

短期调整，期待恢复

极米科技(688696)

事件概述

4月27日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入42.2亿元，同比+4.6%，实现归母净利润5亿元，同比+3.7%，扣非归母净利润4.4亿元，同比+3.1%。

对应22Q4：公司实现营业收入13.4亿元，同比-3.9%，实现归母净利润1.7亿元，同比-6.2%，扣非归母净利润为1.7亿元，同比+0.3%。

23Q1：公司实现营业收入8.8亿元，同比-12.8%，实现归母净利润0.5亿元，同比-57%，扣非归母净利润0.4亿元，同比-59.4%。

分析判断：

► 收入端：22年小幅增长，22H2受需求波动影响

公司22年营收小幅增长，同比+4.6%，23Q1同比-12.8%，分业务看：

智能微投：22年营收36.6亿元，同比+4.6%。根据我们的测算，22H2营收同比-7%。根据公司22年11月30日投资者调研纪要，我们认为22H2收入同比下滑主要由于21年同期高基数以及疫情影响下消费需求波动。

激光电视：22年营收1.1亿元，同比+78.9%，主要由于22年公司推出激光电视新品A3及A3 Pro，带动销售收入增长。

创新产品（集成了投影设备与LED照明灯功能的产品，如阿拉丁）：22年营收1.61亿元，同比-26.5%，我们预计主因上半年交割日本阿拉丁业务影响出货。

分渠道看，海外业务：22年营收7.9亿元，同比+82%，主要由于1) 2022年6月20日起在日本销售的阿拉丁智能吸顶投影灯产品计入公司境外收入。2) 22年公司在欧洲线下渠道建设取得突破，欧洲线下渠道销量增长带动公司境外收入增长。

► 业绩端：22年整体稳定，23Q1有所下滑

2022年：公司整体毛利率为36%，同比+0.1pct，归母净利率为11.9%，同比+0.1pct，扣非归母净利率为10.4%，同比-0.2pct。

对应22Q4：公司整体毛利率为33.8%，同比+0.3pct，归母净利率为12.8%，同比-0.3pct，扣非归母净利率为12.7%，同比-0.3pct。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	183.4
股票代码：	688696
52周最高价/最低价：	407.7/158.88
总市值(亿)	128.38
自由流通市值(亿)	83.76
自由流通股数(百万)	45.67



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

研究助理：喇睿萌
邮箱：larm@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

22Q4 费用率：销售、管理、研发、财务费用率分别 14%、2.5%、6.9%、-2.8%，分别同比+0.6、持平、0.6、-2.6pct，财务费用率下滑主因利息收入贡献。此外，22Q4 存货跌价约 2500 万（全年约 2900 万）。

分业务看：

智能微投：22 年毛利率 34.4%，同比-0.1pct，基本持平。

激光电视：22 年毛利率 37.2%，同比+12.5pct。根据公司年报，盈利提升主要由于公司 22 年激光电视新品 A3 及 A3 Pro 产品综合性能提升，带动激光电视平均销售价格及毛利率提升。

海外业务：22 年毛利率 47.49%，同比+7.1pct。主要由于公司阿拉丁智能吸顶投影灯销售模式自 2022 年 6 月 20 日起由 To B 销售转为 To C 销售，平均单价提升，毛利率提升。

23Q1：收入承压，费用刚性拖累利润。23Q1 公司整体毛利率为 34.9%，同比-3pct，归母净利率为 5.9%，同比-6.1pct。扣非归母净利率为 4.5%，同比-5.4pct。我们预计主因为海外需求波动和内销 DLP 品类增速下滑。根据洛图科技数据 Q1，DLP、LCD 技术产品 Q1 销量分别同比-18%、+23%。此外，公司期间费用率同比+4.4pct，费用刚性拖累利润。

投资建议

公司主营业务为智能投影产品的研发、生产及销售，在光机开发、精准散热、智能感知算法等方面积累了多项核心技术。根据 IDC 数据，公司已连续三年取得出货量及销售双第一，行业地位保持领先。22 年受消费需求波动等因素影响，公司营收增速有所放缓，但公司坚定投入研发资源，22 年研发费用率同比+2.4pct，进一步夯实技术护城河。此外，随着出货量增加带来的边际成本下降效应，未来投影设备领域头部企业的市场份额有望扩大。同时，公司积极探索、开发欧洲、北美及日本等其他新兴区域市场，有望为公司业绩带来新的增长空间。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 49/56/64 亿元，同比分别 +16%/+15%/+14%。预计 23-25 年归母净利润分别为 5.4/6.5/7.5 亿元，同比分别+8%/+20%/+17%，相应 EPS 分别为 7.72/9.23/10.75 元，以 23 年 4 月 27 日收盘价 183.4 元计算，对应 PE 分别为 24/20/17 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 30 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

需求波动、技术迭代不及预期、税收优惠政策变化、存货减值风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过等、汇率波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,038	4,222	4,913	5,637	6,442
YoY (%)	42.8%	4.6%	16.4%	14.7%	14.3%
归母净利润(百万元)	483	501	541	646	752
YoY (%)	79.9%	3.7%	7.8%	19.5%	16.5%
毛利率 (%)	35.9%	36.0%	36.1%	36.3%	36.6%
每股收益 (元)	7.21	7.16	7.72	9.23	10.75
ROE	17.5%	16.0%	14.8%	15.0%	14.9%
市盈率	25.44	25.61	23.74	19.87	17.06

资料来源: Wind、华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	5
2. 分析判断.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 可比公司估值.....	6
-----------------	---

1. 事件概述

4月27日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入42.2亿元，同比+4.6%，实现归母净利润5亿元，同比+3.7%，扣非归母净利润4.4亿元，同比+3.1%。

对应22Q4：公司实现营业收入13.4亿元，同比-3.9%，实现归母净利润1.7亿元，同比-6.2%，扣非归母净利润为1.7亿元，同比+0.3%。

23Q1：公司实现营业收入8.8亿元，同比-12.8%，实现归母净利润0.5亿元，同比-57%，扣非归母净利润0.4亿元，同比-59.4%。

2. 分析判断

► 收入端：22年小幅增长，22H2受需求波动影响

公司22年营收小幅增长，同比+4.6%，23Q1同比-12.8%，分业务看：

智能微投：22年营收36.6亿元，同比+4.6%。根据我们的测算，22H2营收同比-7%。根据公司22年11月30日投资者调研纪要，我们认为22H2收入同比下滑主要由于21年同期高基数以及疫情影响下消费需求波动。

激光电视：22年营收1.1亿元，同比+78.9%，主要由于22年公司推出激光电视新品A3及A3 Pro，带动销售收入增长。

创新产品（集成了投影设备与LED照明灯功能的产品，如阿拉丁）：22年营收1.61亿元，同比-26.5%，我们预计主因上半年交割日本阿拉丁业务影响出货。

分渠道看，海外业务：22年营收7.9亿元，同比+82%，主要由于1) 2022年6月20日起在日本销售的阿拉丁智能吸顶投影灯产品计入公司境外收入。2) 22年公司在欧洲线下渠道建设取得突破，欧洲线下渠道销量增长带动公司境外收入增长。

► 业绩端：22年整体稳定，23Q1有所下滑

2022年：公司整体毛利率为36%，同比+0.1pct，归母净利率为11.9%，同比+0.1pct，扣非归母净利率为10.4%，同比-0.2pct。

对应22Q4：公司整体毛利率为33.8%，同比+0.3pct，归母净利率为12.8%，同比-0.3pct，扣非归母净利率为12.7%，同比-0.3pct。

22Q4费用率：销售、管理、研发、财务费用率分别14%、2.5%、6.9%、-2.8%，分别同比+0.6、持平、0.6、-2.6pct，财务费用率下滑主因利息收入贡献。此外，22Q4存货跌价为2500万（全年2900万）。

分业务看：

智能微投：22年毛利率34.4%，同比-0.1pct，基本持平。

激光电视：22年毛利率37.2%，同比+12.5pct。根据公司年报，盈利提升主要由于公司22年激光电视新品A3及A3 Pro产品综合性能提升，带动激光电视平均销售价格及毛利率提升。

海外业务：22年毛利率47.49%，同比+7.1pct。主要由于公司阿拉丁智能吸顶投影灯销售模式自2022年6月20日起由To B销售转为To C销售，平均单价提升，毛利率提升。

23Q1：收入承压，费用刚性拖累利润。23Q1公司整体毛利率为34.9%，同比-3pct，归母净利率为5.9%，同比-6.1pct。扣非归母净利率为4.5%，同比-5.4pct。

我们预计主因为海外需求波动和内销 DLP 品类增速下滑。根据洛图科技数据 Q1，DLP、LCD 技术产品 Q1 销量分别同比-18%、+23%。此外，公司期间费用率同比+4.4pct，费用刚性拖累利润。

3. 投资建议

公司主营业务为智能投影产品的研发、生产及销售，在光机开发、精准散热、智能感知算法等方面积累了多项核心技术。根据 IDC 数据，公司已连续三年取得出货量及销售额双第一，行业地位保持领先。22 年受消费需求波动等因素影响，公司营收增速有所放缓，但公司坚定投入研发资源，22 年研发费用率同比+2.4pct，进一步夯实技术护城河。此外，随着出货量增加带来的边际成本下降效应，未来投影设备领域头部企业的市场份额有望扩大。同时，公司积极探索、开发欧洲、北美及日本等其他新兴区域市场，有望为公司业绩带来新的增长空间。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 49/56/64 亿元，同比分别+16%/+15%/+14%。预计 23-25 年归母净利润分别为 5.4/6.5/7.5 亿元，同比分别+8%/+20%/+17%，相应 EPS 分别为 7.72/9.23/10.75 元，以 23 年 4 月 27 日收盘价 183.4 元计算，对应 PE 分别为 24/20/17 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 30 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688007.SH	光峰科技	23.05	0.51	0.82		44.77	28.20	
600060.SH	海信视像	22.07	1.48	1.68	1.91	14.90	13.12	11.53
	平均值					29.83	20.66	11.53
688696.SH	极米科技	183.4	7.72	9.23	10.75	23.74	19.87	17.06

资料来源：Wind、华西证券，数据截止 2023 年 4 月 27 日；注：可比公司盈利预测均为 wind 一致预测

4. 风险提示

需求波动、技术迭代不及预期、税收优惠政策变化、存货减值风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过等、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,222	4,913	5,637	6,442	净利润	501	540	646	752
YoY (%)	4.6%	16.4%	14.7%	14.3%	折旧和摊销	99	169	196	223
营业成本	2,703	3,137	3,590	4,082	营运资金变动	-618	240	296	258
营业税金及附加	24	25	28	32	经营活动现金流	-59	946	1,130	1,225
销售费用	598	737	857	979	资本开支	-126	-188	-28	-71
管理费用	141	167	180	200	投资	765	124	-76	-117
财务费用	-20	-22	-36	-51	投资活动现金流	694	-66	-103	-190
研发费用	377	442	504	573	股权募资	5	-11	0	0
资产减值损失	-29	-13	-10	-10	债务募资	-88	0	0	0
投资收益	10	15	17	16	筹资活动现金流	-262	-11	0	0
营业利润	509	547	655	763	现金净流量	375	869	1,027	1,034
营业外收支	-1	1	0	-1					
利润总额	508	548	655	762	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	7	8	9	11	成长能力				
净利润	501	540	646	752	营业收入增长率	4.6%	16.4%	14.7%	14.3%
归属于母公司净利润	501	541	646	752	净利润增长率	3.7%	7.8%	19.5%	16.5%
YoY (%)	3.7%	7.8%	19.5%	16.5%	盈利能力				
每股收益	7.16	7.72	9.23	10.75	毛利率	36.0%	36.1%	36.3%	36.6%
					净利率	11.9%	11.0%	11.5%	11.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.5%	8.6%	9.0%	9.0%
货币资金	1,498	2,367	3,394	4,428	净资产收益率 ROE	16.0%	14.8%	15.0%	14.9%
预付款项	18	17	25	29	偿债能力				
存货	1,184	1,504	1,265	1,437	流动比率	2.84	2.63	2.77	2.85
其他流动资产	1,214	953	1,216	1,254	速动比率	1.87	1.72	2.08	2.18
流动资产合计	3,914	4,841	5,899	7,147	现金比率	1.09	1.29	1.59	1.76
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	40.6%	41.6%	40.2%	39.3%
固定资产	1,120	1,265	1,314	1,385	经营效率				
无形资产	69	80	92	103	总资产周转率	0.81	0.85	0.84	0.83
非流动资产合计	1,372	1,436	1,312	1,197	每股指标 (元)				
资产合计	5,286	6,277	7,211	8,344	每股收益	7.16	7.72	9.23	10.75
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	44.78	52.35	61.58	72.32
应付账款及票据	1,045	1,534	1,766	2,096	每股经营现金流	-0.84	13.51	16.15	17.50
其他流动负债	334	306	363	415	每股股利	2.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,379	1,841	2,129	2,510	估值分析				
长期借款	300	300	300	300	PE	25.61	23.74	19.87	17.06
其他长期负债	469	469	469	469	PB	3.71	3.50	2.98	2.54
非流动负债合计	769	769	769	769					
负债合计	2,147	2,609	2,898	3,279					
股本	70	70	70	70					
少数股东权益	4	4	3	3					
股东权益合计	3,139	3,668	4,314	5,065					
负债和股东权益合计	5,286	6,277	7,211	8,344					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。