

盈趣科技 (002925.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

新烟格局生变成长加速, 紧抓 AI+消费

时代新机遇

投资逻辑

公司与 PMI、罗技等全球优质客户形成全方位战略合作, 智能控制部件、创新消费电子、健康环境及汽车电子等多板块业务融合发展。公司自主创新 UDM 模式, 叠加“大三角+小三角”海外产能筑牢竞争壁垒。25 年 8 月公司发布定增预案, 拟定增募资不超过 8 亿元, 用于马来西亚、墨西哥智造基地建设, 及健康环境产品扩产、研发中心升级。25 年推出股票期权激励计划, 公司层面考核目标为 25-27 年分别要求营业收入不低于 53.55/110.67(两年累计)/171.36(三年累计)亿元, 传递积极信号。

HNB 景气延续, PMI 迭代+美国重启共振, 公司供应链地位有望抬升助力业绩增长。PMI 在全球 HNB 市场份额常年维持 70%以上, 24 年用户数量增至 3220 万人。伴随 25H2 PMI 新机型迭代, 与 IQOS 重返美国, 预计终端需求持续放量。同时其他国际烟草巨头发力 HNB, 格局松动下, 公司有望凭借智能智造及海外产能承接更多整机及模组订单, 业绩弹性可期。

多元曲线共振, 雕刻机、汽车消费电子多点开花。(1) 创新消费电子业务, 除电子烟业务外, 雕刻机补库周期有望启动, 与 Cricut 合作收入弹性有望释放。E-bike 业务携手博世, 切入全球微出行市场。脑机接口产学研闭环成型, 消费级产品蓄势。(2) 智能控制部件业务稳健发展, 产能外迁匹配客户需求, 订单韧性凸显。(3) 汽车消费电子高增延续, 已进入多家国内主流新能源车厂供应链, 伴随墨西哥基地 25H2 投产, 海外客户拓展有望注入新动能。(4) 健康环境业务 B 端 C 端双轮驱动未来可期。

盈利预测、估值和评级

我们预测, 2025-2027 年公司实现营业收入 44.98 亿/56.69 亿/70.99 亿元, 同比+25.91%/+26.03%/+25.21%, 归母净利润 4.05 亿/5.50 亿/7.03 亿元, 同比+61.09%/+35.75%/+27.89%, 对应 EPS 为 0.52/0.71/0.91 元。考虑到盈趣科技 HNB 业务持续放量, 叠加业务板块多点开花, 给予公司 2026 年 30X PE, 对应目标价 21.22 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

客户相对集中风险; 原材料波动风险; 市场竞争风险; 汇率波动风险; 政策变化风险; 大股东质押风险。

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师: 张敏敏 (执业 S1130521080001)

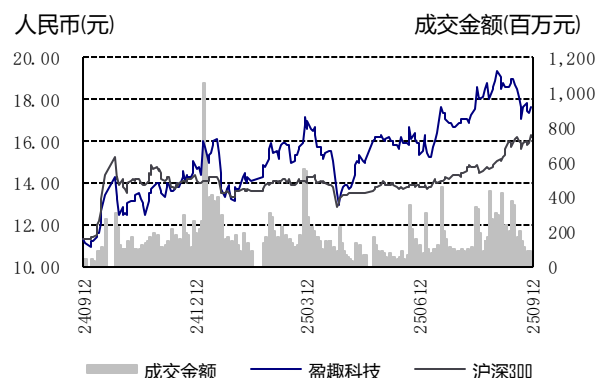
zhangminmin@gjzq.com.cn

联系人: 谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 17.60 元

目标价 (人民币): 21.22 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,860	3,573	4,498	5,669	7,099
营业收入增长率	-11.16%	-7.45%	25.91%	26.03%	25.21%
归母净利润(百万元)	451	252	405	550	703
归母净利润增长率	-35.02%	-44.17%	61.09%	35.75%	27.89%
摊薄每股收益(元)	0.577	0.324	0.521	0.707	0.905
每股经营性现金流净额	0.88	0.55	0.71	0.71	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	5.41%	8.25%	10.49%	12.42%
P/E	33.73	48.40	33.77	24.88	19.45
P/B	3.02	2.62	2.79	2.61	2.42

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. UDM 系统成就智造先锋，筑牢大客户合作护城河.....	5
1.1. 大客户战略绑定赛道龙头，从“单点爆款”到“多元共振”.....	5
1.2. 研发先行以智取胜，UDM 模式绑定优质客户资源.....	6
1.3. 大三角和小三角业务布局，全球化布局与客户共“盈”.....	7
1.4. 股权激励再出发，业绩目标彰显长期信心.....	8
2. 电子烟行业高景气延续，供应链地位抬升助力业绩放量.....	10
2.1. 新型烟草替烟趋势明确，PMI 先发优势确立领先地位.....	10
2.2. IQOS 未来增长动力：机型迭代拉动器具换新，美国市场再起航打开增量空间.....	11
2.2.1. PMI 全球市场多点开花，欧洲市场渗透空间仍大，美国未来可期.....	11
2.2.2. PMI 新品持续产品迭代，从加热到智能感应持续引领 HNB 技术革命.....	12
2.3. 公司份额抬升：HNB 竞争格局变化，成本控制更优的供应商优势明确.....	13
3. 其他业务多点开花：雕刻机景气回升，汽车电子打开增量空间.....	16
3.1. 创新消费电子：家用雕刻机市场空间广阔，持续绑定赛道龙头 Cricut.....	16
3.1.1. 家用雕刻机：大客户补库开启，重回增长通道.....	16
3.1.2. E-Bike：携手博世，切入全球微出行.....	17
3.1.3. 脑机业务：产学研协同，加速落地.....	17
3.2. 智能控制部件：行业景气延续，客户结构优化中长期增长可期.....	18
3.3. 汽车电子业务：国内市场规模破万亿，业绩有望保持良好势头.....	19
3.4. 健康环境类产品：众环科技 B 端国际合作深化与 C 端品牌精细运营双轮驱动策略.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	21
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司业务范围广阔，绑定细分赛道“专精”客户.....	5
图表 2：公司自成立以来不断推动客户拓展.....	6
图表 3：公司分产品营收（百万元）情况.....	6
图表 4：公司第一大客户收入占比情况.....	6
图表 5：UDM 模式强调协同研发.....	7
图表 6：公司数字化工厂.....	7
图表 7：公司维持高研发投入.....	7
图表 8：公司全球布局概况（截至 2024 年报）.....	8
图表 9：公司定增募集资金使用计划.....	8



图表 10:	历次股票激励计划条件梳理	9
图表 11:	历次股票激励计划完成情况	9
图表 12:	2025 年股票期权激励计划	9
图表 13:	全球传统烟草增速放缓	10
图表 14:	全球新型烟草扩张迅速	10
图表 15:	雾化电子烟和加热烟市场规模	10
图表 16:	2024 年全球加热烟草市占率 (%) (销售量计)	11
图表 17:	2024 年国际烟草公司新型烟草收入占比 (%)	11
图表 18:	IQOS 消费者数量 (百万人)	11
图表 19:	PMI HNB 产品收入情况 (十亿美元)	11
图表 20:	日本 IQOS 市占率	11
图表 21:	PMI 烟弹分地区出货情况 (百万支)	11
图表 22:	IQOS 美国市场布局历程	12
图表 23:	IQOS 产品迭代概览	12
图表 24:	IQOS ILUMA 电磁感应加热组件 (黄色圆柱状物件) 替代发热片	13
图表 25:	IQOS 机型迭代	13
图表 26:	IQOS ILUMA 与 Glo Hilo 对比	14
图表 27:	四大国际烟草公司 HNB 方面竞争格局	15
图表 28:	Cricut 三大业务收入 (亿美元) 快速增长	16
图表 29:	Cricut 存货 (百万美元) 近期呈现下降趋势	16
图表 30:	Cricut 主力机型 Maker/ExploreAir2/Joy	17
图表 31:	2021-2024 Cricut 付费会员变化	17
图表 32:	博世电助力自行车驱动单元	17
图表 33:	公司投资加拿大 InteraXon 发力消费级脑机接口	18
图表 34:	公司脑科学研究获科技部国家重点研发资金支持	18
图表 35:	公司智能控制部件营收	18
图表 36:	全球智能控制器市场规模及增速	19
图表 37:	中国智能控制器市场规模及增速	19
图表 38:	罗技会议摄像模组和专业级游戏控制器	19
图表 39:	雀巢咖啡机 HMI	19
图表 40:	汽车电子市场规模	20
图表 41:	公司汽车电子营收	20
图表 42:	中国空气净化器市场规模	21
图表 43:	公司健康环境产品营收	21
图表 44:	公司各业务毛利占比, 多板块业务协同发展 (百万元)	21



图表 45: 销售预测.....	22
图表 46: 可比公司估值.....	23



1. UDM 系统成就智造先锋，筑牢大客户合作护城河

1.1. 大客户战略绑定赛道龙头，从“单点爆款”到“多元共振”

公司前身为万利达网控事业部，2011 年完成独立法人化转型，延续并拓展原有客户与业务，之后紧扣“工业制造智能化”与“互联网+”的时代脉搏，业务版图拓展至智能制造整体解决方案、智能家居与健康环境产品、汽车电子及自主品牌智能单品等板块。同时依托“大三角+小三角”全球产能与研发布局，公司已将制造优势转化为跨区域快速响应与本地化创新的飞轮效应。

在辽阔的业务版图上，公司沿循大客户战略纵深布局，在传统 ODM（原始设计制造商）模式上叠加自研 UMS（统一管理系统）系统与智能自动化制造体系，形成自主创新的 UDM 模式（也称为 ODM 智能制造模式）。UDM 模式以数据流贯通工艺流、物流、资金流，凭借该模式的高柔性、高良率与全球可追溯能力提高客户满意度，筑牢合作基础。目前公司已与罗技（Logitech）、雀巢（Nestle）、PMI（菲莫国际）、博世（Bosch）、WIK, Venture、3Dconnexion 及 Asetek 等国际知名企业及科技型企业建立起全方位、深层次的战略合作关系。

图表1：公司业务范围广阔，绑定细分赛道“专精”客户



来源：公司年报、招股书，国金证券研究所

多板块业务长期布局，大鲸鱼群战略踵事增华。公司长期坚持大客户战略，自成立以来不断拓展电子烟、家用雕刻机、汽车电子等领域的客户资源，客户均为对应细分赛道龙头企业，客户储备丰厚且优质。

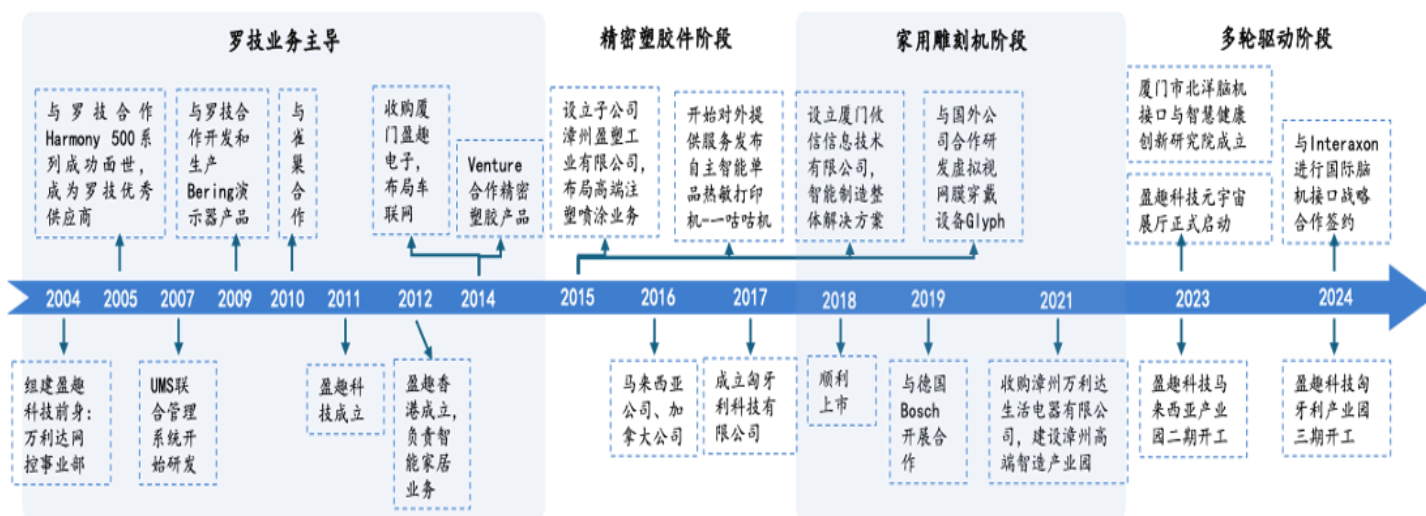
在大客户战略基础上，公司依托 UDM “营销前置+柔性制造”模式，公司形成对市场红利的快速捕捉机制：一旦某业务板块景气跃升，公司即调动产能与研发资源向该板块集中，分享终端销售的行业红利。2021 年以前，下游龙头“爆款”轮番接力，驱动公司快速增长，第一大客户占比常年维持在 30% 水平，并曾突破 50% 水平：

- 2015 年之前：罗技时代。2004 年前身万利达网控事业部即与罗技启动联合开发；2011 年公司成立后承接了罗技的业务及客户关系，持续为罗技打磨网络遥控器、演示器及游戏手柄的全生命周期方案。双方已建立了良好的合作关系，2015 年罗技的收入贡献占比达到 30.77%。
- 2016-2017 年：精密塑胶件时代。2014 年公司通过 Venture 切入 PMI 供应链，其子公司 Technoco 为 IQOS 器具外壳的一级供货商。随着 IQOS 全球放量及公司在 Technoco 份额抬升，2016 年 Venture 跃升公司第一大客户，收入占比攀至 29.26%，同年电子烟部件业务成为公司第一大业务，销售占比达 53.63%。2018 年 IQOS 去库存，2021 年 IQOS 推出 ILUMA 系列（外壳多用金属材料），单机塑胶件用量下降，2022 年开始公司成功切入加热模组及整机供应。伴随马来西亚生产基地的逐步投产及公司垂直整合能力逐步提升，公司电子烟业务逐步逐步修复。
- 2018-2021 年：家用雕刻机阶段。2018 年 IQOS 去库存拖累塑胶件业务，盈利重心切换至家用雕刻机。2019 年 Cricut 终端零售快速放量，拉动公司业绩增长，Cricut 成为公司第一大客户，销售收入占比为 56.12%。



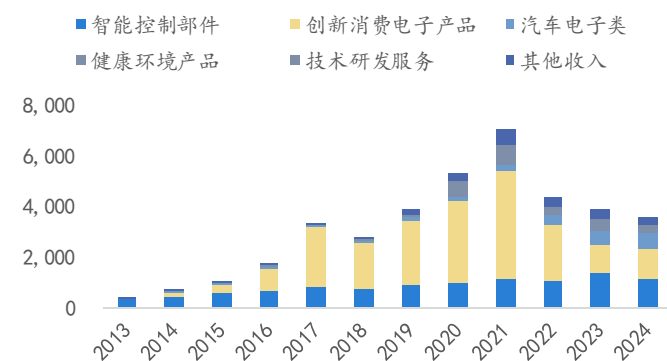
2022 年起，公司进入多元共振阶段，大客户结构趋于均衡，汽车电子及健康环境等业务板块快速发展，并前瞻布局脑机接口、元宇宙、AI 等领域，逐步迈向多元增长发展。

图表2：公司自成立以来不断推动客户拓展



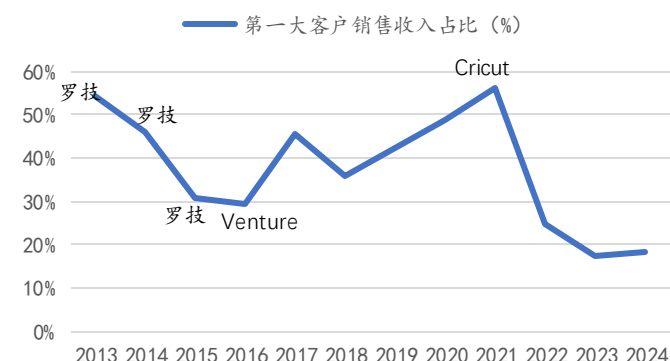
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表3：公司分产品营收（百万元）情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司第一大客户收入占比情况



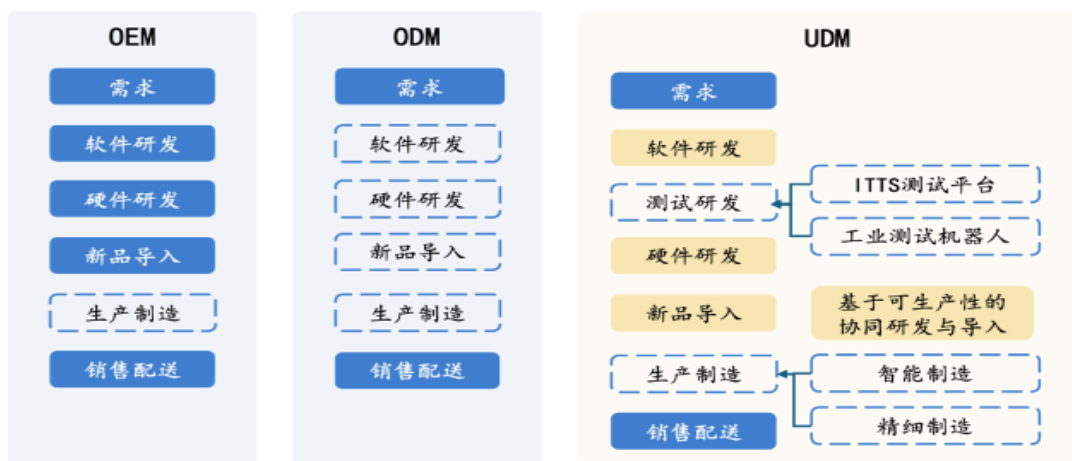
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2. 研发先行以智取胜，UDM 模式绑定优质客户资源

智能控制部件及创新消费电子行业技术密集、学科交叉，对制造商的技术厚度与管理精度提出较高要求，传统 ODM 在匹配品牌方对迭代速度与供应链韧性的高阶诉求存在一定缺口。公司在长期服务国际龙头的过程中，将客户洞察沉淀为自主“UMS 系统+ODM 智能制造体系”的 UDM 业务模式。在 ODM 基础上嵌入一体化研发平台、高效柔性智造体系与自有知识产权的 UMS 联合管理平台，构建高度信息化、自动化的全生命周期智造闭环。



图表5: UDM 模式强调协同研发



来源：公司公告，招股书，国金证券研究所（注：蓝色为客户负责，虚线为生产商负责，黄色为合作环节）

持续创新的技术研发优势：持续保持高研发投入，适应客户差异化需求。UDM 模式下，公司将开发端口前移至客户概念阶段，以功能需求为锚点反向定义材料、结构、电子、软件与测试方案，针对性地开发出符合客户功能要求的产品。同时以数据为驱动，设立预研小组对下游功能演化与需求曲线进行前瞻性建模，提前锁定关键工艺与专利节点。长期服务国际龙头所积累的材料科学、模具微纳加工、嵌入式算法与工业设计的复合知识库，与公司在自动化设备、测试机器人、UMS 信息平台及 ITTS 在线测试系统上的自研成果相互耦合，既对内支撑产品快速迭代，也对外输出智能制造整体解决方案，制造领域先进的技术优势筑牢客户合作壁垒。

图表6: 公司数字化工厂

图表7: 公司维持高研发投入



来源：公司官网，国金证券研究所



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

1.3. 大三角和小三角业务布局，全球化布局与客户共“盈”

公司自 2016 年持续深化国际化战略布局，目前已基本形成“大三角+小三角”的全球智造网络，逐步确立了亚洲、欧洲、美洲三地协同运营、分工生产、体系共享的发展格局。(1) 马来西亚基地主要负责电子烟精密部件和加热模组生产，及其他受中美贸易摩擦影响的产品，利用东盟自由贸易协定，配合客户 PMI 全球化产能偏好，对冲地缘政治风险的需求。(2) 匈牙利工厂主要为欧洲区域的核心客户提供智能控制部件，地处欧洲中部，地理位置优越，能有效辐射欧洲主要市场，缩短交付周期。(3) 墨西哥基地负责汽车电子等领域业务，依托美墨加协定，贴近北美客户，开辟第二增长曲线。


图表8: 公司全球布局概况 (截至 2024 年报)

	布局方式	业务定位	建设情况
大三角	马来西亚盈趣	100%全资 6 家子公司, 直接控股 Intretech(Malaysia)Sdn. Bhd.	电子烟核心部件、水冷散热控制系统、模具制造、信息技术服务
	匈牙利盈趣	直接控股 Intretech Hungary Kft. (持股 87%)	智能制造、新能源、储能系统
	墨西哥盈趣	直接控股 INTRETECH MEXICO, S.A.P. I. DE C.V. (持股 87%)	汽车电子、消费电子、北美市场本地化制造
小三角	长三角(上海)	100%控股上海盈趣智造, 直接控制并表实体上海亨井联接件有限公司	有汽车电子研发、制造及市场中心, 汽车电子产品已试产
	珠三角(深圳)	48.51%控股锦图计算技术(深圳)有限公司, 85%控股翹曲点(深圳)科技有限公司	多家子公司已成熟运营, 持续扩产与新产品导入中, 布局汽车电子与相关研发制造能力, 汽车高性能智能座舱计算平台、智能驾驶系统、测试工程的研发与服务
	闽三角(厦门/漳州)	100%控股 3 家公司, 70%控股 1 家子公司, 厦门攸信、厦门盈点、漳州盈塑等	总部与智造中心, 健康环境板块, 塑胶件

来源: 公司公告, 国金证券研究所

在此基础上, 公司坚定持续推进全球化历程, 加快强化“大三角+小三角”的全球制造网络。8月20日最新定增预案将募资上限锁定为8亿元, 其中6.22亿元继续加码海外产能, 1.21亿元投向健康环境扩产, 0.97亿元用于研发中心升级, 进一步提升全球化运营能力, 同时对冲全球贸易风险。

图表9: 公司定增募集资金使用计划

项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
马来西亚智造基地扩建项目	37763.3	34468.72
墨西哥智造基地建设项目	24462.99	23750.48
健康环境产品扩产项目	12445.44	12091.51
研发中心升级项目	15305.28	9689.29
合计	89977.01	80000.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.4. 股权激励再出发, 业绩目标彰显长期信心

公司自上市以来以激励战略牵引力, 绑定核心团队, 指引清晰提振公司信心。

2018年首启激励, 考核口径锚定2015-2017三年营收均值, 设置51%/88%/109%的三级目标。2018年受终端去库存扰动, 完成度93.66%, 未触发激励目标值。随后2019/2020年目标完成度分别为104.33%/129.30%, 成功兑现二次加速。

2021年再次宣布纯限制性股票, 触发条件为: 以2018-2020平均营收为基数, 2021-2023营收增长率不低于40%/20%/30%。2022年实现营收70.61亿元, 达成率126.69%, 2023-2024年因海外通胀及渠道去库存, 完成度回落至90.95%/74.59%。

总体来看, 实际业绩整体与股权激励目标相匹配, 平均达成率103%, 与目标贴合, 股权激励指引清晰。


图表10：历次股票激励计划条件梳理

时间	2018-2020		2021-2023	2025-2027	
方式	股票期权	限制性股票	限制性股票	股票期权	员工持股计划
人数	268	272	449	921	461
价格	54.81 元/份 (首次授予部分)	27.41 元/份 (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)	13.4 元/份 (首次授予部分)	11.3 元/股
数量	228.55 万份	368.45 万股	400.75 万份	2163.31 万份	1235.18 万股
股份占比	0.50%	0.81%	0.87%	2.79%	1.59%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：公司层面达到目标值的限制性股票方可全部解锁，未达标则不解锁）

图表11：历次股票激励计划完成情况

时间	目标		对应目标营收 (亿元)	实际营收(亿元)	完成率	未完成原因
2018	营收增长率不低于51%	以 2015-2017 平均营收为标准	29.67	27.79	93.66%	主要受电子烟精密塑胶部件和网络遥控器销售收入下滑影响
2019	营收增长率不低于88%		36.94	38.54	104.33%	/
2020	营收增长率不低于109%		41.07	53.10	129.30%	/
2021	营收增长率不低于40%	以 2018-2020 平均营收为标准	55.73	70.61	126.69%	/
2022	营收增长率不低于20%		47.77	43.45	90.95%	终端市场需求疲软及客户销售渠道库存高企等多重不利因素
2023	营收增长率不低于30%		51.75	38.60	74.59%	终端市场需求疲软以及行业库存去化不及预期等不利因素

来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年公司推出股票期权激励计划，拟向 921 名中层管理人员及核心技术（业务）骨干授予 2165.30 万份股票期权，占总股本约 2.79%。公司层面考核目标为 2025 - 2027 年分别要求营业收入不低于 53.55/110.67（两年累计）/171.36（三年累计）亿元，进一步绑定核心团队、提升经营确定性，传递积极信号。

图表12：2025 年股票期权激励计划

	解除限售期/行权期	考核年度	业绩考核目标	触发值
公司层面	第一个行权期	2025	营业总收入不低于 53.55 亿元	44.626 亿元
	第二个行权期	2026	2025 - 2026 年累计营业总收入不低于 110.67 亿元	92.82 亿元
	第三个行权期	2027	2025 - 2027 年累计营业总收入不低于 171.36 亿元	144.585 亿元
个人层面	优秀(A)/良好(B)=100%；合格(C)=80%；不合格(D)=0%			



来源：公司公告，国金证券研究所（注：若营业收入达到目标值则行权比例为 100%，处于触发值与目标值之间按 A/Am 比例部分行权）

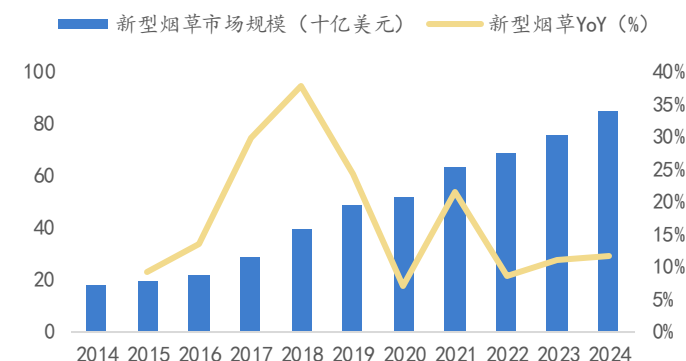
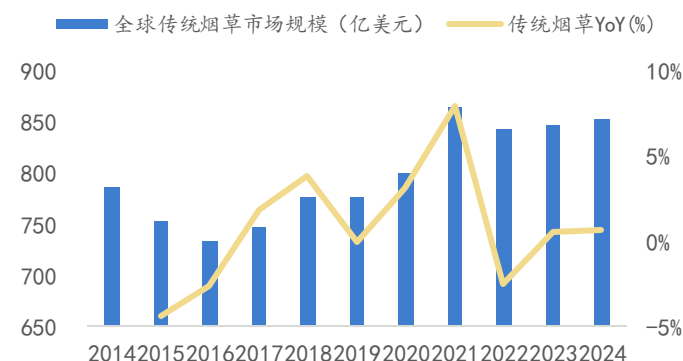
2. 电子烟行业高景气延续，供应链地位抬升助力业绩放量

2.1. 新型烟草替烟趋势明确，PMI 先发优势确立领先地位

新型烟草需求旺盛，卷烟市场有望逐年向新型烟草市场转化。伴随近年来人们对健康生活的关注传统烟草市场增长略显乏力，而对具备一定减害作用的新型烟草的需求逐渐显现。根据欧睿，2024 年全球卷烟市场规模为 938.3 亿美元，近五年 CAGR 约为 1%；全球新型烟草市场规模为 847 亿美元，近五年 CAGR 约为 17%。

图表 13：全球传统烟草增速放缓

图表 14：全球新型烟草扩张迅速

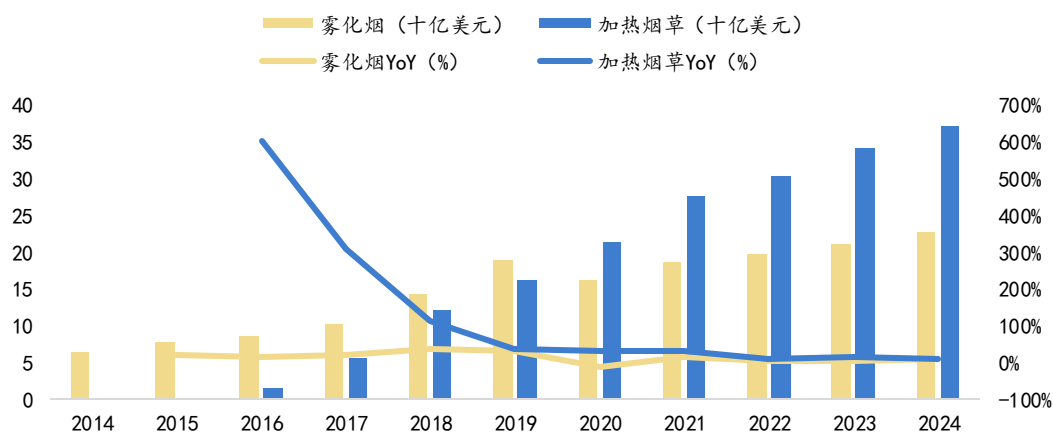


来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

HNB 已超越雾化电子烟，占据主要市场份额。新型烟草/无烟烟草/口服尼古丁。雾化电子烟产品先发优势明显，且口味更为丰富，但近年随着对口味烟的监管趋严增速有所放缓。加热烟草，尤其是 HNB 通过将烟草温度烟丝加热至 300-350 摄氏度（传统卷烟≈800 摄氏度），可大幅抑制有害燃烧产物的生成与释放，实现香烟口感和击喉感的精确把握。

图表 15：雾化电子烟和加热烟市场规模

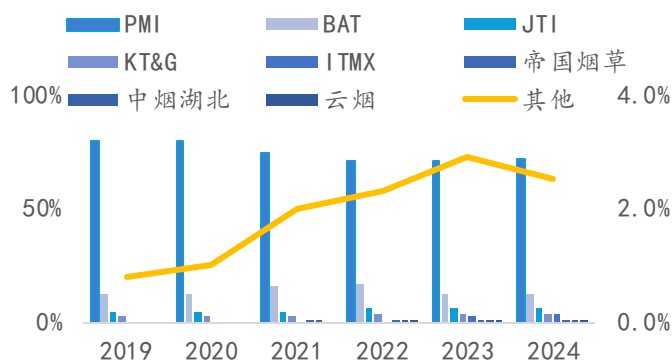


来源：欧睿，国金证券研究所

PMI 先发优势明显，研发积累叠加用户资产巩固护城河。PMI 较早布局 HNB 产品的研发，自 2008 年累计投入 140 亿美元在无烟烟草的基础研发、科学检验、产品商业化探索，已筑牢薄片、香料和电加热片等方面的技术壁垒。在 PMI 营销资源倾斜下，IQOS 迅速起量，2024 年全球 IQOS 预计用户数量在年底已增至 3220 万人，较上一年净增 340 万，其中约 72% 已从传统卷烟转向 IQOS 产品。凭借高达七成的全球市占率、超过三千万的活跃用户以及百亿美元级别的年营收，IQOS 现已牢牢把持 HNB 行业的话语权，其先发规模优势与专利技术也在不断抬高后来玩家的追赶门槛。

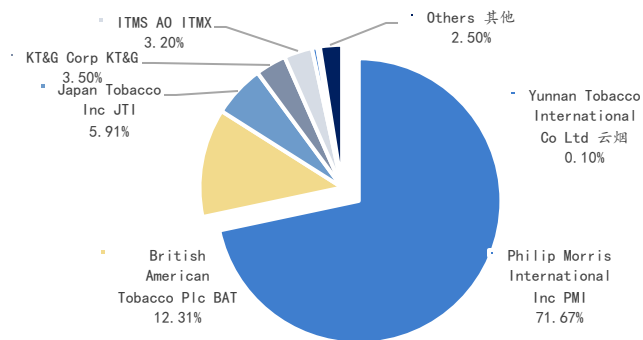


图表16：2024年全球加热烟草市占率（%）（销售量计）



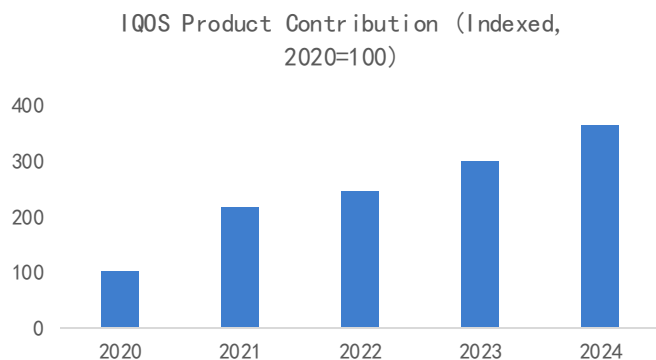
来源：欧睿，国金证券研究所

图表17：2024年国际烟草公司新型烟草收入占比（%）



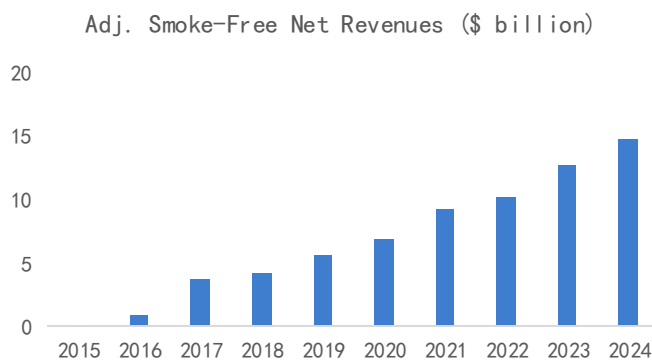
来源：PMI，英美烟草，日本烟草，帝国烟草官网，国金证券研究所

图表18：IQOS 消费者数量（百万人）



来源：PMI 年报，国金证券研究所

图表19：PMI HNB 产品收入情况（十亿美元）



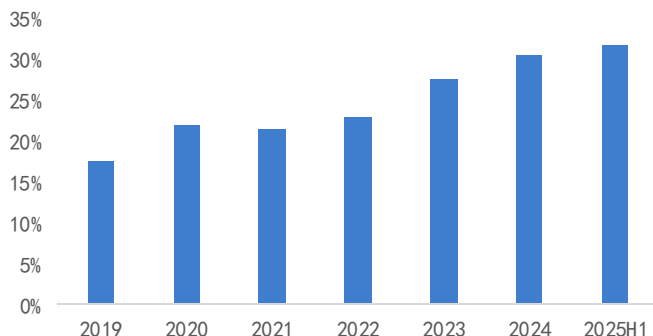
来源：PMI 年报，国金证券研究所

2.2. IQOS 未来增长动力：机型迭代拉动器具换新，美国市场再起航打开增量空间

2.2.1. PMI 全球市场多点开花，欧洲市场渗透空间仍大，美国未来可期

PMI 在全球化布局方面持续推进，致力于通过 HNB 替代传统卷烟，以推动全球公共健康事业发展。截至 2025 年上半年，PMI 无烟产品已进入 97 个市场。其中，东亚市场以日本为核心，日本作为 IQOS 产品首发站，叠加 HNB 较早确立法律地位并实施相对宽松的监管环境，市场渗透率维持高位，预计未来将保持稳步增长。欧洲市场长动力主要来自新产品，尤其是 ILUMA i 等新一代产品的推出，同时伴随特色口味禁令的影响逐步消除，欧洲市场环比趋势依然积极。

图表20：日本 IQOS 市占率



图表21：PMI 烟弹分地区出货情况（百万支）





来源：PMI 公告，国金证券研究所

来源：PMI 公告，国金证券研究所

IQOS 重返美国市场打开增量空间。2021 年 9 月，美国国际贸易委员会（ITC）裁定 IQOS 侵犯 BAT 专利，禁止进口与销售，PMI 在美业务全面暂停。2022 年 10 月，PMI 与奥驰亚达成协议，2024 年 2 月，公司与 BAT 达成全球专利非金钱和解，同年 PMI 推进 FDA MRTP 续期及 IQOS ILUMA 授权申请等举措。2025 年 3 月，PMI 在奥斯汀正式面向消费者销售 IQOS 3 Duo，标志着 PMI 年重返美国市场，随后在佛劳德代尔堡启动第二个试点，为 IQOS ILUMA 获批后的全国性上市奠定基础。预计随着相关审批与商业化进程的推进，PMI 出货量有望进一步增长。

图表22：IQOS 美国市场布局历程



来源：PMI 官网，Reuters，国金证券研究所

2.2.2. PMI 新品持续产品迭代，从加热到智能感应持续引领 HNB 技术革命

PMI 已在 HNB 赛道深耕数年，持续加码研发推陈出新，引领 HNB 行业发展。2021 年 IQOS ILUMA 系列实现了真正的技术飞跃，其智能感应加热系统彻底取消刀片，实现了无刀片以及免清洁的模式，并通过自动启停功能强化使用体验。2024 年 PMI 推出 ILUMA i 系列进一步融入触控屏、三连抽及智能电池双模式等功能，将硬件与数字化服务深度融合。IQOS ILUMA 在加热效率、续航表现和触摸屏互动等方面实现多项升级。

图表23：IQOS 产品迭代概览

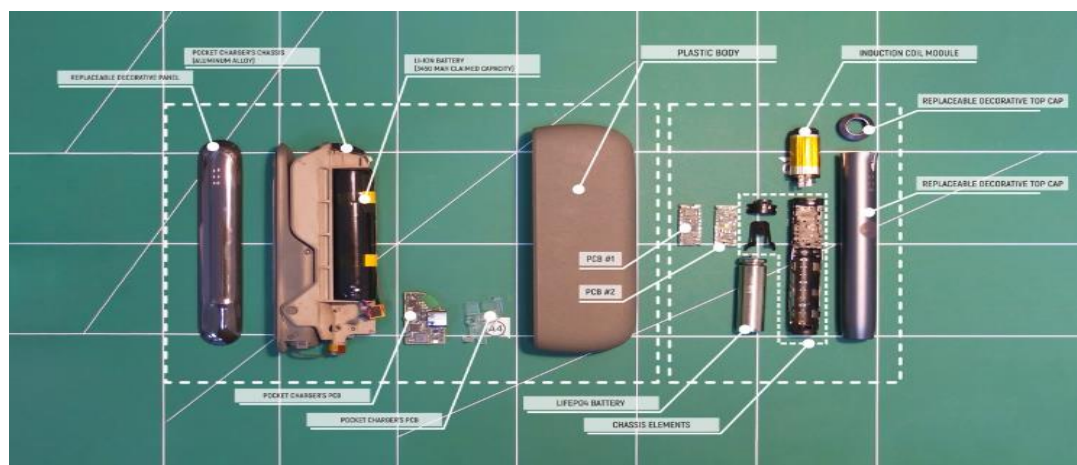


来源：艾邦新消费电子资讯，国金证券研究所

机型迭代拉动换新周期，上游工厂订单增量可观。一方面，IQOS ILUMA 采用电磁感应加热，需烟弹内置金属感应片，和 IQOS 旧代烟弹不兼容，代际切换带动四代产品销量释放。另一方面，ILUMA 采用金属外壳，基本不需塑胶件，伴随随 3 代产品逐步停售，PMI 对塑胶件的需求减少，剩余塑胶件订单由 Venture 承接，公司抓住契机由塑胶件代工转向核心加热模组和整机代工。



图表24: IQOS ILUMA 电磁感应加热组件(黄色圆柱状物件)替代发热片

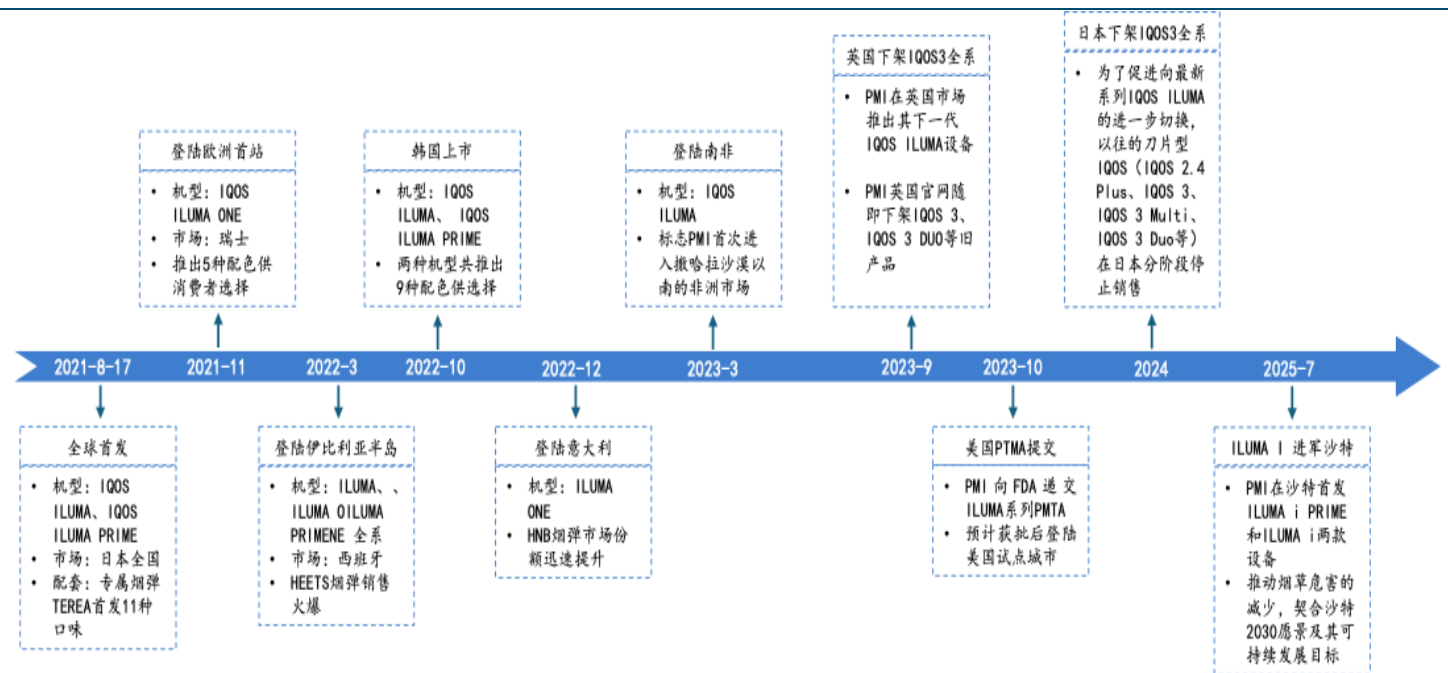


来源: 艾邦新消费电子资讯, 国金证券研究所

机型切换节奏层面, ILUMA 自 2021 年 8 月在日本首发后, 两年内迅速扩张, 先后进入韩国、意大利、南非、英国等市场, 目前已基本完成全球化铺货。同时, 自 2023 年起, IQOS3(含 3/3 MULTI/3 DUO) 先在欧洲(以英国为代表), 后在亚洲(以日本为代表)按批次下架并逐步停产, 至 2025 年基本停产。

2014 年公司携手 Venture, 切入 IQOS 塑胶结构件, 次年向 Venture 子公司 Technosam, 批量供货, 成为 PMI 电子烟产品的二级供应商。ILUMA 新机型对于塑胶件需求减少, 叠加公司获国家烟草专卖局《烟草专卖生产企业许可证》, 2022 年公司抓住机遇跃升为一级供应商, 直供 IQOS 加热模组; 2023 年再进一步, 承接整机 ODM, 2024 年承接新机型 ILUMA 订单, 完成“零件→部件→整机”能力闭环。25H1 旧机型基本停产, 年度来看大客户订单总额不变, 新机型订单将在 25H2 放量, 拉动公司业绩抬升。

图表25: IQOS 机型迭代



来源: 2first, 烟草市场网, 纳斯达克, TobaccoReporter, PMI 英国官网, PMI 日本官网, 国金证券研究所

2.3. 公司份额抬升: HNB 竞争格局变化, 成本控制更优的供应商优势明确

PMI 在 HNB 赛道布局较早, IQOS 先发优势明显。但伴随赛道景气度提升, 烟草巨头逐步加入 HNB 赛道, 其中 2025 年英美烟草正式推出旗舰级 HNB 产品 gloHilo, 以“5 秒极速加热 (TurboStart™) + 智能化 myglo 应用 + AMOLED 屏幕 + virto™ 烟弹”组成的高端配置强势入



局。该产品首先在塞尔维亚完成试点，并于 2025 年 6 月 9 日在日本宫城县发布，产品在日本仙台试点五周内，当地 HNB 市场份额即提升约 1.5pcts。GloHilo 在入门、中端、高端三个价格段分别以£19.3、£19.9、£35.0 的定价，相比 IQOS 的£29、£59、£89 呈现一定价格优势，下沉策略或给行业竞争格局带来一定压力。此外日本烟草 HNB 产品 Ploom 产品不断迭代，帝国烟草 HNB 产品 Pulze 区域市场不断拓展，HNB 赛道一超多强的格局或出现再平衡。

图表26：IQOS ILUMA 与 GloHilo 对比

规格参数	HILO PLUS	HILO	HYPER PRO	IQOS ILUMA i Prime	IQOS ILUMA i Kit	IQOS ILUMA One Kit
价格	3990 RSD (£28.2)	1990 RSD (£14.6)	500 RSD (£3.53)	£89	£59	£29
设计形态	分离式，优质紧凑设计烟杆：109mm×15mm×18mm，92g	一体式，优质紧凑设计 123mm×16mm×30mm，76g	滑动开口设计，易维护	翻盖式	侧开式	一体式
加热技术	电磁加热，370° C		预加热更短，370° C 预热：5 秒	增强模式：300° C 标准模式：285° C 预热：15-20 秒	智控感应加热预热：20 秒	
使用模式	标准模式：5 分 10 秒加速模式：3 分 40 秒无限次抽吸		标准/增强模式：4 分 30 秒支持 BOOST 定制体验	连续最多 3 次每次使用 6 分钟或 14 口	连续最多 20 次每次使用 6 分钟或 14 口	
充电方式	USB-C 线充+无线充电烟杆 20 分钟，底座 100 分钟	USB-C 线充 90 分钟充满，40 分钟至 80%	充电器连接 60 分钟至 80%，100 分钟充满	充电底座满电时间：135 分钟	充电底座满电时间：135 分钟	一体式充电满电时间：90 分钟
续航能力	烟杆单独 2 次，配合底座 20 次			一次充电可抽 20 颗烟弹		
特色功能	EasySwitch™笔可独立使用支持无线充电	全新加热技术，加热更强劲	LED 显示（电量/加热/模式状态）新按钮激活 BOOST 模式	翻盖式设计，触控屏智停模式，可拆卸电池，自动感应加热	侧开式设计智停模式可拆卸电池，自动感应加热	一体式紧凑设计，智停模式，可拆卸电池，自动感应加热
兼容性	仅兼容 virto™和 rivo™ glo™手柄			兼容 IQOS ILUMA 系列烟弹		

来源：BAT 官网，PMI 官网，国金证券研究所


图表27：四大国际烟草公司HNB方面竞争格局

公司名称	产品/战略推进情况	核心市场	战略布局/未来规划	代表产品名称
菲莫国际 (PMI)	• 2024年公司净收入中有约39%为无烟烟草的销售，覆盖95个市场，用户数量为3860万人，其中IQOS的净收入为110亿美金，IQOS用户数量3220万人。 • PMI在整体无烟产品上已夺得约50%的全球份额，其中加热不燃烧约75%。 • 加热烟草的出货量较去年增加144亿件，另目前运营的51家制造工厂中，9家负责加热烟草生产。 • 加热烟草国际市场占有率相较去年增加0.5pct。	日本、意大利、俄罗斯、德国、波兰等	• PMI计划2030年超过三分之二的净收入来自无烟产品，其中，大约25个国家或地区的无烟产品收入占比将达到50%—75%，而另有近40个市场的无烟收入占比将超过75%。 • 2024年，我们在研发方面投入了7.59亿美元，其中99%继续用于无烟产品。 • IQOS从奥斯汀试点向更多城市复制；待ILUMA获FDA市售许可后换代升级；2030年目标10%份额。	IQOS
英美烟草 (BAT)	• 2024年公司收入中有约34亿英镑为新型烟草的销售，占整体13.3%，较去年上涨2.3pct。目前加热烟草产品已在33个国家销售。 • 2025年中glo Hilo日本首发。 • Glo在九大核心市场的品类份额为16.7%，较2023年下降幅度减少。 • 受2023年出售俄罗斯、白俄罗斯业务的影响，导致加热烟草收入同比减少7.6%。 • HyperPro已进入29个市场，并首创EasyView显示屏与HeatBoost技术。	日本、土耳其、罗马尼亚、菲律宾等	• 公司目标2030年将会拥有5000万新型烟草产品用户并且计划在2035年新型烟草产品的收入占比达到50%。 • 在2025年下半年分阶段推出glo Hilo和Vuse Ultra。	Glo
日本烟草 (JT)	• Ploom品牌在日本及海外市场持续提升份额，带动RRP (Reduced-Risk Products, 减害产品) 销量同比增长24%。 • 2023年底PloomX已经进入13个国家。截至2023年12月，JT的Ploom系列在日本 (全球最大加热烟草市场) 的加热烟草产品的份额已提升至11.4%。 • 截止2024年底，新型烟草产品已涉及24个国家。 • 2024年减害产品整体销量与收入均同比增长逾20%；其中核心的加热烟草棒板块为40%+。	日本、英国、德国、西班牙等	• 2025年继续减害烟草产品投资与研发，PloomX计划在2026年底前进入40+个市场。 • 预计2026年新型减害产品收入较2023年增加约2.5倍，以及新型减害产品预计在2027年达到收支平衡。	Ploom
帝国烟草 (Imperial Brands)	• 2024年新型烟草净收入4.3亿英镑，较2023年增长26.4%，自2020年以来增长64%。在欧洲的8个市场，新型烟草产品的净收入已占当地烟草及新型烟草产品净收入的20%以上。 • 2025年上半年NGP净收入增长15.4%，所有类别均实现增长；NGP报告收入增长14.7%。	美国、英国、西班牙、澳大利亚、德国等	• Pulze 2.0与iSenzia草本棒将在欧洲继续扩展。 • Pulze 3.0研发完成，计划2025H2在重点市场首发。	Pulze

来源：PMI，英美烟草，日本烟草，帝国烟草官网，烟草市场网，2first，国金证券研究所

在HNB竞争格局下，产业链利润空间承压，成本控制与交付确定性重要性提升，在此背景下中国代工企业优势独具。公司依托UDM模式，将信息化与制造深度融合，实现提质增效。质量维度，公司凭借UMS联合管理系统、ITTS测试平台及工业测试机器人，实现产品制造全周期在线监控，客户可全链路追溯质量控制，同时公司与客户共享关键生产数据，不断增强价值感知与合作黏性。效率维度，公司通过柔性产线对多品种产品进行共线化流片，叠加“机器换人”提升效率与良率，公司得以持续优化人工与管理成本。在产能全球化与密集交期压力下，公司仍然实现了高质量、低成本的准时交付，优势突出。

当前公司电子烟业务已成功切入iluma one整机和核心加热模组代工，形成“零件→部件→整机”的能力闭环。ODM业务的衍生，帮助公司切入单位价值体量更大的业务版图，助力电子烟业务持续放量。

展望未来，公司有望凭借海外产能与成本把控，在IQOS系列后续迭代中承接更多整机和



模组订单，电子烟业务有望实现规模化放量，成为业绩增长的核心引擎。PMI 在当前国际形势下去风险和多元化诉求强烈，去风险与多元化诉求是获取未来增量订单的关键。公司紧贴客户需求，马来西亚智造基地与国内产线“近距协同”，辐射东南亚及全球市场，深耕电子烟制造。

具体来看，2019 年公司通过子公司建设马来西亚产能，一期 4 栋产房于 2023 年竣工投产，承接核心模组生产。目前马来西亚生产基地投产部分年营收约 10 亿元，具备多机组导入和快速爬坡能力，自动化率保持 90% 以上，并带动产业链 10 余家企业入驻形成工业级群效应，进一步放大成本优势。2023 年公司启动马来西亚二期产能建设，预计 25H2 进入产能爬坡阶段，二期产能将承接新机型整机生产。25 年 8 月公司定增方案中，计划将 3.447 亿元用于马来西亚智造基地扩建，建设周期 36 个月

随着 2025 年下半年新机型批量出货与二期产能释放，基地放量有望带动盈利环比提速，夯实全球化长期稳健增长的制造底座。中远期看，“大三角+小三角”智造网络为获取更多整机订单、提升产品价值量与客户份额，提供持续动能。

3. 其他业务多点开花：雕刻机景气回升，汽车电子打开增量空间

3.1. 创新消费电子：家用雕刻机市场空间广阔，持续绑定赛道龙头 Cricut

除电子烟业务，公司创新消费电子涵盖家用雕刻机、E-bike 等智能家居、TWS 耳机等多个产品。

3.1.1. 家用雕刻机：大客户补库开启，重回增长通道

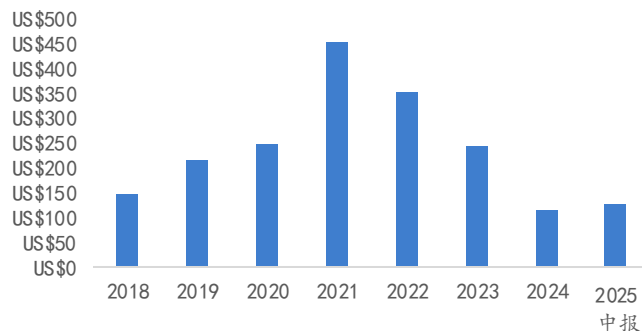
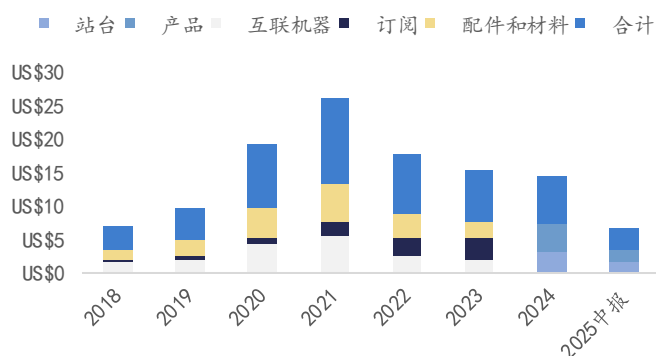
家用雕刻机为该板块的重要细分领域，是现代科技与用户个性化需求结合的创新性产品，主要利用刀片镂空技术，切割纸张、布料，从而制作手工贺卡、礼盒、名片等物件。伴随北美、欧洲 DIY 文化潮流兴起，海外市场对家用雕刻机需求旺盛，市场处于快速发展期。

公司自 2013 年起绑定全球龙头 Cricut，Cricut 是家用雕刻机与 DIY 创作领域的领跑者，连续推出新机型，构建了硬件+软件+材料的完整生态，服务全球近 590 万活跃用户，拥有将近 296 万付费订阅用户。Cricut 近年营收在 2021 年达到峰值 13.6 亿美元，2018 年-2021 年 CAGR 为 56.65%，2022 年以来，受终端需求减弱及用户规模变化等因素影响，收入进入调整期，2023/2024 年分别实现营收 7.65/7.13 亿美元，逐步企稳。截至 25H1，Cricut 库存水平已回归合理区间，公司雕刻机业务重回增长。展望未来，Cricut 丰厚的用户资产，叠加其推新节奏，公司家用雕刻机产品及其耗材销售有望进一步改善。

公司深度参与整机与耗材全生命周期研发制造，形成高壁垒、高黏性的专供模式。2018-2021 年 Cricut 主力机型 Maker/Explore Air 2/Joy 迭代放量，带动公司对 Cricut 相关收入（包含整机与耗材）接近 40 亿元人民币。伴随下游大客户 Cricut 的去库结束及需求回升，公司雕刻机业务有望实现同步修复与增长。

图表 28: Cricut 三大业务收入（亿美元）快速增长

图表 29: Cricut 存货（百万美元）近期呈现下降趋势



来源：Cricut 年报，国金证券研究所

来源：Cricut 年报，国金证券研究所

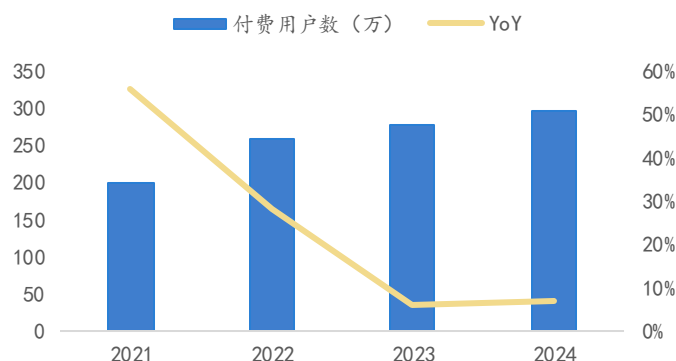


图表30: Cricut 主力机型 Maker/ExploreAir2/Joy



来源: Cricut 官网, 国金证券研究所

图表31: 2021-2024 Cricut 付费会员变化



来源: Cricut 年报, 国金证券研究所

3.1.2. E-Bike: 携手博世, 切入全球微出行

公司最早在 2018 年与博世开始合作生产电助力自行车零部件。电动自行车及微出行市场近十年来持续增长, 尤其在城市通勤场景中日益普及。博世作为全球领先的电动自行车系统供应商, 为包括 Gazelle、Canondale、Riese & Müller 在内的多个国际品牌提供电机、电池及控制系统等关键部件。据官方数据, 目前共有 1,702 款电动自行车产品采用了博世的电动自行车系统。2025H1 公司电助力自行车产品增长稳健, 有望继续进一步深入博世供应链, 拓展新项目。

图表32: 博世电助力自行车驱动单元



来源: 博世官网、国金证券研究所

3.1.3. 脑机业务: 产学研协同, 加速落地

公司自较早阶段便切入非侵入式脑机接口, 并于 2024 年 6 月正式推出 Xmouse 脑电波仪科研版并开始出货, 同时与 InteraXon 合作推动 Muse 在国内落地。根据公司官方披露, Muse 在欧美已累计销售数十万台。

技术与合作层面, 公司持续加强产学研结合, 已与脑机交互与人机共融海河实验室、天津大学共建“厦门市北洋脑机接口与智慧健康创新研究院”, 并在天津大学开设脑机接口实训课程; 此外, 2025 年与上海交通大学 BCMI 实验室发起 SPEED 联盟, 旨在构建情绪与认知脑电的大规模数据与应用生态。公司牵头方向亦获科技部国家重点研发计划立项支持, 显示其技术路线获得政策与科研层面的双重背书。



当前进展层面,公司技术已进入应用试验阶段,在医疗康复与人机交互算法方面取得突破,冥想、专注力提升、睡眠改善、抑郁症监测等应用场景已开展探索,神经康复机器人和疲劳驾驶监测产品也在开发推进。

未来规划方面,公司将逐步发力消费级脑机接口,探索 ToC 端商用化路,中长期则具备较好成长空间。

图表33: 公司投资加拿大 InteraXon 发力消费级脑机接口



图表34: 公司脑科学研究获科技部国家重点研发资金支持



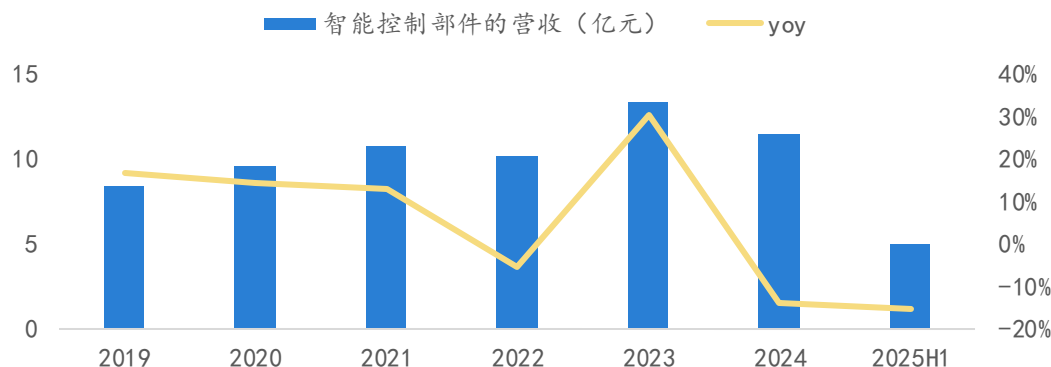
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2. 智能控制部件: 行业景气延续, 客户结构优化中长期增长可期

智能控制部件业务包含家电、办公设备、汽车电子、工业装备等领域, 传感、通信、AI 与 3C 融合技术共振, 行业景气度保持高位。全球市场 2023 年规模达 1.89 万亿美元, 2018 - 2024 年 CAGR 约 5.38%; 中国市场同期规模 3.44 万亿元, 2024 年有望跃至 3.87 万亿元, 2018 - 2024 年 CAGR 约 12.64%, 长坡厚雪特征清晰, 市场弹性充分。

图表35: 公司智能控制部件营收



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司智能控制部件业务的客户拓展与产品演进, 持续撬动国际头部客户资源, 卡位多元应用格局。

- 罗技 (Logitech): 罗技采取事业部制, 不同产品由不同事业部研发设计, 打印设备、键盘&鼠标、视频系统、游戏为重要事业部。2004 年公司前身万利达网控事业部与罗技建立合作, 初期聚焦网络遥控器、演示器、游戏控制器等智能控制部件, 逐步奠定了高端消费电子配套的雏形。2017 年, 公司切入罗技 Home Control 体系, 提供 Harmony 智能网络遥控器, 并持续供应演示器等产品。2018 年, 进入视频协作与 Gaming 事业部, 配套会议级摄像模组与专业级游戏控制器。受前期贸易环境影响, 收入节奏受到一定影响。公司目前积极将产能转移至马来西亚基地, 同时伴随疫情期间购入设备即将迎来换新周期, 公司与罗技合作长期趋势仍向好。
- WIK/雀巢 (Nestlé): 2010 年, 公司通过 WIK 切入雀巢咖啡机供应链, 自主研发咖啡机人机界面模组 (HMI), 并于 2011 年实现量产定型, 成功进入雀巢二级供应体系。

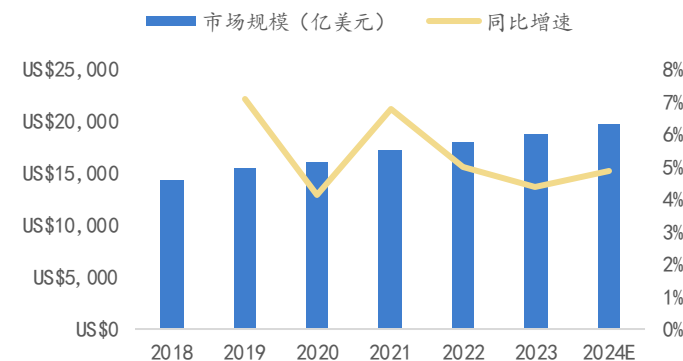


该项目在精密组装、可靠性测试和国际品牌质量体系方面要求极高，推动公司形成了高阶模组化设计和全球化供应链能力。在此基础上，公司与咖啡机客户的非 HMI 机械模组已实现量产，合作深度有望进一步提升。

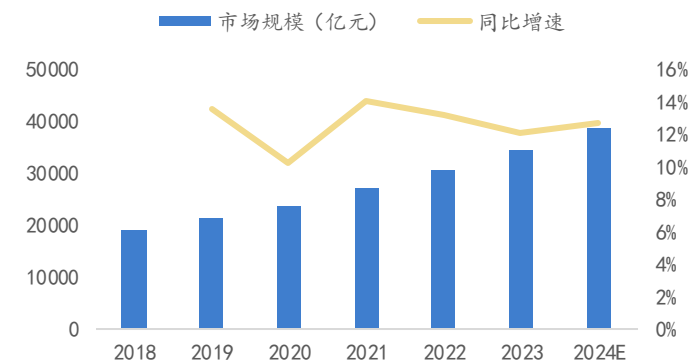
- **Asetek**：2014 年，公司携手丹麦 Asetek 切入 PC 与服务器水冷散热赛道，供应高负荷水泵控模块与控制 PCB。该产品需满足低噪声及多 OEM 接口兼容，带动公司在热管理、电机控制与液冷密封技术上的积累。25H1 下游客户在高端产品节奏上的阶段性调整，对公司业绩产生阶段性影响，公司正在通过提升性价比产品配套，逐步恢复业务稳定性。

图表 36：全球智能控制器市场规模及增速

图表 37：中国智能控制器市场规模及增速



来源：公司年报，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：罗技会议摄像模组和专业级游戏控制器

图表 39：雀巢咖啡机 HMI



来源：罗技官网，国金证券研究所



来源：雀巢官网，国金证券研究所

3.3. 汽车电子业务：国内市场规模破万亿，业绩有望保持良好势头

近年来，受益于汽车电动化、智能化、联网化加速渗透，汽车电子行业需求持续释放。公司持续加码汽车电子业务布局，在上海设立研发与制造中心，并建设墨西哥智造基地以支撑海外市场拓展，聚焦智能后视安全、智能舒适控制、智能座舱系统、车载运动机构、车载健康安全及车载智能制造六大方向

产品结构层面，2020 年以来，公司持续升级天窗模块、座椅模块及方向盘模块等产品，明星产品电子防眩镜、座椅控制模块、座椅记忆模块及方向盘离手检测（HOD）配置率快速提升，带动销量显著增长。2019 - 2024 年，公司汽车电子业务收入由 1.06 亿元升至 6.14 亿元，CAGR 达 42%。其中，汽车电子业务中防眩目镜国内市场份额第一；电动可翻转领域已获多家主机厂定点，其中 2 家已实现交货。

客户结构方面，公司已进入国内主流新能源车厂供应链，客户涵盖小鹏、北汽新能源、蔚来、吉利、比亚迪及问界（AITO）等。公司不断夯实核心技术，持续创新，全力满足汽车行业功能重构需求，推动客户结构和产品结构的升级，并通过差异化创新领跑行业。海外市场拓展方面，公司已与多家欧洲及北美客户建立合作关系，成功获得上汽奥迪、印度科

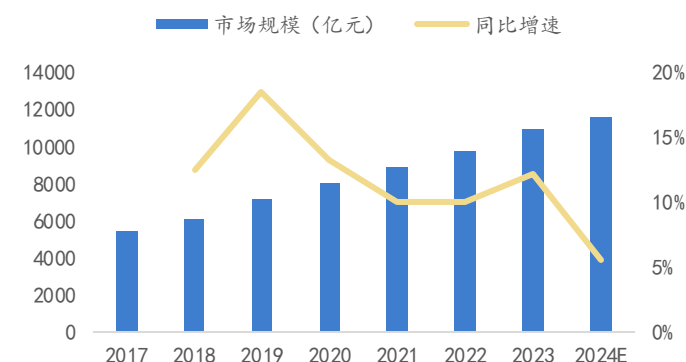


德等项目定点，并进入法国、美国等新市场。随着海外客户不断扩张，公司汽车电子业务的区域分布更趋均衡。国内汽车电子整体竞争较为激烈，出海也有助于公司优化整体盈利结构，进一步打开利润空间。

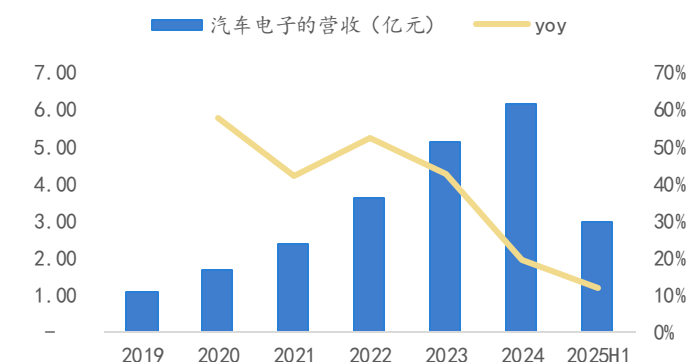
产能方面，墨西哥智造基已于 2024 年开工建设，一期厂房预计 25H2 全面投产。公司已在墨西哥蒙特雷提前建设线束产线并稳定交付，以满足北美客户的本地化需求。该基地建成后将成为公司海外市场的重要交付枢纽，进一步提升汽车电子业务在国际市场的竞争力。同时，公司在 25 年 8 月发布定增公告，将以 2.45 亿元（拟投入定增募集资金 2.38 亿元）在蒙特雷市建设新厂房及配套设施，项目建设期为 36 个月。伴随墨西哥生产基地逐步投产，公司有望继续拓展汽车电子与 UDM 智能制造业务，为长期稳定发展提供新的业绩增长点。

图表40：汽车电子市场规模

图表41：公司汽车电子营收



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

3.4. 健康环境类产品：众环科技B端国际合作深化与C端品牌精细运营双轮驱动策略

公司健康环境业务主要由全资子公司漳州众环科技承载，产品矩阵包括空气净化器、加湿器、植物培育器、香薰机、除湿机、净水器等品类。截至 25H1，公司在健康环境业务持续发力，实现收入 8516 万元，同比增长 35.69%。其中，Q2 实现收入 5494 万元，同比增长 56.32%，录得景气度新高。

2024 年，全球室内净化器市场规模达到 206.9 亿美元，健康生活意识的快速提升为公司带来新的增长机遇。为抓住这一趋势，公司计划加码扩产。旗下众环科技与漳州盈塑将联合实施 1.21 亿元扩产项目（总投资 1.24 亿元，建设周期 36 个月），在漳州新建自动化产线与智能化仓储。项目建成后，目标年产数百万台套空气净化器、水净化等多场景产品，进一步提升公司在全球健康生活领域的供给能力。

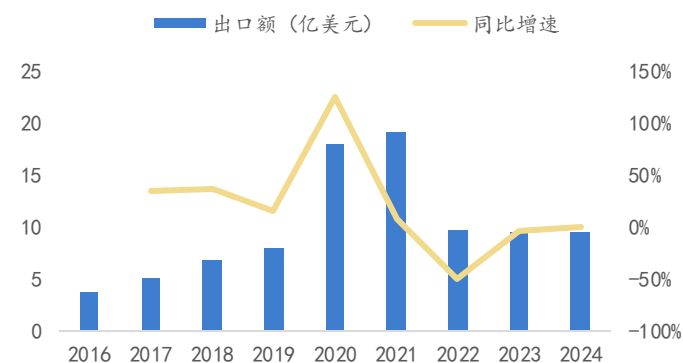
B 端：公司依托 UDM 一站式能力，深度绑定 Walmart、Target、Costco 等国际头部客户及终端渠道，得到充分认可。2024 年中国空气净化器出口额达 9.58 亿美元，同比微增 1.01%，行业经历疫情后的高基数和渠道去库存后，库存已回归健康水位。随着全球补库周期启动，订单与盈利有望同步修复。

C 端：智小净切入母婴，高壁垒打造第二曲线。国内市场推出自主品牌“智小净”，以母婴场景为切口，其“智小净 M2”系列搭载“生物盾”除醛技术，通过氨基酸材质分解甲醛，去除效率高达 98%，有效避免传统吸附造成的二次污染，并整合智能传感、节能管理等功能，以贴合母婴对空气质量的高标准需求。

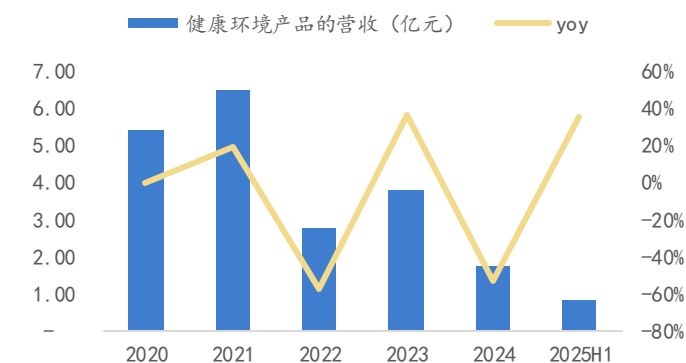


图表42：中国空气净化器市场规模

图表43：公司健康环境产品营收



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司目前已经从单极发展转化为多业务协同发展，2025H1 创新消费电子、智能控件、汽车电子产品营收占比分别为 37.12%/27.20%/16.44%，毛利占主营业务利润比重分别为 40.28%/23.70%/13.96%。

图表44：公司各业务毛利占比，多板块业务协同发展（百万元）

分业务	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
创新消费电子毛利	450.45	1311.86	892.13	1124.94	240.79	1301.10	698.02	402.74	327.50	204.58
毛利占比	65%	82%	75%	73%	68%	34%	53%	34%	32%	40%
智能控制部件毛利	178.93	243.41	222.01	244.12	240.79	239.80	282.74	315.83	271.89	120.37
毛利占比	26%	15%	19%	16%	13%	27%	21%	27%	27%	24%
汽车电子产品毛利	33.74	12.93	27.77	24.89	46.94	/	/	144.26	178.21	70.92
毛利占比	5%	1%	2%	2%	3%	12%	/	12%	18%	14%
其他产品毛利	0.35	(5.03)	3.24	45.09	63.74	149.73	/	120.64	107.79	48.15
毛利占比	0%	0%	0%	3%	4%	10%	/	10%	11%	9%
健康环境产品毛利					139.44	/	/	135.36	38.78	22.02
毛利占比					8%	11%	/	11%	4%	4%
技术研发服务毛利	24.61	26.27	28.28	74.06	63.74	/	61.47	66.20	89.23	41.83
毛利占比	4%	2%	2%	5%	4%	6%	5%	6%	9%	8%
其他业务毛利					13.99					
毛利占比					1%					

来源：公司公告，国金证券研究所

营收方面，我们按照品类拆分：

创新消费电子：公司国际竞争力持续增强，叠加行业景气度回升及客户库存逐步消化，雕刻机、电子烟盈利能力有望持续改善，预计 25-27 年创新消费电子营收分别为 16.95/23.49/32.33 亿元，同比+49%/+39%/+38%。

- 电子烟：伴随 25H2 新机型逐步出货，叠加公司海外产能放量，下半年年销量可期。同时伴随马来西亚工厂自动化率提升，有效对冲海外生产效率问题，毛利率有望回升。
- 家用雕刻机：下游大客户 Cricut 库存已回归地位，25H1 雕刻机业绩回归增长趋势，家用雕刻机产品及其耗材的销售将有望逐步改善。
- eBike：客户向高端迭代多款产品，在手项目显示明年增长良好，营收预计保持增长。

智能控制部件：公司积极配合下游大客户进行产品结构调整、全球化产能配置，预计板块全年将保持稳健并略有增长，预计 25-27 年智能控制部件营收分别为 11.96/13.90/16.30



百万元，同比+5%/+16%/+17%。

- 视频会议系统：伴随公司将对应产能转移，预计下半年订单回归正常区间。
- 水冷散热控制产品：受下游客户产品结构调整 25H1 板块承压，公司顺势而为，对应产品转向性价比路线，预计下半年收入端将逐步修复。
- 其他业务：公司与核心大客户雀巢合作延伸至非 HMI 机械模组，同时积极拓展食品领域新客户。

汽车电子产品：公司顺应汽车智能化潮流，不断丰富产品矩阵，同时积极拓展海内外品牌客户，长期成长逻辑不改。伴随墨西哥线束产能建设，25-27 年营收分别为 7.59/9.29/10.69 亿元，同比+24%/+23%/+15%

健康环境产品：公司积极头站新客户，相关合作产品正在研发过程中，有望贡献新增长点，预计健康环境业务 25-27 年营收分别为 2.66/3.22/3.74 亿元，同比+50%/+21%/+16%。

技术研发服务：公司在医疗、工业物流机器人等新兴领域均有布局，预计技术研发服务 25-27 年营收分别为 1.87/2.24/2.69 亿元，同比+20%/+20%/+20%。

图表45：销售预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
各板块业务加总					
销售收入（百万元）	3,860.20	3,572.76	4,498.36	5,669.21	7,098.52
增长率（YOY）	-11.16%	-7.45%	25.91%	26.03%	25.21%
毛利率	30.70%	28.36%	28.62%	29.12%	29.20%
创新消费电子产品					
销售收入（百万元）	1,154.62	1,136.76	1,695.12	2,348.99	3,233.37
增长率（YOY）	-48.37%	-1.55%	49.12%	38.57%	37.65%
毛利率	34.88%	28.81%	30.89%	30.97%	30.81%
智能控制部件					
销售收入（百万元）	1,330.77	1,144.96	1,196.48	1,389.71	1,630.13
增长率（YOY）	30.50%	-13.96%	4.50%	16.15%	17.30%
毛利率	23.73%	23.75%	25.00%	26.00%	26.00%
汽车电子产品					
销售收入（百万元）	514.32	614.27	758.62	929.31	1,068.70
增长率（YOY）	42.82%	19.43%	23.50%	22.50%	15.00%
毛利率		29.01%	23.60%	23.50%	23.40%
健康环境产品					
销售收入（百万元）	378.40	177.31	265.96	322.34	374.40
增长率（YOY）	36.77%	-53.14%	50.00%	21.20%	16.15%
毛利率		21.87%	25.00%	26.00%	26.00%
技术研发服务					
销售收入（百万元）	112.95	155.82	186.98	224.38	269.25
增长率（YOY）	18.11%	37.96%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	58.61%	57.26%	58.00%	59.00%	59.00%
其他产品					
销售收入（百万元）	369.14	343.66	395.21	454.49	522.66
增长率（YOY）	3.50%	-6.90%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率		31.37%	28.00%	28.00%	28.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率方面，我们预计公司在积极拓展新客户、新业务背景下费用率平稳略升：



- **销售费用：**预计公司持续积极拓展客户，销售费用率在历史平均水平保持，25-27 年分别为 2.60%/2.40%/2.30%。
- **管理费用：**考虑到公司股权激励计划预计 25-27 年管理费用率分别为 6.50%/6.30%/6.10%。
- **研发费用：**公司始终秉承创新引领发展的核心战略，考虑到公司 UDM 模式下，公司持续与多个客户共研新产品，预计 25-27 年研发费用率将维持在较高位置。

综上所述，在不考虑定增预案的情况下，我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 44.98 亿/56.69 亿/70.99 亿元，同比+25.91%/+26.50%/+21.42%；归母净利润 4.05 亿/5.50 亿/7.03 亿元，同比+61.09%/+35.73%/+28.22 对应 EPS 为 0.52/0.71/0.91 元。

公司当前已经从单一业务爆品模式，转化为多点开花的多业务协调发展模式，业务版辽阔。我们分别选取电子烟供应的思摩尔国际，以及多板块业务布局、涉及消费电子、汽车电子等业务的立讯精密、拓邦股份、和而泰作为可比公司。可比公司 25-27 年平均 PE 为 46X、34X、26X，可比公司 25-27 年 PE 中位数为 38X、30X、24X。

公司多板块业务协同发展，对应核心客户实力雄厚，叠加海外产能稀缺性显著，我们给予公司 2026 年 30X PE，对应目标价 21.22 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6969.HK	思摩尔国际	17.00	0.27	0.31	0.36	30.18	26.42	22.87
002475.SZ	立讯精密	52.71	2.31	2.85	3.38	19.86	16.15	13.62
002139.SZ	拓邦股份	14.61	0.66	0.81	1.00	23.18	18.79	15.22
002402.SZ	和而泰	38.62	0.76	0.99	1.27	53.54	41.01	32.00
中位数						38.36	29.90	23.61
平均数						46.43	34.28	26.49
002925.SZ	盈趣科技	18.65	0.52	0.71	0.91	33.77	24.88	19.45

来源：Wind，国金证券研究所（注：所有货币为原始货币；收盘价为 2025 年 9 月 1 日数据）

5. 风险提示

- 1、**客户相对集中风险：**公司单一业务对单一客户较为依赖，若公司与主要客户的合作关系发生变化，或该客户市场份额降低、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。
- 2、**原材料供应紧缺及价格波动风险：**全球通胀叠加地缘政治扰动，若芯片等关键物料供给曲线左移，价格上行直接侵蚀毛利率；若短缺持续，将会对公司成本带来压力，影响公司整体的经营业绩。
- 3、**市场竞争风险：**HNB 与汽车电子赛道玩家快速扩容，技术迭代加速，或将导致下游大客户订单不及预期，拖累公司市场份额与盈利能力。
- 4、**汇率波动风险：**公司出口收入占比较高，且以美元结算，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。
- 5、**政策变动风险：**新型烟草的发展受政策影响较重，市场准入、产品生产、宣传及销售各环节均受各国差异化监管，政策变量突变可能触发需求端影响或合规成本上升。
- 6、**大股东质押风险：**公司控股股东深圳万利达电子工业有限公司所持部分股份存在质押情况。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,345	3,860	3,573	4,498	5,669	7,099
增长率		-11.2%	-7.4%	25.9%	26.0%	25.2%
主营业务成本	-3,023	-2,675	-2,559	-3,211	-4,019	-5,026
%销售收入	69.6%	69.3%	71.6%	71.4%	70.9%	70.8%
毛利	1,322	1,185	1,013	1,287	1,651	2,073
%销售收入	30.4%	30.7%	28.4%	28.6%	29.1%	29.2%
营业税金及附加	-27	-26	-27	-31	-40	-50
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-85	-88	-100	-117	-136	-163
%销售收入	2.0%	2.3%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%
管理费用	-196	-182	-244	-292	-357	-433
%销售收入	4.5%	4.7%	6.8%	6.5%	6.3%	6.1%
研发费用	-373	-362	-342	-418	-524	-657
%销售收入	8.6%	9.4%	9.6%	9.3%	9.3%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	641	527	300	428	593	770
%销售收入	14.8%	13.7%	8.4%	9.5%	10.5%	10.8%
财务费用	127	25	20	5	-12	-17
%销售收入	-2.9%	-0.6%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-85	-91	-73	-56	-23	-26
公允价值变动收益	21	12	-16	40	5	5
投资收益	23	28	25	20	30	30
%税前利润	3.0%	5.3%	8.7%	4.3%	4.8%	3.8%
营业利润	787	544	291	462	618	786
营业利润率	18.1%	14.1%	8.1%	10.3%	10.9%	11.1%
营业外收支	0	-6	1	3	3	3
税前利润	787	539	293	465	621	789
利润率	18.1%	14.0%	8.2%	10.3%	11.0%	11.1%
所得税	-78	-58	-26	-42	-56	-71
所得税率	10.0%	10.7%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	708	481	267	423	565	718
少数股东损益	15	30	15	18	15	15
归属于母公司的净利润	693	451	252	405	550	703
净利率	16.0%	11.7%	7.0%	9.0%	9.7%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	708	481	267	423	565	718
少数股东损益	15	30	15	18	15	15
非现金支出	255	274	275	244	236	260
非经营收益	-165			2	7	15
营运资金变动	418	-57	-95	-120	-259	-337
经营活动现金净流	1,216	689	431	548	549	656
资本开支	-483	-463	-528	-500	-482	-132
投资	-44	-352	-120	-50	-30	-25
其他	-155	378	1,222	20	30	30
投资活动现金净流	-682	-437	575	-530	-482	-127
股权募资	34	4	53	23	0	0
债权募资	19	-76	-185	316	462	128
其他	-1,076	-498	-711	-188	-265	-334
筹资活动现金净流	-1,023	-571	-844	152	197	-206
现金净流量	-393	-352	173	171	264	322

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,083	635	834	982	1,231	1,543
应收款项	1,240	1,291	1,344	1,497	1,821	2,241
存货	863	789	758	919	1,151	1,439
其他流动资产	1,875	1,421	257	256	272	287
流动资产	5,062	4,136	3,193	3,654	4,474	5,509
%总资产	65.2%	56.1%	46.5%	47.8%	51.1%	56.7%
长期投资	546	588	665	755	790	820
固定资产	1,519	1,886	2,187	2,570	2,823	2,708
%总资产	19.6%	25.6%	31.9%	33.6%	32.2%	27.9%
无形资产	381	548	555	571	584	596
非流动资产	2,696	3,231	3,669	3,988	4,285	4,207
%总资产	34.8%	43.9%	53.5%	52.2%	48.9%	43.3%
资产总计	7,757	7,368	6,862	7,642	8,759	9,716
短期借款	405	427	486	537	1,099	1,277
应付款项	815	764	791	994	1,243	1,554
其他流动负债	360	298	252	293	370	462
流动负债	1,580	1,490	1,530	1,825	2,712	3,293
长期贷款	565	464	222	572	472	422
其他长期负债	153	173	200	51	36	25
负债	2,298	2,126	1,952	2,448	3,220	3,740
普通股股东权益	5,277	5,033	4,645	4,911	5,241	5,663
其中：股本	783	780	777	777	777	777
未分配利润	2,636	2,470	2,271	2,514	2,844	3,266
少数股东权益	182	208	265	283	298	313
负债股东权益合计	7,757	7,368	6,862	7,642	8,759	9,716

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.886	0.577	0.324	0.521	0.707	0.905
每股净资产	6.741	6.449	5.975	6.317	6.741	7.284
每股经营现金净流	1.554	0.883	0.555	0.706	0.706	0.843
每股股利	0.800	0.460	0.430	0.208	0.283	0.362
回报率						
净资产收益率	13.14%	8.95%	5.41%	8.25%	10.49%	12.42%
总资产收益率	8.94%	6.11%	3.67%	5.30%	6.28%	7.24%
投入资本收益率	8.92%	7.61%	4.84%	6.18%	7.59%	9.13%
增长率						
主营业务收入增长率	-38.46%	-11.16%	-7.45%	25.91%	26.03%	25.21%
EBIT 增长率	-45.89%	-17.80%	-42.99%	42.55%	38.57%	29.77%
净利润增长率	-36.57%	-35.02%	-44.17%	61.09%	35.75%	27.89%
总资产增长率	-6.98%	-5.02%	-6.86%	11.37%	14.62%	10.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	108.8	104.3	117.4	105.0	102.0	100.0
存货周转天数	127.7	112.7	110.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	105.4	89.2	98.0	94.0	94.0	94.0
固定资产周转天数	108.1	157.6	181.0	154.8	126.9	101.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.12%	-20.88%	-5.84%	-0.66%	3.23%	-0.08%
EBIT 利息保障倍数	-5.1	-21.3	-15.4	-84.4	47.7	44.5
资产负债率	29.62%	28.86%	28.44%	32.04%	36.77%	38.49%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	7	11	17
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究