

Cricut: 从传统小众单品到高成长新潮消费品的经典案例

——Cricut 首次覆盖报告

报告要点:

● “市场广阔、产品多元、生态闭环” 共助 Cricut 成为潮流

Cricut 是一家 1969 年成立的引领北美个性化创作潮流的 DIY 制作企业，其在 2014 年通过产品形态的深度变革，将传统手工艺品与北美市场 DIY 生态完美结合，走上了产品高速扩张之路。Cricut 产品潜在市场规模大，当前全球市场渗透率仅 3.3% (SAM)，在美国和加拿大市场渗透率也仅有 5.1% (SAM)。同时 Cricut 搭建多元产品矩阵以满足不同客户需求并且通过集产品、订阅、社媒与社群等要素于一体完美打造属于自身的生态闭环，在吸引新用户的同时亦增强了用户粘性，提升客户体验。

● 从新型消费模式视角：Cricut 仍有良好的成长潜质

我们认为新消费模式是在具有广阔市场空间的大环境下应运而生，公司本身具有强大的运营能力与产品竞争力，同时兼具较好的社交属性与产品延展性的消费模式。Cricut 所属行业拥有广阔的市场空间，在社交属性、公司经营、产品竞争力以及延展性上具有比较优势，总体上具有良好的成长潜质；但在消费频率和渠道水平上相对比较一般，需要公司在耗材、内容等高消费领域补足短板。

● Cricut 后续发展或将推动盈趣科技维持高景气度

Cricut 自身所打造的生态闭环将继续受益于本次疫情的催化作用从而使得其后续营收仍能维持在较高水平。Cricut 后续若能继续保持良性发展也将带动盈趣科技业绩维持高景气度。同时从理论关系上看：1. Cricut 所处的消费品成长周期决定上游制造业企业的产品订单周期的成长曲线。2. 盈趣科技的业绩由 Cricut 的用户扩张速度的边际变化决定，等于后者的用户规模曲线的导数。因此，如果我们假设 Cricut 的估值水平与其业绩增速高度相关，则盈趣科技的业绩加速成长周期中 Cricut 可能迎来估值提升。

● 投资建议与盈利预测

预计 Cricut 2021-2023 年营收分别为 14.79 亿美元/19.32 亿美元/25.64 亿美元，同比增长 54%/31%/33%，净利润分别为 2.43 亿美元/3.23 亿美元/4.53 亿美元，同比增长 57%/33%/40%。截至 2021 年 5 月 7 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.10/1.46/2.05 美元，PE21/16/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

订阅用户增长不及预期，新品孵化不及预期，汇率超预期波动

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万美元)	486.55	959.03	1,478.93	1,932.03	2,564.00
收入同比(%)	43.19%	97.11%	54.21%	30.64%	32.71%
净利润(百万美元)	39.21	154.58	243.30	323.21	452.84
净利润同比(%)	42.94%	294.22%	57.40%	32.84%	40.11%
每股收益(美元)	N/A	0.74	1.10	1.46	2.05
市盈率(P/E)	N/A	25.40	20.84	15.69	11.20

资料来源: Wind, 国元证券研究所

买入|首次评级

当前价/目标价: 20.53 美元/27.94 美元

目标期限: 12 个月

基本数据

52 周最高/最低价(美元): 27.35/14.88

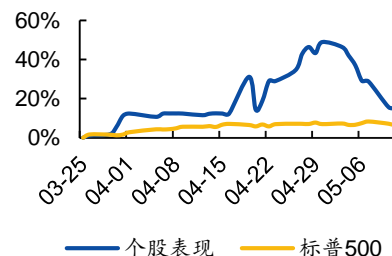
流通股(百万股): 15

总股本(百万股): 221

流通市值(百万美元): 310

总市值(百万美元): 4500

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 邢瀚文

执业证书编号 S0020520010001

电话 021-51097188-1833

邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

联系人 徐偲

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 许元琨

邮箱 xuyuan@gyzq.com.cn

目 录

1. Cricut 如何从名不见经传到成为潮流	4
1.1 择选优质赛道，市场前景广阔	6
1.2 多元产品矩阵覆盖客户多场景需求	7
1.3 打造生态闭环提升客户体验	14
2. 他山之石——从其他新型消费模式看 Cricut 还能走多远	16
2.1 Cricut 是否能成为下个“欧美 POP MART”	16
2.2 对其他新型消费模式的分析总结	21
3. Cricut 后续发展对盈趣科技的影响几何	23
4. 投资建议与盈利预测	26
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: Cricut 发展历程	4
图 2: 家用雕刻机产品及应用场景	5
图 3: 雕刻机耗材适用范围广泛	5
图 4: Cricut 收入结构变化趋势	5
图 5: 三类产品对营收增长贡献拆分	5
图 6: Cricut 三类产品毛利率变化趋势	6
图 7: Cricut 毛利率变化情况	6
图 8: 精致并充满美感的 DIY 制品充分满足了女性消费者的潜在需求	6
图 9: Cricut 潜在市场规模	7
图 10: Cricut 市场渗透率情况	7
图 11: Cricut 产品操作简单易懂	8
图 12: Amazon 剪切及压花产品畅销排名(2021.4.27)	12
图 13: 用户使用 Cricut Joy 产品基本花费测算	13
图 14: Cricut Joy 在 Amazon 上的销售金额自 2021 年 4 月以来快速上行 ...	13
图 15: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环	14
图 16: Cricut 活跃用户占比	14
图 17: Cricut 订阅用户数及增速	15
图 18: 订阅用户渗透率	15
图 19: 泡泡玛特业务布局一览	17
图 20: 中国潮玩市场规模及增速情况	17
图 21: 20H1 泡泡玛特不同种类 IP 收入占比	17
图 22: 泡泡玛特多元渠道布局	18
图 23: Cricut 较泡泡玛特仍缺乏爆款 IP	19
图 24: NYC 地区 Cricut 线下渠道主要为实体零售伙伴	19
图 25: 盈趣科技家用雕刻机收入及增速走势	23
图 26: 盈趣科技家用雕刻机收入占比	23

图 27: 2020 年新冠疫情期间 Cricut 三大业务收入仍维持高增	24
图 28: Cricut 雕刻机收入与新增用户数走势	26
图 29: Cricut 订阅收入与付费订阅用户数走势	26
图 30: Cricut 配件和材料收入与平均用户数走势	27
图 31: Cricut 盈利预测 (2018A-2023E)	28
表 1: Cricut 雕刻机产品一览	9
表 2: Cricut Heat Presses 系列产品一览	10
表 3: Cricut 主要配件与耗材概览	11
表 4: 家用雕刻机竞品对比	12
表 5: Cricut 付费订阅服务一览	15
表 6: Cricut 与 POP MART 各基本要素对比	20
表 7: POP MART 与 Cricut 预期成长性和 PE 水平对比	21
表 8: 新消费模式评级一览	22
表 9: Cricut 与盈趣科技增速关系表	25
表 10: 盈趣科技雕刻机收入规模与 yoy 测算	25

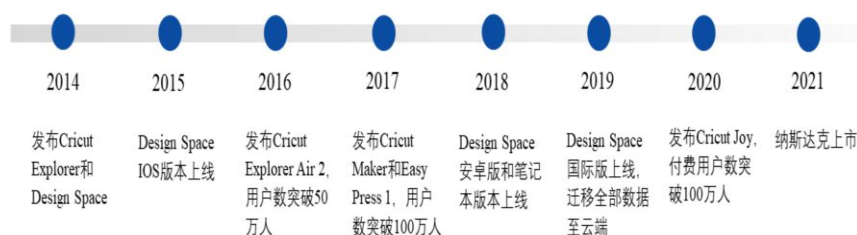
在这篇报告中，我们深度研究了美股上市公司 Cricut 的成长路径。作为一家从传统工艺品行业起家的企业，Cricut 在 2014 年通过产品形态的深度变革，将传统手工艺品与北美市场 DIY 生态完美结合，走上了产品高速扩张之路。同时从 2014 年开始，公司为产品融入创意和社交元素，通过社交平台的建立，良好地解决了消费者 DIY 过程中耗时烧脑的痛点，将 DIY 的底层逻辑成功由对产品功能的诉求转向用户自我实现的诉求。2014-2020 年，公司营收复合增速高达 53.3%，且伴随耗材产品和内容订阅占比的提升，盈利能力显著上行。

我们认为，Cricut 作为一个初具规模的新潮消费案例，其由传统小众市场，转向多元化家用场景，再通过产品向内容的演绎来提升消费频次和用户粘性的路径，至少从某种意义上诠释了一种新潮消费品通过创新升级，持续由供给创造需求的范式。本文试图通过研究复盘，回答以下三个问题：1).Cricut 如何从名不见经传到成为潮流？2).他山之石——从其他新型消费模式看 Cricut 还能走多远？3).Cricut 后续发展对有趣科技的影响几何？

1. Cricut 如何从名不见经传到成为潮流

Cricut 是一家 1969 年成立的引领北美个性化创作潮流的 DIY 制作企业，原名 Provo Craft。其通过向用户提供美观易用的雕刻机产品，赋予其专业的手工制作能力，帮助用户制作独特、非凡、完美的物品；并提供社区与相关支持服务，从而激发用户的想象力并获得更多的创作灵感。截至 2020 年 12 月 31 日，Cricut 社区共有 430 万注册用户，其中 130 万付费订阅用户，付费订阅用户约占总注册人数的 30%。2021 年 3 月 25 日，Cricut 以“新兴成长企业”在纳斯达克注册正式上市。

图 1：Cricut 发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

Cricut 经过多年发展现主要经营三类业务：家用雕刻机设备销售，配件和耗材产品销售，设计应用程序订阅。其中家用雕刻机产品可用于在纸张、皮革等多种材料上实现切割、绘画等多重功能；配件和耗材产品是对雕刻机产品的补充，Cricut 雕刻机产品耗材适用范围广泛，其适用范围不仅包括传统手工艺耗材卡片纸、真皮皮革，亦包括乙烯基材料、金属板以及羊毛毡等；而设计应用订阅为用户提供设计模板，购物折扣

优惠等服务。

图 2：家用雕刻机产品及应用场景



资料来源：公司官网，国元证券研究所

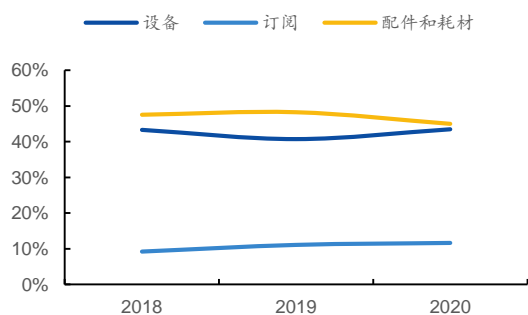
图 3：雕刻机耗材适用范围广泛



资料来源：公司官网，国元证券研究所

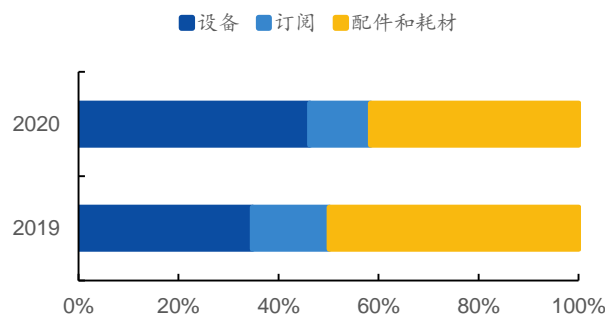
截至 2020 年机器设备与配件和耗材在 Cricut 的营收中的比重较大，其中机器设备的占比为 43.5%，配件和耗材的占比为 44.9%。从营收增长贡献上来看，2019 年配件和耗材收入贡献了 49.9% 的营收增长，而 2020 年受益于新冠疫情下的居家隔离政策，雕刻机产品实现加速渗透，机器设备收入对营收增长贡献最大，达 46.3%；配件和耗材亦贡献了 41.6% 的营收增长。虽然 2020 年机器设备对营收增长的贡献出现较大提升，但其毛利率偏低（仅为 16%），对 Cricut 整体毛利率的拉动作用不大；2020 年 Cricut 毛利率水平的抬升主要仍靠配件和耗材以及订阅的拉动。

图 4：Cricut 收入结构变化趋势



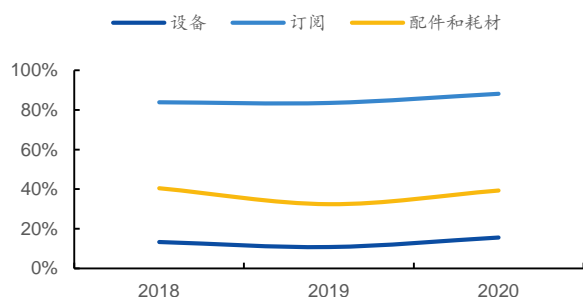
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 5：三类产品对营收增长贡献拆分



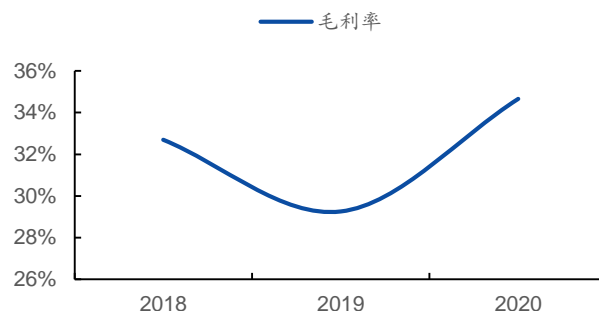
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6: Cricut 三类产品毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7: Cricut 毛利率变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.1 择选优质赛道，市场前景广阔

新时代背景下个性化需求成为主流。随着时间的推移，Z 世代逐渐成为美国等发达消费市场的主力军。相较于 Y 世代的消费群体，Z 世代生活在数字技术发达时期，在物质生活得到满足的情况下，Z 世代性格更为独立，关注更加个性化的人生体验感。同时整体消费趋势从大众化消费向个性化消费变迁，个性化物品逐渐成为消费潮流。根据德勤研究，25%的消费者愿意为接受个性化产品或服务支付更高的费用，同时超过 35%的消费者表示有兴趣购买家具、家居用品和 DIY 产品中的定制化产品或服务。

择选优质赛道，满足女性消费者诉求。相较于男性消费者，女性消费者普遍更加感性，希望产品能带给她们更多的成就感和精神上的满足；并对产品的精致程度和美感有着更高要求。而 Cricut 主要产品家用雕刻机所制作出的精美 DIY 作品在很大程度上满足了女性消费者的普遍诉求。截至 2020 年 9 月 30 日，Cricut 产品 96% 的使用者是女性。同时通过调查发现，88% 的新用户表示想要制作范围更广的作品，87% 的用户认为手工制作可以激发成就感，78% 的用户觉得手工制作能够帮助提高心理健康，并有 29% 的客户表示将把自己制作的产品进行出售。

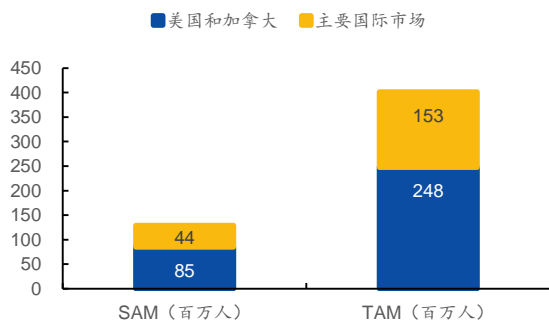
图 8: 精致并充满美感的 DIY 制品充分满足了女性消费者的潜在需求



资料来源：公司官网，国元证券研究所

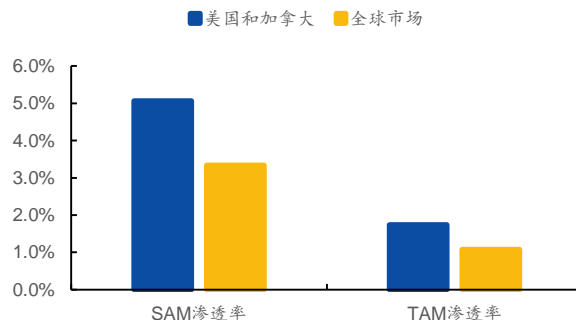
市场前景广阔，渗透率仍处较低水平。Cricut 产品潜在市场规模大，当前全球市场渗透率仅 3.3% (SAM)，而美国和加拿大市场渗透率也只有 5.1% (SAM)。公司将自身潜在市场划分为两个层次，首先第一层次为可服务潜在市场 (SAM, Serviceable Addressable Market)，指由活跃创意者形成的市场，活跃创意者指过去 12 个月内通过 Cricut 产品至少制作过 1 件创意作品的消费群体。第二层次是全部潜在市场 (TAM, Total Addressable Market)，包括了 SAM 中的活跃创意者和其他潜在创意者，其中潜在创意者是指喜欢、购买、曾制作或有兴趣制作创意作品但不属于活跃创意者的消费群体。根据 YouGov 数据，美国和加拿大有超过 8500 万活跃创意者和 1.63 亿潜在创意者，主要国际市场（除美国和加拿大）有超过 4400 万活跃创意者和 1.09 亿潜在创意者（包括澳大利亚、法国、德国、英国等）。据此计算，公司的可服务潜在市场合计约有 1.29 亿人，全部潜在市场约有 4.02 亿人，全球市场渗透率分别仅为 3.3% (SAM) 和 1.1% (TAM)。

图 9：Cricut 潜在市场规模



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：Cricut 市场渗透率情况

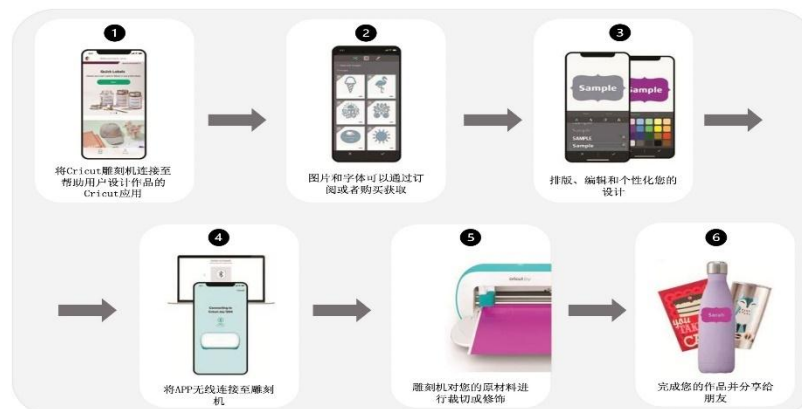


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 多元产品矩阵覆盖客户多场景需求

整体上看 Cricut 产品链条操作简单易懂，用户在使用产品时首先将雕刻机连接至帮助用户设计的手机应用上，然后用户可以自行设计或者通过订阅购买来获得希望雕刻的图片或者文字，最后通过将 APP 与雕刻机无线连接使得雕刻机可以完成对材料的雕刻创作工作。

图 11: Cricut 产品操作简单易懂



资料来源：公司公告，国元证券研究所

搭建多元产品矩阵，满足不同客户需求。Cricut 深耕雕刻机领域，为满足不同客户的需求，公司已推出三个系列的雕刻机产品，分别为 Cricut Joy、Cricut Explorer 和 Cricut Maker。其中，Cricut Explorer 是公司畅销款产品，能够实现在 100 种以上的材料上工作，能够实现切割、绘画等 5+ 种功能；Cricut Maker 是专业版的 Cricut Explorer，定价更加昂贵，能够实现在 300 种以上的材料上工作，能实现切割、绘画等 12+ 种功能，其满足的应用场景也更为广泛；Cricut Joy 是公司最新推出的便携版雕刻机，定位亲民，更易携带，功能更加精简。虽然兼容的耗材种类相对较少，但拥有配套的智慧材料，同时可在不使用切割垫情况下实现长而连续的切割。




表 1：Cricut 雕刻机产品一览

系列	Cricut Maker	Cricut Explorer	Cricut Joy
产品名称	Cricut Maker	Cricut Explorer Air2	Cricut Joy
价格（美元）	399.99	249.99	179.99
产品尺寸（长*宽*高）	21.18*6.99*5.93 英寸	24*9.5*9.5 英寸	8.43*5.43*4.25 英寸
材料兼容性	300+种材料	100+种材料	50+种材料
主要功能	12+种功能，可用于剪切，打印，刻痕，压凹，雕刻等	5+种功能，可用于剪切，打印以及雕刻等	2 种功能，可用于剪切以及打印
主要使用场景	厨房，商业制造（木质标牌等），手工艺品制造，学校班级礼物制作等工作以及生活场景	卡片制作，标语制作，衬衫制作，家庭挂墙艺术品制作等生活场景	可以应用于厨房、办公室、学校以及庆祝活动 etc 生活场景
产品定位	提供最广泛的工具，专业级 DIY 性能以及多功能性	广泛的 DIY 乐趣	便捷、日常、有趣
其他属性	满足商业级性能，可连接蓝牙以及 USB，可与家用打印机共同使用，切割出打印图像	可实现完美切割效果，可连接蓝牙以及 USB，可与家庭打印机共同使用，切割出打印图像	可在不使用切割垫情况下实现长而连续的切割，可连接蓝牙，可与 Card Mat 配合使用实现长而连续的切割
产品图片			
亚马逊评分	4.8 / 5.0	4.8 / 5.0	4.8 / 5.0

资料来源：公司公告、公司官网、Amazon，国元证券研究所

除雕刻机产品外，公司通过其技术创新优势持续优化自身产品，其中最具代表性的就是 Cricut Heat Presses 系列产品。该系列产品通过应用于热压机上的均匀加热板技术能够将乙烯基薄膜以及不可溶墨水等耗材更均匀地粘附到马克杯、T 恤、手提袋或吊牌上。此外公司还推出包括机器配件、工艺工具等一系列配件和耗材，合计上千个 SKU 以满足不同使用场景的需求。配件和耗材的价格区间从最低 0.99 美元至最高 269.99 美元不等。

表 2: Cricut Heat Presses 系列产品一览

系列	Cricut Heat Presses		
产品名称	Cricut Easy Press2	Cricut Easy Press Mini	Cricut Mug Press
价格 (美元)	9"*9": 189.99 12"*10": 239.99	69.99	199.99
产品尺寸 (长*宽*高)	13.07*13.98*7.36 英寸 (9"*9")/16.93*15.13*7.63 英寸 (12"*10")	3.62*6.3*7.8 英寸	8.19*13.15*8.74 英寸
材料兼容性	适用于 iron-on(HTV) 以及 infusible ink 全线产品	适用于 iron-on(HTV) 以及 infusible ink 全线产品	与兼容 Infusible Ink 的杯子一起使用
主要功能	日常熨烫; 与 Cricut 切割机搭配使用	熨烫; 与 Cricut 切割机搭配使用	花费几分钟即可完成个性马克杯制作
主要使用场景	9"*9": 适合基本 T 恤, 手提袋, 枕头以及围裙等 12"*10": 适合大型 T 恤, 运动衫, 横幅以及帽子等; 适用于一般生活场景以及网上商店等商业场景	定制帽子, 鞋子以及毛绒玩具, 轻松承受弯曲的表面以及接缝和纽扣之间难以触及的地方; 适用于一般生活场景	生日, 假期, 团队胜利派对, 婚礼派对, 网上商店开办等场合
产品定位	专业级性能, 家具友好型设计	与 EasyPress2 搭配使用, 对 EasyPress2 进行功能补充	通过简单的一键式设置数分钟内完成马克杯制作
其他属性	均匀热量传导, 简单控制以及智能安全系统	三种加热装置适用于不同热传导项目, 简单控制以及智能安全系统	高质量的转印持续时间长, 不易脱落; 简单设置以及智能安全系统
产品图片			
亚马逊评分	4.8 / 5.0	4.8 / 5.0	4.7 / 5.0

资料来源: 公司公告、公司官网、Amazon, 国元证券研究所

表 3: Cricut 主要配件与耗材概览

系列	机器配件	工艺工具	BrightPad	材料	Infusible Ink	数字内容
产品名称	Cricutjoy 备用刀片, 铝箔转移套 件等	切割机 垫, 刮 板, 尺子 等工具	Cricut BrightPad	乙烯基塑料, Iron-on (HTV), 纸张 等材料	转印纸, 坯 料以及笔等	设计、图 片、字体等
价格(美元)	2.99-149.99	5.99- 269.99	最高 79.99	5.99-114.99	7.99-179.99	0.99-179.99
材料兼容性	根据不同型 号切割机选 择相应机器 配件	与切割机 以及热压 机配合使 用	用于起草 设计, 进 行创作	根据切割机大 小选择相应材 料型号, Cricut Maker 以及 Cricut Joy 分别有其 专属材料	与 Cricut EasyPress2 或达到 400° F (205° C) 的热压机共 同使用	适用于 Cricut Maker 和所 有 Cricut Explore 系 列机器
主要功能	切割机性能 下降老化 时, 对机器 刀片等机器 零件进行更 新, 从而保 证性能	Cricut 切 割机必备 伴侣, 用 于乙烯 基, 纸张 等手工项 目	拥有 5 种 亮度设 置, 可作 为用户工 作区, 简 化设计步 骤	用于派对邀请 函, 派对卧室 装饰, 个性化 贺卡等工艺品 制作	转印纸可用 于剪裁 T 恤, 杯垫, 婴儿贴身衣 物以及手提 袋等设计	不同主题图 像可用于家 居装饰、卡 片、剪贴本 页面等, 丰 富手工制作 内容
产品图片						

资料来源: 公司公告、公司官网、Amazon, 国元证券研究所

相对于市场上的竞品, Cricut 产品无论从价格区间, 功能用途还是用户使用体验上来看均有着不小的比较优势。从价格区间看, 公司雕刻机产品价格定位为中档水平且价格弹性较大, 整体上要低于 Brother, 高于 Silhouette。从产品用途及矩阵来看, Cricut 雕刻机产品布局最为完善和细分, 不仅有满足商业化性能的 Cricut Maker, 亦有性价比较高的 Cricut explorer, 也有便于携带的 Cricut Joy。Brother 在雕刻机产品方面仅布局一个产品系列且公司主要注重研发工业用切割机以及印刷机, 对家用雕刻机研究专业度低; Silhouette 仅布局高档和低档两个产品系列, 且操作相对复杂, 专业程度较高。从用户的使用体验来看, Cricut 的亚马逊买家使用评分要高于另外两家, 同时 Cricut 也是 Amazon 家用雕刻机品类销量第一名。除雕刻机外, 例如剪刀以及不可溶墨水等 Cricut 的配件和耗材也始终位于亚马逊剪切及压花产品畅销排名









前列。

表 4：家用雕刻机竞品对比

品牌	Cricut	Brother	Silhouette
价格区间	179.99-399.99 美元	349.46-399.99 美元	199.99-299 美元
雕刻机产品系列	Joy, Explorer, Maker	ScanNCut	Portrait, Cameo
产品特点	自适应系统, 多种材料, 多种模式	拥有触摸屏, 内置扫描仪, 最厚切割 3mm	扁平设计, 方便放在抽屉里, 可以不适用切割垫
相较于 Cricut 产品的主要优劣	N/A	<p>优势: 1. 自带 LCD 触摸显示屏, 无需电脑或移动设备即可以独立使用 2. 不止切割, 可以对织物片进行缝纫, 进行织物拼装</p> <p>劣势: 1. 图案, 设计等选择少于 Cricut 2. 公司主要注重研发工业用切割机以及印刷机, 对家用雕刻机研究专业度低 3. 配件费相对更加昂贵</p>	<p>优势: 1. 项目选择范围广, 有 170000 多种设计可供使用 2. 可用于商业用途, 切割速度快且可以实现无垫切割</p> <p>劣势: 1. 专业化程度高, 用户友好度差 2. 配套产品如使用工具以及材料等丰富度低于 Cricut</p>
产品图片			

资料来源：公司官网、Amazon, 国元证券研究所

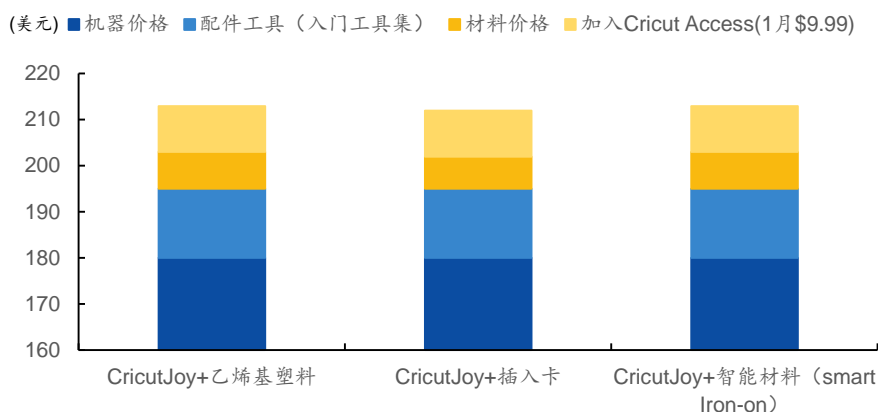
图 12：Amazon 剪切及压花产品畅销排名(2021.4.27)

<p>#1</p>  <p>Cricut 2006695 Tools Basic CORE Color, Multicolor ★★★★★ 6,961 27 offers from \$14.29</p>	<p>#2</p>  <p>Cricut Infusible Ink Transfer Sheets - 4 Sheets 12" x 12" - Annual Brights Pattern - For Cricut... ★★★★★ 3,542 \$7.69 - \$17.05</p>	<p>#3</p>  <p>Cricut Printable Sticker Paper for Scanbooking ★★★★★ 3,061 \$8.83 - \$19.15</p>	<p>#4</p>  <p>Cricut Joy Machine - Compact and Portable DIY Machine for Quick Vinyl, HTV, Iron On and Paper... ★★★★★ 4,574 \$152.98 - \$552.68</p>
<p>#5</p>  <p>Cricut Blue Maker ★★★★★ 12,353 \$329.00 - \$649.95</p>	<p>#6</p>  <p>Cricut Basic Perforation Blade QuickSwap Housing, Silver ★★★★★ 6,456 \$10.56 - \$49.29</p>	<p>#7</p>  <p>Cricut Explore Air 2 Machine Bundle Iron On Vinyl Pack Tools Pen Design Beginner Guide ★★★★★ 6,415 \$299.99</p>	<p>#8</p>  <p>Cricut Explore Air 2 Machine Bundle Beginner Guide, Tool Kit, Vinyl Pack, Designs and Project... ★★★★★ 5,519 \$279.99</p>

资料来源：Amazon, 国元证券研究所

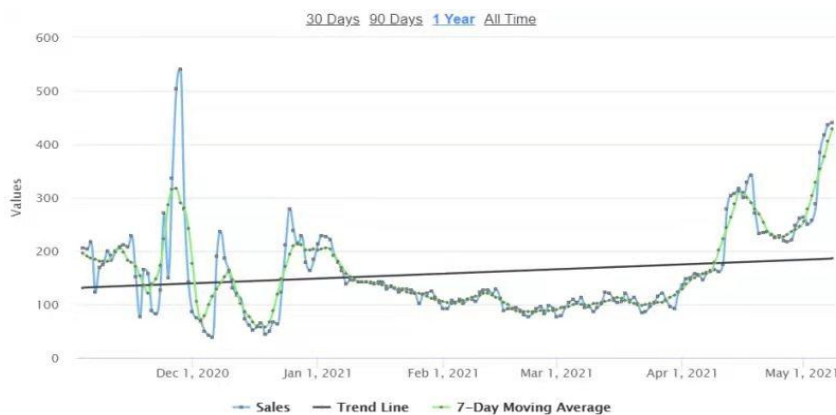
除了上述描述的相对优势外，随着全球逐步进入后疫情时代，疫苗接种速度逐步加快，欧美国家居民将逐步恢复往常的社交生活，当地居民或将花费更多的时间外出旅游、派对与野营。我们认为对外社交活动的逐步恢复将有利于 Cricut 便携式产品的销售，其中最典型的产品即为 Cricut Joy。可以看到 Cricut Joy 在美国亚马逊上的销售金额自 2021 年 4 月以来已出现快速上行。同时通过对用户使用 Cricut Joy 产品基本花费进行测算，我们发现用户在购买机器后的第 1 个月的全部花费约为 213 美元（假设用户购买的是入门配件与基础耗材，耗材使用频率约为 1 个月，同时用户购买了 Cricut Access），用户花费较同市场竞品具有较为显著的优势。

图 13：用户使用 Cricut Joy 产品基本花费测算



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 14：Cricut Joy 在 Amazon 上的销售金额自 2021 年 4 月以来快速上行



资料来源：Amazon，国元证券研究所 注：该图仅包括美国亚马逊销售数据

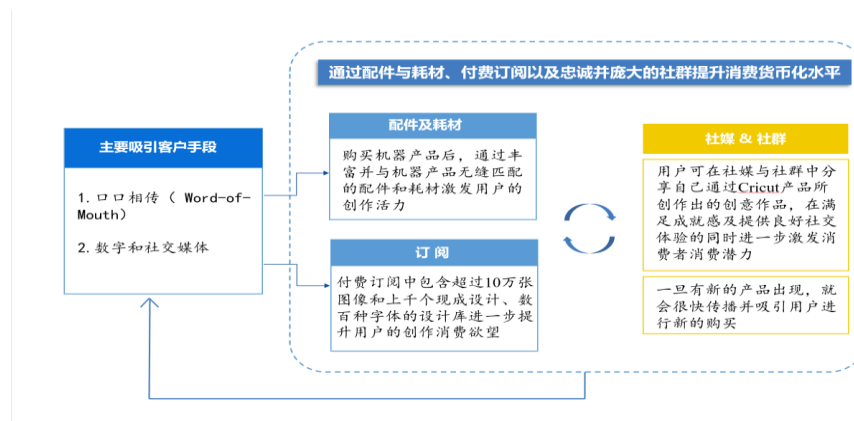
综上所述，Cricut 产品已基本脱离传统的手工艺品范畴；同时其产品亦诠释了“花更少的钱满足用户更多的需求”，相较于同市场的竞品具有不小的比较优势。相较于传统的手工艺品，Cricut 产品应用场景更为广泛，通过较为完善的产品矩阵以及丰富的配件与耗材给客户带来更为良好的体验，此外其耗材频率亦要高于传统手工艺品。同

时与市场上的竞品相比，其产品简单易操作，并且用户可以在花更少的钱基础上满足自身更多的创意及社交需求。

1.3 打造生态闭环提升客户体验

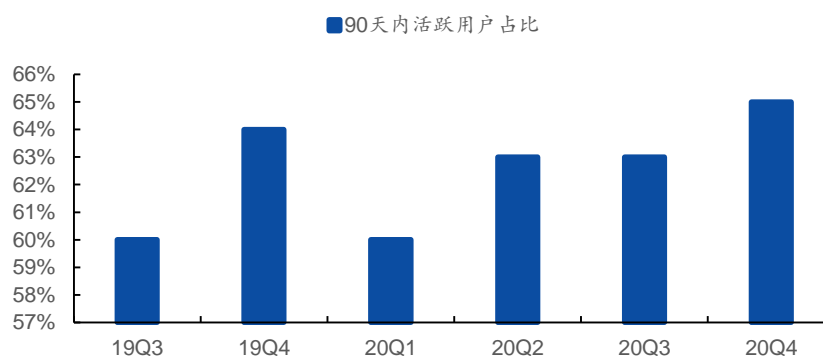
我们认为 Cricut 能成为潮流的重要原因之一是其通过集产品，订阅，社媒与社群等要素于一体，完美打造属于自身的生态闭环，在吸引新用户的同时亦增强了用户粘性，提升客户体验。在 Cricut 无缝链接式的生态闭环下，截至 2020 年末，65% 的 Cricut 用户在 90 天内有过创意活动（活跃用户），84% 的 Cricut 用户在 365 天内有过创意活动，2020 年各季度公司活跃用户比例均维持在较高水平。

图 15: Cricut 所打造的无缝链接式生态闭环



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 16: Cricut 活跃用户占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

Cricut 首先主要通过口口相传 (Word-of-Mouth) 的方式来吸引用户。约有 91% 的 Cricut 用户为她们的朋友与家人创作相应的作品，同时截至 2020 年，42% 的新用户是通过朋友和家人首次听说 Cricut，该营销方式仍是 Cricut 吸引新用户最有效方式

之一。除此以外 Cricut 还会通过包括 youtube, DIY 博客, Instagram 等数字和社交媒体作为宣传媒介。

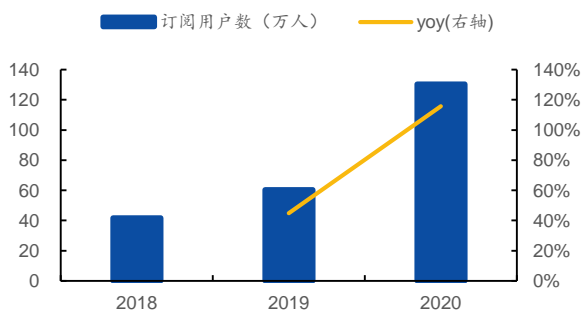
在 Cricut 通过以上两种方式吸引用户后, 公司会继续通过配件与耗材、付费订阅以及忠诚并庞大的社群来进一步提升用户参与度, 拉长用户生命周期同时提升消费货币化水平。通常来说, 用户往往是基于 1-2 个目标 DIY 品类做出购买 Cricut 雕刻机的决定, 但是当用户成功购买第一台 Cricut 雕刻机设备后, 由于 Cricut 产品具有多功能和丰富的配件耗材, 用户往往会将自身创意扩展到其他品类。品类延伸拉长了客户的生命周期, 有利于提高单用户价值量。除此以外用户通过付费订阅可获取包括超过 10 万张图像和上千个现成设计、数百种字体的设计库以及购物折扣, 配送优惠等会员权益, 这进一步提升了用户的创作欲望。截至 2020 年 12 月, 付费订阅用户约占总注册人数的 30%。

表 5: Cricut 付费订阅服务一览

会员类别	Cricut Access	Cricut Access Premium
会员费	9.99 美元 (月付) 95.88 美元 (年付)	119.88 美元 (年付)
服务及优惠	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在 Cricut 官网上消费时, 可享受 10%折扣 (包含机器购买) 2. 数字资料可享受 10%折扣 3. 100000+ 图片及 500+ 字体无限制使用 4. 可使用 1000+ 现成设计作品 5. 优先会员安排 6. 无限收藏 	<p>在 Cricut Access 的基础上增加了所有材料 20% 的折扣优惠以及购物满 50 美元的免费配送服务</p>

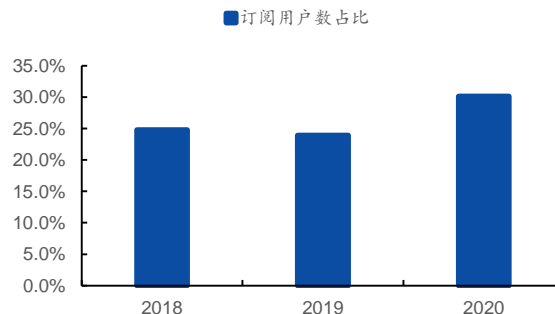
资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 17: Cricut 订阅用户数及增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 18: 订阅用户渗透率



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

网络效应下打造忠诚并庞大的社媒及社群平台，在提升用户粘性的同时亦能吸引新用户。随着用户数量的增长，用户会通过社交媒体以及相关社群分享自身的创意作品，这不仅提升了社群口碑，反过来又有助于扩大社群影响、提升忠诚度。同时这种社群网络效应能够有效地吸引用户，Cricut 在全球范围内跨社交媒体有超过百万粉丝和许多独立运营的 Cricut 团体，其中包括超 200 个用户主导的 Cricut Facebook 群组，忠实的用户甚至会自行组织相关见面活动。此外，用户在数据驱动平台上的持续参与使公司能够深度了解用户，不断改进和迭代产品，推动社群实现进一步优化亦吸引新用户的加入。

同时 Cricut 的生态闭环亦离不开其多元渠道模式。截至 2020 年，Cricut 有 52% 的营收来自线下实体销售，48% 的营收来自线上渠道。其中线下渠道主要是通过实体零售伙伴销售，其中既包括传统手工艺品零售商 Jo-Ann, Michaels, 也包括多元零售商店 Target, Walmart; 而线上渠道主要为 Amazon 及 Cricut 官网。

2. 他山之石——从其他新型消费模式看 Cricut 还能走多远

那么 Cricut 的商业模式是否能让它一直维持现有的高速增长？为解决这一问题我们重点研究了与 Cricut 具有较多相似点的泡泡玛特以及一系列其他新型消费模式，以期从中找出相关普适规律。

2.1 Cricut 是否能成为下个“欧美 POP MART”

根据日本社会学家三浦展的《第 4 消费时代》一书中通过结合消费行为特征，消费取向以及消费者价值观等因素最终对消费时代所进行的划分，中国总体上正处于消费倾向更偏向于个性化、多元化，消费需求更趋于品牌化，高质量化的“第三消费时代”，而泡泡玛特便是在这一大环境中应运而生。

泡泡玛特是一家高速成长的国内潮流玩具龙头公司。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年泡泡玛特在国内潮流玩具的市场份额为 8.5%，为全市场第一。泡泡玛特目前的主要业务布局包括全球艺术家挖掘（对顶级艺术家进行管理并实现一流 IP 的授权和运营），IP 运营（包括 IP 创作与相关衍生品孵化及商业化），消费者触达（通过全渠道的消费者触达，实现高频高效的粉丝互动），粉丝和潮流玩具文化的推广（建立潮流玩具的粉丝社区提升用户粘性的同时持续推广潮流玩具文化）。

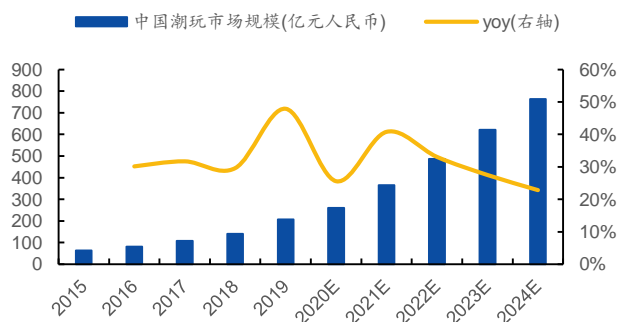
图 19：泡泡玛特业务布局一览



资料来源：公司公告，国元证券研究所

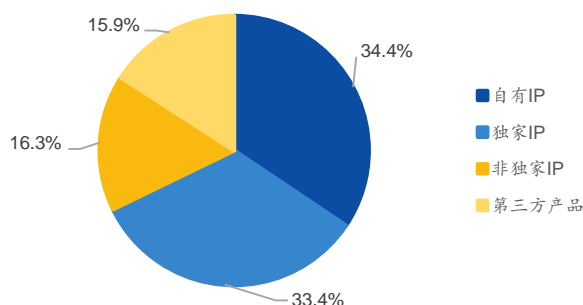
通过研究我们发现泡泡玛特能成为新消费潮流的代表，主要归因于在庞大的潮玩市场规模下，泡泡玛特强大的IP运营体系与品牌力，叠加盲盒消费下较高的产品溢价、高复购频率以及大幅提升用户粘性的消费者触达。弗若斯特沙利文相关数据显示，2019年中国潮玩市场规模已达207亿元人民币，后续5年中国潮玩市场yoy预测亦均能超过20%，市场增量仍然广阔。在这一背景下，泡泡玛特所拥有的庞大IP资源以及强大的品牌溢价能力构成了公司壁垒。截至2020H1，泡泡玛特运营的IP有93个，包括12个自由IP，25个独家IP以及56个非独家IP，其中自由和独家IP在其收入中的占比较高；同时伴随泡泡玛特对IP的良好运营以及拥有市场龙头地位的影响力，其品牌溢价能力也持续提升。除此以外，盲盒消费通过较低客单价及高颜值产品吸引客户，同时其产品本身又拥有较高的毛利以及较高的复购频率。最后，我们认为围绕泡泡玛特所形成的强大的社交群体和社区推广亦增强了泡泡玛特的市场扩张并加强了粉丝粘性。从渠道角度看，泡泡玛特渠道布局主要分为线下，线上以及渠道外运营三个方向，多元渠道布局进一步推升客户的复购率水平并吸引新用户的加入。

图 20：中国潮玩市场规模及增速情况



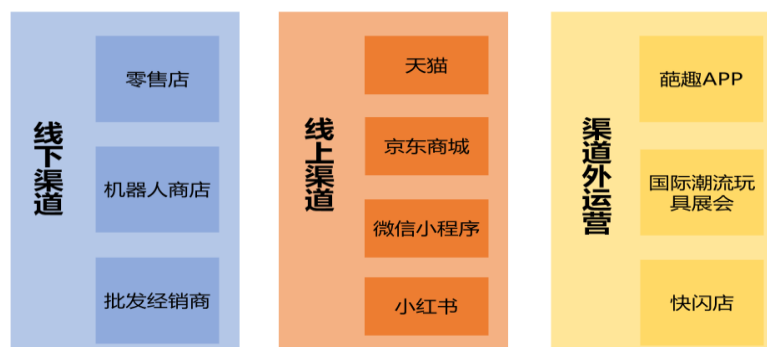
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 21：20H1 泡泡玛特不同种类 IP 收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 22：泡泡玛特多元渠道布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

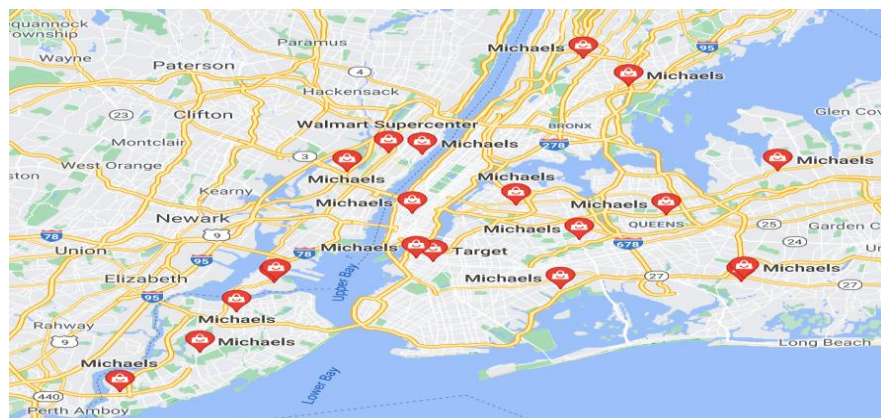
综上所述，通过将 Cricut 和泡泡玛特进行对比，我们认为二者在市场前景，用户画像及社交属性上存在较多的共性；同时 Cricut 与泡泡玛特在品牌力、产品及渠道属性上各有千秋，但 Cricut 在相关领域的表现要略逊于泡泡玛特。我们发现 Cricut 和泡泡玛特的行业市场发展空间都颇为巨大，Cricut 产品全球市场渗透率仅为 3.3%，而国内潮玩市场预计远期亦有超 500 亿的市场规模；从用户画像上看，二者的主要使用用户均为 3，40 岁以下具有一定经济实力的女性；从社交属性角度看，二者均有通过社群，社区等渠道来加强社交属性，在提升用户粘性的同时吸引新用户的加入。在品牌力、产品及渠道方面，我们认为泡泡玛特均要优于 Cricut。泡泡玛特的品牌溢价要优于 Cricut，同时其产品所包含的多元 IP 以及盲盒产品所拥有的特有属性能够进一步激发消费者的购买欲和收藏欲，而 Cricut 所提供的设计图案仍缺乏爆款 IP 作为其竞争壁垒；从渠道角度看，泡泡玛特营销渠道包括线下，线上以及渠道外运营，其中线下渠道仍为其销售核心。线下渠道（主要为泡泡玛特自身零售店及机器人商店）能提供线下购物的消费场景，消费者可以近距离接触产品的同时更容易被产品的可爱及高颜值外形以及盲盒的消费属性所吸引；反观 Cricut，其线上和线下的销售渠道对其营收的贡献大体相等，其中线下渠道主要是通过实体零售伙伴而不是通过专营零售店，这对消费者吸引力有所影响。

图 23: Cricut 较泡泡玛特仍缺乏爆款 IP



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 24: NYC 地区 Cricut 线下渠道主要为实体零售伙伴



资料来源：Google Map，国元证券研究所

表 6: Cricut 与 POP MART 各基本要素对比

	Cricut	POP MART
简介及品牌概念	提供创意机器和材料的 DIY 制作公司	以盲盒为主的潮流玩具公司
行业市场	行业市场空间广阔，Cricut 产品全球市场渗透率仅 3.3% (SAM)，而美国和加拿大市场渗透率也只有 5.1% (SAM)	市场前景广阔，潮玩市场规模仍将维持较高增速
用户画像	96% 的使用者为女性。40 岁以下具有一定经济实力的女性用户为其主要消费者	2/3 用户为女性。35 岁以下具有一定经济实力的学生及白领为其主要消费者
产品特点	1. 多元产品矩阵覆盖客户多场景需求 2. 耗材频率较传统手工艺品较高 3. 产品操作简单易懂	1. 产品包含多元 IP 2. 产品整体偏可爱及高颜值 3. 产品溢价高 4. 盲盒产品能激发购买欲、收藏欲
销售渠道	有 52% 的营收来自线下实体销售，48% 的营收来自线上渠道。其中线下渠道主要是通过实体零售伙伴销售	包括线下，线上以及渠道外运营。其中线下渠道仍为其销售核心
社交属性	Cricut 在全球范围内跨社交媒体有超过百万粉丝和许多独立运营的 Cricut 团体，其中包括超 200 个用户主导的 Cricut Facebook 群组，忠实的用户甚至会自行组织相关见面活动	用户会在社群，论坛及相关社交平台分享自身购买的盲盒，并逐渐形成“圈层文化”；同时用户可在二手市场对盲盒进行买卖
其他属性	1. 产品生产主要依靠中国及马来西亚第三方合同制造商，议价能力相对较弱 2. 有较高的品牌力	1. 生产主要依靠代工工厂，泡泡玛特相较代工工厂的议价能力强 2. 品牌力较为出色，品牌溢价高

资料来源：公司公告、公司官网，国元证券研究所

总体上看，从泡泡玛特的成功经验角度分析，Cricut 具有成为新消费模式的潜质，但其在部分关键属性上仍存在欠缺，需要公司通过产品与用户体验升级继续开拓高频消费领域。但从投资角度而言，Cricut 作为一款极具成长潜力的新潮消费产品，我们认为对标泡泡玛特 183.4 倍 PE，具有较高的投资价值。倘若 Cricut：1) 能够在较长时间内保持高速的用户群增长和同业竞争优势。2) 在消费频率及人均消费金额方面取得突破。3) 在内容创意方面融合更多互联网元素和社交属性，则有望预期更有吸引力的投资回报。

表 7: POP MART 与 Cricut 预期成长性和 PE 水平对比

		2020A	2021E	2022E	2023E
POP MART	净利润(百万美元)	81.3	169.3	266.6	368.3
	yoy	16.1%	108.3%	57.5%	38.2%
	PE	183.4x	65.6x	41.7x	30.2x
Cricut	净利润(百万美元)	154.6	243.3	323.2	452.8
	yoy	294.2%	57.4%	32.8%	40.1%
	PE	25.4x	20.8x	15.7x	11.2x

资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

2.2 对其他新型消费模式的分析总结

除了与代表盲盒潮玩的泡泡玛特进行详细比较外，为了更好的分析 Cricut 商业模式及其未来成长性，以及更好的将新型消费模式进行比较，我们还对近年来其他新型消费模式包括电子烟、新能源汽车、新式饮品（奈雪的茶、元气森林）等进行了研究分析，并结合各个新型消费模式下不同的商业模式总结归纳出一般性指标，并对各个新型消费模式进行评级。

为了尽可能覆盖不同领域新消费模式的发展逻辑和状况，我们大致将评级指标划分成 7 块，分别为市场空间、消费频率、社交属性、公司运营能力、产品竞争力、渠道水平以及延展性（这里主要指产品延展性），同时将各个指标的等级区间划分成 A、A+、B+、B、B-、C 六个等级。从 11 家不同新消费模式企业的指标看，泡泡玛特（潮玩）及雾芯科技（电子烟）的综合评级最高（A+），除哈啰单车（共享单车）外其余新消费模式企业均为 B+ 评级。同时我们发现以下几个特点：1. 新消费模式的市场空间大都广阔，基本都达到了 A 评级。2. 从新消费模式重要的社交属性角度看，泡泡玛特（潮玩）与喜茶（新式饮品）相较而言拥有更加完善的粉丝社群与社区平台，在社交属性上更胜一筹。3. 在延展性上，产品满足更多需求及具有较高扩容潜质的泡泡玛特（潮玩）及爱美客（医美）较其他新消费模式更具优势。相较于其他 10 家新消费模式企业，Cricut 综合表现优良。从细分项看，Cricut 所属行业拥有广阔的市场空间（A），同时其在社交属性（网络效应下打造忠诚并庞大的社媒及社群平台）、公司经营（公司 ROE 水平表现良好）、产品竞争力（多元产品矩阵满足用户需求）以及延展性（产品延展性较好）上具有比较优势（B+）。

综上所述，我们认为新消费模式是在具有广阔市场空间的大环境下应运而生，公司本身具有强大的运营能力与产品竞争力，同时兼具较好的社交属性与产品延展性的消费模式。从评级结果上看 Cricut 的商业模式在新型消费模式中具有相对优势。

表 8：新消费模式评级一览

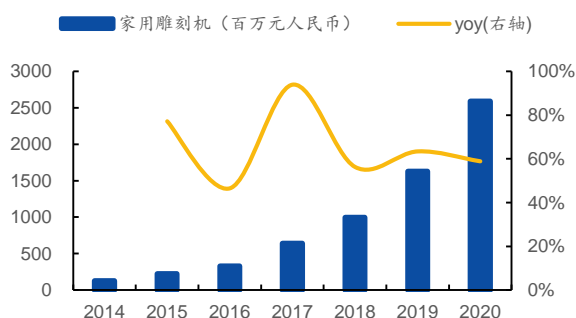
公司及所属行业	行业成长逻辑			公司竞争力水平				整体评价
	市场空间	消费频率	社交属性	公司运营能力	产品竞争力	渠道水平	延展性	综合评级
泡泡玛特(潮玩)	A	B+	A	A	A	B+	A	A-
比亚迪(新能源汽车)	A	C	B-	B+	A-	B	B+	B+
哈啰单车(共享单车)	A	A	C	B	B-	A	B-	B
元气森林(新式饮品)	B	B+	B	A	A	A	B	B+
喜茶(新式饮品)	B	B	A	A	B+	B	B	B+
爱美客(医美)	A	B-	B	A	A	B	A	B+
雾芯科技(电子烟)	A	A	B	A	A	A	B	A-
大疆创新(无人机)	A	C	C	A	A	B	B	B+
歌尔股份(VR)	A	C	B	A	B+	B	B	B+
南极电商(吊牌模式)	A	B	B-	B	B+	A	B	B+
Cricut(DIY 创意制作)	A	B	B+	B+	B+	B	B+	B+

资料来源：国元证券研究所

3. Cricut 后续发展对盈趣科技的影响几何

Cricut 产品主要依赖于中国及马来西亚的第三方供应商，其中 Cricut 的家用雕刻机设备及相关配件主要依靠盈趣科技协同研发和主要生产。整体上看，2014-2020 年盈趣科技的家用雕刻机收入从人民币 1.27 亿元提升至 25.89 亿元，CAGR 达到 65%，营收占比从 19.7% 提升至 48.8%。同时盈趣科技自身所采取的 UDM 业务模式使得公司具有更强的议价能力并提升了客户粘性。

图 25：盈趣科技家用雕刻机收入及增速走势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

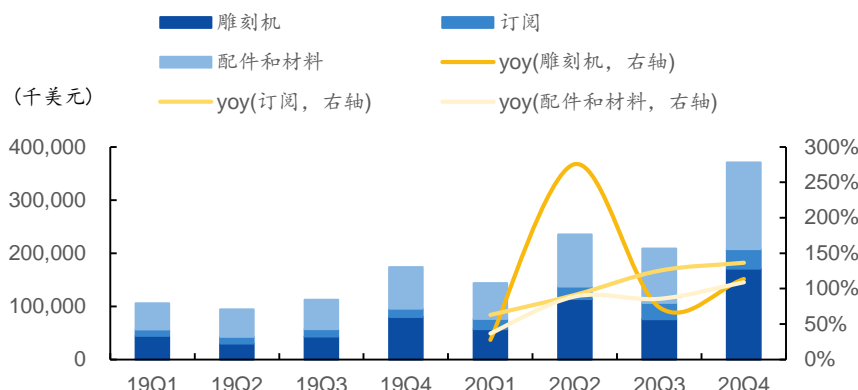
图 26：盈趣科技家用雕刻机收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年新冠疫情的爆发不但没有对 Cricut 三大业务产生较大负面影响，反而由于疫情期间人们居家隔离减少了户外活动，对雕刻机及相关产品的需求出现了较大幅度的增长。可以看到在 20Q1-20Q4 期间，雕刻机收入 yoy 分别为 28%、276%、74% 以及 114%；订阅收入 yoy 分别录得 63%、91%、125% 和 137%；配件和材料收入 yoy 亦分别达到 36%、89%、86% 以及 109%。我们认为虽然伴随疫苗接种速度的加快，疫情对 Cricut 三大业务的“催化作用”将边际减弱，但这并不意味着营收增长也将出现大幅下滑，Cricut 自身所打造的生态闭环将继续受益于本次疫情的催化作用从而使得其后续营收仍能维持在较高水平。Cricut 后续若能继续保持良性发展也将带动盈趣科技业绩维持高景气度。

图 27：2020 年新冠疫情期间 Cricut 三大业务收入仍维持高增



资料来源：公司公告，国元证券研究所

同时我们通过研究发现，理论上讲，盈趣科技作为 Cricut 的主要供货商，二者的增速关系并不能简单的线性外推。我们这里假设在第 N_0 年，Cricut 的用户人数等于 A ，Cricut 的业绩增长率为 x_0 ，同时 Cricut 在后续 N_1 、 N_2 、 N_3 的增长率分别为 x_1 、 x_2 、 x_3 。因此我们可以测算出盈趣科技在 N_1 、 N_2 、 N_3 的增长率分别为 $(1+x_0)x_1/x_0-1$ 、 $(1+x_1)x_2/x_1-1$ 、 $(1+x_2)x_3/x_2-1$ 。在乐观假设下，当 Cricut 业绩增速出现逐年上升时，盈趣科技业绩增速会出现大幅提升。即使在悲观假设下，Cricut 业绩增速出现逐年下滑，盈趣科技业绩增速亦可能出现正值。

从 Cricut 与盈趣科技的关系假设中，我们能总结出以下要点：1. Cricut 所处的消费品成长周期决定上游制造业企业的产品订单周期的成长曲线。2. 盈趣科技的业绩由 Cricut 的用户扩张速度的边际变化决定，等于后者的用户规模曲线的导数。因此，如果我们假设 Cricut 的估值水平与其业绩增速高度相关，则盈趣科技的业绩加速成长周期中 Cricut 可能迎来估值提升。

通过这一理论关系我们对盈趣科技雕刻机收入规模及 yoy 进行测算。假设未来供应链格局不变的情况下，Cricut 在 2021-2023 年用户人数增长率分别为 63%/47%/38%，则我们可以测算出 2021-2023 年的盈趣科技雕刻机收入分别为 35.02 亿元/42.81 亿元/50.66 亿元，对应同比增速为 53%/22%/18%。

表 9：Cricut 与盈趣科技增速关系表

年份	N0	N1	N2	N3
用户人数增长率	x0	x1	x2	x3
用户人数	A	A (1+x1)	A (1+x1) (1+x2)	A (1+x1) (1+x2) (1+x3)
上一 年业 绩基 数	盈趣科 技 Cricut	Ax0/(1+x0)	Ax1	A (1+x1) x2
本年 度业 绩	盈趣科 技 Cricut	Ax0/(1+x0)	Ax1	A (1+x1) (1+x2) x3
增长 率	盈趣科 技 Cricut	(1+x0) x1/x0-1	(1+x1) x2/x1-1	(1+x2) x3/x2-1

资料来源：国元证券研究所

表 10：盈趣科技雕刻机收入规模与 yoy 测算

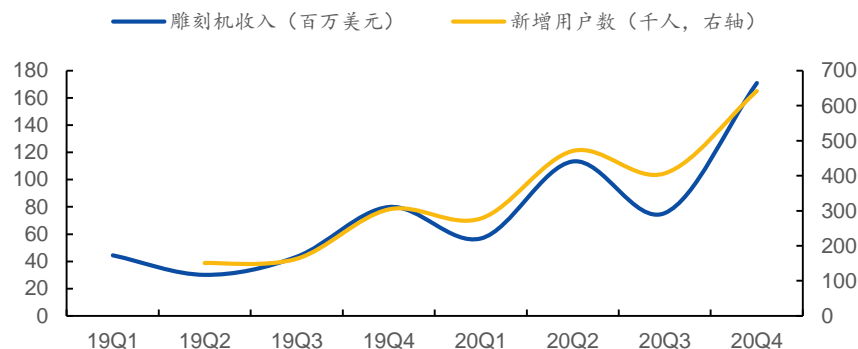
	2020A	2021E	2022E	2023E
Cricut				
用户人数增长率	71%	63%	47%	38%
用户人数(万人)	432	706	1040	1435
雕刻机收入(百万元)	2289	3502	4281	5066
单台设备价格(元)	1282	1282	1282	1282
盈趣科技				
盈趣科技出货量(万台)	179	273	334	395
雕刻机收入增速测算		53%	22%	18%

资料来源：国元证券研究所 注：此处雕刻机收入不包括耗材收入，美元兑人民币汇率假设为 6.54（2021.1.4 中间价）

4.投资建议与盈利预测

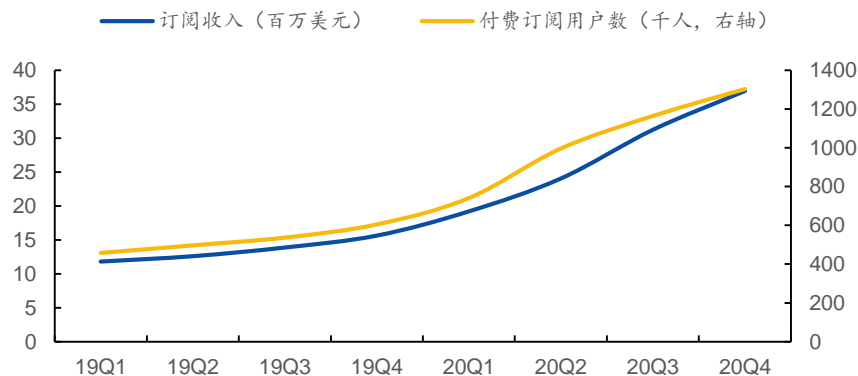
Cricut 三大业务收入走势均与不同的指标高度相关。其中雕刻机收入与新增用户数走势，订阅收入与付费订阅用户数走势，配件和材料收入与平均用户数走势均分别呈正相关。故而通过对相关指标的走势预测，可以预计 Cricut 未来的分部收入、利润率水平变动，并对未来业绩做出预判。

图 28: Cricut 雕刻机收入与新增用户数走势



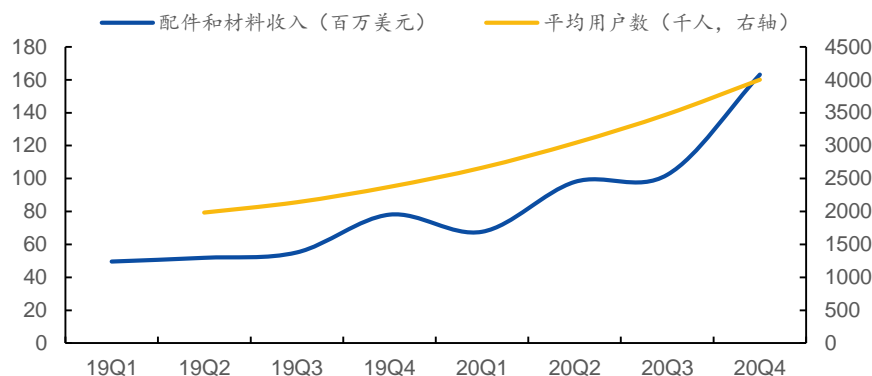
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29: Cricut 订阅收入与付费订阅用户数走势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 30: Cricut 配件和材料收入与平均用户数走势



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

核心假设:

(1) **雕刻机收入:** 根据对新增用户数增速的预测, 我们预计 2021-2023 年雕刻机收入增速分别为 49%/23%/23%。

(2) **订阅收入:** 根据对付费订阅用户数增速的预测, 随着 Cricut 所构建的生态闭环下用户粘性持续增强并吸引新用户的加入, 我们预计 2021-2023 年订阅收入增速分别为 44%/33%/35%。

(3) **配件和材料收入:** 根据对平均用户数增速的预测, 伴随平均用户稳步增长叠加产品矩阵不断完善, 我们预计 2021-2023 年配件和材料收入增速分别为 62%/37%/40%。

综上所述, 我们认为 Cricut 所处行业市场前景广阔, Cricut 本身亦拥有较为完善的产品矩阵以及生态闭环体系, 三大主营业务均将因此受益。此外 Cricut 拥有较强的新消费模式成长属性并且在盈趣科技的业绩加速成长周期中 Cricut 可能迎来估值提升。预计 Cricut 2021-2023 年营收分别为 14.79 亿美元/19.32 亿美元/25.64 亿美元, 同比增长 54%/31%/33%, 净利润分别为 2.43 亿美元/3.23 亿美元/4.53 亿美元, 同比增长 57%/33%/40%, 截至 2021 年 5 月 7 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.10/1.46/2.05 美元, PE21/16/11x, 首次覆盖给予“买入”评级。

图 31: Cricut 盈利预测 (2018A-2023E)

单位: 千美元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	339,788	486,554	959,030	1,478,930	1,932,026	2,564,002
yoy		43%	97%	54%	31%	33%
营业成本	228,692	344,204	626,656	968,824	1,252,398	1,641,228
毛利	111,096	142,350	332,374	510,106	679,628	922,773
yoy		28%	133%	53%	33%	36%
研发费用	24,056	26,674	38,930	59,157	77,281	102,560
研发费用占比	7%	5%	4%	4%	4%	4%
销售费用	30,698	40,110	63,329	94,994	132,991	172,888
yoy		31%	58%	50%	40%	30%
管理费用	18,363	22,005	29,602	38,483	48,103	57,724
yoy		20%	35%	30%	25%	20%
营业开支净额总计	73,117	88,789	131,861	192,633	258,375	333,172
营业利润	37,979	53,561	200,513	317,472	421,253	589,601
非经营收入/(支出)合计	-1826	-3293	-1320	-1500	-1500	-1500
税前利润总额	36,153	50,268	199,193	315,972	419,753	588,101
所得税费用	8,721	11,057	44,615	72,674	96,543	135,263
净利润	27,432	39,211	154,578	243,299	323,210	452,838
yoy		43%	294%	57%	33%	40%

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

5.风险提示

订阅用户增长不及预期，新品孵化不及预期，汇率超预期波动

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188