

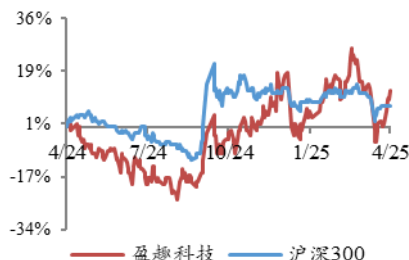
25Q1 盈利能力改善，电子烟业务稳步放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-25

收盘价（元） 15.56
近 12 个月最高/最低（元） 18.09/10.42
总股本（百万股） 777
流通股本（百万股） 736
流通股比例（%） 94.69
总市值（亿元） 121
流通市值（亿元） 115

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.盈趣科技：24Q3 业绩承压，静待电子烟业务放量 2024-10-31

2.24H1 业绩承压，关注电子烟业务进展 2024-08-23

3.业绩短期承压，静待电子烟业务放量 2024-04-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 35.73 亿元，同比下降 7.45%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比下降 44.17%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 14.9%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比下降 32.01%。2025 年第一季度实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 12.45%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 37.81%。

● 24H2 电子烟核心产品产能逐步提升，汽车电子较快增长

分产品来看，2024 年智能控制部件/创新消费电子产品/汽车电子产品/健康环境产品/技术研发服务分别实现营业收入 11.45/11.37/6.14/1.77/1.56 亿元，同比-13.96%/-1.55%/+19.43%/-53.14%/+37.96%。2024 年受市场竞争加剧、部分客户订单修复速度不及预期及主要项目产能释放进度滞后等不利因素的影响，公司整体经营业绩有所下降。但 2024 年下半年，随着海外智造基地运营管理的全面改善提升，电子烟等核心产品产能开始逐步提升；同时，得益于新能源汽车行业的快速发展，汽车电子业务全年保持了强劲的增长势头。

● 25Q1 盈利能力改善，迎来经营拐点

2024 年公司毛利率为 28.36%，同比-2.33pct；销售/管理/研发/财务费用率为 2.79%/6.83%/9.58%/-0.55%，同比+0.52/+2.11/+0.21/+0.09pct；归母净利率为 7.04%，同比-4.63pct。2024 年第四季度公司毛利率为 29.89%，同比-3.57pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.91%/5.99%/8.43%/-2.84%，同比+0.64/+6.72/-2.19/-2.67pct；归母净利率为 7.69%，同比-5.31pct。2025 年第一季度公司毛利率为 28.82%，同比+1.24pct；销售/管理/研发/财务费用率为 2.54%/6.15%/9.12%/-0.38%，同比+0.35/-1.5/-1.22/+0.51pct；归母净利率为 8.92%，同比+1.64pct。

● 国际化战略布局优势明显，关税影响较小

公司直接出口美国的产品主要为家用雕刻机、健康环境产品和部分智能部件产品等，产品收入占比预计为 20%-30%，在“对等关税”政策宣布前，大部分产品均已在马来西亚智造基地及匈牙利智造基地实现了生产交付。此外，公司与海外客户主要采用 FOB 贸易模式，海运费和关税由客户承担，关税上涨对公司目前的影响较小。公司自 2016 年开始实施国际化战略布局，马来西亚智造基地和匈牙利智造基地已建设及运营近十年，目前已基本承接受关税影响的相关产品的产能，产能弹性较大，能较好地满足现有客户产品研发、生产交付等需求，同时也有能力承接其他新客户、新产品的订单生产交付任务。公司墨西哥智造基地也正在紧锣密鼓的建设中，预计 2025 年下半年将陆续投入使用。

● 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持续放量，家用雕刻机业务向好，并积极拓展新产品线，有望孵化新单品。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 46.67/55.46/64.42 亿元，分别同比增长 30.6%/18.8%/16.2%；归母净利润分别为 4.16/5.39/6.53 亿元，分别同比增长 65.6%/29.4%/21.2%。截至 2025 年 4 月 25 日，对应 EPS 分别为 0.54/0.69/0.84 元，对应 PE 分别为 29.05/22.45/18.52 倍。维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3573	4667	5546	6442
收入同比 (%)	-7.4%	30.6%	18.8%	16.2%
归属母公司净利润	252	416	539	653
净利润同比 (%)	-44.2%	65.6%	29.4%	21.2%
毛利率 (%)	28.4%	29.3%	29.1%	29.0%
ROE (%)	5.4%	8.1%	9.3%	10.0%
每股收益 (元)	0.33	0.54	0.69	0.84
P/E	48.40	29.05	22.45	18.52
P/B	2.62	2.35	2.10	1.86
EV/EBITDA	24.13	16.62	13.46	11.15

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算）

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3193	3396	3833	4395	营业收入	3573	4667	5546	6442
现金	834	959	1278	1463	营业成本	2559	3300	3934	4575
应收账款	1186	1151	1216	1412	营业税金及附加	27	35	42	48
其他应收款	76	87	112	129	销售费用	100	131	150	168
预付账款	62	80	95	110	管理费用	244	303	349	393
存货	758	859	862	1003	财务费用	-20	6	10	9
其他流动资产	277	261	269	278	资产减值损失	-51	-42	-10	-10
非流动资产	3669	4168	4627	5113	公允价值变动收益	16	0	0	0
长期投资	314	314	314	314	投资净收益	25	33	39	45
固定资产	1771	2082	2385	2687	营业利润	291	487	630	764
无形资产	187	242	271	313	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	1396	1529	1657	1799	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	6862	7564	8460	9508	利润总额	293	487	630	764
流动负债	1530	1775	2025	2294	所得税	26	49	63	76
短期借款	26	26	26	26	净利润	267	438	567	688
应付账款	749	827	1019	1223	少数股东损益	15	22	28	34
其他流动负债	755	921	980	1044	归属母公司净利润	252	416	539	653
非流动负债	422	349	349	349	EBITDA	502	710	853	1013
长期借款	222	222	222	222	EPS (元)	0.33	0.54	0.69	0.84
其他非流动负债	200	127	127	127	主要财务比率				
负债合计	1952	2123	2374	2642	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	265	287	315	350	成长能力				
股本	777	774	774	774	营业收入	-7.4%	30.6%	18.8%	16.2%
资本公积	1578	1581	1584	1587	营业利润	-46.5%	67.3%	29.4%	21.2%
留存收益	2290	2798	3412	4154	归属于母公司净利	-44.2%	65.6%	29.4%	21.2%
归属母公司股东权	4645	5154	5770	6516	获利能力				
负债和股东权益	6862	7564	8460	9508	毛利率 (%)	28.4%	29.3%	29.1%	29.0%
现金流量表					净利率 (%)	7.0%	8.9%	9.7%	10.1%
单位:百万元					ROE (%)	5.4%	8.1%	9.3%	10.0%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	4.8%	6.7%	7.4%	8.0%
经营活动现金流	431	877	979	893	偿债能力				
净利润	252	416	539	653	资产负债率 (%)	28.4%	28.1%	28.1%	27.8%
折旧摊销	202	255	297	341	净负债比率 (%)	39.7%	39.0%	39.0%	38.5%
财务费用	11	10	10	10	流动比率	2.09	1.91	1.89	1.92
投资损失	-25	-33	-39	-45	速动比率	1.55	1.38	1.42	1.43
营运资金变动	-95	165	134	-109	营运能力				
其他经营现金流	434	315	443	806	总资产周转率	0.52	0.62	0.66	0.68
投资活动现金流	575	-666	-650	-699	应收账款周转率	3.01	4.06	4.56	4.56
资本支出	-528	-699	-688	-744	应付账款周转率	3.42	3.99	3.86	3.74
长期投资	-120	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1222	33	39	45	每股收益	0.33	0.54	0.69	0.84
筹资活动现金流	-844	-86	-10	-10	每股经营现金流薄)	0.55	1.13	1.26	1.15
短期借款	13	0	0	0	每股净资产	5.98	6.63	7.42	8.38
长期借款	-242	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-3	-3	0	0	P/E	48.40	29.05	22.45	18.52
资本公积增加	-60	3	3	3	P/B	2.62	2.35	2.10	1.86
其他筹资现金流	-552	-86	-13	-13	EV/EBITDA	24.13	16.62	13.46	11.15
现金净增加额	173	125	319	184					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算)

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。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

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。