

盈趣科技 (002925.SZ)

智能制造领先企业，多领域布局开辟增量空间

2022年10月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

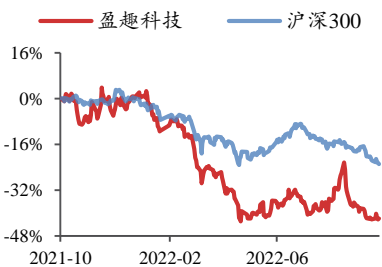
周嘉乐（分析师）

日期	2022/9/30
当前股价(元)	18.73
一年最高最低(元)	36.35/18.10
总市值(亿元)	146.63
流通市值(亿元)	137.31
总股本(亿股)	7.83
流通股本(亿股)	7.33
近3个月换手率(%)	47.63

lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S079052030002

股价走势图



数据来源：聚源

● 智能制造领先企业，多领域布局成长可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内智能制造领先企业，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，产品线覆盖新型烟草、工控、汽车电子等多领域。2022H1 年公司业绩受核心客户高库存影响阶段承压，实现收入 22.87 亿元，同比减少 37.38%。我们认为公司 UDM 智能制造模式护城河坚固，新进领域及传统领域客户订单不断拓展，有望拉动收入增长。我们预测 2022-2024 年归母净利润为 9.8/12.8/15.8 亿元，对应 EPS 为 1.25/1.64/2.02 元，当前股价对应 PE 为 15.1/11.5/9.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 独创 UDM 制造新模式，助力客户粘性提升及领域经验壁垒形成

UDM 模式（ODM 智能制造模式）下，公司实现了产品制造过程的实时质量监测与全生命周期的产品质量追溯、售后检测及维修服务。我们认为，以 UDM 模式为基础，公司打造了深度融合的客户合作模式，有利于提升客户粘性并获得更大的议价空间；同时高度信息化、自动化的智能制造体系下，公司较于同行已形成经验壁垒，有助于降本增效的稳步推进。

● 业务多点开花，HNB、智能控制部件核心客户订单有望放量

公司业务多点开花，HNB、智能控制部件核心客户订单有望放量。（1）HNB：行业规模持续扩张，核心客户业绩回暖，公司新产品有望近期落地带来营收增量。（2）家用雕刻机：核心客户 Cricut 绑定较大规模用户群，看好公司销售收入短期承压后恢复稳步增长。（3）智能控制部件：公司下游客户资源丰富叠加切入罗技重点 BU，业务迎来新机遇。（4）其他行业：产品线不断往汽车电子、健康环境等行业延伸，有望不断拓宽优质客户版图，打开公司成长空间。

● 新进研发领域窥见成长空间，国际化产能布局有利于潜在客户挖掘

（1）研发端：公司持续加码研发投入，在研项目涵盖智能穿戴、机器人、户外载具等新兴领域，有望拓宽公司业务。（2）产能端：全球三大智造基地建成有效分散了公司生产端风险，并能更贴近公司国际客户需求地。我们预计国际化产能布局有利于公司挖掘更多潜在客户，为公司稳健发展打下基础。

● 风险提示：市场竞争加剧，新客户订单开拓不及预期、原材料价格上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,317	7,061	6,482	8,404	10,379
YOY(%)	38.0	32.8	-8.2	29.6	23.5
归母净利润(百万元)	1,025	1,093	980	1,282	1,580
YOY(%)	5.3	6.7	-10.3	30.7	23.3
毛利率(%)	33.8	28.0	27.8	28.1	28.0
净利率(%)	20.1	15.9	15.4	15.6	15.7
ROE(%)	21.3	19.9	17.0	20.5	22.4
EPS(摊薄/元)	1.31	1.40	1.25	1.64	2.02
P/E(倍)	14.4	13.5	15.1	11.5	9.3
P/B(倍)	3.0	2.7	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、智能制造领先企业，产品线丰富、优质客户持续拓展.....	4
1.1、产品线+客户资源强大，创新生产链模式驱动公司发展.....	4
1.2、股权架构稳定集中，股权激励绑定核心研发人才.....	5
1.3、财务分析：创新型消费电子为营收支柱，盈利能力回落至合理区间.....	7
2、独创 UDM 制造新模式，三大优势构筑公司核心壁垒.....	9
2.1、创新传统制造模式，实现全流程闭环管控及实时质量检测.....	9
2.2、新模式三大优势亮眼，多维度提升公司核心竞争力.....	11
3、从行业看盈趣：HNB、智能控制部件核心客户订单有望放量，新进领域未来可期.....	12
3.1、HNB：行业长坡厚雪，公司绑定烟草巨头业务成长可期.....	12
3.1.1、行业整体：行业规模持续扩张，四大烟草公司悉数入局.....	13
3.1.2、行业驱动：HNB 产品拥有减害属性，政策清晰+供需向好助力行业发展.....	14
3.1.3、盈趣科技：绑定世界烟草巨头，新品即将落地，有望创造订单增量.....	17
3.2、家用雕刻机：新兴成长赛道，持续绑定赛道龙头.....	18
3.2.1、行业整体：下游应用场景广阔，双重产品属性助力产品拓宽市场规模边界.....	18
3.2.2、盈趣科技：深度绑定赛道龙头，收入规模阶段承压.....	19
3.3、智能控制部件：行业供需向好，切入核心客户新 BU 或迎新发展.....	21
3.3.1、行业整体：下游应用场景持续增加，供需两盛催生广大市场.....	21
3.3.2、盈趣科技：深耕赛道多年，切入核心客户新 BU 或迎新发展.....	22
3.4、其他行业：顺利切入高潜力市场，自有品牌持续推进.....	23
3.4.1、汽车电子及电助力车：高潜力市场，新产品相继落地拓宽盈趣业务边界.....	23
3.4.2、健康环境业务：销售产品类型多样，业务潜力可期.....	24
3.4.3、自有品牌：深耕智能家居及口袋打印机赛道，持续推进自有品牌发展.....	24
4、从研发和产能看盈趣：新进研发领域窥见成长空间，国际化产能布局分散风险.....	25
4.1、研发端：研发投入持续加码，新进领域智能穿戴、机器人等窥见成长空间.....	25
4.2、产能端：国际化布局分散风险，产能爬坡助力公司发展.....	27
5、盈利预测与投资建议.....	28
5.1、关键假设.....	28
5.2、相对估值.....	30
6、风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31

图表目录

图 1：公司进入全球布局期，优质客户资源持续拓展.....	4
图 2：公司产品、客户涵盖多个热门赛道.....	5
图 3：公司通过控股子公司进行多方位业务拓展.....	6
图 4：2017-2021 年公司营收 CAGR 为 21.25%.....	7
图 5：2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 2.67%.....	7
图 6：创新型消费电子为公司营收主要支柱（单位：亿元）.....	7
图 7：公司出口型企业特征明显（单位：亿元）.....	7
图 8：公司毛利率逐渐下降至合理区间.....	8
图 9：公司费用管控能力较好.....	8
图 10：2018-2021 年公司归母净利润实现逐年上升.....	8
图 11：公司净利率下降但仍高于同行代工企业.....	8
图 12：公司存货及应收账款周转效率保持稳定.....	9
图 13：2021 年公司经营现金流明显提升.....	9
图 14：公司 UDM 模式拆解，以 UMS 和 ITTS 为核心部分.....	9
图 15：UMS 平台软件库赋能平台实现六大功能.....	10
图 16：USM 通过信息虚拟生产线搭建实现全流程管控.....	10
图 17：ITTS 设计平台负责数据采集及监测.....	10
图 18：对比 ODM 模式，UDM 提升了生产链信息化与自动化水平.....	11
图 19：盈趣科技下游客户资源丰富.....	11
图 20：盈趣科技毛利率水平高于可比.....	12

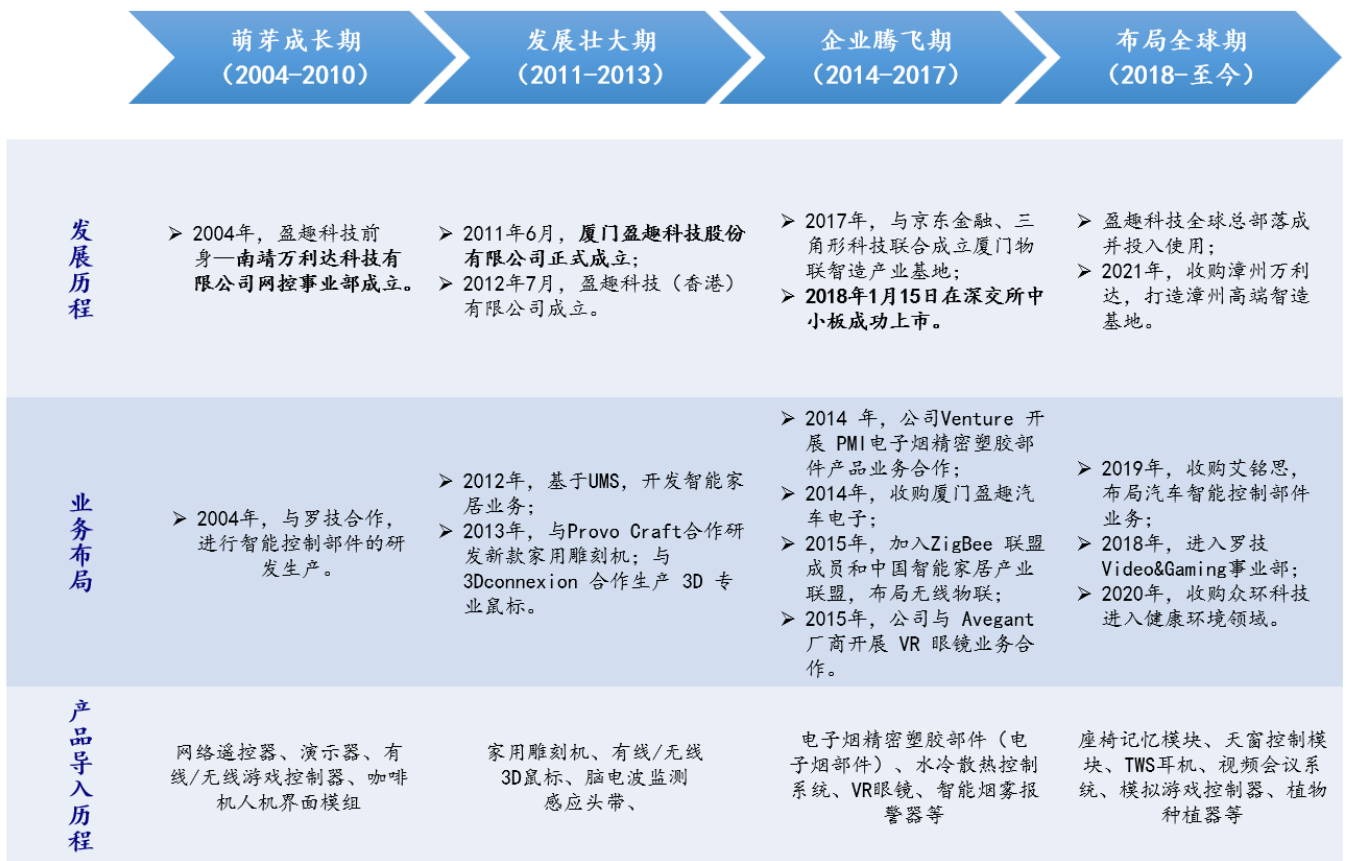
图 21: 人均创利显著高于可比	12
图 22: 加热不燃烧为新型烟草中重要的产品形态	13
图 23: HNB 产品主要分为烟弹、加热设备及烟嘴	13
图 24: HNB 市场规模加速扩大, 增速预计超过传统烟草和雾化电子烟 (单位: 亿美元)	13
图 25: 日本为全球 HNB 主要消费市场	13
图 26: 各国针对 HNB 的监管政策差异较大	16
图 27: 2021 年日本仍为 HNB 渗透率最高国家, 欧洲新兴市场渗透率有望超过日本	16
图 28: 2017-2018 年 PMI 日本市场加热设备库存持续保持高位	17
图 29: 盈趣科技电子烟业务销售额占比逐渐减少	17
图 30: 菲莫国际 HNB 主要产品及发布时间, 2015 年盈趣科技成为其二级供应商	17
图 31: 2021 年 IQOS 用户突破 2000 万, 转换率达 70% (单位: 百万)	18
图 32: 菲莫国际烟草加热装置出货量持续增长	18
图 33: 用户可使用 Cricut 家用雕刻机产品实现 DIY	19
图 34: 2020 年家用雕刻机于婚礼场景使用最广	19
图 35: 三大业务构成 Cricut 主要收入来源	19
图 36: Cricut 注册用户和雕刻机收入关联性强	19
图 37: Cricut 三大业务搭建品牌生态闭环	20
图 38: Cricut 家用雕刻机总潜在市场用户超 4 亿人 (单位: 亿人)	20
图 39: Cricut 收入增速连续三年超过 30%	21
图 40: 盈趣来自 Cricut 销售额保持较高增速	21
图 41: 2024 年智能控制部件市场或达 2 万亿元 (单位: 亿美元)	21
图 42: 中国智能控制器市场稳步扩大 (单位: 亿元)	21
图 43: 盈趣科技智能控制部件收入占比始终保持在 10% 以上	22
图 44: 罗技近年收入稳健增长	23
图 45: VC、gaming 部门收入及占比双高 (单位: 百万元)	23
图 46: 公司汽车电子业务收入增速明显	24
图 47: 公司汽车电子产品矩阵丰富	24
图 48: 盈趣科技绑定博世集团, 为其电助力自行车提供人机交互界面 HMI	24
图 49: 盈趣智能管家三室一厅管理方案	25
图 50: 盈趣科技咕咕机系列产品, 为逾 500 万中小学、大学生提供学习打印的帮助	25
图 51: 2021 年公司研发人员占比领先可比公司	26
图 52: 公司研发支出逐年加大	26
图 53: 盈趣科技搭建起全球三大智造基地, 国际化运营能力增强	28
表 1: 公司最新股权激励计划, 激励对象涵盖高管及技术骨干	6
表 2: 四大烟草公司纷纷推出 HNB 产品抢占市场	14
表 3: HNB 与卷烟燃烧后有害物质对比, HNB 减害属性明显	14
表 4: 雾化电子烟与 HNB 产品差异较大	15
表 5: 盈趣科技智能控制部件的客户资源丰富	22
表 6: 公司重视通用技术研发, 在研项目涵盖较多新进领域	26
表 7: 2022-2024 公司营业总收入增速分别为 -8.2%/14.7%/23.5%	29
表 8: 可比公司估值情况	30

1、智能制造领先企业，产品线丰富、优质客户持续拓展

1.1、产品线+客户资源强大，创新生产链模式驱动公司发展

公司深耕智能制造，产品线+客户资源强大。盈趣科技成立于2011年5月，前身为老牌制造企业万利达的网控事业部，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，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。业务布局方面，公司相继布局以智能制造业务为主的“工业互联网”和以智能家居、汽车电子业务为主的“民用物联网”，形成了包括电子烟精密塑胶部件、家用雕刻机、游戏控制器、车载显示器等产品在内的强大产品矩阵，深度绑定罗技、雀巢、PMI、Venture、3Dconnexion等40余个国际知名企业。

图1：公司进入全球布局期，优质客户资源持续拓展



资料来源：公司官网、盈趣科技招股说明书、开源证券研究所

采用独特的生产链模式，打造智能制造及产品孵化平台型企业。区别于一般制造企业，盈趣科技UDM模式的生产链有更强的智能制造数据分析能力及创新研发能力，能在前端产品设计和中端的生产制造赋能客户，辅助客户进行产品升级和品牌跨界，更好地满足客户定制化需求。反观盈趣科技自身，公司也能凭借生产链优势更快的进行新产品的孵化生产。基于特殊的生产链模式，盈趣科技可更准确定义为智能制造及产品孵化平台型企业，表现出以下两方面优势：

(1) **绑定多领域客户**：截止目前，公司下游客户分布在高端食品器械、医疗、工控、新型烟草、汽车电子、车规、健康环境等热门赛道。

(2) **提高公司议价能力**：公司部分客户如传统烟草巨头菲莫国际、传统手工艺制造商 Cricut 等此前不是消费电子制造的传统企业，因此对上游的制造商有较强依赖性，公司能为其提供从想法到产品落地的一站式智能制造解决方案，从而获得更大的议价空间。

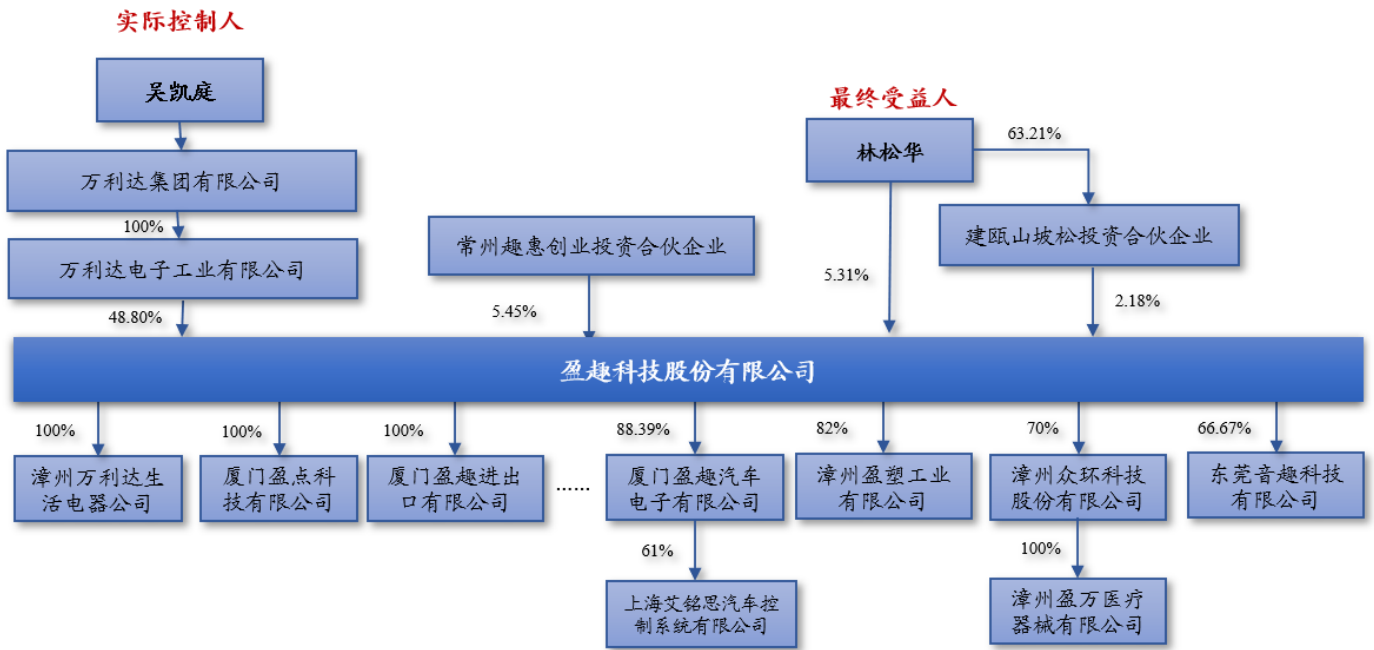
图2：公司产品、客户涵盖多个热门赛道



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权架构稳定集中，股权激励绑定核心研发人才

公司股权稳定集中，子公司多维度拓展业务领域。公司股权稳定，万利达集团董事长吴凯庭为公司实际控制人，通过万利达工业电子间接持有公司 48.80% 股权，公司董事长林松华为最终受益人，直接持有公司 5.31% 股权。同时，公司通过全资或控股子公司进行多方位的业务拓展，截至目前公司拥有厦门盈趣汽车电子有限公司、厦门攸信信息技术有限公司等境内外 40 余家全资或控股子公司。

图3：公司通过控股子公司进行多方位业务拓展


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

股权激励绑定核心研发人才，护航公司发展。公司 2021 年发布了股权激励计划，合计拟授予股票超 650 万股，授予对象近 600 余人次，激励对象涵盖中层管理人员及核心技术（业务）骨干。2022 年，公司发布了向 2021 年限制性股票激励计划激励对象授予预留部分限制性股票的公告股票授予数量达 54.67 万股，授予价格为 16.84 元/股，激励人次达 166 人，其中包括核心技术（业务）骨干占比超 70%。股权激励彰显了公司对核心技术人员的重视，同时有助于调动员工积极性，增强公司经营活力。

表1：公司最新股权激励计划，激励对象涵盖高管及技术骨干

股权激励项目	激励对象	拟授予股票数量	授予价格	解除限售期	考核指标
预留授予部分	中层管理人员及核心技术（业务）骨干（166 人）	54.67 万股	16.84 元/股	第一个解除限售期	以 2018-2020 年营业收入平均值为基数， 2022 年营业收入增长率不低于 50% 。
				第二个解除限售期	以 2018-2020 年营业收入平均值为基数， 2023 年营业收入增长率不低于 60% 。
2021 年限制性股票激励计划	中层管理人员及核心技术（业务）骨干（399 名）	600.49 万股	回购部分为 23.00 元/股；定向发行部分为 30.97 元/股。	第一个解除限售期	以 2018-2020 年营业收入平均值为基数， 2021 年营业收入增长率不低于 40% ；
				第二个解除限售期	以 2018-2020 年营业收入平均值为基数， 2022 年营业收入增长率不低于 50% ；
				第三个解除限售期	以 2018-2020 年营业收入平均值为基数， 2023 年营业收入增长率不低于 60%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1.3、财务分析：创新型消费电子为营收支柱，盈利能力回落至合理区间

公司营收与业绩整体保持稳定增长。公司2017-2021年，公司营收由32.67亿元增长至70.61亿元，CAGR为21.25%；归母净利润从9.84亿元增长到10.93亿元，CAGR为2.67%。2018年，公司营收及归母净利润增速放缓主要系公司销售占比较大的电子烟部件下游客户需求收紧，收入下降幅度较大。2021年，公司多板块业务发展+全球化生产运营战略成效凸显，收入明显增长明显，实现同比增长32.79%，2022H1受客户下单节奏减慢及疫情下部分业务终端消费市场有所缩减影响，公司营业收入及归母利润分别为22.87/3.43亿元，同比-37.38%/-39.78%。

图4：2017-2021年公司营收CAGR为21.25%

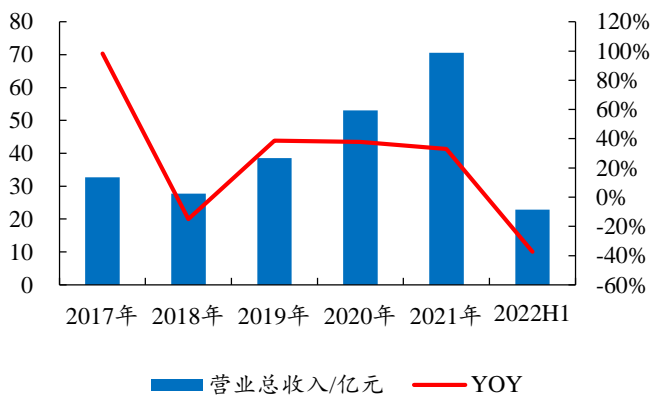
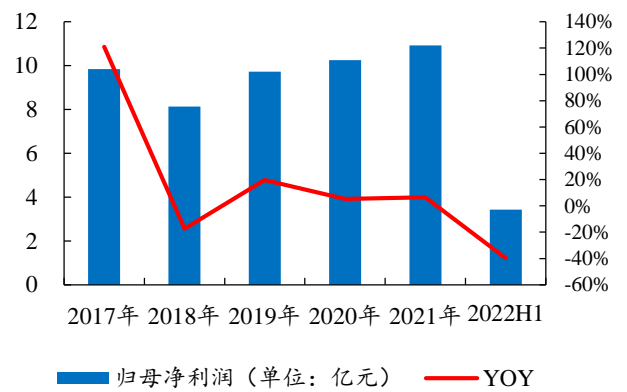


图5：2017-2021年公司归母净利润CAGR为2.67%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务看，创新消费电子业务为营收重要支柱，新产品有望助力营收增长。创新消费电子业务（主要产品为电子烟精密塑胶部件和家用雕刻机）为公司主要的营收来源，2021年收入43.05亿元，占比60.97%。同时，受益于汽车电子和植物种植器的行业机遇及下游客户的顺利开拓，公司汽车电子产品及植物种植器产品实现销量大幅增长，2021年汽车电子与健康环境业务分别同比增长41.81%/19.15%。分地区看，国外市场贡献收入占比保持九成以上。公司为出口型企业，国外市场贡献收入持续增长，且占比维持在90%以上，我们预计，人民币走弱及关税调整将利好公司发展。

图6：创新型消费电子为公司营收主要支柱（单位：亿元）

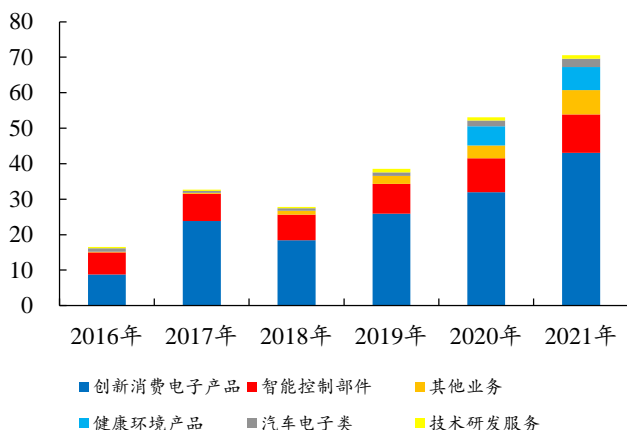
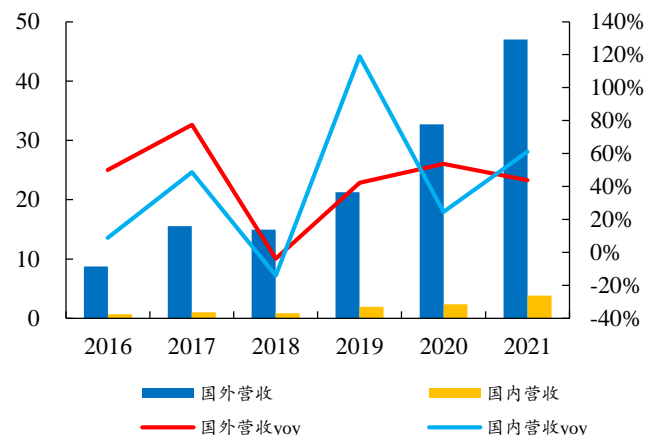


图7：公司出口型企业特征明显（单位：亿元）

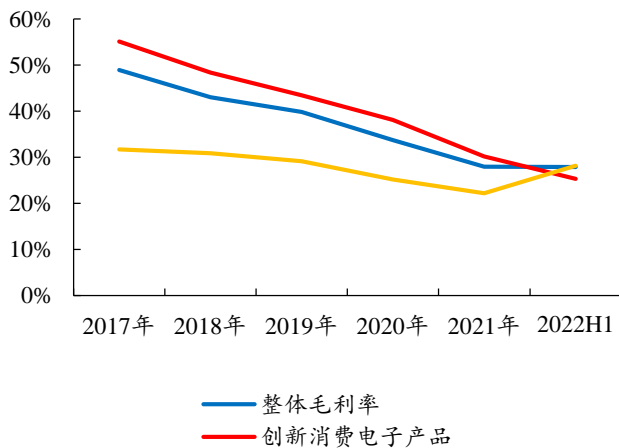


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

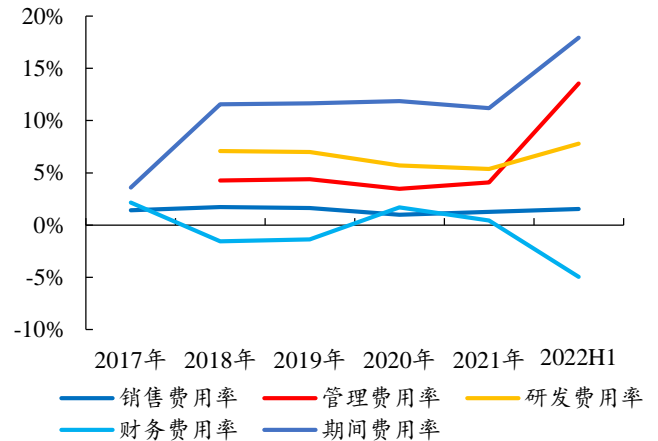
毛利率变化趋向合理区间，控费能力整体良好。毛利率方面，2017-2022H1 公司整体毛利率由 48.94% 下降至 27.30%，整体变动趋势与高毛利高营收占比的创新消费电子产品毛利率变动趋势基本保持一致，前期公司导入电子烟等新产品时，市场竞争低、销售价格高、毛利率也较高。随着市场逐渐成熟、产品稳定及产量达到一定规模后，单位成本降低，销售价格也相应降低，毛利率会逐步达到相对稳定合理的区间。费用管理方面，2022H1 公司因营收规模收缩导致费用端承压，期间费用率上升至 17.92%，其中销售费用长期保持低位为 1.5% 左右，管理费用明显上升至 13.55%，公司继续增加研发投入，同比逆势增长 0.29%，费用率为 7.80%。

图8：公司毛利率逐渐下降至合理区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

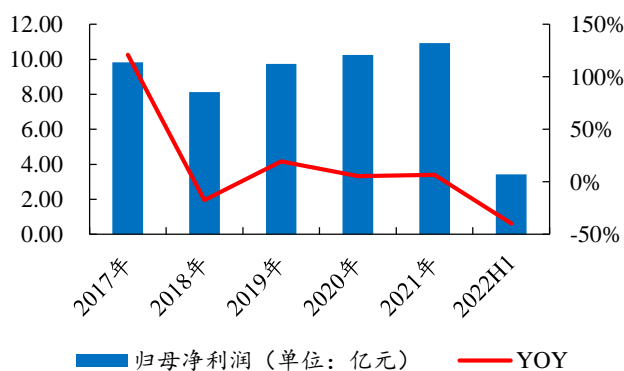
图9：公司费用管控能力较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

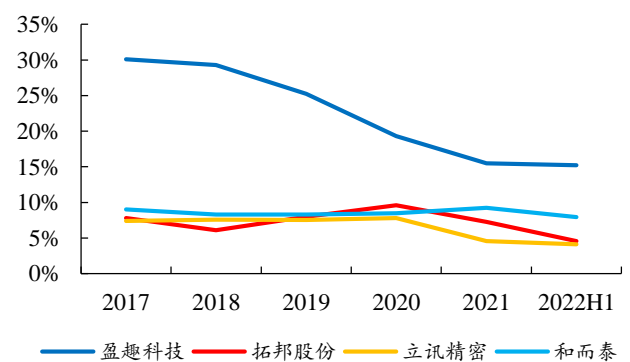
业绩方面，业务调整导致盈利阶段性承压，净利率仍高于可比公司。自 2018 年起，电子烟业务收缩导致公司归母净利润首次出现下滑，此后公司积极开拓新领域客户，2018 年-2021 年，公司归母净利润实现逐年递增。公司净利率同受业务调整影响，2017-2022H1 年公司净利率由 30.96% 下滑至 15.21%，但相较于同行业中的制造商，公司的净利润仍处于较高水平。

图10：2018-2021 公司归母净利润实现逐年上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

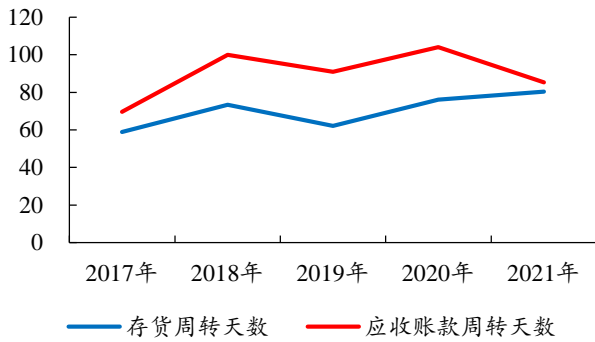
图11：公司净利率下降但仍高于同行代工企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

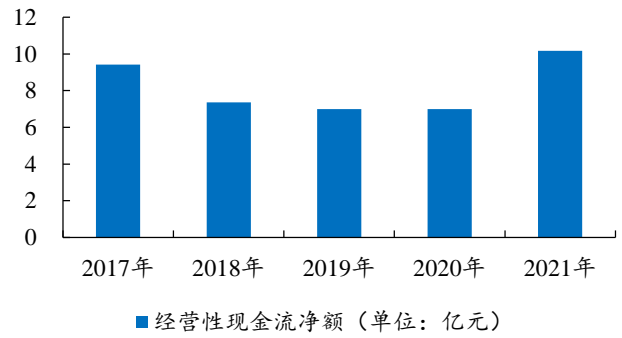
存货及应收账款周转效率保持稳定，经营现金流充裕。公司长期合作客户多为国际知名企业，合同回款确定性强，因此一方面公司的存货及周转效率能稳定保持在一定水平，另一方面优质的客户资源也保证了公司经营现金流稳定充裕，2021 年公司经营现金流增长明显，为后续的新品研发及落地打下坚实基础。

图12: 公司存货及应收账款周转效率保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2021年公司经营现金流明显提升



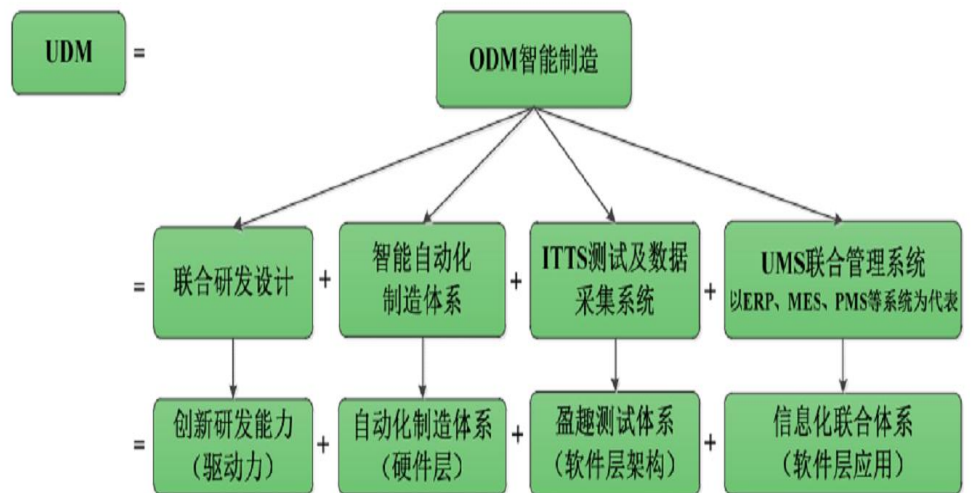
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、独创 UDM 制造新模式，三大优势构筑公司核心壁垒

2.1、创新传统制造模式，实现全流程闭环管控及实时质量检测

UDM 模式铸造坚实壁垒，UMS、ITTS 为其关键部分。UDM 模式（ODM 智能制造模式），是以 ODM 业务模式为基础，基于 UMS 联合管理机制和智能自动化制造体系，通过 ITTS 及工业机器人等测试平台，与客户、供应商开展网络化协同，实现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。其中，UMS 和 ITTS 是该模式中的核心部分。

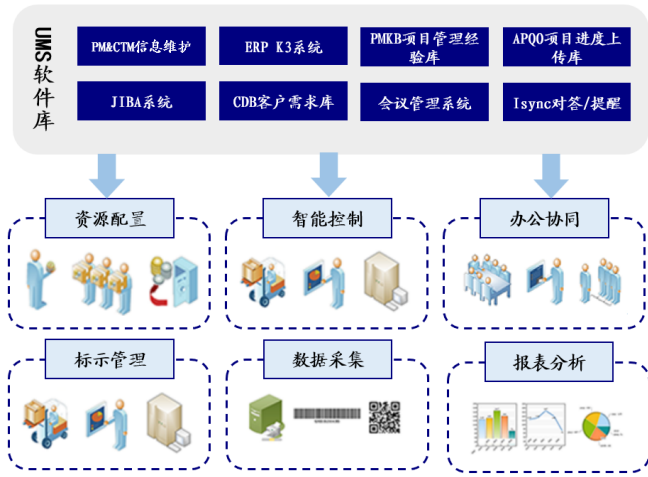
图14: 公司 UDM 模式拆解，以 UMS 和 ITTS 为核心部分



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

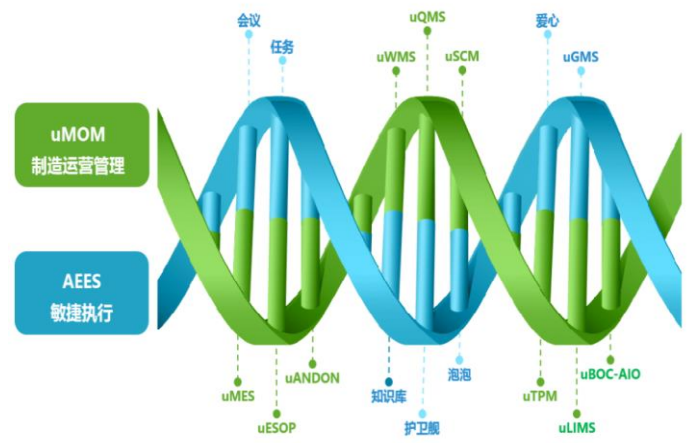
UMS 联合管理平台实现全流程闭环管控。盈趣科技的 UMS 联合管理平台，以大数据、盈趣云架构为基础搭建，集成了企业资源计划（ERP）、项目管理（PLM）、客户管理（CRM）、企业知识库（Wiki）、固定资产管理等信息管理软件。该平台可帮助公司实现从产品研发到售后服务全流程的低延迟、多维度的闭环管控，创造一条信息虚拟的生产线，两条线实现人机交互、数据信息化和智能决策辅助生产。2022年6月，公司 UMS 工业互联网平台成功入选工信部“关键技术攻关类”项目。

图15: UMS 平台软件库赋能平台实现六大功能



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

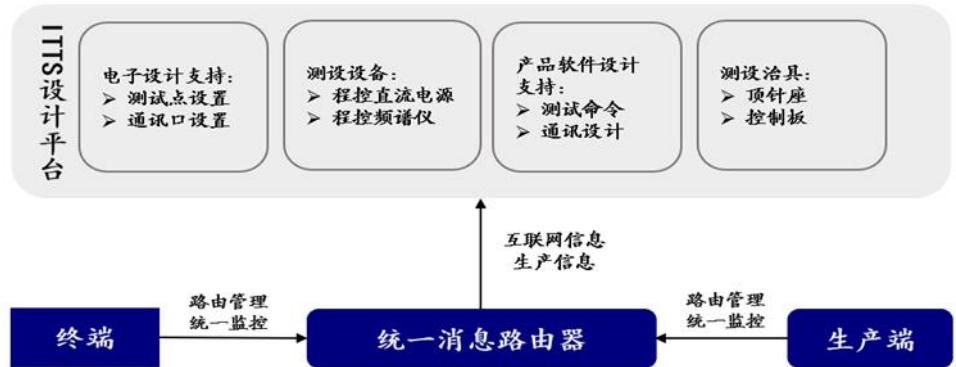
图16: USM 通过信息虚拟生产线搭建实现全流程管控



资料来源: 公司官方微信信号、开源证券研究所

双系统实现产品在线监控、全生命周期可追溯的质量控制。公司自主研发了以 ITTS 为主，TED 为辅的质量管控体系，该系统能深入到原器件级别并实现测试数据实时采集。**ITTS 测试系统**，是针对各种产品的通用产线自动化数据采集测试系统平台，通过对历史测试数据进行数据挖掘，使用特定的分析与统计控制产品质量，并通过人性化的交互界面在测试过程中系统灵活与操作员进行人机对话。**TDE 测试方案**，是基于最大元件覆盖率等功能及性能指标的全面测试过程，能有效判定产品质量并保证产品性能的一致。双测试系统保障了公司产品质量，公司产品出货合格率达 99.9% 以上，交期达成率 99% 以上，处于行业领先水平。

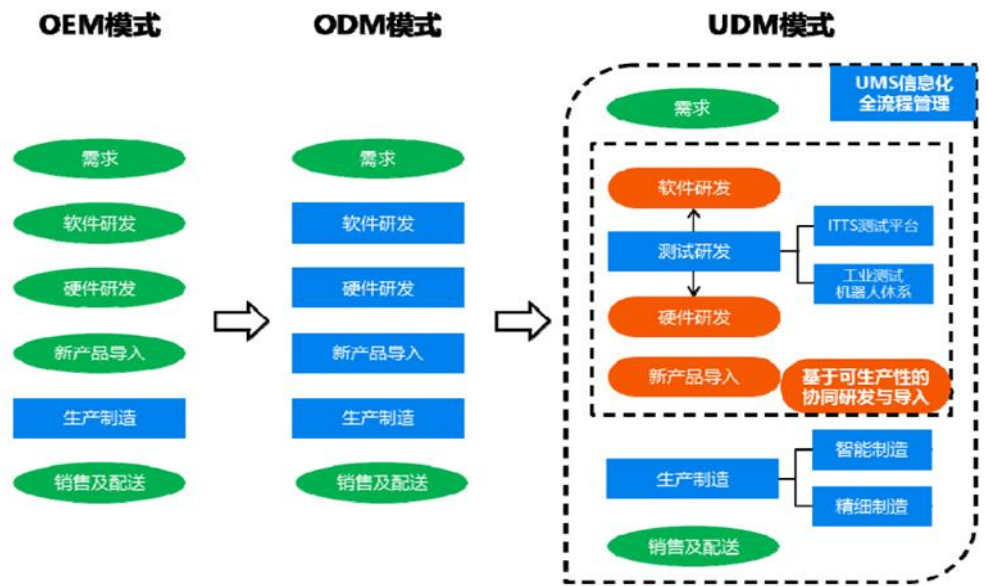
图17: ITTS 设计平台负责数据采集及监测



资料来源: 头豹研究所、公司官网、开源证券研究所

对比传统制造模式，UDM 提升了生产链信息化与自动化水平。相比 ODM，UDM 创造性地实现了关键工序的自动化测试及生产体系全流程监控，在信息化与自动化程度方面明显高于 ODM 模式。同时，UDM 模式强调与客户、供应商的网络化在线实时协同，沟通节点覆盖产业链全流程且提供全产品生命周期的质量追溯、售后检测及维修服务，相比之下，ODM 模式一般仅强调产品和服务交付，沟通节点局限于客户需求阶段。我们认为，UDM 模式更能即时响应客户定制化需求并快速实现新品孵化，提升客户粘性。

图18: 对比 ODM 模式, UDM 提升了生产链信息化与自动化水平



资料来源: 盈趣科技招股说明书、开源证券研究所 (注: 圆形、矩形分别代表品牌企业、制造企业的分工内容, 圆边矩形代表双方联合分工内容)

2.2、新模式三大优势亮眼, 多维度提升公司核心竞争力

优势一: 深度融合的客户合作模式, 提升客户粘性。UDM 模式在一定程度上改变了盈趣科技与客户的合作模式, 公司与客户在产品研发过程、生产过程中实现高度互融。据公司年报, **产品研发环节**, 公司协同客户开发并完善电子电路设计、结构设计、软件设计、可生产性设计等多方面的研发分工; **采购环节**, UMS 将下达给供应商的订单同步至 UMS 供应商协同平台; **生产环节**, 公司向客户开放实时的生产数据及质量检测数据, 实现数据实时共享, 大幅增加生产过程的透明度、可追溯性与客户体验感; **售后环节**, 客户可通过产品身份认证信息在产品全生命周期追溯产品质量。公司与客户通过网络化协同生产, 提高了研发效率、缩短新产品开发周期、提高产品质量、提升交货效率, 从而形成双方的深度合作。

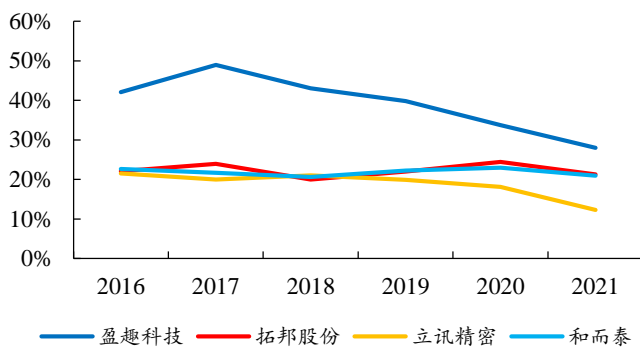
图19: 盈趣科技下游客户资源丰富



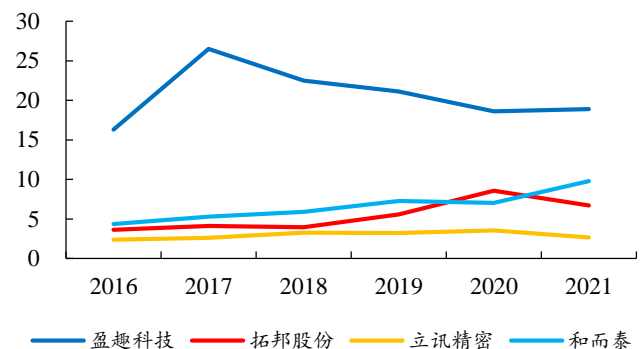
资料来源: 盈趣科技公司官网

优势二：柔性生产模式，实现生产线快速组装复制。公司的 UDM 智能制造体系中，公司采用柔性生产模式，进行多品种共线化生产，产品生产的基础设施（厂房）、标准设备（注塑机、贴片机等）及自动化核心零部件（机械手臂等）均实现共用。同时，公司通过 UMS 实现高效率生产准备及重组换线，目前公司贴片机换线时间有效控制在 10 分钟以内，为行业内较高水平。此外，公司大部分自动化机器设备及工装治具为自主研发组装，因此能实现快速复制安装，满足产能快速扩张的需求。

优势三：形成经验壁垒，提升公司盈利能力。智能制造体系需投入大量研发资金及长期的技术积累，盈趣科技凭借 UMS 信息化系统、ITTS 在线测试、系统集成、工业测试机器人及自动化设备的深厚积淀，搭建起高度信息化、自动化的智能制造体系，形成经验壁垒的同时提升了人工利用率，实现降本增效。2016-2021 年，盈趣科技的毛利率水平及人均创利均显著高于可比公司。

图20：盈趣科技毛利率水平高于可比


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：人均创利显著高于可比


数据来源：Wind、开源证券研究所

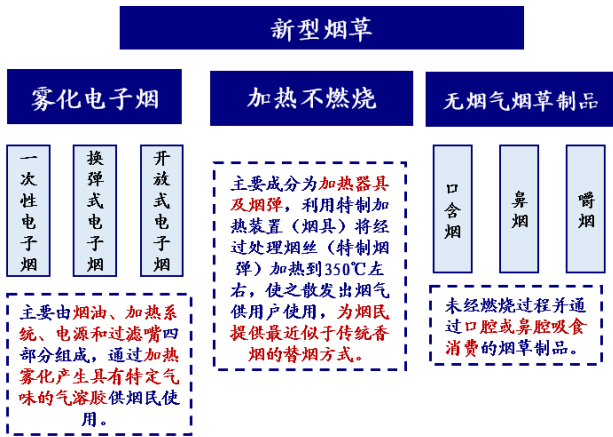
3、从行业看盈趣：HNB、智能控制部件核心客户订单有望放量，新进领域未来可期

主攻小而美的利基市场，细分赛道聚焦单一优质客户。盈趣科技主攻行业中小而美的利基市场，市场具有小批量、多品类特点，而传统制造商巨头往往更偏好大批量、少品类的生产制造模式，偏好于投资标准化、大批量生产项目，追求更大的市场，因此盈趣科技在该类型市场中竞争对手较少。目前，盈趣科技进入的行业主要为新型烟草、家用雕刻机、智能控件，且公司单一产品只服务于赛道单一优质客户，更好地为客户提供定制化制造服务。

3.1、HNB：行业长坡厚雪，公司绑定烟草巨头业务成长可期

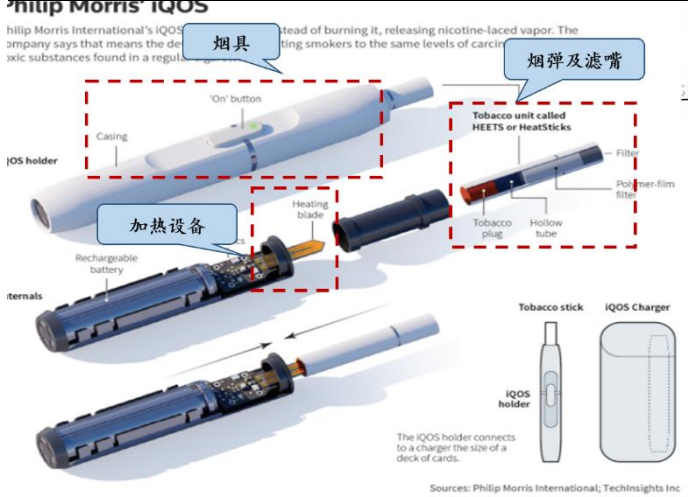
加热不燃烧（HNB：Heat Not Burning）又称低温卷烟，与雾化电子烟同为新型烟草中重要的产品形态。产品因其还原了香烟的纯正口感、击喉感，为烟民提供最近似于传统香烟的替烟方式而受到广大消费者喜爱。产品形态方面，第一代加热不燃烧产品于 1996 年由菲莫国际推出，基本工作原理利用特制加热装置（烟具）将经过处理烟丝（特制烟弹）加热到 350°C 左右温度，使之散发出烟气。目前，随着传统烟草企业的入局以及下游用户需求的日渐丰富，HNB 产品正加速升级中。

图22：加热不燃烧为新型烟草中重要的产品形态



资料来源：华经情报网、头豹研究院、开源证券研究所

图23：HNB 产品主要分为烟弹、加热设备及烟嘴

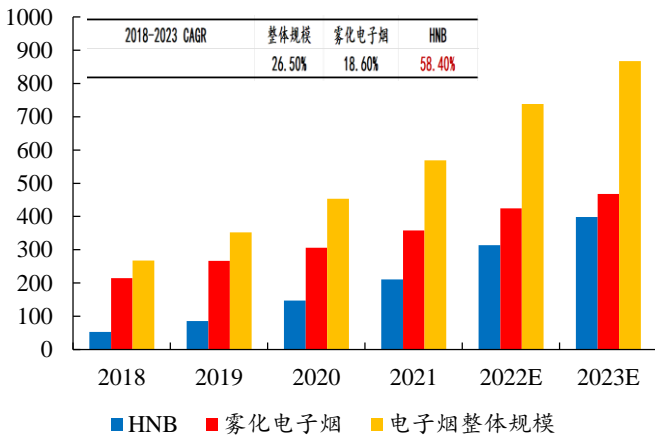


资料来源：PMI官网、开源证券研究所

3.1.1、行业整体：行业规模持续扩张，四大烟草公司悉数入局

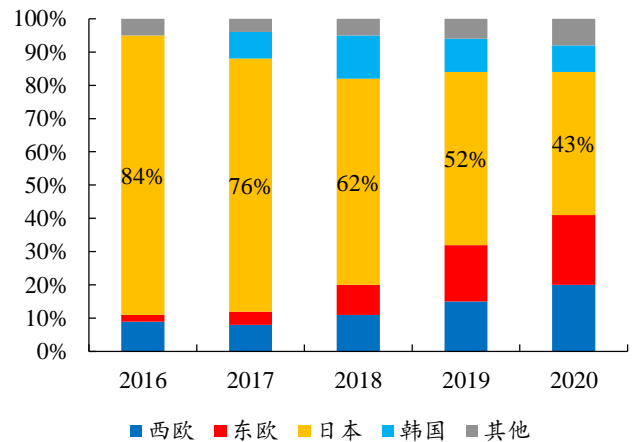
行业规模持续扩张，国内 HNB 市场有望打开。总体市场规模方面，据艾媒咨询，2018-2021 年 HNB 市场规模由 53 亿美元增长至 210.5 亿美元，CAGR 为 58.4%，明显高于电子烟市场整体规模及雾化电子烟的年复合增长率；预计 HNB 市场将以 58.4% 年复合增长率继续扩大，2023 年 HNB 市场规模有望逼近 400 亿美元。各地区市场份额方面，日本为 HNB 最大的消费市场，其次为韩国、东欧和西欧，2020 年分别占比 43%/8%/21%/20%，欧洲区域市场增速明显，东南亚，中东等新兴市场逐步扩大。中国市场方面，我国禁止 HNB 在国内销售、流通，但允许符合资质的企业进行 HNB 相关产品的出口贸易活动；目前国内 19 家中烟工业公司中，已有 17 家中烟公司有 HNB 产品储备，云南红塔“双享”HNB 处于试销阶段，在海外和国内电子烟快速发展的双重影响下，国内 HNB 市场有望在短期内逐步放开。

图24：HNB 市场规模加速扩大，增速预计超过传统烟草和雾化电子烟（单位：亿美元）



数据来源：欧睿咨询、开源证券研究所

图25：日本为全球 HNB 主要消费市场



数据来源：华经情报研究、开源证券研究所

四大烟草公司相继入局，菲莫国际处于市场领先。自 2014 年起，四大传统烟草公司相继入局，推出 HNB 产品抢占蓝海市场，其中以菲莫国际推出的 IQOS 最为成功，目前已面向超过 70 个国家或地区销售，用户超过 2000 万人。市场竞争格局方面，菲莫国际占据了 HNB 市场的绝大部分，2019 年，IQOS 在日本行业市场占率达 70%，远高于其竞争对手；日韩以外的区域，菲莫国际的市占率超过 90%。但是随着烟草巨头将 HNB 的发展战略地位进一步提高，销售规模扩张明显，预计 HNB 市场竞争格局将朝着“一超多强”趋势演化。

表2：四大烟草公司纷纷推出 HNB 产品抢占市场

品牌	生产商	上市时间	上市地点	产品特点
IQOS	PMI	2014	日本、意大利和瑞士	抽吸口数与传统卷烟相当， 加热刀片精准加热烟草
TEEPS	PMI	2017	多米尼加	使用 压缩炭做热源 ，从烟叶中萃取烟草味道多米尼加和尼古丁
Pax	PaxLabs (前身为 Ploom)	2021	美国	散装烟草和大麻气化装置， 可以装填散装烟草 ；装置中的传感器能实时反馈和感知吸烟量，并对其进行调节。
Glo	英美烟草	2016	日本	带有可充电锂离子电池的电子装置，烟草棒通过外围加热装置进行加热。
PloomTech/PNTV	JTI(日本烟草)	2016	日本	在深度抽吸条件下，抽吸 50 次可产生 1.10mg 烟碱
Lil	KT&G(韩烟)	2017	韩国	一体机结构，不用频繁充电，可以连抽，充满电可支持抽一盒烟弹
Pulze	帝国烟草	2019	日本	日本具有高温和低温两种模式， 率里十修瘦脉 持抽吸 20 支加热棒

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

3.1.2、行业驱动：HNB 产品拥有减害属性，政策清晰+供需向好助力行业发展

■ 产品端：HNB 减害性得以证实，与雾化产品共促市场发展

HNB 减害属性促进其渗透率提高。在抽吸传统卷烟时，烟丝燃烧温度最高可以达到 800℃以上，在 370~600℃的区间温度会产生超过 200 种以上有害物质。加热不燃烧烟草工作温度在 250~350℃，有效避开烟草有害物质产生的温度区间。根据 2020 年美国国立卫生研究院相关研究，HNB 所含的致癌物质比传统卷烟大约低 10-25 倍，HNB 装置的甲醛含量、丙烯醛等有害成分减少比例超过 90%，同时加热不燃烧烟草气溶胶的生理毒性低于传统卷烟。日本称 HNB 为“更安全的尼古丁替代品”，2020 年欧盟 TPD 承认 HNB 产品与传统卷烟相比的减害属性，HNB 减害性得到官方背书，有利于其渗透率进一步提高。

表3：HNB 与卷烟燃烧后有害物质对比，HNB 减害属性明显

有害成分	对人体危害	单位	HNB 产生量均值	卷烟产生量均值	减害比例
尼古丁	刺激心血管系统	mg/stk	1.1	1.9	42.11%
甲醛	损害呼吸系统、神经系统等	μ g/stk	8	85.2	90.61%
NNN	强致癌物	ng/stk	10.2	283	96.40%
乙醛	导致口腔癌变等	ng/stk	21.7	1641	98.68%
丙烯醛	高毒类致癌物质	μ g/stk	9.6	156	93.85%
NNK	强致癌物	μ g/stk	6.8	264	97.42%
一氧化碳	对血液、神经等有毒害	mg/stk	0.44	30.2	98.54%

资料来源：华经情报研究、开源证券研究所

区别于雾化电子烟将对 HNB 市场发展产生较大威胁的市场观点，我们认为 HNB 与电子雾化烟将在市场中长期共存，形成差异化竞争，共同促进电子烟市场整体规模的扩大。

产品体验差异较大，雾化电子烟口感偏甜，HNB 还原度较高。HNB 和传统卷烟吸食方式保持一致，吸进物为固态的干烟颗粒，雾化电子烟吸进物为含尼古丁的蒸汽，吸进物导致了产品将产生两种完全不同的吸食体验：雾化烟中含有高比重的带有甜味甘油导致了其口感普遍偏甜，深受年轻用户喜爱，但相较于 HNB，传统烟草的体验还原度偏低。

主力客户群体特征不同，雾化电子烟消费群体低龄化明显，HNB 更得老烟民认可。根据电子烟制造商徕米 CEO 赫畅介绍，固态电子烟（以 HNB 为主）更接近中年烟民群体、年龄层跨度更大、消费复购能力更强、价格敏感度更低。与之相反，液态雾化产品主力消费群体为低龄年轻群体（甚至是非烟民群体）、消费能力较低、口味忠诚度更低（希望不断更换新口味来保持消费粘度）、价格敏感度更高（注重低价货源）。

表4：雾化电子烟与 HNB 产品差异较大

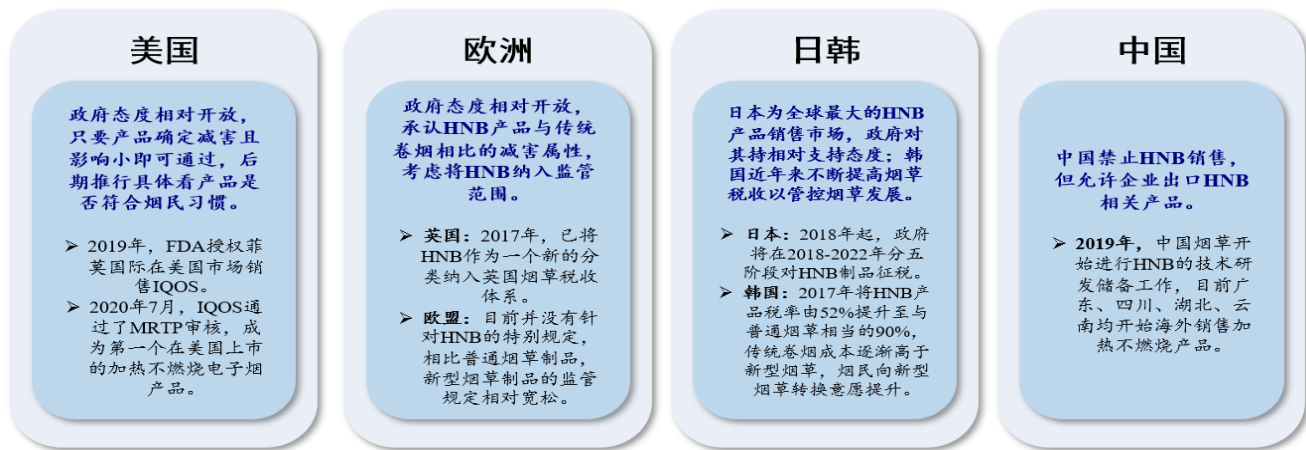
	雾化电子烟	HNB
产品形态		
原料	烟油	烟草
吸进物形式	液态，雾化颗粒	固态，干烟颗粒
尼古丁含量	2%-5%	
雾化温度	约 180°C	350-400°C
还原度	适中	高
价格区间	较低	较高
目标人群	低龄年轻群体（甚至是非烟民群体）、消费能力较低、口味忠诚度更低、价格敏感度更高（注重低价货源）。	中年烟民群体、口味忠诚度更高、价格敏感度更低。

资料来源：华经情报网、开源证券研究所

■ 政策端：全球相关监管逐步清晰，利好市场有序发展

2020 年 7 月，世界卫生组织在《世卫组织烟草控制框架公约》提出将 HNB 产品作为烟草管制，但世卫组织并不能直接引导各国进行监管政策制定，目前 HNB 产品并未统一定性为烟草制品，不同国家对 HNB 监管政策存在差异。其中，作为 HNB 最主要的销售区域，日本对 HNB 监管政策较为完善，政府态度相对支持，虽暂无专门法规，但企业只要取得 HNB 相关牌照即可正常销售产品。此外，2017 年至今，美国、欧洲各国等区域逐步颁布相关监管政策规范 HNB 市场发展。我们认为，近年来各国政策的悬而不决在一定程度上抑制了 HNB 市场的发展，随着各国政策监管的逐步清晰，HNB 市场将迎来新一轮有序化发展。

图26: 各国针对 HNB 的监管政策差异较大



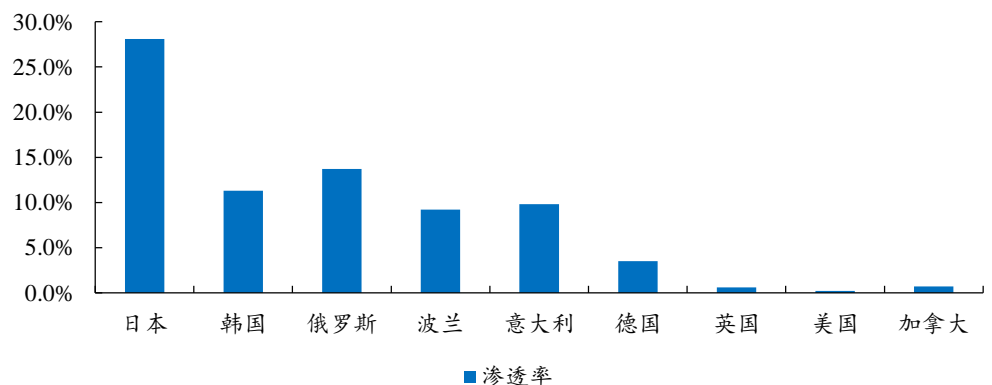
资料来源：艾媒咨询、艾瑞咨询、开源证券研究所

■ 供需端：四大烟草加速 HNB 布局，渗透率提高助下游市场进一步扩大

四大烟草加速市场布局，供给端有望持续释放。2019年开始，各家烟草巨头也开始重点关注和拓展欧洲市场。2020年，英美烟草进军俄罗斯、罗马尼亚、德国等市场；日本烟草的 ploom S 产品目前在俄罗斯、意大利、英国销售，并计划在俄罗斯利用 Winston 的品牌名做 ploom 的烟弹。同时，菲莫国际及英美烟草发布的 2025 新型烟草规划中，将 HNB 战略发展地位拔高。英美烟草披露，2025 年 HNB 将超过雾化成为公司最大销售品类，收入规模预计约 25-30 亿英镑（销售收入比例约 10%），销量约 80-100 万箱（销量比例约 7%）；菲莫国际则提出“无烟战略”，计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售，着力发展以 HNB 产品为首的新型烟草，2025 年公司计划以 HNB 产品 IQOS 为代表的非烟销量将超过 2500 亿支/500 万箱，占销售收入比例达到 38%-42%，对应销售收入约 130 亿美元。

全球新兴市场渗透率持续走高，催生下游广大需求。据欧睿国际及世界烟草发展报告数据，欧洲区域一些国家 HNB 渗透率提升明显，一些国家的 IQOS 渗透率已经接近甚至超过韩国，例如立陶宛、俄罗斯、希腊、葡萄牙、意大利等。当前欧洲的烟草零售市场规模是日韩区域的 3.8 倍，市场发展空间较大，渗透率提升将催生广大的下游需求。

图27: 2021 年日本仍为 HNB 渗透率最高国家，欧洲新兴市场渗透率有望超过日本



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

3.1.3、盈趣科技：绑定世界烟草巨头，新品即将落地，有望创造订单增量

绑定烟草巨头 PMI，受益于 IQOS 产品放量销额达到峰值。2014 年，盈趣科技开始与世界烟草巨头菲莫国际一级供应商 Venture 开展 PMI 的 IQOS 品牌电子烟精密塑胶部件产品业务合作，2015 年开始供货，当年度实现收入 10135.22 万元，收入占比 10.34%，2017 年，菲莫国际 RRP 系列产品（主要为 IQOS）出货量同比大幅增长（+389.94%）至 362.26 亿支，盈趣科技从中受益，销售额达到峰值 14.81 亿元，同比增长 207.09%。

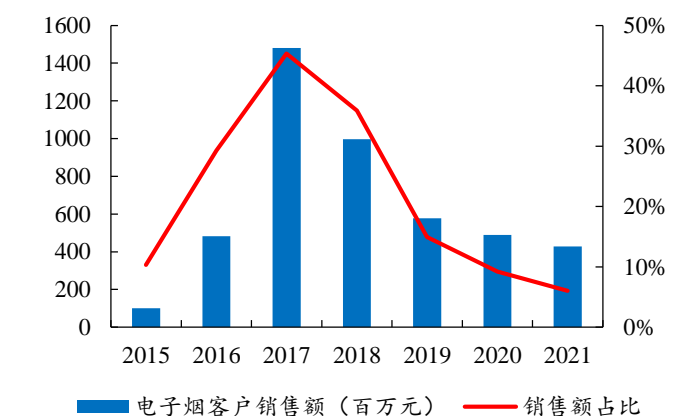
自 2017 年起，公司电子烟业务销额占比逐年下降。2018-2021 年，公司电子烟业务收入逐年下滑，客户销售额 9.97 亿元下滑至 4.27 亿元，2021 年销售额占比为 6.05%，相较于 2018 年下降 29.82pcts。主要原因有：（1）2018 年，菲莫国际的日本市场销售进入瓶颈期，公司加热设备库存水平从 2017 年底起持续维持高位，产品市占率不增返降，PMI 处于去库存状态。（2）供应商竞争加剧，盈趣科技订单份额有所下降，叠加盈趣科技业务战略调整，销售占比持续下滑。

图28：2017-2018 年 PMI 日本市场加热设备库存持续保持高位



数据来源：菲莫国际公司公告、开源证券研究所

图29：盈趣科技电子烟业务销额占比逐渐减少



数据来源：盈趣科技年报、开源证券研究所

图30：菲莫国际 HNB 主要产品及发布时间，2015 年盈趣科技成为其二级供应商



资料来源：PMI science、PMI 公司公告、盈趣科技公司公告、开源证券研究所

展望未来，核心客户收入增长确定性强，公司新品即将落地，有望创造订单增量。短期来看，菲莫国际自 2019 年起推出 IQOS 3 Duo，IQOS ILUMA 新产品系列提升公司市场份额，其中 IQOS ILUMA 销售业绩和消费者反馈均超预期。长期来看，

菲莫国际 RRP 业务收入增长确定性强，季度末 IQOS 用户总数估计约为 2120 万，其中约 1530 万已从传统烟草用户转化为 IQOS 用户；下游庞大的用户需求支撑公司烟草加热装置出货量维持稳定增长，2021 年出货量为 950 亿台，同比增长 13.20%，出货量占比为 13.20%，同比增长 2.4pcts。同时，据盈趣科技半年报投资者公开交流披露，公司供货给 IQOS ILUMA 系列产品的电子烟核心部件目前正在试产中，预计将于 2022 年底实现量产。核心客户收入增长确定性强叠加订单即将落地交付，公司电子烟业务或将迎来向上拐点。

图31：2021 年 IQOS 用户突破 2000 万，转换率达 70%
(单位：百万)

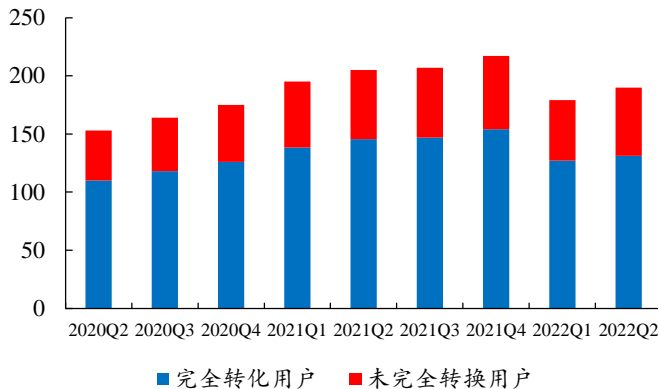
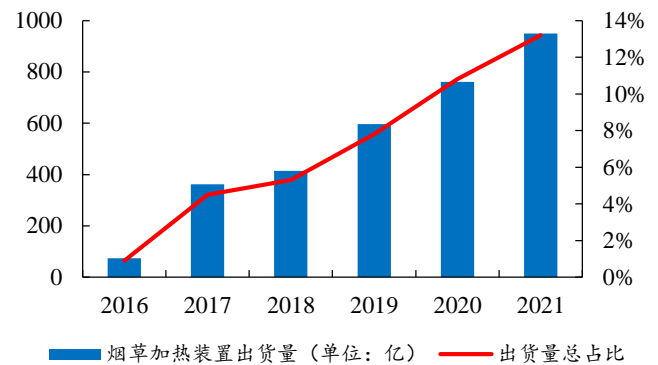


图32：菲莫国际烟草加热装置出货量持续增长



数据来源：菲莫国际 2021 年综合报告、开源证券研究所

数据来源：菲莫国际 2021 年综合报告、开源证券研究所

3.2、家用雕刻机：新兴成长赛道，持续绑定赛道龙头

3.2.1、行业整体：下游应用场景广阔，双重产品属性助力产品拓宽市场规模边界

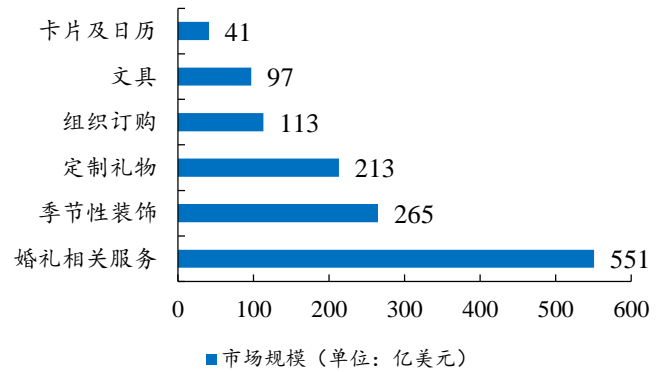
个性化定制需求催生产物，应用场景涵盖多元领域。家用雕刻机是现代科技与用户个性化需求相结合的创新性产物。用户使用家用雕刻机可制作独特的纸片、名片、贺卡、T 恤、配饰等个性物件，产品广泛运用于儿童教育、手工制作、家用、娱乐等领域，集个性制作、教育、娱乐的多样化功能于一体。现阶段美国、英国和澳大利亚是家用雕刻机产品的主要消费市场。

双重产品属性助力家用雕刻机拓宽市场规模边界。据 Cricut 招股书，2016 年 9 月 2017 年 9 月的十二个月中，美国的传统手工艺品市场规模为 362 亿美元。相较于传统手工艺品市场，家用雕刻机的终端用户可以 DIY 专属商品，而不是购买来自第三方的制成品；同时，家用雕刻机也可以作为手工艺制品商家的生产工具。家用雕刻机双重产品属性使得其潜在消费市场将有望超过美国的传统手工艺品市场规模。按应用场景拆分看，婚礼领域的家用雕刻机市场规模最大，为 551 亿美元，其次为组织活动批发，市场规模约为 113 亿美元。

图33: 用户可使用 Cricut 家用雕刻机产品实现 DIY



图34: 2020 年家用雕刻机于婚礼场景使用最广



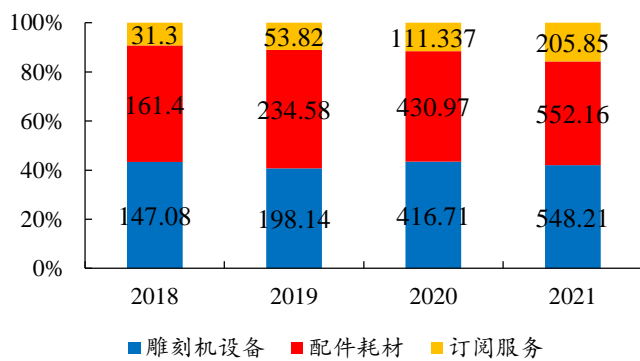
资料来源: Cricut 招股说明书、开源证券研究所

数据来源: Cricut 招股说明书、开源证券研究所

3.2.2、盈趣科技: 深度绑定赛道龙头, 收入规模阶段承压

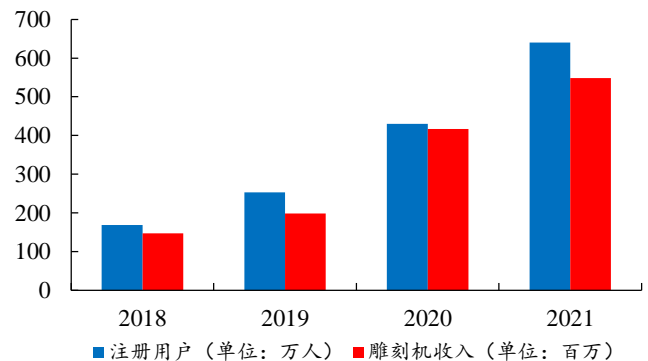
家用雕刻机赛道龙头用户数量持续增长, 盈趣或从中受益。在家用雕刻机领域中, 盈趣科技最核心的客户为 Cricut (原名: Provo Craft)。Cricut 成立于 1969 年, 2014 年切入家用雕刻机领域, 现已发展成为全球领先的家用雕刻器品牌, 北美市场份额超过 50%。Cricut 公司主要业务为家用雕刻机设备销售、配件和耗材产品销售, 以及付费资源订阅服务, 三大业务环环相扣, 形成品牌生态闭环, 驱动公司整体收入规模增长。2022Q1 公司注册用户达 690 万 (+40.82%), 付费用户 230 万 (+285.72%), 付费用户占比超 30%, 用户大幅增加有望带来营收增量。

图35: 三大业务构成 Cricut 主要收入来源



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: Cricut 注册用户和雕刻机收入关联性强



数据来源: Wind、开源证券研究所

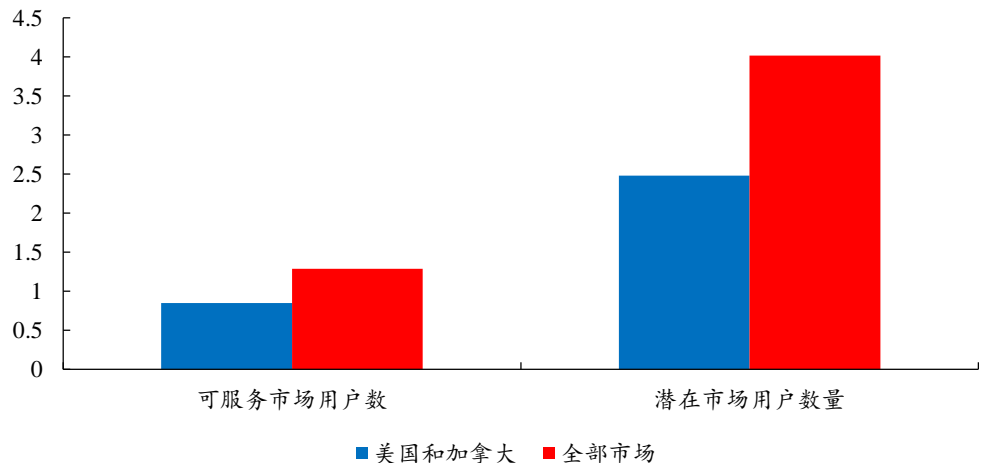
图37: Cricut 三大业务搭建品牌生态闭环



资料来源: Cricut 公司公告、开源证券研究所

潜在消费市场广大, 公司渗透率提升可期。行业市场空间方面, 据 YouGov2020 年 9 月调研, Cricut 估算, 全球家用雕刻机可服务市场 (Serviceable Addressable Market) 消费者数量约为 1.29 亿人, 北美 (美国、加拿大) 市场约为 8500 万人, 占比约 65.89%; 潜在市场 (Total Addressable Market) 消费者数量约为 4.02 亿人; 北美市场 (美国、加拿大) 约为 2.48 亿人, 占比 61.69%, 消费市场仍有较大挖掘空间。Cricut 公司渗透率方面, 截至 2022Q1 公司注册用户为 690 万人, 主要集中于北美, 对应 SAM/TAM 市场渗透率分别约为 5.3%/1.7%, 渗透率提升空间广阔。

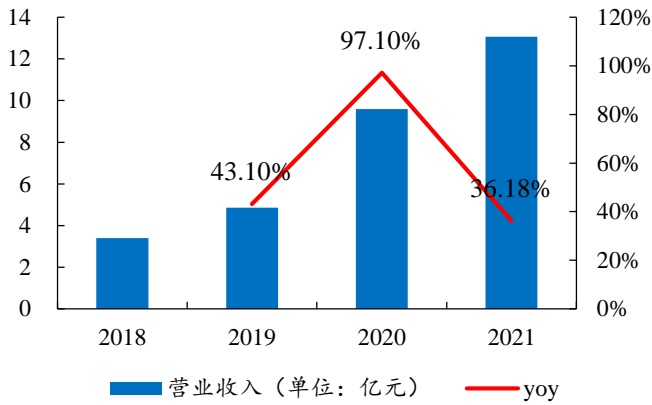
图38: Cricut 家用雕刻机总潜在市场用户超 4 亿人 (单位: 亿人)



数据来源: Cricut 公司公告、开源证券研究所

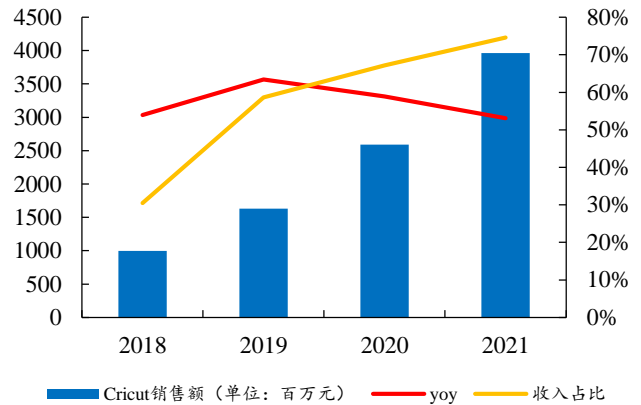
终端需求走弱影响客户产品销售, 盈趣业务短期承压。2013 年盈趣科技切入家用雕刻机赛道, 与 Cricut 深度绑定。受益于 Cricut 的 Cricut Maker、Cricut、Explore Air 2、Cricut Joy 三系列产品迭代放量带来的收入稳步增长, 盈趣科技 2018-2021 销售收入及占比增速明显, 销售额由 9.6 亿元增长至 39.63 亿元, 占比由 30.5%提升至 74.6%。2022H1 受下游消费需求走弱及客户去库存影响, 来自 Cricut 的销售收入首次出现下滑。展望未来, 我们仍看好细分行业的发展托底该项业务的收入, 短期承压后恢复平稳发展。

图39: Cricut 收入增速连续三年超过 30%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 盈趣来自 Cricut 销售额保持较高增速



数据来源: 盈趣科技年报、开源证券研究所

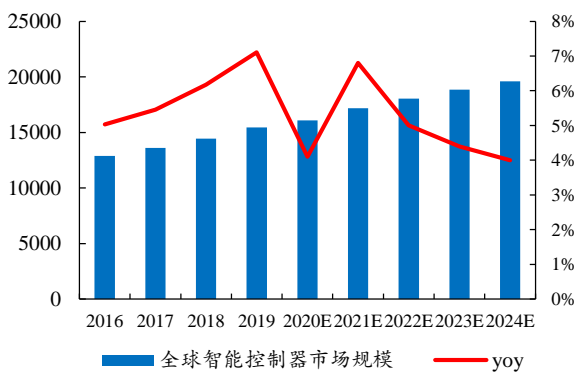
3.3、智能控制部件: 行业供需向好, 切入核心客户新 BU 或迎新发展

3.3.1、行业整体: 下游应用场景持续增加, 供需两盛催生广大市场

行业下游应用场景持续增加, 供需两盛催生广大市场。智能控制部件是在设备、装置、系统中为实现特定功能而设计制造的控制单元, 一般可分为独立式和嵌入式。随着科技的创新及消费水平的提升, 智能控制部件市场下游应用领域持续扩大, 在办公设备、家居产品、汽车电子、工业设备装置、医疗设备等行业领域快速推广; 同时, 广大的应用市场反向促进了智能控制部件产品的快速迭代, 产品功能日益丰富。双重发展特征从供给及需求两端催生了广大的智能控制部件市场。

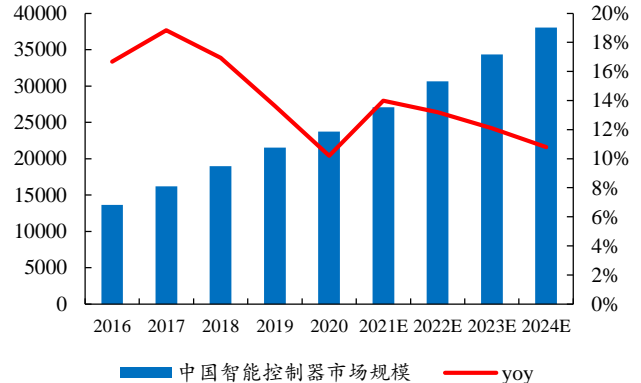
2024 年智能控制部件市场或达 2 万亿元。据弗若斯特沙利文数据, 2019 年全球智能控制器行业市场规模达到了 1.5 万亿美元, 预计 2024 年将达到约 2 万亿美元。中国智能控制器市场拥有、完善的产业链配套体系及现代综合的交通运输体系, 成为全球智能控制产业转移的首选地区, 规模从 2015 年的 1.17 万亿元增长至 2019 年的 2.15 万亿元, CAGR 为 16.5%, 远高于全球市场 CAGR, 预计 2024 年将达到 3.8 万亿元。

图41: 2024 年智能控制部件市场或达 2 万亿元 (单位: 亿美元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、盈趣科技招股说明书、开源证券研究所

图42: 中国智能控制器市场稳步扩大 (单位: 亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、中研网、盈趣科技招股说明书、开源证券研究所

3.3.2、盈趣科技：深耕赛道多年，切入核心客户新 BU 或迎新发展

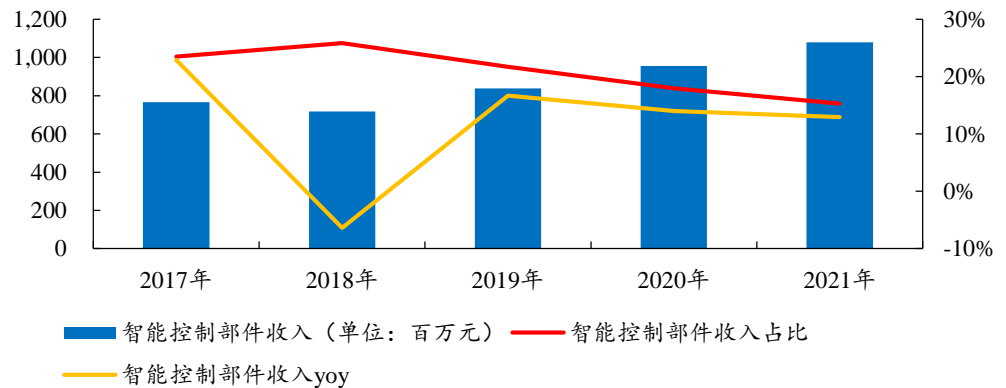
深耕赛道多年，下游客户资源丰富。目前智能控制部件产品逐渐向多领域应用和产品需求呈定制化趋势发展，盈趣科技早在 2004 年就投入使用 UMS 系统，凭借良好的质量管控和柔性生产模式，向包括罗技、Nestle 等企业销售网络遥控器、演示器、游戏控制手柄等技术含量较高的智能控制部件，建立稳定的合作关系。2017 年-2021 年，盈趣科技该业务收入由 7.67 亿元增长至 10.79 亿元，CAGR 为 8.9%，收入占比因创新型消费电子等其他业务的快速发展由 23.5% 降低至 15.3%。

表5：盈趣科技智能控制部件的客户资源丰富

产品类别	主要客户	主要产品名称	产品用途	
智能控制部件	罗技	视频会议系统	产品支持会议系统软件，可通过 USB 连接电脑作为扩展显示器，并集成摄像头、键盘鼠标等其他配套产品，成为匹配多种会议室的视频会议解决方案。	
		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。	
		网络遥控器	通用型网络遥控器，用户可通过本产品同时控制家中多个家电设备。	
		演示器	带无线操作的激光演示器，适用在演讲汇报、教学时对演示文档进行指示和操控	
			有线无线游戏控制器	产品与电脑或者游戏设备无线或有线连接，通过按键、摇杆、扳机等操控游戏模拟角色。
	直接客户	WIK、间接客户 Nesle	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、主控及人机操作界面。
	3D Connexion	有线/无线 3D 鼠标	产品应用于专业设计领域,可与多种三维图形设计工具共用,如 AutoCAD、Autodesk 3ds Max、Po/E 等等。	
	ASETEK	水冷散热控制系统	产品通过液体循环系统带走高性能电脑 CPU 或 GPU 的热量，保持其长久的工作性能及高度的可靠性。	
	Roost	智能烟雾报警器	产品集无线通信、报警检测和电池于一体，将检测到的报警信号通过互联网传送到用户智能终端，实现实时监控。	

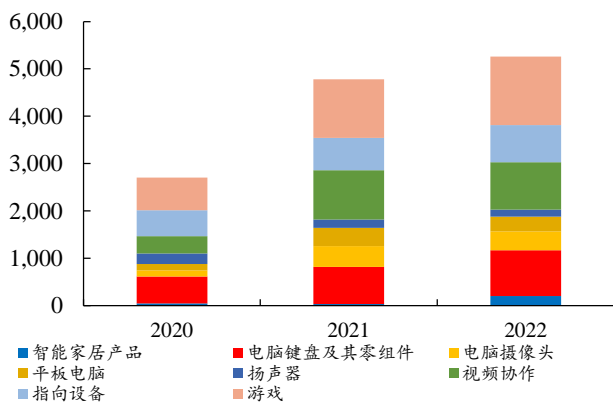
资料来源：盈趣科技招股说明书、开源证券研究所

图43：盈趣科技智能控制部件收入占比始终保持在 10% 以上

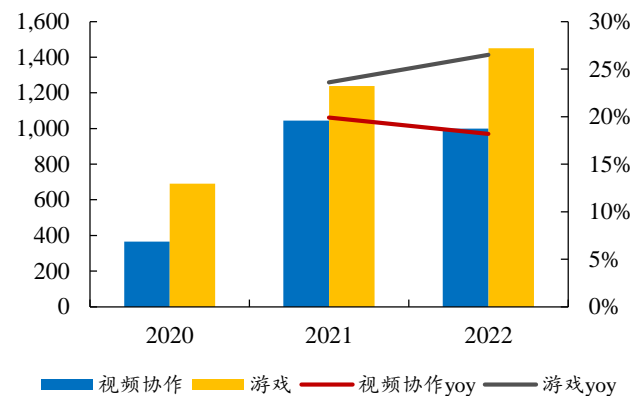


数据来源：盈趣科技年报、开源证券研究所

与消费电子龙头企业稳定合作，切入新 BU 或迎新发展。公司自成立之初便通过消费电子龙头企业罗技的客户严格审核程序，建立起稳定的合作关系，并得到了罗技“优秀供应商”资格。盈趣科技早期服务于罗技 Home Control 事业部，2015-2018 年产品销售额稳定在 3 亿元左右。自 2019 年起进入罗技近年重点发展的视频系统及游戏（Video&Gaming）事业部，FY2022 罗技游戏及视频协助超过罗技传统业务成为罗技收入最高的两项业务，收入分别为 14.5/10.0 亿元，占比分别为 26.5%/18.2%，盈趣科技从中受益，销售额超过 4 亿元。2021 年，盈趣科技在游戏领域继续加大投入，预计在中短期内，公司相关产品逐步实现产业化落地，为公司带来新的营收增量。

图44：罗技近年收入稳健增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：VC、gaming 部门收入及占比双高（单位：百万元）


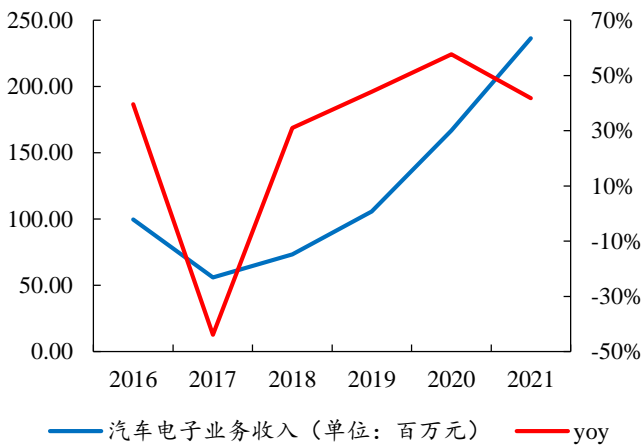
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、其他行业：顺利切入高潜力市场，自有品牌持续推进

3.4.1、汽车电子及电助力车：高潜力市场，新产品相继落地拓宽盈趣业务边界

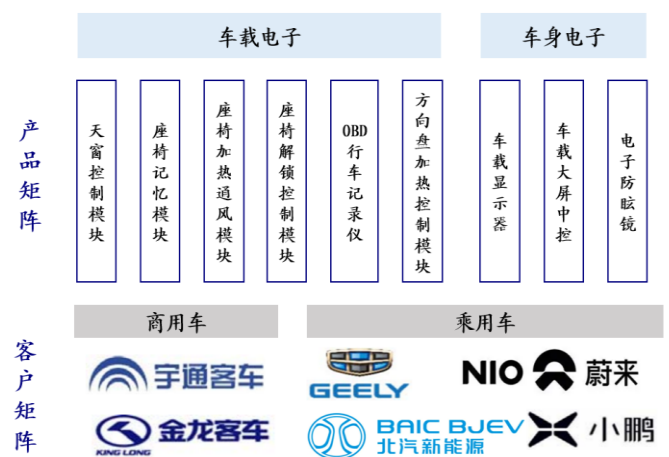
汽车电子业务：布局高潜力市场，业务未来收入增长确定性强。2021 年我国汽车销量蝉联全球第一，汽车电子市场从中受益，市场规模持续扩大，据《2020 汽车电子研究报告》，预计 2022 年中国汽车电子市场将达 2 万亿元。盈趣科技布局汽车电子市场多年，产品矩阵丰富，且通过收购盈趣科技电子、艾铭思汽车形成商用车、乘用车及海外 UDM 业务多领域布局。2021 年，公司在整车厂的配置份额持续提升，电子防眩镜、座椅控制/记忆模块等车身电子产品销量大幅增长；2022 年公司发力新能源汽车领域，成功进入小鹏、蔚来、北汽新能源、华为 AITO 问界等多家车厂的供应链体系，我们预计该业务将保持高增速发展。

图46：公司汽车电子业务收入增速明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：公司汽车电子产品矩阵丰富



资料来源：公司公告、头豹研究院、开源证券研究所

电动助力车：绑定汽车供应商龙头，拓宽公司业务边界。据欧洲自行车制造商协会预计，2020年欧洲市场产品销量超过500万辆，2025年该市场销量有望达1200万辆。盈趣科技于2018年开始与全球第一大汽车技术供应商博世集团（BOSCH）合作，为其提供电动助力自行车配件（包括人机交互界面HMI及遥控装置）。因公司现有技术与博世E-bike产品的电池、马达等有较高通用性，公司有望通过综合实力提升客户订单份额，带来营收增量。

图48：盈趣科技绑定博世集团，为其电动助力自行车提供人机交互界面HMI



资料来源：博世官网

3.4.2、健康环境业务：销售产品类型多样，业务潜力可期

健康环境业务：销售产品类型多样，业务潜力可期。2020年，公司收购漳州众环科技，布局健康环境业务。截止目前，公司健康环境产品主要为定位高端市场的空气净化器、加湿器、植物种植器及净水器等。同时，众环科技子公司盈万医疗主业为医疗器械，产品有卫生材料及医药用品的生产、非医用日用及医用防护口罩等。全球环境污染及室内污染问题加重、新冠疫情的爆发，人们的绿色健康意识正逐步增强，公司健康环境业务潜力可期。

3.4.3、自有品牌：深耕智能家居及口袋打印机赛道，持续推进自有品牌发展

智能家居系统：深耕赛道多年，系统稳定性行业领先。2014-2016年，盈趣科技相继在瑞士、马来西亚和匈牙利设立研发中心，全力投入对智能家居的研究和开发，打造出了多点触发、多条件综合判断的公司自有的智能家居系统—盈趣智能管家。目前，盈趣智能管家产品包括灯光照明、窗帘门锁、影音娱乐、安防报警等各

个品类；并通过 ZigBee 3.0 核心技术实现 100%无线智能家居系统，系统稳定性位于全行业前列。

咕咕机：口袋打印机的开创品牌。公司自有品牌咕咕机于 2015 年 8 月进入市场，是口袋打印机的开创品牌。主营专为学生提升学习效率的学生智能错题打印机，具有热敏打印，无墨环保，迷你便携、2.9 亿小初高真题库等特点。2020 年咕咕机中小学、大学生用户已突破 500 万人次。

图49：盈趣智能管家三室一厅管理方案



资料来源：盈趣科技官网

图50：盈趣科技咕咕机系列产品，为逾 500 万中小学、大学生提供学习打印的帮助

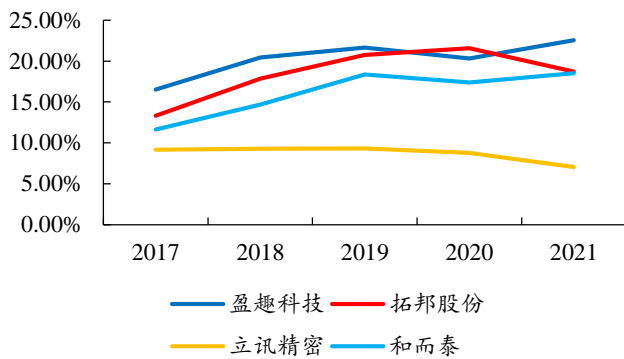


资料来源：公司官网

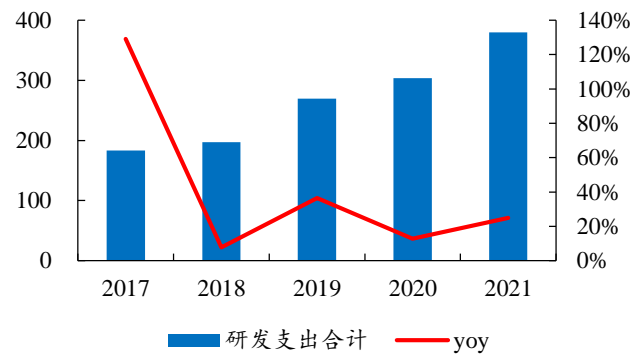
4、从研发和产能看盈趣：新进研发领域窥见成长空间，国际化产能布局分散风险

4.1、研发端：研发投入持续加码，新进领域智能穿戴、机器人等窥见成长空间

持续加码研发投入，研发人员兼具质量与数量。区别于一般的传统制造商，公司重视研发投入，研发人员占比高于可比公司，自 2018 年起稳定在 20%以上。2021 年公司研发人员达到 1302 人，本科及以上人员达 743 人，占比达 57.07%，公司的研发人员数量及质量均处于较高水平。从研发支出看，研发支出逐年递增，2021 年达 3.80 亿元，同比增加 24.90%。

图51：2021年公司研发人员占比领先可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：公司研发支出逐年加大


数据来源：Wind、开源证券研究所

重视核心通用技术研发，UDM2.0 战略顺利推进。据公司 2021 年年报披露，公司将继续在自动化生产、在线测试设备等通用技术上进行研发，通用化技术的不断沉淀，使公司产品持续创新变现成为可能。2021 年公司全面推出 UDM2.0 战略，以此为基础加大工控、车规、医疗及高端食品机器等领域的市场拓展力度，并顺利推动了电助力自行车配件、高端游戏模拟控制器等重要项目量产。

在研项目涵盖较多新进领域，有望拓宽业务领域。公司多个在研项目涵盖了智能穿戴、机器人、户外载具等公司之前未涉及领域，涉及到 VR、声学算法、视觉采集等技术研发。我们认为在公司持续的研发投入和 UDM 生产模式赋能下，公司有望在中短期内完成新兴领域的研发及产品落地，拓宽公司业务领域，挖掘更多潜在客户。

表6：公司重视通用技术研发，在研项目涵盖较多新进领域

应用领域	序号	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	技术目标及预计对公司未来发展的影响
通用技术	1	多类光学镜头成像的人工智能视频流处理技术	基于不同的镜头方案及其视频流特征,研发基于终端和主控设备的人工智能视频流处理技术。	在研	对公司在视频会议系统、智能家居系统以及儿童伴读设备后续研发作出必要技术积累。
	2	多类柔性可联网智能制造组装及其在线测试设备研发	通过柔性智能制造技术实现各类电子产品工序的标准、非标大规模定制并通过工业互联网打通制造与数据中台并形成可视化报表辅助客户与管理者决策。	在研	为现有自有产品,外部国内外镜头客户提供各类产品提供大规模大批量定制自动化产线服务。
	3	高性能复合材料及其结构研究	研发并熟悉各类耗材的原材料特性并研发一种高韧性。	在研	有助于公司在现有各类复合材料(耗材、产品材料)等相关领域的领先地位。
	4	某精密电子部件智能制造生产线	优化业务精密部件的设计与制造流程并实现某零部件的自动化生产。	在研	有助于公司通过智能制造技术巩固现有业务的同时争取更多类型的客户业务。
	5	图像处理技术研发	实现人体姿态识别,手势识别等算并应用于已有 B 端产品:应用风格化图片处理技术提升 C 端客户浮雕图案的可选择风格。	部分结案	继续加深公司在工业、民用领域对传统图像处理、各类机器学习技术在图像处理技术领域的应用,有助于稳定运用已有成熟技术,开发自有知识产权技术或引进行业领域最先进成果。
	6	人工智能边缘计算节点设备的研发	布局民用物联网的核心装置:边缘计算网关、设备及其相关算法。	在研	作为数据安全、高性能服务、低时延业务承载乃至终端场景区块链服务的入口。通过边缘算力基础设施,各类视觉、多模态、多媒体场景的服务。
健康环保产品领域	7	多维度人体指标监测技术的小体积低功耗集成研发项目	研究高集成度的多维度人体指标感应技术,可有效应用于包括元宇宙人体数据采集在内的各类可穿戴场景	在研	完成多种健康传感器集成类的可穿戴设备的研发工作,有助于支持公司在智能穿戴产品领域内的技术淬炼,支撑业务拓展
	8	多因子空气与用水净化	丰富净水器、空气净化器以及植	在研	通过本项目群的研发,提升公司在环保与

	技术与环境变量控制设备的研发	物培养器的产品线,从以家用为主拓展到商用领域,提升水产品竞争力。		健康领域的研发、制造能力,为用户提供更有把控感的产品,实际提升用户生活品质也为用户一次性解决更多问题,提供更高的效率与价值,占领不同需求的细分市场。
	9 高性能相机与其他光学模组的研发	光学传感器、棱镜镜面成像技术方向的硬件技术及其配套软件系统的研究,包括对人体姿态采集与转化、透镜折射等光学技术的应用,可有用于设计包括元宇宙视觉采集和影像投射设备在内的设备设计。	在研	完成针对新一代像机产品及VR/AR/Biotech光机模组的研发和量产应用,有助于支持公司在智能穿戴产品领域内的技术淬炼,支撑业务拓展。
智能穿戴产品领域	10 多情景模式TWS耳机研发	积累TWS基本技术,在算法、电路和结构上进行技术储备。	在研	实现开放式佩戴、声音隐私保护、噪声隔离、啸叫抑制等算法的预研,进一步优化现有TWS耳机的品质,提升产品竞争力。
	11 主动音频优化音响项目	研发一款有源的主动空间音频优化功能的音响,并积累相关腔体、结构设计以及电路。	在研	研发一种主动低频消声装置,实现针对20Hz-150Hz的低频吸声带宽。作为业界少有的黑科技产品可以展现公司在声学领域的基础研发能力,积累知识产权与技术方案的同时,帮助公司争取相关领域的业务。
汽车电子领域	12 智能座舱及其套一体化智能生态研发	通过研发智能座舱主机、车内外配件设备等相关技术路线研发出一套可互联互通的一体化座舱联动车载生态系统。	在研	通过智能座舱中控、内部配件和外部配件的环境感知硬件、软件算法和通信协议的研发初步实现一套客户可选配易联通的车载电子系统生态通过装置可选配易部署的策略吸引客户。
智能家居	13 基于传感器网络的智能家居技术迭代研发	进一步拓展智能家居市场的硬件与网络覆盖能力,确保网络与数据安全,在此大前提下逐步上线数据关的人工智能服务。	在研	基于安全可靠的技术网络与数据技术让物联网设备成为用户体验中可靠的一环,为后续上线安全可靠的多模态个人数据服务和人工智能与推荐服务完成技术底线铺垫。
	14 系列机器人研发	在工业、低成本民用领域研发协同装配调试、模块化配送机器人及其移栽调度系统。	在研	有助于公司在智能制造领域机器人技术上的技术积累并拓展中低成本、高品质、中高精度机器人细分市场
新进领域	15 户外载具用电子设备研发	布局产品级高端户外电子设备必备技术:防水、防摔、防震、防尘、防紫外线等技术。	结案	高水平完成相关研发与量产任务,储备了相关的产品技术、制造能力有利于公司后续争取其他户外载具用电子设备业务。
	16 智能饮品项目群	情景化智能化相关领域的产品。	结案	针对各类饮品贮存与制作过程中不同物料的特性情景化定制相关的混合、热处理、流量等控制技术实现饮品类机台针对特定2-3类饮品在10-20种情景模式下的调配。

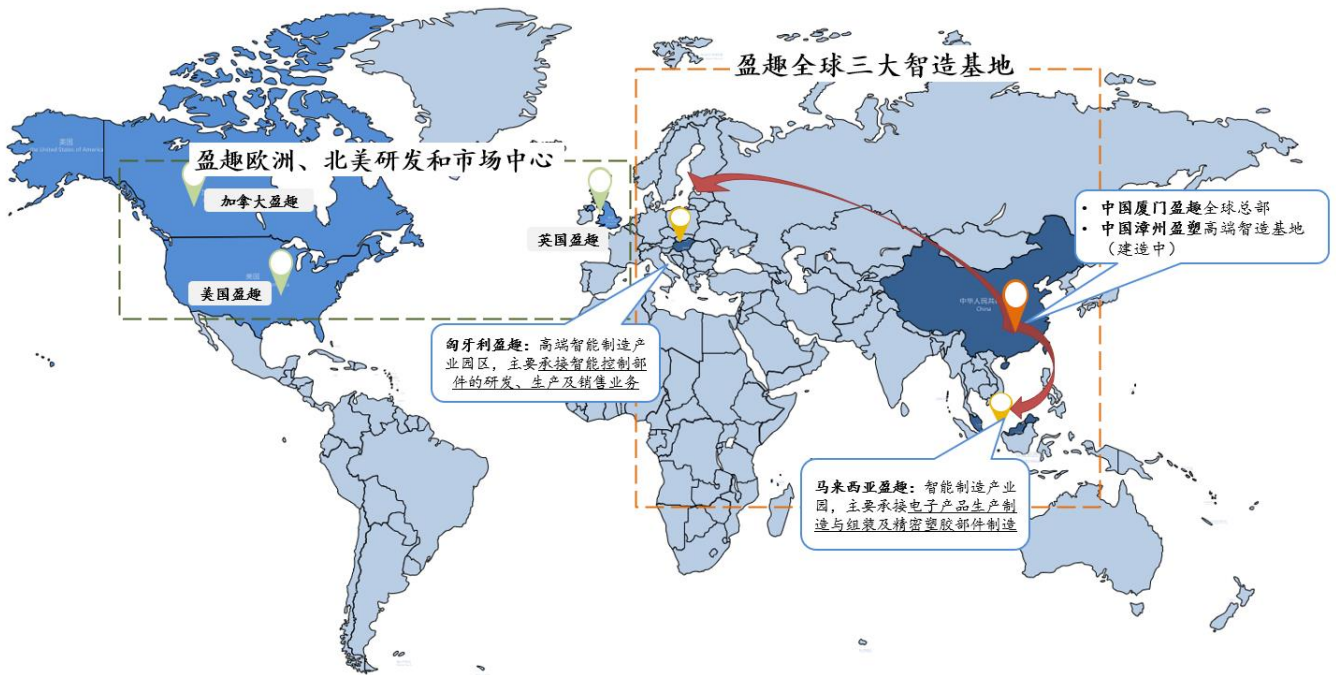
资料来源:公司2021年年报、开源证券研究所

4.2、产能端:国际化布局分散风险,产能爬坡助力公司发展

截至2021年底,公司已形成了在中国、东南亚和欧洲三地同时运营、分工生产、系统共建、体系共享的三大智造中心以及横跨中国、欧洲、北美三地的研发和市场中心。分散的产能布局使得公司能够提高应对区域性不可控风险的能力,保障产品供应的稳定性和连续性,同时更贴近客户需求地,减少运输成本,做到即时响应。2021年,公司马来西亚盈趣产能持续扩张,技术研发能力、智能制造能力及质量控制水平等各方面持续提升,马来西亚智造基地产能占比已达到30%以上;2022年,公司漳州智造基地厂房已顺利封顶,即将投入使用。我们预计,中短期内公司

三大智造基地产能有望持续爬坡，为公司稳健发展打下基础。

图53：盈趣科技搭建起全球三大智造基地，国际化运营能力增强



资料来源：公司官网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：我们预计 2022-2024 年公司总营收分别为 64.8/84.0/103.8 亿元，同比-8.2%/+29.6%/+23.5%。我们看好公司传统业务新型烟草、家用雕刻机、智能控制部件收入稳健增长，新进领域业务汽车电子、健康环境、智能穿戴等订单陆续取得积极进展，创造公司发展新动能。关键假设如下：

创新型消费电子：业务主要布局家用雕刻机、新型烟草赛道，拆分来看：**(1) 家用雕刻机：**短期在核心客户 Cricut 去库存影响下，业务订单有所缩减。长期来看，Cricut 顺应了个性化及定制化消费趋势，并通过三大业务搭建起品牌生态闭环，收入增长确定性强。**(2) HNB：**核心客户 PMI 去库存结束，IQOS 新产品销量持续走高，公司电子烟精密部件产品订单预计趋势向好；同时，据盈趣科技 2022 年半年报投资者交流会披露，公司研发的专供 IQOS 的加热模组预计于 2022 年底产业化落地，进一步贡献营收增量。我们预计 2022-2024 年公司创新型消费电子业务收入增速分别为-6.5%/15.8%/16.0%。

智能控制部件：未来增长驱动力主要来自于顺利切入罗技 Video&Gaming 两大事业部，模拟游戏控制器及视频会议系统相关产品逐步落地放量。我们预计 2022-2024 年公司 HNB 业务收入增速分别为 2.0%/15.8%/16.0%。

汽车电子：目前公司已经开始向小鹏、蔚来、华为 AITO 问界等车企供货电子防眩镜、记忆木模块等产品，同时有智能座舱等产品在研。伴随业务产品矩阵进一

步完善，下游客户持续拓宽，预计公司汽车电子将维持较高增长，2022-2024 年增速分别为 70.0%/55.0%/60.0%。

健康环境：公司通过收购众环科技实现协同发展，受益于人们的绿色健康意识正逐步增强，长期来看业务增量可期。短期来看，业务由于起步阶段市场开拓压力较大，我们预计业务将维持稳健发展，2022-2024 年增速分别为-15.0%/8.0%/10.0%。

技术研发服务：预计技术研发服务将驱动业务增长。公司利用 UDM 模式的可复制性，为中小客户提供智能制造整体解决方案，下游客户有望不断拓展，在此驱动下我们预计其他产品业务 2022-2024 年增速分别为 5.0%/15.0%/15.0%。

利润端：长期来看，随着 UDM 模式降本增效持续推进叠加新业务放量规模效应逐步显现，我们看好公司盈利能力阶段承压后稳步提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 9.8/12.8/15.8 亿元，同比-10.3%/+30.7%/+23.3%，对应净利率 15.4%/15.6%/15.7%。

表7：2022-2024 公司营业总收入增速分别为 -8.2%/14.7%/23.5%

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	53.17	70.61	64.82	74.32	91.78
YOY	38.0%	32.8%	-8.2%	14.7%	23.5%
整体毛利率	33.8%	28.0%	27.8%	28.1%	28.0%
创新消费电子	31.97	43.05	40.26	46.62	54.08
YOY	23.5%	34.7%	-6.5%	15.8%	16.0%
毛利率	38.1%	30.2%	30.0%	30.5%	30.5%
智能控制部件	9.55	10.79	11.00	12.74	14.78
YOY	14.0%	12.9%	2.0%	15.8%	16.0%
毛利率	25.2%	22.2%	22.5%	22.5%	23.0%
健康环境	5.43	6.47	5.50	5.94	6.53
YOY		19.15%	-15.0%	8.0%	10.0%
毛利率	25.7%	23.1%	23.5%	23.5%	23.5%
汽车电子	1.67	2.36	4.02	6.23	9.97
YOY		41.8%	70.0%	55.0%	60.0%
毛利率	28.2%	-	25.0%	27.0%	27.0%
技术研发服务	0.91	1.00	1.05	1.21	1.39
YOY		10.9%	5.0%	15.0%	15.0%
毛利率	76.1%	-	70.0%	70.0%	70.0%
归母净利润	10.25	10.93	9.80	12.82	15.80
YOY	5.3%	6.7%	-10.3%	30.7%	23.3%
净利率	20.1%	15.9%	15.4%	15.6%	15.7%

数据来源：盈趣科技公司年报、开源证券研究所

5.2、相对估值

盈趣科技是国内领先的智能制造平台型企业，所处行业内可比公司主营业务有所差异，因此各个公司成长性不尽相同。我们认为，公司业务多元化发展顺利推进，在 UDM 模式优势不断巩固、新产品产业化逐步落地等因素推动下，公司旧客户合作有望进一步加深，新客户有望持续导入。

我们认为公司创新型消费电子业务基本盘稳固，新进领域汽车电子、健康环境客户不断拓展，有望拉动收入快速增长。我们预测 2022-2024 年归母净利润为 9.8/12.8/15.8 亿元，对应 EPS 为 1.25/1.64/2.02 元，当前股价对应 PE 为 15.1/11.5/9.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：可比公司估值情况

证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）			P/E			总市值（亿元）
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
立讯精密	29.4	41.9	31.8	24.1	20.8	15.8	12.7	2083
和而泰	14.7	21.5	36.1	32.7	20.0	14.7	11.0	139
拓邦股份	10.3	7.0	45.4	36.4	21.7	14.9	10.9	136
平均		23.5	37.8	31.0	20.8	15.1	11.5	
盈趣科技	18.9	-10.3	30.7	23.3	15.1	11.5	9.3	150

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除盈趣科技外，标的均为 Wind 一致预期，总市值、收盘价截至 2022 年 9 月 30 日）

6、风险提示

市场竞争加剧，新客户订单开拓不及预期、原材料价格上涨。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5883	6006	6115	7292	7362
现金	1282	1368	1809	1050	1398
应收票据及应收账款	1871	1516	1594	2438	2541
其他应收款	119	88	102	144	160
预付账款	25	30	21	46	36
存货	1021	1252	838	1862	1475
其他流动资产	1564	1752	1752	1752	1752
非流动资产	1791	2334	2291	2683	3048
长期投资	194	333	475	618	762
固定资产	841	909	798	1017	1230
无形资产	69	67	69	72	74
其他非流动资产	686	1024	949	977	982
资产总计	7673	8339	8406	9975	10409
流动负债	1937	1939	1922	3033	2704
短期借款	69	171	171	640	171
应付票据及应付账款	1452	1079	1248	1758	1957
其他流动负债	416	689	504	636	576
非流动负债	718	737	604	531	452
长期借款	529	535	402	329	250
其他非流动负债	189	202	202	202	202
负债合计	2655	2676	2526	3564	3155
少数股东权益	102	164	183	214	260
股本	459	782	782	782	782
资本公积	2119	1714	1714	1714	1714
留存收益	2480	3113	3563	4159	4867
归属母公司股东权益	4917	5499	5697	6197	6994
负债和股东权益	7673	8339	8406	9975	10409

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	804	1017	1508	129	2201
净利润	1067	1126	999	1313	1625
折旧摊销	118	180	115	135	175
财务费用	88	32	-20	4	15
投资损失	-80	-83	-3	-3	-4
营运资金变动	-355	-321	438	-1290	424
其他经营现金流	-34	83	-21	-29	-34
投资活动现金流	-537	-711	-56	-506	-517
资本支出	211	475	-70	384	396
长期投资	-30	-148	-142	-143	-144
其他投资现金流	-296	-88	17	21	23
筹资活动现金流	94	-426	-1011	-851	-868
短期借款	61	101	0	469	-469
长期借款	509	7	-134	-73	-79
普通股增加	1	323	0	0	0
资本公积增加	405	-405	0	0	0
其他筹资现金流	-881	-453	-878	-1247	-319
现金净增加额	329	-124	441	-1227	816

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5317	7061	6482	8404	10379
营业成本	3521	5086	4677	6042	7468
营业税金及附加	25	32	42	49	56
营业费用	52	90	68	86	109
管理费用	191	289	240	290	342
研发费用	304	380	340	433	529
财务费用	88	32	-20	4	15
资产减值损失	-28	-44	0	0	0
其他收益	57	61	0	0	0
公允价值变动收益	16	27	14	17	18
投资净收益	80	83	3	3	4
资产处置收益	0	-1	0	0	-0
营业利润	1248	1273	1144	1508	1866
营业外收入	5	3	4	3	4
营业外支出	6	4	3	3	4
利润总额	1247	1273	1145	1508	1866
所得税	180	147	147	195	241
净利润	1067	1126	999	1313	1625
少数股东损益	43	33	19	31	45
归属母公司净利润	1025	1093	980	1282	1580
EBITDA	1366	1457	1241	1639	2041
EPS(元)	1.31	1.40	1.25	1.64	2.02

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	38.0	32.8	-8.2	29.6	23.5
营业利润(%)	10.9	2.0	-10.1	31.8	23.8
归属于母公司净利润(%)	5.3	6.7	-10.3	30.7	23.3
获利能力					
毛利率(%)	33.8	28.0	27.8	28.1	28.0
净利率(%)	20.1	15.9	15.4	15.6	15.7
ROE(%)	21.3	19.9	17.0	20.5	22.4
ROIC(%)	36.3	36.5	39.9	32.9	43.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.6	32.1	30.0	35.7	30.3
净负债比率(%)	-10.8	-6.0	-17.5	2.1	-10.4
流动比率	3.0	3.1	3.2	2.4	2.7
速动比率	2.3	2.3	2.6	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.5	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.40	1.25	1.64	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.30	1.93	0.17	2.81
每股净资产(最新摊薄)	6.28	7.02	7.28	7.92	8.93
估值比率					
P/E	14.4	13.5	15.1	11.5	9.3
P/B	3.0	2.7	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.6	8.9	10.0	8.3	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn