

盈趣科技的 UDM 模式是什么

——隐形冠军深度系列 1

买入|首次评级

报告要点:

● 盈趣科技: 迥异于市场认知的低估值优质标的

盈趣科技是万利达旗下公司,为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。从财务指标看公司整体质地优秀,业务涉猎广泛且实现多元增长,公司历经 2 年的业务筑底和储备期,现已逐步进入业绩释放阶段。迥异于资本市场的传统认知,盈趣科技已凭借其特殊的商业模式使得公司非电子烟业务实现迅猛发展并脱离传统代工企业范畴。相较于其他 A 股优质标的,公司在具备良好盈利能力的同时由于预期差所导致的显著低估使其投资性价比十分突出。

● 特殊业务模式下塑造创新消费电子+物联网产品孵化平台

盈趣科技客户结构较为特殊,大部分客户并非消费电子领域内的企业,因而在产品升级过程中对供应商从上游设计研发到中游制造各环节一体化赋能要求较高。盈趣科技特殊的 UDM 模式很好地向客户提供了从 Idea 到产品落地的一体化解决方案并最终将自身塑造成创新型产品孵化平台。公司对其多元客户的产品创新孵化更类似于一级市场中的 VC 公司,通过对接客户需求去不断孵化创新型产品从而提升产品组合中的累计成功概率。

● 优质赛道铸就成长空间,大客户势头迅猛保障安全边际

盈趣科技下游朝阳产业及客户产品独特性成就了其中间利基市场,长期来看,下游食品、新型烟草、医疗、工控、车规均属于朝阳行业,成长空间广阔。从安全边际角度看,公司前三大客户(Cricut、PMI、罗技)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。我们认为前三大客户的优质表现将为公司业绩提供“安全垫”,叠加公司在 A 股优质标的中的较低估值,总体上公司安全边际较高;在乐观假设下,若三大客户本身实现持续性高速发展,公司有望迎来戴维斯双击。

● 投资建议与盈利预测

预计盈趣科技 2021-2023 年营收分别为 78.46 亿元/108.27 亿元/142.36 亿元,同比增长 48%/38%/31%,归母净利润分别为 14.20 亿元/18.41 亿元/23.85 亿元,同比增长 39%/30%/30%,截至 2021 年 6 月 9 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.82/2.35/3.05 元,对应 PE23/18/14x,首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

新产品孵化不及预期,汇率超预期波动,下游产品对应行业政策超预期。

附表:盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3854.44	5310.25	7846.32	10827.39	14236.36
收入同比(%)	38.71	37.77	47.76	37.99	31.48
归母净利润(百万元)	973.17	1024.96	1420.38	1840.64	2384.76
归母净利润同比(%)	19.60	5.32	38.58	29.59	29.56
ROE(%)	23.45	21.32	24.03	25.93	27.57
每股收益(元)	1.25	1.31	1.82	2.35	3.05
市盈率(P/E)	33.59	31.89	23.29	17.98	13.87

资料来源:Wind,国元证券研究所

当前价/目标价: 42.33 元/72.80 元

目标期限: 12 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 46.95 / 30.73

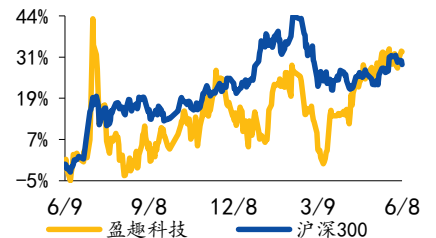
A 股流通股(百万股): 728.84

A 股总股本(百万股): 781.63

流通市值(百万元): 30851.65

总市值(百万元): 33086.56

过去一年股价走势



资料来源:Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188-1930

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 许元琨

邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

目 录

1.盈趣科技是一家怎样的公司.....	5
1.1 财务透视：盈趣科技作为制造业企业表现如何.....	6
1.2 区别于市场认知的观点 1：公司是否是电子烟标的.....	7
1.3 区别于市场认知的观点 2：公司是否是传统意义上的代工企业.....	8
1.4 估值逻辑：预期差导致的显著低估带来的投资机会.....	10
2.我们的认知：创新消费电子+物联网产品孵化平台.....	12
2.1 朝阳产业+客户产品独特性成就中间利基市场.....	12
2.2 核心商业逻辑：持续打造爆款单品带来业绩变现期权.....	13
2.3 UDM 模式：深入切入前端研发设计的核心竞争壁垒.....	16
3.成长逻辑：站在消费与科技升级风口下的优质企业.....	19
4.投资逻辑：为什么我们认为当下时点投资盈趣是安全的.....	21
4.1 家用雕刻机（Cricut）——由产品向内容转变的 DIY 制作独角兽.....	22
4.2 IQOS（PMI）——菲莫国际“无烟未来”的使命承载者.....	26
4.3 罗技——新 BU 新产品下迎来新成长.....	31
5.投资建议与盈利预测.....	34
6.风险提示.....	36

图表目录

图 1：盈趣科技历年收入拆分.....	5
图 2：盈趣科技营收变化趋势.....	7
图 3：盈趣科技毛利率变化趋势.....	7
图 4：盈趣科技净利率变化趋势.....	7
图 5：盈趣科技 ROE 变化趋势.....	7
图 6：18 年后盈趣科技电子烟收入占比下降.....	8
图 7：18 年后盈趣科技电子烟毛利贡献下滑.....	8
图 8：公司非电子烟业务持续高速增长.....	8
图 9：公司电子烟产品收入占比 18 年后逐步降低.....	8
图 10：盈趣科技与同业企业毛利率对比.....	9
图 11：盈趣科技与同业企业人均创利对比.....	9
图 12：盈趣科技与同业企业研发人员占比对比.....	9
图 13：盈趣科技与同业企业资产负债率对比.....	9
图 14：盈趣科技与苹果和思摩尔国际毛利率对比.....	10
图 15：盈趣科技研发支出在营收中的占比相对较高.....	10
图 16：盈趣科技与思摩尔国际人均创利对比.....	10
图 17：盈趣科技与苹果和思摩尔国际资产负债率对比.....	10
图 18：盈趣科技合作客户一览.....	12
图 19：公司各大产品历年毛利率水平.....	13
图 20：每百亿支烟弹收入对比.....	13

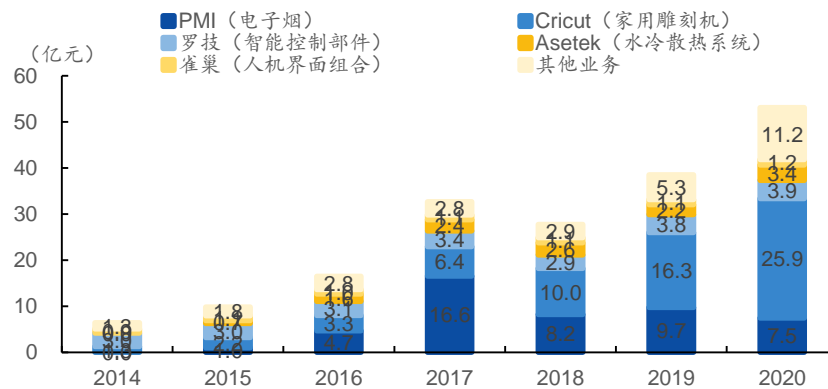
图 21: 不同情境下公司历年收入推演	14
图 22: 不同情境下公司历年毛利推演	14
图 23: UMS 和 ITTS 是公司 UDM 模式的核心环节	16
图 24: UDM 模式和 ODM 模式核心差异对比	17
图 25: 公司研发服务收入自 2019 年以来大幅增长	17
图 26: 公司研发人员人数连续三年占比超 20%	17
图 27: 盈趣科技创新消费电子产品升级案例一览	19
图 28: 盈趣科技股权结构	20
图 29: 盈趣科技国际化布局情况	21
图 30: 盈趣科技近 5 年业务分客户拆分及总营收 yoy	22
图 31: 盈趣科技前三大客户在营收中占比变化趋势	22
图 32: Cricut 市场渗透率情况	23
图 33: Cricut 收入变化趋势	23
图 34: 家用雕刻机产品及应用场景	23
图 35: 雕刻机耗材适用范围广泛	23
图 36: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环	25
图 37: Cricut 三大业务收入仍维持高增	25
图 38: 全球烟草行业市场规模持续下滑	27
图 39: PMI 在全球烟草行业市场份额	27
图 40: RRP 系列在 PMI 净营业收入中的占比	28
图 41: 2021Q1 各地区 RRP 系列出货量比例情况	28
图 42: IQOS 全球用户数变化趋势	28
图 43: IQOS 烟弹出货量变化趋势	28
图 44: 盈趣科技历年电子烟收入	29
图 45: IQOS 2018 年在日本激进去库存	29
图 46: 2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开	30
图 47: 视频系统与游戏事业部在总营收中的占比趋势	32
图 48: 盈趣科技历年智能控制部件（罗技部份）收入	32
图 49: 罗技 Video&Gaming 两大 BU 新款产品概览	32
图 50: 罗技新款游戏鼠标 G PRO X SUPERLIGHT 推出后销量走势	33
表 1: 盈趣科技主要产品及客户一览	6
表 2: 盈趣科技在 A 股优质标的中的估值偏低	11
表 3: 菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草	13
表 4: 盈趣科技在研领域及相关产品概览	15
表 5: 盈趣科技主要设备价值情况	18
表 6: 盈趣科技单季度关键指标	22
表 7: 家用雕刻机竞品对比	24
表 8: 盈趣科技雕刻机收入规模与 yoy 测算	26
表 9: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑	27
表 10: IQOS 历代产品供应链份额划分	29

表 11: IQOS 产品供应链上各公司 ASP 测算一览.....	30
表 12: 视频系统与游戏事业部已成为罗技旗下最优秀 BU.....	31
表 13: 可比公司估值对比.....	35

1. 盈趣科技是一家怎样的公司

盈趣科技是万利达旗下公司，为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(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。公司主要产品包括智能控制部件、创新消费电子、汽车电子产品三部分，客户群亦涵盖了罗技、雀巢、菲莫国际 (PMI)、Cricut 等一批优质客户。从盈趣科技收入拆分来看，至 2020 年家用雕刻机(主要客户为 Cricut)及电子烟产品(直接客户为 Venture&Flex，间接客户为 PMI)分列盈趣科技营收中的前两位。其中 2020 年家用雕刻机产品收入为 25.9 亿元，在营收中的占比达到 48.8%；电子烟部件的收入为 7.5 亿元，在营收中的占比为 14.1%。除此以外公司其他业务在近年亦得到较快发展，至 2020 年汽车电子产品收入达 1.67 亿元，健康环境产品收入达 5.43 亿元。

图 1：盈趣科技历年收入拆分



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 1：盈趣科技主要产品及客户一览

产品类别	主要产品名称	主要客户	
		直接客户	间接客户
智能控制部件	网络遥控器		
	演示器		罗技
	有线/无线游戏控制器		
	咖啡机人机界面模组	WIK	Nestle
	有线/无线 3D 鼠标	3D Connexion	
	水冷散热控制系统	Asetek	
创新消费产品	智能烟雾报警器		Roost
	家用雕刻机		Cricut
	电子烟精密塑胶部件(电子烟部件)	Venture&Flex	PMI
	头戴式虚拟现实视网膜眼镜(VR 眼镜)		Avegant
	脑电波监测感应头带		InteraXon
汽车电子产品	物联网热敏打印机(咕咕机)		电商
	行车导航仪		金龙汽车、宇通客车
	车载 DVD 播放机		

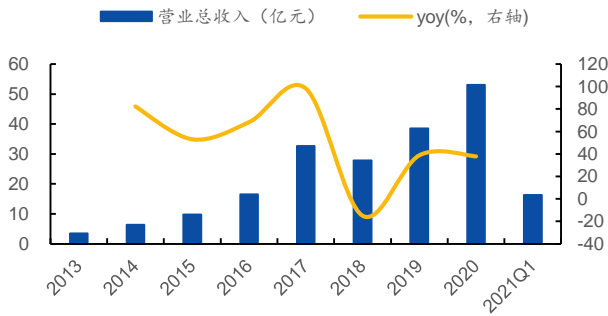
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.1 财务透视：盈趣科技作为制造业企业表现如何

2013-2020 年，公司营收 CAGR 达到 47.4%，归母净利润 CAGR 为 49.3%，扣非后归母净利润 CAGR 为 48.4%；此外在 2013-2020 年间，公司毛利率始终维持 30% 以上，净利率和 ROE 水平整体亦表现良好。我们以纵向对比的视角看公司的发展历程，可以大致将公司发展分为三个阶段：1) 2013-2017 年，公司处于爆发式成长期。这一时期公司雕刻机及电子烟部件两大产品快速放量，收入、归母净利润 CAGR 分别高达 74.5%、99.6%。2) 2018 年公司进入业绩调整期。这一时期由于 PMI 市场推广 IQOS 进度受阻，受到行业去库存叠加新供应商进入影响，2018 年公司电子烟业务出现腰斩，尽管公司非烟业务快速成长消除了一定的不利影响但总体收入、利润依然出现 15%、17.3% 的下滑。3) 2019 年-2020 年，公司步入业务筑底和储备期。2019-2020 年电子烟占比虽然出现大幅下降，但产品成长属性依然存在，公司电子烟收入总体保持平稳，而雕刻机、罗技、水冷散热系统等产品在这一时期实现较快增长。即使在新冠疫情大环境影响下，2020 年公司仍然实现收入、利润 37.8%、5.3% 的增速。此外，博世、健康环境、医疗产品的储备也为公司未来成长打下坚实基础。

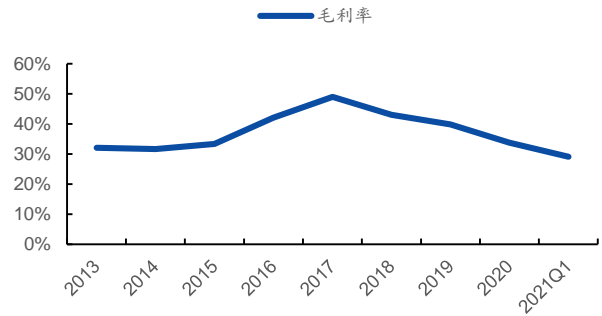
受新冠疫情影响，2020 年公司资产负债率上升至 35%，但 ROE 仍长期保持在 23% 以上。此外根据 2021Q1 资产负债表，公司现存有息负债仅 8 亿元，现金+理财产品维持在 25 亿元。综上所述，公司整体质地优秀，业务涉猎广泛且实现多元增长。

图 2：盈趣科技营收变化趋势



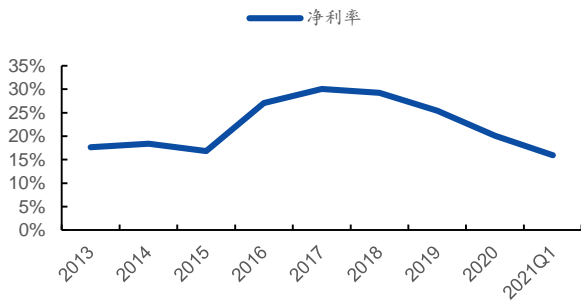
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 3：盈趣科技毛利率变化趋势



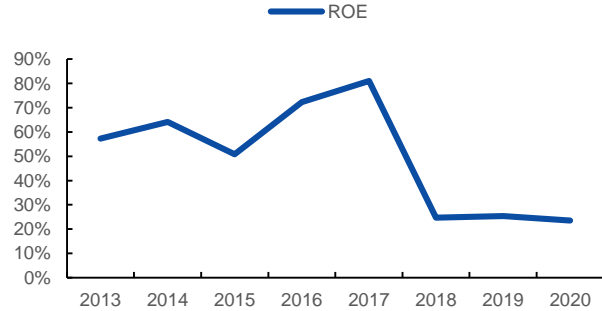
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：盈趣科技净利率变化趋势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 5：盈趣科技 ROE 变化趋势



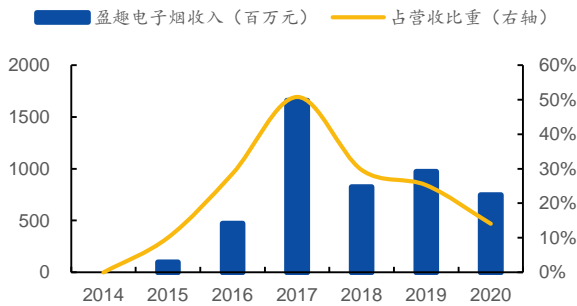
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 区别于市场认知的观点 1：公司是否是电子烟标的

公司电子烟业务发展大致可分为两个阶段。2015-2017 年伴随公司成为 Venture(PMI 一级供应商)的主供应商，叠加 PMI 减害烟草制品系列产品的显著放量，公司电子烟业务收入及毛利均实现爆发式增长。2017 年，电子烟收入占公司总营收比重为 51%，毛利率贡献达到 67%，在当时确实可以将公司视为电子烟产业链标的。

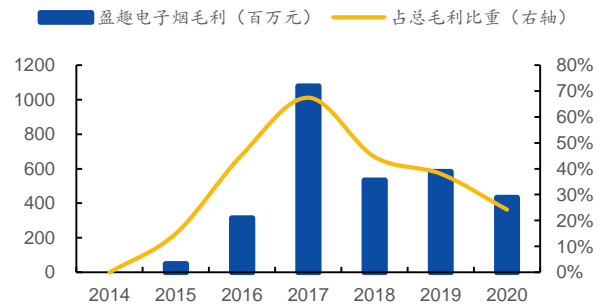
自 2018 年开始，公司电子烟业务发展进入第二阶段，包括雕刻机产品在内的非电子烟业务出现快速增长。经过三年的结构调整，电子烟产品占比显著降低，非电子烟业务 2020 年占比已升至 86%，2017-2020 年非电子烟业务收入 CAGR 高达 42%。我们认为尽管 IQOS 未来很可能会维持不错的增长，但相较于其他创新消费电子产品而言（例如公司的雕刻机产品），增速可能排名靠后，长期看电子烟业务占比将出现进一步下滑，公司已不能被视作纯粹的电子烟产业链标的。

图 6：18 年后盈趣科技电子烟收入占比下降



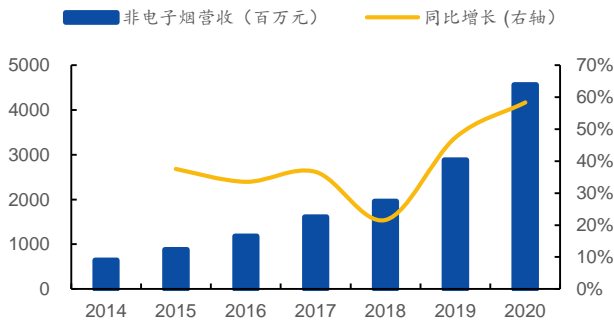
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：18 年后盈趣科技电子烟毛利贡献下滑



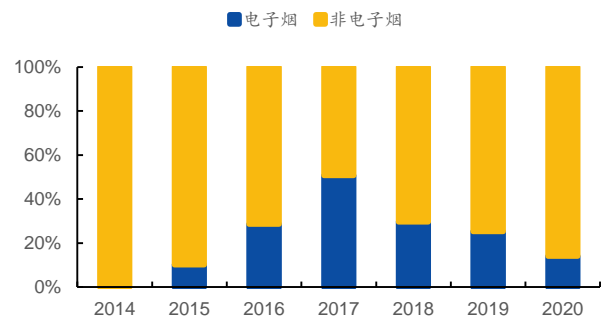
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8：公司非电子烟业务持续高速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 9：公司电子烟产品收入占比 18 年后逐步降低

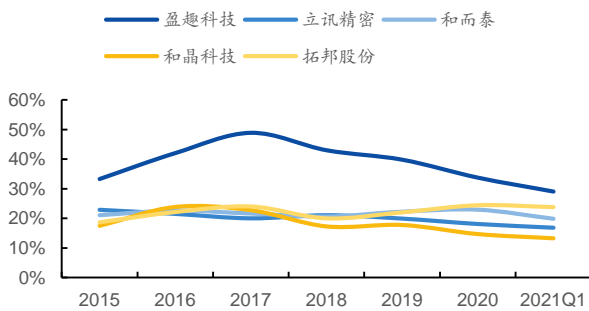


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 区别于市场认知的观点 2：公司是否是传统意义上的代工企业

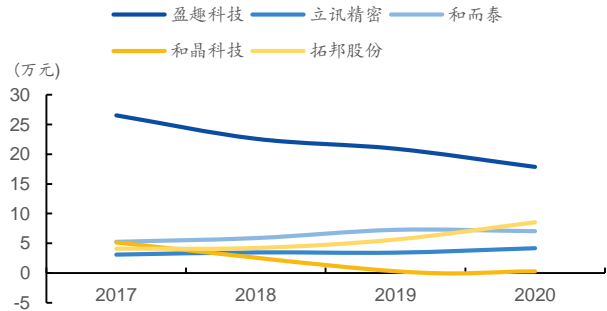
从制造业模式上来看，典型的代工企业通常遵循客户在前端研发、设计的选择，供应商主要负责产品加工制造环节。代工企业的盈利能力主要取决于企业本身规模效应与上游企业的议价能力以及公司本身的综合成本控制能力。通常来说，代工企业由于设计研发能力较弱，不能提供差异化服务，同时与下游客户的议价能力相对较弱，利润率水平整体较低。从盈趣科技的财报看，公司毛利率水平远优于同行代工企业；人均创利在同业企业中也一骑绝尘，截至 2020 年，盈趣科技人均创利高达 17.87 万元，远超拓邦股份 8.57 万元，和而泰 7.04 万元，立讯精密 4.19 万元以及和晶科技 0.29 万元。

图 10: 盈趣科技与同业企业毛利率对比



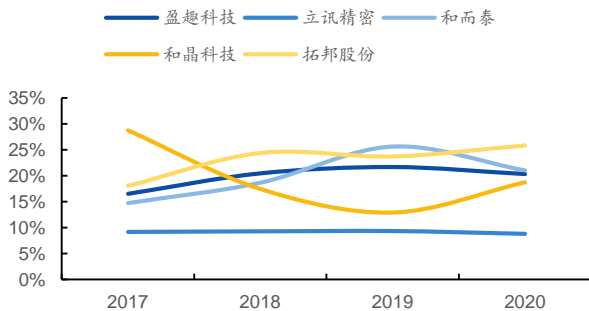
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 11: 盈趣科技与同业企业人均创利对比



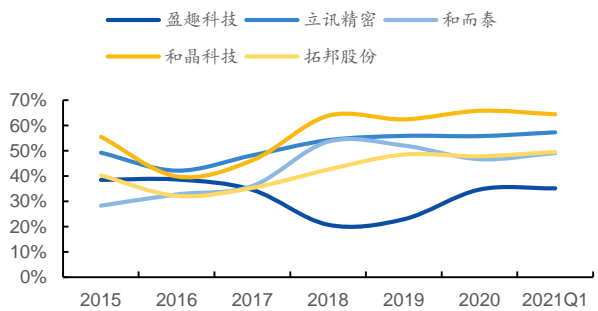
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 盈趣科技与同业企业研发人员占比对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

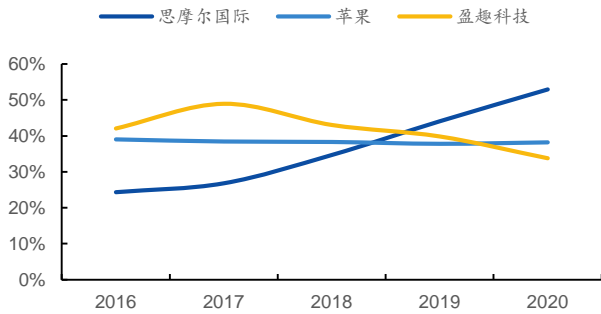
图 13: 盈趣科技与同业企业资产负债率对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

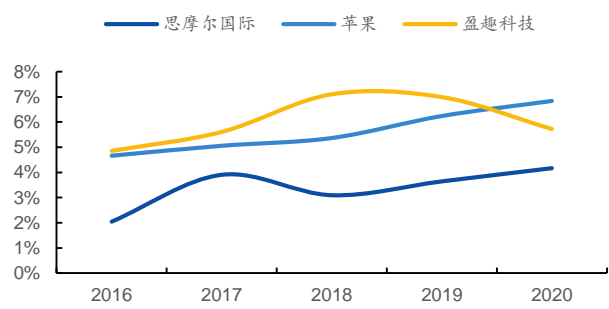
除了与上述企业相比较以外,为了更好的研究公司的研发设计能力,我们将公司与自身业务以设计研发为主的苹果公司进行对比;同时我们也选取了在电子雾化技术上具有较高壁垒的全球最大电子雾化设备制造商思摩尔国际,希望通过与具有竞争壁垒的创新消费电子 ODM 制造公司做对比,以期研究公司是否已脱离传统制造业代工企业范畴。可以看到三者毛利率上都保持优异,近年来均维持在 25% 以上的毛利率水平。相较于苹果,公司在拥有更低资产负债率的同时,研发支出在营收中的占比仍能保持与苹果相当;相较于思摩尔国际,公司研发支出在营收中的占比以及资产负债率均有比较优势,人均创利与思摩尔国际大体相当。综上所述我们认为公司已脱离传统代工企业的范畴,公司特殊的商业模式在产业链中产生了新的附加值使得公司利润率大幅提升。如果我们从研发人员配置角度看,这种附加值主要体现在研发设计环节的客户赋能上。

图 14: 盈趣科技与苹果和思摩尔国际毛利率对比



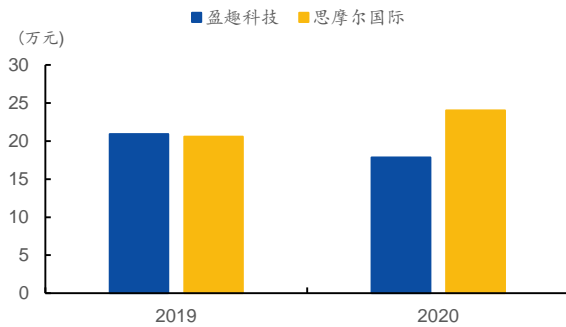
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 盈趣科技研发支出在营收中的占比相对较高



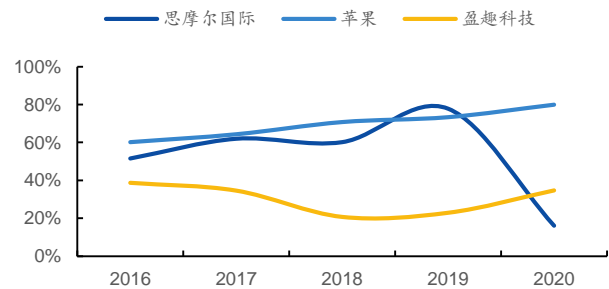
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 盈趣科技与思摩尔国际人均创利对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所 注: 以 1 港币=0.83 人民币为换算标准

图 17: 盈趣科技与苹果和思摩尔国际资产负债率对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

1.4 估值逻辑: 预期差导致的显著低估带来的投资机会

为了进一步分析盈趣科技现下时点的投资性价比, 我们抽取 2018-2020 年 ROE 高于 20%, 净利率高于 20%, 市值高于 200 亿的 A 股优质标的, 截至 2021 年 5 月 17 日, 满足以上标准的标的仅有 42 只。若我们按照估值水平来对这些标的进行降序排列, 盈趣科技位列第 33 位 (PE2021E 为 24x), 相较于以上标的的估值中位数 44x (PE2021E), 公司估值仍处于较低水平。我们认为盈趣科技在具备良好盈利能力的同时由于预期差所导致的显著低估让它的投资性价比十分突出。

表 2：盈趣科技在 A 股优质标的中的估值偏低

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	ROE (%)			净利率 (%)			PE2021E
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
300896.SZ	爱美客	1358	35	44	25	36	53	61	191x
600763.SH	通策医疗	1137	29	30	24	23	27	26	155x
300957.SZ	贝泰妮	1118	72	66	57	21	21	21	141x
300595.SZ	欧普康视	783	24	26	28	46	46	51	131x
600436.SH	片仔癀	2278	25	24	23	24	24	26	111x
300357.SZ	我武生物	391	27	26	21	46	46	42	103x
688686.SH	奥普特	308	48	49	37	32	39	38	86x
603288.SH	海天味业	5748	33	34	36	26	27	28	76x
300760.SZ	迈瑞医疗	5754	42	28	32	27	28	32	71x
300122.SZ	智飞生物	3569	41	48	46	28	22	22	68x
300529.SZ	健帆生物	804	26	30	36	39	40	45	68x
300782.SZ	卓胜微	1282	41	45	49	29	33	38	65x
600276.SH	恒瑞医药	4552	24	24	23	23	23	23	58x
000661.SZ	长春高新	2105	21	29	31	27	32	39	52x
000568.SZ	泸州老窖	3776	22	26	28	27	29	36	50x
600519.SH	贵州茅台	25852	34	33	31	51	51	52	48x
000858.SZ	五粮液	11536	23	25	25	35	36	36	47x
603658.SH	安图生物	549	32	35	22	30	29	25	47x
600779.SH	水井坊	499	34	42	34	21	23	24	46x
603638.SH	艾迪精密	347	24	30	23	22	24	23	46x
300832.SZ	新产业	521	34	28	22	50	46	43	46x
300841.SZ	康华生物	270	58	40	32	28	34	39	42x
002507.SZ	涪陵榨菜	366	30	23	25	35	30	34	42x
002901.SZ	大博医疗	308	28	30	32	49	38	39	41x
300628.SZ	亿联网络	690	27	31	27	47	50	46	40x
300861.SZ	美畅股份	268	63	29	21	47	34	38	40x
300630.SZ	普利制药	210	23	30	24	29	32	34	37x
002415.SZ	海康威视	5844	34	31	28	23	22	22	36x
603369.SH	今世缘	672	20	22	20	31	30	31	35x
002304.SZ	洋河股份	2840	26	21	20	34	32	35	35x
300033.SZ	同花顺	593	20	25	38	46	52	61	27x
002372.SZ	伟星新材	363	29	27	30	21	21	23	26x
002925.SZ	盈趣科技	335	25	25	24	29	25	20	24x
603444.SH	吉比特	325	28	28	31	56	49	49	22x

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：1.此处总市值和盈利预测为 2021.5.17 数据，盈利预测为 Wind 一致预期 2.此表仅展示了 PE 20x 以上的标的

2.我们的认知：创新消费电子+物联网产品孵化平台

总体上看，我们将盈趣科技定义为一家创新消费电子+物联网领域的产品孵化平台型企业。那么如何用资本市场的视角去研究探讨公司所塑造的产品孵化平台？公司的UDM模式又有何创新之处？在下文中我们将对上述问题进行详细分析。

2.1 朝阳产业+客户产品独特性成就中间利基市场

产品孵化的一体化解决方案提供者：公司官网公布了超40位合作客户，从盈趣科技的下游客户结构中我们可以发现一个较为明显的特点：公司客户结构较为特殊，下游覆盖了包括食品、医疗、工控、新型烟草、车规在内的朝阳行业，大部分客户并非消费电子领域内的企业。例如菲莫国际属于全球大型烟草企业，雀巢属于食品行业龙头，而Cricut则是沿着手工艺品线条成长的DIY创意制作公司。这一类客户在进行产品升级的过程中，会遇到产品电子化及跨界经营问题。由于客户鲜有消费电子领域的积累，需要寻找从上游设计，研发到中游制造环节均能够赋能其完成产品升级的供应商，盈趣科技的UDM模式则很好地向客户提供了从Idea到产品落地的一体化解决方案。

中间利基市场的占领者：由于这一类高度创新并具有定制化特点的产品通常处于市场开拓期，产品未来能否成功无法预知，孵化初期也无法量产，故而消费电子领域依靠规模效应盈利的一些企业（例如富士康，立讯精密等）不会将此类客户作为开拓重点。但由于其产品升级的属性，其在客户战略定位中作用却往往极为重要（例如PMI将IQOS视为无烟未来革命的载体），对合作伙伴存在一定的要求，导致中间利基市场的产生。该利基市场的商业模式，又以公司研发能力和轻资产运营能力为先决条件，导致进入壁垒较高，头部企业有望充分享受产品创新升级带来的成长红利。

图 18：盈趣科技合作客户一览

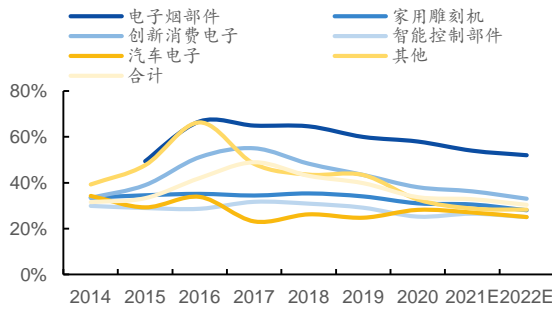


资料来源：公司官网，国元证券研究所

近年来公司毛利率基本维持在40%以上，分产品看，除电子烟因烟草行业较为特殊的定价体系可能存在显著溢价外，其余绝大部分产品毛利率维持在30%-35%的水平。我们认为公司高毛利率的成因主要包括以下几个方面：1) 公司研发的产品对于客户

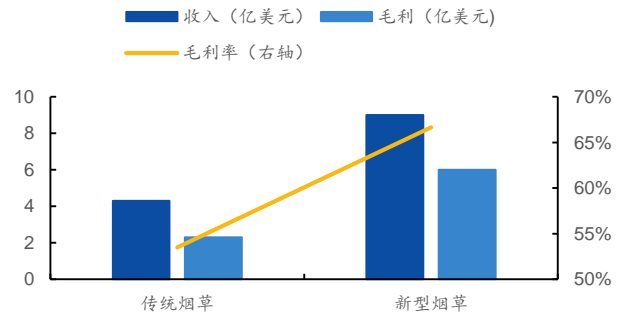
而言属于主营产品升级的载体(例如 IQOS 烟具是赋能烟弹加热的媒介)但非主要利润来源(IQOS 烟弹平均售价约是传统烟弹的 2.5 倍, 导致菲莫国际愿意亏损售卖烟具来提升其用户数量), 故而议价意愿不高。2) 由于客户并非消费电子领域出身, 在前端设计、研发环节需要供应商深度介入甚至提供一体化解决方案, 而相关技术客户并不掌握, 故而相较于标准消费电子产品而言, 客户具有更高的黏性。

图 19: 公司各大产品历年毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 20: 每百亿支烟弹收入对比



资料来源: PMI, 国元证券研究所

表 3: 菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草

项目	2017	2018	2019	2020	2021Q1	
传统烟草	营收(百万美元)	25,108	25,529	24,218	21,867	5,463
	出货量(百万支)	761,926	740,315	706,709	628,518	145,512
	单价(美元)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
RRP	营收(百万美元)	3,640	4,096	5,587	6,827	2,122
	出货量(百万支)	36,226	41,372	59,652	76,111	21,734
	单价(美元)	0.10	0.10	0.09	0.09	0.10
合计	营收(百万美元)	28,748	29,625	29,805	28,694	7,585
	出货量(百万支)	798,152	781,687	766,361	704,629	167,246
	单价(美元)	0.036	0.038	0.039	0.041	0.045

资料来源: PMI, 国元证券研究所

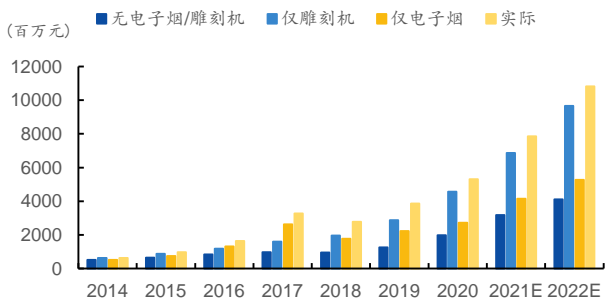
2.2 核心商业逻辑: 持续打造爆款单品带来业绩变现期权

如果我们希望一言以蔽之的去概括盈趣科技商业模式的本质逻辑, 我们认为盈趣科技对其多元客户的产品创新孵化更类似于一级市场中的 VC 公司, 公司通过对接客户需求去不断孵化创新型产品从而提升产品组合中的累计成功概率。当一个产品研发、生产成功, 并最终经过市场检验得到消费者的认可后, 便可为公司带来持续性的

利润流入。对比不同情境下盈趣科技的成长曲线可以发现，2014-2020年，其收入规模增长728%，毛利增长786%。但假设剔除雕刻机/电子烟产品，其收入/毛利增长分别为429%/518%，612%/571%。假设同时剔除两款产品，收入/毛利增长为284%/247%。

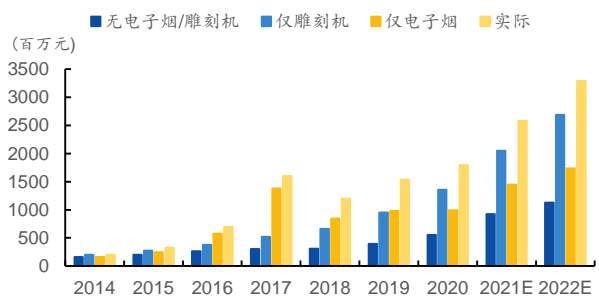
从理论上讲公司理论未来期权等于其在研产品成功率与成功回报率的累计值，而该价值又取决于公司的孵化产品数量，与公司挖掘新客户和订单能力正相关 ($V = \sum P \times R \times X$)；另一方面，当公司在研产品数量累计值足够大时，出现爆款产品将无限趋近必然事件 ($P = 1 - (1 - R)^n$)。当前公司在研产品约200个，覆盖汽车电子业务、健康环境业务、智能家居业务以及手工自动化等多元业务领域。同时公司在2020年已完成十余项新技术的预研并预计未来1-3年应用转化率将达到90%。

图 21：不同情境下公司历年收入推演



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 22：不同情境下公司历年毛利推演



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 4：盈趣科技在研领域及相关产品概览

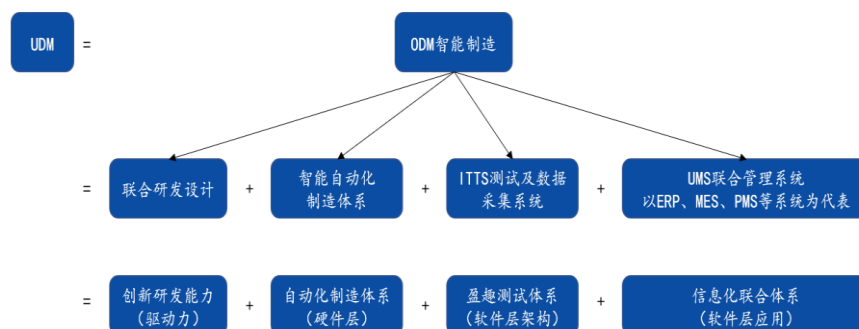
在研领域	相关产品	相关图片
汽车电子业务	天窗控制模块、座椅控制及记忆模块以及方向盘加热控制模块 智能座舱产品	
健康环境业务	空气净化器、加湿器、净水器及植物种植器	
智能制造整体解决方案	协作机器人及服务机器人单品	
智能家居业务	新一代开关面板、多功能调节按钮、中控面板及智能遥控器	
手工自动化领域	新型雕刻机设备(例如小型家用雕刻机) 以及烫杯机研发升级	
电子烟领域	电子烟其他部件	
VC 及 Gaming 领域	游戏手柄，鼠标及高端游戏模拟器	
工控及车规领域	智能行车记录仪、汽车诊断仪	
其他领域	新型水冷散热器、电助力自行车、新型耳机、医疗器械等	

资料来源：公司公告、公司官网，国元证券研究所

2.3 UDM 模式：深入切入前端研发设计的核心竞争壁垒

我们认为公司自主创新的 UDM 模式铸就了公司的核心竞争壁垒。总体来说，公司 UDM 业务模式是以传统 ODM 业务模式为基础，同时通过自主创新的 UMS 联合管理系统，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，其中 UMS 和 ITTS 是公司 UDM 模式的最核心环节。

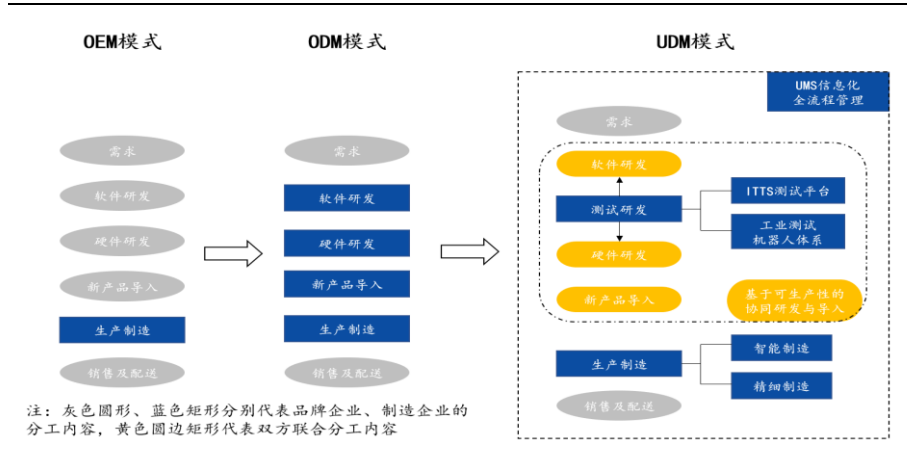
图 23：UMS 和 ITTS 是公司 UDM 模式的核心环节



资料来源：公司公告，国元证券研究所

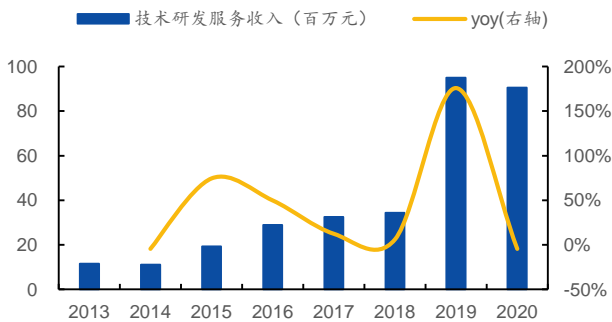
从细分项来看，公司 UDM 业务模式主要是由公司的联合研发设计能力、智能制造体系、ITTS 测试及数据采集系统、UMS 联合管理系统所共同形成的一种特有的业务模式。在前端联合研发设计方面，公司设立了项目部及专门的创新研发设计团队去满足不同客户的需求。相较于传统的 ODM 制造模式，公司实施自主研发与协同研发相结合的研发模式，使得公司可以在与客户合作过程中更好的聚焦客户痛点并深入切入前端研发设计环节。可以看到自 2019 年开始公司技术研发服务收入出现大幅增长，当年同比增速高达 175.7%，达到 9494 万元；即使是 2020 年受到新冠疫情的冲击，公司研发服务收入仍保持强势，技术研发服务收入仍超 9000 万元。与此同时公司研发人员占比自 2018 年以来均超 20%，在诸多产品核心技术的 Know-how 环节，公司掌握了大量的实验数据及基础研究工作的积累，使得企业在获取客户粘性、提升议价能力方面得到保障。

图 24: UDM 模式和 ODM 模式核心差异对比



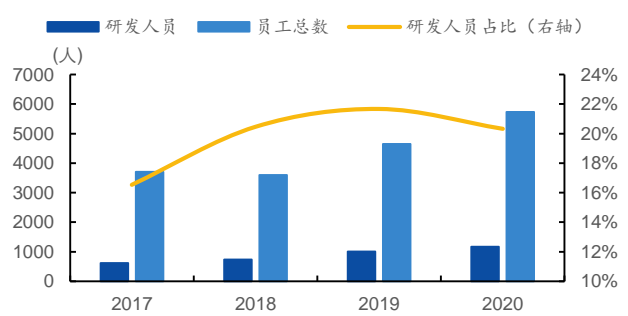
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 25: 公司研发服务收入自 2019 年以来大幅增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26: 公司研发人员人数连续三年占比超 20%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

在智能自动化制造体系方面，公司遵循“以销定产”的智能化、柔性化生产制造模式。相较于传统制造业的重资产运营模式，公司运营处于轻资产模式下。发展轻资产运营模式不仅跟其类 VC 公司的创新产品孵化模式所存在的较大不确定性有关而且亦遵循了公司自身“研发产品的同时研发制造体系”的经营理念。公司大量设备现已实现自产，招股书中披露公司主要设备平均单价仅 10 万元。柔性化产线的搭建能力保障公司业务能够在轻资产模式下得到快速复制，此外公司可以实现多品种共线化生产，在“降本增效”的同时满足了客户多产品、多型号的生产需求，并使得公司资产周转率维持在较高水平。

表 5：盈趣科技主要设备价值情况

设备名称	数量 (台/套)	总价值 (万元)	单价 (万元)
注塑机	66	2624	40
贴片机	11	799	73
净化系统喷涂设备	2	439	220
TSH 加工设备	26	423	16
测试仪器	55	401	7
真空镀膜用涂装线	1	288	288
全伺服机械手臂	56	277	5
印刷机	8	171	21
输送流水线体	18	195	11
固定枪一涂一烤	1	92	92
焊接点胶及锁付设备	37	236	6
贴膜机	7	85	12
光学检测仪	6	77	13
标签打印及雕刻设备	14	98	7
无铅回流焊机	6	75	12
智能控件装配设备	11	126	11
全自动烧写机	3	72	24
屏蔽设备	8	70	9
信号发生器	27	39	1
量测设备	12	76	6
水冷加工设备	6	61	10
高速三维锡膏检测系统	4	91	23
其他	417	1152	3
合计	802	7968	10

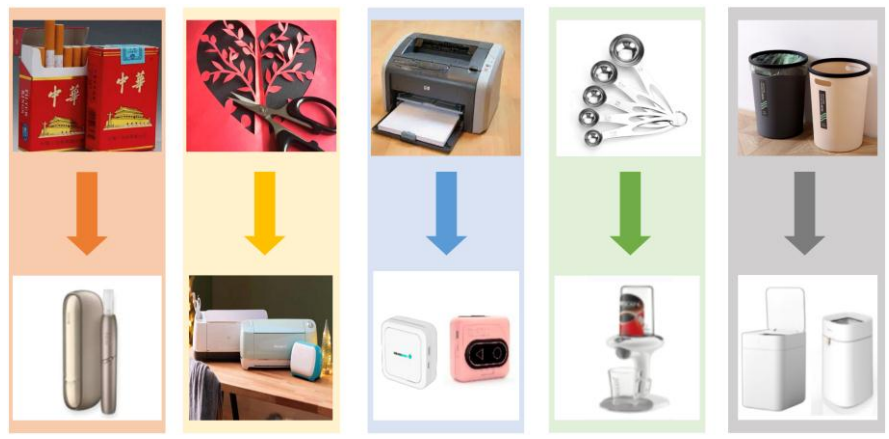
资料来源：公司公告，国元证券研究所

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

3.成长逻辑：站在消费与科技升级风口下的优质企业

整体上看，公司是站在消费与科技升级的创新消费电子领域风口下的优质企业。正如我们在 Cricut 首次覆盖报告中所介绍的，“世代新消费”下新消费习惯的改变（消费倾向更偏向于个性化、多元化，消费需求更趋于品牌化，高质量化）并最终衍生出了对消费升级产品的庞大市场需求。而公司产品的成功本质上正是完美契合了这一趋势，公司通过“供给创造需求”即通过新产品的先进性引发对原有产品的替代和升级需求，最终使得产品能够在市场渗透率上维持高速增长。例如新型烟草对传统烟草的替代逻辑是减少吸烟危害以及戒烟需求；雕刻机产品对于传统手工工艺品的替代逻辑是 Z 世代对于个性化 DIY 作品的需求；物联网热敏打印机产品则是为了满足消费者随时随地远程打印以及内容丰富度的诉求应运而生的。公司通过研发投入组建专业及庞大的研发团队以及实行柔性化生产铸就公司护城河，同时公司所创设的 UDM 业务模式对客户亦具有巨大的吸引力，叠加公司一个产品对应一个客户的发展战略使得公司能够持续巩固自身优势。

图 27：盈趣科技创新消费电子产品升级案例一览



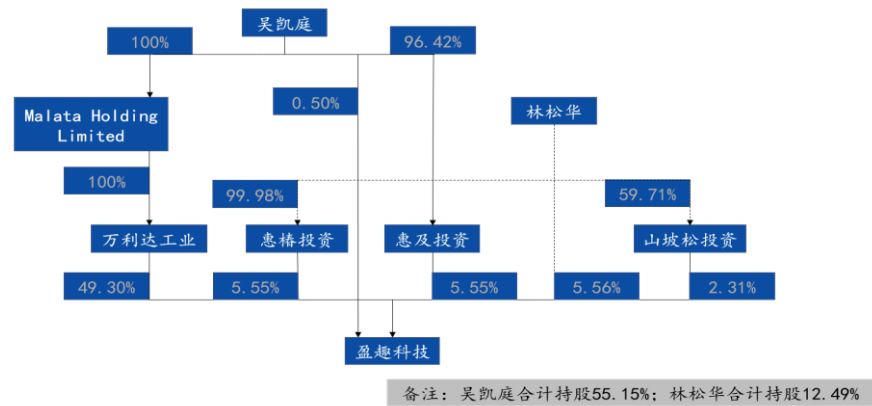
资料来源：公司公告，国元证券研究所

从企业文化上看，公司企业文化优秀，弘扬“3POS”企业文化，强调社会责任。公司提倡“创新、奋斗、运动、和谐、分享、共赢”的经营理念，通过建立包括厦门春水爱心基金会、定期体育运动机制等，推动公司企业文化建设，增强公司凝聚力；同时公司还致力于打造学习型组织并建设盈趣大学，通过全面推行读书会、导师制等多种方式来培养和复制人才。

从公司架构上看，公司股权结构相对集中，管理团队表现优异。公司管理团队现以董事长林松华为核心，并培养了杨明、林先锋、王战庆等一批精通电子信息技术和熟悉国际沟通协作的复合型管理人才，吴凯庭更多扮演实际控制人及财务投资人的角色而较少参与公司的日常运营工作，根据 2020 年财报，吴凯庭合计持股约 55%，董事长林松华合计持股约 12%。同时近期公司要求所有中层管理干部将重新竞聘上岗，其中包括不少 90 后储备干部，从而助推公司完成下一个十年发展战略并保持管理团队的凝聚力和战斗力。我们预计这将进一步优化公司的管理团队结构，使管理团队结

构更加年轻化。

图 28：盈趣科技股权结构

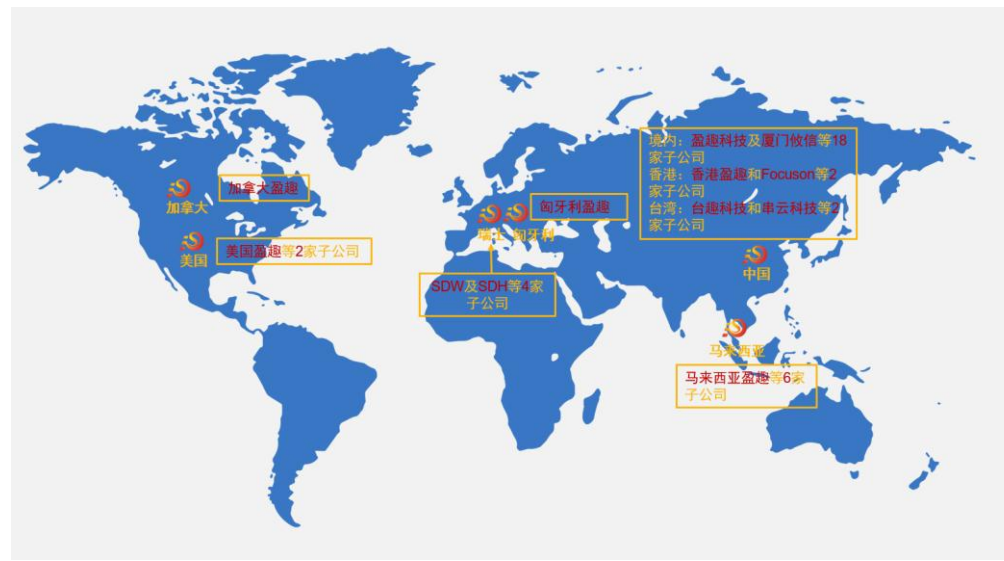


资料来源：公司公告，国元证券研究所

从股权激励角度看，公司激励体制完善且绑定核心团队，这保证了公司团队尤其是研发团队稳定性。2018 年公司股票期权与限制性股票激励计划首次授予对象人数为 291 人，包括董事、中高层管理人员及核心技术（业务）骨干，至 2020 年 10 月 27 日（行权期内）共离职 17 名，离职率仅为 5.84%，这对研发、设计及技术积累均要求较高的盈趣科技来说颇为重要，此外也有利于公司持续打造核心团队凝聚力。同时通过测算我们发现相较于厦门市当地平均水平薪酬，公司总体平均薪酬约高出 17%，研发人员平均薪酬约高出 40%。公司整体薪酬水平并无特别突出却能实现较低的离职水平，这也从侧面反映出公司企业文化的优秀及其他激励体制的完善；同时研发人员薪酬的相对突出也增强了公司研发团队的稳定性。

从公司业务布局看，全球化布局下公司能力增长领先于业绩释放。公司在上市前获取客户的途径主要依靠业界的口碑相传，即老客户推荐、介绍，例如菲莫国际以及 Cricut 均由罗技所介绍。伴随公司客户的持续增长，公司亦开始进行全球化布局，在提升设计生产能力的同时争取获得更多的客户资源。公司现在全球范围内已设立 35 家全资或控股子公司，覆盖范围包括境内、香港、台湾、东南亚（马来西亚）、北美（美国、加拿大）以及欧洲（瑞士、匈牙利）等国家与地区。

图 29：盈趣科技国际化布局情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 投资逻辑：为什么我们认为当下时点投资盈趣是安全的

作为一家主要大客户均为海外知名公司的产品孵化型平台企业，公司约有 90% 的产品面向海外销售。2020 年面对新冠疫情的冲击，公司业绩并没有如市场预期般出现大幅下滑，反而展现出强大的韧性。将公司关键指标单季度拆分来看，即使是在 2020Q2 公司业绩的相对冰点，公司主营业务收入仍然录得 3.16% 的正增长，其中公司健康环境产品等新品类实现显著放量，这再次验证了公司特殊业务模式下所拥有的强大抗风险能力；同时在 2020Q3 欧美疫情仍然严重的大环境下，公司业绩实现大幅反弹，单季度营收与归母净利润 yoy 分别达到 69.54% 与 29.21%。贯穿整个 2020 年公司毛利率与净利率亦维持在较高水平。总体上看，我们认为伴随海外疫苗接种速度的进一步加快，疫情对公司的影响将边际减小，2021Q1 单季度营收及净利润同比的大幅提升也从侧面印证了我们这一观点。

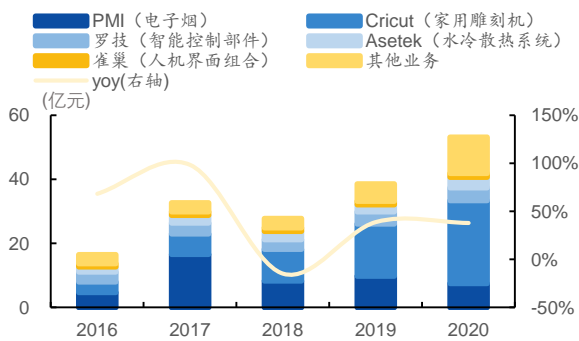
表 6：盈趣科技单季度关键指标

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
主营业务收入	739.05	966.18	1,647.85	1,957.17	1,625.95
yoy	6.63%	3.16%	69.54%	56.21%	120.01%
归母净利润	167.96	219.50	300.38	337.12	256.24
yoy	9.04%	-16.68%	29.21%	4.29%	52.56%
扣非后归母净利润	158.45	184.05	272.59	289.26	241.44
yoy	17.76%	-24.72%	17.71%	3.24%	52.38%
毛利率	38.96%	36.96%	33.77%	30.18%	29.04%
净利率	22.79%	24.26%	18.96%	18.01%	15.98%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

同时我们发现由于 UDM 业务模式的特点，我们很难像传统制造业企业那样去精准预测公司未来的业绩成长上限（公司的业绩成长上限取决于爆款的孵化与放量时间以及放量力度）。但通过分客户对公司业务进行拆分，我们发现公司前三大客户（Cricut、PMI、罗技）在公司营收中的比重相对较高，近年来始终保持在 70% 以上，因此我们可以通过判断公司前三大客户未来的成长曲线来测算公司业绩的相对底线。

图 30：盈趣科技近 5 年业务分客户拆分及总营收 yoy



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 31：盈趣科技前三大客户在营收中占比变化趋势



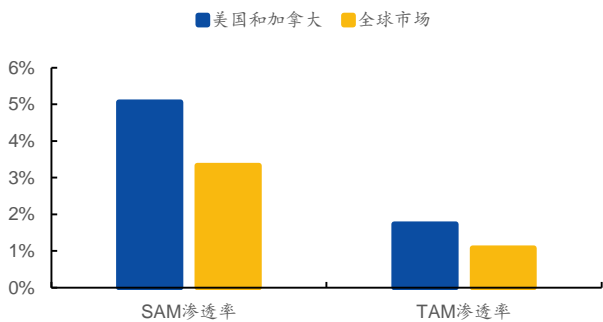
资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.1 家用雕刻机（Cricut）——由产品向内容转变的 DIY 制作独角兽

Cricut 是一家 1969 年成立的引领北美个性化创作潮流的 DIY 公司，而家用雕刻机产品是 Cricut 公司近年来推出的创新产品。在 Z 世代逐渐成为美国等发达国家消费市场主力军的大环境下，家用雕刻机产品完美契合了欧美家庭对于个性化和多元 DIY 制品的需求。可以看到 Cricut 产品潜在市场规模大，当前全球市场渗透率仅 3.3%（SAM, Serviceable Addressable Market），在美国和加拿大市场渗透率也仅有 5.1%

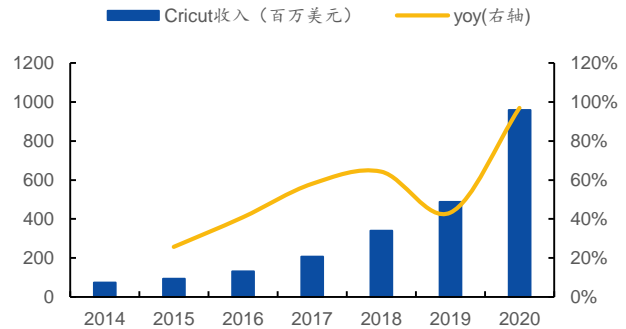
(SAM);同时 Cricut 收入近年来亦维持高增,2014-2020 年营收 CAGR 高达 53.26%。

图 32: Cricut 市场渗透率情况



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

图 33: Cricut 收入变化趋势



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

Cricut 现主要经营三类业务:家用雕刻机设备销售,配件和耗材产品销售,设计应用程序订阅。家用雕刻机产品应用场景广泛,可用于在纸张、皮革等多种材料上实现切割、绘画等多重功能;而与家用雕刻机产品相配套的配件和耗材是对家用雕刻机的补充,Cricut 雕刻机产品耗材适用范围广泛,其适用范围不仅包括传统手工艺耗材卡片纸、真皮皮革,亦包括乙烯基材料、金属板以及羊毛毡等;而设计应用订阅为用户提供设计模板,购物折扣优惠等服务。

图 34: 家用雕刻机产品及应用场景



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

图 35: 雕刻机耗材适用范围广泛



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

除此以外 Cricut 现已组建多元产品矩阵以覆盖客户多场景需求。公司现已推出三个系列的雕刻机产品,分别为 Cricut Explorer、Cricut Maker 和 Cricut Joy,其中 Cricut Explorer 为 Cricut 畅销款产品,Cricut Maker 为商业版的 Cricut Explorer,而 Cricut Joy 为公司最新推出的便携版雕刻机。除雕刻机产品外,公司通过其技术创新优势持续优化自身产品,其中最具代表性的就是 Cricut Heat Presses 系列。

相对于市场上的竞品(主要为 Brother 与 Silhouette),Cricut 产品无论从价格区间,功能用途还是用户使用体验上来看均有着不小的比较优势。价格区间上公司雕

刻机产品定位中档且价格弹性较大；产品用途上相较于仅布局一个产品系列且对家用雕刻机研究专业度低的 Brother 以及仅布局高档和低档两个产品系列，且操作相对复杂，专业程度较高的 Silhouette，公司产品布局更为细分完善。在用户使用体验上公司产品简单易懂，可操作性更强，用户友好度更高。

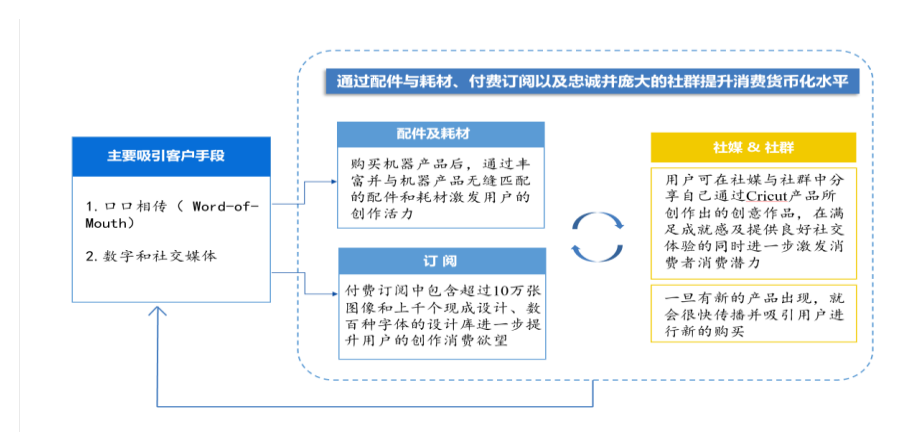
同时 Cricut 完美打造了集产品，订阅，社媒与社群等要素于一体的生态闭环，在吸引新用户的同时亦增强了用户粘性，提升客户体验。在通过口口相传和数字及社交媒体吸引用户后，公司会继续通过配件与耗材、付费订阅以及忠诚并庞大的社群来进一步提升用户参与度，拉长用户生命周期同时提升消费货币化水平。

表 7：家用雕刻机竞品对比

品牌	Cricut	Brother	Silhouette
价格区间	179.99-399.99 美元	349.46-399.99 美元	199.99-299 美元
雕刻机产品系列	Joy, Explorer, Maker	ScanNCut	Portrait, Cameo
产品特点	自适应系统, 多种材料, 多种模式	拥有触摸屏, 内置扫描仪, 最厚切割 3mm	扁平设计, 方便放在抽屉里, 可以不适用切割垫
相较于 Cricut 产品的主要优劣势	N/A	优势: 1. 自带 LCD 触摸显示屏, 无需电脑或移动设备即可以独立使用 2. 不止切割, 可以对织物片进行缝纫, 进行织物拼装 劣势: 1. 图案, 设计等选择少于 Cricut 2. 公司主要注重研发工业用切割机以及印刷机, 对家用雕刻机研究专业度低 3. 配件费相对更加昂贵	优势: 1. 项目选择范围广, 有 170000 多种设计可供使用 2. 可用于商业用途, 切割速度快且可以实现无垫切割 劣势: 1. 专业化程度高, 用户友好度差 2. 配套产品如使用工具以及材料等丰富度低于 Cricut
产品图片			

资料来源：Cricut、Amazon，国元证券研究所

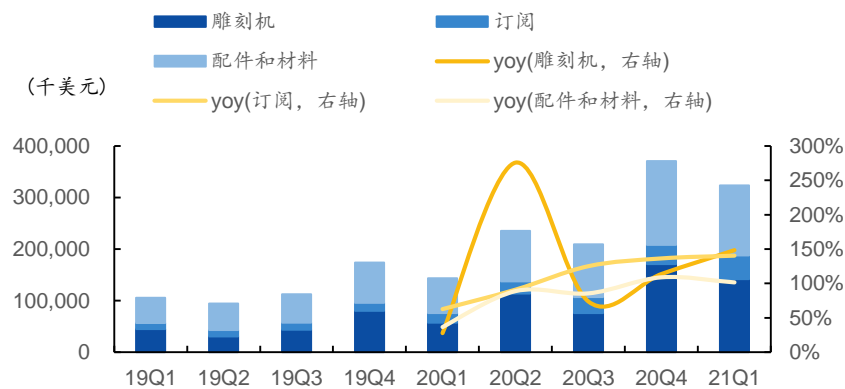
图 36: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

综上所述, 我们认为家用雕刻机市场前景广阔, 同时 Cricut 本身亦拥有较为完善的产品矩阵以及生态闭环体系, 这有利于家用雕刻机产品与配件及耗材业务的可持续性增长。我们对 Cricut 后续高速发展仍坚定看好。此外从远期视角来看, 正如我们在 Cricut 首次覆盖报告中所提及的, 理论上讲 Cricut 所处的消费品成长周期决定上游制造业企业的产品订单周期的成长曲线; 盈趣科技的业绩由 Cricut 的用户扩张速度的边际变化决定, 等于后者的用户规模曲线的导数。因此若我们假设未来供应链格局以及现有产品矩阵维持不变, Cricut 在 2021-2023 年用户人数增长率分别为 63%/47%/38%, 则我们可以测算出 2021-2023 年的盈趣科技雕刻机收入分别为 35.02 亿元/42.81 亿元/50.66 亿元, 对应同比增速为 47%/22%/18%, 年复合增速可达到 28.47%。同时 2020 年盈趣科技的耗材收入约 2 亿元, 我们预计伴随客户规模的不断扩张, 盈趣科技有望在耗材领域实现进一步提升。

图 37: Cricut 三大业务收入仍维持高增



资料来源: Cricut, 国元证券研究所

表 8：盈趣科技雕刻机收入规模与 yoy 测算

	2020A	2021E	2022E	2023E	
Gricut	用户人数增长率	71%	63%	47%	38%
	用户人数(万人)	432	706	1040	1435
盈趣科技	雕刻机收入(百万元)	2389	3502	4281	5066
	单台设备价格(元)	1282	1282	1282	1282
	盈趣科技出货量(万台)	186	273	334	395
	雕刻机收入增速测算		47%	22%	18%

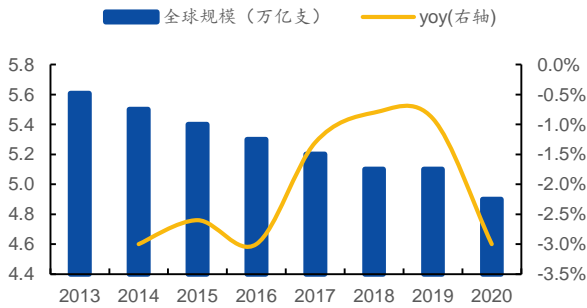
资料来源：国元证券研究所 注：此处雕刻机收入不包括耗材收入，美元兑人民币汇率假设为 6.54（2021.1.4 中间价）

4.2 IQOS (PMI) ——菲莫国际“无烟未来”的使命承载者

菲利普莫里斯国际（简称菲莫国际或 PMI）是一家全球领先的国际烟草公司。作为国际烟草巨头，PMI 自 2014 年开始大刀阔斧推出电子烟产品，并且开始将 IQOS 作为自己的旗舰产品并宣扬 **smoke-free future**。PMI 之所以要将产品进行革命，一是因为整体行业颓势已现。可以看到受到控烟政策，税收政策以及健康意识等因素影响，全球烟草行业市场规模近年来出现持续下滑，2013-2020 年复合增速仅为 -2%；二是公司在全球烟草行业市场份额亦陷入瓶颈。PMI 占全球烟草行业市场的份额在 2015 年达到相对高点后开始下降，由于公司主打品牌万宝路等难以在传统烟草市场进一步扩大份额，因此公司选择开拓新产品——加热不燃烧烟草产品（HTU 产品）。在 HTU 产品的拉动下，2017 年开始公司份额下滑趋势有所缓和，在 2018-2019 年一度出现反弹。

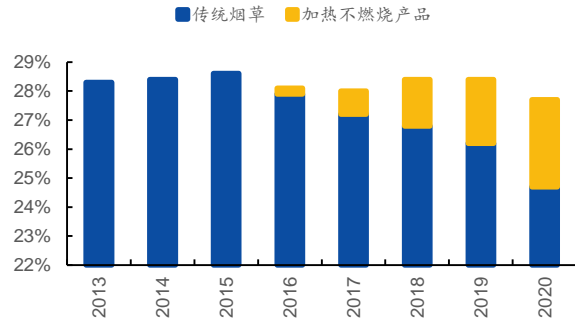
但我们认为除上述两点原因外，PMI 这一行为本质上是一场关于烟草税的博弈，推行“减害烟草制品（RRP）”能为公司大幅减少税收。经过测算 2016 和 2017 年公司 RRP 系列税率仅为 0.8% 和 5.3%，该系列产品放量带动公司 2017 年综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降。综上所述，我们认为 PMI 推行 RRP 能够显著为 PMI 减税，并释放净收入与毛利空间，因此为了打破传统烟草市场的天花板并攫取更多的利润 PMI 一定会将这场革命持续进行到底。

图 38: 全球烟草行业市场规模持续下滑



资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 39: PMI 在全球烟草行业市场份额



资料来源: PMI, 国元证券研究所

表 9: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑

单位: 百万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098	79,823	77,921	76,047
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432	10,758	10,513	9,569
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350	50,198	48,116	47,353
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316	18,867	19,292	19,125
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%	62.9%	61.7%	62.3%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%	23.6%	24.8%	25.1%

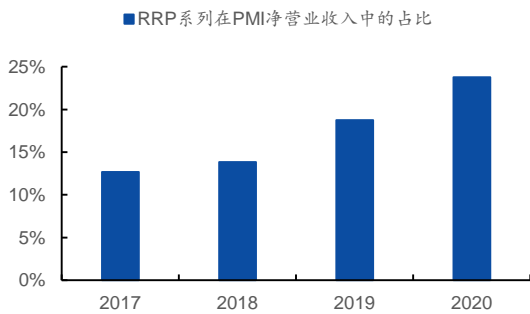
资料来源: PMI, 国元证券研究所

被 PMI 寄予厚望的 RRP 系列产品在推出后表现不俗。伴随 2017 年公司 RRP 系列产品开始放量, 该系列在 PMI 净营业收入中的占比持续攀升, 至 2020 年已达到 24%。同时截至 2021Q1 公司 RRP 系列产品现已覆盖 66 个国家及地区, 其中在亚洲与澳洲的出货量占比最高。对于设备而言, 至 2025 年公司需要转化超 4000 万烟民。截至 2021Q1, IQOS 忠实用户 (IQOS 忠实用户指每周 IQOS 烟弹消费量占烟草总消费量 70% 以上的用户, 其他用户指占比 5%-70% 的用户) 仅 1394 万, 仍有约 3 倍的提升空间。为实现这一目标, PMI 烟民转化人数需要在 2021-2025 年间完成约 30% 的年复合增速。

PMI 对于 RRP 系列产品后续发展抱有很高预期。对于阶段性目标, PMI 希望 2021 年 RRP 系列产品出货量可以达到 950-1000 亿支。公司 2014 年推出 IQOS 之初的目标是到 2020 年 RRP 烟弹出货量达到 300-500 亿支, 这一目标已在 2017 年提前实现。对于 2025 年的“Ambitious Goal”, 公司希望 RRP 系列产品出货量达到 2500

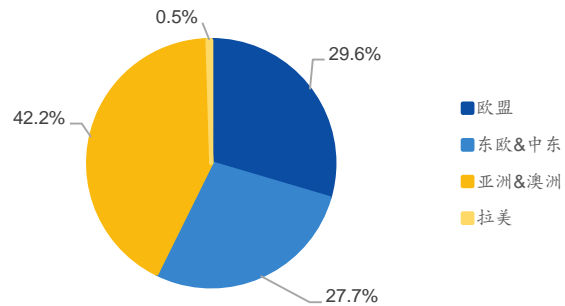
亿支,销售区域覆盖扩大至 100 个国家及地区,同时在净营业收入中的占比超 50%,据此我们假设 2021-2025 年 PMI 总出货量增速为-4% (2017-2020 年 CAGR),全部产品单价每年增加 0.002 美元,从而可以测算出至 2025 年 PMI 净营收为 292 亿美元,若 RRP 系列产品在净营业收入中的占比超 50%,则 RRP 系列产品净营收届时将超 146 亿美元,较 2020 年增长 114%。

图 40: RRP 系列在 PMI 净营业收入中的占比



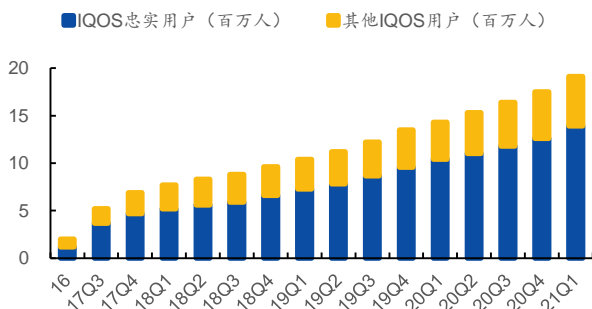
资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 41: 2021Q1 各地区 RRP 系列出货量比例情况



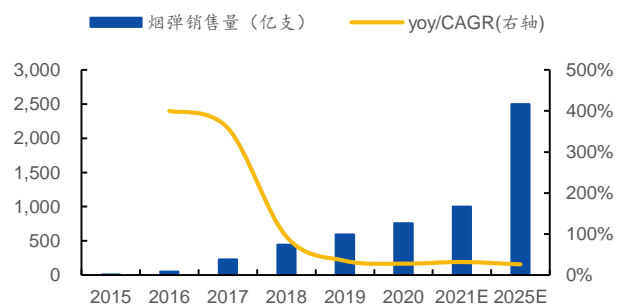
资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 42: IQOS 全球用户数变化趋势



资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 43: IQOS 烟弹出货量变化趋势



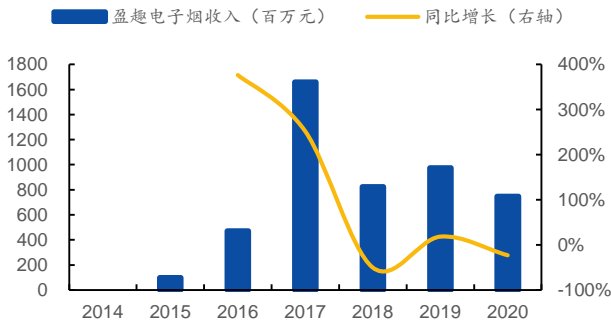
资料来源: PMI, 国元证券研究所

整体上看,盈趣科技电子烟业务发展历程大致可划分为两个阶段。2015-2017 年,公司电子烟业务处于高速增长阶段。盈趣科技自 2014 年开始与 Venture 进行合作,2015 年正式向 Venture 进行供货,公司在当时为 Venture 的唯一供货商,而 Venture 又是 PMI 的一级供货商。伴随 2016-2017 年 PMI RRP 系列产品开始放量,盈趣科技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。在 2017 年公司电子烟收入达到峰值 16.6 亿元,随后在 2018 年近乎腰斩。我们认为公司当年电子烟收入腰斩的主要原因在于: 1) PMI 在 2017 年对日本市场前景判断过于乐观,市场在当时出现大量库存积累,而 18Q1 公司发现渗透率达到瓶颈后市场开拓不及预期,全年行业均处于去库存状态,导致当年用户数量增长 40%但烟具出货无增长。2) 18 年 3 月起绿点

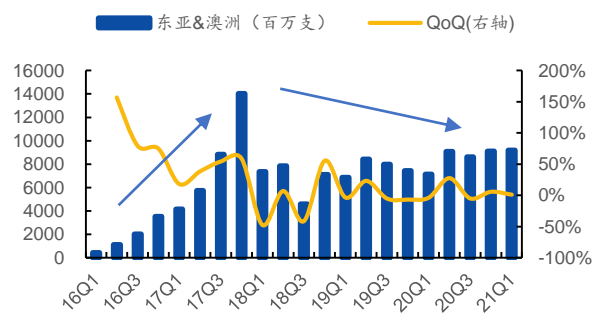
进入供应链，分走了部分盈趣电子烟业务的订单。自 2019 年开始，随着 PMI 新品 IQOS 3Duo 上市，公司市场份额回升；叠加行业出现好转，订单有所修复，业务进入稳定发展阶段。

图 44：盈趣科技历年电子烟收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 45：IQOS 2018 年在日本激进去库存



资料来源：PMI，国元证券研究所

表 10：IQOS 历代产品供应链份额划分

一级供应商	二级供应商	2.4	2.4p	3.0	3 multi	3 plus
Venture	盈趣科技	100%	80%	60%		50%
	绿点	0%	20%	40%		50%
伟创力	盈趣科技	100%	70%		0%	60%
	绿点	0%	30%		0%	40%
合计	盈趣科技	100%	75%		36%	56%
	绿点	0%	25%		24%	44%

资料来源：PMI，公司公告，国元证券研究所

同时我们也对 IQOS 产品供应链上各公司 ASP 情况进行测算，结合 IQOS 在日本的售价（约 8000-9000 日元），IQOS ASP 基本保持在 500-550 元人民币。作为一供的 Venture 虽然在近年来供货份额有所下滑，但其在 IQOS 产品上的收入仍保持在 50 亿元以上，ASP 近年来基本保持在 400-450 元；而作为二供的盈趣科技 ASP 在 80 元左右，若公司能进一步深入电子烟其他部件供应链，则公司 ASP 仍有很大的提升空间。

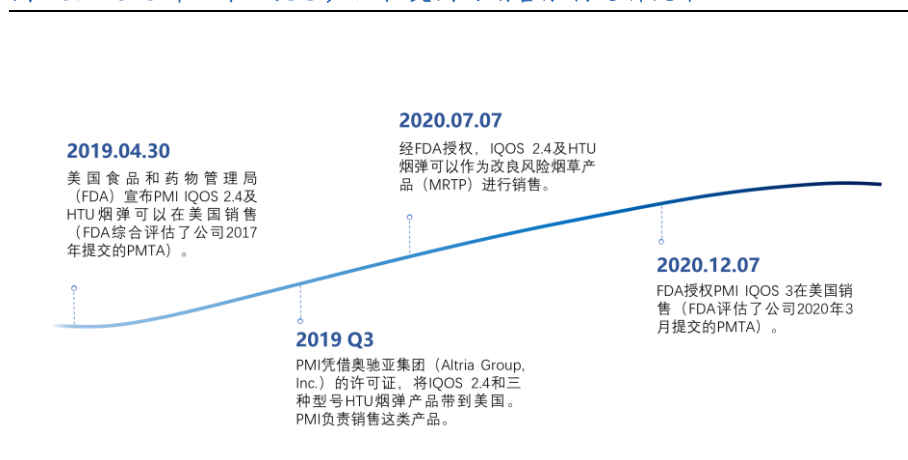
表 11: IQOS 产品供应链上各公司 ASP 测算一览

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
盈趣 ASP (元)	85.0	83.3	81.6	80.0	78.4	76.8	75.3
IQOS ASP (元)	542.8	532.0	521.3	510.9	500.7	490.7	480.9
IQOS 设备收入 (亿元)	10.5	58.9	58.9	45.8	31.1	39.2	39.2
IQOS 销量 (百万套)	1.9	11.1	11.3	9.0	6.2	8.0	8.2
Venture 份额	100%	85%	70%	60%	50%	50%	50%
Venture IQOS 制造量 (百万套)	1.9	9.4	7.9	5.4	3.1	4.0	4.1
Venture 在 IQOS 产品上的收入 (亿元)	8.9	58.9	71.5	64.9	52.9	66.7	66.7
Venture ASP (元)	461.4	452.2	443.1	434.3	425.6	417.1	408.7

资料来源: 公司公告, PMI, Venture, 国元证券研究所 注: 美元兑人民币汇率假设为 6.54

综上所述, 我们认为 PMI 对自己的革命仍将延续, IQOS 仍将承载 PMI “无烟未来”的历史使命而持续发展。自 2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开, FDA 先后批准 IQOS 2.4 及 HTU 烟弹产品的 PMTA 与 MRTP 申请以及 IQOS 3 的 PMTA 申请, 这有利于 IQOS 产品进一步开拓美国市场; 同时 IQOS 产品矩阵也在不断完善, 2021Q1 IQOS VEEV 烟弹 (对应 IQOS mesh 产品) 在意大利及芬兰市场登陆同时拥有全新内部加热技术的新一代 IQOS 产品 IQOS ILUMA 也将在 2021H2 推出, 用户粘性预计将进一步增强。此外叠加疫情影响的边际减弱, 我们认为 IQOS 产品仍将延续高速发展, 盈趣科技电子烟业务也将实现稳步提升。

图 46: 2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开



资料来源: FDA, PMI, 国元证券研究所

4.3 罗技——新 BU 新产品下迎来新成长

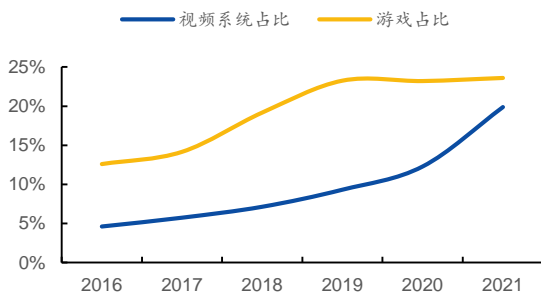
罗技是全球著名的计算机周边设备及软件制造商，公司产品覆盖范围广泛，除了打印设备、键盘&鼠标等传统产品，对视频会议系统及相关设备与游戏设备产品亦有深入涉猎。罗技采取的是事业部制，不同产品由不同事业部研发设计。盈趣科技最初服务于罗技 Home Control 事业部，但成长逻辑在 2019 年开始发生变化，公司开始进入视频系统及游戏（Video&Gaming）事业部。从事业部发展及业务体量上看，Video&Gaming 两大事业部自 2019 年开始出现爆发性增长，其中视频系统收入同比增速达到 42%，游戏收入同比增速为 31.7%；同时两大事业部在 2017-2021 财年的年复合增速亦表现亮眼，分别达到 69.36%与 40.90%。视频与游戏事业部在罗技营收中的比重也在持续提升，截至 2021 财年，视频系统约占 19.89%，游戏约占 23.59%，两大 BU 合计规模已远超盈趣科技之前所服务的 Home Control 事业部。受益于 Video&Gaming 两大事业部的优异表现，盈趣科技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。

表 12：视频系统与游戏事业部已成为罗技旗下最优秀 BU

分部收入:百 万美金	2017	2018	2019	2020	2021	P4Y CAGR	2021 占比
打印设备	501.56	516.64	536.89	544.52	680.91	7.94%	12.96%
键盘&鼠标	480.31	498.47	536.62	571.72	784.49	13.05%	14.94%
电脑摄像头	107.09	112.15	121.28	129.19	439.87	42.36%	8.37%
平板及其他 耗材	76.88	107.94	128.32	135.31	384.30	49.53%	7.32%
视频系统	127.01	182.72	259.52	365.62	1044.94	69.36%	19.89%
移动麦克风	301.02	314.82	230.38	221.79	174.90	-12.69%	3.33%
音频与可穿 戴设备	246.39	252.33	277.43	273.75	468.78	17.45%	8.93%
游戏	314.36	492.00	648.13	690.17	1239.01	40.90%	23.59%
智能家居	65.51	89.37	49.34	43.40	34.39	-14.88%	0.65%
其他	1.30	0.43	0.41	0.37	0.71	-13.86%	0.01%
合计	2,221	2,567	2,788	2,976	5,252	24.00%	100.00%

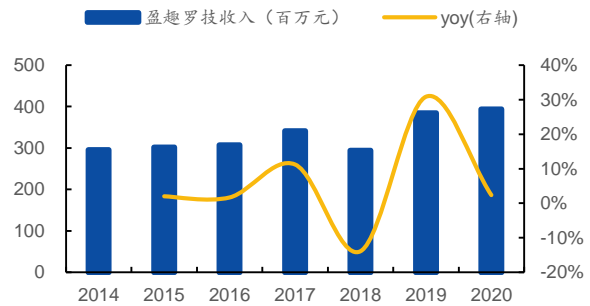
资料来源：Logitech，国元证券研究所

图 47：视频系统与游戏事业部在总营收中的占比趋势



资料来源：Logitech, 国元证券研究所

图 48：盈趣科技历年智能控制部件（罗技部份）收入



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

归因于新冠疫情线上办公的兴起以及居家隔离下人们在室内娱乐活动中花费更多的时间，2021 财年 Video&Gaming 两大事业部收入再次迎来爆发式增长，同比增速分别高达 185.8%与 79.5%。同时在 2021 财年两大事业部推出了多款畅销新品，包括具有声音优化，自适应波束成形等功能的适用于中型房间的一体式视频会议系统 Rally Bar；给用户带来出色模拟驾驶体验的力回馈游戏方向盘罗技 G923 以及有迄今为止最轻无线游戏鼠标之称的罗技 G PRO X SUPERLIGHT。可以看到自 2020 年年底罗技 G PRO X SUPERLIGHT 正式发布以来，其销售数据整体保持快速上行趋势。

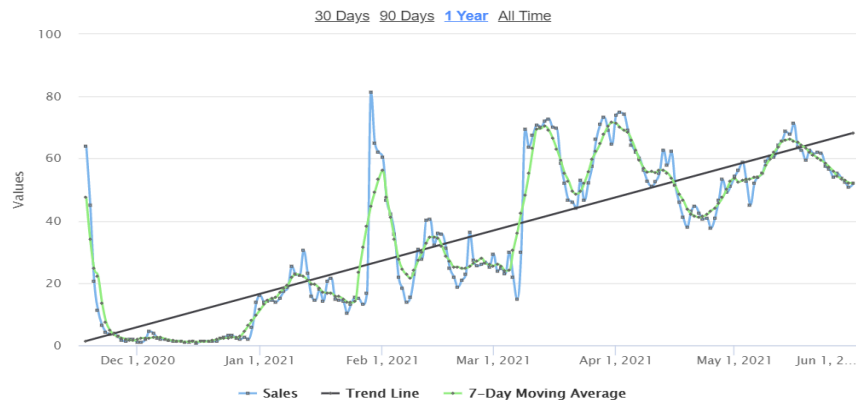
我们认为虽然两大事业部在 2021 年的爆发式增长有疫情催化的作用，但二者仍将作为罗技最重要的两个事业部而持续发展。盈趣科技作为罗技两大 BU 产品的主要供应商之一，近年来已先后进入高端精英手柄、游戏方向盘及摄像头等罗技新型产品领域，伴随两大事业部的进一步发展叠加罗技产品持续创新迭代，盈趣科技有望在享受客户本身成长的同时获取份额同步提升逻辑。

图 49：罗技 Video&Gaming 两大 BU 新款产品概览



资料来源：Logitech, 国元证券研究所

图 50: 罗技新款游戏鼠标 G PRO X SUPERLIGHT 推出后销量走势



资料来源: Amazon, 国元证券研究所 注: 此处仅包括美国亚马逊数据

除上述三大主要客户外，公司还与多家国际知名公司合作研发及孵化新品并自主开拓新型产品。其中包括与博世合作研发 e-bike，与 Asetek 共同深入研发水冷散热系统，同时公司亦开拓包括空气净化器、加湿器及植物种植器在内的健康环境产品并打造自主智能家居品牌。

综上所述，盈趣科技前三大客户（Cricut、PMI、罗技）均为所在赛道的龙头优质标的，无论是从市场前景、产品矩阵还是产品消费频率的角度看三者均表现优异。我们认为前三大客户的优质表现将为公司业绩提供“安全垫”，叠加公司在 A 股优质标的中的较低估值，总体上公司安全边际较高；在乐观假设下，若三大客户本身实现持续性高速发展，公司有望迎来戴维斯双击。

5. 投资建议与盈利预测

盈趣科技作为一家创新消费电子+物联网领域的产品孵化平台型企业，其处于消费升级、科技升级的创新消费电子领域风口，下游包括新型烟草、食品、医疗、工控、车规均属朝阳行业，扩容边界极为宽广。展望后续，伴随公司与主要客户持续深入合作，主力产品趋势向好，新产品研发亦步入上升期，公司业绩有望逐步释放。

核心假设：

(1) 雕刻机业务 (Cricut)：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。此外 Cricut 拥有较强的新消费模式成长属性，伴随产品矩阵的继续完善，雕刻机业务将维持高速增长，我们预计 2021-2023 年公司雕刻机业务收入增速分别为 55%/50%/40%。

(2) 电子烟部件业务 (Venture/Flex/PMI)：伴随新一代 IQOS 产品 IQOS ILUMA 将在 2021H2 推出，用户粘性预计将进一步增强，叠加疫情对电子烟销售的影响将逐渐减弱，同时公司亦在深入电子烟部件其他供应链，电子烟部件业务将维持稳步发展，我们预计 2021-2023 年公司电子烟部件业务收入增速分别为 30%/20%/18%。

(3) 罗技：罗技与公司合作时间较长，伴随公司进一步深入与罗技 Video&Gaming 两大事业部合作，我们预计 2021-2023 年公司与罗技合作业务收入增速分别为 50%/30%/25%。

(4) Asetek：水冷散热系统为公司研发孵化较好的产品，我们预计 2021-2023 年该分项收入增速分别为 30%/25%/20%。

(5) 雀巢：公司与雀巢合作较为稳定，我们预计 2021-2023 年该分项收入增速分别为 15%/20%/15%。

(6) 汽车电子业务：公司在包括天窗控制模块、座椅控制及记忆模块以及方向盘加热控制模块等产品上均保持研发，后续业绩或将逐步释放，我们预计 2021-2023 年汽车电子业务收入增速分别为 35%/22%/15%。

(7) 健康环境业务：公司在近年来开拓包括空气净化器、加湿器及植物种植器在内的健康环境产品业务，整体发展稳定，我们预计 2021-2023 年健康环境业务收入增速分别为 20%/18%/12%。

(8) 其他业务：公司在研新品较多，包括与博世合作研发 e-bike，自主研发智能家居品牌等，后续存在出现爆款新品的可能，我们预计 2021-2023 年其他收入增速分别为 61%/25%/20%。

综上所述，我们认为盈趣科技下游朝阳产业及客户产品独特性成就了其中间利基市场，优质的客户资源叠加客户对产品价格不敏感且公司在前端深度切入客户设计研发环节使得公司利润空间极大，同时公司作为创新产品孵化平台伴随新产品的持续稳定研发有望迎来新的业绩增长点。预计盈趣科技 2021-2023 年营收分别为 78.46 亿元/108.27 亿元/142.36 亿元，同比增长 48%/38%/31%，归母净利润分别为 14.20 亿元/18.41 亿元/23.85 亿元，同比增长 39%/30%/30%，截至 2021 年 6 月 9 日总股

本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.82/2.35/3.05 元，对应 PE23/18/14x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2021E)	PE (2022E)
002475.SZ	立讯精密	2877.49	37.90	31.06	23.45
002402.SZ	和而泰	209.68	47.42	36.20	26.28
002139.SZ	拓邦股份	196.63	27.70	28.03	22.12
6969.HK	思摩尔国际	2334.80	98.65	41.50	31.64

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：1.此处总市值和盈利预测为 2021.6.9 数据，盈利预测为 Wind 一致预期 2.以 1 港币=0.83 人民币为换算标准

6.风险提示

新产品孵化不及预期，汇率超预期波动，下游产品对应行业政策超预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4139.05	5878.65	7858.67	10400.25	13107.79
现金	980.26	1279.52	2157.76	2780.61	3678.15
应收账款	1223.59	1848.84	2732.82	3770.41	4957.96
其他应收款	40.16	117.19	127.46	207.41	251.99
预付账款	24.40	26.23	47.36	61.96	86.46
存货	467.96	1021.27	1294.60	2018.69	2579.70
其他流动资产	1402.68	1585.60	1498.67	1561.17	1553.53
非流动资产	1297.89	1635.66	1429.66	1481.03	1483.81
长期投资	30.33	193.72	112.03	152.88	132.45
固定资产	745.08	766.99	796.72	830.49	884.43
无形资产	65.23	63.66	69.53	69.86	72.97
其他非流动资产	457.25	611.29	451.39	427.81	393.96
资产总计	5436.94	7514.31	9288.33	11881.29	14591.59
流动负债	1087.43	1921.11	2339.33	3354.06	4182.04
短期借款	7.84	69.19	38.52	53.85	46.19
应付账款	689.73	1433.95	1857.73	2864.04	3680.34
其他流动负债	389.86	417.96	443.09	436.16	455.51
非流动负债	156.71	683.27	928.48	1317.13	1646.86
长期借款	19.89	528.55	791.41	1177.17	1501.49
其他非流动负债	136.83	154.73	137.06	139.95	145.37
负债合计	1244.15	2604.38	3267.81	4671.19	5828.90
少数股东权益	42.38	102.08	109.34	110.55	112.80
股本	458.13	458.79	781.63	781.63	781.63
资本公积	1714.28	1760.70	1439.55	1439.55	1439.55
留存收益	2159.62	2729.19	3690.78	4879.20	6429.41
归属母公司股东权益	4150.41	4807.85	5911.19	7099.55	8649.89
负债和股东权益	5436.94	7514.31	9288.33	11881.29	14591.59

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	698.92	699.22	924.21	896.10	1470.99
净利润	980.42	1067.83	1427.64	1841.86	2387.01
折旧摊销	69.76	110.10	110.93	127.57	147.35
财务费用	-53.10	89.76	-50.00	-65.00	-70.00
投资损失	-39.99	-79.96	-4.83	-27.58	-34.76
营运资金变动	-330.16	-450.29	-621.06	-991.77	-1004.73
其他经营现金流	71.99	-38.23	61.52	11.02	46.10
投资活动现金流	-270.91	-529.69	-21.77	-81.74	-128.33
资本支出	567.21	202.79	38.35	103.57	166.10
长期投资	36.08	30.49	-81.70	40.85	-20.42
其他投资现金流	332.38	-296.41	-65.11	62.69	17.34
筹资活动现金流	-578.18	191.76	-24.20	-191.51	-445.11
短期借款	7.84	61.35	-30.68	15.34	-7.67
长期借款	17.07	508.66	262.87	385.76	324.31
普通股增加	-0.40	0.66	322.84	0.00	0.00
资本公积增加	3.76	46.42	-321.15	0.00	0.00
其他筹资现金流	-606.45	-425.33	-258.08	-592.61	-761.76
现金净增加额	-129.81	328.55	878.24	622.85	897.54

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3854.44	5310.25	7846.32	10827.39	14236.36
营业成本	2319.09	3518.20	5270.17	7536.17	10048.19
营业税金及附加	30.50	23.15	60.80	79.40	96.60
营业费用	63.57	52.20	119.20	150.60	183.10
管理费用	169.62	184.22	176.92	180.57	178.74
研发费用	269.51	303.92	638.18	873.53	1103.06
财务费用	-53.10	89.76	-50.00	-65.00	-70.00
资产减值损失	-23.88	-28.10	20.00	20.00	35.00
公允价值变动收益	12.00	15.58	13.79	14.68	14.23
投资净收益	39.99	79.96	4.83	27.58	34.76
营业利润	1125.78	1249.78	1640.46	2112.08	2741.69
营业外收入	0.86	2.03	0.90	8.00	5.00
营业外支出	0.41	4.10	0.40	3.00	3.00
利润总额	1126.24	1247.70	1640.96	2117.08	2743.69
所得税	145.82	179.87	213.33	275.22	356.68
净利润	980.42	1067.83	1427.64	1841.86	2387.01
少数股东损益	7.26	42.87	7.26	1.21	2.25
归属母公司净利润	973.17	1024.96	1420.38	1840.64	2384.76
EBITDA	1142.44	1449.64	1701.40	2174.65	2819.04
EPS (元)	2.12	2.23	1.82	2.35	3.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.71	37.77	47.76	37.99	31.48
营业利润(%)	22.49	11.01	31.26	28.75	29.81
归属母公司净利润(%)	19.60	5.32	38.58	29.59	29.56
获利能力					
毛利率(%)	39.83	33.75	32.83	30.40	29.42
净利率(%)	25.25	19.30	18.10	17.00	16.75
ROE(%)	23.45	21.32	24.03	25.93	27.57
ROIC(%)	46.71	39.57	40.55	41.01	43.68
偿债能力					
资产负债率(%)	22.88	34.66	35.18	39.32	39.95
净负债比率(%)	2.44	22.98	25.45	26.38	26.58
流动比率	3.81	3.06	3.36	3.10	3.13
速动比率	3.35	2.50	2.77	2.47	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.82	0.93	1.02	1.08
应收账款周转率	3.90	3.41	3.38	3.28	3.22
应付账款周转率	3.70	3.31	3.20	3.19	3.07
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.25	1.31	1.82	2.35	3.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.89	1.18	1.15	1.88
每股净资产(最新摊薄)	5.31	6.15	7.56	9.08	11.07
估值比率					
P/E	33.59	31.89	23.29	17.98	13.87
P/B	7.88	6.80	5.60	4.66	3.83
EV/EBITDA	26.90	21.20	18.06	14.13	10.90

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188