

光峰科技 (688007.SH) 增持 (首次评级)

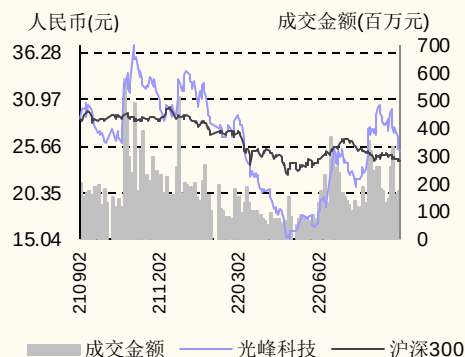
公司深度研究

市场价格 (人民币): 25.21 元

目标价格 (人民币): 31.58 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.56
已上市流通 A 股(亿股)	4.56
总市值(亿元)	114.87
年内股价最高最低(元)	37.45/15.16
沪深 300 指数	4044
上证指数	3185



ALPD®技术为基，C 端放量走出第二增长曲线

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,949	2,498	3,299	4,707	6,546
营业收入增长率	-1.53%	28.19%	32.05%	42.67%	39.08%
归母净利润(百万元)	114	233	224	360	517
归母净利润增长率	-38.94%	104.98%	-3.85%	60.32%	43.76%
摊薄每股收益(元)	0.251	0.515	0.492	0.789	1.135
每股经营性现金流净额	0.12	0.13	0.60	0.86	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.44%	9.57%	8.57%	12.27%	15.20%
P/E	73.77	66.64	51.19	31.93	22.21
P/B	4.02	6.38	4.39	3.92	3.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司以独创 ALPD®技术为基石，通过合资模式，业务不断拓展，收入利润高速发展。
- C 端自有品牌占比提升，助力毛利率提升。近年来公司大举发力 C 端业务，2021 年公司自有品牌业务同比增长超 50%，首次占子公司峰米科技收入比重近 50%。与竞品相比，公司激光电视以价格取胜，采取性价比竞争策略，公司凭借独创的 ALPD®技术，采用激光+荧光技术，将 100 寸激光电视价格降至万元以下，大幅降低激光电视门槛，吸引对价格较为敏感的年轻消费者。公司智能微投自有品牌峰米快速发展，2021 年公司智能微投实现收入 5.72 亿元，同比+10%；22H1 实现收入 3.8 亿元，同比+35%。随着公司自有品牌发展，小米关联交易占比逐步下降，C 端产品毛利率持续提升，22H1 公司激光电视、智能微投毛利率分别为 33.5%、10.2%，同比提升 4.3pct、2.3pct。
- B 端业务是公司的基本盘和中流砥柱，主要分为销售业务和租赁服务，主要面向影院、工程、商教市场，在公司 ALPD®技术支撑下，公司 B 端产品亮度等性能突出、性价比较高，B 端市场稳健增长，基本盘稳定多面。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 32.99、47.07、65.46 亿元，同比分别增长 32.05%、42.67%、39.08%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.24、3.60、5.17 亿元，同比分别-3.85%、60.32%、43.76%。2022-2024 年 EPS 分别为 0.49、0.79、1.13 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 51x、32x、22x。我们选取视源股份、海信视像、极米科技作为可比公司，2023 年可比公司 PE 平均数为 15.55 倍，考虑到公司独创 ALPD®技术，B 端稳健增长，C 端自有品牌后续持续放量，公司后续利润释放弹性较大，估值具有一定溢价空间，给予公司 2023 年 40 倍估值，对应目标价 31.58 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 新冠疫情反复风险；激光电视及智能微投渗透率提升不及预期风险；核心零部件依赖外购风险；其他激光光源技术对公司 ALPD®技术的替代风险，限售股解禁风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人

内容目录

1、显示技术立足，多业务齐开花	4
2、技术基因突出，独创 ALPD® 技术	6
3、B 端基石：技术支撑，基本盘扎实且多面	9
4、C 端新曲线：乘风大屏显示，差异化另辟蹊径	14
5、财务分析	19
6、盈利预测及投资建议	21
7、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司营收及增速	5
图表 3：公司归母净利润及增速	5
图表 4：公司 2022H1 分产品营收占比	5
图表 5：公司 2022H1 分区域营收占比	5
图表 6：公司合资业务模式	6
图表 7：公司历年研发费用	6
图表 8：公司研发人员数量及占比	6
图表 9：ALPD® 技术架构示意图	7
图表 10：公司 ALPD® 技术持续迭代升级	8
图表 11：公司知识产权类型（截至 2021 年末）	8
图表 12：公司核心专利多次被行业龙头引证	8
图表 13：公司 ALPD® 技术的产业化进程	9
图表 14：激光电影放映机营业收入增长	10
图表 15：中国财政性教育经费支出（亿元）及 GDP 占比	11
图表 16：中国教育信息化经费投入	11
图表 17：公司商教产品使用场景	11
图表 18：公司工程、商教业务营收规模及增长	12
图表 19：工程激光使用场景图	12
图表 20：公司影院放映服务业务收入增长	13
图表 21：海外业务营收增长	13
图表 22：激光电视与液晶电视的技术性能差异	14
图表 23：中国彩电市场重点尺寸结构	15
图表 24：激光电视渗透率	15
图表 25：2016-2021 年中国大陆激光电视销量及销售额	15
图表 26：公司激光电视业务收入、增速及占比	16
图表 27：峰米激光电视性价比比较突出	16
图表 28：2020-2021 年激光电视市场份额	17

图表 29: 智能微投业务收入、增速及占比.....	17
图表 30: 峰米 R1 投影与同价位竞品对比.....	18
图表 31: 峰米 V10 投影与同价位竞品对比.....	18
图表 32: 小明投影与竞品性能对比.....	18
图表 33: 小明推出 Q2 新品.....	18
图表 34: 小米关联交易占比近年有所下降.....	19
图表 35: 公司 C 端业务毛利逐步提升	19
图表 36: 主要可比公司营收同比增速	19
图表 37: 主要可比公司历年毛利率.....	20
图表 38: 主要可比公司历年净利率.....	20
图表 39: 主要可比公司历年研发费用率.....	20
图表 40: 主要可比公司历年管理费用率.....	21
图表 41: 主要可比公司历年销售费用率.....	21
图表 42: 主要可比公司历年应收账款周转率.....	21
图表 43: 主要可比公司历年存货周转率.....	21
图表 44: 公司盈利预测拆分	23
图表 45: 可比公司估值对比.....	24

1、显示技术立足，多业务齐开花

光峰科技成立于 2006 年，总部位于广东深圳，于 2019 年在科创板上市，是一家全球领先的拥有原创技术、核心专利、核心器件研发制造能力的激光显示科技企业。公司实控人是李屹，博士毕业于美国罗彻斯特大学，同时也是公司技术研发的带头人。2007 年，其带领研发团队发明了 ALPD® 技术，且掌握了核心器件的设计与制造。此后公司对 ALPD® 技术不断迭代升级，并在全球范围率先实现技术产业化，目前该技术已经成为国际激光显示领域的主流技术之一。公司现已推出家用显示、影院放映、商用大屏、教育智能大屏等显示方案，并广泛覆盖影院、指挥调度、展览展示、户外亮化、舞台演艺、教育、家庭等应用领域。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

公司以原创激光显示技术和架构为主导，研发、生产与销售激光显示核心器件与整机。公司产品类型丰富，按产品大类区分可分为激光显示核心器件和激光显示整机，面向的市场类型分为 B 端市场和 C 端市场。其中，核心器件包含激光影院光源和激光电视光机系列产品，激光显示整机包含激光电影放映机、激光工程放映机、激光商教投影机、激光电视、智能微投等产品。面向 C 端市场的产品主要是满足家庭观影需求的激光电视和智能微投。

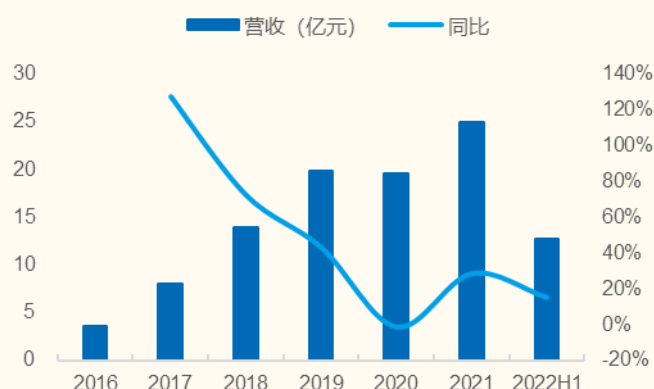
租赁业务与 B 端销售业务是公司稳健发展的重要保障，增长稳健；近几年公司 C 端业务显著发力，毛利率提升明显，作为公司成长性的重要来源，发展空间十分广阔。

随着业务结构的调整以及传统业务的回暖，近年公司业绩稳步增长。2016 年-2021 年，公司营收由 3.55 亿元增长至 24.98 亿元，CAGR 为 47.74%。归母净利润从 0.14 亿元增长到 2.33 亿元，CAGR 为 75.68%。22H1 实现营收 12.69 亿元，同比+14.9%，2020 年公司营收及归母净利润由于受疫情及全球经济下行影响，同比略有下滑，整体保持高态势增长。

公司将激光显示技术应用于不同场景，现已辐射家用显示、影院放映、商教、工程等应用场景，并向车载显示、航空显示、AR 等新领域扩展。从营收占比来看，2022H1，核心器件光源与光机业务占比 18%，激光投影整机销售占比 63%。C 端激光电视总营收占比 17%，智能微投占比 30%，C 端业务合计占比达 47%。此外，公司充分发挥技术及产品优势，前瞻性卡位车载等创新显示应用领域。公司已取得 IATF 质量管理体系认证证书，标志着公司获得了进入国内外汽车行业供应链的准入通行证。

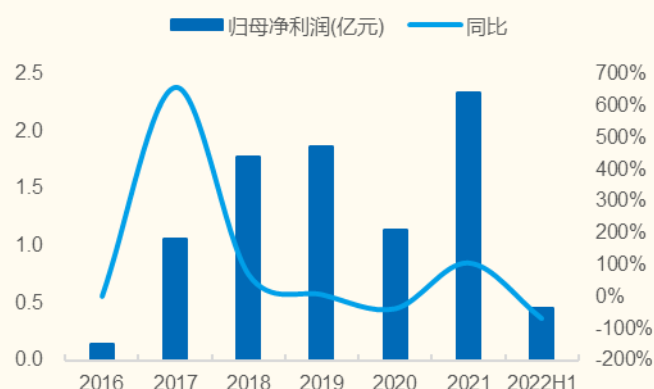
分地区来看，目前国内依然为公司主要的销售市场，2022H1 公司境内外收入占比分别为 88%、12%，海外营收占比持续提升。目前公司已经积极布局欧洲、北美等海外市场，未来海外地区增量空间值得期待。

图表 2：公司营收及增速



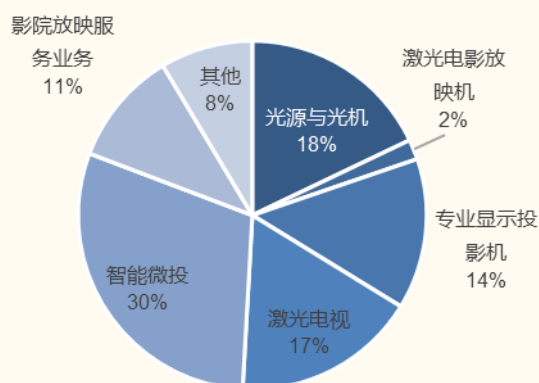
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润及增速



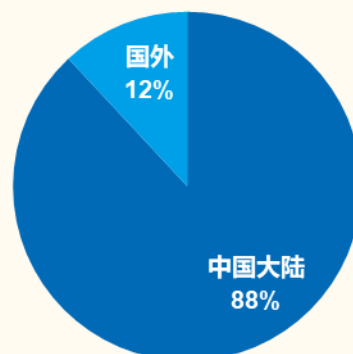
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司 2022H1 分产品营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司 2022H1 分区域营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

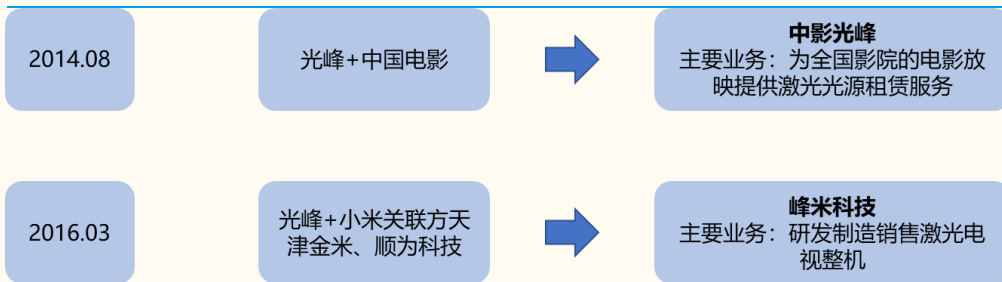
公司专注于产品创新和技术研发，具有突出的技术优势，为将技术优势转化为市场优势，同时减少开发和培育市场的时间和经济投入，公司积极与行业内各细分领域头部公司合资合作。此合作模式集合了各合作方的优势和资源，通过合资合作公司实现了收入和利润的快速增长。

2014 年，公司与中国电影合作成立中影光峰，也是最早采用合资模式的子公司，其主要业务为全国影院的电影放映提供激光光源租赁服务，其中公司向中影光峰提供 ALPD[®]激光光源，中国电影则嫁接其对电影行业的深刻理解并提供影院网络运营系统支持，双方在电影放映行业共同创新分时租赁的商业模式并向全国影院推广。

而公司商教业务已有合资模式转向自有品牌为重心，取得快速发展，据奥维云网，2021 年教育投影市场，光峰的出货量位居行业第一，市场份额领先。同时海外业务拓展顺利。

2016 年，公司与小米关联方天津金米、顺为科技合资成立峰米科技。光峰的激光电视业务和智能微投业务主要依靠合资子公司峰米科技开展，其业务模式为：峰米科技向光峰科技采购定制研发、制造的激光电视光机，另对外采购整机零部件制造整机，再将整机销售给客户。其中小米激光电视销售给小米通讯，峰米等自有品牌激光电视销售给 C 端消费者。通过与小米及其关联方的合作，公司快速打开了激光电视这一新兴市场，尤其是通过互联网渠道传播新技术、新产品，取得了立竿见影的效果。

图表 6：公司合资业务模式

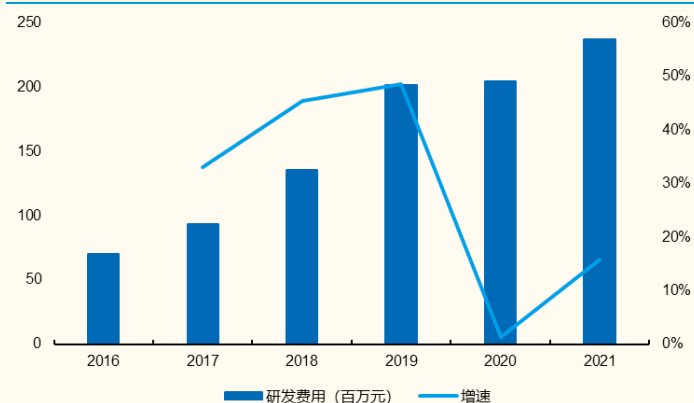


来源：公司公告，国金证券研究所

2、技术基因突出，独创 ALPD® 技术

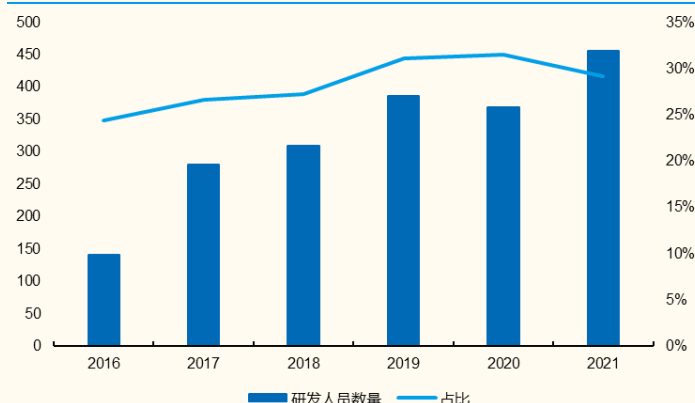
公司创始人、董事长李屹为清华大学学士、美国罗切斯特大学光学工程博士，具有突出光学技术能力。同时公司在研发方面大力投入，21 年研发费用率达 9.5%，远高于可比公司。公司技术基因及研发大力投入支撑公司持续进行技术创新与提升。

图表 7：公司历年研发费用维持较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

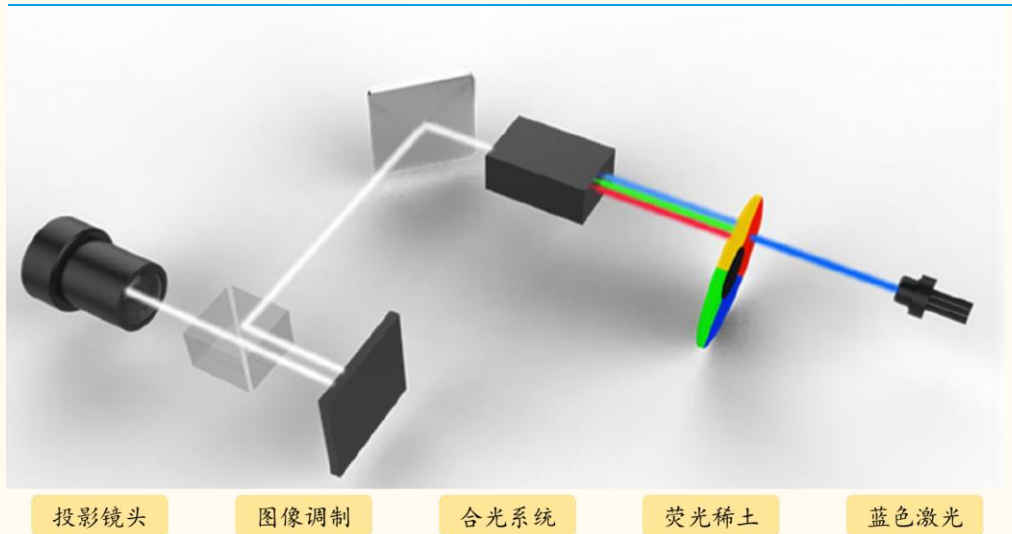
图表 8：公司研发人员数量及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

在创始人李屹博士带领下，2007 年公司研发团队发明了 ALPD® 技术，ALPD® 技术采用蓝激光+荧光的架构获得三基色，是一种与 RGB 三色激光显示完全不同的全新技术架构。蓝光本身是一种基色光，同时蓝激光也作为激发光激发荧光材料，荧光材料吸收蓝激光后发生波长转换，发出红基色荧光和绿基色荧光，从而获得与传统技术效果一致的三基色。

图表 9: ALPD® 技术架构示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

ALPD® 技术较 RGB 三色技术，具有不易产生散斑且性价比突出的特点：

- **散斑问题：**散斑为 RGB 三色显示技术面临的重要问题，而 ALPD® 技术采用蓝激光激发荧光的方式获得红光和绿光，由于荧光材料是无数个掺杂离子在自发辐射发光，在时间上有微小差别，并且发光朝向整个空间各个方向，因此在时间和空间上都没有相干性，从技术源头上不易产生散斑。
- **成本优势：**ALPD® 技术中光源主要为蓝激光，蓝光激光器采用的氮化镓材料，发光效率高，同时蓝光激光器与蓝光 LED 采用的是同一材料体系，后者在大量产业资本投入下，国内已经形成了半导体照明产业的巨大体量，从而使得蓝光的产业链非常完备，成本很低。因此蓝光激光器不仅现在具有良好的产业基础，成本较低，未来的产业化将按照影响半导体产业的摩尔定律有很大的性能提升和成本下降空间。

而红、绿两种颜色成本远高于蓝色激光：1) 目前效率最高的直接发光的半导体绿激光的发光效率仅为蓝光的 40%，直接发光的绿光单芯片的器件出光功率不足蓝光芯片的 25%，且生产规模远小于蓝激光。上述三个因素导致绿激光的制造成本远高于蓝激光。2) 红激光采购成本较高，生产规模远小于蓝激光，导致制造成本高，红激光的成本远高于蓝光。

而其他荧光技术相比，为解决荧光本征颜色不能满足显示色域标准的问题，其他荧光技术往往采用荧光轮和滤光片轮分开独立安装的多驱动马达方案，由于采用多个马达组件，激光光源和光机存在多个马达之间驱动同步困难、成本高、效率低，易引起视觉差异、系统复杂、可靠性不高等缺点。而公司 ALPD® 技术在荧光轮上设置了修色片进行同步修色处理（即集成荧光轮和滤光片轮技术），能够精准匹配各种颜色标准。集成技术使得光机架构简单、光学效率高且具备卓越的颜色表现。

此后，在研发能力与投入的支撑下，公司持续对 ALPD® 技术进行迭代升级，平均 2-3 年进行一次技术迭代，目前第四代技术采用荧光+三色激光方案，色域明显提升，达到 Rec.2020 的 98.5%，产品效果持续优化。目前公司 ALPD® 4.0 技术发展成熟，5.0 与 6.0 技术正在同步研发，其中 ALPD® 5.0 利用激光特性，结合内容制版从而实现高动态范围显示，以提升视觉体验，原理样机已成功开发，目前正在进行更深入的优化工作，该技术将进入产品开发环节。ALPD® 6.0 计划突破现有显示架构，继续降低激光显示系统的成本，开始进行产业化的准备工作。

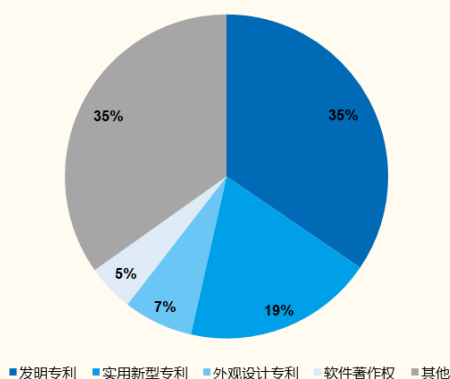
图表 10：公司 ALPD® 技术持续迭代升级



来源：公司官网，国金证券研究所

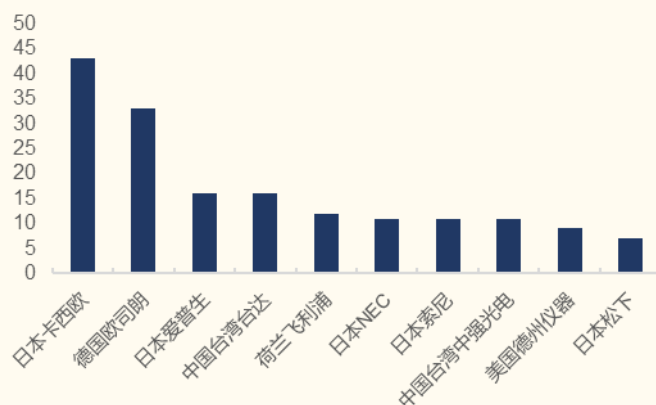
作为激光显示行业的引领者，公司围绕激光荧光显示技术的底层技术架构布局了强大的专利护城河。截至 2021 年末，公司已累计在全球范围内获得授权专利 1434 项，境内外专利申请 774 项（其中发明专利申请 641 项），PCT 国际专利申请 211 项，全球累计专利申请及授权专利共计 2419 项。公司发明的 ALPD®技术作为底层关键架构技术，已被同行业巨头如荷兰飞利浦、德国欧司朗，日本爱普生、NEC 等公司先后引证 600 余次。

图表 11：公司知识产权类型（截至 2021 年末）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司核心专利多次被行业龙头引证



来源：DerwentInnovation 专利数据库，国金证券研究所（注：2007 年至 2019 年 2 月 28 日）

伴随公司 ALPD®技术持续迭代优化，产业化进程也取得长足发展。在家用市场，凭借激光荧光技术性价比优势，公司较早推出万元级激光电视，大大降低激光电视门槛；在商用市场，激光高亮度特点助力公司激光电影放映光源市场覆盖率持续提升。荧光激光显示技术逐步得到投影显示行业认可，并成为主流光源技术之一。

图表 13：公司 ALPD® 技术的产业化进程

时间	公司ALPD®技术的产业化进程
2007-2010年	公司ALPD®技术的底层关键技术于2007年发明，并申请了专利保护。2007年至2010年之间，公司规模较小，影响力较弱。在此期间内，投影行业逐步对ALPD®技术的方案形成认知：采用蓝激光激发荧光轮，可实现高亮度、高效率、弱散斑的激光显示。
2010-2013年	业内公司逐步认识到荧光激光技术是一条可产业化的技术路线。2013年，公司与LG合作推出激光电视产品，取得广泛影响，反射式超短焦激光电视概念获得业内认可，公司也获得更大影响力。由于此时激光显示的产业链尚未成熟，公司决定将研发重点转向激光电影放映光源。
2014-2016年	经过两年多的研发，2014年6月，公司研发成功的首台20,000流明的影院放映机光源进入到影院使用。同时，公司在2013年激光电视产品的基础上，继续开发了激光商教投影机、激光工程机和新款激光电视产品。
2017年至今	公司与小米合作推出了首款万元激光电视，推进了激光电视产业化的进程；公司激光电影放映光源市场覆盖率达2018年末已覆盖全国影厅超20%。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3、B 端基石：技术支撑，基本盘扎实且多面

B 端业务是公司的基本盘和中流砥柱，经过多年的持续投入和渠道建设，成为公司稳定的收入支撑。公司 B 端业务包含核心器件业务与激光电影放映机、专业显示投影机整机业务以及影院放映服务业务。

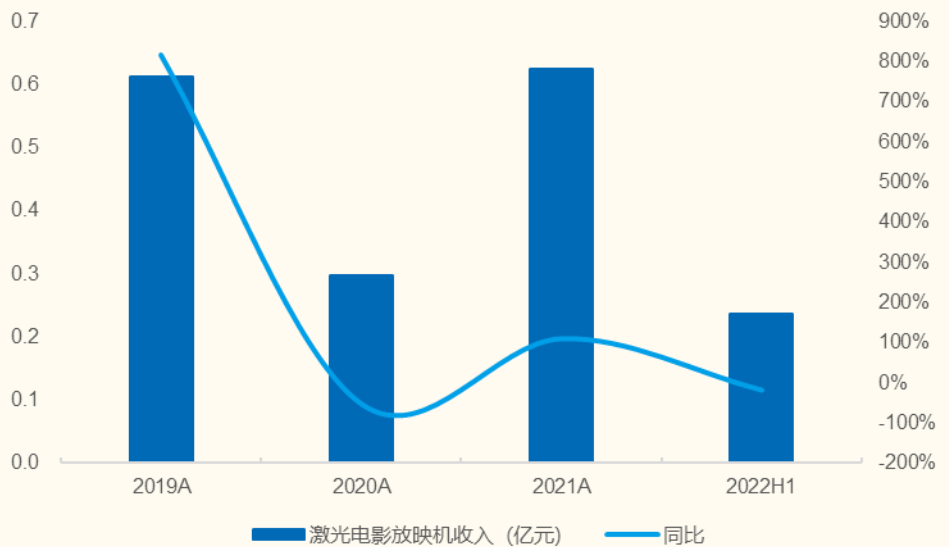
激光电影放映设备

得益于完善的渠道布局、高性能的激光光源产品以及创新的租赁模式，公司在影院激光放映领域保持龙头地位。

影院放映机主要分为激光光源和传统氙灯光源两种。激光电影放映机与传统氙灯放映机相比存在诸多优势。一方面激光光源的显示效果与氙灯光源相比存在优势。激光光源的对比度较氙灯光源更高，亮度也更强。另一方面是使用寿命更长，激光光源的使用寿命约为氙灯光源的 20-30 倍。此外在色域、安全风险等方面也都有着更好的表现。

中影光峰为电影院放映激光光源主要供应商。2018 年末我国电影放映厅总数为 60,079 个，安装激光电影放映设备 23,431 台，占比 39%，其中荧光激光渗透率约为 33%，RGB 三色激光渗透率约为 6%。公司激光电影放映机光源已在全国部署 14,018 套，市场占有率约 60%，处于行业领导地位。根据公司 2021 年报，截至 2021 年 12 月 31 日，公司在全国范围内激光放映解决方案安装总量已超过 2.5 万套，ALPD®激光放映解决方案的运行总时长约为 1.88 亿小时。2021 年公司激光电影放映机实现销售收入 6,253 万元，同比+110.57%。2022 上半年受疫情影响，影院业务暂有承压。

图表 14：激光电影放映机营业收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

专业显示投影机

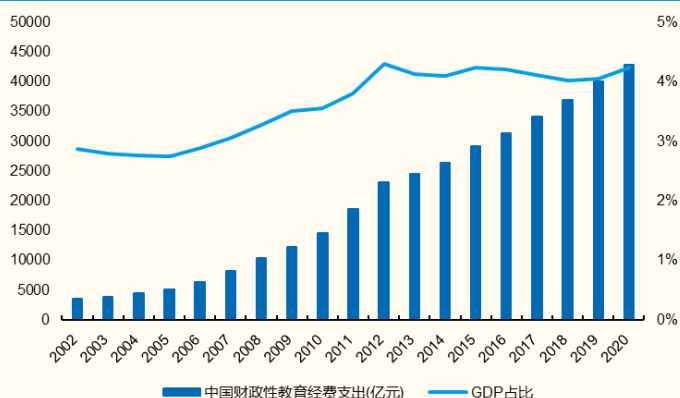
公司专业显示投影机包含激光商教投影机及激光工程投影机，2021 年合计实现收入 5.11 亿元，同比+38%，营收占比为 20.5%。

(1) 激光商教投影机

近年，商教投影机市场规模持续增长。商教投影机主要应用于教育信息化和商务领域。在商教领域，相较于液晶屏幕产品，投影产品在反射成像、光源、大尺寸上具有更多的包括舒适性、护眼和信息承载力的优势。传统商教投影机的光源包括灯泡和 LED 两种，其中传统氙灯投影机灯泡寿命较短，需频繁更换灯泡，且在常规功率下无法实现超短焦投影；而相较于 LED 光源，激光光源具有亮度高、寿命长、功耗小以及色彩自然等诸多优势，可以带来更佳的使用体验，因此未来激光商教投影机有望持续替代传统投影。根据 IDC 数据，2015-2021 年，激光光源在我国商用投影机中的占比由不足 5% 大幅提高到 19%。

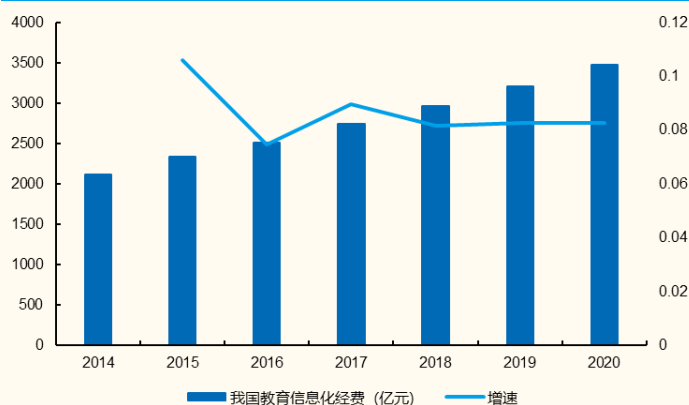
商教投影机的发展受益于国家财政性教育经费投入的持续增长。根据国家统计局的数据，2011 年至 2020 年，国家财政性教育经费支出持续增加，由 1.86 万亿元增长至 4.29 万亿元，占 GDP 比例自 2012 年以来已连续 9 年超过 4%。根据国家统计局数据，2014 年-2020 年，我国教育信息化经费从约 2100 亿元增长至约 3500 亿元，年均复合增长率达到 8.6%。在教育信息化的政策引导和资金扶持下，教育市场对商教投影产品有较大的增量需求和存量更换需求，预计激光商教投影市场有望维持稳健增长。

图表 15：中国财政性教育经费支出（亿元）及 GDP 占比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 16：中国教育信息化经费投入

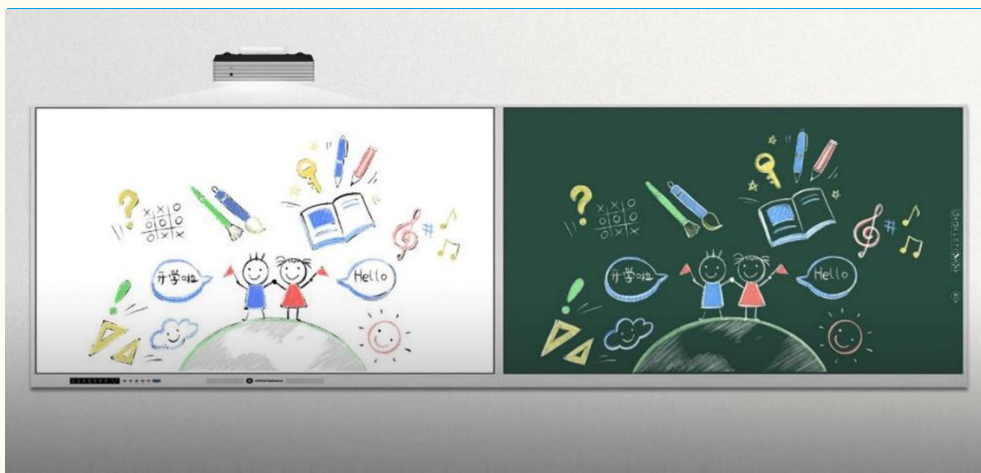


来源：国家统计局，国金证券研究所

在商教领域，公司激光商教投影机系列产品具有超短焦、短焦、长焦等投影焦段，亮度覆盖 3,300-6,000 流明，可广泛应用于教育、商业展示等多种场景。公司为智慧教室和商业展示开发出一系列解决方案，包括激光智能教学一体机、激光同步课堂方案、激光互联双板方案、高清高亮会议系统等。与竞品相比，公司激光商教投影机产品具有亮度高、光效高、色彩表现好、画面亮度均匀以及投射距离较短等优势。未来随着 ALPD® 技术升级推动性能优化和成本下降，光峰加大自有品牌在高教领域的推广力度，光峰自有品牌商教激光投影机的市场份额有望持续提高。

根据洛图科技数据，2022 年第 1 季度，中国大陆教育市场和商务市场，光峰品牌分别以 27.4% 和 30% 的市场份额位列市占率第一。

图表 17：公司商教产品使用场景



来源：公司官网，国金证券研究所

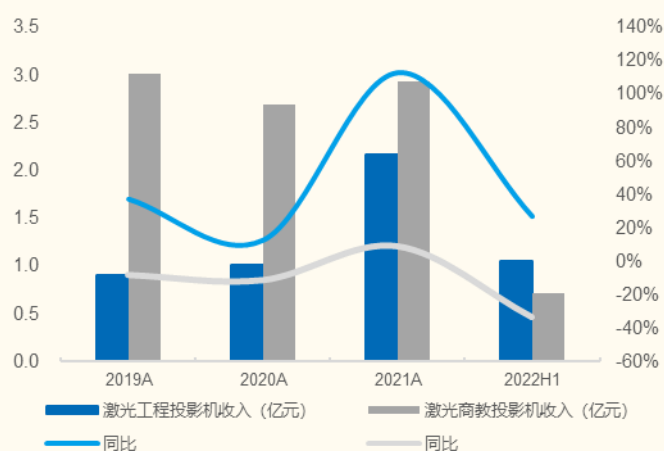
（2）激光工程投影机

激光工程投影机产品主要在商业展览展示、政务系统监控、设备运行监控等场景使用，终端客户包括各地政府机构、大型展览中心等。激光光源在工程投影市场优势突出，与传统的 LED 显示屏显示相比，激光显示技术具有安装便捷、对建筑无改变、投入成本低、适应面广的特点，激光光源技术也取代了传统灯泡光源成为主流技术。2017 年后，激光在工程投影市场的渗透已经超过 70%。根据奥维数据，2021 年国内激光投影工程销量为 12 万台，2015~2021 年 CAGR 为 49.9%，市场规模增长迅速。

核心技术是公司在激光工程投影机领域竞争优势的保障。公司激光工程投影机产品全系列应用了 ALPD[®] 荧光激光显示技术，在保障高亮度的同时可以实现更好的色彩效果。目前公司工程投影机产品广泛应用于商业展览展示、政务系统监控、设备运行监控等场景，并以卓越画质、灵活安装和影院级品质保障，赢得市场广泛认可。公司激光工程投影产品线齐全，全系列产品亮度覆盖 5,000-60,000 流明，焦距覆盖超短焦、短焦、长焦，形成了行业内最全的激光工程投影产品阵列。

在产品支撑下，公司激光工程投影业务增长迅速，2021 年实现营收 2.17 亿元，同比增长 113.55%。同时，工程投影机具有高毛利率属性，2021 年毛利率达到 55%，高于公司同期综合业务毛利率 33.9%。未来随着市场规模的持续扩张以及公司份额的不断增加，激光工程投影机业务将成为公司营收及利润增长的重要助力。

图表 18：公司工程、商教业务营收规模及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：工程激光使用场景图



来源：公司官网，国金证券研究所

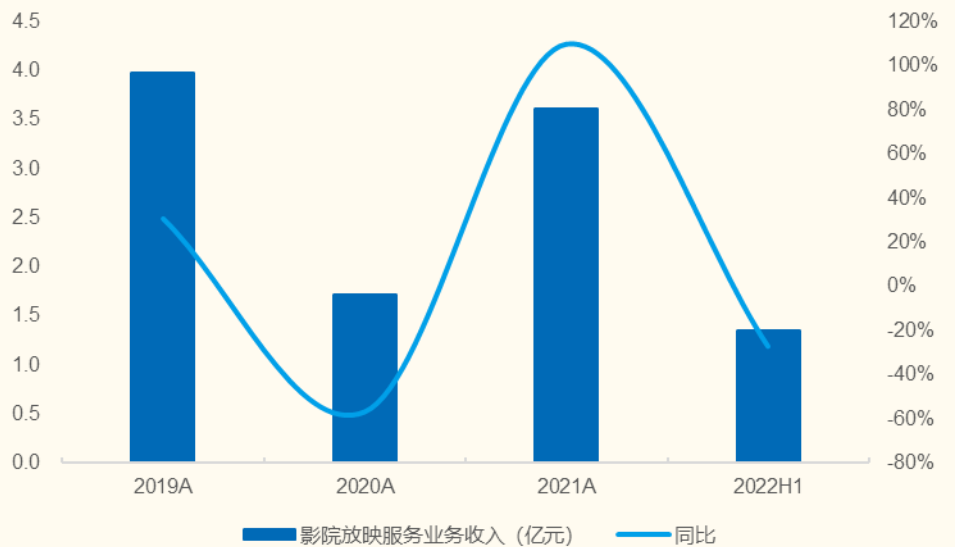
影院放映服务业务

2014 年 8 月，公司与中影股份和中影器材合资成立中影光峰，为全国影院提供激光电影放映机的光源租赁、销售，布局激光电影放映机整机销售服务、影院租赁服务业务。近年来，公司激光电影放映机光源租赁服务业务保持健康发展，对应的租赁服务收入稳定，目前公司已成为国内最大的影院激光光源租赁服务商。

公司的租赁服务业务模式分为两种：一是旧机改造模式，公司将影院现有的传统放映机改造成 ALPD[®] 激光电影放映机，直接发货至影院进行现场安装改造，之后影院付费使用；二是购置新机模式，影院直接购入 ALPD[®] 激光电影放映机，之后付费使用激光光源。目前公司影院租赁业务以旧机改造模式为主。

2016-2019 年公司租赁服务业务呈快速增长态势，营收年复合增长率为 164.53%，2019 年达到 3.98 亿元，毛利率基本维持在 60% 以上。2020 年疫情下影院不开机对租赁服务营收的影响较大，2021 年随着疫情影响减弱，公司租赁服务业务实现营业收入 3.6 亿元，同比+110%，毛利率恢复到正常水平。未来随着全球影院逐渐复工以及公司光源渗透率的不断提升，预计高毛利的租赁服务业务将持续增长，成为公司利润增长的重要动力。

图表 20：公司影院放映服务业务收入及同比增速

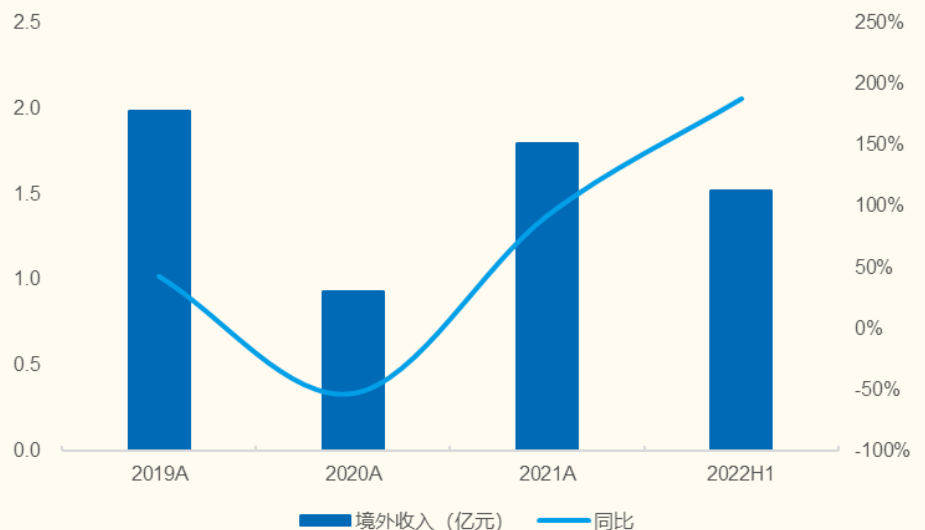


来源：公司公告，国金证券研究所

海外业务

在海外业务方面，自 2014 年以来，公司已成为全球电影放映机龙头巴可唯一的激光电影放映机光源供应商。2018 年，公司与巴可成立了合资企业中光巴可（品牌名“Cinionic”），在全球推广光源按时使用租赁服务模式。凭借巴可可在全球电影放映市场中超 50% 的市占率，公司迅速开辟了海外市场渠道。2019 年，公司海外业务收入达到 1.99 亿元，同比增长 42.91%。2020 年，受疫情影响，海外电影放映市场大幅萎缩。目前，全球电影业的基本面已经恢复，公司持续加大核心器件及整机在海外市场推广力度，22H1 海外收入 1.5 亿元，同比 +188.3%，营收占比已达到 12%，公司海外市场业务未来可期。

图表 21：海外业务营收及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

4、C 端新曲线：乘风大屏显示，差异化另辟蹊径

近年来公司 C 端业务大举发力，同时持续加大市场投入，积极拓展线下渠道，全面开启激光投影新时代，C 端业务逐渐成为公司营收支柱。公司激光电视及智能微投把握大屏显示需求，同时以差异化定位另辟蹊径，激光电视主打性价比，智能微投以激光光源为亮点，实现高亮度成像效果。2021 年公司自有品牌业务同比增长超 50%，同时 C 端占比提升推动公司毛利率明显提升。

激光电视产品具有色彩更丰富、大屏体验、能耗更低、漫反射护眼等性能优势，同时，与 LED 大屏电视相比，在 75 英寸及以上尺寸更具性价比。

图表 22：激光电视与液晶电视的技术性能差异

性能比较	激光电视	液晶电视
售价	大尺寸（80 英寸以上）的激光电视售价优势明显，比相近尺寸的液晶电视售价低万元甚至十万元以上	70 英寸以下的液晶电视与激光电视价格相近；但大尺寸（80 英寸以上）尤其是 100 英寸以上的液晶电视成本过高（目前在 10 万元以上），不具备规模化推向消费市场的条件
画面尺寸	大屏是激光电视的主要特点之一，一般都在 80 英寸以上，目前可达到 100 英寸及以上	目前 65-70 英寸是制造和消费市场的主力尺寸，更大尺寸的液晶电视虽技术上可实现，但成本过高，超过 100 英寸的很少
亮度	基本与液晶电视一致，但日间观看效果比液晶电视略差	日间观看效果略好于激光电视
色域	激光光源发射出更纯净的光线，色域更加宽广	略逊于激光电视
分辨率	分辨率水平基本一致	
光线	反射式，护眼效果好	直射式，长时间观看影响视力
体积与重量	可采用超短焦技术实现大屏投影，自身体积较小且轻便	随尺寸扩大体积和重量大幅增加，搬运不便

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

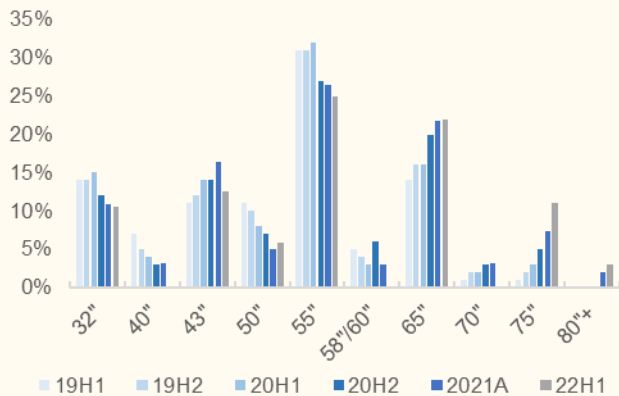
从消费者需求角度看，在第三消费时代，随着“有用”的产品需求已经基本饱和，消费者开始更加追求“好用”，而激光电视更大的屏幕尺寸及带来的更好使用体验则符合消费者对于视觉享受的追求。根据奥维云网数据显示，2020 年国内电视产品平均尺寸 51.2 英寸，增长了 1.0 英寸，65 英寸以上产品零售量占比 24.8%，较上年同期增长了 6.5 个百分点，同时零售额已经占到市场整体的近 50%。消费者对于大屏、高品质观影的需求日益旺盛。

而目前的显示技术中，仅有液晶电视和激光电视具有 80 英寸以上的量产能力，目前激光电视已经量产的最大可做到 120 英寸。

随着尺寸不断加大，液晶电视价格急剧攀升。而激光电视尺寸与价格变动关系较小，在 85 英寸及以上的尺寸中，更加具有性价比。受限于大块面板切割成本和工艺水平，液晶电视售价随屏幕尺寸增加呈现指数级增长。而在大尺寸领域，激光电视相较于液晶电视的价格优势明显。目前 100 英寸左右液晶电视最低价为 18000 元左右，100 英寸的激光电视最低可以做到 1 万元以内，主流品牌 100 英寸激光电视的价格为 12999~39999 元，而 98 或 100 英寸液晶电视的价格为 17999~199999 元。

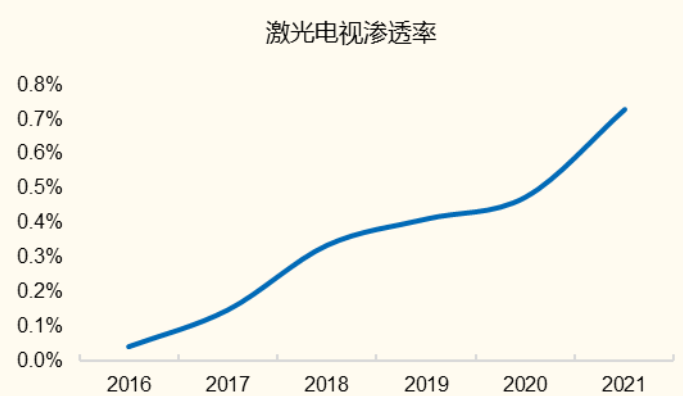
激光电视在大屏领域的独特优势，推动激光电视在 75+ 尺寸市场份额快速提升，2020H1 达到 6.6%，较 2015 年提升 6.6pct。21 年中国大陆激光电视销量达到 28 万台，同比增长 32%，未来有望保持强劲增长趋势。

图表 23：中国彩电市场重点尺寸结构



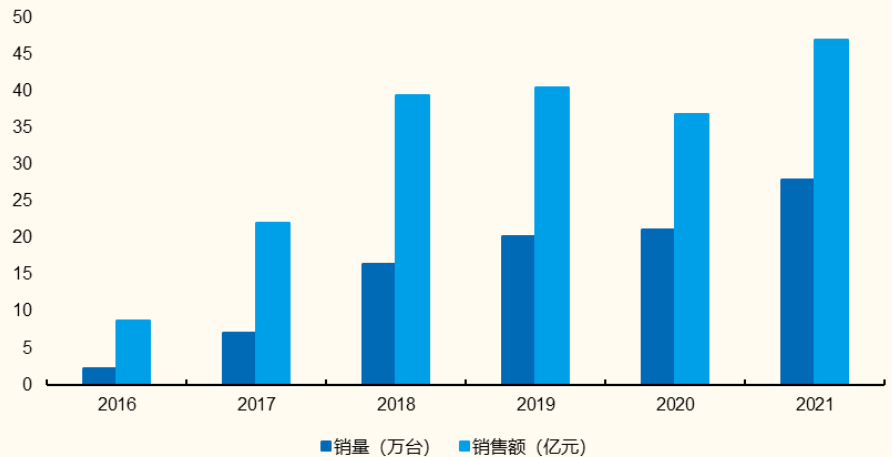
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 24：激光电视渗透率仍较低但持续提升



来源：奥维云网，洛图科技，国金证券研究所（激光电视渗透率=激光电视销量/彩电销量）

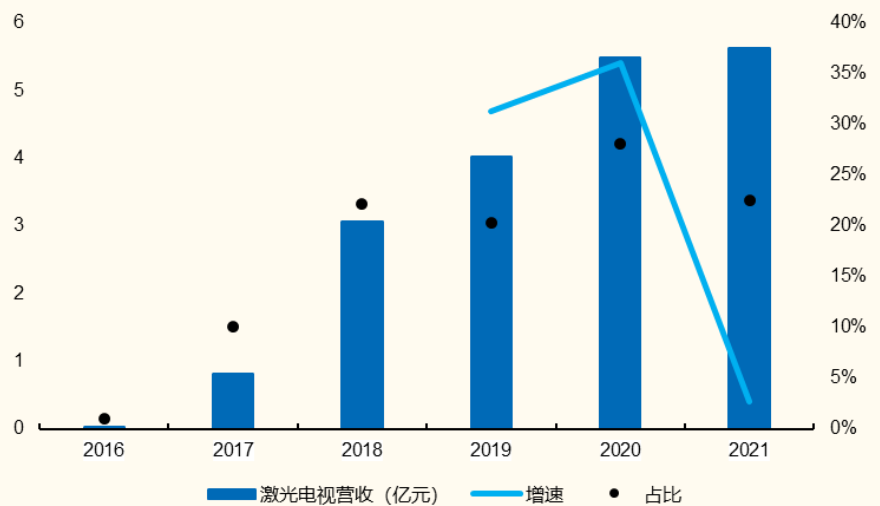
图表 25：2016-2021 年中国大陆激光电视销量及销售额



来源：洛图科技，国金证券研究所

近年来公司激光电视业务稳健增长。2021 年公司与全球知名高端音响品牌宝华韦健合作，推出首款全色激光电视 T1。2021 年公司激光电视业务实现营收 5.62 亿元，营收占比达 22.5%，2017-2021 年复合增长率为 62.44%。

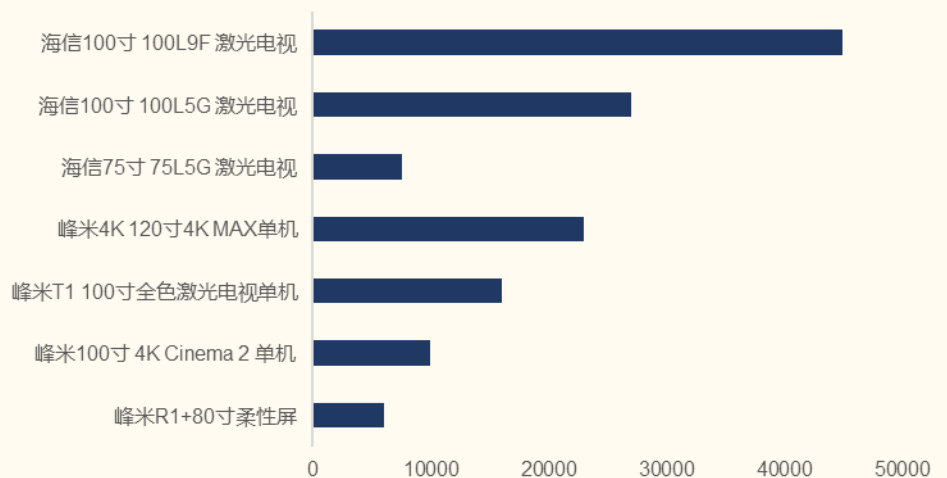
图表 26：公司激光电视业务收入、增速及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

与竞品相比，公司激光电视以价格取胜，采取性价比竞争策略，公司凭借独创的 ALPD® 技术，采用荧光技术，将 100 寸激光电视价格降至万元以下，大幅降低激光电视门槛，吸引对价格较为敏感的年轻消费者。同时，峰米亦逐步推出全色高端激光电视，实现更高范围消费者覆盖。

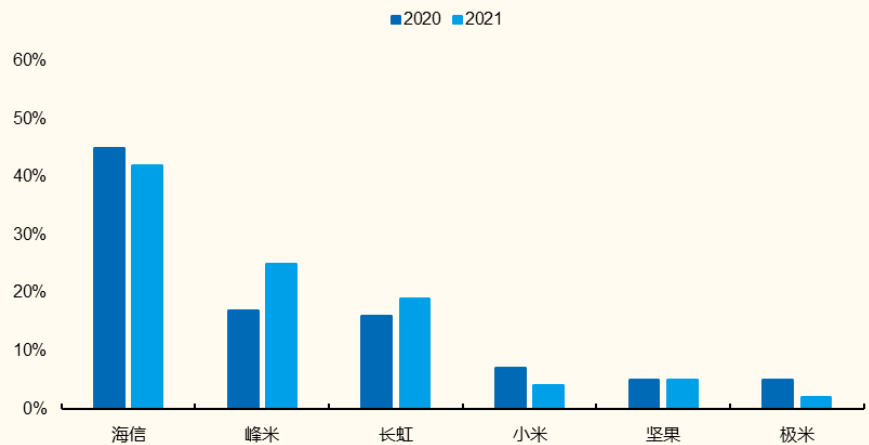
图表 27：峰米激光电视性价比比较突出



来源：天猫旗舰店，国金证券研究所（注：海信激光电视价格均包含主机+屏幕）

峰米凭借自身技术及成本优势，市场份额持续提升，2021 年峰米激光电视销量份额近 25%，同比大幅提升，行业排名第二；2021 年双十一期间，峰米科技全网 GMV 突破 2 亿元，连续四年蝉联激光电视线上销售额和销量双冠军。

图表 28：2020-2021 年激光电视市场份额

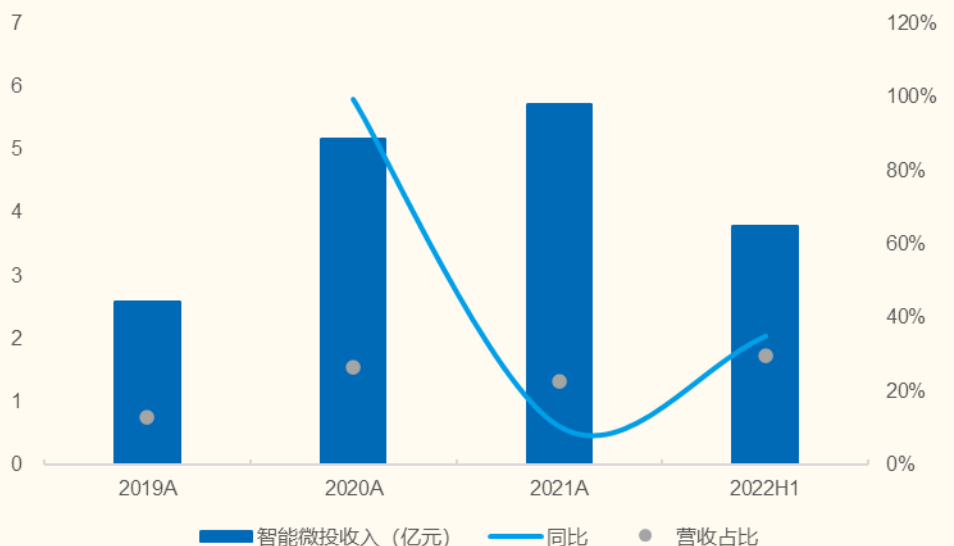


来源：洛图科技，国金证券研究所

智能微投方面，公司凭借自身在激光领域优势，推出多款激光微投，激光微投作为新品类正在兴起，激光投影相比于 LED 投影具有更好的亮度效果。根据 IDC 数据，2021 年我国家用投影仪市场销售 348 万台，同比增长 16.0%，其中 87% 是 LED 光源。激光投影出货约 28 万台，同比+33%，激光投影占比 8%，同比提高 1%。

公司智能微投业务主要包括代工和自有品牌两种模式，产品主要包括自有的峰米品牌、小明品牌以及为小米代工的小米品牌智能微投。2022H1 年公司智能微投实现收入 3.79 亿元，同比+35%。

图表 29：智能微投业务收入、增速及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

与竞品相比，公司投影产品搭载激光光源能够实现较高亮度水平。22 年公司发布首款使用 LED 光源的产品--高端 4K 投影峰米 V10，亦表明公司能力逐步拓宽。使用性价比更高的 LED 光源，V10 在流明数达到 2500ANSI，保证性能的同时，价格具有明显优势。

图表 30：峰米 R1 投影与同价位竞品对比

型号	极米NEW Z8X	峰米R1 Nano	极米Z6X Pro	坚果015
发布时间	2019年8月	2021年10月	2022年3月	2022年7月
到手价	3799	3799	3699	3499
焦距	长焦	长焦	长焦	超短焦
光源	LED	激光	LED	LED
亮度 (ANSI流明)	1200	1200	1000	1200
标准分辨率	1980*1080	1980*1080	1920*1080	1920*1080
显示芯片	0.33DMD	0.23DMD	0.33DMD	0.23DMD
处理器芯片	MStar848	Amlogic T972	MT9669	MT9669
梯形校正	全自动梯形校正	全向自动校正	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)
对焦	全局无感自动	无感对焦 (自动)	无感自动	无感自动
运动补偿	支持	无	支持	支持
智能避障	支持		支持	支持
噪音	30dB	30dB		经典26dB, 陪伴22dB
存储	2G+16G	3G+16G	4G+16G	3G+16G

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 31：峰米 V10 投影与同价位竞品对比

型号	极米RS PRO 2	当贝X3 Pro	峰米 V10 4K	vidda C1
发布时间	2021年4月	2022年5月	2022年5月	2022年5月
到手价	8599	8799	6799	6999
焦距	长焦	长焦	长焦	长焦
光源	LED	激光	LED	激光
亮度 (ANSI流明)	2200	3200	2500	1350
标准分辨率	3840*2160 (4k)	3840*2160 (4k)	3840*2160 (4k)	3840*2160 (4k)
显示芯片	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD	0.47DMD
处理器芯片	MTK9669	MT9669	MT9669	MT9669
梯形校正	全向自动校正	自动梯形校正	全向自动校正	自动
对焦	无感自动	激光自动对焦	无感自动	自动
运动补偿	支持	全局支持	支持	支持
智能避障	支持	支持	支持	支持
噪音	28dB	24dB		
存储	4G+128G	4G+128G	4G+64G	4G+64G

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

此外，除推出主流 DLP 投影产品外，公司智能微投业务在更具性价比的 LCD 投影技术路线上再下一城。峰米推出 LCD 投影品牌小明，并于 21 年 5 月推出首款 LCD 投影小明 Q1，定价 999 元。小明投影采用 LCD 技术，性能较 DLP 投影较低，主打性价比，千元价位试错成本低，用户群体主要为学生、初入职场人群等具有较强猎奇心理、对大屏投影新事物感兴趣的年轻人，是对公司主流投影产品的有力补充。

与竞品相比，小明投影在千元价位段努力提升产品性能，凭借公司在投影领域的技术积累，小明投影在自动校正、对焦、避障等智能化软件领域较为突出。根据 IDC，2022 年上半年，小明品牌在 LCD 市场销量份额已达到 6%。22 年 8 月，小明再推新品 Q2，有望助力品牌持续取得靓丽表现。

图表 32：小明投影与千元竞品性能对比

型号	小明Q1	小明Q2	知麻D1	微果C1
上市时间	2021年5月	2022年8月	2021年6月	2022年5月
到手	999	1099	999	999
亮度 (ANSI流明)	250	500	320	450
标准分辨率	1920*1080	1920*1080	1920*1080	1920*1080
显示技术	LCD	LCD	LCD	LCD
处理器芯片	Amlogic T972	MT 9269	MSD 6A8386	MT 9269
梯形校正	四向手动	全自动四向校正	四向	自动校正
对焦	手动滚动对焦滚轮	开机自动对焦	自动	自动
运动补偿	无	无	无	无
智能避障	无	支持	无	无
噪音		<31dB		≤27dB
存储	2G+8G	1G+16G	1G+8G	1G+8G

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 33：小明推出 Q2 新品

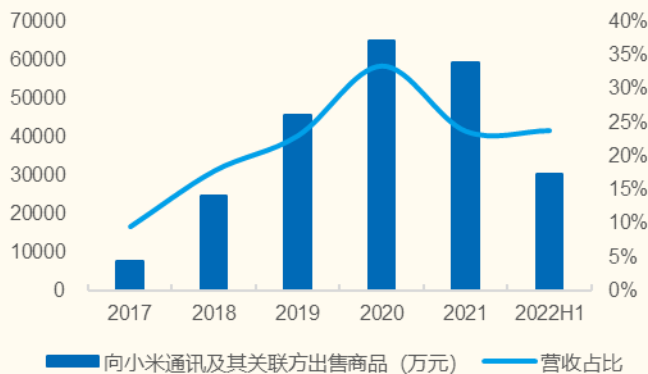


来源：小明官方公众号，国金证券研究所

C 端自有品牌占比提升，助力毛利率提升。随着公司自有品牌销售增长，小米关联交易占比逐步下降，2022 上半年，子公司峰米科技自有品牌业务在同比增长 50%，占峰米科技总营收比重达 50%。同时，峰米科技自有品牌业务的毛利率较去年同期提升超 5pct，毛利率得到显著提升。在自有品牌占比提升拉动下，C 端产品毛利率持续提升，2021 年公司激光电视、智能微投毛利率分别

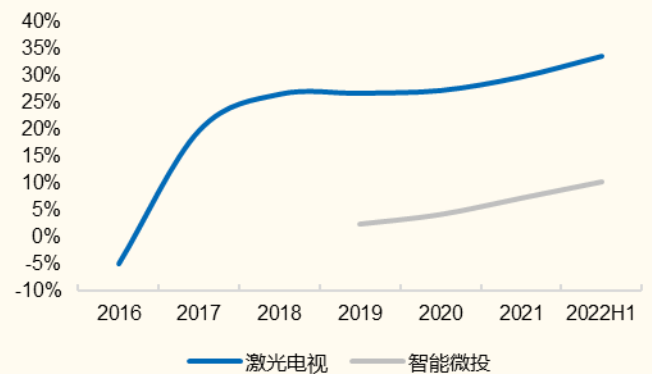
为 29.72%、7.17%，较 2019 年分别提升 3.05pct、4.85pct。未来随着自有品牌占比持续提升，公司毛利率有望持续改善。

图表 34：小米关联交易占比近年有所下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：公司 C 端业务毛利逐步提升

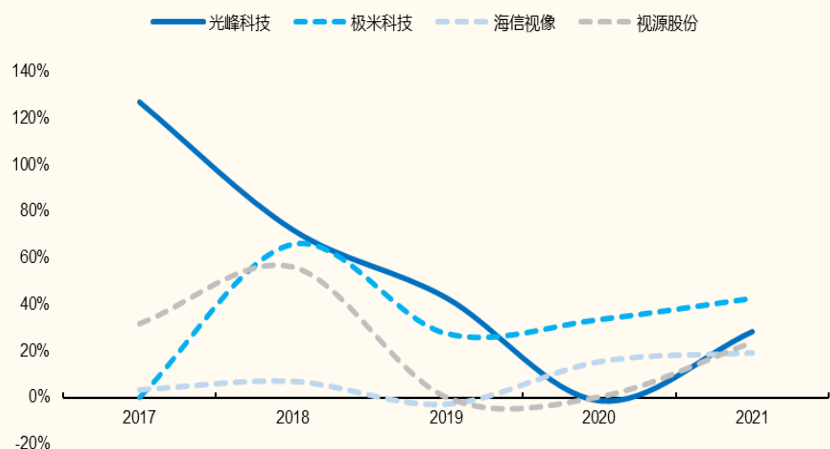


来源：公司公告，国金证券研究所

5、财务分析

近年来公司营收增长稳健，2020 年受疫情特殊影响有所下滑，2021 年公司积极调整业务结构，营业收入创历史新高，为 24.98 亿元，同比增长 28.19%。2016-2021 年，公司营收由 3.55 亿元增长至 24.98 亿元，CAGR 为 38.43%。

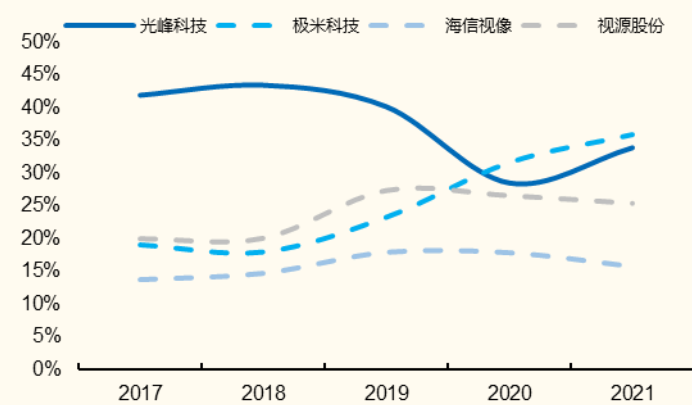
图表 36：主要可比公司营收同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

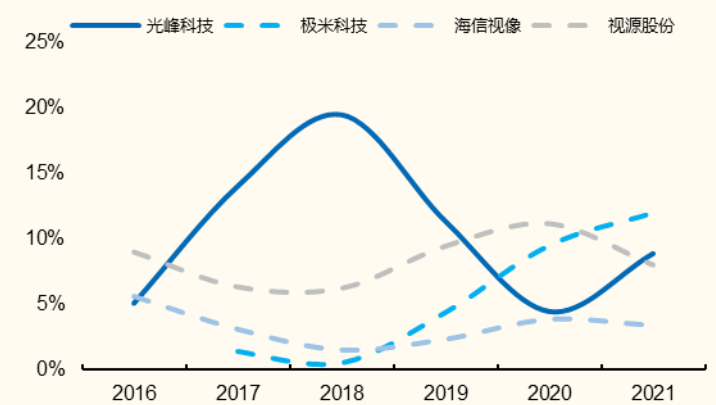
2016-2019 年，公司毛利率、净利率均为行业领先水平。受疫情影响，2020 年光峰毛利率、净利率有所下降，主要是由于公司高毛利的影院业务收入下降，产品结构的变化导致综合毛利率降低。2021 年，公司高毛利的影院业务收入逐渐恢复，核心器件和家用、工程等业务实现收入增长，综合毛利率得到提升。未来疫情得到有效控制后，随着租赁业务的恢复、自有品牌的成长以及规模效应带动成本下降，我们预计公司的毛利率将持续上行。

图表 37：主要可比公司历年毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

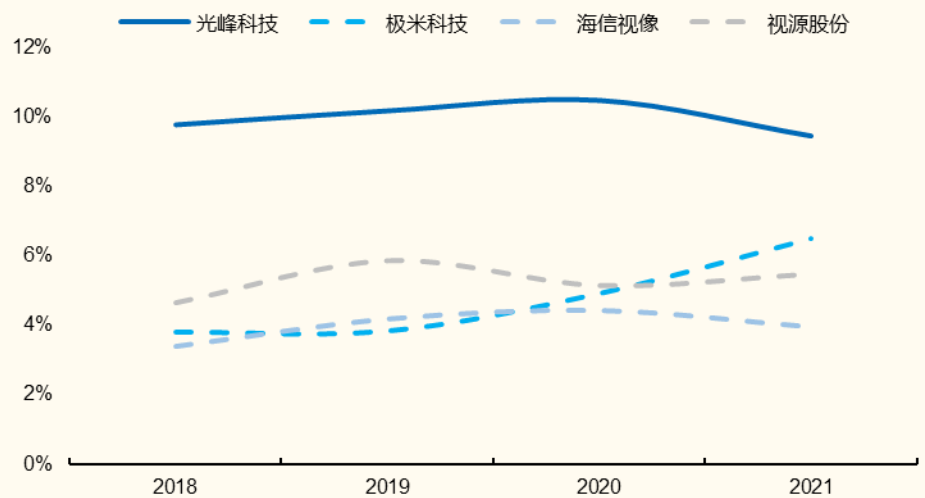
图表 38：主要可比公司历年净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

公司紧紧围绕技术研发、专利布局构建公司的核心竞争力，重视研发投入，近年公司研发费用率维持在 10% 左右，研发人员数量占比超过 30%，研发队伍强劲。截至 2021 年 12 月，公司全球累计专利申请 2419 项，取得授权专利 1434 项。2021 年，公司研发费用 2.37 亿元，较上年同期增加 3227.55 万元，同比增长 15.79%，主要系公司加大对激光微投等 C 端产品和车载显示等创新领域研发投入以及研发人员数量和人均薪酬持续增加。研发人力投入的增加。目前公司已形成了从关键系统架构、核心器件到关键算法的激光显示全技术链的技术储备和专利布局。

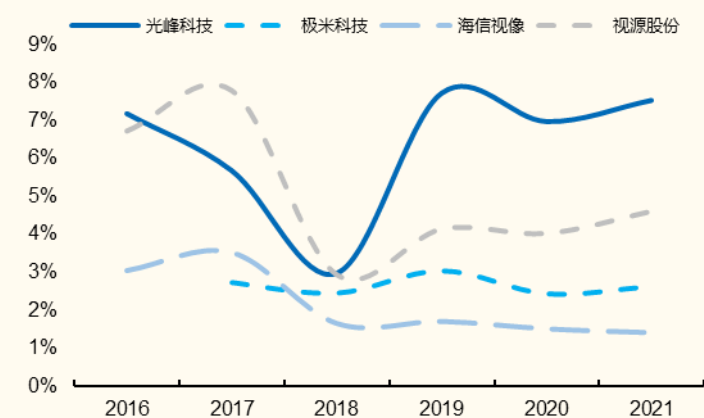
图表 39：主要可比公司历年研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

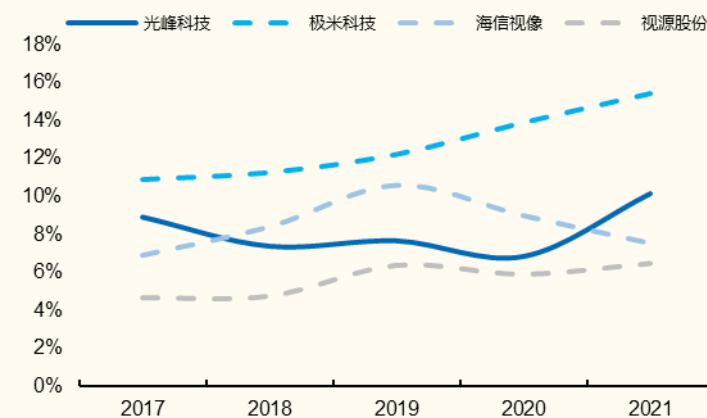
由于实施多次股权激励计划，以及职工薪酬、专业服务费等管理成本增长较快，近年公司管理费用率高于可比公司平均水平。公司销售费用率较可比企业偏低，近两年销售费用率呈上升趋势。公司整体费用控制较为有效。

图表 40：主要可比公司历年管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：主要可比公司历年销售费用率

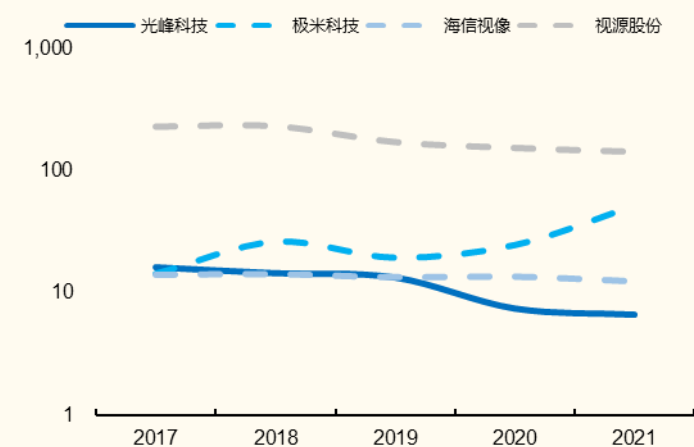


来源：公司公告，国金证券研究所

公司整体营运能力有待提升。由于 2020 年起影院租赁服务业务受到疫情的严重冲击，应收款项增加；以及家用业务销售规模的扩大，销售回款速度变慢，2020-2021 年公司应收账款整体周转率下降，低于可比公司平均水平。

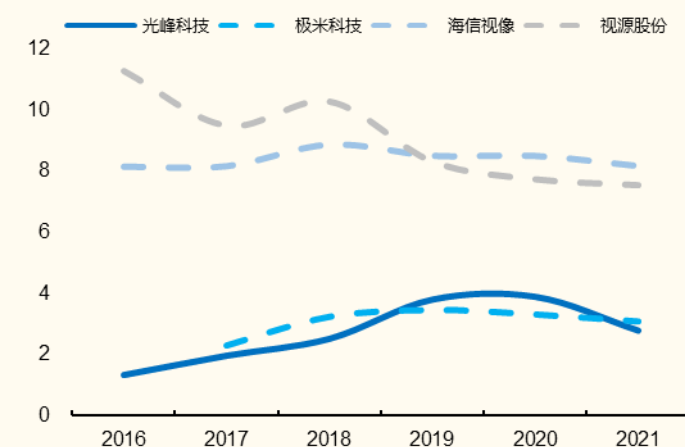
公司的存货周转率低于可比公司平均水平主要是由于公司需要的原材料品类较多，以及为了保证供货的及时性和连续性、对原材料采购量较大。随着疫情、原材料价格高企等负面影响边际改善，公司运营能力将有望加强。

图表 42：主要可比公司历年应收账款周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：主要可比公司历年存货周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

6、盈利预测及投资建议

公司 B 端业务稳健发展，随着疫情缓解，影院业务有望逐渐复苏；C 端在渠道拓展、营销加码下，短板有望逐步补齐。在大屏需求下，激光电视及智能微投影气度提升，公司自有品牌 21 年持续推出多款性价比比较高的新品，有望助力后续 C 端放量，自有品牌占比提升有望推动盈利能力持续提升。具体来看：

核心器件销售业务包含激光光源、激光电视光机销售，根据洛图数据，2021 年中国激光电视出货量达 28 万台，同比+32%，22 年延续增长，叠加公司持续拓展客户，我们预计 22-24 年公司核心器件光源与光机销售收入分别同比+120%、+60%、+50%，22 年受疫情影响，毛利率有所下降，后续有望逐步恢复。

B 端整机销售有望实现稳健增长:

激光电影放映机由于 22 年上半年受疫情影响,影院需求有所下降,22 年收入增长暂缓,预计在疫情缓解后收入增速有望提振,我们预计 22-24 年公司激光电影放映机收入分别同比+2%、30%、15%,22 年受疫情影响,毛利率有所下降,后续有望逐步恢复。

激光商教投影受双减政策影响,同时在疫情影响下,居家办公、上网课,需求有所减弱,收入增速有所放缓,随着疫情缓解,增速有望提振,我们预计 22-24 年公司激光商教投影收入分别同比-10%、15%、12%,毛利率维持稳定。

激光工程投影机凭借激光光源高亮度的特点在工程投影市场广受欢迎,随着文旅产业、夜景观景需求兴起,叠加公司工程机型产品多、性价比高,公司激光工程投影机收入延续高增,我们预计 22-24 年公司激光工程投影机收入分别同比+30%、45%、40%,毛利率维持稳定。

C 端能力持续释放,高增可期:

智能微投业务 21 年增速较低主要由于小米代工业务体量有所缩减,随着公司新品推出、渠道营销加码,品牌形象逐步建立,叠加小明品牌 8 月再推新品,自主品牌持续放量,我们预计 22-24 年公司智能微投收入分别同比+47%、48%、47%,毛利率随着自有品牌占比提升呈上升趋势。

激光电视业务 21 年增速较低主要由于小米代工业务体量有所缩减,受益于行业景气度提升,叠加自有品牌峰米市场份额快速提升,市场份额持续提升,2021 年峰米激光电视销量份额近 25%,同比提升 8pct 左右。同时 21 年底公司推出 T1 旗舰新品,助力公司收入增长。疫情影响激光电视线下安装服务,短期增速承压,预计逐步恢复。我们预计 22-24 年公司激光电视收入分别同比+9%、20%、25%,毛利率随着自有品牌占比提升呈上升趋势。

影院放映服务业务主要向影院提供激光光源租赁服务,影院需求受疫情影响明显,随着疫情缓解,增速有望提振,我们预计 22-24 年公司租赁服务业务收入分别同比-12%、30%、25%,22 年毛利率受疫情影响有所下降,后续有望提振。

盈利能力:疫情影响暂承压,环比改善确定性较强

22 年上半年受疫情影响,预计高毛利业务租赁服务营收占比有所下降,毛利率同比有所降低,随着疫情恢复及自有品牌占比提升,后续毛利率有望同比提升,预计 22-24 年公司毛利率分别为 32%、35%、35%;

销售费用率随着自有品牌占比提升,公司营销投入有所加大,后续呈小幅提升趋势,预计 22-24 年公司销售费用率分别为 10.2%、10.3%、10.4%;销售费用率由于股权激励费用摊销,维持相对较高水平,23、24 年股权激励费用摊销较少,费用率将有所下降,预计 22-24 年公司管理费用率分别为 7.5%、7.0%、6.8%;研发费用率维持相对稳定。综上,22-24 年公司归母净利润率分别为 6.8%、7.6%、7.9%。

图表 44：公司盈利预测拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
核心器件销售-光源与光机						
	3.29	2.03	2.89	6.35	10.17	15.25
yoy	11%	-38%	42%	120%	60%	50%
毛利率	68%	60%	50%	41%	46%	47%
激光投影整机销售						
B端						
激光电影放映机	0.61	0.30	0.63	0.64	0.83	0.95
yoy	816%	-52%	111%	2%	30%	15%
毛利率	58%	48%	45%	42%	46%	46%
激光商教投影机	3.01	2.69	2.94	2.65	3.04	3.41
yoy	-8%	-11%	9%	-10%	15%	12%
毛利率	25%	28%	32%	32%	33%	32%
激光工程投影机	0.90	1.02	2.17	2.82	4.09	5.73
yoy	37%	13%	113%	30%	45%	40%
毛利率	48%	52%	55%	55%	55%	55%
C端						
智能微投	2.59	5.18	5.72	8.41	12.44	18.29
yoy	0%	100%	10%	47%	48%	47%
毛利率	2%	4%	7%	12%	14%	17%
激光电视	4.03	5.47	5.62	6.13	7.35	9.19
yoy	31%	36%	3%	9%	20%	25%
毛利率	27%	27%	30%	34%	37%	36%
影院放映服务业务						
	3.98	1.72	3.61	3.17	4.13	5.16
yoy	31%	-57%	110%	-12%	30%	25%
毛利率	66%	37%	60%	53%	57%	57%
收入合计	19.79	19.49	24.98	32.99	47.07	65.46
yoy	43%	-2%	28%	32%	43%	39%
盈利能力						
毛利率	40%	29%	34%	32%	35%	35%
销售费用率	7.7%	6.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%
管理费用率	7.7%	7.0%	7.5%	7.5%	7.0%	6.8%
研发费用率	10.2%	10.5%	9.5%	9.3%	9.5%	9.2%
净利率	9.4%	5.8%	9.3%	6.8%	7.6%	7.9%

来源：国金证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 32.99、47.07、65.46 亿元，同比分别增长 32.05%、42.67%、39.08%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.24、3.60、5.17 亿元，同比分别-3.85%、60.32%、43.76%。2022-2024 年 EPS 分别为 0.49、0.79、1.13 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 51x、32x、22x。我们选取视源股份、海信视像、极米科技作为可比公司，2023 年可比公司 PE 平均数为 15.55 倍，考虑到公司独创 ALPD®技术，B 端稳健增长，C 端自有品牌后续持续放量，公司后续利润释放弹性较大，估值具有一定溢价空间，给予公司 2023 年 40 倍估值，对应目标价 31.58 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 45：可比公司估值对比

公司	EPS						PE					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
视源股份	2.49	2.91	2.61	3.36	4.12	4.94	27.72	23.72	26.44	20.52	16.76	13.96
海信视像	0.43	1.35	0.87	1.16	1.40	1.63	28.87	9.09	14.17	10.61	8.75	7.52
极米科技	3.07	7.17	10.09	9.31	12.72	16.93	87.57	37.50	26.65	28.87	21.14	15.88
平均数	2.00	3.81	4.52	4.61	6.08	7.84	48.05	23.43	22.42	20.00	15.55	12.45
光峰科技	0.41	0.25	0.52	0.49	0.79	1.13	61.05	100.26	48.91	51.19	31.93	22.21

来源：wind，国金证券研究所（PE 采用 2022 年 9 月 1 日收盘价计算）

7、风险提示

新冠疫情反复风险：公司影院业务受疫情影响较为明显，若疫情反复将对公司造成不利影响。

激光电视及智能微投渗透率提升不及预期风险：激光电视及智能微投作为新兴品类，属于可选消费，目前渗透率仍相对较低，消费者对该品类的接受度存不确定性，存在渗透率不及预期风险。

核心零部件依赖外购风险：公司产品多采用 DLP 显示技术，其使用的 DMD 芯片由美国德州仪器（TI）单一供应，若公司与 TI 合作关系发生变化，可能对公司经营产生不利影响。

其他激光光源技术对公司 ALPD®技术的替代风险：公司 ALPD®技术与三色 RGB 激光技术存在替代关系，若后续色 RGB 激光技术降本节奏较快、产业化应用成熟，将会对公司造成不利影响。

限售股解禁风险：1) 首次公开发行限售股数量 1.67 亿股，占公司股本总数的 36.8%，共涉及 7 名股东，于 2022 年 7 月 22 日起上市流通；2) 2021 年限制性股票激励计划首次授予的第一个归属期共计 288 万股，涉及高管、核心技术人才等 185 人，股票于 2022 年 7 月 19 日起上市流通。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,979	1,949	2,498	3,299	4,707	6,546
增长率		-1.5%	28.2%	32.0%	42.7%	39.1%
主营业务成本	-1,184	-1,393	-1,651	-2,233	-3,074	-4,248
%销售收入	59.8%	71.5%	66.1%	67.7%	65.3%	64.9%
毛利	795	556	847	1,066	1,632	2,298
%销售收入	40.2%	28.5%	33.9%	32.3%	34.7%	35.1%
营业税金及附加	-8	-7	-9	-10	-14	-13
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
销售费用	-152	-134	-253	-336	-485	-681
%销售收入	7.7%	6.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%
管理费用	-153	-136	-188	-247	-329	-445
%销售收入	7.7%	7.0%	7.5%	7.5%	7.0%	6.8%
研发费用	-202	-204	-237	-307	-447	-602
%销售收入	10.2%	10.5%	9.5%	9.3%	9.5%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	282	75	161	166	357	557
%销售收入	14.2%	3.9%	6.4%	5.0%	7.6%	8.5%
财务费用	-29	-9	-1	-3	-15	-13
%销售收入	1.5%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-16	-21	-44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	40	0	0	0
投资收益	10	18	33	10	10	10
%税前利润	3.4%	16.1%	11.3%	3.8%	2.3%	1.6%
营业利润	280	109	238	252	432	634
营业利润率	14.1%	5.6%	9.5%	7.6%	9.2%	9.7%
营业外收支	0	3	51	10	10	10
税前利润	279	111	289	262	442	644
利润率	14.1%	5.7%	11.5%	7.9%	9.4%	9.8%
所得税	-55	-25	-67	-58	-97	-142
所得税率	19.7%	22.2%	23.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	224	87	222	204	345	502
少数股东损益	38	-27	-12	-20	-15	-15
归属于母公司的净利润	186	114	233	224	360	517
净利率	9.4%	5.8%	9.3%	6.8%	7.6%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	224	87	222	204	345	502
少数股东损益	38	-27	-12	-20	-15	-15
非现金支出	117	134	184	114	125	136
非经营收益	18	14	-33	67	6	31
营运资金变动	-116	-183	-315	-111	-84	-238
经营活动现金净流	243	52	58	274	391	431
资本开支	-244	-65	-120	-53	-107	-107
投资	-539	252	-335	0	0	0
其他	10	19	10	10	10	10
投资活动现金净流	-773	206	-445	-43	-97	-97
股权募资	1,094	21	225	0	0	0
债权募资	-136	-85	177	127	307	464
其他	-74	-35	-107	-82	-101	-126
筹资活动现金净流	885	-99	296	45	206	337
现金净流量	357	154	-92	276	500	671

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	876	1,038	958	1,231	1,729	2,398
应收款项	192	370	439	621	886	1,233
存货	300	419	770	826	1,011	1,397
其他流动资产	619	178	575	530	565	614
流动资产	1,987	2,005	2,742	3,208	4,191	5,641
%总资产	64.1%	62.1%	66.9%	71.9%	76.6%	81.4%
长期投资	152	288	306	306	306	306
固定资产	491	499	619	620	650	669
%总资产	15.9%	15.5%	15.1%	13.9%	11.9%	9.7%
无形资产	349	332	311	304	298	291
非流动资产	1,113	1,222	1,355	1,256	1,278	1,289
%总资产	35.9%	37.9%	33.1%	28.1%	23.4%	18.6%
资产总计	3,100	3,226	4,097	4,464	5,469	6,931
短期借款	142	270	160	297	604	1,068
应付款项	228	403	608	671	926	1,279
其他流动负债	278	254	279	337	484	674
流动负债	648	927	1,048	1,306	2,014	3,020
长期贷款	280	65	369	369	369	369
其他长期负债	48	49	57	8	6	4
负债	975	1,041	1,474	1,682	2,388	3,393
普通股股东权益	1,975	2,092	2,438	2,617	2,931	3,403
其中：股本	452	453	453	456	456	456
未分配利润	289	358	545	724	1,038	1,510
少数股东权益	150	94	185	165	150	135
负债股东权益合计	3,100	3,226	4,097	4,464	5,469	6,931

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.413	0.251	0.515	0.492	0.789	1.135
每股净资产	4.373	4.620	5.385	5.743	6.433	7.468
每股经营现金净流	0.538	0.116	0.129	0.602	0.859	0.945
每股股利	0.070	0.060	0.110	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.44%	5.44%	9.57%	8.57%	12.27%	15.20%
总资产收益率	6.02%	3.53%	5.70%	5.03%	6.58%	7.46%
投入资本收益率	8.89%	2.32%	3.92%	3.74%	6.87%	8.73%
增长率						
主营业务收入增长率	42.82%	-1.53%	28.19%	32.05%	42.67%	39.08%
EBIT增长率	10.42%	-73.28%	113.64%	2.88%	115.66%	56.01%
净利润增长率	5.36%	-38.94%	104.98%	-3.85%	60.32%	43.76%
总资产增长率	49.98%	4.09%	27.00%	8.96%	22.51%	26.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.3	48.5	54.4	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	96.4	94.2	131.4	135.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	52.6	52.8	71.5	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	86.9	83.8	68.7	45.5	26.5	14.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.82%	-37.37%	-32.25%	-35.32%	-38.09%	-38.99%
EBIT利息保障倍数	9.6	8.2	123.7	47.5	23.8	42.6
资产负债率	31.47%	32.26%	35.98%	37.68%	43.66%	48.95%

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	2	17	23	34	63
增持	0	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.12	1.11	1.00

来源：聚源数据

单击此处输入文字。

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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402