

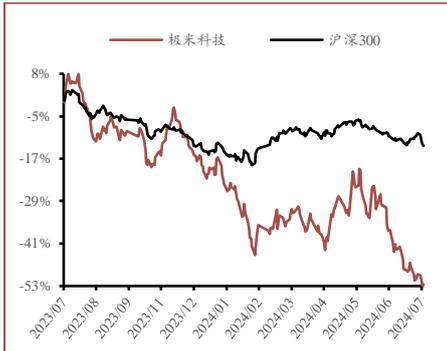
家用智能微投龙头，新品&出海驱动成长

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2024-07-25
收盘价(元)	63.43
流通股本(亿股)	0.70
每股净资产(元)	43.24
总股本(亿股)	0.70

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋
SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **公司为国内智能微投龙头，海外业务占比快速提升。**据 IDC，自 2018 年公司打破外资品牌垄断后，2018-2023 年公司连续六年出货量第一，并在 DLP 技术、智能算法等领域优势突出。据 IDC，伴随技术创新和家用场景渗透，2015-2019 年国内整体/家用投影出货量 CAGR 分别为 21%/81%，宏观及外部环境影响下，2019-2023 年国内整体/家用投影出货量 CAGR 下降至 0.6%/10%。公司积极推出新品和调整价格以维护国内市场地位，同时持续推进全球化布局，海外业务占比从 2019 年的 2% 提升至 2023 年 26%。
- ❖ **行业激光产品快速放量，公司自研光源技术巩固中高端市场地位。**2023 年随供给端优化，激光产线逐步成熟，入门级 1LCD 4K 激光产品价格下探到 3000-4000 元价格带。据洛图科技，2023 年 UHD 产品销量同比增长 194%，市场份额达 5.2%，同比提升 3.6pct。公司于 2024 年初推出 RS 10 Pro 和 RS 10 两款高端新品，搭载全新自研 Dual Light 2.0 护眼三色激光技术，在解决彩边重影和散斑问题上优势突出。
- ❖ **Play 系列突破性价比赛道，有望带动公司内销增速回升。**低端赛道中 LCD 和 DLP 技术竞争仍相对激烈，2022 年国产厂商突破封闭式光机技术，单价低叠加性能提升，带动 LCD 产品快速放量，截止 2024Q1，LCD/DLP 市场份额分别为 69.4%/30.5%。公司在中高端市场优势地位稳固，推出 Play 系列突破 1500-2000 元价格带，抵御 LCD 产品竞争。2024 年 4 月，公司发布 Play5 新品，获得 618 开门红全网单品销量第一，带动 Play 系列销量同比高增。
- ❖ **投资建议：**公司研发能力优势突出，创新性技术引领市场，新品和出海驱动公司成长。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 2.01、2.97、3.90 亿元，对应 PE 分别为 23.26、15.78、12.00 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**内销增速不及预期、原材料及海运价格波动、渠道拓展不及预期、限售股解禁风险、人民币汇率波动风险、股东减持风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4222	3557	4100	4560	5065
收入增长率(%)	4.57	-15.77	15.27	11.24	11.06
归母净利润(百万元)	501	121	201	297	390
净利润增长率(%)	3.72	-75.97	67.05	47.43	31.49
EPS(元/股)	7.16	1.72	2.88	4.24	5.57
PE	23.21	65.69	23.26	15.78	12.00
ROE(%)	16.00	3.87	6.69	9.40	11.49
PB	3.71	2.54	1.56	1.48	1.38

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 07 月 25 日收盘价计算）

内容目录

1	公司为家用智能投影行业龙头.....	4
1.1	高成长智能微投科创龙头，市场份额行业领先.....	4
1.2	价格段全方位覆盖，产品布局持续扩大.....	5
1.3	业绩阶段性承压，盈利能力仍待修复.....	7
2	终端价格持续下探，高清激光产品高增.....	9
2.1	内销增速回暖，出海贡献增量.....	9
2.2	DLP 市场格局稳固，技术迭代价格下探.....	13
3	创新性技术引领市场，新品和出海驱动成长.....	16
3.1	三色激光突破高端市场，性价比新品带动量增.....	16
3.2	海外扩张释放红利，线下渠道持续突破.....	19
4	盈利预测及投资建议.....	20
4.1	盈利预测.....	20
4.2	投资建议.....	22
5	风险提示.....	23

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司创始人为第一大股东，持股 18.79%.....	5
图 3.	公司产品矩阵实现低端到高端价格带全覆盖.....	6
图 4.	2019-2023 年公司长焦投影收入占比 80%+.....	6
图 5.	互联网增值服务维持高增.....	6
图 6.	公司海外收入占比逐渐提升.....	7
图 7.	2023 年海外营收增长 16%.....	7
图 8.	2023 年以来公司营收阶段性承压.....	7
图 9.	2023 年以来公司归母净利润相对承压.....	7
图 10.	公司销售费用率处于同业中游.....	8
图 11.	公司研发费用率高于同业.....	8
图 12.	2023 年国内家用投影仪出货量占比 85%.....	10
图 13.	2023 年国内 LED 光源投影仪出货量占比 76%.....	10

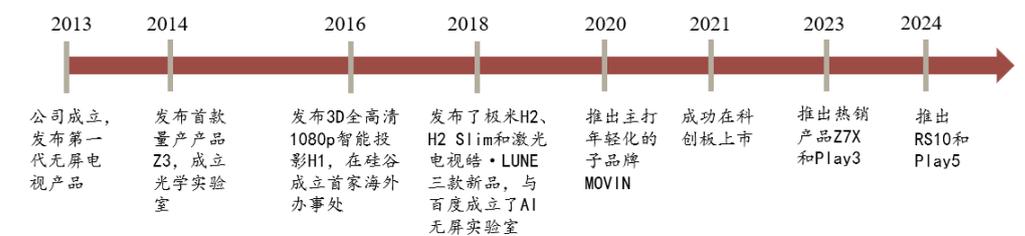
图 14. 2023 年国内家用投影仪渗透率提升至 3.1%.....	11
图 15. 2022 年公司市占率达 19%.....	11
图 16. 2021-2023 年中国投影仪出口量持续增长.....	11
图 17. 中国为全球投影行业第一大市场.....	11
图 18. 极米海外定价高于亚马逊平台均价（元）.....	12
图 19. 美国亚马逊畅销榜以传统投影仪为主.....	12
图 20. 2023 年家庭影音产品各国家庭渗透率.....	13
图 21. 北美地区投影仪销售以线上渠道为主.....	13
图 22. 国内智能投影线上销量以性价比产品为主.....	15
图 23. 中国智能投影线上市场以 LCD 技术为主.....	15
图 24. DLP 市场格局集中，2023 年 CR4 为 87.5%.....	15
图 25. DLP 智能投影线上价格趋势性下降（元）.....	15
图 26. 2022-2023 年智能投影线上市场分辨率销量结构.....	16
图 27. 2023 年 4K 产品销量以激光技术为主.....	16
图 28. 极米神灯获得多项设计大奖.....	20
图 29. 极米神灯实现短距离投影.....	20
表 1. 公司 2024-2026 年股权激励业绩考核要求.....	5
表 2. 2023 年可比公司财务指标对比.....	8
表 3. 投影机主流四种光源技术.....	10
表 4. 投影机主流四种显示技术.....	14
表 5. 激光光源技术对比.....	17
表 6. 高端家用智能投影产品参数对比.....	17
表 7. 中端家用智能投影产品参数对比.....	18
表 8. 性价比家用智能投影产品参数对比.....	18
表 9. 海外主要投影产品参数对比.....	19
表 10. 营业收入拆分（百万元）.....	21
表 11. 成本费用率假设.....	22
表 12. 可比公司估值.....	23

1 公司为家用智能投影行业龙头

1.1 高成长智能微投科创龙头，市场份额行业领先

公司为国内智能投影龙头，坚持创新研发打造系列热门爆品。公司于 2013 年在成都高新区创立，是一家专注于新型显示领域，重点打造智能投影和激光电视等创新产品，集设计、研发、制造、销售和服务于一身的高新科创企业，2014 年公司发布首款量产产品 Z3，同年成立光学实验室，自 2018 年打破外资品牌在中国投影机市场垄断之后，至 2023 年公司连续六年获得出货量第一，2020-2023 年连续四年获得出货量和销售额双第一，并拉开了与跟随者的差距。2020 年推出主打年轻化的子品牌 MOVIN，2021 年 3 月，公司成功登录上交所科创板，2023 年到 2024 年期间公司推出多款爆品，其中 Z7X 年销量 7 万+件，为天猫投影仪年度风云榜 top1。

图1.公司发展历程



数据来源：网易新闻、人民网、财通证券研究所

创始人为公司第一大股东，百度为战略投资者。截止 2024 年 6 月 19 日，创始人钟波直接持股 18.79%，钟波曾与肖适、尹蕾、刘帅等签署《一致行动协议》，其中与廖杨、钟超的一致行动协议于 2024 年 3 月 2 日到期终止，钟波的一致行动人肖适、刘帅、尹蕾、廖传均合计持股比例 8.20%，钟波通过担任成都极米企业管理咨询合伙企业（有限合伙）及成都开心米花企业管理咨询合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人间接持股比例 3.12%，钟波及其一致行动人合计持股比例 30.11%。2018 年公司获得百度战略投资，截止 2024 年 6 月 19 日，百度网讯和百度毕威合计持股比例为 5.53%。

公司核心高管基本为技术背景出身，研发经验丰富。公司创始人，现公司董事长钟波毕业于电子科技大学，曾在海信电视研究所担任工程师，2004 年至 2012 年任职于晨星软件研发（深圳）有限公司。现任公司副总经理的尹蕾先生主管投影机电路研发工作，2009-2011 年任四川多维电子研发经理，2013 年起任公司副总经理。此外大部分管理层成员均有多年技术背景，并曾在海信、华为、毕马威、微软、IBM 等公司任职，在优秀管理团队的带领下，公司实现高速增长。

图2.公司创始人为第一大股东，持股 18.79%



数据来源：公司公告、Wind、财通证券研究所；注：数据截止 2024 年 6 月 19 日

公司发布 2024 年股权激励及员工持股计划草案，强调海外市场拓展。公司拟向激励对象授予权益 172 万份，占总股本 2.46%。其中，首次授予 138 万份，占股票期权总数的 80.24%，占公司总股本的 1.97%；预留 34 万份，占公司总股本的 0.49%。首次行权价格为 101.11 元/股，激励对象总人数为 21 人，占公司全部职工总人数的 0.86%，包括董监高及核心技术骨干等，业绩考核要求以产品销量和境外收入增长作为核心指标。

表1.公司 2024-2026 年股权激励业绩考核要求

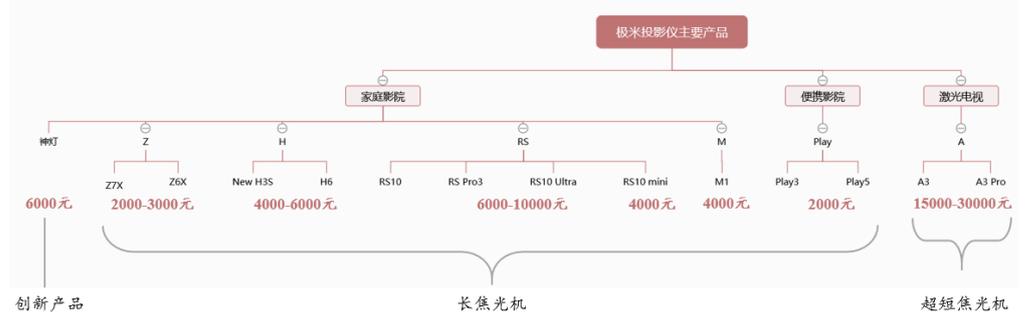
阶段	公司业绩考核要求	
	主要产品销量	境外收入增长（以 2023 年为基年）
第一个解除限售期	2024 年不低于 105 万台	不低于 5%
第二个解除限售期	2025 年不低于 110 万台	不低于 10%
第三个解除限售期	2026 年不低于 115 万台	不低于 15%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.2 价格段全方位覆盖，产品布局持续扩大

产品线清晰，价格上实现低中高端全方位覆盖。目前公司旗下主要有家庭影院、便携影院、激光电视三大产品线，按照投影仪的亮度和处理器两个参数的综合考量，将公司投影仪的机型进行梳理，分为高端机型、中高端机型、低端机型，价格从 2000 元至 30000 元不等。公司于 2023 年加大力度发展国内自营会员体系建设，引入了爱奇艺和芒果媒体资源，于上半年发布了集合了两大内容平台的极米影视大会员，提升了多平台付费会员占比。

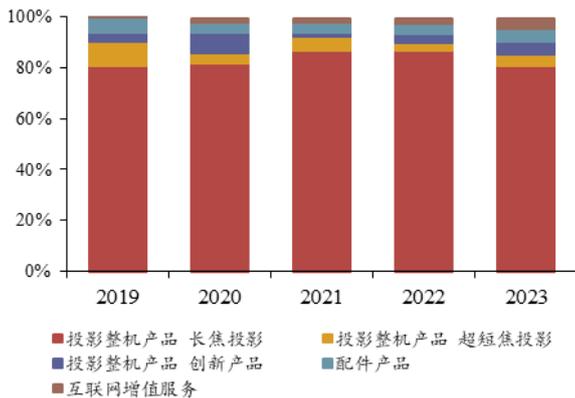
图3.公司产品矩阵实现低端到高端价格带全覆盖



数据来源：公司官网、财通证券研究所；注：数据截止到 2024 年 5 月 21 日

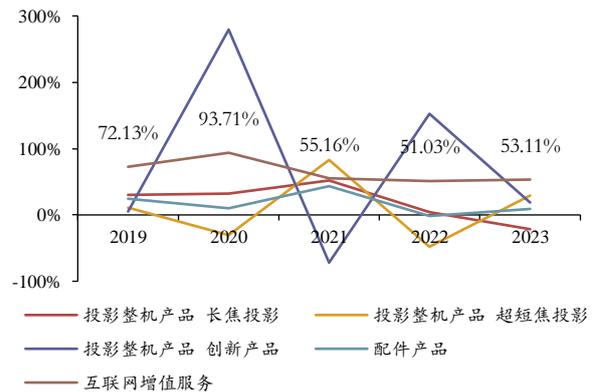
公司长焦投影产品占比 80%+，互联网增值服务高增但业务占比较小。长焦投影是指投射 100 寸画面时投射距离需要 2.2 米以上的投影产品，为公司主要营收来源。海外智能投影整机业务带动内容服务付费高增，2019-2023 年互联网增值服务 CAGR 为 62%，业务占比从 2019 年的 1%提升至 4%。

图4.2019-2023 年公司长焦投影收入占比 80%+



数据来源：公司公告，财通证券研究所

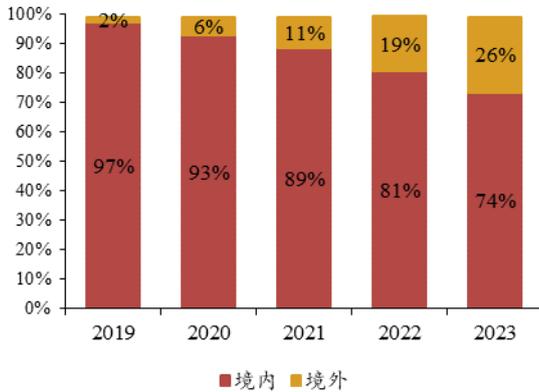
图5.互联网增值服务维持高增



数据来源：公司公告，财通证券研究所

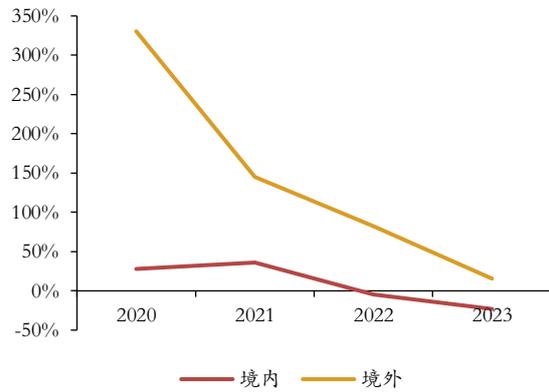
本土化创新和渠道突破带动海外业务高速增长，海外营收占比持续提升至 2023 年的 26%。2016 年公司在美国硅谷成立公司首家海外办事处，负责公司产品在海外市场销售事宜；2018 年公司进军投影仪龙头爱普生大本营日本市场，推出集吸顶灯、投影仪和蓝牙音箱于一体的“阿拉丁神灯”，成为当地销量第一的产品。同年，公司将业务辐射到德国、英国、俄罗斯、美国等 100+个国家和地区，截止目前公司已在美国、日本、德国、新加坡等地设立海外公司。2023 年公司外销实现营收 9.13 亿元，同比+15.60%，海外营收业务占比超四成。

图6.公司海外收入占比逐渐提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图7.2023年海外营收增长16%



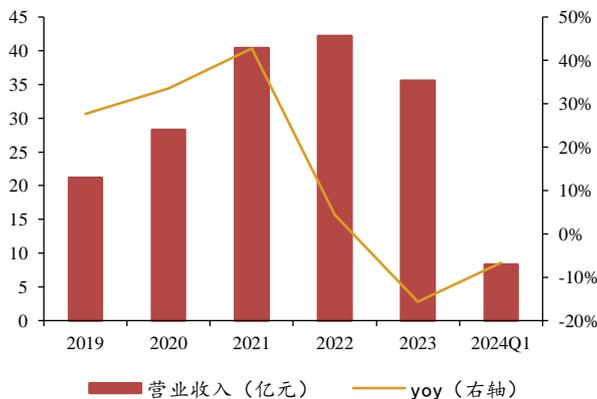
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 业绩阶段性承压，盈利能力仍待修复

近两年公司营收增速承压，2024年推新有望带动内销回暖。2022年LCD技术迭代，价格优势叠加产品性能提升，挤压DLP市场份额，公司营收增长放缓。2023年受消费降级影响，行业量价承压，据IDC，2023年行业销量/销额分别下降6.2%/25.6%，导致公司营收进一步下滑。为应对市场变化，公司积极进行产品结构调整，推出多款性价比新品，定价2000元以下价格带，其中play5产品618销售情况良好有望带动公司境内销量增速改善。

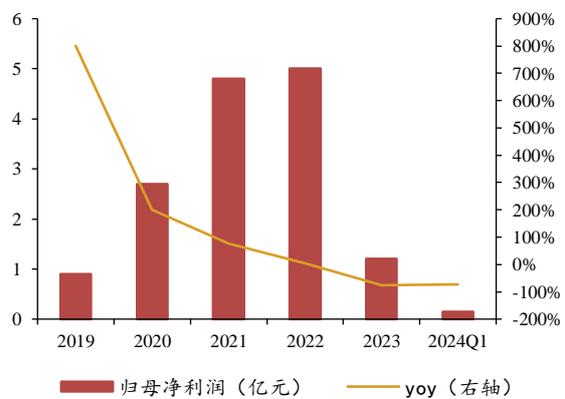
终端单价向下调整，盈利水平仍待修复。2023年公司应对价格战，降低产品销售价格，但成本端相对刚性，导致盈利水平阶段性承压。2024年公司新品Play5采用降本化设计、叠加老产品库存消化，毛利率有望迎来边际改善；考虑“618”期间促销活动影响，我们认为利润率修复仍需要时间。

图8.2023年以来公司营收阶段性承压



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图9.2023年以来公司归母净利润相对承压



数据来源：公司公告，财通证券研究所

坚定研发投入，多项创新性技术引领技术革新，研发费用率持续提升。公司坚持底层技术创新与产品创新双轮驱动，坚定投入研发资源用于技术及产品储备，同时积极进行光学底层技术的研究与前瞻布局。公司采用自主研发及产学研合作模式，与长春理工大学、重庆大学、电子科技大学等高校共同开展联合研发及人才培养储备工作。2024Q1 公司研发费用率为 10.49%，较 2019 年提升 6.66pct。

图10.公司销售费用率处于同业中游

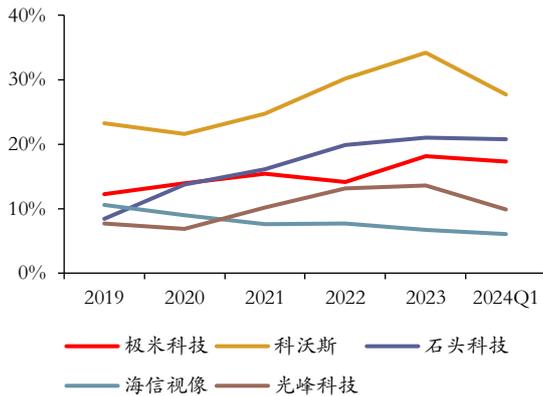
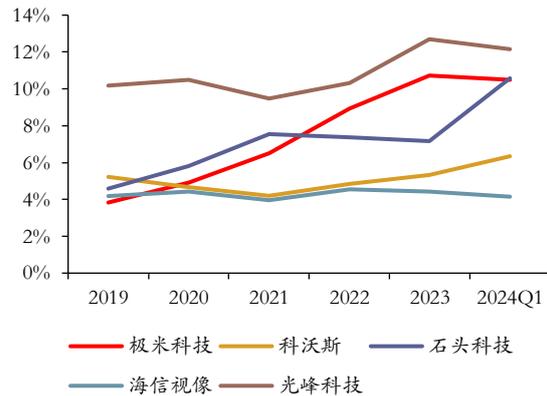


图11.公司研发费用率高于同业



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司应收账款周转率处于行业中上游，存货周转率相对较低。公司线上销售占比达 71%，应收账款主要产生于互联网平台渠道，提前入仓销货后收到款项，经销商模式下采用先款后货的形式，应收账款产生较少。公司/海信视像/光峰科技/石头科技/科沃斯 2023 年应收账款周转率分别为 13/13/11/29/9。公司存货周转天数在半年左右，跟可比公司相比较，主要是因为在线上销售模式下，“618”和“双十一”是主要的销售节点，而公司会在销售旺季前提前备货，以及部分原材料也会进行策略性备货。

表2.2023 年可比公司财务指标对比

公司	海信视像	光峰科技	石头科技	科沃斯	
营业收入 (亿元)	35.57	536.16	22.13	86.54	155.02
2019-2023 年 CAGR	13.86%	11.97%	2.84%	19.77%	30.70%
归母净利润 (亿元)	1.21	20.96	1.03	20.51	6.12
2019-2023 年 CAGR	6.58%	39.33%	-13.75%	27.23%	50.06%
线上营收占比	71%	-	-	-	62%
海外营收占比	26%	51%	16%	49%	42%
经销营收占比	-	84%	29%	58%	-
毛利率	31.25%	16.94%	36.22%	55.13%	47.50%
销售费用率	18.13%	6.73%	13.58%	21.00%	34.17%
管理费用率	14.94%	6.18%	19.79%	9.59%	9.08%
研发费用率	10.72%	4.44%	12.69%	7.15%	5.32%
归母净利率	3.39%	3.91%	4.66%	23.70%	3.95%

	公司	海信视像	光峰科技	石头科技	科沃斯
研发支出 (亿元)	3.81	23.95	2.81	6.19	8.77
研发人员数量 (人)	694	3,653	428	622	1,562
研发人均薪酬 (万元)	36.5	-	44.0	64.6	32.4
研发人均创收 (万元)	512.5	1,467.7	517.1	1,391.3	992.5
存货周转率	2.14	8.89	1.85	4.79	2.83
应收账款周转率	13.15	13.22	11.39	28.74	8.55
应付账款周转率	2.93	7.00	5.39	3.53	2.74
总资产周转率	0.65	1.33	0.52	0.69	1.16
ROE	3.87%	11.09%	3.66%	18.02%	9.35%

数据来源：各公司公告、财通证券研究所

2 终端价格持续下探，高清激光产品高增

2.1 内销增速回暖，出海贡献增量

技术创新和家用场景渗透驱动国内高增，2015-2019 年行业整体/家用市场出货量 CAGR 分别为 21%/81%。2013 年以前中国以商用投影仪为主导，主要应用于教育等场景，2014 年国产品牌极米和坚果把 DLP 家用机导入市场，实现从传统家用投影到智能投影的技术变革，推动 2015-2019 年行业进入高速增长阶段。

2019-2023 年消费降级下内销增速放缓，但家用投影出货量占比持续提升至 85%。2019-2023 年行业整体/商用/家用市场 CAGR 分别为 0.6%/-21%/10%。网课以及书房、卧室等家庭第二空间的持续渗透，驱动家用投影出货量占比从 2019 年的 60% 提升至 85%。投影作为可选消费产品，宏观环境影响导致行业承压，2023 年国内家用投影仪市场出货量为 403.6 万台，同比下滑 3%，相对行业下滑 6%表现韧性。

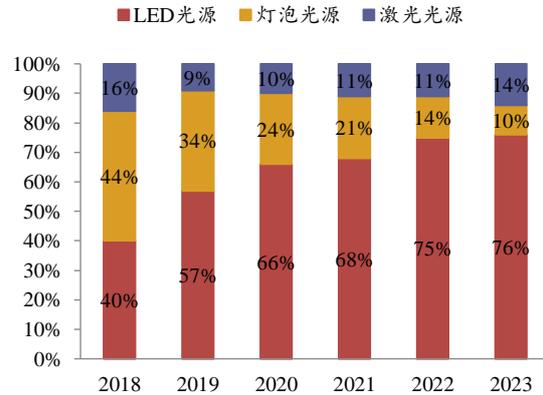
2024Q1 国内智能投影线上销量增速回暖，同比增长 8.7%。据洛图科技，2024Q1 国内智能投影线上市场（不含激光电视）销量为 144.3 万台，增速回升主要受益于均价下降、技术升级和新兴电商渠道投放增加。

图12.2023年国内家用投影仪出货量占比85%



数据来源: IDC, 财通证券研究所

图13.2023年国内LED光源投影仪出货量占比76%



数据来源: IDC, 公司公告, 财通证券研究所

LED光源仍为市场主流，占比76%，激光光源占比趋势性提升。

- (1) **灯泡光源**：2023年占比10%，最大优势在于亮度高、但因为功耗高、容易发热，产品寿命短（3500H）、体积大，不适合家用投影场景，近年来市场份额不断萎缩。
- (2) **LED光源**：2023年占比76%，占比进一步提升。其最大优势在于体积小、能耗低、色彩佳，因此寿命长（20000H）、维护成本低，主要应用于低端市场，但其亮度上限较低，一般不超过3000流明，在光线充足情况下画面清晰度不足，一般适用于夜晚场景。
- (3) **激光光源**：2023年占比14%，纯净人造光源，具有高亮度、高单色性、高方向性的特性，亮度可达到数万流明，同时寿命足够长（30000H），成本高昂主要应用于高端机市场，近年来占比趋势性提升。

表3.投影机主流四种光源技术

光源技术	高压汞灯（灯泡机）	RGB LED	单色激光	三色激光
优点	亮度上限高	LED灯寿命长、色彩色准好	亮度、对比度稍高，产品性价比高	高色域、高色准、高亮度、高对比度，减少有害蓝光
缺点	色彩准度不好、发热大导致散热噪音大	亮度相对一般，对环境光有要求	容易偏色、光衰比较严重	存在散斑问题

数据来源: 传感器技术公众号, 财通证券研究所

假设2028年国内市场渗透率提升至3.86%，测算2023-2028年国内家用市场销量CAGR为8.2%。据我们测算，2023年家用投影仪渗透率提升至3.1%，同比+0.25pct。假设：1) 未来5年国内家用投影仪市场渗透率提升至3.86%；2) 中国

家庭户数每年下滑0.1%；3) 产品每4年进行一次迭代，测算2028年家用投影仪市场保有量为1909万台，5年保有量CAGR为4.3%，5年销量CAGR为8.2%。

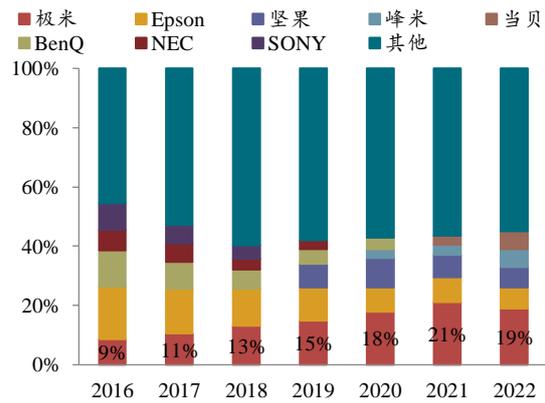
2023年国内整机投影机市场CR5超41%，公司保持龙头地位。家用场景渗透率提升和商用投影机市场份额下降，2018年公司超越Epson成为出货量第一的品牌，2021-2023年市场份额维持在20%上下，而Epson、坚果、峰米市场份额保持在8%及以下。

图14.2023年国内家用投影仪渗透率提升至3.1%



数据来源：IDC，财通证券研究所；注：1) 按每户拥有一台投影仪计算，渗透率=保有量/总家庭户数；2) 2023年家庭户数假设与2022年持平

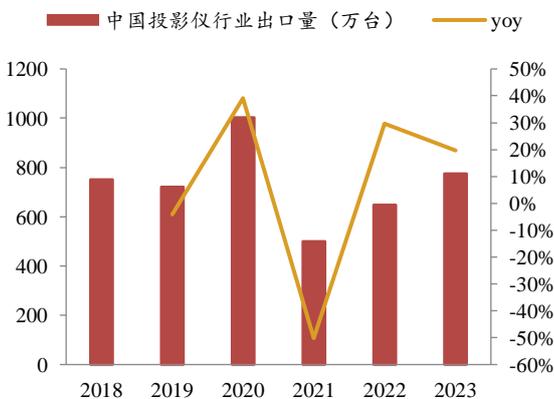
图15.2022年公司市占率达19%



数据来源：IDC，财通证券研究所；注：出货量口径

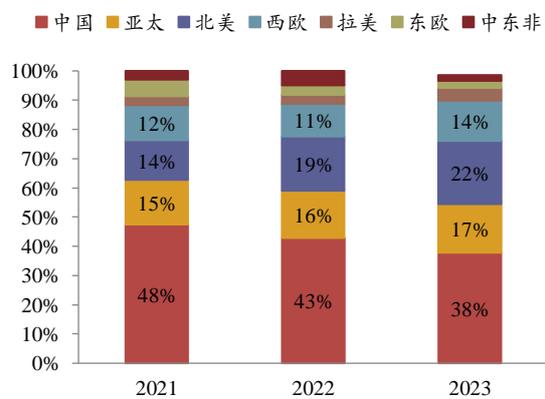
海外市场贡献主要增量，2023年海外投影仪同比增长14.2%，国产品牌凭借领先技术快速打开亚太/北美/西欧家用市场。2023年中国出货量全球占比达37.9%，北美为全球第二大市场，2023年出货量全球占比同比提升3pct至21.6%。海外家用投影仪以灯泡光源LCD技术为主，亚马逊销售均价在250-400美元之间，而公司等头部厂商出海产品主要采用DLP技术，在分辨率和光源强度上优于LCD技术白牌产品，2024Q2公司在亚马逊上销售均价为661美元。

图16.2021-2023年中国投影机出口量持续增长



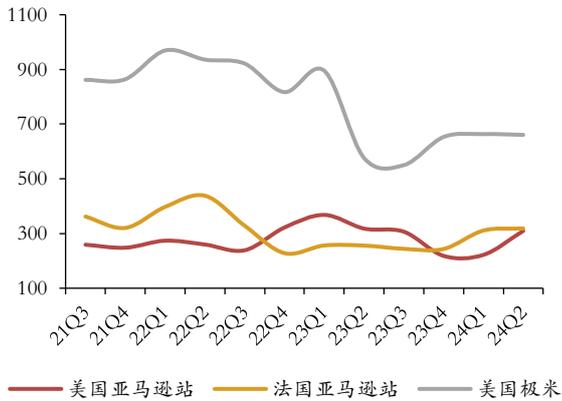
数据来源：洛图科技，财通证券研究所

图17.中国为全球投影机行业第一大市场



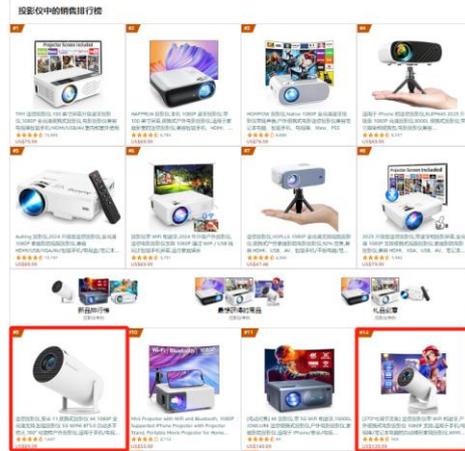
数据来源：洛图科技，财通证券研究所

图18.极米海外定价高于亚马逊平台均价（元）



数据来源：久谦，财通证券研究所

图19.美国亚马逊畅销榜以传统投影仪为主



数据来源：亚马逊网站，财通证券研究所；注：标红为智能投影仪，其余为传统投影仪产品

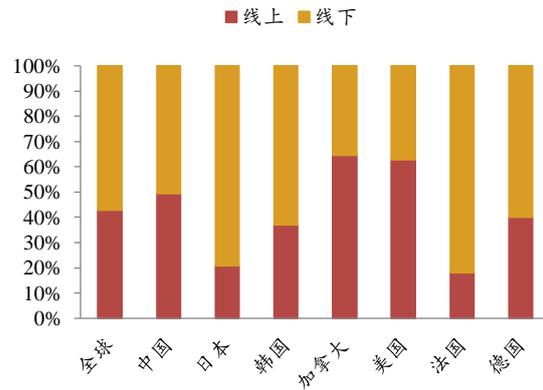
公司为全球出货量第二品牌，全球家用投影市场份额第一。2023 年前三季度，全球投影机市场 CR4 为 19.3%，其中爱普生市场份额达 10%，其产品主要采用 3LCD 技术；出货量第二品牌为极米，以 DLP 技术为主；市场第三至十名的品牌（主要包括坚果、优派、明基、奥图码等）差距不大，销量份额主要分布在 1.5%-2.5% 之间。索尼和 JVC 以 LCoS 技术为主导，产品锚定在 5000 美元以上的高端家用投影市场。

家用投影仪在欧美市场呈现 K 型分化，中端产品仍待市场教育。1) 入门级低端产品主要作为玩具送礼、或者是户外露营，便携性和体积小是核心特点；2) 高端产品主要应用于对家庭影音有诉求的用户，对产品性能要求较高，主要以爱普生、索尼等传统大厂为主。

欧美市场家庭影音渗透率高但主要以传统投影产品为主，未来增量主要是对传统投影替代和新消费场景补充。海外发达国家对家庭影音需求相对旺盛，根据欧睿，2023 年美国、法国、德国的家庭影音渗透率分别为 78%、57%、85%，远高于亚太国家，未来国产投影品牌市场份额提升空间主要来自 1) 国产性价比智能微投产品对传统白牌 LCD 投影的替代；2) 中东、拉美受益于体育赛事举办，家用投影消费快速增长；3) 地区结构化提升，低端 LCD 产品向中端 DLP 产品升级；4) 超高清 4K 超短焦投影对电视的替代。从渠道结构看，北美和中国渠道线上化程度较高，而法国、德国、日本、韩国等仍以线下渠道为主。

图20.2023年家庭影音产品各国家庭渗透率


数据来源：欧睿，财通证券研究所；注：家庭影音包含音频分离器、扬声器、Hifi系统等

图21.北美地区投影仪销售以线上渠道为主


数据来源：欧睿，财通证券研究所

2.2 DLP 市场格局稳固，技术迭代价格下探

目前投影仪四种主流显示技术分别为：

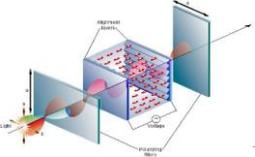
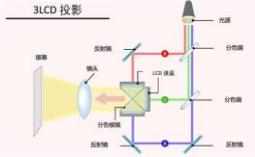
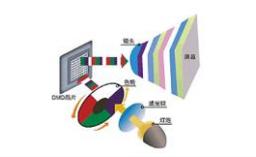
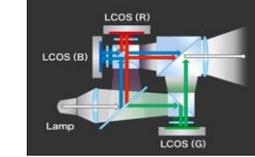
单片式 LCD 显示技术：光源发出白光，照射到一片全彩 LCD 液晶屏，通过投射镜头把图片放大并投射到屏幕上，通过液晶独立控制每个像素中的红绿蓝各个部分的明暗，经过合成得到彩色的图像。其成本低廉，黑色层次表现差，对比度低。

3LCD 显示技术：将光源发出的白色光分解成 R（红）、G（绿）、B（蓝）三种颜色（光的三原色）的光，并使其分别透过各自的液晶板进行成像。通过精确控制这三块液晶板的透光性能，实现了色彩的精确还原和画面的高清晰度。

DLP 显示技术：将灯泡发射出的强光，经过均匀化处理后通过色轮，色轮会将光分成 RGB 三色(或者 RGBW 等更多色)，分色后的光线再由透镜投射在 DMD 芯片上，最后由 DMD 芯片来完成投影画面动作、色彩的组合，经反射后在投影屏幕上成像，色彩层次感更高。

LCOS 显示技术：基本原理与 LCD 技术较为相似，不过对于光线的投射是利用 LCOS 面板来控制。采用 CMOS 工艺，相对于 DLP 技术的 MEMS 工艺，演进空间更大，LCOS 的高分辨率优势将更加明显。

表4.投影机主流四种显示技术

显示方案	单片LCD	3LCD	DLP (DMD)	LCOS
工作原理				
推行时间	1990年代	1990年代	1990年代	2000年代
核心部件	透射式液晶板	透射式液晶板	反射式液晶板	DMD 器件微镜阵列
光机光效	较低	较低	较低	较高
色彩分辨率	低	低	高	高
色彩效果	低	高	高	高
分辨率	低	低	高	高
密封性	无法密封, 需防尘	无法密封, 需防尘	无法密封, 需防尘	可密封
整机体积	小	大	小	小
成本	较低	中等	高	高
主要开发厂商	中小厂商	爱普生, 索尼, 松下	索尼、JVC、LG	索尼、飞利浦和英特尔

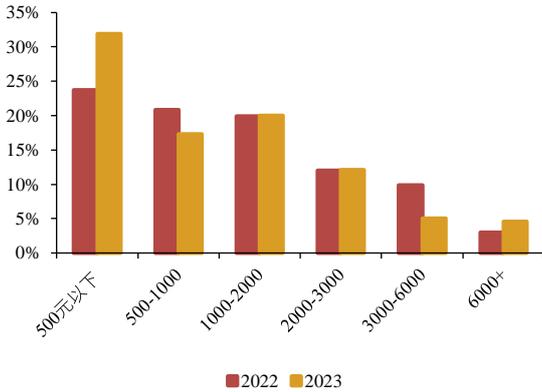
数据来源: 公司公告、洛图科技、财通证券研究所

单片式 LCD 因其成本低廉优势, 占据入门级产品主流。国内品质投影机市场主要被 DLP 和 3LCD 技术垄断, DLP 主流产品均价在 3500 元以上, 3LCD 主流产品均价在 4500 元以上, 而单片 LCD 主要应用于 1000 元以下低端机型市场。

2022 年封闭式光机技术推出, 大幅改善 LCD 产品性能, LCD 超越 DLP 市场份额。受益于供应链高度国产化, 2022 年以来京东方等国产厂家自研封闭式 LCD 光机, 通过提高 LCD 模组透光率, 以实现产品亮度提升。1500 元以下的 LCD 产品流明度已经可以做到 2000 元以上 DLP 产品水平, 性价比优势导致 LCD 技术颠覆 DLP 成为市场主流, 2024Q1 LCD 市场份额达 69%。

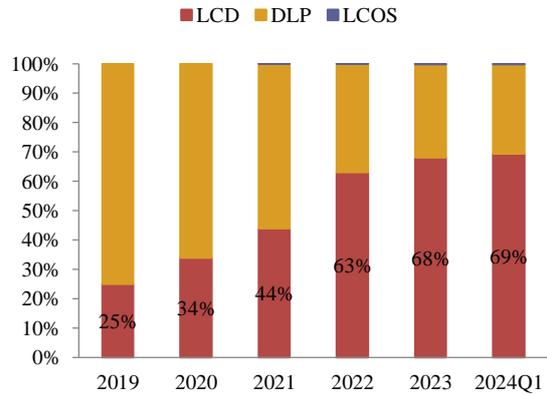
低价格带投影销量占比趋势性提升, 头部厂商完成 LCD 和 DLP 技术双线布局。据洛图数据, 2023 年中国智能投影线上市场均价为 1756 元, 同比下降 11%, 500 元以下产品销量占比同比提升 5pct 至 66.1%。价格战下, 2023 年主流 DLP 技术品牌如极米、坚果、当贝、小米、峰米、联想等均完成 DLP 和 1LCD 双线布局。

图22.国内智能投影线上销量以性价比产品为主



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

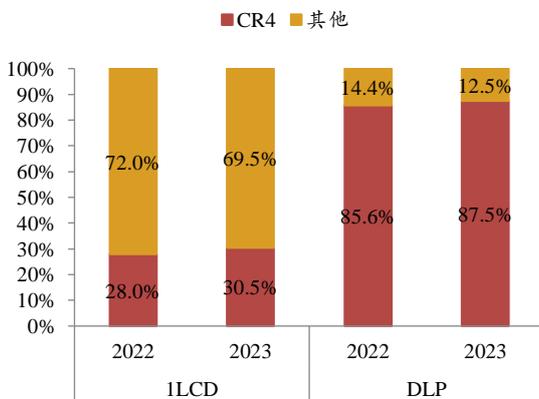
图23.中国智能投影线上市场以LCD技术为主



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

1LCD 市场格局相对分散，以极米为代表的 DLP 市场龙头格局稳固。1LCD 进入门槛相对低，市场格局分散且利润微薄，头部品牌为小明、小米、哈趣、爱国者，市占率均低于 10%。DLP 市场 CR4 维持在 85%以上，公司市占率超 40%。2023Q2 芯片供应商德州仪器降低 TI 0.23 英寸芯片价格，DLP 终端产品价格步入下行通道，头部厂商相继在 1500-2000 元价格带推出对标 LCD 技术的产品。

图24.DLP 市场格局集中，2023 年 CR4 为 87.5%



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

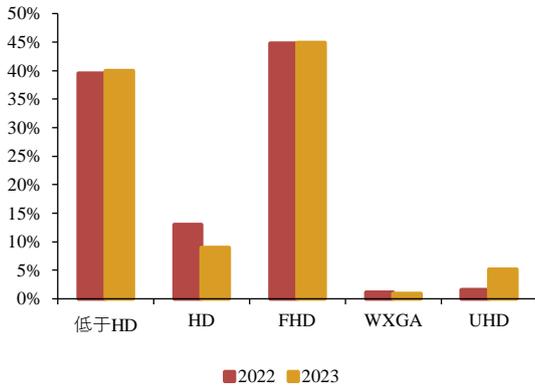
图25.DLP 智能投影线上价格趋势性下降（元）



数据来源：洛图科技，财通证券研究所；注：数据周期为 2022Q1-2024Q1

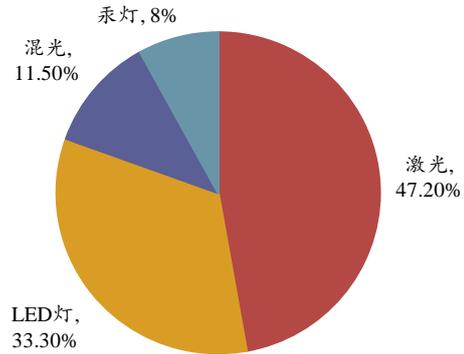
技术迭代、供应链降本、产品趋于成熟，终端价格下探，超高清 4K 激光产品高速增长。2023 年 FHD 为主销分辨率，线上销量占比达到 44.9%，与 2022 年基本持平；4K UHD 市场份额达到 5.2%，同比上涨 3.6 个百分点，销量涨幅达到 194%。截止 2024Q1，1LCD 产品均价下降到 3755 元，受 1LCD 4K 降价影响，DLP 4K 均价下探到 6659 元。光源技术中，激光/LED 灯/混光/汞灯占比分别为 47%/33%/11.5%/8%。

图26.2022-2023年智能投影线上市场分辨率销量结构



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

图27.2023年4K产品销量以激光技术为主



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

3 创新性技术引领市场，新品和出海驱动成长

3.1 三色激光突破高端市场，性价比新品带动量增

公司研发优势凸显，高端新品采用全新护眼三色激光技术，同时在智能算法领域不断突破。2024年上半年公司发布 RS 10 Pro、RS 10 两款新品，其对比度达到 1600:1，BT.2020 色域面积比 110%，双色域下专业色准 $\Delta E < 1$ ，亮度分别为 3000 CVIA 和 1950 CVIA。同时 RS 10 Pro 搭载 Eagle Eye 鹰眼计算光学 5.0 技术和全自动云台，可以进行实时画面校正、画面智能避障和画幕自动对齐等智能联动。

混光技术优化了纯激光技术的彩边重影和散斑问题。高端家用投影主要采用三色激光光源，相比单色激光在色域、亮度、对比度等方面具有更好的表现，但因为窄光谱的相干性，光源相互干扰导致画面出现散斑、彩边重影等问题。公司研发出 Dual Light 2.0 技术，在原本普通三色激光窄光谱的基础上，融合了宽光谱光源，进而形成模拟自然光谱一样的连续光谱，实现色域色准优势与护眼效果优势兼顾，并在原理上最大程度消灭彩边重影和散斑的画质干扰。

表5.激光光源技术对比

光源技术名称	单色激光	普通三色激光	超级全色激光	Dual Light 1.0 超级混光	Dual Light 2.0 护眼三色激光
时间	2021	2022	2023	2023	全新一代光源技术
光源类型	单一光源	单一光源	混合光源 (LED+激光)	混合光源 (LED+激光)	混合光源 (激光+荧光)
主导光源	荧光	激光	LED	LED	三色激光
辅助光源	-	-	激光	激光	激光激发的荧光
优点	亮度高	色域高、对比度高	亮度高、高低色域可切换、散斑&彩边重影相对较好	几乎无散斑，支持P3色域	亮度高、色域高，无明显散斑和彩边重影，观看更舒适
缺点	色域不高	观看不舒适、散斑和彩边重影始终存在、对于敏感人群尤为显著	对比度不高、色准差	对比度不高、默认色域低	-

数据来源：公司官方公众号、财通证券研究所

自研三色激光技术追赶同业，扩大高端市场话语权。2021年当贝率先推出激光产品，采用单一蓝色光源+荧光材料，制造成本低，但因为缺少绿色和红色，因此会出现偏色情况。2022年海信推出三色激光产品，同年10月，坚果推出N1系列，采用LRS动态消散斑技术优化普通三色激光缺点。2023年5月，公司推出RS Pro3，采用单一红色激光+LED混光技术，但由于LED光源的色彩纯净度不足，仍无法良好解决偏色问题。而公司在2024年推出的全新三色激光技术解决了市面产品存在的散斑和彩边重影问题，有望扩大再高端产品价格带的市场份额。

表6.高端家用智能投影产品参数对比

参数	极米 RS 10 Ultra	坚果 N1S Ultra 4K	当贝 X5 Ultra
光源	Dual-Light2.0 护眼三色激光	MALC 目氦 2.0 纯三色激光	ALPD5.0 超级全色激光
DMD 芯片尺寸	0.47	0.47	0.47
标称亮度	3200 CVIA	3000CVIA	3600CVIA
分辨率	4K	4K	4K
标称色域	110% BT.2020	110% BT.2020	110% BT.2020
系统芯片	MT 9669	MT 9679	MT 9679
音响	哈曼卡顿专利音响	丹拿 HiFi 音响	自研
视频接口	HDMI	HDMI	HDMI
光学变焦	支持	不支持	不支持
价格(元)	9999	8299	8599
上市时间	2024年1月	2023年9月	2023年9月
产品图			

数据来源：各公司官网、京东、财通证券研究所

表7.中端家用智能投影产品参数对比

参数	极米 RS 10	坚果 N1S 4K	当贝 F6
光源	Dual-Light2.0 护眼三色激光	MALC 目氩 2.0 纯三色激光	全色 LED 光源
DMD 芯片尺寸	0.47	0.47	0.47
标称亮度	1950CVIA	1200CVIA	2350CVIA
分辨率	4K	4K	4K
标称色域	110% BT.2020	110% BT.2020	>86%NTSC
系统芯片	MT 9669	MT9 系芯片	海思 V811
音响	哈曼卡顿专利音响	自研 JIMGO Master Sound 杜比 HiFi 音质	
视频接口	HDMI	HDMI	HDMI
光学变焦	不支持	不支持	不支持
价格(元)	4969	4934	4999
上市时间	2024 年 5 月	2024 年 5 月	2023 年 6 月
产品图			

数据来源：各公司官网、京东、财通证券研究所

积极推新补位中低端产品价格带，防守 LCD 市场竞争，618 销售旺季对内销增速形成支撑。2024 年 5 月，公司推出便携式投影新品 Play5，首发定价 1799 元，向 LCD 高端产品定价靠拢，硬件方面，Play5 搭载 TI 0.23 英寸 DMD 芯片，标准分辨率 1080P，同时兼容 2K/4K 分辨率，亮度达到 500CVIA，净重 1.1kg。与 2023 年 9 月推出的 Play3 相比，新品在亮度进一步提升。根据 2024 年 618 开门红数据，Play5 获得全网销售第一，并带动 Play 系列销量同比 2023 年 618 开门红期间增长 1200%。

表8.性价比家用智能投影产品参数对比

参数	极米 Play5	坚果	小米 2 Pro
光源	LED	LED	LED
芯片	0.23DMD 芯片	0.23DMD 芯片	LCD 技术
标称亮度	500CVIA	500CVIA	300CVIA
分辨率	1080P 高清	1080P 高清	1080P 高清
标称色域	124% REC.79	124% REC.79	
系统芯片	CartexA73 四核	MSD6A838	Amlogic T950D4
音响	杜比认证	杜比认证	WANOS 中国全景声
视频接口	HDMI	HDMI	HDMI
光学变焦	不支持	不支持	不支持
价格(元)	1789	1989	1390
上市时间	2024 年 4 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月
产品图			

数据来源：各公司官网、京东、财通证券研究所

DLP 技术价格下沉至两千元以下，芯片降本有望带动利润空间改善。2023 年 6 月德州仪器降低 TI0.23 芯片价格，但由于 2023 年上半年国内厂商对 TI 0.23 芯片进行集中性采购，在 2023 年下半年都处在库存消化周期，随着 2024Q1 内销增速改善，以及二季度新品发布和 618 备战，补库需求下，公司新品在芯片降价、以及光机、硬软件方面采用降本设计，Play 系列毛利率有望改善。其次，低端价格带产品同质化严重，而头部厂商在规模效应下，也让其他友商难以形成价格跟随。

3.2 海外扩张释放红利，线下渠道持续突破

公司已成为全球家用投影第一品牌，产品斩获国际多项大奖。2016 年通过海外众筹平台拓展海外业务，截止 2023 年，公司全球出货量突破 600 万台，在全球奖项中得到多达 80+ 顶尖国际设计大奖。公司出海产品主要包括中长焦投影 Horizon 系列、便携式投影 MoGo、Halo 系列、超短焦产品 AURA 系列、以及阿拉丁神灯。据洛图科技，2023 年极米位居全球投影机市场出货量排名第二；在全球家用投影市场中，极米以 6.5% 的比重位居市场份额第一。

团队+产品+渠道本土化战略，公司出海在创新研发和性价比方面优势凸显。在家用投影仪领域（不包含便携式投影），公司凭借 Horizon 系列成为 3000 美元以下市场的前十大产品，跟其他品牌相比，公司的优势主要体现在：1) 中端产品价格同比友商更低；2) 在亮度上有一定牺牲，但是光源寿命更长，维护成本更低；3) 智能算法优势，在全球首次实现全自动梯形校正技术、热失焦动态补偿技术、画幕对齐、智能避障、环境光自适应和实时护眼等智能化功能。

表9.海外主要投影产品参数对比

价格带	1000 美元以下		3000 美元以下		5000 美元以下	5000 美元以上
前十产品的品牌分布	明基 40%，奥图码 20%，极米 10%，爱普生 20%，JmGO10%		明基 20%，奥图码 30%，爱普生 20%，极米 10%，其他 20%		爱普生 40%、奥图码 10%、JVC30%、其他 20%	索尼 40%、JVC40%、明基 10%、三星 10%
产品	极米 Horizon	明基 TH575	极米 Horizon Ultra	明基 TK700STi	爱普生 EpiqVision Ultra LS800B	索尼 VPL-XW5000ES-B
排名	Top8	Top1	Top6	Top1	Top1	Top1
定价	\$899	\$582	\$1,599	\$1,659	\$3,500	\$5,999
亮度	2200ANSI	3800ANSI	2300ISO	3000ANSI	4000ISO	2000ISO
分辨率	1920x1080	1920X1080	3840x2160	3840x2160	3840x2160	3840x2160
光源	LED	灯泡	混光	灯泡	3LCD	激光
光源寿命	25k 小时	6-15k 小时	25k 小时	4-15k 小时	20k 小时	20k 小时
推出时间	2021 年 7 月	2022 年 10 月	2023 年 8 月	2021 年 5 月	2022 年 9 月	2022 年 8 月
自动对焦	√	×	√	×	×	×
梯形校正	水平垂直	垂直	水平垂直	水平垂直	×	×

数据来源：Projector Central、财通证券研究所；注：统计口径为点击率，不代表最后实际销量

公司自研“吸顶灯+投影+音响”三合一智能投影仪“阿拉丁”，实现在日本市场连续四年销量第一。针对日本家庭面积小的问题，公司自研短距光机，实现0.7:1投射比，可以在1.5m投出100英寸大屏。自2018年向市场首次推出产品以来，超越本土品牌爱普生等成为热销第一的家用智能投影产品。2022年4月公司拟通过全资日本孙公司XGIMI株式会社收购由popln运营的阿拉丁业务，含税收购价为0.9-1.3亿元，以获得阿拉丁相关产品的品牌、知识产权及渠道资源，业务转为自主运营模式，打开销售渠道空间。

图28.极米神灯获得多项设计大奖



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图29.极米神灯实现短距离投影



数据来源：公司官网，财通证券研究所

海外渠道持续突破，公司在全球线下入驻门店数达4500家。其中，在欧洲进入2500家门店，在北美市场进入B&H、百思买（Best Buy）等头部零售渠道。百思买为美国头部的消费电子零售商，在北美拥有超过750家门店，在全球门店超1150家，目前公司已经进入Best Buy线上渠道及部分线下门店，我们认为后续在线下渠道的持续突破是北美市场增量的重要来源。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

营业收入：我们预计2024-2026年公司营业收入分别为41.00/45.60/50.65亿元，分别同比增长15.3%/11.2%/11.1%。其中主营业务收入分别为40.67/45.29/50.34亿元，主要基于以下核心假设：

1、投影机整机产品：2022-2023年营收增速分别为4.1%、-18.4%，2024Q1行业整体内销止跌回升，我们认为公司在今年618前发布Play5以及搭载全新三色激光技术的高端新品，有望带动境内收入回归双位数增长。海外方面，随

着公司在线下渠道的不断突破，营收有望实现高增。我们假设 2024-2026 年投影机整机产品的增速分别为 14.6%、10.5%、10.5%。

2、**配件产品**：2022-2023 年收入增速分别为-1.6%、8.6%，假设 2024-2026 年增速分别为 10%、8%、6%。

3、**互联网增值服务**：主要包括影视内容和应用分发服务，终端用户通过 GMUI 系统使用视频应用观看影视内容并付费时，公司会跟视频应用运营方按照约定比例进行分成。我们假设 2024-2026 年互联网增值服务增速分别为 35%、30%、25%。

表10.营业收入拆分（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	4,222	3,557	4,100	4,560	5,065
yoy	4.6%	-15.8%	15.3%	11.2%	11.1%
主营业务收入	3938	3529	4067	4529	5034
其他业务收入	284	27	33	32	30
主营业务收入按地区拆分					
内销	3,401	2,617	2,999	3,177	3,383
yoy	-4.8%	-23.1%	14.6%	5.9%	6.5%
外销	790	913	1068	1352	1652
yoy	82.0%	15.6%	17.0%	26.6%	22.2%
主营业务按产品类型拆分					
投影机整机产品	3938	3212	3680	4067	4496
yoy	4.1%	-18.4%	14.6%	10.5%	10.5%
配件产品	156	170	187	202	214
yoy	-1.6%	8.6%	10.0%	8.0%	6.0%
互联网增值服务	97	148	200	260	325
yoy	51.1%	53.1%	35.0%	30.0%	25.0%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

毛利率：2022-2023 年毛利率分别为 36.0%和 31.2%，2023 年毛利率下滑主要是公司在销售均价上进行下调，2024 年供应链成本下降有望带动整体毛利率回升，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 31.7%、32.7%、33.5%，核心假设如下：

1、**投影机整机产品**：2022-2023 年毛利率分别为 34.4%、27.5%，随着 TI0.23 芯片降价，Play 系列毛利率有望优化，我们假设 2024-2026 年投影机整机毛利率分别为 27.6%、28.0%、28.4%。

2、**配件产品**：2022-2023 年毛利率分别为 49.2%、50.0%，我们认为配件业务毛利率相对稳定，假设 2024-2026 年配件业务毛利率维持 50%。

3、互联网增值服务：2022-2023 年毛利率分别为 92.8%、93.1%，增值服务的边际成本较低，随规模扩大，毛利率仍有上升空间，我们假设 2024-2026 年互联网增值服务毛利率分别为 93.3%、93.5%、93.7%。

费用率：

- 1、销售费用率：**2022-2023 年分别为 14.2%、18.1%，提升是因为海外日本地区渠道模式变化，导致销售费用有一定增加，2024 年我们预计整体保持平稳，随收入规模扩大，销售费用率逐步回落，假设 2024-2026 年销售费用率分别为 16.0%、15.8%、15.6%。
- 2、管理费用率：**2022-2023 年分别为 3.4%、4.2%，管理人员和费用预计相对稳定，假设 2024-2026 年分别为 3.7%、3.4%、3.1%。
- 3、研发费用率：**2022-2023 年公司研发费用接近 4 亿元，我们预计后续保持这一水平，假设 2024-2026 年研发费用率分别为 10%、9.5%、9%。

表11.成本费用率假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	36.0%	31.2%	31.7%	32.7%	33.5%
—投影机整机	34.4%	27.5%	27.6%	28.0%	28.4%
—配件	49.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
—互联网增值服务	92.8%	93.1%	93.3%	93.5%	93.7%
销售费用率	14.2%	18.1%	16.0%	15.8%	15.6%
管理费用率	3.4%	4.2%	3.7%	3.4%	3.1%
研发费用率	10.7%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

所得税率：2022-2023 年公司所得税费用占税前利润的比例分别为 1.4%、-296.3%，2023 年主要是因为利润下滑导致应纳税所得额减少，预计随公司收入和利润情况恢复，所得税缴纳费用逐渐提升，我们假设 2024-2026 年所得税费用占税前利润的比例分别为 1%、5%、10%。

4.2 投资建议

我们选取海信视像、光峰科技、科沃斯、石头科技作为可比公司，其中海信视像拥有激光电视业务，光峰科技有智能投影和激光投影业务，两者跟公司业务较为相近；科沃斯和石头科技为扫地机器人公司，其所在的赛道与投影仪行业类似，

行业渗透率低、成长快。截止 2024 年 7 月 25 日，可比公司 2024 年 PE 中位数为 16 倍，公司估值为 23 倍 PE。

公司研发能力优势突出，创新性技术引领市场，新品和出海驱动公司成长。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 2.01、2.97、3.90 亿元，对应 PE 分别为 23、15、12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表12.可比公司估值

公司简称	总市值 亿元	EPS (元/股)					P/E				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海信视像	246	1.29	1.61	1.83	2.12	2.42	14.63	11.72	10.26	8.87	7.77
光峰科技	67	0.26	0.22	0.38	0.58	0.74	56.35	65.23	37.79	24.75	19.62
科沃斯	216	2.98	1.08	2.38	2.93	3.45	12.70	35.24	15.90	12.94	11.00
石头科技	390	8.99	15.59	19.23	22.80	26.83	32.93	19.00	15.40	12.99	11.04
中位数							23.78	27.12	15.65	12.96	11.02
极米科技	44	7.16	1.72	2.87	4.24	5.57	23.21	65.69	23.26	15.78	12.00

数据来源：wind，财通证券研究所；注：采用 2024 年 7 月 25 日市值计算

5 风险提示

内销增速不及预期：2024Q1 内销增速环比有所改善，但投影仪作为娱乐影音可选消费产品，在整体宏观环境相对承压背景下，消费降级趋势明显，可能会带动公司整体销售均价的下滑，同时中低端产品利润空间较中高端产品更薄。2024 年以来公司通过发布 Play5 新品以应对 1LCD 产品的竞争，如果公司在性价比系列和中高端产品上销量增长不及预期，可能会导致公司境内营收增长不及预期。

原材料及海运价格波动：2024 年初以来，COMEX 铜价上涨至 4.62 美元/磅，同比+23.1%，同时受“红海事件”和地缘政治影响，国际海运价格持续上涨，以上两个因素将影响终端毛利率和费用端情况。我们认为若上游铜价和海运价格持续高位，三季度公司可能会进行适当提价，将部分成本费用转嫁到终端消费者，可能会存在渠道销售承压的影响。

渠道拓展不及预期：公司在国内外已经建立了非常成熟的线上分销渠道，线下 KA 为主要增量来源。如果公司在海外线下渠道拓展不及预期，可能会影响公司海外增速情况。

限售股解禁风险：2024 年 3 月 4 日，公司 24,329,451 股首发原股东限售股份 20240304 上市流通，占解禁前流通股 53.27%；占解禁后流通股 34.76%；占总股本 34.76%。公司发布公告，百度网讯、百度毕威在未来 6 个月，公司董事长钟波及其一致行动人刘帅、肖适在股票回购期间可能存在增持/减持公司股票计划，对股价或造成一定波动。

人民币汇率波动风险：公司海外业务占比不断提升，2023 年公司境外实现营收 9.13 亿元，同比增长 15.6%，占主营业务比例提升至 25.9%，国际汇率波动给公司带来汇兑损益风险。

股东减持风险：截止 2024 年 6 月 18 日，公司股东百度网讯、百度毕威在 5 月 29 日至 6 月 17 日期间已累计减持 755,999 股，减持比例达 1.08%，合计持股比例从 4,625,981 股减少至 3,869,982 股，占公司总股本的比例从 6.61%下降至 5.53%。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4222.34	3556.56	4099.52	4560.44	5064.86	成长性					
减:营业成本	2703.33	2445.18	2798.01	3070.47	3367.75	营业收入增长率	4.6%	-15.8%	15.3%	11.2%	11.1%
营业税费	24.13	27.28	31.45	34.98	38.85	营业利润增长率	-6.0%	-93.6%	527.8%	53.1%	38.5%
销售费用	598.04	644.73	655.92	720.55	790.12	净利润增长率	3.7%	-76.0%	67.1%	47.4%	31.5%
管理费用	141.49	150.01	152.41	155.87	157.92	EBITDA 增长率	-1.6%	-80.7%	237.8%	35.6%	29.7%
研发费用	377.20	381.27	409.95	433.24	455.84	EBIT 增长率	-10.6%	-104.5%	1,076.7%	55.6%	41.3%
财务费用	-20.32	-31.64	-22.14	-21.01	-20.65	NOPLAT 增长率	-1.1%	-118.2%	-344.0%	49.3%	33.8%
资产减值损失	-28.66	-41.54	-53.12	-53.39	-59.41	投资资本增长率	9.4%	8.4%	-11.0%	4.3%	6.8%
加:公允价值变动收益	32.37	18.62	40.00	40.00	40.00	净资产增长率	13.6%	-0.6%	-3.5%	4.8%	7.5%
投资和汇兑收益	10.10	2.50	2.05	2.28	2.53	利润率					
营业利润	509.29	32.55	204.32	312.85	433.44	毛利率	36.0%	31.2%	31.7%	32.7%	33.5%
加:营业外净收支	-0.90	-2.31	-2.00	-2.00	-2.00	营业利润率	12.1%	0.9%	5.0%	6.9%	8.6%
利润总额	508.39	30.23	202.32	310.85	431.44	净利润率	11.9%	3.4%	4.9%	6.5%	7.7%
减:所得税	7.29	-89.57	2.02	15.54	43.14	EBITDA/营业收入	12.9%	3.0%	8.7%	10.6%	12.3%
净利润	501.47	120.50	201.30	296.78	390.24	EBIT/营业收入	10.6%	-0.6%	4.8%	6.7%	8.6%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1497.50	2190.44	1798.22	1773.51	1803.72	固定资产周转天数	97	112	104	99	93
交易性金融资产	715.90	425.59	465.59	505.59	545.59	流动营业资本周转天数	90	98	76	73	74
应收账款	324.80	216.19	260.09	267.96	318.94	流动资产周转天数	338	427	352	318	306
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	18	27	21	21	21
预付帐款	17.79	19.44	20.41	22.40	24.57	存货周转天数	143	168	150	145	140
存货	1184.46	1098.07	1180.48	1186.44	1320.13	总资产周转天数	445	550	485	436	410
其他流动资产	138.07	182.58	182.58	182.58	182.58	投资资本周转天数	299	385	297	279	268
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.0%	3.9%	6.7%	9.4%	11.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.5%	2.2%	3.7%	5.3%	6.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.7%	-2.1%	5.8%	8.4%	10.5%
固定资产	1120.05	1087.10	1169.58	1236.19	1286.46	费用率					
在建工程	4.37	14.27	22.09	28.27	33.16	销售费用率	14.2%	18.1%	16.0%	15.8%	15.6%
无形资产	68.52	58.55	58.25	57.95	57.65	管理费用率	3.4%	4.2%	3.7%	3.4%	3.1%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	-0.5%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产总额	5286.06	5582.22	5460.56	5585.99	5952.05	三费/营业收入	17.0%	21.5%	19.2%	18.8%	18.3%
短期债务	0.00	302.68	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	987.48	682.08	872.37	833.44	850.43	资产负债率	40.6%	44.1%	44.9%	43.5%	43.0%
应付票据	57.47	28.02	74.50	38.00	85.39	负权益比	68.4%	78.9%	81.3%	77.0%	75.3%
其他流动负债	2.85	2.30	2.30	2.30	2.30	流动比率	2.84	3.16	3.03	3.09	3.00
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	速动比率	1.87	2.18	1.97	2.01	1.92
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	346.19	-9.10	9.10	20.53	29.27
负债总额	2147.19	2462.21	2449.14	2429.27	2557.04	分红指标					
少数股东权益	4.14	3.45	2.45	0.97	-0.97	DPS(元)	2.15	0.30	2.14	2.14	2.14
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	分红比率	0.30	1.24	0.75	0.51	0.38
留存收益	1013.76	984.36	1035.67	1182.45	1422.68	股息收益率	1.3%	0.3%	3.4%	3.4%	3.4%
股东权益	3138.87	3120.01	3011.42	3156.72	3395.02	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	7.16	1.72	2.88	4.24	5.57
净利润	501.47	120.50	201.30	296.78	390.24	BVPS(元)	44.78	44.52	42.99	45.08	48.51
加:折旧和摊销	98.77	125.31	157.83	174.68	191.13	PE(X)	23.2	65.7	23.3	15.8	12.0
资产减值准备	30.45	40.60	55.12	55.39	61.41	PB(X)	3.7	2.5	1.6	1.5	1.4
公允价值变动损失	-31.69	-18.62	-40.00	-40.00	-40.00	P/FCF					
财务费用	1.29	-22.95	21.67	14.95	14.82	P/S	2.8	2.2	1.1	1.0	0.9
投资收益	-10.10	-2.50	-2.05	-2.28	-2.53	EV/EBITDA	19.2	60.4	9.0	6.7	5.1
少数股东损益	-0.37	-0.70	-1.00	-1.48	-1.94	CAGR(%)					
营运资金的变动	-617.95	184.35	95.30	-82.32	-133.18	PEG	6.2	—	0.3	0.3	0.4
经营活动产生现金流量	-58.96	378.27	490.17	417.74	481.94	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	694.14	225.47	-246.47	-274.81	-284.21	REP					
融资活动产生现金流量	-261.51	120.13	-635.93	-167.64	-167.51						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 25 日收盘价计算)

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。