万联证券 WANLIAN SECURITIES

锂电设备整线龙头，电子烟加持未来可期

——赢合科技（300457）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 07 月 28 日

报告关键要素：

公司是锂电池设备行业龙头，深度绑定一线电池厂商，业绩实现高增长。公司 19 年实现营业收入 16.70 亿元，14 至 19 年复合增长率高达 45%。

投资要点：

- **产品性能优异，智能整线生产获业界好评，订单量增长迅猛：**公司生产的模切叠片一体机有效提高了中端环节产线的自动化程度，叠片速度达到 0.25-0.3s/片，远优于行业平均 1-1.2s/片的水平，整线生产方案能够节省 30%用电成本和 60%人工成本。高质量的产品赢得了大量一线厂商订单，公司 20 年新签订单和目前在手订单均超过 10 亿元，主要客户包括 LG 化学、宁德时代、比亚迪、国轩高科等。
- **锂电池高端产能趋紧，电池厂积极扩产：**目前动力电池低端产能过剩而高端产能不足，产业政策开始引导淘汰低端产能。电池厂纷纷制定扩产计划满足高端产能的生产需求。保守估计 2020 年公司主要客户 LG 化学、宁德时代、比亚迪和国轩高科分别新增 20、40、10 和 10GWh 产能。按 1GWh 设备投资额为 2.5 亿元测算，仅 2020 年公司主要客户潜在锂电设备投资额总和就将超过 200 亿元。
- **电子烟业务成为业绩增长点，口罩机业务爆发：**2018 年 11 月，公司收购深圳斯科尔科技有限公司，开展烟油电子烟的自主研发、生产与销售。目前国内电子烟市场渗透率仅有 0.6%，渗透率最高的美国市场也只有 31%，电子烟未来市场空间可观。2019 年公司电子烟业务实现高增长，实现营业收入 1.96 亿元，净利润 5272.02 万元，毛利率高达 46.31%。伴随着公司对北美主要电子烟市场的开发，公司电子烟业绩未来有望持续高速增长。由于新冠疫情的爆发，公司新增口罩机生产销售业务，20 年 Q1 实现销售 621 台，收入 2.51 亿元，毛利率超过 50%，对今年业绩提供了强有力支撑。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年营业收入分别为 20.48/26.96/36.83 亿元，归母净利润 4.09/5.16/7.31 亿元，EPS 分别为 0.73/0.91/1.30 元/股。考虑公司在锂电设备领域的龙头地位以及电子烟业务的前景，首次覆盖给予增持评级，6 个月目标价 45 元/股。
- **风险因素：**政策调整或宏观经济恶化导致下游投资减少；行业竞争加剧导致公司产品价格下降；公司技术研发推进不及预期；收购电子烟公司业绩承诺不达预期。

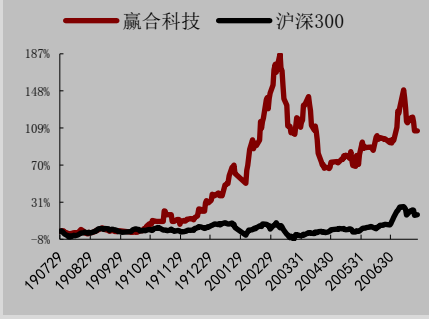
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,670	2,048	2,696	3,683
增长比率（%）	-20.0%	22.7%	31.6%	36.6%
净利润(百万元)	165	409	516	731
增长比率(%)	-49.3%	148.5%	26.0%	41.9%
每股收益(元)	0.29	0.73	0.91	1.30
市盈率(倍)	128.4	51.7	41.0	28.9

数据来源：wind，万联证券研究所

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	
实际控制人/持股	上海电气/17.03%
总股本（百万股）	375.92
流通A股（百万股）	288.45
收盘价（元）	33.47
总市值（亿元）	125.82
流通A股市值（亿元）	96.54

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 07 月 27 日

相关研究

分析师： 周春林
执业证书编号：S0270518070001
电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理： 江维
电话：01056508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理： 郝占一
电话：01056508507
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

万联研报

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

投资核心观点

- **公司整体判断**

赢合科技主营业务为锂电池自动化生产设备的研发、设计、制造、销售与服务。通过持续研发和创新，以及在产业中深厚的技术和经验的积累，公司的涂布、分切、制片、卷绕、模切、叠片等系列核心设备的技术性能行业领先，已获得国内外一线客户的认可。公司是行业内第一家推出锂电池智能生产线整线方案提供商，为客户提供自动化生产工艺实现、动力辅助、环境控制和工业建筑规划设计等全套解决方案，在整线模式上已积累了丰富的实践经验，成功实施了20多条整线，该模式具备高品质、低能耗、交付快、爬坡快及直通率高等优势，已获得行业主流客户充分认可。

- **差异化观点**

市场上部分声音认为，锂电池目前已经产能过剩，再叠加补贴政策的退坡，未来行业前景黯淡。但我们认为，锂电池行业仍存在严重的结构性产能短缺问题，行业内低端产能过剩，而高端产能趋紧。在未来锂电池行业竞争持续加强的情况下，低端产能将逐步被淘汰，电池厂为优化产能仍会扩产布局高端市场，因此锂电设备行业中资金实力强，技术过硬的企业并不会受到下游行业变化的剧烈影响。

公司以往业务主要为锂电池的相关自动化生产设备。在2018年公司收购了深圳斯科尔科技有限公司，将电子烟纳入业务范围中，市场对于公司的电子烟业务并无太多关注。而我们认为，电子烟业务有望成为公司未来重要的业绩增长点。今年公司电子烟业务营收可观，2019年实现营业收入1.96亿元，净利润5272.02万元，毛利率高达46.31%，未来随着在北美和欧洲市场的扩张，电子烟相关产业业绩将进一步提升，公司盈利能力有望迎来飞跃。

- **估值和评级**

预计公司 20-22 年营业收入分别为 20.48、26.96、36.83 亿元，归母净利润分别为 4.09、5.16、7.31 亿元， 同比增长 148.5%、26%、41.9%，EPS 分别为 0.73/0.91/1.30 元/股。考虑到公司在锂电池设备领域的龙头地位，以及公司未来电子烟业务的前景，首次覆盖给予增持评级，6 个月目标价 45 元/股。

- **股价触发因素**

公司属于锂电池行业上游设备厂，一方面原材料的成本和下游客户的回款情况会影响公司股价，另一方面国家新能源政策的变化、电池厂的订单情况也会对公司股价造成影响。从公司自身角度考虑，公司生产设备的研发情况、对外投资的情况都会影响股价。

- **风险提示**

1.政策调整或宏观经济恶化导致下游投资减少；2.行业竞争加剧导致公司产品价格下降；3.公司技术研发推进不及预期；4.收购电子烟公司业绩承诺不达预期。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

目录

1、锂电池设备厂龙头，业务蓬勃发展.....5
1.1 行业翘楚，与上海电气强强联合.....5
1.2 产品全面覆盖，营收高速增长.....6
1.3 稳步加大研发投入，抢占行业龙头地位.....9
1.4 客户结构优化，订单质量提升.....10
2、锂电池行业产能扩张，设备厂集中度加速提高.....11
2.1 新能源汽车高速发展，锂电池需求暴增.....11
2.2 产能结构化调整，电池厂积极扩产.....12
2.3 上下游行业集中度提升，电池厂设备厂深度绑定.....13
2.3.1 锂电池行业门槛提高，巨头称霸市场.....13
2.3.2 电池企业头部明确，行业集中度逐年提升.....13
2.3.3 锂电池设备厂双龙头形成，客户深度绑定.....15
3、“智能整线生产”先行者，奠定行业优势地位.....17
3.1“智能”、“一体”引领行业未来发展趋势.....17
3.2 紧跟行业龙头，站稳第一梯队.....18
4、电子烟业务超预期，成为公司发展新动力.....19
4.1 进军电子烟市场，开发新的业绩增长点.....19
4.2 电子烟市场前景可观，市场亟待开发.....21
4.3 政策趋紧短期扰动市场，长期规范化有益于产业发展.....23
4.4 公司电子烟产品受到市场好评，销量激增.....24
4.5 生产技术领先，竞争优势明显.....25
4.6 先例可循，看好跨界合作.....26
5、盈利预测.....26
5.1 关键假设.....26
5.2 盈利预测.....27
6、风险提示.....27

图表 1：赢合科技发展进程.....5
图表 1：20Q1 公司股权结构.....6
图表 3：2015-2019 年公司营业收入（亿元）.....7
图表 4：2015-2019 年公司归母净利润（亿元）.....7
图表 5：赢合科技 2018 年营业收入构成.....7
图表 6：赢合科技 2019 年营业收入构成.....7
图表 7：公司主要设备产品及优势.....8
图表 8：方形锂电池生产工艺.....9
图表 9：圆形锂电池生产工艺.....9
图表 10：软包锂电池生产工艺.....9
图表 11：公司近三年研发投入情况.....10
图表 12：公司主要客户.....10
图表 13：2015-2025E 我国新能源汽车销量（万辆）.....11
图表 14：2015-2025E 我国动力电池装机量（GWh）.....11
图表 15：2020 年纯电动乘用车补贴政策对比（万元/倍）正式期.....12
图表 16：主要企业装车电池最大单体能量密度及未来技术要求（Wh/kg）.....12
图表 17：国内外电池企业 2020 年产能规划.....13

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表 18：2014-2020Q1 动力电池价格（不含税）（元/Wh）.....14
图表 19：2018 年国内动力电池格局.....14
图表 20：2019 年国内动力电池格局.....14
图表 21：2020 年 Q1 国内动力电池格局.....15
图表 22：2013-2021E 我国锂电设备市场规模（亿元）.....15
图表 23：2019 年锂电设备行业主要企业营收情况（亿元）.....16
图表 24：2015-2018 年锂电设备市场集中度.....16
图表 25：公司产品覆盖度比较.....16
图表 26：2016-2018 年上市公司锂电设备营业收入比较（百万元）.....17
图表 27：赢合科技电池智能生产线方案.....17
图表 28：赢合科技技术发展方向.....18
图表 29：2015-2019 公司年研发人员占比(%).....18
图表 30：2015-2019 年公司研发支出占营业收入比例(%).....18
图表 31：2015-2019 年公司锂电设备毛利率(%).....18
图表 32：公司与斯科尔的三年业绩对赌协议.....19
图表 33：2013-2019 年全球电子烟市场规模（按受益计算）（亿美元）.....20
图表 34：2019 年全球主要电子烟市场销售额（亿美元）.....20
图表 35：不同类型电子烟结构.....21
图表 36：电子烟分类及原理.....21
图表 37：2018-2019 年我国电子烟出口和内销规模（亿元）.....22
图表 38：各国电子烟市场渗透率对比.....22
图表 39：各国烟民数量对比（万人）.....22
图表 40：2017-2021E 年中国电子烟市场规模（亿美元）.....23
图表 41：2019 年 3 月-2020 年 2 月电子烟肺病（EVALI）病例数.....23
图表 41：美国电子烟政策变化.....24
图表 39：斯科尔电子烟产品.....25
图表 40：公司在国际上销售的产品.....25
图表 41：赢合科技制片卷绕一体机.....25
图表 42：2014-2018 年麦克韦尔和亿纬锂能净利润（百万元）.....26

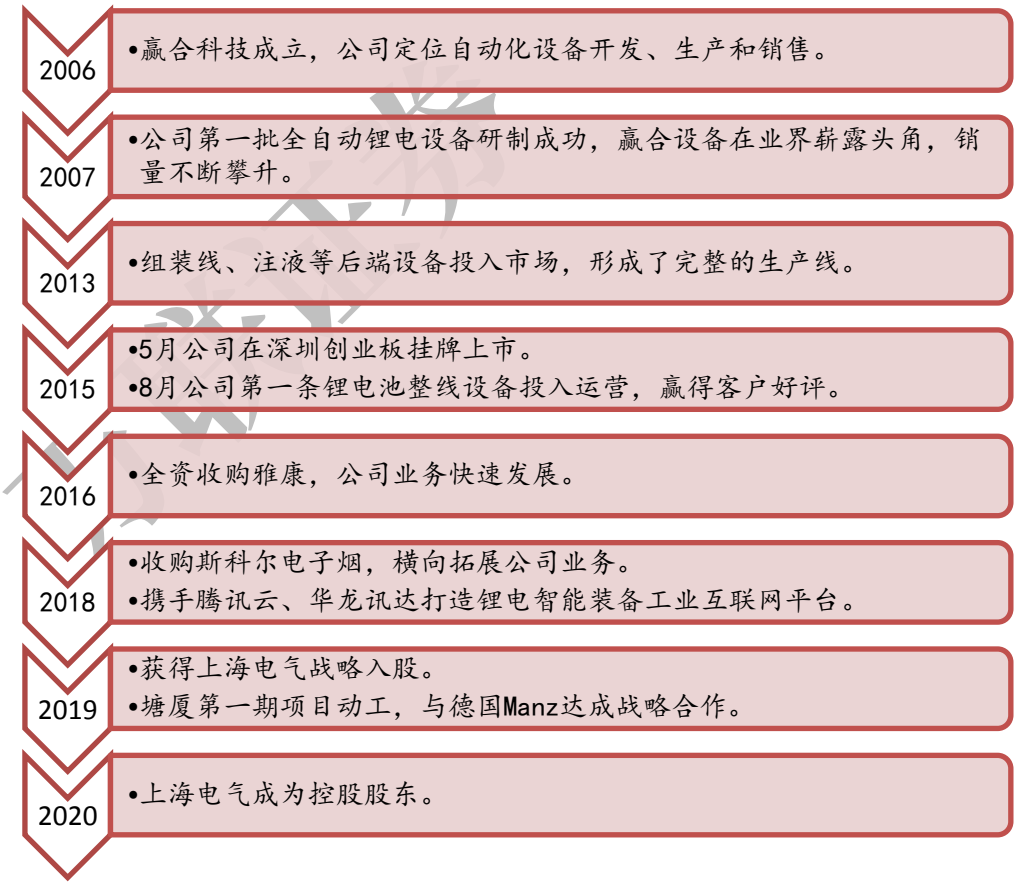
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

1、锂电池设备厂龙头，业务蓬勃发展

1.1 行业翘楚，与上海电气强强联合

深耕锂电设备行业，技术业内领先。赢合科技成立于2006年，是集开发、生产、销售、服务为一体的新能源智能自动化设备制造公司，产品应用于锂离子电池的各个生产工序。公司在锂电池及非标设备制造方面具有深厚造诣，是我国动力电池智能自动化设备行业的龙头企业，产品已获得包括LG化学、宁德时代和比亚迪等国内外客户的充分认可。

图表1：赢合科技发展进程

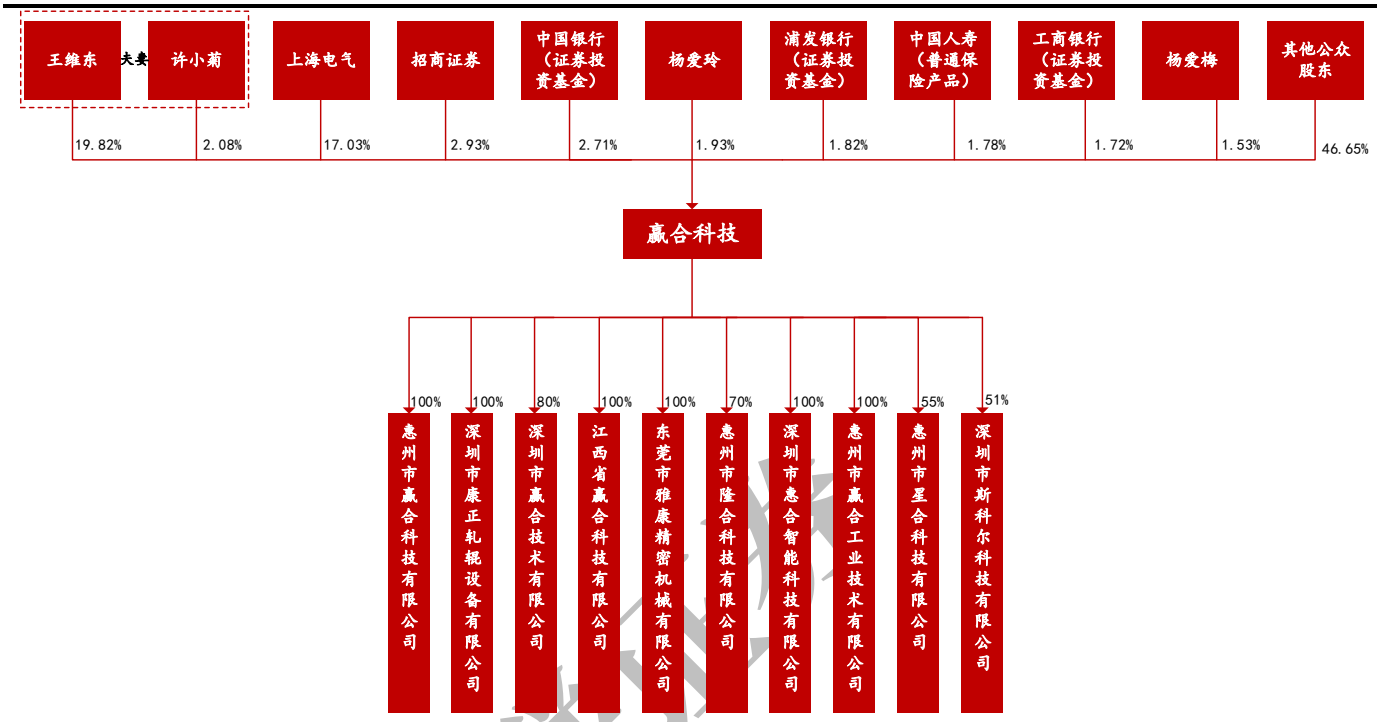


资料来源：公司官网，万联证券研究所

业务范围持续扩张，引入上海电气作为新控股股东。目前锂电池设备行业马太效应明显，行业内强者恒强，而公司作为全球领先的动力电池智能化数字工厂解决方案供应商，未来发展前景可观。2018年11月，公司收购了深圳斯科尔电子烟，在稳步推进公司固有业务的基础上，积极向新行业进军，通过横向拓展，未来电子烟业务将为公司带来可观收益。2019年11月，公司引入上海电气战略入股；今年1月，上海电气成为公司控股股东，公司实控人变更为上海国资委。引入上海电气后，公司股权结构得到优化，财务稳定性大幅提高，同时上海电气将在行业资源和业务拓展等方面对公司形成有力支持，助力公司在自动化智能制造领域的发展。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表2：20Q1公司股权结构



资料来源：公司官网，万联证券研究所

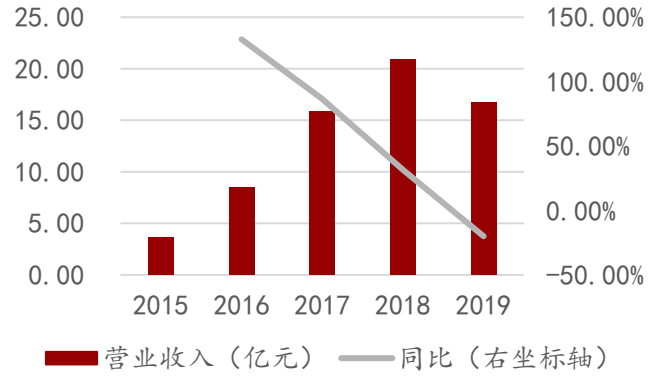
上海电气成为控股股东，公司股权结构进一步优化。2020年1月15日，赢合科技公告："王维东、许小菊已经放弃剩余全部表决权，上海电气持有公司36,589,932股，占公司目前总股本的9.73%且上海电气提名的董事占公司董事会半数以上席位，上海电气成为公司的控股股东，上海市国资委成为公司的实际控制人。"2月16日，上海电气以41.85元/股的价格，受让王维东、许小菊持有的赢合科技27,442,449股股份，目前上海电气已持有公司17.03%的股权。此外，公司拟向上海电气定向增发约88,378,258股，定增完成后，上海电气将占公司总股本的28.28%，成为公司第一大股东，届时公司股权结构将得到优化。

1.2 产品全面覆盖，营收高速增长

业绩连年增长，2019年受行业政策影响有所下滑。公司于2015年5月在创业板上市，通过精细化管理、不断提高生产效率和产品的研发能力，利用行业高速增长期，迅速崛起为行业龙头，营业收入由2015年的3.69亿元提高到2018年的20.87亿元，**年复合增长率高达78.17%。**2019年新能源汽车补贴退坡较多，行业受到较大影响，新能源汽车销量多年来首次出现同比下降，公司主动放弃了部分风险订单，导致公司业绩出现同比下滑，其中**19年实现营业收入16.70亿元，同比下降19.98%；归母净利润1.65亿元，同比下降49.23%。**

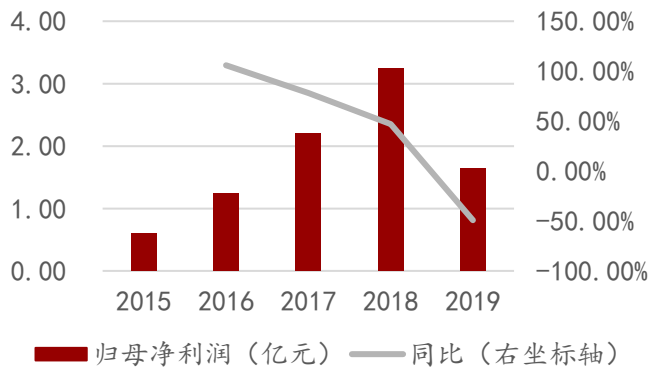
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表3：2015-2019年公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

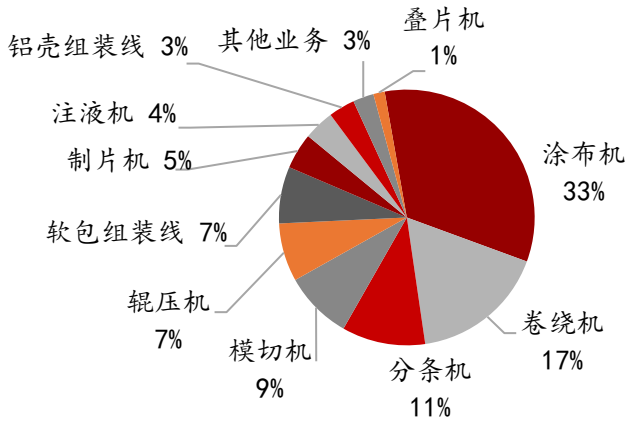
图表4：2015-2019年公司归母净利润（亿元）



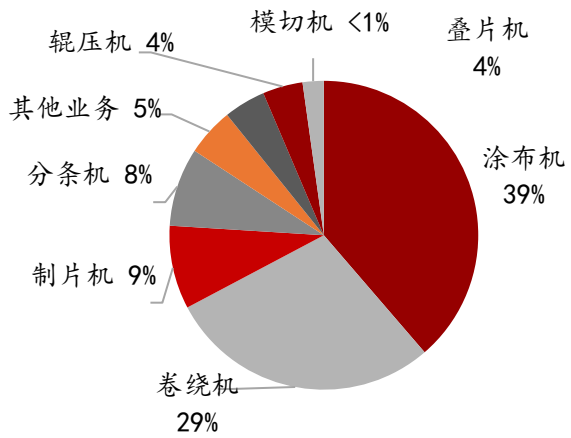
资料来源：wind，万联证券研究所

公司营业收入中比重较大的产品为涂布机、卷绕机、制片机和分条机，2018年合计占公司总营收的68.13%。2018年和2019年公司主要锂电池加工设备收入稳定保持在营业收入的2/3左右，其中2019年更是高达80%以上。除了传统机型外，公司2019年销售机型逐步向一体机转化，如激光卷绕一体机、切叠一体机、辊分一体机等。**公司2016-2019年设备销售台数分别为1,638/1,518/1,106/797台，锂电池专用设备营业收入分别为7.10/11.70/13.77/13.51亿元。**一体机销售比重增加使得公司在设备销售量逐年下降的情况下，营业收入持续稳定增长，**尽管19年公司主动放弃部分风险订单，在销售台数同比下滑27.94%的情况下，营业收入仅小幅下挫1.38%。**

图表5：赢合科技2018年营业收入构成



图表6：赢合科技2019年营业收入构成



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司主要产品包括涂布机、辊压机、分切机、制片机、卷绕机、模切机、叠片机、注液机以及组装自动线。产品全面覆盖锂电池生产流程，布局合理。在核心技术性能行业领先的基础上，**公司在业内率先提出“锂电池智能生产线整线解决方案”，**为客户提供自动化生产布局、工艺实现、动力辅助、环境控制等全套解决方案。目前公司已成功实施20多条整线，通过高品质、低能耗、交付快、爬坡快及直通率高等优势成功树立了国内锂电设备高端品牌的形象。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表7：公司主要设备产品及优势

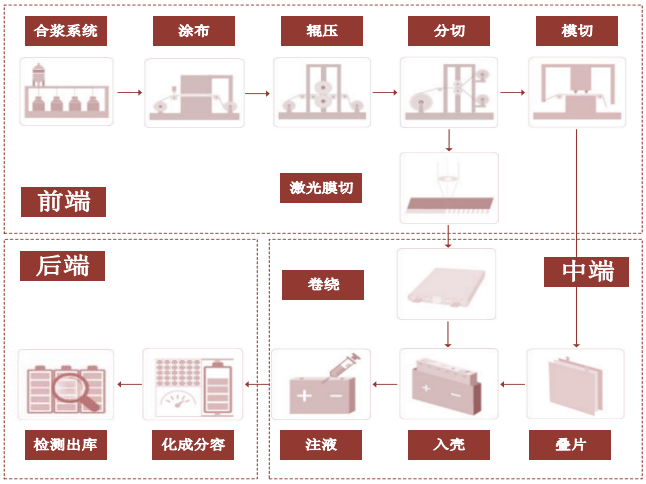
生产工艺	设备产品	公司主要产品设备的特点和优势
极片涂布	转移式/挤压式涂布机	1、安装调试方便，极片涂布的面密度和涂层尺寸精度高，所生产电池的容量大、内阻小、循环使用寿命长； 2、采用低导热系数隔热层，保温性能优越，使设备省电达30%； 3、高效的热能循环加热烘干系统，环保节能； 4、自动换料，生产过程中无停机，高效率，低损耗。
极片分切	全自动分条机	1、采用多组圆盘剪刀的裁切方式，各组剪刀可互换，并利用无级变速调节两刀的速比，裁切精度高，无毛刺，能快速实现电池型号的转换，操作维护方便，生产效率高； 2、配备高精度纠偏系统和两次除尘系统，适应性广，极片表面无粉尘，可有效防止电池的正负极短路。
极片制片	全自动极耳焊接制片机、激光极耳成型制片机	1、设备精度高，故障率低，产品合格率高； 2、重心稳定的台式结构，协调美观，操作方便、性能稳定； 3、设备具有收放卷自动纠偏、极片双面刷粉、极耳裁切圆角、极耳sealant 胶检测、焊接后极耳检测、涂布错位判断、保护胶带有误判断等功能，设备智能化程度高，进一步提高了产品品质； 4、设备功能模块化，客户可根据电池生产需求选择不同的功能。
极片模切	模切机、收卷式模切机	1、采用五金落料模具冲裁极片成型，极片冲裁无毛刺，能够防止毛刺刺穿电池隔膜，造成电池正负极短路，保证了电池的安全性； 2、采用多套模具共同裁切极片成型，通过分别调整模具间的尺寸即可适应不同的极片工艺，解决了模具生产的形状尺寸单一性的问题，降低客户生产成本。
电芯卷绕	圆柱卷绕机、方形卷绕机	1、卷绕系列产品可卷绕蓝牙电池到大型动力电池的电芯，适用范围广； 2、卷绕核心部件结构稳定可靠、拆卸更换方便、多工位同时动作，卷绕效率高，所卷绕电池一致性高，性能稳定； 3、设置有纠偏、刷粉除尘、去除隔膜所带静电等辅助功能，进一步提高了电芯的品质和精度； 4、在机械手下料处配置电芯测直径、短路检测等不良品检测装置，从输入至输出全过程控制所卷电池芯体的品质，以保证最终电池成品的一致性、安全性和高品质。
电芯叠片	全自动叠片机	1、采用滑台结构，电机驱动精密滚珠丝杆定位，定位精确，稳定性高； 2、隔膜主动放卷，工作张力连续可调； 3、正、负极片运送独立布置，可分别调节，设有正、负极片定位装置，调整方便； 4、电芯下料采用皮带托起电芯后匀速输送的方式，避免电芯错位及碰伤； 5、具有完善的报警提示功能和安全防护功能。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司产品适用于方形、圆形以及软包电池的生产并囊括卷绕和叠片工艺。产品丰富度以及技术水平上的优势使得公司具备稳定发展、快速应对行业变化的能力。自2018年起，软包电池在动力电池领域应用开始增多，这加大了软包电池相关生产设备领域的机会。由于叠片工艺的电池在安全性能、能量密度等方面均明显优于卷绕工艺，因此叠片工艺成为未来软包电池的主流制造工艺。**而赢合科技的叠片设备在叠片效率上达到了0.25-0.3秒/片，远超行业平均1-1.2秒/片的水平。**这使得公司在未来软包电池生产设备的市场中抢占了先机。

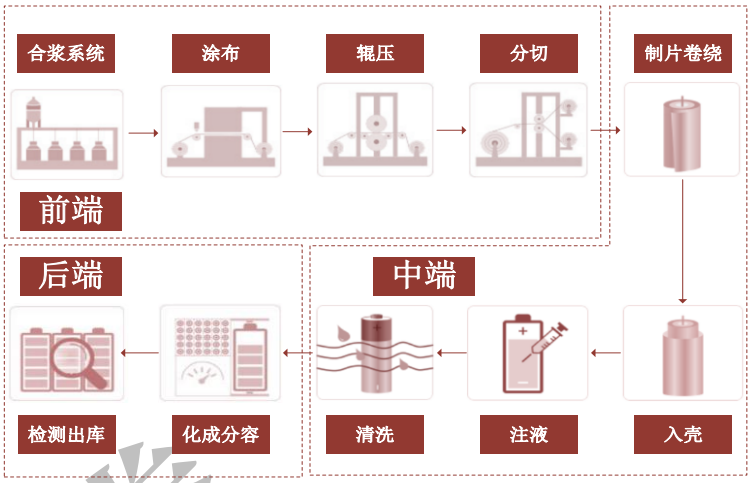
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表8：方形锂电池生产工艺



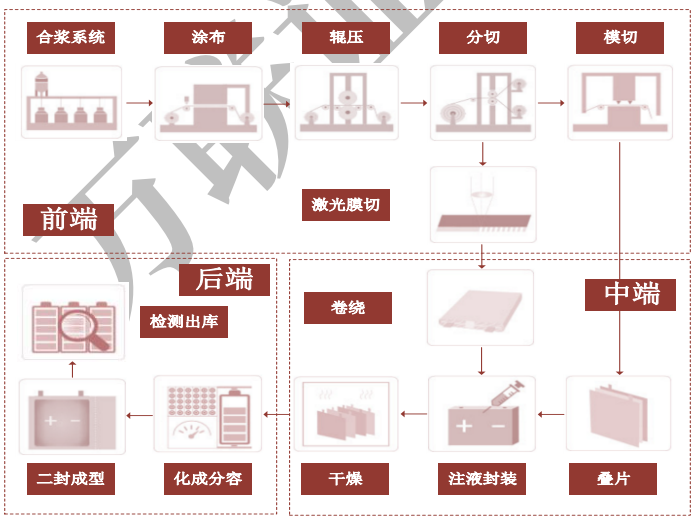
资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表9：圆形锂电池生产工艺



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表10：软包锂电池生产工艺



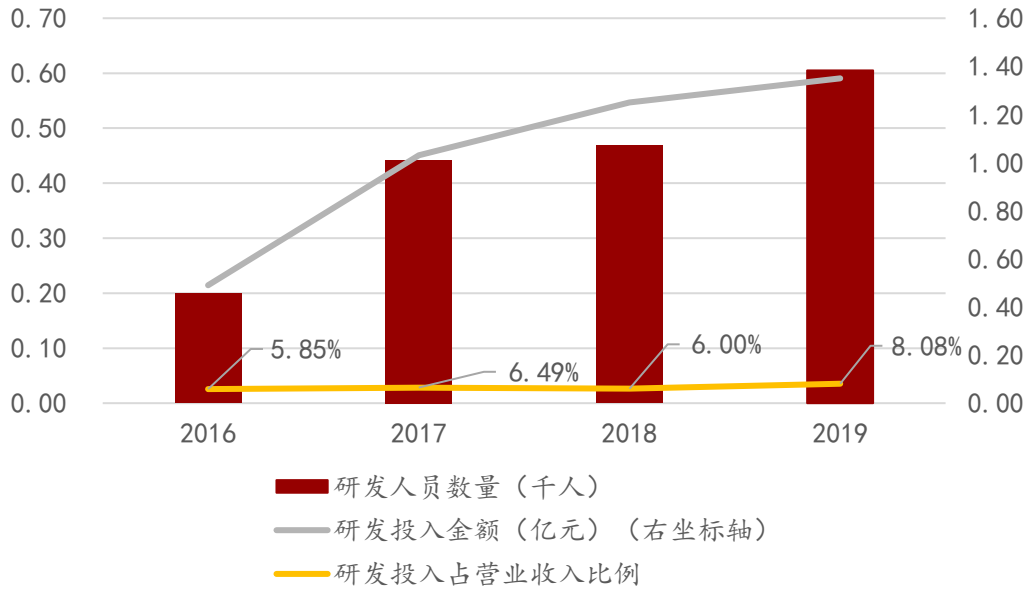
资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.3 稳步加大研发投入，抢占行业龙头地位

研发投入提高，助推产品升级。公司坚持自主研发核心技术，通过近年来的持续研发投入，公司产品丰富度不断提升，稳定性、精密度和生产效率都有长足的进步，自动化、信息化、集成化水平均处于业界领先。公司近年来不断稳健加大研发投入，2019年研发投入达到1.35亿元，研发人员605人，完成了一系列包括涂辊分一体机、激光卷绕一体机、切叠一体机等先进设备的研制。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表11：公司近三年研发投入情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.4 客户结构优化，订单质量提升

公司通过近年发展，在技术实力、交付能力、售后服务等方面均处于业界领先水平，受到了国内外客户的广泛认可，**2019年度LG化学、宁德时代、比亚迪、孚能科技等优质客户的订单占比大幅提高，客户结构持续优化，全年新签锂电池专用生产设备订单超过10亿元**，实现了订单数量、质量双提升。近年来，下游电池行业集中度不断提高，公司积极开拓海外一线客户，优化客户结构，深度绑定现有优质大客户以实现公司业绩的持续高质量增长。**公司2018年与LG签订的19台卷绕机订单目前已全部完成验收，产品得到了LG的认可和好评。**

图表12：公司主要客户



资料来源：各公司官网，万联证券研究所

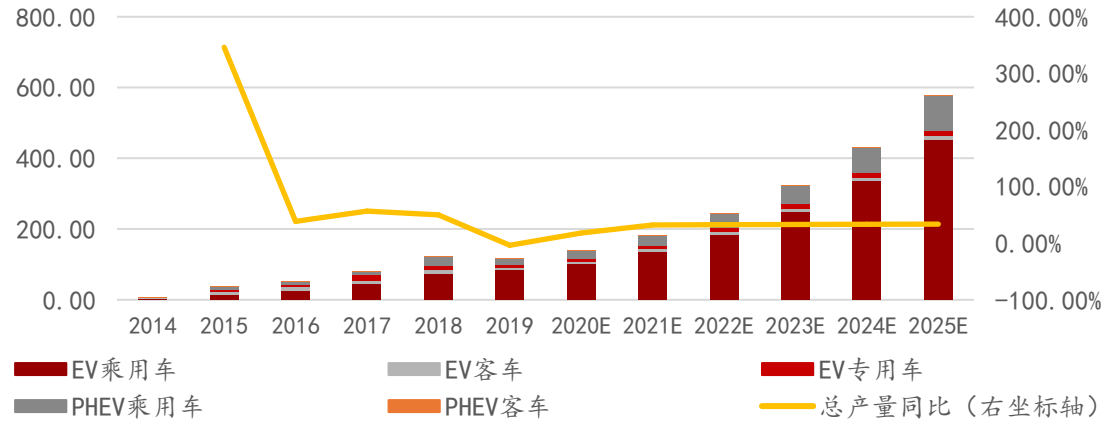
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

2、锂电池行业产能扩张，设备厂集中度加速提高

2.1 新能源汽车高速发展，锂电池需求暴增

政策支持推动电动汽车发展，新能源汽车销量高增长。2012年6月，国务院印发《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》，提出大力推进动力电池技术创新等。2014年6月，国务院发布《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，明确加快发展纯电动汽车、混合动力汽车和船舶、天然气汽车和船舶，扩大交通燃油替代规模。2014年7月，国务院发布《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，提出扩大公共服务领域新能源汽车应用规模。**根据GGII数据，2014年至2019年间，我国新能源汽车的销量年均复合增长率69.5%。**

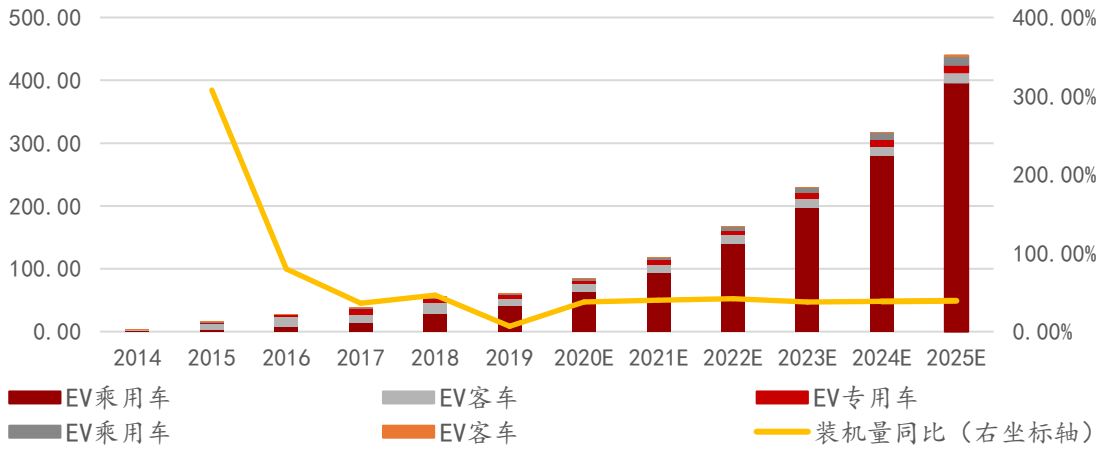
图表13：2015-2025E我国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：GGII，万联证券研究所

动力电池需求量高速扩张，行业巨头扩充产能。作为新能源汽车中最为重要的组成部分，动力锂电池市场规模也随着新能源汽车发展高速增长。根据中国汽车动力电池创业联盟的统计，2018年动力电池装机量较前一年增加超过20GWh，达到56.9 GWh，同比去年增长56.3%，预计2025年动力电池需求量将超过250GWh，电池需求的迅猛增加导致各大电池厂商纷纷积极扩大产能。

图表14：2015-2025E我国动力电池装机量（GWh）



资料来源：GGII，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

2.2 产能结构化调整，电池厂积极扩产

19年政策大幅退坡，20年补贴退坡延缓。新能源汽车整车销售量的激增促进动力电池厂商加速扩大产能从而致使动力电池低端产能过剩。为应对行业产能过剩的情况，近年来新能源汽车补贴政策不断退坡，政策从增量补贴逐步转换为结构性补贴，从而引导市场产能结构化调整。双积分政策于2018年4月实行，通过奖惩机制推动车企大力发展新能源车，倒逼新能源车企降成本、提技术，从政策驱动走向市场化，从而引导行业健康发展。2019年3月，四部委联合**提出降低新能源乘用车、客车以及货车的补贴标准，促进产业优胜劣汰，预计2021年全面取消补贴。**由于今年疫情影响，新能源汽车需求受到较大打击，因此为保证行业健康发展，今年4月，**工信部发文将新能源汽车补贴延长至2022年底，2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，乘用车补贴前售价必须在30万（含）以下，每年补贴规模上限约200万辆。**

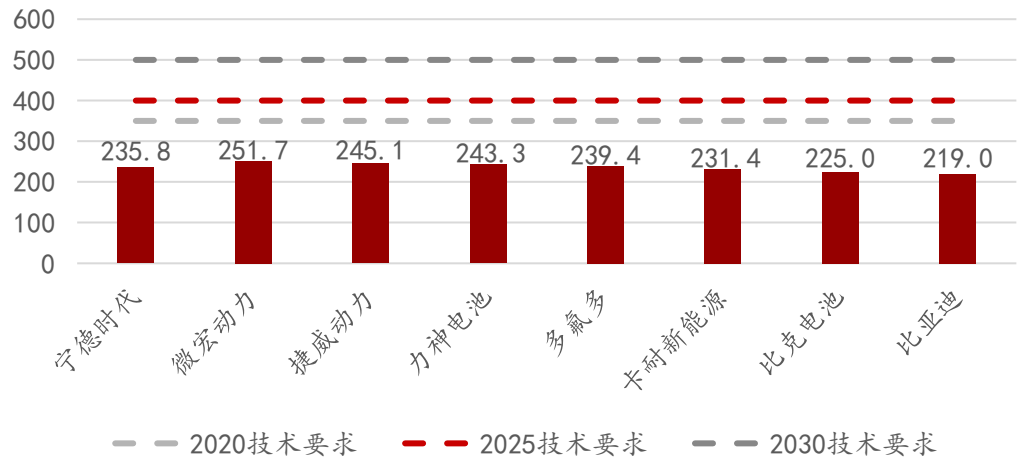
图表15：2020年纯电动乘用车补贴政策对比（万元/倍）正式期

考核参数	2019 年补贴政策		2020 年补贴政策		变动
	分档标准	补贴金额/系数	分档标准	补贴金额/系数	
续航里程（kM）	250≤R＜400	1.8	300≤R＜400	1.62	-10%
	R≥400	2.5	R≥400	2.25	-10%
技术要求-能量密度（Wh/kg）	125≤E＜140	0.8	125≤E＜140	0.8	不变
	140≤E＜160	0.9	140≤E＜160	0.9	不变
	E≥160	1.0	E≥160	1.0	不变
百公里电耗优于政策的比例	10%≤Q＜20%	0.8	0≤Q＜10%	0.8	
	20%≤Q＜35%	1.0	10%≤Q＜25%	1.0	
	Q≥35%	1.1	Q≥25%	1.1	

资料来源：财政部，万联证券研究所

技术要求提高，高端产能趋紧。2015年5月国务院印发的《2025中国制造》中明确提出，**到2020年，我国动力电池单体能量密度要达到300wh/kg，2025年达到400wh/kg，到2030年达到500wh/kg。**2016年工信部起草的《节能与新能源汽车技术路线图》进一步提高2020年的目标至350wh/kg。政府文件提出的技术目标明确了高端产能的发展方向，而目前国内动力电池厂商已经量产装车的电池还未达到2020年设定的目标，因此，主要电池厂商为了向高端产能布局从而继续扩产的需求仍然强劲。

图表16：主要企业装车电池最大单体能量密度及未来技术要求（Wh/kg）



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

电池厂争相扩产，设备厂前景广阔。全球电动化浪潮兴起，GGII预测，到2025年全球新能源乘用车销量将达到1150万辆，较2019年年复合增长率高达31.6%。国内外各大电池厂纷纷加大投资力度，布局新产能。根据我们不完全统计，**仅2020年一季度，国内外动力电池投扩产项目近20起，合计总产能超过200GWh**，各大电池厂扩产项目主要集中在2020年之后，届时市场对先进锂电池生产设备的需求将集中爆发。**按照锂电池产能年复合50%的增长率测算，锂电池2020年至2022年新增产能分别为140GWh/210GWh/315GWh。**根据自动化程度不同，1GWh锂电池设备的投资额在2.5-3亿元之间。按照最低单位投资成本2.5亿元估算，**2019年至2021年，电池厂商对锂电设备的投资额分别为350亿元/525亿元/787.5亿元。**

图表17：国内外电池企业2020年产能规划

电池厂商	2020E
LG化学	100GWh
宁德时代	100GWh
比亚迪	60GWh
松下	70GWh
三星SDI	35GWh
国轩高科	30GWh
力神	30GWh
孚能	30GWh
亿纬锂能	20GWh
SKI	20GWh
万向123	20GWh
欣旺达	15GWh
比克	15GWh
卡耐	15GWh
中航锂能	15GWh

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

2.3 上下游行业集中度提升，电池厂设备厂深度绑定

2.3.1 锂电池行业门槛提高，巨头称霸市场

2019年1月25日，国家工信部发布锂电池行业新国标，对新上单纯扩大产能、技术水平低的锂离子电池（含配套）项目严格把控，同时必须具备生产资质，工艺、装备及相关配套设施也要达到严苛的要求，**“新国标”要求锂电池生产企业在生产流程中的每个环节都要达到一定的标准。**“新国标”的实施一定程度上加速了锂电池的产业升级，但是目前除了部分企业外，大多数锂电池厂都在拼规模效应而忽略质量的提升，**目前国内锂电池全产业链生产型企业只占到整个锂电池制造企业的20%左右，也就意味着80%的品牌有可能在锂电池“新国标”实施后受到重大影响。**

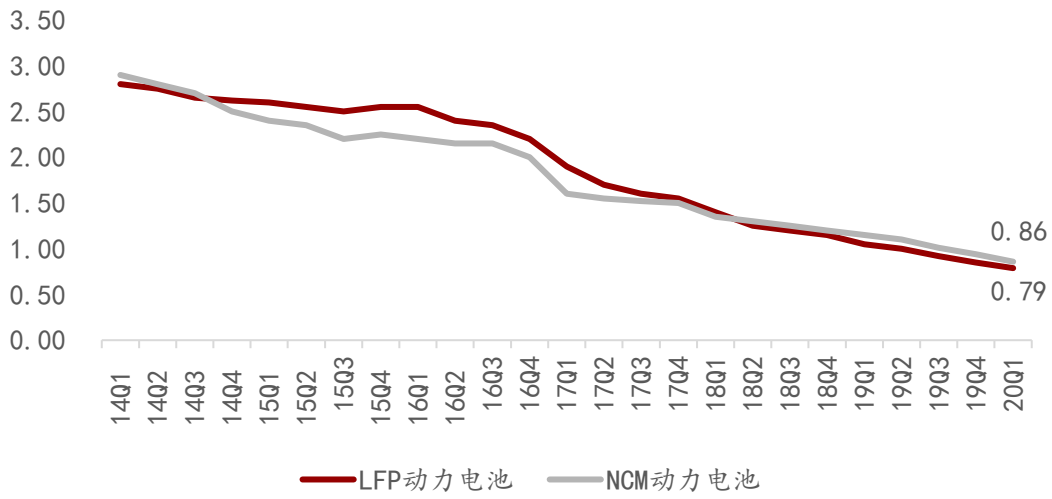
2.3.2 电池企业头部明确，行业集中度逐年提升

电池企业面临产能结构性过剩带来的竞争和各种产业政策变化带来的挑战。一方面整车厂要求电池厂家降低价格；而另一方面上游锂钴等原材料价格居高不下，导致电

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

池生产成本增加；行业竞争的加剧致使电池企业利润被严重压缩。在这种情况下，电池厂必须具备强大的技术优势以及雄厚的资金实力才能承受利润率下降带来的财务压力。根据中国产业信息的预测，随着市场竞争加剧和产业链整合加速，**预计到2025年动力电池企业将仅剩20家左右，目前80%以上企业将面临被淘汰的风险。**

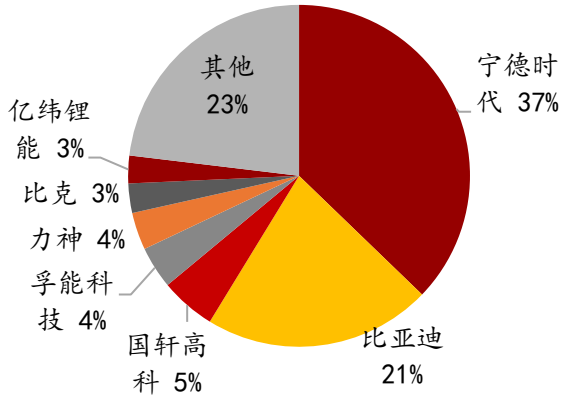
图表18：2014-2020Q1动力电池价格（不含税）（元/Wh）



资料来源：GGII，万联证券研究所

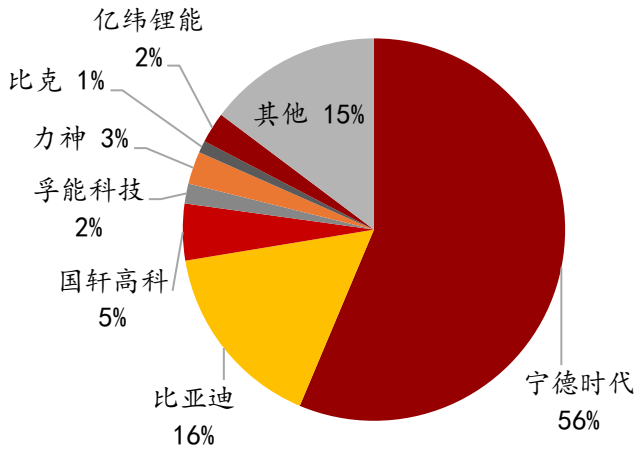
宁德时代、比亚迪引领动力电池市场，头部企业市占率显著升高。随着补贴政策逐步退出，市场需求逐渐向高端锂电池倾斜，目前国内具备强大竞争实力的第一梯队电池厂已经将市场牢牢控制。据GGII统计，**2018年我国新能源汽车动力电池装机总量中，宁德时代和比亚迪装机量分别占比37%和21%**，而2019年二者份额已经达到56%和16%，市场份额进一步向优势企业集中。动力电池行业产能进一步结构性紧缺，使得具备领先优势的动力电池厂商加速扩张高端产能以满足市场需求。**锂电池总装机量前七位的企业总市场占有率已经由2018年的76%提升至2020年一季度的91%**，头部企业不断蚕食二、三梯队市场份额。

图表19：2018年国内动力电池格局



资料来源：GGII，万联证券研究所

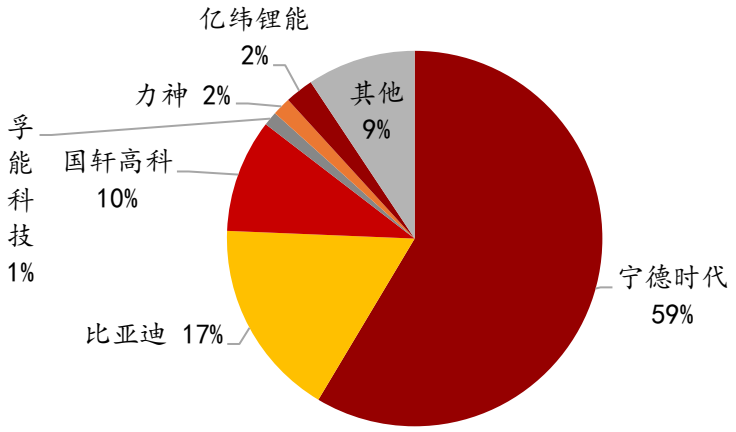
图表20：2019年国内动力电池格局



资料来源：GGII，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表21：2020年Q1国内动力电池格局

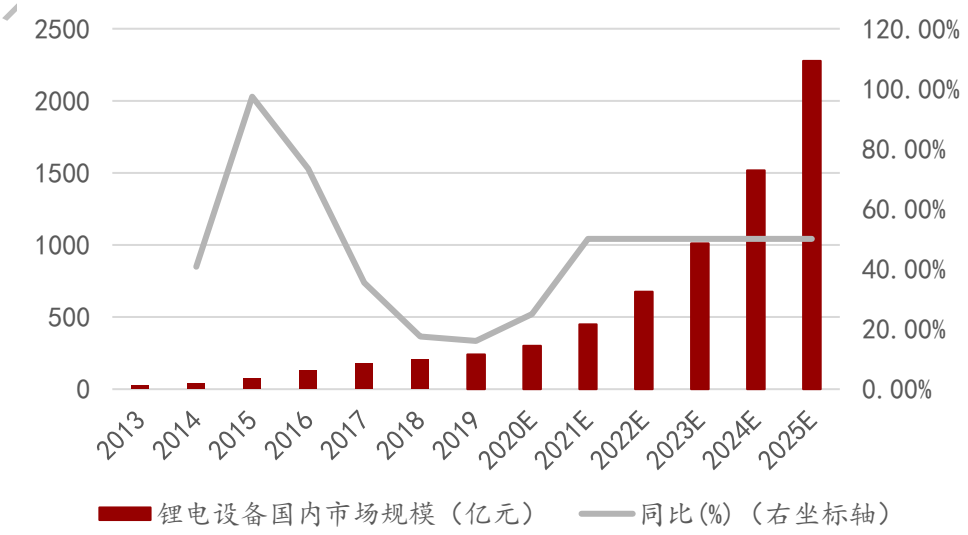


资料来源：GGII，万联证券研究所

2.3.3 锂电池设备厂双龙头形成，客户深度绑定

2018年我国锂电设备行业市场规模已达206.8亿元，同比增长17.5%。近些年由于下游动力电池以及新能源汽车市场的迅猛发展，随着我国产业结构的调整，锂电设备行业也迎来大规模增长期。

图表22：2013-2021E我国锂电设备市场规模（亿元）

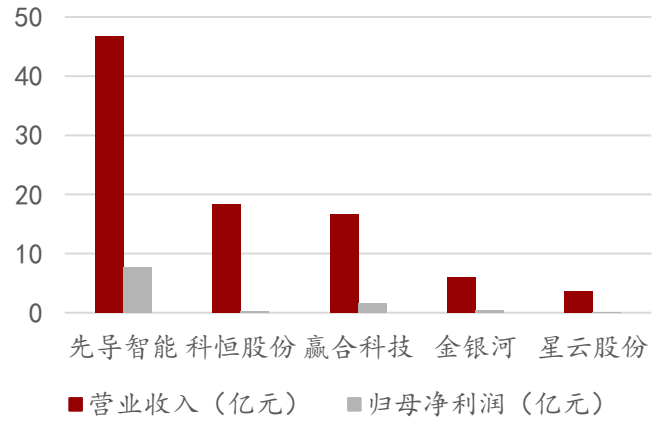


资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

随着下游电池厂商的行业集中度提高，锂电池设备厂行业未来也将重新洗牌。基于对交付周期以及生产线性能的考虑，动力电池厂商扩建高端产能更加倾向与具备资金优势、技术优势以及强大交付能力及售后服务能力的锂电设备厂商采购设备，行业内强者恒强。因此，锂电设备行业近年集中度也随之提升，头部企业市场占有率逐年增加。**截止2018年6月，我国从事锂电设备行业的企业有超过260家，而其中只有少数企业专注于锂电设备领域，在锂电设备行业营收过亿元的企业不足10家。**

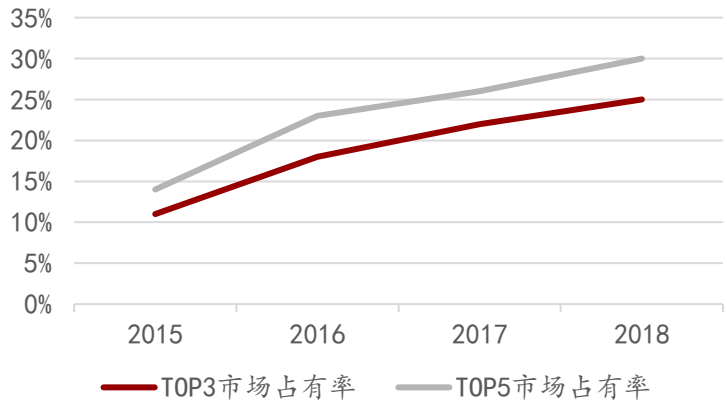
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表23：2019年锂电设备行业主要企业营收情况（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表24：2015-2018年锂电设备市场集中度



资料来源：Wind，万联证券研究所

赢合科技是行业内少有的能够将产品覆盖锂电池生产链的企业。与同行业其他企业相比，赢合科技不但产品丰富度高，其“MES”制造执行系统还使得公司有能力为客户提供锂电行业生产系统集成的全套技术解决方案。公司在生产效率、工艺规格、数量品质、交付速度等方面，均处于行业领先位置，能够满足客户的各种订单要求。

图表25：公司产品覆盖度比较

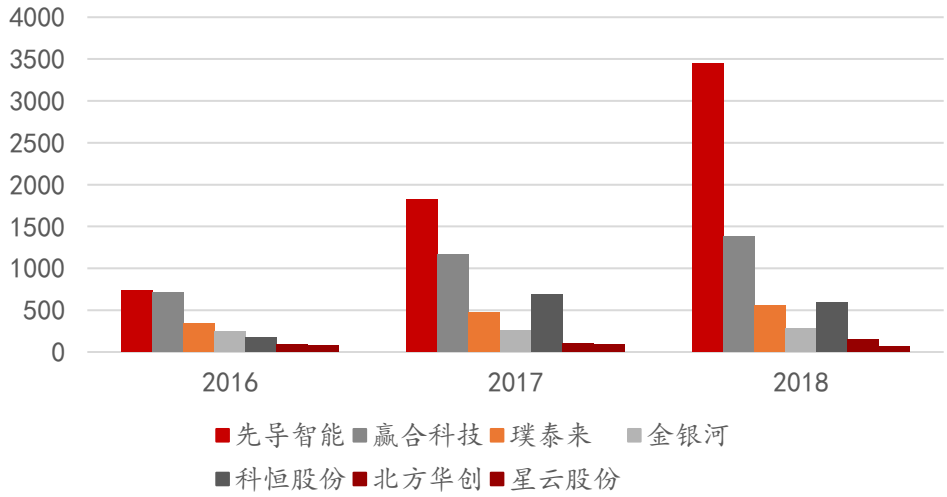
	前端设备						中端设备				后端设备		
	搅拌机	涂布机	辊压机	分切机	制片机	模切机	卷绕机	叠片机	封装	注液机	化成机	分容机	组装线
赢合科技	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
先导智能	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
利恒股份	○	○	○	○	×	○	×	×	×	×	×	×	×
金银河	○	○	○	○	×	×	×	×	×	×	×	×	×
北方华创	○	○	○	○	×	×	×	×	×	×	×	×	×
大族激光	○	○	×	×	○	×	○	×	×	○	×	×	○

资料来源：各公司公告，官网，招股说明书，万联证券研究所

2019年，先导智能、赢合科技净利润分别为7.66亿元和1.65亿元，锂电设备收入达38.12亿元和13.51亿元，远高于行业平均值。作为行业龙头，赢合科技客户结构合理，下游客户集中在一线电池厂商，由于锂电池设备非标准定制化特征明显，设备生产细节需与用户讨论商定，因此客户粘性很强，下游电池龙头与生产装备龙头强强联合趋势越来越明显，未来在上下游产业集中度进一步提升的过程中，锂电池设备行业龙头和电池企业龙头将呈现出齐头并进的局面。因此，在未来动力电池大浪淘沙的过程中，赢合科技等行业龙头将能够把握自身优势，通过深度绑定优质客户，避免下游企业淘汰导致的影响。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表26：2016-2018年上市公司锂电设备营业收入比较（百万元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3、“智能整线生产”先行者，奠定行业优势地位

3.1 “智能”、“一体”引领行业未来发展趋势

智能整线解决方案，降本增效。由于下游电池厂竞争加剧，行业内降本增效的压力较大，因此对一体化设备需求逐渐增多。近年来，锂电设备开始逐渐由单机销售到分段集成，再到整线集成，最终发展为自动化的整线集成。而在这个过程中，赢合科技充分考虑下游生产情况，率先提出智能整线生产方案，配套MES，通过智能管理，降低30%能耗、节约60%人力成本。在未来各大电池厂扩产过程中的采购选项中拔得头筹。

图表27：赢合科技电池智能生产线方案



资料来源：公司官网，万联证券研究所

2018年赢合科技实现整线设备营收近13亿元，占营业收入比例超过60%。依靠领先于行业的整线解决方案，以及优异的产品性能、周到的工程和售后服务，赢合科技成功站稳行业第一梯队，在未来通过持续加大研发投入，提高产品技术壁垒和优化产品结构，赢合科技在锂电设备行业中，将处于绝对领先地位。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表28：赢合科技技术发展方向

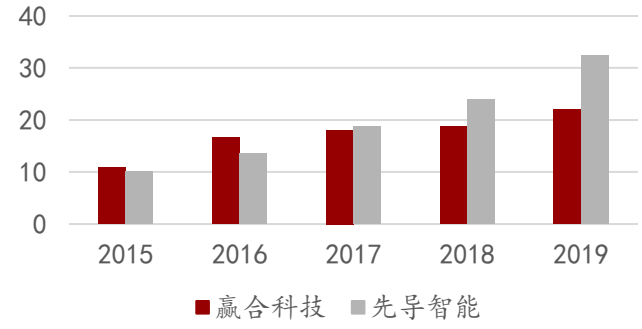


资料来源：公司官网，万联证券研究所

3.2 紧跟行业龙头，站稳第一梯队

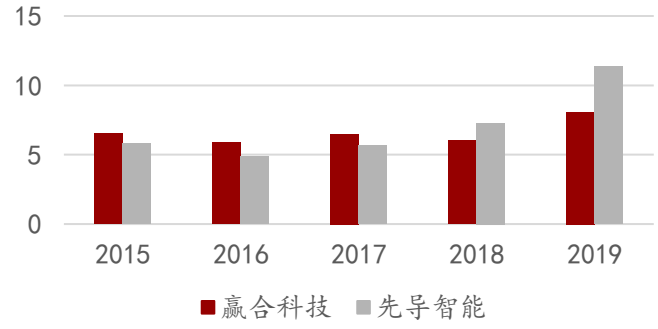
公司紧盯行业龙头先导智能，加大研发投入。锂电池设备行业需要大量研发投入保持产品先进程度，来匹配下游锂电池技术升级过程中设备的更新换代。公司近年来注重研发投入，在研发人员数量和研发费用上紧跟行业龙头先导智能的步伐，通过保持产品和技术的先进性，公司能够在未来抢占锂电设备市场份额的过程中占据先机。

图表29：2015-2019公司年研发人员占比(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

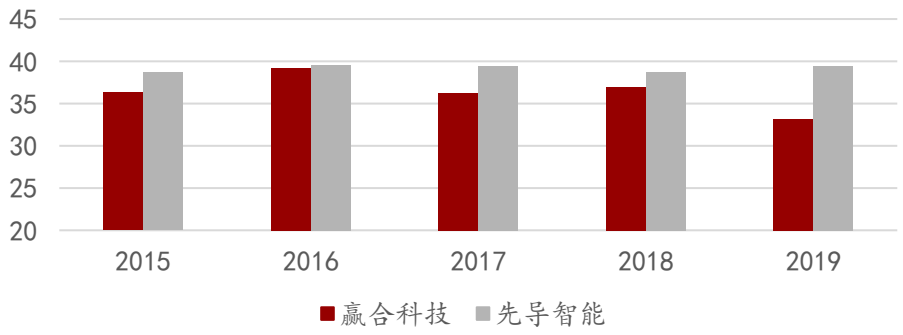
图表30：2015-2019年公司研发支出占营业收入比例(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

盈利能力较强，毛利率稳定。赢合科技和先导智能一直以来毛利率十分稳定，在毛利率水平上相差无几。锂电设备行业马太效应愈来愈强，稳定的盈利能力为二者在锂电设备行业中的龙头地位奠定了扎实的基础，在之后行业高速发展的过程中，二者将逐步拉开和其他公司的差距。

图表31：2015-2019年公司锂电设备毛利率(%)



资料来源：公司官网，万联证券研究所

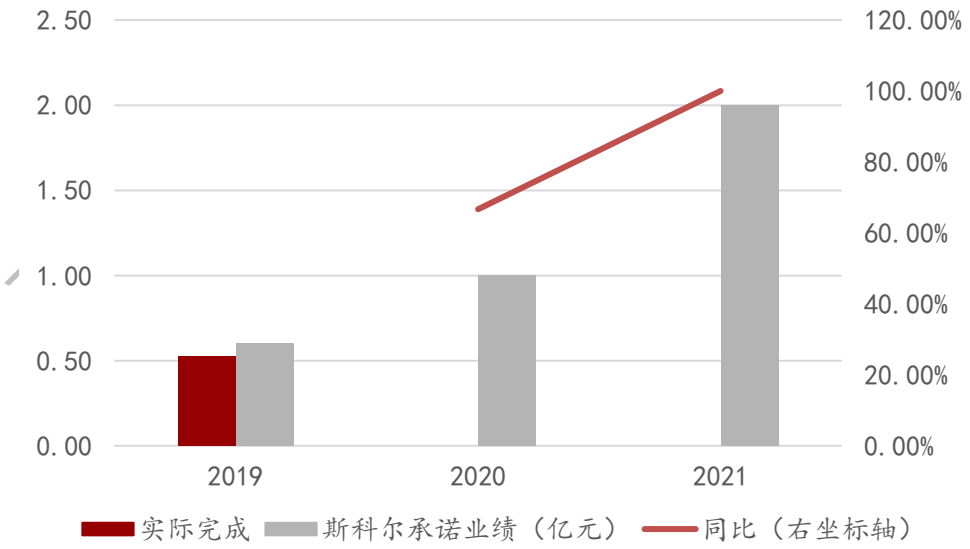
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

4、电子烟业务超预期，成为公司发展新动力

4.1 进军电子烟市场，开发新的业绩增长点

2018年11月，公司通过收购取得斯科尔电子烟51%的股权进入电子烟市场。斯科尔电子烟在2017年营业净利润只有200万，2018年仍不足1000万，公司收购后，通过规范化经营，提升品牌形象，从2018年下半年起销售情况开始改观，2019年营业收入1.96亿元，净利润超过5000万元。**斯科尔与公司签订了2019-2021年为期三年的业绩对赌协议，承诺三年的扣非净利润分别不低于6000万元、1亿元和2亿元。**根据赢合科技2019年年报，斯科尔2019年的扣非归母净利润为5272.02万元，完成承诺的88%，需补偿公司67.40万元。尽管由于下半年国外电子烟管制趋紧等因素导致斯科尔业绩未能达到预期，但整体来看，接近90%的完成度也展现了斯科尔较为强大的抵御外部风险的能力。

图表32：公司与斯科尔的三年业绩对赌协议

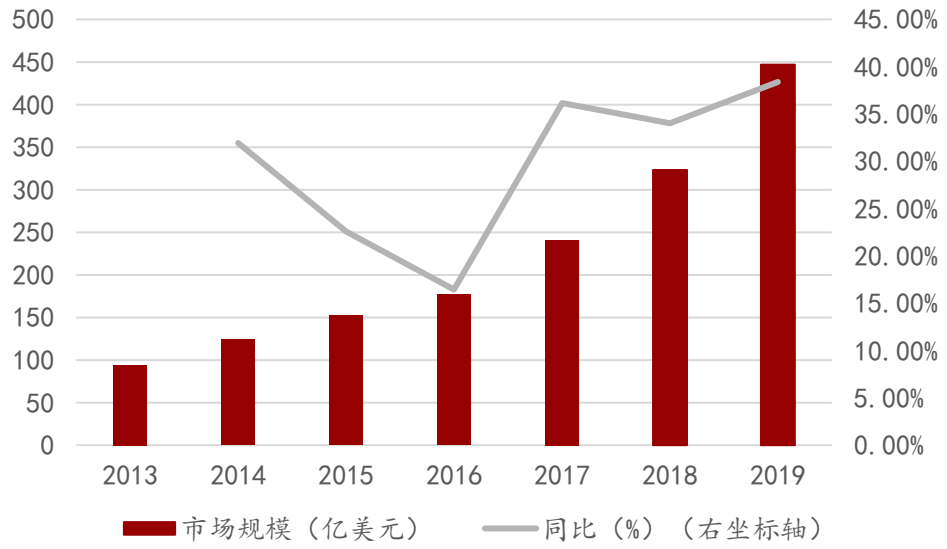


资料来源：公司公告，万联证券研究所

自2011年起，电子烟开始在全球范围内兴起，在青少年群体中尤为流行。2015年美国中学生电子烟使用率为16%，到2019年已经激增至27.5%，美国中学生使用电子烟人数达到530万人。随着JUUL等电子烟巨头在美国快速扩张，根据中国电子商会电子烟行业委员会数据，**2019年全球新电子烟（不含加热不燃烧）销售额约330亿元，同比增长106.25%，较2012年增长14倍**；按受益计算，全球电子烟市场规模已经达到447亿美元，同比增长38.39%。电子烟市场的快速扩张催生了一批电子烟巨头企业如国际上的IQOS、JUUL等和国内的悦刻、魔笛等，电子烟企业的业绩开始高速增长。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

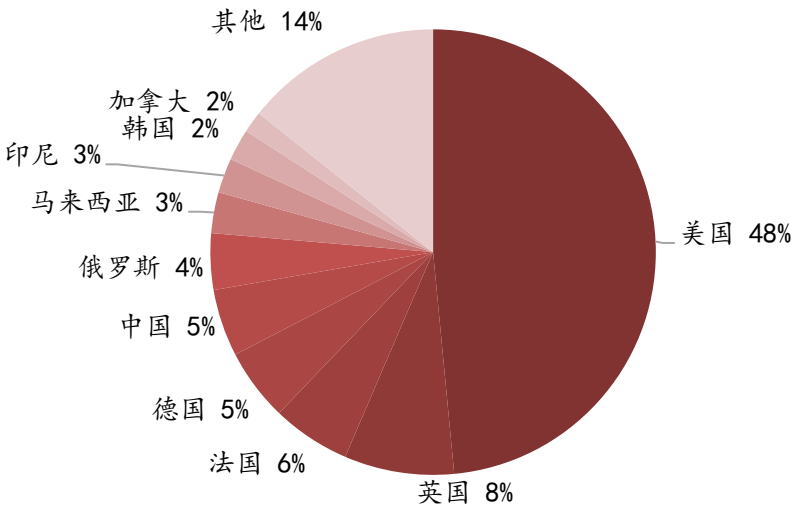
图表33：2013-2019年全球电子烟市场规模（按受益计算）（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

从全球电子烟市场来看，其市场集中度较高。2019年仅美国的电子烟销售额就达到了160亿美元，占全球总销售额的48.48%。前五名美国、英国、法国、德国和中国合计占有全球销售额的70%以上。**因此，电子烟企业的营销重点也集中在北美和欧洲以及新兴的东亚和南亚市场。**

图表34：2019年全球主要电子烟市场销售额（亿美元）



资料来源：中国电子商会电子烟行业委员会，万联证券研究所

2016年美国FDA将电子烟纳入监管，在美上市的电子烟生产商必须提交烟草上市前申请（PMTA），并界定了电子尼古丁传送系统（ENDS）的标准，其主要包含的部分及零件有烟油、玻璃或塑料容器、烟弹、雾化芯、电池、电子显示或电子调节灯、外壳、烟嘴、调味成分等。FDA此举规范了电子烟的制造和认证标准，为电子烟行业的良性健康发展打下了基础。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表35：不同类型电子烟结构



资料来源：FDA，万联证券研究所

从分类上，电子烟产品主要分为烟油式电子烟和加热不燃烧型电子烟。烟油式电子烟是将含有尼古丁和各种医用、食用物质的烟油雾化，供消费者吸食，获得尼古丁摄入；而加热不燃烧烟草则是将烟叶低温加热，使其低于350度从而避免了传统香烟燃烧产生的有害物质。

图表36：电子烟分类及原理

	传统香烟	电子烟		
		加热不燃烧型（HNB）	烟油电子烟	
			注油式雾化器	换弹式可充电型
工作原理	烟草直接燃烧	高温加热烟草产生尼古丁和其他化学物质	注入电子烟油，大功率雾化产生烟雾	通过添加了尼古丁的烟油
使用次数	一次	需要更换烟弹，烟弹为传统烟丝经过特殊工艺处理	可多次使用	需要更换烟弹，由生产商直接注油销售，用户不能自行注油
生成物	焦油、尼古丁等	没有燃烧过程，焦油生成较少，不会出现点燃过程中产生的百余种有害物质	油烟因摄入量大一般不添加尼古丁或少量	提供尼古丁摄入，不产生焦油及其他的有害物质
代表企业		IQOS	艾维普思	JUUL

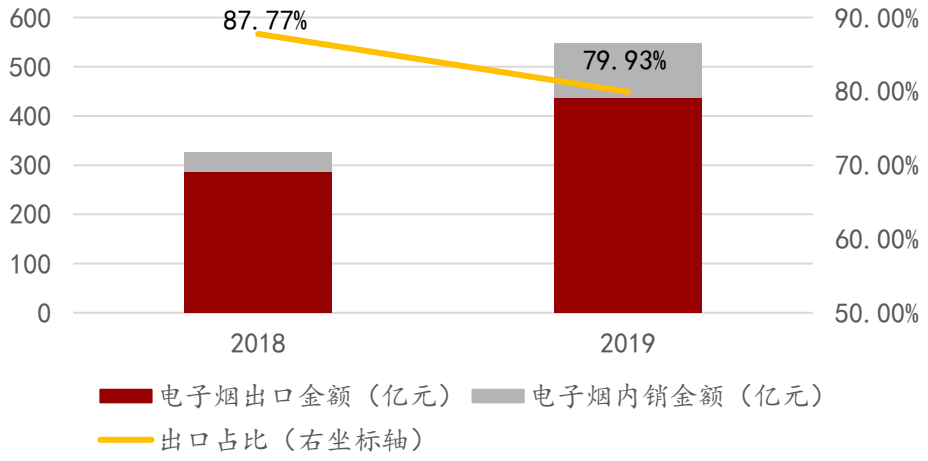
资料来源：速途研究院，万联证券研究所

4.2 电子烟市场前景可观，市场亟待开发

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

目前在国际市场上，电子烟行业已发展十分成熟。**2019年全球电子烟的消费人群超过5000万人，产业规模高达447亿美元。**尽管我国电子烟消费市场仍不发达并受到严格管控，但是作为电子烟发明国，我国生产的电子烟占到全球市场总产量的90%，**2019年我国实现电子烟出口额438亿元，同比增长52.6%。**但是，值得注意的是国内市场的变化，**2019年国内电子烟市场销售额达到110亿人民币，同比增长175%，出口规模占总产值的比重从2018年的87.77%降至79.93%。**随着国内一批电子烟品牌的崛起，未来国内市场的空间不容小觑。

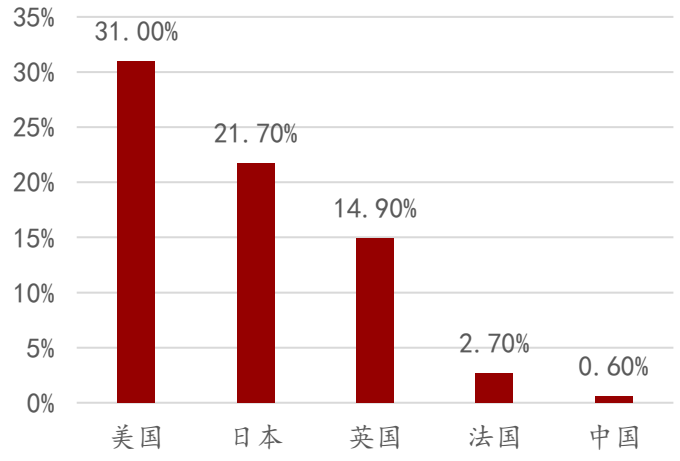
图表37：2018-2019年我国电子烟出口和内销规模（亿元）



资料来源：中国电子商会电子烟行业委员会，万联证券研究所

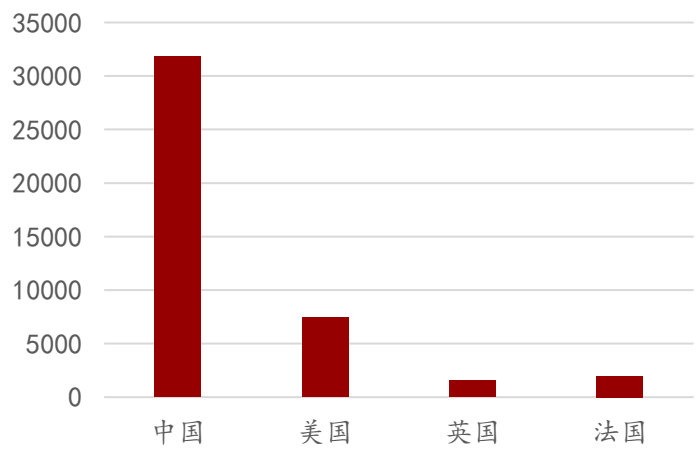
市场前景光明，规模将持续扩大。由于全球控烟禁烟运动的开展，民众健康意识的提高，电子烟市场近年来迅速发展。目前阻碍电子烟发展的主要因素是相对于传统香烟高昂的价格。不过随着技术发展和生产规模效应的出现，未来电子烟价格将逐步下降，市场规模有望进一步扩大。国内电子烟市场目前还处于起步阶段。**2018年我国电子烟的市场规模仅占全球总市场规模的3.22%，渗透率只有0.6%，**电子烟在我国的普及度仍大幅低于欧美国家。国际市场上来看，即使在美国这样的成熟市场，由于政策限制和市场宣传力度不够，目前的消费群体仍很小，市场渗透率仅有3成，因此电子烟未来市场空间可观。

图表38：各国电子烟市场渗透率对比



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表39：各国烟民数量对比（万人）

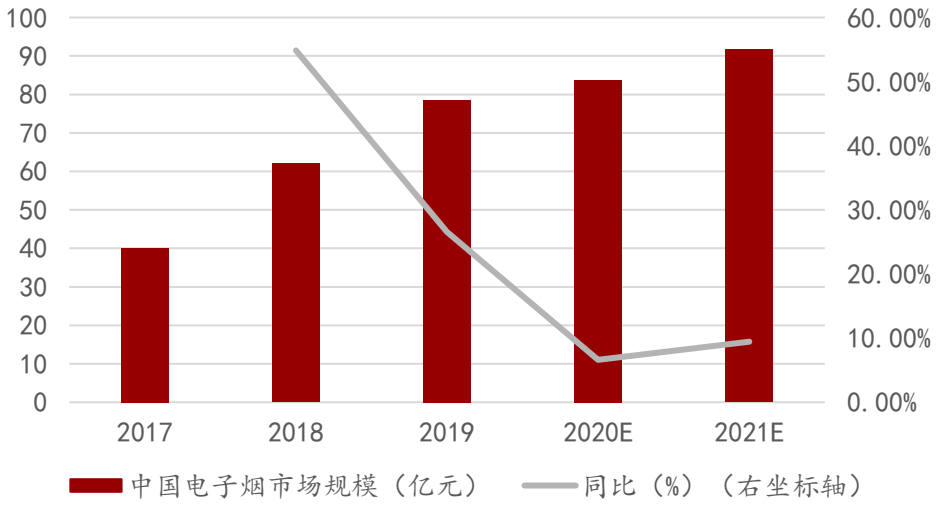


资料来源：中国报告网，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

由于税率和价格的提升以及国家监管趋严，我国烟草市场整体增速较低，电子烟有望成为未来烟草产业的高增长点。根据艾媒咨询数据，**2019年我国电子烟市场规模达到78.6亿元，同比增长26.57%，预计2021年市场整体规模将超过90亿元。**

图表40：2017-2021E年中国电子烟市场规模（亿美元）

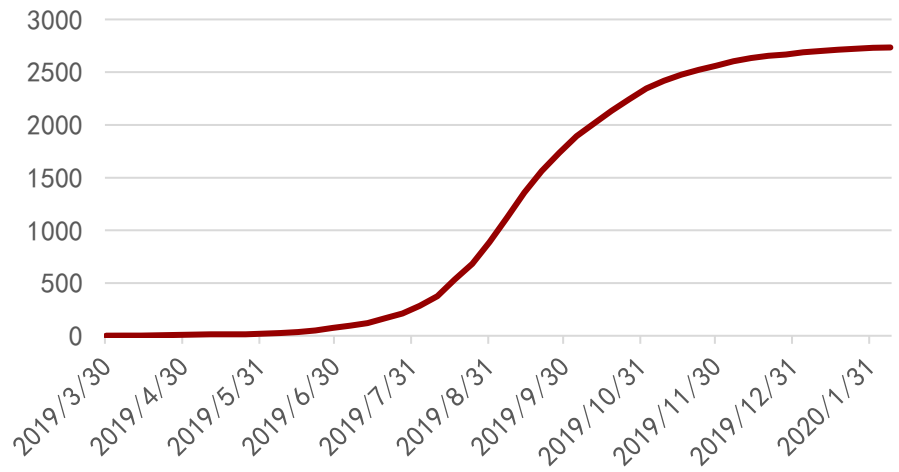


资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

4.3 政策趋紧短期扰动市场，长期规范化有益于产业发展

电子烟或雾化产品使用引起的肺损伤（EVALI）爆发。2019年3月，美国开始出现由于使用电子烟而产生的肺部疾病（症状包括乏力、咳嗽、呼吸急促、呼吸困难和呕吐等），并在8月和9月迅速增加，此后稳步下降。截至2020年1月21日，美国CDC共收到2,711例电子烟引起的肺损伤住院病例或死亡报告。根据CDC分析，初步断定含有四氢大麻酚（THC）和维生素E成分的电子烟导致了这种疾病。今年1月，美国CDC和FDA建议人们不要使用含四氢大麻酚的电子烟产品。特朗普政府曾在2019年9月打算禁止调味类的电子烟产品以应对电子烟在青年群体中的泛滥。美国有7个州和8个城市宣布禁止销售电子烟或调味类电子烟产品。2019年12月，联邦政府将烟草产品（包括电子烟）的最低销售年龄从18岁提高到了21岁。

图表41：2019年3月-2020年2月电子烟肺病（EVALI）病例数



资料来源：CDC，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

2020年1月2日，FDA作出让步，宣布仅禁止水果和薄荷味的烟弹型电子烟产品，允许商店继续销售储油式雾化器的调味电子烟，同时自2020年2月6日起，将优先管制三类电子烟产品：即**任何调味的烟弹类电子烟产品（烟草或薄荷味的产品除外）、制造商未采取（或未使用）充分措施防止未成年人使用的所有电子烟产品以及任何以未成年人为目标或可能促进未成年人使用的电子烟产品。同时，FDA将电子烟产品PMTA提交时间由此前规定的2020年5月12日延长至至2020年9月9日**，美国仍然对电子烟保持较强的监管力度，但在具体政策实施上开始向宽松调整。

图表42：美国电子烟政策变化

2009年	•烟草控制法：禁止向未满21岁的个人销售电子尼古丁传送系统产品。烟草裂品不得与任何药物、医疗器械或膳食补充剂一同销售。
2017年8月	•PMTA：任何在2022年8月8日后仍在美国市场销售的电子尼古丁传送系统产品，若烟草上市前中申请尚未递交或被接纳，则将被视为掺假产品，不可再于美国市场销售。
2019年7月	•PMTA：将此前规定的申请递交截止期提前至2020年5月12日。
2019年9月	•纽约等七个州对调味型电子烟禁令：以各种形式禁止销售及拥有所有非烟草香味电子尼古丁传送系统产品(部分州将薄荷醇香味除外)。
2020年1月	•FDA禁售调味电子烟：30天内所有调味型电子烟撤出市场，一次性小烟与开放式大烟不在禁售范围，如果能通过PMTA审核，调味型电子烟仍能够在市场销售。
2020年4月	•PMTA：将此前规定的申请递交截止期由2020年5月12日延长至2020年9月9日。

资料来源：FDA，万联证券研究所

中国发布电子烟“线上禁售令”，国内监管力度加强。2019年11月1日，国家烟草专卖局网发布通告，为防止未成年人通过互联网购买并吸食电子烟，自11月1日起敦促关闭电子烟互联网销售渠道、将电子烟产品及时下架，并撤回通过互联网发布的电子烟广告。国内以及国际上对电子烟的监管趋严短期来看或对市场造成一定负面影响，但长期来看，监管政策的制定限制了电子烟的野蛮发展，行业规范化加强，有益于行业健康正向发展。随着对传统烟草的管控加强，电子烟市场未来空间依然可期。

4.4 公司电子烟产品受到市场好评，销量激增

2018年底收购斯科尔电子烟后，公司注入资金拓宽推广渠道和形式、提高电子烟生产线自动化水平，公司积极探索不同发展模式，积极与大的烟草公司商谈OEM（原始设备制造商）和ODM（原始设计制造商）合作，做电子烟生产企业。与此同时，公司积极推进自己的品牌企业，打造属于自己的品牌形象。公司通过在海外成熟市场深度调研，保证了产品外形设计和烟油配方的时尚新颖。2018年下半年至今，公司收到的订单量快速增长，订单主要来自东南亚和欧洲。2019年三月至今，公司品牌Sikary主打的产品Sikary Spod Pod Kit在意大利市场销量激增，在当地建立了良好的品牌口碑。**公司名列“烟市通”发布的2019年4月-7月全球上升最快品牌排行榜第一位。**

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表43：斯科尔电子烟产品





资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表44：公司在国际上销售的产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

国际市场稳步推进，未来销量高速增长。目前公司电子烟主要销向东南亚地区，以马来西亚为主，欧洲和北美市场仍待开发。据中国电子商会电子烟行业委员会统计，北美和欧洲是电子烟的主要市场，公司近期计划开拓北美和欧洲市场，进一步扩大市场份额。目前公司产品在东南亚市场的销售情况乐观，如果公司开拓北美市场顺利，预计营收会持续高速增长。

4.5 生产技术领先，竞争优势明显

提升生产自动化水平，降低人力成本。作为锂电设备整线生产方案的先行者，公司有强大的实力来提升电子烟生产自动化水平。传统电子烟生产的过程主要靠人工完成零件的加工和组装，这极大程度上限制了电子烟的生产效率和利润率。公司在进军电子烟市场后，积极寻找提高生产线自动化水平的方案，致力于降低人力成本。**公司在2018年完成了全自动电子烟制片卷绕一体机的研制**，该设备能够把电子烟电芯制造所需的极耳焊接和电芯的卷绕工艺在一台设备上完成，通过简化电子烟小电池的生产工序，极大地降低了生产成本。在目前电子烟厂商数量严重过剩的情况下，公司高效的生产流程将成为行业内明显的竞争优势。

图表45：赢合科技制片卷绕一体机



资料来源：中国新能源网，万联证券研究所

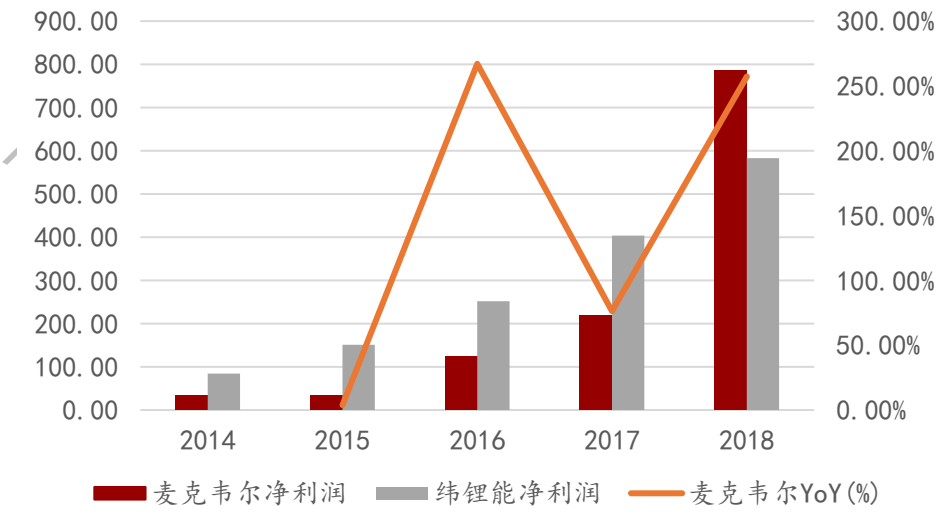
万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

打造专业电子烟电池生产设备，保证产品质量。除降低生产成本之外，公司先进的电池制造设备还保证了电子烟电池组件的高质量。电子烟电池的质量很大程度上决定了产品的整体质量。**电子烟电池的性能是用户体验中最为重要的一环，消费者对于电池的安全性、续航能力以及使用寿命极其关注。**因此公司在锂电池生产方面的优势使得产品无论从成本还是质量上，都占据了绝对的优势。

4.6 先例可循，看好跨界合作

麦克韦尔助飞亿纬锂能，收购后业绩爆发。企业从锂电池行业横向发展进入电子烟市场并非孤例。2014年4月锂电池生产企业亿纬锂能以4.39亿元、账面溢价20倍的价格收购了麦克韦尔50.1%的股权，后者从事电子烟雾化设备的研发和生产。尽管没有兑现交易时承诺的业绩，但2014年当年公司净利润便从2013年时的亏损转为盈利3000多万元，2016年开始，麦克韦尔业绩迎来爆发，当年净利润达1.25亿元，同比2015年增长近240%。麦克韦尔业绩的高增长与亿纬锂能对其在锂电池方面和其他资源上的帮助有很大关系，而亿纬锂能在电子烟市场得到的高额投资收益也使得本公司的业绩大幅提升。

图表46：2014-2018年麦克韦尔和亿纬锂能净利润（百万元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

赢合科技和斯科尔的结合与麦克韦尔情况十分相似，通过赢合科技提供的专业生产经验以及高效的电池生产设备，斯科尔业绩在2019就实现了大幅增长。因此，斯科尔有希望复制麦克韦尔之前的表现，同样成为赢合科技未来强劲的潜在业绩增长点。

5、盈利预测

5.1 关键假设

1、锂电池专用设备：公司营业收入的大部分来源为锂电池专用设备。公司为业内龙头，在未来行业集中度进一步提升的过程中，公司市占率有望进一步提高，假设2020/2021/2022公司市占率分别为：6.2%/6.5%/7%。假设未来行业发展顺利，市场规模年增长率2020/2021/2022分别为4.2%/40%/28.6%，预计公司2020-2022该业务营业收入分别为15.5/22.8/31.5亿元。由于动力电池价格下降和上游原材料价格上升，假设

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

2020-2022该业务毛利率为36.5%/35%/35.5%。

2、电子烟：电子烟业务是公司新增的营收潜在增长点。预计2020/2021/2022年增长率10%/30%/30%。目前该业务毛利率稳定，预计2020-2022年毛利率为40%/39%/39%。

3、其他业务：由于疫情原因，公司2020年上半年口罩机业务爆发，20年其他业务高增长无疑，但口罩机业务没有可持续性，2021年相关业务收入会大幅下滑。假设2020-2022收入增速分别为113%/-34%/20%，毛利率分别为47%/30%/30%。

4、三项费用：随着收入规模增长，预计三项费用率会小幅降低。

5.2 盈利预测

基于以上假设，预估公司2020-2022年归母净利润分别为4.09/5.16/7.31亿元，按照3.75亿股本计算2020-2022年EPS预测分别为0.73/0.91/1.30元/股。考虑到公司在锂电池设备领域的龙头地位，以及公司未来电子烟业务的前景，首次覆盖给予增持评级。

6、风险提示

1.政策调整或宏观经济恶化导致下游投资减少；2.行业竞争加剧导致公司产品价格下降；3.公司技术研发推进不及预期；4. 收购电子烟公司业绩承诺不达预期的风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,725	6,261	7,456	9,187
货币资金	715	3,275	3,587	4,039
应收票据及应收账款	1,801	1,834	2,500	3,469
其他应收款	37	36	48	68
预付账款	73	68	97	135
存货	657	656	930	1,283
其他流动资产	443	393	293	193
非流动资产	1,954	2,127	2,370	2,612
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	677	777	927	1,077
在建工程	485	485	485	485
无形资产	318	408	548	688
其他长期资产	443	426	379	331
资产总计	5,679	8,388	9,825	11,799
流动负债	2,137	2,230	3,095	4,256
短期借款	391	491	691	941
应付票据及应付账款	1,306	1,233	1,760	2,445
预收账款	269	299	388	543
其他流动负债	171	207	255	327
非流动负债	361	361	361	361
长期借款	292	292	292	292
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	69	69	69	69
负债合计	2,498	2,591	3,456	4,617
股本	376	652	652	652
资本公积	1,853	3,765	3,765	3,765
留存收益	946	1,329	1,845	2,576
归属母公司股东权益	3,145	5,716	6,231	6,963
少数股东权益	35	81	138	219
负债和股东权益	5,679	8,388	9,825	11,799

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	126	541	428	523
净利润	187	455	573	813
折旧摊销	72	57	58	58
营运资金变动	-249	17	-218	-369
其它	116	12	15	21
投资活动现金流	-177	-204	-271	-269
资本支出	-466	-228	-298	-298
投资变动	9	0	0	0
其他	281	24	26	29
筹资活动现金流	-152	2,224	156	197
银行借款	937	100	200	250
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	276	0	0
其他	-1,089	1,847	-44	-53
现金净增加额	-203	2,560	313	452
期初现金余额	697	715	3,275	3,587
期末现金余额	494	3,275	3,587	4,039

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,670	2,048	2,696	3,683
营业成本	1,078	1,263	1,748	2,372
营业税金及附加	21	24	28	35
销售费用	81	78	86	103
管理费用	93	88	108	140
研发费用	135	143	175	221
财务费用	35	29	3	8
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	25	27	29
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	209	509	641	910
营业外收入	4	4	5	5
营业外支出	2	2	2	3
利润总额	211	511	644	913
所得税	24	56	71	100
净利润	187	455	573	813
少数股东损益	22	45	57	81
归属母公司净利润	165	409	516	731
EBITDA	333	509	608	870
EPS（元）	0.29	0.73	0.91	1.30

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-20.0%	22.7%	31.6%	36.6%
营业利润	-44.5%	143.5%	26.0%	42.0%
归属于母公司净利润	-49.3%	148.5%	26.0%	41.9%
获利能力				
毛利率	35.4%	38.3%	35.2%	35.6%
净利率	11.2%	22.2%	21.2%	22.1%
ROE	5.2%	7.2%	8.3%	10.5%
ROIC	5.9%	6.1%	6.6%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	30.9%	35.2%	39.1%
净负债比率	0.8%	-42.0%	-40.0%	-38.3%
流动比率	1.74	2.81	2.41	2.16
速动比率	1.40	2.48	2.08	1.83
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.24	0.27	0.31
应收账款周转率	1.17	1.41	1.35	1.33
存货周转率	1.64	1.93	1.88	1.85
每股指标（元）				
每股收益	0.29	0.73	0.91	1.30
每股经营现金流	0.22	0.96	0.76	0.93
每股净资产	5.58	10.14	11.05	12.35
估值比率				
P/E	128.36	51.66	41.01	28.91
P/B	6.72	3.70	3.39	3.04
EV/EBITDA	38.37	43.26	36.02	24.95

资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)