

证券研究报告—动态报告/行业快评

信息技术

智能设备行业点评

超配

(维持评级)

2021年02月21日

从极米科技上市看智能投影市场的成长与突围

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：库宏垚 021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520010001

证券分析师：朱松

zhusong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520070001

事项：

极米科技2月18日发布了上市发行公告，上市在即。

国信计算机观点：

1) **极米科技是国内智能投影龙头企业。**公司从设立以来就专注于智能投影产品的研发、生产和销售，目前已形成了整机销售、配件销售以及互联网增值服务的业务布局，并在上海、广州、深圳、北京、杭州、成都等一、二线城市共设立了48家直营店。根据IDC的统计数据，公司消费场景的投影设备2017-2019年出货量分别为34.2万台、54.5万台、69万台，目前公司已经处于龙头地位，2019年和2020年1-6月分别以14.6%、22.2%位列出货量第一。

2) **行业空间大，良好的用户体验是突围关键。**根据IDC的统计数据，中国消费市场投影设备的出货量增长快速，2019年全年出货量279万台，2020H1达到131万台，未来有望继续保持快速增长势头。由于智能投影终端面向的是C端消费者，所以用户体验以及用户对于品牌的认知是行业玩家突围的关键，一方面是要通过线下直营店的形式逐步建立起消费者对于品牌的认知，另一方面需要依赖自身过硬的外观设计能力以及软硬件设计能力迎合消费者的审美以及提升消费者的使用体验。

3) **行业成本高企下，营业利润对于收入变动的敏感性较高。**由于现在行业的原材料成本较高且占营业成本比例较高，所以营业成本相对来说较为刚性，在此情况下，产品售价的变动对于营业利润的影响较大。以极米科技的财务数据为例，原材料成本占营业成本的比例在95%以上，假设公司的产品售价下降1%，那么2019年营业利润受此影响下滑21.5%。所以要保持良好的盈利能力就要提高售价，而高售价的基础是良好的用户体验和品牌效应，所以行业龙头更容易建立正向循环的品牌效应而获得更高的产品售价。

4) **行业厂商有望从设备生产商向生态运营商角色转变。**智能投影相比于传统的投影设备而言，不仅仅在使用方便性和美观程度上有了较为突出的改变，在建立用户生态，为用户提供应用分发和内容平台方面也有了较大的改进，未来智能投影有望借助这一平台和载体为终端用户提供更多的增值服务，行业厂商有望从单一设备生产制造商向生态运营商转变。

评论：

■极米科技为国内智能投影龙头

公司自成立以来就专注于智能投影产品的研发、生产及销售，同时还为消费者提供围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务，构建了以整机、算法及软件系统为核心的战略发展模式。经过多年的发展，公司目前已经成为了国内智能投影领域的龙头企业，并在上海、广州、深圳、北京、杭州、成都等一、二线城市共设立了48家直营店。

公司就主营业务而言，主要分为3类：第一类业务为整机销售，公司的整机产品主要分为智能投影产品（主要包括H系列、Z系列、便携系列、MOVIN系列，H系列产品性能优异体验较好，Z系列产品性能均衡基本满足消费者需求，便携系列则包含电池主打便携特性，MOVIN系列则主打年轻和潮酷卖点）、激光电视产品（体验较投影产品而言更为极致，

使用环境普适性较差)和创新产品(主要指公司推出的集成设备吸顶灯);第二类业务为投影相关配件的销售,主要销售幕布、支架、麦克风、3D眼镜、无线游戏手柄等配件;第三类业务为互联网增值服务业务,主要是通过应用分发以及内容分发的形式为用户提供多元化的使用体验。

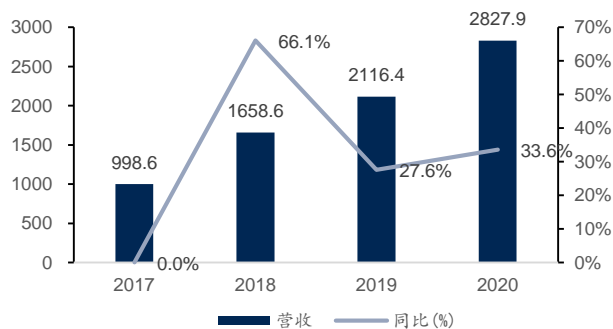
图 1: 极米科技产品及业务布局



资料来源:极米科技招股说明书,国信证券经济研究所整理

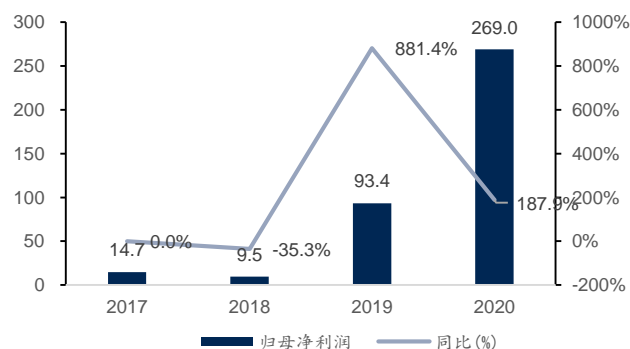
从营收和利润来看,公司增长势头良好。公司从2017年约10亿的营收增长到2020年的28.3亿元,复合增长率为41.5%,保持快速增长态势;对应的,公司归母净利润从2017年的1500万元左右增长到2020年2.7亿元左右,其中2019和2020年的增速分别为881.4%、187.9%,呈现爆发式增长态势。在利润端,2019年和2020年的高额增长主要是由于公司的毛利率水平提高较多,一方面由于公司的销量规模增长使得公司在上游采购方面单价下降,另一方面公司逐步积累了品牌效应在销售过程中适当提高了销售单价。

图 2: 极米科技历年营收及增速(单位:百万元)



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

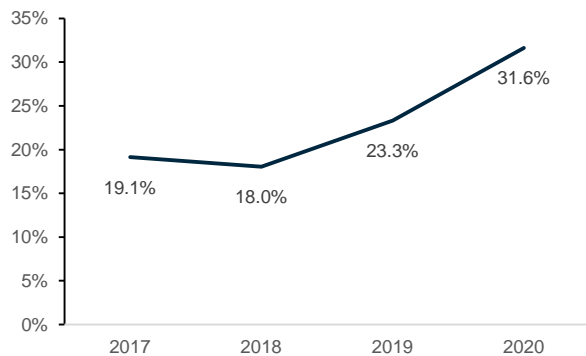
图 3: 极米科技历年归母净利润及增速(单位:百万元)



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

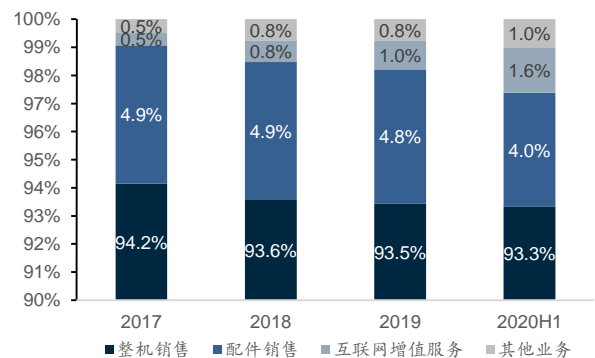
毛利率稳步向上,整机销售为主要营收来源。公司的净利润之所以呈现出高弹性,主要是公司近几年的毛利率水平上升较快,规模化优势和品牌化优势进一步显现。2017-2020年,公司总体毛利率分别为19.1%、18%、23.3%、31.6%,上升速度较快,由于公司的营收构成中整机销售为重中之重,而整机销售中智能微投占大部分份额,所以智能微投产品的售价和成本对总体公司的毛利率影响较大。从售价方面来看,极米科技智能微投产品的单位售价在2019、2020H1分别上涨1.97%、8.6%,分别达到2666.7元、2890元,在成本方面来看,对应时期分别下降4.84%、7.66%,品牌效应推升价格上涨,规模优势助力采购成本下降,两者使得智能微投的毛利率快速上升,从而助推公司整体毛利率上行。

图 4: 极米科技近几年毛利率水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

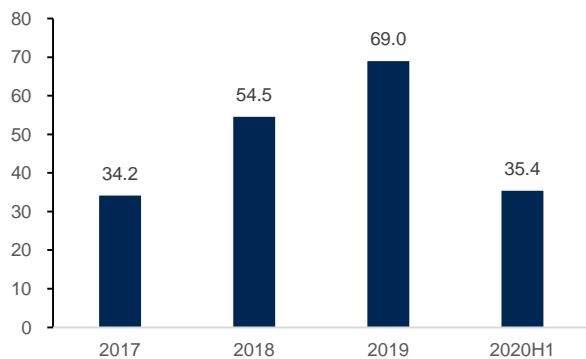
图 5: 极米科技近几年营收构成



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

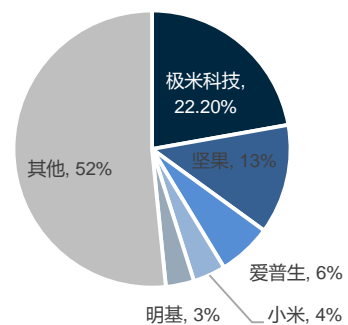
极米科技现已成为中国智能投影设备龙头。公司所从事的智能投影行业近年来发展迅速,在智能投影整个市场中,公司的产品主要的销售场景为消费市场(另外对应的是商用市场),2017-2020H1的出货量分别为34.2万台、54.5万台、69万台、35.4万台,呈现快速增长态势,2018-2019年增长率分别为59.6%、26.5%。根据IDC的统计数据,目前在国内外投影设备市场中,品牌较多,新品牌崛起较快,主流的包括极米科技、坚果、爱普生、小米、明基等,在2020年1-6月份的出货量统计中,分别的市场占比为22.2%、13%、6%、4%、3%,极米科技为市场占有率排名第一(根据IDC的统计数据,2019年全年极米科技的市占率为14.6%,亦为第一)。

图 6: 极米科技智能投影产品出货量(单位:万台)



资料来源: 极米科技招股书, 国信证券经济研究所整理

图 7: 中国投影设备出货量市场格局(2020年1-6月)

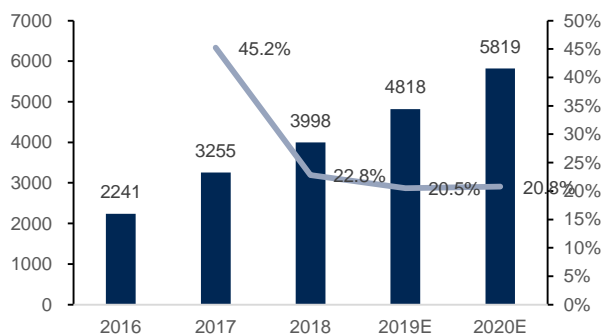


资料来源: 极米科技招股书, 国信证券经济研究所整理

■行业空间大,良好的用户体验是突围关键

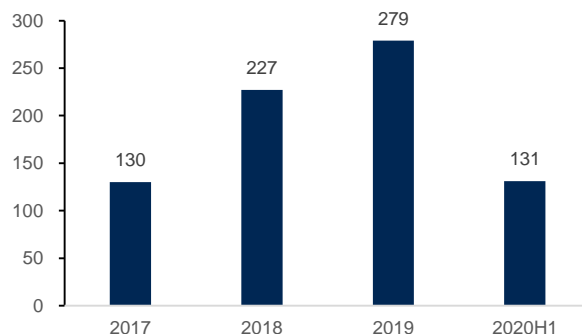
目前智能投影属于智能家居的范围内,随着大数据、云计算、5G通信等技术的发展,智能家居市场正蓬勃发展,根据艾瑞咨询的统计预测,2020年智能家居的市场规模大约在5819亿元左右,并保持着20%+的增长速度。受益于消费者对于智能家居的逐步接纳与使用,智能投影也有望得到快速发展,从IDC的统计数据来看,中国消费市场投影设备的出货量增长快速,2019年全年出货量达到279万台,2020H1达到131万台,未来的投影设备在软件算法和操作系统的配合下,通过应用和内容分发的形式,有望成为下一个家庭智能娱乐的入口。

图 8：中国智能家居市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

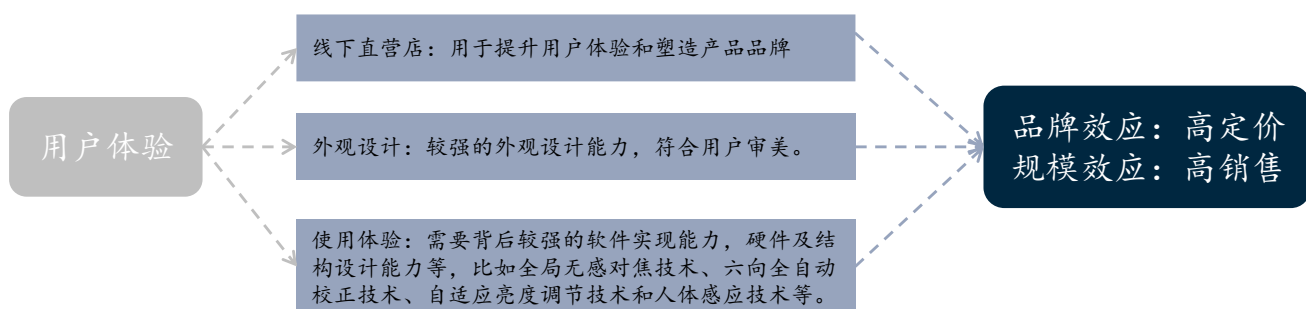
图 9：中国消费级市场投影设备出货量（单位：万台）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

由于智能投影终端面向的是 C 端消费者，所以用户体验以及用户对于品牌的认知是行业玩家突围的关键。很多品牌的设备销售渠道主要是靠线上销售（以极米科技为例，销售渠道主要分为线上和线下两种，线上主要分为电商平台入仓模式、线上 B2C 模式、线上分销模式等，线下主要分为直营店模式、线下经销模式以及线下直销模式等，其中在 2020 年 1-6 月的销售中，线上销售占比为 73.4%，占比较高），但是依旧需要建立线下的直营店以及经销模式，使得消费者建立起对品牌的认知（以极米科技为例，截止 2020H1，已经在全国主要一线和二线城市建立了 48 家直营店，为消费者提供直观感知的环境，帮助建立品牌效应）。其次，良好的用户体验的建立需要提升用户的使用体验，这个背后是公司优秀的外观设计以及软件算法等软实力。以极米科技为例，公司的外观设计为获得了多项设计奖项，比如德国红点产品设计奖、德国 iF 设计奖、日本 Good Design Award 和美国 Idea 设计奖等，同时，为了方便用户使用，公司较为关注整机的易用性和智能性，通过全局无感对焦技术、六向全自动校正技术、自适应亮度调节技术和人体感应技术等关键技术提升了用户的用户体验。所以，对于行业玩家而言，良好的用户体验是突围的关键，而良好的用户体验背后需要的是对于直营店的良好经营塑造品牌形象、优秀外观设计能力符合用户审美以及软硬件技术实力获得良好使用体验。

图 10：良好的用户体验奠定了极米科技的品牌与高销量

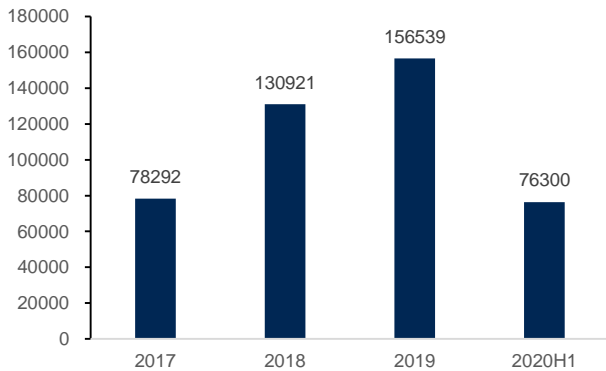


资料来源：极米科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

■行业成本高企下，营业利润对于收入变动的敏感性较高

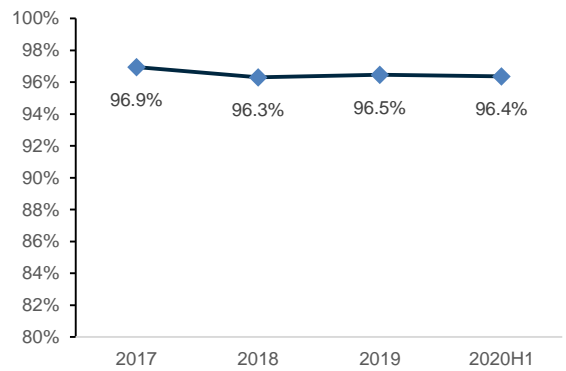
由于目前行业的主要的核心部件主要来自于海外采购且目前行业处于跑马圈地的过程中，所以在行业产品售价不过高的情况下，产品成本占营业成本的比例较高，行业利润受成本的影响较大。以极米科技为例，公司的原材料主要包括光机、芯片-DLP、主控芯片、音响、电源、PCB 等，原材料在 2017-2020H1 分别花费为 7.8、13.1、15.7、7.6 亿元，占营业成本的比例较高，分别为 96.9%、96.3%、96.5%、96.4%。从极米科技的原材料及占比情况可以看出，目前智能投影设备的大多数核心部件依赖于进口，且原材料占营业成本的比例较高，基本在维持在 95%以上，且相对稳定。

图 11: 极米科技历年原材料成本 (单位: 万元)



资料来源: 极米科技招股书, 国信证券经济研究所整理

图 12: 极米科技原材料成本占营业成本比例较高



资料来源: 极米科技招股书, 国信证券经济研究所整理

在原材料成本占比较高下, 行业产品的售价变动对于利润水平的影响较大。由于现在行业的原材料成本较高且占营业成本比例较高, 所以营业成本相对来说较为刚性, 在此情况下, 产品售价的变动对于营业利润的影响较大。以极米科技的财务数据为例, 原材料成本占营业成本的比例在 95%以上, 假设公司的产品售价下降 1%, 那么以 2019 年的收入和营业利润为基础, 则 2019 年的营业收入下降 2100 万元左右, 营业利润受此影响下滑 21.5%, 如果产品售价下降 5%, 则营业利润为负, 下滑 107.4%左右。由于营业利润受产品售价的影响较大, 所以要保持良好的盈利能力就要提高售价, 而高售价的基础是良好的用户体验和品牌效应, 所以行业龙头更容易建立正向循环的品牌效应而获得更高的产品售价。

表 1: 极米科技的原材料成本高企下收入变动对于营业利润的敏感性测算

| 单位: 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|------------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 998.6 | 1658.6 | 2116.4 | 1143.6 |
| 营业成本 | 808 | 1,359 | 1,623 | 792 |
| 其中: 原材料成本 | 783 | 1,309 | 1,565 | 763 |
| 原材料占比 | 96.9% | 96.3% | 96.5% | 96.4% |
| 营业利润 | 14.2 | 2.4 | 98.5 | 115.3 |
| 收入变动对于营业利润的敏感性分析 | | | | |
| 售价下降比例 | 1% | 3% | 5% | 7% |
| 2019 年收入 | 2095.2 | 2052.9 | 2010.6 | 1968.3 |
| 2019 年收入下滑数额 | 21.2 | 63.5 | 105.8 | 148.1 |
| 售价下降后的营业利润 | 77.3 | 35.0 | -7.3 | -49.6 |
| 影响比例 | -21.5% | -64.5% | -107.4% | -150.4% |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■行业厂商有望从设备生产商向生态运营商角色转变

作为智能家居的重要设备, 智能投影有望成为下一个家庭娱乐的入口, 行业厂商有望从单一设备生产制造商向生态运营商转变。智能投影相比于传统的投影设备而言, 不仅仅在使用方便性和美观程度上有了较为突出的改变, 在建立用户生态, 为用户提供应用分发和内容平台方面也有了较大的改进, 未来智能投影有望借助这一平台和载体为终端用户提供更多的生态服务。以极米科技为例, 公司基于智能微投的互联网增值服务, 一方面和应用开发商合作, 为开发商提供海量应用分发平台也为用户提供应用内容, 另一方面和诸如爱奇艺、腾讯视频等视频内容商合作为用户提供海量优质内容。根据极米科技的统计数据, 使用公司 GMUI 用户的活跃时长平均为在 4 小时/人/天以上, 且呈现逐步上升趋势, 若是能在阶段为用户提供更多的增值服务内容, 则市场较为广阔。

■风险提示

1、宏观经济波动等系统性风险; 2、原材料涨价; 3、下游需求下滑。

相关研究报告:

- 《国信证券-计算机行业-数字货币点评：比特币大涨，数字人民币有望提前落地》 ——2021-02-18
- 《国信证券-金融 IT 行业快评：两板合并带来 IT 增量，持续看好市场改革下的金融科技板块》 ——2021-02-07
- 《计算机行业 2021 年二月投资策略：云价值初现，看金山和深信服如何云办公》 ——2021-02-05
- 《通信行业 21 年 2 月投资策略暨 20 年年报业绩前瞻：精选业绩高增长标的，持续关注运营商》 ——2021-02-04
- 《2021 年 2 月投资策略及公司业绩前瞻：业绩表现持续优异，继续看好半导体等核心器件及品牌整机龙头》 ——2021-02-03

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032