



买入（首次）

所属行业：电子
当前价格(元)：18.76

证券分析师

徐德

资格编号：S0120523020002

邮箱：xucai@tebon.com.cn

陈海进

资格编号：S0120521120001

邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

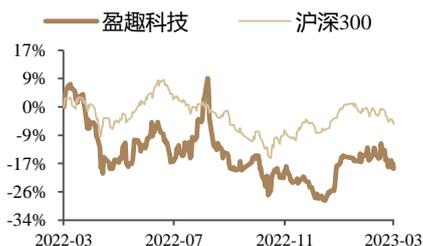
余倩莹

资格编号：S0120523020005

邮箱：yuqy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.27	-0.95	7.45
相对涨幅(%)	-2.79	2.37	7.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

盈趣科技（002925）：依托 UDM 模式，打造创新产品孵化平台

投资要点

- 以 UDM 模式为基础，打造创新产品孵化平台。公司以自主创新的 UDM 模式（也称为 ODM 智能制造模式）为基础，不断形成高度信息化、自动化的智能制造体系，满足协同开发、定制服务、柔性生产、信息互联等综合服务需求。公司经营的主要产品及服务包括智能控制部件、创新消费电子产品、汽车电子产品、健康环境产品及技术研发服务等，客户群涵盖罗技、雀巢、菲莫国际（PMI）、Cricut 等国际知名企业及科技型企业。
- 夯实 UDM 智造优势，加大 OBM 品牌建设。公司的 UDM 业务模式相较于传统 ODM 业务模式拥有信息化与自动化程度更高、给客户的服务体验感更强、沟通强度更高、全方面交付对接、全产业链结合五大优势。公司“客户开拓+快速创新+全球生产”的优势为其 UDM 模式提供有力支撑。1) 客户开拓优势：公司客户多身处朝阳行业，需要以技术创新带动发展，中间利基市场下，公司有望充分享受产品创新红利。2) 快速创新优势：公司通过“供给创造需求”即通过新产品的先进性引发对原有产品的替代和升级需求，最终使得产品能够在市场渗透率上维持高速增长，并持续打造爆款单品，带来业绩变现期权。3) 全球生产优势：公司积极全球化生产布局，遵循智能化、柔性化生产制造模式，生产效率行业领先。此外，公司以 UDM 为基础拓展智能家居等 OBM 业务，形成“UDM+OBM”双模式业务结构。
- 深度合作核心客户，订单放量驱动业绩增长。公司前三大客户收入占比超 65%，核心客户订单影响公司业绩。1) 家用雕刻机：公司深度绑定龙头 Cricut，2022 年弱需求&高库存影响 Cricut 订单，随着库存的消化和需求的恢复，2023 年 Cricut 订单望逐步恢复正常水平；伴随 Cricut 用户规模扩张和新产品推出，有望持续增长。2) 电子烟部件：公司为 PMI 二供，2023 年随着电子烟新核心部件的稳定量产及整机项目研发量产进度的推进，预计将逐季向好；随着 IQOS 产品于 2024 年 4 月开始在美国销售，预计公司将显著受益。3) 智能控制部件：公司合作罗技高增速的 Video&Gaming 两大事业部，2023 年随着高端游戏模拟控制器等新项目的顺利量产，有望稳定增长。
- 投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 46.32/70.05/88.95 亿元，分别同比变化-34%/51%/27%，归母净利润分别为 7.31/10.88/13.74 亿元，分别同比变化-33%/49%/26%。截至 2023 年 3 月 16 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.93/1.39/1.76 元，对应 PE 分别为 20/13/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争风险，主要客户订单不及预期风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险，产品出口风险，客户集中度高风险。

股票数据

总股本(百万股):	782.52
流通 A 股(百万股):	734.21
52 周内股价区间(元):	16.52-25.07
总市值(百万元):	14,680.15
总资产(百万元):	7,506.07
每股净资产(元):	6.59

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,317	7,061	4,632	7,005	8,895
(+/-)YOY(%)	38.0%	32.8%	-34.4%	51.2%	27.0%
净利润(百万元)	1,025	1,093	731	1,088	1,374
(+/-)YOY(%)	5.3%	6.7%	-33.1%	48.8%	26.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.31	1.40	0.93	1.39	1.76
毛利率(%)	33.8%	28.0%	29.1%	31.1%	31.3%
净资产收益率(%)	20.8%	19.9%	13.9%	17.1%	17.8%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 以 UDM 模式为基础，打造创新产品孵化平台.....	6
1.1. 智能控制部件起家，持续开拓新业务.....	6
1.2. 股权结构集中，管理层出类拔萃.....	8
1.3. 订单需求有望好转，业绩有望迎来新增长.....	9
2. 夯实 UDM 智造优势，加大 OBM 品牌建设.....	11
2.1. 自主创新 UDM 模式，相较 ODM 模式优势显著.....	11
2.2. “客户开拓+快速创新+全球生产”为 UDM 模式提供有力支撑.....	14
2.3. 延展 OBM 自有品牌，深耕智能家居和智能单品.....	17
3. 深度合作核心客户，订单放量驱动业绩增长.....	19
3.1. 家用雕刻机：深度绑定龙头 Cricut，客户订单有望好转.....	20
3.2. 电子烟部件：为 PMI 电子烟二供，核心部件量产有望推动高增长.....	23
3.3. 智能控制部件：与罗技一路相伴，新 BU 新产品下迎来新成长.....	26
3.4. 积极布局新兴领域，发展潜力可期.....	28
4. 盈利预测及投资建议.....	29
4.1. 关键假设.....	29
4.2. 盈利预测.....	30
4.3. 估值.....	30
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1: 公司发展历程	8
图 2: 公司股权结构情况 (截至 2022Q3)	8
图 3: 2013-2022Q3 公司营业收入及 yoy	9
图 4: 2013-2022Q3 公司归母净利润及 yoy.....	9
图 5: 2013-2022H1 公司按产品拆分收入结构	10
图 6: 2013-2022H1 公司按区域拆分收入结构	10
图 7: 2013-2022H1 公司毛利率情况	10
图 8: 2014-2017H1 公司创新消费电子产品毛利率拆分	10
图 9: 2013-2022Q3 公司费用率情况.....	11
图 10: 2014-2022Q3 公司归母净利率情况	11
图 11: 公司 UDM 智能智造模式	11
图 12: 公司研发费用、研发费用 yoy 及研发费用率	12
图 13: 公司研发人员数量、员工总数及研发人员数量占比	12
图 14: 公司技术研发服务收入及 yoy.....	12
图 15: 公司与消费电子核心企业设备创收倍数对比	13
图 16: 公司生产人员人均创收 (万元/人)	13
图 17: 公司生产工艺流程	13
图 18: 公司生产控制流程	13
图 19: OEM、ODM、UDM 模式工作关系对比.....	14
图 20: 公司合作客户情况	15
图 21: 公司与消费电子核心企业毛利率对比	15
图 22: 公司与消费电子核心企业员工人均创利对比 (万元/人)	15
图 23: 2014-2021 年公司创新消费电子产品收入及同比变化 (亿元, %)	16
图 24: 2014-2021 年公司创新消费电子产品毛利及同比变化 (亿元, %)	16
图 25: 公司国际化产能布局情况	17
图 26: 2017-2021 年公司子公司马来西亚盈趣营收及及净利润情况 (万元)	17
图 27: 2018-2021 年公司子公司匈牙利盈趣营收及及净利润情况 (万元)	17
图 28: 公司智能家居产品情况.....	18
图 29: 公司智能家居解决方案.....	18
图 30: 2017-2021 年公司子公司厦门盈点营收及及净利润情况 (万元)	18
图 31: 公司咕咕机品牌发展历程	19
图 32: 2016-2021 年公司前三大客户收入及占比情况.....	20

图 33: 家用雕刻机应用场景	20
图 34: 2020 年家用雕刻机产品适用场景市场规模	20
图 35: 2019-2021 年 Cricut 收入结构拆分	21
图 36: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环	21
图 37: Cricut 注册用户、付费用户数量及付费用户占比	22
图 38: Cricut 市场渗透率情况	22
图 39: 2014-2021 年公司源自 Cricut 收入及占总收入的比例	22
图 40: Cricut 新增注册用户数及 yoy	23
图 41: Cricut 存货及 yoy	23
图 42: 2017-2022E 全球电子烟市场规模及 yoy	23
图 43: 2017-2022E 中国电子烟出口市场规模及 yoy	23
图 44: 2014-2020 年全球 (中国除外) 卷烟销量及 yoy	24
图 45: 2017-2020 年 PMI 在全球烟草行业市场份额	24
图 46: RRP 系列在 PMI 净营业收入中的占比	25
图 47: 2016-2022Q3 PMI IQOS 全球用户数量	25
图 48: 2022Q3PMI 各地区 RRP 系列出货量情况	25
图 49: 2015-2022Q3PMI IQOS 烟弹销售量	25
图 50: PMI IQOS 2018 年在东亚&澳洲激进去库存	26
图 51: 2015-2024E 全球智能控制器市场规模及 yoy	27
图 52: 2015-2024E 中国智能控制器市场规模及 yoy	27
图 53: 2017-2022E 中国汽车电子行业市场规模及 yoy	28
图 54: 2014-2021 年公司汽车电子产品收入及 yoy	28
图 55: 2016-2021E 全球空气净化器市场规模及 yoy	28
图 56: 2015-2024E 全球植物照明市场规模及 yoy	28
图 57: 2020-2021 年众环科技营业收入及净利润	29
表 1: 公司主要产品及客户一览	6
表 2: 公司核心管理团队情况	9
表 3: UDM 与 ODM 模式差异	14
表 4: 趣学伴产品矩阵	19
表 5: 家用雕刻机竞品对比	21
表 6: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑 (单位: 百万美元)	24
表 7: 视频系统与游戏事业部已成为罗技旗下最优秀 BU (分部收入: 百万美金)	27

表 8: 公司分业务收入预测	30
表 9: 盈利预测和估值.....	30
表 10: 可比公司估值	31

1. 以 UDM 模式为基础，打造创新产品孵化平台

1.1. 智能控制部件起家，持续开拓新业务

盈趣科技是中国领先的智能控制部件与创新消费电子研发及智能制造企业。公司以自主创新的 UDM 模式（也称为 ODM 智能制造模式）为基础，不断形成高度信息化、自动化的智能制造体系，满足协同开发、定制服务、柔性生产、信息互联等综合服务需求。公司经营的主要产品及服务包括智能控制部件、创新消费电子产品、汽车电子产品、健康环境产品及技术研发服务等，客户群涵盖罗技、雀巢、菲莫国际（PMI）、Cricut 等国际知名企业及科技型企业。

表 1：公司主要产品及客户一览

产品类别	主要产品名称	产品用途	主要客户	
			直接客户	间接客户
智能控制部件	演示器 模拟游戏控制器	产品为带无线操作的激光演示器，适用于演讲汇报、教学时对演示文档进行指示和操控，具有无线通信距离远，操作稳定，使用舒适等优点。产品与电脑连接，通过方向盘、踏板以及面板控制器等模拟农场工作等场景，为用户提供真实的游戏体验。		
	游戏鼠标	产品使用性能更加出色的引擎、微动开关和脚垫，搭配更加出色的人体工学设计和表面处理，具备更高性能、舒适度和用户自定义功能，来满足玩家对手感、性能的追求，大幅度提高操作效率、同时保证更长的使用寿命。		罗技
	视频会议系统	产品支持会议系统软件，可通过 USB 连接电脑作为扩展显示器，并集成摄像头、键盘鼠标等其他配套产品，成为匹配多种会议室的视频会议解决方案。		
	咖啡机人机界面模组	产品提供一种咖啡机的操作界面，主要包括电源管理，外设主控、IoT 及人机操作界面。用户通过滚轮滚动、机械按键、电容式触摸按键或者触屏等方式控制咖啡机的咖啡量、出水量，出水温度、LED 背光指示灯以及蓝牙和 WiFi 功能，操作简捷，直观，并能满足用户的多种需求。	WIK	Nestle
	有线/无线 3D 鼠标	产品应用于专业设计领域，可与多种三维图形设计工具共用，如 AutoCAD、Autodesk 3ds Max、Pro/E 等。产品可实现对三维图形实时平移、放大/缩小、旋转，大幅提升设计者对设计环境外设的操控性，提高设计效率。		3D Connexion
创新消费产品	水冷散热控制系统	产品通过液体循环系统带走高性能电脑 CPU 或 GPU 的热量，保持其长久的工作性能及高度的可靠性。		Asetek
	电子烟精密塑胶部件(电子烟部件)	产品是一种新型电子烟的高精度注塑塑胶部件。产品符合香烟行业的安全无毒、耐高温等标准，采用先进的热流道技术进行模具设计、高精度注塑，使用自制的自动化设备进行铣削和打磨，并通过研制特殊处理剂和面漆、定制喷涂治具和高效自动化喷涂，实现产品颜色的多样化和高性能要求。	Venture	PMI
	家用雕刻机	产品是一种新型家用雕刻机，采用刀片镂空切割事先设计的图形或者用笔绘制的图形，可对不同材质进行切割，实现了家用自动化手工制作贺卡、剪纸、礼盒、名片、拼图、纸模等，具有切割精度高、质量好等特点，并通过蓝牙技术实现与 Tablet 等智能移动终端连接，在智能终端进行绘制图案并传至雕刻机进行制作。		Cricut
	家用图标图案熨烫机	产品可与新型家用雕刻机配套使用，通过恒温加热技术将标签、图标等熨烫到衣服、布包等个人用品上，满足用户个性化需求。该产品的发热底盘平整度高，加热速度快，温度均匀，并可根据不同材料设定不同的温度，印出的图案平整完好。		
	电助力自行车配件	产品为电助力自行车的关键配件，主要包括人性化的人机交互界面 HMI 及遥控装置，实现对电助力自行车电控系统的智能控制，为用户带来舒适人性化的骑行体验。		BOSCH
健康环境产品	物联网热敏打印机(咕咕机)	产品采用 Wi-Fi 或蓝牙无线连接，配合云服务平台，用户通过安装手机应用程序即可随时随地实现远程打印需求；打印内容丰富多样，包括错题、课程表、文本文字、图片素材、手机照片、涂鸦字体、备忘便签、购物清单等；产品开放 API 接口，用户可直接与咕咕机平台对接；咕咕好友可实现交流互动、资源共享等。		/
	空气净化器	产品通过高效滤网（HEPA）、光催化技术、PM2.5 及 VOC 自动检测感		国内外客户

		应器，可以自动监控并去除空气中 99.97%对人体有害的颗粒物、过敏原、室内的 PM2.5、二手烟、细菌、病毒等。	
	加湿器	产品通过超声波雾化、冷蒸发、湿度监控及 UV 杀菌技术，可以使室内自动维持适当的湿度，有效抑制病毒生长，且可以有效杀灭空气中的病毒和细菌。	
	除湿机	产品通过半导体冷凝及 UV 杀菌技术，可以有效降低室内湿度，抑制病毒生长，并可以有效杀灭空气中的病毒和细菌。	
	植物种植器	产品可以根据特定植物的生长规律，自动计算并设定补充营养的时段，提供成长所需要的光照、水分，创建有利于植物的最佳生长条件，配上特殊配方的专利有机营养液，可以大幅缩短植物的生长周期。	
	净水器	产品通过 PP 棉、碳棒、RO 膜等滤芯，有效过滤细菌、病毒，胶体、虫卵、藻类、铁锈、浮游物、微生物、重金属、余氯，去除异色、异味，改善口感。	
	车载显示器系列产品	15 寸~32 寸车载电动/手动/固定系列高清显示器，配置 LED 低功耗高清显示屏，CVBS/HDMI/VGA 多种可选接口，高抗振性设计，适用各种车型安装。	
	电子防眩镜系列产品	车载无边框电子防眩目后视镜系列产品，配置于高端乘用车，当后车远光灯照射过来时，可自动变色降低反射率，避免眩光对司机的影响。	
	天窗控制模块	天窗控制模块已广泛应用到乘用车上，目前轻卡、皮卡等车型也开始使用电动天窗。产品可以实现天窗电动控制、防夹、LIN 通讯等基本功能，还可以通过调速功能降低天窗噪声。	逐步进入小鹏、蔚来、北汽新能源、华为 AITO 问界、比亚迪、奇瑞、长安、零跑、吉利等车厂的供应链体系
汽车电子产品	座椅控制及记忆模块	产品可实现手动或电动调节座椅、靠背、坐垫等位置，上下车迎宾、座椅防夹、震动提醒、后视镜调节等功能，使车用座椅更加舒适和智能。	
	座椅加热通风模块	产品广泛应用于乘用车和商用车，可实现座椅的“冬暖夏凉”功能，冬天可以使用加热功能让座椅靠背和坐垫迅速升温达到人体能够接受的舒适温度，夏天可以控制风扇迅速降温。	
	座椅解锁控制模块	产品改变了传统的通过人为扳动座椅调节机构进行座椅位置调节的方式，只需要操作按键就可以轻松实现座椅解锁，操作简单方便。	
	方向盘加热控制模块	产品通过控制方向盘加热垫使方向盘迅速升温达到舒适温度，在寒冷的季节让方向盘变得温暖，让驾驶者握方向盘时不再觉得寒冷不适。	
技术研发服务	技术研发服务	为客户提供产品技术开发、硬件实现设计、产品性能测试、样品制作等技术服务。	/
其他产品	家用雕刻机耗材	产品是一种为客户定制的烫画材料，广泛应用于服装及配饰印字印号印花、广告衫烫画、LOGO 制作等。	Cricut
	UMS 智能制造解决方案等	智能制造整体解决方案是公司在工业互联网领域的具体应用。该方案是公司在自主开发的 UMS 系统及自主研发的自动化装备基础上，为其他中小企业客户提供基于 UMS 系统为核心的智能制造解决方案服务，是公司自身智能制造优势的延伸。	/

资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

前身为万利达旗下网控事业部，独立后不断发展壮大。公司前身南靖万利达科技有限公司网控事业部于 2004 年正式成立，通过与罗技等国际知名企业的持续合作，形成了智能制造体系与持续创新研发体系的雏形，并由此逐步承接了雀巢咖啡机人机界面模组等重要业务及客户。2011 年，公司正式独立开始商业运营，依托独特的 UDM 业务模式持续开拓国际知名客户，并通过股权收购和投资不断优化业务结构和产品结构。公司于 2013 年与 Provo Craft（于 2018 年 3 月更名为 Cricut, Inc.）合作家用雕刻机产品，于 2014 年与 Venture 合作电子烟塑胶部件产品，成功切入创新消费电子领域。公司于 2014 年收购盈趣电子，布局车联网业态，于 2019 年收购上海艾铭思汽车控制系统有限公司，加大在乘用车领域的布局。于 2021 年收购漳州众环科技股份有限公司，布局健康环境业务。此外，公司通过在 UDM 模式下研发及制造技术的持续积累，于 2015 年推出智能物联网热敏打印机（咕咕机），布局自有品牌系列产品。

图 1: 公司发展历程

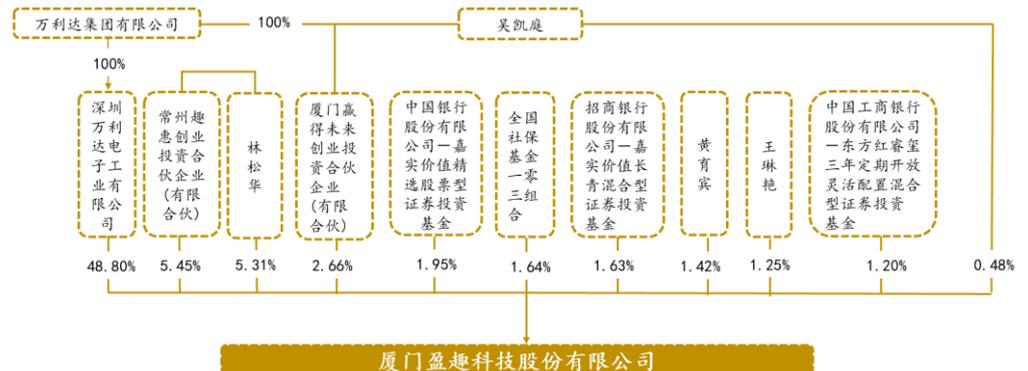


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构集中，管理层出类拔萃

股权结构集中，控股子公司各司其职。截至 2022Q3，万利达工业持有公司 48.80% 的股份，为公司控股股东；吴凯庭直接持有公司 0.48% 的股份，通过万利达工业间接持有公司 48.80% 的股份，通过赢得未来投资间接持有公司 2.66% 的股份，合计共持有公司 51.95% 的股份，为公司实际控制人。林松华现任公司董事长，直接持有公司 5.31% 的股份，通过趣惠投资间接持有公司 5.45% 的股份，合计共持有公司 10.75% 的股份。公司旗下拥有多个重要子公司，盈趣电子主要负责汽车电子业务，厦门攸信主要负责智能制造信息化、自动化整体解决方案，厦门盈点主要负责智能家居业务，众环科技主要负责健康环境业务，漳州盈塑和马来西亚盈趣主要负责精密塑胶部件制造。

图 2: 公司股权结构情况 (截至 2022Q3)



资料来源：公司公告，德邦研究所

核心管理层人员出类拔萃，为公司做出巨大贡献。公司管理团队现以董事长林松华为核心，并聚集了杨明、林先锋等一批精通电子信息技术并熟悉国际沟通协作的复合型管理人才。董事长林松华先生曾担任厦华电子设计工程师、厦门群鑫机械技术中心主任、南靖万利达科技国际市场部产品经理以及网控事业部总经理，消费电子行业经验丰富，且对新产品新趋势有着前瞻性眼光。

表 2: 公司核心管理团队情况

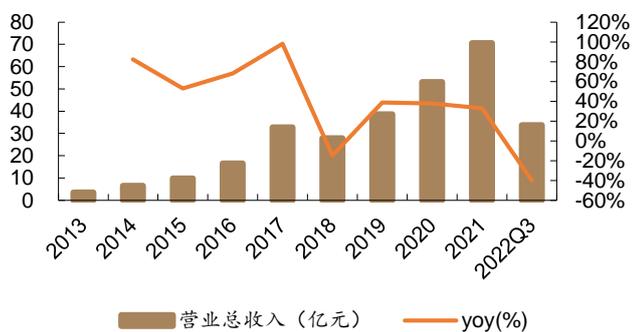
姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	履历
林松华	董事长兼总经理	2019-05-17	本科	1972	1997年9月至2001年4月任厦门华侨电子股份有限公司设计工程师; 2001年5月至2003年3月任厦门群鑫机械工业有限公司技术中心主任; 2003年3月至2004年2月任南靖万达达科技有限公司国际市场部产品经理; 2004年3月至2011年5月任南靖万达达科技有限公司网控事业部总经理; 2011年5月至2019年5月16日任公司董事兼总经理; 现任公司董事长兼总经理。
林先锋	轮值总裁	2017-06-12	本科	1977	2000年8月至2005年7月任厦门灿坤实业股份有限公司技术工程师; 2005年8月至2011年5月任南靖万达达科技有限公司网控事业部项目部经理; 2011年5月进入本公司工作, 现任本公司董事, 轮值总裁, 任期自2020年7月1日至2023年6月30日。
杨明	董事, 轮值总裁, 当值总裁, 副总裁	2017-06-12	本科	1980	2002年7月至2004年5月任富士康科技集团 NWING 事业群研发工程师; 2004年6月至2005年7月任麦克奥迪实业集团有限公司开发工程师; 2005年8月至2011年5月历任南靖万达达科技有限公司网控事业部项目经理, 项目部经理; 杨明先生现任本公司董事, 轮值总裁, 当值总裁, 副总裁, 董事任期自2014年12月26日至2023年6月30日, 轮值总裁任期自2020年7月1日至2023年6月30日, 当值总裁任期自2021年7月1日至2023年6月30日, 副总裁任期自2013年8月28日至2023年6月30日。
李金苗	财务总监, 董事会秘书	2017-06-12	硕士	1977	中国注册会计师(CICPA), 特许公认会计师(ACCA)。2005年6月至2010年5月任菲律宾 SM 集团晋江公司财务经理; 2010年6月至2015年6月任福建安溪铁观音集团股份有限公司财务副总监, 财务总监; 2016年5月进入本公司工作, 现任本公司董事会秘书, 财务总监, 任期自2020年7月1日至2023年6月30日。

资料来源: Wind, 德邦研究所

1.3. 订单需求有望好转, 业绩有望迎来新增长

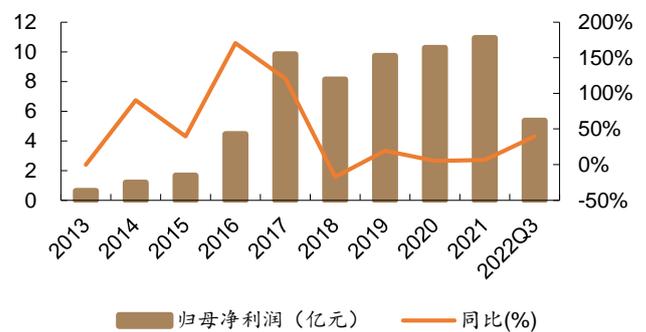
历史业绩高增长, 2022 年受客户订单影响业绩承压。2013-2021 年, 公司总收入由 3.52 亿元增长至 70.61 亿元, CAGR 为 45.48%; 公司归母净利润由 0.62 亿元增长到 10.93 亿元, CAGR 为 43.14%。2022 前三季度, 公司实现营业收入 33.69 亿元, 同比下降 39.94%; 实现归母净利润 5.36 亿元, 同比下降 39.58%, 主要系: (1) 核心客户 Cricut 2021 年备货较多, 2022 年高库存下订单缩减 (2) 海外需求疲软, 多个领域客户渠道高库存, 公司客户订单下滑严重; (3) 外部疫情反复, 内部新业务仍处于开拓期。随着客户库存逐步消化, 需求逐步改善, 以及公司新项目产品的量产, 公司 2023 年业绩有望恢复高增长。

图 3: 2013-2022Q3 公司营业收入及 yoy



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 4: 2013-2022Q3 公司归母净利润及 yoy

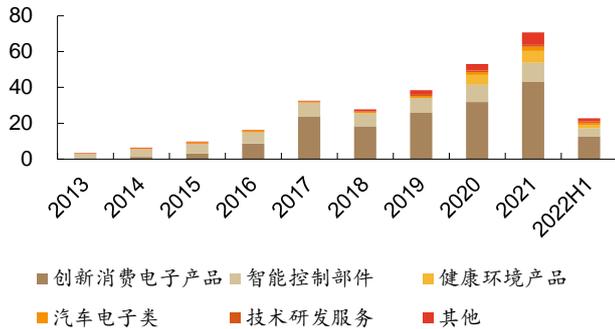


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

创新消费电子为核心经营产品, 境外为核心经营区域。分产品看, 创新消费电子是公司主要的收入来源, 2021 年实现营业收入 43.05 亿元, 占总收入的比例为 60.97%。汽车电子产品和植物种植器增速亮眼, 使得健康环境与汽车电子业务收入持续高增长, 2021 年健康环境/汽车电子业务收入分别为 6.47/2.36 亿元, 分别同比增长 19.15%/41.81%, 占总收入的比例分别为 9.17%/3.35%。

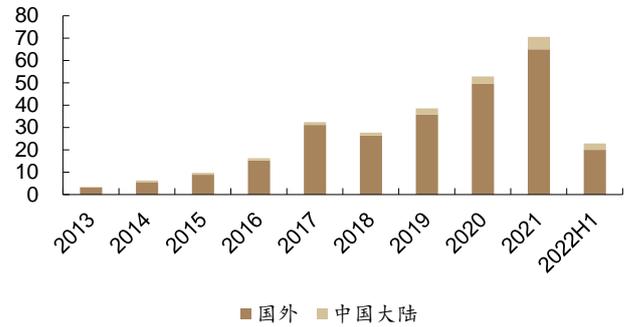
分地区看，公司产品主要出口北美、欧洲及马来西亚等，来自国外市场的收入占比维持在 90%左右，汇率波动对公司毛利率有所影响。

图 5：2013-2022H1 公司按产品拆分收入结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

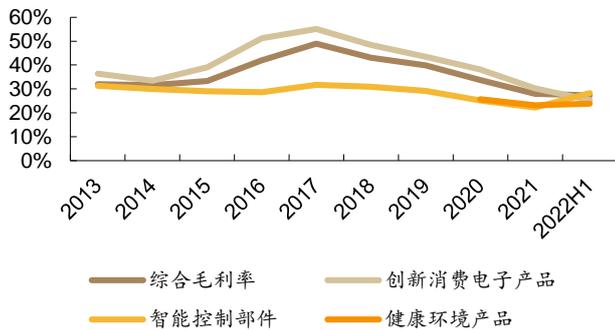
图 6：2013-2022H1 公司按区域拆分收入结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

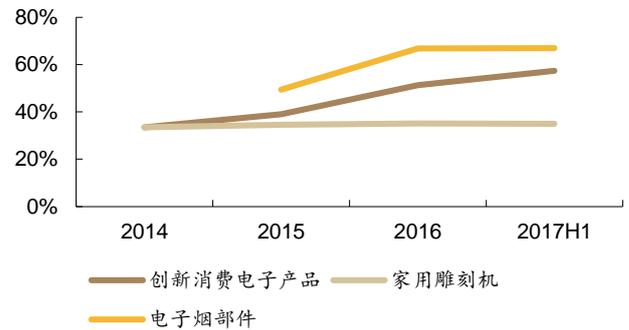
产品结构变化叠加原料价格上涨，导致公司近几年毛利率有所下降。公司毛利率由 2013 年的 32.00% 下降至 2021 年的 27.97%，主要系：1) 公司核心收入来源中的创新消费电子产品中低毛利率的雕刻机等产品占比提升；2) 原材料价格上涨，随着公司持续推出高毛利的创新型新产品和高毛利新业务的收入占比提升，公司毛利率有望有所提升。

图 7：2013-2022H1 公司毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

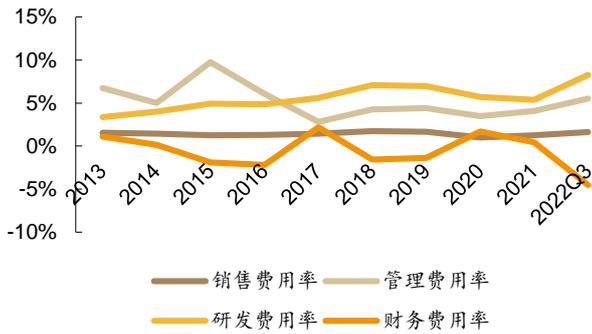
图 8：2014-2017H1 公司创新消费电子产品毛利率拆分



资料来源：公司公告，德邦研究所

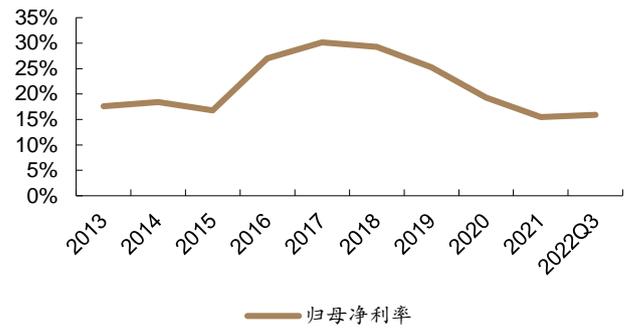
重视研发投入，费用率控制得当。近年来，公司研发投入不断增加，从 2013 年的 0.12 亿元增长至 2021 年的 3.80 亿元，研发费用率由 3.39% 提升至 5.38%。随着经营规模效应的显现和组织效率的提升，公司管理费用率（调整后）由 2013 年的 6.76% 下降至 2021 年的 4.09%。公司费用率控制得当，归母净利润率近几年的下降主要受毛利率下降所致。

图 9：2013-2022Q3 公司费用率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所（2013-2017 年管理费用为扣除技术开发费后的管理费用；2013-2017 年研发费用为管理费用中的技术开发费）

图 10：2014-2022Q3 公司归母净利润率情况



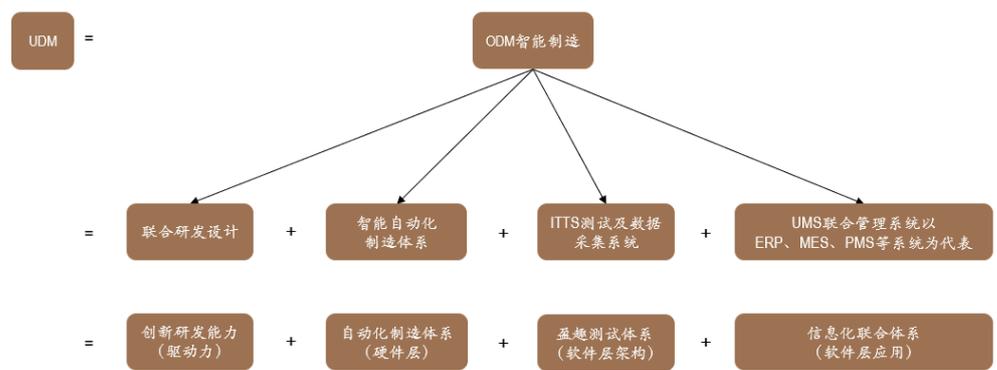
资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 夯实 UDM 智造优势，加大 OBM 品牌建设

2.1. 自主创新 UDM 模式，相较 ODM 模式优势显著

公司 UDM 业务模式主要是由公司的联合研发设计能力、智能制造体系、IT TS 测试及数据采集系统、UMS 联合管理系统所共同形成的一种特有的业务模式。在 UDM 业务模式下，公司与客户在产品研发、管理系统、流程对接等方面进行全面深入合作，在产品需求、研发、采购、制造等产品全流程与客户各个职能团队紧密沟通，确保全面的产品和服务交付，同时通过较强的创新研发能力与两化融合智能制造体系，在研发和制造的各个重要流程中与客户形成良好互动，并通过提供先进的产品全流程测试服务，与客户形成了更为紧密的合作关系。

图 11：公司 UDM 智能智造模式

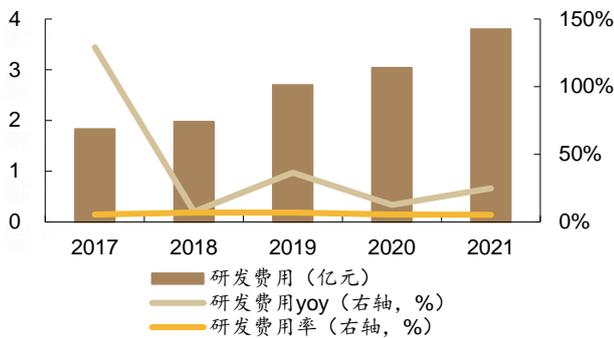


资料来源：公司公告，德邦研究所

在前端联合研发设计方面，公司设立了项目部及专门的创新研发设计团队去满足不同客户的需求。相较于传统的 ODM 制造模式，公司实施自主研发与协同研发相结合的研发模式，使得公司可以在与客户合作过程中更好的聚焦客户痛点并深入切入前端研发设计环节。根据公司公告，2019-2021 年公司研发费用投入分别为 2.7 亿元/3.0 亿元/3.8 亿元，分别同比增长 36.5%/12.7%/25.0%，研发费用率分别为 7.0%/5.7%/5.4%；2019-2021 年公司研发人员数量分别为 1008/1166/1302 人，研发人员占员工总数比例分别为 21.7%/20.3%/22.5%。在诸多产品核心技术的 Know-how 环节，公司掌握了大量的实验数据及基础研究工作的积累，

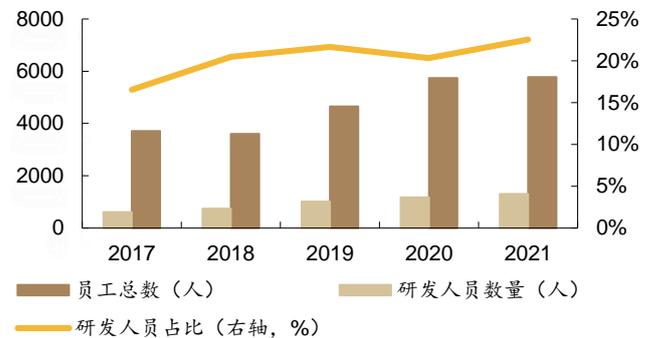
使得企业在获取客户粘性、提升议价能力方面得到保障，根据公司公告，2021年公司实现技术研发收入 1.0 亿元，同比增长 10.9%，前端联合研发设计的创新在技术研发服务收入上逐步体现。

图 12：公司研发费用、研发费用 yoy 及研发费用率



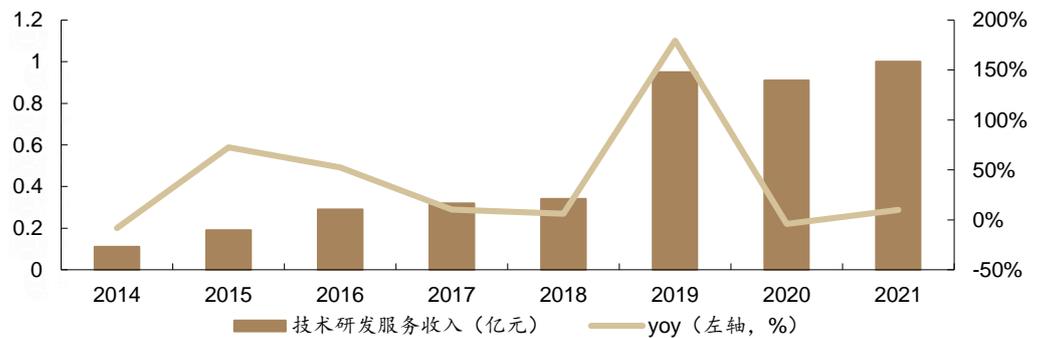
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 13：公司研发人员数量、员工总数及研发人员数量占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

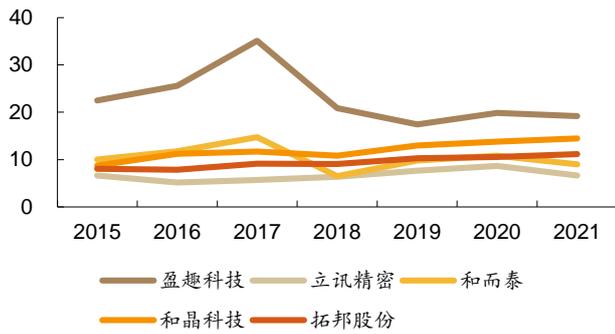
图 14：公司技术研发服务收入及 yoy



资料来源：公司公告，德邦研究所

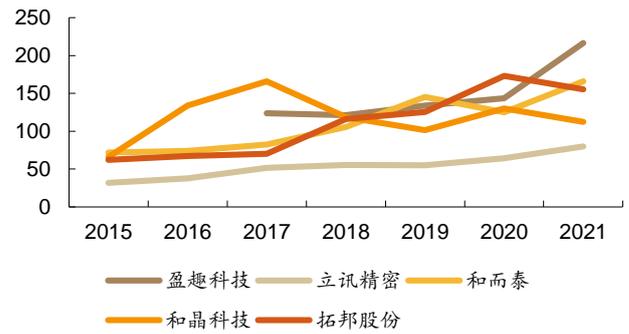
在智能自动化制造体系方面，公司遵循“以销定产”的智能化、柔性化生产制造模式。相较于传统制造业的重资产运营模式，公司遵循“研发产品的同时研发制造体系”的经营理念。目前，公司已构建覆盖前加工、贴片、组装、测试、包装等全流程的自动化生产体系，并针对产品生产制造过程中点胶、抛光、外观检测及包装等关键制造工序，自主研发出自动化设备，大幅提升了公司的生产制造效率，提高了产品的良率及一致性。此外公司可以实现多品种共线化生产，在“降本增效”的同时满足了客户多产品、多型号的生产需求，并使得公司资产周转率维持在较高水平。根据公司公告，公司贴片机换线时间能有效控制在 10 分钟以内，在行业内达到较高水平，柔性化产线的搭建能力保障了公司业务能够在轻资产模式下得到快速复制。

图 15: 公司与消费电子核心企业设备创收倍数对比



资料来源: iFind, 各公司公告, 德邦研究所 (设备创收倍数=营业收入/机器设备账面原值)

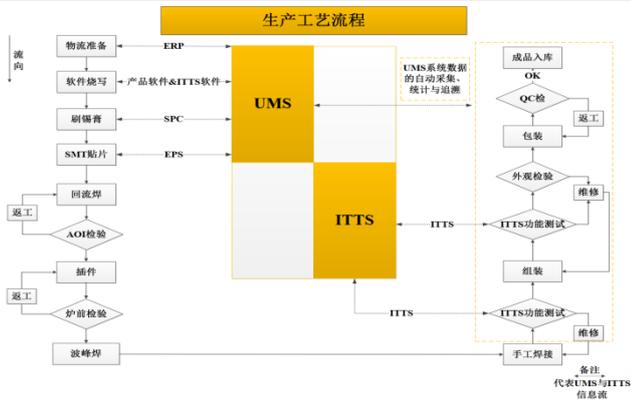
图 16: 公司生产人员人均创收 (万元/人)



资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所 (生产人员人均创收=营业收入/生产人员数量)

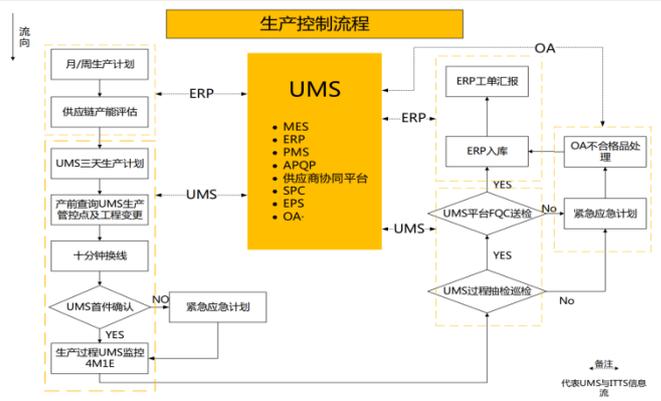
此外, 公司自主研发了盈趣测试系统 (ITTS 系统), 即针对多种产品通用的生产线自动化数据采集测试系统平台以及联合管理系统 (UMS), 即以大数据、云架构为基础, 多种信息管理软件构成的联合管理系统, 二者共同构成了公司 UDM 业务模式的重要核心。公司通过 ITTS 测试及数据采集使得全生产流程实现完全可视化, 产品数据因而可以实时上传并得以量化。同时公司通过 UMS 联合管理体系来打通从上游采购到终端交付所有环节, UMS 系统不仅可实现生产监测以及后续统计分析同时可以实现对机器设备的远程控制以及与机器群组的对话功能。

图 17: 公司生产工艺流程



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

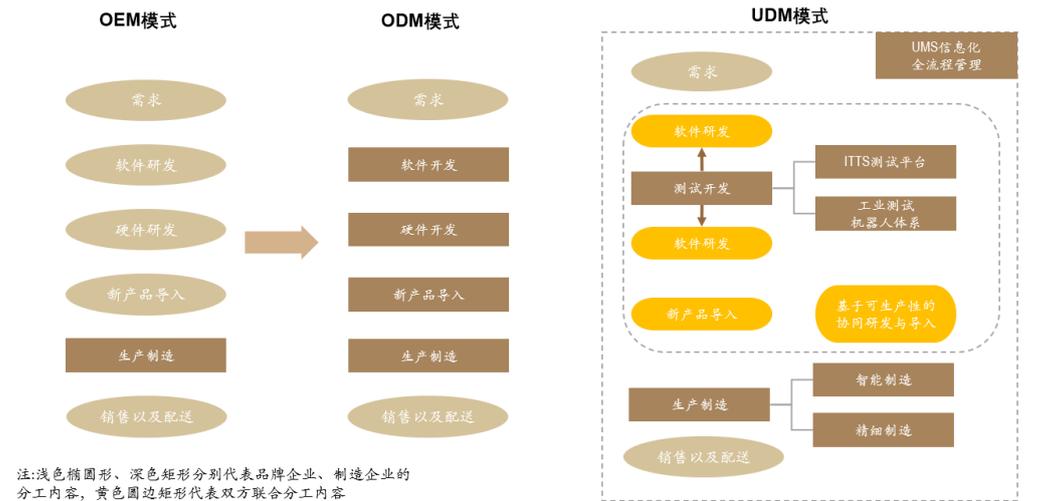
图 18: 公司生产控制流程



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

依托于以上体系, 公司的 UDM 业务模式相较于传统 ODM 业务模式拥有以下五大方面优势。(1) 信息化与自动化程度更高: UDM 模式通过 UMS 联合管理系统、ITTS 测试平台和工业测试机器人体系, 完成了关键工序的自动化测试, 建立了电子可视化系统;(2) 给客户的服务体验感更强: UDM 模式强调与客户、供应商的网络化在线实时协同, 不仅提供产品和服务交付, 同时提供产品制造过程的实时质量监测与全生命周期的质量追溯、售后检测及维修服务;(3) 沟通强度更高: UDM 模式的沟通节点覆盖产业链全流程;(4) 全方面交付对接: UDM 模式强调在软件、硬件和生产整个层面上保持对接, 需要合作双方在流程和系统上的全面对接;(5) 全产业链结合: UDM 模式要求研发和生产的紧密结合。

图 19: OEM、ODM、UDM 模式工作关系对比



资料来源:公司公告,德邦研究所

表 3: UDM 与 ODM 模式差异

差异项目	差异内容
信息化与自动化程度的差异	UDM 模式在 ODM 模式的基础上,通过 UMS 联合管理系统、ITTS 测试平台和工业测试机器人体系,创造性地完成关键工序的自动化测试,建立在线测试数据存储和数据库管理、单个产品全质量档案、产品在线实时电子可视化系统及售后服务自动化追溯体系,贯穿研发、采购、供应商协同平台、生产制造、物流等各环节,在信息化与自动化程度方面明显高于 ODM 模式。
服务带给客户价值感受的差异	UDM 模式强调与客户、供应商的网络化在线实时协同,不仅提供产品和服务交付,同时提供产品制造过程的实时质量监测与全生命周期的质量追溯、售后检测及维修服务,而 ODM 模式一般仅强调产品和服务交付。
沟通强度的差异	UDM 模式的沟通节点覆盖产业链全流程,而 ODM 模式沟通节点主要在客户需求阶段。
交付的差异	UDM 模式强调在软件、硬件和生产整个层面上保持对接,需要合作双方在流程和系统上的全面对接,而 ODM 模式仅强调交付点。
对产业链结合要求的差异	ODM 模式侧重于研发、生产等不同产业链阶段的相对优势,UDM 模式则要求研发和生产的紧密结合。

资料来源:公司公告,德邦研究所

2.2. “客户开拓+快速创新+全球生产”为 UDM 模式提供有力支撑

(1) 客户开拓优势

公司客户多身处朝阳行业,需要以技术创新带动发展。公司下游客户身处包括食品、医疗、工控、新型烟草、车规等在内的朝阳行业,大部分并非消费电子领域内的企业。例如菲莫国际属于全球大型烟草企业,雀巢属于食品行业龙头,而 Cricut 则是沿着手工艺品线条成长的 DIY 创意制作公司。这一类客户在进行产品升级的过程中,会遇到产品电子化及跨界经营问题,但由于客户鲜有消费电子领域的积累,需要寻找从上游设计、研发到中游制造环节均能够赋能其完成产品升级的供应商,公司的 UDM 模式则很好地向客户提供了从 Idea 到产品落地的一体化解决方案,助力公司持续开拓新客户。

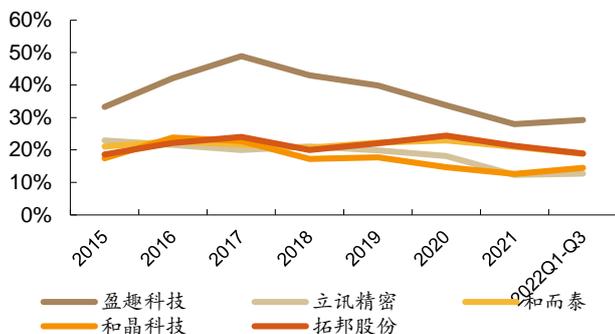
图 20: 公司合作客户情况



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

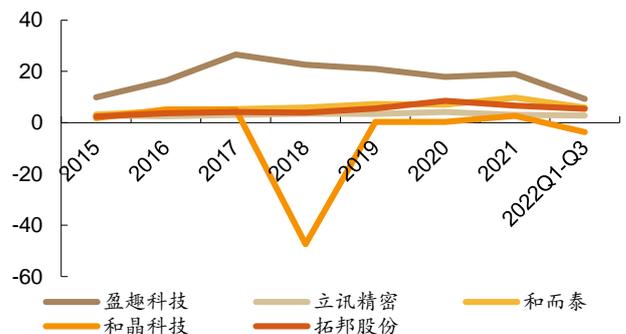
公司为中间利基市场的占领者, 享受产品创新升级带来的红利。由于朝阳行业客户所需要的高度创新并具有定制化特点的产品通常处于市场开拓期, 产品未来能否成功无法预知, 孵化初期也无法量产, 故而消费电子领域依靠规模效应盈利的一些企业(例如富士康, 立讯精密等)不会将此类客户作为开拓重点。但由于其产品升级的属性, 其在客户战略定位中作用却往往极为重要(例如 PMI 将 IQOS 视为无烟未来革命的载体), 对合作伙伴存在一定的要求, 导致中间利基市场的产生。该利基市场的商业模式, 又以公司研发能力和轻资产运营能力为先决条件, 导致进入壁垒较高, 头部企业有望充分享受产品创新升级带来的成长红利, 公司毛利率水平和人均创利远优于同行代工企业。

图 21: 公司与消费电子核心企业毛利率对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 22: 公司与消费电子核心企业员工人均创利对比 (万元/人)



资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所 (人均创利=归母净利润/员工总数)

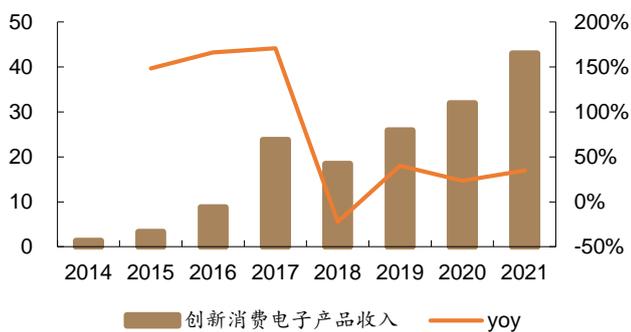
(2) 快速创新优势

供给创造需求, 持续孵化创新型产品。公司通过“供给创造需求”即通过新产品的先进性引发对原有产品的替代和升级需求, 最终使得产品能够在市场渗透率上维持高速增长。例如新型烟草对传统烟草的替代逻辑是减少吸烟危害以及戒烟需求; 雕刻机产品对于传统手工艺品的替代逻辑是 Z 世代对于个性化 DIY 作品的需求; 物联网热敏打印机产品则是为了满足消费者随时随地远程打印以及内容丰富度的诉求应运而生的。公司通过研发投入组建专业及庞大的研发团队以及实行柔性化生产铸就公司护城河, 同时公司所创设的 UDM 业务模式对客户亦具有巨大的吸引力, 叠加公司一个产品对应一个客户的发展战略使得公司能够持续巩

固自身优势。

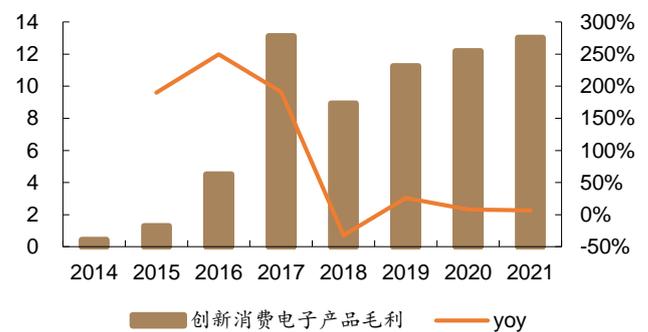
持续打造爆款单品，带来业绩变现期权。我们认为公司对其多元客户的产品创新孵化更类似于一级市场中的 VC 公司，公司通过对接客户需求去不断孵化创新型产品从而提升产品组合中的累计成功概率。当一个产品研发、生产成功，并最终经过市场检验得到消费者的认可后，便可为公司带来持续性的利润流入。公司孵化下，家用雕刻机和电子烟部件带动创新消费电子产品收入由 2014 年的 1.3 3 亿元增长至 2021 年的 43.05 亿元，CAGR 为 64.37%；占总收入的比例由 2014 年的 20.72% 增长至 2021 年的 60.98%；毛利由 2014 年的 0.44 亿元增长至 2021 年的 13.01 亿元，CAGR 为 62.01%；占总毛利的比例由 2014 年的 21.95% 增长至 2021 年的 65.88%。

图 23：2014-2021 年公司创新消费电子产品收入及同比变化（亿元，%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：2014-2021 年公司创新消费电子产品毛利及同比变化（亿元，%）



资料来源：Wind，德邦研究所

(3) 全球生产优势

积极全球化生产布局，争取获得更多的客户资源。公司在上市前获取客户的途径主要依靠业界的口碑相传，即老客户推荐、介绍。伴随公司客户的持续增长，公司开始进行全球化布局，在提升设计生产能力的同时争取获得更多的客户资源。截至 2021 年，公司已形成了在中国、东南亚和欧洲三地同时运营、分工生产、系统共建、体系共享的格局，具备中国、欧洲、北美三地跨时区、跨区域、跨领域的国际化研发及市场推广能力。全球化的生产布局，一方面能够提升公司在国际知名企业客户重要项目的市场竞争力，另一方面能够帮助公司有效缓解国际经贸摩擦、新冠肺炎疫情等突发事件的影响。

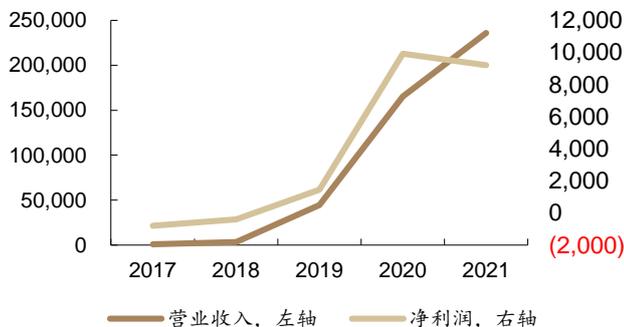
图 25：公司国际化产能布局情况



资料来源：公司公告，智能头条，德邦研究所

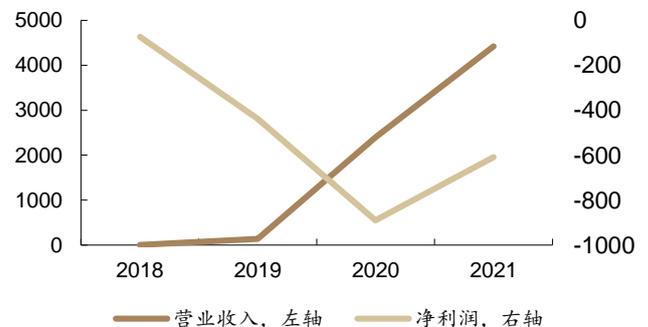
产能持续扩张，支撑业绩释放。公司持续开展全球三地产业园的基础设施、智能化和信息化建设升级，为业绩增长提供强力支撑。2021年，马来西亚盈趣产能持续扩张，技术研发能力、智能制造能力及质量控制水平等各方面持续提升，马来西亚智造基地产能占比已达到30%以上；子公司马来西亚盈趣营业收入达23.58亿元，同比增长42.68%。2022年，公司借鉴马来西亚智造基地的经验，重点开展匈牙利智造产业园二期工程项目建设，着力将匈牙利智造基地建设为欧洲产能供给的桥头堡，随着运营效率的持续提升，有望扭亏为盈。

图 26：2017-2021 年公司子公司马来西亚盈趣营收及净利润情况（万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 27：2018-2021 年公司子公司匈牙利盈趣营收及净利润情况（万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

2.3. 延展 OBM 自有品牌，深耕智能家居和智能单品

以 UDM 为基础拓展 OBM 业务，形成“UDM+OBM”双模式业务结构。公司在长期服务国际知名企业及科技型企业的过程中，在智能控制及创新消费电子领域积累了丰富的设计制造经验，为公司自有品牌的开发奠定了坚实的基础。公司坚持多板块业务共同发展战略，持续培育自主品牌，已在智能制造整体解决方案和智能家居领域形成了较为稳定的研发团队和较为丰富的经验积累，取得了一定的研发成果并成功实现产业化。

盈趣智能管家：瑞士研发、欧洲制造，服务中国家庭。2013年公司在瑞士设立研发中心及测试实验室，全力投入对智能家居的研究和开发；2014年与瑞

士 SDAUTOMATIONS 强强联合，共同构建领先的智能家居生态系统；2020 年 5 月“盈趣智能管家”品牌正式问世。在产品方面，公司基于“5G+Zigbee3.0 无线架构”核心技术，坚持中高端品牌定位，推出新一代开关面板、多功能调节旋钮、中控面板及智能遥控器等智能家居系列产品。在市场方面，公司立足国内市场，持续巩固福建地区市场优势，并进一步拓展深圳、天津、江西等全国市场客户。在渠道方面，公司主要采取“直营+代理”模式，建立线下旗舰店体验店，并通过与高端装修设计公司、代理商等的合作，拓展销售代理渠道。在项目方面，公司拥有厦门红树湾院子、建发湾区 soho、福州世欧王庄、保利香槟国际等全国 50+ 高端住宅项目案例，经验丰富。2021 年公司主营智能家居产品的子公司厦门盈点实现营业收入 0.30 亿元，同比增长 89.22%。

图 28：公司智能家居产品情况



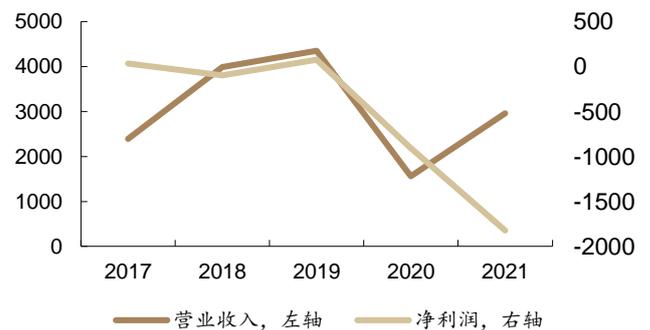
资料来源：盈趣智能管家官网，德邦研究所

图 29：公司智能家居解决方案

<p>别墅解决方案</p> <p>根据业主需求以及空间实际情况，定制个性化方案，实现全屋照明、安防、暖通等全生活场景的智能控制，享受拥有管家般贴心周到的守护。</p> <p>回家准备： 在主人回家前，热水器提前工作，空调调整室温，进门灯光亮起。</p> <p>离家监测： 老人出门关上门锁，灯光、空调逐一关闭，智能监测系统实时监控。</p> <p>提醒睡眠： 普通定时关闭照明窗帘等关闭，温湿度实时调节，给人舒适的睡眠环境。</p> <p>唤醒服务： 清晨音乐闹钟，窗帘自动拉开迎接晨光，开启温柔且规律的唤醒儿童模式。</p> <p>定时观影： 电视定时开关机，给孩子创建一个健康的观影环境，培养良好用眼习惯。</p> <p>老人起床： 老人起床上厕所时，传感器感应到人体移动，脚边灯光亮起，不用摸索找开关。</p>	<p>小型公寓解决方案</p> <p>实现室内灯光、空调、家电、安防等设备的智能化统一控制，快速安装调试，轻松打造精致的智慧生活。</p> <p>门厅： 智能一键一步开门，入门后灯光即缓缓亮起，空调自动调到舒适的温度。</p> <p>卧室： 一键开启入睡模式，灯光柔和和自动调温，给人更好的睡眠质量。</p> <p>两室一厅解决方案</p> <p>实现对智能照明、智能安防、智能门锁等家庭智能化控制快速安装调试，轻松打造品质生活。</p> <p>小型公寓解决方案 +</p> <p>客厅： 限制儿童观看电视的时间和距离，为孩子创建健康的观影环境。</p> <p>厨房： 启动厨房安全监控系统，有毒气体泄漏等安全问题即时监测。</p>	<p>三室两厅解决方案</p> <p>实现对智能照明、智能安防、智能门锁等家庭智能化控制快速安装调试，轻松打造品质生活。</p> <p>门厅： 智能一键一步开门，入门后灯光即缓缓亮起，空调自动调到舒适的温度。</p> <p>卧室： 一键开启入睡模式，灯光柔和和自动调温，给人更好的睡眠质量。</p> <p>次卧： 老人起床时灯光自动感应亮起，不推醒不惊醒，守护家人起床安全。</p> <p>客厅： 限制儿童观看电视的时间和距离，为孩子创建健康的观影环境。</p> <p>厨房： 启动厨房安全监控系统，有毒气体泄漏等安全问题即时监测。</p>
---	---	--

资料来源：盈趣智能管家官网，德邦研究所

图 30：2017-2021 年公司子公司厦门盈点营收及净利润情况 (万元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

咕咕机：智能物联网热敏打印机，开创口袋打印机市场。公司于 2015 年 8 月推出智能物联网热敏打印机（咕咕机）明星产品，是口袋打印机的开创品牌，获得市场好评。咕咕机主营专为学生提升学习效率的学生智能错题打印机，具有热敏打印，无墨环保，迷你便携、2.9 亿小初高真题库等特点，咕咕机能为用户提供“在线拍照搜题、学情分析、错题打印”等学习场景，帮助用户提分增效。

截至 2020 年 12 月，咕咕机已为逾 500 万中小学、大学生提供学习打印的帮助。

图 31：公司咕咕机品牌发展历程



资料来源：咕咕机官网，德邦研究所

趣学伴：寓教于乐，打造高品质儿童智能产品。公司于 2020 年 12 月 10 日推出专注打造高品质儿童智能产品的趣学伴品牌，专注 3-12 岁孩子的认知启蒙、行为习惯培养和语言、思维能力提升，拥有儿童伴读智慧台灯、儿童故事放映机、儿童伴读打印机等产品，能够将硬件交互和优质内容通过趣味、健康、智能的形式融为一体，营造家庭亲子陪伴趣味互动场景，让孩子在趣味中学习。

表 4：趣学伴产品矩阵

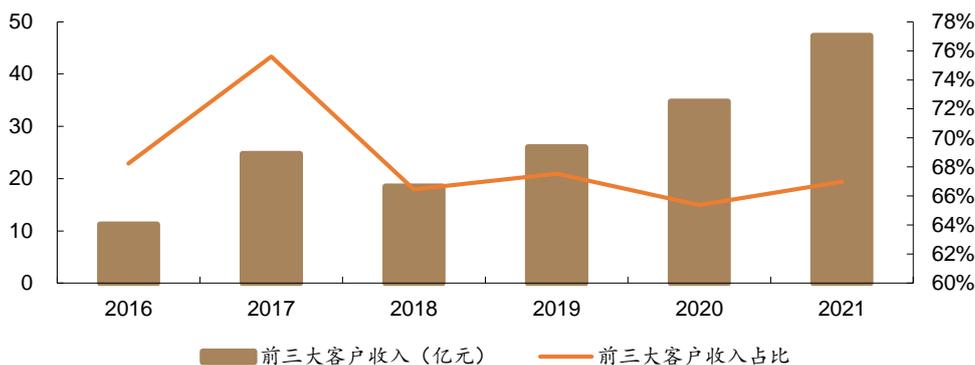
产品	趣学伴-儿童伴读智慧台灯	趣学伴-儿童故事放映机	趣学伴-儿童伴读打印机
概况	一款可以指读会阅读能对话的智慧台灯	一款可以将绘本故事有声投影的放映机	一款让儿童快乐学习的课程辅导打印机
功能：	教材指读	绘本投影、趣味伴读	随堂知识打印&日常打印
	绘本识读	精选绘本、科学育儿	试卷定制
	AI 智能百科问答	自主创作、快乐分享	错题辅导学习系统
	远程亲子语音对话	过近熄灯、呵护双眼	AI 解题分析
	灯光冷暖色条件	一画一码、音画同步	游戏化学习知识

资料来源：趣学伴官网，德邦研究所

3. 深度合作核心客户，订单放量驱动业绩增长

前三大客户收入占比超 65%，核心客户订单影响公司短期业绩。作为一家主要大客户均为海外知名公司的产品孵化型平台企业，公司约有 90% 的产品面向海外销售。根据公司公告，2021 年公司前三大客户收入合计 47.30 亿元，占总收入的比例为 66.98%。公司的大客户包括 Cricut、Venture 和罗技在内，均为所在赛道的优质公司，无论是从市场前景、产品矩阵还是产品消费频率的角度看三者均表现优异，公司大客户的优质表现将为公司业绩提供保证。

图 32：2016-2021 年公司前三大客户收入及占比情况

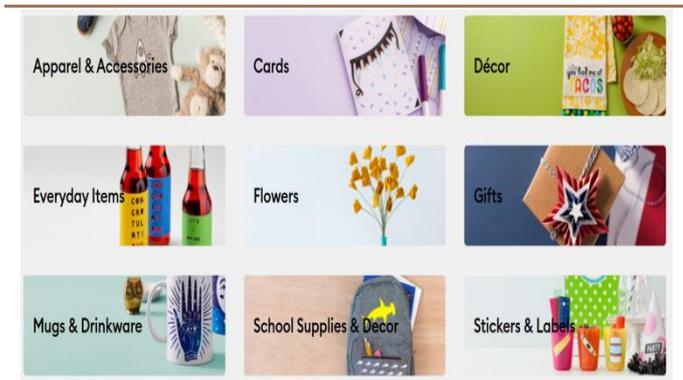


资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1. 家用雕刻机：深度绑定龙头 Cricut，客户订单有望好转

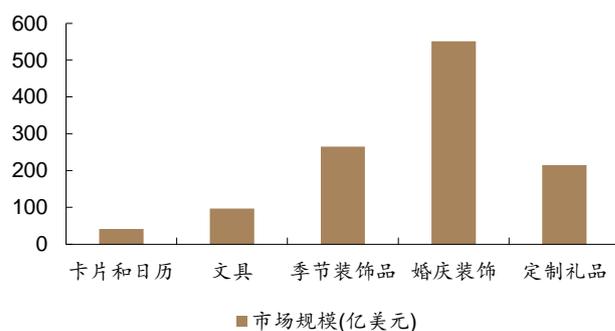
家用雕刻机市场前景广阔，应用场景广泛。用户可以通过家用雕刻机在多种材料（包括纸张、乙烯基、皮革等）上进行切割、书写、划线和其他装饰效果，制作出像贴纸、生日贺卡、T 恤等具有个性化的手工艺品。家用雕刻机将工艺品的生产能力交到用户手中，允许用户创建自制外观的商品，而不是从第三方购买制成品，其市场规模或远超传统工艺品市场。根据 Technavio 估计，2020 年卡片和日历、文具、季节装饰品、婚庆装饰和定制礼品的市场规模分别为 41 亿美元、97 亿美元、265 亿美元、551 亿美元和 215 亿美元。随着个性化手工解决方案在美、英等国家地区家庭的渗透率加深，家用雕刻机产品及其耗材（包括贴纸、布艺、皮革等）的市场规模将进一步扩张。

图 33：家用雕刻机应用场景



资料来源：Cricut 官网，德邦研究所

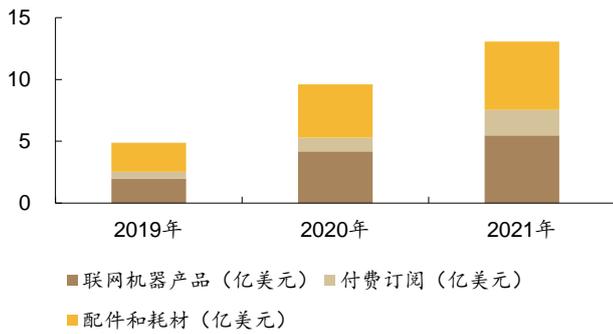
图 34：2020 年家用雕刻机产品适用场景市场规模



资料来源：Technavio，德邦研究所

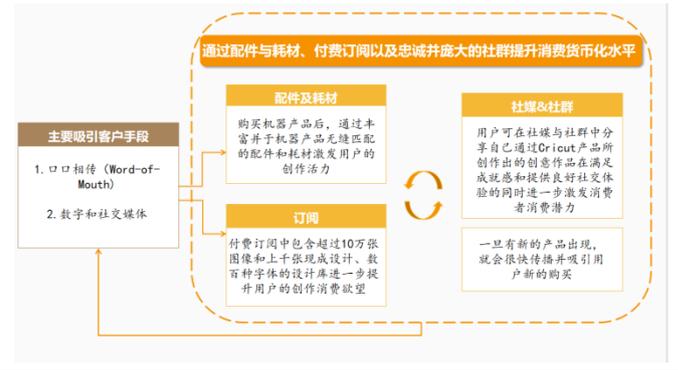
Cricut 为家用雕刻机赛道龙头，业绩持续高增长。Cricut 是一家 1969 年成立的引领北美个性化创作潮流的 DIY 公司，家用雕刻机产品是其近年来推出的创新产品，现主要经营家用雕刻机设备销售、配件和耗材产品销售和设计应用程序订阅三类业务。Cricut 打造了集产品、订阅、社群与社群等要素于一体的生态闭环，在通过口口相传和数字及社交媒体吸引用户后，公司会继续通过配件与耗材、付费订阅以及忠诚并庞大的社群来进一步提升用户参与度，拉长用户生命周期同时提升消费货币化水平。Cricut 收入由 2019 年的 4.87 亿美元增长至 2021 年的 13.06 亿美元，CAGR 为 63.85%。

图 35: 2019-2021 年 Cricut 收入结构拆分



资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所

图 36: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环



资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所

多元产品矩阵覆盖客户多场景需求, 竞争优势显著。Cricut 现已推出三个系列的雕刻机产品, Cricut Explorer 为 Cricut 畅销款产品, Cricut Maker 为商业版的 Cricut Explorer, Cricut Joy 为便携版雕刻机, 以覆盖客户多场景需求。相对于市场上的竞品 (主要为 Brother 与 Silhouette), Cricut 产品无论从价格区间, 功能用途还是用户使用体验上来看均有着不小的比较优势。价格区间上, Cricut 雕刻机产品定位中档且价格弹性较大; 产品用途上, 相较于仅布局一个产品系列且对家用雕刻机研究专业度低的 Brother 以及仅布局高档和低档两个产品系列, 且操作相对复杂, 专业程度较高的 Silhouette, Cricut 产品布局更为细分完善; 用户使用体验上, Cricut 产品简单易懂, 可操作性更强, 用户友好度更高。

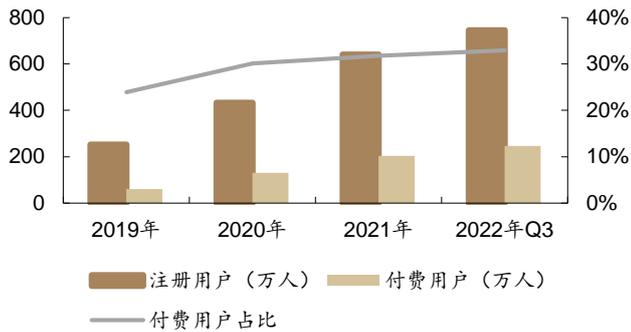
表 5: 家用雕刻机竞品对比

品牌	Cricut	Brother	Silhouette
价格区间	166.97-654.98 美元	399.99-658.81 美元	199.99-299.99 美元
雕刻机产品系列	Joy, Explorer, Maker	ScanNCut	Portrait, Cameo
产品特点	自适应系统, 多种材料, 多种模式	拥有触摸屏, 内置扫描仪, 最厚切割 3mm	扁平设计, 重量轻可随身携带, 可以不适用切割垫, 可自动检测插入工具
相较于 Cricut 产品的主要优劣势	N/A	优势: 1. 自带 LCD 触摸显示屏, 无需电脑或移动设备即可独立使用 2. 不止切割, 可以对织物片进行缝绗, 进行织物拼装 劣势: 1. 图案, 设计等选择少于 Cricut 2. 公司主要注重研发工业用切割机以及印刷机, 对家用雕刻机研究专业度低 3. 配件费相对更加昂贵	优势: 1. 项目选择范围广, 有 170000 多种设计可供使用 2. 可用于商业用途, 切割速度快且可以实现无垫切割 劣势: 1. 专业化程度高, 用户友好度差 2. 配套产品如使用工具以及材料等丰富度低于 Cricut
产品图片			

资料来源: Cricut, Amazon, 德邦研究所

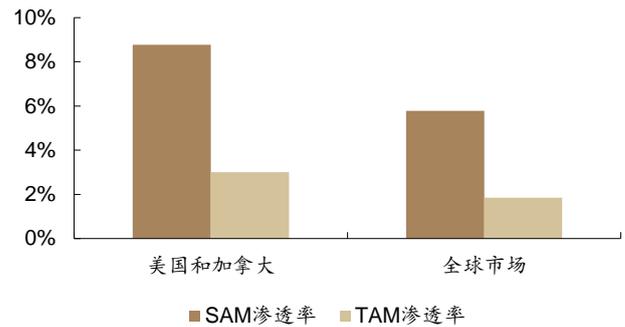
用户规模持续高增长, 渗透率仍有广阔提升空间。截至 2022Q3, 公司注册用户 745.7 万, 同比增长 30%; 付费用户 245.6 万, 同比增长超 35%; 付费用户占比达 32.94%。截至 2022Q3, Cricut 在全球市场渗透率仅 5.78% (SAM, Serviceable Addressable Market), 在美国和加拿大市场渗透率也仅有 8.77% (SAM), 在公司生态闭环下, 有望持续扩大用户规模, 带来营收增量。

图 37: Cricut 注册用户、付费用户数量及付费用户占比



资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所

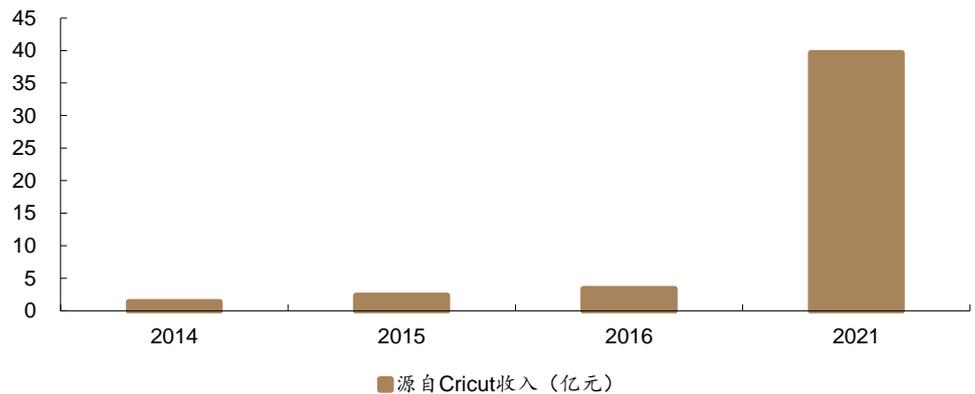
图 38: Cricut 市场渗透率情况



资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所 (渗透率=2022Q3 用户规模/2021 年公布的潜在市场规模)

深度绑定龙头 Cricut, 公司核心供应商地位稳固。公司自 2013 年起与 Cricut 合作共同研发家用雕刻机, 持续推出新机型, Cricut 为公司贡献显著业绩增量。随着公司于 Cricut 的持续深入合作, 公司来源于 Cricut 的收入由 2014 年的 1.37 亿元增长至 2021 年的 39.63 亿元, CAGR 为 61.77%。家用雕刻机市场前景广阔, 同时 Cricut 本身亦拥有较为完善的产品矩阵以及生态闭环体系, 这有利于家用雕刻机产品与配件及耗材业务的可持续性增长, 我们看好 Cricut 后续发展, 公司作为 Cricut 核心供应商有望持续受益。

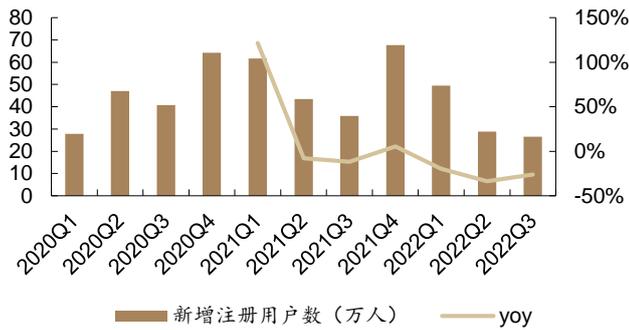
图 39: 2014-2021 年公司源自 Cricut 收入及占总收入的比例



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

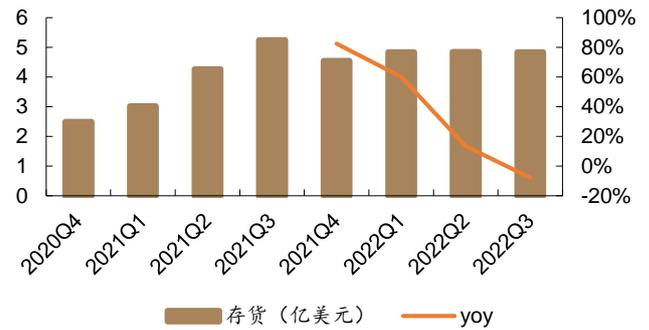
短期来看, 2022 年弱需求&高库存影响 Cricut 订单, 2023 年有望逐步恢复正常水平。2022 年公司家用雕刻机业务收入下降较多, 预计占公司整体收入比例为 20%-30%, 主要原因为: 1) 2021 年的收入基数较高, 该年受国外疫情影响, 宅经济效应凸显, 需求较为旺盛, 2022 年随着国外疫情管控逐步放开, 需求有所减弱。根据 Cricut 公告, 2022 年以来 Cricut 新增注册用户数有所下降, 2022Q3 新增注册用户数为 26.5 万人, 同比下降 26.18%; 2) 2021 年物料和芯片短缺、供应链紧张, 加上对市场的乐观预期, Cricut 备货较多, 导致 2022 年库存较高。根据 Cricut 公告, 2021 年底 Cricut 存货为 4.54 亿美元, 同比增长 82.59%。我们预计随着库存的消化和需求的恢复, 2023 年 Cricut 订单有望逐步恢复正常水平, 根据 Cricut 公告, 2022Q3 Cricut 存货为 4.84 亿元, 同比下降 7.78%, 高位库存有所消化。长期来看, 公司家用雕刻机业务的业绩受 Cricut 用户扩张速度影响, 预计伴随国际化战略下 Cricut 用户规模的不断扩张和新产品的推出, 公司在雕刻机和耗材领域的收入有望实现进一步提升。

图 40: Cricut 新增注册用户数及 yoy



资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所

图 41: Cricut 存货及 yoy

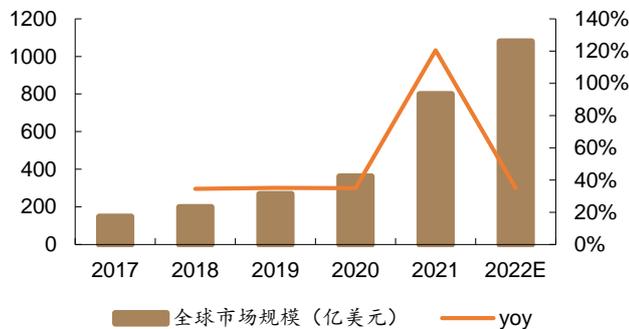


资料来源: Cricut 公告, 德邦研究所

3.2. 电子烟部件: 为 PMI 电子烟二供, 核心部件量产有望推动高增长

电子烟市场规模有望持续高增长, 行业前景广阔。控烟与减害背景下, 电子烟快速发展, 而中国是全球最大电子烟生产基地, 行业呈现需求中心在欧美、制造中心在中国的全球产业链格局。根据中国电子商会电子烟行业委员会等联合发布的《2022 电子烟产业出口蓝皮书》, 2021 年全球电子烟市场规模达 800 亿美元, 同比增长 120.4%, 其中中国出口规模 1382 亿元, 同比增长 179.8%; 并且蓝皮书预计 2022 年全球市场/中国出口市场规模同比增速分别达 35.0%/35.0%, 海外市场依旧增长旺盛。

图 42: 2017-2022E 全球电子烟市场规模及 yoy



资料来源: 《2022 电子烟产业出口蓝皮书》, 德邦研究所

图 43: 2017-2022E 中国电子烟出口市场规模及 yoy

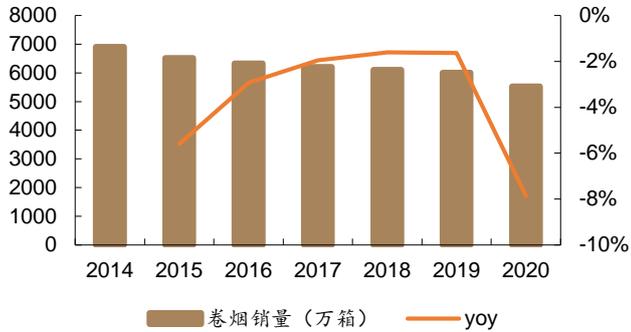


资料来源: 《2022 电子烟产业出口蓝皮书》, 德邦研究所

PMI 为国际烟草巨头, 持续推进无烟革命。菲利普莫里斯国际 (简称菲莫国际或 PMI) 为国际烟草巨头, 自 2014 年开始大刀阔斧推出电子烟产品, 将 IQOS 作为旗舰产品并宣扬 smoke-free future。PMI 之所以进行电子烟革命, 一是因为整体行业颓势已现。受到控烟政策、税收政策以及健康意识等因素影响, 全球 (除中国外) 卷烟行业销量近年来出现持续下滑, 2014-2020 年复合增速仅为 -3.6%; 二是 PMI 在全球烟草行业市场份额陷入瓶颈。PMI 占全球烟草行业市场的份额在 2015 年达到相对高点后开始下降, 由于 PMI 主打品牌万宝路等难以在传统烟草市场进一步扩大份额, 因此选择开拓新产品—加热不燃烧烟草产品 (HTU 产品), 在 HTU 产品的拉动下, 2017 年开始公司份额下滑趋势有所缓和, 在 2018-2019 年一度出现反弹; 三是推行“减害烟草制品 (RRP)”能为公司大幅减少税收。经我们的测算 2016 和 2017 年公司 RRP 系列税率仅为 0.8%和 5.1%,

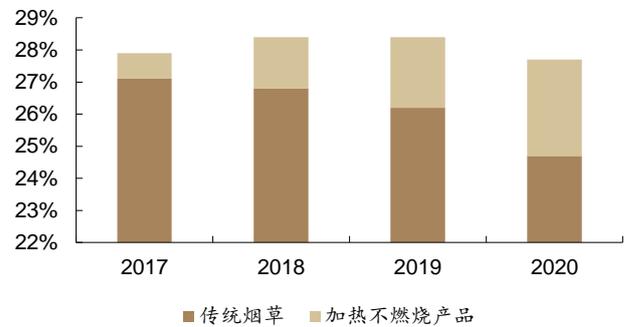
该系列产品放量带动公司 2017 年综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降。我们认为 PMI 推行 RRP 能够显著减税，并释放净收入与毛利空间，为了打破传统烟草市场的天花板并获取更多的利润，PMI 预计会持续电子烟革命。

图 44: 2014-2020 年全球 (中国除外) 卷烟销量及 yoy



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 45: 2017-2020 年 PMI 在全球烟草行业市场份额



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

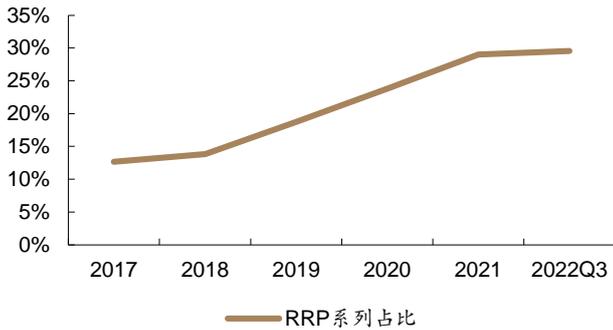
表 6: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑 (单位: 百万美元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098	79,823	77,921	76,047	82,223
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432	10,758	10,513	9,569	10,030
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350	50,198	48,116	47,353	50,818
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694	31,405
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316	18,867	19,292	19,125	21,375
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%	62.9%	61.7%	62.3%	61.80%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%	23.6%	24.8%	25.1%	26.00%

资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

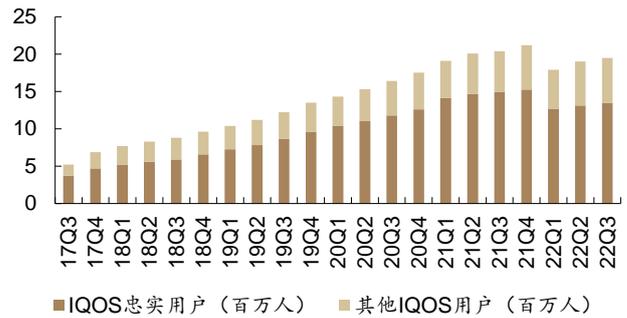
RRP 系列产品表现亮眼, IQOS 渗透率有望持续提升。伴随 2017 年 RRP 系列产品开始放量, 该系列在 PMI 净营业收入中的占比持续攀升, 至 2022Q3 已达 29.4%。根据 PMI 董事采访, PMI 希望至 2025 年转化超 4000 万烟民, 截至 2022Q3, IQOS 忠实用户 (IQOS 忠实用户指每周 IQOS 烟弹消费量占烟草总消费量 70% 以上的用户, 其他用户指占比 5%-70% 的用户) 仅 1346 万, 仍有约 3 倍的提升空间。2019 年 4 月 IQOS 通过了美国 PMTA 烟草预上市申请, 后又通过 MRTP 减害认证, 将于 2024 年 4 月开始在美国销售, 且第四代产品解决了第三代产品的痛点, 用户吸食体验更好, 有望带动 IQOS 渗透率进一步提升。

图 46: RRP 系列在 PMI 净营业收入中的占比



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

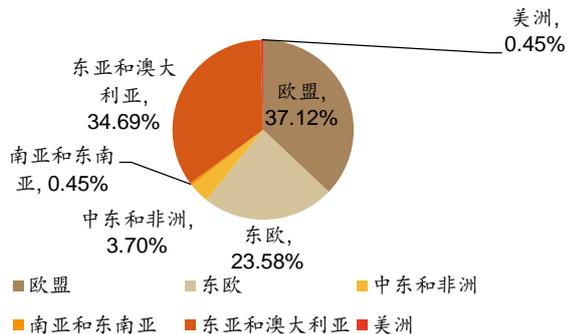
图 47: 2016-2022Q3 PMI IQOS 全球用户数量



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所 (各个季度数据采用当年年报业绩说明 PPT 进行统计)

PMI 对于 RRP 系列产品后续发展抱有很高预期, 战略目标为 2025 年收入占比超 50%。根据 PMI 公告, 公司希望 2025 年 RRP 系列产品出货量达到 2500 亿支, 销售区域覆盖扩大至 100 个国家及地区, 同时在净营业收入中的占比超 50%, 据此我们假设 2022-2025 年 PMI 总出货量增速为 -2.55% (2017-2021 年 CAGR), 全部产品单价每年增加 0.002 美元, 从而可以测算出至 2025 年 PMI 净营收为 33 3 亿美元, 若 RRP 系列产品在净营业收入中的占比超 50%, 则 RRP 系列产品净营收届时将超 166 亿美元, 较 2021 年增长 82%。

图 48: 2022Q3 PMI 各地区 RRP 系列出货量情况



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

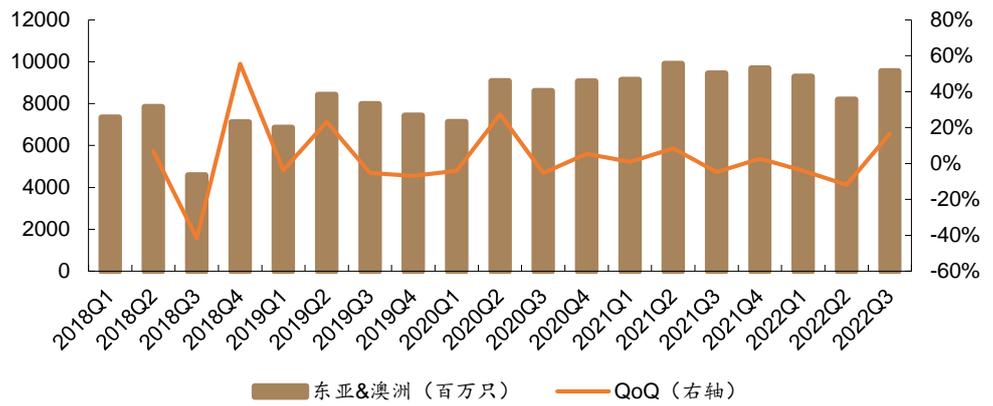
图 49: 2015-2022Q3 PMI IQOS 烟弹销售量



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

公司为 PMI 电子烟二供, 业务发展历程大致可划分为两个阶段。2015-2017 年, 公司电子烟业务处于高速增长阶段。公司自 2014 年开始与 Venture 进行合作, 2015 年正式向 Venture 进行供货, 公司在当时为 Venture 的唯一供货商, 而 Venture 又是 PMI 的一级供货商。伴随 2016-2017 年 PMI RRP 系列产品开始放量, 公司电子烟业务也进入高速发展期。2018 年-至今, 收入下滑后进入业务稳定发展期。我们认为主要原因在于: 1) PMI 在 2017 年对东亚&澳洲市场前景判断过于乐观, 市场在当时出现大量库存积累, 而 18Q1 公司发现渗透率达到瓶颈后市场开拓不及预期, 全年行业均处于去库存状态。2) 18 年 3 月起绿点进入供应链, 分走了部分盈趣电子烟业务的订单。自 2019 年开始, 随着 PMI 新品 IQOS 3Duo 上市, 公司市场份额回升; 叠加行业出现好转, 订单有所修复, 业务进入稳定发展阶段。

图 50: PMI IQOS 2018 年在东亚&澳洲激进去库存



资料来源: PMI 公告, 德邦研究所

IQOS 产品仍将延续高速发展, 新产品稳定量产有望推动公司业绩高增长。短期来看, 公司供货给 IQOS ILUMA 系列产品的电子烟核心部件于 2022 年年底开始量产及小批量供货, 2023 年随着电子烟核心部件的稳定量产及整机项目研发量产进度的推进, 预计电子烟业务将快速增长, 并呈现逐季向好的趋势。中长期来看, IQOS 仍将承载 PMI “无烟未来”的历史使命而持续发展, 随着 IQOS 产品预计于 2024 年 4 月开始在美国销售, 且产品矩阵持续完善, IQOS 渗透率预计将进一步提升, 公司电子烟业务预计也将实现稳步发展。

3.3. 智能控制部件: 与罗技一路相伴, 新 BU 新产品下迎来新成长

智能控制部件行业应用领域广阔, 市场容量大。一方面, 智能控制部件市场应用领域的持续扩大, 在办公设备、家居产品、家电产品、电动工具、汽车电子、工业设备装置、医疗设备及智能建筑等众多行业及领域得到快速推广, 而具有远程化、互联化、物联化、智能化等功能的智能家居、智能穿戴等的发展, 使得智能控制部件的功能内涵日益丰富。另一方面, 智能控制器处于整个行业链中游, 对应下游产品众多, 更新换代快, 下游厂商定制、个性化要求高, 综合要求控制器厂商技术、研发能力强, 响应速度快, 技术工艺高, 从而形成了中高端市场的较高壁垒, 市场较为稳定。根据 Frost & Sullivan 数据, 2019 年全球智能控制器行业市场规模为 1.5 万亿美元, 2015-2019 年 CAGR 为 5.9%, 预计 2024 年将达到约 2 万亿美元; 2019 年中国智能控制器市场规模为 2.15 万亿元, 2015-2019 年 CAGR 为 16.5%, 预计 2024 年将达到 3.8 万亿元。

图 51: 2015-2024E 全球智能控制器市场规模及 yoy

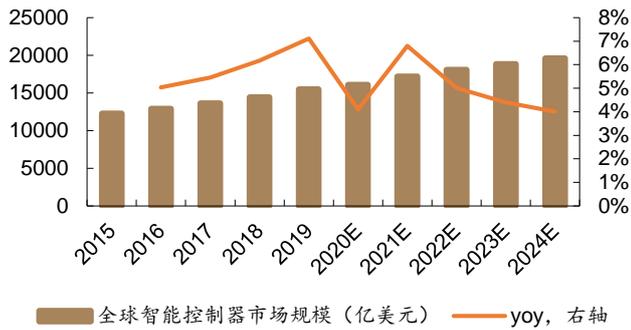


图 52: 2015-2024E 中国智能控制器市场规模及 yoy



资料来源: 公司公告, Frost & Sullivan, 德邦研究所

资料来源: 公司公告, Frost & Sullivan, 德邦研究所

罗技采取事业部制, Video&Gaming 事业部增速亮眼。罗技是全球著名的计算机周边设备及软件制造商, 公司产品覆盖范围广泛, 除了打印设备、键盘&鼠标等传统产品, 对视频会议系统及相关设备与游戏设备产品亦有深入涉猎。罗技采取的是事业部制, 不同产品由不同事业部研发设计。从事业部发展及业务体量上看, 受新冠疫情线上办公兴起的影响、居家隔离下室内娱乐时间更多以及推出多款畅销新品, 罗技 Video&Gaming 两大事业部增速领先, 2021 年视频系统/游戏收入同比增速分别为 185.80%/79.52%, 占总收入的比例分别为 19.89%/23.59%, 两大事业部规模已远超其他各事业部, 合计占比近 50%。

表 7: 视频系统与游戏事业部已成为罗技旗下最优秀 BU (分部收入: 百万美金)

	2017	2018	2019	2020	2021	P4Y CAGR	2021 占比
打印设备	501.56	516.64	536.89	544.52	680.91	7.94%	12.96%
键盘&鼠标	480.31	498.47	536.62	571.72	784.49	13.05%	14.94%
电脑摄像头	107.09	112.15	121.28	129.19	439.87	42.36%	8.37%
平板及其他耗材	76.88	107.94	128.32	135.31	384.30	49.53%	7.32%
视频系统	127.01	182.72	259.52	365.62	1044.94	69.36%	19.89%
移动麦克风	301.02	314.82	230.38	221.79	174.90	-12.69%	3.33%
音频与可穿戴设备	246.39	252.33	277.43	273.75	468.78	17.45%	8.93%
游戏	314.36	492.00	648.13	690.17	1239.01	40.90%	23.59%
智能家居	65.51	89.37	49.34	43.40	34.39	-14.88%	0.65%
其他	1.30	0.43	0.41	0.37	0.71	-13.86%	0.01%
合计	2,221	2,567	2,788	2,976	5,252	24.00%	100.00%

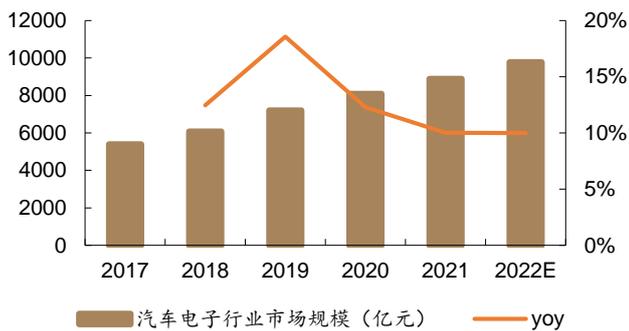
资料来源: Logitech 公告, 德邦研究所

公司与罗技一路相伴, 将明显受益于 Video&Gaming 业务放量。公司最初服务于罗技 Home Control 事业部, 2019 年开始进入视频系统及游戏 (Video&Gaming) 事业部, 受益于 Video&Gaming 两大事业部的优异表现, 公司来自于罗技客户的收入保持增长。我们认为虽然两大事业部在 2021 年的爆发式增长有疫情催化的作用, 但二者仍将作为罗技最重要的两个事业部而持续发展, 伴随两大事业部的进一步发展叠加罗技产品持续创新迭代, 公司有望在享受客户本身成长的同时获取份额同步提升逻辑。2023 年随着 Gaming 领域高端游戏模拟控制器等新项目的顺利量产, 公司与罗技的合作预计仍能保持稳定增长。

3.4. 积极布局新兴领域，发展潜力可期

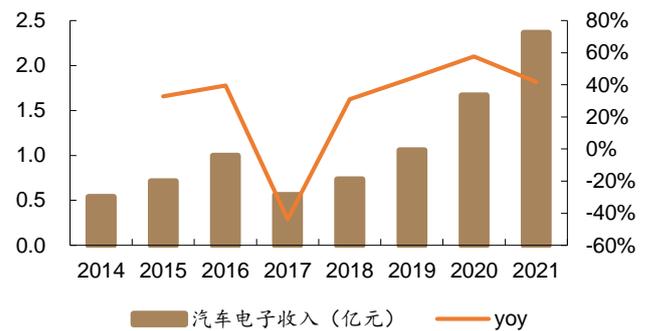
汽车电子：公司布局汽车电子市场多年，早期主要是在商用车领域，于 2019 年收购艾铭思汽车加大乘用车领域布局，推动汽车电子业务进一步发展。受益于乘用车智能化、电气化和人性化的发展趋势，汽车电子产品需求爆发，公司逐步进入小鹏、蔚来、北汽新能源、华为 AITO 问界、比亚迪、奇瑞、长安、零跑、吉利等车厂的供应链体系，电子防眩镜、座椅控制/记忆模块等业务快速发展，同时智能座舱项目也已量产供货，预计未来仍将维持快速增长的发展势头。此外，为了紧抓行业的发展机会，2023 年公司将加大在长三角的投资布局，建设上海汽车电子研发和市场中心。

图 53：2017-2022E 中国汽车电子行业市场规模及 yoy



资料来源：36 氪研究院，汽车工业协会，德邦研究所

图 54：2014-2021 年公司汽车电子产品收入及 yoy



资料来源：公司公告，德邦研究所

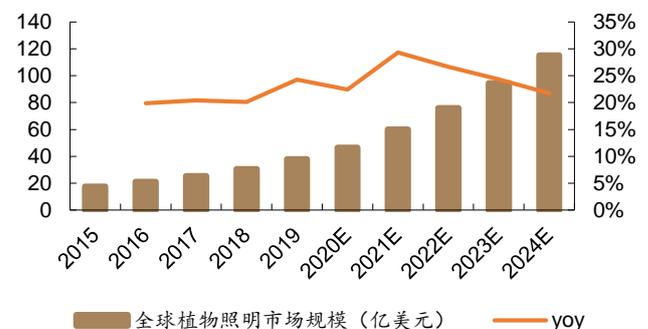
健康环境：公司于 2020 年收购漳州众环科技，布局健康环境业务，围绕着阳光、空气和水不断打造拳头产品。植物照明板块，北美特殊经济作物实现合法商用化，其需要在室内种植，将带动植物工厂的增长，从而带动近年来植物照明市场的迅速发展，众环科技紧抓机遇，加快客户项目的顺利量产，实现植物种植器产品销售收入的快速增长。空气净化器板块，虽然在短期内随着国外疫情管控的逐步放开，空气净化器等产品发展红利下降，终端消费需求放缓，但长期来看，随着人们对绿色健康意识的增强以及消费升级需求的增加，空气净化器前景依旧广阔。净水器板块，公司加大净水器等相关产品的市场拓展力度，成立国内营销团队，主攻净水器市场，构建国内国外双循环模式。随着原有客户库存逐步去化和新产品推广量产，2023 年公司健康环境业务将得到较好的修复。

图 55：2016-2021E 全球空气净化器市场规模及 yoy



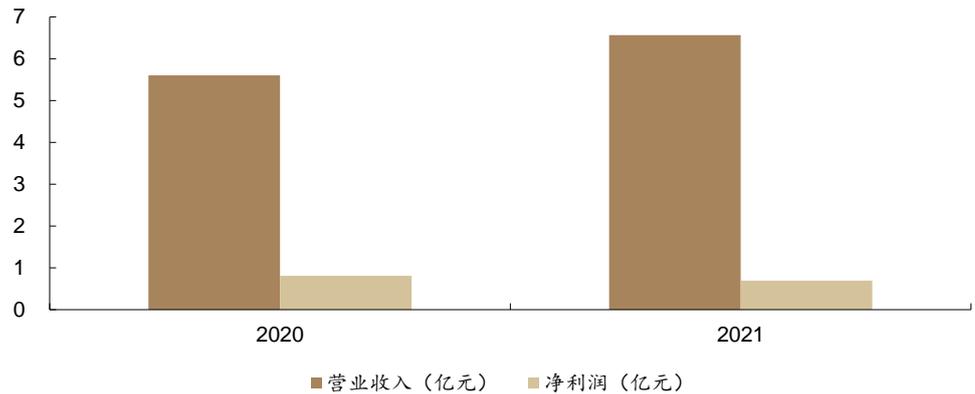
资料来源：公司公告，Grand View Research，德邦研究所

图 56：2015-2024E 全球植物照明市场规模及 yoy



资料来源：公司公告，Frost&Sullivan，德邦研究所

图 57：2020-2021 年众环科技营业收入及净利润



资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 关键假设

(1) 智能控制部件：伴随公司进一步深入与罗技 Video&Gaming 两大事业部合作，将带动智能控制部件业务稳定增长，我们预计 2022-2024 年公司智能控制部件业务收入增速分别为 3%/51%/21%。

(2) 创新消费电子产品-雕刻机：公司主要客户 Cricut 所处行业市场前景广阔，Cricut 本身亦拥有较为完善的产品矩阵以及生态闭环体系，其自身三大主营业务均将因此受益。虽然 2022 年受弱需求&高库存影响，预计 Cricut 订单下滑，但随着库存的消化和需求的恢复，2023 年 Cricut 订单望逐步恢复正常水平。长期来看，Cricut 拥有较强的新消费模式成长属性，伴随用户规模的持续扩张、产品矩阵的继续完善、ARPU 的提高，雕刻机业务将稳定高增长，我们预计 2022-2024 年公司雕刻机业务收入增速分别为-71%/22%/18%。

创新消费电子产品-电子烟部件：2023 年伴随新一代 IQOS ILUMA 系列产品的电子烟核心部件的稳定量产及整机项目研发量产进度的推进，预计电子烟业务将快速增长，并呈现逐季向好的趋势，叠加疫情对电子烟销售的影响将逐渐减弱，预计电子烟部件业务将高速发展，我们预计 2022-2024 年公司电子烟部件业务收入增速分别为 16%/90%/30%。

(3) 汽车电子业务：公司逐步进入小鹏、蔚来、北汽新能源、华为 AITO 问界、比亚迪、奇瑞、长安、零跑、吉利等车厂的供应链体系，电子防眩镜、座椅控制/记忆模块等业务快速发展，同时智能座舱项目也已量产供货，预计未来仍将维持快速增长的发展势头。我们预计 2022-2024 年公司汽车电子业务收入增速分别为 70%/55%/40%。

(4) 健康环境业务：公司在近年来开拓包括空气净化器、加湿器及植物种植器在内的健康环境产品业务，随着原有客户库存逐步去化和新产品推广量产，公司健康环境业务将得到较好的修复，我们预计 2022-2024 年公司健康环境业务收入增速分别为-60%/50%/25%。

4.2. 盈利预测

我们认为公司下游朝阳产业及客户产品独特性成就了其中间利基市场，优质的客户资源叠加公司在前端深度切入客户设计研发环节使得公司利润空间较大。展望后续，伴随库存逐步去化、需求逐步好转，公司与核心客户持续深入合作，主力产品趋势向好，新产品研发亦步入上升期，公司业绩有望逐步释放。

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 46.32/70.05/88.95 亿元，分别同比变化-34%/51%/27%，归母净利润分别为 7.31/10.88/13.74 亿元，分别同比变化-33%/49%/26%。截至 2023 年 3 月 16 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.93/1.39/1.76 元，对应 PE 分别为 20/13/11 倍。

表 8：公司分业务收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
创新消费电子（百万元）	3197	4305	2417	3695	4762
同比（%）	24%	35%	-44%	53%	29%
智能控制部件（百万元）	955	1079	1106	1670	2021
同比（%）	14%	13%	3%	51%	21%
汽车电子（百万元）	167	236	402	623	872
同比（%）	58%	42%	70%	55%	40%
健康环境（百万元）	543	647	259	388	485
同比（%）		19%	-60%	50%	25%
技术研发服务（百万元）	91	100	102	143	172
同比（%）	39%	11%	2%	40%	20%
其他（百万元）	364	693	346	485	582
同比（%）	39%	90%	-50%	40%	20%
合计（百万元）	5317	7061	4632	7005	8895
同比（%）	37.8%	32.8%	-34.4%	51.2%	27.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 9：盈利预测和估值

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5317	7061	4632	7005	8895
收入同比（%）	38.0%	32.8%	-34.4%	51.2%	27.0%
归母净利润（百万元）	1025	1093	731	1088	1374
归母净利润同比（%）	5.3%	6.7%	-33.1%	48.8%	26.3%
ROE（%）	20.8%	19.9%	13.9%	17.1%	17.8%
每股收益（元）	1.32	1.40	0.93	1.39	1.76
市盈率（P/E）	48.73	24.31	20.08	13.49	10.68

资料来源：公司公告，德邦研究所（截至 2023 年 3 月 16 日）

4.3. 估值

考虑到公司主营业务为创新消费电子业务，我们选取处于相同赛道的立讯精密、和而泰、拓邦股份、思摩尔国际作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2023 年 3 月 16 日收盘价，根据 Wind 一致预期，选取的可比公司立讯精密、和而泰、拓邦股份、思摩尔国际的 2023 年预测 PE 分别为 14.89/20.52/18.38/15.51 倍，平均值为 17.33 倍。按照我们的盈利预测，盈趣科技对应的 2023 年预测 PE 为 13.49 倍。

3年预测PE为13.49倍，低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (2023)	PE (2024)
002475.SZ	立讯精密	1,974	14.89	11.91
002402.SZ	和而泰	151	20.52	15.09
002139.SZ	拓邦股份	154	18.38	13.21
6969.HK	斯摩尔国际	513	15.51	12.54
平均值		698.31	17.33	13.19
002925.SZ	盈趣科技	147	13.49	10.68

资料来源：Wind，德邦研究所（截至 2023 年 3 月 16 日，立讯精密、和而泰、拓邦股份、斯摩尔国际采用 Wind 一致预期，盈趣科技采用德邦的盈利预测，1 港币=0.8788 人民币）

5. 风险提示

(1) 行业竞争风险。 尽管公司在市场拥有良好的品牌形象和客户基础，但随着市场不断扩大，公司业务所处行业已演变为全球范围的竞争，竞争激烈程度上升，或将影响公司市场份额与利润率。

(2) 主要客户订单不及预期风险。 截至 2022H1，公司前五大客户的收入占比为 64.96%，产品定制化程度高，单一类别的产品目前主要面向单一客户进行销售。公司经营业绩受与核心客户稳定合作关系影响，若公司产品销售未达主要客户预期，或对公司主营业务产生负面影响。

(3) 原材料价格波动风险。 公司营业成本中直接材料成本占比高，原材料价格受国际市场供需结构变化及大宗商品价格影响较大。受全球疫情、通货膨胀及地缘政治等因素影响，原材料采购价格波动的不确定性增大。

(4) 汇率波动风险。 公司产品销售主要以海外出口为主，2019、2020、2021 连续三年主营业务收入中出口占比超过 90%。若美元兑人民币出现较大贬值，可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。

(5) 产品出口风险。 公司产品以北美和欧洲为主要出口地，产品所处创新消费电子高端产品市场。但如果受到全球疫情或中美贸易摩擦持续带来的一系列影响，将对公司销售产生负面影响。

(6) 客户集中度高风险。 2021 年公司前三大客户收入合计 47.30 亿元，占总收入的比例为 66.98%，公司客户集中度相对较高，核心客户 Cricut、PMI 和罗技的订单情况对公司业绩影响较大。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.40	0.93	1.39	1.76
每股净资产	7.03	6.72	8.11	9.86
每股经营现金流	1.30	0.53	4.09	0.20
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.31	20.08	13.49	10.68
P/B	4.84	2.79	2.31	1.90
P/S	2.08	3.17	2.10	1.65
EV/EBITDA	18.67	16.56	8.62	7.05
股息率%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.0%	29.1%	31.1%	31.3%
净利润率	15.9%	16.3%	16.0%	15.9%
净资产收益率	19.9%	13.9%	17.1%	17.8%
资产回报率	13.1%	9.6%	10.4%	12.2%
投资回报率	16.0%	9.6%	13.8%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	32.8%	-34.4%	51.2%	27.0%
EBIT 增长率	-2.6%	-40.9%	70.2%	27.2%
净利润增长率	6.7%	-33.1%	48.8%	26.3%
偿债能力指标				
资产负债率	32.1%	28.1%	37.2%	29.0%
流动比率	3.1	3.5	2.4	3.2
速动比率	2.3	2.6	1.9	2.5
现金比率	0.7	0.3	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	85.3	120.0	70.0	60.0
存货周转天数	80.4	130.0	87.0	75.0
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	7.8	3.9	5.2	6.3

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,093	731	1,088	1,374
少数股东损益	33	23	34	42
非现金支出	248	226	269	314
非经营收益	-111	-48	-84	-107
营运资金变动	-246	-513	1,891	-1,469
经营活动现金流	1,017	418	3,198	155
资产	-461	-411	-398	-414
投资	-126	-164	-178	-177
其他	-123	51	84	107
投资活动现金流	-711	-524	-492	-484
债权募资	323	71	80	80
股权募资	128	-192	-4	0
其他	-878	-778	0	0
融资活动现金流	-426	-899	76	80
现金净流量	-124	-1,004	2,782	-249

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 16 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,061	4,632	7,005	8,895
营业成本	5,086	3,283	4,826	6,112
毛利率%	28.0%	29.1%	31.1%	31.3%
营业税金及附加	32	25	37	47
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	90	65	106	135
营业费用率%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
管理费用	289	264	385	489
管理费用率%	4.1%	5.7%	5.5%	5.5%
研发费用	380	324	490	623
研发费用率%	5.4%	7.0%	7.0%	7.0%
EBIT	1,208	713	1,214	1,544
财务费用	32	-105	12	29
财务费用率%	0.5%	-2.3%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-44	-10	-11	-12
投资收益	83	51	84	107
营业利润	1,273	859	1,275	1,610
营业外收支	-1	-2	-1	-1
利润总额	1,273	857	1,275	1,610
EBITDA	1,407	929	1,472	1,846
所得税	147	103	153	193
有效所得税率%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	33	23	34	42
归属母公司所有者净利润	1,093	731	1,088	1,374

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,368	363	3,145	2,897
应收账款及应收票据	1,516	1,604	1,167	1,857
存货	1,252	1,119	1,213	1,334
其它流动资产	1,870	1,811	1,947	1,896
流动资产合计	6,006	4,898	7,473	7,984
长期股权投资	333	461	599	734
固定资产	909	1,196	1,337	1,416
在建工程	293	148	93	72
无形资产	67	72	75	79
非流动资产合计	2,334	2,680	2,986	3,263
资产总计	8,339	7,578	10,460	11,247
短期借款	171	242	321	402
应付票据及应付账款	1,079	578	2,127	1,299
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	689	574	708	827
流动负债合计	1,939	1,393	3,157	2,528
长期借款	535	535	535	535
其它长期负债	202	202	202	202
非流动负债合计	737	737	737	737
负债总计	2,676	2,130	3,894	3,265
实收资本	782	783	783	783
普通股股东权益	5,499	5,260	6,345	7,719
少数股东权益	164	187	221	263
负债和所有者权益合计	8,339	7,578	10,460	11,247

信息披露

分析师与研究助理简介

徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺服、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。2020 年 2 月加入开源证券，研究传媒互联网行业。2021 年 9 月加入国元证券，研究轻工和新零售行业。2023 年 2 月入职德邦证券，进行轻工家居板块研究及中小盘研究支持。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。