

每日互动 (300766)

证券研究报告

2023年05月26日

数据要素布局先行者，政策东风下有望展翅高飞

起家于移动互联网推送服务，专业的数据智能服务商

每日互动聚焦数据智能赛道十余年，公司起家于移动应用推送服务，基于业务中积累的海量数据和深入洞察能力，逐渐构建了移动开发、用户增长、品牌营销、公共管理和智能风控等多领域的数据智能服务生态，形成“数据积累-数据治理-数据应用”的服务生态闭环。据公司财报，2022年公司数据服务收入占比约9成，其中50%左右为以移动互联网营销的商业服务收入贡献，公共服务收入增长势头明显。

数据要素行业风口已至，数据价值潜能有望逐渐释放

数据要素市场规模进入高速增长阶段，根据国家工业信息安全发展研究中心测算，2023年国内数据要素市场规模将破千亿，2025年市场规模将达到1749亿元，“十四五”期间市场规模复合增速将达到26.3%。2021年以来关于数据要素的暖风频吹，包括《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》《数字中国建设整体布局规划》等相关政策的出台，给数据要素行业发展以顶层设计指引，推动市场生态不断完善。

投身数据要素产业生态建设，逐渐释放公司数据积累价值和数据治理能力

战术上，公司围绕数据智能 Data-Machine-People（数据积累-数据治理-数据应用）三层结构，打造大数据业务闭环，底层数据积累侧是基于公司在开发者服务中积累的数据以及对海量数据的深入洞察，为顶层业务提供数据支撑；中层数据治理侧公司通过技术中台、数据中台和智能中台提供给上层业务系统以数据服务的能力，上层数据应用侧公司结合数据模型和行业知识，对外输出互联网营销平台产品、公共服务 SaaS 产品等。

战略上，公司按照“自数-治数-置数”三步走，自数阶段完成自有数据 DMP 的闭环，释放自身数据的价值，治数阶段通过 DiOS 输出数据治理能力，帮助释放客户数据的价值，置数阶段公司通过积极参与数字新基建、探索数据要素流通市场加工贸易角色。

投资建议：我们预计公司 2023~2025 年营收为 6.32/7.17/7.80 亿元，同比增长 20.3%/13.4%/8.8%；实现归母净利润 0.65/1.04/1.33 亿元，同比增长 146.3%/60.1%/27.8%，对应 5 月 26 日收盘价的 PE 分别为 106x/66x/52x。考虑到数字要素产业政策利好、公司深耕数据服务领域多年的优势，公司数据治理能力商业价值有望充分释放，给予公司“增持”评级。

风险提示：宏观环境风险；数据安全风险；核心技术人员和技术人才流失的风险；测算中的主观性风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	600.53	525.90	632.49	717.19	780.11
增长率(%)	19.76	(12.43)	20.27	13.39	8.77
EBITDA(百万元)	262.34	189.29	89.93	124.66	142.62
归属母公司净利润(百万元)	114.08	26.29	64.74	103.67	132.53
增长率(%)	58.48	(76.96)	146.28	60.14	27.84
EPS(元/股)	0.29	0.07	0.16	0.26	0.33
市盈率(P/E)	60.18	261.18	106.05	66.22	51.80
市净率(P/B)	4.07	4.08	3.86	3.72	3.50
市销率(P/S)	11.43	13.06	10.86	9.57	8.80
EV/EBITDA	19.88	17.58	68.84	47.09	42.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	计算机/软件开发
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	17.16元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.10
流通A股股本(百万股)	363.61
A股总市值(百万元)	6,865.72
流通A股市值(百万元)	6,239.54
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	17.84
一年内最高/最低(元)	27.28/9.21

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

朱骏楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010002
zhuqinnan@tfzq.com

张若凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521090001
zhangruofan@tfzq.com

金沐阳 联系人
jinmuyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《每日互动-季报点评:效果广告实力强化，期待公共服务等增长放量》2020-10-28
- 《每日互动-首次覆盖报告:国内领先数据智能服务商，商业多元化变现加速》2020-10-24

内容目录

1. 公司概况：起家于移动应用推送服务，专业的数据智能服务商.....	4
1.1. 公司沿革：基于推送服务积累数据，实现数据变现和数据治理能力开放	4
1.2. 股权情况和公司治理：创始人为第一大股东，百度、新浪等战略投资	4
1.3. 财务分析：业务高毛利率，研发保持高投入	6
2. 行业趋势：数据要素风口已至，数据价值潜能逐渐释放	8
3. 自数-治数-置数战略三步走，顺应行业发展趋势	10
3.1. 战术：围绕数据智能 Data-Machine-People 三层结构，打造大数据业务闭环.....	10
3.1.1. 开发者服务：数据积累的基石	10
3.1.2. 商业服务：以互联网营销为主要变现方式	12
增长服务：以轻推送和效果广告为主，数据智能驱动的效果广告为收入的主要部分	12
增能与风控服务：赋能商业化，风控业务拓展金融客户群体	13
品牌服务：数据驱动的第三方 DMP，提供数据前验服务	13
3.1.3. 公共服务：治数能力输出，增长势头迅猛	14
3.2. 战略：前瞻布局，积极参与共建数据要素产业生态	15
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程：数据积累-数据变现-数据产业深度参与	4
图 2：公司股权结构（根据 2023 年一季报）	5
图 3：2018-2023Q1 公司营业收入和增速情况	6
图 4：2018-2022 年公司主营业务构成（百万元）	6
图 5：2018-2023Q1 公司毛利率情况	7
图 6：2018-2023Q1 公司费用率情况	7
图 7：2018-2023Q1 公司归母净利润和净利率情况	7
图 8：2018-2023Q1 公司经营净现金流和货币资金情况	7
图 9：2016-2025E 中国数据要素市场规模及增长情况	8
图 10：国内数据要素市场产业链情况	8
图 11：2022 年中国数据要素市场规模构成	8
图 12：公司数据业务 D-M-P 逻辑和对应财报体现	10
图 13：公司个推 SDK 产品迭代升级：技术保障-智能推送-场景推送	10
图 14：个推用户画像构建的整体流程	11
图 15：公司基础推送业务的累计有效接入应用数、付费应用数情况	11
图 16：公司开发者收入和毛利率情况	11
图 17：公司开发者服务的直接类客户数量和留存率	12

图 18: 公司开发者服务的单客年收入情况	12
图 19: 中国移动互联网月活跃用户规模及用户月人均使用 App 数	12
图 20: 2018-2022 年公司增长服务收入情况 (百万元)	12
图 21: 公司通知栏广告展示案例	13
图 22: 公司效果广告收入、对应客户销售费用及占比情况	13
图 23: 公司增能与风控业务收入和同比增速情况	13
图 24: 公司增能与风控业务的直客数量、单客收入和留存率情况	13
图 25: 公司在数字营销生态中的定位	14
图 26: 公司品牌服务方法论: “数据智能五步法”	14
图 27: 2018-2022 年品牌服务收入结构情况 (百万元)	14
图 28: 2018-2022 年品牌服务直客和代理客户数量、留存率情况	14
图 29: 2018-2022 年公司公共服务收入结构情况 (亿元)	14
图 30: 2018-2022 年公共服务直客和代理客户数量、留存率情况	14
图 31: 公司与浙江高信合作探索智慧高速	15
图 32: 公司与杭州交警合作打造的“数智绿波”产品运行示意图	15
图 33: 中国 (温州) 数安港 “九个一” 工作体系	16
图 34: 大数据联合计算中心模式	16
表 1: 公司部分高管、董事情况	5
表 2: 公司 2023 年限制性股票激励计划的激励对象和比例分配情况	6
表 3: 公司 2023 年限制性股票激励计划的业绩考核目标情况	6
表 4: 国家和地方层面数字经济相关政策梳理	9
表 5: 公司在数据产业的投资布局	15
表 6: 公司盈利预测情况	17
表 7: 可比公司估值表	17

1. 公司概况：起家于移动应用推送服务，专业的数据智能服务商

每日互动聚焦数据智能赛道十余年，公司起家于移动应用推送服务，基于业务中积累的海量数据和深入洞察能力，逐渐构建了移动开发、用户增长、品牌营销、公共管理和智能风控等多领域的数据智能服务生态，形成“数据积累-数据治理-数据应用”的服务生态闭环。

1.1. 公司沿革：基于推送服务积累数据，实现数据变现和数据治理能力开放

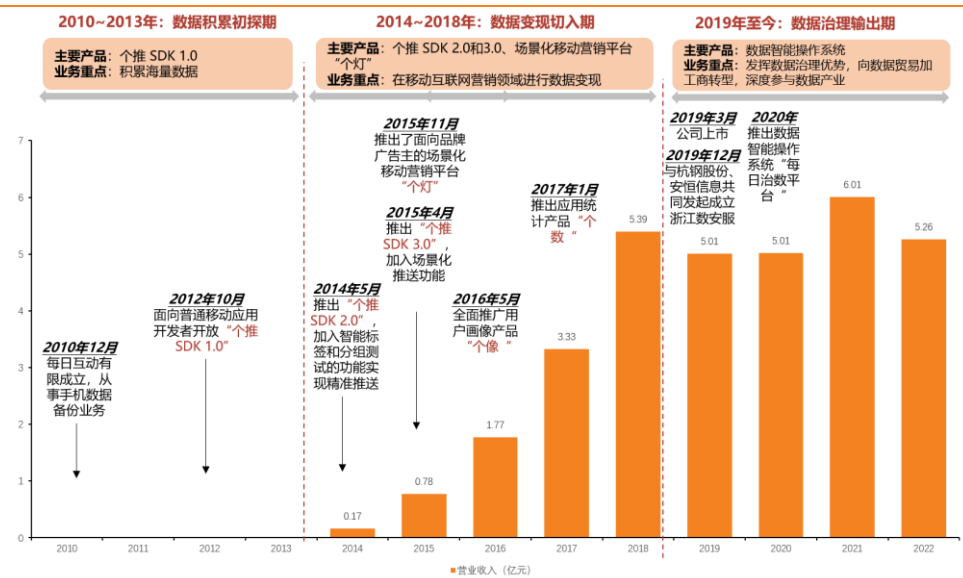
公司成立于 2010 年，成立初始从事手机数据备份业务，2012 年公司开始专注于第三方手机消息推送技术的研发和应用，整体而言公司的业务发展大致经历三个阶段：

(1) 2010~2013 年数据积累初探期：2012 年初公司开始为大客户提供定制推送服务，合作伙伴包括微博、91 助手等。2012 年 10 月公司开始面向普通移动应用开发者开放推送 SDK 即“个推 SDK1.0”。

(2) 2014~2018 年数据变现切入期：2014 年随着公司“个推 SDK”的日均活跃用户数及日均覆盖移动终端数不断增加，基于“个推 SDK”积累的海量数据，公司开始在移动互联网营销领域进行效果广告的变现尝试，于同年 5 月推出“个推 SDK2.0”，2.0 版本的智能标签和分组测试功能，帮助移动应用开发者对特定用户群体实现精准消息推送。2015 年 4 月“个推 SDK3.0”又加入了场景化推送功能，进一步挖掘了用户的场景化特征，丰富数据积累维度。品牌广告方面，2015 年 11 月公司推出面向品牌广告主的场景化移动营销平台“个灯”。

(3) 2019 年至今数据治理输出期：2019 年 3 月公司上市，2020 年公司推出“数据智能操作系统”，实现从数据产品输出向数据治理能力输出的拓展，并在品牌营销、公共服务、数智交通等领域进行落地应用，驱动产业数字化转型。

图 1：公司发展历程：数据积累-数据变现-数据产业深度参与

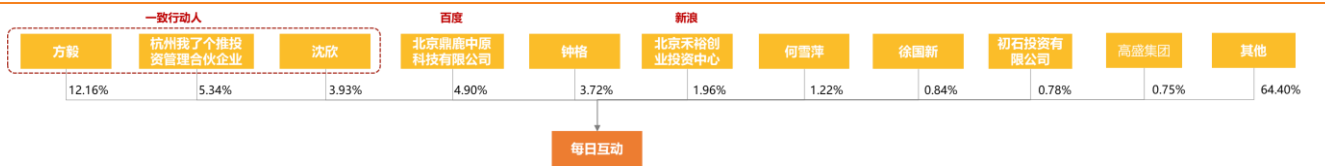


资料来源：公司官网，公司公告，wind，天风证券研究所

1.2. 股权情况和公司治理：创始人为第一大股东，百度、新浪等战略投资

公司创始人方毅直接拥有公司 12.16%的控制权，为第一大股东。股权结构方面，公司创始人方毅与沈欣、我了个推签署了《一致行动协议》，方毅拥有三方股东最终的表决权，合计拥有公司 21.43%的控制权，为公司实控人。百度、新浪自 2011 年起投资公司，百度通过北京鼎鹿中原持有公司 4.9%股权，新浪通过北京禾裕创业投资中心持有公司 1.96%的股份（以上持股比例均根据 23 年一季报）。

图 2：公司股权结构（根据 2023 年一季报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高管团队技术实力雄厚，百度、新浪高管加盟公司董事会。公司核心技术团队多来自微软、IBM 等知名公司，拥有多年的互联网从业经验和丰富的移动互联网行业积累，例如公司首席技术官叶新江，曾任 MSN 中国首席架构师，在大数据处理系统、手机应用开发、无线通信和金融系统等领域都拥有丰富经验。此外，百度、新浪均有高管加入公司董事会，其中陈天为新浪网技术（中国）有限公司技术总监，陈一凡为百度智能云副总裁。

表 1：公司部分高管、董事情况

姓名	职位	人物介绍
方毅	董事长、总经理	浙江大学竺可桢学院特优毕业生，浙江大学计算机科学与技术专业硕士研究生，荣获第二十四届“中国青年五四奖章”，第十届“中国青年创业奖”得主，入选国家“万人计划”科技创业领军人才。2010 年创办每日互动，现系公司董事长、总经理。
叶新江	董事、副总经理、CTO	浙江大学计算机应用专业硕士研究生。曾先后任职于中国工商银行杭州分行、杭州银行、中国移动、爱立信广州研发中心、微软公司。现任公司董事、副总经理、首席技术官。
葛欢阳	董事、副总经理、商业服务业务负责人	杭州师范大学电子信息工程专业毕业生，现任公司董事、副总经理、商业服务业务的负责人，主导商业服务业务开展与团队管理工作。
吕繁荣	董事、副总经理、公共服务业务负责人	浙江大学计算机应用与技术专业硕士研究生，现任公司董事、副总经理、公共服务业务负责人，全面负责公共服务业务的战略制定、业务规划与协同管理工作。
董霖	监事、首席数据官	浙江大学硕士研究生，曾任杭州每日科技有限公司研发工程师。现任公司监事、首席数据官。
陈津来	监事、首席风控官	浙江大学竺可桢学院混合班毕业生，曾任杭州每日科技有限公司工程师、每日互动股份有限公司首席数据官。现任公司监事、首席风控官。
朱剑敏	副总经理、财务负责人	2015 年 9 月前任职于天健会计师事务所（特殊普通合伙）。现任公司副总经理、财务负责人。
桑赫	副总经理、董事会秘书	曾任职于迪安诊断技术集团股份有限公司法务部、证券部，曾任每日互动证券事务总监、商业服务事业群助理总经理。现任公司副总经理、董事会秘书。
陈天	董事	现任新浪网技术（中国）有限公司技术总监，在每日互动担任董事。
陈一凡	董事	现任百度智能云副总裁，在每日互动担任董事。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权激励计划彰显公司发展信心。2023 年 4 月公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）的公告，计划拟向激励对象授予限制性股票 1,200 万股，授予价格为 20.02 元/股，激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干共 215 人，考核业绩目标为 2024/2025/2026 年公司的营收或净利润分别实现同比 2022 年增长不低于 35%/50%/70%。本次股权激励计划同时考核公司层面和个人层面，在深度绑定核心员工的同时有望充分调动员工积极性，也彰显了公司对于长期发展的信心。

表 2：公司 2023 年限制性股票激励计划的激励对象和比例分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划草案公告时公司股本总额的比例
叶新江	董事、副总经理、CTO	30	2.50%	0.0750%
葛欢阳	董事、副总经理	30	2.50%	0.0750%
吕繁荣	董事、副总经理	30	2.50%	0.0750%
朱剑敏	副总经理、财务负责人	25	2.08%	0.0625%
桑赫	副总经理、董事会秘书	7	0.58%	0.0175%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干（210人）		844	70.33%	2.1095%
预留部分		234	19.50%	0.5849%
合计		1,200	100.00%	2.9993%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司 2023 年限制性股票激励计划的业绩考核目标情况

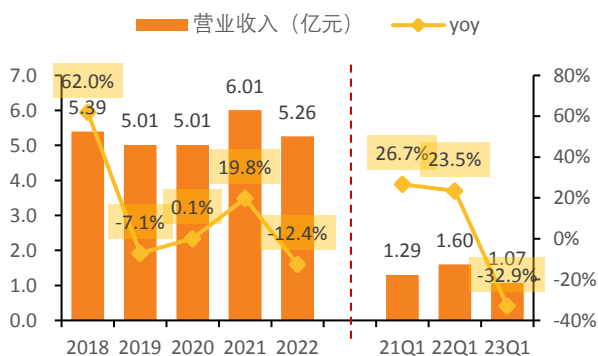
归属安排	业绩考核目标
第一个归属期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 35%；2、以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 35%。
第二个归属期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 50%；2、以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 50%。
第三个归属期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 70%；2、以 2022 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 70%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：业务高毛利率，研发保持高投入

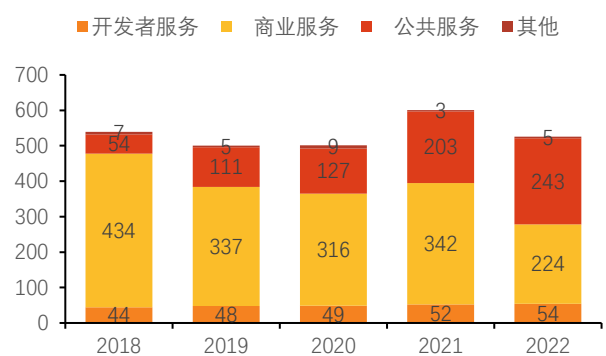
营收整体保持稳定，公共服务收入增长明显。2022 年公司营收同比减少 12%至 5.26 亿元，主要受商业服务收入减少影响，但公共服务收入维持增长态势。2020 年底公司推出新款 SaaS 产品，2021 年合同金额超 7000 万元，客单价实现大幅增长。2016-2022 年公司营收 CAGR 为 19.9%。23Q1 公司营收同比下降 32.9%至 1.07 亿元，主要系商业服务方面，消费复苏后广告主投放预算未全面调整，消费变动影响尚未传导至媒体预期与媒体自身增长预算，公司面向效果广告主的增长服务和面向品牌广告主的品牌服务尚处谷底蓄势待发。从业务结构看，公共服务收入正逐渐成为公司营收结构中的重要一极，2022 年公共服务与商业服务收入基本相当。

图 3：2018-2023Q1 公司营业收入和增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2018-2022 年公司主营业务构成（百万元）

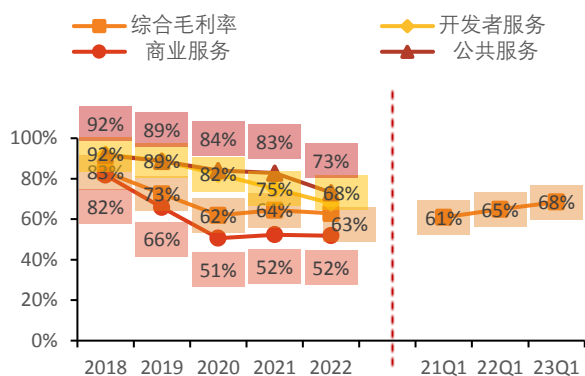


资料来源：公司公告，天风证券研究所

业务具有高毛利率，研发保持高投入。2022 年公司整体综合毛利率为 63%，细分业务中开发者服务和公共服务的毛利率都保持 70%左右的水平，商业服务的毛利率在 50%以上。费用端，近三年公司在研发侧保持高投入，研发费用率达 20%以上。2022 年公司研发费用率

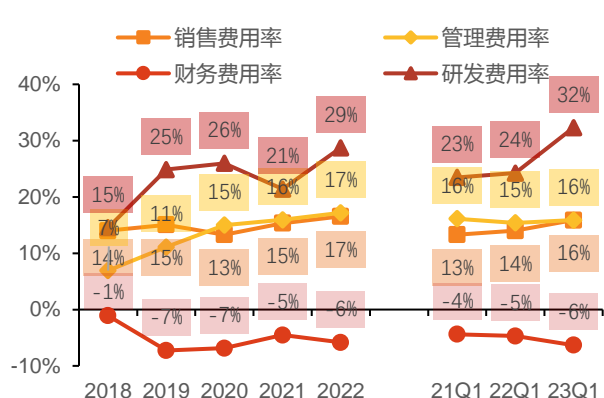
也达到最高值 29%。

图 5：2018-2023Q1 公司毛利率情况



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

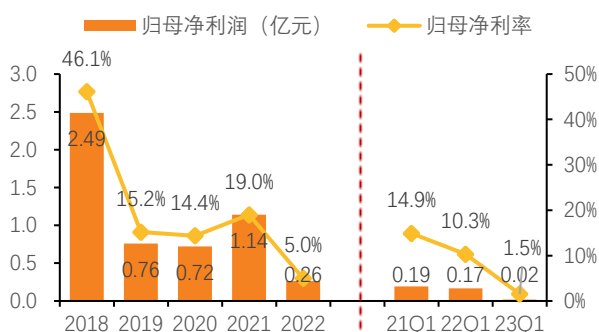
图 6：2018-2023Q1 公司费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

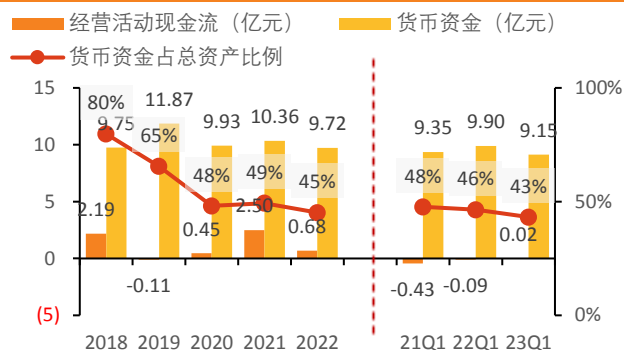
归母净利润有所波动，货币资金较为充沛。公司归母净利润波动性较大，2019 年归母净利润同比下降 69.5%，一方面系 2019 年公司人工及研发投入同比增加 6394 万元，另一方面系公司对代理业务客户上海欢兽的 7300 多万元应收账款全额计提减值损失，对净利润影响达 5507 万元。2022 年公司营收承压，商业服务业务收入下降叠加研发持续高投入，利润端同比下降 77.0%至 0.26 亿元。现金方面，公司经营活动现金流整体保持净流入，账上货币资金充足。

图 7：2018-2023Q1 公司归母净利润和净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2018-2023Q1 公司经营净现金流和货币资金情况

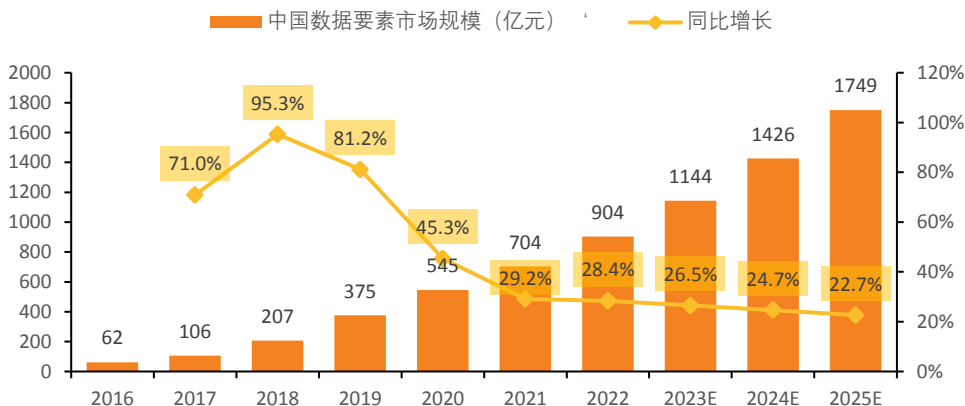


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 行业趋势：数据要素风口已至，数据价值潜能逐渐释放

数据要素市场规模进入高速增长阶段。数据要素市场是指将尚未完全由市场配置的数据要素转向由市场配置的过程，最终目的是形成以市场为根本调配的机制，实现数据流动的价值或者数据在流动中产生价值。根据国家工业信息安全发展研究中心测算，2023 年国内数据要素市场规模将破千亿，2025 年市场规模将达到 1749 亿元，“十四五”期间市场规模复合增速将达到 26.3%，整体进入高速发展阶段。

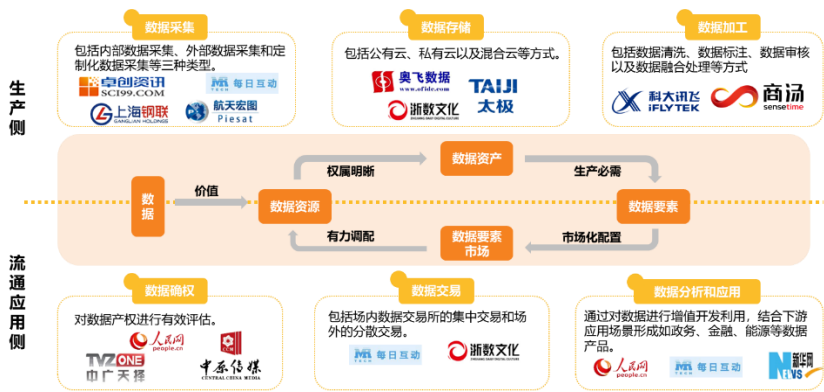
图 9：2016-2025E 中国数据要素市场规模及增长情况



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心《中国数据要素市场发展报告（2021~2022）》，国脉电子政务网，天风证券研究所

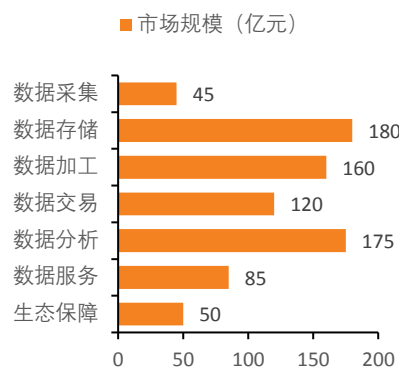
数据采集、存储、加工、确权、交易、分析各环节实现数据价值配置。数据要素市场按照产业链可以划分为生产侧和流通应用侧，具体包括数据采集、数据存储、数据加工、数据确权、数据流通、数据分析和应用，此外还包括资产评估、安全合规评估等第三方服务商和监管机构。根据国家工业信息安全发展研究中心，2022 年数据存储、数据分析、数据加工在数据要素细分环节中规模较大，分别为 180/175/160 亿元。

图 10：国内数据要素市场产业链情况



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，国脉电子政务网，天风证券研究所

图 11：2022 年中国数据要素市场规模构成



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，数字菁英网，天风证券研究所

政策推动数据要素市场完善发展。自 2021 年以来关于数据要素的暖风频吹，2021 年 11 月工业和信息化部发布的《“十四五”大数据产业发展规划》提出到 2025 年，大数据产业测算规模突破 3 万亿元，年均复合增长率保持在约 25%。2022 年 12 月国务院发布的《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》提出以数据产权、流通交易、收益分配、安全治理为主的数据基础制度。2023 年 2 月中共中央、国务院发布《数字中国建设整体布局规划》提出数字中国建设“2522”的整体框架。2023 年 3 月组建国家数据局，解决了国家自上而下的统一组织，改变现有的运行方式、运行结构及建设思维。

各省市也纷纷起草发布数据运营的方案，广东省印发《广东省公共数据管理办法》，杭州

市起草《杭州市公共数据授权运营实施方案（试行）》，深圳市发布《深圳市数据商和数据流通交易第三方服务机构管理暂行办法》，共同推进公共数据授权运营，培育发展数据要素市场。

表 4：国家和地方层面数据经济相关政策梳理

时间	政策名称	出台部门/省市	相关内容
国家层面			
2015 年 8 月	促进大数据发展行动纲要	国务院	推动公共数据资源合理适度开放共享
2016 年 12 月	大数据产业发展规划（2016 - 2020 年）	工业和信息化部	到 2020 年，大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元，年均复合增长率保持 30%左右
2020 年 4 月	关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见	中共中央、国务院	加快培育数据要素市场，数据首次正式被纳入生产要素范围
2020 年 12 月	关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见	发展改革委、网信办、工业和信息化部、能源局	牵引数据生态聚焦发展，形成算力枢纽，优化数据要素流通环境
2021 年 11 月	“十四五”大数据产业发展规划	工业和信息化部	到 2025 年，大数据产业测算规模突破 3 万亿元，年均复合增长率保持在 25%左右
2021 年 12 月	要素市场化配置综合改革试点总体方案	国务院办公厅	完善公共数据开放共享机制，建立健全数据流通交易规则，拓展规范化数据开发利用场景，加强数据安全保护
2022 年 12 月	关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见	国务院	提出以数据产权、流通交易、收益分配、安全治理为主的数据基础制度
2023 年 2 月	数字中国建设整体布局规划	中共中央 国务院	数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”
地方层面			
2022 年 1 月	浙江省公共数据条例	浙江省	对公共数据平台、公共数据共享、公共数据开放与利用等提出相关规定
2022 年 11 月	北京市数字经济促进条例	北京市	推动公共数据和相关业务系统互联互通，支持市场主体探索数据资产定价机制
2022 年 12 月	上海市公共数据开放实施细则	上海市	对公共数据开放清单、分级分类机制、创新利用方式提出相关规定
2023 年 2 月	关于公开征求《杭州市公共数据授权运营实施方案（试行）》（征求意见稿）意见的公告	杭州市	2023 年底前，初步建立公共数据授权运营工作机制，构建授权运营综合评价体系，发布首批授权的公共数据资源目录，完成公共数据授权运营平台搭建，初步形成运营管理、产品定价、收益分配、技术标准等运作模式，实质性开展授权运营工作；2025 年底前，迭代升级公共数据授权运营平台，形成 20 个以上有价值、可推广的数据产品和服务
2023 年 2 月	关于公开征求《深圳市数据产权登记管理暂行办法》（征求意见稿）意见的公告	深圳市	针对数据产权登记行为做进一步规范
2023 年 3 月	深圳市数据交易管理暂行办法、深圳市数据商和数据流通交易第三方服务机构管理暂行办法	深圳市	对数据交易主体类型、数据交易场所运营机构、可交易的数据类型以及如何确保数据交易安全进行了规定，并强调涉及国家秘密、未经依法开放的公共数据和未依法获得授权的个人数据不得交易。

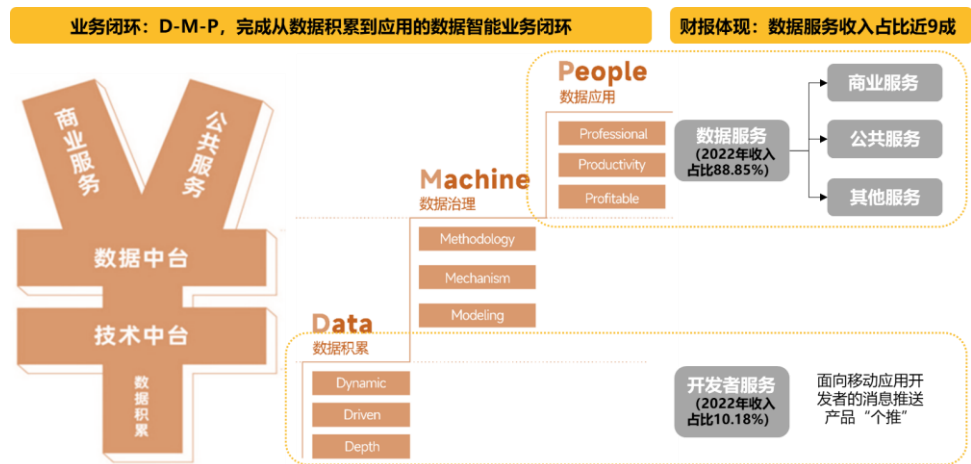
资料来源：中国政府网，国家发展和改革委员会，上海市经济和信息化委员会，深圳市发展和改革委员会，深圳发布公众号等，天风证券研究所

3. 自数-治数-置数战略三步走，顺应行业发展趋势

3.1. 战术：围绕数据智能 Data-Machine-People 三层结构，打造大数据业务闭环

公司在数据智能赛道已经构建起“数据积累-数据治理-数据应用”的服务生态闭环，底层数据积累侧是基于公司在开发者服务中积累的数据以及海量数据的深入洞察，中层数据治理侧公司通过技术中台、数据中台和智能中台提供给上层业务系统以数据服务的能力，上层数据应用侧公司结合数据模型和行业知识，打造产品化、规模化盈利的数据智能应用平台。据公司财报，2022 年公司数据服务收入占比近 9 成，其中约 50%为以移动互联网营销的商业服务收入贡献，公共服务收入增长势头明显。

图 12：公司数据业务 D-M-P 逻辑和对应财报体现

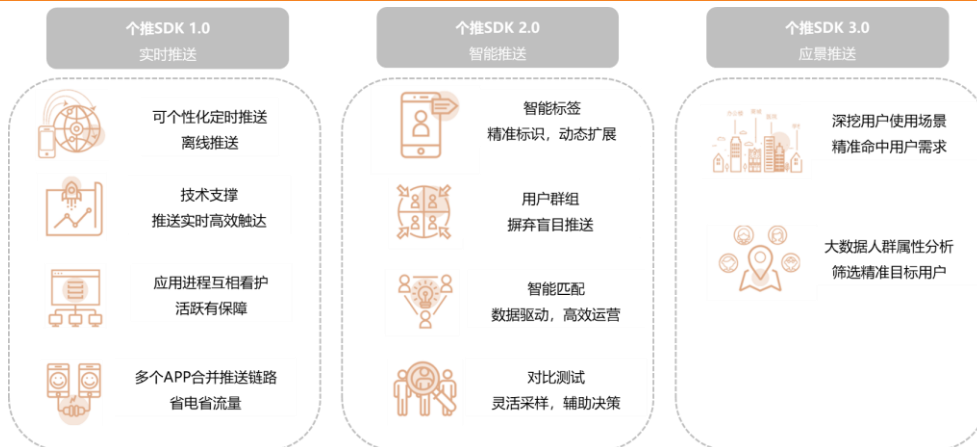


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.1. 开发者服务：数据积累的基石

公司通过向移动应用开发者提供消息推送解决方案，实现数据的动态积累。公司推送产品“个推 SDK”经历十余年的迭代升级，满足移动应用开发者基础推送、智能推送、应景推送需求。2012 年初，公司专注于为大客户提供定制推送服务，合作伙伴包括微博、91 助手等；2012 年 10 月，公司开始面向普通移动应用开发者开放推送 SDK，即“个推 SDK 1.0”，在技术上实现了多个 APP 推送链路的合并，有效减少了电量及流量的消耗，并保障了应用的活跃度。2014 年 5 月，公司推出“个推 SDK 2.0”，通过智能标签和分组测试的功能，帮助移动应用开发者实现消息精准推送。2015 年 4 月，公司推出“个推 SDK 3.0”，实现特定区域内的实时触发性消息推送。

图 13：公司个推 SDK 产品迭代升级：技术保障-智能推送-场景推送



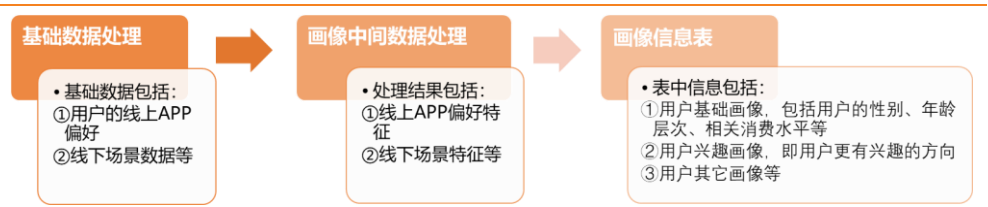
资料来源：公司公告，天风证券研究所

合作厂商广泛，数据底盘稳固。公司推送业务服务的 APP 包括新华社、微博、快手、京东商城、滴滴出行、中国移动咪咕阅读、网易新闻、芒果 TV、招商银行掌上生活等众多有影响力的应用,同时进一步拓展智能家电、智能汽车等 IoT 领域业务。根据公司 2022 年报，开发者服务 SDK 累计安装量突破 950 亿，其中智能 IoT 设备 SDK 累计安装量超 2.5 亿，开发者服务的 SDK 日活跃独立设备数（去重）4 亿。

个像、个数、个验、用户运营平台等 SDK 产品，打造完善服务矩阵和一站式 SaaS 平台。公司为移动应用开发者提供除了基础消息推送之外的用户画像、数据统计、一键认证能力，2021 年开发者服务一站式 SaaS 生态平台升级上线，融合全部矩阵产品，打造开发、运营双视角平台，驱动数智运营。2022 年推出数智化用户运营平台，为客户快速、高效提供更多服务和解决方案，夯实公司数据基础。

公司基于海量数据构建冷、温、热数据标签体系，完善用户画像，为数据应用和数据服务的基石。公司根据数据是否稳定、是否为近期的阶段性数据、是否为实时数据，将搜集积累到的数据打上冷、热、温数据标签。“冷数据”是指用户的基础属性，改变的概率较小，如性别、年龄层次等；“温数据”则可以回溯用户近期活跃的应用和场景，具有一定的时效性；“热数据”是指用户当下的场景及实时的用户行为。在画像构建流程中，个推搜集到的基础数据包括线上 APP 安装和偏好情况、以及线下场景数据，通过机器学习对中间数据进行处理并输出画像信息表。

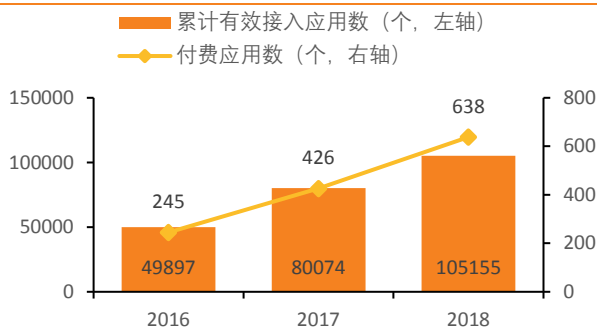
图 14：个推用户画像构建的整体流程



资料来源：个推技术实践公众号，天风证券研究所

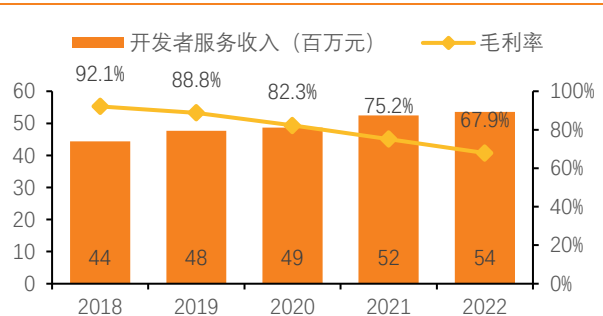
基础推送以免费客户为主，收入端较为稳定。公司的基础推送业务客户大部分为免费客户，2018 年累计有效接入应用数超 10 万个，付费应用数为 638 个。付费模式根据用户量日联网峰值作为结算依据，一般与客户签订一个封顶值，每月按封顶值确认收入，如唯品会用户峰值在 250-500 万，价格测算为 8 万元/月（数据来自于招股说明书）。收入端来看，开发者服务收入较为稳定，2019-2022 年基本保持在 5000 万左右，毛利率在 70%左右。

图 15：公司基础推送业务的累计有效接入应用数、付费应用数情况



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

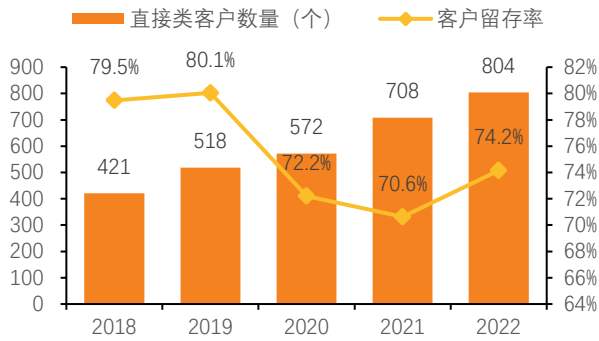
图 16：公司开发者收入和毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

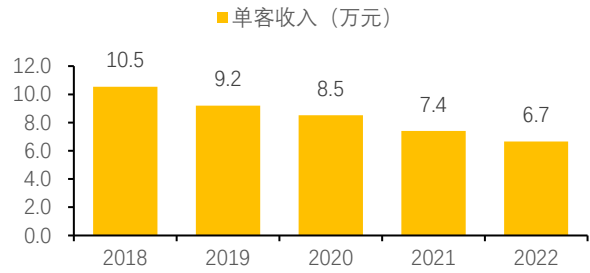
拆解量和价来看，付费客户数保持增长态势，而单客收入有所减少。公司的开发者服务基本为直接类客户，2022 年付费用户达 804 个，2018-2022 年 CAGR 为 17.6%，保持稳定增长。单客年支出呈现下降趋势，主要因公司基础推送主要以日联网峰值作为标准阶梯收费，头部应用逐渐接入公司 SDK 后，后续接入应用带来的边际效益递减。

图 17：公司开发者服务的直接类客户数量和留存率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司开发者服务的单客年收入情况



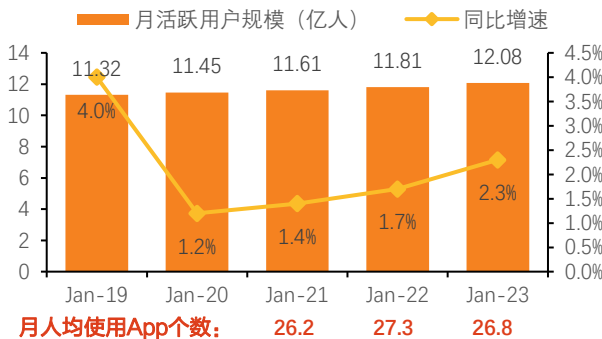
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 商业服务：以互联网营销为主要变现方式

增长服务：以轻推送和效果广告为主，数据智能驱动的效果广告为收入的主要部分

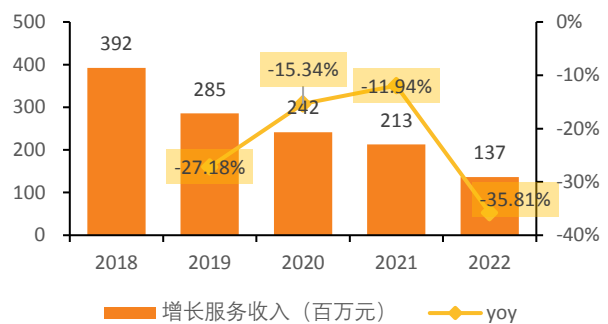
顺应行业发展变化，增长服务向以效果广告为主的业务结构转变。近年来国内互联网增量红利见顶，根据 QuestMobile，2023 年 1 月全网用户规模为 12.08 亿，同比增速延续低个位数水平，而用户的月人均使用 App 个数超 26 个，争夺互联网时代下用户稀缺的注意力。根据《2023 移动 App 卸载现状报告》，截至 2022 年 10 月，App 卸载率仍处于高位在 50% 左右。在此背景下我们认为，互联网行业需求有可能发生改变，从关注 DAU 到更加关注存量市场的精细化运营，相应的考核或将由 DAU 逐步过渡到用户使用时长、可展示广告数量、广告预算的 ROI（投入产出比），从而促使投放“效果”收费的效果广告业务的需求更加强烈。

图 19：中国移动互联网月活跃用户规模及用户月人均使用 App 数



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 20：2018-2022 年公司增长服务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司效果广告主要以通知栏广告为展示途径，客户包括百度、新浪、唯品会等。公司的通知栏广告展示需要向移动应用开发者采购推送通道，成本端按消息条数支付费用，收入端按照有效唤醒数（CPA）、有效销售额（CPS）等指标进行结算。比如公司与百度及其关联方的效果广告合作，主要是基于百度搜索的 CPS 分成收入，公司展示包含百度“热词”的百度搜索页面，获取百度“热词”搜索结果展示为百度带来的广告收入分成。公司与唯品会的合作模式则是，公司通过通知栏广告等精准营销形式为唯品会带来有效订单，继而按有效订单金额收取一定比例分成。从公司招股书披露情况看，公司效果广告收入占百度、新浪、唯品会主要客户的销售费用比例相对较低。

图 21：公司通知栏广告展示案例



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 22：公司效果广告收入、对应客户销售费用及占比情况

单位：百万元		2016	2017	2018
百度	公司效果广告收入	21.9	9.6	27.0
	流量获得成本	10,373	9,657	11400
	占比	0.21%	0.10%	0.24%
新浪	公司效果广告收入	10.1	1.1	-
	销售费用	1,029	1,800	-
唯品会	公司效果广告收入	8.4	21.6	11.5
	销售费用	2,838	2,979	3240.45
	占比	0.29%	0.73%	0.35%

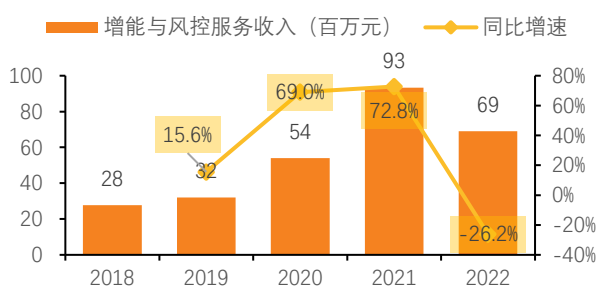
资料来源：公司招股书，百度财报，wind，天风证券研究所

增能与风控服务：赋能商业化，风控业务拓展金融客户群体

公司增能服务提高客户广告匹配效率，风控业务拓展金融服务场景。增能业务中，公司通过技术输出和大数据为媒体平台等客户的商业化增能，助力打造良性广告营销生态，提升媒体平台转化率，帮助客户有效识别用户的潜在价值，降低无效广告匹配，提升其广告投放计划触达率和成效。风控业务中，公司联手行业合作伙伴为金融行业提供智能分析决策服务和全周期整体化产品解决方案，公司向生态伙伴提供数据中间件，生态伙伴直接面向市场提供产品和解决方案，相关服务和解决方案已在多家大型国有银行、商业银行以及大型持牌消金机构等落地应用。

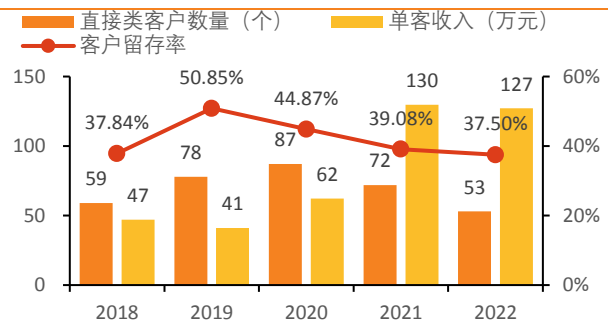
业务收入快速增长，单客收入提升趋势明显。公司增能与风控业务 2020 和 2021 年均保持约 70% 的高速增长，主要由单客收入提升带动。2022 年直客数量同比降低 26.4% 至 53 个，单客收入小幅下降。

图 23：公司增能与风控业务收入和同比增速情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司增能与风控业务的直客数量、单客收入和留存率情况



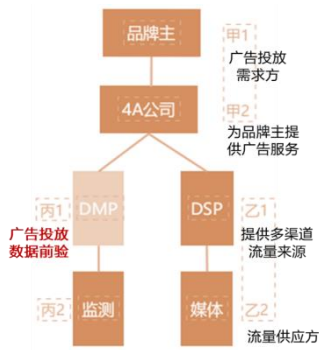
资料来源：公司公告，天风证券研究所

品牌服务：数据驱动的第三方 DMP，提供数据前验服务

公司在数字营销产业链中为第三方 DMP 角色。公司专注于以第三方 DMP 为核心的数据服务体系，实现在广告投放之前帮助品牌主做用户洞察、流量筛选，收费模式则以品牌广告主数字化投放的金额为基数，公司按一定的比例收费。公司以“数据智能五步法”作为业务开展方法论，通过对样本人群的线上线下兴趣偏好进行洞察、端详，并使用机器学习算法搭建预测购买模型，同时进行相似扩量，帮助品牌主从全网用户中快速找到高潜力购买人群，挖掘高价值用户，实现 20% 的预测人群覆盖 80% 的购买人群。

品牌服务生态深度布局，静待花开。公司和明略合资设立浙江明日数据智能有限公司，和酷开合资设立爱易迅，以打通电视机和手机的数据，未来将在智能家庭的用户体验、广告触达等方面进行探索。此外，公司投资程序化广告服务商数因科技、国内最大的品牌广告主 CDP 服务商之一嗨普智能。

图 25：公司在数字营销生态中的定位



资料来源：公司公告，天风证券研究所

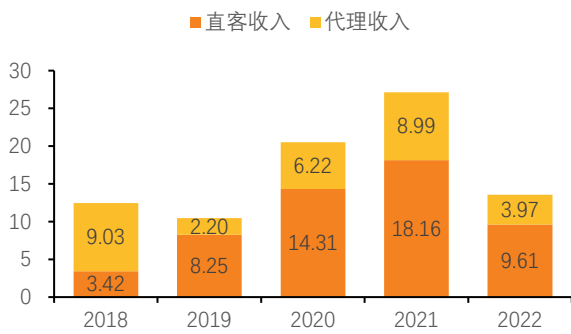
图 26：公司品牌服务方法论：“数据智能五步法”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

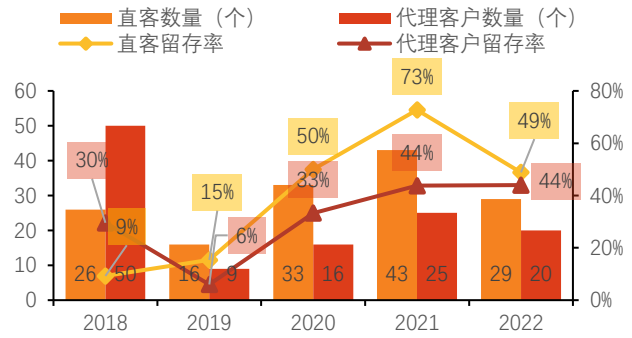
品牌服务收入以直客为主，客户数量和留存情况稳步提升。2022 年公司品牌服务收入中直客贡献超七成，2022 年品牌服务留存率有所下降，主要系品牌服务客户所在重点城市受外部环境影响开工率不足，公司相应业务拓展与深耕受到阶段性阻碍。

图 27：2018-2022 年品牌服务收入结构情况（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2018-2022 年品牌服务直客和代理客户数量、留存率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

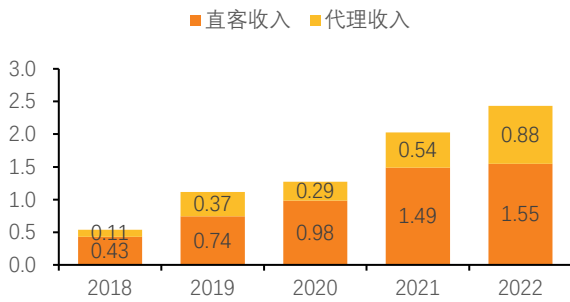
3.1.3. 公共服务：治数能力输出，增长势头迅猛

以 SaaS 产品和项目制为业务主线，对外输出治数能力。公司的公共服务开展围绕三条业务主线：两款 SaaS 产品，以及一个基于数据智能操作系统 DiOS 的项目制业务。

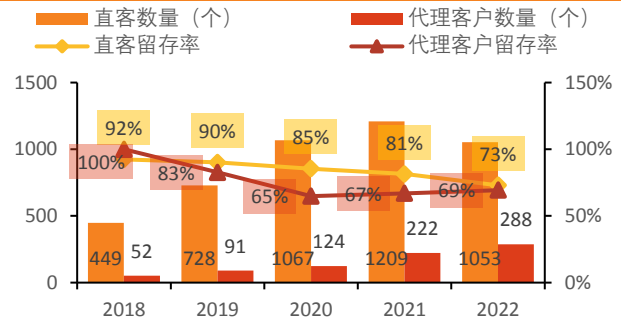
新老 SaaS 产品组合拳，扩大客户覆盖。公司于 2020 年底推出新款 SaaS 产品，截至 2021 年底，新 SaaS 产品全国覆盖 200 余家区县客户，2021 年合同金额超 7,000 万，客单价较老 SaaS 产品大幅增长。2022 年公司公共服务直接类客户数量同比减少 12.9% 达 1053 个，代理类客户同比增长 29.7% 至 288 个。截至 2022 年底，公司公共服务累计覆盖全国超 2,700 个区县。新老产品运用产品优势和渠道优势相互促进，形成产品的组合拳，不断扩大客户覆盖。从收费模式上看，新老 SaaS 产品均为预付费制，现金流相对较好，续费率持续稳健。

图 29：2018-2022 年公司公共服务收入结构情况（亿元）

图 30：2018-2022 年公共服务直客和代理客户数量、留存率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

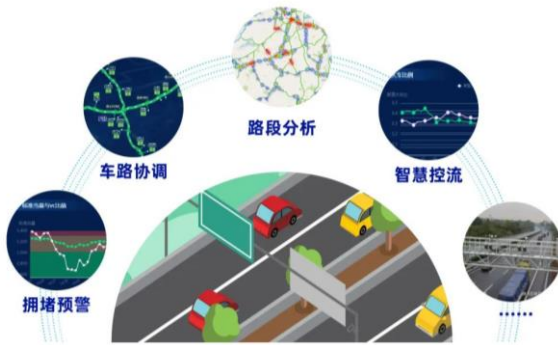


资料来源：公司公告，天风证券研究所

治数能力产品化，基于 DiOS 系统拓展项目制业务。公司将多年积累的治数能力产品化，打造的数据智能操作系统 DiOS 提供一系列简单易上手的数据治理和分析工具，实现统一的数据归集汇聚、资产化管理和加工等工作。项目实施中要求将客户 70% 的需求落地做到标准化，以确保较快的交付速度，20% 是轻量化部署，10% 是本地化人工服务。目前公司已在品牌营销、城市治理、智慧高速等领域落地应用。

- 智慧高速方面，公司与浙江高信合作等相关单位和机构携手开展智慧高速领域的数智实践，通过对高速数据的深度挖掘和可视化展现，实现对高速交通全局态势的实时感知以及对局部路段路况的实时查询、分析；针对高速匝道等事故多发以及易拥堵路段，运用 AI 算法实现提前预判和事前预警，促进路网流量合理分布等。
- 智慧交通方面，公司研发的数智绿波产品深度赋能杭州公安交警绿波带建设，通过大数据分析和智能算法建模，协助交通管理部门实现杭州 200 多条道路的实时绿波调控和信号灯优化配时，平峰时期平均车速可提升 20% 左右。公司智慧交通的解决方案已在杭州、温州、湖州等地市快速落地，并收获良好反馈。

图 31：公司与浙江高信合作探索智慧高速



资料来源：西湖大学城公众号，天风证券研究所

图 32：公司与杭州交警合作打造的“数智绿波”产品运行示意图



资料来源：每日互动公众号，天风证券研究所

3.2. 战略：前瞻布局，积极参与共建数据要素产业生态

基于自身业务外延需求，连接数据智能完整生态。公司围绕“D-M-P”三层业务逻辑，结合业务延伸的发展需求，通过投资并购的方式增进产业协同宽度和深度。数据积累方面，公司与泰尔卓信、数智鑫源等共同搭建数字化基础设施，DCloud 在小程序端开发者服务能力、深圳爱易迅在 OTT 端的能力丰富了公司开发者服务能力的外延；数据应用方面，在智慧城市与智慧交通领域，公司投资参股成都美幻、云途科技、杭州元凡、浙江有数、浙江高信等生态伙伴，与公司公共服务合作输出对外服务能力。在金融与数字经济场景，公司与浙江有数深度服务于政府、金融等行业客户的产品与解决方案；公司为云真信输出数据中间件，云真信为公司拓展业务场景的边界，双方联手创新金融风控产品与解决方案，实现了业务的规模化。

表 5：公司在数据产业的投资布局

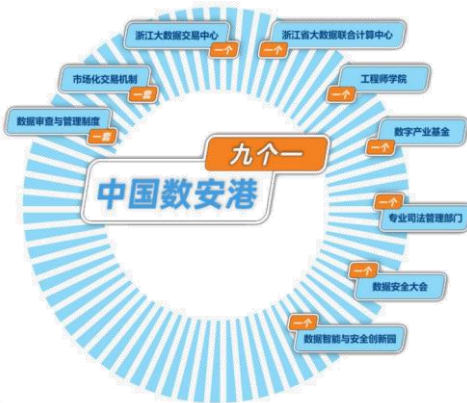
投资企业	主要业务	投资时间	持股比例	具体业务成果
------	------	------	------	--------

泰尔卓信	科技推广和应用服务	2021年11月	66.67%	推出卓信 ID 和推必安文本检测工具
数智鑫源	科技推广和应用服务	2021年12月	51.54%	共同起草 SDK 安全标准
Dcloud	软件和信息技术服务	2018年	13.66%	W3C 会员、中国 HTML5 产业联盟发起单位，产品包括 Hbuilder (900 万开发者在用的 IDE)、uni-app (多端开发框架)、围绕开发工具的配套运营变现工具等
深圳爱易迅	软件和信息技术服务	2020年9月	29%	专注于家庭场景营销数据和技术的研究，实现跨设备的用户画像打通
成都美幻	灾害预警	2021年2月	2.90%	参与构建了中国首个手机地震监测预警网、着力构建面向地震的地下云图网
云途科技	智慧道路	2021年6月	7.28%	“道路健康码”和“道路卫士”已在浙江杭州、绍兴、温州、衢州等多个城市开展运营服务
杭州元凡	图像和音视频技术方案服务商	2020年12月	67.69%	研发美颜滤镜、智能贴纸等图像增强 SDK；基于自研算法和深度学习神经网络开发，公司的图像检测、识别、跟踪、处理算法均已达到国际领先水平，服务了聚美优品、蘑菇街、天翼云盘等知名客户
浙江有数	数据智能应用服务商	2019年8月	8.67%	政府数字化转型的重要伙伴，积极服务“最多跑一次”、“亩均论英雄”、“郡县数治”的数据服务已覆盖浙江省多个地市并已开拓全国市场。
浙江高信	智慧交通	2020年6月	10%	智慧交通一站式服务商，业务涉及公路交通、轨道交通、城市交通、航空航运领域，提供解决方案、智能产品和数据应用等服务，拥有发展智慧交通产业较为完整的资质条件、业务体系与技术团队
云真信	智能分析决策服务	2019年12月	16%	与公司联手创新金融风控产品与解决方案
数安公司	数据安全服务	2019年12月	22.8%	打造“中立国”数据安全联合计算平台，致力于创造更安全的数据服务环境

资料来源：公司公告，泰尔卓信官网，Dcloud 官网等，天风证券研究所

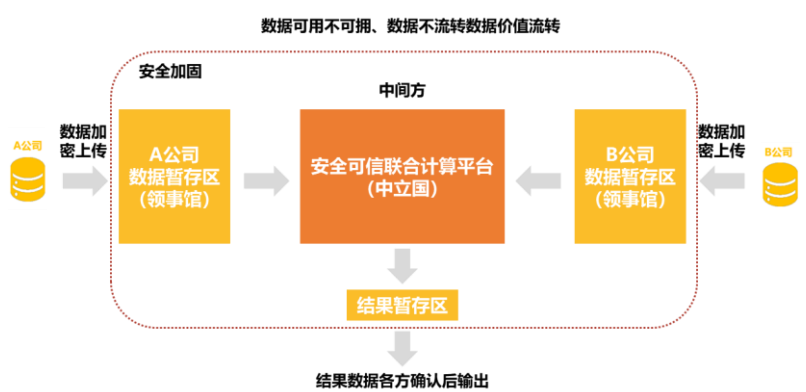
深度参与数字新基建，首倡大数据联合计算中心模式，向数据加工贸易商角色转变。公司作为企业力量之一，是大数据联合计算模式的首倡者和数安港数据智能产业建设者，积极推动中国（温州）数安港重要基础设施——浙江省大数据联合计算中心的建设。大数据联合计算中心采用“中立国”模式，通过多方中介计算等创新的技术，把多方数据搬到第三方联合计算平台，最终计算结果输出，原始数据删除，实现数据可用不可拥，安全可见又可验，保障数据价值的安全有序合规流转。

图 33：中国（温州）数安港“九个一”工作体系



资料来源：中国数安港公众号，天风证券研究所

图 34：大数据联合计算中心模式



资料来源：个灯公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

开发者服务：我们预计公司 2023~2025 年开发者服务收入同比增速分别为 2.5%/2.3%/2.0%。

商业服务：1) 增长服务：考虑到经济稳步复苏带动广告主预算回暖，广告业务盈利能力或有提升，我们预计公司 2023~2025 年增长服务收入同比增速分别为 12.6%/20.2%/5.0%，毛利率为 33%/33.2%/33.4%；2) 增能与风控服务：考虑到公司在金融的数智化应用和解决方案上积极推进，我们预计公司 2023~2025 年增能与风控服务收入同比增速分别为

5.4%/15.0%/35.0%，毛利率为 83%/83%/83%；3）品牌服务：考虑到公司在数字营销中 DMP 角色相对稀缺性，以及公司拥有的独特数据能有效补充广告主自有数据，我们预计公司 2023~2025 年品牌服务收入同比增速分别为 26.8%/30.8%/25.8%，毛利率为 82%/82.2%/82.4%。

公共服务：考虑到公司新 SaaS 产品推出有望持续拓展客户，以及项目制合同的高客单价，我们预计公司 2023~2025 年公共服务收入同比增速分别为 37.4%/10.8%/4.7%，项目制下盈利能力小幅降低，毛利率为 72.8%/72.5%/72%。

综上，我们预计公司 2023~2025 年营收为 6.32/7.17/7.80 亿元，同比增长 20.3%/13.4%/8.8%；实现归母净利润 0.65/1.04/1.33 亿元，同比增长 146.3%/60.1%/27.8%，对应 5 月 26 日收盘价的 PE 分别为 106x/66x/52x。考虑到数字要素产业政策利好、公司深耕数据服务领域多年的优势，公司数据治理能力商业价值有望充分释放，给予公司“增持”评级。

表 6：公司盈利预测情况

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	600.53	525.90	632.49	717.19	780.11
开发者服务	52.42	53.54	54.88	56.15	57.27
yoy (%)	7.7%	2.1%	2.5%	2.3%	2.0%
毛利率 (%)	75.1%	67.9%	70.0%	72.8%	73.0%
增长服务	212.83	136.62	153.83	184.90	194.15
yoy (%)	-11.9%	-35.8%	12.6%	20.2%	5.0%
毛利率 (%)	33.1%	30.6%	33.0%	33.2%	33.4%
增能与风控服务	93.41	68.94	72.66	83.56	112.80
yoy (%)	72.8%	-26.2%	5.4%	15.0%	35.0%
毛利率 (%)	88.3%	85.4%	83.0%	83.0%	83.0%
品牌服务	27.15	13.57	17.21	22.51	28.32
yoy (%)	32.2%	-50.0%	26.8%	30.8%	25.8%
毛利率 (%)	81.7%	83.7%	82.0%	82.2%	82.4%
公共服务	202.82	243.09	333.91	370.07	387.56
yoy (%)	59.2%	19.9%	37.4%	10.8%	4.7%
毛利率 (%)	82.8%	73.2%	72.8%	72.5%	72.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：可比公司估值表

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
广告营销											
002027.SZ	分众传媒	937.3	94.2	129.5	149.3	27.9	47.7	58.7	34	20	16
300058.SZ	蓝色光标	257.8	366.8	439.1	500.7	-21.8	6.5	7.9	-	40	33
603825.SH	华扬联众	33.7	85.0	-	-	-6.5	-	-	-	-	-
002131.SZ	利欧股份	153.3	202.7	233.9	259.0	-4.4	5.7	7.6	-	27	20
002878.SZ	元隆雅图	37.4	32.9	27.3	32.5	1.7	1.9	2.2	22	20	17
600556.SH	天下秀	125.6	41.3	47.0	56.0	1.8	2.7	4.0	70	46	31
605168.SH	三人行	123.5	56.5	78.6	101.1	7.4	10.3	13.2	17	12	9
301102.SZ	兆讯传媒	65.9	5.8	8.4	11.0	1.9	3.3	4.3	34	20	15
平均值									35	26	20
数据服务											
300738.SZ	奥飞数据	98.1	11.0	14.5	19.1	1.7	2.2	3.2	59	46	30
300229.SZ	拓尔思	238.4	9.1	12.7	16.2	1.3	2.8	3.6	187	85	66

000977.SZ	浪潮信息	605.7	695.3	826.9	971.0	20.8	26.5	32.9	29	23	18
平均值									92	51	38
300766.SZ	每日互动	68.7	5.3	6.3	7.2	0.3	0.6	1.0	261	106	66

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所 注：市值和预测数据根据 wind 5 月 25 日一致预期，每日互动盈利数据为天风证券研究所预测。

5. 风险提示

(1) 宏观环境风险。公司的业务受宏观经济发展态势影响，消费行业复苏与发展前景中存在的确定性将直接影响广告相关业务板块业绩表现。

(2) 数据安全风险。公司数据业务需要积累了覆盖大量终端和用户的相关数据，若公司遭受恶意软件、病毒影响或黑客攻击，公司信息系统正常运行过程将被影响，信息数据资源有可能面临泄露和损失。

(3) 核心技术人员和技术人才流失的风险。公司当前多项产品和技术正处于研发阶段，若出现核心技术人员和技术人才流失，则会对公司经营产生不利影响。

(4) 测算中的主观性风险。对公司的数据测算和内容分析包含分析师主观因素，可能存在测算过程中相关的主观性偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,035.74	971.80	814.90	1,111.75	870.81
应收票据及应收账款	169.57	129.43	307.43	148.47	344.28
预付账款	47.87	26.73	93.73	38.28	93.55
存货	8.58	5.52	11.46	7.37	13.00
其他	89.66	94.37	114.15	110.94	124.97
流动资产合计	1,351.42	1,227.86	1,341.67	1,416.81	1,446.62
长期股权投资	207.41	253.34	253.34	253.34	253.34
固定资产	36.73	29.81	26.27	13.27	12.53
在建工程	265.06	391.43	476.68	536.68	576.68
无形资产	166.53	173.51	164.00	154.25	144.24
其他	73.44	74.47	56.40	64.29	63.97
非流动资产合计	749.18	922.56	976.69	1,021.82	1,050.76
资产总计	2,101.48	2,151.03	2,318.36	2,438.63	2,497.38
短期借款	0.00	0.00	100.00	80.00	50.00
应付票据及应付账款	104.32	86.10	87.85	134.46	106.39
其他	127.24	124.68	237.55	257.41	250.75
流动负债合计	231.56	210.78	425.39	471.87	407.14
长期借款	22.03	111.78	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.38	9.46	7.62	9.49	8.85
非流动负债合计	33.41	121.24	57.62	59.49	58.85
负债合计	365.78	415.41	483.01	531.36	466.00
少数股东权益	48.61	52.12	56.26	61.88	69.07
股本	400.10	400.10	400.10	400.10	400.10
资本公积	813.10	799.05	799.05	799.05	799.05
留存收益	603.61	610.29	675.03	763.15	875.80
其他	(129.71)	(125.94)	(95.08)	(116.91)	(112.64)
股东权益合计	1,735.70	1,735.62	1,835.35	1,907.27	2,031.38
负债和股东权益总计	2,101.48	2,151.03	2,318.36	2,438.63	2,497.38

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	121.44	28.96	64.74	103.67	132.53
折旧摊销	40.75	38.81	32.79	27.76	15.74
财务费用	0.74	(19.40)	(23.50)	(24.89)	(26.55)
投资损失	(27.69)	(0.46)	(15.00)	(18.00)	(20.00)
营运资金变动	114.22	(17.25)	(203.68)	283.43	(303.42)
其它	0.41	37.67	11.59	10.72	12.77
经营活动现金流	249.87	68.34	(133.06)	382.69	(188.93)
资本支出	183.30	207.82	106.84	63.13	45.63
长期投资	6.02	45.92	0.00	0.00	0.00
其他	(208.82)	(986.58)	(211.76)	(118.33)	(79.24)
投资活动现金流	(19.50)	(732.84)	(104.91)	(55.20)	(33.61)
债权融资	(31.37)	134.96	50.21	7.74	(1.51)
股权融资	(104.61)	(10.28)	30.86	(38.38)	(16.88)
其他	(56.42)	(44.96)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(192.40)	79.73	81.07	(30.64)	(18.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	37.98	(584.77)	(156.90)	296.85	(240.93)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	600.53	525.90	632.49	717.19	780.11
营业成本	213.42	195.33	225.80	258.77	277.44
营业税金及附加	3.07	2.98	3.23	3.67	3.99
销售费用	92.10	87.03	99.93	107.58	115.46
管理费用	95.65	90.37	99.93	100.41	101.41
研发费用	128.43	151.08	169.51	172.13	179.42
财务费用	(27.12)	(30.75)	(23.50)	(24.89)	(26.55)
资产/信用减值损失	(6.50)	(5.56)	(3.30)	(1.51)	(0.87)
公允价值变动收益	5.15	4.92	7.46	4.10	4.31
投资净收益	27.69	0.46	15.00	18.00	20.00
其他	(63.16)	(8.47)	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.81	38.51	76.73	120.13	152.37
营业外收入	0.26	0.01	0.01	0.01	0.01
营业外支出	3.19	4.76	5.00	5.25	5.51
利润总额	128.88	33.76	71.74	114.89	146.87
所得税	7.44	4.79	2.87	4.60	5.87
净利润	121.44	28.96	68.87	110.29	140.99
少数股东损益	7.36	2.68	4.13	6.62	8.46
归属于母公司净利润	114.08	26.29	64.74	103.67	132.53
每股收益(元)	0.29	0.07	0.16	0.26	0.33

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	19.76%	-12.43%	20.27%	13.39%	8.77%
营业利润	65.62%	-70.78%	99.25%	56.56%	26.84%
归属于母公司净利润	58.48%	-76.96%	146.28%	60.14%	27.84%
获利能力					
毛利率	64.46%	62.86%	64.30%	63.92%	64.43%
净利率	19.00%	5.00%	10.24%	14.46%	16.99%
ROE	6.76%	1.56%	3.64%	5.62%	6.75%
ROIC	15.00%	1.03%	6.30%	8.28%	14.20%
偿债能力					
资产负债率	17.41%	19.31%	20.83%	21.79%	18.66%
净负债率	-54.39%	-44.70%	-32.27%	-47.52%	-34.13%
流动比率	4.07	4.18	3.15	3.00	3.55
速动比率	4.04	4.16	3.13	2.99	3.52
营运能力					
应收账款周转率	3.09	3.52	2.90	3.15	3.17
存货周转率	79.39	74.57	74.47	76.17	76.61
总资产周转率	0.29	0.25	0.28	0.30	0.32
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.07	0.16	0.26	0.33
每股经营现金流	0.62	0.17	-0.33	0.96	-0.47
每股净资产	4.22	4.21	4.45	4.61	4.90
估值比率					
市盈率	60.18	261.18	106.05	66.22	51.80
市净率	4.07	4.08	3.86	3.72	3.50
EV/EBITDA	19.88	17.58	68.84	47.09	42.68
EV/EBIT	22.76	21.37	108.35	60.58	47.97

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com