东兴证券 DONGXING SECURITIES

极米科技（688696）：卡位视频内容新入口的未来生态再造者

智能硬件系列之智能投影（一）

2021 年 03 月 01 日

强烈推荐/首次

极米科技 公司报告

智能投影是卡位视频内容新入口的好赛道。行业发展处于“天时地利人和”新阶段：（1）“天时”：智能投影作为卡位视频内容新入口，受视频观看需求增长拉动非常明显，2015-2019 年在线视频市场规模 CAGR 为 26.13%；（2）“地利”：海量数据和生态价值才是“星辰大海”，类似手机厂商华为“EMUI”、小米“MIUI”，领先厂商正以软件和算法构建生态壁垒；（3）“人和”：国产厂商正迎来择机出海、互联网巨头加持和内容厂商强粘性三大机遇，领先厂商开始崛起。**凭借三大有利条件，国内竞争格局呈现“一超多强”，极米领先、坚果和小米追赶，爱普生和日电等海外品牌份额在衰减。**

产业链：底层技术突破，线上出货为主。（1）产业链为“底层技术—研发制造—产矩阵品—场景应用覆盖”，国产厂商在底层技术（芯片、光机等）不断追赶，在其余三个环节具备精细供应链、软件算法等优势；（2）销售模式特点是线下品牌推广和线上出货为主，2020H1 线上销售占比已经达到 60.9%，品牌厂商与主流电商的合作粘合性也至关重要。

源于硬件，胜于生态的极米：重研发+拓生态+扩服务。公司以硬件为基础外形，更注重视频内容及应用生态的内质构建。（1）在研发费用和研发人员大力投入，形成 6 大核心技术壁垒，促进 H 和 Z 系列产品持续迭代；（2）优化打造 GMUI 系统，到 2020 年 7 月 MAU 已到 124 万，扩展应用分发和影视内容服务，2017-2019 年互联网增值服务复合增速高达 113%。

盈利预测及投资评级：预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.56/6.74/9.81 亿。公司以智能投影硬件起家，卡位视频内容新入口，构建起以 GMUI 为基础的软件算法和应用生态，全新生态圈塑造的长期价值非常明显。参考同行业动态估值，可给予 PE 为 70-100X，中期市值可在 350-500 亿，长期市值可在 600-800 亿，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：国外芯片零部件供应商供应链及价格波动风险，产品研发及推广不及预期，市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,116.40	2,827.92	4,135.17	5,818.61	8,010.76
增长率（%）	27.60%	33.62%	46.23%	40.71%	37.67%
净归母利润（百万元）	93.40	268.95	456.30	674.25	981.20
增长率（%）	881.43%	187.94%	69.66%	47.76%	45.52%
净资产收益率（%）	16.35%	34.40%	38.70%	38.48%	37.79%
每股收益(元)	3.07	7.17	12.17	17.98	26.17
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内投影设备行业龙头企业，主营业务是智能投影产品的研发、生产及销售，同时向消费者提供围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务。公司专注于智能投影领域，构建了以整机、算法及软件系统为核心的战略发展模式。整机层面，公司将投影、音响及智能电视相互融合，开创了全新的智能投影产品形态，并推出一系列智能投影产品。经过多年开发积累，目前公司已具备涵盖光机设计、硬件电路设计及结构设计的完整投影产品整机开发能力，同时具备较强的工业设计能力。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）

总市值（亿元）

流通市值（亿元）

总股本/流通 A 股(万股)

流通 B 股/H 股（万股）

52 周日均换手率

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

15110088016 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050004

分析师：孙业亮

18660812201 sunyl-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521010002

目 录

1. 智能投影：好赛道，中国造 4
1.1 天时：满足视频内容需求的新入口 4
1.2 地利：软件算法数据生态的构建 4
1.3 人和：国产厂商迎崛起机遇 5
1.4 格局：“一超多强”趋势形成 6
2. 产业链：底层突破，线上出货 8
2.1 国产优势：底层追赶当自强 8
2.2 销售模式：线下推广，线上为王 9
3. 极米：源于硬件，胜于生态 10
3.1 硬件为形，内容为质 10
3.2 软件定义智能投影生态 11
3.3 增值服务和配件为双翼 14
4. 盈利预测及投资评级 15
4.1 同行业比较估值法 15
4.2 投资评级 15
5. 风险提示 15

插图目录

图 1： 国内网络视频用户规模和使用率在增长.....4
图 2： 国内在线视频市场收入规模及增速.....4
图 3： 智能投影物联网商业价值.....5
图 4： 中国投影设备出货量（万台）变化.....6
图 5： 2018 年中国投影设备出货量市场格局.....7
图 6： 2019 年中国投影设备出货量市场格局.....7
图 7： 2020 年 1-6 月中国投影设备出货量市场格局.....7
图 8： 2020 年至 2024 年国内投影机出货量复合增速将达 14%.....7
图 9： 智能投影设备产业链.....8
图 10： 中国投影设备出货量分渠道结构（万台）.....9
图 11： 公司发展历程.....10
图 12： 2020 年毛利率实现突破性增长.....10
图 13： 销售毛利率位于行业中上游.....10
图 14： 极米重点招聘研发类人才.....11
图 15： 研发费用占营收比在提升.....12
图 16： 极米科技形成六大核心技术.....12
图 17： 智能微投产品系列不断迭代变化.....13
图 18： 2020 年 7 月 GUMI 月活跃用户数达 124 万.....13
图 19： GUMI 用户日均使用时长增加，用户粘性增强.....13
图 20： 互联网增值收入加速增长.....14
图 21： 互联网增值占总营收比在增加.....14

表格目录

表 1： 极米科技同行业可比公司.....15

1. 智能投影：好赛道，中国造

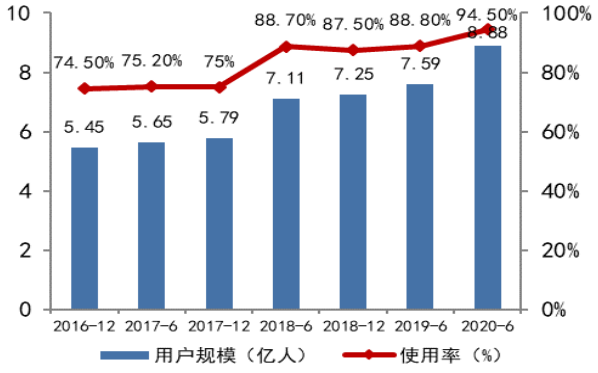
定位明确：智能投影设备正成为视频内容的新入口。我们预判：行业发展正在迎来“天时”（视频需求快速增长）、“地利”（构建完善算法生态）和“人和”（国产厂商突围崛起），市场竞争格局呈现“一超多强”。

1.1 天时：满足视频内容需求的新入口

网络视频用户规模和使用率快速提升。根据工信部统计，截至 2020 年 6 月我国有 8.88 亿网络视频用户（含短视频），占网民整体的 94.5%。长视频方面，根据艾瑞的数据显示，2019 年在线视频市场规模约 1023 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 26.13%。

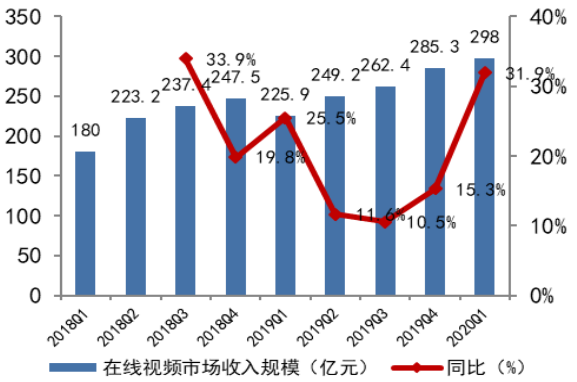
视频用户快速增长主要受益三大因素。（1）国内 5G 网络部署加速，高带宽、大连接、低时延等优点提升用户观赏体验；（2）视频内容丰富度和精良度在改善提升，短视频如 B 站、抖音等新秀迭出，芒果 TV、爱奇艺等制作方在优良剧发力，用户付费意愿在增强；（3）版权保护环境在改善，引导视频内容付费用户基数不断增长。

图1：国内网络视频用户规模和使用率在增长



资料来源：工信部，东兴证券研究所

图2：国内在线视频市场收入规模及增速



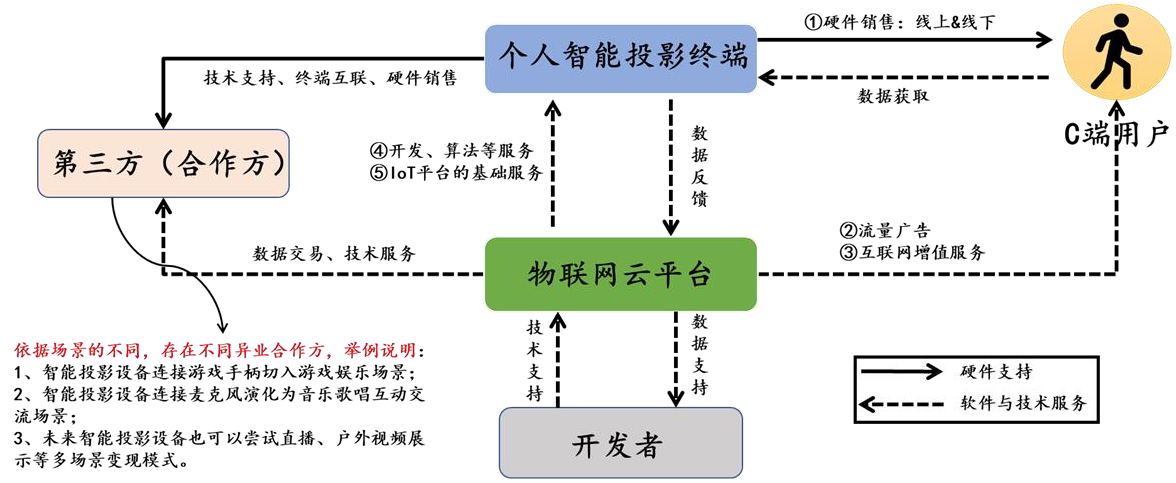
资料来源：工信部，东兴证券研究所

在视频内容需求拉动下，智能投影仪作为次新物种正在崛起。智能投影仪已不再是单纯的娱乐显示设备，正在成为如同智能手机一般的智能终端。用户可以通过智能投影设备直接连接互联网，并获取包括音视频、游戏、音乐应用等多种形式的智能服务，搭载的智能软件系统可以使得硬件设备具备更加多元的场景渗透能力，成为物联网时代的重要终端。

1.2 地利：软件算法数据生态的构建

海量数据和生态价值才是智能投影的“星辰大海”。智能投影设备首先是满足用户娱乐生活的需求，虽然行业短期变现逻辑是围绕用户进行终端产品和服务销售，但长期价值是数据获取和软件算法生态的构建。

图3：智能投影物联网商业价值



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

智能投影厂商可以从增值服务、云平台技术构建和多场景服务三个长期角度进行变现。（1）厂商可以利用数据生态系统推广应用分发、广告和会员费分成等互联网增值服务；（2）厂商未来可以转型为物联网云平台，利用数据进行算法训练打磨技术，并将技术赋能于智能终端厂商与开发者；（3）海量消费数据的掌握者未来可以进行更丰富的物联网场景变现方式探索，例如智能投影设备连接游戏手柄切入游戏娱乐场景，连接麦克风便演化为音乐歌唱互动交流，未来也可以尝试直播、户外视频展示等多场景变现模式。

1.3 人和：国产厂商迎崛起机遇

国内领先厂商在硬件品质打磨、软件算法生态方面不断发力，迎来三大历史性发展机遇。

1. **自主品牌新形态产品择机出海。**类似消费级无人机、手机、个人电脑、家用电视等消费电子产品，智能投影设备基于本身的独特卖点和普适性，未来将有可能成为全球性的消费电子产品。智能投影设备虽然兴起于中国，但目标消费群体不只局限于中国消费者。在智能投影设备全球化的进程中，自主品牌凭借产品设计、产品性能和供应链整合方面的数年领先优势，将获得在更加广阔的蓝海市场中成长为全球性品牌的巨大发展机遇。

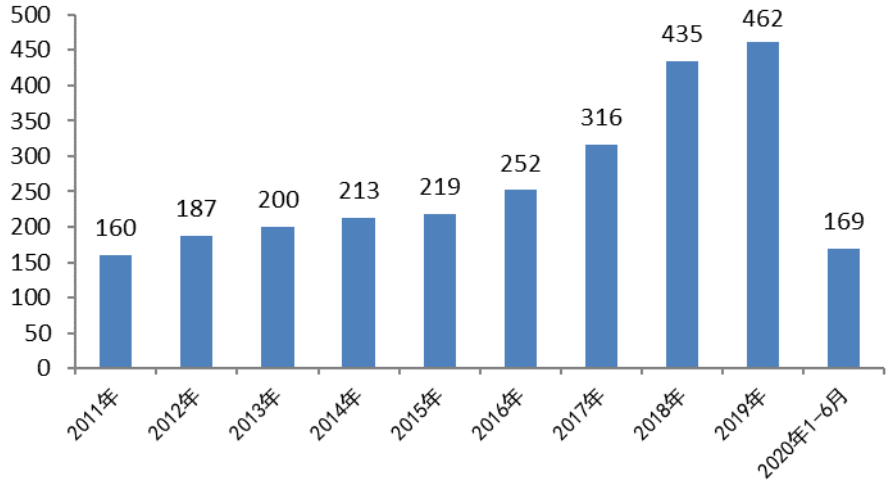
2. **互联网巨头进入将加快产业生态建设。**智能投影设备由于产品本身的内容输出和流量入口属性，因此与互联网巨头具有天然的合作关系，同时硬件智能化发展过程中的人工智能、云计算等新技术也需要智能投影厂商与互联网巨头展开多领域合作，目前包括阿里、腾讯、百度等在内的互联网巨头均已通过多种方式进入智能投影设备行业。互联网巨头凭借其在互联网多个生态领域的巨大优势，将迅速推动智能投影设备行业建立起硬件、内容、平台等相结合的产业新生态，为智能投影设备未来的增长提供全新机遇。

3. **智能投影正在演化成为互联网内容平台。**智能投影设备凭借其大屏、护眼等特点，在影视等娱乐使用场景中相比手机、平板等移动网络设备具有天然优势，且当前用户使用投影设备的主要目的是为满足影视等娱乐需求，因此智能投影设备逐渐成为重要的互联网内容平台。目前，国内主要内容提供商均已发力智能投影领域，与投影设备商建立合作关系，包括爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷、B 站等。

在“天时地利人和”综合有利因素下，2011-2019 年设备出货量复合增速达到 14.19%。根据 IDC 统计，2011 年至 2019 年度中国投影设备出货量年均复合增速达 14.19%，并且增速方面呈现前低后高趋势：其中 2011 年至 2015 年中国投影设备出货量年均复合增速为 8.16%，而 2015 年至 2018 年中国投影设备出货量年均复合增速高达 25.70%，2016 年以来受消费细分场景拓展渗透、全新光源应用及线上渠道放量等因素驱动，行业进入迅速发展阶段。

2019 年中国投影机市场总出货量累计达到 462 万台，同比增长 6.3%，增长率相比于其他智能终端仍旧保持相对较高的复合增长率。2019 年家用消费投影机出货量超过 279 万台，同比增长 23%，是拉动投影设备行业增长的核心加速器。

图4：中国投影设备出货量（万台）变化



资料来源：IDC，东兴证券研究所

1.4 格局：“一超多强”趋势形成

（1）首先分析投影设备的出货量增速和份额变化，可以看到“一超多强”格局正在形成。

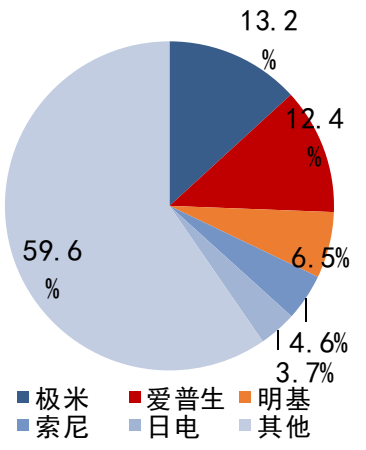
根据 IDC 统计，2018 全年国内投影设备总出货量累计达到 435 万台，同比增长 31.1%。2018 年全年投影设备市场出货量前五大品牌分别为极米、爱普生、明基、索尼和日电，出货量市场份额分别为 13.2%、12.4%、6.5%、4.6%和 3.7%。**国有品牌极米首次成为年度出货量第一品牌。**

2019 年总出货量累计达 462 万台，同比增长 6.3%，出货量前五大品牌分别为极米、爱普生、坚果、明基和日电，市场份额分别为 14.6%、11.1%、8.1%、4.9%和 3.2%。

2020H1 总出货量累计达 169 万台，出货量前五大品牌分别为极米、坚果、爱普生、小米和明基，市场份额分别为 22.2%、12.8%、6.3%、3.8%和 3.3%。

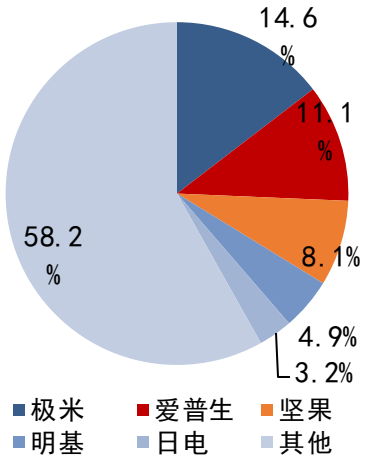
从上述份额变化可以看出，2018-2019 年极米科技正在与排名第二厂商爱普生份额差距拉大，从 2018 年的 0.8%差额扩大为 2019 年的 3.5%，并且在 2020H1 爱普生份额被坚果超过，并且索尼、日电和明基等海外品牌份额在下降，也验证前述“国产商迎来崛起机遇”的判断。

图5：2018年中国投影设备出货量市场格局



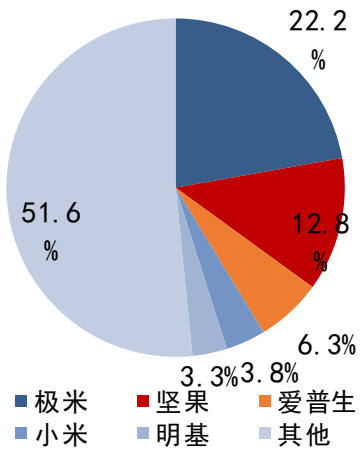
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图6：2019 年中国投影设备出货量市场格局



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图7：2020 年 1-6 月中国投影设备出货量市场格局



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

（2）站在未来成长角度看，根据 IDC 预判，2020 年至 2024 年中国投影设备市场的复合增长率将达 14%，增速同样具备吸引力。在前述行业有利因素分析中，国产厂商极有可能继续保持高增长和高份额。

图8：2020 年至 2024 年国内投影机出货量复合增速将达 14%



资料来源：IDC，东兴证券研究所

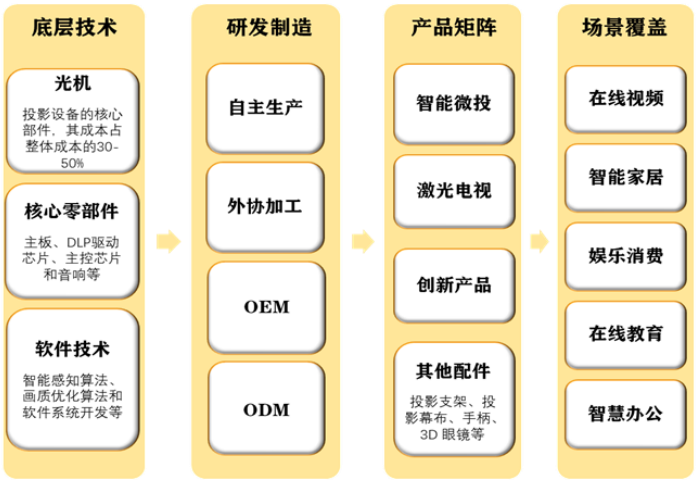
接下来我们将探究国产智能投影行业产业链，以便分析龙头厂商极米科技的致胜因素。

2. 产业链：底层突破，线上出货

本章重点研究行业产业链，然后分析国产厂商能否继续保持既有优势？

智能投影设备产业链可以简化为："底层技术—研发制造—产矩阵品—场景应用覆盖"。

图9：智能投影设备产业链



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

2.1 国产优势：底层追赶当自强

在硬件组成中的底层技术中，光机成本占整体成本的 30-50%，光机和核心 DLP 芯片更多的受制于国外芯片厂商如德州仪器等。

那么国产厂商需要寻求哪些突破呢？

1. 精细化供应链管理能力

锻造优秀的精细的供应链管理能力。比如极米科技，在经过多款产品热销的历练后，已逐渐形成了成熟完善的供应链管理体系。（1）建立严格的供应商管理制度，从企业资质、生产能力、品控能力等多个角度对合作方进行筛选。（2）与主要供应商均建立了长期稳定的战略合作关系，包括 DLP 芯片供应商德州仪器、音响供应商哈曼卡顿、内容供应商芒果及爱奇艺、AI 平台合作方百度等，保证供应链资源的稳定。

2. 关键零部件光机进入自研进程

国产厂商在底层技术方向不断突破，以降低海外依赖程度。2019 年，极米实现光机技术自主化并逐步导入量产，2020 年 H1 在外部供应商无法交货的情况下，自研的光机快速复工复产，自研占比提升至 58.72%。从而使得极米科技的智能微投产品单位成本下降。同时国内光机各零部件领域供应商紧密合作，推动国内光机产业链升级。**随着国内投影设备公司自研比例的进一步提升以及规模效应影响，核心零部件将逐渐实现国产化替代。**

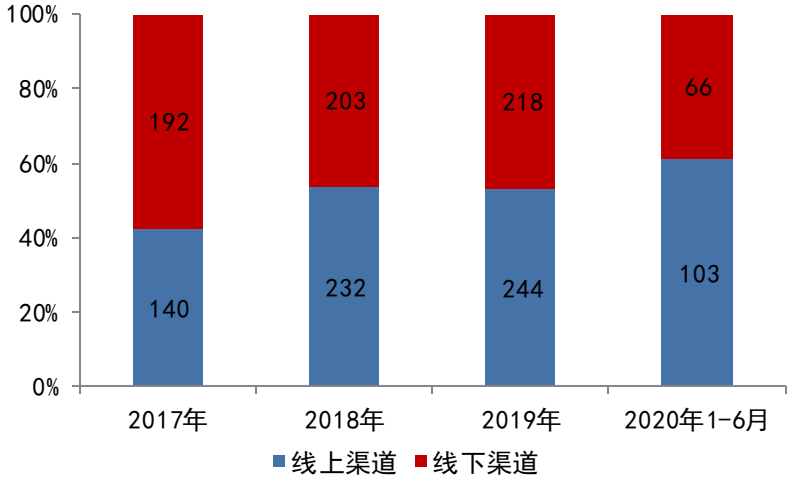
3. 软件和算法正成为隐形护城河

视频流畅清晰程度和不同场景下的适用便利度最为打动新客户，而这些功能最主要通过软件算法实现。如极米科技在整机智能感知算法领域，推出自动校正技术和自动对焦技术并不断升级优化，解决投影产品侧投画面不方正和对焦繁琐的使用痛点，极大程度改善了投影设备的使用体验。

2.2 销售模式：线下推广，线上为王

根据 IDC 统计，2017-2019 年及 2020H1 国内投影设备市场线上渠道出货量分别为 140 万/232 万/244 万/103 万台，2017-2019 年复合增速达 32.0%，线上销量占各期总出货量比例分别为 42.2%、53.3%、52.8%和 60.9%，占比逐渐提升。在国内电商市场的成熟发展下，线上渠道凭借广泛的消费者触达能力和便捷的购物体验，迅速成为投影设备厂商的主要销售渠道。

图10：中国投影设备出货量分渠道结构（万台）



资料来源：IDC，东兴证券研究所

线下实体旨在推广品牌。如同手机产商在一二线城市设立实体店策略，智能投影作为次新物种，依然需要线下客户的亲身体验和口碑传播，因此极米、小米等厂商在不断开设实体店，单店坪效非常关键。

以极米科技为例，公司产品主要通过电商平台入仓模式及线上 B2C 模式在天猫、京东及极米科技官方商城等线上渠道在境内市场销售。随着品牌口碑的建立及产品出货量的增长，目前公司已通过电商平台入仓模式及线上 B2C 模式覆盖国内及国际主要电商渠道，同时开展经销商、直营店等多种形式的线下销售模式。截止 2020H1 目前在北京、成都等一二线城市开设 48 家实体直营店。

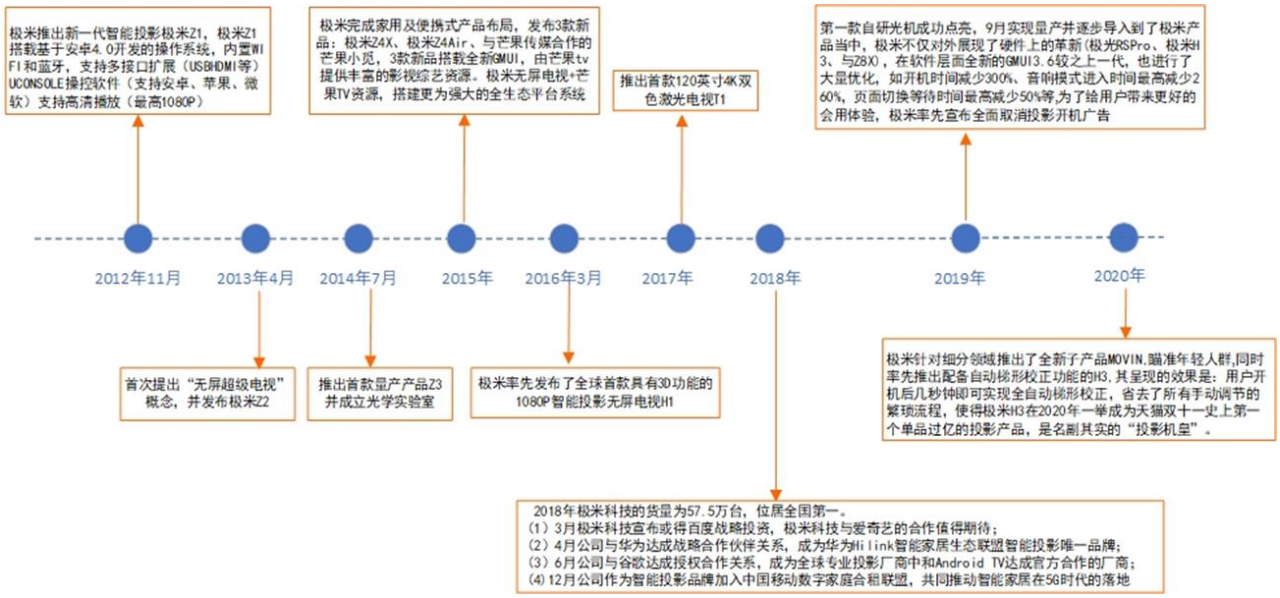
3. 极米：源于硬件，胜于生态

3.1 硬件为形，内容为质

硬件为基础外形，视频内容及应用生态为内质。极米科技成立于 2013 年，已成为国内投影设备行业龙头企业。公司在 2012 年推出智能投影产品，2013 年提出“无屏超级电视”概念，并逐步开始家用和便携式产品布局，在 2015 年极米与芒果传媒合作的芒果小觅，由芒果 TV 提供丰富的影视综艺资源，极米无屏电视加上芒果 TV 资源，搭建更为强大的全生态平台系统，后续不断推出新品服务。

公司已经成功发展智能投影产品、投影相关配件及互联网增值服务三大产品服务。

图11：公司发展历程

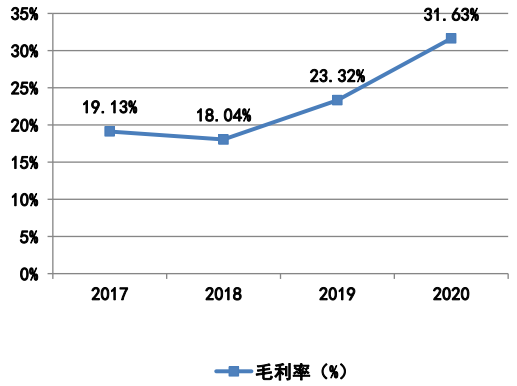


资料来源：公司招股说明书，公司官网，东兴证券研究所

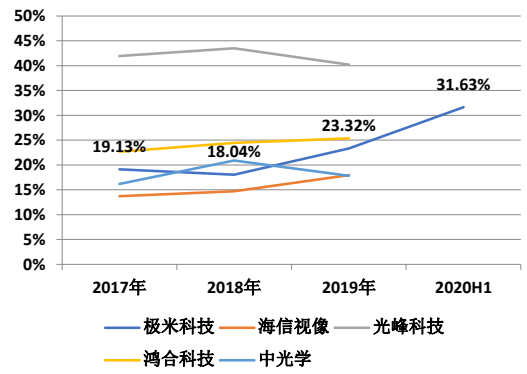
光机自研拉动毛利率提升。2017-2020 年毛利率保持整体上升趋势，在 2020 毛利率首次突破 30%达到 31.6%，显示光机自研突破和生态构建取得良好效果。

图12：2020 年毛利率实现突破性增长

图13：销售毛利率位于行业中上游



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所

智能投影出货量保持国内市场第一。2017-2019 年及 2020H1，公司智能投影产品销量分别为 34.16 万/54.53 万/68.99 万/35.36 万台，2017-2019 年复合增速达 42.11%，远高于行业平均增速。根据 IDC 统计，2018-2019 级 2020H1，市场份额达 13.2%/14.6%/22.2%，份额增长在所有厂商中最为明显。

3.2 软件定义智能投影生态

智能投影设备以整机为载体，通过智能软件系统向消费者提供全新的视听娱乐体验，大幅提高智能投影设备的性能和用户体验，**因此透视智能投影设备的本质更应该关注软件算法生态系统的领先性。**

拥有强大的软件算法生力军。公司具备高质量的研发团队和先进的研发设施，为新技术开发提供充分的人力基础保障。截至 2020H1，研发人员共 351 人，研发职能全面涵盖算法开发、整机开发、软件研发、软件测试、工业设计等，并且主要核心技术人员均拥有十余年光学及显示领域研发经验。

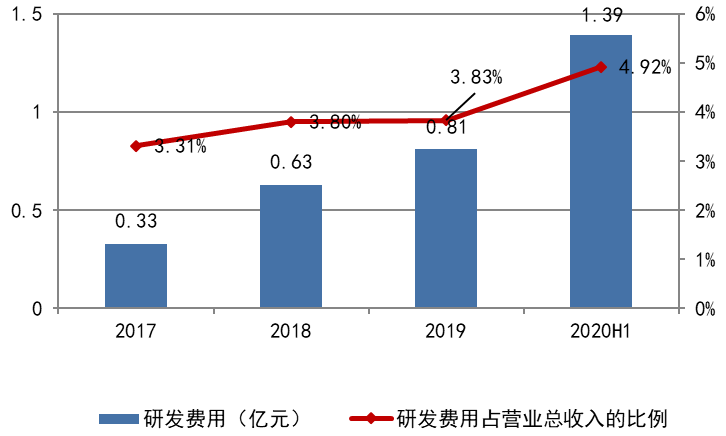
图14：极米重点招聘研发类人才



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

研发投入占比逐年上升。2017 年—2020 年，公司的研发费用逐年上升，研发费用占比在逐步提升，2020 年研发费占营业总收入达到 4.92%，相较 2018-2019 年平均水平提升近 1.1pct。

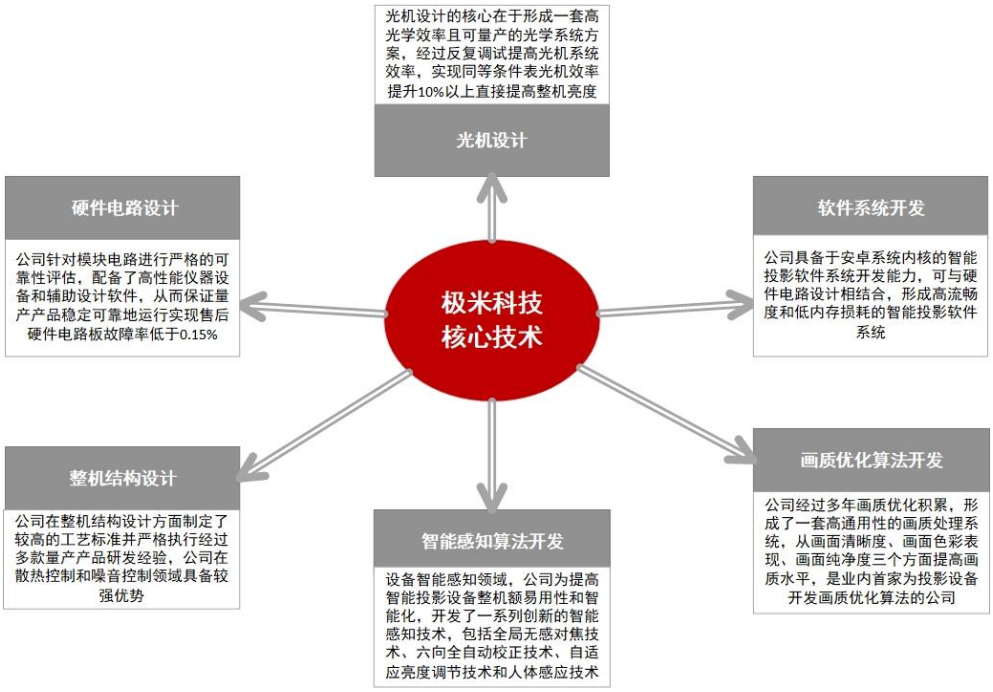
图15：研发费用占营收比在提升



资料来源：万得，东兴证券研究所

“人与钱”双重大力投入，形成六大核心技术能力。公司在大力投入研发资源后，形成的技术护城河壁垒也非常明显，已经针对 6 大技术领域构筑壁垒。

图16：极米科技形成六大核心技术



资料来源：公司招股说明书，公司官网，东兴证券研究所

投入产出折射到硬件：系列产品迭代上非常明显。公司推出的智能微投系列产品是具有智能软件系统、承载音视频播放和互联网应用服务的小型投影设备，推出的产品迅速占据行业领先地位，观察其产品系列迭代可以有效反映出投入产出效能。

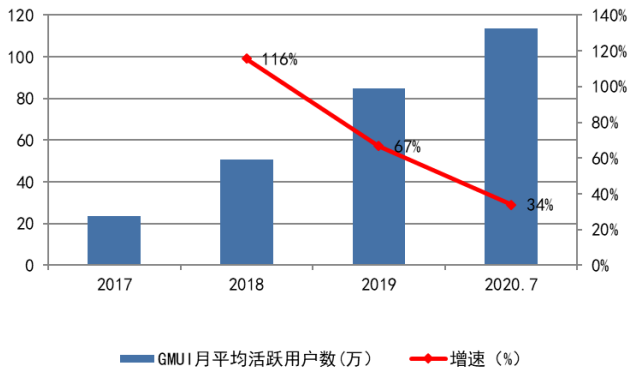
图17：智能微投产品系列不断迭代变化



资料来源：公司招股说明书，公司官网，东兴证券研究所

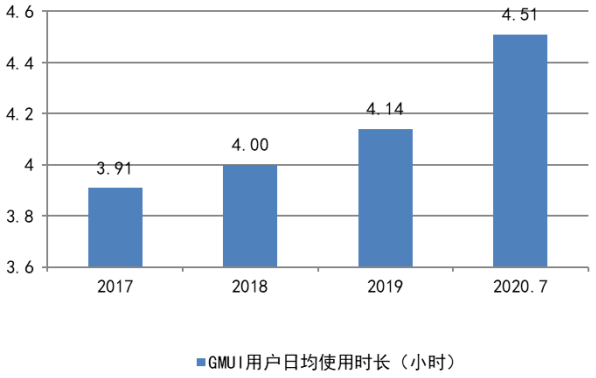
投入产出折射到软件:GMUI 系统客户粘性增强。公司为智能投影产品开发基于安卓内核的 GMUI 软件系统，并通过 GMUI 实现对终端用户的触达，从而能够基于智能投影硬件终端及各类互联网应用向终端用户提供丰富的互联网增值服务，包括应用分发、影视内容服务等。

图18：2020 年 7 月 GUMI 月活跃用户数达 124 万



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所

图19：GUMI 用户日均使用时长增加，用户粘性增强



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所

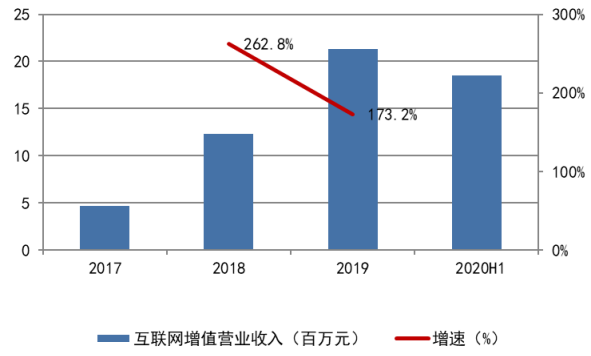
3.3 增值服务和配件为双翼

互联网增值服务和配件收入成为增长新点。基于在大屏终端显示上的竞争优势，公司自 2017 年开始与互联网视频平台及其他互联网应用运营商合作，通过 GMUI 系统，向终端用户提供丰富的互联网增值服务，获取后端收入。

1. **应用分发服务：自有的 GMUI 系统内分发第三方软件应用。**第三方软件应用由应用开发商以安卓平台通用版本为基础并针对投影大屏显示进行适配性开发，由公司通过 GMUI 后台进行上架，并综合考虑第三方应用的各项指标及终端用户的产品使用行为进行应用排名，从而向终端用户提供第三方应用的搜索、下载等服务。应用开发商根据应用分发数量，向公司支付相应的应用分发费用。
2. **影视内容服务：基于 GMUI 系统内运行的视频应用实现。**视频合作方包括爱奇艺、腾讯视频等，当终端用户通过 GMUI 系统使用该等视频应用观看影视内容并产生付费或广告收益时，公司会与视频应用运营方按照约定的比例进行分成。

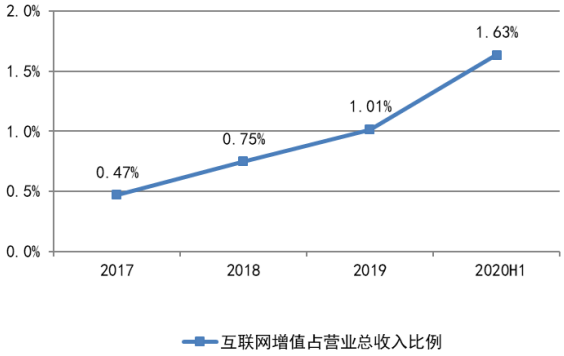
互联网增值服务使得用户拥有完整的终端交互体验。2017-2019 年互联网增值服务收入复合增速为 113.34%，在主营业务收入中占比逐渐提升。

图20：互联网增值收入加速增长



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所

图21：互联网增值占总营收比在增加



资料来源：公司招股说明书，万得，东兴证券研究所

硬件和互联网服务之间的无缝结合，使得公司可以基于互联网服务与用户形成密切互动，增强用户粘性，提升用户体验、参与度和留存率，带来了新的变现机会。随着公司整机设备销量的不断提升，投影相关配件产品主要包括幕布、支架、麦克风、3D 眼镜、无线游戏手柄等配件的销量大增，逐步带动互联网增值收入和配件收入，**因此未来互联网增值服务和配件业务将成为公司新的收入和利润增长点。**

4. 盈利预测及投资评级

4.1 同行业比较估值法

参考招股书中列明的同行业可比公司，根据对公司主营业务的详细阐述竞争格局分析，采用同行业对比估值法。并考虑万得一致预测数据有无，从不同角度选取视源股份、石头科技和九号公司共三家公司进行比较分析。

表1：极米科技同行业可比公司

厂商	主营业务	可比角度	PE（2021E）	PE（2022E）
视源股份	主营业务方向为液晶显示主控板卡、工业电源、交互智能平板、移动智能终端和医疗等产品的设计、研发和销售，旗下有两个品牌，一个是教育信息化应用工具提供商希沃(seewo)，一个是高效会议平台 MAXHUB。	产品角度：围绕智能终端进行不同的产品迭代	38.93	32.12
石头科技	专注于家用智能清洁机器人及其他清洁电器研发和生产，将激光雷达技术及相关算法大规模应用于智能扫地机器人领域。	生态角度：软件算法生态及在小米生态圈体系内	39.41	31.83
九号公司-UWD	主营业务为各类智能短程移动设备的设计、研发、生产、销售及服务。经过多年的发展，公司产品已形成包括智能电动平衡车、智能电动滑板车、智能服务机器人等品类丰富的产品线。	生态角度：软件算法及小米生态圈体系内	416.11	125.42
均值	—	—	164.82	63.12

资料来源：万得，东兴证券研究所

从上表可以看出，市场给予九号公司较高的动态估值，主要归因于其软件算法的领先性，在 A 股市场具备明显的稀缺性，并在小米科技智能硬件生态圈中占有重要一环，其主力产品短程智能单车开辟新的移动智能生态。

极米科技的智能微投同样卡位于视频内容生态，作为视频内容新入口的独特物种，在 A 股市场更加具备稀缺属性，参考可比较公司估值均值，故可给予动态 PE 估值 70-100X。

4.2 投资评级

公司以智能投影硬件起家，卡位视频内容新入口，构建起以 GMUI 为基础的软件算法和应用生态，全新生态圈塑造的长期价值非常明显。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.56/6.74/9.81 亿。参考前述估值比较，公司中期市值可在 350-500 亿，长期市值可在 600-800 亿，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

国外芯片零部件供应商供应链及价格波动风险，产品研发及推广不及预期，市场竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1280	1622	6847	9222	12286	**营业收入**	2116	2828	4135	5819	8011
货币资金	599	550	3722	5237	7210	**营业成本**	1623	1933	2647	3608	4806
应收账款	159	69	2379	3188	4170	营业税金及附加	8	20	16	22	30
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	259	393	579	820	1202
预付款项	17	19	25	33	44	管理费用	64	68	113	151	240
存货	452	717	254	297	395	财务费用	8	-1	112	236	283
其他流动资产	33	99	99	99	99	研发费用	81	139	207	294	441
非流动资产合计	86	862	877	868	843	资产减值损失	-3.01	-7.52	15.84	22.28	30.68
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12	139	444	578	628	投资净收益	1.62	7.45	7.45	7.45	7.45
无形资产	35	61	65	69	72	加：其他收益	27.09	30.99	45.32	63.77	87.80
其他非流动资产	14	22	22	22	22	**营业利润**	99	305	499	737	1073
资产总计	1366	2484	7723	10089	13129	营业外收入	0.55	0.94	0.94	0.94	0.94
流动负债合计	552	1445	6293	8086	10282	营业外支出	0.56	3.13	3.13	3.13	3.13
短期借款	0	124	4573	5803	7297	**利润总额**	99	303	497	734	1071
应付账款	457	1108	1496	2040	2717	所得税	5	34	41	60	90
预收款项	27	0	0	0	0	**净利润**	93	269	456	674	981
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	242	258	251	251	251	归属母公司净利润	93	269	456	674	981
长期借款	200	200	200	200	200	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	795	1702	6544	8337	10533	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.60%	33.62%	46.23%	40.71%	37.67%
实收资本（或股本）	38	38	38	38	38	营业利润增长	4073.5	209.64%	63.64%	47.58%	45.71%
资本公积	484	488	488	488	488	归属于母公司净利润增长	881.43	187.94%	69.66%	47.76%	45.52%
未分配利润	42	240	609	1147	1936	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	571	782	1179	1752	2596	毛利率(%)	23.32%	31.63%	36.00%	38.00%	40.00%
负债和所有者权益	1366	2484	7723	10089	13129	净利率(%)	4.41%	9.51%	11.03%	11.59%	12.25%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.84%	10.83%	5.91%	6.68%	7.47%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	16.35%	34.40%	38.70%	38.48%	37.79%
经营活动现金流	324	189	-842	669	960	**偿债能力**					
净利润	93	269	456	674	981	资产负债率(%)	58%	69%	85%	83%	80%
折旧摊销	15.11	21.94	33.51	42.01	62.61	流动比率	2.32	1.12	1.09	1.14	1.19
财务费用	8	-1	112	236	283	速动比率	1.50	0.63	1.05	1.10	1.16
应收帐款减少	-102	90	-2311	-809	-982	**营运能力**					
预收帐款增加	-3	-27	0	0	0	总资产周转率	1.90	1.47	0.81	0.65	0.69
投资活动现金流	-70	-320	-257	-48	-61	应收账款周转率	20	25	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.05	3.61	3.18	3.29	3.37
长期投资减少	0	0	-21	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	2	7	7	7	7	每股收益(最新摊薄)	3.07	7.17	12.17	17.98	26.17
筹资活动现金流	125	59	4271	894	1074	每股净现金流(最新摊薄)	10.08	-1.93	84.58	40.40	52.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.23	20.85	31.44	46.72	69.23
长期借款增加	200	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	27	0	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12	5	0	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	378	-73	3172	1515	1973	EV/EBITDA	-3.59	-0.71	1.65	0.75	0.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2020 年度获新浪第二届“金麒麟分析师”奖，2020 年度获万得“金牌分析师”奖，六年证券从业经验，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

孙业亮

计算机行业高级分析师。近 2 年 IT 实业经验和近 4 年证券从业经验，2021 年加入东兴证券研究所。熟悉云计算、信息安全及金融科技等领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526