

极米科技 (688696.SH)

内销稳健+海外高增，持续高研发投入拓宽护城河

公司发布2022年中报,报告期内,公司实现营业总收入20.4亿元,同比+20.7%;实现归母净利润2.7亿元,同比+39.8%。其中,Q2单季度实现营业总收入10.2亿元,同比+17.4%;实现归母净利润1.5亿元,同比+43.2%;公司获得国家鼓励的重点软件企业认定之后,Q2单季度产生4941万元税收返还,剔除税收返还影响后实现归母净利润1.0亿元,同比-4.6%。Q2以来国内部分地区疫情反复对线下渠道造成冲击,公司业绩在宏观环境承压背景下展现出较强经营韧性。

□ 国内智能投影市场稳步扩容,公司收入与业绩增速彰显韧性。尽管上半年国内部分地区疫情反复,消费环境较为低迷,但是智能投影行业依然保持稳健增长,据洛图科技数据,2022H1国内智能投影市场销量301万台,同比+30.2%;销额62.7亿元,同比+16.3%。行业景气加持下,公司展现出不俗的经营韧性,收入与业绩分别同比+20.7%与+39.8%。分产品来看,公司投影仪整机及配件业务实现收入19.8亿元,同比+20.1%,互联网增值收入0.4亿元,同比+48.3%;分地区来看,公司实现境内收入17.7亿元,同比+14.7%;实现境外收入2.5亿元,同比+89.8%。

□ 加大研发投入拓宽护城河,期间费用上行压制短期盈利能力。公司2022H1销售毛利率达到37.5%,同比+0.7 PCT,考虑到会计准则调整(运输费由销售费用调整至营业成本)以及部分美元计价原材料采购影响,公司实际毛利率表现或好于表现;费用率方面,公司通过增加研发投入持续拓宽技术护城河,研发人员数量由上年同期的524人增长至722人,研发费用率同比+2.9 PCT至9.6%,增幅明显,销售、管理和财务费用率分别为14.0%/3.5%/0.5%,分别同比-1.3/+0.5/+0.6 PCT,期间费用率整体同比+2.7 PCT,期间费用率上行也在一定程度上压制短期盈利能力。整体来看,公司2022H1归母净利率13.2%,同比+1.8 PCT;若剔除税收返还影响则同比-1.1 PCT至10.8%,较去年同期有所下降。展望下半年,我们预计随新品发布带动产品结构优化,有望带动盈利能力实现环比改善。

□ 新品发布+芯片供应缓解+海外拓展逐步奏效,公司后续看点仍足。国内方面,尽管魔镜数据显示7月份极米品牌天猫+京东销售额同比下滑14.7%,但由于“618”对7月虹吸效应有所加强,叠加公司Q2尚未发布新品,所以短期负增长处于预期之内,考虑到公司于8.11发布极米神灯与H5新品,在场景拓展、光源、亮度以及软件层面亮点突出,在疫情受控、消费复苏背景下有望拉动销量增长,同时,明年DMD芯片供应紧张态势预计将有所缓解,业绩压制因素将逐步解除;国外方面,公司7月份亚马逊PrimeDay中的海外GMV同比+155%,其中美国、日本、欧洲增速分别高达+197%/147%/128%,海外市场的渠道、产品和内容合作持续推进且收效显著,已逐步成为公司的第二增长曲线。

□ 投资建议:我们预计公司2022-2024年收入为54/75/103亿,分别同比增长35%/38%/36%,业绩为6.6/9.4/13.1亿,分别同比增长37%/42%/40%,对应估值39倍/28倍/20倍,维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示:新品表现不及预期,芯片供应持续紧缺,疫情反复物流阻隔。

强烈推荐(维持)

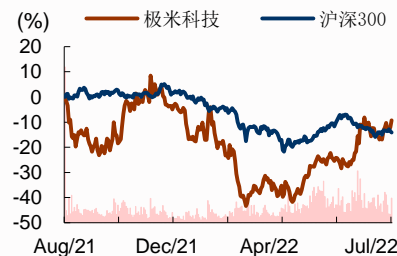
消费品/家电
目标估值: NA
当前股价: 371.02 元

基础数据

总股本(万股)	7000
已上市流通股(万股)	4504
总市值(亿元)	260
流通市值(亿元)	167
每股净资产(MRQ)	41.5
ROE(TTM)	19.3
资产负债率	43.4%
主要股东	钟波
主要股东持股比例	18.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	11	-11
相对表现	14	22	3



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 《极米科技(688696)——季报业绩符合预期,拟收购阿拉丁业务增强海外能力》2022-04-29
- 《极米科技(688696)——收入高增,盈利能力提升,龙头地位巩固》2022-04-22
- 《极米科技(688696)——Q4增速环比显著提升,龙头地位巩固》2022-01-27

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 研究助理

pengzihao@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2828	4038	5447	7527	10269
同比增长	34%	43%	35%	38%	36%
营业利润(百万元)	305	542	741	1054	1474
同比增长	209%	78%	37%	42%	40%
归母净利润(百万元)	269	483	661	940	1313
同比增长	188%	80%	37%	42%	40%
每股收益(元)	7.17	9.67	9.45	13.43	18.76
PE	51.8	38.4	39.3	27.6	19.8
PB	17.8	6.7	7.9	6.4	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：极米新品神灯



资料来源：极米科技官网，招商证券

图 2：极米新品 H5 投影仪



资料来源：极米科技官网，招商证券

表 1：极米神灯与竞品参数对比

指标	极米神灯	PopIn Aladdin 2 Plus	PopIn Aladdin 2	PopIn Aladdin se	Anker Nubula Nova
投影参数					
显示芯片	0.33"DMD	0.33"DMD	0.33"DMD	0.23"DMD	0.33"DMD
分辨率	1920x1080	1920x1080	1920x1080	1920x1080	1920x1080
亮度	1200 ANSI 流明	900 ANSI 流明	700 ANSI 流明	500 ANSI 流明	800 ANSI 流明
基准投影距离 (100 英寸)	1.55m	1.78m	1.78m	2.82m	1.8m
镜头电动移轴范围	0-32 度	0-32 度	0-32 度	6-18 度	0-32.7 度
音箱	8W+8W	8W+8W	8W+8W	3W+3W	10W+10W
处理器	MT9669	T950X2	T950X2	T950X2	A55 Chipset
存储	4GB+32GB	2GB+32GB	2GB+16GB	2GB+16GB	2GB+16GB
吸顶灯参数					
亮度	0-3000lm 10 级调光	4300lm 无级调光	4300lm 无级调光	4300lm 100 级调光	6100lm 100 级调光
色温	2800-6000K 10 级色调	2800-6000K 无级色调	2800K-6000K 无级色调	2800-6000K 六级色调	2700-6500K 100 级色调
寿命	70000 小时	20000 小时	20000 小时	20000 小时	20000-25000 小时
尺寸	477.5x155.2x477.5mm	476x145x476mm	476x145x476mm	476x169x476mm	478x170x478mm
重量	6.3Kg	4.9Kg	4.9Kg	4.9Kg	4.7Kg
价格	7999 元 RMB	129800 日元 (约 6465 元 RMB)	79800 日元 (约 3975 元 RMB)	64800 日元 (约 3228 元 RMB)	99990 日元 (约 4980 元 RMB)

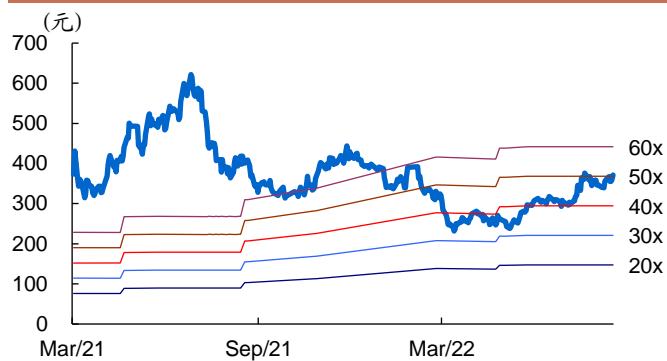
资料来源：极米科技官网、阿拉丁官网、安克日本商城、招商证券

表 2: 极米科技新品 H5 与竞品参数对比

型号	极米 H5	极米 H3S	当贝 X3	坚果 O1Pro	当贝 F5	坚果 J10S	峰米 V10 4K	Vidda C1
发布时间	2022/08	2021/03	2021/04	2021/09	2022/03	2022/04	2022/05	2022/05
焦距	长焦	长焦	长焦	超短焦	长焦	长焦	长焦	长焦
光源	Super LED	LED	激光	LED	LED	LED	LED	激光
亮度 (流明)	1400 CCB 流明	2200 ANSI	3200 ANSI	1500 ANSI	2800 ANSI	2400 ANSI	2500 ANSI	1350 ANSI
标准分辨率	1920*1080	1920*1080	1920*1080	1920*1080	1920*1080	1920*1080	3840*2160	3840*2160
显示芯片	0.47 DMD	0.47 DMD	0.47 DMD	0.33 DMD	0.47 DMD	0.47 DMD	0.47 DMD	0.47 DMD
处理器芯片	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669	MT9669
梯形校正	3D TOF 无感校正	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)	六向校正 (自动)	全向自动校正	自动
对焦	自动	无感自动	无感自动	自动	无感自动	无感自动	无感自动	自动
运动补偿	支持	全局支持	支持	支持	支持	支持	支持	支持
智能避障	支持	支持				支持	支持	支持
噪音	28dB	28dB			24dB	22dB		
存储	4G+64G	4G+64G	3G+64G	3G+64G	4G+64G	4G+64G	4G+64G	4G+64G
单价	6299	5199	5799	5899	5699	5699	6799	6999

资料来源: 各品牌天猫旗舰店、招商证券

图 3: 极米科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 极米科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1618	3821	4288	5348	6997
现金	550	1114	1207	1688	2573
交易性投资	150	1532	1532	1532	1532
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	69	87	95	132	180
其它应收款	18	23	31	42	58
存货	717	965	1288	1767	2399
其他	114	100	135	187	255
非流动资产	862	1320	1882	2415	2921
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	139	740	1311	1852	2365
无形资产商誉	61	65	59	53	48
其他	662	515	513	510	509
资产总计	2480	5141	6170	7763	9918
流动负债	1441	1995	2493	3345	4468
短期借款	124	77	0	0	0
应付账款	1162	1663	2237	3070	4168
预收账款	23	39	53	72	98
其他	132	217	203	203	202
长期负债	257	383	383	383	383
长期借款	200	300	300	300	300
其他	57	83	83	83	83
负债合计	1699	2379	2877	3729	4852
股本	38	50	70	70	70
资本公积金	488	2054	2054	2054	2054
留存收益	256	658	1169	1910	2942
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	782	2762	3293	4035	5066
负债及权益合计	2480	5141	6170	7763	9918

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	185	536	810	1147	1595
净利润	269	483	661	940	1313
折旧摊销	22	43	49	79	107
财务费用	1	2	(3)	(11)	(25)
投资收益	(10)	(4)	(124)	(145)	(172)
营运资金变动	(105)	20	209	261	344
其它	8	(9)	18	25	28
投资活动现金流	(318)	(1527)	(500)	(479)	(452)
资本支出	(178)	(100)	(624)	(624)	(624)
其他投资	(140)	(1427)	124	145	172
筹资活动现金流	59	1540	(217)	(187)	(257)
借款变动	42	(9)	(90)	0	0
普通股增加	0	13	20	0	0
资本公积增加	5	1566	0	0	0
股利分配	0	(60)	(150)	(198)	(282)
其他	13	30	3	11	25
现金净增加额	(74)	549	93	481	885

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2828	4038	5447	7527	10269
营业成本	1933	2589	3483	4780	6489
营业税金及附加	20	22	29	40	55
营业费用	393	623	840	1161	1584
管理费用	68	106	143	197	269
研发费用	139	263	338	452	596
财务费用	2	(4)	(3)	(11)	(25)
资产减值损失	(9)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	34	34	34	34
其他收益	31	66	86	107	134
投资收益	10	4	4	4	4
营业利润	305	542	741	1054	1474
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	303	543	743	1055	1475
所得税	34	59	81	116	162
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	269	483	661	940	1313

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	34%	43%	35%	38%	36%
营业利润	209%	78%	37%	42%	40%
归母净利润	188%	80%	37%	42%	40%
获利能力					
毛利率	31.6%	35.9%	36.1%	36.5%	36.8%
净利率	9.5%	12.0%	12.1%	12.5%	12.8%
ROE	34.4%	17.5%	20.1%	23.3%	25.9%
ROIC	24.5%	15.2%	18.3%	21.4%	24.0%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	46.3%	46.6%	48.0%	48.9%
净负债比率	13.1%	7.6%	4.9%	3.9%	3.0%
流动比率	1.1	1.9	1.7	1.6	1.6
速动比率	0.6	1.4	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
应收账款周转率	24.9	52.0	59.9	66.4	66.0
应付账款周转率	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	7.17	9.67	9.45	13.43	18.76
每股经营净现金	4.94	10.72	11.58	16.39	22.78
每股净资产	20.84	55.24	47.05	57.64	72.37
每股股利	1.60	3.00	2.83	4.03	5.63
估值比率					
PE	51.8	38.4	39.3	27.6	19.8
PB	17.8	6.7	7.9	6.4	5.1
EV/EBITDA	88.7	50.0	35.6	25.0	18.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。