

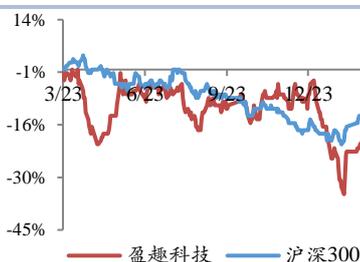
自主研发 UDM 模式，创新高端制造

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-03-25

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 16.41 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 20.36/13.20 |
| 总股本（百万股） | 780 |
| 流通股本（百万股） | 737 |
| 流通股比例（%） | 94.46 |
| 总市值（亿元） | 128 |
| 流通市值（亿元） | 121 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐恺

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xukai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 自主研发 UDM 模式，创新高端制造

公司以自主创新的 UDM 模式为基础，形成了高度信息化、自动化的智能制造体系，为客户提供智能控制部件、创新消费电子、健康环境及汽车电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造整体解决方案。公司客户群涵盖罗技、雀巢、菲莫国际 (PMI)、Bosch、WIK、Asetek、Cricut 等企业。

● 开创 UDM 模式，“制造+研发+质量”领先

公司自主创新 UDM 模式，公司的智能制造能力、技术研发实力和质量控制能力构建了 UDM 模式的核心壁垒。公司 UDM 模式具有：1) 信息化与自动化程度更高；2) 给客户的服务体验感更强；3) 沟通强度更高；4) 全方面交付对接；5) 全产业链结合等优势。

● 大单品驱动业绩高速增长，静待电子烟业务放量

1) **电子烟**：控烟与减害背景下，全球电子烟行业零售规模快速增长，PMI 旗下 IQOS 产品历经十年迭代，助力 PMI 成为 HNB 电子烟市场领先企业，PMI 拟于 2024 年 Q2 在美国市场商业化 IQOS，在 5 年内占据美国传统烟草及加热烟草市场份额的 10%。公司为 PMI 电子烟二供，公司在提供电子烟精密塑胶部件的基础上，新增电子烟核心部件及整机的合作，目前均已实现量产，有望于 2024 年贡献明显业绩增量。2) **家用雕刻机**：公司深度绑定龙头 Cricut，短期来看，随着 Cricut 产品库存的进一步去化，公司 2023 第三季度家用雕刻机业务环比改善、同比实现了较大幅度的增长，2024 年有望获得更好的表现；长期来看，家用雕刻机市场前景广阔，市场渗透率较低，公司作为 Cricut 核心供应商有望持续受益。3) **工控**：公司与罗技一路相伴，公司已获得罗技 Gaming 领域的新项目，并首次与罗技的 PWS Business Unit 合作，并在积极地争取在音频领域的产品合作机会，新项目新 BU 下有望取得新突破。4) **其他**：公司积极拓展汽车电子、健康环境、智能家居、脑机接口等新产品线，有望孵化新单品。

● 盈利预测及投资建议

我们看好公司基于 UDM 模式积极合作大客户开拓大单品，电子烟业务加热模组及整机项目有望放量，家用雕刻机业务有望向好，并积极拓展新产品线，有望孵化新单品。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.67/59.24/67.50 亿元，分别同比变化-8.7%/49.3%/13.9%，归母净利润分别为 4.69/7.60/9.14 亿元，分别同比变化-32.3%/61.9%/20.3%。截至 2024 年 3 月 22 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.60/0.97/1.17 元，对应 PE 分别为 27.30/16.86/14.01 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

出口产品市场及政策风险，客户相对集中的风险，产品毛利率下降的

风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 4345 | 3967 | 5924 | 6750 |
| 收入同比 (%) | -38.5% | -8.7% | 49.3% | 13.9% |
| 归属母公司净利润 | 693 | 469 | 760 | 914 |
| 净利润同比 (%) | -36.6% | -32.3% | 61.9% | 20.3% |
| 毛利率 (%) | 30.4% | 28.2% | 29.0% | 29.4% |
| ROE (%) | 13.1% | 8.0% | 11.2% | 11.7% |
| 每股收益 (元) | 0.90 | 0.60 | 0.97 | 1.17 |
| P/E | 18.59 | 27.30 | 16.86 | 14.01 |
| P/B | 2.44 | 2.18 | 1.89 | 1.63 |
| EV/EBITDA | 15.89 | 19.59 | 11.87 | 9.55 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1 自主研发 UDM 模式，创新高端制造..... | 6 |
| 1.1 工业互联网和民用物联网的领导者，持续开拓多元业务..... | 6 |
| 1.2 股权结构集中，管理层能力出众..... | 8 |
| 1.3 经营稳步改善，静待业绩修复..... | 11 |
| 2 开创 UDM 模式，“制造+研发+质量”领先..... | 13 |
| 3 大单品驱动业绩高增长，静待电子烟业务放量..... | 19 |
| 3.1 电子烟：PMI 电子烟二供，核心部件及整机项目落地..... | 20 |
| 3.2 家用雕刻机：深度绑定龙头 CRICUT，业务有望逐季改善..... | 24 |
| 3.3 工控：长期合作罗技，新项目新 BU 新突破..... | 26 |
| 3.4 其他：积极拓展新产品线，有望孵化新大单品..... | 28 |
| 4 盈利预测及投资建议..... | 31 |
| 5 风险提示..... | 33 |
| 财务报表与盈利预测..... | 34 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1 公司主要产品及客户一览 | 6 |
| 图表 2 公司发展历程 | 8 |
| 图表 3 公司股权结构图 (截至 2023Q3) | 9 |
| 图表 4 公司核心管理层团队情况 | 9 |
| 图表 5 公司股权激励计划 | 10 |
| 图表 6 公司高管薪酬和股利支付 | 10 |
| 图表 7 2013-2023 年前三季度公司营业收入及 YOY | 11 |
| 图表 8 2013-2023 年前三季度公司归母净利润及 YOY | 11 |
| 图表 9 公司分产品业务收入 (亿元) | 12 |
| 图表 10 公司分地区业务收入 (亿元) | 12 |
| 图表 11 公司综合毛利率情况 | 12 |
| 图表 12 公司分产品毛利率情况 | 12 |
| 图表 13 公司期间费用率情况 | 13 |
| 图表 14 公司归母净利率情况 | 13 |
| 图表 15 公司 UDM 智能制造模式 | 13 |
| 图表 16 公司与消费电子核心企业固定资产创收倍数对比 | 14 |
| 图表 17 公司与消费电子核心企业生产人员人均创收 (万元/人) | 14 |
| 图表 18 公司主要产品工艺流程 | 14 |
| 图表 19 公司 UMS 智能制造管理整体解决方案体系 | 14 |
| 图表 20 公司的智能自动化制造体系 | 15 |
| 图表 21 公司机器人生产数字孪生平台 | 15 |
| 图表 22 公司“大三角+小三角”的国际化布局 | 16 |
| 图表 23 公司技术研发服务业务收入及 YOY | 16 |
| 图表 24 公司研发费用及研发费用率 | 17 |
| 图表 25 公司研发人员数量及占比 | 17 |
| 图表 26 公司质量控制体系 | 18 |
| 图表 27 OEM、ODM、UDM 模式工作关系对比 | 18 |
| 图表 28 UDM 与 ODM 模式差异 | 18 |
| 图表 29 公司单季度收入、股价与 PE (FY1) 关系复盘 | 19 |
| 图表 30 公司前五大客户销售额及占比 | 20 |
| 图表 31 公司合作伙伴情况 | 20 |
| 图表 32 全球烟草零售市场规模及 YOY | 21 |
| 图表 33 全球电子烟零售市场规模及 YOY | 21 |
| 图表 34 全球电子烟零售市场规模-按产品品类划分 (亿美元) | 21 |
| 图表 35 2022 年全球电子烟零售市场各产品零售额占比 | 21 |
| 图表 36 IQOS 产品的 10 年迭代 | 22 |
| 图表 37 RRP 系列收入及在 PMI 营业收入中的占比 | 22 |
| 图表 38 PMI IQOS 全球用户数量 | 22 |
| 图表 39 PMI 在传统烟草及加热烟草市场市占率情况 | 23 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 40 PMI 在日本 HTU 市场的市占率情况 | 23 |
| 图表 41 2022 年全球传统烟草及加热烟草的消费量份额 | 23 |
| 图表 42 IQOS 在美国市场的目标 | 23 |
| 图表 43 公司电子烟业务收入及 YOY | 24 |
| 图表 44 PMI IQOS 设备收入及占比 | 24 |
| 图表 45 CRICUT 营业收入按产品拆分 | 24 |
| 图表 46 CRICUT 最受欢迎的家用雕刻机产品 | 24 |
| 图表 47 CRICUT 单季度联网机器产品收入及 YOY | 25 |
| 图表 48 CRICUT 存货及 YOY | 25 |
| 图表 49 CRICUT 注册用户数量及 YOY | 25 |
| 图表 50 CRICUT 市场渗透率情况 | 25 |
| 图表 51 公司家用雕刻机业务收入及 YOY | 26 |
| 图表 52 全球智能控制器行业市场规模及 YOY | 27 |
| 图表 53 中国智能控制器行业市场规模及 YOY | 27 |
| 图表 54 罗技分业务收入情况 (百万美元) | 27 |
| 图表 55 罗技 2024 财年业绩预期 | 27 |
| 图表 56 中国汽车电子行业市场规模及 YOY | 28 |
| 图表 57 汽车电子占整车制造成本比重预测 | 28 |
| 图表 58 公司汽车电子产品 | 29 |
| 图表 59 公司汽车电子业务收入及 YOY | 29 |
| 图表 60 全球空气净化器行业市场规模及 YOY | 29 |
| 图表 61 公司健康环境产品 | 30 |
| 图表 62 公司健康环境业务收入及 YOY | 30 |
| 图表 63 日内瓦旋钮面板 | 30 |
| 图表 64 盈趣智能屏 | 30 |
| 图表 65 公司脑科学研究获科技部国家重点研发资金支持 | 31 |
| 图表 66 公司与 INTERAXON 合作研发生产的产品 MUSE | 31 |
| 图表 67 公司分业务收入预测 (百万元) | 32 |
| 图表 68 盈利预测和估值 | 32 |
| 图表 69 可比公司估值 | 33 |

1 自主研发 UDM 模式，创新高端制造

1.1 工业互联网和民用物联网的领导者，持续开拓多元业务

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，形成了高度信息化、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，为客户提供智能控制部件、创新消费电子、健康环境及汽车电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造整体解决方案。公司集特有的 UDM 业务模式优势、技术研发优势、智能制造优势、质量控制优势等于一身，为国际知名企业及科技型企业提供创新性强、可靠性高、一致性高的产品研发及制造服务，客户群涵盖罗技、雀巢、菲莫国际 (PMI)、Bosch、WIK、Asetek、Cricut 等企业。

图表 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 |
|----------|--------------------|---|-----------------|
| 主要智能控制部件 | 演示器 | 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。 | 罗技 |
| | 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，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 |
| | 模拟游戏控制器 | 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。 | 罗技 |
| | 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 水冷散热控制系统 | 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。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。 | 罗技 Asetek |
| 创新消费电子产品 | 电子烟 | 产品是一种新型烟草产品的加热装置，由精密塑胶部件、核心加热模组、锂电池等部件组成，产品可充电，烟弹插入加热棒后，无需燃烧，通过 300 多度烘烤烟丝，蒸发出尼古丁以及香料，以得到与抽真烟一样的真实烟草香味和口感，而焦油等有害物质的含量显著下降。 | Technocom (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。 | Cricut |
| | 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 |
| | 脑电波监测感应头带 | 头戴式脑电波监测产品，用于睡眠监测与辅助，致力于通过科技改善大众精神健康。其创新性地采用了柔性电极技术，使得居家整夜脑电波监测成为了可能。该产品会静静记录他们的脑电波，心电波和姿势，通过人工智能算法 | InteraXon |

| | | | |
|--------------------|---|---|---|
| 物联网热敏打印机(咕咕机) | <p>分析出他们的睡眠阶段, 深睡眠程度, 睡觉姿势并最终计算出睡眠质量分数。</p> <p>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。</p> | / | |
| TWS 耳机 | <p>TWS 即真正无线立体声, 产品采用蓝牙、RF、软件算法等技术, 使用手机等通过蓝牙连接主耳机, 再由主耳机通过无线方式快速连接副耳机, 实现真正的蓝牙左右声道无线分离使用, 实现声音的传输。同时产品具备降噪功能(利用耳机麦克风收集环境噪音, 通过软件算法等来抵消噪音, 降噪深度可达到 35dB), 让使用者可以享受到其带来的便利性以及更高质量的音质效果。</p> | / | |
| 智能垃圾桶 | <p>产品通过智能化的光学感应及红外感应器装置, 实现自动感应开、关盖, 垃圾袋自动打包和智能换袋功能, 彻底解放双手, 为生活增添便利, 广泛应用于家庭、办公室等。同时采用高能量密度的电芯, 兼顾快速处理和能耗, 标准工作待机时间可达 30 天。</p> | / | |
| 家用食品粉末分配机 | <p>产品可以对咖啡、奶粉等家用食品粉末进行定量分配, 方便用户按需取量。</p> | / | |
| 智能家居产品 | <p>产品由控制中心、照明控制、智能传感器、终端控制器及智能门窗控制器等组成, 可接入苹果、小度、天猫等 AIoT 生态, 为中高端市场用户提供稳定的有线、无线的全宅式智能家居整体解决方案。</p> | / | |
| 健康环境产品 | 空气净化器 | <p>产品通过高效滤网(HEPA)、光催化技术、PM2.5 及 VOC 自动检测感应器, 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。</p> | 国内外客户 |
| | 加湿器 | <p>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。</p> | |
| | 除湿机 | <p>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。</p> | |
| | 植物种植器 | <p>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。</p> | |
| | 净水器 | <p>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。</p> | |
| 汽车电子产品、技术研发服务及其他产品 | 车载显示器系列产品 | <p>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。</p> | 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 |
| | 车载大屏中控系列产品 | <p>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。</p> | |
| | 智能座舱 | <p>打造智能座舱系统, 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)、屏显示类产品(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。</p> | |
| | 电子防眩镜系列产品 | <p>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。</p> | |
| | 天窗控制模块 | <p>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。</p> | |
| | 座椅记忆模块 | <p>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。</p> | |
| 座椅加热通风模块 | <p>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。</p> | | |
| 座椅解锁控制模块 | <p>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。</p> | | |
| 方向盘离手检测及加热控制模块 | <p>产品集成方向盘加热, 离手检测等控制, 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。</p> | | |

| | | | |
|------|---------------|---|--------|
| | OB D 行车记录仪 | 产品具有 BT/3G/4G/CAT-M 多种传输模式, 与车上的 OB D 接口连接, 及时读取车辆的状况, 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。 | |
| | 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。 | / |
| | 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 |
| 其他产品 | 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 系统及自主研制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: 公司公告, 华安证券研究所

公司前身为万利达网控事业部, 后来逐渐发展壮大。公司业务及核心经营管理团队来源于 2004 年南靖科技设立的独立业务部门网控事业部, 公司及其前身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。公司于 2013 年与 ProvoCraft 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; 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, 布局汽车电子业务; 于 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, 公司通过在 UDM 模式下研发及制造技术的持续积累, 具备了自有品牌产品的开发能力, 于 2015 年推出智能物联网热敏打印机(咕咕机)明星产品获得市场好评, 公司后续将持续推出自有品牌系列产品。

图表 2 公司发展历程



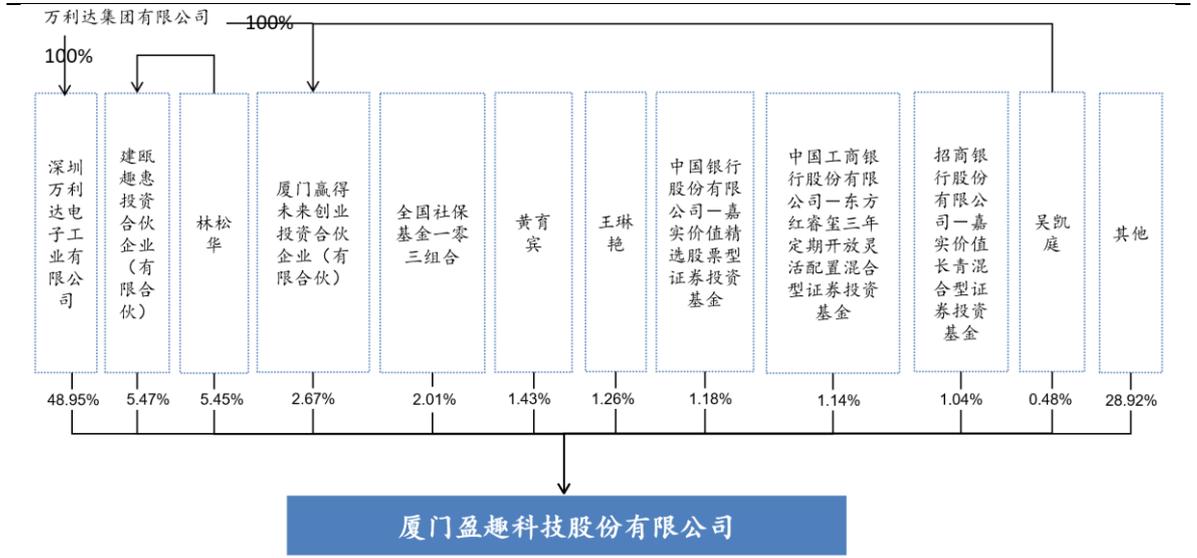
资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 股权结构集中, 管理层能力出众

公司股权结构集中, 拥有众多子公司。截至 2023Q3, 万利达工业持有公司 48.95% 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 48.95% 的股份, 通过赢得未来投资间接持有公司 2.67% 的股份, 合计共持有公司 52.10% 的股份, 为实际控制人。王琳艳为吴凯庭之配偶, 持有公司 1.26% 的股份, 吴凯庭、万利达工业、赢得未来投资及王琳艳为一致行动人。林松华现任公司董事长, 直接持有公司 5.45% 的股份, 通过趣惠投资间接持有公司 5.47% 的股份, 合计共持有公

司 10.92% 的股份。公司拥有漳州盈塑工业有限公司、厦门盈趣汽车电子有限公司、盈趣科技（香港）有限公司、厦门攸信信息技术有限公司等子多个子公司，主要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。

图表 3 公司股权结构图（截至 2023Q3）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心管理层团队能力出众，为公司做出巨大贡献。公司拥有一支以董事长林松华先生为核心的优秀管理团队，并培养了杨明、林先锋等一批既精通电子信息技术又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。

图表 4 公司核心管理层团队情况

| 姓名 | 职务 | 履历 |
|-----|------------|---|
| 林松华 | 董事长 | 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8月至2004年2月任南靖万利达科技有限公司国际市场部产品经理；2004年3月至2011年5月任南靖万利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。 |
| 杨明 | 董事，总裁 | 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月历任南靖万利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。 |
| 林先锋 | 常务副总裁，轮值总裁 | 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月任南靖万利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。 |
| 胡海荣 | 副总裁 | 1995年8月至2000年12月任厦门灿坤实业股份有限公司品保部经理；2001年2月至2002年1月任东京科技电子有限公司工程师；2002年2月至2004年8月任厦门群鑫机械工业有限公司工程师；2004年8月至2011年5月历任南靖万利达科技有限公司网控事业部综合部副经理、质量部经理；2011年5月进入厦门盈趣科技股份有限公司工作，曾任人力行政中心总监、总经理助理、管理者代表，2014年8月15日至2020年6月30日任厦门盈趣科技股份有限公司监事，现任厦门盈趣科技股份有限公司企管中心负责人、董事、副总裁。胡海荣先生同时兼任厦门春水爱心基金会监事，厦门山边海物业管理有限公司执行董事、总经理。 |
| 李金苗 | 董事会秘书 | 1977年11月生，硕士研究生学历，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。

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

公司拥有注重激励的企业文化和注重股东回报的企业治理。1) 从企业文化看，公司弘扬“3POS”企业文化，提倡“Intretech”的经营理念，愿景是“成为中国工业互联网和民用物联网的领导者；成为中国走向世界的窗口”，强调社会责任。2) 从股权激励看，2021年公司限制性股票激励计划首次授予的激励对象总人数为449人，包括公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干，考核指标设置为以2018-2020年营业收入平均值为基数，2021-2023年营业收入增长率分别不低于40%、50%、60%。基于外部不利因素，2022年以来公司经营业绩承压，公司下调股权激励目标，2022-2023年营业收入增长率分别不低于20%、30%。此外，公司在接近成本线附近多次回购股份，并进行高管增持。3) 从高管薪酬看，公司高管薪酬与公司经营业绩挂钩，有弹性，不会过多侵蚀利润。4) 从股东回报看，公司在经营低谷期会提高现金分红率。

图表5 公司股权激励计划

| | 2018年股票期权激励计划 | 2018年限制性股票激励计划 | 2021年限制性股票激励计划 |
|--------------|---|---|--|
| 激励总数(万股) | 228.55 | 368.45 | 400.75 |
| 当时总股本占比 | 0.50% | 0.81% | 0.87% |
| 1、首次授予数量(万股) | 178.55 | 338.45 | 368.04 |
| 授予价(元/股) | 首次授予部分股票期权的行权价格为每份54.81元。 | 27.41元/股 | 回购部分限制性股票授予价格为23.00元/股，定向发行部分限制性股票授予价格为30.97元/股。 |
| 覆盖人数 | 286人(董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干) | 272人(董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干) | 449人(中层管理人员、核心技术(业务)骨干) |
| 2、预留数量(万股) | 50.00 | 30.00 | 32.70 |
| 考核目标 | 以2015-2017年营业收入平均值为基数，2018-2020年营业收入增长率不低于51%、88%、109%。 | 以2015-2017年营业收入平均值为基数，2018-2020年营业收入增长率不低于51%、88%、109%。 | 调整前：以2018-2020年营业收入平均值为基数，2021-2023年营业收入增长率分别不低于40%、50%、60%。 2022年10月调整后：以2018-2020年营业收入平均值为基数，2022-2023年营业收入增长率分别不低于20%、30%。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表6 公司高管薪酬和股利支付

| 姓名 | 职务(现任) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 林松华 | 董事长 | 211.66 | 137.51 | 165.86 | 112.72 | 148.79 | 100.29 |
| 杨明 | 总裁 | 157.35 | 124.98 | 146.1 | 135.08 | 141.65 | 99.51 |

| | | | | | | | |
|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 林先锋 | 副总裁 | 149.35 | 125.23 | 141.7 | 127.75 | 144.35 | 85.38 |
| 李金苗 | 财务总监、 董秘 | 77.83 | 78.24 | 98.58 | 97.8 | 109.08 | 78 |
| 高管薪酬合计 (万元) | | 596.19 | 465.96 | 552.24 | 473.35 | 543.87 | 363.18 |
| 高管薪酬 yoy | | - | -21.8% | 18.5% | -14.3% | 14.9% | -33.2% |
| 归母净利润 (亿元) | | 9.84 | 8.14 | 9.73 | 10.25 | 10.93 | 6.93 |
| 归母净利润 yoy | | 120.9% | -17.3% | 19.6% | 5.3% | 6.6% | -36.6% |
| 现金分红 (亿元) | | 3.64 | 4.59 | 4.55 | 4.60 | 7.78 | 6.18 |
| 股利支付率 | | 37.0% | 56.4% | 46.8% | 44.9% | 71.2% | 89.2% |

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

1.3 经营稳步改善, 静待业绩修复

历史营业收入持续增长, 2023 年受终端需求影响业绩承压。2013-2022 年, 公司总收入由 3.52 亿元增长至 43.45 亿元, CAGR 为 32.22%; 公司归母净利润由 0.62 亿元增长到 6.93 亿元, CAGR 为 30.77%。2023 前三季度, 公司实现营业收入 29.60 亿元, 同比下降 12.14%; 实现归母净利润 3.34 亿元, 同比下降 37.81%, 降幅进一步收窄, 主要系: 1) 家用雕刻机第三季度环比改善、同比实现了较大幅度的增长; 2) 汽车电子及健康环境业务等非家用雕刻机业务较快增长。随着客户需求逐步改善, 以及公司新项目产品的量产, 公司 2024 年业绩有望恢复高增长。

图表 7 2013-2023 年前三季度公司营业收入及 yoy

图表 8 2013-2023 年前三季度公司归母净利润及 yoy

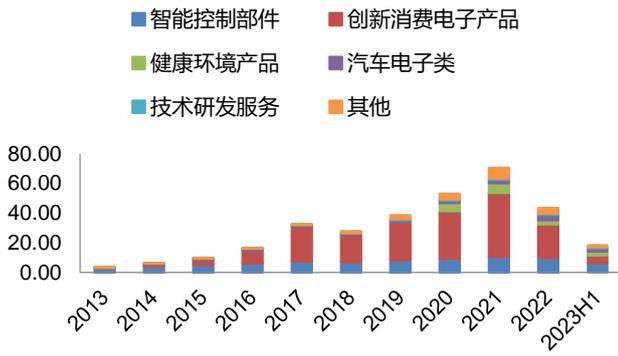


资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

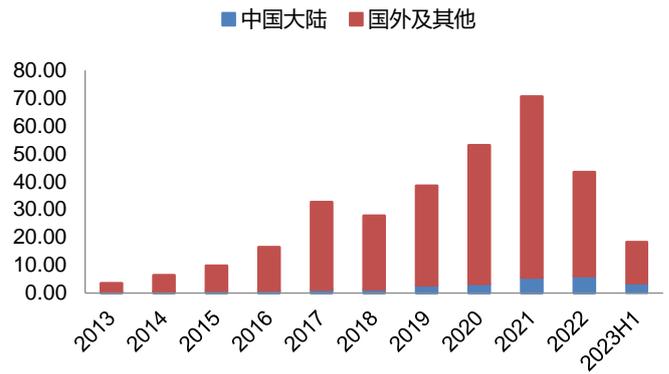
公司主要产品为创新消费电子产品, 产品销售区域以境外地区为主。分产品看, 创新消费电子产品是公司主要的收入来源, 2022 年实现营业收入 22.36 亿元, 同比下降 48.06%, 占总收入的比例为 51.47%, 主要系核心客户 Cricut 2021 年备货较多, 2022 年高库存下订单缩减; 智能控制部件/汽车电子产品/技术研发服务/健康环境产品业务分别实现营业收入 10.20/3.60/0.96/2.77 亿元, 分别同比-5.46%/+52.31%/-4.79%/-57.25%, 占总收入的比例分别为 23.47%/8.29%/2.20%/6.37%。分地区看, 公司产品消费市场主要为北美、欧洲国家及地区, 2022 年境外收入占比为 85.92%。

图表 9 公司分产品业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

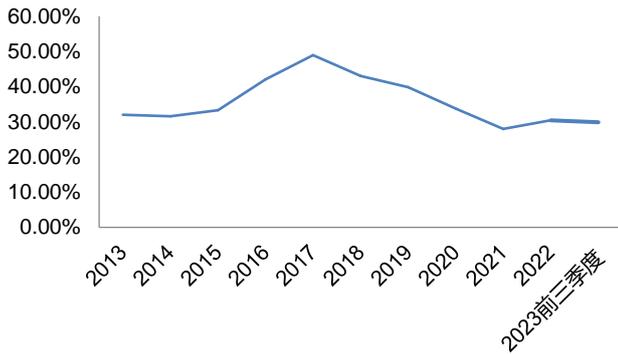
图表 10 公司分地区业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

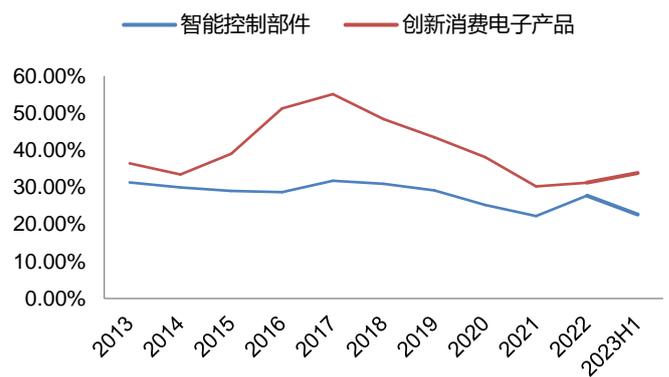
原料价格上涨及产品结构变化影响下, 公司近几年毛利率有所下降。公司毛利率由 2019 年的 39.83% 下降至 2022 年的 30.43%, 主要系: 1) 受过去美元兑人民币汇率下降、原材料价格上涨及国际运费大幅上涨等因素综合影响; 2) 公司产品结构发生变化, 毛利率相对较低的产品占比有所上升, 毛利率相对比较高的创新消费电子产品占比有所下降。

图表 11 公司综合毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

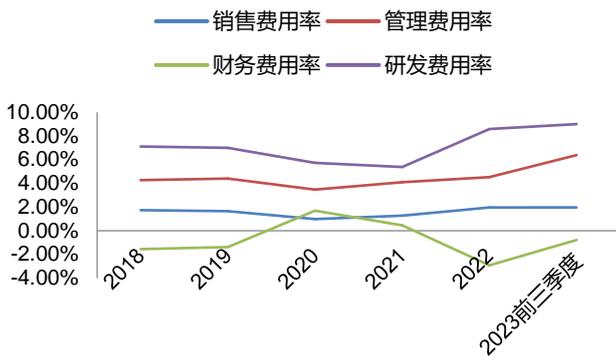
图表 12 公司分产品毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

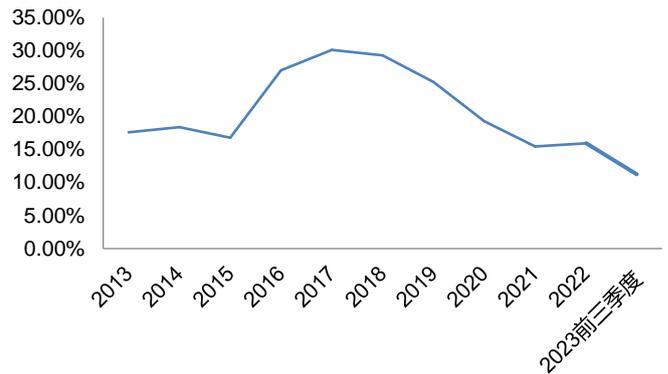
重视研发投入, 费用率较为稳定。公司不断增加研发投入, 从 2018 年的 1.97 亿元增长至 2022 年的 3.73 元, 研发费用率由 7.10% 提升至 9.00%。2022 年, 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.96%/4.52%/-2.92%。2022 年, 公司的归母净利率为 15.96%, 公司归母净利率近几年的下降主要受毛利率下降所致。

图表 13 公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 公司归母净利率情况

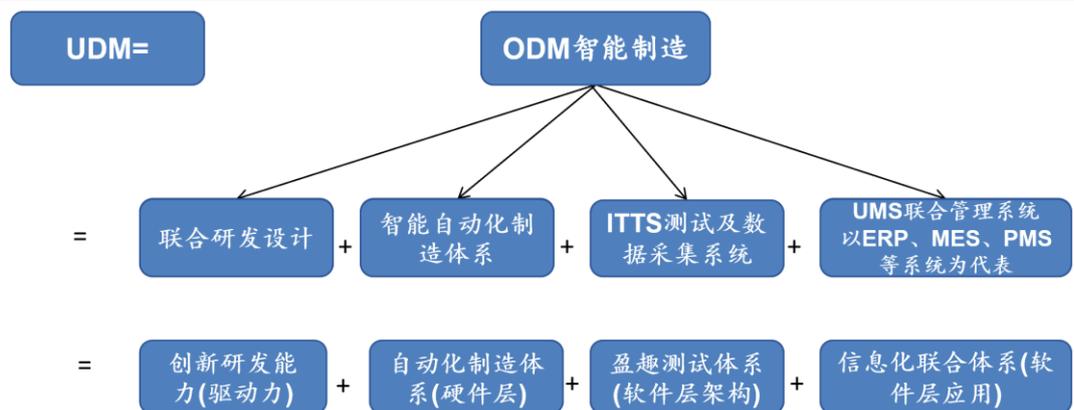


资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

2 开创 UDM 模式, “制造+研发+质量”领先

自主创新 UDM 模式, 智能制造优势显著。适应工业制造智能化、“互联网+”的发展趋势, 公司以自主创新的 UDM 模式为基础, 形成了高度信息化、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, 为国际知名企业及科技型企业提供创新性强、可靠性高、一致性高的智能控制部件、创新消费电子等产品的产品研发及制造服务。UDM 以物联网、智能化为基础, 以客户为导向的协同研发、智能制造、智能管理的经营体系, 基于自身较强的创新研发能力、UMS 联合管理机制和智能自动化制造体系, 在生产过程中将预设的各类测试程序模块烧写入品牌商产品主控芯片, 通过 UMS、ITTS 及工业测试机器人等两化融合智能制造体系实现产品自动化测试以及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, 在行业内具有一定的领先性。

图表 15 公司 UDM 智能制造模式



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司的智能制造能力、技术研发实力和质量控制能力构建了公司 UDM 模式的核心壁垒:

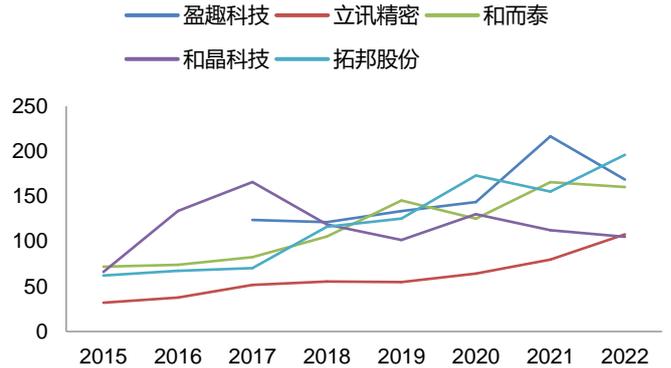
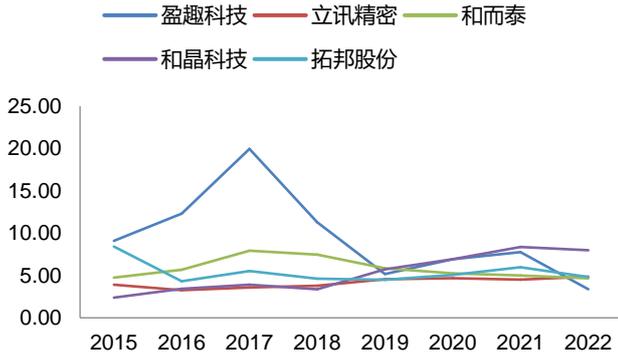
➤ **智能制造能力:**

信息技术与制造技术高度融合, 智能制造能力领先。依托高度自动化的生产设备及 UMS 为主体的信息管理系统, 公司实现了智能制造的自动化、信息化、柔性化及低成本优势。**1) 自动化制造体系:** 基于多年生产制造经验, 公司形成了针对特殊工艺流

程自主开发自动化设备的能力。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，公司在自研、自制、自用自动化设备的同时，也在积极研制标准及非标准的自动化设备对外销售，并与公司 UMS 系统相配套，为中小企业客户提供软件与硬件相结合的智能制造解决方案。根据 Wind 数据，2015-2021 年公司的固定资产创收倍数与人均创收均在消费电子企业中领先。

图表 16 公司与消费电子核心企业固定资产创收倍数对比

图表 17 公司与消费电子核心企业生产人员人均创收 (万元/人)



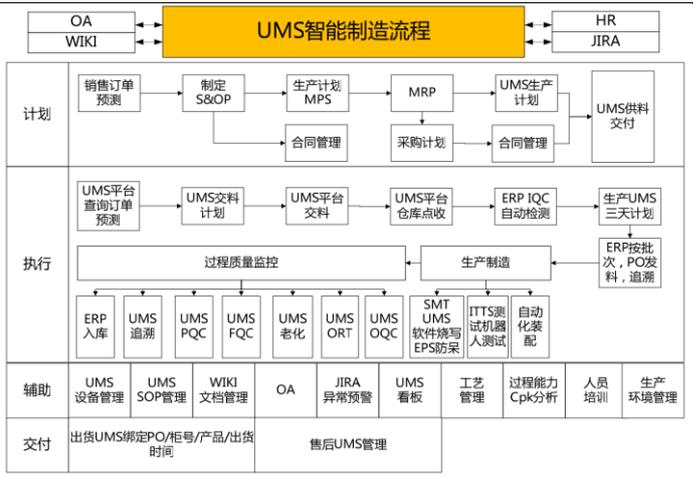
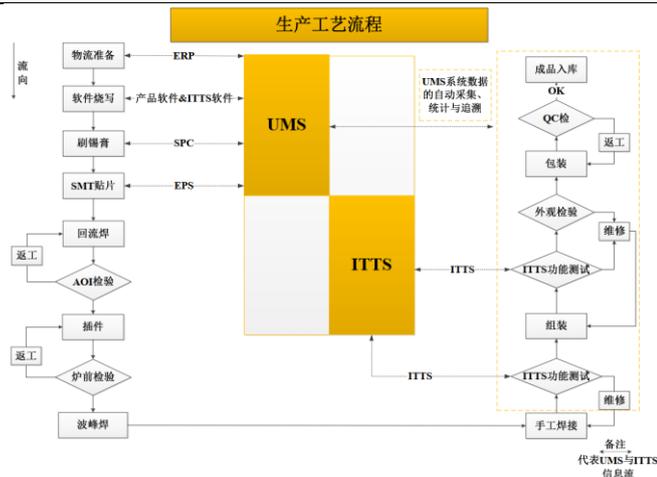
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所 (固定资产创收倍数=营业收入/固定资产账面原值)

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所 (生产人员人均创收=营业收入/生产人员数量)

2) 信息化体系: 公司将 UMS 系统深度融合至生产制造环节, 一方面, 生产、检测参数可自动传输至公司 UMS 系统中的数据中心, 用于生产监测及后续统计分析; 另一方面, UMS 系统可直接传达控制指令至自动化设备, 实现对机器设备的远程控制, 并具有 M2M (Machine to Machine) 及机器群组的对话功能, 即公司生产及测试环节的人机交互智能化功能, 使生产机器及设备与软件系统实现了无缝的链接和融合, 实现了制造过程的信息化、透明化、可视化、移动化。此外, 公司还通过建设集团化的 ERP 系统, 费控系统及 PLM 系统等, 持续提升信息化水平, 积极打造数字化工厂。

图表 18 公司主要产品工艺流程

图表 19 公司 UMS 智能制造管理整体解决方案体系



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

3) 高质量、高性价比的制造优势: 为了满足客户多产品、多型号的生产需求, 公

司积极采用柔性生产模式进行多品种共线化生产，不断优化生产制造流程，升级及导入新工艺及工装设备，全面开展精益化生产管理。公司通过构建智能自动化制造体系，持续推行机器换人方案，减少人工成本、大幅提升制造效率与质量水平，增强产能弹性，满足客户订单如期交付及全球产能配置等多方面的需求。同时，通过持续加大研发元器件替代，加大数字化建设，持续推行 CIP 改善活动等，在生产模式、操作流程、质量管理、采购与物流管理等方面不断寻找最佳解决方案，为客户创造高价值。公司积极建设全球化一体化的供应链体系，不断加大海外制造基地供应链本土化开发力度，与供应商合作共“盈”，基于多年的积累和沉淀，公司已建设安全、稳健的供应链体系，并形成了一套科学合理的备料机制，能较好地控制原材料采购成本及保障生产物料及时供应。

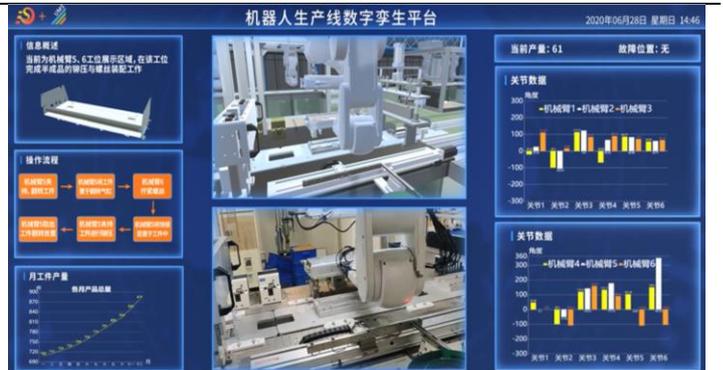
4) 数字化工厂：公司在自动化、信息化、精益化制造的基础上，积极推进数字化建设。推动工艺革新，装备升级、优化管理和生产过程智能化，不断探索数字孪生、人工智能等新技术的应用，开展虚拟制造技术及过程仿真，建设产品数字化生产模拟示范县、虚拟特殊工艺开发平台、数字化云平台及数字化车间，打通从产品设计、工艺开发、产品生产和车间管理四大模块，打造闭环的数字工厂系统，实现公司数字化转型升级。

图表 20 公司的智能自动化制造体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 21 公司机器人生产数字孪生平台



资料来源：公司官网，华安证券研究所

5) 全球供应链：公司持续夯实国际化布局的优势，完善“大三角+小三角”的国际化布局。国内重点开展长三角制造产业园的建设，车身电子、电子防眩镜等产品已陆续在上海汽车电子制造基地试产、装配，上海制造产业园已初步具备汽车电子产品从研发到生产组装的一站式服务能力，将进一步提升公司汽车电子业务的市场竞争力。马来西亚制造产业园一期四栋厂房已竣工并投入使用，电子烟核心部件及水冷散热控制系统等客户多款重点产品在报告期内均已顺利实现了量产及产能爬坡。匈牙利制造基地已启动二期工程的建设，并成功与国内外大型企业在新能源领域、储能领域建立合作。筹备建设墨西哥制造基地，更好地贴近北美市场客户的需求，在汽车电子、消费电子等领域获取更多的业务机会。

图表 22 公司“大三角+小三角”的国际化布局



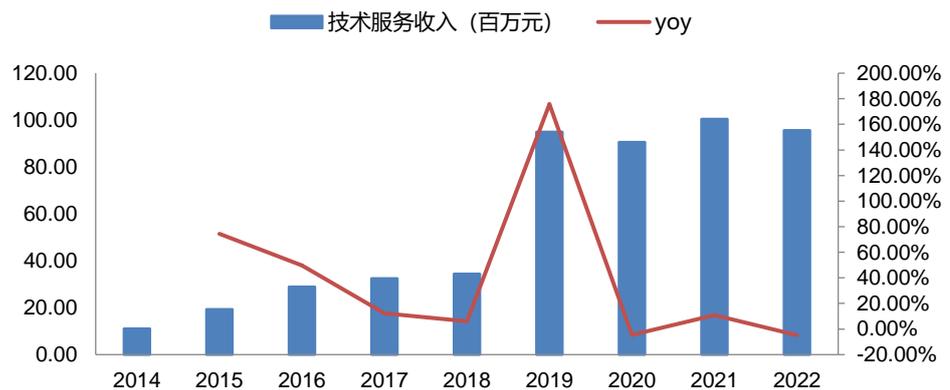
资料来源：公司官网，华安证券研究所

➤ 技术研发实力：

自主研发模式下持续创新，技术研发实力领先。基于 UDM 业务的创新研发平台，公司形成了特有的以基本制造、基础性技术、自有品牌产品为主的自主研发模式，以及以性能完善、可制造性完善为主的协同研发模式，始终持续保持公司技术领先的优势。

1) 自主研发模式：公司根据客户或市场的需求，将产品开发、设计工作向前延伸，主动参与到下游客户前期的产品设计中，针对性地开发出符合客户功能要求的产品，提供完整的技术实现方案，将先进的技术融入产品中为客户带来更大的价值。同时，对下游产品后期的功能演变趋势和市场需求做出预估，成立预先研发小组针对重大技术攻关、重要的产品创新等进行预先研发，形成具体的成果。公司在长期服务国际知名企业及科技型企业过程中，在产品材质、产品结构、模具设计、电子电路、软件开发、产品测试及工业设计等方面积累了大量相关技术。同时，公司在服务公司自身智能制造的同时，也向其他中小企业提供以上述技术为核心的智能制造解决方案。

图表 23 公司技术研发服务业务收入及 yoy

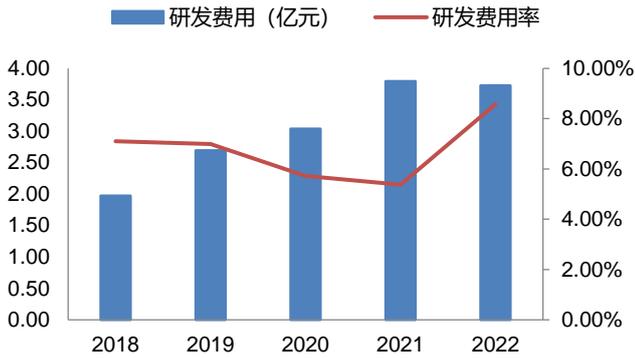


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

2) 协同研发模式：公司以智能制造及精细制造为基础，通过提供针对产品可生产性的设计方案与先进的全流程测试服务，在研发各重要流程中与客户进行紧密合作，形成了基于产品生产实现的协同研发模式。在客户提出产品外观和功能等要求后，公司即对产品材质、结构、电子电路、软件等进行设计以实现客户需求，或在客户提供的产品

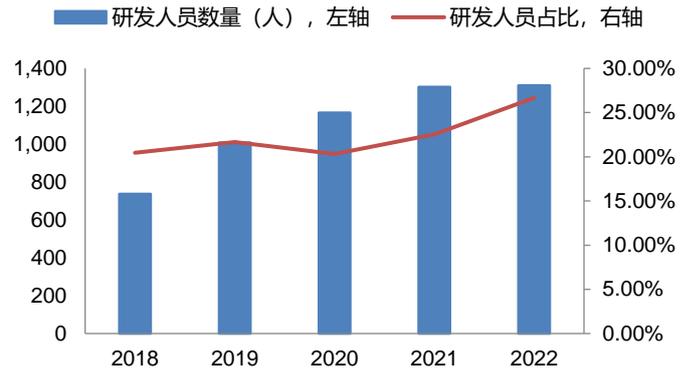
软件基础上负责验证测试、稳定性测试等，经认可后推出新产品。工程师横向矩阵式管理模式，使每个客户按照基础需求配备相应工程师数量，保证了在不同领域中（如力学、光学等）既有底层技术的积累，又有团队和产品的能力。经多年积累，公司在设计系统集成技术、嵌入式软硬件开发技术、无线通信技术应用、物联网技术应用、精密模具设计技术、表面处理技术、自动化工艺设计技术、AI智能化应用及仿真技术等方面形成了明显的竞争优势，并在智能家居产品研发、汽车电子产品研发、健康环境产品研发等产品研发方面形成了较为稳定的研发团队和较为丰富的经验积累，取得了一定的研发成果并成功实现产业化。

图表 24 公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

图表 25 公司研发人员数量及占比

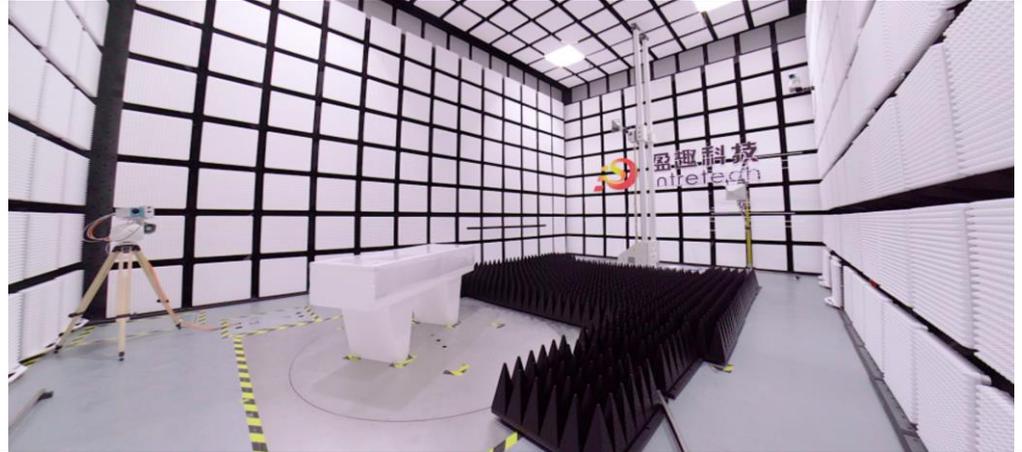


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

➤ **质量控制能力：**

打造在线监控、全生命周期可追溯的质量控制体系，质量控制能力领先。在长期服务国际知名企业的过程中，公司建立了完善的国际质量标准体系，并建有行业领先的研究实验室，实验室基础设施的完善及实验室能力的提升，为公司产品在开发阶段及生产阶段的质量控制提供了充分的保障。公司重视产品的质量策划及先期导入质量控制，强化全员质量意识，加强供应商协同，持续建设全球统一标准的质量控制体系，充分利用自身自动化及信息化等优势，持续提升产品质量水平。公司产品质量测试体系以自主研发的 ITTS 测试系统平台为基础，基于先进的 TDE 测试设计工程原理，结合自主研发的一系列测试方案与测试设备，实现从产品功能性测试延伸到元器件级别电气性能参数的部件检测，大幅提高公司产品的质量保障水平与能力；同时，公司创新性地融入 UMS 系统，通过流程化及信息化等实现了从来料到出货全生命周期的质量追溯。此外，公司还通过自主研发的 u8D 质量云平台对质量问题反馈、追踪、统计、分析等质量管理，并将该系统逐步推广至上游供应链体系使用，通过 u8D 质量云平台，更快速、更高效、更系统地解决质量问题。根据公司招股说明书，公司产品出货合格率 99.9% 以上、交期达成率 99% 以上，处于行业领先水平。

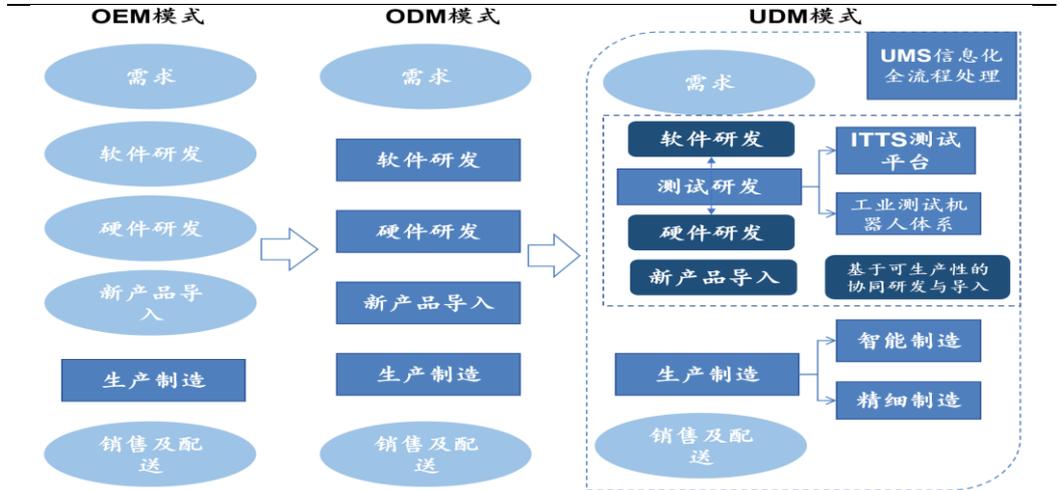
图表 26 公司质量控制体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

依托于公司的智能制造能力、技术研发实力和质量控制能力，公司构建的 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。

图表 27 OEM、ODM、UDM 模式工作关系对比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所（浅蓝色圆形、蓝色矩形分别代表品牌企业、制造企业的分工内容，深蓝色圆边矩形代表双方联合分工内容）

图表 28 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

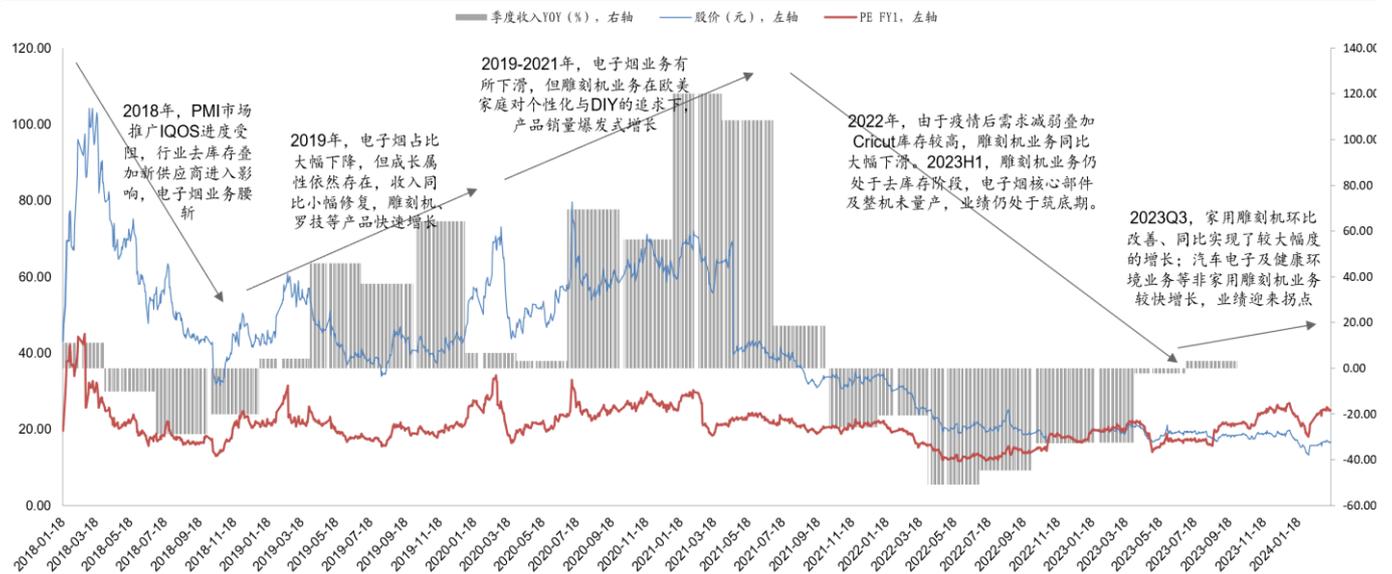
ODM 模式侧重于研发、生产等不同产业链阶段的相对优势，UDM 模式则要求研发和生产的紧密结合。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3 大单品驱动业绩高增长，静待电子烟业务放量

公司本质为靠大单品驱动业绩增长的公司。2013-2017 年，雕刻机、电子烟部件两大产品快速放量，公司业绩实现爆发式增长，收入、净利润 CAGR 分别为 74.6%、99.6%。2018 年，由于 PMI 市场推广 IQOS 进度受阻，行业去库存叠加新供应商进入影响，同年电子烟业务腰斩，尽管公司非烟业务快速成长，总体收入、利润依然出现 15%、17.3% 的下滑。2019-2021 年，电子烟业务有所下滑，但雕刻机业务在欧美家庭对个性化与 DIY 的追求下，产品销量爆发式增长，推动公司收入、净利润 CAGR 分别为 35%、6%。2022-2023 年，由于疫情后需求减弱叠加 Cricut 库存较高，2022 年雕刻机业务同比下滑 74%，致使公司总体收入、利润出现 -38%、-37% 的下滑，2023H1，雕刻机业务仍处于去库存阶段，电子烟核心部件及整机未量产，业绩仍处于筑底期。2023Q3，雕刻机业务环比改善、同比实现了较大幅度的增长；汽车电子及健康环境业务等非家用雕刻机业务较快增长，业绩有望迎来拐点。

图表 29 公司单季度收入、股价与 PE (FY1) 关系复盘



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

客户集中度较高，大客户订单影响公司短期业绩。公司客户相对集中，目前主要客户为国际知名企业及科技型企业。2020/2021/2022/2023H1，公司向前五大客户的合计销售额占当期营业收入的比例分别为 76.61%/74.63%/63.24%/49.87%。公司产品定制化程度高，单一类别的产品主要面向单一客户进行销售，公司与包括 Cricut、

Venture、罗技、Bosch、Asetek 在内的核心客户均保持稳定的合作关系，这些客户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，而且供应商通过该类高端客户的合格认证后，其后续合作具有供应量大、稳定和长期性等特点。

图表 30 公司前五大客户销售额及占比



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

积极拓展新产品线与新客户，有望孵化新大单品。一方面，公司秉承“客户至上、质量第一”的经营方针，持续为客户提供一流的产品和创造高价值，在保持现有产品和项目持续稳定合作的基础上，多维度深入挖掘客户需求，提前布局，不断争取附加值高及市场前景好的新项目，逐步拓展客户新的产品线和业务线的合作。另一方面，公司通过实施全球 GMP 计划，通过“主动营销+口碑营销”等方式，充分利用全球资源提升整体作战能力及发挥海外制造基地流量入口优势，不断拓展工控、车规、医疗、宠物及高端食品机器等新领域、新行业和新客户，建立体系标准及取得行业认证，不断提升团队的研发、运营，质量管理等配套能力，把握新的战略性客户的合作机会。此外，公司长期坚持多板块业务共同发展的经营战略，持续发展健康环境业务、汽车电子、智能制造整体解决方案，智能家居、TWS 耳机等业务板块，围绕着产业链上下游积极开展投资布局，不断优化产品结构、客户结构和产业结构。

图表 31 公司合作伙伴情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

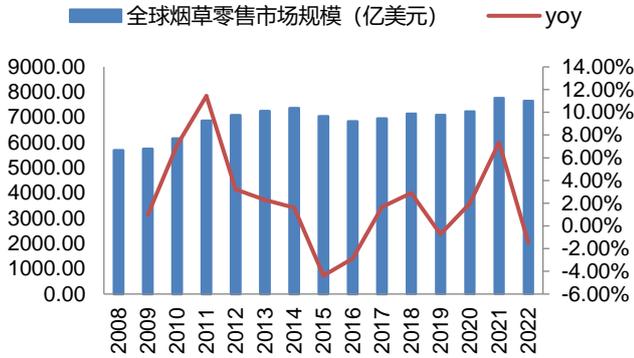
3.1 电子烟：PMI 电子烟二供，核心部件及整机项目落地

控烟与减害背景下，全球电子烟行业零售规模快速增长。近年来在控烟与减害背景下，新型烟草产品的技术不断创新迭代、吸食体验逐步完善，消费者对电子烟产品的接受程度不断提高，全球新型烟草快速发展，新型烟草的用户渗透率不断上升。根据欧睿国际数据，2022 年全球烟草零售市场规模为 7661.10 亿美元，同比下降 1.45%，2018-2022 年 CAGR 为 1.73%；2022 年全球电子烟（无烟烟草、电子雾化产品和加热

不燃烧)零售市场规模为 724.28 亿美元,同比增长 8.96%,2018-2022 年 CAGR 为 15.87%。中国是全球最大电子烟生产基地,中国出口的电子烟占世界总产量的 90%以上,电子烟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。

图表 32 全球烟草零售市场规模及 yoy

图表 33 全球电子烟零售市场规模及 yoy



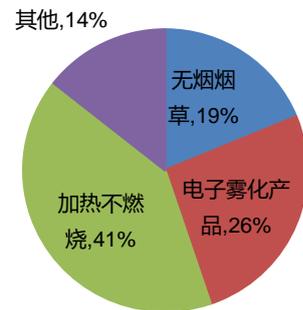
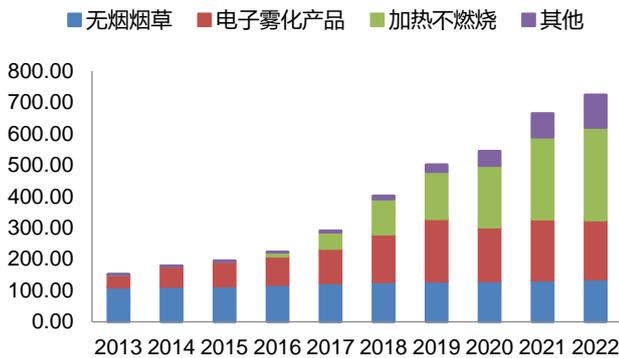
资料来源: 欧睿国际, 华安证券研究所

资料来源: 欧睿国际, 华安证券研究所 (电子烟包含无烟烟草、电子雾化产品和加热不燃烧等产品)

加热不燃烧 (HNB) 电子烟为主品类, 增速领跑新型烟草。新型烟草制品可以分为三类: 雾化电子烟、加热不燃烧烟草制品、无烟气烟草制品。其中, 雾化电子烟、加热不燃烧烟草制品是目前主要产品, 雾化电子烟主要由封闭式电子雾化器 (其包括雾化芯及电子雾化液)、电池组成, 雾化器由电池杆供电, 能够把烟弹内的液态尼古丁转变成含尼古丁的气溶胶供吸入; 加热不燃烧电子烟是以“加热不燃烧”为思路设计的“低温卷烟”, 在日本市场接受度最高。近年来, 在口味烟发展受阻、传统烟草企业积极布局下, 加热不燃烧电子烟市场扩张迅猛, 于 2020 年市场规模反超雾化电子烟。根据欧睿国际数据, 2022 年, 加热不燃烧市场约 295.67 亿美元, 同比增长 13.04%, 占新型烟草市场的比例为 40.82%; 雾化电子烟市场约 188.53 亿美元, 同比下降 3.29%, 占新型烟草市场的比例为 26.03%; 2018-2022 年, 加热不燃烧电子烟和雾化电子烟的复合年均增长率分别为 27.48%和 5.53%。

图表 34 全球电子烟零售市场规模-按产品品类划分 (亿美元)

图表 35 2022 年全球电子烟零售市场各产品零售额占比



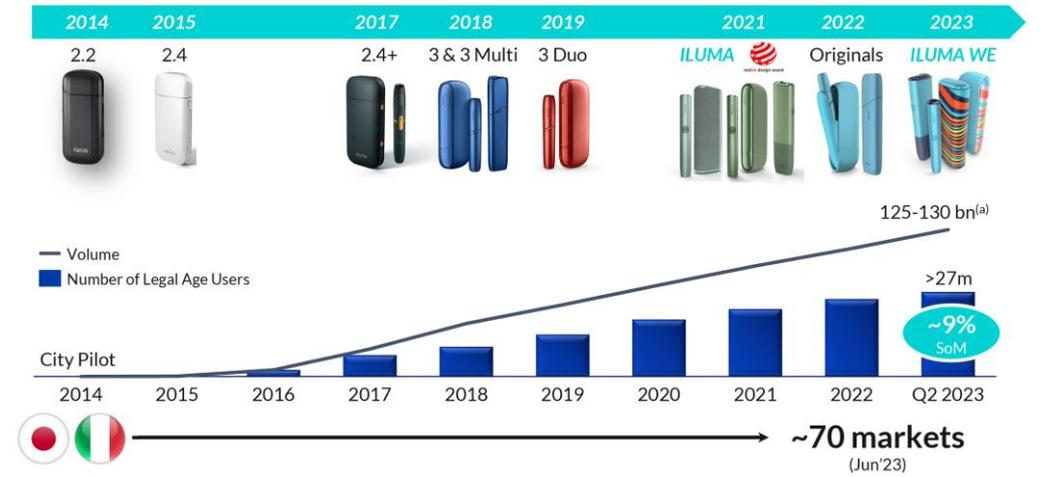
资料来源: 欧睿国际, 华安证券研究所

资料来源: 欧睿国际, 华安证券研究所

IQOS 产品历经十年迭代, 助力 PMI 成为 HNB 电子烟市场领先企业。目前全球 HNB 市场核心企业有菲莫国际、日本烟草和英美烟草, 其中菲莫国际自 2005 年世界卫生组织通过《烟草控制框架公约》后就开始启动 IQOS 研发项目, 于 2014 年在日本推出 IQOS 产品, 并持续推进产品的研发迭代, 市场优势明显。根据 PMI 公告, 2023 年,

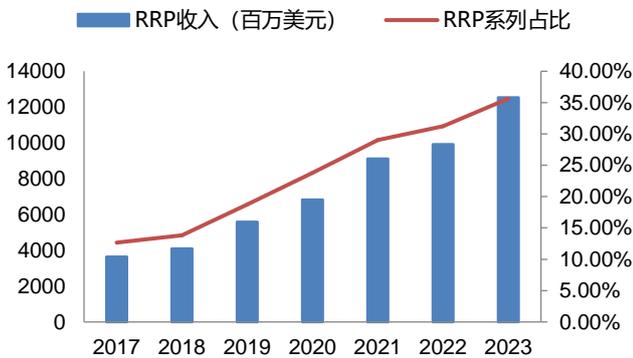
RRP 系列收入为 125.34 亿美元，同比增长 26.36%，占 PMI 总收入的 35.63%；HTU 出货量为 1252.63 亿支，同比增长 14.74%；截至 2023Q4，IQOS 的用户数量为 2860 万人，其中约有 73% 的消费者停止吸食可燃式烟草并成为 IQOS 的忠实用户。PMI 计划在 2025 年将无烟产品出货量占比由 2022 年的 15.1% 提升至 30% 以上，收入占比提升至 50% 以上，PMI 正在朝着 2025 年成为主要的无烟公司，并最终逐步淘汰卷烟的目标前进。

图表 36 IQOS 产品的 10 年迭代



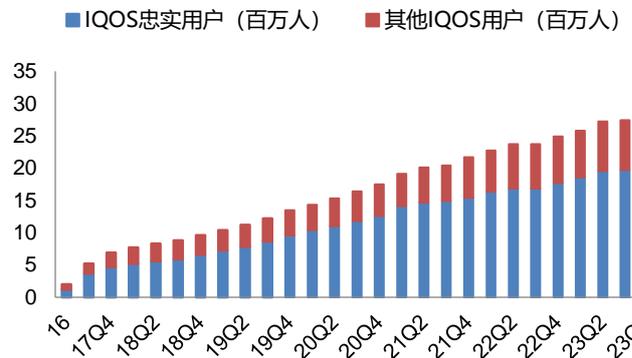
资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

图表 37 RRP 系列收入及在 PMI 营业收入中的占比



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

图表 38 PMI IQOS 全球用户数量

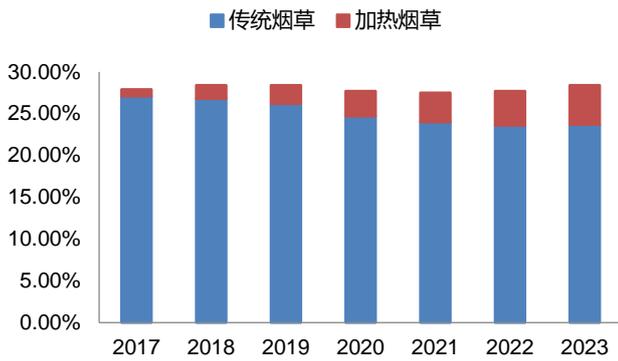


资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

IQOS 助力 PMI 在 HTU 市场市占率领先，但市场空间仍较为广阔。根据 PMI 公告，截至 2023Q4，PMI 在加热烟草行业的市占率达 4.9%，同比+0.6pct；分市场来看，在其主要销售市场欧洲/日本的市占率分别为 9.6%/27.6%，分别同比+1.2pcts/+3.1pcts。2022 年，全球传统烟草及加热烟草的消费量为 2.8 万亿支，其中，IQOS 已经登陆的市场消费量合计 1.3 万亿支，占比 47%；IQOS 还未商业化的市场消费量合计 1.0 万亿支，占比 35%；禁止 HTPs 的市场消费量合计 0.5 万亿支，占比 18%，IQOS 的市场空间仍然较为广阔：1) 已登陆市场：目前，IQOS 在已登陆 4 年以内的市场平均市场份额约 2%，在登陆 4-7 年的市场平均市场份额约 7%，在登陆 8 年及以上的市场平均市场份额约 15%，公司预计市场空间约为 0.2 万亿支 (15%*1.3 万亿支)。2) 未商业化市场：PMI 拟于 2024 年 Q2 在美国市场商业化 IQOS，美国市场拥有 3 千万成年吸烟者，1800 亿支烟草消费量，700 亿美元烟草零售市场；PMI 计划在 5 年内占据美国传统烟草及加热烟草市场份额的 10%，合计约 180 亿支。PMI 亦在印度尼西亚市场通过 IQOS 俱乐部

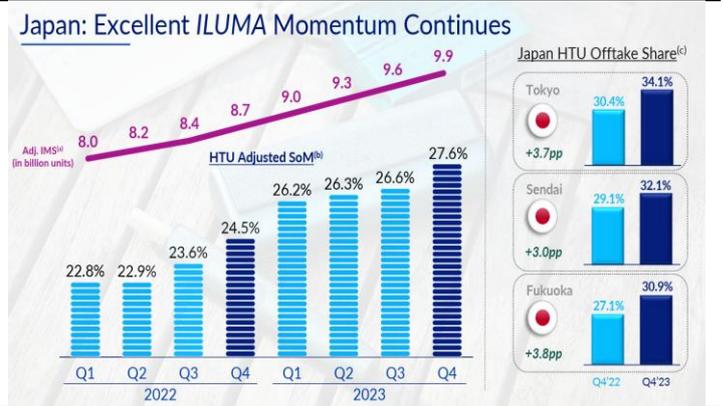
在选定城市进行试点推广。

图表 39 PMI 在传统烟草及加热烟草市场市占率情况



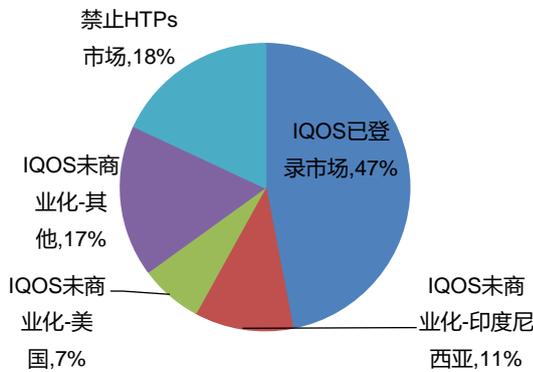
资料来源: PMI 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 PMI 在日本 HTU 市场的市占率情况



资料来源: PMI 公司公告, 华安证券研究所

图表 41 2022 年全球传统烟草及加热烟草的消费量份额



资料来源: PMI 公司公告, 华安证券研究所

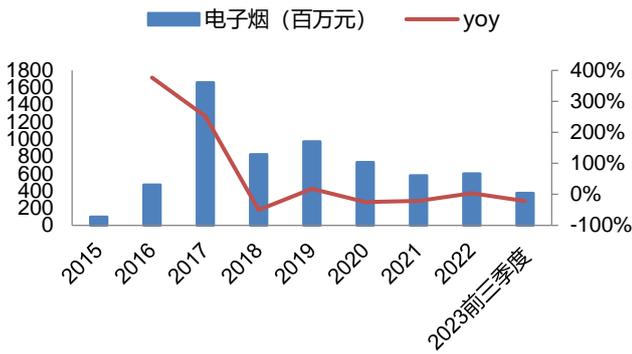
图表 42 IQOS 在美国市场的目标



资料来源: PMI 公司公告, 华安证券研究所

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, 处于高速增长阶段。公司 2015 年正式向 Venture 供货, 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, 收入腰斩后进入业务稳定发展期。公司电子烟收入在 2018 年腰斩, 主要原因在于: 1) PMI 在 2017 年对日本市场前景判断过于乐观, 大量库存积压, 18Q1 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, 分走了部分公司订单。自 2019 年开始, 随着 PMI 新品 IQOS 3Duo、ILUMA 等产品上市, 公司市场份额回升; 叠加行业出现好转, 订单有所修复, 进入稳定发展阶段。

图表 43 公司电子烟业务收入及 yoy



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 PMI IQOS 设备收入及占比

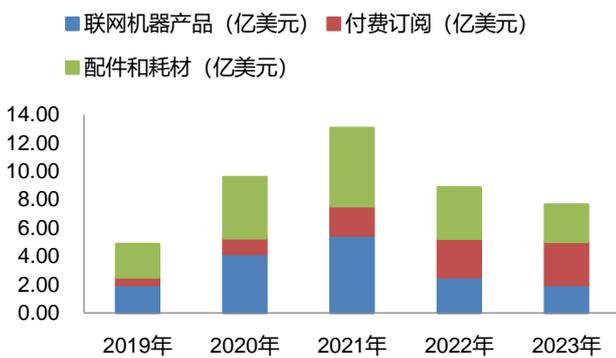


资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

3.2 家用雕刻机：深度绑定龙头 Cricut，业务有望逐季改善

Cricut 为家用雕刻机赛道龙头。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 完美打造了集产品、订阅、社群与社群等要素于一体的生态闭环，在通过口碑相传和数字及社交媒体吸引用户后，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。根据 Cricut 公告，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 38.98%。2022 年收入为 7.65 亿美元，同比下降 13.67%，联网机器产品/付费订阅/配件和耗材收入分别为 1.98/3.04/2.63 亿美元，收入下降主要系 2021 年受国外疫情影响，宅经济效应凸显，美国市场家用雕刻机产品需求较为旺盛，2022-2023 年随着国外疫情管控逐步放开，需求有所减弱。

图表 45 Cricut 营业收入按产品拆分



资料来源：Cricut 公司公告，华安证券研究所

图表 46 Cricut 最受欢迎的家用雕刻机产品



资料来源：Cricut 官网，华安证券研究所

短期来看，Cricut 单季度联网机器产品收入降幅收窄，库存进一步去化。根据 Cricut 公告，2023 年第四季度，Cricut 联网机器产品收入为 0.77 亿美元，同比下降 24.35%，降幅较 2022 年第四季度收窄 10.94pcts；Cricut 存货为 2.44 亿美元，同比下降 30.49%，库存进一步去化，Cricut 业务呈现好转趋势。

图表 47 Cricut 单季度联网机器产品收入及 yoy



资料来源: Cricut 公司公告, 华安证券研究所

图表 48 Cricut 存货及 yoy



资料来源: Cricut 公司公告, 华安证券研究所

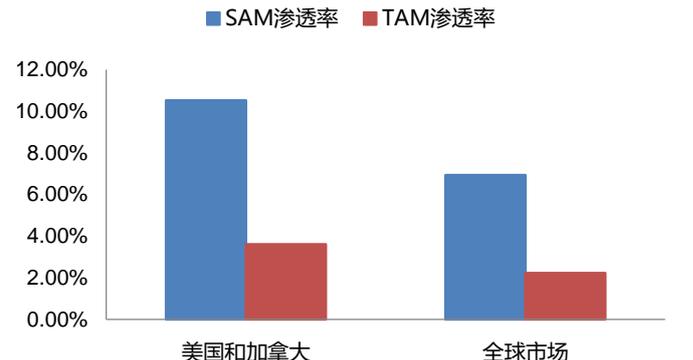
中长期来看, Cricut 用户规模持续高增长, 渗透率仍有广阔提升空间。截至 2023 Q4, Cricut 注册用户 894.4 万, 同比增长 13%; 付费用户 277 万, 同比增长 6%; 付费用户占比达 30.97%。截至 2023Q4, Cricut 在全球市场渗透率仅 6.93% (SAM, Serviceable Addressable Market), 在美国和加拿大市场渗透率也仅有 10.52% (SAM), 在公司生态闭环下, 有望持续扩大用户规模, 带来营收增量。

图表 49 Cricut 注册用户数量及 yoy



资料来源: Cricut 公司公告, 华安证券研究所

图表 50 Cricut 市场渗透率情况



资料来源: Cricut 公司公告, 华安证券研究所 (渗透率=2023Q4 用户规模/潜在市场规模, SAM: Active Users, TAM: Potential Users)

深度绑定龙头 Cricut, 业务有望逐季改善。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。随着公司与 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%。2021 年因物料和芯片短缺、供应链紧张、对市场的乐观预期等因素, Cricut 备货较多, 导致在 2022-2023 年的库存较高, 处于消化库存的阶段, 影响公司 2022-2023 年雕刻机业务收入。短期来看, 随着 Cricut 产品库存的进一步去化, 公司 2023 第三季度家用雕刻机业务环比改善、同比实现了较大幅度的增长, 2024 年有望获得更好的表现。长期来看, 家用雕刻机市场前景广阔, 市场渗透率较低, Cricut 正不断拓展国际市场, 目前已在全球 40 多个国家或地区销售; 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。

图表 51 公司家用雕刻机业务收入及 yoy



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 工控：长期合作罗技，新项目新 BU 新突破

下游应用空间广阔，全球智能控制器行业市场规模稳步增长。随着传感技术、通讯技术、互联网技术、3C 融合技术及人工智能技术等科学技术的不断发展，社会消费水平的持续升级，消费者对各式终端设备产品在智能化、创新化、节能化、绿色化、低碳化等方面的诉求不断提升，智能控制部件市场应用领域的持续扩大，应用场景不断丰富，被广泛应用于汽车电子、生活家电、电动工具、AI 设备、储能设备以及工业设备等领域，下游应用空间广阔。根据弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）数据，2021 年全球智能控制器行业市场规模达 1.7 万亿美元，2015-2021 年全球智能控制器行业的年复合增长率为 5.78%，预计 2024 年将达到约 2 万亿美元。

中国产业集群优势显著，中国智能控制器市场规模增速更高。在全球产业向中国转移和专业化分工的持续发展过程中，国内专业电子制造企业展现了其产业集群优势，专业的智能控制部件制造企业在全球影响力也在不断深化，同时基于中国拥有发展中国家广阔的消费市场、丰富的劳动力资源、完善的产业链配套体系及现代综合的交通运输体系等优势，市场发展前景广阔。根据弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）数据，中国智能控制器市场规模从 2015 年的 1.17 万亿元增长至 2021 年的 2.71 万亿元，期间年均复合增长率为 15.01%，预计 2024 年将达到 3.8 万亿元。未来，伴随着行业技术的持续升级与革命，智能产品品类的持续丰富，功能的日趋复杂，智能控制器技术含量和附加值将不断提高。

图表 52 全球智能控制器行业市场规模及 yoy



资料来源: Frost&Sullivan, 公司公告, 华安证券研究所

图表 53 中国智能控制器行业市场规模及 yoy



资料来源: Frost&Sullivan, 公司公告, 华安证券研究所

罗技四大业务占比超 80%，销售有望复苏。罗技成立于 1981 年，是一家起源于瑞士的全球著名计算机周边设备及软件制造商，现如今已在全球 140 多个国家和地区展开业务。罗技践行多品牌战略，旗下拥有罗技、罗技 G、Jaybird 及 Ultimate Ears 等品牌，产品分为键鼠及其他 PC 周边产品品类、游戏品类、音乐品类、视频会议系统和智能家居等多个领域。罗技采取事业部制，不同产品由不同事业部研发设计，打印设备、键盘 & 鼠标、视频系统、游戏为重要事业部，2023 财年（2022.4.1-2023.3.31）分别实现营业收入 7.28/8.36/8.88/12.11 亿美元，占总收入的比例分别为 16.05%/18.43%/19.55%/26.69%，合计收入占比超 80%。疫情后电脑周边设备需求下降影响罗技收入，但公司 2024 财年第三季度（对应 2023Q4）的业绩表现超预期，并提高了 2024 财年全年展望，其中，全年销售额从之前的 40 至 41.5 亿美元上调到 42 至 42.5 亿美元，销售额同比增长率从之前的-12%至-9%上调到-7%到-6%，彰显发展信心。

图表 54 罗技分业务收入情况 (百万美元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | P6Y CAGR | 2023 占比 |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|----------|---------|
| 打印设备 | 501.56 | 516.64 | 536.89 | 544.52 | 680.91 | 781.11 | 728.36 | 6.42% | 16.05% |
| 键盘&鼠标 | 480.31 | 498.47 | 536.62 | 571.72 | 784.49 | 967.30 | 836.43 | 9.69% | 18.43% |
| 电脑摄像头 | 107.09 | 112.15 | 121.28 | 129.19 | 439.87 | 403.65 | 227.69 | 13.40% | 5.02% |
| 平板及其他配件 | 76.88 | 107.94 | 128.32 | 135.31 | 384.3 | 310.12 | 254.37 | 22.07% | 5.60% |
| 视频系统 | 127.01 | 182.72 | 259.52 | 365.62 | 1044.94 | 997.16 | 887.52 | 38.27% | 19.55% |
| 移动麦克风 | 301.02 | 314.82 | 230.38 | 221.79 | 174.9 | 149.78 | 111.65 | -15.24% | 2.46% |
| 音频与可穿戴设备 | 246.39 | 252.33 | 277.43 | 273.75 | 468.78 | 401.42 | 274.23 | 1.80% | 6.04% |
| 游戏 | 314.36 | 492 | 648.13 | 690.17 | 1239.01 | 1451.88 | 1211.49 | 25.21% | 26.69% |
| 智能家居 | 65.51 | 89.37 | 49.34 | 43.4 | 34.39 | / | / | / | 0.00% |
| 其他 | 1.3 | 0.43 | 0.41 | 0.37 | 0.71 | 18.67 | 7.08 | 32.65% | 0.16% |
| 合计 | 2,221 | 2,567 | 2,788 | 2,976 | 5,252 | 5,481.10 | 4,538.82 | 12.65% | 100.00% |

资料来源: 罗技公司公告, 华安证券研究所 (罗技的 2023 财年范围为 2022 年 4 月 1 日-2023 年 3 月 31 日, 其余年份类推。2022 年和 2023 年其他业务收入包含智能家居业务收入。)

图表 55 罗技 2024 财年业绩预期

| | 此前的 24 财年预期 | 新的 24 财年预期 |
|--------------------------|---------------|---------------|
| 销售收入 | 40.0-41.5 亿美元 | 42.0-42.5 亿美元 |
| 销售收入同比变化 (以美元计) | -12% ~ -9% | -7% ~ -6% |
| Non-GAAP 营业利润 | 5.25-5.75 亿美元 | 6.10-6.60 亿美元 |
| Non-GAAP 营业利润同比变化 (以美元计) | -11% ~ -2% | 4% ~ 12% |

资料来源: 罗技公司公告, 华安证券研究所

公司与罗技一路相伴，新项目新 BU 下有望取得新突破。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增速在 2019 年出现显著回升，2020 年亦保持正增长。公司作为罗技两大 BU 产品的主要供应商之一，近年来已先后进入高端精英手柄、游戏方向盘及摄像头等罗技新型产品领域，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。此外，根据公司公告，公司已获得罗技 Gaming 领域的新项目，并首次与罗技的 PWS (Personal Workspace Solutions) Business Unit 合作，并在积极地争取在音频领域的产品合作机会，新项目新 BU 下有望取得新突破。

3.4 其他：积极拓展新产品线，有望孵化新大单品

➤ 汽车电子：

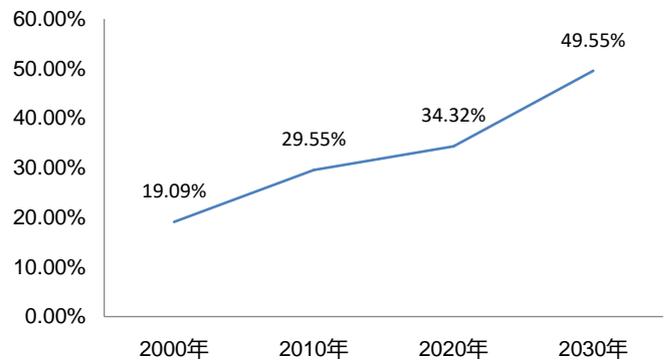
汽车电子迎来长景气周期，汽车电子化水平持续增长。随着电子信息技术的不创新发展和人们对于驾驶的安全性、舒适性、娱乐性的追求，汽车电子技术在汽车的应用领域日益扩大，汽车智能化、网联化、信息化技术的发展使汽车电子具备广阔的应用空间；新能源汽车产销两旺的发展态势，进一步提升了汽车电子化程度，汽车电子市场规模快速增长。根据中商产业研究院数据，2022 年中国汽车电子市场规模达 9783 亿元，同比增长 12%，预计 2024 年将进一步增长至 11585 亿元。从细分市场来看，动力控制系统/底盘与安全控制系统/车身电子/车载电子分别占比 28.7%/26.7%/22.8%/21.8%。在互联网、娱乐、节能、安全四大趋势的驱动下，汽车电子化水平持续增长，预计 2030 年汽车电子占整车制造成本的比重将接近 50%。

图表 56 中国汽车电子行业市场规模及 yoy



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

图表 57 汽车电子占整车制造成本比重预测



资料来源：公司公告，中商产业研究院，华安证券研究所

紧抓行业发展契机，汽车电子业务高速发展。公司着手建设上海汽车电子研发、市场及制造中心，全面整合各方资源形成合力，继续保持在车身控制模块、电动化运动部件及座舱舒适健康产品等方向的研发投入。在保障电子防眩晕、座椅控制模块等明星产品升级迭代的基础上，推出了座椅长滑轨控制模块、方向盘 HOD 模块、车载冰箱控制模块等新品，并获得了多个国内主流自主品牌和造车新势力的项目定点，项目将陆续进入量产，智能座舱产品亦顺利实现了量产交付。在巩固和发展国内主机厂客户的同时，公司积极开发国内合资品牌和国际品牌主机厂客户，2023 年上半年公司已通过两家海外主机厂的审核认可并获得供应商资质。根据公司公告，2023H1 公司汽车电子业务实现营业收入 2.19 亿元，同比增长 44.31%，预计公司产品在整车厂的配置份额将持续提升，经营业绩将继续保持较快增长。

图表 58 公司汽车电子产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 59 公司汽车电子业务收入及 yoy

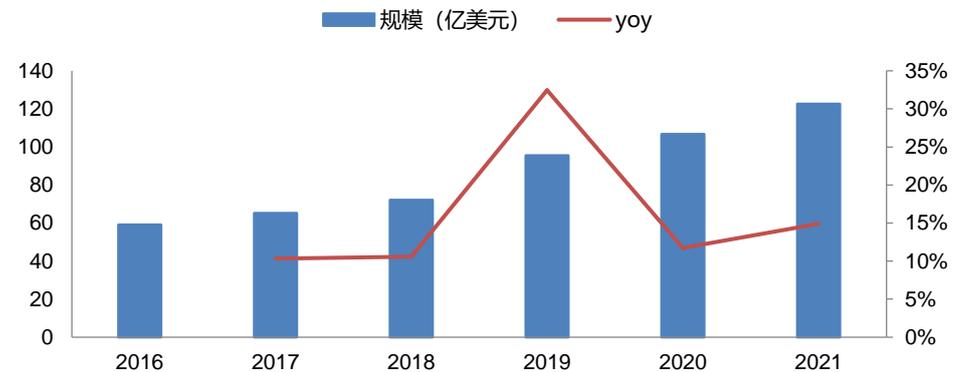


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

➤ 健康环境：

健康生活需求与日俱增，家用空气净化器市场较快增长。近几年，随着环境污染及室内污染问题的加重、人们对绿色健康意识的增强以及消费升级需求的增加，带动了全球空气净化设备的发展，家用空气净化器、净水器及新风系统是未来的重要发展方向。根据 GRAND VIEW RESEARCH 数据，全球空气净化器市场规模由 2016 年的 59.1 亿美元增长至 2021 年的 122.6 亿美元，年均复合增长率为 15.71%，2021 年同比 2020 年增长 14.9%。根据 MarketsandMarkets 发布的报告，预计到 2025 年，家用空气净化器市场将增长到 136 亿美元，预计 2020 年至 2025 年的复合年增长率为 8.2%。

图表 60 全球空气净化器行业市场规模及 yoy



资料来源：公司公告，Grand View Research，华安证券研究所

子公司众环科技积极推新，实现经营业绩修复。公司于 2020 年收购漳州众环科技，布局健康环境业务，子公司众环科技坚持“一米宽一万里深”的理念，围绕“阳光、空气和水”深度开发健康环境产品市场，坚持创新驱动，将数字化和智能化理念融入产品和解决方案中。2023 年，众环科技在大型空气净化器市场取得了重大突破，并快速响应市场及客户需求，研发并推出十余款高颜值的家居风格室内空气治理的产品及穿戴类净化器产品等；净水类产品在制冷能力和降噪方面均取得关键性技术突破，商务净水器逐步开发，在植物种植器、光疗产品、节能产品、创意产品等方面也积累了一定的技术成果。与此同时，众环科技开始着手拓展国内市场，以母婴级的空气净化产品为突破口，不断整合技术和资源，延伸产品，目前已取得初步成果。

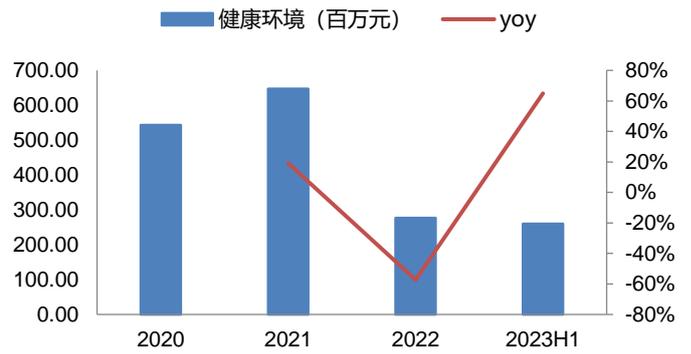
图表 61 公司健康环境产品

健康类产品，主要包括智能扫地机、空气净化器、净水器、加湿器、除湿机等健康环境电器产品。



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 62 公司健康环境业务收入及 yoy

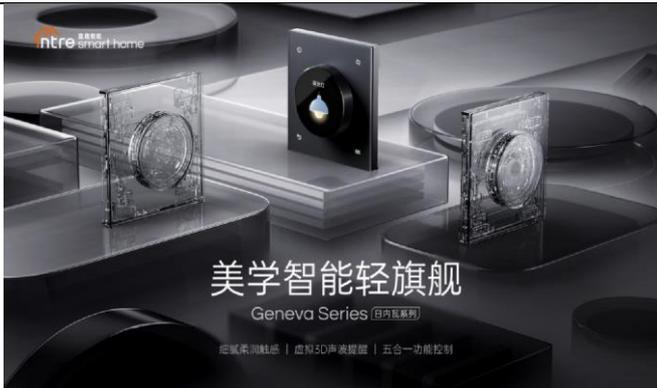


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

➤ 智能家居：

瑞士研发、欧洲制造，服务中国家庭。子公司厦门盈点持续打造“人性化、真智能”的盈趣智能管家品牌形象，夯实 Zigbee3.0 无线智能家居系统，同时推出了基于 KNX（国际标准）的全屋智能方案，2023 年顺利发布了 20 余款新产品，其中灵动环、桌面支架等新产品开创了智能家居行业新的控制方式，成为智能家居市场关注的热点品牌。在市场拓展方面，积极构建“C 端+B 端+ODM”三驾马车拉动的市场拓展体系，C 端代理商质量和数量均有明显提升，与高端设计师渠道合作方面进展顺利。

图表 63 日内瓦旋钮面板



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 64 盈趣智能屏



资料来源：公司官网，华安证券研究所

➤ 脑机接口：

在脑机接口领域布局已久，Muse 产品前景广阔。公司于 2023 年 4 月 13 日与天津大学牵头的脑机交互与人机共融海河实验室、厦门市科技局共同成立“厦门市北洋脑机接口与智慧健康创新研究院”，发力智慧健康领域；同时，与天津大学医学部开展产学研合作，正积极开展人工神经康复机器人、脑机疲劳驾驶监测、数字脑电图机等创新项目的前期研发立项交流；公司脑科学研究获科技部国家重点研发资金支持。此外，公司也与全球排名第八的加拿大神经技术的 Interaxon 合作超过十年，并成为参股投资人，公司为 Interaxon 提供研发及生产的头戴式脑电波监测产品，用于睡眠监测与辅助，致力于通过科技改善大众精神健康。Muse 创新性地采用了柔性电极技术，使得居家整夜脑电波监测成为了可能，该产品会记录脑电波、心电波和姿势，通过人工智能算法分析出用户的睡眠阶段、深睡眠程度、睡觉姿势，并最终计算出睡眠质量分数。

图表 65 公司脑科学研究获科技部国家重点研发资金支持

图表 66 公司与 Interaxon 合作研发生产的产品 Muse



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

➤ 其他:

随着公司国际化等各方面能力的提升, 公司在一些国际新客户的拓展方面也取得了较大的突破, 例如智能宠物产品领域、高端食品器械领域、智能医疗领域、户外用品领域等, 部分产品处于试产阶段, 部分产品已经小批量量产。

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

(1) 智能控制部件: 公司已获得罗技 Gaming 领域的新项目, 并首次与罗技的 PWS (Personal Workspace Solutions) Business Unit 合作, 并在积极地争取与客户在音频领域的产品合作机会, 新项目新 BU 下有望取得新突破, 我们预计 2023-2025 年公司来自于罗技的收入增速分别为 -3%/5%/5%。公司水冷散热系统订单在 2023 年得到快速的修复, 核心产品实现量产及产能爬坡, 我们预计 2023-2025 年公司来自于 Asetek 的收入增速分别为 71%/15%/15%。综上, 我们预计 2023-2025 年公司智能控制部件业务收入增速分别为 7%/9%/9%。

(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。2023 年第三季度, 公司家用雕刻机业务环比改善、同比实现了较大幅度的增长, 伴随着客户产品库存的进一步去化, 2024 年起公司家用雕刻机业务将稳步修复。我们预计 2023-2025 年公司雕刻机业务收入增速分别为 -28%/70%/9%。

创新消费电子产品-电子烟部件: 公司在提供电子烟精密塑胶部件的基础上, 新增电子烟加热模组及整机的合作, 目前均已实现量产, 在客户的供应链体系中, 公司已经构建“零件+核心部件+整机”垂直一体化的业务体系, 预计 2024 年电子烟业务将快速增长。我们预计 2023-2025 年公司电子烟部件业务收入增速分别为 1%/184%/17%。

创新消费电子产品-电助力自行车: 2023 年受终端市场需求疲软、行业库存较高等因素的影响, 公司电助力自行车产品出货节奏放缓, 相关产品收入同比下滑明显, 但 2023 年上半年公司启动了几个新项目, 还有几个项目也在洽谈中, 公司与客户的合作将持续深入。我们预计 2023-2025 年公司电助力自行车业务收入增速分别为 -70%/20%/20%。综上, 我们预计 2023-2025 年公司创新消费电子产品业务收入增速分别为 -34%/108%/14%。

(3) 汽车电子业务: 2023 年, 公司多项目产品实现量产交付, 且于 2023 年上半

年已通过两家海外主机厂的审核认可并获得供应商资质，随着设墨西哥制造基地的建设，公司有望在汽车电子领域获得更多业务机会。我们预计公司产品在整车厂的配置份额将持续提升，经营业绩将继续保持较快增长，我们预计 2023-2025 年公司汽车电子业务收入增速分别为 35%/30%/30%。

(4) 健康环境业务：2023 年，公司子公司众环科技在大型空气净化器市场取得了重大突破，并快速响应市场及客户需求，研发并推出十余款高颜值的家居风格室内空气治理的产品及穿戴类净化器产品等，实现业绩修复。公司紧抓健康环境行业订单快速修复的节奏，促研发、保交付、抓机遇，我们预计 2023-2025 年公司健康环境业务收入增速分别为 50%/25%/15%。

(5) 技术研发服务：公司子公司厦门攸信在赋能公司内部信息化、自动化及数字化建设的基础上，积极拓展外部市场，深耕电子、新能源、注塑和卫浴四大行业，成果显著。我们预计 2023-2025 年公司技术研发服务业务收入增速分别为 34%/10%/10%。

图表 67 公司分业务收入预测 (百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 创新消费电子 | 4,305.47 | 2,236.39 | 1468.38 | 3051.08 | 3471.35 |
| 同比 | 35% | -48% | -34% | 108% | 14% |
| 智能控制部件 | 1,078.64 | 1,019.78 | 1093.00 | 1186.55 | 1290.99 |
| 同比 | 13% | -5% | 7% | 9% | 9% |
| 汽车电子 | 236.44 | 360.11 | 485.00 | 630.50 | 819.65 |
| 同比 | 42% | 52% | 35% | 30% | 30% |
| 健康环境 | 647.15 | 276.67 | 414.44 | 518.05 | 595.76 |
| 同比 | 19% | -57% | 50% | 25% | 15% |
| 技术研发服务 | 100.44 | 95.63 | 128.24 | 141.06 | 155.17 |
| 同比 | 11% | -5% | 34% | 10% | 10% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们看好公司通过智能制造能力、技术研发实力和质量控制能力构建 UDM 模式核心壁垒，基于 UDM 模式积极合作开拓大客户，电子烟业务加热模组及整机项目有望放量，家用雕刻机业务伴随客户产品库存的进一步去化有望向好，并积极拓展汽车电子、健康环境、智能家居、脑机接口等新产品线，有望孵化新大单品。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39.67/59.24/67.50 亿元，分别同比变化-8.7%/49.3%/13.9%，归母净利润分别为 4.69/7.60/9.14 亿元，分别同比变化-32.3%/61.9%/20.3%。截至 2024 年 3 月 22 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.60/0.97/1.17 元，对应 PE 分别为 27.30/16.86/14.01 倍。

图表 68 盈利预测和估值

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 7,061 | 4,345 | 3,967 | 5,924 | 6,750 |
| 收入同比 (%) | 32.8% | -38.5% | -8.7% | 49.3% | 13.9% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,093 | 693 | 469 | 760 | 914 |
| 归母净利润同比 (%) | 6.7% | -36.6% | -32.3% | 61.9% | 20.3% |
| ROE (%) | 19.9% | 13.1% | 8.0% | 11.2% | 11.7% |
| 每股收益 (元) | 1.40 | 0.89 | 0.60 | 0.97 | 1.17 |
| 市盈率 (P/E) | 24.30 | 18.59 | 27.30 | 16.86 | 14.01 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所 (截至 2024 年 3 月 22 日)

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“电子--消费电子--消费电子零部件及组装”，我们选取申万三级行业分类消费电子零部件及组装下的所有上市公

司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 3 月 22 日收盘价，根据 Wind 一致预期，消费电子零部件及组装公司的 PE (TTM) /PE (2023E) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 32.10/28.63/21.07/16.96 倍，盈趣科技的 PE (TTM) /PE (2023E) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 26.11/27.30/16.86/14.01 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 69 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PE (TTM) | PE (2023E) | PE (2024E) | PE (2025E) |
|-----------|----------------------|----------|------------|------------|------------|
| 850854.SI | 电子--消费电子--消费电子零部件及组装 | 32.10 | 28.63 | 21.07 | 16.96 |
| 002925.SZ | 盈趣科技 | 26.11 | 27.30 | 16.86 | 14.01 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 3 月 22 日，消费电子零部件及组装指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，盈趣科技的盈利预测采用华安证券的盈利预测。）

5 风险提示

- 出口产品市场及政策风险。**公司产品消费市场主要为北美、欧洲国家及地区，若相关出口国家和地区的政治环境、经济景气度、购买力水平、关税政策、汇率以及行业标准等因素发生变化，或者我国出口政策发生重大变化、与主要出口国家发生重大贸易争端等，会对公司出口产品需求造成不利影响，公司将面临销售收入及盈利水平下降的风险。
- 客户相对集中的风险。**公司产品定制化程度高，单一类别的产品目前主要面向单一客户进行销售，若公司与主要客户的合作关系发生变化，或该等客户市场份额降低、竞争地位发生重大变动或自身经营发生重大不利变化，将可能对公司的产品销售和经营业绩造成不利影响。
- 产品毛利率下降的风险。**若未来因行业竞争加剧、市场需求变化、行业技术更新或替代产品的出现等，导致产品销售价格及原料采购价格发生重大变化，公司产品毛利率可能存在下降的风险，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 原材料价格波动风险。**国外通货膨胀及地缘政治等因素对全球原材料供应体系带来了不利影响，汽车电子芯片等部分电子类原材料供应紧张，价格上涨。若前述不利变化持续加大，将对公司重要原材料的供给保障及经营业绩产生不利影响。
- 汇率波动风险。**公司产品销售以出口为主，2020-2022 年度及 2023 年上半年度营业收入中出口占比均在 80% 以上，并主要以美元计价结算。公司原材料采购主要以人民币计价结算。如果美元对人民币出现贬值，将降低出口产品折算成人民币的售价，进而降低公司的毛利率，同时，使得公司持有的以外币计价的货币资金、应收账款产生汇兑损失。因此，汇率波动对公司的持续盈利能力可能造成一定的影响。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5062 | 5186 | 5997 | 7008 | 营业收入 | 4345 | 3967 | 5924 | 6750 |
| 现金 | 1083 | 1467 | 1730 | 2317 | 营业成本 | 3023 | 2848 | 4203 | 4762 |
| 应收账款 | 1094 | 978 | 1298 | 1572 | 营业税金及附加 | 27 | 25 | 37 | 42 |
| 其他应收款 | 60 | 64 | 84 | 99 | 销售费用 | 85 | 71 | 95 | 101 |
| 预付账款 | 32 | 30 | 45 | 51 | 管理费用 | 196 | 230 | 320 | 344 |
| 存货 | 863 | 741 | 921 | 1044 | 财务费用 | -127 | -31 | 34 | 50 |
| 其他流动资产 | 1929 | 1905 | 1918 | 1926 | 资产减值损失 | -83 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2696 | 3187 | 3605 | 4038 | 公允价值变动收益 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 343 | 343 | 343 | 343 | 投资净收益 | 23 | 20 | 30 | 34 |
| 固定资产 | 1287 | 1755 | 2163 | 2595 | 营业利润 | 787 | 549 | 886 | 1066 |
| 无形资产 | 77 | 84 | 93 | 101 | 营业外收入 | 2 | 3 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 989 | 1005 | 1007 | 999 | 营业外支出 | 2 | 5 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 7757 | 8373 | 9602 | 11046 | 利润总额 | 787 | 547 | 885 | 1065 |
| 流动负债 | 1580 | 1575 | 1946 | 2234 | 所得税 | 78 | 63 | 102 | 123 |
| 短期借款 | 180 | 180 | 180 | 180 | 净利润 | 708 | 484 | 783 | 942 |
| 应付账款 | 683 | 800 | 1003 | 1184 | 少数股东损益 | 15 | 15 | 23 | 28 |
| 其他流动负债 | 716 | 594 | 763 | 870 | 归属母公司净利润 | 693 | 469 | 760 | 914 |
| 非流动负债 | 718 | 721 | 654 | 721 | EBITDA | 811 | 632 | 1015 | 1207 |
| 长期借款 | 565 | 565 | 565 | 565 | EPS (元) | 0.90 | 0.60 | 0.97 | 1.17 |
| 其他非流动负债 | 153 | 156 | 89 | 156 | | | | | |
| 负债合计 | 2298 | 2296 | 2600 | 2955 | | | | | |
| 少数股东权益 | 182 | 197 | 220 | 249 | | | | | |
| 股本 | 783 | 780 | 780 | 780 | | | | | |
| 资本公积 | 1718 | 1720 | 1720 | 1720 | | | | | |
| 留存收益 | 2776 | 3380 | 4281 | 5342 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 5277 | 5880 | 6782 | 7842 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7757 | 8373 | 9602 | 11046 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1216 | 927 | 797 | 994 |
| 净利润 | 693 | 469 | 760 | 914 |
| 折旧摊销 | 170 | 176 | 190 | 193 |
| 财务费用 | -124 | 30 | 30 | 30 |
| 投资损失 | -23 | -20 | -30 | -34 |
| 营运资金变动 | 418 | 254 | -176 | -137 |
| 其他经营现金流 | 358 | 233 | 959 | 1079 |
| 投资活动现金流 | -682 | -517 | -437 | -445 |
| 资本支出 | -483 | -536 | -466 | -479 |
| 长期投资 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -155 | 20 | 30 | 34 |
| 筹资活动现金流 | -1023 | -27 | -97 | 37 |
| 短期借款 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 1 | -2 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 4 | 2 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1066 | -27 | -97 | 37 |
| 现金净增加额 | -393 | 384 | 264 | 586 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -38.5% | -8.7% | 49.3% | 13.9% |
| 营业利润 | -38.2% | -30.3% | 61.4% | 20.3% |
| 归属于母公司净利润 | -36.6% | -32.3% | 61.9% | 20.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 30.4% | 28.2% | 29.0% | 29.4% |
| 净利率 (%) | 16.0% | 11.8% | 12.8% | 13.5% |
| ROE (%) | 13.1% | 8.0% | 11.2% | 11.7% |
| ROIC (%) | 8.9% | 5.7% | 9.2% | 9.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 29.6% | 27.4% | 27.1% | 26.8% |
| 净负债比率 (%) | 42.1% | 37.8% | 37.1% | 36.5% |
| 流动比率 | 3.20 | 3.29 | 3.08 | 3.14 |
| 速动比率 | 2.64 | 2.80 | 2.58 | 2.65 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.47 | 0.62 | 0.61 |
| 应收账款周转率 | 3.97 | 4.06 | 4.56 | 4.29 |
| 应付账款周转率 | 4.42 | 3.56 | 4.19 | 4.02 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.90 | 0.60 | 0.97 | 1.17 |
| 每股经营现金流 | 1.56 | 1.19 | 1.02 | 1.27 |
| 每股净资产 | 6.76 | 7.53 | 8.69 | 10.05 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 18.59 | 27.30 | 16.86 | 14.01 |
| P/B | 2.44 | 2.18 | 1.89 | 1.63 |
| EV/EBITDA | 15.89 | 19.59 | 11.87 | 9.55 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：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。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。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。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。