

首次覆盖
投资评级 优于大市

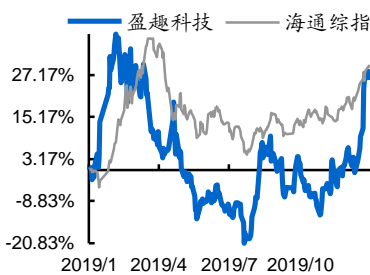
UDM 模式智能制造，开花结果终有时

股票数据

02月21日收盘价(元)	68.85
532周股价波动(元)	32.89-62.98
总股本/流通A股(百万股)	458/166
总市值/流通市值(百万元)	26219/9496

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	29.0	41.2	31.8
相对涨幅(%)	25.0	34.2	26.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 衣桢永

Tel: (021) 23212208

Email: yzy12003@htsec.com

证书: S0850517100004

分析师: 赵洋

Tel: (021) 23154126

Email: zy10340@htsec.com

证书: S0850517100001

投资要点:

- **电子创新类产品智能解决方案提供商:** 盈趣科技成立于2011年, 前身为南靖科技设立的网控事业部, 专业以自主创新的UDM模式为基础, 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; 自2019年以来公司业绩已呈现逐季改善的趋势, 预计未来随着主要客户订单快速增长以及公司持续开拓新客户, 业绩向上增长态势仍将继续保持。
- **核心研发制造能力&客户深度绑定形成高壁垒:** 在盈趣的UDM模式下, 客户的产品高度定制化, 单一产品主要向单一客户专供, 盈趣与客户全面在产品各个流程深度合作, 盈趣与客户合作关系更为紧密, 并且具备核心研发制造能力, 客户粘性高, 并且具备核心研发制造能力, 符合工业制造智能化趋势。
- **IQOS电子烟业务有望企稳回升, 基本面迎向上拐点:** 盈趣作为PMI电子烟产品二级供应商, 产品生产加热棒和外壳精密塑胶件, 随着IQOS 3DUO新品在9月份发布, 考虑到新品在充电效率、可抽烟单数量等功能较之前产品有明显改进, 预计有望给IQOS产品带来新的增长动力。
- **家用雕刻机渗透率持续提升, 高增长仍将延续:** 盈趣作为Cricut家用雕刻机及图标图案熨烫机产品的供应商, 近年来业务迅速增长, 预计未来随着Cricut从设备向耗材延伸以及销售区域的扩张, 雕刻机业务仍将保持快速增长态势。
- **自有品牌不断加码, 营收占比有望持续提升:** 18年公司国内收入1.4亿元, 占全部收入占比4.9%, 我们认为, 公司通过在UDM模式下研发及制造技术的持续积累, 已经具备了自有品牌产品的开发能力, 预计未来将持续提升自有品牌收入占比。
- **盈利预测与评级:** 考虑到公司大客户业务企稳回升及新客户的持续开发能力, 我们认为公司20年有望迎来基本面拐点, 并且公司依托UDM模式与客户服务进行深度绑定, 长期竞争力非常显著, 我们预计公司2019-2021年归母净利润9.3亿元、12.1亿元、14.5亿元, 同比增长14.8%、29.5%、20.0%; 参考同业可比公司, 我们给予盈趣20年25-28倍估值, 对应合理价值区间66~73.92元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 大客户订单不及预期, 贸易摩擦加剧风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3267	2779	3717	4582	5446
(+/-)YoY(%)	98.2%	-15.0%	33.8%	23.3%	18.9%
净利润(百万元)	984	814	934	1210	1453
(+/-)YoY(%)	120.9%	-17.3%	14.8%	29.5%	20.0%
全面摊薄EPS(元)	2.15	1.78	2.04	2.64	3.17
毛利率(%)	48.9%	43.0%	41.1%	42.4%	42.4%
净资产收益率(%)	59.0%	21.9%	20.1%	20.6%	19.9%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 盈趣科技：电子创新类产品智能解决方案提供商	6
2. UDM 模式：定制化服务打造核心产品竞争力	10
3. IQOS 电子烟：20 年有望订单放量，基本面迎拐点	12
3.1 IQOS 引领 HNB 发展，未来持续快速扩张	13
3.2 新品发布&美国放量，多因素利好 IQOS 订单增长	17
4. 家用雕刻机：渗透率持续提升，高增长仍将延续	19
5. 其他领域：老客户品类延伸，自主品牌加速发展	22
5.1 智能控制部件：核心客户增长稳定	22
5.2 汽车电子类：收购协同作用体现，有望实现高增长	23
5.3 自主品牌：加速发展，聚焦智能家居、穿戴设备领域	23
6. 盈利预测与评级	24
7. 风险提示	25
财务报表分析和预测	26

图目录

图 1	盈趣科技发展历程.....	6
图 2	盈趣科技收入变化趋势	6
图 3	盈趣科技归母净利润变化趋势	6
图 4	盈趣科技产品收入近年情况 (万元)	7
图 5	盈趣科技产品构成 (2018 年)	7
图 6	盈趣国内外业务收入情况.....	7
图 7	盈趣国内外业务毛利率情况.....	7
图 8	公司股权结构图	8
图 9	盈趣科技产能基地分布情况	9
图 10	盈趣科技美国出口营业收入占比约为 44%	9
图 11	公司主要客户及产品情况.....	10
图 12	UDM 模式概念解析.....	11
图 13	UDM 模式逻辑图	12
图 14	IQOS 产品图示	12
图 15	IQOS 配套的烟弹	12
图 16	新型烟草分类.....	13
图 17	日本区域 IQOS 占比持续提升	15
图 18	除中国外全球烟草市场份额占比 (亿美元, 2018 年)	15
图 19	IQOS 使用人数变化及转化率情况	15
图 20	全世界主要国家 IQOS 流通量占比 (2019Q3)	16
图 21	PMI RRP 产品 19 年前三季度销售区域比例.....	16
图 22	GIO 系列产品图示	16
图 23	Ploom 系列产品图示.....	16
图 24	盈趣科技电子烟部件毛利率超 60%	18
图 25	盈趣科技创新类电子产品毛利率情况.....	18
图 26	电子烟部件业务收入变化 (百万元)	18
图 27	创新类电子产品业务收入变化	18
图 28	电子烟业务 2020 年回暖逻辑总结	19
图 29	家用雕刻机 (cricut) 展示图.....	20
图 30	家用雕刻机使用的雕刻工具	20

图 31	亚马逊网站售卖的 cricut.....	20
图 32	盈趣家用雕刻机收入增长迅速	20
图 33	家用雕刻机毛利率情况	20
图 34	Cricut 产品在分类 Scrapbooking Die-Cut Machines 中排名第一	21
图 35	雕刻机长期成长逻辑.....	22
图 36	盈趣智能控制部件收入情况	23
图 37	智能控制部件毛利率情况.....	23
图 38	盈趣汽车电子业务收入情况	23
图 39	汽车电子业务毛利率情况.....	23
图 40	咕咕机图示	24
图 41	盈趣家联网生态	24

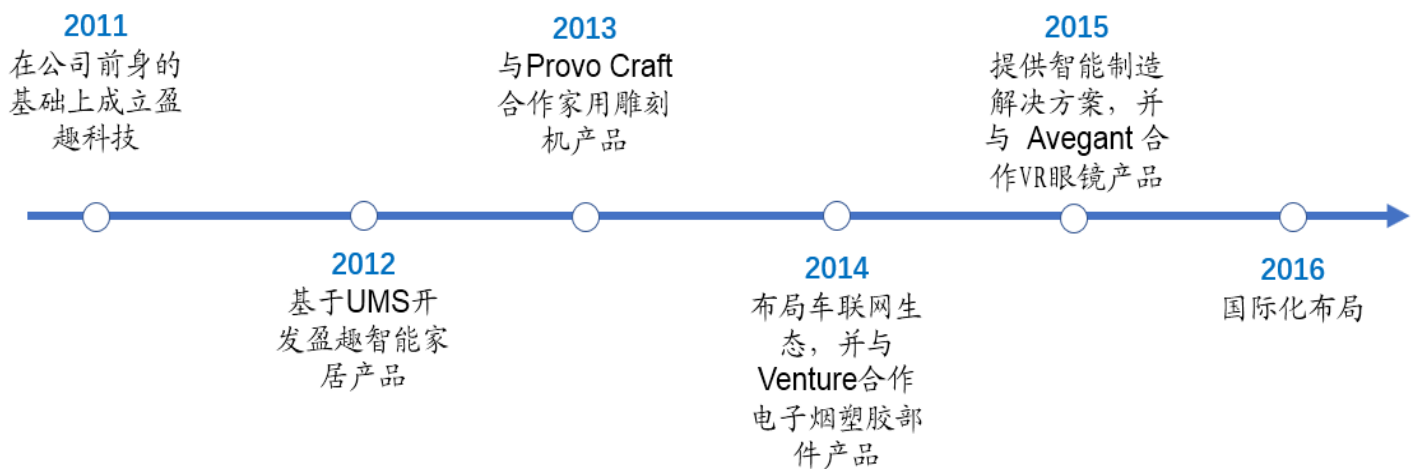
表目录

表 1	前十大股东股权情况（截至 2019 年 9 月 30 日）.....	8
表 2	主要国家区域对于新型烟草制品监管政策	14
表 3	对比雾化烟与加热不燃烧烟	14
表 4	IQOS 对比其他品牌产品.....	17
表 5	盈趣科技分产品盈利预测.....	24
表 6	可比公司估值情况.....	25

1. 盈趣科技：电子创新类产品智能解决方案提供商

- 盈趣科技成立于 2011 年，前身为南靖科技设立的网控事业部，专业以自主创新的 UDM 模式为基础，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，并为中小型企业提供智能制造解决方案。
 - 公司近年来凭借 UDM 模式迅速扩展大客户，2012 年基于 UMS 开发智能家居产品，2013 年与 Provo Craft 合作家用雕刻机产品，2014 年布局车联网生态，并与 Venture 合作电子烟塑胶部件产品，2015 年与 Avegant 合作 VR 眼镜产品，发展过程中始终致力于为客户提供整体解决方案，品牌影响力日益增加。

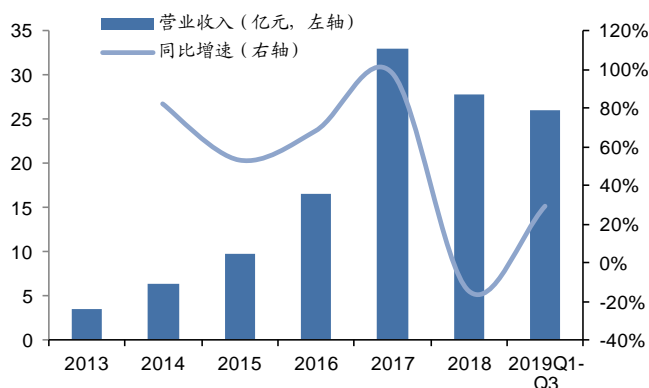
图1 盈趣科技发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，海通证券研究所

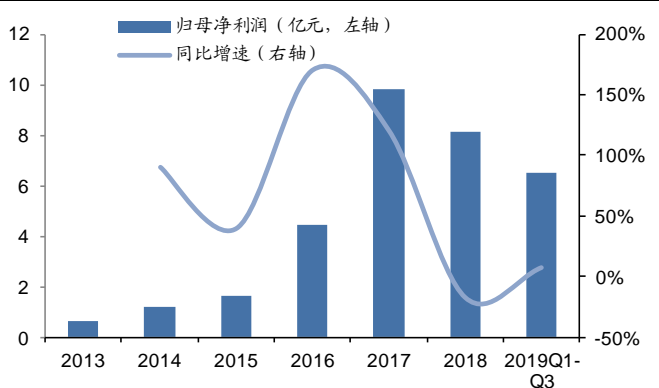
- **19 年经营业绩出现企稳回升态势：**受大客户订单波动影响，2018 年公司营业收入与归母净利润有所下滑，2019 年起出现向上恢复的态势，19 年前三季度公司实现收入 26.0 亿元，同比增长 29.0%，实现归母净利润 6.5 亿元，同比增长 7.3%，我们认为，这与公司一些客户持续放量有关。

图2 盈趣科技收入变化趋势



资料来源：wind，海通证券研究所

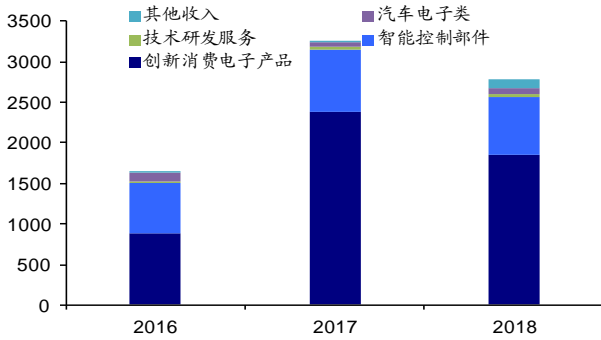
图3 盈趣科技归母净利润变化趋势



资料来源：wind，海通证券研究所

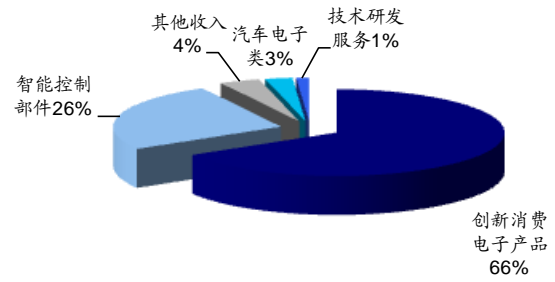
- **创新消费电子产品占收入比例 66.4%：**盈趣主营业务为创新消费电子产品、智能控制部件、技术研发服务和汽车电子类，近三年创新消费电子产品占到最大比例，2018 年创新消费电子产品收入占主营业务的 66.4%。

图4 盈趣科技产品收入近年情况 (万元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

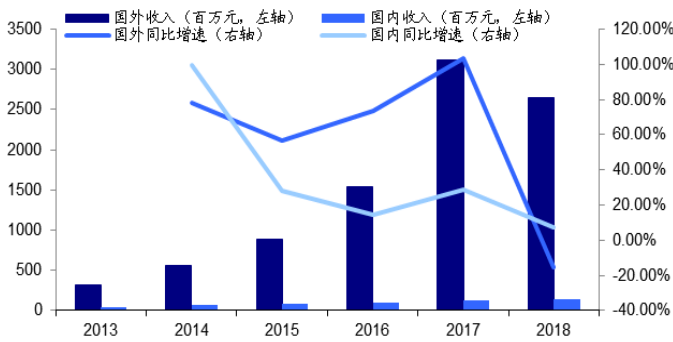
图5 盈趣科技产品构成 (2018年)



资料来源: wind, 海通证券研究所

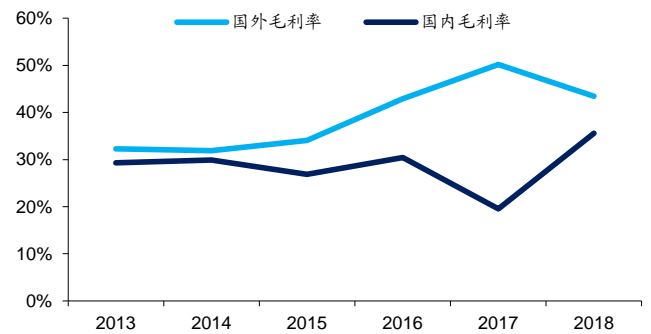
- **海外收入占比高, 全球化布局分散贸易风险:** 公司业务主要以出口为主, 客户大多为国际知名企业以及科技型企业, 18年其主营业务收入中海外收入占比超过 90%, 国内业务占比为 4.9%。

图6 盈趣国内外业务收入情况



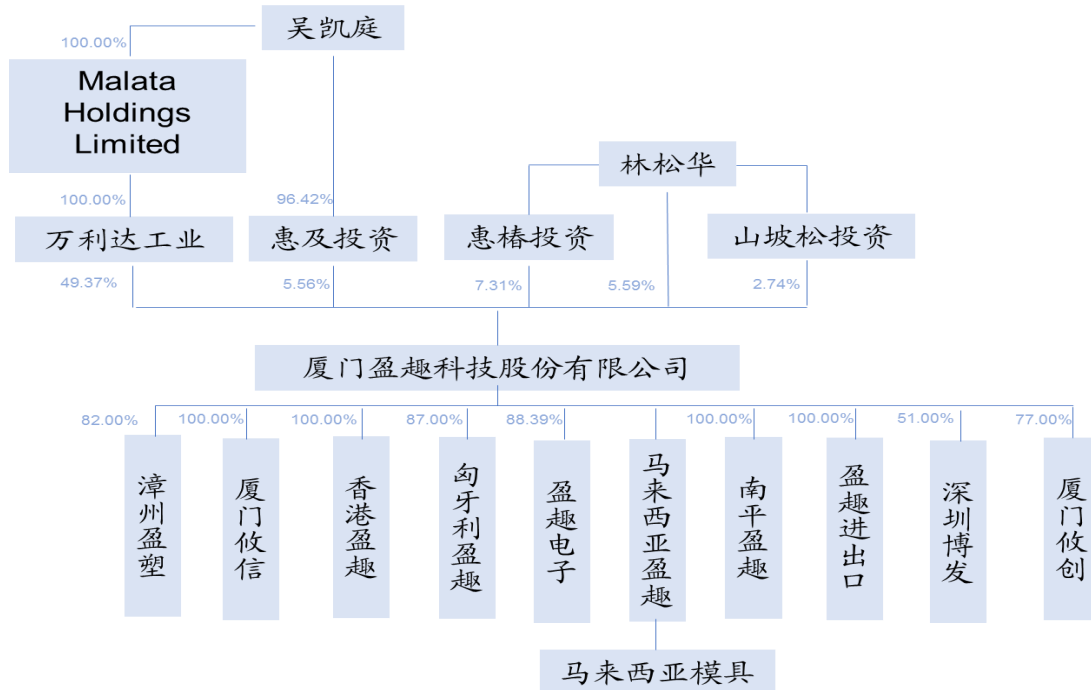
资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 盈趣国内外业务毛利率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

- **股权结构稳定, 控制人持股比例较高:** 吴凯庭为实际控制人, 合计控制发行人 54.93%的表决权, 其中吴凯庭通过万科达工业控制发行人 49.37%股权比例, 通过惠及投资控制发行人 5.56%股权比例。

图8 公司股权结构图


资料来源：2019年三季度，海通证券研究所

表 1 前十大股东股权情况 (截至 2019 年 9 月 30 日)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	万利达工业	226192000	49.37%
2	惠椿投资	33485720	7.31%
3	林松华	25631110	5.59%
4	惠及投资	25478400	5.56%
5	山坡松投资	12546500	2.74%
6	中国建设银行-嘉实新消费股票型基金	3603607	0.79%
7	兴富致远	3561000	0.78%
8	中国银行-嘉实价值优势混合型基金	3376768	0.74%
9	中国银行-嘉实价值精选股票型基金	3240278	0.71%
10	盈趣科技回购专用证券账户	2707470	0.59%
	合计	339822853	74.18%

资料来源：2019年三季度，海通证券研究所

■ **国际化产能布局，服务能力进一步优化：**公司目前具有厦门湖里区、海沧区、漳州生产基地，此外公司积极稳步推进国际化战略布局，在马来西亚与匈牙利拥有产能基地，目前马来西亚已经实现量产，拟将其打造为东南亚智能制造基地，匈牙利盈趣第一期工程在 2019 年下半年投入使用，将其定位为欧洲的智能制造基地。

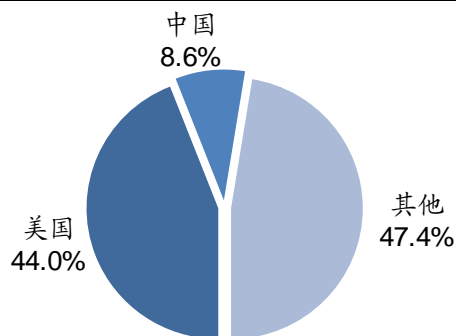
➢ **产能转移至马来西亚规避贸易摩擦影响：**公司产品以出口为主，出口至美国的产品基本已被纳入征税清单范围内，对此公司快速部署相关受影响产品在马来西亚子公司量产的工作计划和安排，我们认为未来随着信息化、自动化水平的提升，马来西亚工厂成本将持续降低。

图9 盈趣科技产能基地分布情况



资料来源:招股说明书,20190716投资者调研纪要,20190515投资者调研纪要,海通证券研究所;

图10 盈趣科技美国出口营业收入占比约为44%



资料来源:wind,海通证券研究所;备注:根据公司2019.10.29发布的公开调研纪要,美国销售占比约为44%;

- 公司客户资源丰富,合作关系紧密:** 公司为国际知名客户及科技型企业客户提供可靠性和一致性高的产品研发及制造服务,目前正在服务的国际知名企业包括罗技、WIK、Venture、3Dconnexion、Asetek等,服务的科技型企业客户包括Avegant、InteraXon等,产品涉及电子烟精密塑胶部件、家用雕刻机、智能控制部件等。

图11 公司主要客户及产品情况

产品类别	主要产品名称	产品图示	产品用途	主要客户
智能控制部件	网络遥控器		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。	罗技
	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。用户通过滚轮滚动控制或者电容式触摸控制 LED 指示灯条数量来控制咖啡机的出水量，操作简单，直观。	直接客户 WIK、间接客户 Nestle
	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。	Asetek
创新消费电子产品	家用雕刻机		产品是一种新型家用雕刻机，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，实现了家用自动化手工制作贺卡、剪纸、礼盒、名片、拼图、纸模制作等，具有切割精度高、质量好等特点，并通过蓝牙技术实现与 Tablet 等智能终端连接，在智能终端进行绘制图案并传至雕刻机进行制作。	Provo Craft
	电子烟精密塑胶部件 (电子烟部件)		产品是一种新型电子烟的高精度注塑塑胶部件。产品符合香烟行业的安全无毒、耐高温等标准，采用先进的热流道技术进行模具设计、高精度注塑，使用自制的自动化设备进行铣削和打磨，并通过研制特殊处理剂和面漆、定制喷涂治具和高效自动化喷涂，实现产品颜色的多样化和高性能要求。	直接客户 Technocom、间接客户 PMI
汽车电子产品	车载 DVD 播放机		是一款功能全面的车载影音娱乐控制系统，具有影音播放、收音机、倒车后视等功能，并支持多种数码影音格式。	金龙汽车、宇通客车等
	行车导航仪		产品是一款功能全面的车载导航、影音娱乐控制系统。产品带有 GPS 导航、影音播放、蓝牙免提、蓝牙音乐、收音机、倒车后视、视频多路监控、CAN 总线控制显示空调、仪表等功能。支持多种数码影音格式。	金龙汽车、宇通客车等

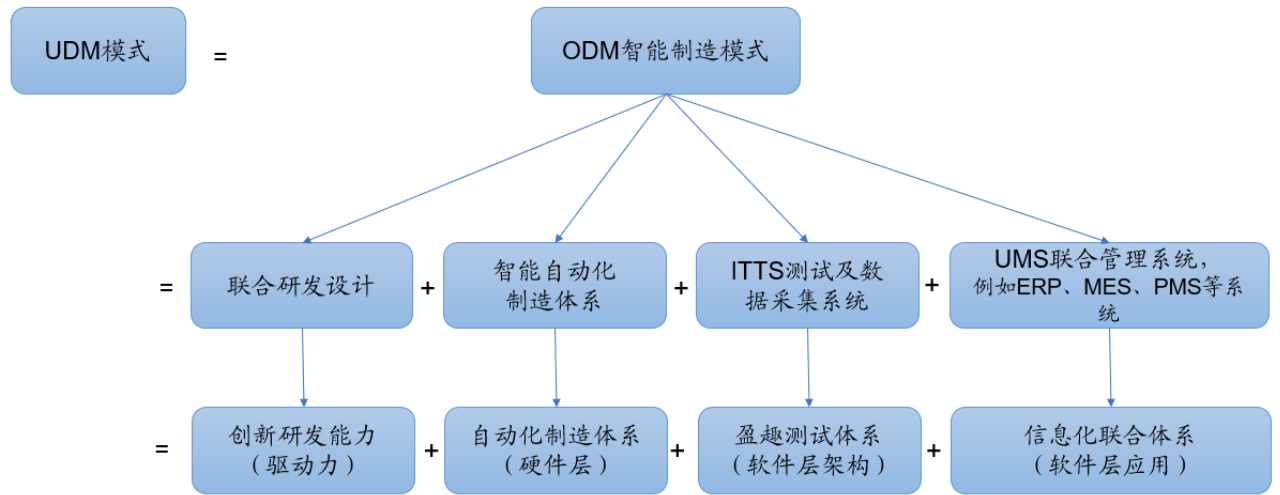
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. UDM 模式：定制化服务打造核心产品竞争力

- UDM 模式符合工业制造智能化趋势：**公司 UDM 业务模式是以 ODM 业务模式为基础，基于自身创新研发能力、UMS 联合管理机制和智能自动化制造体系所形成的以客户为导向的协同研发、智能制造、智能管理经营体系；该模式适应工业制造智能化的发展趋势，能满足协同开发、定制服务、柔性生产、信息互联、综合服务、客户体验感强的一种业务模式。

- 核心研发制造能力&客户深度绑定形成高壁垒：**在盈趣的 UDM 模式下，客户的产品高度定制化，单一产品主要向单一客户专供，盈趣与客户全面在产品各个流程深度合作，盈趣与客户合作关系更为紧密，并且具备核心研发制造能力。

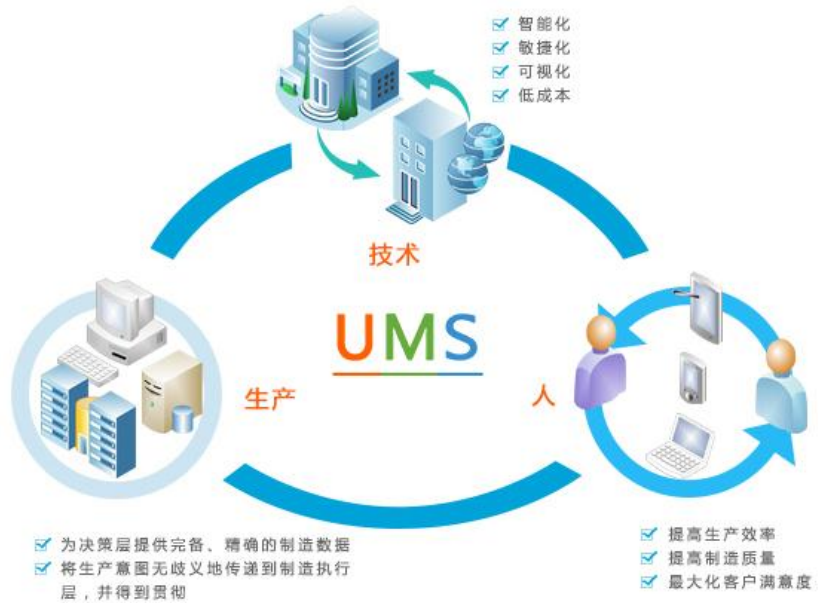
图12 UDM 模式概念解析



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

- **较于传统 ODM 模式优势明显:** 我们认为,相较于 ODM 模式,盈趣采用的 UDM 模式对供应商要求更高,提供的客户价值也会更大。
 - **信息化与自动化程度更高:** UDM 模式在 ODM 模式的基础上,通过 UMS 联合管理系统、ITTS 测试平台和工业测试机器人体系,完成关键工序的自动化测试,UDM 模式贯穿研发、采购、供应商协同平台、生产制造、物流等各环节,其在信息化与自动化程度方面明显高于 ODM 模式。
 - **服务带给客户价值感受较好:** UDM 模式强调与客户、供应商的网络化在线实时协同,不仅提供产品与服务的交付,同时提供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等。
 - **对产业链结合要求的差异:** ODM 模式侧重于研发、生产等不同产业链阶段的相对优势,UDM 模式则要求研发和生产的紧密结合,对于产业链结合程度要求较高。

图13 UDM 模式逻辑图

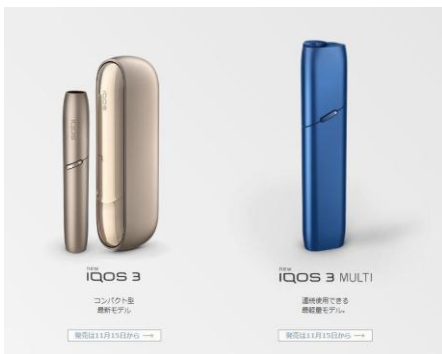


资料来源：盈趣官网，海通证券研究所；

3. IQOS 电子烟：20 年有望订单放量，基本面迎拐点

- 盈趣为 PMI 电子烟产品二级供应商：2014 年起公司为 IQOS 电子烟产品提供加热棒和外壳精密塑胶件；IQOS 作为 PMI（菲利普莫里斯国际）开发的新型减害烟草产品，自从 14 年上市以来迅速推广，目前销售区域主要包括日本、韩国、欧洲等区域。
 - PMI 成立于 1987 年，主要经营烟草、食品、啤酒、金融、房产等业务；2018 年 PMI 实现收入 296.3 亿美元，归母净利润 79 亿美元，是当今全球第一大烟草制造商，同时也是第二大食品制造商，世界知名的香烟品牌“万宝路”也为旗下品牌。
 - 盈趣为 IQOS 生产的电子烟部件产品定型需经 PMI 审核，量产后直接销售给 Venture 子公司 Technocom，Technocom 是 PMI 电子烟产品的一级供应商，盈趣为 PMI 电子烟产品的二级供应商。

图14 IQOS 产品图示



资料来源：简书，海通证券研究所

图15 IQOS 配套的烟弹

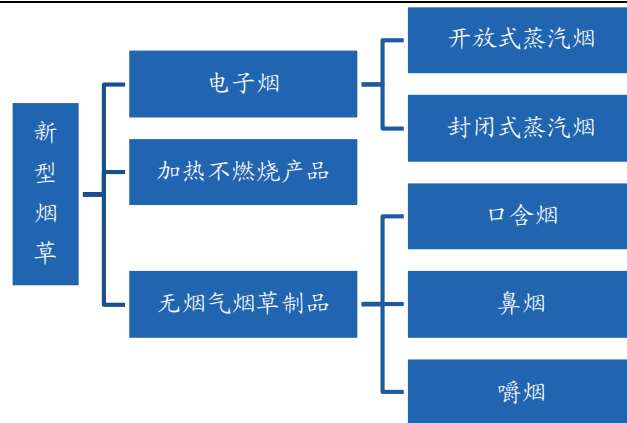


资料来源：中国电子烟资讯，海通证券研究所

3.1 IQOS 引领 HNB 发展，未来持续快速扩张

- 新型烟草主要包括蒸汽型雾化烟和加热不燃烧烟草制品 (HNB): 由于传统烟草对健康会产生损害, 以“减害”概念的新型烟草迅速崛起; 目前全球新型烟草渗透率最高的是以 IQOS 为代表的加热不燃烧烟和以 JUUL 为代表的封闭式蒸汽烟。
 - 加热不燃烧制品原理是将烟草加热到比燃烧香烟低的温度, 令烟草能释放含尼古丁和其他化学物质的气体, 同时又不产生烟雾或烟灰以达到减少有害化学气体成分的效果。
 - 蒸汽雾化电子烟是将具有烟草香味的溶液通过加热雾化成烟雾状, 通过在烟油中添加烟碱、尼古丁模仿传统卷烟的口感。

图16 新型烟草分类



资料来源: 中国香烟网, 中国产业信息网, 海通证券研究所整理

- 各国电子烟监管政策不尽相同: 以美国与日本为例, 我们认为, 两者对于不同产品监管态度不同, 但整体呈现出对雾化电子烟监管趋严、对 HNB 接受度增加的态势。
 - 1) 日本: 日本对雾化电子烟监管极为严格, 禁止未经许可在液体中添加尼古丁, 截止 2019 年 8 月市场暂无获批尼古丁添加液体的电子烟; 对加热型电子烟则相对宽松, 日本厚生劳动省承认加热不燃烧烟草是比传统烟草更健康的替烟产品, 同时于 2018 年通过的《健康促进法》将 HNB 排除在公共场所禁烟的范围之外, 我们认为, 宽松的政策环境是促使日本成为全球第一大 HNB 市场的一大原因。
 - 2) 美国: 雾化电子烟方面, 美国禁止向低于 18 岁的未成年人销售, 进口到美国的电子烟需符合相关法律; 2019 年 3 月美国 FDA 要求将调味电子烟产品于实体店下架, 并要求产品制造商重新申报产品入市前申请; HNB 方面美国监管政策由严向松, 对于 IQOS 产品, FDA 审批直到 19 年 4 月 30 日才通过 PMTA(新型烟草产品上市前申请), FDA 对于 IQOS 的 MRTP (改良风险烟草产品) 申请仍在审核中 (16 年 12 月提交申请)。

表 2 主要国家区域对于新型烟草制品监管政策

	加热不燃烧制品法规政策	雾化电子烟政策法规
中国	受到烟草专卖制度的各项限制及规范，原则上一同落入国家垄断经营	强制性国标即将出台，19年11月1日禁停线上销售
美国	19年4月30日FDA通过IQOS的PMTA上市审核，但仍需遵循对电子烟的相关规定，禁止向未成年人销售	FDA已加强对电子烟销售管制，以控制青少年滥用电子烟问题，并要求在实体商店下架部分调味电子烟
日本	允许销售，被视为传统烟草产品而受到监管	部分许可，含有尼古丁的电子烟烟油被列为医药产品，需获得相关许可证。
韩国	允许销售	允许，但禁止向低于19岁的未成年人销售，同时禁止在公共场合使用
欧盟	允许销售，考虑将HNB产品纳入监管范围，但目前尚无明确监管措施	允许，含尼古丁电子烟需遵循欧盟TPD相关要求

资料来源：电子烟情报局，FOOGO官网，中工新闻，君和法评，海通证券研究所整理

- 长期来看 HNB 有望更胜一筹：**目前加热不燃烧与雾化烟两者并驾齐驱且高速发展，但长期来看，我们认为 HNB 制品更有可能成为新型减害烟草的主流，究其原因，我们认为加热不燃烧制品在口味与传统烟草更为类似，更加符合替代传统烟草减害的初衷，而雾化烟销售口感与真烟稍有区别，并且参考各国经验对其监管也有望持续加强。

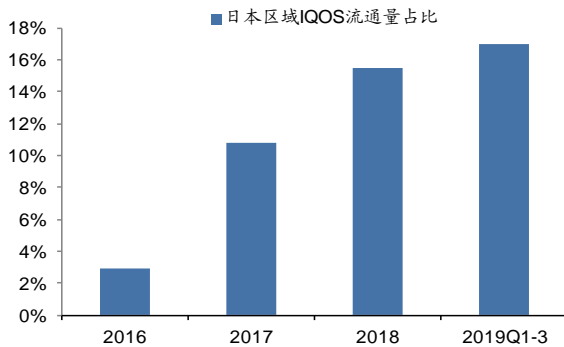
表 3 对比雾化烟与加热不燃烧烟

	雾化型	加热不燃烧型
口感	烟油口味数量众多	与卷烟口感相似
尼古丁含量	视烟油而定	一根大约含有 1.4 毫克，小于传统卷烟
工作原理	将烟油加热雾化	将普通卷烟进行加热，以加热不燃烧为思路将温度控制在 250-350 度区间，能使真烟里面的烟叶刚好加热到足以散发出烤烟味的程度
产品定位	针对年轻群体，突出时尚个性	针对传统烟民，替烟效果较好；同时消费者也有相当数量的年轻群体
国内监管	最新电子烟国标正在批准	作为烟草制品，直接受限于现行烟草专卖制度

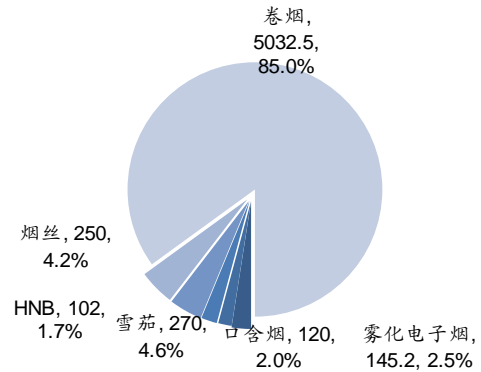
资料来源：蒸汽多，网易订阅号，中国香烟网，戒烟 18 弯，君和法评，简书，FOOGO 官网，海通证券研究所整理

- HNB 的未来空间不容小觑：**据中国烟草资讯网援引《2017 年世界烟草发展报告》估计，2021 年 HNB 全球销售额有望增长至 150 亿美元，并且考虑到 HNB 电子烟对于吸烟群众减害、时尚、便利等优点，无论从渗透率还是用户数来看，我们认为 HNB 在全球的发展空间都非常巨大。

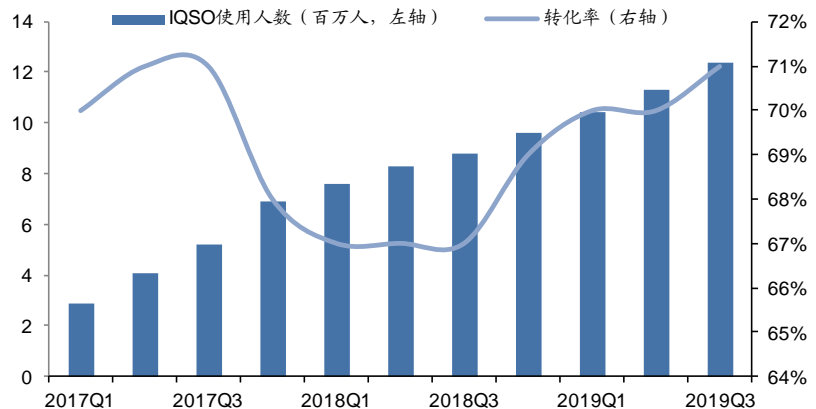
- 各地区渗透率在持续提升: 以具有代表性的日本市场为例, 据 PMI 统计日本区域 IQOS 的流通量占比由 16 年的 2.9% 迅速增长至 19 年前三季度的 17%, 此外在欧洲区域同样保持高增长, 并且我们认为, 随着 IQOS 通过 PMTA 审核并在美国试点销售, 美国市场也将逐步放开。
- 全球用户在持续增长: 以 IQOS 为例, 2017Q1-2019Q3 全球 IQOS 使用人数从 290 万人快速上升至 1240 万人, 其中完全转化为 IQOS 消费用户数量达到 880.4 万, 这从侧面说明 HNB 容易被大众接受。

图17 日本区域 IQOS 占比持续提升


资料来源: PMI 官网 2017、2018 年报, 2019 三季报, 海通证券研究所

图18 除中国外全球烟草市场份额占比 (亿美元, 2018 年)


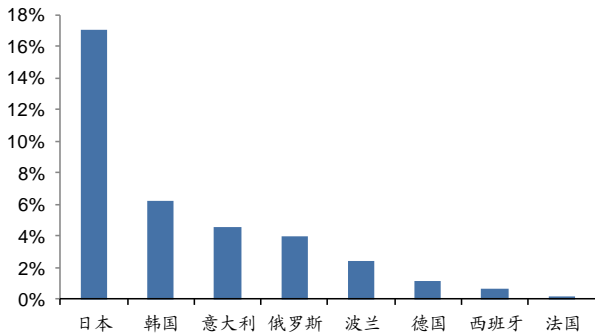
资料来源: 《2018 世界烟草报告》, 海通证券研究所

图19 IQOS 使用人数变化及转化率情况


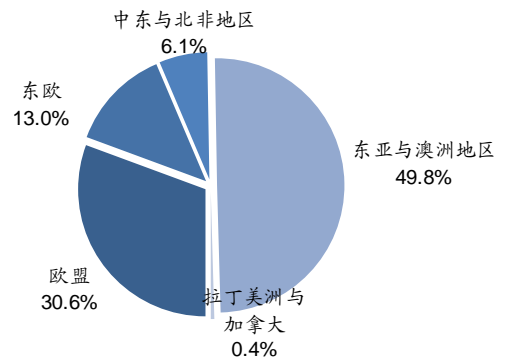
资料来源: PMI 官网文档 2019Q1results、2019Q3results, 海通证券研究所整理; 备注: 转化率为在过去 7 天中, 使用 PMI HTU 超过其每日烟草消费量 95% 以上的合法年龄 (至少 18 岁) IQOS 用户的估计数量。

- **IQOS 东亚市场增长稳定, 欧洲市场高速增长:** 根据 PMI2019Q3 季报, 截止 2019 年三季度, IQOS 的市场主要分布在东亚的日本、韩国, 欧洲的俄罗斯、意大利、波兰地区, 根据 IQOS 前三季度烟弹出货量, 传统东亚市场保持稳定, 欧洲市场增长迅速。
 - 1) **日本增长保持平稳:** 19 年前三季度 IQOS 烟弹出货 195 亿支, 同比增长 23.9%, 2019Q3 产品市占率达到 17.0%, 同比增加 1.5pct, 日本市场作为最大 HNB 市场, IQOS 面临 Glo、Ploom 等产品的挑战, 但凭借良好的市场基础与产品性能, IQOS 仍然处于领先地位;
 - 2) **韩国市场竞争激烈:** 19 年前三季度 IQOS 烟弹出货 36 亿支, 同比下降 9.9%, 2019Q3 市占率为 6.2%, 同比下滑 1.2pct, 韩国市场竞争持续激烈, IQOS 面临韩国本土品牌 LIL 的竞争。
 - 3) **欧盟呈现高成长态势:** 19 年前三季度 IQOS 烟弹出货量达到 88 亿支, 同比增长 128.7%, 2019Q3 在欧盟地区平均市占率为 2.5%, 同比增加 1.3pct。

- 4) **东欧市场迅速开发**: 19 年前三季度 IQOS 烟弹出货量为 82 亿支, 同比增加 207.9%, 其中在东欧主要市场俄罗斯, IQOS 2019Q3 市占率为 4.0%, 同比增加 2.9pct。

图20 全世界主要国家 IQOS 流通量占比 (2019Q3)


资料来源: PMI19Q3 季报, 海通证券研究所

图21 PMI RRP 产品 19 年前三季度销售区域比例


资料来源: PMI19Q3 季报, 海通证券研究所

- **IQOS 产品引领 HNB, 持续保持竞争优势**: 我们认为, 虽然 IQOS 产品近年来在主要市场日本与 Glo、Ploom 产品产生竞争, 但 IQOS 产品渗透率持续提升且市场地位遥遥领先, 以日本市场为例, 19 第三季度 IQOS 日本流通量占比烟草总量为 17.0%, 同比提升 1.5pct, 我们认为未来 IQOS 凭借良好的产品性能与口碑依然将持续实现稳定增长。
 - **IQOS 已形成专利壁垒**: IQOS 在 14 年上市销售, 但早在上市初期 PMI 便申请完成烟弹, 不同加热方式的相关专利, 并随着设备性能提升, 申请了诸如减少烟具清洁次数的提取器专利、烟具自清洁专利等, 我们认为, 其在专利数量上保持领先。
 - **万宝路品牌背书**: PMI 是全球第一大烟草制造商, 旗下有全球知名的万宝路品牌, IQOS 配套烟弹为万宝路的产品, 我们认为, 强大的品牌影响力能够保障消费者对于 IQOS 产品的高接受度。

图22 GIO 系列产品图示


资料来源: 搜狐网, 海通证券研究所

图23 Ploom 系列产品图示


资料来源: Ploom 中国官网, 海通证券研究所

- **IQOS 市场龙头地位已确立, 竞争优势明显**: 通过产品比较, 我们认为 IQOS 在产品性能方面与竞品各有侧重, 但 IQOS 基于先发优势与品牌效应, 竞争力明显高于竞品, 在 HNB 最大市场日本, IQOS 在 HNB 电子烟市占率明显领先于 Glo 与 Ploom, 此外 IQOS 已经销往全球 51 个国家, 我们认为, 其他竞品销售主要局限于当地或者少数区域, 远远构成了不了威胁。
 - **Ploom tech** 是日本烟草公司发布的一款加热不燃烧产品, 其利用纳米技术, 将尼古丁提纯制成固态烟草颗粒, 然后通过雾化器加热烟草颗粒, 进一步提升减害程度 (理论上做到了不含焦油), 但口感比较淡。

- **Glo** 是英美烟草发布的一款加热非燃烧型电子烟产品，支持连抽功能，采用内舱陶瓷壁 15 秒加热，适用于 glo 烟弹有 KENT 和新版本一共有 18 个口味，口味会淡于 IQOS。
- **LIL** 是韩国烟草公司 (KT&G) 推出的使用圆柱加热针加热特质烟丝的电子烟产品，除了配套的 Fiit 烟弹外，LIL 还能兼容其他品牌的烟弹，充满一次电可以连抽，比 IQOS 小巧，口味相对较淡。

表 4 IQOS 对比其他品牌产品

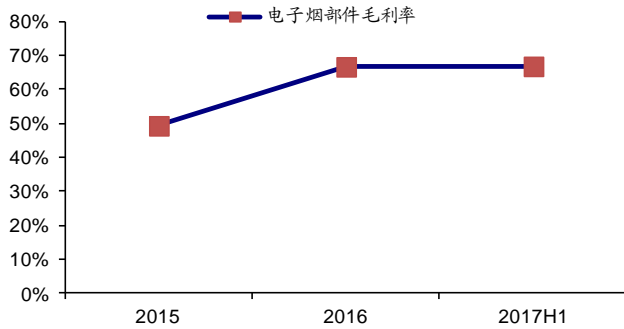
品牌	隶属公司	产品特点
IQOS	PMI (菲莫国际)	口感与普通香烟相似，浓于同业竞品；烟雾量较小，一次只能加热一根烟弹，加热不能间断。
Ploom tech	JT (日本烟草)	结合了HNB与电子烟的特点，利用雾化器的原理加热烟草颗粒，不含焦油，口感较淡。
GLO	BAT (英美烟草)	支持连抽，烟弹有KENT和NEW共有18个口味选择丰富，气味很强，口味相较于iqos会淡一些。
LIL	韩国 KT&G	一体型机身，支持连抽、方便清理、充电快；采用双重加热技术，口感柔和均匀；人性化设计自带清理功能。

资料来源：简书，百家号，海通证券研究所整理

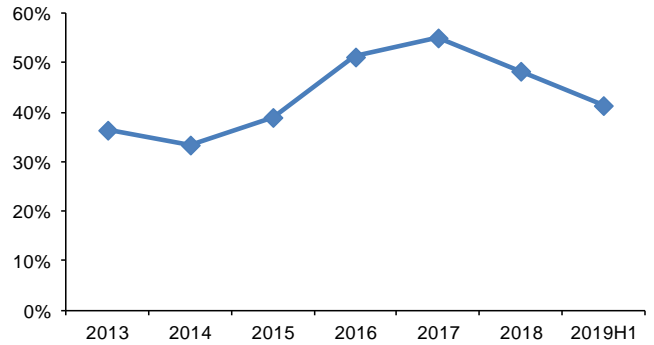
- **IQOS 新品 3DUO 有望成为热销主力**: PMI 在 19 年 9 月发布了新款产品 IQOS 3DUO，新产品加热棒具备了连续抽 2 支烟的功能，并且缩短加热棒充电时间一半至 1 分 50 秒，同时增加配色优化充电功能等，新品带来的用户体验大大提升，我们判断将有望成为 HNB 市场上的热销主力。
 - **IQOS 产品系列更迭周期约 1-1.5 年**: 根据 IQOS 产品迭代的频率来看，迭代周期约为 1-1.5 年，IQOS 第 1 代 2014 年上市，2016 年更新至 IQOS 第 2 代 (IQOS 2.0 系列)，2017 年发布 IQOS 第 3 代 (IQOS 2.4 系列)，2018 年 10 月发布 IQOS 第 4 代 (IQOS 3.0 及 MULTI 系列)，2019 年 9 月 IQOS 3 DUO 新品发布。

3.2 新品发布&美国放量，多因素利好 IQOS 订单增长

- **电子烟业务保持高盈利性**: 盈趣科技电子烟部件业务毛利率在 17H1 高达 66.9%，较高毛利率的原因我们认为，一方面在于 PMI 电子烟属于高度创新型产品，本身品牌效应显著，同时对电子烟装置的质量、性能及外观等要求极高，另一方面盈趣前期研发参与度高，并不断提升自动化程度及注塑件自给比例，所以毛利率相对于其他产品会高一些。

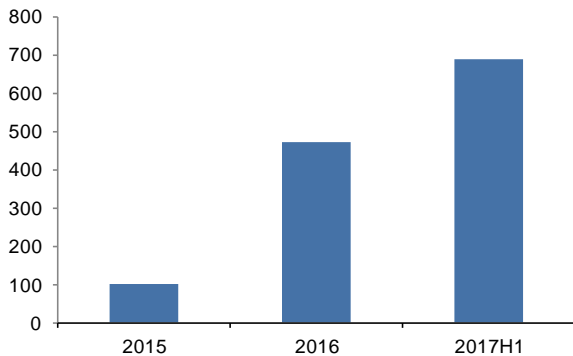
图24 盈趣科技电子烟部件毛利率超 60%


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

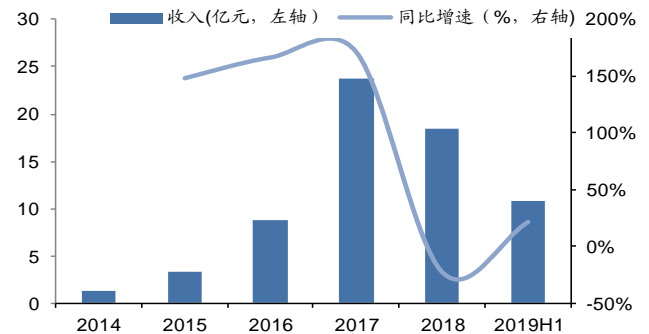
图25 盈趣科技创新类电子产品毛利率情况


资料来源: wind, 海通证券研究所

- 电子烟代工业务经历高增长-下滑-回暖历程:** 盈趣为 PMI 代工电子烟部件在 16-17 年收入实现高速增长, 18 年由于 IQOS 去库存及供应商份额调整等因素, 盈趣代工的电子烟塑料精密件收入有所下滑, 19 年考虑到新品 IQOS 3 DUO 产品的发布, 我们判断将呈现逐步回暖态势。

图26 电子烟部件业务收入变化 (百万元)


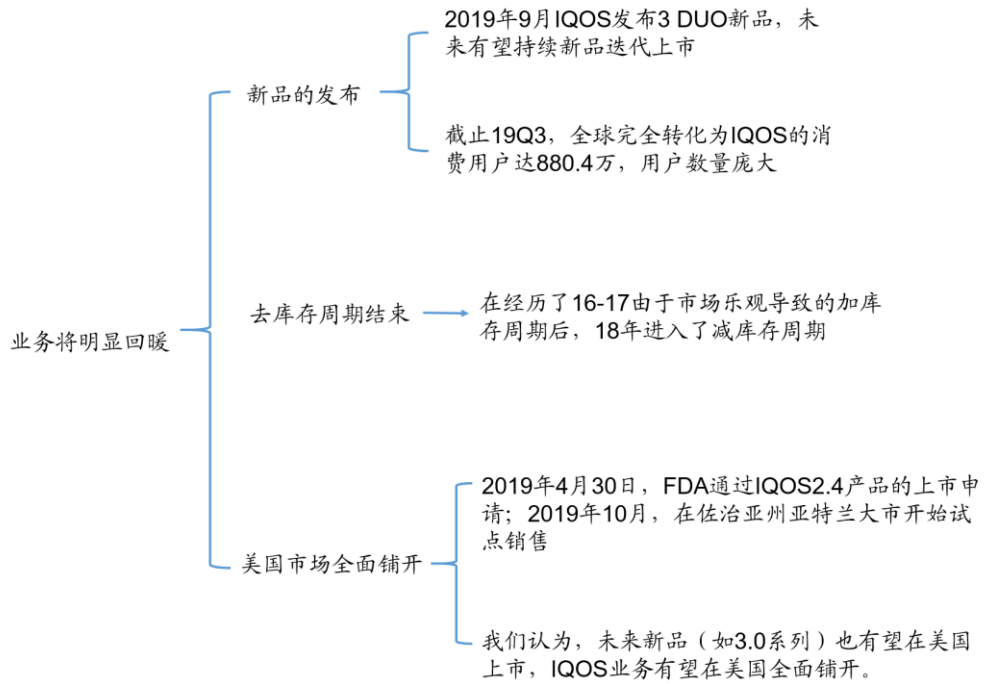
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图27 创新类电子产品业务收入变化


资料来源: wind, 海通证券研究所

- 展望 20 年, 我们预计盈趣科技下游的电子烟部件业务增长有望进一步加速, 主要原因如下:**
 - IQOS 3 DUO 新品发布:** 2019 年 9 月 IQOS 3 DUO 新品发布, 加热棒支持连抽以及充电时间减少一半大大提升产品的实用性能, 新品的推出将带来消费者对于 IQOS 设备的更换, 截止 19Q3, 完全转化为 IQOS 消费用户数量全球达到 880.4 万, 预计持续增长的用户数量将为新产品带来快速增长。
 - IQOS 产品去库存周期结束:** IQOS 在 16 年迎来销售爆发, 导致销售渠道持续加库存, 最终演变成之后的减库存周期, 随着 IQOS 产品多款产品的迭代, 我们预计去库存周期已经结束。
 - 美国市场有望 IQOS 全面铺开:** 19 年 4 月 30 日, FDA 通过 IQOS 产品的 PMTA (新型烟草产品上市前申请) 的上市核准, 并且 IQOS 已经开始在亚特兰大开始试点销售, 此外 FDA 还在审核 IQOS 的 MRTP (减害烟草产品) 过程中, 若审核通过将有利于 IQOS 产品在美国的销售宣传; IQOS 业务有望在美国市场全面铺开。

图28 电子烟业务 2020 年回暖逻辑总结



资料来源：蓝洞新消费，网易订阅号，PMI 2019 Q3results，海通证券研究所整理

4. 家用雕刻机：渗透率持续提升，高增长仍将延续

- **家用雕刻机是公司最大收入产品：**盈趣科技作为 Cricut 客户的家用雕刻机及图标图案熨烫机产品的供应商；由于西方社会崇尚个性化设计，雕刻机产品在欧美地区销售良好。
 - 家用雕刻机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，实现了家用自动化手工制作贺卡、剪纸、礼盒、名片、拼图、纸模制作等，具有切割精度高、质量好等特点。
 - Cricut 成立于 1963 年，是全球知名的手工及教育类产品制造商、分销商，产品线主要包括 Cricut maker、Cricut explorer 两类；Cricut 将产品分销至各个业务区域的分销商和大型零售商，区域分销商再将产品销售予零售商、系统集成商和其他分销商（亚马逊，MICHAEL、HSN 电视购物等），终端销售价格普遍在 1800-3000 元人民币之间。

图29 家用雕刻机 (cricut) 展示图



资料来源: 搜狐网, 海通证券研究所

图30 家用雕刻机使用的雕刻工具



资料来源: ebay, 海通证券研究所

图31 亚马逊网站售卖的 cricut

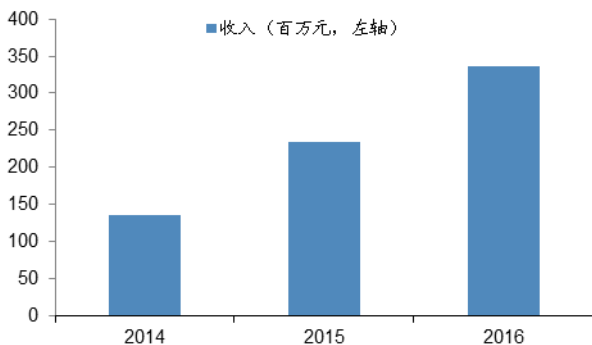


资料来源: 亚马逊, 海通证券研究所

■ **盈趣科技与 Cricut 产品合作加深, 订单量快速增长:** 自 2013 年公司与 Cricut 合作研发新款家用雕刻机以来, Cricut 对公司业务模式、质量控制优势高度认可, 并不断加深合作, 合作产品也从设备延展至雕刻机耗材领域。

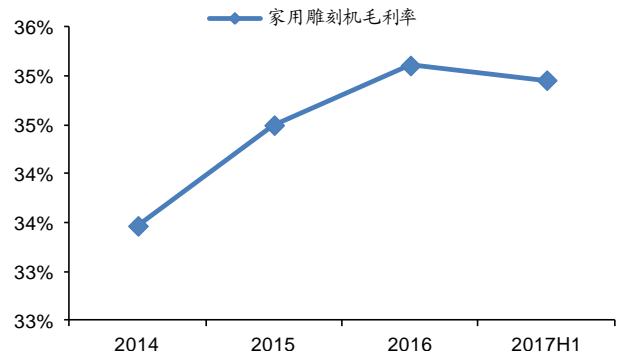
➤ **雕刻机收入近年保持高速增长:** 16 年以来盈趣每年雕刻机收入增长迅速, 根据招股书披露的 14 年-17 上半年毛利率数据来看, 基本维持 35% 左右, 根据公司公开投资者调研纪要显示, 截至 2019 年第三季度, 家用雕刻机客户相应的收入占比大约为 40%。

图32 盈趣家用雕刻机收入增长迅速



资料来源: 盈趣历年年报, 招股说明书, 海通证券研究所

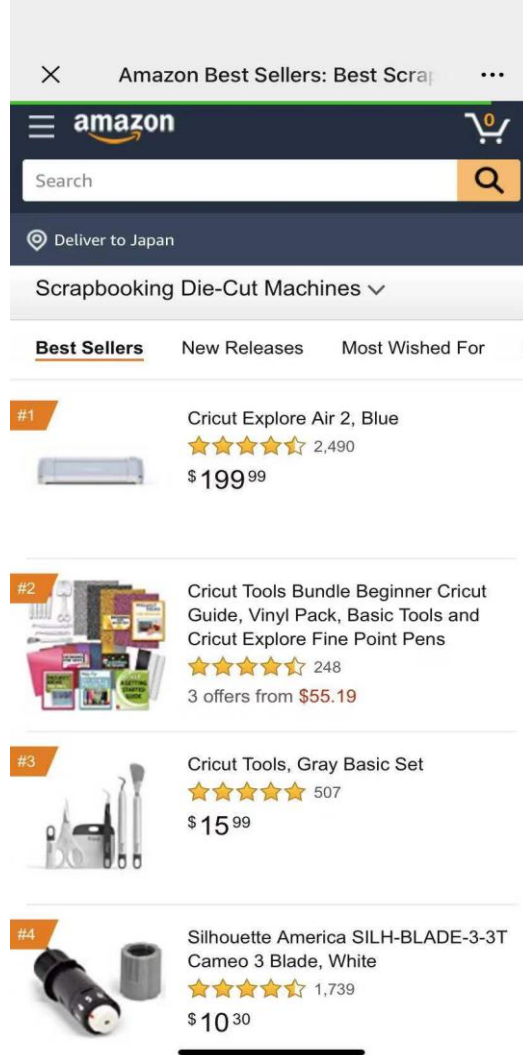
图33 家用雕刻机毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

■ **家用雕刻机仍处于快速成长阶段:** 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, 个性化、手工解决方案等在北美、欧洲等国家接受度较为普遍, 广泛运用于儿童教育、手工制作、家用、娱乐等领域; 我们认为, 作为新兴行业, 家用雕刻机正处于快速成长的阶段。

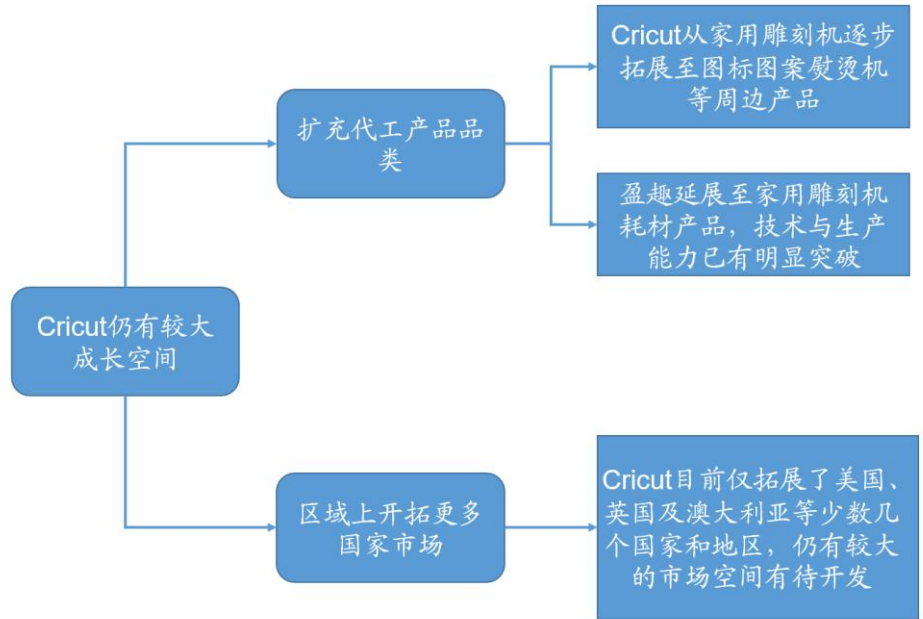
图34 Cricut 产品在分类 Scrapbooking Die-Cut Machines 中排名第一



资料来源：亚马逊美国，海通证券研究所

- 我们预计盈趣雕刻机业务未来仍将保持快速增长态势，一方面从产品及耗材领域都有新的增量可以扩展，另一方面，Cricut 在区域上仍有较大的成长空间。
 - (1) 目前 Cricut 也在不断扩充自己的产品线，从家用雕刻机逐步拓展至图标图案熨烫机等周边产品，公司也在和客户研发其他新品；(2) 家用雕刻机耗材产品随着漳州分公司在耗材领域的技术突破和生产制造能力的提升，产能得到扩充，预计 2020 年相关耗材产品的收入还将实现较快的增长；(3) Cricut 目前仅拓展了美国、英国及澳大利亚等少数几个国家和地区的市场，还在持续开发新的市场，持续打造新产品，尚有较大的市场空间可以开拓和挖掘；

图35 雕刻机长期成长逻辑

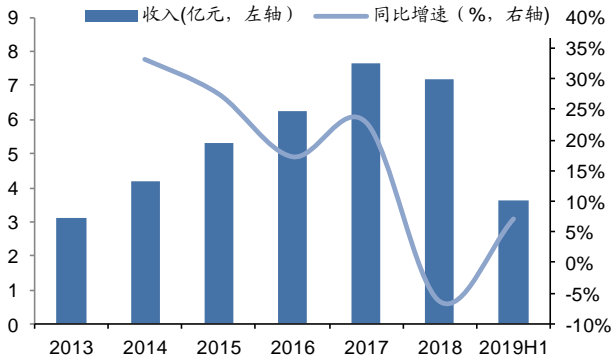


资料来源：盈趣科技 2020.1.6 投资者调研纪要，海通证券研究所

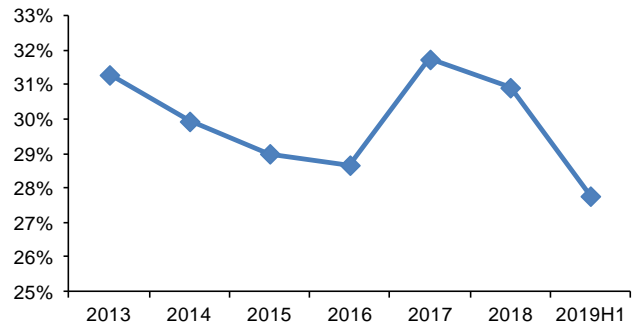
5. 其他领域：老客户品类延伸，自主品牌加速发展

5.1 智能控制部件：核心客户增长稳定

- 除电子烟与雕刻机产品以外，公司还在智能控制部件领域为客户提供整体解决方案，其中比较大的客户包括罗技、雀巢（盈趣为二级供应商）、Asetek 等；近年智能控制部件业务收入相对平稳。
 - **与罗技未来有望开发更多产品：**公司与罗技的合作起源于公司前身 2004 年，向其销售网络遥控器、演示器及游戏手柄等，随着新老合作产品的切换，网络遥控器收入有所下降，2019 年公司在争取与客户在 Gaming 及 Video 等事业部的合作，预计未来在游戏领域及视频会议的增长较好。
 - **与雀巢合作产品较为稳定：**公司与雀巢主要合作的产品为咖啡机人机交互面板等智能控制部件，整体情况也是比较稳定，咖啡机人机界面模组产品定型需经 Nestle 审核，量产后直接销售给 WIK，WIK 是 Nestle 咖啡机产品的一级供应商，盈趣为 Nestle 咖啡机产品的二级供应商。

图36 盈趣智能控制部件收入情况


资料来源：wind，海通证券研究所

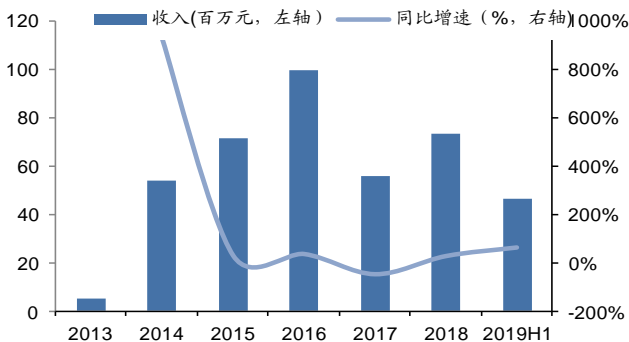
图37 智能控制部件毛利率情况


资料来源：wind，海通证券研究所

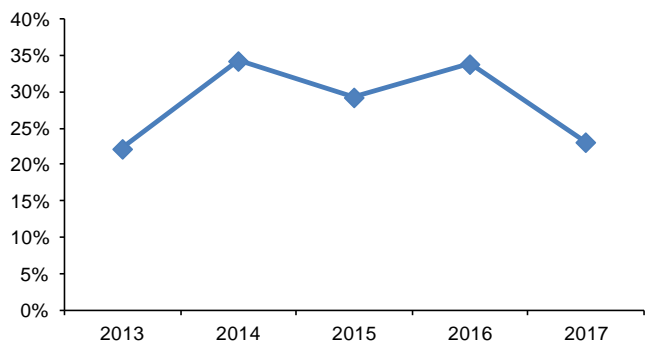
5.2 汽车电子类：收购协同作用体现，有望实现高增长

■ 汽车电子业务方面，公司产品分为商用车领域及乘用车领域相关产品，主要聚焦在前装市场，持续为宇通、金龙等国内外一线商用车车厂提供车载显示器系列产品、车载大屏中控系列产品及车载后视镜系统等产品，同时加大了乘用车领域相关产品的研发及市场推广力度，为吉利汽车等客户研发及生产的电子防眩镜等产品已顺利实现了量产。

➢ **收购上海艾铭思协同作用体现：**2019年9月，公司控股子公司盈趣汽车电子收购了上海艾铭思，上海艾铭思主要从事汽车控制系统类产品的研发生产，如车窗控制、座椅控制及记忆功能等，其客户主要是汽车行业相关部件的主要一线企业，公司计划在上海设立汽车电子业务的市场中心，未来将加大盈趣汽车电子与上海艾铭思两家子公司的协同作用，进一步提升汽车电子业务的收入占比。

图38 盈趣汽车电子业务收入情况


资料来源：wind，海通证券研究所

图39 汽车电子业务毛利率情况


资料来源：wind，海通证券研究所

5.3 自主品牌：加速发展，聚焦智能家居、穿戴设备领域

■ 公司不断加大自有品牌产品的研发及拓展力度：18年公司国内收入1.4亿元，占全部收入占比4.9%，公司通过在UDM模式下研发及制造技术的持续积累，已经具备了自有品牌产品的开发能力，未来将持续提升自有品牌收入的占比。

➢ **自有品牌聚焦智能家居、穿戴设备领域：**近年来国内智能家居、智能穿戴等智能控制类及创新消费电子产品市场快速发展，2015年推出智能

物联网热敏打印机（咕咕机）明星产品获得市场好评，未来也将持续推出自有品牌系列产品。

图40 咕咕机图示


资料来源：简书，海通证券研究所

图41 盈趣家联网生态


资料来源：盈趣官网，海通证券研究所

6. 盈利预测与评级

- 我们预计公司 19-21 年 eps 分别为 2.04、2.64、3.17，同比增长 14.8%、29.5%、20.0%；
 - 我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 37.2 亿元、45.8 亿元、54.5 亿元，同比增长 33.8%、23.3%、18.9%；
 - 我们预计公司 19-21 年归母净利润 9.3 亿元、12.1 亿元、14.5 亿元，同比增长 14.8%、29.5%、20.0%；
- **主要盈利预测假设：**
 - 在创新消费电子产品业务方面，电子烟我们考虑到新品发布&3DUO 产品放量&产业链库存压力减小，预计 20 年销量明显回暖，单价略有提升；家用雕刻机方面考虑到 Cricut 雕刻机、熨烫机、耗材多品类扩展及区域扩展，预计 20-21 年分别实现较快收入增长；
 - 智能控制部件方面，考虑到公司与罗技业务产品线有望扩张，水冷及雀巢咖啡机保持相对稳定，我们预计 19-21 年每年收入增长 10%，毛利率保持稳定。
 - 费用率方面，销售费用率保持平稳，预计 19-21 年为 1.74%，管理费用率较 18 年略有下滑，预计 19-21 年为 4%；

表 5 盈趣科技分产品盈利预测

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
创新消费电子产品				
收入	1844.77	2532.11	3114.82	3682.52
YOY	-22.5%	37.3%	23.0%	18.2%
成本	952.63	1393.25	1662.39	1959.49
毛利率	48.4%	45.0%	46.6%	46.8%
智能控制部件				
收入	718.00	789.80	868.78	955.66
YOY	-6.4%	10%	10%	10%

成本	495.99	545.59	600.15	660.17
毛利率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
汽车电子类				
收入	73.34	110.02	198.03	237.64
YOY	31.0%	50%	80%	20%
成本		84.60	152.29	182.74
毛利率		23%	23%	23%
其他业务				
收入	108.19	216.38	324.57	486.85
YOY	968.2%	100%	50%	50%
成本		151.47	210.97	316.45
毛利率		30%	35%	35%
合计				
收入	2778.73	3717.17	4581.95	5445.99
YOY	-15.0%	33.8%	23.3%	18.9%
成本	1583.13	2188.06	2640.26	3134.76
毛利率	43.0%	41.1%	42.4%	42.4%

资料来源: wind, 海通证券研究所

- 盈利预测与评级:** 公司具备较强的核心研发生产能力, 考虑到公司大客户的订单回暖及新客户的持续开发能力, 我们认为公司 20 年有望迎来基本面拐点, 长期成长性良好; 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 9.3 亿元、12.1 亿元、14.5 亿元, 同比增长 14.8%、29.5%、20.0%; 参考同业可比公司和而泰, 我们给予盈趣 20 年 25-28 倍估值, 对应合理价值区间 66~73.92 元, 给予“优于大市”评级。

表 6 可比公司估值情况

上市公司	股票代码	收盘价 (元)	2020PE (倍)
投邦股份	002139	6.56	15.9
和而泰	002402	18.30	27.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 注: 收盘价为 20200221 数据;

7. 风险提示

- 大客户订单不及预期, 贸易摩擦加剧风险。**

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	2779	3717	4582	5446
每股收益	1.78	2.04	2.64	3.17	营业成本	1583	2188	2640	3135
每股净资产	8.12	10.16	12.81	15.98	毛利率%	43.0%	41.1%	42.4%	42.4%
每股经营现金流	1.61	1.92	2.51	3.08	营业税金及附加	24	32	39	47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	48	65	80	95
P/E	24.71	21.55	16.63	13.86	营业费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
P/B	5.40	4.32	3.43	2.75	管理费用	119	149	183	218
P/S	7.25	5.42	4.40	3.70	管理费用率%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	22.50	17.07	12.62	9.88	EBIT	808	1035	1333	1587
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-43	-28	-44	-66
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.6%	-0.8%	-1.0%	-1.2%
毛利率	43.0%	41.1%	42.4%	42.4%	资产减值损失	27	0	0	0
净利润率	29.3%	25.1%	26.4%	26.7%	投资收益	56	0	0	0
净资产收益率	21.9%	20.1%	20.6%	19.9%	营业利润	919	1063	1377	1653
资产回报率	17.2%	15.5%	16.2%	15.8%	营业外收支	6	0	0	0
投资回报率	26.1%	30.6%	36.1%	39.9%	利润总额	925	1063	1377	1653
盈利增长 (%)					EBITDA	850	1082	1390	1655
营业收入增长率	-15.0%	33.8%	23.3%	18.9%	所得税	113	130	169	203
EBIT 增长率	-35.0%	28.2%	28.8%	19.1%	有效所得税率%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
净利润增长率	-17.3%	14.8%	29.6%	20.0%	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	814	934	1210	1453
资产负债率	20.7%	22.1%	21.0%	20.0%					
流动比率	4.4	4.1	4.3	4.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	4.0	3.7	3.9	4.2	货币资金	1077	1755	2687	3889
现金比率	1.2	1.4	1.8	2.2	应收账款及应收票据	741	1055	1301	1546
经营效率指标					存货	333	446	538	639
应收帐款周转天数	103.6	103.6	103.6	103.6	其它流动资产	1739	1762	1784	1805
存货周转天数	74.4	74.4	74.4	74.4	流动资产合计	3891	5019	6310	7879
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	长期股权投资	7	7	7	7
固定资产周转率	13.6	14.5	16.7	19.2	固定资产	246	266	282	285
					在建工程	244	377	520	659
					无形资产	45	46	46	47
					非流动资产合计	837	991	1149	1293
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	4727	6009	7459	9172
净利润	814	934	1210	1453	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	应付票据及应付账款	564	820	990	1175
非现金支出	70	47	57	67	预收账款	14	19	24	28
非经营收益	-74	0	0	0	其它流动负债	307	394	462	534
营运资金变动	-72	-101	-117	-105	流动负债合计	885	1234	1475	1738
经营活动现金流	736	879	1148	1413	长期借款	3	3	3	3
资产	-207	-201	-216	-211	其它长期负债	91	91	91	91
投资	-189	0	0	0	非流动负债合计	94	94	94	94
其他	-1229	0	0	0	负债总计	979	1327	1569	1832
投资活动现金流	-1625	-201	-216	-211	实收资本	459	458	458	458
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3721	4656	5867	7320
股权募资	1708	0	0	0	少数股东权益	27	26	24	21
其他	-382	0	0	0	负债和所有者权益合计	4727	6009	7459	9172
融资活动现金流	1326	0	0	0					
现金净流量	437	678	932	1201					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 21 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 公牛集团,吉宏股份,捷昌驱动,太阳纸业,劲嘉股份,齐心集团,索菲亚,裕同科技,欧派家居,晨光文具,永新股份,志邦家居,中顺洁柔,美凯龙,顾家家居,尚品宅配

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧著 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧著 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xy11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com