

光峰科技（688007）深度研究

# 激光显示革新者，基石业务稳健+车载光学开启新成长曲线

2024 年 06 月 04 日

## 【投资要点】

- ◆ **激光显示领军者，B+C 端多元化拓展。**光峰科技是中国激光显示行业的领军企业，公司自成立以来，依托核心 ALPD®技术，拓展 C 端和 B 端应用场景，产品矩阵丰富，通过合作成立子公司模式取得了业务快速扩张，并在 2023 年实现了车载光学业务落地的突破。公司财务表现稳健，各项费用率稳中有降，研发投入持续加强，增强核心竞争力，构筑公司的专利壁垒。
- ◆ **ALPD®引领激光显示技术革命，需求复苏夯实业绩基石。**相比传统 RGB 技术，ALPD®技术更具成本优势且解决了散斑效应。公司生产的核心器件依靠技术构筑的深厚专利壁垒，在车载、影院、专业和家用等多个下游领域得到应用，同时，文旅市场复苏将带动公司专业显示产品需求的复苏。
- ◆ **电影市场强势复苏，放映租赁为现金牛。**随着国内电影市场的强势复苏和观众观影意愿的激活，市场需求旺盛，总票房和观影人次恢复至疫情前水平。公司的激光光源相比传统氙灯具有优势，同时租赁业务适配了电影院需求因而普及。未来公司还将通过布局 LED 影院，拓展海外市场等方式开辟新利润点。
- ◆ **切入车载光学市场，爆款车型贡献业务增长。**智能座舱打造正在成为车企的核心竞争力，智能座舱市场规模快速增长，尤其是在高端车型的渗透领先。公司在激光技术领域积累深厚，以车载光学作为切入参与智能座舱市场，在车载投影、AR-HUD 和智慧大灯上取得了 7 个定点项目。尤其是与问界 M9 车型合作车载投影巨幕已经落地实现收入，该车型 2024 年 5 月累计大定突破 80000 台，预计为公司 2024 年收入带来显著增长。热门车型方案也将吸引其他车企模仿采用，随着 AR-HUD 和智慧车灯定点的落地，公司在车载光学业务的潜力巨大。
- ◆ **家用投影挑战与机遇并存，整合 C 端业务力争减亏。**2023 年中国家用智能投影市场出现量额双降，但 4K 智能投影和激光投影成为市场热点，激光光源占比提升。公司在家用投影领域市场份额领先，峰米科技虽然亏损逐年扩大但毛利率逐年提升。峰米科技通过内部资源整合，聚焦优势产品，强化核心竞争力，力争业绩减亏。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**买入**（首次）

目标价：20.5 元

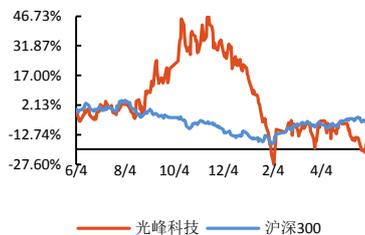
**东方财富证券研究所**

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：袁泽生

电话：021-23586475

**相对指数表现****基本数据**

总市值（百万元）	8164.98
流通市值（百万元）	8164.98
52 周最高/最低（元）	32.17/14.70
52 周最高/最低（PE）	95.28/45.15
52 周最高/最低（PB）	5.41/2.51
52 周涨幅（%）	-16.43
52 周换手率（%）	363.12

**相关研究**

## 【投资建议】

- ◆ 光峰科技是国内激光显示行业的领军企业，公司技术能力强，毛利率水平高，多年来已经将电影放映光源和专业显示投影打造为公司的利润基石产品。同时公司进军汽车电子，首款车载投影定点产品已经贡献收入，后续还有多个定点接力车载光学业务成长。公司对C端业务进行整合，聚焦优势产品，未来对公司的业绩拖累有望减小。综合考虑公司的业务发展情况，我们预计2024-2026年营收分别为29.21/36.09/41.53亿元，归母净利润分别为2.11/2.77/3.70亿元，对应EPS分别为0.46/0.60/0.80元，对应PE分别为39/30/22倍。
- ◆ 我们对光峰科技母公司业务、电影业务和C端业务估值合计94.75亿元市值预期，对应6个月目标价20.5元，给予“买入”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2213.36	2920.75	3608.85	4152.60
增长率(%)	-12.90%	31.96%	23.56%	15.07%
EBITDA（百万元）	191.53	384.08	536.94	705.70
归属母公司净利润（百万元）	103.19	210.84	276.56	369.08
增长率(%)	-13.61%	104.33%	31.17%	33.46%
EPS(元/股)	0.23	0.46	0.60	0.80
市盈率(P/E)	112.52	39.12	29.82	22.35
市净率(P/B)	4.24	2.83	2.64	2.41
EV/EBITDA	59.05	19.88	13.95	10.17

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ **技术市场推广不及预期的风险。**公司所处的激光显示行业与液晶显示和OLED显示等半导体显示方案存在竞争关系，半导体显示应用广泛，我国产业基础深厚，激光显示技术存在市场推广受阻的风险；（降价）
- ◆ **汽车电子收入不及预期的风险。**公司未来其他车载定点项目可能存在销量和收入不及首个项目的风险，车载零部件竞争激烈，车载光学产品可能存在降价的风险；
- ◆ **C端业务亏损扩大的风险。**过去数年子公司峰米科技亏损对公司业绩产生拖累，未来可能存在继续亏损甚至扩大的风险；
- ◆ **电影租赁业务业绩不及预期的风险。**电影院受到疫情冲击后可能影响消费者习惯，电影行业长期成长空间可能缩小，电影租赁业务收入和利润恢复可能不及预期。

## 1、关键假设

**营业收入：**我们将公司业务按应用场景进行划分，将公司业务分为核心器件和专业显示业务，电影业务，C端业务，汽车业务和其他业务。

**核心器件和专业显示：**核心器件受益于家用投影市场复苏和 ALPD®5.0 技术产品化落地，专业显示业务受益于文旅场景的复苏，综合考虑，预计 2024-2026 年核心器件和专业显示业务收入增速分别为 14.00%/14.00%/14.00%。

**电影业务：**全国电影银幕数量持续增加，叠加激光光源渗透率提升，预计 2024-2026 年电影业务增速分别为 21.00%/15.00%/10.00%。

**C端业务：**公司对 C 端业务的目标为减亏，未来产品会更加聚焦优势领域，同时关注控制费用和提高效率，预计 2024-2026 年 C 端业务增速分别为-15.00%/-5.00%/0.00%。

**汽车业务：**公司在汽车业务上已经收获 6 个定点，首个上市车型问界 M9 销售火爆，车载投影产品为汽车业务的首年收入奠定基础，后续 AR-HUD 和智慧大灯接力成长，预计 2024-2026 年汽车业务收入分别为 5.71/10.47/13.55 亿元

**其他业务：**主要为主营业务相关的零配件和维修保养服务，预计 2024-2026 年其他业务收入增速为 30.00%/14.00%/8.00%。

### 毛利率：

**核心器件和专业显示：**往年核心器件和专业显示业务毛利率均保持在 40%以上，相对稳定，预测 2024-2026 年毛利率 42.50%/42.50%/42.50%。

**电影业务：**电影业务历年保持高毛利，预测 2024-2026 年毛利率 55.00%/55.00%/55.00%。

**C端业务：**相对公司其他业务毛利率较低，但往年具有逐年提升的趋势，预测 2024-2026 年毛利率 29.95%/31.95%/33.95%。

**汽车业务：**业务前期由于市场开拓和产能爬坡毛利率较低，预计后续逐年提升，预计 2024-2026 年毛利率为 25.00%/27.00%/29.00%。

**其他业务：**预计 2024-2026 年毛利率为 38.45%/39.95%/30.85%。

## 2、创新之处

- ◆ **对不同业务分部估值。**公司以激光光源技术为核心，下游应用领域包括电影市场、家用市场、汽车市场和专业显示等，公司在电影行业和家用市场分别有子公司，因此我们对电影业务、家用业务和母公司其他业务进行分部估值
- ◆ **分析汽车业务成长逻辑。**车载光学业务是未来公司的新成长曲线，2024年是公司车载业务收入从无到有的第一年，我们针对车载业务的收入进行了预测，并根据公司未来的定点收入和潜力分析，研究出公司在车载领域未来三年的成长逻辑。

## 3、潜在催化

- ◆ **汽车电子业务进展。**首款车载投影产品跟随问界 M9 车型上市，由于问界 M9 密集交付从 2024 年 2 月底开启，因此 24Q1 公司车载收入并不高，未来随着问界 M9 产能爬坡月交付量提升，公司确认车载投影产品收入业务快速提升。
- ◆ **消费市场复苏超预期。**随着国家宏观政策对居民消费的刺激，文旅、电影和家用电器等领域出现复苏迹象，对公司产品的需求恢复可能出现超预期，公司传统利润基石业务恢复节奏可能提前。

## 正文目录

1. 公司概况：激光显示技术引领者，稳定发展与拓展 .....	6
1.1. 发展历程：多年深耕激光显示技术，公司股权架构稳定 .....	6
1.2. 主营业务：围绕核心激光技术，商用家用多元拓展 .....	7
1.3. 财务指标：C端业绩承压，各项财务指标稳定 .....	9
2. 激光显示：APLD 技术驱动，高壁垒与多元化成长 .....	11
2.1. 行业：ALPD® 技术革新，引领行业高速发展与成本效益优化 .....	11
2.2. 主营业务：专利构筑高壁垒，核心器件下游应用场景广泛 .....	12
2.3. 成长逻辑：多元化拓展，高毛利率产品持续贡献利润 .....	13
3. 电影放映：租赁模式造现金牛产品，复苏出海双机遇 .....	15
3.1. 行业：电影市场强势复苏，激光技术引领放映新趋势 .....	15
3.2. 主营业务：创新光源租赁模式，成就高毛利现金牛业务 .....	16
3.3. 成长逻辑：海外拓展空间充足，布局 LED 影院眼光长远 .....	17
4. 车载光学：智能座舱创新，收入兑现形成新增长极 .....	19
4.1. 行业：智能座舱追求差异化，娱乐设备持续升级 .....	19
4.2. 主营业务：车载投影落地兑现业绩，AR-HUD+智慧车灯蓄势待发 .....	20
4.3. 成长逻辑：多个定点接力成长，新技术普及放量可期 .....	23
5. 家用业务：家用投影市场调整期，聚焦优势力争减亏 .....	24
5.1. 行业：家用投影激光光源渗透率提升，激光电视定位高端 .....	24
5.2. 主营业务：C端业务市场份额靠前，业务聚焦助力业绩改善 .....	25
5.3. 成长逻辑：整合聚焦优势产品，力争业绩减亏不拖累 .....	26
6. 关键假设与盈利预测 .....	27
6.1. 盈利预测 .....	27
6.2. 相对估值和投资建议 .....	28
7. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：光峰科技公司发展历程 .....	6
图表 2：光峰科技股权架构和主要控股子公司 .....	7
图表 3：光峰科技产品矩阵 .....	7
图表 4：光峰科技 2016-2022 年营收按产品类型分（单位：亿元） .....	8
图表 5：光峰科技子公司与母公司营业收入（单位：亿元） .....	9
图表 6：光峰科技子公司和母公司净利润（单位：亿元） .....	9
图表 7：光峰科技历年营业收入和增速（单位：亿元） .....	9
图表 8：光峰科技历年净利润和增速（单位：亿元） .....	9
图表 9：光峰科技 2019-2024Q1 整体和分产品毛利率 .....	10
图表 10：光峰科技 2019-2024Q1 各项费用率 .....	10
图表 11：全球及中国激光投影市场出货规模预测（单位：万台） .....	11
图表 12：激光显示产业链图谱 .....	11
图表 13：RGB 激光技术架构与 ALPD® 技术架构 .....	12
图表 14：散斑画面（a）与低散斑画面（b）对比 .....	12
图表 15：ALPD® 技术演进过程 .....	13
图表 16：公司激光光学引擎和专业显示投影机收入和增速（单位：亿元） .....	14
图表 17：公司激光光学引擎和专业显示投影机毛利率（单位：%） .....	14

图表 18: 2024 年“五一”假期全社会跨区域人员流动量（单位：万人次）	14
图表 19: 光峰科技江西婺源文旅小镇投影实境秀	14
图表 20: 2019-2023 年总票房及同比增幅	15
图表 21: 2019-2023 年总观影人次及平均票价	15
图表 22: 2019-2023 年全国荧幕数量和净增数量	15
图表 23: 2019-2023 年全国影院总数及新建影院数	15
图表 24: 公司激光电影放映机光源与氙灯光源的性能参数对比	16
图表 25: 公司 ALPD®激光放映解决方案安装量和运行总时长	17
图表 26: 中影光峰收入，净利润和公司影院放映租赁服务毛利率	17
图表 27: 中国和全球电影票房收入及中国占比	18
图表 28: 中国不同价位区间智能座舱渗透率	19
图表 29: 座舱单车价值量变化	19
图表 30: 2020-2030 年国内智能座舱市场规模	19
图表 31: 2023-2024 年 2 月中国乘用车后排娱乐屏月度装配率	20
图表 32: 光峰科技车载光学定点项目情况	21
图表 33: 光峰科技车规级投影巨幕	22
图表 34: 光峰科技问界 M9 车载投影业务收入测算	22
图表 35: 光峰科技激光大灯	22
图表 36: 2023 年家用智能投影分价格段销量及份额变化	24
图表 37: 2022-2024 年中国智能投影线上市场 4K 和激光渗透率	24
图表 38: 光峰科技车载光学定点项目情况	24
图表 39: 2023-2024 年中国智能投影线上市场分技术销量结构	25
图表 40: 2023 年中国家用激光投影市场分技术阵营品牌份额	25
图表 41: 重庆峰米营收利润和公司 C 端业务毛利率	26
图表 42: 峰米科技激光电视产品	26
图表 43: 峰米科技小明 Q3 Pro 投影仪	26
图表 44: 盈利预测	27
图表 45: 可比公司估值比较表（按照 2024 年 06 月 03 日收盘价）	29

## 1. 公司概况：激光显示技术引领者，稳定发展与拓展

### 1.1. 发展历程：多年深耕激光显示技术，公司股权架构稳定

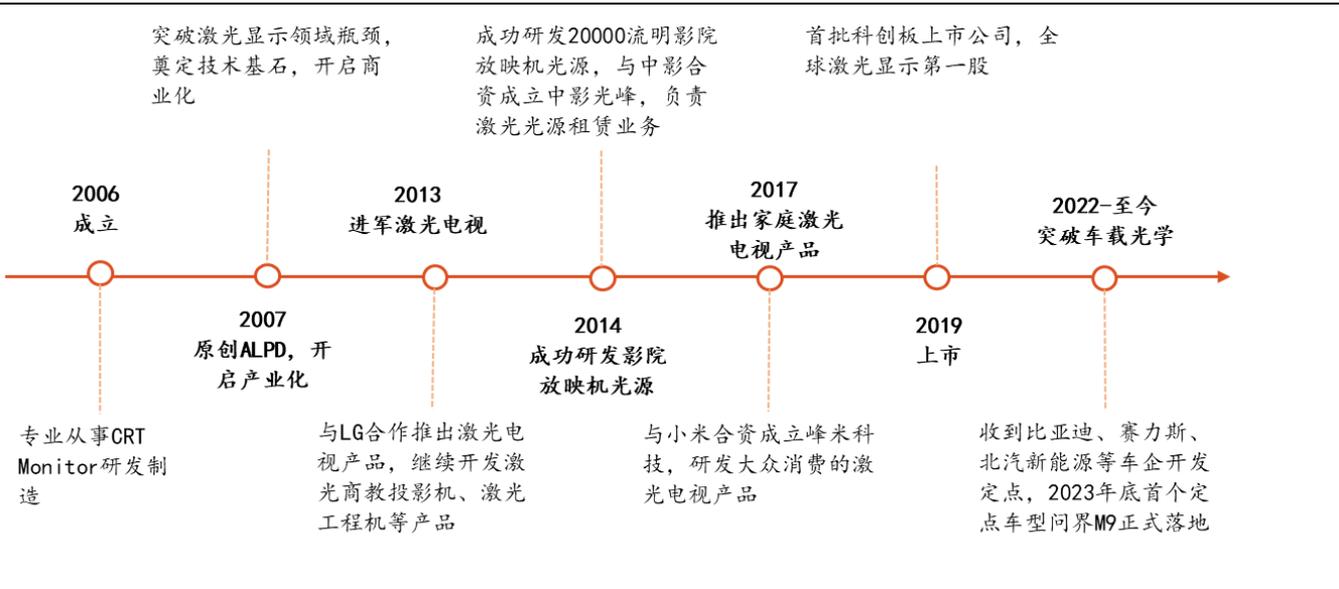
深圳光峰科技股份有限公司成立于 2006 年，在 2007 年原创 ALPD® 半导体激光光源技术，为激光显示行业提供了突破性解决方案，广泛应用于车载、影院、家用、工程、商教等领域。公司自成立以来发展可以分成三个阶段：

**第一阶段（2007-2016 年）：技术研发和商业化探索。**公司 ALPD® 技术的底层关键技术 在 2007 年发明后，投影行业逐渐对该技术方案形成认知，公司也对技术进行多方向的产业化尝试。2013 年公司与 LG 合作推出激光电视产品，又在 2014 年成功研发激光电影放映光源与中国电影下属中影器材成立子公司中影光峰，将 ALPD® 激光光源应用到电影放映领域。此外，公司继续开发了激光商教投影机、激光工程机和新款激光电视产品。

**第二阶段（2017-2021 年）：合作模式带动业务快速扩张。**公司自 2017 年以来收入规模快速扩大，一方面得益于公司前期布局的影院激光租赁业务和商教投影机产品迅速上量，另一方面，2016 年公司与小米集团合资成立峰米科技，研发制造销售大众消费的激光电视整机产品。2019 年公司成为科创板首批上市公司之一。2021 年，峰米科技推出“小明”投影品牌并发布小明 Q1 投影仪，进军家庭投影市场。

**第三阶段（2022 年至今）：突破车载光学业务开启新增长极。**公司主要推出三大应用解决方案：车载显示、HUD 和激光大灯。在成为华为智能汽车解决方案优秀合作伙伴后，公司连续收到比亚迪、赛力斯、北汽新能源等车企的《开发定点通知书》。2023 年底，首个定点车型华为智能旗舰 SUV “问界 M9” 正式落地，公司为其提供车载巨幕投影方案。

图表 1：光峰科技公司发展历程

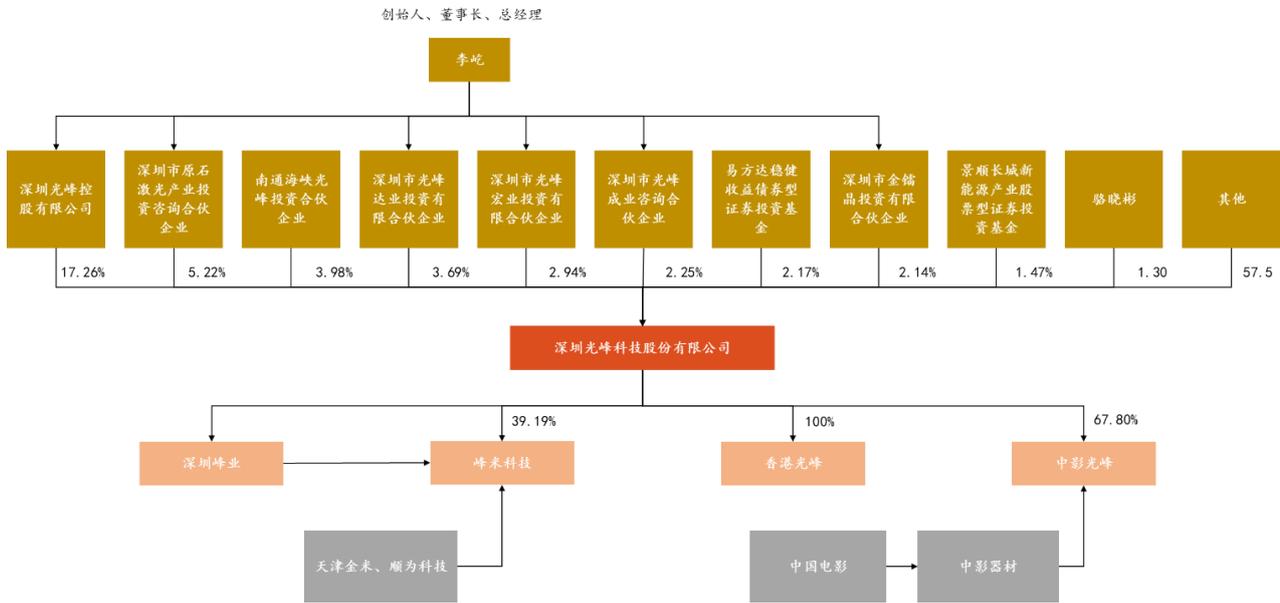


资料来源：光峰科技招股说明书，光峰科技 2023 年年报，光峰科技公司官网，峰米科技公司官网，东方财富证券研究所

创始人为公司实际控制人，引入合作方成立子公司。根据公司 2023 年年报，创始人、董事长、总经理李屹博士为公司实控人，通过 6 家子公司合计控制公司 33.50% 股权。公司采用了合资合作的商业策略，引入合作方成立子公司，

公司对旗下重要子公司均有控制权，持有中影光峰 67.80%的股权，持有峰米科技 39.19%股权，同时通过一致行动人深圳峰业持有峰米科技 53.6250%表决权。

图表 2：光峰科技股权架构和主要控股子公司

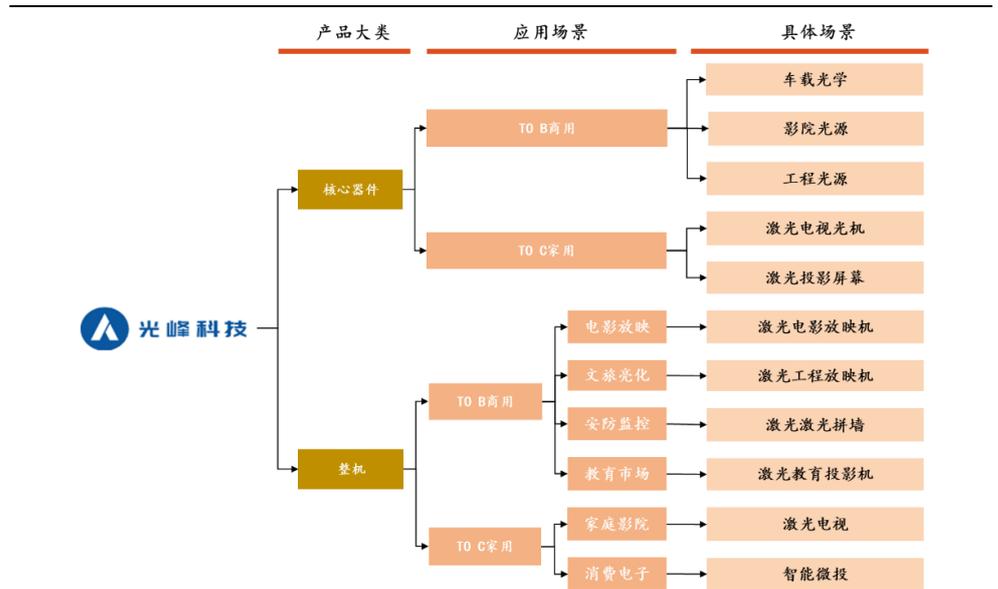


资料来源：光峰科技 2023 年年报，东方财富证券研究所

### 1.2. 主营业务：围绕核心激光技术，商用家用多元拓展

**C 端+B 端应用场景布局，产品矩阵丰富。**公司产品主要分为两大类：激光显示核心器件和整机，按应用场景来分主要分为 To B 商用和 To C 家用。商用产品包括工程光源、激光工程放映机、教育投影机、影院产品等，其中影院产品包括影院光源、激光电影放映机等；家用涵盖激光电视、智能微投等产品。

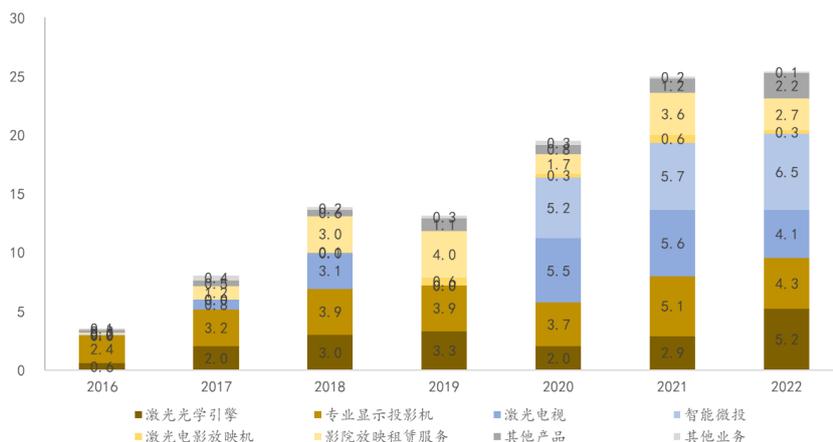
图表 3：光峰科技产品矩阵



资料来源：光峰科技 2019 年报，光峰科技 2023 年报，东方财富证券研究所

**围绕核心器件，多应用场景共同驱动。**公司以“核心技术+核心器件+应用场景”作为发展战略，从激光光学引擎开始探索下游领域，不断丰富完善了产品矩阵。2016年及之前，公司主要营收来自于激光光学引擎以及包含商教和工程领域的专业显示投影机；2017-2018年，公司在电影放映租赁业务和激光电视业务收入快速增长；2019年以来C端产品快速上量成为营收主要来源之一。2023年公司核心期间业务发展加速，首个定点车型问界M9进入量产交付阶段，随着问界M9交付节奏，预计未来车载光学将为公司营收贡献重要新增量。

图表 4：光峰科技 2016-2022 年营收按产品类型分（单位：亿元）

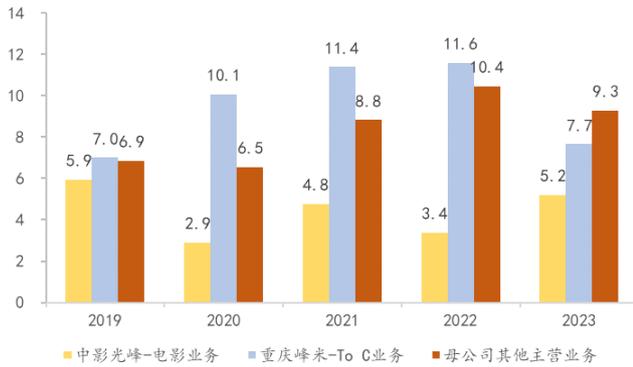


资料来源：光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

**收入端家用+电影+其他商用三足鼎立。**公司通过合资合作方式成立了子公司中影光峰和重庆峰米，根据 2023 年年报数据，中影光峰主要负责影院放映服务及放映机销售业务，实现营收 51,919.72 万元，占公司营收的 23.5%；重庆峰米负责家用显示产品研发及销售，全年实现营收 76,572.27 万元，占公司总营收 34.6%；其余母公司产品服务包括激光商教投影机、激光光学引擎等实现营收 92,843.71 万元，占营收比例为 41.9%。

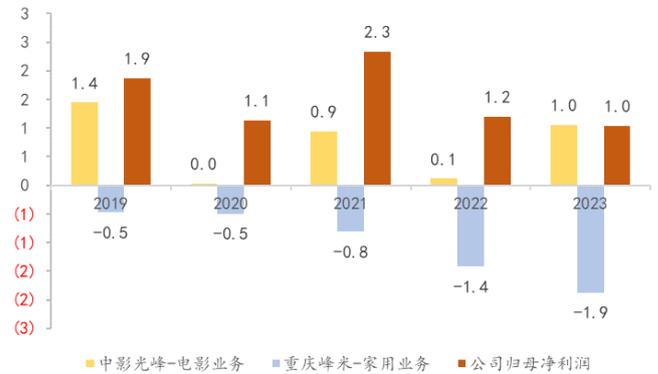
**B 端业务稳健，C 端业务拖累整体利润。**电影业务在疫情期间受到冲击，收入和利润有所下滑，但在 2023 年随着疫情影响结束，影院业务收入和利润均有回暖。家用业务方面，峰米科技营业收入在 2019-2022 年期间逐年上升，但亏损在逐年扩大，拖累公司整体净利润。因此，在 2023 年公司主动对 C 端业务的产品和人员结构优化调整，更聚焦具竞争优势的自有品牌——小明投影，峰米科技收入有所下滑。公司其他主营业务收入在波动中有所增长，从 2019 年的 6.9 亿元上升至 2023 年的 9.3 亿元。

图表 5：光峰科技子公司与母公司营业收入（单位：亿元）



资料来源:Choice光峰科技-财务摘要,Choice光峰科技-控股参股子公司,东方财富证券研究所

图表 6：光峰科技子公司和母公司净利润（单位：亿元）

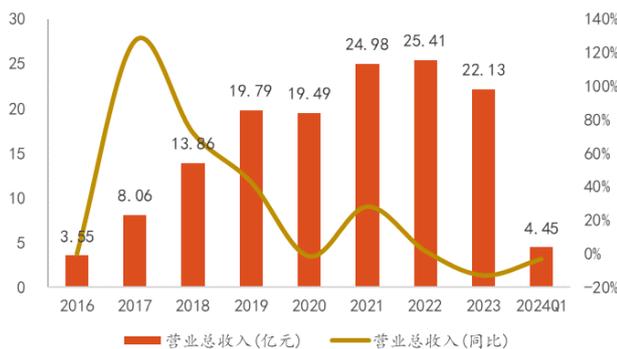


资料来源:Choice光峰科技-财务摘要,Choice光峰科技-控股参股子公司,东方财富证券研究所

### 1.3. 财务指标：C 端业绩承压，各项财务指标稳定

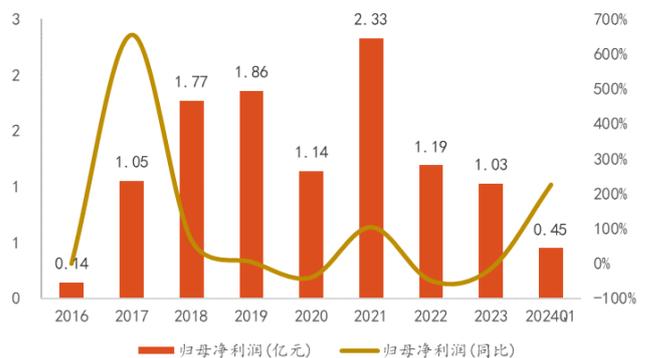
**C 端业务调整致营收短期承压，盈利能力持续改善。**公司从 2019 年上市以来到 2022 年收入稳中有进，从 19.79 亿元增长至 25.41 亿元，2023 年公司对于峰米科技业务结构进行优化，峰米收入下降约 3.9 亿元，导致 2023 年公司整体营收下降 3.3 亿元，除峰米以外其他主营业务增长稳健，同比增长 4.8%。长期以来公司利润受到 C 端业务拖累，但经过前期对人员和业务的调整，2024 年一季度，峰米经营质量改善，亏损同比减少 1,469.43 万元，亏损幅度较同期下降 40.12%，公司实现整体归母净利润 4,454.33 万元，同比增长 226.21%，并实现扣非归母净利润扭亏为盈。

图表 7：光峰科技历年营业收入和增速（单位：亿元）



资料来源:Choice光峰科技-财务摘要,东方财富证券研究所

图表 8：光峰科技历年净利润和增速（单位：亿元）

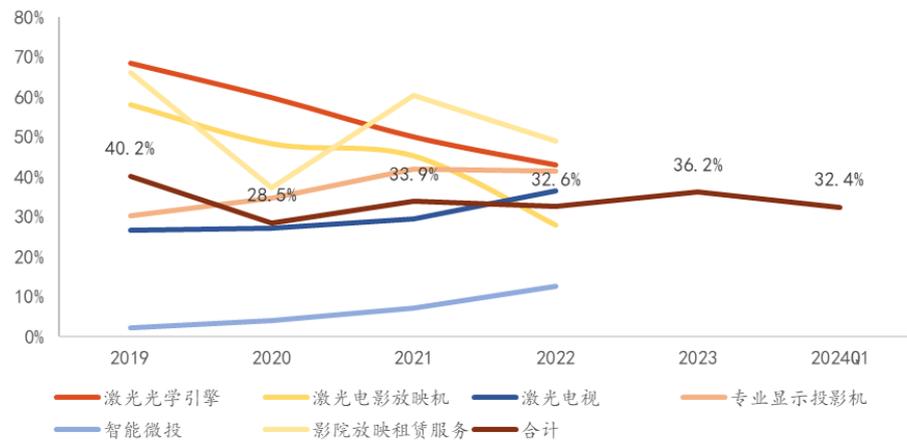


资料来源:Choice光峰科技-财务摘要,东方财富证券研究所

**整体毛利率基本稳定，C 端毛利率持续提升，B 端业务保持高毛利率。**2021 年以来，公司整体毛利率维持在 35%左右波动，2024 年第一季度，公司毛利率为 32.4%，表现稳健。分产品来看，C 端毛利率偏低但在 2019-2022 年持续提升，激光电视毛利率从 26.7%提升至 36.5%，智能微投毛利率从 2.3%提升至 12.6%；影院放映租赁业务毛利率较高，在疫情冲击之下的 2022 年仍

保持 48.9%，而在行业相对正常的年份毛利率则保持在 6 成以上；2022 年光学引擎和专业显示投影业务毛利率在 40% 以上。

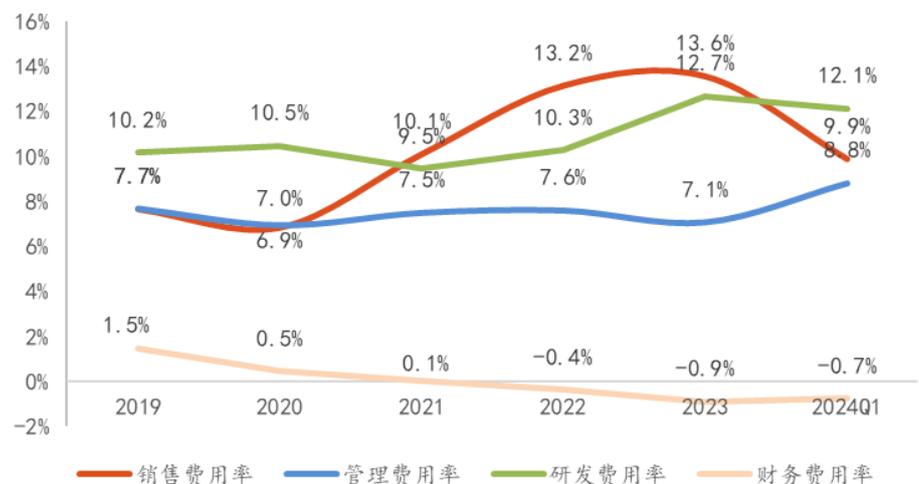
图表 9：光峰科技 2019-2024Q1 整体和分产品毛利率



资料来源：光峰科技公司年报，Choice 光峰科技-财务摘要，东方财富证券研究所

**总费用率稳中有降，高研发投入筑核心竞争力。**公司总体费用率较为稳定，2024 年一季度，公司整体费用率为 30.12%，相比 2023 全年下降 2.4pcts，其中销售费用率为 9.9%，下降 3.7pcts，管理费用率 8.8%，提升 1.7pcts，研发费用率为 12.1%，下降 0.5pcts，财务费用率-0.7%，提升 0.1pct。2023 年公司研发费用投入 2.81 亿元，同比提升 7.18%，公司保持高强度研发投入，持续加强公司科技创新能力，提升公司的核心竞争力。

图表 10：光峰科技 2019-2024Q1 各项费用率



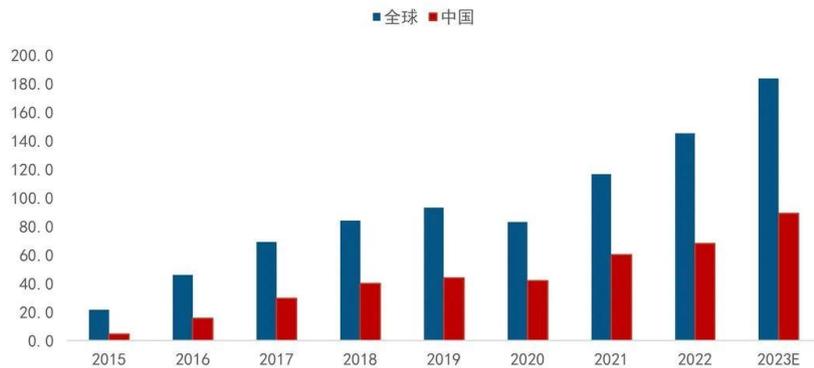
资料来源：光峰科技公司年报，Choice 光峰科技-财务摘要，东方财富证券研究所

## 2. 激光显示：APLD®技术驱动，高壁垒与多元化成长

### 2.1. 行业：ALPD®技术革新，引领行业高速发展与成本效益优化

掘金高速成长赛道，中国产业链优势显著。公司所在的激光显示领域，作为国家战略性新兴产业，正受到国家的大力扶持和快速发展。随着国家和行业政策的持续推动，越来越多的国内企业和科研机构投身于激光显示产业的上下游环节。根据洛图科技（RUNTO）数据显示，预计 2023 年，全球激光显示市场规模有望达到 184 万台，中国已是全球最大的市场，出货量占比达到 49%。

图表 11：全球及中国激光投影市场出货规模预测（单位：万台）



资料来源：洛图科技(RUNTO)，中国电子视像行业协会微平台公众号，东方财富证券研究所

公司利用光源核心技术向下游延伸，主要零部件国产化助力降本。从产业链来看，公司依靠 ALPD®半导体激光光源作为核心技术，向产业链中下游的整机制造和终端应用拓展。上游核心零部件包括激光光源、芯片和镜头，合计约占材料成本 50%。近年来，国内激光显示技术和产业发展迅速，除芯片仍被美国德州仪器和日本索尼垄断，其余核心器件已经部分实现国产替代。产业链中游主要是激光显示光机、投影机主控和投影屏幕等，应用在工程投影、商教、激光电视等终端领域。

图表 12：激光显示产业链图谱



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

ALPD®相比 RGB 技术路径具有成本优势。RGB 三基色激光技术采用红绿蓝三种基色的激光得到三基色显示，ALPD®技术则采用蓝激光作为激发光激发荧光材料，荧光材料吸收蓝激光后发生波长转换，发出红基色荧光和绿基色荧光，加上蓝光本身进而获得与传统技术效果一致的三基色。红绿蓝三基色在成本上：

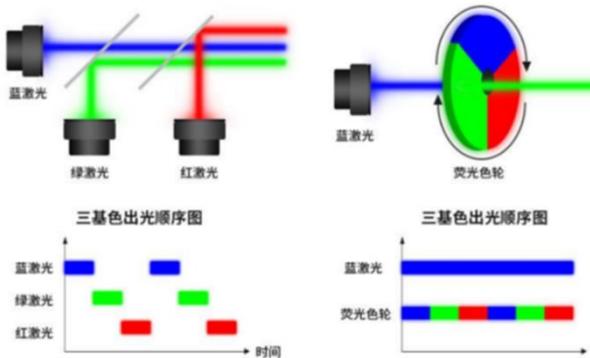
(1) 蓝光激光器采用氮化镓材料体系，其发光效率较高，且与 LED 蓝光材料体系相同，利用 LED 完备产业链可进一步降低成本；

(2) 绿激光的发光效率不到蓝光的 40%，且生产规模远小于蓝激光，制造成本更高；

(3) 红激光温度敏感性高，通常需要使用半导体制冷片控温，降低了效率且提高了成本，且需要防水封装处理凝露，生产规模也小于蓝激光，因此成本远高于蓝光。

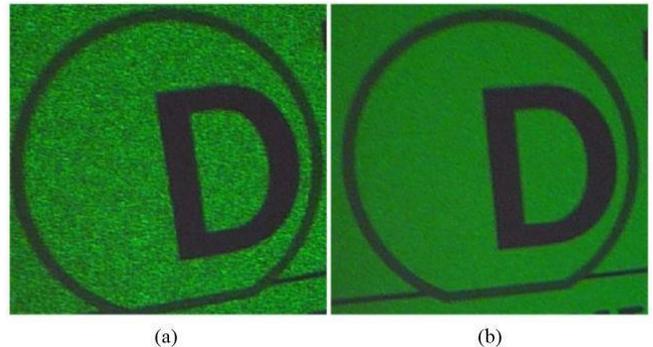
ALPD®路径解决传统 RGB 显示的散斑效应。RGB 路径发出的三基色激光由于光线的强相干性会使得投影出射光在空间上形成随机无规则分布的亮斑和暗斑，散斑现象会严重影响图像的清晰度和分辨率，降低显示质量。RGB 激光显示通常通过屏幕抖动、多波长光源、光纤耦合和转动散射片等方法来减少散斑，但这会增加成本和降低系统稳定性。ALPD®技术通过蓝激光激发荧光材料产生红绿光，由于荧光材料的自发辐射特性，光在时间和空间上不具相干性，从而从源头上克服了散斑的问题。

图表 13: RGB 激光技术架构与 ALPD®技术架构



资料来源：光峰科技招股说明书，东方财富证券研究所

图表 14: 散斑画面 (a) 与低散斑画面 (b) 对比



资料来源：光峰科技公司官网，东方财富证券研究所

## 2.2. 主营业务：专利构筑高壁垒，核心器件下游应用场景广泛

依托 ALPD®核心技术构筑深厚专利壁垒。从 2007 年公司发明 ALPD®技术以来，至今已发展到了 5 代，最新自主研发的 ALPD®5.0 超级全色激光技术以三种颜色的激光光源，叠加融合三种颜色的 LED 光源，从源头上有效克服散斑和彩边问题，以及纯三色 LED 的亮度受限问题，从而获得更亮、无散斑且拥有更舒适色彩的画面呈现效果。公司于 2023 年率先在家用核心器件领域实现 ALPD®5.0 超级全色激光技术产品化。截至 2023 年底，公司在全球累计专利申请及授权专利共 2,862 项，在全球范围内获得授权专利 2,091 项，其中授权发明专利 1,081 项。

图表 15：ALPD®技术演进过程

<h3>ALPD®1.0</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>1、2007年，光峰科技提出ALPD激光显示技术路线，并申请专利；</li> <li>2、革命性解决了激光显示产业化遇到的困难；</li> <li>3、高亮度、高色域、低散斑、更简洁架构；</li> </ul>	<h3>ALPD®2.0</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>1、于2012年成功研发</li> <li>2、高亮度</li> <li>3、视觉安全设计</li> <li>4、同一光路，均匀性好</li> </ul>	<h3>ALPD®3.0</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>1、于2015年成功研发</li> <li>2、光源效率提升20%</li> <li>3、DCI P3色域</li> <li>4、100%色彩亮度</li> </ul>
<h3>ALPD®4.0</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>1、于2018年成功研发</li> <li>2、更大色域（色域值达Rec.2020的98.5%）</li> <li>3、应用ALPD®4.0的产品对比度可达2500:1 远超影院标准</li> <li>4、更高光效（比ALPD®3.0代产品效率提升30%）</li> </ul>	<h3>ALPD®5.0</h3> <ul style="list-style-type: none"> <li>1、于2022年11月正式发布，发挥更灵活的核心器件优势</li> <li>2、更大色域（色域值达120% Rec.2020, 165% DCI-P3, 210% Rec.709）</li> <li>3、更高光效（ALPD 5.0 Pro&gt;20lm/W；ALPD 5.0 Lite&gt;10lm/W）</li> <li>4、更小体积（0.47/0.33/0.23平台，光机配置更灵活）</li> </ul>	

资料来源：光峰科技公司官网，东方财富证券研究所

公司激光核心器件业务在多个下游领域有应用和新进展：

- （1） 车载：**问界 M9 搭载公司为其提供的业界首款车规级巨幕投影解决方案，有用防晕和护眼舒适认证，同时通过独特连接结构提高车载投影抗震性，核心光机使用寿命长、体积小且亮度高，能够提供逼真、细腻的画面效果。
- （2） 影院：**推出新一代主动式放映技术 VLED LED Cinema 放映解决方案，使用寿命是传统放映机的 3 倍，同等亮度下耗电量仅为同等级别其他 LED 电影屏的 40%。
- （3） 家用：**实现 ALPD®5.0 超级全色激光技术产品化落地，支持整机实现更小巧精致的外观设计，具备硬件设计模块化、软件平台可编程化的 AI 平台优势。

公司依靠创新驱动，不断开拓前瞻性应用场景。公司自成立以来围绕核心器件的优势，开拓了家用投影、影院放映、工程投影、商教、车载光学等应用场景，未来还将持续致力于半导体激光光源技术的突破创新、运用场景的开拓和产业化推广，完善车载光学、航空显示、AR 等应用领域战略布局，推动核心器件在新领域、新赛道的创新应用。

### 2.3. 成长逻辑：多元化拓展，高毛利率产品持续贡献利润

**核心技术壁垒高，公司定价话语权较高。**公司作为荧光激光显示行业的领军企业，具备为客户提供定制化开发及生产的强大实力，很好维持了对下游客户较强的定价能力，保证激光相关产品较高的毛利率。在专业显示业务领域，公司产品矩阵丰富，领跑行业。公司已在全国各地打造超 40 个标志性案例，覆盖文旅夜游、艺术演出、城市建筑观景等应用场景，根据奥维睿沃《2023 年中国大陆激光投影市场研究报告》显示，在工程激光投影市场，公司销量份额保持行业第一地位；销额份额保持行业第二。

激光光学引擎收入从 2016 的 0.57 亿增长至 2022 年 5.20 亿元，6 年间复合增速达到 44.64%，由于毛利率较低的工程投影机光源收入占比提高，毛利率总体有所下降，但仍然维持在 40%以上。专业显示投影机包含商教和工程投影

机，是公司收入较高的下游应用场景，收入从2016年的2.36亿元增长至2022年4.34亿元，年复合增长率达到10.70%，毛利率呈现持续上升的态势，在2022年达到41.53%。

图表 16：公司激光光学引擎和专业显示投影机收入和增速（单位：亿元）



资料来源：光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

图表 17：公司激光光学引擎和专业显示投影机毛利率（单位：%）

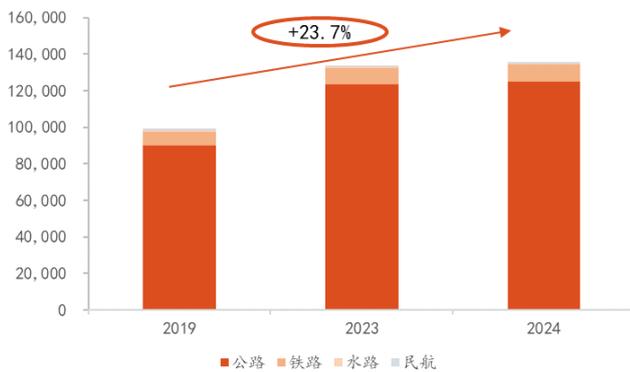


资料来源：光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

文旅等专业显示应用场景复苏，新技术助力公司海外布局。2024年文旅消费需求持续复苏，旅游行业的利好因素推动文旅亮化、夜游经济、文化艺术等市场的投影需求。根据交通运输部统计数据，2024年“五一”期间全社会跨区域人员流动量13.58亿人次，日均超2.7亿人次，比2019年同期增长23.7%，比2023年同期增长2.1%。

此外，智慧商务空间、沉浸式数字教室等场景存在较多市场机会，激光显示在教育中提升图像质量，增加教学趣味性和学习效率；结合AI技术，激光显示能提升用户参与度和互动性，推动专业显示领域的高质量发展。同时，公司将加大搭载ALPD®5.0投影机的市场推广力度，稳固国内行业地位并积极布局海外专业显示市场，进一步扩大海外市场覆盖面。

图表 18：2024年“五一”假期全社会跨区域人员流动量（单位：万人次）



资料来源：交通运输部，东方财富证券研究所

图表 19：光峰科技江西婺源文旅小镇投影实境秀



资料来源：光峰科技公司官网，东方财富证券研究所

### 3. 电影放映：租赁模式造现金牛产品，复苏出海双机遇

#### 3.1. 行业：电影市场强势复苏，激光技术引领放映新趋势

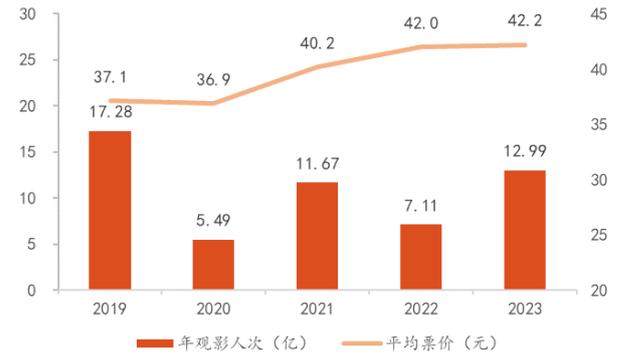
国内电影市场强势复苏，市场需求旺盛。根据《2023 中国电影市场数据洞察报告》显示，2023 年中国电影总票房达到 549.15 亿元，市场回暖之下，观众整体观影意愿被激活，全年观影人次达 12.99 亿，创近 4 年来观影人数新高。

图表 20：2019-2023 年总票房及同比增幅



资料来源：《2023 中国电影市场数据洞察报告》猫眼专业版，东方财富证券研究所

图表 21：2019-2023 年总观影人次及平均票价



资料来源：《2023 中国电影市场数据洞察报告》猫眼专业版，东方财富证券研究所

影院建设有所放缓，荧幕数量增势不改。2023 年影院建设有所放缓，新建影城同比更下沉。据《2023 中国电影市场数据洞察报告》显示，2023 年全国影院年度增速放缓，新建影院主要分布在低线城市。近两年间，三四线城市新开影院占比超过一二线城市，达半数以上。根据国家电影局数据，2023 年全年城市院线净增银幕数 2312 块，银幕总数达到 86310 块。根据《“十四五”中国电影发展规划》，到 2025 年，我国电影银幕总数将超过 10 万块。

电影市场旺盛需求带来电影行业的新增投资热情，影院和荧幕数量增加，加大对电影放映设备的需求。

图表 22：2019-2023 年全国荧幕数量和净增数量



资料来源：Choice 中国宏观经济数据，国家统计局，国家电影局，东方财富证券研究所

图表 23：2019-2023 年全国影院总数及新建影院数



资料来源：《2023 中国电影市场数据洞察报告》猫眼专业版，东方财富证券研究所

激光投影替代传统氙灯成为主流放映光源。传统电影放映机光源为氙灯灯泡，由于氙灯灯泡寿命较短，一年放映时间内需更换灯泡 3-4 次，此外在更换

过程中存在炸灯的安全隐患。ALPD®激光光源，可在 30,000 小时使用时间内光衰不超过初始亮度的 30%。ALPD®激光光源为影院运营免除氙灯带来的人力成本、购灯成本、炸灯隐患，减轻运维压力。

**激光投影省电节能符合低碳发展方向。**ALPD®激光放映光源与传统氙灯光源相比，每小时平均省电量为 1.8 度，而 1 度电约产生 0.86 千克二氧化碳。截至 2023 年末，公司 ALPD®激光放映解决方案，光源运行总时长约为 3.16 亿小时，节省约 5.68 亿度电，换算得出减少超过 48.92 万吨的二氧化碳排放。

图表 24：公司激光电影放映机光源与氙灯光源的性能参数对比

性能指标	公司激光电影放映机光源	国际知名品牌氙灯光源
亮度	20000 流明	18500 流明
寿命	30000 小时	1000-1500 小时为主
光衰减	寿命内不超过 30%	寿命到期后，需要更换
对比度	2500:1	2000:1
功耗	2.3KW	1.2KW-4KW
使用	安全无风险	更换时存在炸灯风险

资料来源：光峰科技招股说明书，东方财富证券研究所

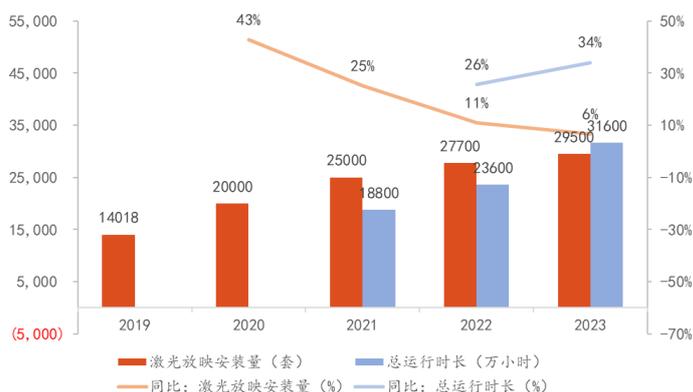
### 3.2. 主营业务：创新光源租赁模式，成就高毛利现金牛业务

**创新光源租赁模式，推动激光放映技术快速普及。**公司在电影放映市场率先推出“Laser as a service”激光光源按时长付费的“服务模式”，推动光峰科技 ALPD®技术的快速普及。采用租赁模式而非直接销售的原因有：

- 对于已有电影放映机的影院，一般不会再次投资购置放映机整机，将氙灯光源替换为激光光源更易推广；
- 相比买断激光光源，租赁模式下影院无需一次性投入大量资金，影院更换意愿强；
- 租赁模式下公司可在光源生命周期内获得稳定现金流，公司收益更高；
- 公司向客户出租影院光源硬件设备的同时也配套提供了相关技术服务，保障租赁业务的稳定性。

**影院业务是公司的基石业务。**2019 年，光峰科技自主研发的激光数字电影放映机 C5，正式通过 DCI 认证，实现了中国数字电影放映关键设备零的突破，打破了国外企业一直以来对电影放映机的垄断。影院光源租赁业务需要考虑屏幕的使用率和投入回报率，因此公司市场主要集中于一二线城市银幕。公司截至 2023 年底，国内的 ALPD®激光放映解决方案安装突破 2.95 万套，超过全国荧幕数量的 1/3，未来仍有一定提升空间。

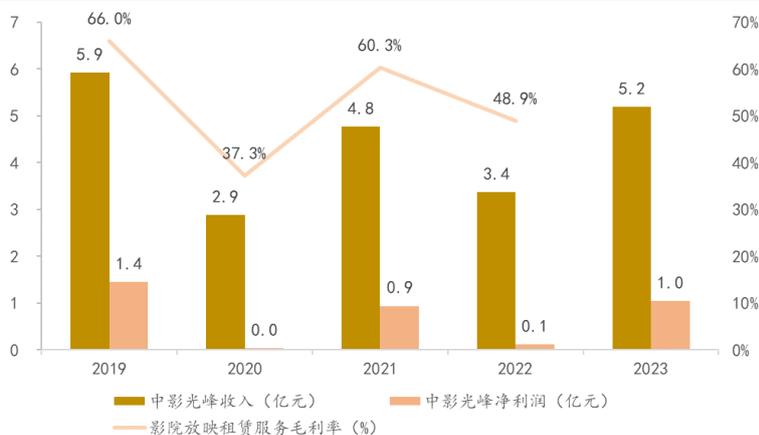
图表 25：公司 ALPD®激光放映解决方案安装量和运行总时长



资料来源：光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

绑定渠道深度合作，放映租赁为高毛利的现金牛产品。公司与中影器材合作成立子公司中影光峰，负责提供影院放映服务及放映机销售服务。中影光峰 2023 年收入为 5.2 亿元，净利润为 1.0 亿元，2019 年收入为 5.9 亿元，净利润为 1.4 亿元，子公司收入与利润恢复至略低于 2019 年水平，与全国电影票房规模复苏节奏保持一致。放映租赁业务毛利率高，毛利率 2020 年和 2022 年受疫情冲击较大有所下降，在 2019 年和 2021 年毛利率均保持在 60% 以上。处于强势复苏的电影市场，激光放映解决方案安装量持续增加，多年保持较高毛利率水平，影院放映租赁业务被打造为公司的现金牛产品，稳定为公司现金和利润。

图表 26：中影光峰收入，净利润和公司影院放映租赁服务毛利率



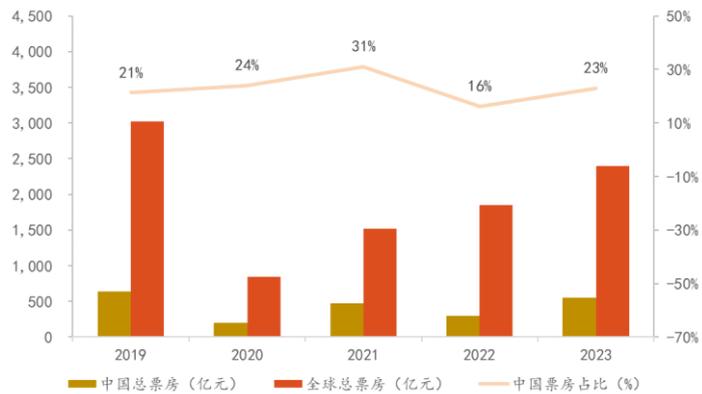
资料来源：光峰科技公司年报，Choice 光峰科技-控股参股子公司，东方财富证券研究所

### 3.3. 成长逻辑：海外拓展空间充足，布局 LED 影院眼光长远

海外电影市场广阔，光源替换出海潜力巨大。根据 Omdia 和 GII 市场研究机构数据，2023 年全球电影票房规模约为 332.5 亿美元，折合人民币约 2394 亿元（按照美元人民币汇率 7.2 测算），中国电影票房市场仅占全球市场 23%，海外电影市场空间巨大。据英国每日银幕报道，全球银幕中仅有 13% 安装了激光放映方案，截止 2024 年 4 月，中影光峰在全球激光放映安装量突破 3.7 万

套，覆盖北美、亚太、非洲、拉丁美洲、欧洲、中东等地区，服务全球超过 7000 家影院客户。

图表 27：中国和全球电影票房收入及中国占比



资料来源：《2023 中国电影市场数据洞察报告》猫眼专业版，Omida 市场研究机构，GII 市场研究机构，东方财富证券研究所

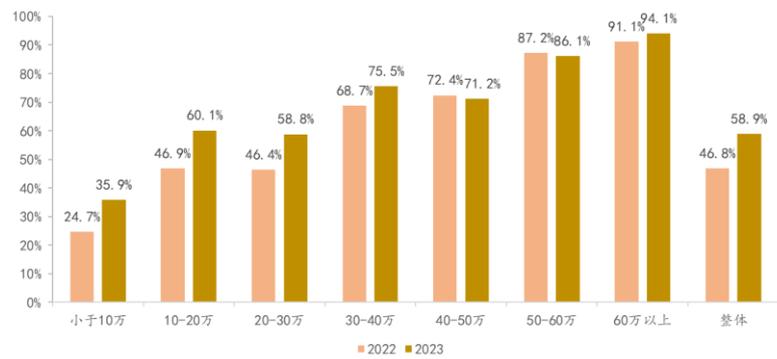
**前瞻布局 VLED LED CINEMA，打造未来影院业务利润新增长点。**2023 年，中影光峰推出了新一代主动式放映技术——VLED LED Cinema 放映解决方案，已在国内电影院成功落地 8 套解决方案。VLED LED Cinema 具有更好的表现力，提升观影体验，能效相比其他 LED 电影屏更低，使用寿命是传统放映机的 3 倍，同时，支持在非观影时间用于举行电子竞技、企业活动、音乐会、剧场演出等多种活动，助力影院扩大利润来源。公司把握 LED 影院的机会，利用中影光峰的优质影院渠道，开辟出新的利润增长点。

## 4. 车载光学：智能座舱创新，收入兑现形成新增长极

### 4.1. 行业：智能座舱追求差异化，娱乐设备持续升级

智能座舱快速普及，高端车型智能座舱渗透率最高。近年来，电动汽车的竞争以自动驾驶、智能座舱及三电技术取代传统“三大件”，成为车企的核心竞争力。其中智能座舱增长尤其迅速，车载显示、车载声学、人机交互等座舱应用生态深度协同，正在加速渗透。根据盖世汽车研究院数据，2023年国内智能座舱整体渗透率达到58.9%，2024年有望超过70%。高端车型对智能座舱系统的成本包容性更强，30万元以上的车型市场整体配置率较高，其中30-50万元区间市场，2023年智能座舱渗透率高达70%，50万以上市场超过了80%。

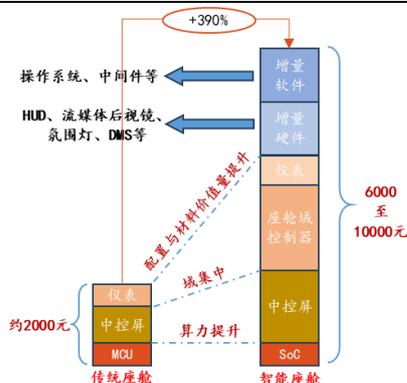
图表 28：中国不同价位区间智能座舱渗透率



资料来源：盖世汽车社区公众号，东方财富证券研究所（注：智能座舱车型界定特指同时搭载了8英寸以上中控屏、语音交互、车联网以及OTA）

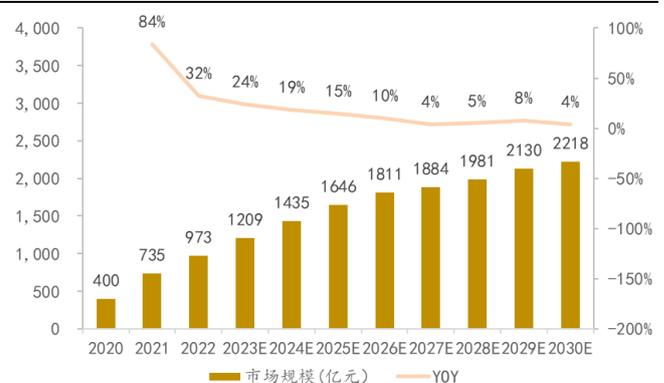
智能座舱价值量高于传统座舱，市场规模持续扩大。盖世汽车研究院预计，智能座舱的单车价值量或将达到传统座舱的3-5倍，其中座舱硬件价值量将提升至座舱产品总价值量的70%左右。随着单车价值量的提高，智能座舱市场规模也快速增长，盖世汽车研究院预计2024年国内智能座舱市场规模将达到1435亿元，2030年将达到2218亿元，年复合增长率为7.5%。

图表 29：座舱单车价值量变化



资料来源：盖世汽车研究院，东方财富证券研究所

图表 30：2020-2030 年国内智能座舱市场规模



资料来源：盖世汽车研究院，东方财富证券研究所

车载显示屏已成为汽车差异化竞争焦点之一。车载娱乐屏搭载率持续上升，

适用于多人出行和通勤时间较长的场景。与此同时，车载显示屏在不断向大屏化、多屏化发展，OLED/Mini LED 技术快速上车，光场屏、全息、透明屏、AR/VR 等各种不同显示形态和创新显示方案也在不断推出和落地，2024 年车载显示屏开始往高质量、沉浸式体验发展。

**后排屏显装配率上涨，投影方案具备优势。** 后排娱乐屏快速崛起，根据佐思汽研数据，2024 年 1-2 月，国内乘用车后排娱乐屏装配量猛增 259.1%，主要受问界 M5、理想 L9 等车型推动，预计 2025 年装配率有望突破 10%。后排投影方案相比硬质大屏能在有限的后排空间内做到更大尺寸，问界 M9 投影尺寸达到了 32 寸，同时可伸缩的投影幕布也帮助车保留了全景天窗。

图表 31：2023-2024 年 2 月中国乘用车后排娱乐屏月度装配率



资料来源：《中国汽车智能座舱技术与数据趋势月度监测报告（2024 年第 2 期）》佐思汽研，东方财富证券研究所（注：智能座舱车型界定特指同时搭载了 8 英寸以上中控屏、语音交互、车联网以及 OTA）

**HUD 技术获得广泛认可，步入迅猛的发展阶段。** HUD 直观的显示方式有助于减少驾驶员注意力分散，同时提高行车安全，让驾驶员能够舒适且高效地接收信息。根据 IHS 的统计数据，全球 HUD 市场正在经历快速的增长期，过去五年的年复合增长率超过了 20%，而中国市场的增长速度更是显著。众多汽车制造商正在从 WHUD 转向采用 AR-HUD 技术，并逐步将其应用于中低端车型。预计到 2024 年，AR-HUD 技术将迎来大规模商业化的应用。

**智能车灯进入爆发前期。** 随着汽车行业向新四化的转型，车灯已经从单一的照明和信号功能，转变为车辆与周围环境、其他车辆以及行人进行交互的重要工具。预计在 2024 年，智能像素化大灯将迎来其发展的高峰，而高分辨率的智能大灯技术也将逐渐普及到价格区间在 20-30 万元的中端车型中。

#### 4.2. 主营业务：车载投影落地兑现业绩，AR-HUD+智慧车灯蓄势待发

面向汽车市场，光峰科技主要推出三大应用解决方案：车载显示、HUD 和激光大灯。截至 2023 年底，光峰科技围绕车载业务的三大产品线已获 6 个高质量前装定点。2024 年 5 月 30 日，公司公告收到车企赛力斯的开发定点通知，为其问界新车型供应智能座舱显示产品，预计 2025 年内量产供货，预计项目生命周期为 3 年。

图表 32：光峰科技车载光学定点项目情况

品牌	车型	定点项目	定点时间
赛力斯	问界 M9	车载投影巨幕	2023 年 1 月
	问界新车型	车载投影巨幕	2024 年 5 月
北汽新能源	享界 S9	车载投影巨幕	2023 年 5 月
比亚迪	-	车载投影巨幕	2022 年 9 月
	-	DLP 车灯	2023 年 4 月
Smart	精灵#5	DLP 车灯	2022 年 12 月
华域汽车	-	PGU 显示模组	2023 年 8 月

资料来源：光峰科技公司年报，光峰科技投资者互动记录，光峰科技收到定点开发通知公告，光峰科技调研纪要，东方财富证券研究所

光峰科技的光机在亮度、色域、设计、耐久性等方面均表现卓越，可以为汽车用户带来“好莱坞”级观影体验。公司与问界 M9 合作车规级投影巨幕，尺寸达 32 英寸，具备 100%P3 色域，激光投影幕布巧妙集成于车顶，不影响车内空间和天窗视野。同时，ALPD® 半导体激光光源技术已通过莱茵护眼舒适认证和瑞士 SGS 防晕认证金标，提供舒适的长时间观影体验，智能操控系统允许主副驾驶协同控制，实现多屏互动和灵活观看。

**首个车载产品顺利落地，业绩随车型交付节奏兑现。**问界 M9 于 2023 年 12 月上市，到 2024 年 5 月累计大定突破 80000 台；整车于 2024 年 2 月末开启规模交付，据鸿蒙智行数据显示，2024 年 3 月问界 M9 交付量为 6243 台，4 月达到 1.34 万辆。公司收入随着交付节奏开始确认，2024 年第一季度，公司实现车载光学业务收入 4,802.68 万元。

**车载光学为 2024 年公司收入重要增长点。**问界 M9 在 3-4 月合计交付量约 2 万台，根据易车数据，问界 M9 在 5 月交付量为 15873 台，假设以 1.5 万台/月密集交付目前 8 万台大定，此后平峰期保持每月交付 1 万台/月，则 2024 年全年交付量可以达到 12 万台。车载激光投影系统在问界 M9 Ultra 版车型为标配，MAX 版车型为选配，其中 Ultra 版车型约占订单 80%，仅考虑 Ultra 版车型搭载公司投影。假设车载投影单车价值量为 5000 元，则问界 M9 车载投影项目为公司全年带来收入约 4.8 亿元。

图表 33：光峰科技车规级投影巨幕



资料来源：光峰科技公司官网，东方财富证券研究所

图表 34：光峰科技问界 M9 车载投影业务收入测算

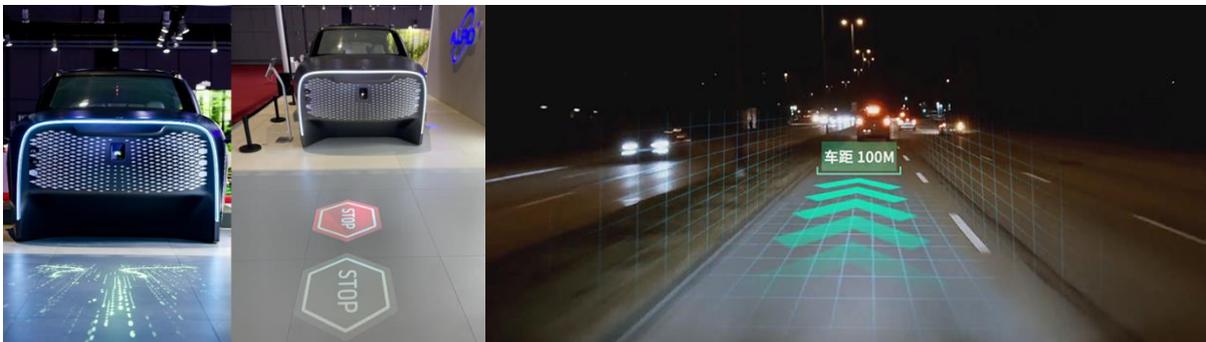
月份	交付量（台）
3月	6243
4月	13400
5月	15783
6月	15000
7月	15000
8月	15000
9月	10000
10月	10000
11月	10000
12月	10000
合计	120426
假设条件	
搭载率	80%
单车价值量（元）	5000
收入（亿元）	4.8

资料来源：光峰科技调研纪要，问界汽车官网，新京报贝壳财经，易车数据，中国汽车网，东方财富证券研究所

车灯照明技术最初阶段是满足基础照明功能，到第二阶段为了满足驾驶员对安全性的需求出现了自适应照明技术，进入第三阶段，智能汽车需要更多智能交互功能，因而显示+自适应照明车灯方案出现。激光是满足显示需求的解决方案，激光在未来达到一定的量之后，有机会做到比 LED 更便宜。

公司激光技术可用于智能车灯显示+照明方案。ALPD®激光技术是唯一符合车规的激光显示和照明技术，它能够同时满足照明亮度和显示显色的需求。ALPD®大灯模组集成了远光、近光和投影显示功能，应用场景多样，包括辅助驾驶、提高安全性和实现车内外的交互。该技术能在不增加成本的前提下，提供彩色显示功能，使信息表达更加丰富和直观。

图表 35：光峰科技激光大灯



资料来源：光峰科技公司官网，东方财富证券研究所

公司 ALPD®激光可搭配多种 HUD 技术路径。HUD 最核心的部件为图像生成单元 (PGU)，具体可分为 TFT、DLP、LCOS 和 MEMS-LBS 等几种不同的技术路线。从技术角度看，ALPD®半导体激光光源技术可搭配多种芯片和技术路线，适用

于 DLP、LCOS 和 LCD 技术。2023 年 8 月，公司披露收到华域视觉科技开发定点，为其供应 PGU 显示模组产品。

#### 4.3. 成长逻辑：多个定点接力成长，新技术普及放量可期

**7 个在手定点，上车落地迅速。**问界 M9 车载投影巨幕项目已经落地并实现收入，公司从 2023 年 1 月收到定点通知，到车型上市并在 24Q1 实现收入，仅用时 4 个季度。迅速上车体现了公司在激光技术领域的深厚积淀，也体现了公司在车载应用方面的方案创造力和解决能力。公司 6 个定点项目主要在 2022H2 和 2023 年取得，且有部分车型已经在 2024 年北京国际汽车展览会上亮相，我们预计在 2024-2025 年会有新定点车型上市，车载光学业务会持续为公司带来收入增长。

**卡位早期阶段的 AR-HUD 和智慧车灯，助力单车价值量提升。**AR-HUD 正处于量产爆发前期，根据《高工智能汽车研究院》数据显示，2023 年全年，中国市场（不含进出口）乘用车前装标配 W/AR HUD 交付 225.43 万辆，同比增长 42.59%，搭载率提升至 10.68%。其中，AR-HUD 前装标配搭载量合计交付 23.68 万台，同比上年同期增长 116.16%，继续保持高增速。公司与华域汽车合作研发 AR-HUD，未来几年内可能迎来爆发式增长，为公司该业务提供了快速发展的机遇。

随着汽车智能化趋势的发展，汽车车灯正在由传统的照明功能向人车交互、车车交互的智能化功能发展，华为的 HUAWEI XPIXEL 方案，体现了未来汽车车灯将会趋向车外交互的形式发展，投影提示、行车辅助等多样化的交互方式正在逐步上车。公司布局 DLP 车灯，为长期公司产品在汽车价值量提升打下基础，体现了公司战略前瞻性。

**爆款车型引领作用，为车载投影普及提供动力。**车企在智能座舱领域竞争激烈，越来越多车企寻求智能座舱的打造亮点。问界 M9 凭借其出色的市场表现，为其他车企提供了一个成功的案例，预计会有更多车企开始关注并采用车载投影技术，将其作为后排娱乐系统的重要组成部分。这将为公司带来更广阔的市场空间和更多的收入来源。

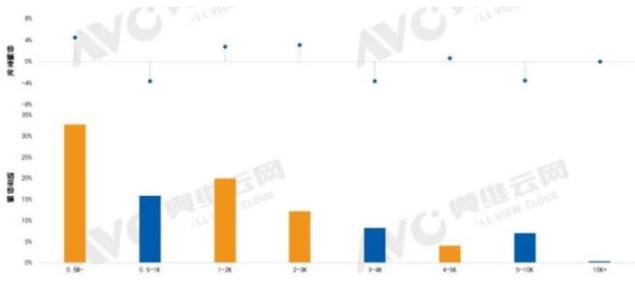
## 5. 家用业务：家用投影市场调整期，聚焦优势力争减亏

### 5.1. 行业：家用投影激光光源渗透率提升，激光电视定位高端

家用投影市场去年经历调整期。2023年，中国家用智能投影行业在居民谨慎消费的影响下，行业规模出现量额双降。根据奥维云网（AVC）数据显示，2023年中国家用智能投影零售量规模为612万台，同比下降20.3%；零售额规模为104.6亿元，同比下降33.2%。其中，家用智能微投零售量规模为554.3万台，同比下降23.7%；零售额规模为80.5亿元，同比下降38.4%。根据洛图科技（RUNTO）数据显示，2024年第一季度，中国智能投影市场（不含激光电视）的销量为144.3万台，同比增长8.7%；销额为23.6亿元，同比下降5.1%。

4K智能投影和激光投影成为线上市场的热点。根据洛图科技数据，4K智能投影销量份额达到5.4%，其中1LCD产品如小明和飞利浦品牌以4000元以内的均价开售，比DLP和3LCD 4K产品低约3000元。同时，激光投影产品销量份额增至9.1%，均价从去年同期下降超过1000元至5074元。

图表 36: 2023 年家用智能投影分价格段销量及份额变化



资料来源：奥维云网公众号，东方财富证券研究所

图表 37: 2022-2024 年中国智能投影线上市场 4K 和激光渗透率



资料来源：洛图科技公众号，东方财富证券研究所

LED光源仍占主流，激光光源占比提升。根据 IDC 国际数据公司预测，至 2028 年中国投影机市场五年复合增长率仍将达到 14%。2019 至 2023 年，整体激光机的出货量平均增长率为 19%，长焦激光投影机出货量年均增长 65%。坚果、当贝、Epson、极米和 Vidda 等品牌成为长焦激光机市场主力。长焦激光产品从高端向中端扩展，降低均价，推动市场普及，同时也对超短焦激光电视形成抑制。单片 LCD 在低端市场出货量年均增长 22%，2023 年产品比重近 50%。疫情期间品质升级，品牌推动，促进了家用投影机低端市场发展。

图表 38: 光峰科技车载光学定点项目情况



资料来源：IDC 国际数据公司，东方财富证券研究所

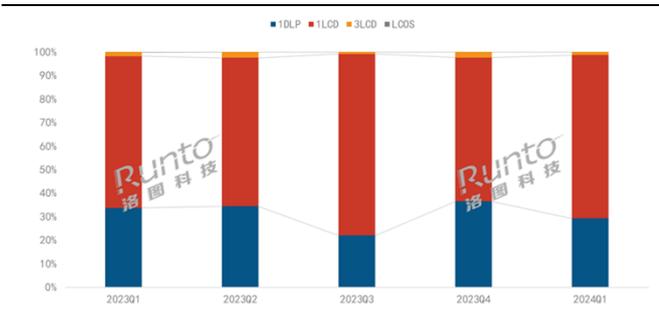
**激光电视定位超大尺寸和高净值人群市场。**激光电视定位高端，聚焦 80 英寸以上大尺寸市场，提供沉浸式影院体验和护眼功能，画质优于智能投影，解决超大尺寸电视入户难题。均价超 1 万人民币，成为高净值人群客厅电视的优选。受高零售价格影响，激光电视在家用显示终端中市场份额不足 1%，海信/峰米等头部品牌占比高达 80%，市场集中度高。

## 5.2. 主营业务：C 端业务市场份额靠前，业务聚焦助力业绩改善

公司将影院级投影技术引入家用领域，自 2013 年推出全球首款百吋激光电视，引领家用大屏潮流。2015 年，推出首款激光智能微投，拓展移动娱乐领域。2017 年，与小米合作推出万元内激光电视，加速普及。2020 年，发布大屏软件系统 FengOS，构建新生态，并推出首款百吋菲涅尔柔性屏，解决传统投影问题，提升观影体验。

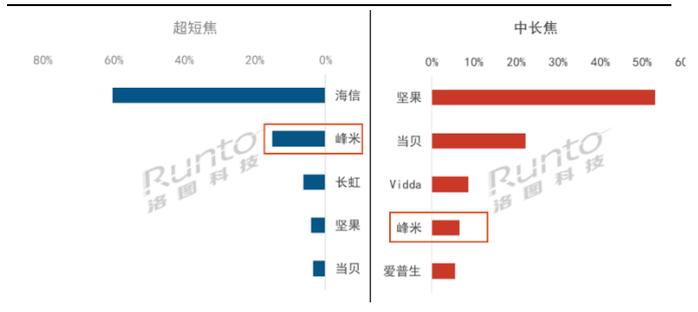
**家用投影领域市场份额领先。**2016 年光峰科技与小米科技联合成立峰米，打造了激光电视、激光微投、LED 微投等领先市场的多品类产品。根据洛图科技数据，在超短焦市场，峰米稳居市场份额第二，2023 年发布两款高端旗舰机型，市场份额达到 15%；在中长焦市场中，峰米位居市场份额第四；在占市场份额近七成的 1LCD 市场，子品牌小明排市场份额第三。

图表 39：2023-2024 年中国智能投影线上市场分技术销量结构



资料来源：洛图科技公众号，东方财富证券研究所

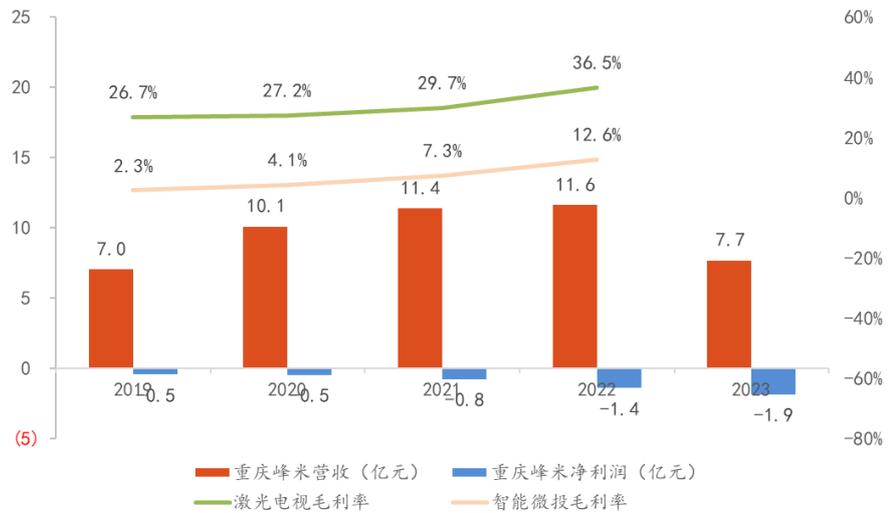
图表 40：2023 年中国家用激光投影市场分技术阵营品牌份额



资料来源：洛图科技公众号，东方财富证券研究所

**峰米亏损逐年扩大拖累公司利润，C 端产品毛利率逐渐提升。**2019-2022 年峰米年营收从 7.0 亿元逐年提升至 11.6 亿元，2023 年公司进行了业务聚焦，全年收入下降到 7.7 亿元。峰米亏损在 2019-2023 年间从 0.5 亿元扩大至 1.9 亿元，对母公司利润产生一定拖累。公司 C 端业务毛利率呈现上升态势，2019-2022 年，激光电视产品毛利率从 26.7%提升至 36.5%，智能微投毛利率从 2.3%提升至 12.6%。随着毛利率提高，加上公司对于 C 端业务的改革调整，子公司业绩有望迎来改善。

图表 41：重庆峰米营收利润和公司 C 端业务毛利率



资料来源：Choice 光峰科技-参股控股子公司，光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

### 5.3. 成长逻辑：整合聚焦优势产品，力争业绩减亏不拖累

**内部资源整合，聚焦优势产品。**峰米科技通过优化业务和人员结构，整合内部资源，提高资源使用效率，加快产品创新迭代，同时控制和优化费用，为业绩减亏奠定基础。公司聚焦自有品牌小明投影，推出首款 4K 投影仪，扩大产品矩阵，发布多款智能微投新品，如 Q3 系列、V1 系列等。2023 年，峰米科技还发布了业内首个采用 CVIA 亮度标准的 X5 激光投影仪，搭载 ALPD® 技术，提供高亮度、无散斑的护眼体验，并推出搭载同款技术的激光电视 C3，提供高端影院级画质。

**强化核心竞争力，家用领域实现 ALPD®5.0 产品化。**公司通过提升研发和产品迭代能力，推广 ALPD®5.0 超级全色激光技术在家用智能投影行业的应用，同时，公司聚焦更具竞争力的自有品牌产品，利用 Google TV+Netflix 双认证的产品出海优势，增强内生发展活力，以实现经营质量的持续改善。通过这些举措，峰米科技在智能投影和激光电视领域不断发挥品牌地位优势，推动公司的经营质量持续改善。

图表 42：峰米科技激光电视产品



资料来源：峰米科技公司官网，东方财富证券研究所

图表 43：峰米科技小明 Q3 Pro 投影仪



资料来源：峰米科技公司官网，东方财富证券研究所

## 6. 关键假设与盈利预测

### 6.1. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

**营业收入：**我们将公司业务按应用场景进行划分，将公司业务分为核心器件和专业显示业务，电影业务，C端业务，汽车业务和其他业务。

**核心器件和专业显示：**核心器件受益于家用投影市场复苏和 ALPD®5.0 技术产品化落地，专业显示业务受益于文旅场景的复苏，综合考虑，预计 2024-2026 年核心器件和专业显示业务收入增速分别为 14.00%/14.00%/14.00%。

**电影业务：**全国电影银幕数量持续增加，叠加激光光源渗透率提升，预计 2024-2026 年电影业务增速分别为 21.00%/15.00%/10.00%。

**C端业务：**公司对 C端业务的目标为减亏，未来产品会更加聚焦优势领域，同时关注控制费用和提高效率，预计 2024-2026 年 C端业务增速分别为 -15.00%/-5.00%/0.00%。

**汽车业务：**公司在汽车业务上已经收获 6 个定点，首个上市车型问界 M9 销售火爆，车载投影产品为汽车业务的首年收入奠定基础，后续 AR-HUD 和智慧大灯接力成长，预计 2024-2026 年汽车业务收入分别为 5.71/10.47/13.55 亿元

**其他业务：**主要为主营业务相关的零配件和维修保养服务，预计 2024-2026 年其他业务收入增速为 30.00%/14.00%/8.00%。

**毛利率：**

**核心器件和专业显示：**往年核心器件和专业显示业务毛利率均保持在 40% 以上，相对稳定，预测 2024-2026 年毛利率 42.50%/42.50%/42.50%。

**电影业务：**电影业务历年保持高毛利，预测 2024-2026 年毛利率 55.00%/55.00%/55.00%。

**C端业务：**相对公司其他业务毛利率较低，但往年具有逐年提升的趋势，预测 2024-2026 年毛利率 29.95%/31.95%/33.95%。

**汽车业务：**业务前期由于市场开拓和产能爬坡毛利率较低，预计后续逐年提升，预计 2024-2026 年毛利率为 25.00%/27.00%/29.00%。

**其他业务：**预计 2024-2026 年毛利率为 38.45%/39.95%/30.85%。

图表 44：盈利预测

光峰科技营收&毛利预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>核心器件和专业显示业务（百万元）</b>	954.14	850.76	969.87	1105.65	1260.44
YoY	19.21%	-10.83%	14.00%	14.00%	14.00%
毛利率	42.41%	41.49%	42.50%	42.50%	42.50%
<b>电影业务（百万元）</b>	336.83	519.20	628.23	722.46	794.71
YoY	-29.39%	54.14%	21.00%	15.00%	10.00%
毛利率	50.21%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>C端业务（百万元）</b>	1159.33	765.72	650.86	618.32	618.32
YoY	1.84%	-33.95%	-15.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	25.95%	27.95%	29.95%	31.95%	33.95%

汽车业务（百万元）	0.00	0.00	570.81	1047.30	1354.80
YoY	-	-	-	83.48%	29.36%
毛利率	-	-	25.00%	27.00%	29.00%
其他业务（百万元）	90.84	77.67	100.98	115.11	124.32
YoY	10.26%	-14.49%	30.00%	14.00%	8.00%
毛利率	67.28%	14.13%	38.45%	39.95%	30.85%
合计（百万元）	2541.14	2213.36	2920.75	3608.85	4152.60
YoY	1.72%	-12.90%	31.96%	23.56%	15.07%
整体毛利率	55.32%	39.01%	38.83%	38.62%	38.87%

数据来源：Choice 光峰科技-财务摘要，光峰科技公司年报，东方财富证券研究所

## 6.2. 相对估值和投资建议

光峰科技是国内激光显示行业的领军企业，公司技术能力强，毛利率水平高，多年来已经将电影放映光源和专业显示投影打造为公司的利润基石产品。同时公司进军汽车电子，首款车载投影定点产品已经贡献收入，后续还有多个定点接力车载光学业务成长。公司对C端业务进行整合，聚焦优势产品，未来对公司的业绩拖累有望减小。综合考虑公司的业务发展情况，我们预计2024-2026年营收分别为29.21/36.09/41.53亿元，归母净利润分别为2.11/2.77/3.70亿元，对应EPS分别为0.46/0.60/0.80元，对应PE分别为39/30/22倍。

由于公司不同业务间商业模式差异性较大，我们采用分部估值法对公司的母公司业务、电影业务和C端业务进行分别估值：

（1）母公司业务包含核心器件、专业显示和汽车业务，我们参考招股说明书中选取的可比公司海信视像和鸿合科技，以及汽车电子行业的德赛西威、华阳集团、隆利科技和星宇股份。母公司业务净利润测算为合并报表净利润减去中影光峰利润和峰米科技亏损，因此我们预计2024年母公司业务净利润为1.57亿元。考虑到公司在汽车电子领域从无到有的快速增长，2023-2026年母公司业务净利润CAGR为37.3%，考虑可比公司PEG均值为0.89，给予2024年母公司业务0.89倍PEG，对应33倍PE，对应市值51.93亿元

（2）电影业务方面，主要对子公司中影光峰部分估值，我们选取与公司业务相关性较高的电影放映和影院打造的可比公司上海电影、横店影视、中国电影、奥拓电子。参考可比公司平均PE，考虑到公司在电影放映光源领域的领军地位，给予2024年电影业务45倍PE，对应市值57.13亿元，根据2023年年报，公司持有中影光峰67.80%股份，对应电影业务部分市值为38.74亿元。

（3）C端业务方面，主要对子公司峰米科技部分估值，我们参考公司招股说明书中选取的可比公司极米科技和中光学，以及有家用智能影音业务的安克创新。由于C端业务暂时未盈利，参考可比公司平均PS，给予2024年C端业务1.6倍PS，对应市值10.41亿元，根据2023年年报，公司持有峰米科技39.19%股份，对应C端业务部分市值为4.08亿元。

我们给予光峰科技三部分业务合计94.75亿元市值预期，对应6个月目标价20.5元，给予“买入”评级。

图表 45：可比公司估值比较表（按照 2024 年 06 月 03 日收盘价）

母公司业务										
代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600060.SH	海信视像	352.46	25.50	23.98	27.78	31.85	15.74	15.09	13.02	11.36
002955.SZ	鸿合科技	60.02	3.76	4.93	6.09	8.07	26.49	11.60	9.40	7.09
002920.SZ	德赛西威	552.68	15.42	21.16	27.49	34.87	49.01	26.86	20.68	16.30
002906.SZ	华阳集团	139.76	4.70	6.35	8.31	10.53	41.97	22.76	17.39	13.73
300752.SZ	隆利科技	33.16	0.46	0.91	1.38	1.95	845.69	34.85	23.02	16.27
601799.SH	星宇股份	347.96	11.02	15.11	19.27	24.00	35.83	22.87	17.93	14.40
平均		-	-	-	-	-	<b>169.12</b>	<b>22.34</b>	<b>16.91</b>	<b>13.19</b>
光峰科技母公司业务		-	<b>1.01</b>	<b>1.57</b>	<b>1.96</b>	<b>2.61</b>	-	-	-	-
电影业务										
代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601595.SH	上海电影	114.38	1.44	2.31	3.25	4.19	184.61	51.20	36.38	28.25
603103.SH	横店影视	95.57	1.66	3.36	4.00	4.60	152.74	28.65	24.08	20.90
600977.SH	中国电影	214.33	2.99	6.98	7.92	9.09	204.25	30.24	26.63	23.21
002587.SZ	奥拓电子	36.29	0.11	0.57	0.88	1.08	568.13	63.54	40.79	33.41
平均		-	-	-	-	-	<b>277.43</b>	<b>43.41</b>	<b>31.97</b>	<b>26.44</b>
光峰科技电影业务		-	<b>1.05</b>	<b>1.27</b>	<b>1.46</b>	<b>1.61</b>	-	-	-	-
C端业务										
代码	公司简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688696.SH	极米科技	68.89	36.09	39.76	44.98	51.06	2.00	1.79	1.58	1.39
002189.SZ	中光学	38.84	22.56	30.64	35.66	35.51	1.79	1.27	1.09	1.09
300866.SZ	安克创新	370.73	174.95	210.23	245.73	285.63	2.11	1.75	1.50	1.29
平均		-	-	-	-	-	<b>1.96</b>	<b>1.60</b>	<b>1.39</b>	<b>1.26</b>
光峰科技C端业务		-	<b>7.66</b>	<b>6.51</b>	<b>6.18</b>	<b>6.18</b>	-	-	-	-

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2024 年 06 月 03 日）

## 7. 风险提示

- ◆ **技术市场推广不及预期的风险。**公司所处的激光显示行业与液晶显示和OLED显示等半导体显示方案存在竞争关系，半导体显示应用广泛，我国产业基础深厚，激光显示技术存在市场推广受阻的风险；（降价）
- ◆ **汽车电子收入不及预期的风险。**公司未来其他车载定点项目可能存在销量和收入不及首个项目的风险，车载零部件竞争激烈，车载光学产品可能存在降价的风险；
- ◆ **C端业务亏损扩大的风险。**过去数年子公司峰米科技亏损对公司业绩产生拖累，未来可能存在继续亏损甚至扩大的风险；
- ◆ **电影租赁业务业绩不及预期的风险。**电影院受到疫情冲击后可能影响消费者习惯，电影行业长期成长空间可能缩小，电影租赁业务收入和利润恢复可能不及预期。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2915.70</b>	<b>3258.49</b>	<b>3831.12</b>	<b>4501.12</b>
货币资金	1386.83	1414.43	1667.74	2085.89
应收及预付	224.35	278.52	338.20	383.32
存货	656.35	778.59	908.41	987.92
其他流动资产	648.18	786.96	916.77	1043.99
<b>非流动资产</b>	<b>1304.87</b>	<b>1280.99</b>	<b>1231.76</b>	<b>1159.88</b>
长期股权投资	144.73	104.73	64.73	24.73
固定资产	336.28	392.66	409.07	392.26
在建工程	347.78	300.01	268.01	246.56
无形资产	281.96	270.00	258.04	246.08
其他长期资产	194.12	213.59	231.92	250.25
<b>资产总计</b>	<b>4220.57</b>	<b>4539.48</b>	<b>5062.88</b>	<b>5660.99</b>
<b>流动负债</b>	<b>973.70</b>	<b>1112.47</b>	<b>1296.89</b>	<b>1435.77</b>
短期借款	80.04	80.04	80.04	80.04
应付及预收	433.89	552.98	678.88	771.78
其他流动负债	459.77	479.46	537.97	583.95
<b>非流动负债</b>	<b>450.24</b>	<b>554.74</b>	<b>659.74</b>	<b>764.74</b>
长期借款	370.65	470.65	570.65	670.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	79.59	84.09	89.09	94.09
<b>负债合计</b>	<b>1423.93</b>	<b>1667.21</b>	<b>1956.63</b>	<b>2200.51</b>
实收资本	462.21	462.61	462.61	462.61
资本公积	1616.49	1621.41	1621.41	1621.41
留存收益	752.00	903.49	1115.05	1414.13
归属母公司股东权益	2818.87	2911.02	3122.58	3421.66
少数股东权益	-22.23	-38.75	-16.32	38.83
<b>负债和股东权益</b>	<b>4220.57</b>	<b>4539.48</b>	<b>5062.88</b>	<b>5660.99</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2213.36</b>	<b>2920.75</b>	<b>3608.85</b>	<b>4152.60</b>
营业成本	1411.76	1786.58	2215.29	2538.67
税金及附加	7.77	10.22	12.63	14.53
销售费用	300.68	335.89	378.93	394.50
管理费用	157.09	204.45	241.79	269.92
研发费用	280.93	335.89	396.97	436.02
财务费用	-19.45	-11.10	-5.58	-6.83
资产减值损失	-74.26	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动收益	0.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.57	2.92	3.61	4.15
资产处置收益	0.15	0.29	0.36	0.42
其他收益	41.44	52.57	64.96	74.75
<b>营业利润</b>	<b>35.63</b>	<b>226.61</b>	<b>349.74</b>	<b>497.10</b>
营业外收入	9.88	10.00	10.00	10.00
营业外支出	7.83	8.00	8.00	8.00
<b>利润总额</b>	<b>37.67</b>	<b>228.61</b>	<b>351.74</b>	<b>499.10</b>
所得税	20.06	34.29	52.76	74.86
<b>净利润</b>	<b>17.62</b>	<b>194.32</b>	<b>298.98</b>	<b>424.23</b>
少数股东损益	-85.57	-16.52	22.42	55.15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>103.19</b>	<b>210.84</b>	<b>276.56</b>	<b>369.08</b>
EBITDA	191.53	384.08	536.94	705.70

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>364.08</b>	<b>370.82</b>	<b>490.74</b>	<b>666.34</b>
净利润	17.62	194.32	298.98	424.23
折旧摊销	160.31	166.56	190.78	213.43
营运资金变动	84.81	-113.41	-117.90	-95.97
其它	101.35	123.34	118.88	124.64
<b>投资活动现金流</b>	<b>-328.86</b>	<b>-259.97</b>	<b>-240.58</b>	<b>-239.98</b>
资本支出	-114.71	-179.26	-179.19	-179.13
投资变动	-226.72	-65.00	-65.00	-65.00
其他	12.57	-15.71	3.61	4.15
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1.80</b>	<b>-83.90</b>	<b>3.15</b>	<b>-8.20</b>
银行借款	345.60	100.00	100.00	100.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	87.81	-59.66	0.00	0.00
其他	-431.61	-124.24	-96.85	-108.20
<b>现金净增加额</b>	<b>43.27</b>	<b>27.60</b>	<b>253.31</b>	<b>418.15</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1254.58</b>	<b>1297.85</b>	<b>1325.45</b>	<b>1578.76</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1297.85</b>	<b>1325.45</b>	<b>1578.76</b>	<b>1996.91</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-12.90%	31.96%	23.56%	15.07%
营业利润增长	166.13%	536.08%	54.34%	42.13%
归属母公司净利润增长	-13.61%	104.33%	31.17%	33.46%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	36.22%	38.83%	38.62%	38.87%
净利率	0.80%	6.65%	8.28%	10.22%
ROE	3.66%	7.24%	8.86%	10.79%
ROIC	0.41%	5.03%	7.33%	9.35%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	33.74%	36.73%	38.65%	38.87%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.99	2.93	2.95	3.13
速动比率	2.19	2.09	2.11	2.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.67	0.75	0.77
应收账款周转率	11.39	14.22	14.17	13.98
存货周转率	1.86	2.49	2.63	2.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.23	0.46	0.60	0.80
每股经营现金流	0.79	0.80	1.06	1.44
每股净资产	6.10	6.29	6.75	7.40
<b>估值比率</b>				
P/E	112.52	39.12	29.82	22.35
P/B	4.24	2.83	2.64	2.41
EV/EBITDA	59.05	19.88	13.95	10.17

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。