

极米科技 (688696.SH) 第二个石头科技: 看好产品迭代及内外销市场高增长

2021年03月04日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/3/4
当前股价(元)	528.00
一年最高最低(元)	611.15/486.00
总市值(亿元)	264.00
流通市值(亿元)	54.55
总股本(亿股)	0.50
流通股本(亿股)	0.10
近3个月换手率(%)	123.14

● 国内智能投影仪龙头企业, 首次覆盖给予“买入”评级

极米科技是国内智能投影仪龙头企业, 根据 IDC 数据, 2020H1 国内投影仪出货量极米市占率第一。产品端, 公司核心创始人均具备较强的软硬件综合能力, 并致力于为消费者提供良好的用户体验。硬件层面, 公司持续加大研发投入, 与核心厂商德州仪器、哈曼卡顿建立等建立稳固的合作关系, 核心部件光机自产比例稳步提升, 2020H1 光机自研比例达 58.7%。软件层面, 核心算法 (极速开机、自动对焦、梯形校正等) 行业领先, 牵手谷歌 GMS, 积极布局海外生态系统。渠道端, 国内以线上为主, 利于新锐品牌快速建立渠道优势。海外市场公司重点进攻欧美日市场, 海外市场发展提速。产品持续升级迭代及海外收入占比提升有望拉动盈利能力持续提升。预计 2021-2023 年归母净利润 5.09/7.57/11.54 亿元, 对应 EPS 为 10.19/15.15/23.07 元, 当前股价对应 PE 为 51.8/34.9/22.9 倍。考虑公司是国内投影仪行业龙头, 给予一定估值溢价。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 投影仪行业仍处于发展初期, 未来有望向刚需产品迈进

根据 IDC 数据, 2019 年国内消费级投影仪出货量达 279 万台, 2017-2019 年出货量 CAGR 为 46.5%。我们测算目前国内消费级投影仪渗透率约 2.53%, 行业仍处于初级阶段。伴随产品智能性提升及消费升级, 行业增速在 2017 年出现显著提升。目前国内彩电大屏化已成为趋势, 且大屏化具备不可逆性, 从产品结构角度来看, 国内彩电市场中更新换代需求已成为主流。在彩电更新换代时代中, 投影仪凭借较好的用户体验及性价比, 有望从当前的消费升级向刚需产品迈进。

● 持续看好公司外销拓展、产品升级带来盈利能力提升

未来核心产品仍将持续迭代升级并带来盈利能力提升。根据魔镜数据, 2019/03-2021/01 公司在淘系渠道均价从 2187 元提升至 3570 元, 随着新一代 4K 分辨率产品出现, 公司智能微投产品定价有望上探至 7000 元。此外, 参考其他国产品牌海外市场定价逻辑, 我们认为海外渠道拓展有望提升产品盈利能力。

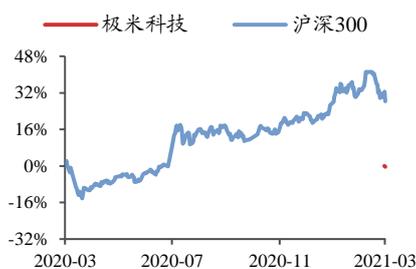
● 风险提示: 贸易政策变化、核心硬件供货风险、大屏电视大幅降价

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,116	2,828	4,445	6,155	8,608
YOY(%)	27.6	33.6	57.2	38.5	39.9
归母净利润(百万元)	93	269	509	757	1,154
YOY(%)	881.4	187.9	89.4	48.7	52.3
毛利率(%)	23.3	31.6	34.8	35.0	35.2
净利率(%)	4.4	9.5	11.5	12.3	13.4
ROE(%)	16.4	34.4	39.4	37.0	36.0
EPS(摊薄/元)	1.87	5.38	10.19	15.15	23.07
P/E(倍)	282.6	98.2	51.8	34.9	22.9
P/B(倍)	46.2	33.8	20.4	12.9	8.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所 (2020 年数据未经审计, 但公司已申报审阅)

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 极米科技：国内智能投影设备龙头	4
1.1.1、 收入：总营收高速增长	4
1.1.2、 毛利率：公司整体毛利率逐年上升	5
1.1.3、 费用率：受销售费用、研发费用影响略有提升	6
1.1.4、 净利率稳步提升，带动公司盈利能力提升	7
1.2、 股权结构稳定	7
2、 类比扫地机器人行业的成长轨迹	8
2.1、 行业：消费升级结合产品升级，消费级投影仪渗透率有望逐步提升	8
2.1.1、 消费级投影仪已成为主流产品，行业仍处于发展初期	8
2.1.2、 消费升级叠加产品升级驱动消费级投影仪、扫地机器人销量保持快速增长	9
2.1.3、 未来有望从消费升级产品逐渐成为刚需产品	10
2.1.4、 竞争格局：极米科技位居行业第一，市场未来或将头部集中	11
2.2、 产品端：重视研发，软硬件能力兼备引领行业	12
2.3、 渠道端：国内线上渠道为主，海外市场潜力较大	15
3、 未来成长空间广阔，有望带动盈利能力稳步提升	17
4、 盈利预测	19
4.1、 关键假设	19
4.2、 盈利预测与估值	19
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司自 2013 年成立以来保持快速发展	4
图 2： 2017-2020 年公司 CAGR 达 41.48%	5
图 3： 整机产品为公司主要营收来源	5
图 4： 公司收入以内销为主，海外拓展空间广阔	5
图 5： 公司毛利率领先于可比公司投影业务毛利率	6
图 6： 公司整机、配件业务毛利率稳步提升	6
图 7： 销售费用、研发费用带动公司期间费用率略有提升	7
图 8： 自 2018 年开始，公司净利率稳步提升	7
图 9： 公司盈利能力稳步提升	7
图 10： 公司实际控制人为创始人及董事长钟波	8
图 11： 消费级市场逐渐成为投影仪第一细分市场	8
图 12： 我国居民人均可支配收入逐年提升	9
图 13： 2017 年以来国内消费级投影仪出货量增速显著	10
图 14： 2017 年 LDS 产品出现后扫地机销量增长较快	10
图 15： 2020 年国内彩电平均尺寸达 52.4 英寸	11
图 16： 2020 年更新换代需求已成主流需求动力	11
图 17： 2019 年极米科技市场份额位居行业第一	12
图 18： 2020H1 极米科技市场份额位居行业第一	12
图 19： 公司光机自研比例不断提升	13

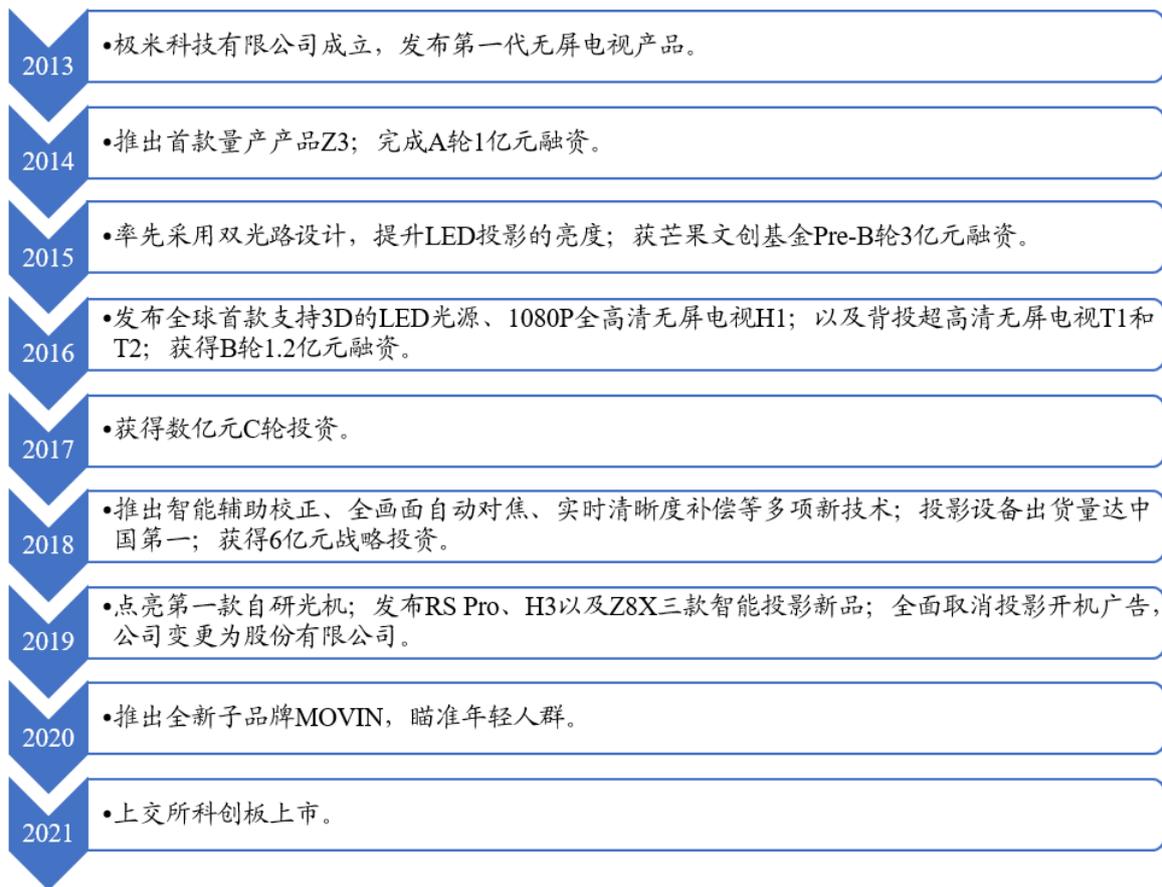
图 20: 2020H1 极米科技国内线上销售占比达 72%	15
图 21: 工程师红利逐步释放	16
图 22: 牵手谷歌生态, 加速海外生态拓展.....	17
图 23: 我国消费者主力群体呈现年轻化趋势.....	17
图 24: 淘系渠道极米科技产品均价持续提升.....	18
表 1: 类比扫地机器人行业, 国内消费级投影仪仍处于发展初期.....	9
表 2: 管理层团队经验丰富	12
表 3: 软件优化、核心算法处于行业领先地位.....	14
表 4: 极米 Z 系列产品在同价位段产品竞争优势明显	14
表 5: 极米 H 系列产品在同价位段竞争优势明显.....	14
表 6: 截止 2020H1 公司境外销售主要集中在美国、日本地区	15
表 7: 伴随产品升级、定价逐步提升, 盈利能力逐步提升.....	18
表 8: 极米科技作为国内智能投影仪龙头企业, 给予一定估值溢价	19

1、极米科技：国内智能投影设备龙头

公司专注于智能投影领域，构建以智能投影整机、算法及软件系统为核心的战略发展模式。2013年，成都极米科技有限公司成立，2019年，公司变更为极米科技股份有限公司，2021年于科创板上市。(1) **主营业务方面**，公司深耕智能投影产品，包括智能微投系列、激光电视系列和创新产品系列，并形成围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务；(2) **算法层面**，公司开发出多项智能感知算法和画质优化算法，多项功能实现行业领先；(3) **软件层面**，公司基于安卓内核自主开发的GMUI软件系统，向终端用户提供丰富的互联网增值服务。

公司自2013年成立以来发展迅速。2013-2018年，公司发布Z3、H1等多款智能投影设备，并累积获得多次融资，推出智能辅助校正、全画面自动对焦、实时清晰度补偿等多项新技术，至2018年，公司智能投影设备出货量达中国第一。2019年，公司变更为股份有限公司，推出首款自研光机。2021年，在上交所科创板上市。

图1：公司自2013年成立以来保持快速发展



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、财务分析：营收利润高速增长，利润率逐年提升

1.1.1、收入：总营收高速增长

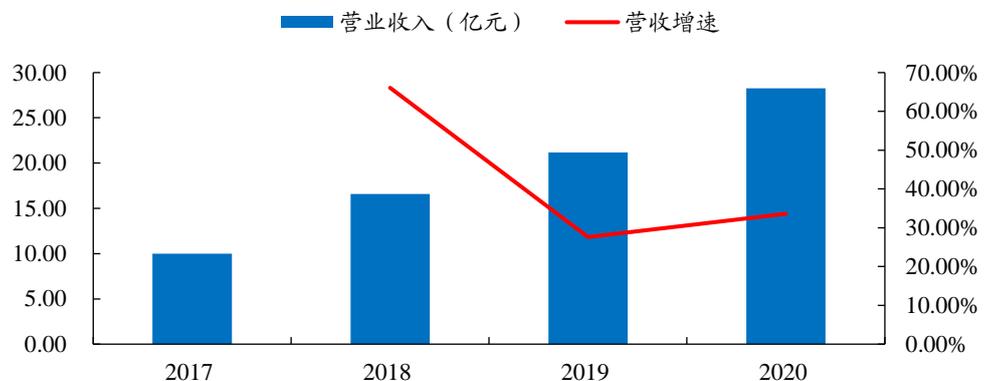
整体来看，公司营收迅速增长。2017-2020年，投影设备智能化水平和音画质水平不断提升，投影产品向消费级场景持续渗透，公司营收自9.99亿元增长至28.28

亿元，CAGR 达 41.48%。根据招股书数据，2021Q1 收入预计同比增速 24%-46%，从魔镜数据来看，2021 年 1 月极米科技淘系销售额同比增长接近约 90%，我们预计 2021Q1 大概率超市场预期。

分业务来看，智能投影整机产品为公司营收的主要来源。2019 年，公司实现收入 21.16 亿元(+27.60%)，其中整机产品实现营收 19.78 亿元(+24.00%)，占比 93.45%；配件产品实现收入 1.01 亿元(+24.00%)，占比 4.78%；互联网增值服务实现收入 2130.49 万元(+72.16%)，占比 1.01%，互联网增值服务占比较低，但增长迅速。

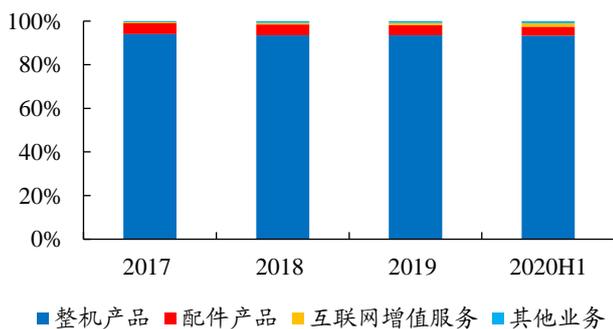
分地区来看，公司以内销为主，海外收入占比较少。2019 年，公司实现内销收入 20.59 亿元(+31.21%)，占比 97.29%；实现海外收入 0.57 亿元(-33.33%)，占比 2.71%（此外海外收入已合并其他地区收入）。可见公司的内销收入占主导地位，海外市场有较大拓展空间。

图2：2017-2020 年公司 CAGR 达 41.48%



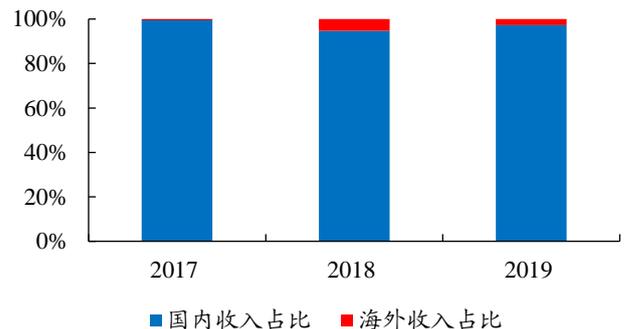
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：整机产品为公司主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司收入以内销为主，海外拓展空间广阔

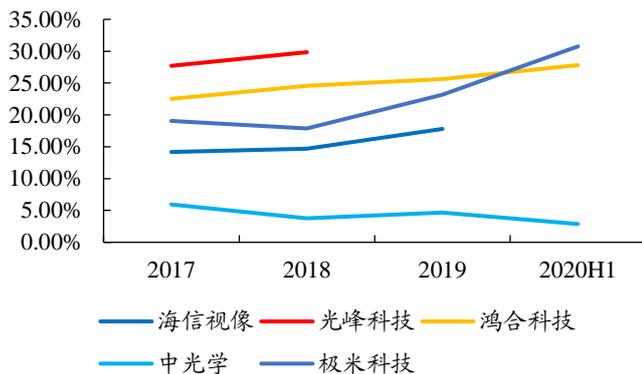


数据来源：Wind、开源证券研究所

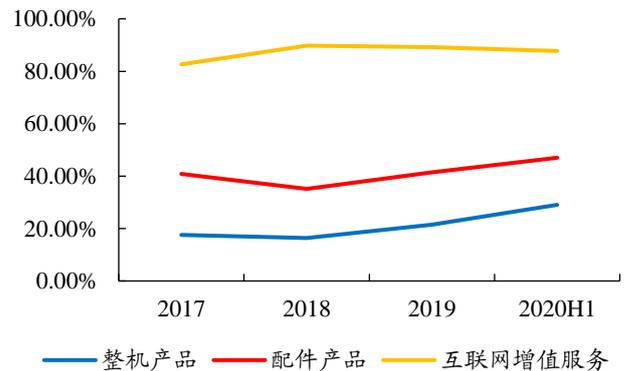
1.1.2、毛利率：公司整体毛利率逐年上升

整体来看，公司毛利率逐年上升。2017-2020H1 年，公司毛利率自 19.13% 增长至 30.77%，主要系作为公司主要营收来源的整机产品毛利率增长所致。与同行业可比公司相关业务毛利率对比，公司毛利率较高。

光机自产比例提升、产品均价提升及原材料价格下滑带来整机毛利率稳步提升。2017-2020H1，公司整机产品毛利率自 17.62% 增长至 29.06%，其中，2019 年整机产品毛利率提升较快，主要系产品售价提高、原材料采购价格下降以及自研光机逐步量产所致。2017-2020H1，配件产品毛利率自 40.73% 增长至 47.01%，其中，2018 年配件产品毛利率同比下降 5.69%，主要系当年公司毛利率较低的幕布配件产品销量增加所致，2019 年配件产品毛利率同比上升 6.36%，主要系幕布产品毛利率提升所致。2017-2020H1，互联网增值服务毛利率自 82.65% 增长至 87.77%，一直处于较高水平，主要系互联网增值服务业务不存在传统的原材料采购，成本主要为提供支持服务，人工成本少所致。

图5：公司毛利率领先于可比公司投影业务毛利率


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：海信视像为电视机业务毛利率，光峰科技为激光整机业务毛利率，鸿合科技为智能交互显示产品毛利率，中光学为投影仪整机及配件业务毛利率）

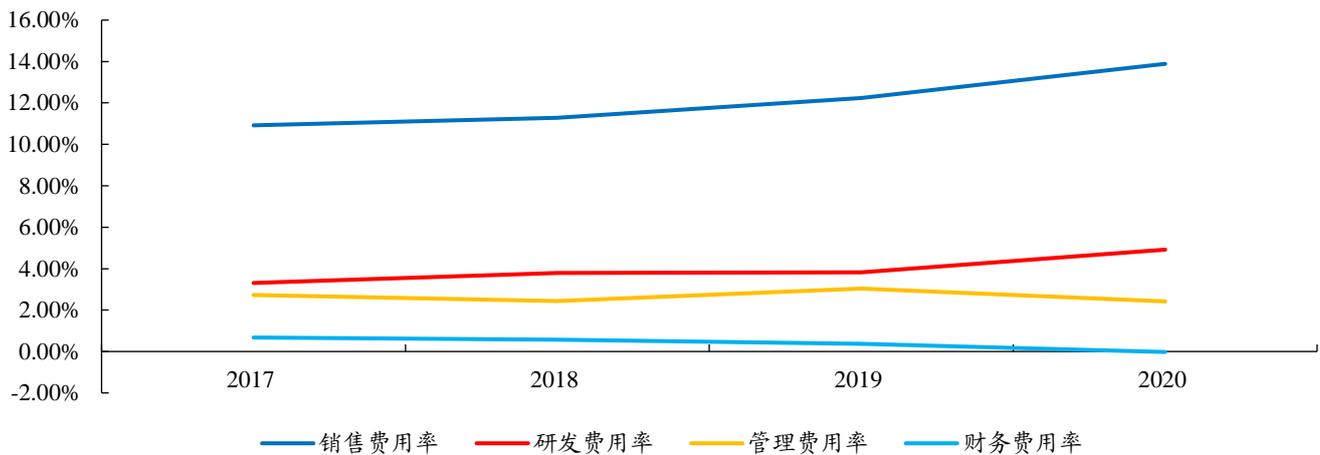
图6：公司整机、配件业务毛利率稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.3、费用率：受销售费用、研发费用影响略有提升

销售费用、研发费用提升带动公司期间费率略有提升。2017-2020 年，公司期间费用自 1.76 亿元增长至 6.00 亿元，期间费率自 17.63% 增长至 21.20%，主要系销售费用与研发费用增加所致。

- (1) **销售费用**：2017-2020 年，销售费用自 1.09 亿元增长至 3.93 亿元，销售费率自 10.92% 增长至 13.89%，主要原因为公司销量和规模扩大，且直营店铺数量增加，职工薪酬和房租有所提升；研发费用自 0.33 亿元增长至 1.39 亿元。
- (2) **研发费用**：2017-2020 年，研发费率自 3.31% 增长至 4.92%，主要系公司不断加大研发投入，研发人员工资和研发耗材相应增加所致。
- (3) **管理费用**：2017-2020 年，管理费用自 0.27 亿元增长至 0.68 亿元，占收入比重维持在 2.5% 左右。
- (4) **财务费用**：2017-2020 年均均在 1000 万以内，占收入比重较小。

图7：销售费用、研发费用带动公司期间费用率略有提升


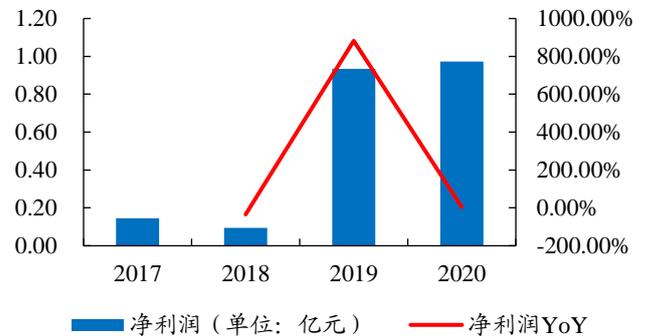
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.4、净利率稳步提升，带动公司盈利能力提升

归母净利润增长迅速。2017-2020年，归母净利润自0.15亿元增长至2.69亿元，CAGR达163.47%；净利率自1.45%增长至9.51%，盈利能力稳步提升。我们预计，随着产品迭代均价提升及海外收入占比提升，净利率有望稳步提升。

图8：自2018年开始，公司净利率稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

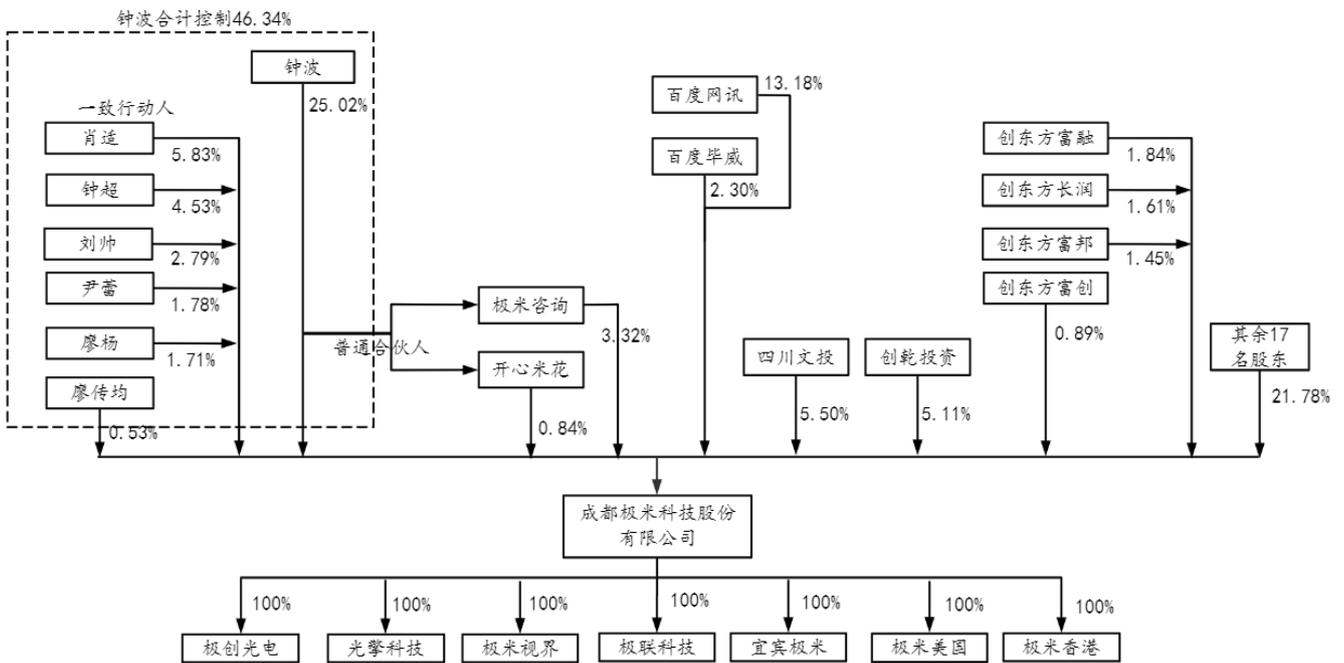
图9：公司盈利能力稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定

公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长钟波，芒果、百度（爱奇艺）有望赋能公司内容生态。截至2021年1月6日，钟波直接及通过一致行动人、极米咨询、开心米花间接持有公司46.34%股份。公司旗下共极创光电、光擎科技等7家全资子公司。此外芒果传媒、百度作为极米的股东，有望帮助公司构建更全面的视听内容生态。

图10: 公司实际控制人为创始人及董事长钟波



资料来源: 招股说明书

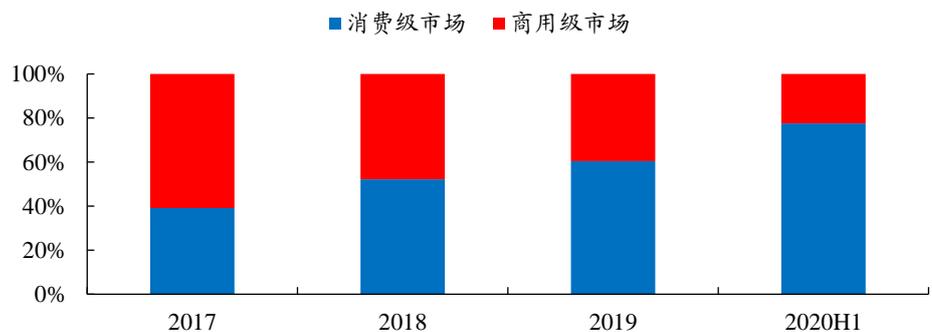
2、类比扫地机器人行业的成长轨迹

2.1、行业: 消费升级结合产品升级, 消费级投影仪渗透率有望逐步提升

2.1.1、消费级投影仪已成为主流产品, 行业仍处于发展初期

从投影仪市场结构来看, 消费级投影仪已成为当前主要投影仪细分市场。2017-2019年消费级市场投影仪出货量分别为130万台、227万台和279万台, CAGR为46.50%。相比之下商教等场景为主要的市场表现却日渐疲软, 在总出货量逐年增长的情况下, 2017年-2019年商用市场投影仪出货量分别为202万台、208万台和183万台, CAGR为-4.82%, 截至2019年, 消费级市场已替代商用市场成为最主要的投影仪细分市场。

图11: 消费级市场逐渐成为投影仪第一细分市场



数据来源: IDC、开源证券研究所

与扫地机器人类似，消费级投影仪市场仍处于发展初期。据 IDC、奥维云网数据，2019 年国内消费级投影仪设备出货量约 279 万台、国内扫地机全渠道销量约 628 万台，相较于全国约 3 亿户家庭来看，消费级投影仪渗透率仅为 2.53%，扫地机器人渗透率仅为 5.72%。渗透率仍处于较低水平，行业发展仍处于初级阶段。

表1: 类比扫地机器人行业，国内消费级投影仪仍处于发展初期

	2016	2017	2018	2019
总人口（单位：亿）	13.83	13.9	13.95	14
城镇化率	57.35%	58.52%	59.58%	60.6%
平均家庭户规模（单位：人/户）	3.11	3.03	3	2.92
城镇家庭户数（单位：万户）	25497.88	26847.35	27712.25	29055.83
国内消费级投影仪保有量（单位：万台）	100	230	457	736
国内消费级投影仪渗透率	0.39%	0.86%	1.65%	2.53%
国内扫地机器人保有量（单位：万台）	273.6	696.1	1309.4	1663.4
国内扫地机器人渗透率	1.07%	2.59%	4.72%	5.72%

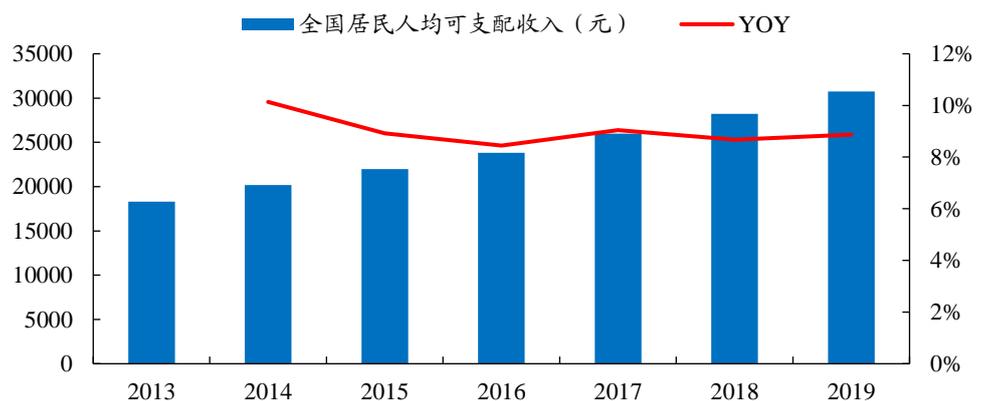
数据来源：国家统计局、奥维云网、IDC、开源证券研究所（注：2016 年扫地机、消费级投影仪保有量为估算所得）

2.1.2、消费升级叠加产品升级驱动消费级投影仪、扫地机器人销量保持快速增长

（1）从消费升级角度来看

消费升级从多方位促动投影仪市场发展。近年来居民人均可支配收入不断攀升，随着居民消费水平的不断提升，消费者对符合当下消费趋势的非刚需产品的需求较以往更为显著。而伴随投影照明显示技术精进、消费级市场高速增长、大屏化、家居智能及互联网内容平台需求快速发展、消费主力年轻化等趋势，投影仪已成为消费升级过程中的一大受益者，未来行业渗透率有望提升。

图12: 我国居民人均可支配收入逐年提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

消费升级促动消费级市场增长，加速投影设备的消费级场景渗透。相较于过去仅满足刚需，消费者现下更愿意为能提供优质生活的产品买单，这为智能投影仪等娱乐型消费产品打入 C 端客群提供了需求窗口，为投影仪行业在消费级市场加强渗透提供机会。相较商用级投影，消费级投影更加注重消费者使用的便捷性和优质体

验；相较于传统电视机偏向解决消费者有无的需求，消费级投影仪需求的背后逻辑为享受生活、追求更震撼的观影品质。因此，消费级投影正迎合了在消费升级的市场环境下，消费者对家用影音娱乐的需求呈现大屏化和追求极致体验的趋势。

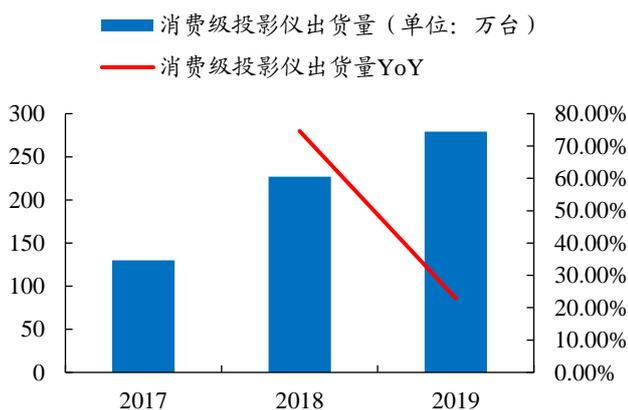
互联网技术作为第三次消费升级结构的一大产物，推动电子商务和物联网等科技创新的蓬勃发展，是当下投影设备线上渠道放量大幅提高、消费级智能投影增长的底层基础。在消费升级背景下，新兴消费业态迅猛发展，娱乐、文化、人工智能、互联网产业等均为其中一员。因此，消费升级间接推动了线上渠道发力，使得线上渠道通过其广泛的用户触达能力协助推动投影行业终端消费者从B端为主到C端为主的转变。此外，在消费升级背景下，搭乘互联网、人工智能及相关大数据、云计算技术的快速发展，互联网+制造的物联网时代大大催动了消费者智能化家居的需求。而在结合供给端音画质水平提升和智能算法的支持下，投影仪已迅速融入智能家居生态。智能投影仪正逐渐成为重要互联网内容平台，目前国内爱奇艺、腾讯视频、优酷等主要内容提供商均已发力智能投影领域。

(2) 从产品升级角度来看

德州仪器在2016年推出了0.47英寸DMD芯片，将DLP方案投影分辨率提升至1080P(1920*1080个像素)，同时间极米科技推出H1产品，搭载0.47DMD芯片，定价4999元。2016年石头科技为小米打造国内首款LDS产品米家扫地机器人，大幅提升产品使用体验。

伴随消费升级及产品智能性提升，2017年消费级投影仪、扫地机器人行业增速均出现明显提升。从IDC数据来看，受消费升级、光源、音画质、智能化水平提升，国内消费级投影仪出货量增速提升显著，2017年出货量增速达到32%。随着石头科技帮小米代工搭载LDS的米家扫地机器人出现，根据奥维云网数据，2017年国内扫地机器人销量同比增速达45%。

图13: 2017年以来国内消费级投影仪出货量增速显著



数据来源: IDC、开源证券研究所

图14: 2017年LDS产品出现后扫地机销量增长较快



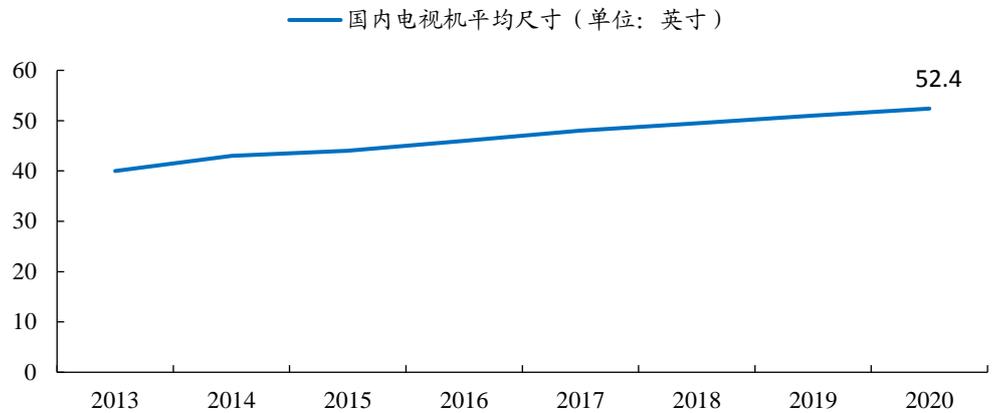
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

2.1.3、未来有望从消费升级产品逐渐成为刚需产品

国内彩电大屏化已成趋势，而大屏化往往兼具不可逆性。根据奥维云网数据，2020年国内彩电市场继续保持大屏化演变趋势，2020年全年65英寸以上产品占比

25%，较 2019 年同期增长 6.5%，整体来看 2020 年全年平均尺寸 52.4 英寸，大屏化趋势不变。另一方面，当消费者习惯大屏化后，往往很难再去接受小屏彩电。

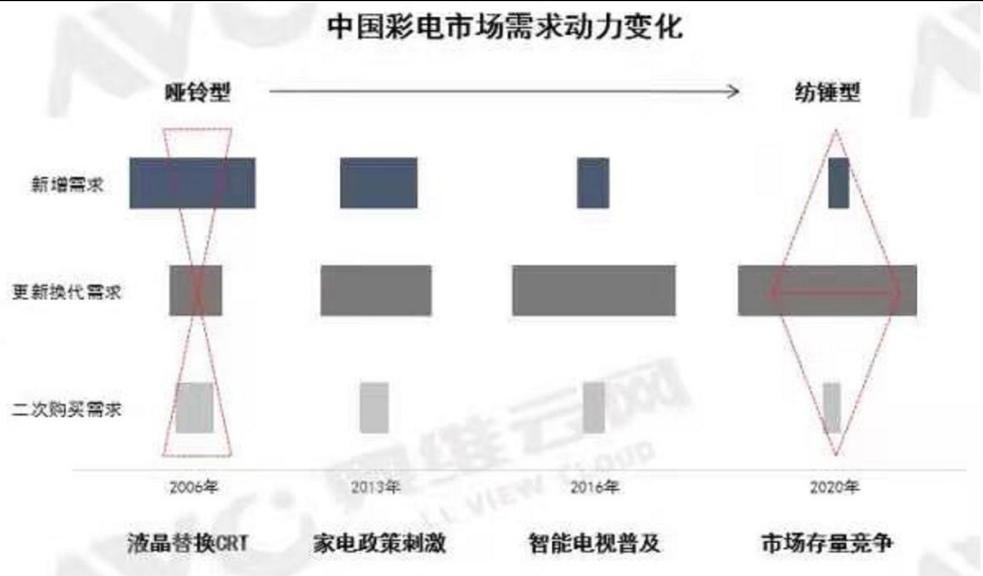
图 15: 2020 年国内彩电平均尺寸达 52.4 英寸



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

从消费需求来看，更新换代需求已成主流。根据奥维云网数据，国内彩电市场需求动力正逐步发生变化，从增量市场的新增需求和二次购买需求逐步向存量市场的更新换代需求转变。

图 16: 2020 年更新换代需求已成主流需求动力



资料来源: 奥维云网

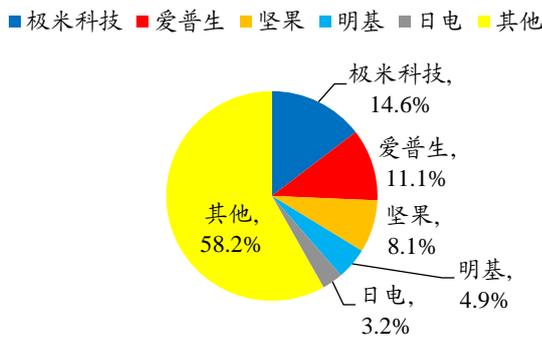
在更新换代为主的需求结构中，投影仪用户体验更好。与传统彩电相比，投影仪在大屏化、影院体验的表现更好。投影仪与消费者距离更近，内置音箱营造出良好的影院氛围。因此，我们认为在更新换代为主的需求结构转变下，作为用户体验更好的产品，投影仪有望从现在的消费升级需求逐渐普及。

2.1.4、竞争格局: 极米科技位居行业第一，市场未来或将头部集中

中国投影仪市场竞争加剧，极米科技市场份额位居第一。2019 年和 2020 年 1-6 月中国投影仪市场总投影仪出货量分别为 462 万台和 169 万台，其中极米科技分别

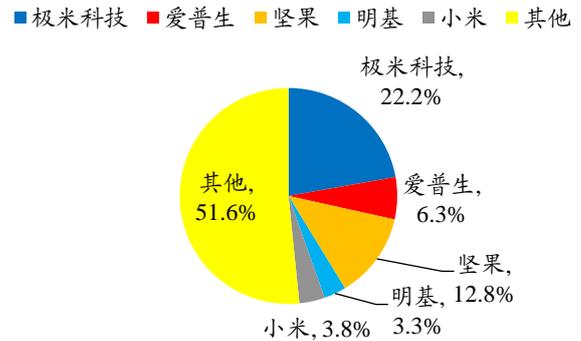
以 14.6% 和 22.2% 的市场份额占有率强势占据行业第一。2019 年，除极米科技外，剩余前四大品牌分别为爱普生、坚果、明基和日电。2020 年 1-6 月剩余前四大品牌分别为坚果、爱普生、小米和明基。由于近年中国投影仪市场发展迅速，众多现有大型传统家电企业、互联网巨头等均开始涉足投影仪领域试图抢占市场份额，加剧市场竞争、产品同质化相对严重。但未来随着头部企业逐渐掌握核心硬件技术和算法，投影仪领域或将逐步呈现“头部集中”的市场格局。

图17: 2019 年极米科技市场份额位居行业第一



数据来源: IDC、开源证券研究所

图18: 2020H1 极米科技市场份额位居行业第一



数据来源: IDC、开源证券研究所

2.2、产品端：重视研发，软硬件能力兼备引领行业

区别于传统小家电，投影产品对软硬件综合能力要求较高，具有一定的进入壁垒。智能投影产品除了硬件层面光机的要求较高以外，能够大幅提升消费者使用体验的功能，如梯形矫正、自动对焦、画质、智能语音、空间感知等功能，则对产品的软件技术提出一定要求。类似于扫地机器人，软硬件综合的产品具备一定的进入壁垒，不易被大白电龙头仿制。

和石头科技类似，公司的核心创始团队均具备较强的软硬件综合能力。董事长钟总在电视机技术领域沉淀深厚，曾就职于晨星半导体（Mstar，投影仪 CPU 核心厂商之一），另一方面 Mstar 核心团队均曾在德州仪器任职。总经理肖总在华为工作多年，CFO 廖总来自毕马威，CTO 王总曾任长虹基础技术，副总经理沈总来自苹果、IBM，具备良好的供应链管理经验的，副总经理罗总具备丰富的 3C 类销售经验，副总经理尹总在投影行业具备丰富经验。

表2: 管理层团队经验丰富

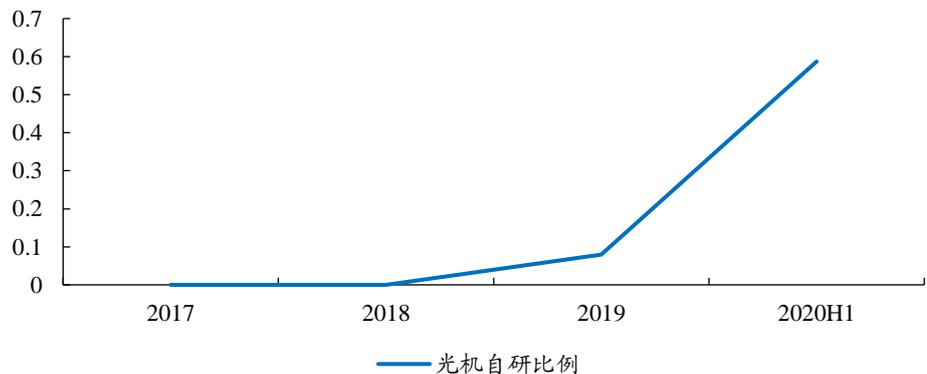
高管	职务	从业经历
钟波	董事长	历任：海信电视研究所、晨星（Mstar），在 Mstar 期间负责创维、TCL、长虹等 LCD 机型研发；
肖适	总经理	历任：港湾网络、华为技术有限公司硬件工程师；
罗廷	副总经理	历任：北京华旗资讯数码科技、神州数码、迈世亚、天音通信、联强国际贸易有限公司、普天大力通信技术有限公司；
王鑫	副总经理， CTO	历任：长虹电器、虹微技术电视产品部部长；
沈毅	副总经理	历任：富士康、IBM 供应链、飞利浦供应链项目负责人、苹果采购运营管理(上海)有限公司；
尹蕾	副总经理	历任：四川多维电子科技有限公司研发经理
廖	董秘、CFO	历任：毕马威

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司采用 DLP 投影方案，在硬件层面与核心厂商深度合作，除此以外，公司也积极布局 LCOS、3LCD 方案。从硬件层面来看，采用 DLP 方案的投影仪核心硬件包括：主控芯片、光源、DMD 芯片、镜头、音响等。而光源、投影方案、镜头、光路设计共同构成了光机。根据招股书披露，尽管公司主要采用 DLP 方案，但与此同时公司亦完成了 3LCD、LCOS 方案的技术储备，其中 3LCD 方案产品于 2018 年完成量产整机生产。

- (1) **创始人在 Mstar 任职经历有望帮助公司与晨星半导体建立良好的合作关系。**投影仪 CPU 主要由 Mstart(晨星半导体)、Amlogic(晶晨半导体)供应，CPU 主要负责画质处理、算法、智能系统等，而公司创始人钟总在 Mstar 的任职经历有望帮助公司与 Mstar 建立稳固的合作关系。
- (2) **公司与德州仪器、哈曼卡顿建立稳固的合作关系。**DLP 投影方案中的核心芯片为 DMD 芯片，主要决定了投影像素、画质，公司核心产品的音响设备主要采用哈曼卡顿品牌，随着公司出货量稳步提升，根据招股书披露，公司已与德州仪器、哈曼卡顿建立稳固的合作关系。
- (3) **公司自研自产光机占比逐步提升。**光机作为投影产品的核心器件，公司不断加强自研自产能力，目前拥有全面的光机开发技术，具备全面的照明光学设计能力，能够实现智能微投长焦光机和激光电视超短焦光机的全面设计布局；在成像光学技术方面，公司已具备包括长焦、变焦、超短焦及虚像镜头的设计及量产能力，能够自主完成从光学设计到量产的全流程镜头开发。2017 年及 2018 年，公司光机均来自对外采购，而随着公司光机技术不断积累，2019 年公司实现光机技术自主化，光机自研比例不断提高，2020 年上半年光机自研比例达到 58.7%。

图19: 公司光机自研比例不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

- (4) **公司具备丰富的硬件电路设计经验。**基于多款产品的开发经验，极米科技制定了严格的硬件电路可靠性设计规则和测试解决方案，实现售后硬件电路板故障率低于 0.15%。在过热保护电路、调试电路、检测电路、光源控制电路、充电管理电路、电源开关等方面具有 26 项实用新型专利。

软件层面，公司重视算法优化，在国内与芒果 TV、爱奇艺构建良好的生态系统，海外市场与谷歌合作，为海外生态的拓展打下良好基础。

- (1) **核心算法处于行业领先地位。**公司自主开发了极速开机技术，业内首次将投影产品开机速度优化至 8s 以内，开机速度提升 400% 以上。另外公司自主开发了基于安卓系统的高性能 UI 渲染框架，实现 UI 渲染流畅度提升 20% 以上，并大幅度降低内存资源占用。此外，公司为提升家用投影的智能性与易用性，开发了一系列智能技术，如六向全自动校正、自动对焦、画质优化等，在行业具备领先性。

表3: 软件优化、核心算法处于行业领先地位

产品名称	发布时间	行业领先性
极米智能投影 H3	2019 年 8 月	同时搭载全自动校正和全局无感对焦功能产品
极米智能投影 Play	2019 年 1 月	搭载左右自动校正的便携产品
极米智能投影 H2	2018 年 5 月	支持辅助自动校正功能产品
极米智能投影 Z6	2018 年 3 月	采用四通道光路设计产品
阿拉丁	2018 年 1 月	三合一智能投影吸顶灯
极米智能投影 H1S	2017 年 5 月	搭载可变光圈技术产品

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

- (2) **牵手谷歌为建设海外系统生态建设铺路。**海外市场发售产品需要获得谷歌 GMS 认证，如果未认证产品，谷歌设定系统会弹出自动警告，该设备存在系统漏洞。极米科技作为投影仪行业首家获得谷歌认证的企业，谷歌移动服务可以为极米科技提供整套的热门应用和基于云的服务。优化海外用户体验的同时，可以获得更稳定的系统体验。

极米 Z 系列、H 系列、便携系列，在同等价位产品中具备较强的竞争优势。在同等价位产品对比中，极米科技在画面校正、自动对焦、音质、MEMC 等方面具备明显的竞争优势。在便携系列中，极米科技的产品拥有更高的灯泡功率，投放画面大小范围更广，支持更多的色彩数。

表4: 极米 Z 系列产品在同价位段产品竞争优势明显

产品名称	售价/元	画面校正	失焦补偿	MEMC	开机速度
极米 Z6X	3499	四向智能辅助校正	热失焦补偿	正投及侧投支持	极速开机
爱普生 CB-X05	3499	垂直/水平自动校正	无	不支持	普通开机
坚果 J7S	3499	垂直自动校正	无	正投支持	普通开机
明基 E0433	3499	四向自动校正	无	正投支持	普通开机
日电 302WC	3499	四项手动校正	无	不支持	普通开机

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表5: 极米 H 系列产品在同价位段竞争优势明显

产品名称	售价/元	画面校正	失焦补偿	MEMC	开机速度
极米 H3	4999	六向全自动校正	实时无感补偿	正投及侧投支持	极速开机
爱普生 CH-TW650	4899	四项手动校正	无	不支持	普通开机
坚果 J9	5099	四项手动校正	无	正投支持	普通开机
明基 W1120	4999	四项手动校正	无	正投支持	普通开机
日电 NP-CD3100H	4999	四项自动校正	无	不支持	普通开机

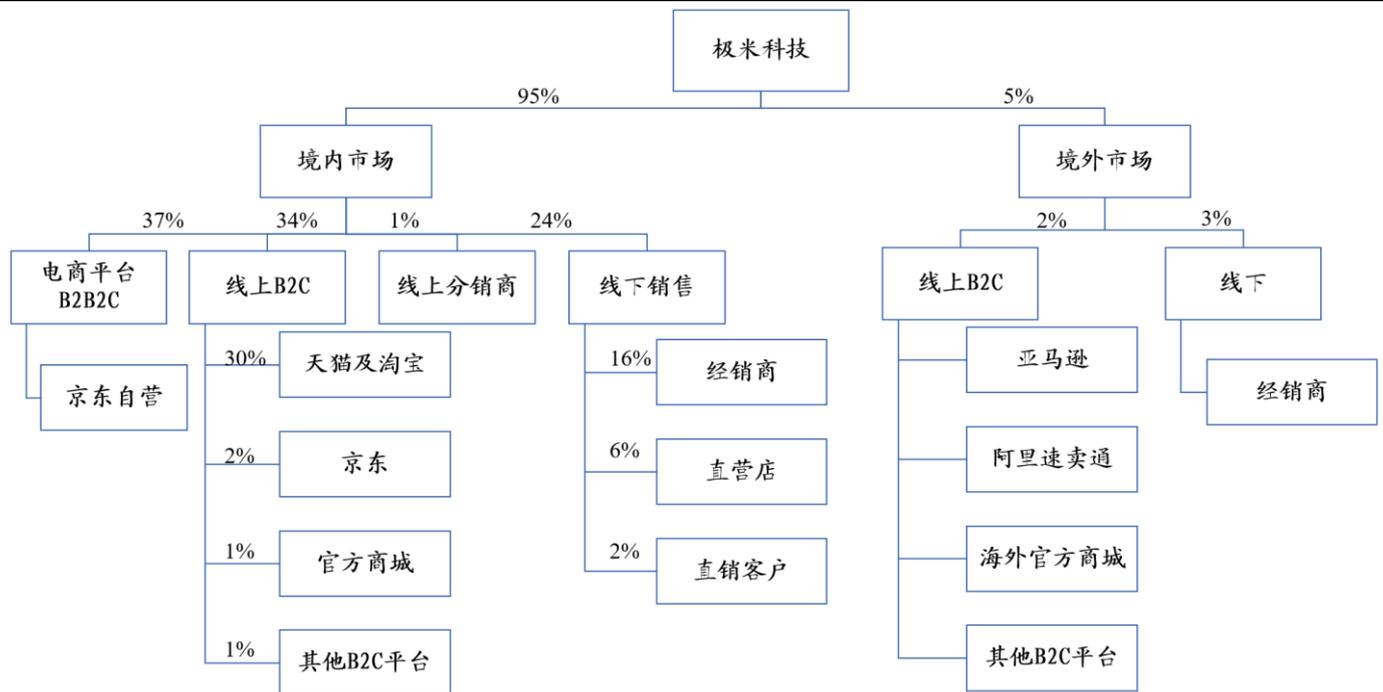
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、渠道端：国内线上渠道为主，海外市场潜力较大

相较于线下渠道，线上渠道为新锐品牌提供良好的发展机会。投影仪产品与扫地机器人类似，具备体积小、操作简单等特性，而近几年电商渠道的快速发展也为公司提供了发展良机。

投影仪销售在国内市场主要以线上为主。公司在国内线上销售渠道侧重引流及促销，除电商平台活动外，公司还积极推动品牌日、极米粉丝节等活动，提高品牌热度并实现产品销售。目前公司国内线上渠道覆盖了京东、天猫等主要电商平台。销售模式主要有电商平台入仓模式、线上 B2C 模式及线下销售模式。截止 2020H1 国内线上销售占比达 72%。

图20：2020H1 极米科技国内线上销售占比达 72%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

直营、经销共同扩张，推动公司国内线下渠道发展。一方面公司因地制宜地制定销售策略，不断开拓线下经销商，另一方面公司在一二线城市的大 KA 渠道积极推进直营店铺，根据招股书披露，2020H1 公司线下直营店铺数量为 48 家，较 2019 年有所下滑主要系公司关闭部分低销售额的直营门店。直营渠道除了拓宽产品销售渠道外，还能够对消费者进行直观的产品教育和品牌宣传。

海外市场收入目前占比较低，发展空间广阔。2020H1 海外销售额达到 5520.62 万元，占比达到营业收入总额的 5.17%。公司海外市场主要集中在欧美、日本市场，销售模式分为线上 B2C 与线下销售两种模式。其中线上 B2C 模式下，公司主要通过亚马逊、阿里速卖通等国际 B2C 平台及海外官方商城。海外线下销售主要由境外经销商进行销售，公司与境外经销商一般亦采用买断的合作方式。

表6：截止 2020H1 公司境外销售主要集中在美国、日本地区

地区	2018	2019	2020H1
美国	0.28%	0.97%	2.35%

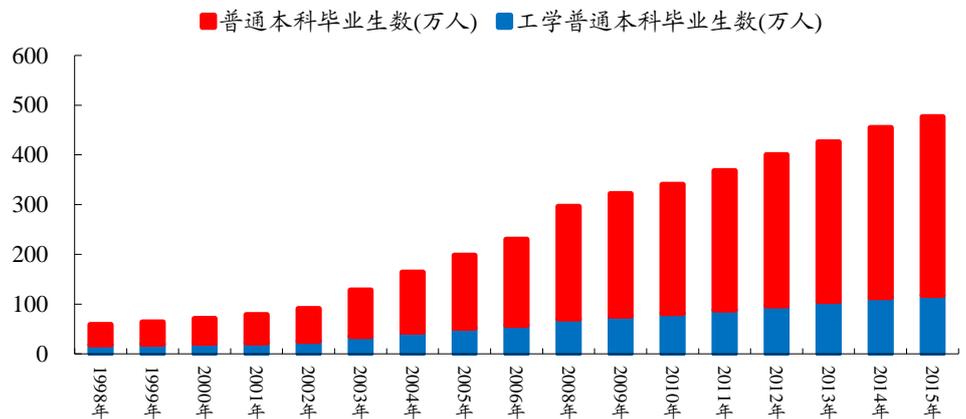
地区	2018	2019	2020H1
日本	-	-	1.24%
法国	0.89%	0.38%	0.50%
西班牙	0.15%	0.37%	0.19%
意大利	0.07%	0.31%	0.19%
德国	0.04%	0.27%	0.77%
俄罗斯	0.17%	0.11%	-
英国	0.10%	0.10%	0.39%
其他国家	0.28%	0.12%	-

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司目前海外渠道主要集中在欧美、日本市场。在欧美市场，投影仪仍处于初级阶段，极米科技带语音识别、梯形校正、自动对焦等功能的智能投影仪具备强有力的竞争力，目前公司已牵手欧洲最大的电子产品零售商 MediaMarkt，同时在多个亚马逊欧洲站点开设直营门店。在日本市场，公司创造性地将投影仪与吸顶灯合二为一，借助日本 popIn 株式会社快速拓展日本市场。

工程师红利显现，国产品牌迎来出海良机。随着 1999 年大学本科扩招，我国工学类本科毕业生人数逐年增加，至 2015 年已达到 118 万人，按照 2015 年工学类本科毕业生占本科毕业生比重 33% 测算，2019 年工学类本科毕业生人数将达到 130 万人，高等院校培养了大量的工程师储备人才，工程师红利逐步释放。每年高校工学类本科毕业生为科技创新型企业提供大量工程师资源储备，驱动科技创新型企业产品力持续提升，在部分偏消费电子的小家电品类中，国内创新型企业研发成本下降，但质量、微创新能力等核心竞争力不输国际品牌。

图 21：工程师红利逐步释放



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

投影仪作为视听产品，对生态要求较高，携手谷歌生态有望加速海外产品拓展。区别于国内消费者对爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频等依赖，海外消费者内容生态系统更依赖于 YouTube、Netflix 等，极米科技在 2019 年便成为全球专业投影仪厂商中率先和 Android TV 达成官方合作的厂商。获得谷歌 GMS (Google Mobile Service) 的认证后，海外用户购买的极米科技的产品可以从谷歌商店获取到官方的应用和内容，获得更稳定的系统体验。根据招股书，公司将进一步布局海外市场，重点发展欧美、

日本等地区，加大销售体系建设，未来计划建立全球分销网络。

图22: 牵手谷歌生态，加速海外生态拓展



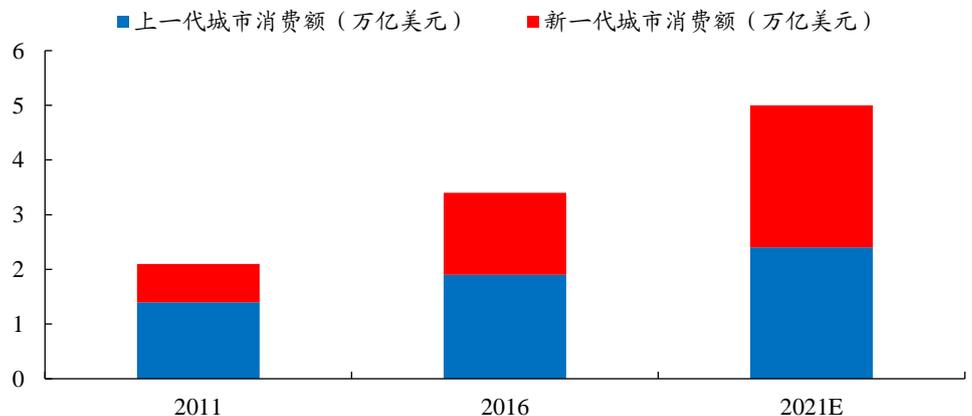
资料来源：极米科技微信公众号

3、未来成长空间广阔，有望带动盈利能力稳步提升

参考其他国产品牌海外市场定价逻辑，我们认为海外渠道拓展有望提升产品毛利率。参考石头科技，国内 T7 Pro 产品售价约 3000 元，而海外版 S6 MaxV 定价为 750 美金，较国内产品贵 1000-2000 元，随着公司自建渠道中美国亚马逊市场逐渐打开，公司的盈利能力也稳步提升。而根据极米科技在招股书披露，其在海外定价也会高于国内售价，因此我们认为海外渠道扩张有望进一步提升公司的盈利能力。

投影行业目标客群以一二线为主，中高端价位消费能力强，对标客群符合消费者主力年轻化趋势。新一代消费者（80 后、90 后及 00 后）物质条件相对充裕，相比上一代消费者更加追求产品品质和多样化，对中高端产品相对价格不敏感。BCG 数据显示，2011 年-2021 年新一代消费群体城市消费额 CAGR 将达到 14.02%，而上一代消费额 CAGR 仅为 5.54%，此外，预计 2021 年新一代城市消费额（2.6 万亿美元）或将超过上一代（2.4 万亿美元）。

图23: 我国消费者主力群体呈现年轻化趋势



数据来源：BCG、开源证券研究所

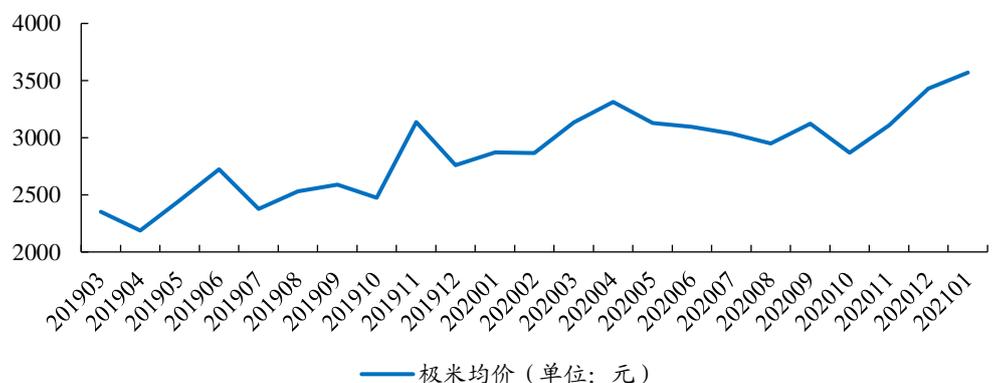
根据公司招股书披露，未来核心产品仍将持续迭代升级。结合投影仪行业发展趋势，公司在产品层面将会逐步提升亮度、清晰度、画质等各项指标，产品形态上有望在现有基础的基础上，逐步开发全新形态的投影产品。参照 H 系列、Z 系列定价，我们认为，随着公司新一代 4K 分辨率产品出现，公司智能微投产品定价有望上探至 7000 元左右，进一步提升公司的盈利能力。

表7: 伴随产品升级、定价逐步提升，盈利能力逐步提升

系列	产品名称	上市时间	价格
H 系列	H1	Mar-16	-
	H2	Jun-18	-
	H3	Aug-19	4999
Z 系列	Z3	Apr-14	-
	Z4X	Jun-15	-
	NEW Z4X	Jun-17	3999
	Z6	Mar-18	2599
	Z6X	Jun-18	2899
	Z4V	Oct-18	-
	NEW Z8X	Aug-19	3899
	NEW Z6X	Nov-19	3199
	Z4 Air	Jun-15	-
	CC	Nov-16	-
便携系列	CC 极光	Feb-17	3699
	New Z4 Air	Dec-17	3299
	Play	Nov-18	2999
	Play X	Nov-18	4299
MOVIN 系列	MOVIN 01	Jul-20	1999
	MOVIN 01X	Jul-20	2699
激光电视系列	RS Pro	Aug-19	8999

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图24: 淘系渠道极米科技产品均价持续提升



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

4、盈利预测

4.1、关键假设

- (1) 伴随产品从消费升级逐步普及，我们预计 2021-2023 年收入增速分别为 57.2%、38.5%、39.9%；
- (2) 随着毛利率的海外渠道持续扩张、产品结构升级，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 34.8%、35.0%、35.2%；

4.2、盈利预测与估值

极米科技是国内智能投影仪龙头企业，根据 IDC 数据，2019、2020H1 极米科技以 14.6%和 22.2%的市占率强势占据国内投影仪行业出货量第一。

- (1) 产品端，公司核心创始人均具备较强的软硬件综合能力，并致力于为消费者提供良好的用户体验。硬件层面，公司持续加大研发投入，与核心厂商德州仪器、哈曼卡顿建立良好的合作关系，核心部件光机自产比例稳步提升，2020H1 光机自研比例达 58.7%。软件层面，核心算法行业领先，极速开机、自动对焦、画质优化、梯形校正、空间感知等能力为消费者提供良好的消费体验，同时牵手谷歌，积极布局海外生态系统。
- (2) 渠道端，国内渠道以线上市场为主，国内线下渠道以直营、经销模式共同扩张。目前公司海外占比较低，考虑国内工程师红利带来的品牌出海红利，同时公司携手谷歌生态有望加速海外产品拓展。我们持续看好极米科技海外渠道扩张、产品升级带来盈利能力提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.09/7.57/11.54 亿元，对应 EPS 为 10.19/15.15/23.07 元，当前股价对应 PE 为 51.8/34.9/22.9 倍。

考虑公司是国内投影仪行业龙头，且海外渠道、产品升级的逻辑有望提升盈利能力，给予公司一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：极米科技作为国内智能投影仪龙头企业，给予一定估值溢价

证券代码	证券简称	收盘价(单位: 元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
300866.SZ	安克创新	154.69	69	27	36	33	87.40	68.75	50.55	38.10
688169.SH	石头科技	1025.00	155	75	29	28	87.31	49.85	38.65	30.30
	A 股平均						87.35	59.30	44.60	34.20
688696.SH	极米科技	528.00	881	188	89	49	282.35	98.14	51.82	34.85

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/03/04，2020 年数据未经审计，但公司已申报会计师审计）

5、风险提示

贸易政策变化、核心硬件供货风险、大屏电视大幅降价

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1280	1622	2338	3809	5475
现金	599	550	692	1890	2618
应收票据及应收账款	159	69	289	206	486
其他应收款	16	18	35	38	64
预付账款	17	19	37	41	68
存货	452	717	1036	1385	1989
其他流动资产	38	249	249	249	249
非流动资产	86	862	849	917	1038
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12	139	242	340	438
无形资产	35	61	67	74	82
其他非流动资产	39	662	540	503	518
资产总计	1366	2484	3186	4726	6514
流动负债	552	1445	1666	2456	3069
短期借款	0	124	124	124	124
应付票据及应付账款	478	1151	1291	2080	2619
其他流动负债	75	170	251	252	326
非流动负债	242	258	218	211	233
长期借款	200	200	160	153	176
其他非流动负债	42	58	58	58	58
负债合计	795	1702	1884	2667	3303
少数股东权益	0	0	-2	-3	-4
股本	38	38	50	50	50
资本公积	484	488	488	488	488
留存收益	50	259	767	1523	2676
归属母公司股东权益	571	782	1304	2061	3215
负债和股东权益	1366	2484	3186	4726	6514

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	324	189	140	1286	821
净利润	93	269	508	757	1152
折旧摊销	15	22	32	50	69
财务费用	8	-1	-5	-26	-55
投资损失	-2	-7	-2	-3	-4
营运资金变动	172	-90	-392	509	-343
其他经营现金流	38	-4	0	0	0
投资活动现金流	-70	-320	-16	-115	-187
资本支出	72	178	-13	68	121
长期投资	0	-150	0	0	0
其他投资现金流	2	-293	-30	-47	-66
筹资活动现金流	125	59	18	28	95
短期借款	-90	124	0	0	0
长期借款	200	0	-40	-7	22
普通股增加	27	0	13	0	0
资本公积增加	12	5	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-69	45	34	72
现金净增加额	378	-75	141	1199	728

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2116	2828	4445	6155	8608
营业成本	1623	1933	2899	4002	5578
营业税金及附加	8	20	19	28	42
营业费用	259	393	622	831	1119
管理费用	64	68	118	162	215
研发费用	81	139	222	308	413
财务费用	8	-1	-5	-26	-55
资产减值损失	-3	-8	0	0	0
其他收益	27	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	2	3	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	99	305	572	853	1299
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	3	1	2	2
利润总额	99	303	572	852	1298
所得税	5	34	64	95	145
净利润	93	269	508	757	1152
少数股东损益	0	0	-2	-1	-1
归母净利润	93	269	509	757	1154
EBITDA	109	329	599	876	1312
EPS(元)	1.87	5.38	10.19	15.15	23.07

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.6	33.6	57.2	38.5	39.9
营业利润(%)	4073.6	209.6	87.6	49.1	52.2
归属于母公司净利润(%)	881.4	187.9	89.4	48.7	52.3
获利能力					
毛利率(%)	23.3	31.6	34.8	35.0	35.2
净利率(%)	4.4	9.5	11.5	12.3	13.4
ROE(%)	16.4	34.4	39.4	37.0	36.0
ROIC(%)	11.0	23.6	30.2	30.2	30.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	68.5	59.1	56.4	50.7
净负债比率(%)	-63.1	-22.4	-24.6	-74.0	-68.8
流动比率	2.3	1.1	1.4	1.6	1.8
速动比率	1.4	0.5	0.7	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.5	1.6	1.6	1.5
应收账款周转率	19.6	24.9	24.9	24.9	24.9
应付账款周转率	4.4	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.87	5.38	10.19	15.15	23.07
每股经营现金流(最新摊薄)	6.48	3.77	2.80	25.73	16.41
每股净资产(最新摊薄)	11.42	15.64	25.83	40.97	64.05
估值比率					
P/E	282.6	98.2	51.8	34.9	22.9
P/B	46.2	33.8	20.4	12.9	8.2
EV/EBITDA	239.2	79.3	43.3	28.2	18.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn