



公司研究 | 深度报告 | 盈趣科技 (002925.SZ)

盈趣科技深度系列（二）：柳暗花明，拾级而上

报告要点

盈趣迎来困境反转，经营拐点已现。历经 12 个季度经营承压，2024Q4&2025Q1 连续 2 个季度实现正增，净利率环比持续修复，主因核心业务电子烟逐季收入提升，2025Q1 估计同比较快增长；同时过去 3 年收入持续大幅下降导致公司经营承压的家用雕刻机业务去库结束、触底回升，2025Q1 估计同比增长较快。公司激励计划要求 2025 年收入增速不低于 25%、目标增速为 50%，利润增速预计高于收入增速。拐点之后，成长势能依旧强劲，预计后续收入增量主要来自电子烟，其次为健康环境和汽车电子业务，家用雕刻机改善，电助力自行车部件、TWS 耳机、罗技业务均有望带来增量。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



仲敏丽

SAC: S0490522050001



章颖佳

盈趣科技 (002925.SZ)

2025-06-16

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

盈趣科技深度系列（二）：柳暗花明，拾级而上

UDM 打造核心竞争力：深入客户前端研发，深层次战略合作

盈趣的核心业务为自主创新的 UDM 模式，不同于传统 ODM，UDM 模式 (UMS 系统+ODM 智能制造) 深入客户的前端研发，单一品类向单一客户专供，提供高度定制化产品制造和配套服务，其中智能控制部件、创新消费电子业务属于 UDM 模式，以电子烟为例，盈趣目前客户仅有 PMI (菲莫国际)，UDM 经验可复制，盈趣有望持续获取新的优质客户，切入新产品的前端研发；汽车电子业务和健康环境业务属于非 UDM 模式，单一品类供多个客户，以电子防眩镜为例，盈趣在这一品类上拥有多个车企客户。

历史复盘：爆款驱动到多元发展，推进国际化布局

复盘盈趣科技的成长历程，前期主要由不同阶段“爆款”驱动，近年来收入结构逐步均衡，同时国际化布局、供应链配套能力提升，也带给公司更多发展机遇。2021 年及之前，盈趣在不同时期依靠“爆款”驱动快速增长，包括罗技业务、电子烟业务、家用雕刻机业务等，2014-2021 年收入复合增速达 41%，归母净利润复合增速达 37%，第一大业务收入占比超 30%，甚至超 50%。2022 年至今开启更多元、均衡的发展阶段，电子烟业务有望贡献核心增量，过去几年最大业务收入占比约 20%，健康环境、TWS 耳机等业务逐步贡献增量，同时盈趣发力电子烟产品供应，并成为 tie 1 供应商，2022 年切入核心加热模组，2023 年切入整机，若 2024 年无马来西亚基地阶段性影响，估计电子烟业务早已放量，未来该业务有望贡献核心收入增量。

多点开花：研发驱动，技术赋能，细分业务成长可期

创新消费电子板块未来收入增量预计主要来自盈趣在电子烟大客户 PMI 的产品中供应份额提升，带动销量增长和收入弹性，提升份额的关键在于在客户新品迭代过程中赋能研发技术；家用雕刻机去库结束，触底回升、稳定增长可期；E-bike 部件绑定头部企业，积极拓展新项目。智能控制部件凭借 UDM 优势、强研发能力与多家知名厂商建立深层次战略合作，供应独立式和嵌入式智能控制部件，罗技长期深度合作，视频协助和游戏新业务有望助力盈趣相关收入增长。乘汽车电子行业成长之风，盈趣相关收入有望稳健增长，电子防眩镜、天窗控制模块及座椅控制模块等为拳头产品。健康环境产品 2025 年起有望恢复增长，主因公司在空气净化器、加湿器领域，成功拓展国际知名品牌新客，并共同开展多款新产品的研发，带来新的增长契机。

核心逻辑：经营拐点确立，增长势能强劲，股权激励彰显信心

公司净利率环比持续修复，主因核心业务电子烟逐季收入提升，2025Q1 估计同比较快增长；同时过去 3 年收入持续大幅下降导致公司经营承压的家用雕刻机业务去库结束、触底回升，2025Q1 估计同比增长较快。公司激励计划要求 2025 年收入增速不低于 25%、目标增速为 50%，利润增速预计高于收入增速，主因历年费用金额稳定，收入高增会带动费用率下行和净利率上行。拐点之后，成长势能依旧强劲，预计收入增量主要来自电子烟，其次为健康环境和汽车电子业务，家用雕刻机改善，电助力自行车部件、TWS 耳机、罗技业务均有望带来增量；盈趣凭借马来西亚、匈牙利基地等前瞻布局，有望获得国内企业供应链转移订单。中长期维度，凭 UDM 模式下技术研发和制造实力，盈趣有望持续突破新领域和新客户，稳健成长可期。

风险提示

1、汇率波动风险；2、原材料供应紧缺及价格波动风险；3、客户相对集中风险；3、盈利预测低于预期。

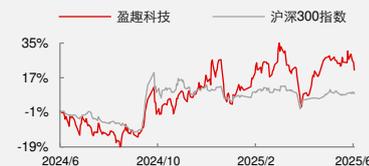
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	15.62
总股本(万股)	77,744
流通A股/B股(万股)	73,616/0
每股净资产(元)	6.09
近12月最高/最低价(元)	18.09/10.42

注：股价为 2025 年 6 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《盈趣科技 2024A&2025Q1 点评：迎来业绩拐点，期待电子烟订单逐季提升》2025-04-29
- 《盈趣科技发布股权激励和员工持股计划草案：收入增长潜力充沛，看好电子烟业务放量》2025-03-13
- 《盈趣科技 2024Q3 点评：业绩承压，期待新业务贡献新增长》2024-11-04



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

核心逻辑：经营拐点确立，增长势能强劲.....	6
UDM：深入客户前端研发，深层次战略合作.....	7
复盘：爆款驱动到多元发展，推进国际化布局.....	11
多点开花：研发驱动，成长可期.....	14
创新消费电子：研发赋能有望带动份额提升.....	14
智能控制部件：陪伴式成长，老客户、新业务.....	22
汽车电子：乘智能座舱东风，稳健增长可期.....	25
健康环境：市场潜力大，期待新客户订单.....	28
盈利预测.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图 1：盈趣科技季度营业总收入（亿元）及 yoy.....	6
图 2：盈趣科技季度归母净利润（亿元）及 yoy.....	6
图 3：盈趣科技历史激励计划及完成情况梳理.....	7
图 4：盈趣科技主要业务分类和产品线梳理.....	8
图 5：盈趣科技下游主要客户为细分、小众领域龙头企业.....	9
图 6：盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发费用率（%）对比.....	9
图 7：盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发人员占比（%）对比.....	9
图 8：人均创收（万元）同业比较.....	10
图 9：人均创利（万元）同业比较.....	10
图 10：盈趣科技 UDM 业务模式持续拓展新领域和新产品.....	11
图 11：盈趣科技历年第一大业务收入占比及对应下游客户.....	12
图 12：盈趣科技营业收入（亿元）及 yoy.....	12
图 13：盈趣科技归母净利润（亿元）及 yoy.....	12
图 14：盈趣科技发展历程：UDM 模式下和客户深度绑定，持续布局有成长潜力的产品.....	13
图 15：“大三角”指亚洲（中国、马来西亚）、欧洲（匈牙利）及美洲（墨西哥）的生产基地布局.....	13
图 16：公司境外子公司概况（截至 2024 年报）.....	14
图 17：公司创新消费电子业务收入、增速及占总收入比重.....	14
图 18：全球 HNB 销量（亿支）及 yoy.....	15
图 19：全球 HNB 市场竞争格局稳固，PMI 份额遥遥领先.....	15
图 20：PMI 新型烟草收入及同比增速.....	16
图 21：PMI 新型烟草收入占比逐年提升.....	16
图 22：IQOS 用户数量及用户转换率维持较高水平.....	17
图 23：IQOS 在各地区市占率保持提升趋势.....	17
图 24：PMI 加热不燃烧烟支年度出货量及同比增速.....	18
图 25：PMI 加热不燃烧季度出货量及同比增速.....	18
图 26：Cricut 家用雕刻机被用于制作蛋糕装饰材料.....	18

图 27: Cricut 家用雕刻机产品线及制作成品.....	18
图 28: 2018-2021 年 Cricut 三大业务收入 (亿美元) 快速增长.....	19
图 29: Cricut 2018-2024 年营收 (亿美元) 及同比增速 (%)	19
图 30: Cricut 季度库销比变化趋势	19
图 31: Cricut 存货金额 (百万美元) 近期呈现下降趋势	19
图 32: Cricut 付费用户数量持续增加	20
图 33: Cricut 平台付费用户 ARPU (美元/人) 持续提升	20
图 34: 博世 2024 年总收入同比-1% (名义增长率)	20
图 35: 汽车与智能交通技术业务收入占比最高, 达到 60%+	20
图 36: 博世收入 (亿欧元) 主要来自欧洲地区, 近年来占比约 50%	21
图 37: 欧洲主要国家自行车总销量中电助力自行车占比	21
图 38: 欧洲主要国家电助力自行车销量 (万辆)	21
图 39: 欧洲主要国家电助力自行车销量增速	21
图 40: 博世 e-bike 系统升级后对遥控器/显示屏等配件的质、量要求双升	22
图 41: 2020 年全球物联网连接数首次超过非物联网	22
图 42: 2024 年智能控制部件业务收入占比 32%	23
图 43: 全球电子游戏硬件市场规模 (百万美元) 及同比增速 (%)	23
图 44: 全球视频会议市场规模 (亿美元) 及 CAGR (%)	23
图 45: 罗技收入 (百万美元) 及同比增速 (%)	24
图 46: 罗技净利润 (百万美元) 及同比增速 (%)	24
图 47: 游戏 PC 领域 GPU 市场规模 (十亿美元) 及同比增速 (%)	25
图 48: 咖啡机市场规模 (十亿美元) 及同比增速 (%)	25
图 49: 用户对座舱智能配置的需求意向	27
图 50: 2019-2025 年座舱智能科技配置新车渗透率预测	27
图 51: 中国汽车电子行业市场规模持续增长	27
图 52: 汽车电子占整车制造成本比重趋势预测	27
图 53: 公司汽车电子类产品产销量 (万套) 及同比增速 (%)	27
图 54: 公司汽车电子业务收入 (亿元) 及同比增速 (% , 右轴)	27
图 55: 2024 年公司健康环境类业务收入承压	28
图 56: 全球空气净化器市场规模 (亿美元) 及同比增速 (%)	28
图 57: 中国空气净化器出口额 (亿美元) 及同比增速 (%)	28
图 58: 植物照明市场规模增速保持在 20%+水平	29
图 59: 公司盈利预测	30
表 1: IQOS ILUMA 新产品首创无加热片结构解决技术痛点	16
表 2: Cricut 三大主营业务与盈趣合作内容	19
表 3: 盈趣科技不同阶段为罗技供应产品概况	24
表 4: 公司汽车电子类产品概览	26
表 5: 公司利润敏感性分析	31

核心逻辑：经营拐点确立，增长势能强劲

盈趣迎来困境反转，经营拐点已现。历经 12 个季度经营承压，公司 2024Q4&2025Q1 连续 2 个季度实现正增，营收分别同增 15%/12%，归母净利润分别同比-32%/+38%，剔除 2023Q4 股权激励费用冲回影响，估计 2024Q4 归母净利润同比实现正增，净利率环比持续修复，2024Q3/2024Q4/2025Q1 净利率分别为 4.1%/8.0%/9.1%。

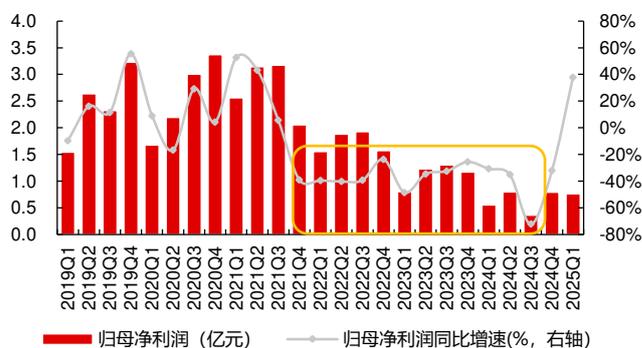
盈趣迎来业绩拐点主因核心业务电子烟逐季收入提升，2025Q1 估计同比实现较快增长；同时，过去 3 年收入持续大幅下降导致公司经营承压的家用雕刻机业务去库结束、触底回升，2025Q1 估计同比增长较快。

图 1：盈趣科技季度营业总收入（亿元）及 yoy



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：盈趣科技季度归母净利润（亿元）及 yoy



资料来源：Wind，长江证券研究所

基于核心业务的恢复，公司激励计划要求 2025 年收入增速不低于 25%、目标增速为 50%，利润增速预计高于收入增速，主因公司历年费用金额稳定，收入高增会带动费用率下行和净利率上行。近期公司发布激励计划，要求 2025/2025-2026 年两年累计收入 /2025-2027 年三年累计收入分别实现【触发值】44.625/92.82/144.585 亿元，【目标值】53.55/110.67/171.36 亿元，2025 年对应触发值收入增速不低于约 25%（收入增量约 9 亿），对应目标值收入增速不低于约 50%（收入增量约 18 亿）。

图 3：盈趣科技历史激励计划及完成情况梳理

时间	2018-2020年			2021-2023年	2025-2027年	
	股票期权	限制性股票	合计	限制性股票	股票期权	员工持股计划
授予人数	286	272	291	449	921	461
授予价格	54.81元/份 (首次授予部分)	27.41元/股 (首次授予部分)	-	23元/股 (回购部分授予价格) 30.97元/股 (定向发行部分授予价格)	13.7元/份 (首次授予部分)	11.3元/股
授予数量	228.55万份	368.45万股	597万股	400.75万股	2165.31万份	1235.18万股
股份占比	0.50%	0.81%	1.31%	0.87%	2.79%	1.59%
考核指标	2018-2020年营收增长率不低于51%/88%/109% (以2015-2017年营业收入平均值为基数)			2021-2023年营收增长率不低于40%/50%/60% (以2018-2020年营业收入平均值为基数), 2022年10月调整2022-2023年营收增长目标至20%/30% (以2018-2020年营业收入平均值为基数)	2025/2025-2026年两年累计收入/2025-2027年三年累计收入分别实现【触发值】为44.625/92.82/144.585亿元, 【目标值】为53.55/110.67/171.36亿元	
年份	营收目标值 (亿元)		营收实际值 (亿元)		完成率 (超过100%表示完成)	
2018	29.68		27.79		93.63%	
2019	36.95		38.54		104.32%	
2020	41.08		53.10		129.28%	
2021	55.74		70.61		126.69%	
2022	47.77		43.45		90.95%	
2023	51.75		38.60		74.59%	

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

拐点之后，成长势能依旧强劲，今年预计为困境反转时点，期待后续实现更优增长。预计未来几年，盈趣收入增量主要来自电子烟（目前 IQOS 全球 HNB 市占率 70%+，盈趣供应份额有望持续提升），其次为健康环境业务（拓客户）和汽车电子业务（行业具备成长性），家用雕刻机改善（客户去库结束+盈趣份额回升），电助力自行车部件（EBIKE）、TWS 耳机、罗技业务（如视频会议系统、模拟游戏控制器）均有望带来增量；在关税不确定性影响下，盈趣凭借马来西亚、匈牙利基地等前瞻布局（建设及运营近 10 年），有望获得国内企业供应链转移订单，墨西哥基地预计 2025H2 投产。中长期维度，凭借 UDM 模式下技术研发和智能制造实力，盈趣有望持续突破新领域，获取新的优质客户，切入新产品，稳健成长可期。

UDM：深入客户前端研发，深层次战略合作

盈趣的核心业务为自主创新的 UDM 模式，不同于传统 ODM，UDM 模式（UMS 系统+ODM 智能制造）深入客户的前端研发，单一品类向单一客户专供，提供高度定制化产品制造和配套服务，特点体现为长期、全方位和深层次，对客户来说，能实现生产全流程可视化共享和产品全生命周期可追溯，智能控制部件、创新消费电子业务属于 UDM 模式，以电子烟品类为例，盈趣目前客户仅有 PMI（菲莫国际）；汽车电子业务和健康环境业务属于非 UDM 模式，单一品类可供多个客户，以电子防眩镜为例，盈趣在这一品类上拥有多个车企客户。

图 4：盈趣科技主要业务分类和产品线梳理



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

UDM 模式下，盈趣以“智能化”、“创新型”、“高技术含量”的新兴消费品作为突破口。下游客户多为偏小众领域的龙头，市场规模普遍不大，是主营大批量、规模化代工的大型制造企业容易忽视的细分领域；同时，相应产品技术含量较高，高度定制化，中小企业较难成为合格供应商，盈趣科技凭借强研发和制造实力，逐步成为细分赛道隐形冠军。

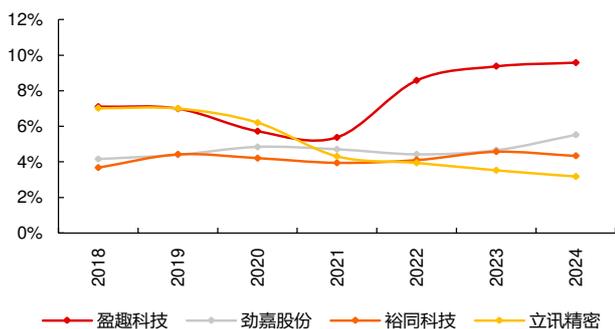
图 5：盈趣科技下游主要客户为细分、小众领域龙头企业

业务分类	主要产品	业务分类	主要产品
创新消费电子	家用雕刻机、家用图标图案烫压机等	智能控制部件	模拟游戏控制器、视频会议系统等
	精密塑胶部件、核心加热模组、整机等		咖啡机器人界面控制模组 水冷散热控制器等
	电助力自行车配件	汽车电子类产品	车载显示屏、电子防眩镜、座椅控制及记忆模块、天窗控制模块等
	智能家居产品、TWS耳机等	健康环境类产品	空气净化器、加湿器、植物种植器等

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

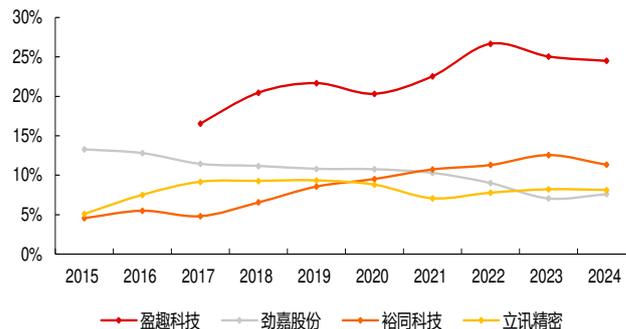
持续投入研发，强化竞争力，为 UDM 模式发展提供保障。盈趣在研发投入、人员和技术储备方面，均走在行业前列，以 2024 年为例：1) 盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发费用率分别为 10%/6%/4%/3%；2) 盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发人员占比分别为 24%/8%/11%/8%，盈趣掌握有线/无线控制、表面处理、自动化设备开发、UMS 管理系统等核心技术，从最早罗技遥控器代工，逐步切入食品/烟草/智能家居/汽车电子/电助力自行车/健康环境产品等新领域，即使 2022 年起收入持续下降，公司依旧维持 3.5 亿元左右的研发支出。

图 6：盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发费用率（%）对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

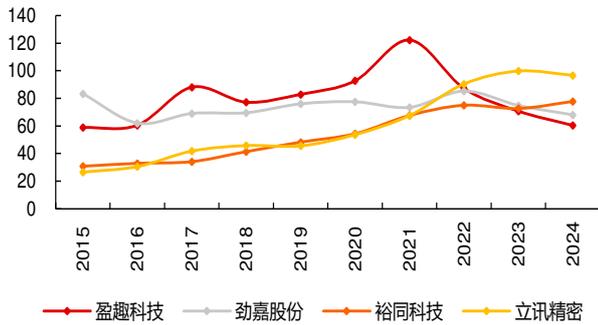
图 7：盈趣/劲嘉/裕同/立讯研发人员占比（%）对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

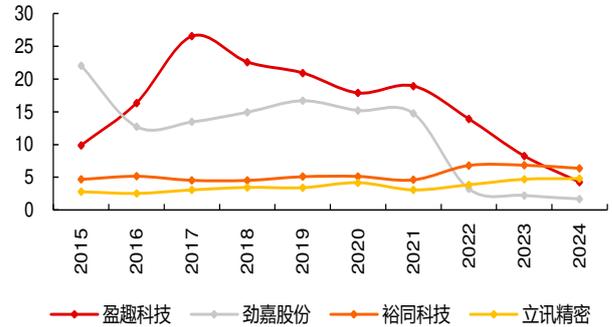
UDM 模式柔性化生产，综合效率高。2022 年之前盈趣的人均创收和人均创利均处于行业前列，2022 年起雕刻机业务收入下降导致总收入下降，人均创收和创利下行，目前拐点确立，伴随收入规模上升，预计将逐步回升。盈趣 UDM 模式具备智能制造优势，公司自主研发自动化机器设备，产品一致性和可靠性高，能够快速上量，产能弹性大，业务灵活度高，柔性生产模式满足多品种共线生产，同时机器替换人工，降本增效。

图 8: 人均创收 (万元) 同业比较



资料来源: Wind, 长江证券研究所

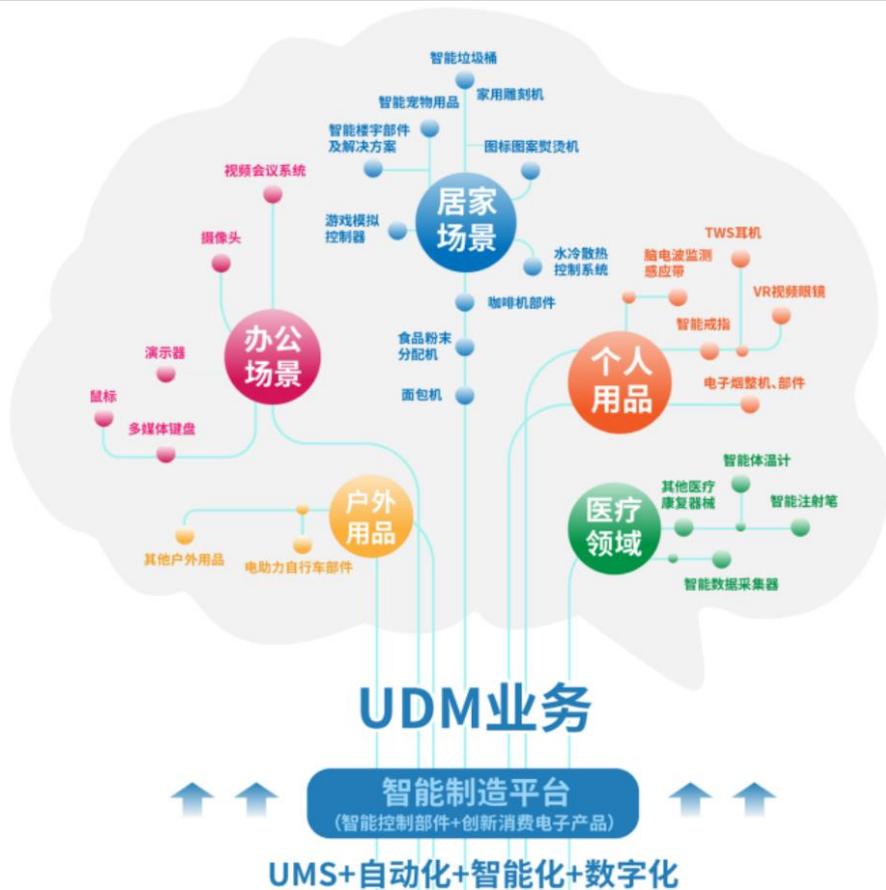
图 9: 人均创利 (万元) 同业比较



资料来源: Wind, 长江证券研究所

UDM 成功经验可复制, 盈趣有望持续获取新的优质客户, 切入新产品的前端研发, 与客户开展深层次、全方位的长期战略合作。盈趣广泛布局于智能化产品细分领域, 并为头部客户提供智能制造产品, 面向不同领域客户, 1) 需具备满足不同行业需求的技术储备, 如食品/烟草/消费电子等领域对制造商要求存在差异; 2) 保证高效生产和稳定供应。**盈趣目前在新领域、新产品持续突破, 如医疗领域 (智能体温计、智能注射笔等)、脑机领域 (脑电波监测感应带等)、智能宠物产品、可持续发展领域 (气泡水、纯净水等), 智能医疗领域取得首张医疗器械生产许可证, 并与国内多家上市公司达成合作。**

图 10：盈趣科技 UDM 业务模式持续拓展新领域和新产品



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所 备注：2024 年年报披露

复盘：爆款驱动到多元发展，推进国际化布局

复盘盈趣的成长历程，前期主要由不同阶段的“爆款”驱动，但近年来收入结构逐步均衡，同时国际化布局、供应链配套能力提升，也带给公司更多发展机遇。

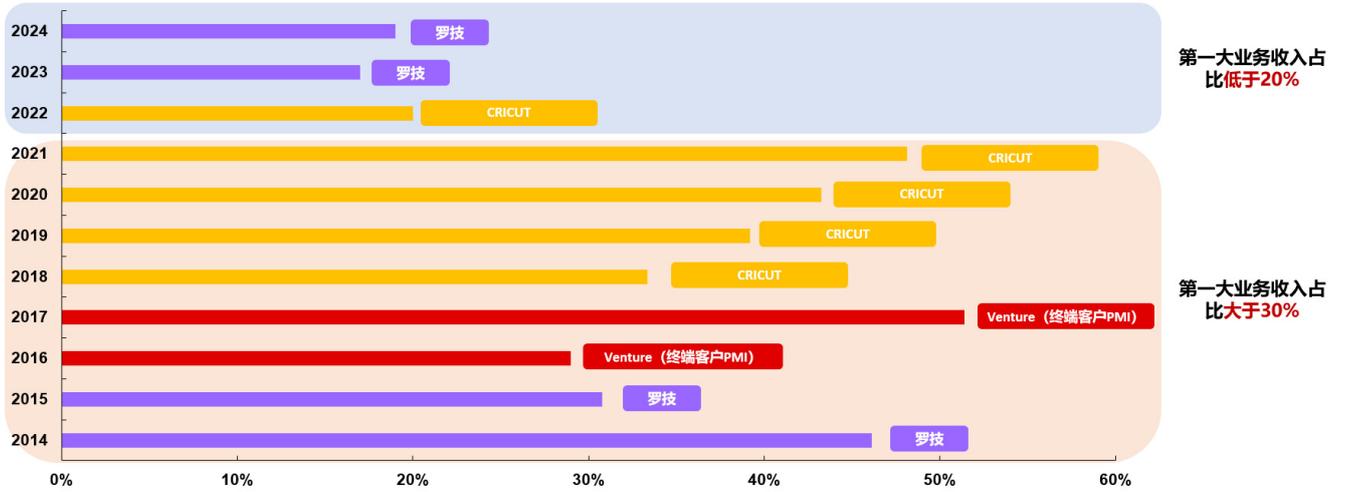
2015 年之前-“罗技阶段”：罗技业务收入占比 30%+、甚至一度接近 50%，是前期第一大支柱业务，早在 2004 年，盈趣前身万利达网控事业部便已开展与罗技的业务合作；

2016-2017 年-“精密塑胶件阶段”：2015 年盈趣作为 tie2 切入 IQOS 供应链，正式为 Venture (IQOS tie1 供应商) 供应 IQOS 器具精密塑胶件外壳，伴随 IQOS 快速发展以及盈趣自身份额提升，2016 年 Venture 成为盈趣第一大客户，电子烟业务也成为盈趣第一大业务，2016 年收入占比近 30%，2017 年超过 50%；

2018-2021 年-“家用雕刻机阶段”：2018 年公司的 IQOS 精密塑胶件收入同比显著下降，主因 IQOS 去库存以及引入二供，而家用雕刻机业务绑定客户 (Cricut) 持续快速增长，2018 年收入 (不含耗材) 占比超过 30%，成为盈趣第一大业务，到 2021 年收入占比约 50%，若包含雕刻机耗材，占比超过 55%；

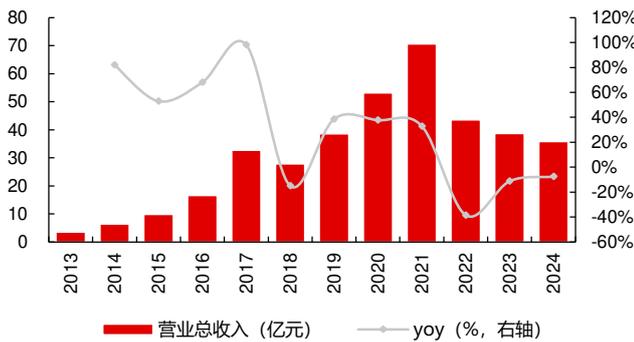
2021 年及之前，盈趣在不同时期依靠“爆款”驱动快速增长，2014-2021 年收入复合增速达 41%，归母净利润复合增速达 37%，第一大业务收入占比超 30%，甚至超 50%。

图 11: 盈趣科技历年第一大业务收入占比及对应下游客户



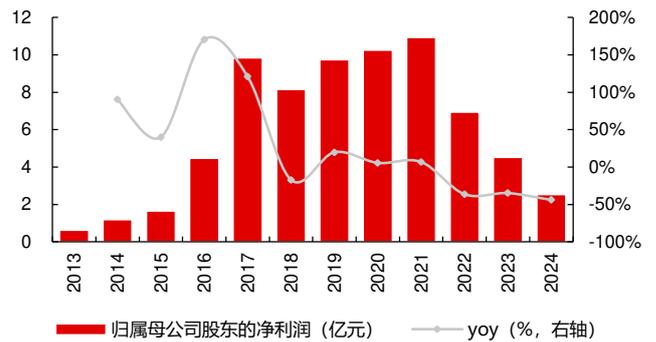
资料来源: 公司公告, 公司官网, 长江证券研究所 备注: 业务收入占比数据为估计值

图 12: 盈趣科技营业收入 (亿元) 及 yoy



资料来源: Wind, 长江证券研究所

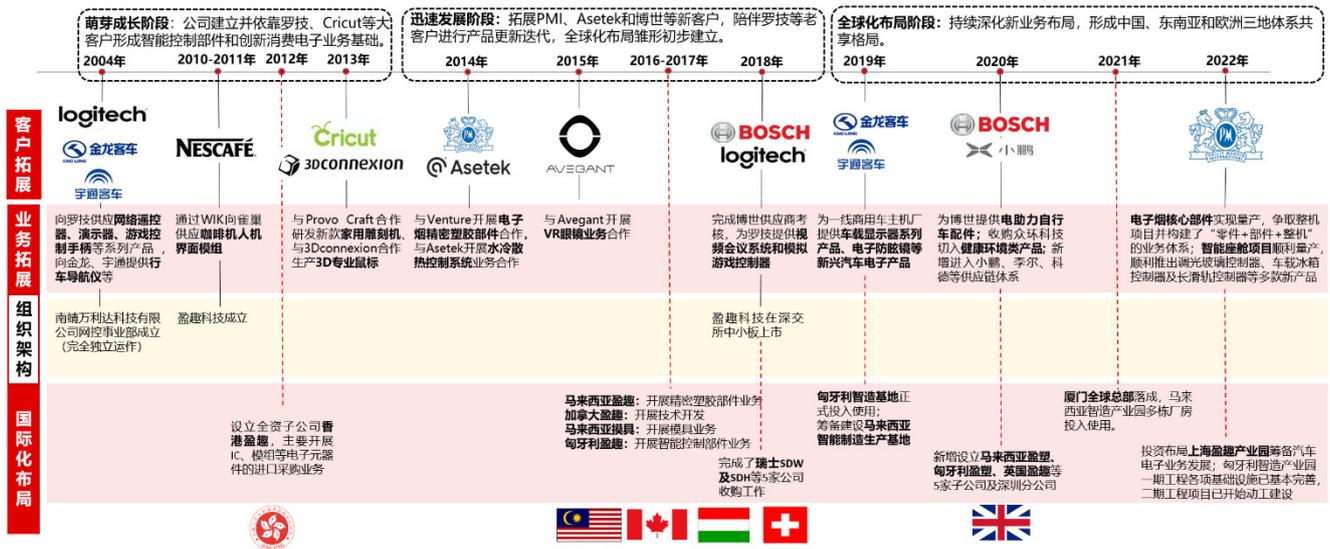
图 13: 盈趣科技归母净利润 (亿元) 及 yoy



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2022 年至今: 开启更多元、均衡的发展阶段, 电子烟业务有望贡献核心增量。“爆款”驱动始终为机遇和风险并存, 2022 年起受第一大业务家用雕刻机客户去库存及引入二供影响, 盈趣总收入自 2021 年 71 亿下降至 2024 年 36 亿, 减少约 35 亿, 基本来自家用雕刻机收入下降, 该阶段未出现新“爆款”对冲雕刻机收入下降, 但非雕刻机业务如汽车电子持续增长, 收入结构逐步均衡, 过去几年最大业务收入占比约 20%, 健康环境、TWS 耳机等逐步贡献增量, 同时盈趣发力电子烟新产品供应, 并成为 tie 1 供应商, 直接向 PMI 供货, 2022 年切入核心加热模组, 2023 年切入整机, 若 2024 年无马来西亚基地阶段性影响, 估计电子烟业务早已放量, 未来该业务有望贡献核心收入增量。

图 14：盈趣科技发展历程：UDM 模式下和客户深度绑定，持续布局有成长潜力的产品



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

持续深化“大三角+小三角”¹国际化布局，增强供应链实力，争取新客户和新订单。自2016年起，公司开启国际化布局，先后在马来西亚、匈牙利投建智能制造基地，在瑞士、美国、英国及中国台湾建有研发及市场中心，马来西亚和匈牙利基地至今已运营近十年，具备完善的基础设施和成熟的管理团队，已基本承接受关税影响的相关产品的产能，既能满足现有客户研发和交付需求，也能承接新客户和新订单产品，截至2024年底，估计马来基地产能占总产能比重达到4成左右，墨西哥智造基地预计2025 H2投入使用；未来公司的收入增量中，预计一部分将来自国内供应链转移订单，同时盈趣也在积极争取国际客户的新产品和新订单。

图 15：“大三角”指亚洲（中国、马来西亚）、欧洲（匈牙利）及美洲（墨西哥）的生产基地布局



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所 备注：墨西哥基地计划 2025H2 投产

¹ “大三角”指涵盖亚洲（中国、马来西亚）、欧洲（匈牙利）及美洲（墨西哥）的国际智造基地布局；“小三角”指国内智造基地布局，包括闽南三角、长三角及珠三角等国内智造基地

图 16：公司境外子公司概况（截至 2024 年报）

公司名称	国家/地区	主要业务	参控关系	直接持股比例	间接持股比例
香港盈趣	中国香港	贸易投资	全资子公司	100%	
马来西亚盈趣	马来西亚	电子产品生产制造与组装及精密塑胶部件制造	控股子公司	94.38%	
美国盈趣	美国	技术开发	控股子公司	95%	
加拿大盈趣	加拿大	技术开发	控股子公司	89.25%	
匈牙利盈趣	匈牙利	智能控制部件的研发、生产及销售业务	控股子公司	87%	
SDH Holding SA	瑞士	投资管理	间接全资子公司		100%
SDATAWAY SA	瑞士	软件、硬件和自动化解决方案的开发、销售和服务	间接全资子公司		100%
台趣科技有限公司	中国台湾	技术开发	间接全资子公司		100%
Inov 3 Sàrl	瑞士	技术开发	间接控股子公司		100%
英国盈趣	英国	技术开发	间接控股子公司		100%
Insut (Malaysia) Sdn. Bhd.	马来西亚	制造业	间接控股子公司		100%
Insut Hungary Kft.	匈牙利	制造业	间接控股子公司		87%
UMS Information Technology (Malaysia) Sdn. Bhd.	马来西亚	制造业	间接控股子公司		100%
Intretech Enterprise Sdn. Bhd.	马来西亚	投资管理	间接控股子公司		100%
Ihastek (Malaysia) Sdn. Bhd.	马来西亚	制造业	间接控股子公司		100%
Intretech Mould(Malaysia) Sdn. Bhd.	马来西亚	制造业	间接控股子公司		100%
盈趣汽车电子(香港)有限公司	中国香港	贸易投资	间接控股子公司		100%
万众科技(香港)有限公司	中国香港	贸易投资	间接控股子公司		100%
翹曲点(香港)科技有限公司	中国香港	跨境电子商务	间接控股子公司		100%
INTRETECH MEXICO, S.A.P.I. DE C.V.	墨西哥	制造业	间接控股子公司		87%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

多点开花：研发驱动，成长可期

创新消费电子：研发赋能有望带动份额提升

作为 UDM 模式重要组成，2024 年创新消费电子业务收入 11.4 亿元，同比下降 2%，收入占比 32%，细分业务包括电子烟、家用雕刻机、电助力自行车配件、TWS 耳机等。

图 17：公司创新消费电子业务收入、增速及占总收入比重



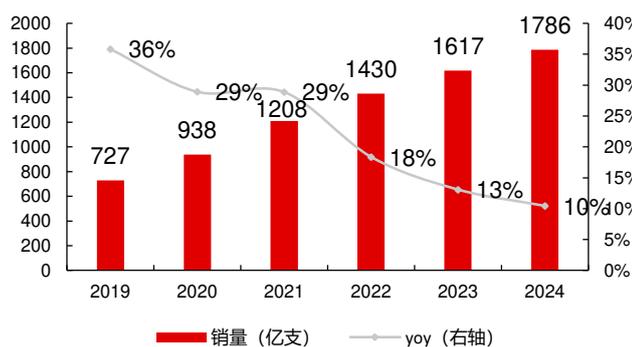
资料来源：Wind，长江证券研究所

2016-2017 年该板块高增得益于电子烟业务快速增长，2018 年因电子烟客户去库存以及引入二供，电子烟收入下降致该板块收入下降；2019-2021 年该板块收入维持较快增长，主因家用雕刻机业务的优异增长，但 2022 年起受雕刻机客户长达 3 年的去库存以及引入二供影响，家用雕刻机业务收入持续大幅下降，同时电子烟新品类（核心加热模组和整机）放量不及预期，导致该板块收入持续下降。**未来创新消费电子板块的收入增量预计主要来自盈趣在电子烟产品供应份额提升，带动销量增长和收入弹性，提升份额的关键在于在客户新品迭代过程中赋能技术研发。**

电子烟：深度参与产品研发，供应份额上升

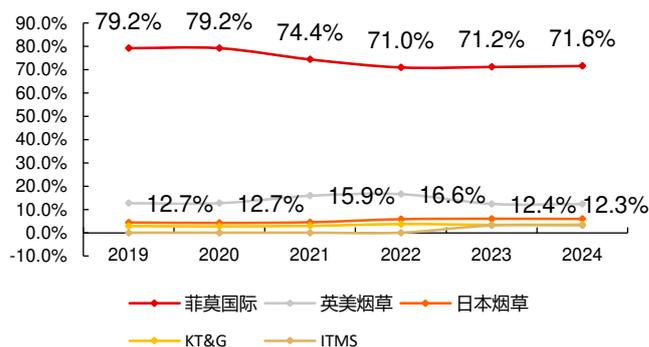
HNB 伴随全球控烟减害快速增长，菲莫国际（PMI）为龙一。HNB（Heat-Not-Burn）作为传统卷烟的减害替代产品，利用特制加热装置（烟具）将经过处理烟丝（特制烟弹）加热到一定温度，使烟丝散发出烟气供人吸食，在口感上更接近真烟，行业保持快速增长趋势。根据欧睿国际数据，2024 年全球 HNB 产品销量 1786 亿支，同比增长 10%，5 年 CAGR 达到 19.7%。从竞争格局来看，菲莫国际为龙头，2024 年 HNB 行业 CR5 为 96.5%，其中菲莫国际/英美烟草/日本烟草/KT&G/ITMS 市占率分别为 72%/12%/6%/4%/3%。菲莫国际最早大力发展 HNB，且保持产品力优势，稳居第一。

图 18：全球 HNB 销量（亿支）及 yoy



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 19：全球 HNB 市场竞争格局稳固，PMI 份额遥遥领先

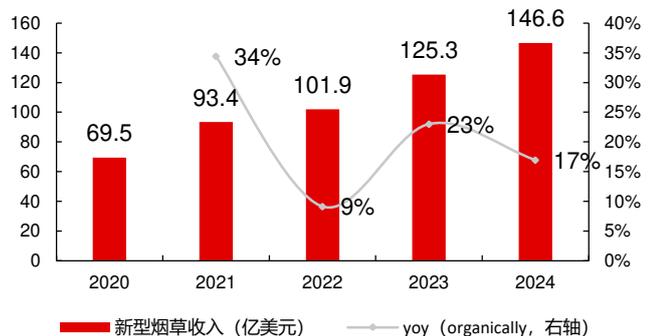


资料来源：欧睿，长江证券研究所

菲莫国际持续推进无烟产品（包括 HNB）发展，2021 年 2 月提出计划到 2025 年新型烟草收入占比提升至一半以上、后于 2023 年提出计划到 2030 年占比提升至 66% 以上。

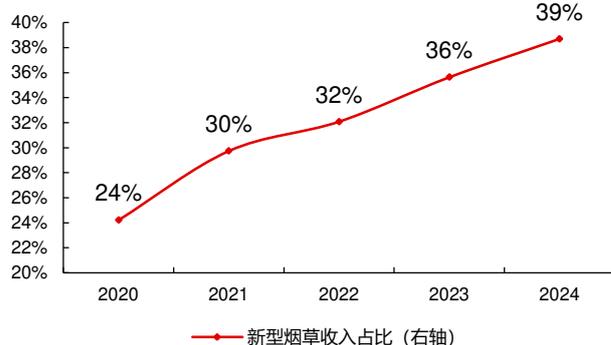
2024 年 PMI 实现无烟产品收入 147 亿美元（2015 年为 2 亿美元），2024Q4 无烟产品收入占比提升 0.7pct 至 40%（2024 年新型烟草收入占比为 39%）。截至 2024 年底，菲莫国际无烟产品覆盖市场数量达 95 个（同增 11 个），其中约 50% 的市场部署了多类别战略，覆盖用户数量估计 3860 万人（同增 530 万人）。

图 20: PMI 新型烟草收入及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 21: PMI 新型烟草收入占比逐年提升



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

升级技术、解决痛点, PMI 持续推陈出新, 打造 IQOS 产品力。 IQOS 为菲莫 HNB 品牌, 2014 年首次推出 IQOS 2.2, 2015 年推出 IQOS 2.4, 2017 年推出 IQOS 2.4PLUS, 2018 年底推出 IQOS 3&3 MULTI, 2019 年 9 月推出 IQOS 3DUO, 解决加热棒不能连抽两支烟的问题。2021 年下半年, PMI 推出 IQOS ILUMA, 运用 Induction Heating 技术, 取消了加热片结构, 消除了用户断片和清洁的烦恼。2022 年, 菲莫推出 IQOS ILUMA ONE 集成一体机, 充电时间更短, 连抽数量大幅提升, 并且彻底解决清洁问题。

表 1: IQOS ILUMA 新产品首创无加热片结构解决技术痛点

产品名称	IQOS ILUMA ONE	IQOS ILUMA/ILUMA Prime	IQOS 3 DUO	IQOS 3.0	IQOS 3 MULTI	IQOS 2.4 Plus
推出时间	2022	2021	2019	2018	2018	2017
组成	集成设备	充电仓和加热棒	充电仓和加热棒	充电仓和加热棒	集成设备	充电仓和加热棒
设计	一体式便携, 使用后无需清洁。可组合不同材料和颜色的配件, 也可享受定制。	充电盒盖内置磁铁, 轻松就能取下, 可自由更换喜欢的款式。	IQOS PROTECTPLUS™ 系统可提供稳定性, 充电舱内部配有磁吸装置, 更可靠	符合人体工程学设计, IQOS PROTECTPLUS™ 系统可提供稳定性, 充电舱内部配有磁吸装置	一体式集成设计, 可连续进行使用	直观, 用户友好的设计
充电仓续航能力	20 根烟弹左右	20 根烟弹左右	20 根烟弹左右	20 根烟弹左右	10 根烟弹左右	20 根烟弹左右
连抽	20 根烟弹	2 根烟弹	2 根烟弹	不支持	10 根烟弹	不支持
工作温度	0°C 至 40°C	0°C 至 40°C	0°C 至 50°C	0°C 至 50°C	0°C 至 50°C	10°C 至 40°C
充电接口	USB Type-C	USB Type-C	Type-C (升级)	Type-C	Type-C	Micro USB
机身尺寸	30.6×121.6×16.4	普通版: 加热棒: 14.5×101 充电仓: 47×121.5×23.4 Prime: 加热棒: 14.5×101 充电仓: 44.7×117.2×22.2	加热棒: 14.4×92.2 充电仓: 46.3×114.6×22.8	加热棒: 14.4×92.2 充电仓: 46.3×114.6×22.9	加热棒: 15×93.6 充电仓: 51×112×21	

重量	68.5g	加热棒: 30.5/22g 充电仓: 141/116.5g	加热棒: 22g 充电仓: 103g	加热棒: 22g 充电仓: 103g	整机 50g	加热棒: 20g 充电仓: 100g
充电时间	90 分钟	加热棒: 约 1 分 50 秒 充电仓: 约 135 分钟	加热棒: 约 1 分 50 秒 充电仓: 约 120 分钟	加热棒: 约 3 分 30 秒 充电仓: 约 120 分钟	整机: 约 78 分钟	加热棒: 约 4 分 10 秒 充电仓: 约 120 分钟
亮点	无加热片设计, 搭配智能芯烟支 内部置有特殊感 应加热片	首创无加热片结 构 , 搭载智能烟 弹、智能手势	1.加热棒首次支持 连抽; 2.加热棒充 电时间缩短 50%; 3.充电接口 升级, 防止充电 错误发生; 4.增加 新配色“暖铜”			

资料来源: IQOS 官网, 长江证券研究所

IQOS 在全球表现靓丽, 2025 年新入美国市场, 有望贡献增量。截至 2024 年底, IQOS 用户数量达 3220 万, 用户转化率水平多年稳定在 70%以上。分地区看: **1) 日本市场:** 伴随 ILUMA i 产品的推出, IQOS 保持连续 9 个季度的双位数增长, 2024Q4 在日本市占率同比提升 3.1pcts 至 30.6% (包含卷烟, 销量口径); **2) 欧洲市场:** IQOS 产品 2024Q4 在欧洲实现接近 10%增长, 其中在西班牙、保加利亚、罗马尼亚、希腊和德国等市场均实现双位数以上增长, 市场份额方面, IQOS 在欧盟市占率同比提升 0.9pct 至 10.6% (包含卷烟, 销量口径); **3) 其他市场:** IQOS 在全球主要城市包括利雅得、吉隆坡、雅加达、墨西哥城等地均实现强劲增长和市场份额提升。**此外, 菲莫国际已于 2025 年 3 月 27 日在美国市场已正式推出 IQOS 产品 (目前销售为 IQOS 老品, ILUMA 系列有望后续推出), 计划 2030 年占据美国卷烟和加热烟草产品市场中 10%的份额。**

图 22: IQOS 用户数量及用户转换率维持较高水平

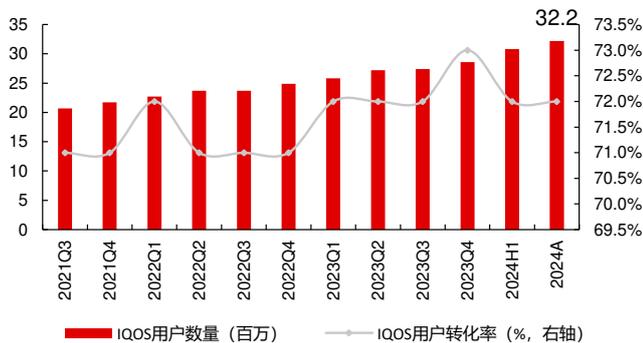
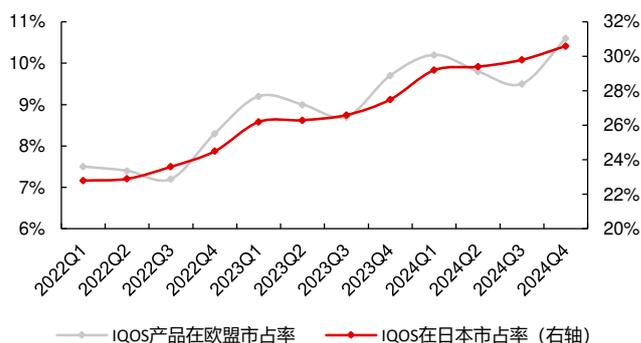


图 23: IQOS 在各地区市占率保持提升趋势



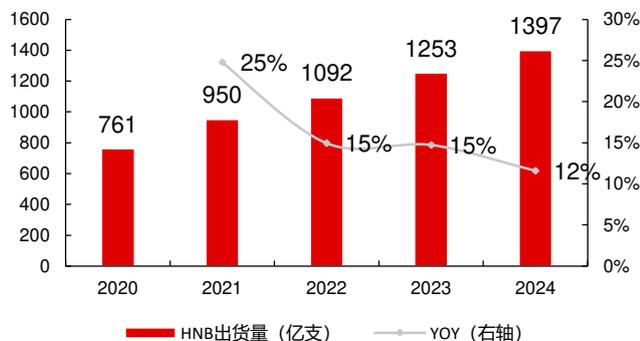
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 备注: 销量口径, 市场总量包含卷烟

伴随马来基地问题解决, 盈趣电子烟业务已迎来拐点, 深度参与新品研发, 后续有望提升供应份额。菲莫 2024 年 HNB 烟支出销量 1397 亿支, 同增 12%, 新型烟草长坡厚雪、渗透率提升带动市场扩容, IQOS 凭借强产品力持续增长。2015 年盈趣作为 tie2 切入 IQOS 供应链, 正式为 Venture (IQOS tie1 供应商) 供应精密塑胶件外壳; 2018 年因 IQOS 去库存叠加引入二供, 盈趣塑胶件收入承压; 2019 年伴随 IQOS 去库逐步结

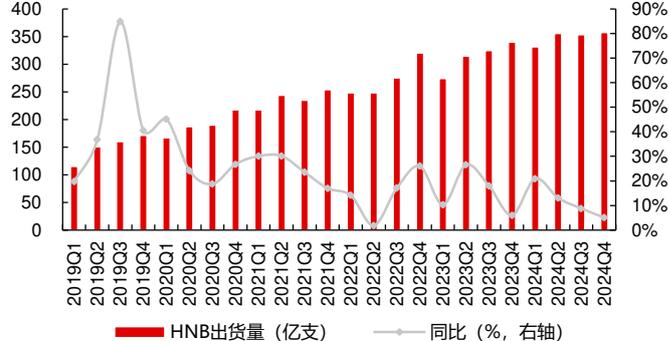
束，出货量提升；2021 年下半年 IQOS 推出 ILUMA 系列，单机塑胶件用量大幅下降（外壳多用金属材料），同时 tie1 厂商对塑胶件垂直整合，盈趣塑胶件收入持续下降。

图 24：PMI 加热不燃烧烟支年度出货量及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 25：PMI 加热不燃烧季度出货量及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

IQOS ILUMA 系列的推出虽导致盈趣塑胶件收入下降，也带给盈趣切入核心加热模组和整机的机会，主因 ILUMA 系列改变了刀片加热模式，首创无刀片设计，通过全新电磁加热方式，加热模组和整机形态发生变化，盈趣凭借多年研发积累和技术实力，2022 年开始成功切入加热模组及整机供应，若 2024 年无马来西亚基地阶段性影响，估计电子烟业务早已放量，2024 年下半年马来基地问题已解决，盈趣在整机和加热模组上的份额呈现逐步提升趋势，且后续大客户有望推出 HNB 新品，盈趣深度参与新品开发，公司在新品中的供应份额预计会进一步提升。

家用雕刻机：去库结束，触底回升、稳增可期

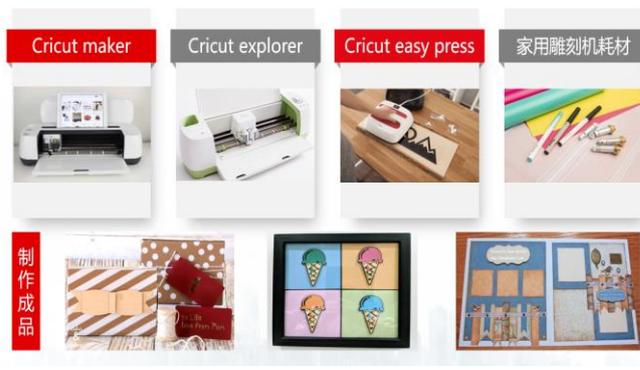
Cricut：科技赋能海外手工艺品龙头产品升级。Cricut 成立于 1962 年，最初是位于美国犹他州的一家手工艺品商店，在产品电子化升级趋势下，家用雕刻机产品成为 Cricut 转型的主要驱动力。Cricut 雕刻机产品线包括 Cricut maker, Cricut explorer, Cricut easy press 及家用雕刻机耗材等，用户可采用刀片镂空切割事先设计的图形或者用笔绘制的图形，可对不同材质进行切割，并可通过蓝牙技术实现与智能移动终端连接设计专属图。

图 26：Cricut 家用雕刻机被用于制作蛋糕装饰材料



资料来源：Cricut 官网，长江证券研究所

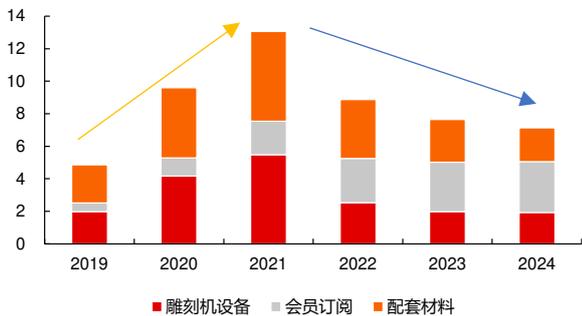
图 27：Cricut 家用雕刻机产品线及制作成品



资料来源：Cricut 官网，长江证券研究所

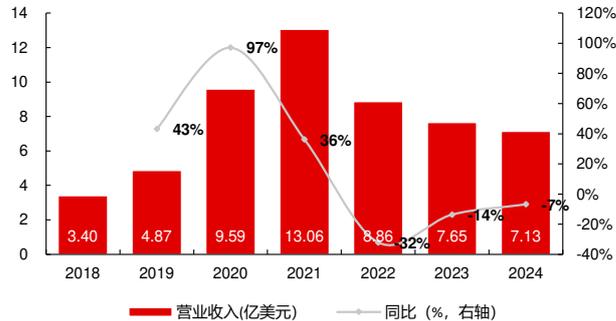
2021 年及之前，Cricut 三大业务呈现高增趋势。前期伴随全球渗透率持续提升以及 2020 年全球公共卫生事件影响，家用雕刻机需求快速增长，Cricut 三大业务实现也呈现高增趋势，带动 2018-2021 年 Cricut 总营收/净利润 CAGR 分别为 57%/72%。

图 28: 2018-2021 年 Cricut 三大业务收入 (亿美元) 快速增长



资料来源: Cricut 公司公告, 长江证券研究所

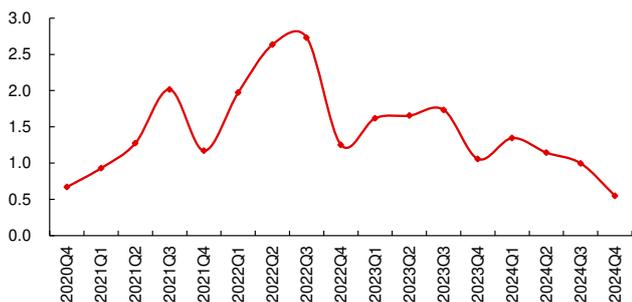
图 29: Cricut 2018-2024 年营收 (亿美元) 及同比增速 (%)



资料来源: Cricut 公司公告, 长江证券研究所

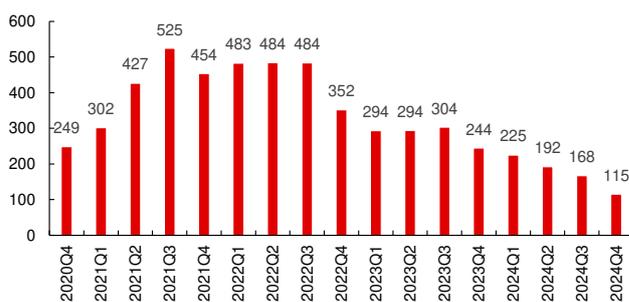
2022-2024 年,受去库存压力及下游需求疲软影响,Cricut 营收持续下降。2021 年 Cricut 仍处于高增态势,对后续需求判断较为乐观,且当时受客观环境影响供应链紧张,Cricut 备货较多,但后续需求表现弱,导致 2022-2024 年长达 3 年的库存去化和收入承压。

图 30: Cricut 季度库销比变化趋势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 31: Cricut 存货金额 (百万美元) 近期呈现下降趋势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

盈趣 2013 年起深度绑定 Cricut,和大客户共同研发家用雕刻机设备,且提供配套耗材,2021 年及之前该业务跟随客户实现高增,但 2022 年开始受客户去库及引入二供影响,盈趣雕刻机业务收入持续下降。得益于 Cricut Maker、Cricut Explore Air 2、Cricut Joy 三系列产品逐步迭代放量,2018-2021 年盈趣雕刻机业务收入持续高增,2021 年对 Cricut 客户收入近 40 亿元 (包含雕刻机耗材),但 2022 年起持续大幅下降。

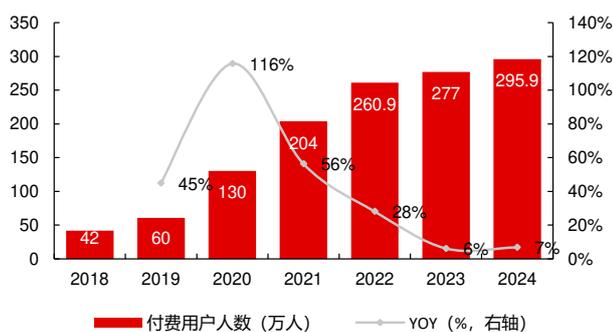
表 2: Cricut 三大主营业务与盈趣合作内容

Cricut 三大主营业务	业务主要内容	该业务板块公司与 Cricut 合作情况
家用雕刻机设备销售	通过线上及线下渠道销售家用雕刻机:三款主打产品:Cricut Joy、Cricut Explore、Cricut Maker	供应家用雕刻机与家用图标图案熨烫机
家用雕刻机配件与耗材销售	销售家用雕刻机所需配件和材料:包括热压机等高级工具及尺子、划线工具、笔、纸和乙烯基熨斗	供应为客户定制的烫画材料
付费会员订阅服务销售	Cricut 提供两种订阅方式,Cricut Access 和 Cricut Access Premium。Cricut Access 为用户提供了拥有 20+ 万张图片组成的不断增长的设计库,以及其他会员福利:如折扣和优先 Cricut 会员护理;Cricut Access Premium 包含了 Cricut Access 并提供额外折扣和优先配送。	无

资料来源: Cricut 公司公告, 盈趣科技公司公告, 长江证券研究所

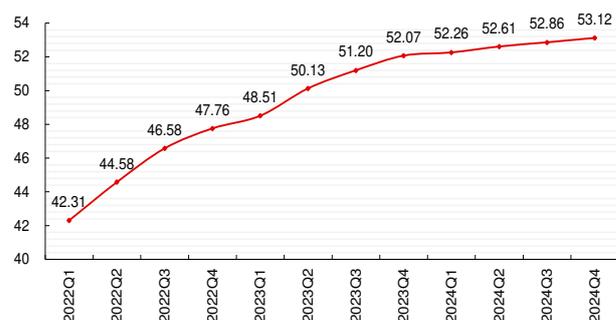
2024 年 Cricut 去库结束，盈趣收入触底回升，2025Q1 估计同比实现较快增长，后续伴随家用雕刻机产品的创新、深度用户的提升等，雕刻机业务有望稳定增长。2024 年，Cricut 付费用户数量（指深度用户）同增 7% 达 296 万人，且相应 ARPU 持续提升。随着客户研发投入持续加大，新产品不断推出，平台持续优化，客户构建的内容、机器及耗材为一体的飞轮业务模式的持续巩固，家用雕刻机产品及其耗材销售有望逐步改善。

图 32: Cricut 付费用户数量持续增加



资料来源: Cricut 公司公告, 长江证券研究所

图 33: Cricut 平台付费用户 ARPU (美元/人) 持续提升



资料来源: Cricut 公司公告, 长江证券研究所

E-bike 部件：绑定大客户，积极拓展新项目

2018 年盈趣成为头部企业供应商，2020 年起提供电助力自行车配件如 HMI 仪表盘等，可控制车速和转向，且与手机实现交互，拥有导航、音乐播放等功能。2023 年受终端需求疲软和去库存影响，盈趣 E-bike 业务收入大幅下降，但 2024 年伴随需求改善以及新项目拓展，该业务同比显著修复，后续有望稳健增长。

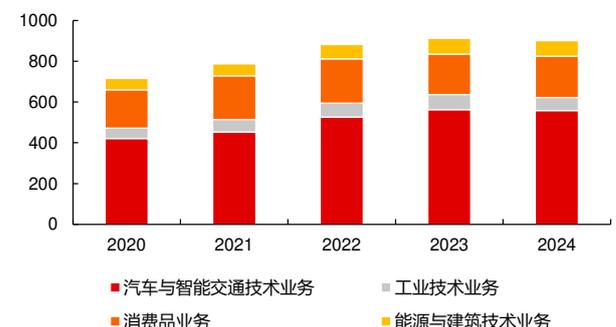
近年来博世收入呈稳定增长趋势，2024 年收入达到 903 亿欧元，名义增长率-1.4%，调整汇率影响后增长率-0.5%，其中汽车与智能交通技术业务/工业技术业务/消费品业务/能源与建筑技术业务调整汇率后增速分别为+0.2%/-12.5%/+2.9%/-2.6%。

图 34: 博世 2024 年总收入同比-1% (名义增长率)



资料来源: 博世公司官网, 长江证券研究所

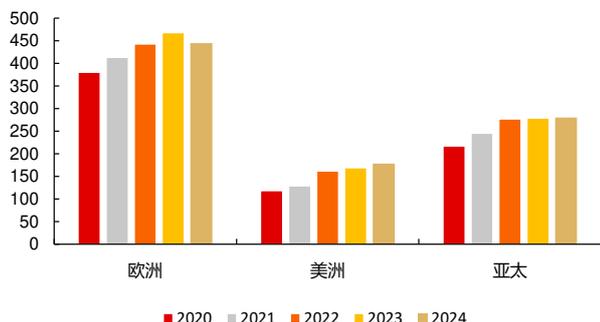
图 35: 汽车与智能交通技术业务收入占比最高，达到 60%+



资料来源: 博世公司官网, 长江证券研究所

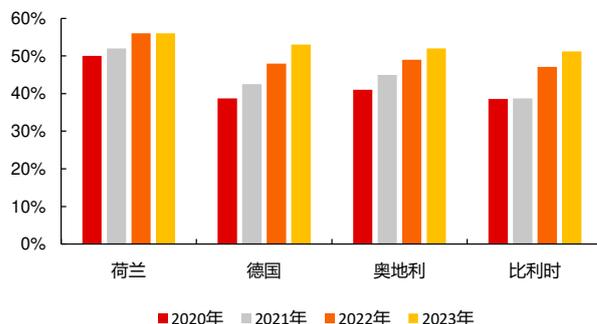
近年欧洲地区电助力自行车需求增长，博世重点拓展该板块。根据欧洲自行车电动车和零配件联合会数据，2023 年荷兰/德国/奥地利/比利时自行车总销量中电助力占比分别为 56%/53%/52%/51%，随着电助力自行车销量增长（年度间增速有所波动），叠加欧洲地区为博世最大收入来源地，博世高度重视该板块并单独成立电助力车自行车事业部。

图 36: 博世收入 (亿欧元) 主要来自欧洲地区, 近年来占比约 50%



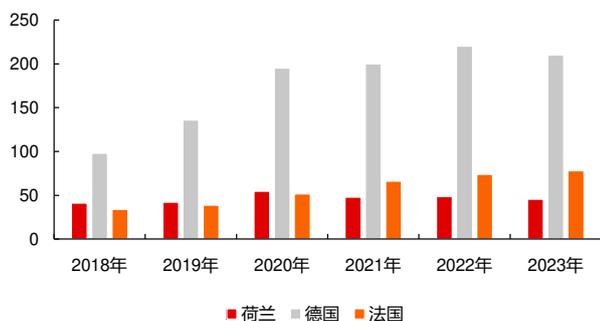
资料来源: 博世公司官网, 长江证券研究所

图 37: 欧洲主要国家自行车总销量中电助力自行车占比



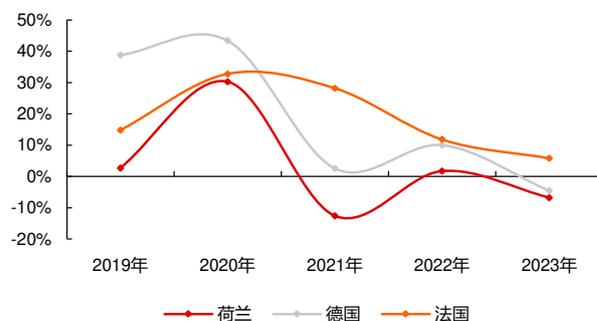
资料来源: 欧洲自行车电动车和零配件联合会, 长江证券研究所

图 38: 欧洲主要国家电助力自行车销量 (万辆)



资料来源: 欧洲自行车电动车和零配件联合会, 长江证券研究所

图 39: 欧洲主要国家电助力自行车销量增速



资料来源: 欧洲自行车电动车和零配件联合会, 长江证券研究所

博世 E-bike 系统升级有望提升遥控器及显示屏需求量, 盈趣积极拓展新业务和新项目。

博世不断扩大驱动器、电池和控制单元的范围, 为电动自行车提供数字解决方案。2021 年博世创新性推出 e-bike 智能系统, 相较 2013 年博世电动自行车系统 2, 该系统可通过增加防盗、改进导航和骑行评估等数字连接功能支持无线智能系统更新, 实现更智能化操作。系统升级后, 一方面, 博世 e-bike 对显示屏/遥控器等相应组件需求量有望提升, 进而加大对盈趣相应配件的采购; 另一方面, 博世 e-bike 电机、导航系统等其他板块组件对于智能化要求更高, 盈趣有望拓展新项目, 进一步渗透其他板块供应。

图 40：博世 e-bike 系统升级后对遥控器/显示屏等配件的质、量要求双升

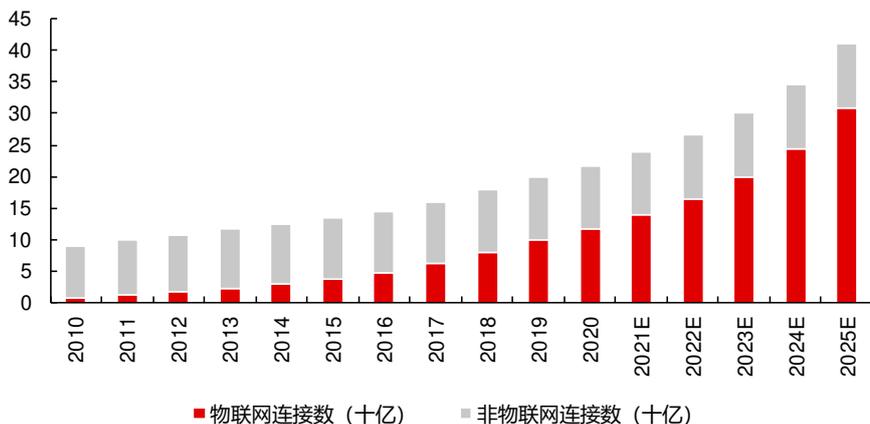


资料来源：博世官网，长江证券研究所

智能控制部件：陪伴式成长，老客户、新业务

智能控制部件应用领域广阔，市场容量充足，据中投产业研究院测算，2023 年全球智能控制器行业市场规模达到 1.89 万亿美元，预计 2024 年将达到约 1.98 万亿美元。随着传感、通讯、互联网、3C 融合及人工智能技术等相关技术的发展，智能控制部件应用场景不断丰富，包罗办公设备、家居产品、家电产品、电动工具等众多行业。据 IOT Analytics 数据显示，2020 年全球物联网连接数达到 117 亿，首次超过非物联网连接数，实现历史性突破，预计到 2025 年全球物联网连接数将增长到 309 亿，远超过非物联网。

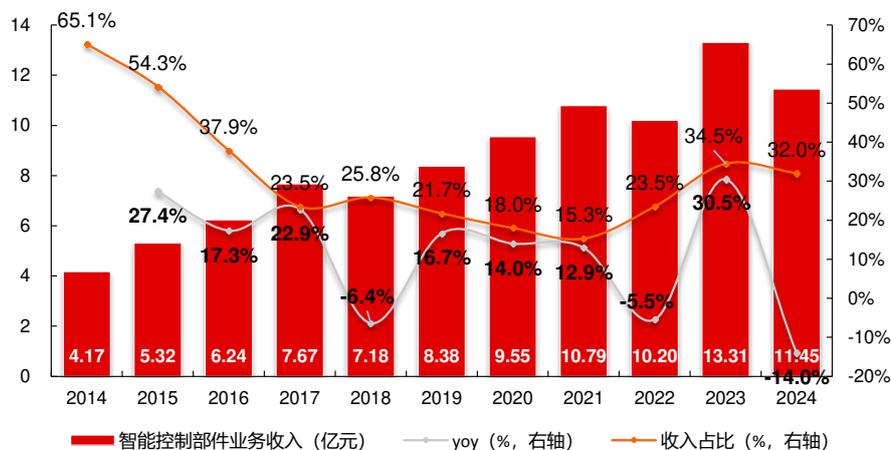
图 41：2020 年全球物联网连接数首次超过非物联网



资料来源：IOT Analytics，物联网智库，公司公告，长江证券研究所

盈趣为国内领先的智能控制部件制造商，凭借 UDM 模式优势、强研发能力与多家知名厂商建立深层次战略合作关系，供应独立式和嵌入式智能控制部件。独立式智能控制部件包含演示器、有线/无线 3D 鼠标、游戏鼠标、模拟游戏及视频会议系统等（主要供应罗技），嵌入式智能控制部件包括咖啡机人机界面模组及水冷散热控制系统等（主要供应 WIK 和 ASETTEK），2024 年公司智能控制部件收入 11.5 亿元，同降 14%，占比 32%。

图 42：2024 年智能控制部件业务收入占比 32%

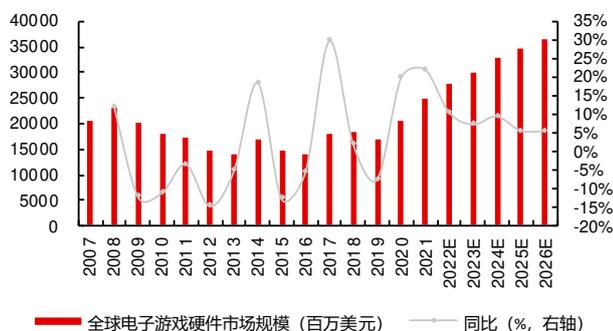


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

罗技：长期深度合作，新领域带来增量

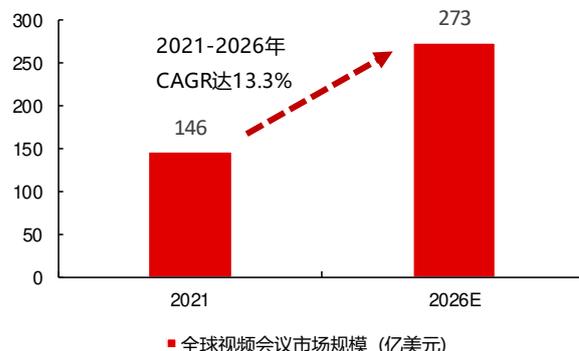
电子游戏硬件和视频会议市场持续扩容可期。根据欧睿，预计 2022-2026 年，全球电子游戏硬件市场规模将由 279 亿美元增长至 367 亿美元，CAGR 达 7.1%；根据 Statista，2021-2026 年，全球视频会议市场将由 146 亿美元增至 273 亿美元，CAGR 达 13.3%。

图 43：全球电子游戏硬件市场规模（百万美元）及同比增速（%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 44：全球视频会议市场规模（亿美元）及 CAGR（%）



资料来源：Statista，长江证券研究所

罗技视频会议板块与游戏板块收入增长表现较好。受公共卫生事件影响，线上办公发展，室内娱乐时间增加，FY2021 罗技视频协助与游戏 BU 收入迅速增长，分别同增 186%/80% 至 10.45/12.39 亿美元，FY2025 游戏业务/视频协作业务收入分别同增 9%/3%，主要得益于游戏鼠标、游戏方向盘、会议室摄像头等业务销售收入增长。

图 45: 罗技收入 (百万美元) 及同比增速 (%)

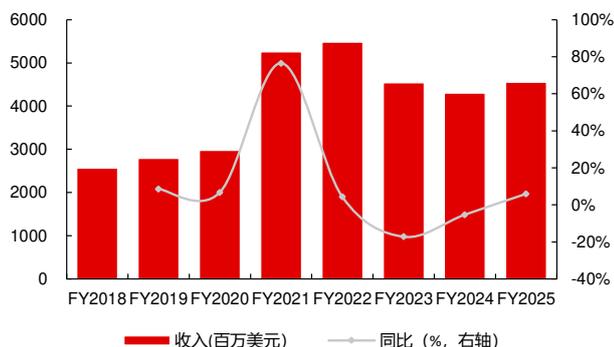
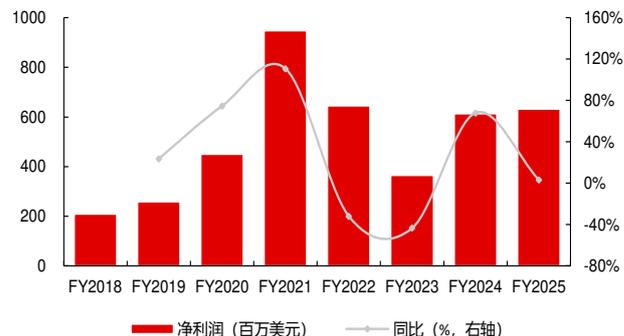


图 46: 罗技净利润 (百万美元) 及同比增速 (%)



资料来源: 罗技公司公告, 长江证券研究所 备注: 罗技会计年度为每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日, 下同

资料来源: 罗技公司公告, 长江证券研究所

长期陪伴式成长, 视频协助和游戏新业务有望助力盈趣相关收入增长。2004 年盈趣前身万利达网控事业部便开始为罗技 Home Control 事业部供应 Harmony 牌网络遥控器; 随着合作日益加深, 截至 2017 年, 盈趣为罗技供应产品已扩展至演示器、游戏手柄、游戏鼠标等; 2018 年, 盈趣成功切入罗技重点发展的视频协助 (Video Collaboration) 与游戏 (Gaming) 事业部, 供应视频会议系统和模拟游戏控制器。近年来, 盈趣对罗技的销售额稳定增长, 估计 2024 年视频会议系统和高端游戏模拟控制器保持较快增长, 但传统鼠标、键盘等收入可能有所下降, 预计后续罗技相关业务维持稳定增长。

表 3: 盈趣科技不同阶段为罗技供应产品概况

合作阶段	主要合作事业部	主要供应产品名称	产品用途	产品图示	
2004 年-2017 年	创造力与生产力	投影仪演示笔	产品为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, 具有无线通信距离远, 操作稳定, 使用舒适等优点。		
		游戏鼠标	产品使用性能更出色的引擎、微动开关和脚垫, 搭配更加出色的人体工学设计和表面处理, 具备更高性能、舒适度和用户自定义功能, 满足玩家对手感、性能的追求, 大幅度提高操作效率并保证更长的使用寿命。		
	智能家居	网络控制器	产品是一种通用型网络遥控器, 用户可根据自身需求通过红外学习功能或者网站下载红外代码方式保存多个家电设备的遥控代码至产品中, 并通过本产品同时控制家中多个家电设备。		
2018 年至今	视频协助	游戏	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。	
		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。

游戏

高端游戏模拟控制器

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。



资料来源：盈趣科技公司公告，罗技公司公告，长江证券研究所

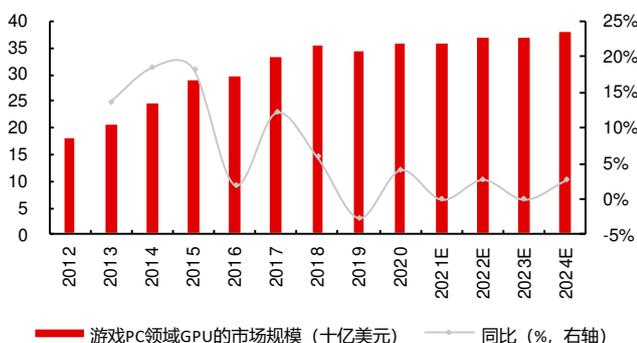
其他：市场容量充足，应用前景可观

除服务罗技外，公司还提供咖啡机（直接客户 WIK，终端客户雀巢）和水冷散热控制系统（客户 ASETEK）等其他智能控制部件，预计相关业务后续稳定增长。

1) 水冷散热控制系统：可通过液体循环系统带走高性能电脑 CPU 和 GPU 的热量，保持其长久工作性能和可靠性。相较于风冷散热控制系统，水冷散热的性能更强，一方面因为与空气相比水的热容量更高，意味着它可以在达到沸点之前吸收更多的热量；另一方面水是比空气更好的导体，可以更有效地将热量传递出去。根据 Statista 数据，游戏 PC 领域 GPU 市场规模近年来保持稳定增速，且 GPU 功率呈现逐年增大趋势，游戏深度用户对快捷高效的水冷散热系统需求提升趋势明确。

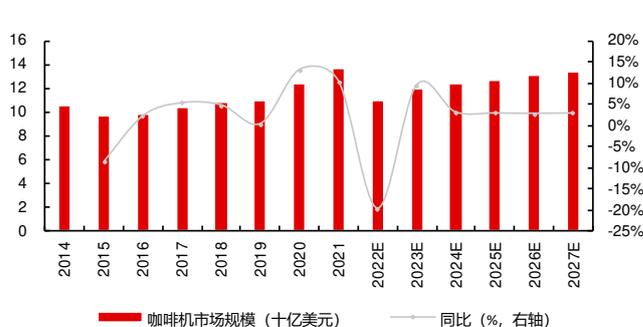
2) 咖啡机人机界面模组：该产品为咖啡机提供操作界面，包括电源管理、外设主控、IoT 及人机操作界面。根据 Statista，2021 年咖啡机市场规模已达 136 亿美元。此外，盈趣有望拓展咖啡领域相关耗材产品，期待后续项目放量。

图 47：游戏 PC 领域 GPU 市场规模（十亿美元）及同比增速（%）



资料来源：Statista，长江证券研究所

图 48：咖啡机市场规模（十亿美元）及同比增速（%）



资料来源：Statista，长江证券研究所

汽车电子：乘智能座舱东风，稳健增长可期

公司的汽车电子产品分为车身娱乐、车身电子及车联网产品，在商用车领域和乘用车领域均有布局，电子防眩镜、天窗控制模块及座椅控制模块等为拳头产品。车身娱乐包括智能座舱、车载显示器及车载中控等，车身电子包括电子防眩镜、天窗控制模块、座椅控制及记忆模块、座椅通风加热模块、座椅解锁控制模块及方向盘加热模块等，车联网产品包括 OBD 行车记录仪等。

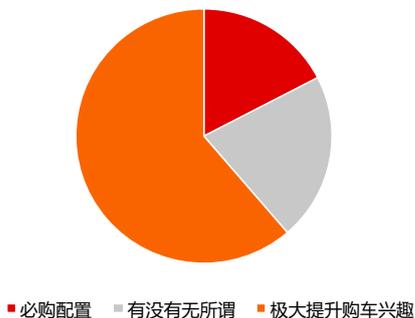
表 4：公司汽车电子类产品概览

主要产品名称	产品图示	产品用途
车载显示器系列产品		15 寸~32 寸车载电动/手动/固定系列高清显示器，配置 LED 低功耗高清显示屏，CVBS/HDMI/VGA 多种可选接口，高抗振性设计，适用各种车型安装。
车载大屏中控系列产品		7 寸~15.6 寸车载大屏中控系列产品，具有车载导航功能、影音娱乐双区控制功能、触摸屏集成车身控制（灯光、空调）功能。
电子防眩镜系列产品		车载无边框电子防眩目后视镜系列产品，配置于高端乘用车，当后车远光灯照射过来时，可自动变色降低反射率，避免眩光对司机的影响。
天窗控制模块		天窗控制模块已广泛应用到乘用车上，产品可以实现天窗电动控制、防夹、LIN 通讯等基本功能，还可以通过调速功能降低天窗噪声。
座椅记忆模块		产品可实现电动调节座椅、靠背、坐垫等位置，上下车迎宾、座椅防夹、震动提醒、后视镜调节等功能，使车用座椅更加舒适和智能。
座椅加热通风模块		产品广泛应用于乘用车和商用车，可实现座椅的“冬暖夏凉”功能，冬天可以使用加热功能让座椅靠背和坐垫迅速升温达到人体能够接受的舒适温度，夏天可以控制风扇迅速降温。
座椅解锁控制模块		产品改变了传统的通过人为扳动座椅调节机构进行座椅位置调节的方式，只需要操作按键就可以轻松实现座椅解锁，使座椅更加智能。
方向盘离手监测及加热控制模块		产品集成方向盘加热，离手检测等控制，检测司机手握方向盘的情况，为自动驾驶模块提供方向盘控制信息。另外，产品通过控制方向盘加热垫，使方向盘迅速升温达到舒适温度，在寒冷的季节让方向盘变得温暖，让驾驶者握方向盘时不再觉得寒冷不适。
OBD 行车记录仪		产品具有 BT/3G/4G/CAT-M 多种传输模式，与车上的 OBD 接口连接，及时读取车辆的状况，并通过通讯网络及时传到后台及车主，对车辆进行有效地管理及监控。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

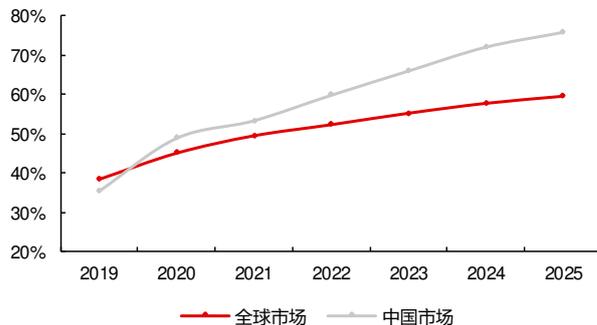
电子化、智能化和网联化等技术发展为汽车内置电子产品升级带来新机遇，预计 2030 年汽车电子占整车制造成本的比重将接近 50%。智能座舱作为关键的人机接口，可通过车载娱乐系统、流媒体后视镜、视觉感知系统、语音交互系统、智能座椅等一系列设备完成用户的个性化定制需求。智能座舱现处于快速发展期，根据 IHS 数据预测，座舱的智能配置将提升绝大部分用户的购买需求，预计 2019-2025 年中国市场智能座舱渗透率将从 35.3%提升至 75.9%，全球市场该渗透率也将持续提升。

图 49: 用户对座舱智能配置的需求意向



资料来源: IHS, 长江证券研究所

图 50: 2019-2025 年座舱智能科技配置新车渗透率预测



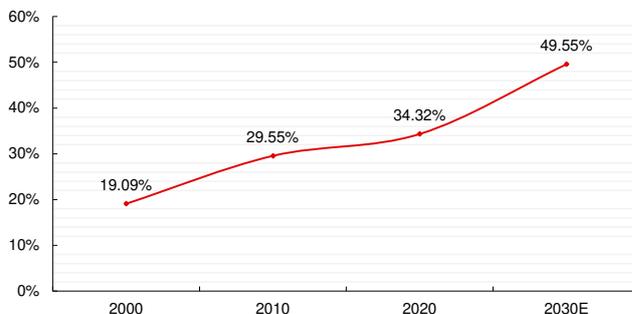
资料来源: IHS, 长江证券研究所

图 51: 中国汽车电子行业市场规模持续增长



资料来源: 公司公告, 汽车工业协会, 长江证券研究所

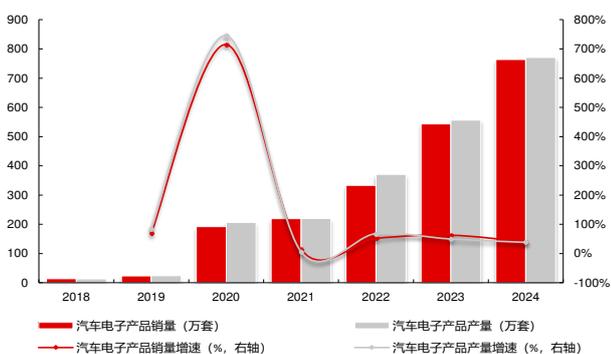
图 52: 汽车电子占整车制造成本比重趋势预测



资料来源: 公司公告, 中商产业研究院, 长江证券研究所

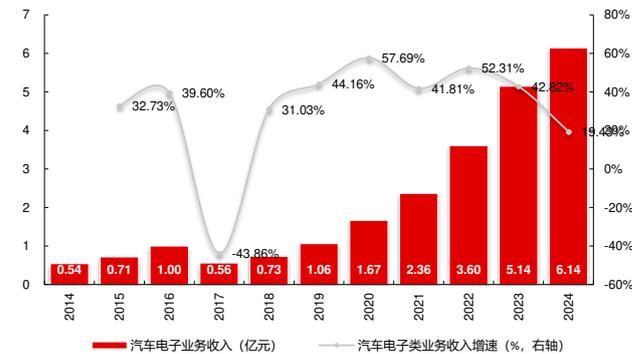
乘汽车电子行业成长之风, 盈趣相关收入有望稳健增长。公司紧抓汽车电子行业快速发展机遇, 不断加大车身控制模块及智能座舱等产品研发力度, 2020 年开始, 公司子公司盈趣电子及上海艾铭思积极升级天窗模块、座椅模块及方向盘模块产品。随着电子防眩镜、座椅控制模块和座椅记忆模块产品配置率日益提升, 公司汽车电子产品销量迅速增长, 2019-2024 年汽车电子业务收入从 1.06 亿元增至 6.14 亿元, CAGR 达 42%。得益于电子防眩镜、方向盘离手检测 HOD 等明星产品的快速配置率提升, 盈趣与多家汽车主机厂建立合作关系, 获得多个新项目, 推动汽车电子业务的快速增长。

图 53: 公司汽车电子类产品产销量 (万套) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 54: 公司汽车电子业务收入 (亿元) 及同比增速 (%) (右轴)

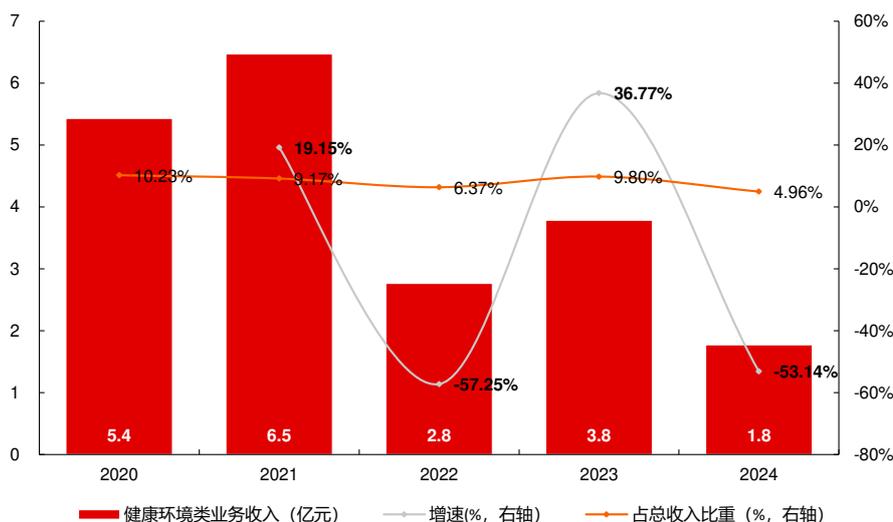


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

健康环境：市场潜力大，期待新客户订单

公司健康环境产品包括空气净化器、加湿器、植物种植器及净水器，以空气净化器和加湿器为主。2024 年跨境电商新业态发展、市场竞争加剧、下游客户去库存等影响下，收入显著承压，2025 年起有望恢复增长，主因公司在空气净化器、加湿器领域，成功拓展国际知名品牌新客，并共同开展多款新产品的研发，为健康环境业务带来新的增长契机。

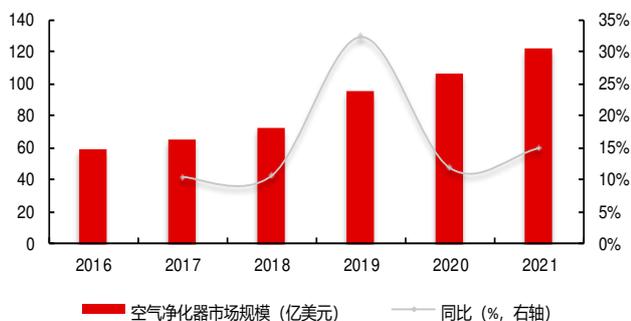
图 55：2024 年公司健康环境类业务收入承压



资料来源：公司公告，长江证券研究所

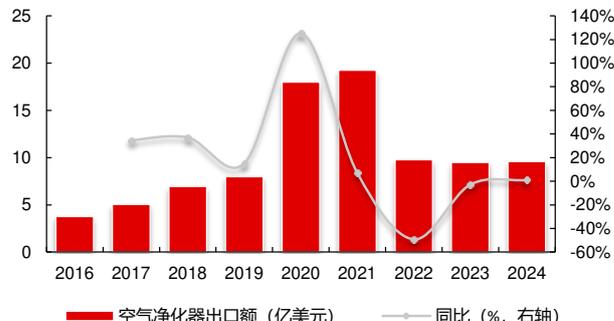
空气净化器：作为具有“健康”属性的改善型家电产品，受到消费者的广泛关注，盈趣空气净化器产品以 ODM 模式为主，在巩固和发展欧洲和北美中高端市场的基础上，逐步拓展国内市场、日韩市场及东南亚市场。根据 Grand View Research 数据，2016-2021 年全球空气净化器市场规模由 59.1 亿美元升至 122.6 亿美元，复合年增长率为 15.71%；根据中研网数据，2024 年全球室内空气净化市场规模达到 206.9 亿美元，并且预测期内将以 5.6% 的复合年增长率增长。中国为空气净化器出口大国，2024 年中国空气净化器出口额为 9.58 亿美元，同增 1%，2022 年同比降幅较大主因全球经济增速下行、欧美通胀等，目前全球空气净化器市场渗透率仍较低，随着人们健康意识的增强，空气净化器行业未来仍然拥有较好的市场前景和发展机会。

图 56：全球空气净化器市场规模（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：Grand View Research，公司公告，长江证券研究所

图 57：中国空气净化器出口额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：中国海关总署，公司公告，长江证券研究所

植物种植器：利用人工制造光源环境代替太阳光保证植物高效生长，北美特殊经济作物

合法商用化+粮食危机意识增强+土地短缺多因素影响下植物照明市场规模广阔。根据 Frost&Sullivan 统计及预测, 2015-2019 年全球植物补光设备市场规模从 17.6 亿美元增长到 37.9 亿美元, 年均复合增长率为 21.1%, 预计到 2024 年全球植物补光设备市场规模将达到 115.0 亿美元, 2020 年至 2024 年年均复合增长率将维持在 25.5%。

图 58: 植物照明市场规模增速保持在 20%+水平



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 长江证券研究所

公司继续围绕着“阳光、空气和水”开发新产品, 致力于为消费者带来更优质、更贴合生活需求的产品体验, 在产品升级迭代的同时, 顺利推出新型植物种植机、商用净水器、智能柔软风扇、母婴级空气净化器及宠物净化器等多款新产品, 期待新产品带来新增量。

盈利预测

盈趣迎来困境反转，经营拐点已现。历经 12 个季度经营承压，2024Q4&2025Q1 连续 2 个季度实现正增，净利率环比持续修复，主因核心业务电子烟逐季收入提升，2025Q1 估计同比较快增长；同时过去 3 年收入持续大幅下降导致公司经营承压的家用雕刻机业务去库结束、触底回升，2025Q1 估计同比增长较快。公司激励计划要求 2025 年收入增速不低于 25%、目标增速为 50%，利润增速预计高于收入增速。拐点之后，成长势能依旧强劲，预计后续收入增量主要来自电子烟，其次为健康环境和汽车电子业务，家用雕刻机改善，电助力自行车部件、TWS 耳机、罗技业务均有望带来增量。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 5.1/6.9/8.9 亿元，分别同增 102%/36%/28%，对应 PE 24/18/14X。

图 59：公司盈利预测

项目	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3573	4504	5326	6195
yoy	-7.4%	26.1%	18.2%	16.3%
归母净利润 (百万元)	252	508	693	885
yoy	-44.17%	102.1%	36.3%	27.8%
毛利率	28.36%	28.20%	28.50%	28.72%
销售费用率	2.79%	2.30%	2.10%	2.00%
管理费用率	6.83%	6.00%	5.50%	5.20%
研发费用率	9.58%	8.00%	7.10%	6.40%
财务费用率	-0.55%	-0.22%	-0.28%	-0.41%
归母净利率	7.04%	11.29%	13.01%	14.29%
EPS	0.32	0.65	0.89	1.14
PE	48.40	23.89	17.52	13.71

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、汇率波动风险：公司出口收入占比较高，主要面向海外市场，若汇率波动幅度较大，可能会对公司收入和利润产生不利影响。
- 2、原材料供应紧缺及价格波动风险：国外通货膨胀及地缘政治等因素有可能对全球原材料供应体系带来不利影响，比如若汽车电子业务中芯片等原材料供应紧张引发价格上涨，将会对公司成本带来压力，影响公司整体的经营业绩。
- 3、客户相对集中风险：若公司与主要客户的合作关系发生变化，或该等客户市场份额降低、竞争地位发生重大变动或自身经营发生重大不利变化，将可能对公司的产品销售和经营业绩造成不利影响。
- 4、盈利预测低于预期。在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处行业环境做出了系列假设，我们认为公司电子烟业务有望维持较快增长，公司整体盈利水平有望逐步兑现改善。基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 45.0/53.3/62.0 亿元，分别同增 26%/18%/16%；归母净利润分别为 5.1/6.9/8.9 亿元，分别同增 102%/36%/28%。若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。在悲观假设下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 42.9/49.3/56.7 亿元，分别同增 20%/15%/15%；归母净利润为 4.3/5.4/6.8 亿元，分别同增 70%/27%/25%。

表 5：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	45.0	53.3	62.0	42.9	49.3	56.7
YoY	26%	18%	16%	20%	15%	15%
毛利率	28.20%	28.50%	28.72%	28.20%	28.20%	28.20%
归母净利润	5.1	6.9	8.9	4.3	5.4	6.8
YoY	102%	36%	28%	70%	27%	25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。