

公司研究

电子烟增长放缓，锂电设备静待拐点

——赢合科技（300457.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：赢合科技 24 年营业收入 85.24 亿元，同比下降 12.58%；归母净利润 5.03 亿元，同比下降 9.14%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比下降 7.44%。公司 25Q1 营业收入 13.38 亿元，同比下降 28.29%，环比下降 34.58%；归母净利润 0.15 亿元，同比下降 90.43%，环比增长 105.82%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比下降 91.94%，环比下降 12.24%。业绩不及预期。

点评：公司 25Q1 毛利率为 28.11%，环比增长 0.13pcts，同比下降 1.27pcts，净利率为 6.41%，环比增长 0.61pcts，同比下降 9.04pcts。公司 Q1 业绩下滑主要由于部分订单未到交付期暂未形成收入贡献，25Q1 存货 28.6 亿元，相比 24 年末增长 22%，合同负债 27.6 亿元，相比 24 年末大幅增长 67%，有望转化为收入增量；同时，公司销售费用率 5.88%，研发费用率 10.15%，相比 24 年提升 3.42、3.94pcts，海外市场布局持续深入，业绩有望改善。公司 24 年信用减值损失 2.27 亿元，25Q1 为 0.09 亿元，应收项目减值压力逐步减小。

斯科尔增长放缓，利润率维持较高水平。24 年电子烟业务控股子公司斯科尔实现收入 31.91 亿元，同比下降 4%，净利润 12.86 亿元，同比增长 29%；营业利润率 47%，同比增加 12pcts，净利率 40%，同比增加 10pcts；其中，24H2 收入 16.5 亿元，环比上半年增长 7%，净利率 40%，环比基本持平，下半年维持较高盈利。25Q1 公司少数股东损益 0.71 亿元，同比下滑 45.6%，环比下滑 36.5%，按照少数股东持股比例 49%估算，斯科尔 25Q1 实现净利润约 1.45 亿元，增长势头放缓。

电子烟出口增长放缓，海外市场布局有望进入收获期。根据中国海关总署统计数据，2024 年中国电子烟出口额为 109.61 亿美元，同比-1.1%。斯科尔已在英国、德国、波兰、荷兰、马来西亚、美国等多个国家取得了显著的市场进展。

锂电专用设备业务量价承压。公司 2024 年锂电池专用设备收入为 49.51 亿元，同比下降 19.41%，销售量为 1,178 台，同比下降 11%，均价 420 万元/台，同比下降 9%，毛利率为 14.32%，同比下滑 5.24pcts。

锂电设备出海布局领先。公司 24 年获得了来自国轩高科、亿纬锂能等多家头部客户订单，产品远销德国、韩国、法国、美国、加拿大、西班牙、马来西亚等多个国家。新技术设备开发顺利，干法搅拌设备研发第一代实验机已完成，第二代进行中；发布高压实辊压技术 & 干法电极辊压机等多款新品。

盈利预测、估值与评级：电子烟业务增长低于我们此前预期，下调 25-26 年、新增 27 年归母净利润预测至 7.05/8.80/10.04 亿元（下调 44%/下调 40%/新增），当前股价对应 PE 为 15/12/11x。公司电子烟业务成为主要利润来源，海外市场布局初见成效，估值位于底部区间，维持“买入”评级。

风险提示：电子烟政策风险、新品开拓不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,750	8,524	8,606	9,344	10,332
营业收入增长率	8.09%	-12.58%	0.97%	8.58%	10.58%
归母净利润（百万元）	554	503	705	880	1,004
归母净利润增长率	13.62%	-9.14%	40.20%	24.72%	14.11%
EPS（元）	0.85	0.78	1.09	1.36	1.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.97%	7.65%	9.79%	11.01%	11.30%
P/E	19	21	15	12	11
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：16.44 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

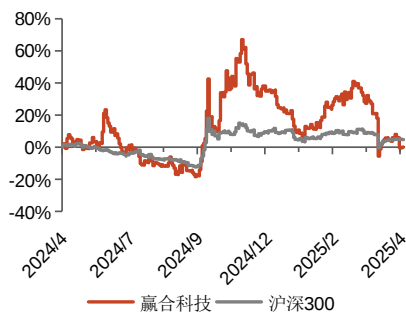
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.49
总市值(亿元):	107
一年最低/最高(元):	13.09/27.57
近 3 月换手率:	160.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.65	-10.54	3.71
绝对	-19.89	-11.54	0.90

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,750	8,524	8,606	9,344	10,332
营业成本	6,849	5,944	5,993	6,412	7,039
折旧和摊销	114	113	118	121	124
税金及附加	81	61	61	67	74
销售费用	299	210	258	271	289
管理费用	276	269	272	286	305
研发费用	722	529	559	598	651
财务费用	-31	-52	15	8	10
投资收益	4	-17	0	0	0
营业利润	1,120	1,274	1,562	1,833	2,099
利润总额	1,113	1,250	1,562	1,833	2,099
所得税	94	199	249	292	335
净利润	1,019	1,051	1,313	1,541	1,764
少数股东损益	465	548	607	661	760
归属母公司净利润	554	503	705	880	1,004
EPS(元)	0.85	0.78	1.09	1.36	1.55

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,399	27	766	1,236	1,422
净利润	554	503	705	880	1,004
折旧摊销	114	113	118	121	124
净营运资金增加	413	749	699	1,418	1,699
其他	318	-1,339	-756	-1,183	-1,405
投资活动产生现金流	-204	-64	-137	-170	-170
净资本支出	-191	-77	-170	-170	-170
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-13	13	33	0	0
融资活动现金流	-743	-377	-133	-82	-30
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	53	85	-42	21	92
无息负债变化	408	-3,325	316	275	428
净现金流	446	-409	496	984	1,222

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.8%	30.3%	30.4%	31.4%	31.9%
EBITDA 率	20.1%	22.8%	19.6%	20.8%	21.4%
EBIT 率	18.7%	21.1%	18.2%	19.5%	20.2%
税前净利润率	11.4%	14.7%	18.1%	19.6%	20.3%
归母净利润率	5.7%	5.9%	8.2%	9.4%	9.7%
ROA	5.8%	7.1%	8.1%	8.6%	8.7%
ROE (摊薄)	9.0%	7.7%	9.8%	11.0%	11.3%
经营性 ROIC	27.5%	22.0%	17.3%	16.9%	16.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	63%	53%	50%	46%	44%
流动比率	1.34	1.52	1.66	1.80	1.94
速动比率	0.97	1.22	1.31	1.46	1.60
归母权益/有息债务	48.69	31.04	42.42	41.94	31.47
有形资产/有息债务	131.33	65.28	90.05	89.20	67.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	17,542	14,761	16,272	18,014	20,186
货币资金	2,767	2,257	2,754	3,738	4,960
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5,819	5,630	6,178	6,794	7,517
应收票据	263	299	302	328	362
其他应收款 (合计)	171	56	62	68	75
存货	4,036	2,343	2,786	2,846	2,983
其他流动资产	594	417	417	417	417
流动资产合计	14,589	11,795	13,287	14,980	17,106
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,850	1,852	1,861	1,868	1,872
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	181	196	241	286	330
商誉	298	298	298	298	298
其他非流动资产	35	42	42	42	42
非流动资产合计	2,953	2,966	2,986	3,035	3,080
总负债	11,042	7,802	8,076	8,372	8,891
短期借款	76	185	143	164	255
应付账款	6,908	3,914	4,246	4,415	4,705
应付票据	989	1,487	1,500	1,605	1,761
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	159	99	99	99	99
流动负债合计	10,918	7,743	8,023	8,319	8,838
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	22	22	22	22
非流动负债合计	124	59	53	53	53
股东权益	6,501	6,960	8,197	9,642	11,295
股本	650	649	649	649	649
公积金	3,580	3,647	3,718	3,771	3,771
未分配利润	2,083	2,414	2,973	3,704	4,596
归属母公司权益	6,174	6,576	7,205	7,990	8,883
少数股东权益	326	384	991	1,652	2,412

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.1%	2.5%	3.0%	2.9%	2.8%
管理费用率	2.8%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.1%
研发费用率	7.4%	6.2%	6.5%	6.4%	6.3%
所得税率	8.4%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.18	0.12	0.15	0.17	0.20
每股经营现金流	2.15	0.04	1.18	1.90	2.19
每股净资产	9.51	10.13	11.10	12.31	13.68
每股销售收入	15.01	13.13	13.26	14.39	15.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	21	15	12	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.1	6.3	7.6	7.2	7.1
股息率	1.1%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP