

增持(维持)

所属行业: 家用电器
当前价格(元): 510.00

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120521030001

邮箱: xiely@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	281.37	281.37	281.37
相对涨幅(%)	293.37	290.32	280.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

极米科技深度之投资逻辑: 需求场景分析与市场空间拆解; 深度对标扫地机器人分析

投资要点

● 是极米教育了消费者, 还是时代定义了极米?

从需求端看, 中国整体消费社会已进入第三消费社会初期, 人们的基本消费逻辑逐渐转化为开始重视个人, 注重更高的物质享受以及精神需求, 追求个性化。基于这样的消费逻辑, 我们认为家用投影仪作为注重个人信息享受的高端科技型消费品, 将在第三消费时代获得广阔的发展空间。从供给端看, 一方面, 过去基于投影的家庭影院在消费者心中树立了“定位高端”的形象, 因此极米在进行微投产品的消费者教育时, 不会面临从0到1的困难, 而是顺应消费升级的趋势, 具备非常优异的消费者教育基础。另一方面, 技术进步持续解决使用痛点, 投影仪价格逐渐进入普通消费品级别, 则是家用投影产品普及的前提。

需求与供给共振, 投影仪市场空间同时来自增量与替代需求。我们对各适用场景的潜在市场空间进行测算, 预计到2035年行业达到成熟期, 在乐观、中性、悲观情况下家用投影销量分别为4168、2502、1763万台, 高速增长期2021-2025年CAGR达33%、20%、13%, 在注重更高物质享受和精神需求, 追求个性化的第三消费时代, 家用投影仪契合当下消费理念, 增量和替代需求并存, 行业空间广阔。

● 深度对标扫地机器人, 家用投影空间广阔。

根据市场、技术、产品、渠道及盈利能力多方面展开深入对比, 我们认为, 前几年的扫地机器人逐步完成消费者教育, 在行业技术痛点不断完善, 用户体验得到大幅提升后, 得以迎来快速发展。而投影行业对标扫地机器人, 同样具有广阔的市场空间和类似的目标用户群体, 未来以极米为代表的微投产品持续不断迭代新技术, 在几年内较大程度解决现存的技术痛点, 将有望迎来行业爆发式增长。

● 投资建议

我们预计2021-2023年公司营收分别为45.2、64.6、84.1亿元, 同比分别增长59.7%、42.9%、30.2%, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为4.9、7.9、11.0亿元, 同比分别增长82.3%、60.1%、40.3%。预计公司的合理市值为对应2021年50~60xPE, 对应市值245~294亿元, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 投影仪渗透率不及预期风险, 核心零部件依赖外购风险, 行业竞争加剧风险, 原材料价格波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	50.00
流通A股(百万股):	10.33
52周内股价区间(元):	485.00-610.00
总市值(百万元):	25,500.00
总资产(百万元):	2,484.25
每股净资产(元):	15.64

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,116	2,828	4,517	6,456	8,409
(+/-)YOY(%)	27.6%	33.6%	59.7%	42.9%	30.2%
净利润(百万元)	93	269	490	785	1,102
(+/-)YOY(%)	881.4%	187.9%	82.3%	60.1%	40.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.87	7.17	9.81	15.70	22.03
毛利率(%)	23.3%	31.6%	33.2%	34.6%	36.0%
净资产收益率(%)	16.4%	34.4%	15.7%	19.4%	21.1%

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所(注: 2020年度财务数据已经审阅, 未经审计)

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 是极米教育了消费者，还是时代定义了极米？	5
1.1. 需求端：从第二消费时代到第三消费时代.....	5
1.2. 供给端：技术迭代加速消费级市场渗透.....	8
1.3. 增量和替代需求并存，行业空间广阔	11
1.4. 头部格局稳定，极米出货量稳居第一	15
2. 微投可以对标扫地机器人吗？	17
2.1. 市场：家用高科技消费者教育阶段，龙头优势显著	17
2.2. 技术：解决痛点，国产崛起.....	18
2.3. 产品：家用高科技产品兴起.....	20
2.4. 渠道：线上主导，线下体验，海外自主品牌	23
2.5 盈利能力：扫地机行业领先，极米提升空间大.....	25
3. 盈利预测及投资建议	26
风险提示.....	28

图表目录

图 1: 公司主营构成 (百万元)	5
图 2: 公司历年归母净利润及同比	5
图 3: 中国消费社会与代际变迁	6
图 4: 中国家庭户规模结构变化	7
图 5: 中国每年新出生人口	7
图 6: 基础耐用品在中国城镇的保有量变迁 (台/百户)	8
图 7: 传统投影仪对使用环境要求较高	9
图 8: 解决传统产品痛点推动消费级场景渗透	10
图 9: 彩电历年零售均价	10
图 10: 极米及高端品牌投影产品到手价对比	11
图 11: 相对直射光源, 投影漫反射使人眼更舒适	12
图 12: 极米投影设置儿童桌面	12
图 13: 家用投影用户画像	12
图 14: 家用投影各适用场景行业空间测算	14
图 15: 中国投影设备市场出货量市场份额	15
图 16: 2020 年投影仪淘系平台品牌数	16
图 17: 米家投影仪产品图	16
图 18: 天猫魔屏产品图	16
图 19: 中国消费级投影设备出货量及同比	17
图 20: 中国扫地机器人零售量规模及同比	18
图 21: 2020 年 1-6 月中国投影设备出货量市场格局	18
图 22: 2019 年 1-6 月扫地机器人线上市场份额	18
图 23: 家用投影与扫地机器人技术层面对比	19
图 24: 各公司核心发明专利	19
图 25: 研发费用率对比	20
图 26: 各公司产品上市时间	21
图 27: 扫地机和家用投影主流品牌线上均价	21
图 28: 作为家用高科技产品受电子发烧友关注	22
图 29: 科沃斯广告宣传图	23
图 30: 极米广告宣传图	23
图 31: 渠道对比一览	24
图 32: 线上营收占比	24

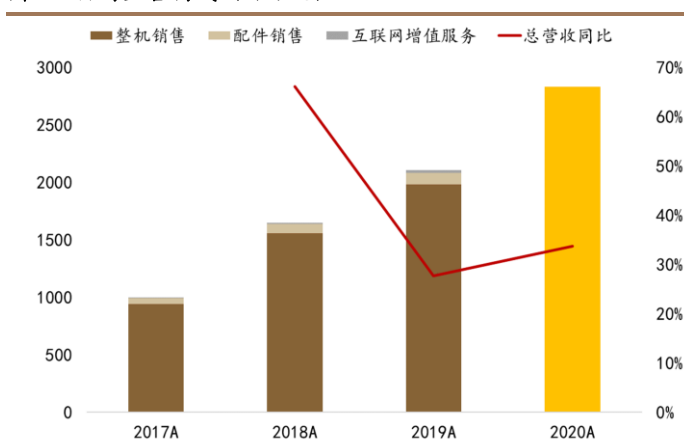
图 33: 境外营收占比.....	25
图 34: 各公司毛利率对比.....	25
图 35: 各公司净利率对比.....	25
图 36: 各公司产品单台成本(元).....	26
图 37: 各公司产品单台出货均价(元).....	26
图 38: 公司收入成本按产品拆分.....	27
图 39: 公司收入按渠道拆分.....	28
图 40: 可比公司估值.....	28

1. 是极米教育了消费者，还是时代定义了极米？

极米科技成立于 2013 年，作为国内智能投影领域龙头，自 2018 年起至 2020 年 1-6 月，公司已连续占据国内投影设备出货量第一地位，2020 年 1-6 月出货量份额达 22.2%。

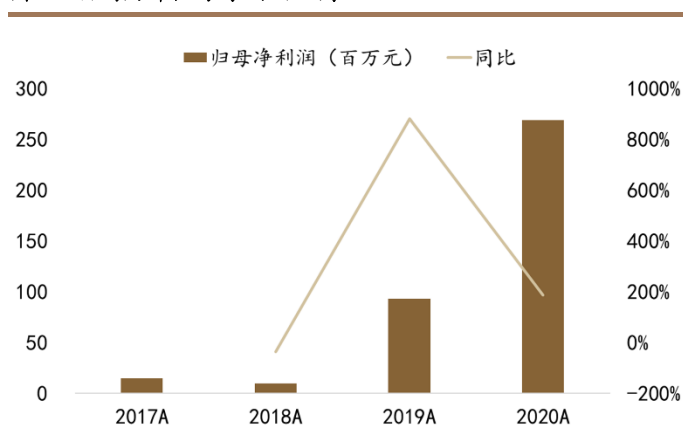
目前，公司形成以整机、算法及软件系统为核心的战略发展模式。公司目前主要涵盖三大类产品及服务：智能投影产品、投影相关配件及互联网增值服务。其中，整机销售（智能投影产品）为公司最主要收入来源，2019 年占公司主营收入 94.17%。整机销售包括智能微投、激光电视系列和创新产品系列，2019 年分别占整机销售收入 88.22%/8.75%/3.03%；2018-2020 年公司分别实现营收 16.59/21.16/28.28 亿元，同增 66%/28%/34%，实现归母净利润 0.10/0.93/2.69 亿元，同增 -35%/881%/188%。

图 1：公司主营构成（百万元）



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

1.1. 需求端：从第二消费时代到第三消费时代

中国整体消费社会已进入第三消费社会初期，人们的基本消费逻辑逐渐转化为开始重视个人，注重更高的物质享受以及精神需求，追求个性化。基于这样的消费逻辑，我们认为家用投影仪作为注重个人信息享受的高端科技型消费品，将在第三消费时代获得广阔的发展空间。

(1) 从均质消费到个性化消费，情绪需求增加

进入第三消费社会，人们的消费需求逐渐转向注重享受，最重要的是，注重个性化，渴望通过购买新兴的产品体现出自身的与众不同。因此，在这样的消费逻辑下，传统的电视机消费难以满足这一部分的情绪需求，新兴且具有科技感的投影仪则成为其合适替代。

图 3：中国消费社会与代际变迁

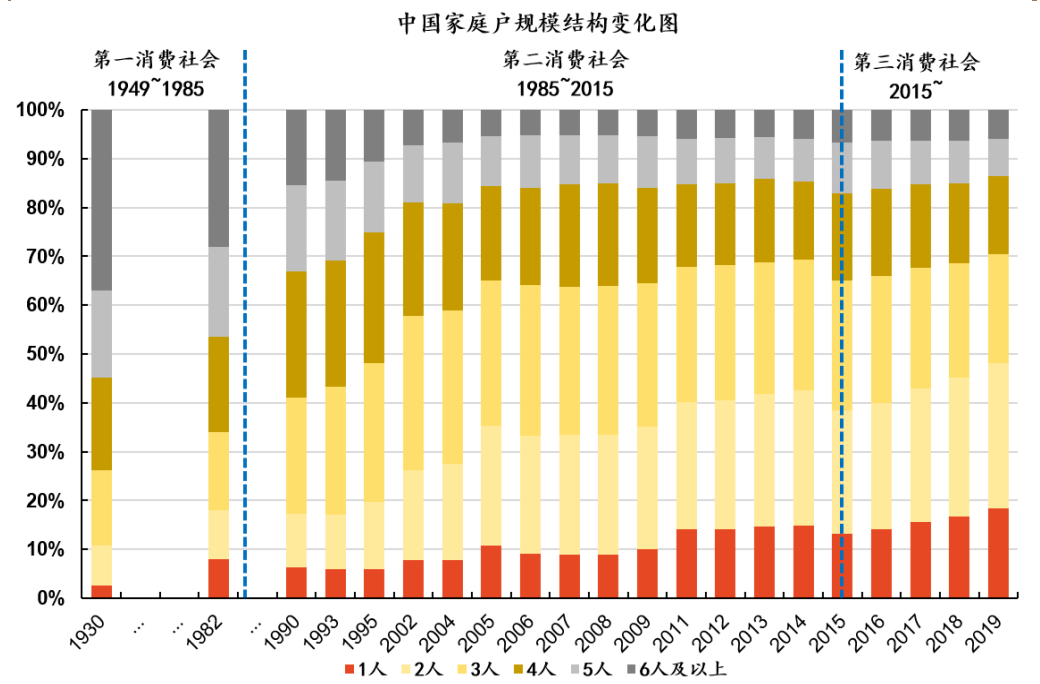
时代	经济	指标	婴儿潮一代	婴儿潮二代	婴儿潮三代 (8590后)	Z世代(95后)
主流价值观			政治的，理论的 思想保守传统	理论的，经济的 注重理想，渴望成功，物质主义	经济的，审美的 崇尚个性，追求自我，物质主义	审美的，社会的 有想法有创意，敢于表达自我
第一消费社会 (1949-1985)	经济起步	年龄段	1950-1954出生			
		生活状态	生于大家庭，条件艰苦			
		消费				
	改革开放	年龄段	青少年	1962-1973出生		
生活状态		经历文革、改革开放等 “三转一响”	生于大家庭，条件艰苦			
消费						
第二消费社会 (1985-2015)	经济高增	年龄段	中年	青少年	1986-1995出生	
		生活状态	努力奋斗，见证繁荣	放开高考，改革开放，迁徙创业 (农村→城市)	生于核心家庭	
		消费	基础耐用品	基础耐用品	家里第一次买家电	
	全球第二	年龄段	中老年	中年	青少年	1995-2005出生
		生活状态	和子女同住	组建核心家庭；物质主义，消费欲望强	去大城市求学、迁移（城市→一线城市），见证互联网兴起，消费欲望强	生于核心家庭，生于互联网时代
		消费	高阶耐用品	高阶耐用品	追求大众化名牌消费	家里应有尽有
第三消费社会 (2015-今)	增速趋稳	年龄段	老年	中老年	中年	青年
		生活状态	和子女同住	夫妻居住，积蓄给孩子买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，购房压力大（6个钱包），消费欲望强	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活
		消费	品质消费，健康消费	品质消费，细分消费，注重颜值	注重颜值、个性化，品质消费，细分消费，精神需求	消费欲望强烈，追求小众化，精神需求，注重个性

资料来源：德邦证券研究所

(2) 家庭小型化，生育意愿降低

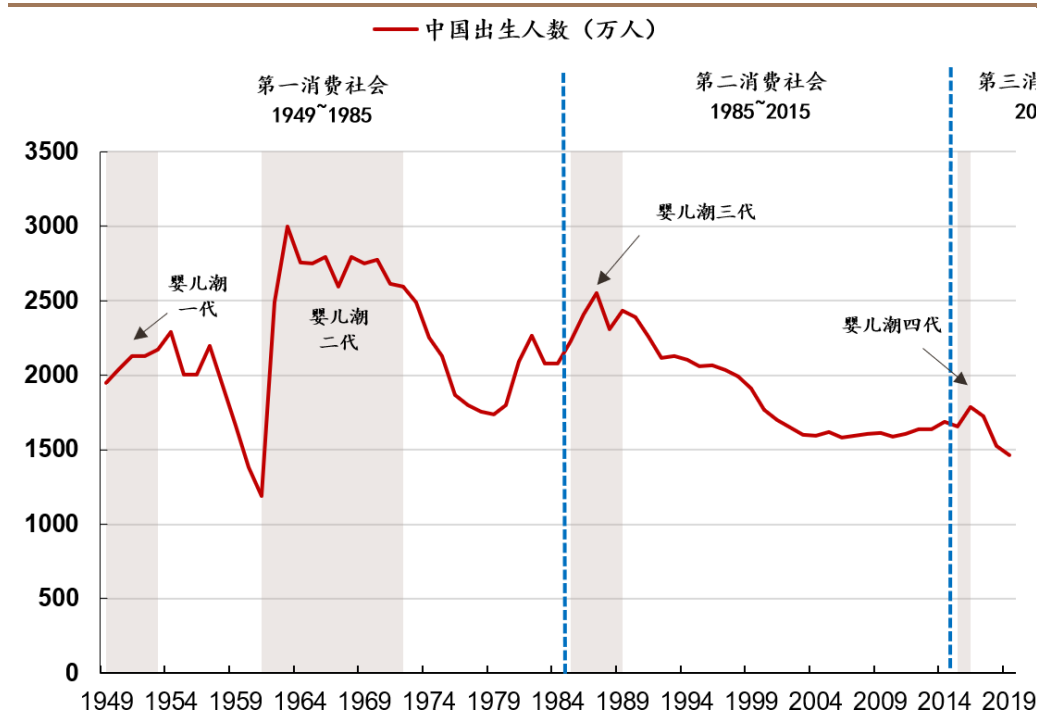
中国社会在第二消费社会进入了迁徙的时代，中国从农村到城镇、从城镇到一线城市，最终结果就是在发达地区重新组建核心家庭，因此小规模家庭在这个阶段占比大幅提升，同时，独居人群比例也开始增加。从家庭结构的数据来看，中国在进入第三消费社会的初期（2019年），家庭结构就已达：4人以上家庭占比约15%，3~4人家庭占比降至约38%，1~2人家庭占比增至约50%。同时，中国每年新出生人口自2015年后明显减少，年轻人生育意愿降低，而更享受二人世界或单身生活，从而，消费单位由家庭转向了个人，“独居经济”兴起，除了更**适合独居的品类兴起，大家也更加注重生活品质与生活享受，而投影仪营造的家庭影院般的高端影音体验正是契合这一消费需求。**

图 4: 中国家庭户规模结构变化



资料来源:《中国家庭户规模和家庭结构分析》, 国家统计局, 德邦证券研究所

图 5: 中国每年新出生人口

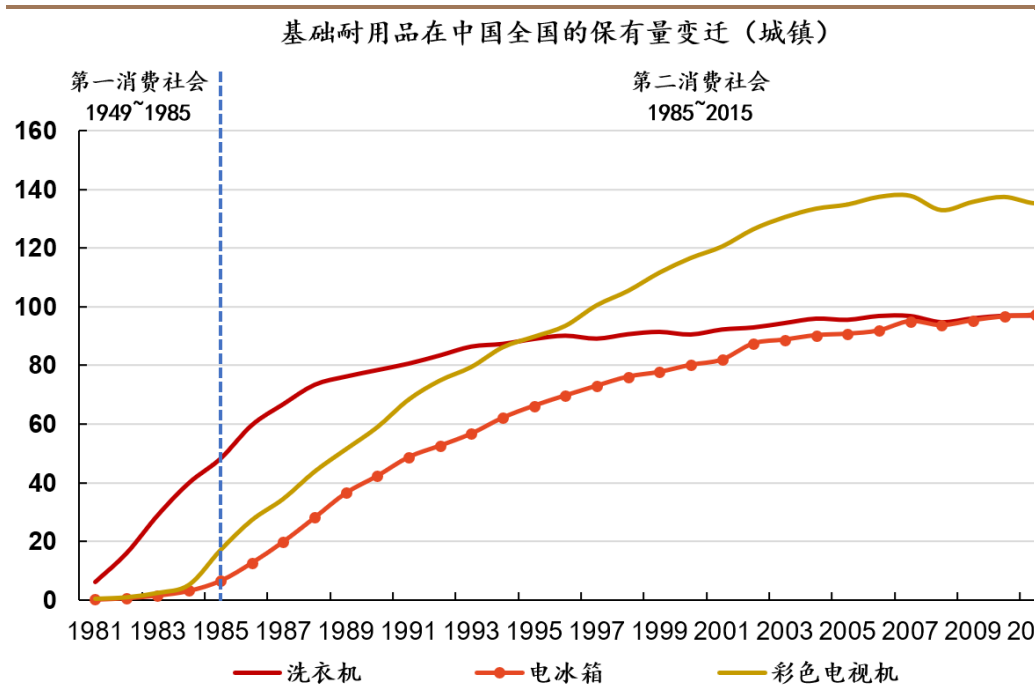


资料来源: 国家统计局, 德邦证券研究所

(3) 从家庭消费到个人消费

以家庭为单位的第二消费社会已完成从0到1的批量消费和基本物质需求的满足，因此进入第三消费时代，以个人为消费单位，更多的是满足个性化需求和情绪需求，实现从“有”到“好”。因此，即使家庭中已经拥有电视，作为独立个人也可能倾向于在自己的私人空间中安置投影仪满足个人需求，不仅需求数量增加，其消费的决策思路也由“拥有即可”转化为“个人享受”。

图 6：基础耐用品在中国城镇的保有量变迁（台/百户）



资料来源：国家统计局，德邦证券研究所

基于以上分析，我们认为，投影仪的兴起正是高度符合第三消费时代的消费逻辑。电视机主要解决信息获取的需求，而手机、iPad、笔记本的信息获取能力更强，逐渐替代了电视机，电视机需要变革才能重新回到客厅的中心，解决信息享受的需求，于是便出现了投影仪。随着投影技术的更新迭代，家用投影使用痛点逐步解决，清晰度亮度等性能提升。同时，目前的家用投影已搭载互联网交互系统及内置音响，能够提供高质量的大屏影音享受，为追求品质和感性需求的消费者带来高度满足。此外，投影仪的便携性更方便小规模家庭使用，便于在客厅及卧室之间移动，同时为发达地区未购房核心家庭搬家时带来巨大便捷。

1.2. 供给端：技术迭代加速消费级市场渗透

(1) 消费心理：消费者教育已有基础

过去受技术限制，家用投影价格高昂、对环境要求高，大多只能用在别墅，基于投影的家庭影院在消费者心中树立了“定位高端”的形象。而基于消费升级心理，当极米科技等公司发起技术变革，使得终端价格下降、对环境要求降低，家用投影成为普通消费者能够承担的大众消费品时，则引领了消费潮流。

基于此背景，极米在进行微投产品的消费者教育时，不会面临从 0 到 1 的困难，也不会面临从下沉市场向上升级的艰难，而是顺应消费升级的趋势，将高端产品带入大众消费者的家庭中，**具备非常优异的消费教育基础。**

图 7：传统投影仪对使用环境要求较高



资料来源：小红书，德邦证券研究所

(2) 供给层变化：技术进步以及价格降低

从消费者角度看，传统投影仪具有诸多痛点而难以普及家用，如体积较大、移动不便、清晰度低、摆放位置固定、对焦调式复杂、功能单一等。作为技术驱动的行业，在投影整机显示技术及智能化水平迅速提升下，智能投影产品不断解决传统产品痛点并迅速向消费级场景渗透。

- DLP 投影设备照明显示技术，使得体积小且清晰度高的投影设备成为可能，为投影产品向消费级场景渗透提供了技术基础。
- 自动校正技术，实现投影设备灵活摆放。
- 全局无感对焦技术，解决用户手动对焦痛点。
- 搭载智能化软件及音响系统，实现全方位智能影音服务。

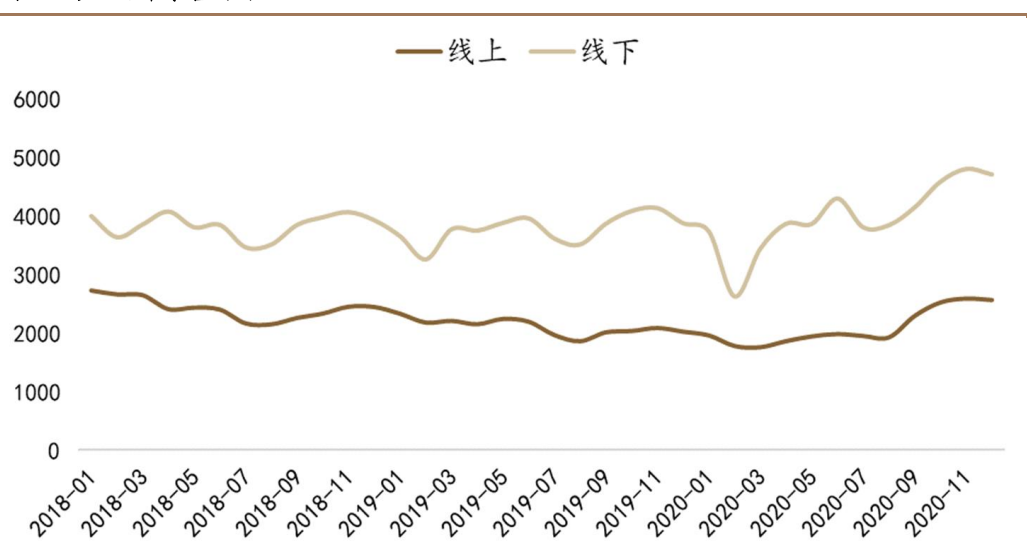
图 8: 解决传统产品痛点推动消费级场景渗透

传统投影设备痛点	解决技术	技术优势
体积较大	DLP投影设备照明显示技术	1996年, DLP技术进入市场, DLP具有完全数字化显示、光能利用率高、显示对比度高、像素填充率高等优势, 且DLP投影设备体积更加紧凑, 为投影产品向消费级场景渗透提供了技术基础。
清晰度低	DLP投影设备照明显示技术、光机研发技术进步	
使用要求严格, 需正对投影屏幕摆放, 若非正投画面不能呈现矩形	非正投画面校正技术	目前行业最先进的全自动六向校正技术可实现上下、左右、倾斜六向全维度的画面校正, 并可随着设备位置改变自动触发校正, 无需用户手动介入, 极大提升使用便捷性。
对焦调式复杂, 传统对焦方式包括手动旋钮或遥控电子对焦, 均需用户手动介入, 且需肉眼判断对焦清晰度	全局无感对焦技术	极米的全局无感对焦技术首次实现无需对焦图自动对焦, 实现无需用户介入调焦过程且无需投射特定特征图进行对焦, 对焦速度与精度大大提升。
传统投影仪为功能单一显示设备	智能软件系统、内置音响系统	搭载智能软件系统, 用户可将投影设备连接互联网, 获取包括音视频、应用服务等多种娱乐服务, 使投影设备能够替代手机、智能电视等提供智能影音及娱乐服务。内置音响系统也使得投影产品不再依赖外接音响设备, 提升用户体验。

资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

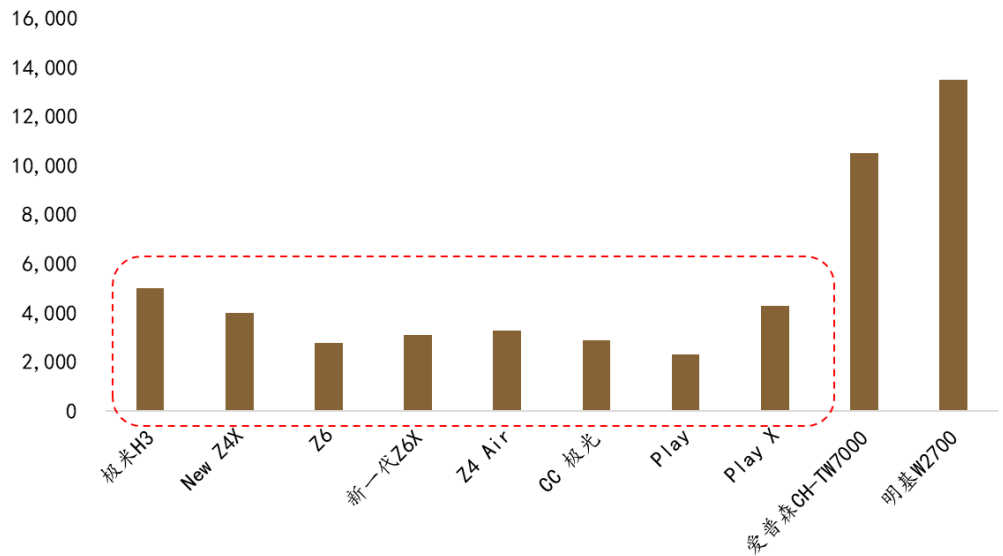
而投影仪价格逐渐进入普通消费品级别, 则是家用投影产品普及的前提。一方面, 极米家用智能微投产品均价为 2000-4000 元左右, 相比于过去动辄上万的价格, 目前家用投影价格已处于普通消费者能够承受的价格区间。且过去投影仪市场由海外品牌占据, 购买投影仪往往需通过代购等途径, 国产投影仪的崛起也助力家用投影产品普及。另一方面, 投影仪一定程度上可作为传统电视机的替代品, 而从价格来看, 电视相对投影仪的价格优势正逐渐缩小。根据奥维云网, 2020 年彩电均价为 2500 元左右, 仅高于极米智能微投 H 系列价格; 而若进一步对标大屏电视, 康佳、TCL、小米等品牌 70 英寸及以上的大屏电视天猫官方旗舰店到手价在 4000-10000 元左右, 相比之下投影仪反而更具性价比。综上可见, 位于普通消费品价格带的投影产品将有望不断加速消费级场景渗透。

图 9: 彩电历年零售均价



资料来源: 奥维云网, 德邦证券研究所

图 10: 极米及高端品牌投影产品到手价对比



资料来源: 天猫旗舰店, 德邦证券研究所 (注: 红框内为极米产品)

1.3. 增量和替代需求并存, 行业空间广阔

家用投影的使用场景和潜在市场空间是目前市场最为关注的问题。一方面, 微投在白天的清晰度尚难以与传统电视机媲美, 因此对于传统电视机的替代性尚存争议; 另一方面, 除去替代传统电视机以外的使用场景, 及从而产生的整体潜在市场空间, 仍有待研究。我们将在本章对各适用场景的潜在市场空间进行测算。

首先, 我们来分析投影仪的用户画像, 我们认为投影仪的目标客户主要是一二线城市的独居人群, 以及一代或两代人共居的城镇核心家庭:

独居人群:

- **独居买房:** 一二线城市的独居人群一般工作繁忙, 同时具有一定消费能力, 追求生活品质及感观享受。同时, 此类消费者往往在工作日晚上使用投影享受私人闲暇时间, 基本不存在白天观看投影清晰度较低的痛点; 且投影一般关灯使用, 独居使用不会对他人造成影响。
- **独居租房:** 对于独居租房人士, 除同样具有上述使用场景需求外, 投影仪相对大屏电视, 在搬家时能体现不可比拟的便利性, 因此可作为电视的合理替代。

此外, 鉴于日本第三消费时代存在较多独居老人的现象, 我们认为中国人更重视传统孝道, 独居老人现象明显更少。因此我们认为, 独居人群在各类消费人群中家用投影渗透率最高。

核心家庭:

- **已婚未孕两口之家:** 投影仪能让夫妻二人在家中享受浪漫影音体验, 家庭影院提升幸福感和生活仪式感。

图 11: 相对直射光源, 投影漫反射使人眼更舒适



资料来源: 天猫旗舰店, 德邦证券研究所

图 12: 极米投影设置儿童桌面



资料来源: 天猫旗舰店, 德邦证券研究所

- **已婚已孕三四口之家:** 除一家人可在家享受家庭影院外, 采用漫反射原理的投影相对使用直射光源的传统电视更具**护眼优势**, **高清大屏打造沉浸式学习氛围**, 更适用于在家陪同小孩上网课。而极米正逐步加快 **GMUI 系统教育内容** 布局, 新增儿童专属桌面, 其内容经过层层筛选, 为孩子营造健康观影环境, 并于 2019 年推出家长管控模式, 家长可掌控孩子观看内容和时间。

图 13: 家用投影用户画像

<p>独居群体</p>	<ul style="list-style-type: none"> 工作繁忙, 白天没时间看电视 → 对白天的清晰度要求不高 下班后不用约会/照顾孩子家庭 → 主要宅着 追求生活品质 → 对宅生活的品质要求高 	
<p>已婚未孕 核心家庭</p>	<ul style="list-style-type: none"> 无需照顾小孩, 无需承担育儿成本 → 有时间且有消费能力 二人世界浪漫追求 → 浪漫影音体验, 提升幸福感和仪式感 	
<p>已婚已孕 核心家庭</p>	<ul style="list-style-type: none"> 陪伴孩子成长, 营造温馨家庭氛围 → 打造家庭影院 重视小孩教育及健康, 舍得投入 → 护眼大屏, 在家沉浸式上网课 	

资料来源: 德邦证券研究所

在用户画像的分析基础上，我们基于以下假设，对各适用场景的潜在市场空间进行测算：

- (1) 现阶段只考虑城镇家庭渗透情况。
- (2) 假设启动期和高速增长期技术快速迭代，更新周期 3 年，成熟期更新周期 5 年。
- (3) 假设城镇家庭规模户结构等同于全国（根据实际情况，该算法对市场空间会略有低估，因为城市独居家庭占比更高）。
- (4) 假设独居户需求高于核心家庭，并基于保守角度，假设大家庭完全不使用家用投影。
- (5) 本测算为理想测算，未考虑 2020 疫情影响，因此 2021 实际增速预计会高于测算结果。

图 14：家用投影各适用场景行业空间测算

	启动期				高速增长期		成熟期	销量增速CAGR		
	2017	2018	2019	2020	2021E	2025E	2035E	2017-2021	2021-2025	2025-2035
家用投影销量 (万台)	130	227	279							
yoy		75%	23%							
乐观	130	227	279	429	644	2,010	4,168	49%	33%	8%
新增需求	130	227	279	299	417	1,430				
更新需求				130	227	581	4,168			
中性	130	227	279	429	601	1,265	2,502	47%	20%	7%
新增需求	130	227	279	299	374	798				
更新需求				130	227	467	2,502			
悲观	130	227	279	429	573	918	1,763	45%	13%	7%
新增需求	130	227	279	299	346	520				
更新需求				130	227	398	1,763			
家用投影保有量 (万台)	200	427	706	706						
乐观	200	427	706	1,005	1,422	5,358	20,838			
中性	200	427	706	1,005	1,380	3,942	12,510			
悲观	200	427	706	1,005	1,351	3,246	8,814			
城镇家庭整体渗透率	0.7%	1.5%	2.4%	2.3%						
乐观	0.7%	1.5%	2.4%	3.3%	4.6%	16.4%	57.6%			
中性	0.7%	1.5%	2.4%	3.3%	4.5%	12.0%	34.6%			
悲观	0.7%	1.5%	2.4%	3.3%	4.4%	9.9%	24.4%			
中国家庭数量										
城镇 (亿户)	2.8	2.9	3.0	3.0	3.1	3.3	3.6	2%	1%	1%
yoy		2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.5%	1.0%			
独居户	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	1.2			
核心家庭	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8			
大家庭	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6			
占比:										
独居户	15.6%	16.7%	18.5%	19.5%	20.5%	24.0%	33.0%			
核心家庭	52.0%	51.7%	51.9%	51.7%	51.5%	50.0%	50.0%			
大家庭	32.4%	31.6%	29.6%	28.8%	28.0%	26.0%	17.0%			
按需求场景测算										
(1) 独居户新增需求										
渗透率假设										
乐观	1.1%	2.2%	3.6%	5.1%	7.1%	25.2%	75.2%			
中性	1.1%	2.2%	3.6%	5.1%	6.9%	18.5%	48.5%			
悲观	1.1%	2.2%	3.6%	5.1%	6.7%	15.1%	35.1%			
保有量 (万台)										
乐观	47	107	196	299	448	1,981	8,974	76%	45%	16%
中性	47	107	196	299	434	1,450	5,781	75%	35%	15%
悲观	47	107	196	299	425	1,189	4,192	74%	29%	13%
(2) 核心家庭替代传统电视										
渗透率假设										
乐观	0.6%	1.3%	2.0%	2.7%	3.6%	12.1%	37.1%			
中性	0.6%	1.3%	2.0%	2.7%	3.5%	8.9%	20.9%			
悲观	0.6%	1.3%	2.0%	2.7%	3.5%	7.4%	15.4%			
保有量 (万台)										
乐观	92	192	306	420	577	1,979	6,705	58%	36%	13%
中性	92	192	306	420	560	1,463	3,785	57%	27%	10%
悲观	92	192	306	420	549	1,209	2,781	56%	22%	9%
(3) 核心家庭新增需求 (对传统电视的补充)										
渗透率假设										
乐观	0.4%	0.9%	1.3%	1.8%	2.5%	8.5%	28.5%			
中性	0.4%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%	6.3%	16.3%			
悲观	0.4%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%	5.2%	10.2%			
保有量 (万台)										
乐观	61	128	204	286	397	1,398	5,159	60%	37%	14%
中性	61	128	204	286	385	1,029	2,944	58%	28%	11%
悲观	61	128	204	286	377	848	1,841	58%	22%	8%

资料来源：德邦证券研究所测算

经测算，我们预计到 2035 年行业达到成熟期，在乐观、中性、悲观情况下家用投影销量分别为 4168、2502、1763 万台，高速增长期 2021-2025 年 CAGR 达 33%、20%、13%，在逐渐开始重视个人，注重更高的物质享受以及精神需求，追求个性化的第三消费时代，家用投影仪契合当下消费理念，增量和替代需求并存，行业空间广阔。

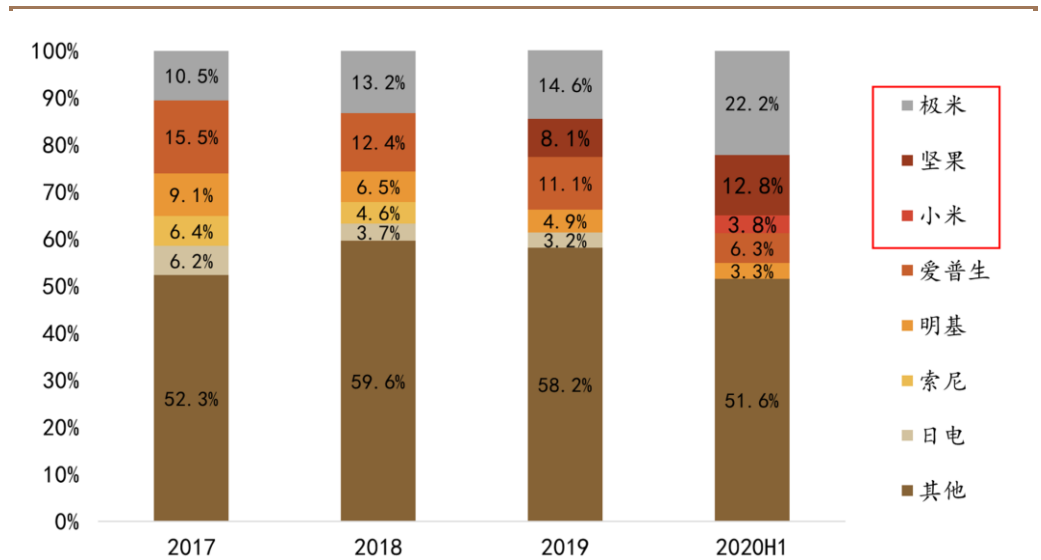
1.4. 头部格局稳定，极米出货量稳居第一

国内投影行业近年来呈现国产品牌占比提升，头部品牌地位稳固，腰部竞争激烈的特点。2020 年 1-6 月中国投影设备市场总出货量累计达 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%，极米自 2018 年至 2020 年 1-6 月一直保持市场份额第一的地位。

(1) 国产品牌份额逐年提升，海外品牌份额下降。2017 年，日系品牌爱普生占据市场主导地位，出货量占比达 15.5%，而出血量前五的品牌里，唯有极米一家国产品牌。几年后，以极米为代表的国产品牌快速崛起，迅速占据市场份额，前五品牌中开始出现坚果等国产品牌身影。2017-2019 年，前五国产品牌合计市占率从 10.5%提升到 22.7%。

我们认为国产品牌的迅速崛起正是得益于顺利抢占消费级市场。随着第三消费时代消费观念“从有到好”的转变，消费者需要更极致的影音体验，因此投影仪开始向消费场景渗透，越来越多的国产互联网品牌意识到这一点，并加入这一赛道，凭借着高性价比的产品及创新的功能乘势而上，获得消费者喜爱，拉动消费级投影仪市场一路走俏，也因此抢占更多的市场份额。相比而言，海外品牌如传统投影龙头爱普生等，在投影设备的易用性、便携性上则略逊一筹。

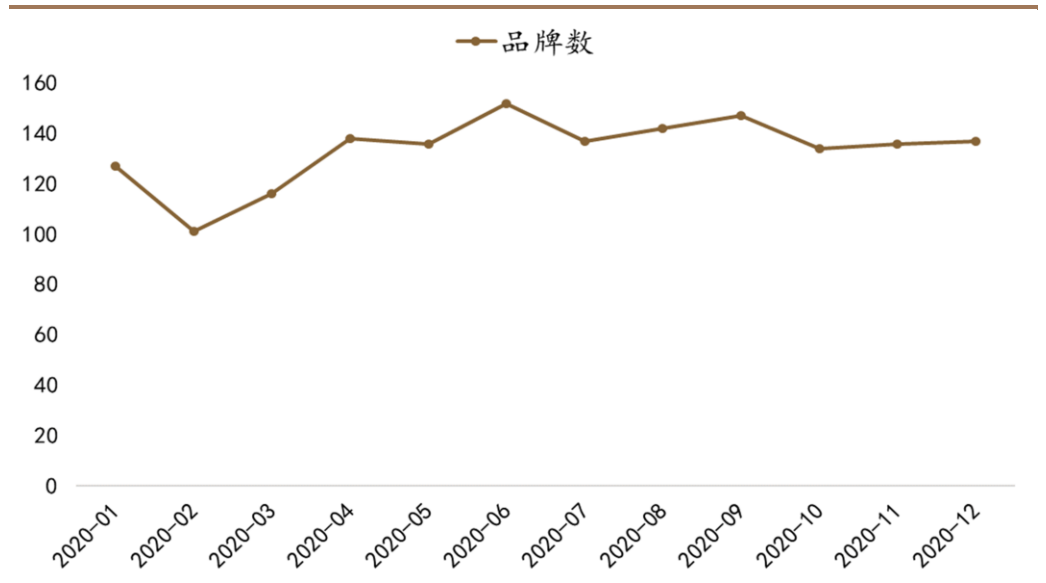
图 15：中国投影设备市场出货量市场份额



资料来源：IDC，德邦证券研究所（注：含商用投影）

(2) 头部品牌地位牢固，腰尾部品牌竞争激烈。目前，消费级市场主要以智能投影设备为主，根据奥维云网线上监测数据，2019 年中国智能投影 DLP 技术品牌格局中，TOP3 品牌份额占比达 56%，其中，极米、坚果稳居前两位。除头部品牌地位较为稳定外，腰尾部品牌数量众多，且后进入者持续涌入，包括以多品类著称的小米，腾讯，阿里，创维等。据淘数据显示，2020 年全年智能投影品牌数呈增长趋势，截至 2021 年 1 月，投影仪在淘系平台在售品牌数已达 130 个。

图 16: 2020 年投影仪淘系平台品牌数



资料来源: 淘数据, 德邦证券研究所

图 17: 米家投影仪产品图



资料来源: 小米官方旗舰店, 德邦证券研究所

图 18: 天猫魔屏产品图



资料来源: 天猫魔屏官方旗舰店, 德邦证券研究所

2. 微投可以对标扫地机器人吗？

本章我们将从市场、技术、产品、渠道及盈利能力等方面对扫地机器人和家用投影两个行业进行对比。我们认为，前几年的扫地机器人逐步完成消费者教育，在行业技术痛点不断完善，用户体验得到大幅提升后，得以迎来快速发展。而投影行业对标扫地机器人，同样具有广阔的市场空间和类似的目标用户群体，未来以极米为代表的微投产品持续不断迭代新技术，在几年内较大程度解决现存的技术痛点，将有望迎来行业爆发式增长。

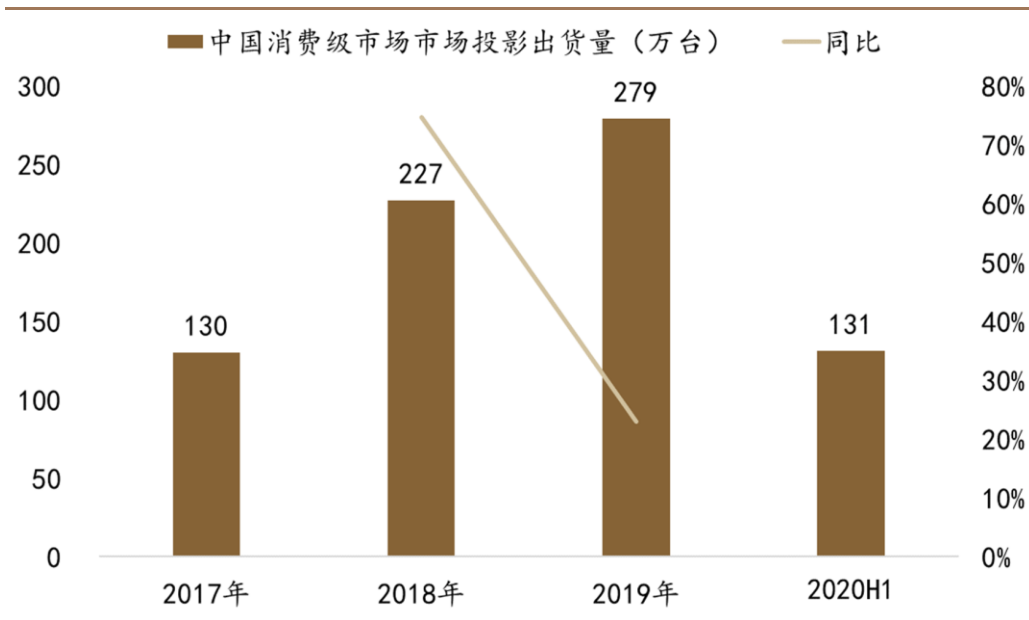
2.1. 市场：家用高科技消费者教育阶段，龙头优势显著

从行业所处周期来看，家用投影与扫地机器人在国内市场均处于成长初期，目前保有量仍相对较低，未来有较大提升空间。

从需求来源看，两者相似之处在于，均同时存在替代需求与新增需求。家用投影产品可部分替代已处于成熟市场的电视品类，同时亦可作为新增需求与电视同时存在；扫地机器人可部分替代处于成长期市场的吸尘器，亦可作为新增需求与吸尘器同时存在。

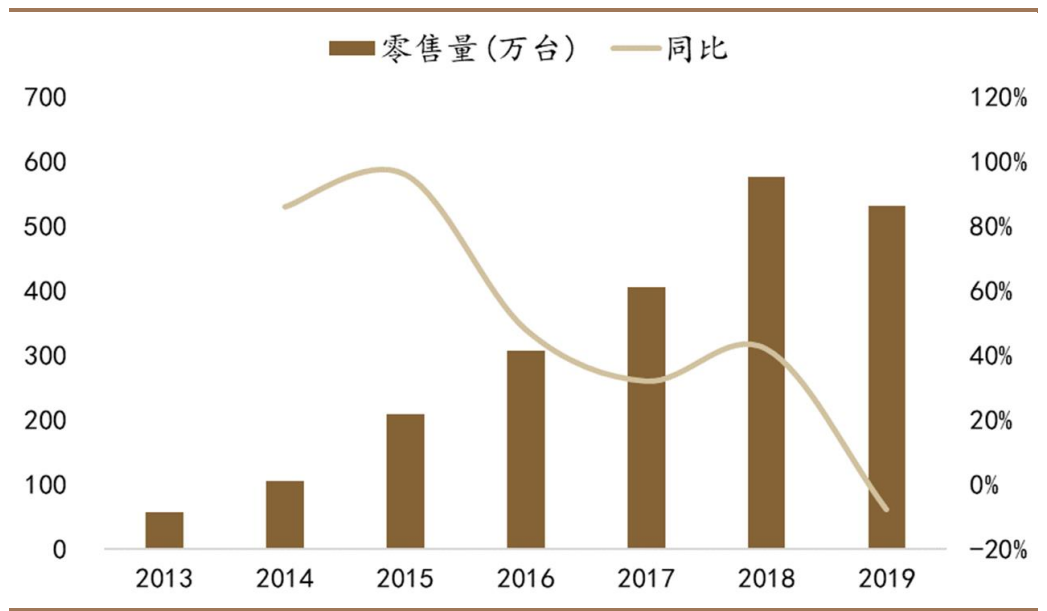
根据 IDC 数据，2019 年中国投影设备出货量为 462 万台，2015 至 2019 年均复合增速达 21%；其中消费级占比快速提升，2019 年出货量占比达 60%，同比提升 8pct，2018、2019 年消费级市场市场投影出货量分别为 227、279 万台，分别同增 75%、23%。根据中怡康数据，2019 年中国扫地机器人零售量为 532 万台，若考虑到两个行业发展状况，目前家用投影仪与几年前的扫地机行业所处阶段非常相似，2013 至 2017 年国内扫地机年均复合增速达 63.4%，家用投影仍具有非常大的发展空间。相较发达国家，国内投影产品及扫地机器人渗透率仍相对较低，而随着消费者教育加速渗透，行业关注度逐渐提升，国产品牌不断提升产品竞争力，行业有望持续维持高速增长。

图 19：中国消费级投影设备出货量及同比



资料来源：IDC，德邦证券研究所

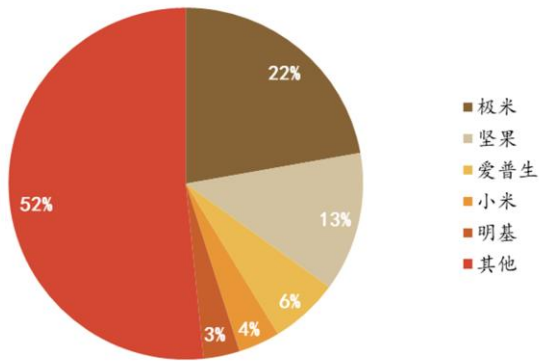
图 20: 中国扫地机器人零售量规模及同比



资料来源: 中怡康, 德邦证券研究所

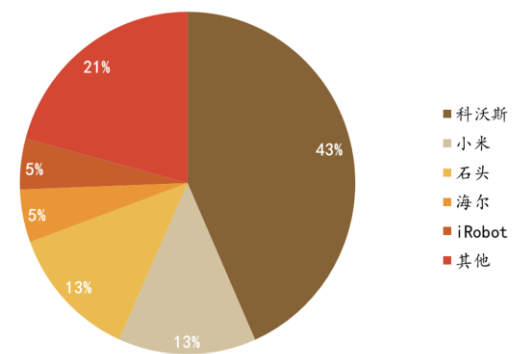
从竞争格局来看, 目前扫地机器人集中度相对更高, 投影仪行业集中度同比逐步提升。2019年1-6月扫地机器人线上CR5达79%, 科沃斯持续居于首位, 份额为43%; 2020年1-6月投影设备出货量CR5为48%, 较2019年提升6.5pct。

图 21: 2020年1-6月中国投影设备出货量市场格局



资料来源: IDC, 德邦证券研究所 (注: 含商用投影)

图 22: 2019年1-6月扫地机器人线上市场份额



资料来源: 中怡康, 德邦证券研究所

2.2. 技术: 解决痛点, 国产崛起

(1) 均为家电行业高科技品类

家用投影与扫地机器人都是家电中科技含量较高的新兴品类, 仍有至少约 10 年的专利保护期, 且国内品牌的技术方面正逐步超越海外品牌, 同时, 国产品牌相较海外品牌更能契合中国家庭需求, 在用户使用体验上及易用性上往往更佳, 并具有更突出的性价比, 因此国产品牌市场份额逐步提升。

图 23: 家用投影与扫地机器人技术层面对比

	核心技术	专利到期时间	海外厂商技术
家用投影	<ul style="list-style-type: none"> 光机照明显示技术 多向全自动校正技术 自动无感对焦 配置软件系统 	极米科技首批发明专利申请于2014-2016年，将于2034-2036年到期	海外品牌在清晰度及亮度等性能上较领先，但国产品牌已逐步追赶，且在自动校准对焦等易用性上及便携度上更为领先，性价比更高
扫地机器人	<ul style="list-style-type: none"> 激光雷达与定位算法 路径全局规划 	<ul style="list-style-type: none"> 科沃斯首批专利申请于2001-2005年，将于2021-2025年到期 石头科技首批专利申请于2015-2016年，将于2035-2036年到期 	海外已有较多品牌且技术相对成熟，但仍有较多痛点未解决，且不适用中国家庭

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

(2) 技术仍在不断迭代升级

而国产品牌技术水平仍在不断提升，从发明专利来看，各公司核心发明专利申请时间间隔较短，核心技术迭代速度较快，以科沃斯为例，其于2016年推出搭载Smart Navi全局规划系统的扫地机，并于两年后的2018年推出Smart Navi 2.0系统，实现激光扫描建图全局规划。随着国产品牌技术不断提升完善，产品使用痛点逐渐解决，扫地机器人及家用投影等代表未来的科技型消费品逐渐为大众所接受，消费者使用体验不断提升，助力产品加速渗透。

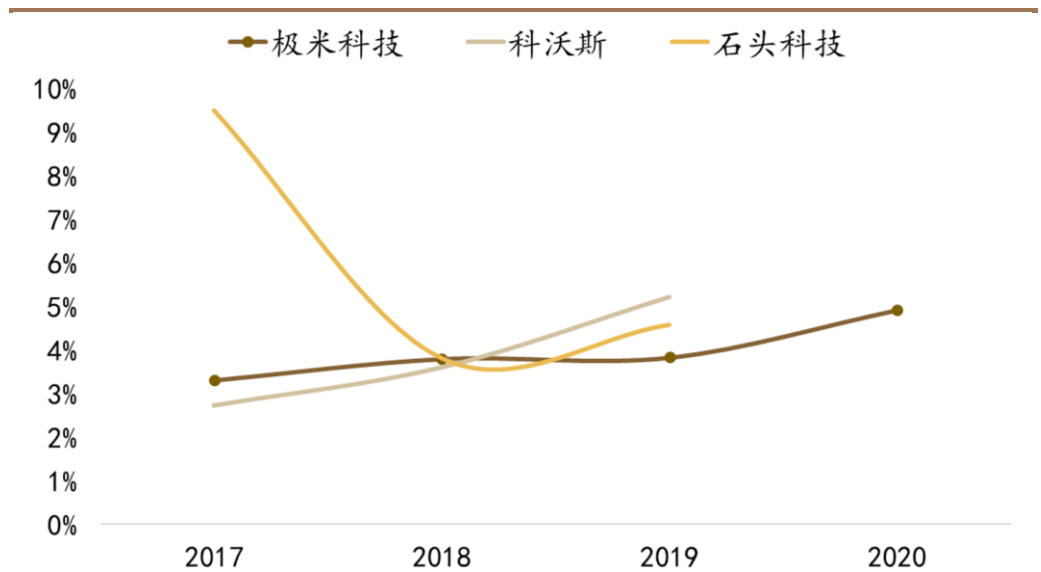
图 24: 各公司核心发明专利

	专利名称	申请日
极米	自动对焦方法及装置	2016年8月
	一种图像矫正方法、装置及投影仪	2017年3月
	自动调焦方法、装置及投影仪	2017年4月
	热失焦补偿方法、装置及投影设备	2017年12月
	投影设备校正方法、装置及投影设备	2017年12月
	一种自动调整投影画面的方法及模块	2018年7月
石头	智能清洁设备及其碰撞探测组件、脱困方法和装置	2015年4月
	清洁机器人及机器人防碰撞方法	2015年4月
	激光测距设备、无线通信方法及装置	2015年8月
	自动清洁设备的防卡死处理方法及装置、自动清洁设备	2015年12月
	机器人及其实现自主操控的方法、装置	2016年8月
科沃斯	智能机器人系统及其无障碍导向方法和电子导向镜	2008年9月
	清洁机器人及其脏物识别装置和该机器人的清洁方法	2009年7月
	空气处理装置及其障碍物检测方法	2010年4月
	探测自移动机器人周边障碍物的探测装置及自移动机器人	2011年7月
	自移动机器人激光引导行走作业系统及其控制方法	2013年3月

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

从研发费用率水平看，极米科技与扫地机器人龙头科沃斯、石头科技接近，作为面向C端电子消费品，当产品逐渐被消费者认可后，销售规模扩大带来的规模效应使得研发费用偏低。极米科技今年来不断加大研发投入，研发费用率逐年上升，2020年达4.92%。

图 25: 研发费用率对比



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

(3) 起步期仍有技术痛点，阻碍渗透率提升

扫地机和投影仪品类处于起步期时，仍有一定技术痛点，是阻碍渗透率提升的重要原因。扫地机在于随机式不够智能，微投在于控制成本的情况下亮度仍有待提升，但是二者技术迭代速度都较快，因此我们已经看到扫地机实现了技术突破，不仅推出了规划式，而且规划式也越来越优化，使用体验极佳，因此迎来了2020年以来的高速增长；我们认为，以极米为代表的微投产品也会不断迭代新技术，在几年内较大程度解决现存的技术痛点，迎来行业爆发式增长。

2.3. 产品：家用高科技产品兴起

从产品角度看，扫地机和投影仪都属于“家用高科技产品”，产品的更新迭代频率相近，且受到诸多科技发烧友喜爱，各品牌均拥有各自的贴吧和私域流量，产品的用户忠诚度和粘性较高。同时，在技术痛点持续解决的前提下，各品牌商逐渐通过线下体验和年轻化、具有科技感的营销不断加码消费者教育，助力家用高科技产品兴起。

从产品迭代速度来看，仅对比投影仪产品和扫地机产品，各代表品牌的产品更新迭代频率相近，基本实现每 3-6 个月推出一款新的产品型号，充分吸引用户流量。

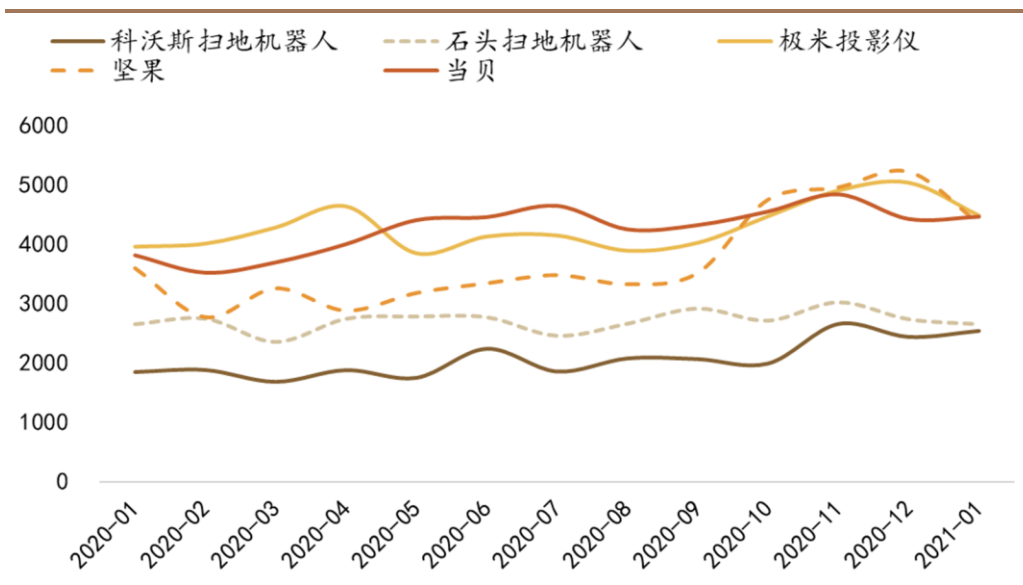
图 26: 各公司产品上市时间

品牌	上市时间							
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2
极米科技	H1S New Z4X CC 极光	New Z4 Air	H2 Z4V Z6 Z6X	Play Play X		H3 新一代Z6X		MOVIN 01 MOVIN 01X
坚果		A6		X3	J7S P3		G9	G9 M7
石头科技					P5 T6 T4		T7 T7 Pro	
科沃斯		地宝DG3	DJ35	DN55	DG70 DEEBOT T5 DEEBOT N5	DEEBOT U3		DEEBOT T8 DEEBOT U3 (LINE FRIENDS)

资料来源：招股说明书，公司官网，德邦证券研究所

从价格段来看，扫地机和家用投影主流品牌价位段均在 2000-5000 元左右，基本面向相似消费水平的用户群。

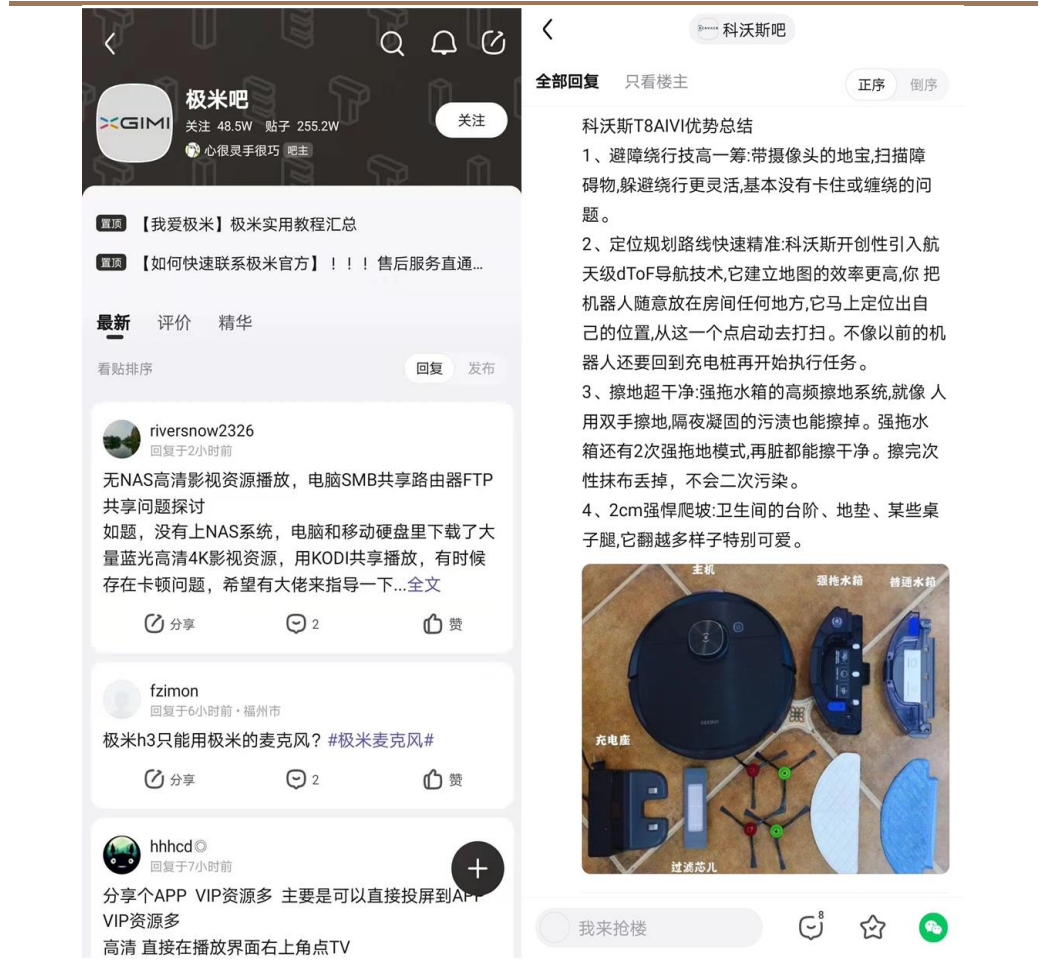
图 27: 扫地机和家用投影主流品牌线上均价



资料来源：淘数据，德邦证券研究所

从用户角度看，二者均作为家用高科技产品，容易吸引电子发烧友关注，形成私域流量，而这类用户往往对于品类及品牌具有较高粘性和忠诚度，倾向于持续购买最新型号产品，为公司提供收入支撑。

图 28: 作为家用高科技产品受电子发烧友关注



资料来源: 贴吧, 德邦证券研究所

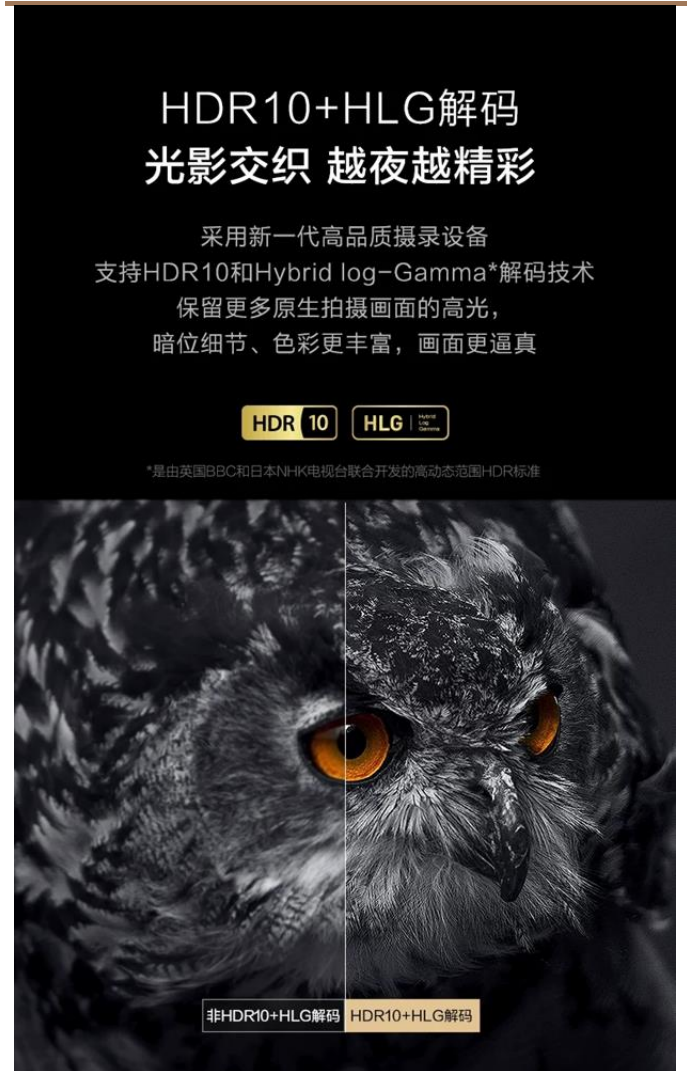
同时,两个行业品牌商逐渐通过线下体验和年轻化、具有科技感的营销不断引流,目标群体均以消费理念前卫的年轻人为主,持续加码消费者教育,助力家用高科技产品兴起。

图 29: 科沃斯广告宣传图



资料来源: 天猫, 德邦证券研究所

图 30: 极米广告宣传图



资料来源: 天猫, 德邦证券研究所

2.4. 渠道：线上主导，线下体验，海外自主品牌

从销售渠道看,两个行业目前仍以线上渠道为主导。具体来看,极米科技线上占比相对更高,2020H1达73%,而石头科技线上占比逐年降低,2019H1线上占比为33%,较2018年降低16pct。线上渠道更符合目标群体消费习惯,实现引流及促销左右;而作为新兴电子消费品,线下体验式门店对于消费者教育的作用日益凸显,通过沉浸式体验不断吸引新的消费者,加码消费者教育。

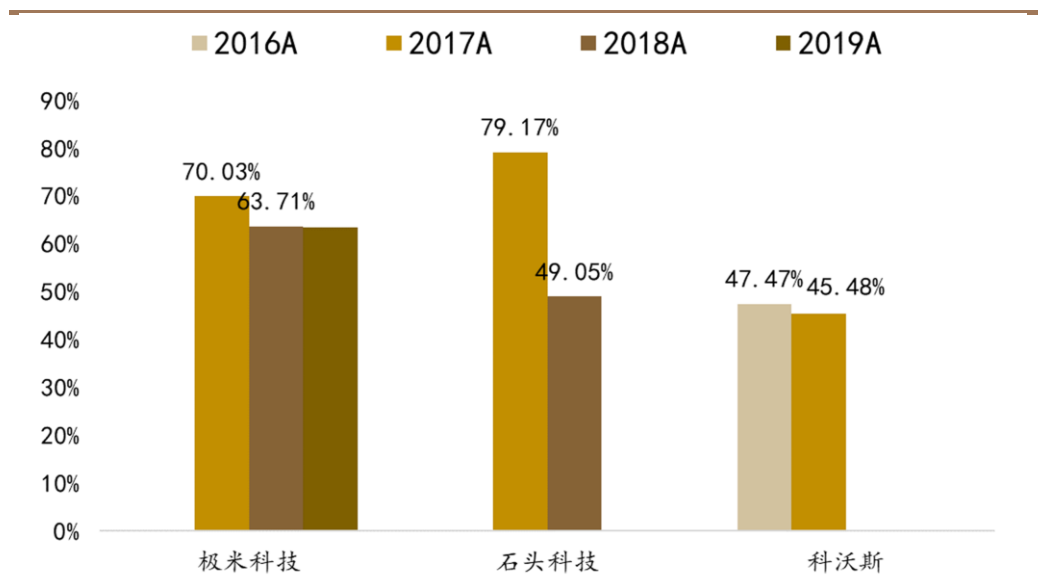
分地区看,扫地机器人目前已实现自主品牌出海,2019年科沃斯境外营收25.04亿元,占比达47%;石头科技2019年境外营收5.81亿元,占比亦大幅提升至14%;而国产品牌投影仪目前仍以国内市场为主,极米科技正努力布局海外市场,2019年境外收入0.41亿元,仍有较大提升空间,目前极米自主品牌产品已覆盖日本,美国以及欧洲等发达市场,未来仍有较大提升空间。

图 31: 渠道对比一览

	国内线上	国内线下	海外
极米科技	<ul style="list-style-type: none"> 电商平台入仓 (B2B2C) B2C: 第三方平台及极米科技官方商城 线上分销商 	<ul style="list-style-type: none"> 直营门店+经销商门店 2020H1, 经销商145个, 直营门店48家 	通过阿里速卖通、亚马逊等国际B2C平台及其他海外分销商, 亦开设了海外官方商城; 海外市场已覆盖美国、日本及欧洲等
科沃斯	<ul style="list-style-type: none"> 电商平台入仓 (B2B2C) B2C: 第三方平台及科沃斯官网 	<ul style="list-style-type: none"> 直营门店+经销商门店 直营门店预计20余家 	扫地机器人以自有品牌为主, 在北美、欧洲及日本市场均有开拓市场
石头科技	<ul style="list-style-type: none"> 电商平台入仓 (B2B2C) B2C: 第三方平台及公司官网 	<ul style="list-style-type: none"> 直营门店+经销商门店 2019H1, 经销商39个 	子公司香港小文通过亚马逊平台向美国、欧洲销售石头和小瓦品牌扫地机器人; 石头香港向奥地利、以色列和法国, 分销自有品牌智能扫地机器人整机及配件。

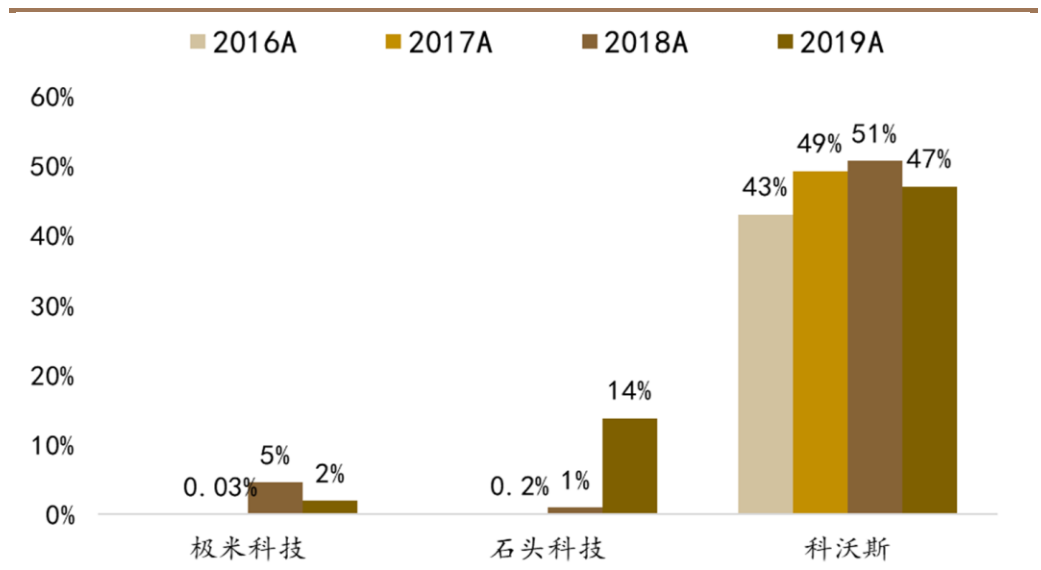
资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

图 32: 线上营收占比



资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所 (注: 石头为自主品牌占比)

图 33: 境外营收占比

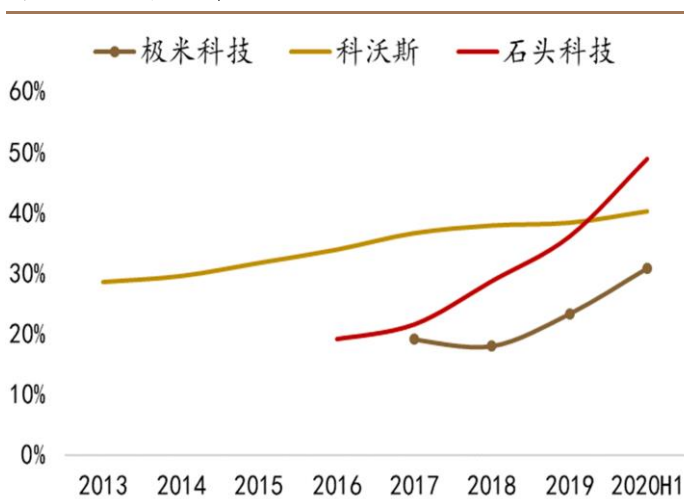


资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所 (注: 科沃斯海外市场代工占比较高)

2.5 盈利能力: 扫地机行业领先, 极米提升空间大

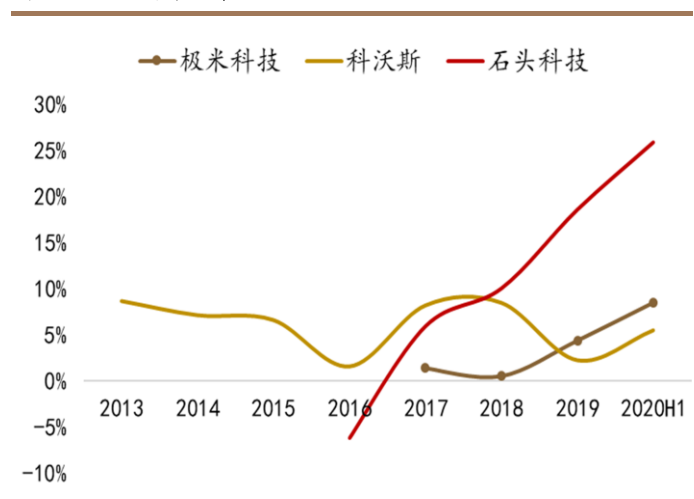
从盈利能力来看, 极米科技与几年前的扫地机企业情况相似, 处于持续提升的过程中, 若参照扫地机利润率的提升过程, 极米科技未来利润率提升的潜力较大。家用投影相对扫地机行业仍处于更早期阶段, 成本控制能力和规模效应仍待提升。同时, 目前极米已具备光机整机研发量产能力, 未来随着公司光机研发中心落地及产能提升, 自研自产光机占比有望持续提升, 成本将更为可控, 盈利能力有望大幅提升。

图 34: 各公司毛利率对比



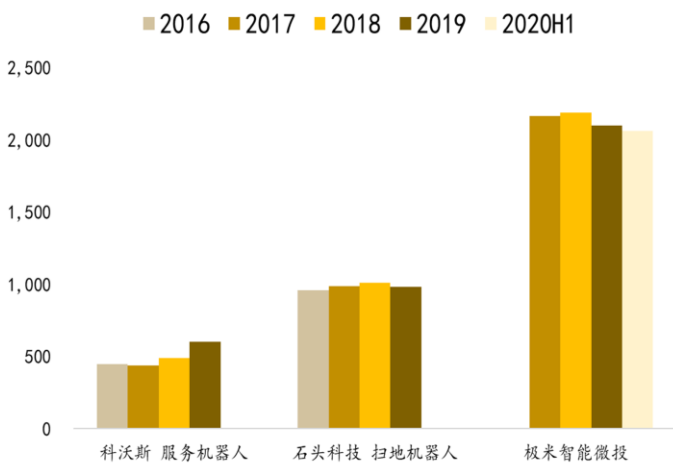
资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

图 35: 各公司净利率对比



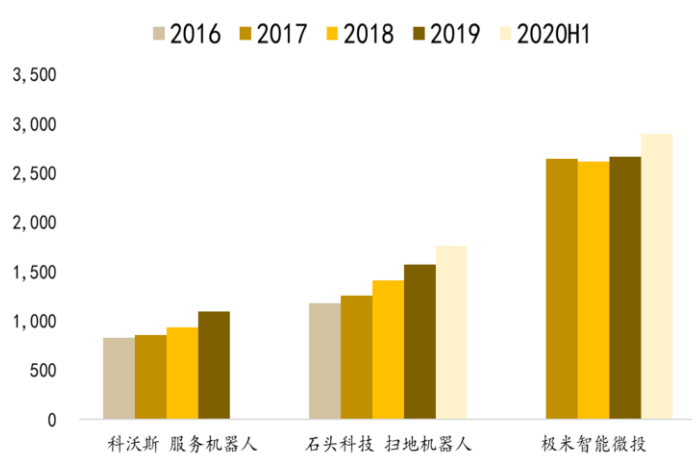
资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

图 36: 各公司产品单台成本 (元)



资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

图 37: 各公司产品单台出货均价 (元)



资料来源: 招股说明书, 德邦证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

我们对公司盈利预测主要基于以下假设:

►在投影产品渗透率提升趋势下, 叠加公司产品竞争力不断提升, 渠道布局完善, 预计 2021-2023 年智能投影产品收入分别同增 61%、43%、29%; 公司自研光机逐步落地, 规模效应有望推动成本下行, 毛利率有望持续提升, 预计 2021-2023 年智能投影产品毛利率分别为 31.6%、33.1%、34.2%。

►公司硬件用户持续提升, 将推动互联网增值服务收入稳步增长, 同时未来公司或发力教育、影视等增值服务, 有望成为新的增长点, 预计 2021-2023 年互联网增值服务收入分别同增 85%、85%、80%。

►投影仪作为新兴产品, 未来仍需要公司及行业持续进行消费者教育, 预计公司销售费用率将小幅提升, 预计 2021-2023 年销售费用率分别为 13.9%、14.0%、14.2%。

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 45.2、64.6、84.1 亿元, 同比分别增长 59.7%、42.9%、30.2%, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.9、7.9、11.0 亿元, 同比分别增长 82.3%、60.1%、40.3%。

图 38: 公司收入成本按产品拆分

		2020E	2021E	2022E	2023E
智能微投	收入 (亿元)	24.16	39.87	57.80	75.15
	yoy	38%	65%	45%	30%
	销量 (万台)	87.12	139.56	200.36	257.12
	yoy	33%	60%	44%	28%
	均价 (元)	2773	2857	2885	2923
	yoy	4%	3%	1%	1%
	单台成本 (元)	2038	1957	1927	1918
yoy	-3%	-4%	-2%	-1%	
	毛利率	26.5%	31.5%	33.2%	34.4%
激光电视	收入 (亿元)	1.80	2.16	2.38	2.61
	yoy	4%	20%	10%	10%
	销量 (万台)	1.43	1.69	1.86	2.06
	yoy	2%	18%	10%	10%
	均价 (元)	12545	12796	12744	12706
	yoy	2%	2%	-0.4%	-0.3%
	单台成本 (元)	8616	8358	8441	8526
yoy	-10%	-3%	1%	1%	
	毛利率	31.3%	34.7%	33.8%	32.9%
创新产品	收入 (亿元)	0.62	0.74	0.89	1.07
	yoy	3%	20%	20%	20%
	销量 (万台)	2.20	2.67	3.27	4.05
	yoy	2%	21%	22%	24%
	均价 (元)	2802	2774	2719	2637
	yoy	1%	-1%	-2%	-3%
	单台成本 (元)	2075	2033	2023	2033
yoy	2%	-2%	-1%	1%	
	毛利率	26.0%	26.7%	25.6%	22.9%
配件销售	收入 (亿元)	1.14	1.48	1.92	2.59
	yoy	12%	30%	30%	35%
	毛利率	46.1%	42.0%	38.0%	38.0%
互联网增值服务	收入 (亿元)	0.38	0.71	1.31	2.35
	yoy	82%	85%	85%	80%
	毛利率	87.4%	89.0%	85.0%	85.0%
其他业务收入	收入 (亿元)	0.18	0.22	0.26	0.31
	yoy	12%	20%	20%	20%
	毛利率	31.6%	33.2%	34.6%	36.0%
	销售费用率	13.9%	13.9%	14.0%	14.2%
	研发费用率	4.9%	5.2%	4.9%	5.0%
	管理费用率	2.4%	3.0%	3.2%	3.2%
	净利率	9.5%	10.9%	12.2%	13.1%

资料来源: 德邦证券研究所测算

图 39: 公司收入按渠道拆分

		2020E	2021E	2022E	2023E	
内销	线上	收入 (亿元)	16.88	26.43	36.17	46.94
		yoy	30%	57%	37%	30%
		占比	61%	60%	57%	58%
	线下	收入 (亿元)	10.26	16.41	23.46	29.95
		yoy	39%	60%	43%	28%
		占比	37%	37%	37%	37%
外销	线上	收入 (亿元)	0.24	0.59	1.33	2.12
		yoy	10%	150%	125%	60%
		占比	0.9%	1.3%	2.1%	2.6%
	线下	收入 (亿元)	0.33	0.81	2.03	2.41
		yoy	68%	144%	151%	19%
		占比	1.2%	1.8%	3.2%	3.0%

资料来源: 德邦证券研究所测算

我们预计, 公司 2021-2023 年每股 EPS 分别为 9.81、15.70、22.03 元/股, 若对标扫地机器人行业, 参考可比公司估值, 预计极米科技的合理市值为对应 2021 年 50~60xPE, 对应市值 245~294 亿元, 维持“增持”评级。

图 40: 可比公司估值

公司	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
科沃斯	0.96	1.68	2.33	102.44	58.62	42.27
石头科技	-	25.83	32.24	-	37.84	30.32

资料来源: Wind 一致预期, 德邦证券研究所预测 (注: PE 计算采用 2021 年 3 月 8 日收盘价。)

风险提示

- 投影仪渗透率不及预期风险。**家用投影作为新兴品类, 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。**公司应用 DLP 照明显示技术, 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。
- 行业竞争加剧风险。**随着投影行业不断发展, 越来越多企业加入竞争行列, 可能对公司市占率及盈利能力带来不利影响; 同时随着面板生产技术提升推动成本下行, 大屏电视价格若有所下降, 也可能对公司产品竞争力造成影响。
- 原材料价格波动风险。**公司营业成本中原材料占比较高, 若原材料价格持续上升, 可能对毛利率水平造成不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	7.17	9.81	15.70	22.03
每股净资产	15.64	62.64	81.02	104.54
每股经营现金流	3.75	4.27	20.41	25.53
每股股利	0.00	1.00	2.00	3.20
价值评估(倍)				
P/E	0.00	52.00	32.48	23.15
P/B	0.00	8.14	6.29	4.88
P/S	6.76	5.65	3.95	3.03
EV/EBITDA	-0.76	49.58	29.39	19.69
股息率%	—	0.2%	0.4%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.6%	33.2%	34.6%	36.0%
净利润率	9.5%	10.9%	12.2%	13.1%
净资产收益率	34.4%	15.7%	19.4%	21.1%
资产回报率	10.8%	10.0%	12.0%	13.1%
投资回报率	22.0%	13.0%	16.2%	18.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	33.6%	59.7%	42.9%	30.2%
EBIT 增长率	238.0%	73.2%	62.2%	41.8%
净利润增长率	187.9%	82.3%	60.1%	40.3%
偿债能力指标				
资产负债率	68.5%	35.9%	38.3%	38.0%
流动比率	1.1	2.4	2.3	2.3
速动比率	0.6	1.7	1.6	1.6
现金比率	0.4	1.4	1.4	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.9	15.6	15.3	14.4
存货周转天数	135.4	123.4	123.8	125.6
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	0.9
固定资产周转率	20.3	12.2	10.7	12.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	269	490	785	1,102
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	29	0	0	0
非经营收益	2	-0	-6	-10
营运资金变动	-112	-277	241	185
经营活动现金流	188	214	1,020	1,276
资产	-178	-137	-13	-1
投资	-150	0	0	0
其他	7	7	12	16
投资活动现金流	-320	-130	-1	15
债权募资	263	-124	0	0
股权募资	0	13	0	0
其他	-204	1,610	-106	-166
融资活动现金流	59	1,499	-106	-166
现金净流量	-75	1,583	913	1,125

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,828	4,517	6,456	8,409
营业成本	1,933	3,019	4,224	5,384
毛利率%	31.6%	33.2%	34.6%	36.0%
营业税金及附加	20	24	36	48
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%
营业费用	393	628	904	1,194
营业费用率%	13.9%	13.9%	14.0%	14.2%
管理费用	68	136	207	269
管理费用率%	2.4%	3.0%	3.2%	3.2%
研发费用	139	235	315	420
研发费用率%	4.9%	5.2%	4.9%	5.0%
EBIT	274	475	771	1,093
财务费用	-1	-6	-20	-30
财务费用率%	-0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	7	7	12	16
营业利润	305	540	876	1,235
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	303	540	876	1,235
EBITDA	296	475	771	1,093
所得税	34	50	91	133
有效所得税率%	11.2%	9.2%	10.4%	10.8%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	269	490	785	1,102

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	550	2,133	3,046	4,171
应收账款及应收票据	69	194	271	331
存货	717	1,021	1,433	1,853
其它流动资产	286	313	338	363
流动资产合计	1,622	3,661	5,087	6,718
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	139	369	603	837
在建工程	629	766	780	781
无形资产	61	61	61	61
非流动资产合计	862	1,229	1,476	1,712
资产总计	2,484	4,890	6,563	8,430
短期借款	124	0	0	0
应付票据及应付账款	1,151	1,289	1,947	2,541
预收账款	0	33	38	45
其它流动负债	170	178	270	358
流动负债合计	1,445	1,500	2,254	2,945
长期借款	200	200	200	200
其它长期负债	58	58	58	58
非流动负债合计	258	258	258	258
负债总计	1,702	1,758	2,512	3,203
实收资本	38	50	50	50
普通股股东权益	782	3,132	4,051	5,227
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,484	4,890	6,563	8,430

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所（注：2020 年度财务数据已经审阅，未经审计）

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。