

智能微投龙头，实现大屏自由

投资要点

- **推荐逻辑:** 随着投影设备性能不断优化，在消费升级助推下，未来投影设备市场有望快速增长。公司作为投影行业龙头企业，技术储备丰富，产品设计优秀，市场份额领先。随着公司自产比例提升，加强海外业务布局，深化国内渠道铺设，预期公司将取得快于行业的增长。
- **投影仪龙头，营收规模快速扩张。** 自2013年成立以来，公司便以智能投影产品的研发、生产及销售为核心。在行业规模快速扩张的背景下，凭借出色的工业设计与产品体验，公司营收净利快速增长。2020年公司营收为28.3亿元，同比增长33.6%；实现归母净利润2.7亿元，同比增长189%。
- **消费需求多元化，投影仪行业前景广阔。** 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，同时中国消费主力的年轻化使得消费市场对新产品的接受程度大幅提高，智能投影设备借助线上渠道迅速放量。根据IDC数据显示，2019年度中国投影设备出货量462万台，同比增长6.20%。随着投影设备产品技术和使用体验进一步提高，未来中国投影设备市场将持续增长。
- **研发加码技术领先，线上发力渠道全面。** 公司设立了完善的研发部门，保证了持续的研发投入，储备了丰富的专利技术，为新品研发奠定了坚实的基础。截至2020年8月底，公司共拥有计算机软件著作权34项、已经取得权利证书的专利330项。凭借领先的技术以及优秀的产品设计，公司逐步发展成为国内投影设备行业的龙头企业。根据IDC数据显示，2020年公司市场份额达到18%，同比提升3.4pp。从销售模式来看，线上销售成为公司的主要发力渠道。2017年-2020年H1，公司线上销售占比均在60%以上。公司线上销售侧重引流及促销，线下销售侧重消费者教育及产品宣传。凭借线上及线下全面的营销网络，公司充分触达潜在目标消费群体。
- **盈利预测与投资建议。** 作为消费升级的产物，投影仪渗透率有望进一步提升。公司作为投影仪行业龙头，产品技术领先，渠道铺设完善，有望取得快于行业的发展。预计2020-2022年EPS分别为5.36元、9.06元、13.57元，我们给予公司2021年65倍估值，对应目标价588.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、新品拓展不及预期、行业规模拓展不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2116.40	2840.14	4031.04	5585.12
增长率	27.60%	34.20%	41.93%	38.55%
归属母公司净利润(百万元)	93.40	268.25	452.93	678.37
增长率	881.43%	187.19%	68.85%	49.77%
每股收益EPS(元)	1.87	5.36	9.06	13.57
净资产收益率ROE	16.35%	32.69%	16.28%	20.13%
PE	262	91	54	36
PB	42.89	29.85	8.81	7.27

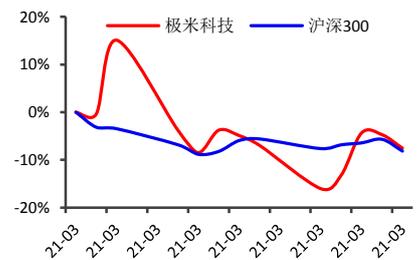
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.5
流通A股(亿股)	0.1
52周内股价区间(元)	441.5-622.8
总市值(亿元)	245
总资产(亿元)	5.5
每股净资产(元)	20.8

相关研究

目 录

1 智能投影行业龙头，历史业绩高速增长	1
1.1 历史业绩优良，营收规模快速扩张.....	1
1.2 员工平台优化激励，核心高管经验丰富.....	3
2 消费需求多元化，投影仪行业前景广阔	4
2.1 投影仪规模快速发展，中高端品牌份额领先.....	4
2.2 年轻化+大屏化+智能化，助益投影仪市场持续扩容.....	6
3 研发加码技术领先，线上发力渠道全面	8
3.1 自主研发技术领先，市场份额稳居第一.....	8
3.2 线上线下融合发展，渠道布局逐步完善.....	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 2017-2020 年公司营业收入及增速.....	1
图 3: 2017-2020 年公司归母净利润及增速.....	1
图 4: 2017-2020H1 公司主营业务收入占比.....	2
图 5: 2017-2020H1 公司整机业务分产品情况.....	2
图 6: 2017-2020 年公司盈利能力情况.....	2
图 7: 2017-2020 年公司分业务盈利能力情况.....	2
图 8: IPO 前公司股权结构图.....	3
图 9: 2011-2019 年中国投影仪设备出货量及增速.....	4
图 10: 2011-2020H1 中国投影设备出货量分场景结构.....	4
图 11: 2017-2020H1 中国投影设备出货量分渠道结构.....	4
图 12: 2020 年阿里系平台投影设备销售价格区间销量份额.....	5
图 13: 2020 年阿里系平台主要投影设备品牌销售均价.....	5
图 14: 2018-2020 年中国投影设备出货量市场格局.....	5
图 15: 2013-2019 年中国居民人均可支配收入及增速.....	6
图 16: 2011-2021 年中国城市消费额.....	6
图 17: 2020 年彩电市场大尺寸趋势.....	6
图 18: 2018 年 12 月不同尺寸液晶电视面板价格.....	7
图 19: 2016-2020 年中国智能家居市场规模.....	7
图 20: 2016-2020 年全球 IOT 终端数量.....	7
图 21: 2020H1 公司员工构成.....	8
图 22: 2017 年至今公司研发费用及其占比.....	8
图 23: 公司产品六向全维度自动校正.....	9
图 24: 公司产品自动对焦技术.....	9
图 25: 极米科技销售模式图.....	10
图 26: 2017 年至今公司销售渠道构成.....	11
图 27: 2017 年至今公司线上 B2C 渠道构成.....	11

表 目 录

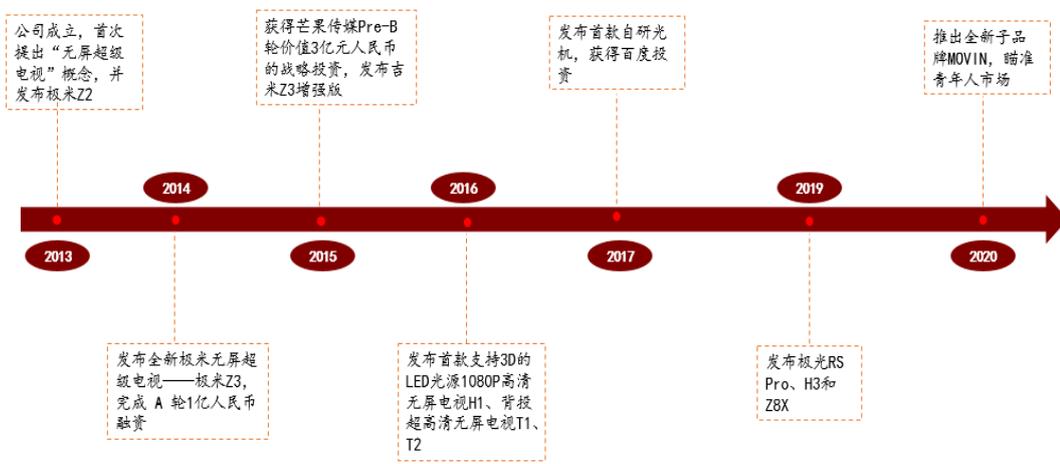
表 1: 公司部分高管及技术人员过往履历.....	3
表 2: 公司核心技术贡献营收及其占比.....	8
表 3: 公司核心技术贡献营收及其占比.....	9
表 4: 公司所获国际设计奖项.....	10
表 5: 分业务收入及毛利率.....	12
表 6: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 智能投影行业龙头，历史业绩高速增长

1.1 历史业绩优良，营收规模快速扩张

极米科技是一家专注于智能投影领域，集设计、研发、制造、销售和服务于一体的高科技公司。自 2013 年成立以来极米科技以智能投影产品的研发、生产及销售为核心，同时向消费者提供相应的配件产品以及互联网增值服务。目前，公司已发展成为国内投影设备行业龙头企业。根据 IDC 数据显示，2018- 2020 年公司的市场份额连续位居中国投影仪市场第一，分别达到 13.2%、14.6%、18%，呈现持续提升的趋势。

图 1：公司发展历史



数据来源：招股说明书，西南证券整理

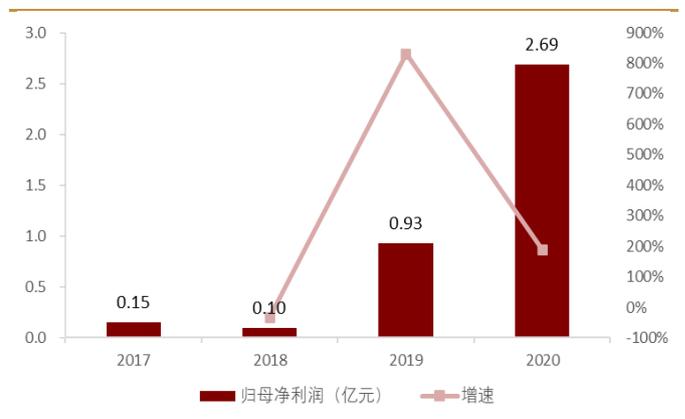
随着我国经济水平的提升、居民收入与生活水平的提高，带动了智能投影设备等娱乐型消费需求不断增长，智能投影行业正处于高速发展期。公司坚持自主研发与创新，自设立以来已累计推出近 30 款产品，形成多维度多层次的全面产品布局。在行业规模快速扩张的背景下，凭借出色的工业设计与产品体验，公司营收净利快速增长。2017-2020 年公司营收规模快速扩张，营收复合增长率为 41.5%。2020 年公司营收为 28.3 亿元，同比增长 33.6%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 189%。

图 2：2017-2020 年公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2017-2020 年公司归母净利润及增速

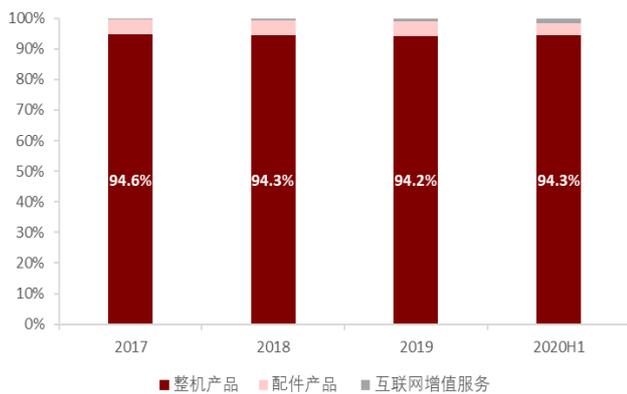


数据来源：Wind，西南证券整理

整机业务营收占比 90%以上。营业拆分来看，整机业务一直是公司的主要收入来源，营收占比维持在 94% 以上。互联网增值服务目前规模尚小，但是增速较快，营收占比也呈现持续提升的态势。截止 2020 年上半年，公司整机业务、配件业务以及互联网增值服务营收占比分别为 93%、4% 和 1.6%。

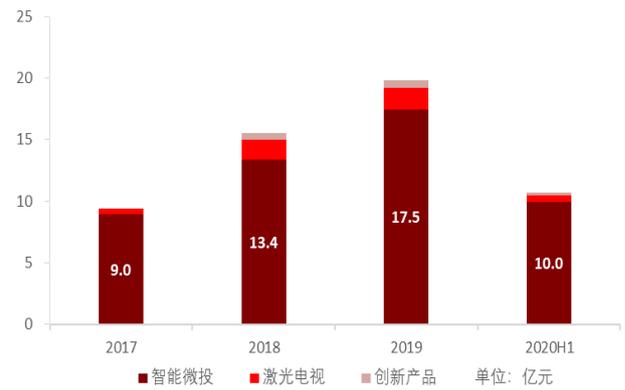
公司整机业务收入主要来源于智能微投产品。2017 年至 2020 年 H1，智能微投产品在整机业务中的占比均在 86% 以上。得益于智能微投系列产品的快速增长，2017-2019 年公司整机业务复合增长率达到了 45%。

图 4：2017-2020H1 公司主营业务收入占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：2017-2020H1 公司整机业务分产品情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

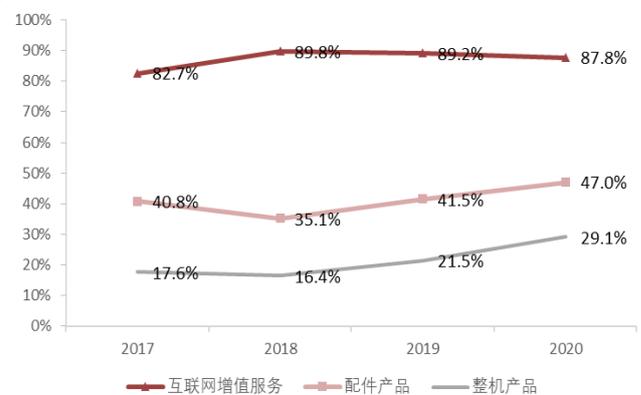
盈利能力快速提升。2017 年至 2020H1，公司毛利率分别为 19.1%/18%/23.3%/30.8%，毛利率整体呈现提升的态势。一方面，随着产品售价提高、原材料采购价格下降以及自研光机的逐步量产，公司整机产品毛利率有所提高。以公司智能微投系列产品为例，2020 H1 公司智能微投产品单位售价同比提升 8.6%，单位成本同比减少 2%，带动智能微投产品毛利率同比提升 7.7pp。另一方面，随着公司经营规模的快速扩张，高毛利的配件产品以及互联网增值业务占比提升，带动公司整体盈利能力提升。2020 年 H1，公司整机产品、配件产品以及互联网增值业务毛利率分别为 29.1%、47% 和 87.8%。

图 6：2017-2020 年公司盈利能力情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2017-2020 年公司分业务盈利能力情况

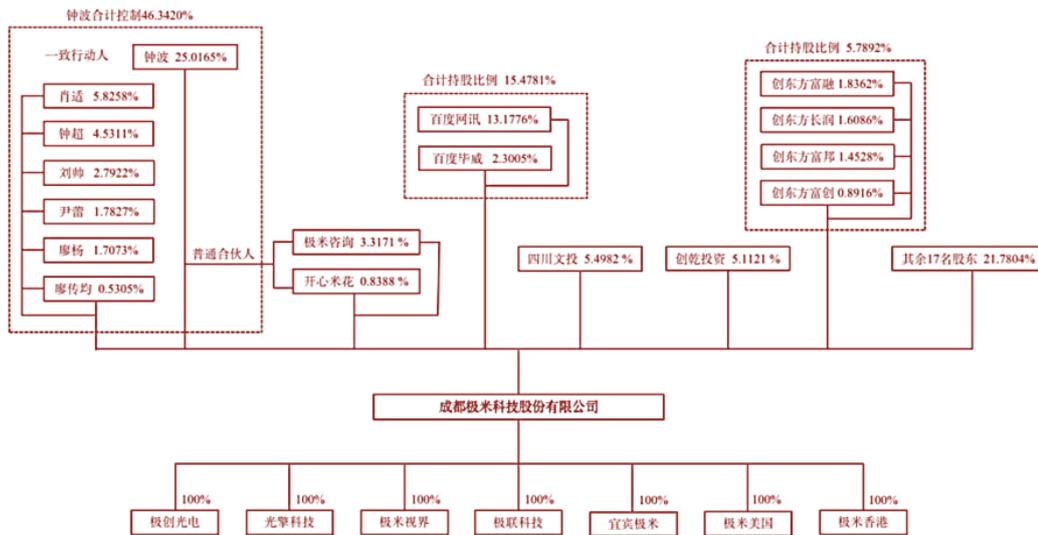


数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 员工平台优化激励，核心高管经验丰富

股权结构较为分散，IPO 前设员工持股平台。公司上市之前，创始人兼实控人钟波直接持有公司 25% 的股权，百度系合计持股 15.5%，战略投资者四川文投、创乾投资和创东方系列分别持股 5.5%、5.1% 和 5.8%。为稳定公司控制权，提高股东表决权行使效率，实控人钟波和公司核心管理层签订一致行动协议，控制了公司 46% 的股权。此外，公司通过员工持股平台开心米花和极米咨询实施股权激励，两个平台合计持股超 150 万股，占比达到 4.2%。

图 8：IPO 前公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

核心管理层行业经验丰富。公司核心技术团队均有丰富的技术研发从业经验，创始人钟波曾在 MStar 从事了十年技术研发工作，公司技术工程师皆深耕研发行业十余年拥有众多国家级创新奖项和专利权，同时多位技术研发人员被评为国家级创新人才、资深软件工程师。

表 1：公司部分高管及技术人员过往履历

姓名	职位	过往履历
钟波	董事长	2003 年 7 月-2004 年 7 月，任海信电视研究所工程师；2004 年 7 月-2012 年 5 月任职于晨星软件研发有限公司，历工程师、西南区技术总监职务，负责 TCL，创维，长虹，康佳，厦华，明基等数十个 LCD 机型研发项目。
肖适	总经理、董事	拥有多年硬件工程师工作经验，曾担任华为硬件工程师和产品经理。
廖杨	董事、财务负责人兼董事会秘书	拥有多年毕马威会计师事务所工作经验，2014 年 1 月至 2019 年 5 月任极米有限财务总监、董事；2019 年 6 月至今任极米科技董事、财务负责人兼董事会秘书。
王鑫	副总经理	拥有发明专利 13 项，并曾获得国家优秀专利奖 1 项，四川省科学技术进步奖 3 项。全面负责公司产品技术架构设计、技术方向制定和技术团队管理，带领团队打造了优秀的互联网产品及运营能力，并建立了机器视觉、自然交互等 AI 方向研发能力。
尹蕾	副总经理	负责公司多款产品硬件技术架构设计、技术方向制定和技术团队管理，组建了公司首批生产团队，并完成多款产品批量交付；2018 年起负责光学技术前沿开发，为提升产品行业竞争力、支撑公司持续高速发展提供技术保障。

姓名	职位	过往履历
冉鹏	创新研发部经理	2006年-2016年十年间在各大公司担任高级软件工程师、系统工程师职位、17年进入极米后负责公司技术攻关、创新孵化、产品预研和团队管理工作。任职期间带领团队完成公司创新预研项目20余项，申请多项发明专利，2019年获评成都市第一批“蓉贝”软件人才资深工程师。
王建	软件工程师	2009年8月至2015年3月任职于晨星软件研发(深圳)有限公司上海分公司，历任软件工程师、系统工程师、软件研发副经理。2015年进入极米科技，主要负责显示相关开发和团队管理工作。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 消费需求多元化，投影仪行业前景广阔

2.1 投影仪规模快速发展，中高端品牌份额领先

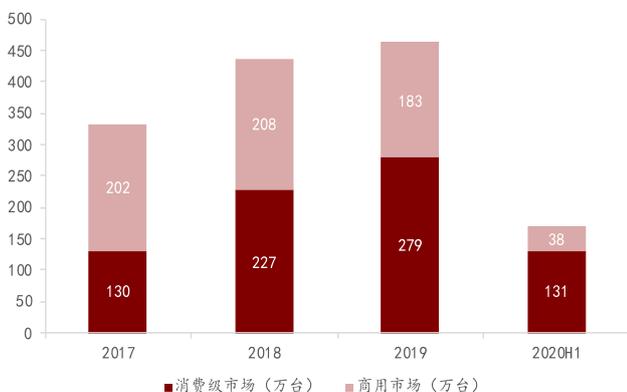
投影仪行业空间逐步打开。随着消费场景不断细化，线上渠道快速放量等因素推动，国内投影设备市场呈现了快速发展的态势。根据IDC数据显示，2011-2019年国内投影设备出货量年均复合增速达到了14.2%，行业空间逐渐打开。2019年度中国投影设备出货量462万台，同比增长6.20%。

图9：2011-2019年中国投影设备出货量及增速



数据来源：IDC，西南证券整理

图10：2011-2020H1中国投影设备出货量分场景结构



数据来源：IDC，西南证券整理

图11：2017-2020H1中国投影设备出货量分渠道结构

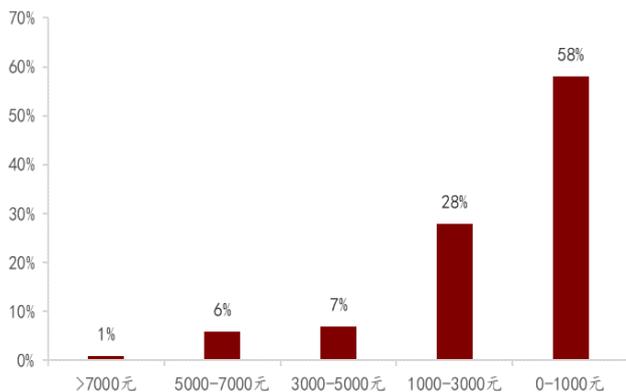


数据来源：IDC，西南证券整理

消费级市场成为第一大细分市场。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，同时中国消费主力的年轻化使得消费市场对新产品的接受程度大幅提高，智能投影设备借助线上渠道迅速放量。根据 IDC 数据显示，2017 年至 2019 年中国消费级投影设备出货量逐年增加，年均复合增速高达 46.5%。消费级市场出货量占比飙升，由 39.2% 上涨至 60.4%，消费级市场成为投影市场第一大细分市场。

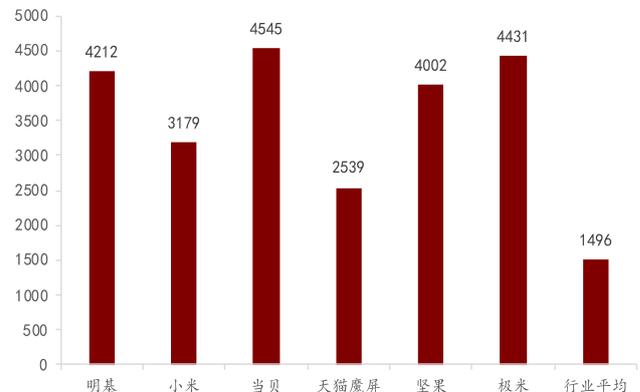
线上渠道成为投影仪的重要渠道。随着智能投影设备市场的增长，投影设备市场终端消费者结构逐渐由 B 端转变为 C 端，在国内电商市场的快速发展下，线上渠道凭借广泛的消费者触达能力和便捷的购物体验，迅速成为投影设备厂商的主要销售渠道。据 IDC 数据显示，2017 年至 2020 年 H1 中国投影设备市场线上渠道出货量分别为 140/232/244/103 万台。2017 年至 2019 年年均复合增速达 32%，线上销售占比从 42.2% 提升至 52.8%。

图 12：2020 年阿里系平台投影设备销售价格区间销量份额



数据来源：淘数据，西南证券整理

图 13：2020 年阿里系平台主要投影设备品牌销售均价

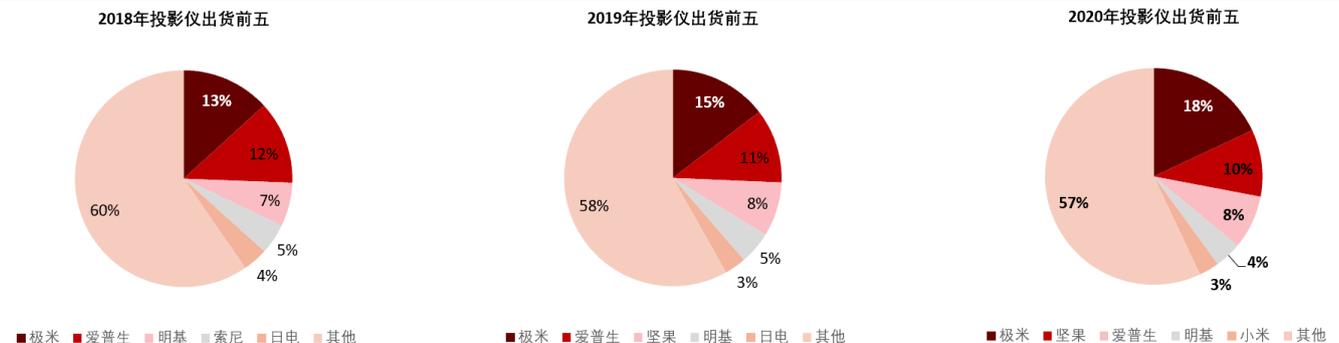


数据来源：淘数据，西南证券整理

低价区间竞争激烈，中高端品牌份额领先。根据 2020 年淘数据显示，投影设备行业均价为 1496 元，业内销量份额一半以上的投影产品均价不足 1000 元。而以极米、明基、当贝等为代表的中高端品牌产品均价在 4000 元以上，其中极米产品均价为 4431 元。

我们认为投影仪作为一个技术驱动型产品，以提供极致影音体验为产品优化方向。具备领先的技术优势以及优良的产品设计的公司，将持续获得品牌溢价与市场份额。根据 IDC 数据显示，2018-2020 年，中国投影设备出货量排名靠前的厂商多为极米、爱普生、明基等中高端品牌。2020 年，中国投影仪市场出货量前五分别是极米、坚果、爱普生、明基和小米，市场份额分别为 18%、10%、8%、4%和 3%。

图 14：2018-2020 年中国投影设备出货量市场格局

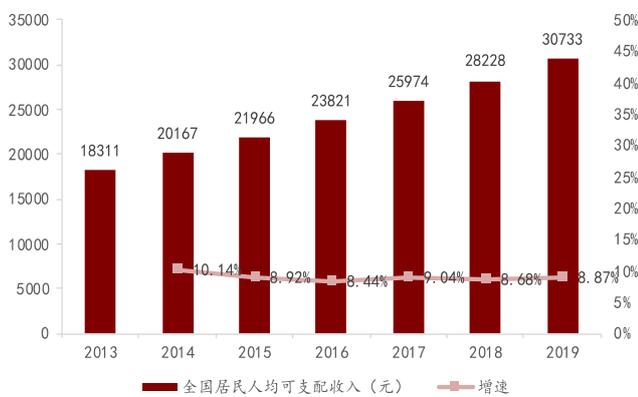


数据来源：IDC，西南证券整理

2.2 年轻化+大屏化+智能化，助益投影仪市场持续扩容

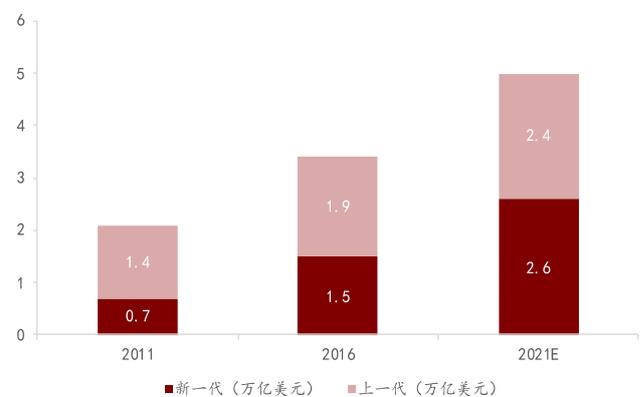
消费升级+消费主力年轻化，助益投影等娱乐需求增长。居民收入与生活水平的不断提高将带动智能投影设备等娱乐型消费需求不断增长。根据国家统计局数据显示，2019年我国居民人均可支配收入为30733元，同比增长68%。此外，随着中国人口结构改变，80后、90后等新一代消费群体逐渐成为中国消费经济增长的核心驱动力。与父辈相比，新一代消费群体出生在物质条件充裕的时代，对产品的需求更加多样化，对产品品质也有更高的要求。根据BCG调研及预测数据显示，2016年至2021年，新一代消费群体消费额年均复合增速达到11%，对城市消费额增长的贡献达到69%，而上一代消费群体消费额年均复合增速仅为5%。

图 15：2013-2019 年中国居民人均可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

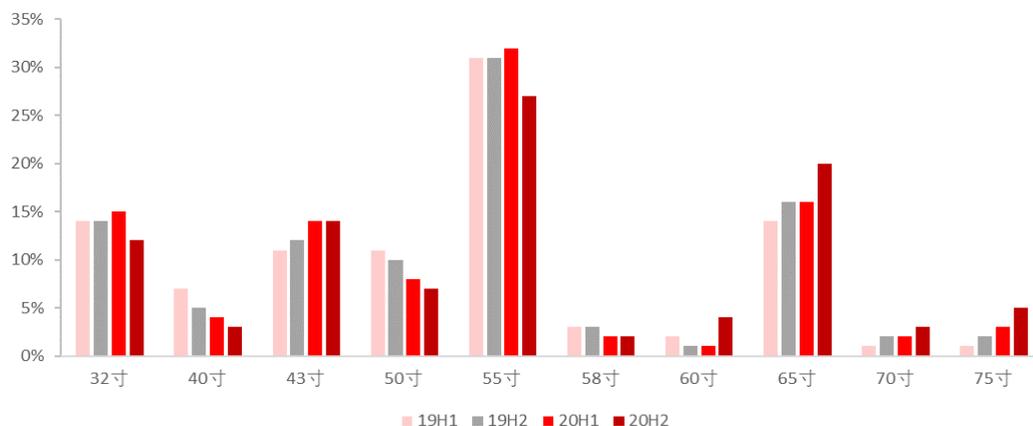
图 16：2011-2021 年中国城市消费额



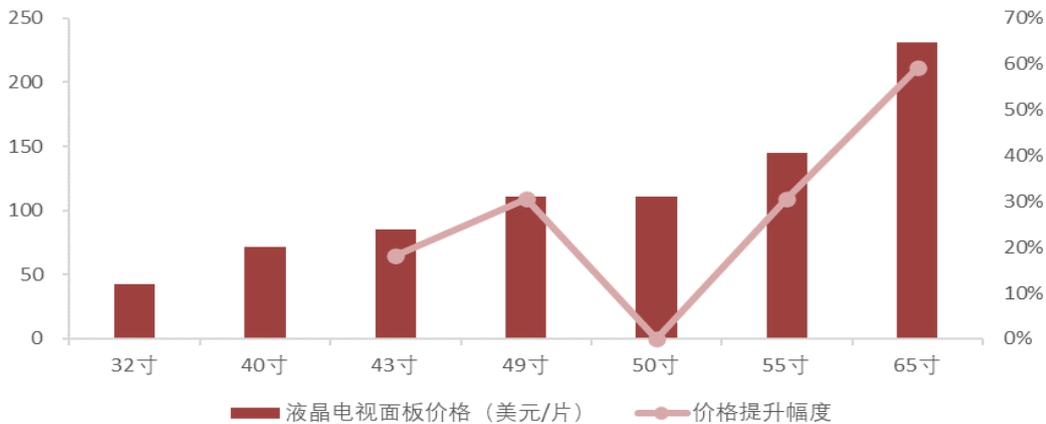
数据来源：BCG、阿里研究院，西南证券整理

显示需求不断呈现大屏化趋势。根据奥维云网显示，2020年中国彩电市场65寸以上产品占比25%，同比提升6.5pp；2020年全年平均尺寸为52.4寸，增长了1.5寸。此外，由于传统液晶电视显示屏尺寸提高对价格增长呈指数级影响，因此在显示屏大尺寸的发展趋势下，成本更具优势的投影设备行业具备广阔的发展空间。根据wind数据显示，50寸、55寸、65寸液晶屏价格分别为111美元/片、145美元/片、231美元/片。尺寸同样提升5寸的情况下，价格提升幅度分别为31%和59%。

图 17：2020 年彩电市场大尺寸趋势

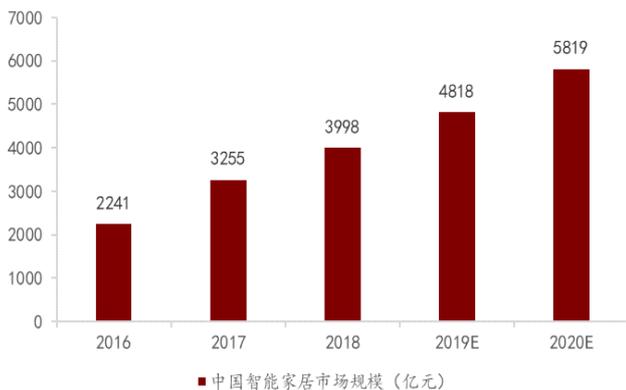


数据来源：奥维云网，西南证券整理

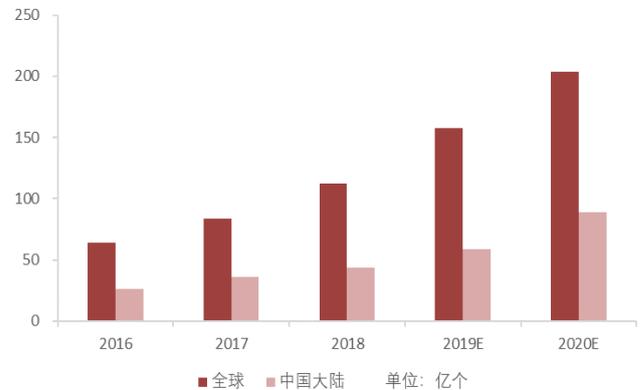
图 18: 2018 年 12 月不同尺寸液晶电视面板价格


数据来源：奥维云网，西南证券整理

随着通信网络技术发展，硬件产品的智能化提升大幅提升，越来越多的消费者愿意体验和使用智能硬件设备。在国内智能设备制造厂商和家电厂商的共同推动下，近年来智能电视、智能冰箱、智能音响、智能门锁、扫地机器人等智能家居终端设备已成为中国众多家庭的标配。根据艾瑞咨询数据，2018 年我国智能家居市场规模达到近 4000 亿元，预计到 2020 年我国智能家居市场规模将超过 5800 亿元。

图 19: 2016-2020 年中国智能家居市场规模


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 20: 2016-2020 年全球 IOT 终端数量


数据来源：Gartner, wind, 西南证券整理

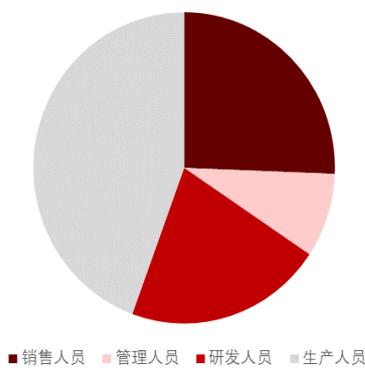
随着投影设备产品技术和使用体验进一步提高，在消费升级、消费主力年轻化、显示需求大屏化、家居需求智能化等趋势下，未来中国投影设备市场将迎来持续增长。根据 IDC 数据，预计 2024 年中国投影设备市场出货量将达到近千万台规模。

3 研发加码技术领先，线上发力渠道全面

3.1 自主研发技术领先，市场份额稳居第一

公司从产品研发的全生命周期出发设立了完善的研发部门，结合公司发展战略，通过多研发环节并行及跨部门协作，加快新品研发及上市节奏，同时加强研发资源平台建设。截止2020H1，公司研发人员共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，且公司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。优质且全面的研发团队为公司技术及产品开发奠定了深厚基础。

图 21：2020H1 公司员工构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：2017 年至今公司研发费用及其占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

近年来公司持续加强研发投入和产品创新。2020H1 公司研发费用率为 4.5%。持续的研发投入，为公司储备了丰富的专利技术。截至 2020 年 8 月 31 日，公司共拥有计算机软件著作权 34 项、已经取得权利证书的专利 330 项，其中发明专利 22 项；在申请发明专利 158 项。公司核心技术主要用于公司投影整机产品，公司核心技术对于销售收入贡献在 94% 以上。

表 2：公司核心技术贡献营收及其占比

	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
核心技术贡献收入 (亿元)	9.4	15.5	19.8	10.7
主营业务收入 (亿元)	9.9	16.5	21.0	11.3
贡献占比	94.6%	94.3%	94.2%	94.3%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司以提升产品用户体验为目标进行深入研究，在光机设计、硬件电路设计、整机结构设计、智能感知算法开发、画质优化算法开发、软件系统开发等方面掌握了多项核心技术和能力，大幅提高了智能投影设备的性能和用户体验。**整机设计方面**，公司经过反复调试，实现同等条件下光机亮度提升 10% 以上，直接提高整机亮度。**算法方面**，公司全局无感对焦技术在业内首次实现无需对焦图的自动对焦功能，解决用户手动对焦痛点；六向全自动校正技术在行业内首次实现上下俯仰、左右旋转和倾斜旋转六向全维度自动校正，极大提高了设备摆放自由度和易用性。**软件系统方面**，公司自主开发了极速开机技术，实现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。

图 23: 公司产品六向全维度自动校正


数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

图 24: 公司产品自动对焦技术


数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

公司不断将多种创新技术率先应用于投影设备, 引领智能投影行业持续实现产品性能的突破。凭借出色的工业设计与产品体验, 公司屡次获得国际权威大奖。截至 2021 年 1 月 6 日, 公司共获得 31 项国际权威奖项, 涵盖世界四大工业设计奖项, 包括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, 同时多次获得美国 CES 创新奖。

凭借领先的技术以及优秀的产品设计, 公司逐步发展成为国内投影设备行业的龙头企业。根据 IDC 数据显示, 2018-2020 年公司投影设备出货量位居市场第一, 市场份额持续呈现持续提升态势。2020 年公司市场份额达到 18%, 同比提升 3.4pp。同时公司终端活跃用户规模不断积累。2020 年 7 月公司月活跃用户数达到 124 万人, 同比增长 44%。随着公司产品的进一步渗透, 终端用户规模将逐渐扩大。

表 3: 公司核心技术贡献营收及其占比

产品系列	图示	简介
智能微投系列		最新产品 H3 获得 iF 设计奖及红点产品设计奖, 标准分辨率达 1080p, 打在流向全自动矫正技术、全局无感对焦技术、热失焦动态补偿技术
		Z 系列历代产品性能不断提升, 最新产品“新一代 Z6X”标准分辨率达 1080P, 搭载四向校正技术、全画面自动对焦技术等
		产品内含大容量电池, 便于携带, 最新产品 Play X 标准分辨率达 1080P, 搭载四向校正技术、全画面自动对焦技术等
		2020 年 7 月以子品牌“MOVIN”推出, 定位于“年轻人的首款娱乐投影”, 主打年轻化、潮酷等卖点, 主要产品包括 MOVIN01X 和 MOVIN01
激光电视系列		采用激光光源, 具备超短距离投射能力的智能投影设备, 投射比一般为 0.25:1 至 0.19:1, 该系列产品主要用于客厅等家用场景。
创新产品系列		公司结合特定市场及应用场景特点推出的创新产品, 代表产品为公司推出的集成了智能投影设备的吸顶灯。

数据来源: 招股说明书, 公司官网, 西南证券整理

表 4: 公司所获国际设计奖项

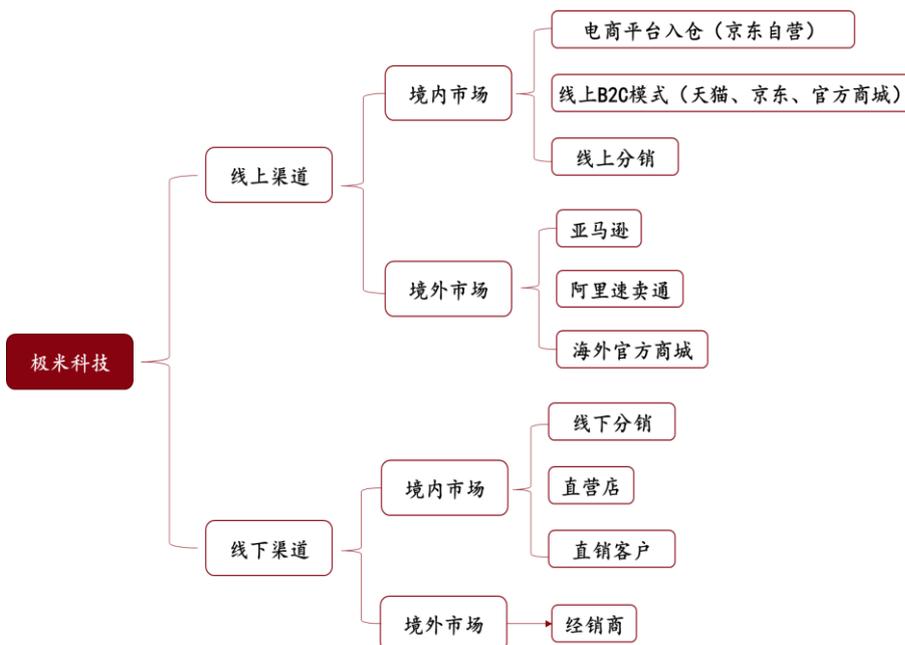
获得奖项	2020 年出货量 (万台)
红点产品设计奖	H3 (2020)、Z8X (2020)、A2 (2020)、Play X (2019)、AI (2018)、CC 极光 (2018)、Z6 (2018)、H1 (2017)
IF 设计奖	Z8X (2020)、H3 (2020)、Play X (2020)、RS Pro (2019)、LUNE (2019)、Play (2019)、Z6 (2019)、CC 极光 (2018)、H1 (2017)
Good Design Award	A2 Pro (2019)、A2 (2019)、Z6 (2018)、Z4 Air (2015)
Idea 设计奖	Play (2019)
CES 创新奖	Halo (2020)、MoGo pro (2020)、XI (2019)、RS Pro (2019)、AI Pro (2018)、CC 极光 (2018)、H1 (2017)、Z4 极光 (2017)

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

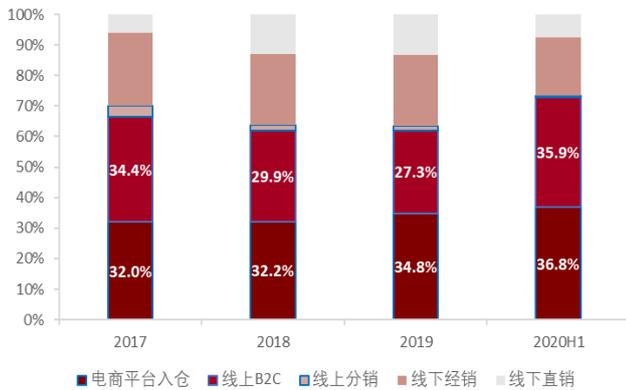
3.2 线上线下融合发展, 渠道布局逐步完善

公司从 2016 年 7 月开始布局海外市场, 通过亚马逊、阿里速卖通以及海外分销商等进行海外业务发展, 境外销售区域已经覆盖美国、日本、欧洲等发达地区, 海外业务营收占比在 5% 左右。随着公司加强海外业务布局, 积极拓展海外市场, 海外有望成为为公司新的营收增量。公司营业收入主要集中在境内地区, 2017-2019 年, 公司境内收入占比均在 95% 以上。2020 年 H1, 公司境内收入为 10.8 亿元, 占比 95.1%。

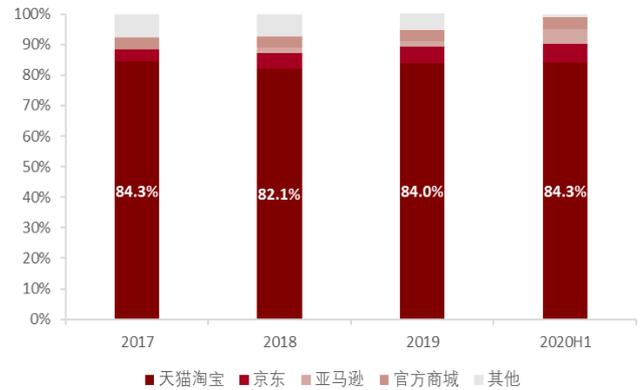
从销售模式来看, 线上销售成为公司的主要发力渠道。公司通过电商平台入仓模式、线上 B2C 模式以及线上分销模式进行线上销售。2017 年-2020 年 H1, 公司线上销售占比均在 60% 以上。2020 年 H1, 电商平台入仓模式和线上 B2C 模式营收占比分别为 36.8% 和 35.9%, 是公司营收占比最高的两种销售模式。电商平台入仓模式主要是和京东合作, 线上 B2C 模式主要是和天猫进行合作。

图 25: 极米科技销售模式图


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 26：2017 年至今公司销售渠道构成


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 27：2017 年至今公司线上 B2C 渠道构成


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2017-2019 年，公司线下销售规模呈现快速提升态势。2019 年公司线下销售规模为 7.6 亿元，同比增长 28.3%。一方面公司因地制宜制定销售策略，不断拓展经销商数量，促进营收规模以及市占率的快速提升。另一方面，公司在经济发达的一、二线城市大型购物中心开设直营店铺，进一步提升品牌形象。截止 2020 年 6 月底，公司直营店铺数量为 48 家。随着公司优化直营店铺效率，提升单店收入规模，不断拓展线下经销商数量，预期公司线下渠道布局逐步完善。

公司线上销售侧重引流及促销，公司还积极推动品牌日、极米粉丝节等活动，提高品牌热度。线下销售侧重消费者教育及产品宣传，通过实际的使用体验吸引并转化潜在消费者。凭借线上及线下全面的营销网络，公司充分触达潜在目标消费群体。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：作为消费升级的产物，预期投影仪渗透率持续提升，假设 2024 年中国投影设备市场出货量有望达到近千万台规模；

假设 2：预期公司光机自产比例持续提升，假设 2021 年公司光机自产比例达到 70% 以上；公司产品结构持续优化，假设 2020-2022 年公司智能微投产品均价保持 5% 的增长。随着产品售价提高、自研光机的逐步量产，公司整机产品毛利率有所提高。

假设 3：假设公司销售费用率、管理费用率保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
整机产品	收入	1977.75	2669.26	3819.08	5318.88
	增速	27.44%	34.96%	43.08%	39.27%
	毛利率	21.49%	30.13%	31.05%	31.98%
配件产品	收入	101.11	113.24	130.23	149.76
	增速	24.00%	12.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	41.50%	47.00%	47.00%	47.00%
互联网增值服务	收入	21.30	34.09	51.13	76.70
	增速	72.16%	60.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	89.20%	89.00%	89.00%	89.00%
其他业务	收入	16.24	23.54	31	40
	增速	26.80%	45.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	46.91%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	2116.4	2840.1	4031.0	5585.1
	增速	27.6%	34.2%	41.9%	38.6%
	毛利率	23.3%	31.5%	32.3%	33.2%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取光峰科技、石头科技和科沃斯作为公司的可比公司。其中光峰科技为激光显示产品制造企业, 产品方面与公司具备可比性; 石头科技和科沃斯主要生产研发家用智能清洁机器人, 行业发展阶段以及行业所处地位与公司具备可比性。2020 年可比公司平均 PE 为 79 倍, 2021 年可比公司平均 PE 为 50 倍。参考可比公司估值, 考虑到公司作为投影仪龙头企业, 有望凭借领先的产品技术, 完善的渠道建设, 取得快于行业的发展。我们给予公司 2021 年 65 倍估值, 对应目标价 588.9 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
688007	光峰科技	23.17	0.41	--	0.50	0.68	67.08	74.43	48.13	35.05
688169	石头科技	993.37	15.66	--	25.83	32.24	--	50.36	38.70	31.05
603486	科沃斯	106.87	0.21	0.96	1.68	2.33	94.89	111.29	63.69	45.92
平均值							80.99	78.70	50.17	37.34

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截止 2021.3.19)

5 风险提示

行业竞争加剧风险; 新品拓展不及预期风险; 行业规模扩展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2116.40	2840.14	4031.04	5585.12	净利润	93.40	268.25	452.93	678.37
营业成本	1622.88	1944.13	2727.65	3731.74	折旧与摊销	15.11	4.99	4.99	4.99
营业税金及附加	7.96	9.89	14.16	19.79	财务费用	7.72	10.59	6.97	2.79
销售费用	259.01	383.42	524.04	726.07	资产减值损失	-3.01	-3.00	-1.00	-1.00
管理费用	64.30	213.01	282.17	390.96	经营营运资本变动	173.14	-74.88	-77.58	-99.50
财务费用	7.72	10.59	6.97	2.79	其他	37.44	0.00	0.00	-3.00
资产减值损失	-3.01	-3.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	323.81	205.94	386.31	582.65
投资收益	1.62	3.00	3.00	3.00	资本支出	-9.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-60.78	3.00	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-70.40	3.00	3.00	3.00
营业利润	98.51	285.09	480.06	717.77	短期借款	-90.01	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	-2.20	-2.40	-2.36	长期借款	200.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	98.51	282.89	477.66	715.41	股权融资	39.62	0.00	1562.43	0.00
所得税	5.10	14.65	24.74	37.05	支付股利	0.00	-18.68	-53.65	-90.59
净利润	93.40	268.25	452.93	678.37	其他	-24.97	-10.69	-6.97	-2.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	124.64	-29.37	1501.82	-93.38
归属母公司股东净利润	93.40	268.25	452.93	678.37	现金流量净额	378.17	179.57	1891.12	492.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	598.95	778.52	2669.64	3161.91	成长能力				
应收和预付款项	175.50	191.01	273.11	390.02	销售收入增长率	27.60%	34.20%	41.93%	38.55%
存货	451.91	541.37	757.55	1038.15	营业利润增长率	4073.57%	189.40%	68.39%	49.52%
其他流动资产	53.44	43.83	62.21	86.20	净利润增长率	881.43%	187.19%	68.85%	49.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	582.48%	147.78%	63.64%	47.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16.83	16.02	15.21	14.40	毛利率	23.32%	31.55%	32.33%	33.18%
无形资产和开发支出	35.41	31.81	28.20	24.59	三费率	15.64%	21.37%	20.17%	20.05%
其他非流动资产	34.09	33.52	32.95	32.38	净利率	4.41%	9.44%	11.24%	12.15%
资产总计	1366.13	1636.07	3838.86	4747.65	ROE	16.35%	32.69%	16.28%	20.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.84%	16.40%	11.80%	14.29%
应付和预收款项	544.10	572.95	814.03	1135.04	ROIC	24.24%	65.67%	77.82%	83.90%
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EBITDA/销售收入	5.73%	10.59%	12.21%	12.99%
其他负债	50.84	42.46	42.46	42.46	营运能力				
负债合计	794.94	815.41	1056.49	1377.50	总资产周转率	1.90	1.89	1.47	1.30
股本	37.50	37.50	50.00	50.00	固定资产周转率	221.81	247.53	378.04	566.89
资本公积	483.61	483.61	2033.54	2033.54	应收账款周转率	19.62	17.18	19.32	18.67
留存收益	49.98	299.55	698.83	1286.61	存货周转率	3.45	3.91	4.19	4.15
归属母公司股东权益	571.20	820.66	2782.37	3370.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	571.20	820.66	2782.37	3370.15	资产负债率	58.19%	49.84%	27.52%	29.01%
负债和股东权益合计	1366.13	1636.07	3838.86	4747.65	带息债务/总负债	25.16%	24.53%	18.93%	14.52%
					流动比率	2.32	2.71	4.62	4.12
					速动比率	1.50	1.77	3.69	3.21
					股利支付率	0.00%	6.96%	11.84%	13.35%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	121.35	300.67	492.02	725.55	每股收益	1.87	5.36	9.06	13.57
PE	262.30	91.33	54.09	36.12	每股净资产	11.42	16.41	55.65	67.40
PB	42.89	29.85	8.81	7.27	每股经营现金	6.48	4.12	7.73	11.65
PS	11.58	8.63	6.08	4.39	每股股利	0.00	0.37	1.07	1.81
EV/EBITDA	147.91	59.09	44.72	29.65					
股息率	0.00%	0.08%	0.22%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn