

盈趣科技(002925)

报告日期: 2023年03月30日

参与设立创新研究院, 客户结构多元化、共驱成长

——盈趣科技点评报告

投资要点

□ **事件: 参与设立创新研究院, 研究脑机交互、人机共融技术。**3月29日公司公告拟作为发起人与脑机交互与人机共融海河实验室、厦门科技局联合设立厦门脑机接口与智慧健康创新研究院。海河实验室高层次科技人才众多, 公司本次参与有利于共享其科技成果, 转变为应用成果, 对长期发展具有积极意义。

盈趣科技为客户定制化研发的合作模式, 使得其核心能力从早期的精密塑胶件, 逐渐延申至核心电子组件、人机交互系统(电助力自行车人机交互系统、车载hud)等, 能力边界与客户领域不断拓宽, 也是与其他电子ODM企业的核心差异, 本次合作有望继续深化公司壁垒。

□ **大客户 Cricut 近期发布年报, Q4 降幅有所收窄, 对长期成长仍然保持乐观。**3月7日 Cricut 发布 2022 年报, 2022 年实现收入 8.86 亿美元 (-32%)、2022Q4 为 2.81 亿美元 (-27.6%), 降幅环比 Q3 (-32%) 有所收窄, 其中设备收入(与盈趣科技直接相关)22 年为 2.53 亿美元 (-54%), 22Q4 为 1.02 亿美元 (-35.3%, Q2/Q3 分别为 -76%/-49%), 我们判断盈趣大客户 Cricut 的业务已经触底, 23 年有望向好:

1) 22 年 Cricut 去库力度极大, 而消费群体数量保持增长, 22 年用户数 790 万人(同比 20 年+23%, 疫情前 19Q3 数据为 220 万人), 平台订阅收入 2.72 亿美元(+32.28%), 表明 Cricut 平台的生态价值链和月活都运营的较好, 并没有因为全球防疫措施阶段性结束而流失消费群体, 后续补库需求仍然看好。

2) 长远来看, Cricut 测算雕刻机在全球渗透率仅 5%, 潜在用户群体 4.02 亿人, 可开拓市场和空间大。

盈趣科技 Cricut 雕刻机及耗材业务收入占比 21 年高位时达到约 50%, 22 年经历 Cricut 去库影响后下降至 20-30%, 降低至 19 年疫情开始前的水平。展望 23 年, 我们认为继续下降的概率较小, 而补库需求和低渗透率雕刻机产品的长期成长有望成为该业务回暖的拉动。

□ **IQOS: 22Q4 增长提速, 盈趣切入核心加热组件/整机合作**

2022 年菲莫国际全年 RPP 业务(IQOS 为主)实现收入 102 亿美元(+10%), 其中单 22Q4 实现收入 30.24 亿美元(+26.5%), 增长显著提速, 主要系 Iluma 新品销售情况较好。盈趣科技作为 IQOS 精密塑胶外壳的核心供应商, 22 年切入 IQOS 核心加热组件合作、有望在 23 年贡献增量, 且受益于合作关系的不断稳固, 后续整机合作项目也将有序开展, 对应单套 IQOS 的供应价值量有望迎来较大幅度的提升, 看好 23-24 年盈趣科技 IQOS 业务发力。

□ **存量业务保持增长, 新客户有望在 23H2 迎来放量**

1) **存量业务:** 智能控部件核心客户 罗技, 切入 Gaming 和 Video 事业部合作, 新产品自 21-22 年开始成为罗技业务的主要增长拉动, 23 年预期保持快速增长; 博世电助力自行车业下游需求维持快速增长, 看好 23 年表现。水冷、健康环境业务 22 年受防疫措施放开&去库存影响销售表现弱, 23 年存回暖向上预期。汽车电子业务 21 年 2.36 亿元(+41.8%)、22H1 为 1.52 亿元(+58.5%), 组件产品从防眩镜、HUD 系统, 向智能座舱和预控制器等方向发展, 有望保持高速增长。

2) **新客户:** 自 2022 年以来, 公司对业务开拓方向不设限, 储备了工控、车规、医疗、高端食品机器、TWS 耳机、智能家居等新领域、新行业和新客户, 看好贡献增量。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

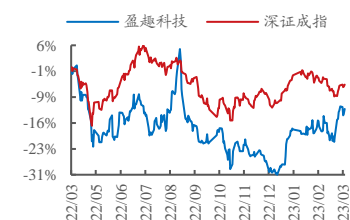
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.99
总市值(百万元)	16,425.17
总股本(百万股)	782.52

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商轻工】盈趣科技: 经营短期承压, 业务多点开花、有望重返增长快车道 220424》 2022.04.24
- 2 《【浙商轻工】盈趣科技: 疫情扰动出货节奏, 雕刻机及耗材高成长》 2021.11.01
- 3 《【浙商轻工】盈趣科技: 21H1 业绩高增, 家用雕刻机及汽车电子高速增长》 2021.08.22

□ 23 年盈利能力预期稳中向好

- 1) 成本、海运费向好，海沧工厂产能爬坡生产效率提升。
- 2) 22 年开源节流工作成效突出，23 年规模回升、费用率有较大压缩空间。
- 3) 22 年汇兑收益较高，但近期公告了 23 年 8 亿美金（约 54 亿 rmb）远期结售汇计划，预计汇兑不会对利润产生较大影响。

□ 盈利预测与估值

盈趣 UDM 模式更强调与客户的研发绑定，在此过程中形成的客情关系、口碑、国际化能力使得公司能够持续开拓国际知名客户，同时能力边界不断扩大。过去 2 轮成长周期是大客户放量驱动为主，目前客户结构已非常健康，后续稳定成长可期。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 45.95 亿/69.24 亿/85.13 亿元，分别-34.93%/+50.68%/+22.96%，归母净利润 7.11 亿/10.01 亿/12.72 亿，分别同比-34.96%/+40.83%/+27.02%，对应当前 PE 23.1X/16.41X/12.92X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7060.97	4594.87	6923.56	8513.15
(+/-) (%)	32.97%	-34.93%	50.68%	22.96%
归母净利润	1093.06	710.90	1001.17	1271.72
(+/-) (%)	6.64%	-34.96%	40.83%	27.02%
每股收益(元)	1.40	0.91	1.28	1.63
P/E	15.03	23.10	16.41	12.92

资料来源：浙商证券研究所

表1: Cricut 年度财务数据

单位: 百万美元	2018	2019	2020	2021	2022
总收入	339	487	959	1306	886
yoy		43.53%	97.11%	36.20%	-32.15%
设备收入	147	198	417	548	253
yoy		34.79%	110.31%	31.55%	-53.92%
平台订阅收入	31	55	111	206	272
yoy		76.87%	103.06%	84.90%	32.28%
耗材配件收入	161	235	431	552	361
yoy		45.70%	83.72%	28.12%	-34.55%
净利润	27	39	155	140	61
yoy		45.23%	294.22%	-9.12%	-56.79%

资料来源：Cricut 公告，浙商证券研究所

表2: Cricut 单季度财务数据

单位: 百万美元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
总收入	324	334	260	388	245	184	177	281
yoy	125.31%	42.13%	24.44%	4.54%	-24.41%	-45.06%	-31.95%	-27.60%
设备收入	141	146	102	158	62	35	52	102
yoy	148.42%	29.05%	35.66%	-7.49%	-55.85%	-75.78%	-48.84%	-35.30%
平台订阅收入	46	51	53	56	65	68	69	72
yoy	140.56%	110.89%	70.81%	50.97%	40.40%	33.41%	29.20%	28.63%
耗材配件收入	136	137	104	174	118	81	56	107
yoy	101.56%	40.41%	2.01%	6.65%	-13.75%	-41.30%	-46.60%	-38.33%
净利润	49	49	30	12	24	14	12	11
yoy	278.97%	40.85%	-33.63%	-80.59%	-52.44%	-71.85%	-58.53%	-8.59%

资料来源：Cricut 公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6006	6242	7690	9042
现金	1368	3162	2121	3115
交易性金融资产	1548	1361	1366	1425
应收账款	1516	1362	1993	2267
其它应收款	88	69	114	125
预付账款	30	26	35	42
存货	1252	56	1800	1844
其他	204	206	261	224
非流动资产	2334	2113	2332	2520
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	333	186	237	252
固定资产	909	1127	1238	1374
无形资产	67	71	70	71
在建工程	293	247	249	251
其他	731	483	536	572
资产总计	8339	8355	10022	11562
流动负债	1939	1484	2108	2338
短期借款	171	0	0	0
应付款项	1079	1003	1526	1655
预收账款	0	7	3	5
其他	689	474	579	677
非流动负债	737	700	709	715
长期借款	535	535	535	535
其他	202	164	174	180
负债合计	2676	2184	2817	3053
少数股东权益	164	197	230	262
归属母公司股东权益	5499	5974	6975	8247
负债和股东权益	8339	8355	10022	11562

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1017	1962	(884)	1188
净利润	1126	743	1034	1304
折旧摊销	180	81	95	108
财务费用	32	(150)	10	10
投资损失	(83)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	247	20	(129)	(60)
其它	(485)	1350	(1811)	(92)
投资活动现金流	(711)	191	(192)	(241)
资本支出	(256)	(237)	(193)	(229)
长期投资	(185)	178	(57)	(21)
其他	(270)	251	58	9
筹资活动现金流	(426)	(386)	8	21
短期借款	101	(171)	0	0
长期借款	7	0	0	0
其他	(534)	(215)	8	21
现金净增加额	(121)	1767	(1068)	968

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7061	4595	6924	8513
营业成本	5086	3266	4918	5985
营业税金及附加	32	26	33	42
营业费用	90	84	110	132
管理费用	365	290	348	426
研发费用	304	391	485	596
财务费用	32	(150)	10	10
资产减值损失	(49)	0	1	1
公允价值变动损益	27	27	27	27
投资净收益	83	83	83	83
其他经营收益	60	53	56	57
营业利润	1273	852	1187	1489
营业外收支	(1)	0	(0)	(0)
利润总额	1273	852	1187	1489
所得税	147	109	153	185
净利润	1126	743	1034	1304
少数股东损益	33	33	33	33
归属母公司净利润	1093	711	1001	1272
EBITDA	1499	933	1336	1631
EPS (最新摊薄)	1.40	0.91	1.28	1.63

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	32.97%	-34.93%	50.68%	22.96%
营业利润	1.88%	-33.10%	39.39%	25.43%
归属母公司净利润	6.64%	-34.96%	40.83%	27.02%
获利能力				
毛利率	27.97%	28.91%	28.96%	29.69%
净利率	15.94%	16.18%	14.93%	15.32%
ROE	20.68%	12.01%	14.97%	16.19%
ROIC	17.78%	11.09%	13.98%	14.75%
偿债能力				
资产负债率	32.08%	26.14%	28.11%	26.40%
净负债比率	34.68%	27.96%	22.53%	21.86%
流动比率	3.10	4.21	3.65	3.87
速动比率	2.45	4.17	2.79	3.08
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.55	0.75	0.79
应收账款周转率	4.22	3.24	4.18	4.05
应付账款周转率	4.08	3.18	3.93	3.80
每股指标(元)				
每股收益	1.40	0.91	1.28	1.63
每股经营现金	1.30	4.28	-1.93	2.59
每股净资产	7.03	13.03	15.22	17.99
估值比率				
P/E	15.03	23.10	16.41	12.92
P/B	2.99	1.61	1.38	1.17
EV/EBITDA	16.63	6.46	5.33	3.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>