

公司研究

锂电设备境外增长亮眼，固态电池设备卡位领先

——赢合科技（300457.SZ）2025 年半年报点评

要点

事件：赢合科技 25H1 营业收入 42.64 亿元，同比下降 4%；归母净利润 2.71 亿元，同比下降 20%；扣非归母净利润 2.68 亿元，同比下降 18%。

公司 25Q2 营业收入 29.26 亿元，同比增长 14%，环比增长 119%；归母净利润 2.56 亿元，同比增长 42%，环比增长 1587%；扣非归母净利润 2.55 亿元，同比增长 51%，环比增长 1913%。

锂电设备全球交付服务能力优异，境外收入高速增长。公司锂电池专用生产设备 25H1 实现营收 28.00 亿元，同比增长 5%，公司 25H1 境外收入 19.5 亿元，由于控股子公司斯科尔基本均为境外业务，剔除该部分后锂电设备 25H1 境外收入 6.8 亿元，同比增长 385%，占锂电设备收入的 24%。公司锂电设备境外收入自 24H2 以来高速增长，考虑到国内电池厂海外资本开支增长以及下半年订单交付旺季，公司锂电设备海外业务有望延续高景气度，规模化交付能力及全球化服务优势突出。25H1 锂电设备境内收入 21.2 亿元，同比下降 16%，环比 24H2 增长 60%，也呈现复苏迹象。

减值拖累减弱，锂电设备境外利润率亮眼。从盈利能力来看，锂电设备业务 25H1 毛利率 18.50%，同比增长 2.03 pcts。拆分境内外来看，我们估算境外锂电设备毛利率约 27%，环比 24H2 提升超 10pcts，显著高于境内。公司 25H1 资产/信用减值损失 0.29/0.93 亿元，去年同期分别为 0.79/1.36 亿元，减值对盈利的拖累边际减小，随着锂电资本开支重新进入扩张区间，公司利润率有望持续修复。

固态电池设备交付，布局与卡位领先。25H1 公司的一批核心固态电池设备（固态湿法涂布设备、固态辊压设备、固态电解质转印设备）已顺利到达客户现场，将用于客户国内工厂中试线建设。

电子烟业务下滑，斯科尔增加销售投入、拓展新市场。25H1 公司控股子公司斯科尔电子烟业务实现收入 12.74 亿元，同比下降 17%，净利润 3.20 亿元，同比下降 49%；营业利润率 30%，同比下滑 16pcts，净利率 25%，同比下降 15pcts。根据中国海关总署数据，2025 年上半年电子烟出口总体呈下降趋势，尤其 6 月回落明显，同比下降 32%，受美国关税政策以及电子烟政策收紧影响，国内电子烟出口主市场由美国转向英国，英国首次成为最大目的地，市场竞争加剧。斯科尔在英国、德国及欧洲其他国家的市场开拓进展积极，并扩大销售团队和宣传力度，拓展北美、东南亚等市场。

盈利预测、估值与评级：电子烟业务受政策与竞争加剧影响业绩承压，锂电设备业务盈利持续改善，下调 25 年、维持 26-27 年归母净利润预测至 6.45/8.80/10.00 亿元（下调 8%/0%/0%），对应 PE 为 23/17/15x。公司锂电设备困境反转，固态电池设备交付与卡位领先，电子烟业务提供现金流，维持“买入”评级。

风险提示：电子烟政策风险、关税政策变动风险、新品开拓不及预期等。

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	9,161	10,506	11,787
营业收入增长率	8.09%	-12.58%	7.48%	14.69%	12.19%
归母净利润（百万元）	554	503	645	880	1,000
归母净利润增长率	13.62%	-9.14%	28.22%	36.39%	13.59%
EPS（元）	0.85	0.78	0.99	1.36	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.97%	7.65%	9.03%	11.06%	11.29%
P/E	27	30	23	17	15
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-25

买入（维持）

当前价：23.35 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebscn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

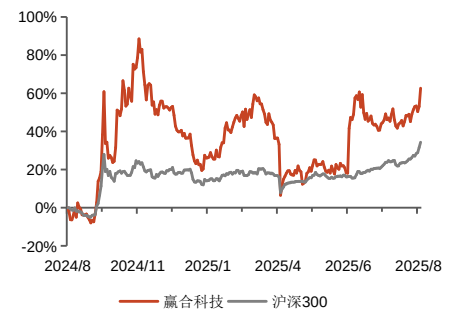
021-52523693

chenwuji@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.49
总市值(亿元):	152
一年最低/最高(元):	13.09/27.57
近 3 月换手率:	299.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.90	13.68	28.32
绝对	13.90	36.47	62.64

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	9,161	10,506	11,787
营业成本	6,849	5,944	6,618	7,430	8,395
折旧和摊销	114	113	229	233	238
税金及附加	81	61	65	75	84
销售费用	299	210	284	315	342
管理费用	276	269	302	336	365
研发费用	-31	-52	-3	-14	-24
财务费用	722	529	660	746	825
投资收益	4	-17	0	0	0
营业利润	1,120	1,274	1,194	1,578	1,800
利润总额	1,113	1,250	1,194	1,578	1,800
所得税	94	199	190	252	287
净利润	1,019	1,051	1,004	1,326	1,513
少数股东损益	465	548	359	447	514
归属母公司净利润	554	503	645	880	1,000
EPS(元)	0.85	0.78	0.99	1.36	1.54

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,399	27	1,198	944	1,439
净利润	554	503	645	880	1,000
折旧摊销	114	113	229	233	238
净营运资金增加	373	816	193	1,327	672
其他	359	-1,407	132	-1,496	-470
投资活动产生现金流	-204	-64	-217	-250	-200
净资本支出	-191	-77	-250	-250	-200
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	-258	-58	-72
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	53	85	-185	0	0
无息负债变化	408	-3,325	474	608	682
净现金流	446	-409	724	636	1,167

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.8%	30.3%	27.8%	29.3%	28.8%
EBITDA 率	20.1%	22.8%	17.4%	18.9%	18.6%
EBIT 率	18.7%	21.1%	14.9%	16.7%	16.5%
税前净利润率	11.4%	14.7%	13.0%	15.0%	15.3%
归母净利润率	5.7%	5.9%	7.0%	8.4%	8.5%
ROA	5.8%	7.1%	6.3%	7.4%	7.6%
ROE (摊薄)	9.0%	7.7%	9.0%	11.1%	11.3%
经营性 ROIC	30.2%	23.7%	17.3%	18.5%	19.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	63%	53%	51%	49%	47%
流动比率	1.34	1.52	1.62	1.72	1.82
速动比率	0.97	1.22	1.31	1.42	1.53
归母权益/有息债务	48.69	31.04	266.03	296.08	329.73
有形资产/有息债务	131.33	65.28	558.55	626.21	702.72

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	15,978	17,840	19,939
货币资金	2,767	2,257	2,981	3,617	4,784
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5,819	5,630	5,978	6,986	7,741
应收票据	263	299	321	369	413
其他应收款 (合计)	171	56	66	78	90
存货	4,036	2,343	2,460	2,596	2,746
其他流动资产	594	417	417	417	417
流动资产合计	14,589	11,795	13,023	14,869	17,005
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	1,830	1,805	1,726
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	2,955	2,972	2,934
总负债	11,042	7,802	8,091	8,699	9,380
短期借款	76	185	0	0	0
应付账款	6,908	3,914	4,226	4,596	5,024
应付票据	989	1,487	1,656	1,859	2,101
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	8,038	8,646	9,328
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	7,888	9,142	10,559
股本	650	649	649	649	649
公积金	3,580	3,647	3,712	3,771	3,771
未分配利润	2,083	2,414	2,918	3,666	4,570
归属母公司权益	6,174	6,576	7,145	7,952	8,856
少数股东权益	326	384	743	1,189	1,703

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.1%	2.5%	3.1%	3.0%	2.9%
管理费用率	2.8%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	0.0%	-0.1%	-0.2%
研发费用率	7.4%	6.2%	7.2%	7.1%	7.0%
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	0.11	0.15	0.17
每股经营现金流	2.15	0.04	1.85	1.45	2.22
每股净资产	9.51	10.13	11.01	12.25	13.64
每股销售收入	15.01	13.13	14.11	16.19	18.16

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27	30	23	17	15
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.1	8.4	10.1	8.6	7.9
股息率	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%

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