1,693.72	2,247.32	2,913.99
归属母公司净利润(百万元)	487.42	553.80	700.99	1,026.30	1,382.35
增长率(%)	56.53	13.62	26.58	46.41	34.69
EPS(元/股)	0.75	0.85	1.08	1.58	2.13
市盈率(P/E)	28.13	24.76	19.56	13.36	9.92
市净率(P/B)	2.38	2.22	2.00	1.76	1.51
市销率(P/S)	1.52	1.41	1.49	1.16	0.89
EV/EBITDA	6.10	3.59	2.52	0.18	(0.61)

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 03 月 04 日

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	21.12 元
目标价格	47.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	649.19
流通 A 股股本(百万股)	636.72
A 股总市值(百万元)	13,710.96
流通 A 股市值(百万元)	13,447.47
每股净资产(元)	10.11
资产负债率(%)	53.01
一年内最高/最低(元)	27.57/13.09

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@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

- 《赢合科技-公司点评:口罩机业务提供新增长点，借力上海电气轻装上阵》2020-02-06
- 《赢合科技-公司点评:半年度业绩预告符合预期，优质客户与新业务合力促增长》2019-07-16
- 《赢合科技-季报点评:一季度盈利能力继续增长，订单质量持续提升》2019-05-08

内容目录

1. 锂电设备行业领军者，固态电池与电子烟业务双线并进	4
1.1. 公司锂电核心技术国内领先，股权结构整体稳定	4
1.2. 电子烟业务促营收增长，锂电业务稳健发展	5
1.3. 重视研发创新，打造核心优势	6
2. 公司固态电池打开蓝海市场，供需改善下看好锂电出海	7
2.1. 优先布局叠片工艺，看好固态电池时代保持领先优势	7
2.2. 公司锂电前段设备优势清晰，重配研发得到客户认可	9
2.3. 新能源仍有广阔提升空间，看好锂电设备行业发展	11
2.4. 欧洲锂电设备海外依赖较大，公司出海前景广阔	12
3. 斯科尔电子烟业务前景广阔，技术创新助力开拓欧美市场	14
3.1. 看好斯科尔电子烟业务前景，打造公司第二增长曲线	14
3.2. 重点布局一次性电子烟，产品具备弯道超车机会	15
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司营收利润情况 亿元（左） 百分比（右）	5
图 2：公司产品收入结构	5
图 3：公司销售毛利率和净利率情况（%）	6
图 4：公司各产品毛利率情况（%）	6
图 5：2023 年公司人员结构情况（人）	6
图 6：2023 年公司人员结构情况（人）	6
图 7：研发费用占营业收入比例（亿元）（%）	7
图 8：方形电池叠片工艺流程图	7
图 9：我国锂电设备细分市场占比情况（%）	9
图 10：锂电设备价值占比（%）	9
图 11：赢合科技单层挤压式涂布机	10
图 12：赢合科技辊压机（冷热辊）	10
图 13：双层 Super-E 涂布机、干法电极辊压机	11
图 14：2019-2023 年新能源汽车渗透率发展情况	11
图 15：2018-2023 年欧洲新能源汽车销售量及其增速（万辆）	12
图 16：SKE MG 25000	15
图 17：VFLY C1	15
图 18：雾化器	17

表 1：公司十大股东（截至 2024 年三季度）	4
表 2：公司固态电池主要客户及产品	8
表 3：干法搅拌设备具体参数	8
表 4：赢合科技子公司及其主营产品	9
表 5：锂电前段设备	10
表 6：公司海外客户相关情况	13
表 7：近年来在欧洲投资建厂的中国动力电池企业	13
表 8：我国各类锂电设备国产化率	13
表 9：2024 上半年电子烟出口国家	14
表 10：斯科尔产品	15
表 11：产品特征拆解	16
表 12：赢合科技营收预测（亿元）	17
表 13：同花顺 iFinD 可比一致预期情况（截至 2025 年 2 月 18 日）	18

1. 锂电设备行业领军者，固态电池与电子烟业务双线并进

1.1. 公司锂电核心技术国内领先，股权结构整体稳定

赢合科技主营锂电池专用设备的研发、生产和销售，电子烟业务逐步成为公司第二成长曲线。1) **深耕锂电设备**。双层 Super-E 涂布机、干法电极辊压机&高压实辊压技术、多芯制卷一体机、46 系列激光切卷绕一体机、超高速多工位切叠一体机、第二代下沉式极筒短刀电芯装配线等突破性创新设备成功进入多家国际锂电巨头及头部车企的供应链；固态电池领域也取得重要突破，公司联合头部客户开发的湿法固态极片涂覆设备已成功发货国内头部客户；2) **开拓电子烟业务**。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，控股子公司斯科尔旗下“SKE”品牌已远销国内外欧美东南亚地区，现再创旗下“Sikary”新锐系列。

旗下子公司实力较强，产品覆盖动力电池生产的整个工序段。公司旗下拥有惠州赢合、雅康精密、和合自动化、隆合科技、赢合技术、斯科尔等全资及控股子公司，同时分别在广东惠州（2 个）、广东东莞（3 个）、江西宜春（1 个）建立六大生产基地，为公司提供强大的技术、制造和服务功能支持，为客户提供整线解决方案。

赢合科技近年股权结构稳定，控股股东资源优势持续赋能。2020 年 1 月 15 日，上海电气成为公司的控股股东，截至 2024 年第三季度，上海电气持股比例为 28.39%，上海国资委为上市公司实际控制人。公司控股股东上海电气是国内最大的综合性装备制造集团之一，在资金、行业资源、品牌、资信等方面均给予公司重要支持。公司近年来锂电装备业务订单不断突破，客户结构持续优化，为公司长远发展打下坚实基础。目前，赢合科技是上海电气自动化集团唯一上市公司。

上海电气积极响应上海国资委强调的“三项举措”精神，即战略性重组、专业化整合、协同化发展，拟以 30.82 亿元收购控股股东电气控股持有的上海宁笙实业有限公司 100% 股权，进而获得上海发那科机器人有限公司 50% 股权，全面挺进智能机器人赛道，这成为上海国企运用并购重组等手段，做大做强主业、培育和发展新质生产力的示范案例。

表 1：公司十大股东（截至 2024 年三季度）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海电气自动化集团有限公司	184,426,829	28.39
2	王维东	111,734,362	17.20
3	许小菊	11,756,664	1.81
4	香港中央结算有限公司	6,295,905	0.97
5	招商银行股份有限公司-南方中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	4,515,604	0.70
6	中国工商银行股份有限公司-汇添富中证新能源汽车产业指数型发起式证券投资基金 (LOF)	3,075,541	0.47
7	招商银行股份有限公司-华夏中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	2,480,816	0.38
8	中国建设银行股份有限公司-富国中证新能源汽车指数型证券投资基金	2,398,500	0.37
9	上海证券有限责任公司	1,920,000	0.30
10	交通银行股份有限公司-工银瑞信新能源汽车主题混合型证券投资基金	1,914,900	0.29
	合计	330,519,121	50.88

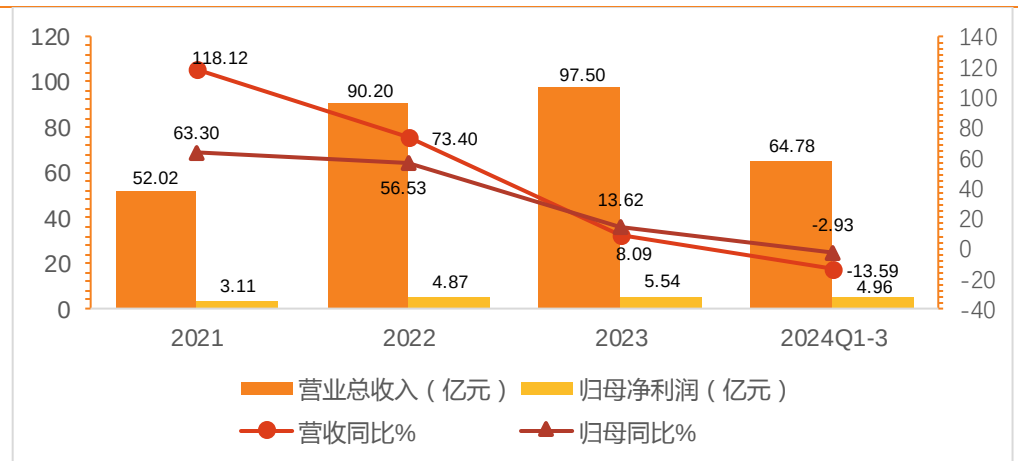
资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

1.2. 电子烟业务促营收增长，锂电业务稳健发展

公司业绩增长可观，锂电设备和电子烟业务共同发力。2021-2023 年公司营收和利润均稳步增长。2023 年公司营收 97.5 亿元，同比增长 8.09%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 13.62%；扣非净利润 5.36 亿元，同比增长 13.96%。锂电设备业务实现稳健增长；电子烟业务表现突出，2023 年实现营收 33.41 亿元，占营业总收入的 34%。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%。根据 2024 年三季报，赢合科技实现营业总收入 64.78 亿，同比下降 13.59%，业绩出现阶段性承压，系国内锂电设备市场需求增速放缓的结果，但后续公司基本面转好的信号在逐步显现。

第二曲线电子烟业务持续发力，快速放量带动公司营收。根据 24 年半年报，赢合科技的其他业务收入实现营业收入 17.50 亿元，同比增长 13.46%；实现营业成本 8.47 亿元，同比减少 6.25%；实现毛利率 51.58%，同比增长 10.18pct，“降本增效”带来毛利率的增长。公司下属控股子公司深圳市斯科尔科技股份有限公司从事电子烟业务，在国内电子烟行业新规的指引下，斯科尔已获得国家烟草专卖局核发的《烟草专卖生产企业许可证》，并自 2022 年开始大力发展自有品牌业务，积极拓展海外市场，其在英国的市占率迅速提升，公司电子烟盈利能力有望实现进一步提升。

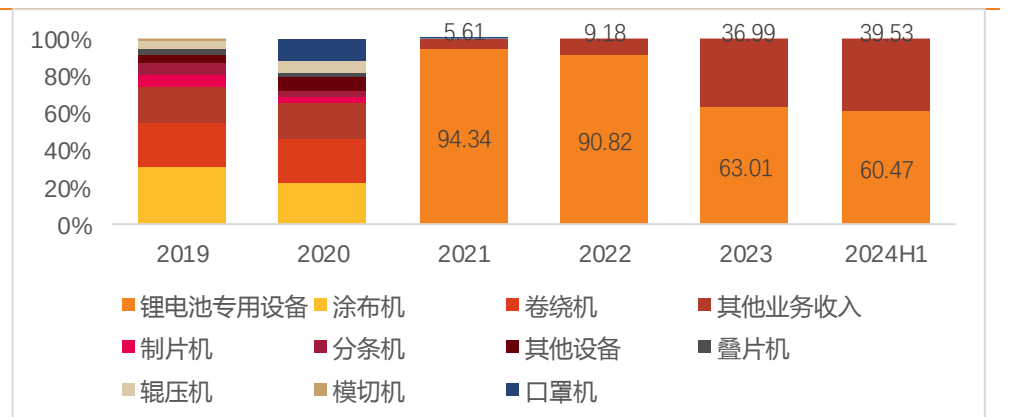
图 1：公司营收利润情况 亿元（左） 百分比（右）



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

大力布局锂电新能源和电子烟业务，产品结构转型适应市场趋势。2021-2023 年锂电池专用设备占据营收的主要部分；其他业务收入（主要是电子烟产品）占比逐步增长，由 2021 年的 5.61% 增至 2023 年的 36.99%。产品广泛应用于多个领域，包括新能源汽车、储能和 3C 数码等。公司的主要客户包括国内外一流电池企业及车企，如宁德时代、比亚迪、LG 新能源、德国大众等，并且产品已出口到多个国家，公司在新兴电池技术领域的前瞻性布局为业务的持续扩张奠定了基础。

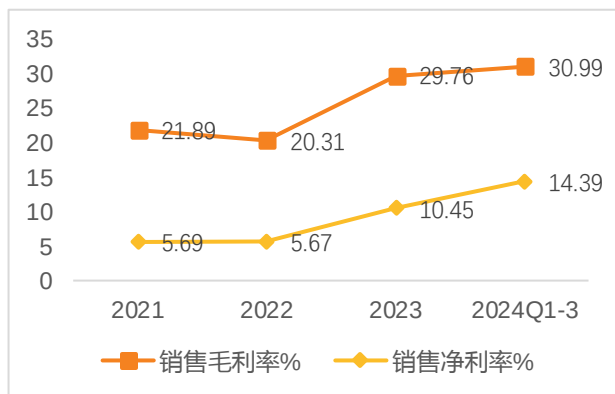
图 2：公司产品收入结构



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

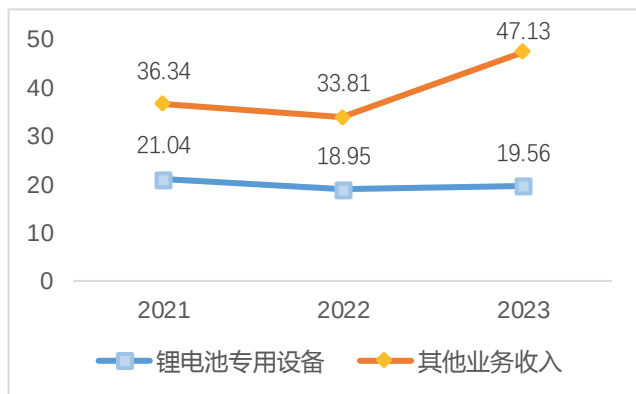
销售毛利率和净利率稳健增长，盈利情况健康可观。截至 2024 年三季度，公司毛利率较 2021 年增长近 10 个百分点，未来有望实现新突破。从产品来看，锂电池专用设备、其他业务收入（主要是电子烟产品）是公司利润的主要来源，其中，电子烟业务毛利率超过 30%，并于 2023 年达到近 50%。在锂电市场低迷之际，公司的电子烟业务成为改善业绩的重要抓手。

图 3：公司销售毛利率和净利率情况（%）



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

图 4：公司各产品毛利率情况（%）

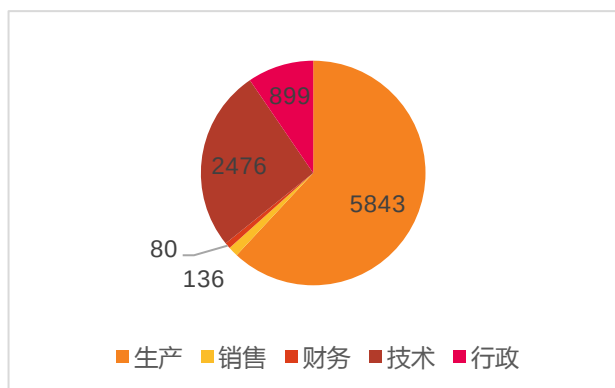


资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

1.3. 重视研发创新，打造核心优势

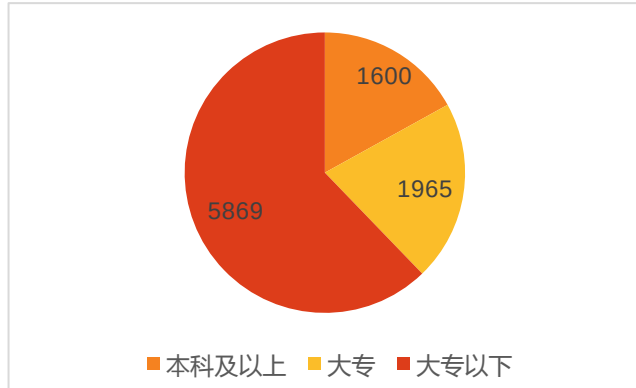
技术优势构筑公司核心壁垒，高素质人才打造创新型企业。2023 年公司年报显示，本科及以上学历员工人数占 17%，公司团队共有研发技术人员 2476 人，占公司员工总数的 26.25%。锂电产品、技术迭代迅速，公司持续加大研发投入和技术创新，2024 年上半年获多项重量级科研荣誉，截至 6 月底，公司拥有专利及软件著作权共 1954 项。

图 5：2023 年公司人员结构情况（人）



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

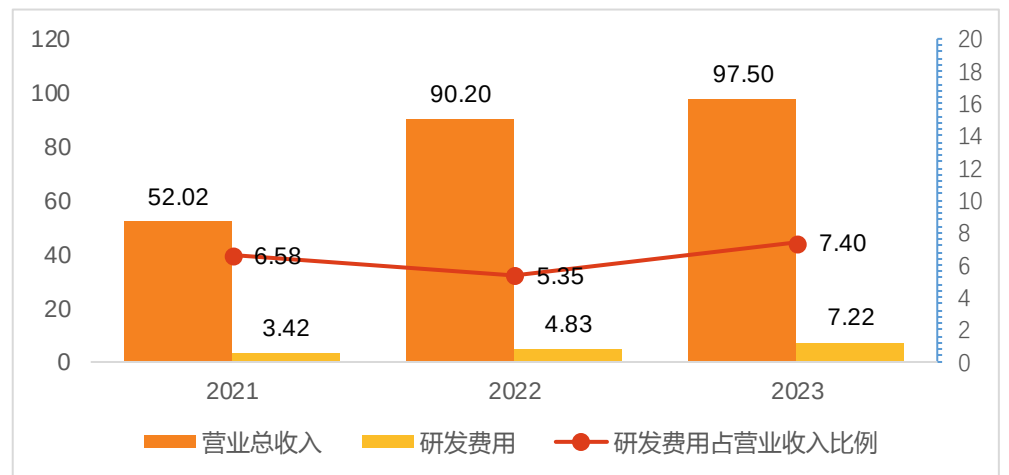
图 6：2023 年公司人员结构情况（人）



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

公司研发力度稳步提升，新产品技术积累打造核心竞争力。2023 年，公司研发费用 7.22 亿元，同比增加 49.46%，研发费用率达 7.40%。依托“做精、做强”的产品战略，公司在锂电设备领域以需求为导向投入研发创新，保障核心产品性能领先。在 2024 年上半年公司先后发布了双层 Super-E 涂布机、干法电极辊压机&高压实辊压技术、多芯制卷一体机、46 系列激光切卷绕一体机、超高速多工位切叠一体机、第二代下沉式极简短刀电芯装配线等突破性创新设备。新产品不仅在提升生产效率和降低能耗方面表现优异，还成功进入了多家国际锂电巨头及头部车企的供应链，进一步巩固了公司在行业内的领先地位。

图 7：研发费用占营业收入比例（亿元）（%）

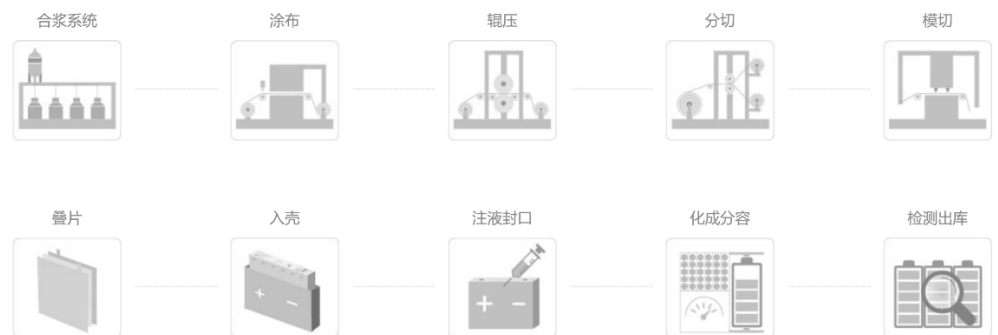


资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

2. 公司固态电池打开蓝海市场，供需改善下看好锂电出海

公司作为锂电设备前中段的主要供应商之一，专精于前段设备，提升制作工艺，积累了较为突出的整体竞争实力。目前公司主营的前段设备在锂电设备中技术含量最高，决定产线核心质量，其价值比重较大，发展前景广阔。同时公司持续重配研发，得到了一流客户的高度认可。2024 年，受益于全球新能源汽车需求量增大不断扩产，拉动了下游锂电设备，锂电行业供需结构改善，全行业迎来发展机遇。全球新能源汽车销量不断提升，国产锂电企业频频出海建设，公司持续推进国际化战略，优化客户结构，进军海外市场。现阶段，欧洲大力发展电动汽车产业，但动力电池及电池材料对中日韩有很大依赖，公司出海迎来新机会。同时，国内锂电设备国产化率高，公司在前段设备有明显优势，占较大市场份额。

图 8：方形电池叠片工艺流程图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.1. 优先布局叠片工艺，看好固态电池时代保持领先优势

由于固态电解质层的存在，固态电池的生产工艺与传统液态电池有很大不同，可能一半以上的现有设备需要更新。1) 固态电池是使用固体电极和固体电解质的电池，区别于使用的锂离子电池和锂离子聚合物电池，固态电池的传导物质为锂、钠制成的玻璃化合物，使得锂电池的能量密度、安全性及使用寿命都得到了提升。2) 固态电解质材料的导电性、界面稳定性以及生产成本是目前主要的技术瓶颈，实现固态电池的大规模量产，需要对现有锂电池生产线进行大幅度改造，同时还需解决电解质和电极材料界面的兼容性问题。3) 公司作为头部锂电设备商与下游客户合作，积极布局固态电池设备的研发，目前在叠片、辊压、涂布三方面成效显著，有望在固态电池时代仍保持领先优势。

表 2：公司固态电池主要客户及产品

客户名称	主要产品
宁德时代	涂布机
比亚迪	涂布机、辊压机、模切机、分条机、辊切一体机、卷绕机、制片卷绕一体机、切叠一体机、清洗机、高速双工位极耳成型机等锂电池生产设备
欣旺达	涂布至组装线段的锂电池生产核心设备
国轩高科	1.6m 宽幅涂布机、辊压机
LG 化学	卷绕机

资料来源：起点锂电公众号、公司公告、赢合科技公众号、天风证券研究所

叠片技术是目前固态电池制备中最适用的工艺，而公司作为率先研究叠片工艺设备的企业，已成熟掌握了全球领先高速叠片工艺技术。1) 从工艺成熟度、成本、效率等方面考虑，叠片可以通过正极、固体电解质膜和负极的简单堆叠实现电池各组件的集成，是最适用于全固态电池制备的工艺。2) 公司在 2017 年推出国内首台五金切叠一体机；2019 年推出国内首台激光切叠一体机；2021 年推出的高速三工位切叠一体机，均为全球领先水平的高效叠片设备，通过颠覆性技术革新，助力锂电池加速进入“叠片时代”。

传统的卷绕工艺不再适用，需要转向叠片工艺。1) 在叠片工艺中，极片层叠放置，每层之间通过隔膜分隔，从而实现了更为均匀的应力分布。此结构提高了电池的循环稳定性和安全性，同时可以更有效地利用电池内部空间，从而在相同体积下实现更高的能量密度。2) 固态电池较之传统锂电对装配设备有着更高的要求，以硫化物方案为例，装配方法应充分考虑 SE 膜的机械性能，利用其非流动性可实现内部串联堆叠，但也需严格的产量和成熟的技术。3) 此前液态锂离子电池极片可用卷绕或者叠片的方式组合，而固态电池由于其固态电解质韧性较差，通常使用叠片形式封装。4) 目前电解质膜的挑战在于离子导电性、厚度和机械性能间的巨大平衡，未来锂电池制造技术将持续探索相应的解决方案。而叠片工艺由于其能量密度、安全性方面具有潜在优势，可能会在更多应用场景中得到推广。

公司在固态电池辊压设备领域持续创新，成果显著，深度契合产业发展需求。1) 2024 年，公司推出了第三代干法搅拌纤维化+干法成膜全固态工艺，该工艺涉及粉体搅拌、纤维化、均匀铺粉、多辊点击转移、多辊厚度闭环、电极切边、电极复合七大核心技术，在制造端可大幅提升极片制造效率、节约生产成本，在产品端具备更高的压实密度和能量密度。2) 11 月 8 日，公司发布公告，宣布其自主研发的首台干法搅拌设备已成功交付至国内头部客户现场，该设备不仅满足了当前的市场需求，更是以其卓越的产品性能、简易的操作流程和维护便捷等特点，为客户带来了显著的成本节约和效率提升。

表 3：干法搅拌设备具体参数

主要参数	料筒规格：Max.1160mm 生产效率：Max.500L/h
安全性	配备防呆、防爆及各种防夹手的安全设计，充分保护人员及生产过程的安全
精度	实时在线控温，温度可控制在 5° C~200° C，精度可做到 ±3° C，可根据客户需求定制
性价比	操作便捷，工人上手快，降低人力培养成本；全系配备先进镀层工艺，设备耐磨损、防腐蚀，使用寿命更长

资料来源：赢合科技公众号、天风证券研究所

传统的辊压设备难以适用，需要重新开发设备和工艺，设备迭代率可能达 80%-90%。1) 辊压设备是锂电池提高容量、降低内阻、保证一致性不可或缺的重要设备。通过辊压可以增加极片的压实密度，提高极片厚度一致性，增强电池导电性，助力电池小型化、轻量化。2) 在固态电池领域，能量密度的提高和致密化过程的要求是产业边际变化的具体表现。从产业发展趋势来看，固态电池相较于传统液态电池有望在能量密度方面大幅提升，产业链上的锂电企业及整车企业都积极增加研发投入以布局固态电池技术。而致密化过程是固态电池制造中最具有挑战性的部分，需要升级设备来进行配合。3) 公司对传统辊压设备

的更新迭代有望使其在未来市场竞争中赢得优势地位，对推动固态电池产业的发展进程具有重要意义。

公司在涂布机方面积极研发，引领锂电产业智造技术迭代升级，助推行业高质量发展。在重庆 CIBF2024 展会上，公司重磅发布了涂布至组装线段的 6 款尖端新品，其中涂布机是公司的拳头产品之一。此次展会上全新推出的双层 Super-E 涂布机，E 形的全新片路设计可实现极片在一节烘箱内两次干燥，相比传统涂布机可缩短长度超 30%，烘箱效率提高 2 倍，设备空间降低 35%，设备能耗节省超 30%，电芯厂房占地面积可减少 8%，维护人员减少 30%。

随着锂电制造产业的发展，关键部件的涂布需求与日俱增，涂布设备的需求也相应增加。

1) 涂布机产品系列主要用于锂离子电池极片的涂布工序，是锂离子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。2) 固态电池中的固态电解质、正负电极材料和封装材料等关键部件均需依靠涂布技术来完成。3) 通过涂布技术，可以控制电极材料的孔隙度、厚度和形态，使电解质在电极表面形成的一层连续且厚度均匀的电解质膜，实现电极材料和电解质的良好结合，使其具有良好的离子导电性、热稳定性和电化学稳定性，并提升固态电池的能量密度和循环性能。4) 封装层可以保护电解质层和电极材料，避免外部环境对电池造成的危害。运用涂布技术可在封装层中添加必要的材料，如添加剂、阻燃剂等，以达到更好的性能。5) 根据 2023 年的《中国锂电池设备行业发展报告》，国内涂布机市场规模已突破百亿元人民币，预计未来五年将以 15% 的年均增长率继续扩展。

2.2. 公司锂电前段设备优势清晰，重配研发得到客户认可

公司在前段设备方面经过多年研发积累，积累了较为突出的整体竞争实力。不同于全能型企业，公司专精于锂电设备业务，在专业性较强的锂电领域，在一个方向上做精做强，使得公司长期发展更为稳定。公司始终保持对产品“专精尖”的强烈追求，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生产、研发人员。在多年的研发投入之下，成功研发出小间隙涂布机、高速大圆柱卷绕机、高速切叠一体机、一出六激光模切分切一体机、高速包膜入壳机等创新设备，效率与精度均实现大幅提升。

表 4：赢合科技子公司及其主营产品

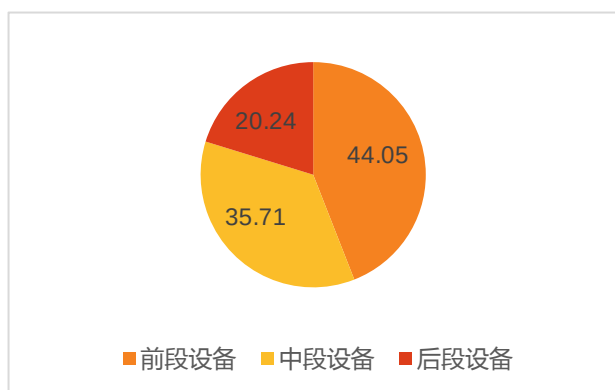
子公司	主营产品
惠州赢合	激光切、圆柱卷绕、制片系列产品的研发、生产和销售，同时为集团成员企业提供精密零件制造
雅康精密	研发制造高精度、高性能锂电池生产自动化设备，
隆合科技	锂电池智能组装线、注液机、氦检机、包蓝膜机等单机设备和物流线
慧合智能	锂电行业 MES 系统开发

资料来源：电池中国网、天风证券研究所

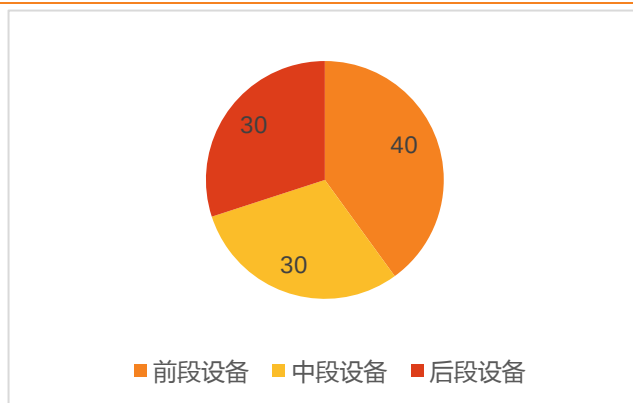
锂电设备生产格局明确，公司主营的前段设备技术含量最高，决定产线核心质量。1) 锂电设备生产根据生产工艺分为前中后段，分别为电极制作阶段、电芯装配阶段与后处理阶段。其中，前段工序的目的是将原材料加工成为极片，核心工序为涂布；中段目的是将极片加工成为未激活电芯；后段工序是检测封装，核心工序是化成、分容。2) 公司主营的是目前我国锂电设备中占比最大的前段设备，占比接近 45%，包括搅拌机、涂布机、辊压机和分切机等。中段设备、后段设备分别占比 35.71%、20.24%。3) 在三个阶段中，前段设备是关乎整条生产线的质量的核心设备，技术含量最高，其生产工艺是决定电池性能的关键。因此，前段设备价值也最高，约占 40%，而由于三元材料对前段设备的性能要求更高，预计前段设备价值占比还会逐步增加。

图 9：我国锂电设备细分市场占比情况（%）

图 10：锂电设备价值占比（%）



资料来源：锂电那些事公众号、观研报告网、天风证券研究所



资料来源：锂电那些事公众号、观研报告网、天风证券研究所

前段设备工艺要求较高、价值比重大，发展前景广阔。1) 公司主要开展前中段设备的研发，在涂布机、辊压机、分切机方面均有相关设备生产。在前段设备中，涂布机价值最高，约占 75%，主要工序为将制成的浆料均匀涂覆在金属箔的表面，烘干，分别制成正、负极极片；辊压机价值大于分切机，过上下两辊相向运行产生的压力，对极片的涂布表面进行挤压加工，极片受到高压作用由原来蓬松状态变成密实状态的极片，辊压对能量密度的明显相当关键。2) 当前领先的涂布机设备保证涂布、张力、纠偏、干燥技术的前提下，主攻提升涂布效率，手段主要包括提升涂布机运行速度和涂布宽度，领先企业的涂布速度能达到 120m/min，涂布宽幅达 1400mm，公司作为涂布机的主要供应商，生产的双层挤压式涂布机已达到了 120m/min 的涂布速度与 1600mm 的涂布宽幅。3) 各企业为保证锂电池产品质量的一致性，一旦形成供货关系，除非技术更新较大或扩张过快，一般不会轻易更换供应商，而是优先考虑原供应商的设备，因此客户群体具有较强的粘性。

表 5：锂电前段设备

类别	生产工艺	工艺简介	相关设备	国内主要设备供应商
电极制作(前段)	搅拌	将正、负极固态电池材料混合均匀后加入溶剂搅拌成浆状	真空搅拌机	大族激光、金银河、北方华创
	涂布	将搅拌后的浆料均匀涂覆在金属箔片上并烘干制成正、负极片	涂布机	璞泰来(新嘉拓)、科恒股份(浩能)、赢合科技(雅康精密)、先导智能
	辊压	将涂布后的极片进一步压实，提高电池的能量密度，一般在涂布工序之后，裁片工序之前	辊压机	先导智能、赢合科技、科恒股份(浩能)、金银河、北方华创
	分切	将较宽的整卷极片连续纵切成若干所需宽度的窄片	全自动分切机	赢合科技、先导智能、科恒股份(浩能科技)、吉阳科技

资料来源：观研天下数据中心、锂电那些事公众号、天风证券研究所

图 11：赢合科技单层挤压式涂布机



图 12：赢合科技辊压机（冷热辊）



资料来源：赢合科技官网、天风证券研究所

资料来源：赢合科技官网、天风证券研究所

公司持续重配研发，得到了比亚迪、LG 等业内一流客户的高度认可。1) 近年来，公司持续提升研发投入占比，2023 年研发费用达 7.22 亿元，同比增长 49.46%。前段方面的涂布、辊压、分切设备作为公司的优势产品系列，此前已经率先在行业推出超宽幅 1.6m 双层涂布机、1.5m 辊分一体机。2) 2024 年公司发布的双层 Super-E 涂布机，再次取得新突破，其采用全新的 E 形片路设计，可实现极片在一节烘箱内两次干燥，相比传统涂布机可缩短长度超 30%，烘箱效率提高 2 倍，设备空间降低 35%，设备能耗节省超 30%，电芯厂房占地面积可减少 8%，维护人员减少 30%。3) 在固态电池辊压设备方面，2024 年推出的第三代干法搅拌纤维化+干法成膜全固态工艺，在制造端可大幅提升极片制造效率，节约生产成本，在产品端具备更高的压实密度和能量密度。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。

图 13：双层 Super-E 涂布机、干法电极辊压机



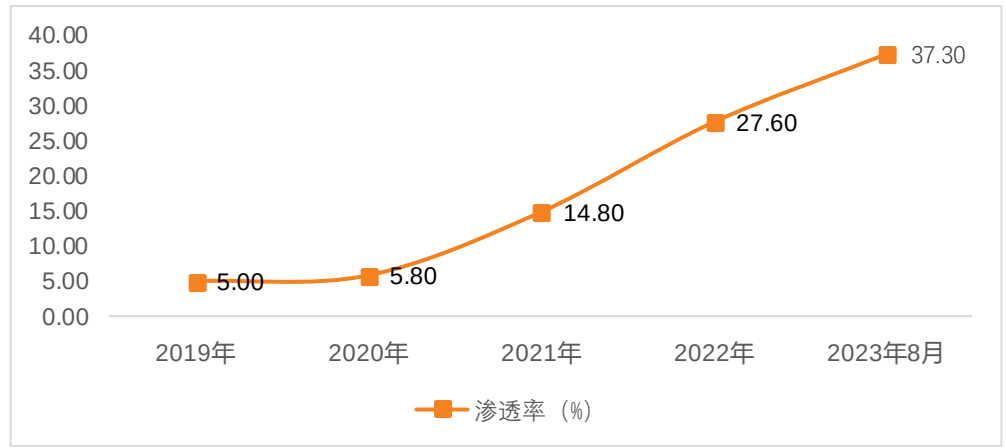
资料来源：电池中国公众号、天风证券研究所

2.3. 新能源仍有广阔提升空间，看好锂电设备行业发展

锂电行业困局反转，供需格局逐渐改善，开工率得到大幅提升。1) 相较于 2023 年的全球锂电池 47% 的开工率，2024 上半年锂电行业整体开工率上涨至 61%，就下半年来看，这一数据仍在上升，逐渐释放积极讯号。2) 作为锂电产业核心应用的新能源汽车市场增速明显，乘联会数据显示，Q3 国内新能源乘用车批发量达 322.5 万辆，环比增长 21.1%。宁德时代作为全球电池龙头，也在第三季度接连下发大单，带动锂电材料企业产线开工投产。3) 在锂电池产量方面，9 月，我国动力和其他电池产量环比增长 9.9%，同比增长 37.3%；销量环比增长 11.9%，同比增长 44.8%。在开工率回升的现状之下，锂电产业的发展状况逐渐回暖，为公司创造了新的机遇。

新能源汽车不断扩产，持续看好对下游锂电设备的拉动。锂电设备领域最主要的下游应用场景为新能源汽车，在新能源汽车渗透率持续提升的拉动下，动力电池企业也加速扩产，使得锂电设备迎来发展机遇。1) 2022 年全球电动汽车销量超过 1000 万辆，根据人民论坛网-人民论坛杂志，2023 年我国新能源汽车、太阳能电池、汽车用锂离子动力电池等“新三样”相关产品产量比上年分别增长 30.3%、54.0%和 22.8%。2) 2023 年，全球新能源汽车销量达 1 428 万辆，传统燃油车销量的占比为 78%，较 2022 年下降了 4 个百分点，而广义新能源汽车渗透率达到了 22%，我国新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场份额达到 31.6%，较 2022 年提升 5.9 个百分点。

图 14：2019-2023 年新能源汽车渗透率发展情况

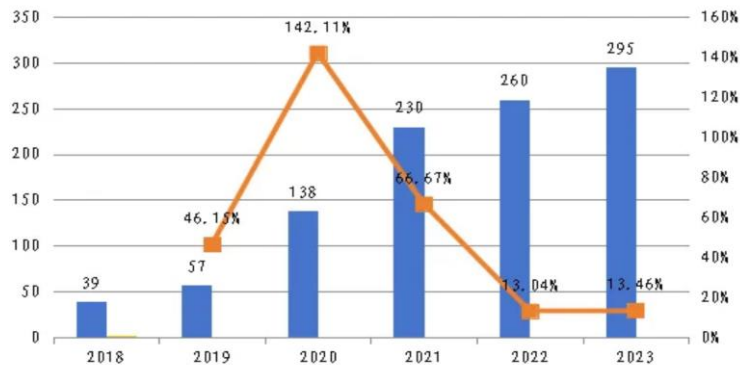


资料来源：观研报告网、天风证券研究所

2.4. 欧洲锂电设备海外依赖较大，公司出海前景广阔

全球新能源汽车销量不断提升，国产锂电企业出海消息频出，出海前景依然广阔。1) 自2018年以来，欧洲新能源汽车销量不断增加，2023年欧洲新能源汽车销售量为295万辆，同比增长13.46%，2018-2023年复合增长率为49.88%，行业处于快速发展期。据咨询机构思略特预测，到2030年，中国、欧盟和美国的电动汽车新注册数量将超过1740万辆，接近汽车销售总量的27%。2) 新能源汽车作为锂电设备领域最主要的下游应用场景，国内多家锂电企业已在欧洲建厂或设立办事处、分公司、研发中心，或计划设厂，以拓展当地市场。目前，宁德时代与汽车制造商Stellantis合作，获得了西班牙政府提供的1.33亿欧元（约合人民币10.3亿元）的补贴，以支持其在萨拉戈萨附近建设动力电池工厂的计划，预计投资近25亿欧元（约合人民币194亿元）。3) 2024年8月，公司发布公告宣布再获全球顶尖车企量产线大订单，将为其西班牙、加拿大两大产能各36Gwh的工厂供应涂布、辊压、分切设备，作为该项目前段设备的全球唯一供应商，全力协助其推进电动化转型进程。

图 15：2018-2023 年欧洲新能源汽车销售量及其增速（万辆）



资料来源：SMM 新能源公众号、国际能源署、天风证券研究所

公司深入推进国际化策略，不断优化客户结构，拓展日韩、东南亚等海外市场，发展优质新客户。1) 2023年公司海外营业收入达34.17亿，同比增长562.53%，公司订单规模和订单质量持续提升。在海外市场方面，公司早已与LG新能源、三星、ACC、宝马、大众等多家全球头部客户达成深度合作，同时为Catl、国轩、远景等国内大客户海外工厂提供的设备也已顺利发货。2) 2024年9月，公司官宣旗下子公司赢合智能携手韩国某头部客户成功开发新一代21700激光卷绕一体机，并斩获该客户该机型的量产订单。此前，已经成为该客户马来西亚工厂21700卷绕设备的唯一供应商。3) 在印度市场，公司与印度头部电动车品牌达成合作，成为其锂电前段设备的全球唯一供应商，将为其5Gwh量产线提供涂布、辊分设备，据印度国家研究院(NITI)发布的《2022年印度储能行业趋势报告》预计，到2030年，印度的电池市场可能超过150亿美元，电池需求预计上升到260GWh。公司锂电设备业务成功进入印度市场，为公司拓展东南亚市场业务打下了坚实的基础。

表 6：公司海外客户相关情况

公司名称	签单设备	订单情况
LG 新能源	卷绕设备	与赢合科技有长期合作关系
三星 SDI	锂电池生产设备	成为三星 21700 圆柱卷绕一体机量产线的马来西亚工厂独家供应商
松下	锂电池生产设备	完成松下日本德岛基地的首批卷绕设备的验收
ACC	前段设备	获得 ACC 13Gwh 的部分前段设备订单
宝马	前段设备	赢合科技从日韩、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
大众	核心锂电设备及解决方案	中标德国大众亿级订单，将为其 20GWh 超级工厂提供生产锂电池的核心锂电设备及解决方案

资料来源：上海电气自动化公众号、电池中国公众号、赢合科技公众号、天风证券研究所

欧洲大力发展电动汽车产业，但动力电池及电池材料对中日韩有很大依赖，有利于公司出海。1) 为助力气候转型，欧盟以一系列政策举措为先导，依托老牌车企、初创电池企业，以及化工巨头，加快提高电动汽车和动力电池的研发和制造能力，致力于实现到 2030 年至少拥有 3000 万辆零排放电动汽车的目标。奥迪、宝马、奔驰、沃尔沃等汽车企业也纷纷公布燃油车停售时间表，并加大了电动汽车的技术研发和市场投放力度。2) 汽车工业是欧洲的传统优势行业，欧盟在电动汽车及其芯片、电控等领域拥有竞争优势，但在动力电池的制造能力方面相对薄弱。作为电动汽车的心脏，动力电池占整车成本的 40%~50%。3) 自 1991 年日本发布第一款锂离子电池至今，全球动力电池制造产能始终聚集在中日韩。2023 年全球动力电池装机量为 705.5GWh，其中，中韩日三国动力电池装机量总和的占比就达到 93%，装机量排名前 2 位的公司——宁德时代和比亚迪的市场份额达到了 52.6%，处于领先地位。

表 7：近年来在欧洲投资建厂的中国动力电池企业

投资企业	竣工时间	建厂国家
宁德时代	2025 年投产	匈牙利
宁德时代	2023 年 1 月量产	德国
亿纬锂能	2026 年竣工投产	匈牙利
远景动力	预计竣工时间多为 2024-2026 年	英国、法国、西班牙
国轩高科	2025 年投产	德国
欣旺达	未明确提及具体竣工时间	匈牙利
比亚迪	已考虑建设	西班牙

资料来源：财新网、环球网、澎湃新闻、界面新闻、中国汽车质量网、天风证券研究所

国内企业生产效率与工艺不断提升，我国锂电设备国产化率较高，看好国内锂电行业发展前景，公司在前段设备技术优势明显，市场份额占比较大。伴随着国内外锂电池行业需求的快速增长，以及锂电池生产企业大规模扩张产能的需要，一批研发和制造能力较强的锂电池专用设备制造商涌现。国内锂电设备企业在主要设备的技术参数、生产效率等实现对国外厂商的追赶和反超，在拥有较低的价格的同时，提供了更好的本地化服务等。现阶段除个别设备部件外，国内厂商基本可以提供各类锂电生产主要设备，部分国产设备在生产效率、精准度方面已逐渐接近甚至于超过国际厂商，锂电设备行业逐步实现了国产替代。

表 8：我国各类锂电设备国产化率

设备	国产化率
涂布设备	> 98%
卷绕设备	> 98%
分模切设备	94%-97%
组装线	90%-96%
检测设备	90%-94%

3. 斯科尔电子烟业务前景广阔，技术创新助力开拓欧美市场

3.1. 看好斯科尔电子烟业务前景，打造公司第二增长曲线

斯科尔产品 2 款产品成功通过 FDA 第一阶段审核，为其发展提供一定优势。因英国市场趋于饱和，公司转向美国市场打造第二增长曲线。同时，公司除美国外其他地区依旧有不错发展前景与市场潜力，斯科尔在英国本土具备优势，并可在欧洲其他地区以及东南亚市场进行发展。

斯科尔电子烟业务成为公司第二增长点，看好在美市前景。1) 斯科尔电子烟业务表现突出，2023 年实现营收 33.41 亿元，母公司其他业务收入（主要是电子烟产品）占比由 2021 年的 5.61% 增至 2023 年的 36.99%。2) 斯科尔近期迎来了重大的发展突破，其母公司赢合科技宣布，已有 2 款产品成功通过了美国食品药品监督管理局（FDA）的烟草预上市申请（PMTA）第一阶段审核，并获得了 STN 号。STN 号是产品在审核流程中的一个重要标识，它不仅是产品成功提交审核的证明，更是后续在监管框架下进一步推进市场准入进程的关键依据。斯科尔的这一成就，意味着其产品已经满足了 FDA 的初步审核标准，可以在等待最终审核结果的同时，合规地进入美国市场进行销售。3) 这对于斯科尔来说，无疑是一个积极的信号。尤其是在英国市场面临挑战，如一次性电子烟禁令等政策影响下，斯科尔亟需新的市场增长点。这一进展不仅代表了斯科尔在电子烟领域的技术实力和产品质量得到了初步认可，同时也为其进一步拓展美国市场铺平了道路。

英国市场趋于饱和，打造美国市场第二增长曲线。1) 近年来英国对电子烟等替代烟草产品的监管日益严格，并且在 2024 年 1 月，英国政府宣布将禁止一次性电子烟，政策的收紧使得斯科尔在英国市场的运营成本增加，市场推广难度加大。与此同时，斯科尔在英国电子烟市场，经过多年的发展竞争已经趋于饱和。众多品牌在有限的市场份额中激烈角逐，斯科尔面临着来自本土品牌和其他国际品牌的双重竞争压力，使得斯科尔在英国市场进一步扩大份额变得愈发困难。2) 美国为全球最大电子烟市场，为英国市场 5 倍以上规模，中国 2024 上半年向美国的电子烟出口额达 18.14 亿美元，同比增长 21.92%。根据下方 2024 上半年电子烟出口数据可知，斯科尔进军美国市场显得尤为重要，尽管美国市场竞争激烈且监管严格，但其消费能力和对新产品的接受度仍然吸引了全球众多电子烟品牌的关注。斯科尔当前采用多品牌并行的策略，业务范围和销售规模都在逐步扩大。

表 9：2024 上半年电子烟出口国家

国家	2023 年上半年			2024 年上半年			
	出口额	排名	环比增长率	出口额	排名	环比增长率	同比增长率
美国	14.9 亿美元	1	27.16%	18.1 亿美元	1	33.72%	21.92%
英国	700.5 万美元	2	12.78%	615.1 万美元	2	11.43%	-12.18%
韩国	312.9 万美元	4	5.71%	372.1 万美元	3	6.91%	18.93%
德国	422.7 万美元	3	7.71%	340.1 万美元	4	6.32%	-19.54%
俄罗斯	252.4 万美元	5	4.60%	274.2 万美元	5	5.10%	8.64%
荷兰	161.3 万美元	8	2.94%	218.6 万美元	6	4.06%	35.52%
马来西亚	193.9 万美元	7	3.54%	175.1 万美元	7	3.25%	-9.68%
加拿大	142.1 万美元	10	2.59%	121.7 万美元	8	2.26%	-14.35%
日本	239.7 万美元	6	4.37%	116.5 万美元	9	2.17%	-51.38%
阿联酋	105.4 万美元	12	1.93%	103.2 万美元	10	1.92%	-2.27%

资料来源：雾谷圈公众号、天风证券研究所

斯科尔布局一次性电子烟，在美市场前景广阔。斯科尔旗下的 SKE、Vfly 等品牌均已在美国线上电子烟零售店出现。SKE 的大屏大口数产品 SKE MG 25000 已经上架售卖，产品预

装 22 毫升电子烟烟油（尼古丁含量达 5%），可使用 25000 次；配备 850mAh 充电电池，并支持柔和、正常、增强这三种独特的电子烟模式，售价为 16.99 美元。VFLY 的首款产品 VFLY C1，也在美国线上电子烟零售店出现，售价为 16.99 美元，宣称可提供“世界首款实时雾化视觉体验”，具有创新 UI 设计的大型智能高清屏幕，并且有三种电子烟模式：美味（10W）/浓郁（14W）/超级（18W）可供选择。

表 10：斯科尔产品

品牌名称	SKE	Vfly
产品	SKE MG 25000	VFLY C1
模式	包括柔和、正常、增强三种电子烟模式	包括美味（10W）/浓郁（14W）/超级（18W）三种模式
可吸食次数	25000 次	25000 次
售价	16.99 美元	16.99 美元

资料来源：雾谷圈公众号、vapesourcing、天风证券研究所

电子烟出口呈现良好态势，企业积极拓宽欧洲东南亚市场。1）近年，中国对欧洲与东南亚地区电子烟出口均表现出不错态势，2023H1 至 2024H1 期间对韩国出口额增长到 372.1 万美元，从第四位攀升到第三位，对荷兰出口额增长到 218.6 万美元，出口额从第八位上升至第六位。2）斯科尔当前采用多品牌并行的策略，业务范围和销售规模都在逐步扩大。其目前主要着眼于英国和欧洲市场，在英国市场，斯科尔排名较为靠前；在欧洲的波兰、荷兰、比利时等国家的市场也获得了良好的发展。不仅如此，斯科尔还在持续努力拓展美国、俄罗斯、东南亚等地区的电子烟市场，包括马来西亚等地区。在 2024 年上半年，中国对俄罗斯出口同比增长 8.64%，出口额为 274.2 万美元，对马来西亚出口数额虽小幅下降但仍达到 175.1 万美元。

3.2. 重点布局一次性电子烟，产品具备弯道超车机会

渗透布局一次性电子烟市场，充分利用产品优势。1）目前斯科尔旗下的 SKE、Vfly 等品牌均已在美国线上电子烟零售店出现，并且都是两万口以上的大口数一次性产品。斯科尔重点布局一次性电子烟体现了斯科尔对美国市场的高度重视以及其敏锐的市场洞察力。2）在过去两年内，一次性电子烟销售规模增长了近 63 倍。尤其在欧洲市场体现得更为明显。一次性电子烟在 2022 年迎来快速增长，销售额增长到 15.4 亿美元，同比增长+811.8%。2023 年上半年斯科尔实现收入 14.33 亿元，同比大增 1477.33%；实现净利润 4.17 亿元，达到 2022 年全年的 76%。在英国市场，斯科尔的销售额已经从 2024 年 1 月的第七名跃升至 4 月的第四名。

图 16：SKE MG 25000



资料来源：雾谷圈公众号、天风证券研究所

图 17：VFLY C1



资料来源：雾谷圈公众号、天风证券研究所

价格优势明显，显著优于其他产品。1）一次性电子烟优势明显。2021 年，英国政府上调卷烟等烟草产品税率，一包 20 根装的卷烟将收取零售额 16.5%加上 5.26 英镑的税。2）虽然换弹式电子烟每毫克尼古丁价格略低于一次性电子烟，但换弹式电子烟需要额外支付至少 10 英镑的烟具费，而开放式电子烟尽管也有更低的成本，但其具有门槛较高、不易携带和易漏油等缺点。

美国禁止换弹式电子烟，为一次性电子烟打开空间。1) 根据美国食品与药品监督管理局（FDA）的规定，自 2020 年 1 月 2 日起，未在 30 天内停止销售、进口、制造和分发所有的公司将面临 FDA 执法风险。2) 政策颁布后，美国电子烟市场留下了一次性口味烟的漏洞，推动大量原换弹电子烟消费者转向一次性电子烟。

一次性电子烟提供丰富口味，满足消费者丰富需求。1) 以销售量最大的 ELFBAR 和 LostMary 为例，两者加起来一共能提供 44 种口味，远高于其他品牌，从而能满足更广泛的消费需求。2) 据艾媒咨询调查显示，在 2021 年中国电子烟消费者偏好口味中，60.9% 消费者偏好丰富的水果、食物等其他口味，仅 27.5% 消费者偏好烟草口味，充分反映出消费者对于电子烟口味丰富性的要求。

电子烟产品特征多样，创新空间广阔。1) 各类电子烟根据特征采用不同电池以权衡便利性与续航，同时也设计出从 600 次到 15000 次不等的抽吸次数。为满足更好的吸食感受，不同产品中使用各式线圈并调配多种口味为消费者提供优质的消费体验。此外，部分电子烟设计独特瓶身并配备屏幕以兼顾其美学以及功能性。2) 电子烟具备多种创新空间，包括电池、口味、造型设计等多方面可创新要点。通过电池改良可提升电子烟续航以及便携性，增加口味的丰富程度能满足更大范围的消费者，造型设计中的底部气流控制以及屏幕能有效的提升消费者消费体验。

表 11：产品特征拆解

产品 名称	HiFlow FIREFLY	ENJOY MAX 15000	Enjoy Ultra	SFOG Soul Bar	Cloud Bar 9000	Aladdin Pro Enjoy Mini 600
电池	450mAh 电池，采用 Type - C 充电接口	内置电池，续航时间长	大容量液体和 600mAh 内置可充电电池，配备 Type - C 充电线	600mAh 内置可充电电池	500mAh 容量电池，不可充电	400mAh 内置电池
抽吸 次数	6000 次	15000 次	9000 次	15000 次	9000 次	600 次
烟液 更换	烟弹为预填充和可再填充			预填充 22ml 电子烟液，减少了更换频率。	预填充 16ml 电子烟液	2ml 电子烟液容量和抽吸激活机制
线圈	采用网状线圈		内部采用网状线圈	1.0ohm 网状线圈		
口味		20 种口味可供选择，种类丰富	22 种口味	预填充 22ml 电子烟液，减少了更换频率。	多种口味	
尼古丁含量	尼古丁含量 2%		含有 20mg/ml 尼古丁			
每支 售价		10.9 英镑	17.99 英镑	6.99 英镑	9.99 英镑	每支售价 4.9 英镑
设计 特点	兼具美学与功能性，拥有安全儿童	只需抽吸即可激活，无需按钮操作	可通过调节底部气流在 MTL	外观设计成独特的酒瓶形状，同时	外观设计为吸引人的小奶瓶形状，	无需额外添加烟油或更换部件，使用便捷

锁，可避免
儿童意外触
碰和误用

和 RDL 之
间切换

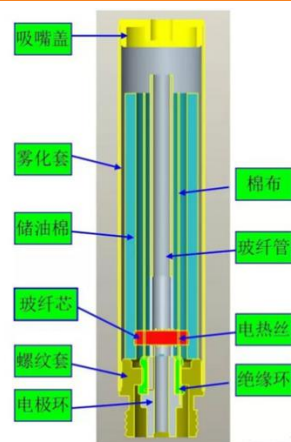
具有 6 个全
彩 LED 灯

便于携带，
但不可充
电。

资料来源：雾谷圈公众号、天风证券研究所

电子烟组件小巧工艺复杂，结构设计精细。1) 电子雾化与 HNB 产品都是新型电子产品，结构虽小，却融合应用多种材料、表面处理、芯片电子等技术工艺。2) 雾化组件重点包括电热丝、烟油以及雾化套等，为满足消费者对于电子烟吸食浓度味道要求，各组件应保持精密协调。一次性雾化器现在采用的电热丝组件主要有弹簧镍铬丝工艺，机绕电热丝工艺两种。对于烟油注油来讲，通常向雾化器的储油棉中注入 0.4ml-1.3ml 烟油，介于储油棉和玻纤管之间的棉布为烟油提供导油、阻油的作用。雾化套是一次性雾化套的封装体，它将电热丝，储油棉，螺纹套，吸嘴盖等部件封装在一起形成产品，需考虑材质形状长度等多方面因素。3) 雾化技术的更新迭代在未来能有效解决因操作、物料使用带来的漏油、异味、糊味等问题，从而进一步提升用户体验感受。

图 18：雾化器



资料来源：优概念、天风证券研究所

4. 投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下核心假设：

- 1) 中外电子烟贸易的稳定运行，供应链运转顺利以维持市场供需平衡，保证企业的利润空间。公司业务增长依靠电子烟出口，稳定的贸易运转是业务的基本要求。
- 2) 随着各国政府对电子烟的监管日趋严格，许多市场已经看到相关产品的销售和分销受到限制。这种政策上的不确定性使得企业在制定长期战略时面临巨大挑战。对于锂电设备行业而言，政策风险同样不可忽视。政府政策变化可能导致生产成本上升、技术标准提升或市场准入门槛增加，从而直接影响市场供需和行业竞争格局。
- 3) 锂电半导体行业的增长主要受到下游市场份额扩张的推动。随着电动车、储能系统以及智能设备等应用领域的迅速发展，对锂电半导体的需求显著增加，直接带动了整个产业链的上游材料和制造工艺的升级。
- 4) 锂电上游供应不足可能对整体交易产生影响。原材料短缺导致生产成本上升，使下游企业面临更高的采购价格，从而压缩了利润空间。其次，供应链的不稳定性增加了生产和交付的风险，许多企业不得不推迟或减少订单量，进一步影响市场的流动性和交易活跃度。

表 12：赢合科技营收预测（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
锂电池专用设备	61.44	57.13	70.76	88.92

YoY	-25.01%	-7.02%	23.86%	25.67%
毛利率	19.56%	17.52%	19.30%	18.43%
其他业务收入	36.06	35.0132	47.172	64.3902
YoY	335.69%	-2.90%	34.73%	36.50%
毛利率	47.13%	48.25%	49.35%	50.42%
总营业收入	97.50	92.14	117.93	153.31
YoY	8.09%	-5.50%	28.00%	30.00%
毛利率	29.76%	30.01%	31.50%	32.00%

资料来源：同花顺 iFind、天风证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.01/10.26/13.82 亿。采用相对估值法，选择可比公司为纳科诺尔、德龙激光、精测电子，可比公司平均估值约为 34.85。公司业务以锂电设备为主，所选取三家公司相关产品均涉及锂电行业。

表 13：同花顺 iFinD 可比一致预期情况（截至 2025 年 2 月 18 日）

可比公司	2025E 归母净利润（亿）	2025E PE
纳科诺尔	2.29	26.50
德龙激光	0.83	28.09
精测电子	3.44	49.97

资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

赢合科技在电子烟业务方面展现了较强的发展潜力，其凭借其先进的技术研发能力和成熟的生产工艺，确保了产品的高质量和创新性。同时，随着全球对电子烟市场需求的不断增长，赢合科技正积极拓展海外市场，提升品牌的国际影响力，深入美国欧洲等市场，加速向东南亚地区扩展业务。公司作为锂电设备前中段的主要供应商之一，积累了较为突出的整体竞争实力。2024 年，受益于全球新能源汽车需求量增大不断扩产，拉动了下游锂电设备锂电行业供需结构改善，全行业迎来发展机遇。现阶段，欧洲大力发展电动汽车产业，但动力电池及电池材料对中日韩有很大依赖，公司出海迎来新机会。我们看好赢合科技，给予赢合科技 2025 年 30X PE，对应 307.89 亿市值，目标价 47.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧风险：随着新能源产业的快速发展，赢合科技面临来自国内外竞争对手的竞争，市场竞争的不确定性增加。

公司运营风险：公司新固态电池的研发及客户对接不及预期，可能导致产品推出滞后或市场反响不佳，进而造成产品销售不佳，盈利水平降低。

行业政策变化风险：国内外政策对电子烟行业的监管趋严，可能导致赢合科技在该领域的业务发展受到限制。例如，中国对电子烟的监管政策不断升级，包括实施烟草专卖生产企业许可证制度、征收消费税等。同时，锂电设备行业也可能受到政策调整的影响，如补贴政策的退坡等。

汇率波动风险：赢合科技的部分业务涉及外销，因此汇率波动可能对其业绩产生影响。特别是当人民币升值时，公司的盈利水平可能会降低。

技术更新换代风险：新能源技术发展日新月异，如果赢合科技的研发投入不足或研发方向出现偏差，可能导致其产品无法满足市场的最新需求。

原材料成本上涨风险：在全球经济复苏背景下，制造业对原材料的需求上升，导致材料成本的普遍上涨。这可能会压缩赢合科技的盈利空间，进而影响其整体财务表现。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,862.53	2,766.90	9,777.38	14,467.91	17,741.57
应收票据及应收账款	6,199.61	6,081.30	57.06	89.01	100.88
预付账款	180.86	94.97	164.75	160.61	259.27
存货	3,062.26	4,036.10	2,647.62	5,725.41	5,080.08
其他	874.07	765.54	1,685.85	2,199.22	2,494.85
流动资产合计	12,179.33	13,744.80	14,332.65	22,642.16	25,676.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,888.23	1,850.46	1,753.42	1,656.37	1,559.33
在建工程	8.02	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	310.72	180.95	169.24	157.53	145.82
其他	862.62	922.09	893.91	869.61	869.61
非流动资产合计	3,069.58	2,953.50	2,816.57	2,683.51	2,574.76
资产总计	16,372.51	17,542.08	17,149.22	25,325.67	28,251.40
短期借款	0.00	75.99	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	8,078.26	7,897.14	7,145.09	11,699.07	12,619.52
其他	609.52	752.24	2,137.91	4,019.11	3,614.48
流动负债合计	8,687.78	8,725.37	9,283.00	15,718.19	16,234.00
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	197.34	123.67	123.67	123.67	123.67
非流动负债合计	197.34	123.67	123.67	123.67	123.67
负债合计	10,580.37	11,041.53	9,406.67	15,841.85	16,357.67
少数股东权益	42.02	326.08	880.59	1,692.43	2,785.92
股本	649.54	649.54	649.19	649.19	649.19
资本公积	3,480.78	3,439.21	3,439.21	3,439.21	3,439.21
留存收益	1,811.99	2,223.76	2,883.64	3,849.75	5,151.04
其他	(192.18)	(138.03)	(110.07)	(146.76)	(131.62)
股东权益合计	5,792.14	6,500.55	7,742.55	9,483.81	11,893.73
负债和股东权益总计	16,372.51	17,542.08	17,149.22	25,325.67	28,251.40

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	511.21	1,019.17	700.99	1,026.30	1,382.35
折旧摊销	101.76	136.02	108.75	108.75	108.75
财务费用	17.20	14.24	(85.30)	(179.55)	(238.53)
投资损失	(0.78)	(8.59)	(4.25)	(4.25)	(4.25)
营运资金变动	(973.04)	(196.32)	5,735.72	2,840.52	754.99
其它	672.48	434.46	589.05	862.41	1,161.61
经营活动现金流	328.83	1,398.99	7,044.95	4,654.18	3,164.92
资本支出	330.60	12.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	299.99	(216.07)	4.25	4.25	4.25
投资活动现金流	630.59	(204.01)	4.25	4.25	4.25
债权融资	(42.62)	84.06	9.31	179.55	238.53
股权融资	(218.50)	(19.90)	(48.04)	(147.45)	(134.05)
其他	(3.87)	(807.16)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(264.99)	(743.00)	(38.73)	32.10	104.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	694.43	451.98	7,010.48	4,690.53	3,273.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,019.82	9,749.79	9,213.55	11,793.34	15,331.34
营业成本	7,187.79	6,848.61	6,448.56	8,078.44	10,425.31
营业税金及附加	50.18	80.51	76.08	97.39	126.60
销售费用	200.36	299.07	282.62	361.76	470.29
管理费用	240.47	276.44	261.24	334.38	434.70
研发费用	482.92	721.78	700.51	920.24	1,211.64
财务费用	(11.82)	(31.14)	(85.30)	(179.55)	(238.53)
资产/信用减值损失	(402.89)	281.54	(118.46)	(115.46)	(120.46)
公允价值变动收益	0.00	17.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.78	4.25	4.25	4.25	4.25
其他	721.11	131.76	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	550.92	1,119.80	1,415.63	2,069.49	2,785.13
营业外收入	16.82	6.20	6.20	6.20	6.20
营业外支出	46.49	12.89	12.89	12.89	12.89
利润总额	521.25	1,113.12	1,408.95	2,062.80	2,778.45
所得税	10.04	93.94	118.91	174.09	234.49
净利润	511.21	1,019.17	1,290.04	1,888.71	2,543.96
少数股东损益	23.79	465.37	589.05	862.41	1,161.61
归属于母公司净利润	487.42	553.80	700.99	1,026.30	1,382.35
每股收益（元）	0.75	0.85	1.08	1.58	2.13

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	73.40%	8.09%	-5.50%	28.00%	30.00%
营业利润	97.40%	103.26%	26.42%	46.19%	34.58%
归属于母公司净利润	56.53%	13.62%	26.58%	46.41%	34.69%
获利能力					
毛利率	20.31%	29.76%	30.01%	31.50%	32.00%
净利率	5.40%	5.68%	7.61%	8.70%	9.02%
ROE	8.48%	8.97%	10.22%	13.17%	15.18%
ROIC	17.74%	28.98%	37.63%	-67.09%	-42.36%
偿债能力					
资产负债率	64.62%	62.94%	54.85%	62.55%	57.90%
净负债率	-30.88%	-40.61%	-125.62%	-152.02%	-148.74%
流动比率	1.28	1.34	1.54	1.44	1.58
速动比率	0.99	0.97	1.26	1.08	1.27
营运能力					
应收账款周转率	1.81	1.59	3.00	161.48	161.48
存货周转率	3.25	2.75	2.76	2.82	2.84
总资产周转率	0.62	0.57	0.53	0.56	0.57
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.85	1.08	1.58	2.13
每股经营现金流	0.51	2.15	10.85	7.17	4.88
每股净资产	8.86	9.51	10.57	12.00	14.03
估值比率					
市盈率	28.13	24.76	19.56	13.36	9.92
市净率	2.38	2.22	2.00	1.76	1.51
EV/EBITDA	6.10	3.59	2.52	0.18	-0.61
EV/EBIT	6.50	3.76	2.69	0.19	-0.63

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 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