

盈趣科技 (002925.SZ)

UDM 践行者，借下游东风、扬中国制造之帆

首创 UDM 智能制造，多元客户 & 业务结构护航成长。公司以自主创新 UDM 模式（ODM 智能制造模式）为基础，提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产服务，下游客户囊括罗技、PMI、Cricut 等全球知名企业。2017-2021 年公司收入从 32.67 亿元增长至 70.61 亿元（CAGR 为 21.25%），归母净利润从 9.84 亿元增长至 10.93 亿元（CAGR 为 2.7%），收入增速较优主要系高毛利电子烟产品占比降低以及市场成熟后部分产品利润率调至合理区间（整体毛利率从 48.9% 下滑至 30.4%）；2022 年公司收入、利润分别同比 -38.5%、-36.6%，主要系海外通胀压制需求，大客户库存高企。

UDM 为核心护城河，打造极致智能制造。相较于 ODM，在信息 & 自动化、客户服务等方面 UDM 优势显著。从生产端看：盈趣已构建全流程自动化生产，降本增效显著，毛利率、人均创收/创利等指标优于同行，且良率高达 99.9%+。此外，公司自研设备可高效调节生产参数，形成信息化管理，实现柔性生产（贴片机换线可控在 10 分钟）。从客户服务看，在前端切入研发阶段，主动参与前期设计并对后期需求做出预估，提供附加价值；在中后端，客户可连接公司系统，实时抓取制造及质检数据，大幅提升售后服务透明度、可追溯性与客户体验感，从而形成双方深度绑定。

布局高潜赛道，多点共振助力业绩修复。公司采取锚定策略，单一类别面向单一客户定制化销售，头部客户占比较为集中，因此可通过主要客户判断公司未来成长趋势。1) 新型烟草：受益于减害性显著，新型烟草市场空间广阔，其中 HNB 替烟更强，增速有望更高。核心客户 PMI 创新 & 研发理念与盈趣契合，受益于其 IQOS 放量 & 烟具革新，有望获得增量订单。此外公司已切入核心加热部件及整机供应，成长空间广阔。2) 家用雕刻机：Cricut 在其全球活跃客户市场中渗透率仅为 6%+，伴随个性化手工制作需求升级，渗透率有较大提升空间。展望未来 Cricut 库存已大幅优化、渗透率提升逻辑不改，预计板块收入自 Q2 逐季回暖。3) 智能控制部件：受益于公司与罗技优质合作关系，成功切入其游戏（GAMING）、视频会议（VIDEO）事业部（处高速增长期，2020-2022 年 CAGR 分别高达 45.0%、65.2%）。2023 年伴随视频会议渗透率稳升、游戏新领域产品量产，预计合作份额维持稳定增长。4) 汽车电子：公司多款产品份额持续增长，智能座舱亦已顺利量产，成功跻身小鹏、蔚来、北汽新能源、吉利等乘用车/新能源车企供应链。此外，公司在上海建设研发、制造及市场中心，有望驱动汽车电子业务维系高增。5) 健康环境：公司主要通过 ODM 形式为国际知名零售客户提供空气净化器及植物种植器等产品，2023 年伴随下游库存优化，以及不断开拓新客户、新产品（净水器），2023Q1 恢复态势显著，预计全年可重返高增通道。

投资评级：受益于下游优质赛道成长空间广阔，精选龙头客户率先放量，公司电子烟、家用雕刻机、智能控件等板块有望持续获得增量。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.55/10.42/13.16 亿元，对应 PE 为 19.0X/13.8X/10.9X。选取和而泰、拓邦股份、立讯精密作为可比公司，2023 年行业平均估值为 18.6X，考虑到公司 UDM 模式优越性 & 下游客户订单导入确定性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度高，新订单不及预期，汇率波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,061	4,345	4,992	6,367	7,661
增长率 yoy (%)	32.8	-38.5	14.9	27.5	20.3
归母净利润 (百万元)	1,093	693	755	1,042	1,316
增长率 yoy (%)	6.7	-36.6	8.9	38.0	26.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.40	0.89	0.96	1.33	1.68
净资产收益率 (%)	19.9	13.0	13.8	18.1	20.6
P/E (倍)	13.1	20.7	19.0	13.8	10.9
P/B (倍)	2.6	2.7	2.7	2.5	2.3

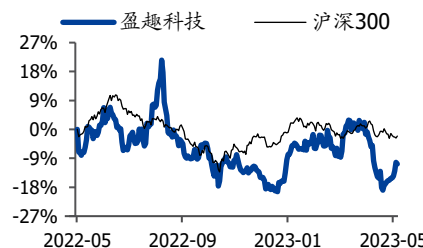
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 22 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	消费电子
5月22日收盘价(元)	18.32
总市值(百万元)	14,335.84
总股本(百万股)	782.52
其中自由流通股(%)	94.04
30日日均成交量(百万股)	4.77

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号: S0680523040001

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6006	5062	6982	7407	9219
现金	1368	1083	1485	1894	2279
应收票据及应收账款	1516	1140	1911	1980	2702
其他应收款	88	60	110	106	154
预付账款	30	32	40	52	58
存货	1252	863	1552	1491	2142
其他流动资产	1752	1884	1884	1884	1884
非流动资产	2334	2696	2725	2899	3015
长期投资	333	343	357	371	386
固定资产	909	1287	1320	1481	1597
无形资产	67	77	80	83	83
其他非流动资产	1024	989	968	964	949
资产总计	8339	7757	9706	10306	12234
流动负债	1939	1580	3492	3848	5259
短期借款	171	180	1528	1953	2719
应付票据及应付账款	1079	710	1333	1241	1832
其他流动负债	689	689	632	654	708
非流动负债	737	718	607	522	423
长期借款	535	565	454	369	269
其他非流动负债	202	153	153	153	153
负债合计	2676	2298	4099	4370	5682
少数股东权益	164	182	201	232	267
股本	782	783	783	783	783
资本公积	1714	1718	1718	1718	1718
留存收益	3113	3029	3312	3660	4022
归属母公司股东权益	5499	5277	5406	5703	6285
负债和股东权益	8339	7757	9706	10306	12234

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1017	1216	28	1131	768
净利润	1126	708	774	1072	1350
折旧摊销	180	148	167	196	232
财务费用	32	-127	5	37	51
投资损失	-83	-23	-57	-61	-56
营运资金变动	-321	412	-843	-93	-787
其他经营现金流	83	98	-19	-21	-22
投资活动现金流	-711	-682	-120	-289	-270
资本支出	475	505	15	160	102
长期投资	-148	-44	-14	-15	-14
其他投资现金流	-384	-221	-119	-144	-183
筹资活动现金流	-426	-1023	-853	-858	-879
短期借款	101	10	0	0	0
长期借款	7	29	-111	-85	-99
普通股增加	323	1	0	0	0
资本公积增加	-405	4	0	0	0
其他筹资现金流	-453	-1066	-742	-773	-780
现金净增加额	-124	-393	-946	-17	-381

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7061	4345	4992	6367	7661
营业成本	5086	3023	3452	4349	5193
营业税金及附加	32	27	29	34	42
营业费用	90	85	95	115	138
管理费用	289	196	205	248	291
研发费用	380	373	399	446	498
财务费用	32	-127	5	37	51
资产减值损失	-44	-83	0	0	0
其他收益	61	54	0	0	0
公允价值变动收益	27	21	19	21	22
投资净收益	83	23	57	61	56
资产处置收益	-1	7	0	0	0
营业利润	1273	787	882	1220	1526
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	4	2	3	4	3
利润总额	1273	787	881	1219	1525
所得税	147	78	108	147	175
净利润	1126	708	774	1072	1350
少数股东损益	33	15	19	31	35
归属母公司净利润	1093	693	755	1042	1316
EBITDA	1457	951	1078	1484	1846
EPS (元/股)	1.40	0.89	0.96	1.33	1.68

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	32.8	-38.5	14.9	27.5	20.3
营业利润 (%)	2.0	-38.2	12.0	38.3	25.1
归属母公司净利润 (%)	6.7	-36.6	8.9	38.0	26.3
获利能力					
毛利率 (%)	28.0	30.4	30.8	31.7	32.2
净利率 (%)	15.5	16.0	15.1	16.4	17.2
ROE (%)	19.9	13.0	13.8	18.1	20.6
ROIC (%)	17.1	11.4	10.5	13.7	15.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.1	29.6	42.2	42.4	46.4
净负债比率 (%)	-4.7	0.0	12.9	11.2	14.5
流动比率	3.1	3.2	2.0	1.9	1.8
速动比率	2.3	2.5	1.5	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.2	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	4.0	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.40	0.89	0.96	1.33	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.30	1.55	0.04	1.45	0.98
每股净资产 (最新摊薄)	7.03	6.74	6.91	7.29	8.03
估值比率					
P/E	13.1	20.7	19.0	13.8	10.9
P/B	2.6	2.7	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.7	13.5	12.6	9.1	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 22 日收盘价

内容目录

1. 首创 UDM 智能制造，多元客户&业务结构护航成长	5
1.1 智能制造领军者，业务边界持续扩宽	5
1.2 股权结构集中，激励充沛、绑定人才	8
2. UDM 为核心护城河，打造极致智能制造	10
2.1 智能制造优势显著，满足降本增效&柔性生产需求	10
2.2 多元化服务共振，深度绑定大客户	11
3. 布局高潜赛道，多点共振助力业绩修复	13
3.1 新型烟草：渗透率高速提升，盈趣绑定 PMI 有望获增量订单	14
3.1.1 加热卷烟优势突出，PMI 独树一帜	14
3.1.2 创新理念高度契同，供应份额有望持续攀升	17
3.2 家用雕刻机：行业空间广阔，静待 2023 年企稳回升	20
3.3 智能控制部件：行业高速扩容，核心客户新品类带来增量	22
3.4 汽车电子&健康环境双成长，高潜品类逐步放量	23
4. 盈利预测&投资评级	26
风险提示	29

图表目录

图表 1: 财务数据	5
图表 2: 分产品收入结构变化 (%)	6
图表 3: 分产品毛利率变化 (%)	6
图表 4: 产品梳理	6
图表 5: 盈趣全球一体化布局	7
图表 6: 盈趣发展历程	8
图表 7: 电子烟客户收入及占比 (单位: 百万元)	8
图表 8: 雕刻机客户收入及占比 (单位: 百万元)	8
图表 9: 股权结构&部分子公司	9
图表 10: 主要管理人员及董事会成员	9
图表 11: 2021 年限制性股票激励计划	10
图表 12: UDM 与 ODM 对比	10
图表 13: 可比公司人均创利 (单位: 万元/人)	11
图表 14: 可比公司毛利率 (%)	11
图表 15: 可比公司人均创收 (单位: 万元/人)	11
图表 16: 盈趣科技下游客户品牌汇总	12
图表 17: 研发费用及增速 (百万元)	12
图表 18: 研发人员数量及占比 (人)	12
图表 19: UDM 模式一览	13
图表 20: 前五大客户收入占比	13
图表 21: 各国卫生机构对新型烟草制品减害性调查	14
图表 22: IQOS 烟弹价格水平接近中型卷烟 (无单位)	15
图表 23: IQOS 烟弹和传统卷烟售价比较 (单位: 美元/包)	15
图表 24: IQOS 烟弹终端加价 0.1 美元对终端价格/收入提升比例	15
图表 25: 全球 HNB 市场规模及增速 (单位: 亿美元)	16
图表 26: 全球雾化电子烟市场规模及增速 (单位: 亿美元)	16

图表 27: 2020 年卷烟/雾化/HNB 市占率比较	16
图表 28: 全球 HNB 市占率	17
图表 29: 四大烟草公司新型烟草业务收入占比	17
图表 30: IQOS 转化率及使用人数 (万人)	17
图表 31: 新型烟草出货量 (亿支)	17
图表 32: PMI 新型烟草发展历程图	18
图表 33: 菲莫国际各项指标明细	18
图表 34: ILUMA 发布后菲莫 HNB 在当地市场渗透率变化	19
图表 35: 截至 2023 年 2 月 4 日美国电子烟产品获得 PMTA 授权名单	20
图表 36: 雕刻机市场容量 (百万人)	21
图表 37: Cricut 季度拆分	21
图表 38: 智能控制器全球市场规模 (亿美元)	22
图表 39: 智能控制器中国市场规模 (亿元)	22
图表 40: 罗技收入结构拆分 (单位: 亿美元)	23
图表 41: 汽车电子市场规模 (单位: 亿元)	23
图表 42: 汽车电子行业细分产品占比	24
图表 43: 汽车电子占整车制造成本比例	24
图表 44: 公司汽车电子产品矩阵	24
图表 45: 全球空气净化器市场规模 (单位: 亿美元)	25
图表 46: 中国空气净化器出口额 (单位: 亿美元)	25
图表 47: 植物种植器市场规模 (单位: 亿美元)	25
图表 48: 收入&费用率拆分 (单位: 百万元)	27
图表 49: 关键指标	28
图表 50: 同行估值	28

1. 首创 UDM 智能制造，多元客户 & 业务结构护航成长

1.1 智能制造领军者，业务边界持续扩宽

智能制造领军企业，业务结构多元。公司以自主创新 UDM 模式（ODM 智能制造模式）为基础，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产服务，并为中小型企业提供智能制造解决方案。目前已在全球范围内成功构建多元业务矩阵，下游客户囊括罗技、WIK（Nestle 一级供应商）、Venture（PMI 一级供应商）、Asetek、Cricut 等全球知名企业。2017-2021 年公司收入从 32.67 亿元增长至 70.61 亿元（CAGR 为 21.25%），归母净利润从 9.84 亿元增长至 10.93 亿元（CAGR 为 2.7%），收入增速较优主要系高毛利电子烟产品占比降低以及市场成熟后部分产品利润率调至合理区间（整体毛利率从 48.9% 下滑至 30.4%）；2022 年公司收入、利润分别同比 -38.5%、-36.6%，主要系海外通胀压制需求，大客户库存高企。

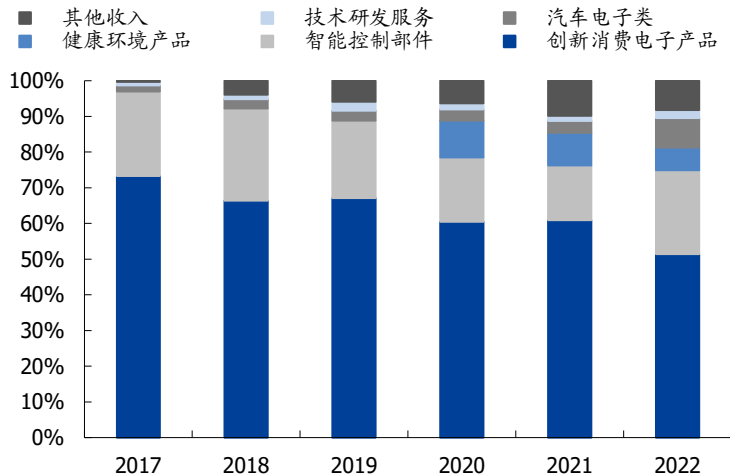
图表 1: 财务数据

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
营业总收入	3267.20	2778.73	3854.44	5310.25	7060.97	4345.22
YOY	98.20%	-14.95%	38.71%	37.77%	32.97%	-38.46%
归母净利润	983.86	813.67	973.17	1024.96	1093.06	693.36
YOY	120.86%	-17.30%	19.60%	5.32%	6.64%	-36.57%
扣非归母净利润	963.23	727.32	890.79	904.35	958.63	606.23
YOY	107.36%	-24.49%	22.48%	1.52%	6.00%	-36.76%
毛利率	48.94%	43.03%	39.83%	33.75%	27.97%	30.43%
期间费用率	12.03%	11.55%	11.66%	11.87%	11.19%	12.14%
销售费用率	1.43%	1.74%	1.65%	0.98%	1.27%	1.96%
研发费用率		7.10%	6.99%	5.72%	5.38%	8.58%
管理费用率	8.43%	4.27%	4.40%	3.47%	4.09%	4.52%
财务费用率	2.17%	-1.55%	-1.38%	1.69%	0.45%	-2.92%
归母净利率	30.11%	29.28%	25.25%	19.30%	15.48%	15.96%
存货	312.16	333.33	467.96	1021.27	1251.65	863.00
较上年同期增减	78.98	21.18	134.62	553.31	230.38	-388.65
存货周转天数	58.84	73.39	62.19	76.19	80.44	126.05
较上年同期增减	-5.74	14.55	-11.20	14.00	4.25	45.61
应收账款及应收票据	836.96	740.68	1240.26	1871.49	1516.22	1139.75
较上年同期增减	372.00	-96.28	499.58	631.23	-355.27	-376.46
应收票据	17.36	15.98	16.67	22.65	20.53	45.28
较上年同期增减	-3.45	-1.38	0.69	5.98	-2.12	24.75
应收账款	819.60	724.70	1223.59	1848.84	1495.69	1094.47
较上年同期增减	375.45	-94.90	498.89	625.25	-353.15	-401.21
应收账款周转天数	69.62	100.04	90.98	104.15	85.26	107.30
较上年同期增减	-2.99	30.41	-9.05	13.16	-18.89	22.04
应付账款及应付票据	623.68	563.56	689.89	1448.53	1078.64	710.33
较上年同期增减	343.19	-60.12	126.33	758.64	-369.89	-368.31
应付账款周转天数	97.52	134.94	97.26	108.65	88.34	103.94
较上年同期增减	17.76	37.42	-37.68	11.39	-20.32	15.60
经营性现金流净额	942.56	735.54	698.92	699.22	1016.73	1216.08
较上年同期增减	585.53	-207.02	-36.62	0.30	317.51	199.35
筹资性现金流净额	-200.81	1325.53	-578.18	191.76	-426.26	-1022.97
较上年同期增减	-154.87	1526.34	-1903.70	769.94	-618.02	-596.71
ROE	58.97%	21.87%	23.45%	21.32%	19.88%	13.14%
YOY (±)	5.89%	-37.11%	1.58%	-2.13%	-1.44%	-6.74%
资产负债率	34.54%	20.71%	22.88%	34.66%	32.08%	29.62%
YOY (±)	-4.12%	-13.83%	2.18%	11.78%	-2.57%	-2.46%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

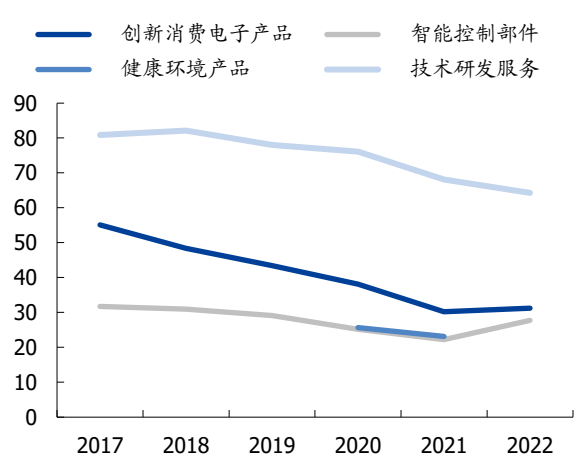
电子烟部件、雕刻机贡献主要收入，新品类放量高增。公司主要业务分为智能控制部件、创新消费电子、健康环境、汽车电子、技术研发服务、其他（雕刻机耗材、智能制造解决方案）等六大板块。其中，创新消费电子（主要为电子烟精密塑胶部件、雕刻机、电助力自行车）2017-2021年收入从23.81亿元增长至43.05亿元（CAGR为16.0%），为主要收入来源（占总收入比例约为61%），2022年收入为22.36亿元（同比-48.1%），主要系雕刻机客户下游需求疲软、下单节奏谨慎。健康环境与汽车电子等增量业务目前也已处于放量阶段，2021/2022年收入分别同比+19.2%/+41.3%、-57.2%/+52.6%（健康环境2023年伴随下游修复预计重返高增通道），占总收入比例目前分别为6.4%、8.3%。

图表2: 分产品收入结构变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 分产品毛利率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 产品梳理

品类	主要产品及客户	2017-2022 收入变化	2017-2022收入占比	部分产品图例
创新消费电子产品	电子烟精密塑胶部件（直接客户Venture等、间接客户PMI）、家用雕刻机（Cricut）、家用图标图案熨烫机、电助力自行车配件、TWS耳机、智能垃圾桶、家用食品粉末分配机、智能家居产品	23.81亿元-22.36亿元 (CAGR为-1.56%)	72.87%-51.47%	
智能控制部件	独立式: 演示器(罗技)、有线/无线3D鼠标(3D Connexion)、游戏鼠标、模拟游戏控制器(罗技)、视频会议系统(罗技) 嵌入式: 咖啡机器人界面模组(直接客户WIK、间接客户Nestle)、水冷散热控制系统(Asetek)	7.67亿元-10.20亿元 (CAGR为7.38%)	23.47%-23.47%	
健康环境产品	空气净化器、加湿器、除湿机、植物种植器、净水器	5.43亿元-2.77亿元 (CAGR为-49.1%)	10.23%-6.37%	
汽车电子类	车身娱乐: 智能座舱、车载显示器及车载中控 车身电子: 电子防眩镜、天窗控制模块、座椅控制及记忆模块、座椅通风加热模块、座椅解锁控制模块及方向盘加热模块 车联网: OBD行车记录仪 (金龙汽车、宇通客车、小鹏、蔚来、北汽新能源、比亚迪、奇瑞、长安、零跑、吉利等)	0.56亿元-3.60亿元 (CAGR为59.24%)	1.71%-8.29%	
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(罗技、PMI等)	0.32亿元-0.96亿元 (CAGR为31.48%)	0.99%-2.20%	
其他	家用雕刻机耗材(Cricut)、UMS智能制造解决方案(中小制造企业)	0.10亿元-3.57亿元 (CAGR为144.38%)	0.31%-8.21%	

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 国盛证券研究所 (健康环境业务收入 CAGR 为 2020-2022 年)

外销为主，三大产业基地共筑全球一体化供应链体系。公司收入结构以外销为主，占比常年高达90%之上，并通过控股&参股23家境外公司，实现全球化研发、生产、销售

布局。在研发&销售方面，分别在中国、欧洲、北美三地设有研发&市场中心，目前已拥有跨时区、跨区域、跨领域的国际化研发及市场推广能力。在生产方面，分别在中国（厦门为总部，漳州负责健康环境，上海负责汽车电子）、匈牙利（对接欧洲客户&开拓新能源业务）、马来西亚（对接北美客户&开拓食品、医疗、户外业务）建有智能制造基地，有效缩小客户服务半径。此外，在面对疫情、关税等事件时，公司全球一体化供应体系可有效统筹三地资源，分散产能压力，顺利平滑外部风险，截至 2021 年马来西亚基地产能占比已达 30%以上。

图表 5: 盈趣全球一体化布局



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

纵观公司发展历程, 可分为以下三个主要阶段:

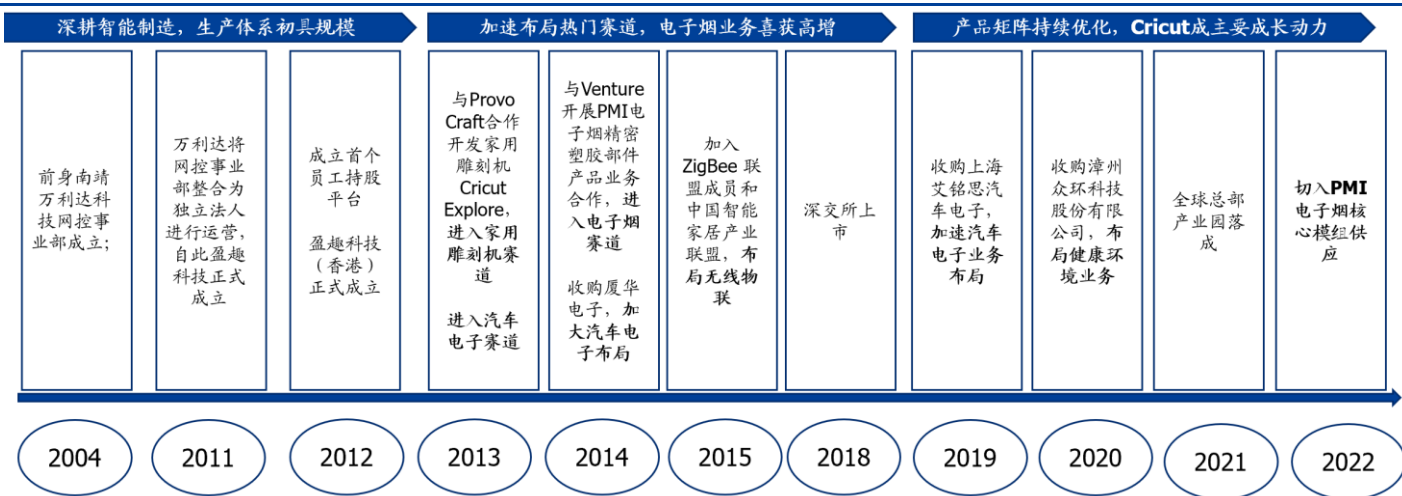
一、2004年-2012年: 深耕智能制造, 生产体系初具规模。盈趣科技前身南靖万利达科技网控事业部 2004 年正式成立, 其组建起源于与罗技合作网络遥控器开发。成功建立 UMS 系统并先后与罗技、SAC、SDATAWAY、WIK 等主要客户展开合作, 从事网络遥控器、咖啡机人机界面模组等智能控制部件生产开发业务。伴随客户数量增加、业务扩大, 原独立事业部模式难以满足发展需求, 因此 2011 年万利达将网控事业部整合为独立法人进行运营, 自此盈趣科技正式成立, 并在 2012 年成立首个员工持股平台, 与员工共享发展红利。

二、2013年-2017年: 加速布局热门赛道, 电子烟业务喜获高增。公司 2013 年与 Provo Craft 合作研发新款家用雕刻机、与 3Dconnexion 合作生产 3D 专业鼠标; 2014 年与 Venture 开展 PMI 电子烟精密塑胶部件产品业务合作, 2015 年实现向 Venture 子公司 Technocom 供货。2015-2017 年伴随 PMI 新型烟草放量, 公司电子烟业务从 1.01 亿元增长至 14.81 亿元 (CAGA 为 282.3%), 收入占比为 45.3%, 期间受益于公司塑胶产业链延伸&规模优势显现, 电子烟毛利率高达 66.9%, 驱动整体盈利能力于 2017 年达到高点。

三、2018年至今: 产品矩阵持续优化, Cricut 成主要成长动力。公司 2018 年成功上市, 2019 年收购上海艾铭思汽车控制系统有限公司, 加速汽车电子业务发展; 2020 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, 由于错判下游需求, 2018

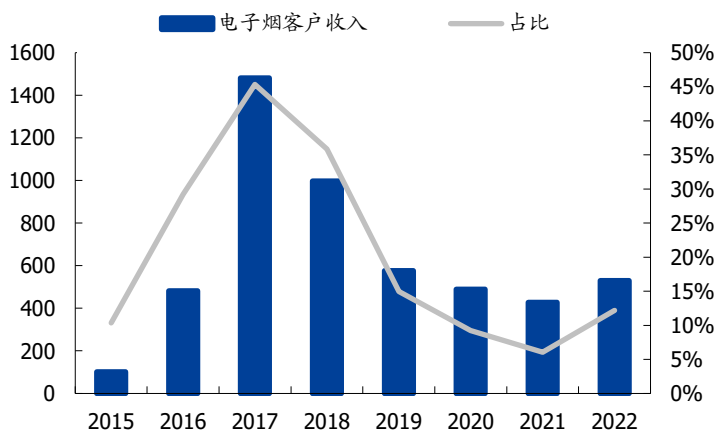
年 PMI 步入渠道去库周期 (PMI 自身 HTU 日本销量-31.5%)，导致盈趣电子烟业务大幅下滑，此后受制于竞争加剧，公司电子烟步入稳定发展期。同时，伴随全球消费升级、个性化需求提升，以及疫情“宅”经济催动，雕刻机业务逐年高增，2018-2021 年收入 CAGR 高达 58.4%，占比提至 56.1%(2022 年由于需求疲软、客户库存高企，同比-72.7%)。

图表 6: 盈趣发展历程



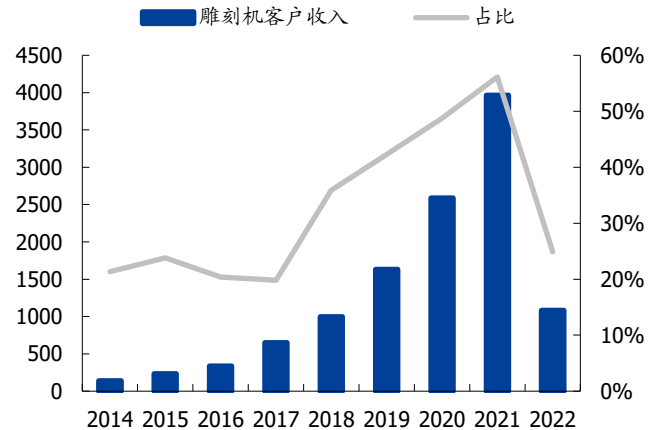
资料来源: 公司年报, 招股说明书, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 7: 电子烟客户收入及占比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 8: 雕刻机客户收入及占比 (单位: 百万元)

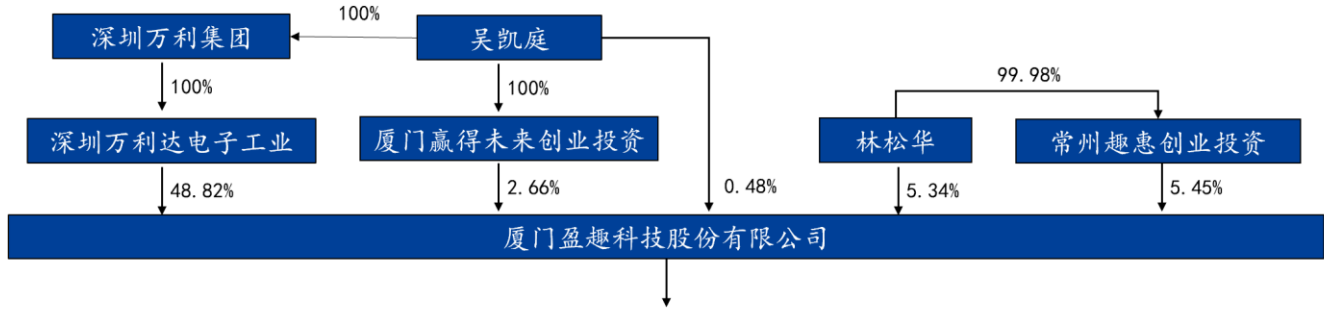


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

1.2 股权结构集中, 激励充沛、绑定人才

股权结构集中, 管理层经验丰富。截至 2023Q1, 公司实控人吴凯庭直接&间接持股比例为 52.0%, 2019 年卸任公司董事长职位。当前董事长为林松华, 为公司前身南靖万利达科技网控事业部主要负责人, 合计持有公司股权 10.8%。以林松华为主的高管团队经验丰富, 其中副总裁杨明、林先锋深谙一线研发&生产, 曾在富士康、麦克奥迪、厦门灿坤实业等全球知名电子科技公司任研发、技术工程师等职位。此外, 公司激励充沛, 2021 年股权激励计划囊括受益员工 (中层管理人员及核心技术&业务骨干) 449 人。

图表 9: 股权结构&部分子公司



贸易投资&管理: 盈趣科技(香港)(100%)、厦门盈趣进出口(100%)。

制造业: 厦门盈趣汽车电子(80%)、漳州盈塑工业(82%)、Intretech (Malaysia) Sdn. (99.38%)、Intretech Hungary Kft. (87%)、深圳市博发电子科技(51%)、漳州众环科技(70%)、东莞市音趣科技(67%)、SDATAWAY SA (100%)、苏州盈塑智能制造(100%)、福建盈塑塑胶(100%)、Insut (Malaysia) Sdn. (100%)、Insut Hungary (87%)、上海开铭智能科技(58%)、UMS Information Technology (Malaysia) (100%)、漳州盈万医疗器械(100%)、Ihastek (Malaysia) (100%)、Intretech Mould (Malaysia) Sdn. (100%)。

技术开发: 厦门攸信信息技术(88%)、厦门盈点科技(100%)、Knectek Labs (89%)、Intretech US (95%)、上海盈和电科技(59%)、漳州盈趣科技(100%)、台趣科技(100%)、Intretech (95%)、宁波盈瓴光电(54%)、盈趣(上海)汽车电子(100%)、厦门百变小鹿机器人(100%)、厦门攸信测试机器人研究院(70%)。

软件开发: 福州云卡科技(80%)、上海艾铭思汽车控制系统(61%)。

服务业: 厦门趣丫丫科技(77%)。

投资管理: 厦门菩提树(100%)、南平盈趣科技(100%)、SDH Holding SA (100%)、Intretech Enterprise Sdn. (100%)。

现代服务业(出租厂房): 漳州万利达生活电器(100%)。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 主要管理人员及董事会成员

姓名	职务	任职日期	从业履历
林松华	董事长	2019/05 2023/06	曾任厦华电子设计工程师、厦门群鑫机械工业有限公司技术中心主任、南靖万利达科技有限公司国际市场部产品经理、南靖万利达科技有限公司网控事业部总经理、本公司总经理; 现任本公司董事长。
杨明	董事、副总裁、轮值总裁(当值)	2017/06 2023/06	曾任富士康科技集团 NWING 事业群研发工程师、麦克奥迪实业集团有限公司开发工程师、南靖万利达科技有限公司网控事业部项目经理、项目部经理; 现任本公司董事、轮值总裁、当值总裁、副总裁。
林先锋	董事、副总裁、轮值总裁	2017/06 2023/06	曾任厦门灿坤实业股份有限公司技术工程师、南靖万利达科技有限公司网控事业部项目部经理; 现任本公司董事、轮值总裁、副总裁。
吴凯庭	董事(实际控制人)	2017/06 2023/06	曾任万利达集团有限公司副董事长、董事长、总经理、佳荣国际发展有限公司董事长、深圳万利达电子工业有限公司董事长、Malata Holdings Limited 董事、福建省总商会副会长、本公司董事长; 现任本公司董事。
吴雪芬	董事	2017/06 2023/06	曾任万利达集团有限公司投资部经理; 现任本公司董事。
李金苗	董事会秘书, 财务总监	2020/07 2023/06	曾任菲律宾 SM 集团晋江公司财务经理、福建安溪铁观音集团股份有限公司财务副总监、财务总监; 现任本公司董事会秘书、财务总监。

资料来源: Choice, 国盛证券研究所

图表 11: 2021 年限制性股票激励计划

激励对象	拟授予股票数量 (万股)	授予价格	解除限售期	考核指标 (以 2018-2020 年营业收入 平均值为基数)
中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干 (449 人)	368.0470		2021 年	2021 年营业收入增长率不低于 40%
预留部分	32.70	回购部分 23.00 元/股; 定向发行部分 30.97 元/股	2022 年	2022 年营业收入增长率不低于 50%
合计	400.7470		2023 年	2023 年营业收入增长率不低于 60%

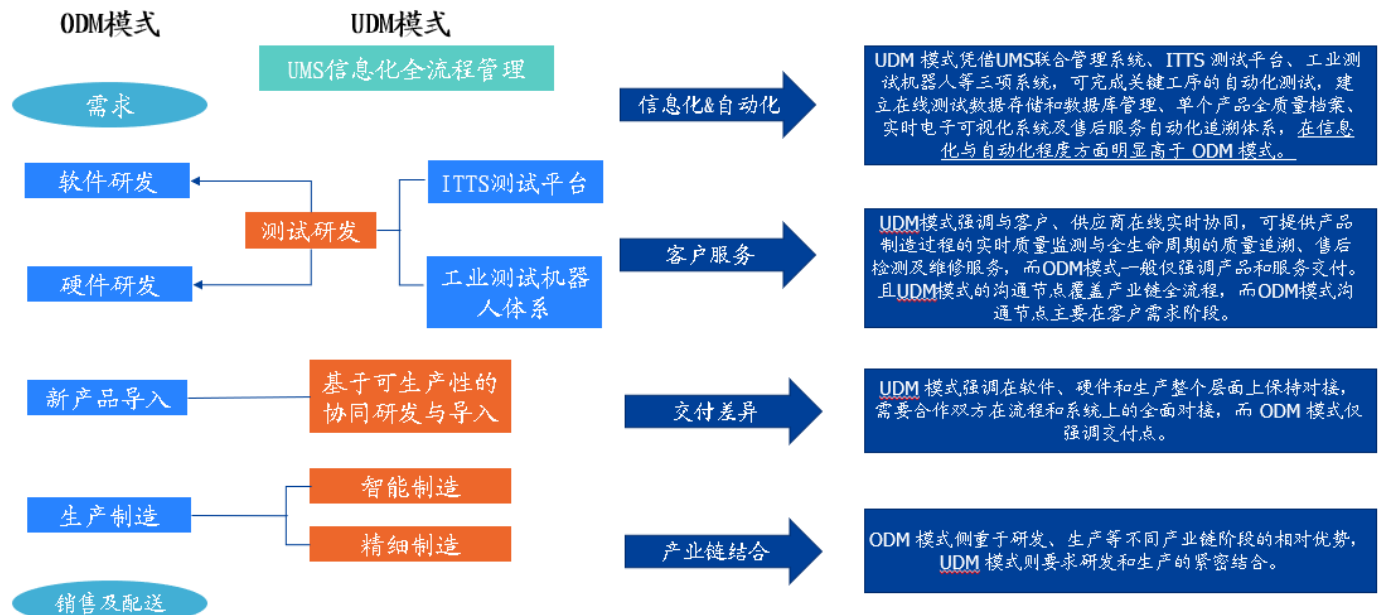
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. UDM 为核心护城河, 打造极致智能制造

2.1 智能制造优势显著, 满足降本增效&柔性生产需求

传统代工深度改革, UDM 优势显著。UDM 以 ODM 模式为基础, 通过盈趣自主创新的 UMS 系统, 可实现信息化、工业化深度融合, 并以客户为导向, 可为客户提供协同研发、智能制造、质量追溯等综合服务。在产品研发环节, 公司协同客户开发并完善电子电路、结构、软件、外观、可生产性等设计工作; 在采购环节, 可将供应商的下单同步至协同平台; 在生产环节, 可以向客户开放实时生产数据及质量检测数据, 大幅增加生产透明度以及客户体验感; 在售后环节, 客户可通过产品身份认证信息在全产品生命周期追溯产品质量。相较于 ODM 传统代工模式, 在信息化&自动化、客户服务等方面, UDM 成功实现深度改革, 因此公司在智能生产、客户绑定等方面表现优异。

图表 12: UDM 与 ODM 对比

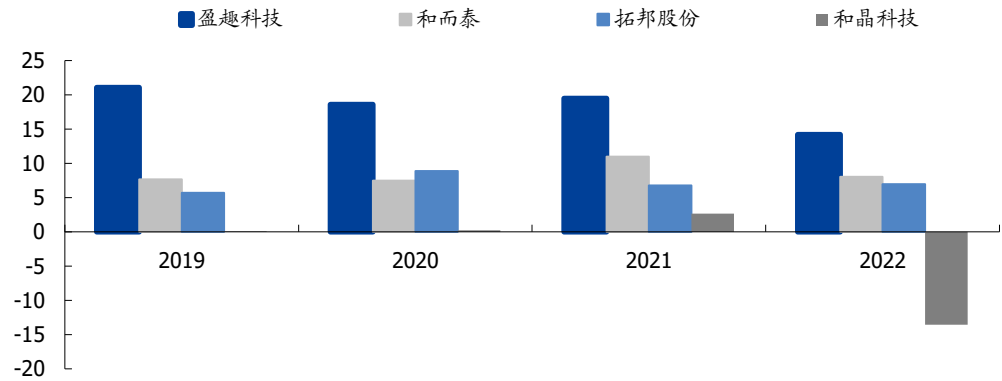


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

极致智能制造满足降本增效&柔性生产需求。盈趣已构建加工、贴片、组装、测试、包装等全流程的自动化生产体系, 可实现减少人工成本、提升生产效率以及产品良率 (良率 99.9% 以上), 相较可比公司, 毛利率、人均创收/创利等关键指标显著优于同行。此外, 由于公司具备部分自动化设备的自主研发能力 (高效调节生产参数, 实现一线多品), 并且在生产、品控、供应等环节已形成信息化综合管理体系, 因此可有效根据订单柔性

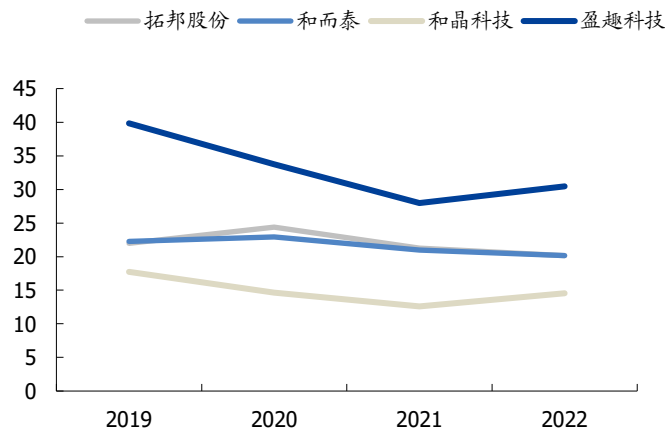
化调配人员、组织产线（贴片机换线时间可效控制在10分钟以内），实现多客户、多产品、多类型的生产需求。

图表 13: 可比公司人均创利 (单位: 万元/人)



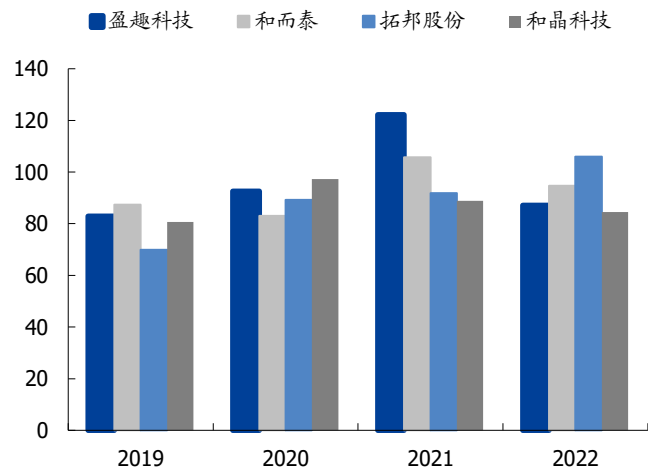
资料来源: Wind, 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 14: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 可比公司人均创收 (单位: 万元/人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 多元化服务共振，深度绑定大客户

切入前端研发，凭借优质服务深度绑定客户。根据招股书，盈趣最早于2004年就已成为罗技供应商，且于2011年之前就与SAC、SDATAWAY、WIK等客户建立合作关系。此后通过业内影响力提升，顺利切入PMI（全球烟草龙头）、Provo Craft（全球手工艺品龙头）等优质客户供应链，并且供应份额逐年提升。我们认为，公司与各大客户合作关系长久稳定主要基于UDM模式以客户为导向的服务特性：1）前期自主&协同研发提升服务附加值，2）在生产、售后等中后期提供增量服务。未来凭借客户自身稳健成长，公司有望持续获得增量订单。

图表 16: 盈趣科技下游客户品牌汇总

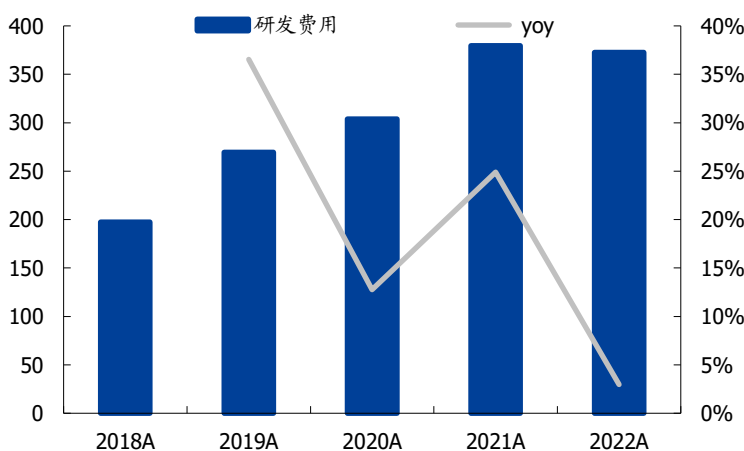


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1) 自主&协同研发提升服务附加值: 公司下游分布广泛, 其中部分客户伴随产业升级, 主动寻求产品电子化(香烟-->电子烟、家用手工艺品-->家用雕刻机、自行车-->电助力自行车), 但通常缺乏相关经验, 因此盈趣产研一体化服务吸引力极强。

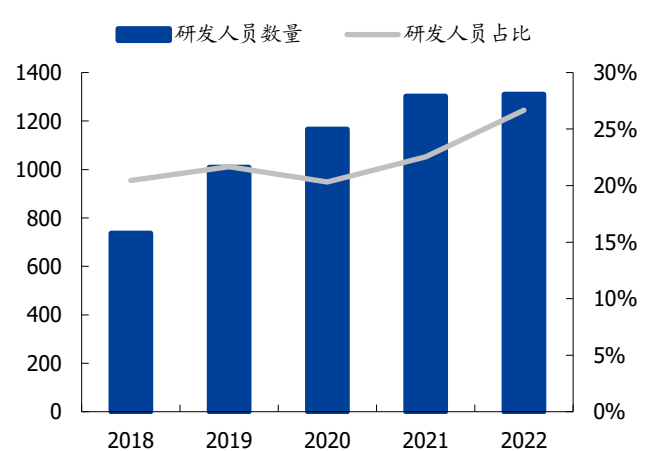
- 在自主研发模式中: 盈趣 2017-2022 年研发费用 CAGR 高达 17.2%, 研发人员占比常年高达 20% 之上 (2022 年已提至 26.7%)。在研发领域深度布局主要系公司将产品开发、设计向前延伸, 主动参与到下游客户前期的产品设计中, 且会对后期功能演变趋势和市场需求做出预估, 成立预先研发小组进行技术攻关&产品创新, 从而为现有客户提供附加价值、增加供应份额。
- 在协同研发模式中: 由于公司多年来已在产品材质、内部结构、电子电路、产品测试、工业设计等方面积累了大量相关技术, 因此在客户提出需求后, 公司可实现快速响应, 提供可生产性设计方案并与客户实时协同沟通。此外, 若客户提供产品软件, 公司亦可凭借 ITTS(盈趣测试系统)及工业测试机器人双重检测提升产品良率, 贡献附加价值。

图表 17: 研发费用及增速 (百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

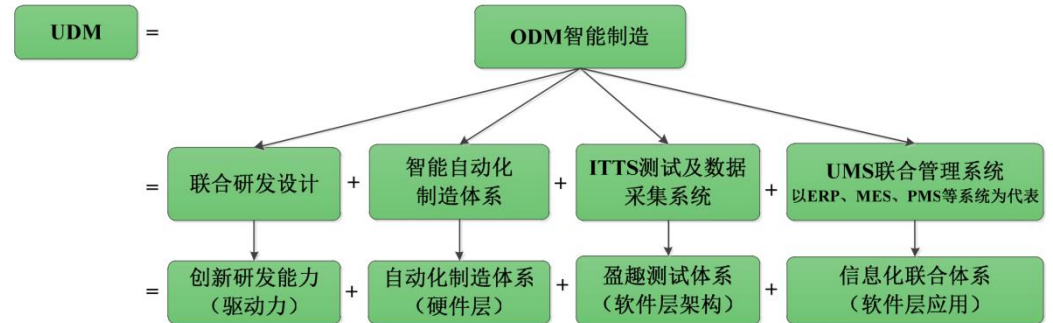
图表 18: 研发人员数量及占比 (人)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2) 在生产、售后等中后期环节提供增量服务：传统 ODM 模式通常仅强调产品和服务交付，但 UDM 强调与客户网络化在线实时协同。客户可通过 UMS 连接公司系统，实时抓取制造数据及质量检测数据，从而进行追溯、分析。实时沟通下，公司可有效提高研发效率、提高产品质量、加快物流周转速度、提升交货效率，大幅提升售后服务透明度、可追溯性与客户体验感，从而形成双方深度绑定。

图表 19: UDM 模式一览

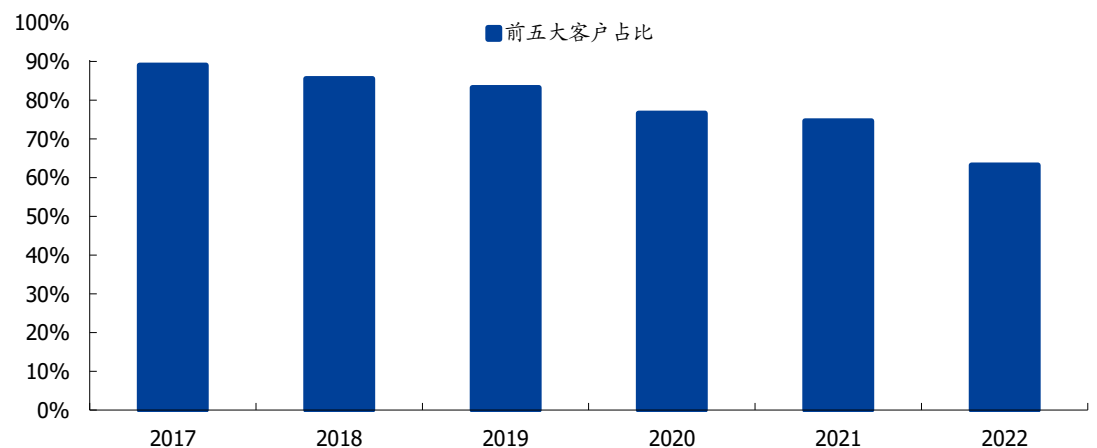


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3. 布局高潜赛道，多点共振助力业绩修复

下游领域分散、客户优质。盈趣下游极为分散，涉及烟草、手工艺、餐饮、游戏等众多领域，公司通常采取锚定策略，单一类别产品主要面向单一客户进行定制化销售，头部客户占比较为集中，2017-2021 年公司前五大客户占比均在 70% 之上（2022 年为 63.24%，下滑主要系雕刻机客户库存高企、需求承压）。我们认为，尽管客户高度集中会导致公司经营层面波动加剧，但由于客户通常为高潜赛道优质龙头企业，产品革新&渠道扩张远超同行，因此可为盈趣持续带来增量订单，推动整体规模稳步上行。

图表 20: 前五大客户收入占比



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.1 新型烟草：渗透率高速提升，盈趣绑定 PMI 有望获增量订单

3.1.1 加热卷烟优势突出，PMI 独树一帜

新型烟草减害属性突出，易获认可。与传统卷烟相较，新型烟草加热温度通常在 350 度以下，无需燃烧，通过加热即可将烟叶/烟油中尼古丁(尼古丁本身并非致癌物质)析出，而烟气中的焦油等有害化合物含量则大幅降低，其减害属性已被包括美国、英国、德国、荷兰、比利时、韩国、日本在内的多国官方卫生机构认可。我们认为全球控烟原因主要系吸烟影响身体健康，新型烟草减害性证实后，有望逐步获得各国政策支持。

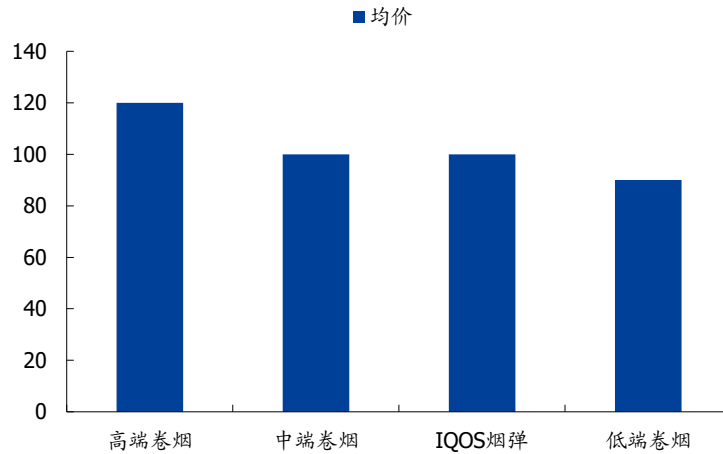
图表 21: 各国卫生机构对新型烟草制品减害性调查

国家	机构	结论
美国	食品和药物管理局 (FDA)	2020 年 7 月通过 PMI (菲莫国际) IQOS 的 MRTPA (减害烟草产品申请)，明确表明加热不燃烧产品 (HNB) 相较传统香烟，有害化学物和潜在危害明显降低。 <u>从传统香烟转化到 IQOS 的使用可以减少人体接触 15 种有害或潜在有害化学物质的机会。</u>
英国	公共卫生部门 (PHE)	以菲莫国际的 IQOS、英美烟草的 glo 和日本烟草的 Ploom TECH 作为研究目标，发现与香烟烟雾相比，加热烟草产品可能会让使用者和旁观者接触到更低水平的颗粒物、有害和潜在有害化合物。并且有证据表明， <u>加热烟草产品的危害可能比烟草香烟小得多。</u>
英国	英国毒性委员会 (UK COT)	通过审查菲莫国际的 IQOS 和英美烟草的 iFUSE，表示加热烟草产品虽然仍对健康有害，但其风险可能低于传统香烟， <u>传统卷烟使用者可通过使用加热不燃烧烟草降低风险。</u>
德国	联邦风险评估研究所 (BfR)	对 IQOS 烟草加热系统的气溶胶进行了分析， <u>发现与香烟烟雾相比，某些有害物质的含量有所降低(80%-99%)。</u> 这项研究发表于 2018 年，与制造商(菲利普·莫里斯国际公司)已经发布的数据一致。
荷兰	国家公共卫生环境研究所 (RIVM)	根据其气溶胶化学测量得出结论：使用 IQOS 加热棒对健康有害，但可能比吸烟的危害小，并且测量结果与菲莫国际的数据具有相同的量级。
比利时	高级卫生委员会 (CSS)	消费者从传统香烟切换到加热烟草产品(IQOS 或 GLO)后，暴露于有害和潜在有害化合物的生物标记物浓度出现显著下降。这表明， <u>如果消费者放弃传统烟草，转而使用加热烟草产品，患病风险可能会降低。</u>
日本	环境健康部 (国立公共卫生研究所分支机构)	在进行了一项比较 IQOS 气溶胶和香烟烟雾中化学物质水平的研究后，该研究的作者得出结论： <u>“IQOS 主流烟雾中的有害化合物的浓度水平远低于常规燃烧香烟。”</u>

资料来源：PMI 官网，国盛证券研究所

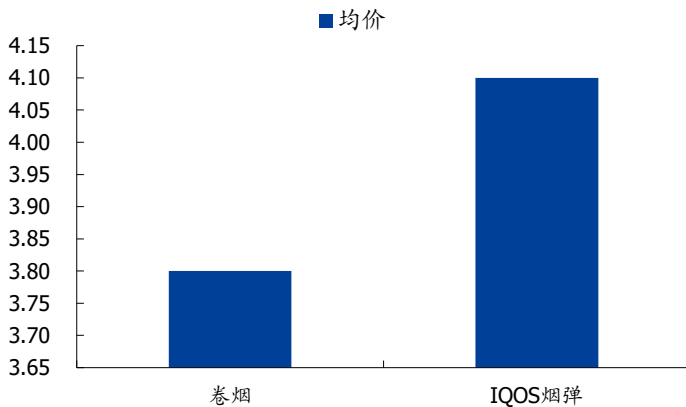
新型烟草产业链利润率较高，龙头推动意愿强烈。新型烟草售价&毛利率普遍高于传统卷烟。以菲莫国际 IQOS 为例，其烟弹均价为 4.1 美元/包，高于传统卷烟 3.8 美元/包，毛利率较卷烟高出 10pct。此外，若 IQOS 烟弹终端加价 0.1 美元，提价率较传统卷烟低 0.2pct，但对公司整体收入提升比率则高出 2.1pct，因此各龙头烟企在全球传统卷烟销量下滑背景下，推动新型烟草意愿强烈。

图表 22: IQOS 烟弹价格水平接近中型卷烟 (无单位)



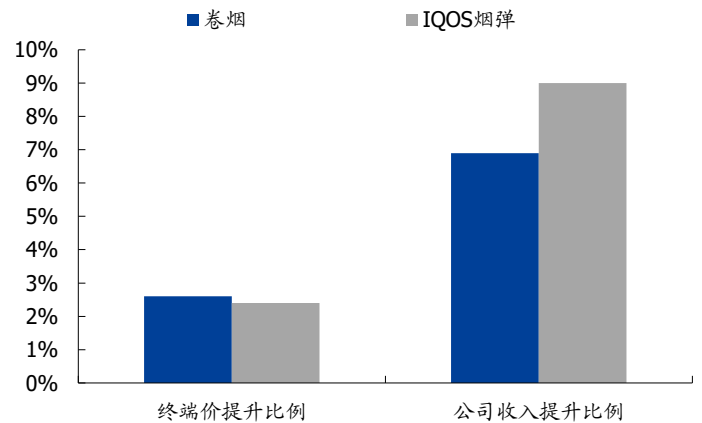
资料来源: PMI 公告, 国盛证券研究所 (100 为中端卷烟价格系数)

图表 23: IQOS 烟弹和传统卷烟售价比较 (单位: 美元/包)



资料来源: PMI 公告, 国盛证券研究所

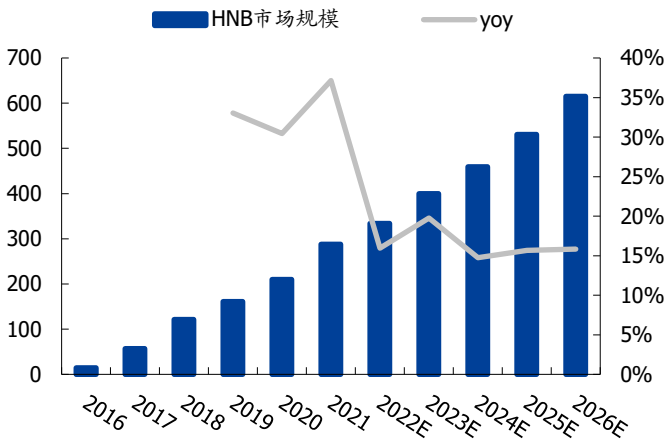
图表 24: IQOS 烟弹终端加价 0.1 美元对终端价格/收入提升比例



资料来源: PMI 公告, 国盛证券研究所

新型烟草主要分为 **HNB (加热不燃烧)** 和 **雾化电子烟**, **HNB 对卷烟替代性更强**。HNB 是通过加热烟草薄片 (原材料为烟叶) 产生烟气, 接近真烟口感, 因此目标人群主要为传统卷烟使用者。雾化电子烟则是将含有尼古丁的烟油雾化成气体, 便捷、时尚, 对年轻烟民吸引力强。2021 年全球雾化电子烟和 HNB 市场规模分别为 228/288 亿美元, 虽然 HNB 起步较晚, 但凭借对卷烟强替代性、烟民转化率极高, 过去五年 CAGR 高达 83.1%, 高于雾化电子烟的 18.6%。根据 公司年报, 2026 年 HNB 和雾化电子烟市场规模将分别为 615/422 亿美元, 5 年 CAGR 为 16.4%/13.1%。

图表 25: 全球 HNB 市场规模及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 26: 全球雾化电子烟市场规模及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

HNB 主要由传统烟草集团领衔, 有望维持行业高集中度。传统卷烟/HNB/雾化电子烟全球 CR5 分别为 84.2%/99.7%/51.2%, 其中传统卷烟和 HNB 主要玩家由传统烟草集团领衔, 而雾化电子烟中则出现像类似 JUUL 和雾芯国际的新晋玩家。我们认为, 雾化电子烟主要原材料为电子烟油 (甘油添加尼古丁盐), 而 HNB 主要原料依然为烟叶制作而成的烟草薄片, 因此 HNB 本质更接近于卷烟; 类似菲莫的传统烟草龙头可在 HNB 领域加大研发、营销、渠道等方面的投入, 因此具备明显领先优势。此外, 烟叶通常属于管制物资导致行业进入门槛较高, 对标卷烟, HNB 竞争格局有望长期维持高集中度。

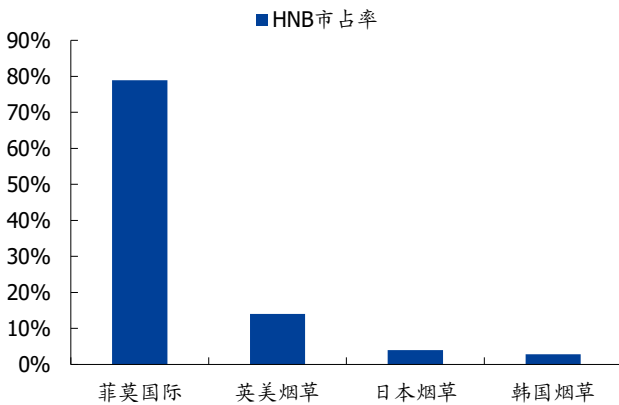
图表 27: 2020 年卷烟/雾化/HNB 市占率比较

排名	传统卷烟	雾化	HNB
1	中国烟草总公司 48.0%	JUUL Labs 27.1%	菲莫国际 78.9%
2	英美烟草集团 12.3%	英美烟草集团 14.3%	英美烟草集团 14.0%
3	菲莫国际 12.3%	雾芯科技 4.5%	日本烟草公司 4.0%
4	日本烟草公司 8.1%	帝国烟草公司 2.8%	KT&G 2.8%
5	帝国烟草公司 3.5%	日本烟草公司 2.5%	奥驰亚集团 0.0%

资料来源: Nicotin trend report, 国盛证券研究所

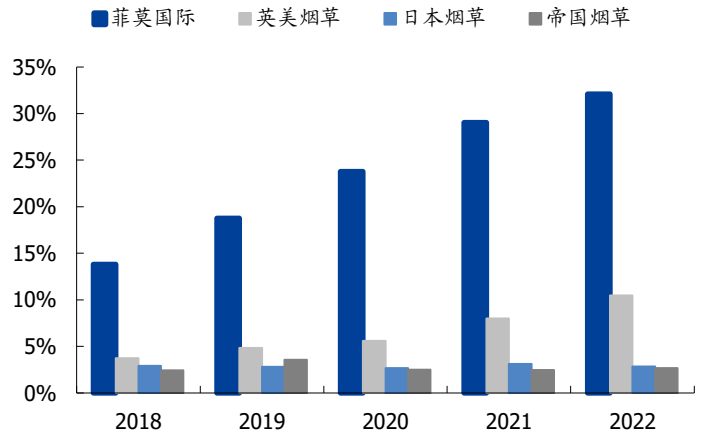
HNB 一超多强, IQOS 全球市占率第一。在全球传统四大烟草公司中, PMI 新型烟草布局明显领先, 2022 年公司新型烟草收入为 101.90 亿美元 (同比+9.1%), 占总营收比例为 32.1% (同比+3.06pct, 其中 Q4 占比高达 36.0%)。同期内英美烟草/帝国烟草/日本烟草新型烟草业务占比仅为 10.5%/2.8%/2.7%。2022 年 IQOS 在全球使用人数达 2490 万 (同比+370 万人), 其中使用者转化率为 71.5%, 烟弹出货量高达 1092 亿支 (同比+14.9%)。根据全球尼古丁趋势报告, 2020 年 IQOS 全球市占率已达到 78.9%, 其后的英美烟草 GLO 和日本烟草 PLOOM 仅为 14.0%/4.0%。

图表 28: 全球 HNB 市占率



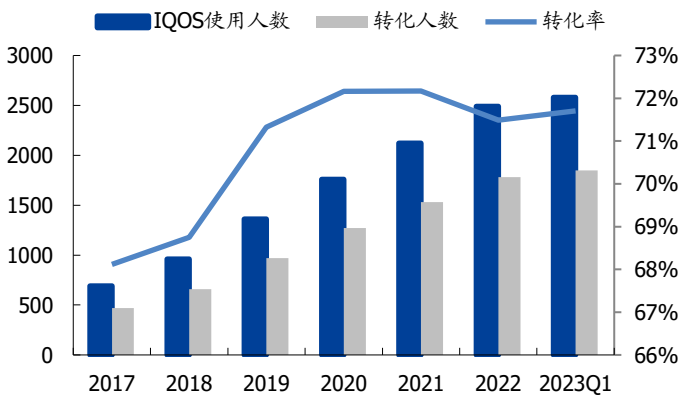
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 29: 四大烟草公司新型烟草业务收入占比



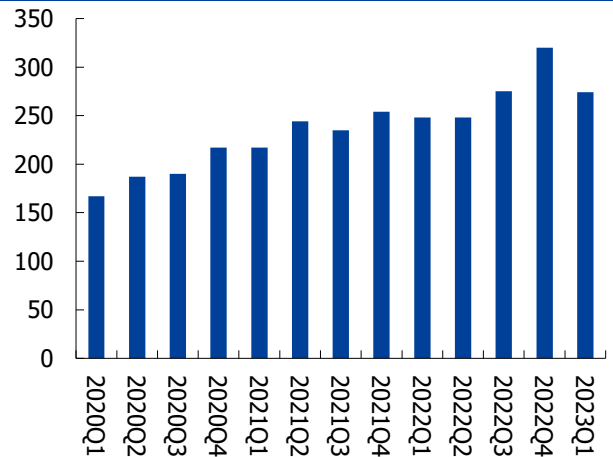
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 30: IQOS 转化率及使用人数 (万人)



资料来源: PMI 年报, 国盛证券研究所

图表 31: 新型烟草出货量 (亿支)



资料来源: PMI 季报, 国盛证券研究所 (2022 年末包含俄乌)

3.1.2 创新理念高度契同, 供应份额有望持续攀升

重视研发、聚焦产品, PMI 成功理念与盈趣高度契同。我们认为, 菲莫国际在新型烟草方面取得巨大成就主要受益于深入研发带来的高速产品革新。纵观其产品发展历程, 每届新品推出均在外观、使用体验等方面进行改革性创新, 在刺激终端销量高增的同时, 亦可为上游供应商持续带来增量。此外, IQOS 产品更新频率逐年加速, 因此要求供应商具备灵活转产&协同研发, 与盈趣 UDM 模式高度契同。

- **深入研发:** 自从公司 2008 年重启新型烟草研发, 已累计投入超 105 亿美元, 拥有 930 位相关科学家、工程师以及技术人员, 累计专利超 1300 项。新型烟草研发费用占总研发费用比例不断提升, 2021 年高达 99%, 产品力&卷烟替代性不断提升。
- **产品迭代 (烟具):** 公司 30 年内不断提升 HNB 产品性能以及消费者体验, IQOS 系列目前已经历六次迭代, 最新产品 IQOS ILUMA 采用电磁循环加热系统, 保证产品使用便捷、无需清洁, 大幅提升用户消费体验, 一经推出大受欢迎, 在日本、韩国、瑞士等国推出后, 成功驱动公司市场渗透率高斜率提升, 目前用户总数已接近 1000 万人。

图表 32: PMI 新型烟草发展历程图



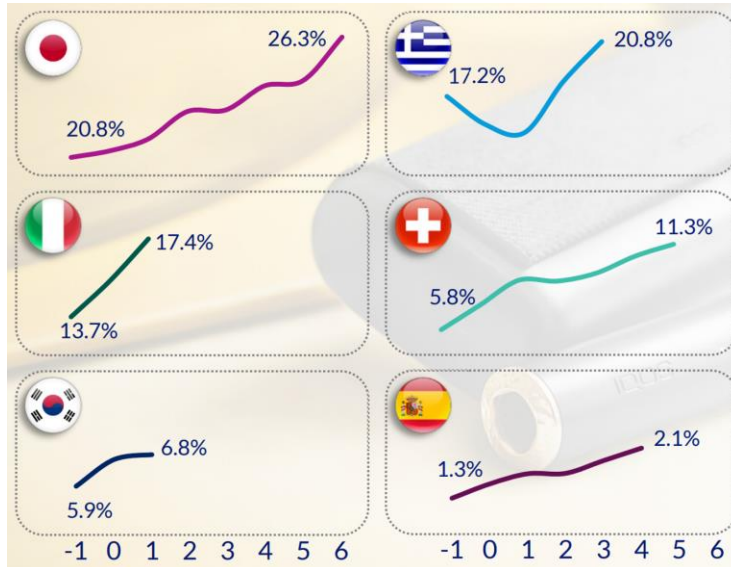
资料来源: PMI SCIENCE, 国盛证券研究所

图表 33: 菲莫国际各项指标明细

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新型烟草研发支出占总研发费比例	70%	72%	74%	92%	98%	99%	99%
新型烟草营销支出占总营销费比例	8%	15%	39%	60%	71%	76%	73%
新型烟草营收占比	0.2%	2.7%	12.7%	13.8%	18.7%	23.8%	29.1%
HNB 烟草销量占总烟草销量比例	0%	0.9%	4.5%	5.3%	7.8%	10.8%	13.2%
HNB 转化 (从卷烟) 人数 (百万人)	-	1.5	4.7	6.6	9.6	12.8	15.3
HNB 转化率 (从卷烟)			68%	69%	71%	73%	72%
新型烟草营收占比超过 50% 的市场数量	-	-	1	3	4	5	10

资料来源: PMI 年报, 国盛证券研究所

图表 34: ILUMA 发布后菲莫 HNB 在当地市场渗透率变化



资料来源: PMI 季报, 国盛证券研究所 (-1 代表发布前一个季度)

PMI 笃定前行, 盈趣成长空间逐步扩宽。

1) 烟具换代释放大量新增需求, 顺利切入核心部件供应: PMI 目前立志构建无烟社会, 宣布未来十年率先在日本推出传统卷烟销售市场, 并计划 2025 年实现新型烟草业务占比达 50%。为实现此目标, 公司大力推行卷烟替代效用更高的新品 IQOS Iluma (电磁加热), 并计划逐渐在日本停止前代产品销售 (刀片式加热)。由于盈趣主供烟具 (耐用品) 部分塑胶部件, 因此电子烟业务收入高度依赖于烟具革新 & 新增用户 (增长曲线斜率放缓), 2022Q4 IQOS 在日本渗透率已高达 23.4% (烟弹出货量/全行业烟草产品出货量), 因此 IQOS 烟具革新有望为公司带来大量换新需求。此外, 公司已顺利切入 IQOS 新品核心部件供应链, 已在 2022 年底实现量产及小批量供货, 预计 2023 年有望带来确定性增量。

2) 美国市场重启, 供应地位升级。 PMI 目前已买断 IQOS 美国独家经营权 (当前由奥驰亚掌握), 2024 年 4 月有望重返美国市场。菲莫拥有全方位技术以及资金背书, 可通过 IQOS 实现美国成年烟民利益最大化, 充分符合目前 FDA 目前替烟主基调 (IQOS 为全美首个且唯一一款通过 FDA PMTA 验证的 HNB 产品)。预计待菲莫回归美国市场 (全球最大新型烟草制品市场), IQOS 设备量级有望迎来实质性飞跃。此外, 公司已于 2022 年争取到整机项目, 实现了从开发设计 → 精密塑胶部件 → 核心部件 → 整机组装的全产业链垂直整合, 预计于 2023Q3 实现量产且全年电子烟业务会占比可重回 20%+, 成长空间充足。

图表 35: 截至 2023 年 2 月 4 日美国电子烟产品获得 PMTA 授权名单

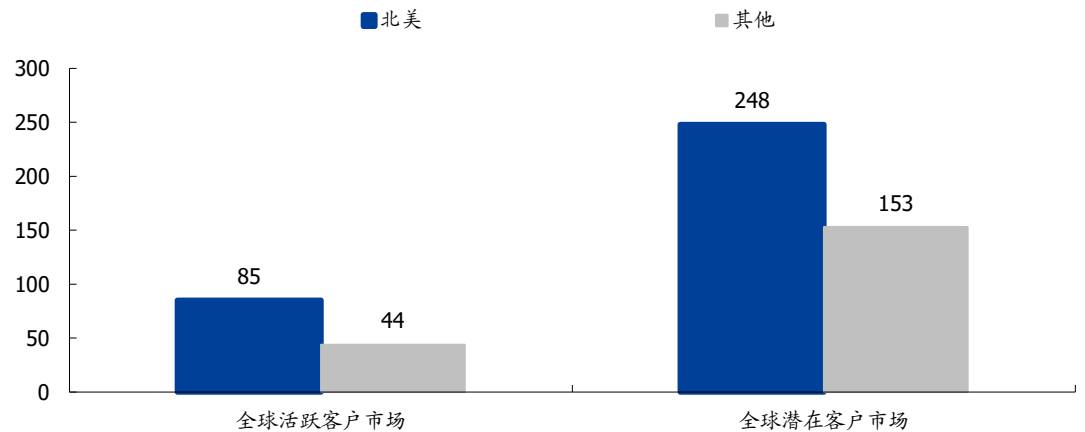
公司	产品	时间
Philip Morris Products S.A.	Marlboro Sienna Heatsticks	01/26/2023
	Marlboro Bronze Heatsticks	
	Marlboro Amber Heatsticks	
NJOY LLC	NJOY DAILY Rich Tobacco 4.5%	06/10/2022
	NJOY DAILY EXTRA Rich Tobacco 6%	
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Vibe Power Unit	05/12/2022
	Vuse Vibe Tank Original 3.0%	
	Vuse Vibe Power Unit	
	Vuse Ciro Power Unit	
	Vuse Ciro Cartridge Original 1.5%	
NJOY LLC	NJOY ACE Device	04/26/2022
	NJOY ACE POD Classic Tobacco 2.4%	
	NJOY ACE POD Classic Tobacco 5%	
	NJOY ACE POD Rich Tobacco 5%	
Logic Technology Development LLC	Logic Regular Cartridge/Capsule Package	03/24/2022
	Logic Vapeleaf Cartridge/Capsule Package	
	Logic Vapeleaf Tobacco Vapor System	
	Logic Pro Tobacco e-Liquid Package	
	Logic Pro Capsule Tank System	
	Logic Pro Capsule Tank System	
	Logic Power Tobacco e-Liquid Package	
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Solo Power Unit	10/12/2021
Philip Morris Products S.A.	Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1	12.07/2020
	Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2	
Philip Morris Products S.A.	IQOS System Holder and Charger	04/30/2019
	Marlboro Heatsticks	
	Marlboro Smooth Menthol Heatsticks	
Philip Morris Products S.A.	Marlboro Fresh Menthol Heatsticks	04/30/2019
	IQOS System Holder and Charger	

资料来源: FDA 官网, 国盛证券研究所

3.2 家用雕刻机: 行业空间广阔, 静待 2023 年企稳回升

行业空间广阔, 渗透率有望持续提升。家用雕刻机采用刀片镂空技术切割事先设计的图形, 多用于家庭手工制作贺卡、剪纸、礼盒、名片、拼图、纸模制作等, 并且可与智能终端连接, 具备良好 DIY 体验, 主要在北美、欧洲等国较流行。根据 Cricut 招股书, 其全球活跃客户市场 (SAM) 用户数量高达 1.29 亿人 (其中北美市场 8500 万人, 其余国际市场 4400 万人)、全球潜在客户市场 (TAM) 容量高达 4.02 亿人 (其中北美市场 2.48 亿人, 其余国际市场 1.53 亿人), 截至 2022Q4, Cricut 在其全球活跃客户市场中渗透率仅为 6%+, 未来伴随个性化手工制作需求升级, 家用雕刻机有望切入更多国家和地区, Cricut 渗透率预计仍有较大提升空间。

图表 36: 雕刻机市场容量 (百万人)



资料来源: Cricut 季报, 国盛证券研究所

通胀压制需求, 2023Q2 有望筑底回升。2022 年 Cricut 总收入为 8.86 亿美元 (同比 -32%), 收入下降主要系 2021 年疫情背景下需求激增导致基数较高, 且 2022 年由于海外高通胀致需求疲软。目前 Cricut 通过建造社群以及积极发力营销, 用户数量&订阅收入稳步增长, 长线需求逻辑仍存, 在 2023Q1 用户总数已达 823.9 万人 (同比+19.3%), 订阅收入达 0.75 亿美元 (同比+16%)。展望 2023 年, 尽管由于需求不振、下游经销商下单谨慎, Q1 收入仍处承压状态, 但凭借 1) 简化购买流程、2) 加大营销力度 (全网粉丝达 610 万人, TOP5 话题曝光量达 85 亿次)、3) 进军全球市场 (2022 年新增 5 个地区, 目前产品已在全球 50+ 国销售), 公司预计 Q2 起收入有望筑底回升。

图表 37: Cricut 季度拆分

单位: 百万美元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
总收入	323.82	334.49	260.09	387.83	244.78	183.76	177.00	280.76	181.28
yoy	126.0%	42.1%	24.4%	4.5%	-24.4%	-45.1%	-31.9%	-27.6%	-25.9%
毛利率	37.1%	39.0%	39.2%	27.0%	40.5%	46.2%	46.2%	29.8%	42.3%
净利润	49.54	49.17	29.91	12.02	23.50	13.78	12.39	10.89	9.10
净利率	15.3%	14.7%	11.5%	3.1%	9.6%	7.5%	7.0%	3.9%	5.0%
分品类拆分									
Connected Machine (雕刻机)	141.32	146.33	102.45	158.11	62.39	35.44	52.42	102.31	34.13
yoy	148.0%	29.0%	36.0%	-7.0%	-56.0%	-76.0%	-49.0%	-35.0%	-45.0%
毛利率	15.3%	20.6%	14.5%	-1.5%	2.7%	1.6%	6.1%	2.8%	3.1%
Subscription (订阅收入)	46.14	50.67	53.30	55.74	64.78	67.60	68.87	71.10	75.08
yoy	141.0%	111.0%	71.0%	51.0%	40.0%	33.0%	29.0%	28.0%	16.0%
毛利率	90.7%	89.6%	88.9%	88.4%	90.3%	90.9%	90.6%	89.5%	89.8%
Accessories&Materials (配件&耗材)	136.36	137.49	104.33	173.98	117.61	80.72	55.71	107.35	72.01
yoy	102.0%	40.0%	2.0%	7.0%	-14.0%	-41.0%	-47.0%	-38.0%	-39.0%
毛利率	41.7%	39.9%	38.2%	33.3%	33.0%	29.1%	29.2%	15.9%	11.3%
库存情况									
库存	301.78	426.90	524.58	454.17	483.01	484.22	483.75	351.68	293.70
yoy				82.6%	60.1%	13.4%	-7.8%	-22.6%	-39.2%
用户数量 (千人)									
总用户数量	4939.00	5373.00	5732.00	6409.00	6904.00	7192.00	7457.00	7893.00	8239.00
yoy	76.2%	64.1%	55.7%	48.3%	39.8%	33.9%	30.1%	23.2%	19.3%
活跃用户数量	3054.00	3145.00	3200.00	3828.00	3703.00	3670.00	3564.00	4050.00	3710.00
活跃用户占比	61.8%	58.5%	55.8%	59.7%	53.6%	51.0%	47.8%	51.3%	45.0%

资料来源: Cricut 季报, 国盛证券研究所

一体化供应实现深度绑定, 有望受益于客户库存优化。盈趣自 2013 年起与 Provo Craft (Cricut) 合作研发新款家用雕刻机, 为其核心供应商。此后为优化服务, 在 2018 年建立漳州分公司生产雕刻机产品配套耗材, 通过一体化供应成功与 Cricut 实现深度绑定。2022 年由于 1) 海外疫情放开后“宅经济”热潮退温, 2) 供应链紧张, Cricut 在 2021 年大批量备货 (当年合作金额高达 39.63 亿元, 占总收入比例高达 56.1%) 导致库存高企, 因此预计盈趣供货金额 2022 年大幅度下滑。但展望 2023 年, CricutQ1 库存压力环比大幅缓解, 伴随收入回暖, 盈趣雕刻机业务有望逐步恢复稳定增长。

3.3 智能控制部件：行业高速扩容，核心客户新品类带来增量

供需双向推动行业扩容。从需求端来看，智能控制部件市场应用场景不断丰富，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得到快速推广；从供给端来看，随着传感、通讯、互联网、3C融合及人工智能等相关技术不断发展，使智能控制部件功能日益丰富。根据弗若斯特沙利文数据，2015-2019年全球智能控制器行业CAGR为5.9%，预计2024年市场规模将稳增至约2万亿美元（5年CAGR为4.9%），其中中国市场规模预计增至约3.8万亿元（5年CAGR为12.1%）。

图表 38: 智能控制器全球市场规模 (亿美元)



图表 39: 智能控制器中国市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

老客户新业务，开辟增量空间。罗技为全球知名电脑周边设备品牌商，盈趣前身南靖网控事业部成立初衷即与罗技合作进行网络遥控器的技术开发&产品研制，为公司核心客户之一。受益于双方多年稳定合作关系，在面临网络遥控器生命周期下行情况下，公司成功切入罗技游戏（GAMING）、视频会议（VIDEO）事业部，供应游戏鼠标、视频会议等产品。目前罗技游戏、视频会议处于高速成长期，2020-2022年CAGR分别高达45.0%、65.2%，合计占总收入比例已经高达44.7%（相较FY2020+9.2pct），已成为罗技最看好的两个产品方向。目前盈趣供应体量占罗技收入比例不到10%，2023年伴随视频会议渗透率稳升、游行新领域产品量产，预计合作份额维持稳定增长。

图表 40: 罗技收入结构拆分 (单位: 亿美元)

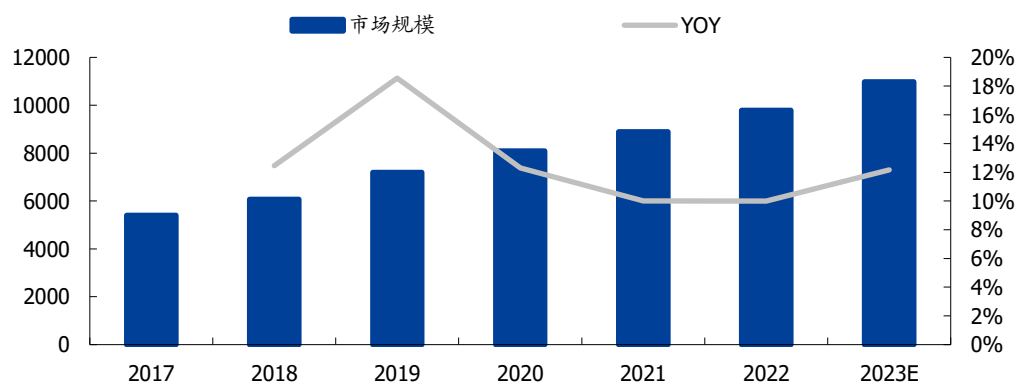
	FY2022	FY2021	FY2020	2020-2022CAGR/收入占比变化
定点设备	7.81	6.81	5.45	19.77%
占比	14.25%	12.96%	18.30%	-4.05
键盘&组件	9.67	7.84	5.72	30.07%
占比	17.65%	14.94%	19.21%	-1.56
电脑摄像头	4.04	4.40	1.29	76.76%
占比	7.36%	8.37%	4.34%	3.02
平板电脑&配件	3.10	3.84	1.35	51.39%
占比	5.66%	7.32%	4.55%	1.11
游戏	14.52	12.39	6.90	45.04%
占比	26.49%	23.59%	23.19%	3.30
视频协同	9.97	10.45	3.66	65.15%
占比	18.19%	19.89%	12.29%	5.91
移动音响	1.50	1.75	2.22	-17.82%
占比	2.73%	3.33%	7.45%	-4.72
音频可穿戴设备	4.01	4.69	2.74	21.09%
占比	7.32%	8.93%	9.20%	-1.88
智能家居	0.18	0.34	0.43	-34.78%
占比	0.34%	0.65%	1.46%	-1.12
其他	0.00	0.01	0.00	-26.41%
占比	0.00%	0.01%	0.01%	-0.01

资料来源: 罗技 2022 年报, 国盛证券研究所 (罗技财年结束于每年 3 月 31 日)

3.4 汽车电子&健康环境双成长, 高潜品类逐步放量

新能源&电子化共驱汽车电子长景气周期。2022 年我国汽车销量为 2686.4 万辆 (同比 +2.1%), 其中乘用车/新能源车销量分别为 2356.3 万辆/688.7 万辆 (同比分别 +9.5%/93.4%), 新能源车销量渗透率已高达 25.6%。伴随新能源车渗透率提升, 以及消费者对驾驶安全/舒适/娱乐性要求提升, 汽车电子市场规模实现稳健增长, 2017-2022 年 CAGR 达 12.6%。展望未来, 汽车电子占整车制造成本比重有望逐年增长 (2020 年-2030 年预计将从 34.3%增至 49.6%), 行业规模有望长期维持稳增态势。

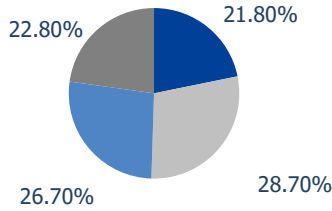
图表 41: 汽车电子市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 42: 汽车电子行业细分产品占比

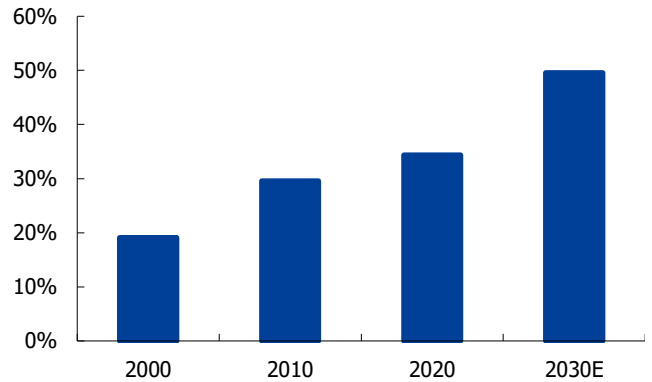
■ 车载电子 ■ 动力控制系统 ■ 底盘与安全控制系统 ■ 车身电子



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 43: 汽车电子占整车制造成本比例

■ 2000-2023年汽车电子占整车制造成本比重预测趋势图



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

切入乘用车&新能源客户,汽车电子有望维系高增。公司于2013年起布局汽车电子业务,2014年通过收购厦华电子成功实现规模扩张&技术累积,早期聚焦客车市场,主要客户为金龙客车、宇通汽车等。伴随公司技术&产品&研发等优势显现,在电子防眩镜、天窗控制及座椅控制等智能控制模块产品份额持续增长,智能座舱亦已顺利量产,成功跻身小鹏、蔚来、北汽新能源、华为、吉利等乘用车/新能源车企供应链(乘用车占比达80%左右)。此外,为整合产业资源&提升生产规模优势,公司加大在长三角投资布局,在上海建设研发、制造及市场中心,有望助力公司份额进一步提升,驱动汽车电子业务维系高增。

图表 44: 公司汽车电子产品矩阵

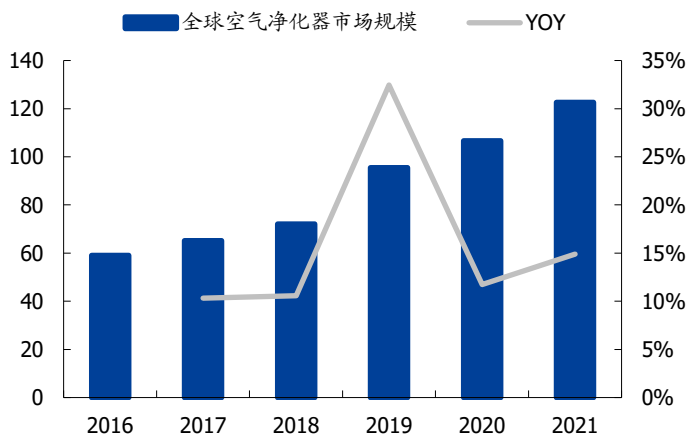
产品分类	产品名称	产品用途	图例
车身娱乐	车载显示器	15寸~32寸车载电动/手动/固定系列高清显示器,配置LED低功耗高清显示屏, CVBS/HDMI/VGA多种可选接口,高抗振性设计,适用各种车型安装。	
	车载大屏中控	7寸~15.6寸车载大屏中控系列产品,具有车载导航功能、影音娱乐双区控制功能、触摸屏集成车身控制(灯光、空调)功能。	
	智能座舱	通过提供座舱域控制器、屏控类产品(后排空调控制仪表、扶手屏等)、屏显类产品(吸顶屏、时钟屏、仪表屏等)等,实现汽车座舱智能化体验,为乘客打造驾驶、娱乐、会议、休憩等不同场景下的需求应用。	
车身电子	电子防眩镜	车载无边框电子防眩目内后视镜系列产品,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,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。	
	座椅记忆模块	产品可实现电动调节座椅、靠背、坐垫等位置,上下车迎宾、座椅防夹、加热通风、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,使座椅更加智能。	
车联网产品	方向盘离手检测及加热控制模块	产品集成方向盘加热,离子检测等控制,检测司机手握方向盘的情况,为自动驾驶模块提供方向盘控制信息。另外,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。	
	OBD 行车记录仪	产品具有BT/3G/4G/CAT-M多种传输模式,与车上的OBD接口连接,及时读取车辆状况,并通过通讯网络及时传到后台及车主,对车辆进行有效地管理及监控。	

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

健康环境：高潜赛道短暂承压，2023有望回归高增通道。公司2020年通过收购众环科技切入健康环境领域，主要通过ODM形式出口欧洲和北美中高端市场，为客户提供空气净化器、加湿器及植物种植器等产品。2022年受制于海外“宅经济”走弱以及高通胀下可选消费需求降低，板块收入短暂承压，但伴随下游客户库存优化，以及公司自身不断开拓新客户、新产品(净水器)，2023Q1恢复态势显著，预计全年可重返高增通道。

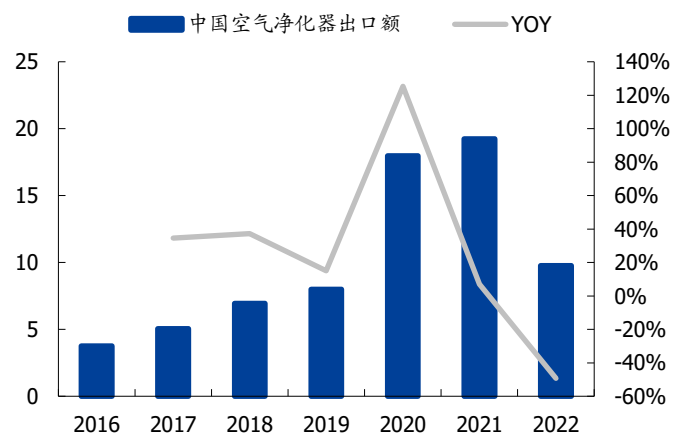
空气净化器：伴随消费者绿色健康意识增强以及消费升级需求增长，健康环境产品需求持续增长，其中空气净化器作为典型改善型家电产品，2016-2021年全球市场规模从59.1亿美元增至122.6亿美元(CAGR高达15.7%)。我国为空气净化器出口大国，尽管2022年因海外疫后居家需求降低&通胀高企导致出口额同比-49.26%，但伴随产品功能持续创新(除尘、杀菌消毒、除异味)以及高端化、智能化、场景化和节能化持续升级，行业有望长期稳增。此外，目前国内行业仍处起步阶段，渗透率仅为2%(欧美渗透率30%，韩国渗透率70%)，且盈趣亦主要以ODM模式面向欧美市场，未来伴随国内环境健康意识逐步增强，公司凭生产&技术等先发优势有望迅速锁定市场份额。

图表 45: 全球空气净化器市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Grand View Research, 国盛证券研究所

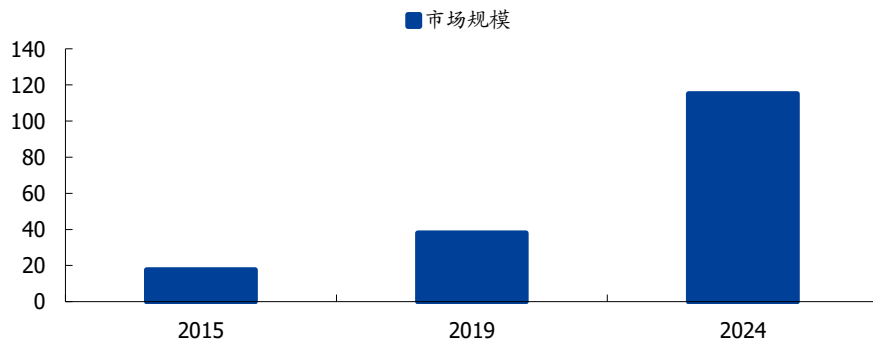
图表 46: 中国空气净化器出口额 (单位: 亿美元)



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

植物照明：植物照明指利用人工制造光源环境代替太阳光来保证植物的高效生长，可削弱自然光依赖、控制植物生长发育，达到增产、高效、优质、抗病、无公害的目的。受益于北美特殊经济作物合法商用化、全球粮食危机意识增强、土地短缺以及植物工厂兴起等多重因素，2015-2019年全球市场规模从17.6亿美元增至37.9亿美元(CAGR达21.1%)，根据Frost&Sullivan预测，2024年市场规模可增至115.0亿美元(CAGR高达25.5%)。

图表 47: 植物种植器市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

4. 盈利预测&投资评级

根据我们测算，预计 2023-2025 年公司收入分别为 49.92/63.67/76.61 亿元，毛利率受益于规模优势重现、高毛利电子烟占比提升，将分别为 30.8%/31.7%/32.2%。费用率方面，由于公司收入端恢复稳增、部分固费有望充分摊销，预计 2023-2025 年销售费用率将分别为 1.9%/1.8%/1.8%，管理费用率将分别为 4.1%/3.9%/3.8%，研发费用率将分别为 8.0%/7.0%/6.5%，财务费用率将分别为 0.1%/0.6%/0.7%。

分板块来看：

创新消费电子：1) 电子烟：受益于新型烟草全球渗透率稳升，核心客户 PMI 拳头产品 IQOS 放量&加速烟具革新，公司有望持续获得增量订单。此外公司目前已成功切入核心加热部件及整机供应，未来待美国市场开放，成长空间广阔。2) 家用雕刻机：尽管由于海外需求紧缩&大客户 Cricut 库存高企导致 2022 年业绩承压，但展望未来 Cricut 优化库存节奏加速、雕刻机长期渗透率提升逻辑不改，预计板块收入逐季回暖。根据我们测算，结合创新消费电子两大品类，整体收入将分别为 21.69/27.29/31.94 亿元，毛利率将分别为 32.0%/33.0%/34.4%。

智能控制部件：市场空间广阔，顺利切入核心客户罗技的游戏&视频会议等高潜事业部，伴随新产品量产供货，预计 2023-2025 年板块收入将分别为 14.30/17.87/21.37 亿元，毛利率将分别为 28.0%/28.0%/29.0%。

健康环境：目前海内外疫情影响趋弱，环保政策有望加速落地，伴随消费者普遍环保意识增强，我们认为 2023-2025 年板块收入有望延续此前高增趋势，将分别为 4.43/5.75/7.48 亿元，毛利率将分别为 24.0%/24.5%/25.0%。

汽车电子及其他：1) 汽车电子：公司 2019 年逐步从商用车领域切入乘用车市场，已逐步切入小鹏、蔚来、北汽、华为、比亚迪、长安等知名车厂供应链，开启防眩镜、控制模块等产品供应，未来伴随智能座舱量产供货，收入有望延续高增。2) 雕刻机耗材：为实现一体化供应服务核心客户，公司为 Cricut 开闢耗材供应，未来伴随 Cricut 库存优化，有望伴随主营恢复稳增。我们认为，2023-2025 年板块收入将分别为 8.25/11.38/14.31 亿元，毛利率将分别为 32.0%/33.0%/33.0%。

图表 48: 收入&费用率拆分 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	5310.26	7060.92	4345.22	4991.63	6366.81	7660.59
yoy	37.77%	32.97%	-38.46%	14.88%	27.55%	20.32%
毛利率	33.94%	27.97%	30.43%	30.84%	31.69%	32.22%
创新消费电子产品						
收入	3197.44	4305.47	2236.39	2169.16	2728.98	3194.39
yoy	23.54%	34.65%	-48.06%	-3.01%	25.81%	17.05%
毛利率(%)	38.10%	30.22%	31.21%	32.00%	33.00%	34.40%
业务收入比例(%)	60.21%	60.98%	51.47%	43.46%	42.86%	41.70%
智能控制部件						
收入	955.05	1078.64	1019.78	1430.00	1787.24	2137.00
yoy	14.02%	12.94%	-5.46%	40.23%	24.98%	19.57%
毛利率(%)	25.21%	22.23%	27.73%	28.00%	29.00%	29.00%
业务收入比例(%)	17.98%	15.28%	23.47%	28.65%	28.07%	27.90%
健康环境产品						
收入	543.15	647.15	276.67	442.67	575.47	748.12
yoy		19.15%	-57.25%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	25.67%	23.14%	23.50%	24.00%	24.50%	25.00%
业务收入比例(%)	10.23%	9.17%	6.37%	8.87%	9.04%	9.77%
汽车电子及其他						
收入	499.68	929.22	716.76	825.48	1138.37	1430.66
yoy	49.75%	85.96%	-22.86%	15.17%	37.90%	25.68%
毛利率(%)	22.15%	23.22%	30.02%	32.00%	33.00%	33.00%
业务收入比例(%)	9.41%	13.16%	16.50%	16.54%	17.88%	18.68%
其中: 汽车电子类						
收入	166.73	236.43	360.11	540.17	810.25	1053.32
yoy	57.69%	41.81%	52.31%	50.00%	50.00%	30.00%
业务收入比例(%)	3.14%	3.35%	8.29%	10.82%	12.73%	13.75%
其中: 其他收入						
收入	332.95	692.79	356.65	285.32	328.12	377.34
yoy	46.07%	108.08%	-48.52%	-20.00%	15.00%	15.00%
业务收入比例(%)	6.27%	9.81%	8.05%	5.72%	5.15%	4.93%
技术研发服务						
收入	90.59	100.44	95.63	124.32	136.75	150.43
yoy	-4.58%	10.87%	-4.79%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	76.07%	68.10%	64.28%	60.00%	60.00%	60.00%
业务收入比例(%)	1.71%	1.42%	2.20%	12.07%	10.78%	9.91%
费用率拆解						
销售费用率	0.98%	1.27%	1.96%	1.90%	1.80%	1.80%
管理费用率	3.58%	4.09%	4.52%	4.10%	3.90%	3.80%
研发费用率	5.71%	5.38%	8.58%	8.00%	7.00%	6.50%
财务费用率	1.65%	0.45%	-2.92%	0.10%	0.57%	0.67%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司 UDM 模式优势显著，前端切入研发、中后端提供实时协同，深度绑定大客户。展望未来，受益于下游精选优质赛道成长空间广阔，精选龙头客户率先放量，公司电子烟、家用雕刻机、智能控件等板块有望持续获得增量。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.55/10.42/13.16 亿元，对应 PE 为 19.0X/13.8X/10.9X。选取和而泰、拓邦股份、立讯精密作为可比公司，2023 年行业平均估值为 18.6X，考虑到公司 UDM 模式优越性&下游客户订单导入确定性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49: 关键指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,061	4,345	4,992	6,367	7,661
增长率YoY (%)	32.8	-38.5	14.9	27.5	20.3
净利润(百万元)	1,093	693	755	1,042	1,316
增长率YoY (%)	6.7	-36.6	8.9	38.0	26.3
EPS (元)	1.40	0.89	0.96	1.33	1.68
净资产收益率 (%)	19.9	13.0	13.8	18.1	20.6
P/E (倍)	13.1	20.7	19.0	13.8	10.9
P/B (倍)	2.6	2.7	2.7	2.5	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (估值取自 2023 年 5 月 22 日股价)

图表 50: 同行估值

证券代码	证券名称	收盘价	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
002402.SZ	和而泰	15.75	0.60	0.48	0.70	0.96	1.24	26.12	32.91	22.35	16.36	12.73
002139.SZ	拓邦股份	11.24	0.47	0.46	0.64	0.87	1.11	23.91	24.43	17.53	12.89	10.17
002475.SZ	立讯精密	27.85	0.99	1.28	1.74	2.18	2.63	28.13	21.76	16.01	12.79	10.58
	行业平均	18.28	0.69	0.74	1.03	1.34	1.66	26.06	26.37	18.63	14.01	11.16

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (可比公司数据来自 2023 年 5 月 22 日 Wind 一致预测)

风险提示

1. 客户集中度高：单一客户业绩波动对公司整体收入情况有较大影响。
2. 新订单不及预期：公司目前通过扩品抢占供应份额，若下游客户新品开拓不及预期，易对公司造成影响。
3. 汇率波动：公司主营外销，若人民币汇率波动较大，会对毛利率及汇兑损益造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com