

极米科技 (688696.SH)

变中求进，投影龙头再启航

□ 本篇报告系统复盘了投影行业 2022-2024 年经历的 1LCD 技术变革冲击,随着上游芯片主动降价、下游投影品牌加快产品创新,叠加国补推动消费需求释放、DLP 投影重新迎来机遇期。极米从 2024 年起战略重点投入到海外市场和车载领域,收购日本阿拉丁业务、进入欧美线下主流商超渠道,逐步进入放量阶段,此外车载业务也开始收获知名车企定点合作,打开新的业务局面。公司 11 月 8 日进一步响应央行再贷款回购股票政策,取得股票回购专项贷款 1.72 亿额度资金支持,显示未来发展信心。我们再次提醒投资者关注公司转机,上调至“强烈推荐”投资评级。

□ 行业:上游芯片降本,DLP 破局求变。1LCD 投影自 2021 年以来在封闭式光机技术逐步普及,以及透光材质的更新下体验感迅速改善,逐步在家用投影行业入门级价格带夺得话语权,同时 DMD 芯片 2021 年下半年以来为时一年多的供给端短缺进一步助推了 1LCD 技术的普及。随着 1LCD 份额的逐步扩张,DLP 产业链上下同心协力,以 0.23" DMD 产品平台为堡垒积极抵御 1LCD 的持续向上渗透之路,在 TI 对芯片主动降价后逐步形成以 1500 元为界“分水而治”的竞争格局。洛图统计,2023Q3 投影 1LCD 份额首次同比下滑 0.7pct 至 76%,中高端投影迎来反转机遇。

□ 国内:国补推动内需反转,抖音爆款助力入口流量争夺。2024 年前三季度行业销量下滑 9.7%,销售额下滑 5.9%;10 月份消费品以旧换新全面铺开,投影仪逐步被纳入国补目录,双十期间行业销量同比增长 21%,销售额增长 9%,DLP 中高端投影占比回升至 47%。此外极米作为龙头积极寻求破局良方,产品端构建中高端 Dual Light 2.0 护眼三色激光技术+入门端 Play 3/5 爆款+1LCD+LCoS 的全价格带全技术完整产品矩阵,渠道端积极拥抱抖音增量渠道,在扩大销售规模的同时完成对传统电商平台及线下渠道的引流。二季度抖音爆款 Play 3 及迭代款 Play 5 有望持续发力,利润端高价 0.23"DMD 芯片库存出清+爆品迭代成本改善有望推动盈利回升。

□ 海外:欧洲市场稳步拓展,北美线下进入收获期。极米作为较早布局出海的国内投影厂商,内容端较早完成 Google 认证,并通过 Android TV 系统完成对主流内容的覆盖;渠道端日本市场完成对阿拉丁业务的私有化后逐步理顺渠道通路恢复增长,欧洲市场通过 MediaMarkt、Saturn 等多个重量级线下连锁渠道成功打开市场,北美渠道在 BestBuy 通过试销 Q2 进入大规模进店阶段,从线上份额领先到线下 BestBuy/ 沃尔玛/ 山姆等多点开花,海外市场进入收获期。

□ 上调至“强烈推荐”投资评级。考虑到公司国内投影市场出清、国补带动整体销售,海外业务渠道拓展进入收获期,车载布局迎来拐点,利润端高价芯片库存出清后叠加新品更迭有望快速恢复,我们预计公司 2025-2026 年归母净利润将恢复至 2.1 亿元、4.5 亿元,参考光峰可比公司 PS 估值,我们上调公司至“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示:内需国补不及预期风险、海外渠道拓展不及预期风险、车载业务相

强烈推荐(上调)

消费品/家电

目标估值: 114.28 元

当前股价: 88.34 元

基础数据

总股本(百万股)	70
已上市流通股(百万股)	70
总市值(十亿元)	6.2
流通市值(十亿元)	6.2
每股净资产(MRQ)	42.4
ROE(TTM)	-0.2
资产负债率	43.6%
主要股东	钟波
主要股东持股比例	18.79%

股价表现



相关报告

- 《极米科技(688696)——公司业绩暂承压,产业链降本或刺激后续需求》2024-09-02
- 《极米科技(688696)——业绩暂承压,产品创新+海外拓展砥砺前行》2024-05-06
- 《极米科技(688696)——需求承压修内功,静待花开月明时》2024-03-01

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

pengzihao@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

yanzhekun@cmschina.com.cn

关车型表现不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4222	3557	3532	4179	5078
同比增长	5%	-16%	-1%	18%	21%
营业利润(百万元)	509	33	(56)	189	467
同比增长	-6%	-94%	-273%		147%
归母净利润(百万元)	501	121	(23)	212	454
同比增长	4%	-76%	-119%		114%
每股收益(元)	7.16	1.72	-0.34	3.03	6.49
PE	12.3	51.3		29.1	13.6
PB	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

引言 4

一、行业：变中求进，DLP 的破局之路 4

二、国内市场：积极布局多样技术路径，抖音爆款助力入口流量争夺 8

三、全球化：欧洲市场加速拓展，线下渠道进入收获期 12

四、车载转型：场景新突破 15

五、盈利预测及投资评级 17

六、风险提示 19

图表目录

图 1：1LCD 光机技术升级推动体验改善 5

图 2：2020 年以来我国投影市场 1LCD 渗透率快速上行 6

图 3：2020-2024Q3 期间我国 DLP 市场 CR4 持续提升 7

图 4：2024 年 3 月华为海思首次推出鸿鹄投影解决方案 8

图 5：极米国内业务产品矩阵 9

图 6：2024 年 1-10 月线上平台 1400~2500 元价格带竞争格局（销量口径，京东+天猫+抖音） 10

图 7：2023 年 1-10 月线上平台 1400~2500 元价格带竞争格局（销量口径，京东+天猫+抖音） 10

图 8：极米线上渠道（京东+天猫+抖音）份额快速回升 10

图 9：极米入口品带动中高端销售（销量口径，台，%） 11

图 10：极米抖音平台爆发为传统平台引流（零售额，万元） 11

图 11：2024 年双十一国补推动产品结构升级，激光和 4K 占比快速提升 11

图 12：2024H1 全球投影机市场销量占比 12

图 13：极米外销收入占比快速提升 13

图 14：极米目前美国全线产品搭载 Android TV 11 系统 13

图 15：目前极米在 MediaMarkt 德国线上站在售共 9 款投影产品 14

图 16：目前极米在 Bestbuy 美国线上站在售已有 6 款产品 15

表 1：1000~2000 元价格带（到手价）主要 DLP 及 1LCD 品牌主销产品一览 6

表 2：极米科技和光峰科技车载投影定点等事项进展 15

表 3：公司 2024 年员工持股计划及股票期权激励计划参与人 16

表 4：公司股份回购账户现存股票情况 17

表 5：极米科技收入拆分表 18

表 6：极米科技费用拆分表 19

附：财务预测表 20

引言

过去三年，我国家用投影行业，尤其是 DLP 技术投影行业经历了一轮行业大周期：1) 2020 至 2021 年宅经济+家用智能投影市场教育度快速提升+行业龙头共同推新卖贵带来 DLP 家用投影行业需求的爆发式增长，蓬勃向上的市场也吸引了众多互联网巨头、家电龙头及初创企业的加入，行业一度形成“百家争鸣”的盛况。2) 但是随着 2021 年下半年 1LCD 封闭式光机逐步普及后快速占领入门级市场，叠加 DLP 核心元器件 DMD 芯片缺货以及行业竞争格局快速恶化，DLP 投影产业自 2022 年进入蛰伏期，行业规模和技术份额均持续下滑。

但是所谓“乱世见英雄”，行业景气承压下，极米作为行业龙头积极寻变，产品端积极完善产品矩阵，高端市场推出自研 Dual Light 超级混光技术拉升产品性能上限，入门市场协同 TI 推出 0.23" DMD 投影入门级产品阻击 1LCD 投影向上路径，同时渠道端国内积极拥抱抖音社交电商，海外在经过了多年的积累和铺垫后已经在欧美线下市场多个核心连锁渠道实现突破，四季度有望迎来收入和业绩拐点。那么，在当前时点，我们应当如何重新看待极米作为家用投影龙头的投资价值？

一、行业：变中求进，DLP 的破局之路

复盘：封闭式光机+材料迭代，1LCD 技术异军突起。早期 1LCD 产品因为散热和亮度问题，只能使用开放式光机，但是开放式光机易积灰，用久易发生烧机、黑点灯问题，且散热噪音普遍较大，因此在 2022 年以前主要用作均价百元级别及以下的入门机及玩具机。但是鉴于 LCOS 技术尚不成熟，且 DLP 方案的 DMD 芯片为德州仪器 (TI) 公司所垄断，因此 1LCD 光机技术的突破成为业内部分企业的重要技术研究方向。2018 年，长沙创荣电子推出迷你全封闭无尘光机，通过两次折射设计解决 1LCD 封闭式光机亮度与散热之间的矛盾，初步让全封闭光机 LCD 投影进入可用阶段，2022 年，创荣电子通过透光材质的更新，以及 LCD 屏幕的改进，推动光机亮度进一步提升，推出 D36 产品最大亮度达到 550 ANSI 流明，较 2021 年更新的 D16 产品最大亮度 350 ANSI 流明提升超 50%，有效提升 1LCD 产品体验感，同时 2021 年下半年开始的 DMD 芯片短缺助推了行业头部玩家的多技术布局，进一步推动 1LCD 技术渗透率的快速上行。

DLP 头部玩家纷纷入局，助推 1LCD 市场扩容。随着 1LCD 光机技术的改善，品牌端也在积极推动相关产品布局，除轰天炮、新科等 1LCD 传统品牌，以及依托天猫、京东等传统电商平台快速起量的微影、依托抖音等兴趣电商渠道快速破局的知麻等新锐品牌外，传统 DLP 品牌也陆续推出 1LCD 技术子品牌，积极布局多样技术完善产品矩阵：

- 2021 年 5 月，光峰科技推出全新子品牌小明，并同步发布 Q1 迷你投影仪，具备 250 ANSI 流明亮度及 1080P 分辨率；
- 2021 年底，当贝推出子品牌哈趣，并开启首个产品 H1 的预售，产品具备 350 ANSI 流明亮度及 1080P 分辨率；
- 2022 年 5 月，火乐科技(坚果)子品牌微果推出全新产品 C1，具备 450 ANSI

- 流明亮度及 1080P 分辨率；
- 2023 年 4 月，极米子品牌 Movin 发布 1LCD 产品快乐星球 O3，具备 630 CVIA 流明亮度及 1080P 分辨率，也标志着 DLP 传统龙头对 1LCD 技术的全面拥抱。

图 1：1LCD 光机技术升级推动体验改善

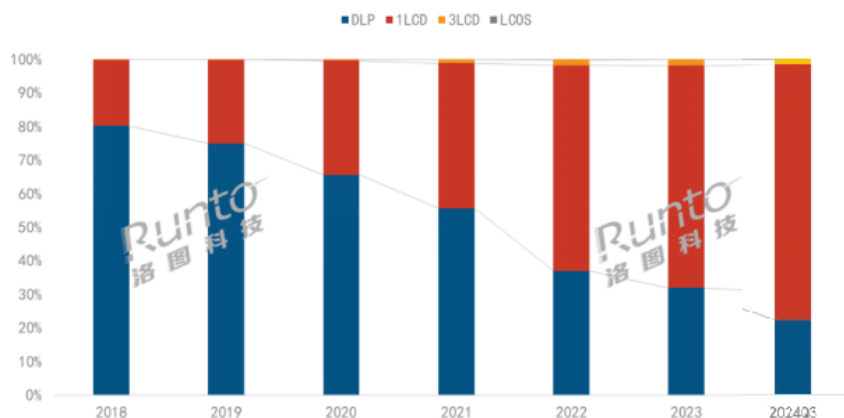


资料来源：小明投影仪京东自营店、招商证券

产业链和品牌端的共同推动下，1LCD 渗透率快速上行。据洛图科技数据，2023 年我国投影市场 1LCD 销量份额达 66.1%，较 2020 年提升超 30pct；2024 年第三季度 1LCD 销量份额进一步提升至 76.3%：

- 分辨率：**不同于 DLP 入门级 4K 常用的 XPR 像素位移技术（即抖 4K）以及 3LCD 的 4K PRO-UHD 技术（爱普生专利，解决 3LCD 原生 4K 产品体积大亮度低的问题），1LCD 受限于光阀尺寸长期无法突破 1080P 大关，但是随着 2024 年光峰联合 BOE 推出 V1 ULTRA，首次突破 4K 分辨率；
- 价格带：**解决光机问题后，1LCD 向千元及以上价格带快速渗透，2024 年 3 月小明发布 V1 ULTRA，预售价 2999 元，标志着 1LCD 产品正式进入 3000 元价格带。
- 亮度：**1LCD 光机技术革新带动产品亮度快速提升，目前主流产品亮度达到 700 ANSI 流明，产品体验感明显提升；洛图科技预计，2024 年 1LCD 封闭式光机渗透率将超过 30%。

图 2：2020 年以来我国投影市场 1LCD 渗透率快速上行



资料来源：洛图科技、招商证券

DLP 积极下沉，产业链上下合力共争入口级产品。在 1LCD 渗透率快速上行下，DLP 产业链也在上下游同心协力下共同推动入口价格段的防守性布局：

- **供应链：**TI 在 2023 年下半年推动入口级产品降价，将 0.23 英寸 DMD 芯片价格降至 24 美金/颗，降价幅度高达 50%，间接推动 DLP 技术 1000~2000 元价格带 0.23" DMD 产品的丰富，助推 DLP 技术“防线前移”。
- **产品端：**品牌方积极发挥 DLP 产品便携特性，2022 年以来积极导入激光光源、超短焦、一体化支架等功能，丰富产品矩阵并充分发挥 DLP 小体积&高亮度的产品优势，同时完善 1000~2000 元价格带入门级产品；云台设计向全价位段渗透，2024Q3 云台设计占比 35.7%，同比大幅提升 29.4pcts。
- **渠道端：**积极拥抱兴趣电商渠道，以极米为例，Play3 产品在抖音渠道快速放量，同时带动传统电商及其他 SKU 销售提升。

千元市场成为竞争主战场。经过为期一年多的激烈竞争后，目前家用投影行业已经基本形成 1LCD 凭借出色性价比主导千元以下入门级市场，DLP 凭借出色性能主导 2000 元以上中高端市场的格局，1000~2000 元价格带已经成为竞争主战场，一方面 1LCD 品牌商希望通过 4K 以及高亮度产品的导入进一步推动价格带上移，扩大产品受众并实现价值提升，另一方面 DLP 品牌商希望通过 0.23" DMD 产品的布局有效遏制 1LCD 向上趋势，并逐步夺回入口级产品话语权。继 2023 年 9 月极米 Play 3 发布并在抖音渠道快速突破后（2024 年单月销售额破千万），坚果 2023 年 10 月推出 Nano 并于 2024 年 4 月推出 P5（预售价 2299 元），当月 P5 进入抖音渠道投影仪零售额 TOP2。

- **2024Q3 投影市场均价首次同比转增：**随着 1LCD 价格触底，DLP 和 3LCD 国补开启后中高端投影表现更好，带动投影行业均价同比去年同期上涨 60 元（洛图科技）。

表 1：1000~2000 元价格带（到手价）主要 DLP 及 1LCD 品牌主销产品一览

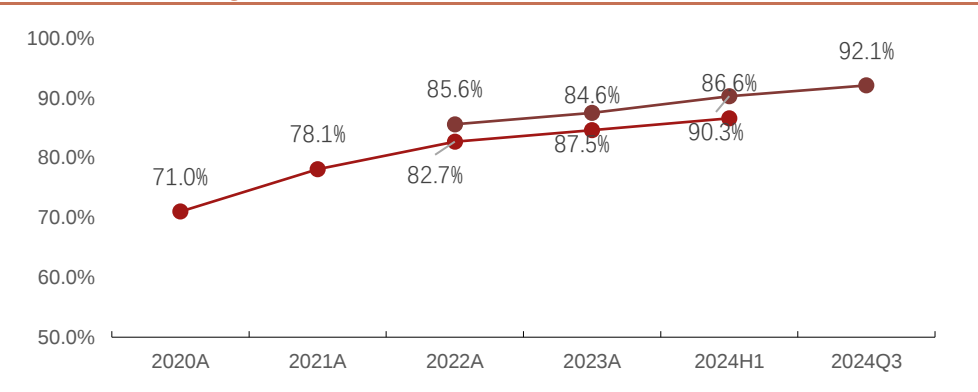
	极米	极米	坚果	峰米	小米	小米
	Play 3	Play 5	Nano2	S5	青春版 2	Redmi 2 Pro
技术路径	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP	1LCD
定价(元)	1,889	1,899	1,799	2,279	2,099	1,399
京东到手价(元)	1,487	1,493	1,529	1,839	1,679	1,381
DMD 尺寸	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	

	极米	极米	坚果	峰米	小米	小米
亮度(CVIA)	400	500	520	550	250	300
分辨率	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P
色域	124% Rec.709	124% Rec.709	124% Rec.709		85% NTSC	100%
云台	一体式	外置	智能	无	无	无
投射比	1.2: 1	1.2: 1	1.2: 1	1.2: 1	1.2: 1	1.2: 1
RAM(GB)	2	1.5	2	2	2	1.5
重量(Kg)	1.1	1.1	1.9	0.8	1.3	1.3
体积(mm3)	161*119*108	205*95*95	160*160*192	175*175*48	220*200*128	125*146*198
	哈趣	小明	小明	腾讯极光	大眼橙	天猫魔屏
	NEW K2	Q3 Pro	Q3 MAX	D2	C1D	C1 PRO
技术路径	1LCD	1LCD	1LCD	1LCD	1LCD	1LCD
定价(元)	1,499	1,399	1,899	1,399	1,399	1,200
京东到手价(元)	1,190	1,119	1,519	1,119	1,199	1,099
DMD 尺寸	/	/	/	/	/	/
亮度(CVIA)	650	550	600	900	560	500
分辨率	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P
色域						
云台	一体式	外置	一体式	无	一体式	一体式
投射比	1.26: 1	1.25~1.36: 1	1.23: 1	1.35: 1	1.2: 1	1.33: 1
RAM(GB)	2	2	2	2	2	2
重量(Kg)	2.2	2.2	4.5	3.1	1.8	
体积(mm3)	197*130*207	191*127*207	234*141*289	260*248*123	183*130*208	211*185*160

资料来源：京东、天猫、招商证券；备注：价格截至 2024 年 11 月 22 日，部分产品亮度标注 ANSI 流明，以 1ANSI≈0.5CVIA 计算

行业格局：DLP 技术格局进一步集中，头部玩家竞争趋于理性。DLP 行业整体承压下，极米作为龙头韧性尽显，行业整体格局有加速优化及尾部白牌出清迹象，根据洛图科技数据，2024Q3 我国家用 DLP 投影行业 CR4 销额份额同比提升 4.7pcts 至 92.1%。同时，DLP 阵营头部品牌在经历了两年的激烈竞争后，整体竞争也在趋于良性化，2024 CSPC 中国智能投影产业峰会上，当贝宣布与极米达成核心部件合作：当贝新品搭载极米的 Dual Light 2.0 光机，两大头部品牌的合作开启了共生发展的竞合模式，有助于提升国产品牌出海竞争力，促进 DLP 投影阵营高质量发展。

图 3：2020-2024Q3 期间我国 DLP 市场 CR4 持续提升



资料来源：洛图科技、招商证券

LCOS，DLP 以外的又一破局之路。2024 年 3 月 AWE 博览会期间，华为海思首次推出鸿鹄投影解决方案，方案包括鸿鹄光核（8K/ 4K LCOS、高对比度高色彩稳定性）、鸿鹄光幕（抗光率从 85%提升至 96%）、鸿鹄激光（低散斑、功

耗低 20%)。我们认为 LCoS 方案的推出，将对目前由 1LCD 及 DLP 技术主导的家用投影市场注入新变量，现有品牌对于新技术的把握或成为下一阶段的破局关键。

- **性能端**，LCoS 技术具有高光效(开口率高，光利用率可达 40%+，持平 DLP，远高于 LCD)、小体积(芯片整合度高，且光利用率高后散热需求降低)、高亮度、原生分辨率高等特性，契合家用投影市场对于小体积、高分辨率的产品需求；
- **行业格局**，不同于 3LCD(核心技术由索尼及爱普生垄断)、DLP(核心 DMD 芯片由 TI 垄断)上游产业链的高集中度，LCoS 技术专利相对开放，目前除海外索尼、飞利浦、英特尔等企业外，国内一数科技、华为海思等企业也均已有消费级 PGU(光机)方案，且实现完全国产化，有利于帮助国产投影企业降低供应链风险，并有望通过产业链议价权的提升倒逼其他技术方案降价或技术开放。

图 4：2024 年 3 月华为海思首次推出鸿鹄投影解决方案



资料来源：海思技术有限公司公众号、招商证券

二、国内市场：积极布局多样技术路径，抖音爆款助力入口流量争夺

产品端，在投影行业的快速变化下，极米积极推动产品多样化布局，完善整体产品矩阵：

- **中高端 DLP**：RS 系列载入 Dual Light 护眼三色激光技术，通过在三色激光中增加一路 LED，有效在保证色彩度表现的基础上减少三色激光散斑问题；2024 年 7 月推出圣罗兰定制款 Horizon Ultra；2024 年 8 月推出 RS10 Plus /Ultra 旗舰 4K 三色激光云台投影，9 月上新极米神灯 2 代 Sunlight 价格下探到 3999 元。
- **入门级 DLP**：充分发挥 DLP 技术便携性优势，分别于 2023 年 9 月及 2024 年 5 月相继推出 PLAY 3 及 PLAY 5，新品契合抖音渠道用户需求，抖音渠道快速放量的同时帮助传统电商渠道有效引流；2024 年 8 月推出 Z7X 高亮版；9 月份海外 IFA 展亮相 MoGo3 Pro (play5 海外版) 和 Elfin Flip (Z6X 第五代) 两款便携投影；10 月投影 Z6X 第五代上市，卡位千元价格带。
- **1LCD**：2023 年 4 月推出快乐星球 O3，搭载 1080P 分辨率及 630 CVIA 流

明高亮度，并采用封闭式光机设计，在保证良好散热性能的情况下保证散热；

图 5：极米国内业务产品矩阵

	1500元以下	1500~2500元	2500~3500元	3500~4500元	4500~5500元	5500~8500元	8500元~15000元	15000+元
	MOVIN							
产品	快乐星球03 (1LCD)	MOVIN 01						
官网价	1,499	1,599						
京东到手	1,499	1,599						
	PLAY系列							
产品	Play3	Play 5	Play5个体套装					
官网价	1,749	1,849	2,649					
京东到手	1,487	1,493	2,253					
	Z系列							
产品		Z6X	Z7X	Z7X 高亮版	Z6X Pro			
官网价		1,799	2,699	2,999	3,699			
京东到手		1,529	2,294	2,549				
	H系列							
产品					H66c标准版			
官网价					4,199			
京东到手					3,359			
	RS系列							
产品			RS 10 mini		RS 10	RS 10 Plus	RS 10 Pro	RS Pro 3
官网价			3,099		5,499	6,499	7,999	9299
京东到手			2,549		4,399	5,199	6,399	
	超短焦							
产品					M1			
官网价					3,999			
京东到手					3,399			
	创新产品							
产品					极米神灯 Sunlight	极米神灯		
官网价					3,999	4,999		
京东到手					3,399	4,249		
								激光电视
产品								AURA2
官网价								18,999
京东到手								14,999
								A3 Pro
								23,399
								S6
								24,999

资料来源：公司官网、京东自营店、淘宝旗舰店、招商证券；
备注：截至 2024 年 11 月 22 日；到手价包括国补优惠

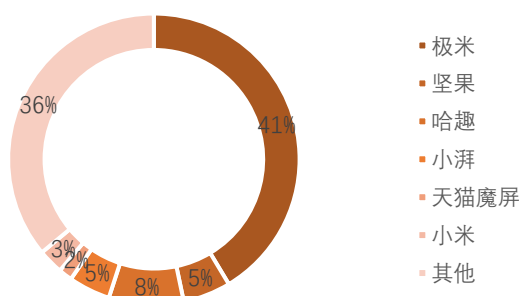
渠道端，线上爆品实现全渠道导流，线下门店快速拓张，Q4 有望重回收入正增长区间。

- **线上渠道**，公司在维持传统渠道领先市场地位的同时，积极拥抱抖音等社交电商渠道，2023 年底通过爆品 Play 3 夺得抖音渠道销量榜首，并在 2024 年 5 月迭代新品 Play 5。抖音渠道的快速拓展一方面在线上市场为公司提供了增量市场，根据久谦数据统计，抖音渠道占线上渠道（包括天猫、京东及抖音）GMV 比例自 2023 年 11 月便从前期中个位数跃升至 20%附近，并在之后持续维持在 10%~20%的较高水平，另一方面爆品打造也为公司品牌和传统电商渠道完成导流，推动传统渠道销售增长，根据公司战报，2024 年 10 月 1 日至 2024 年 11 月 11 日期间，极米 Play 系列全渠道（包括京东、淘宝、抖音、拼多多、官方线上及线下渠道）GMV 破 7 亿，总销量破 21 万台，其中 Z 系列全网总销量 12 万台、Z6X 超越 LCD 投影获全网投影单品销量第一、Z7X 获全网单品 GMV 第一、Play 系列年销量破 30 万台，超过去年 2 倍。
- **线下渠道**，在完成北京、上海、深圳、杭州、成都等主流一二线城市的直分

销门店覆盖后，逐步向三四线城市延伸，根据公司官网信息，目前已经在国内 29 个省/直辖市的 59 个地级市合计开设 112 家直营店及 101 家体验店，且体验店数量仍在持续扩张过程中，预期渠道拓展将对公司中长期收入扩张和三四线城市开拓形成重要助力。

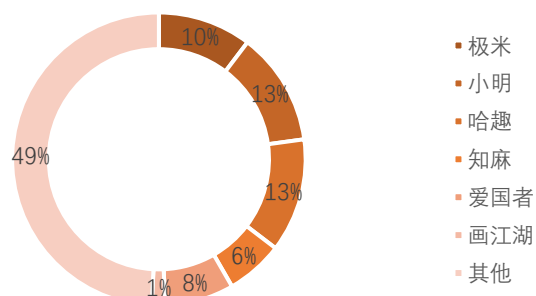
随着 PLAY 3 & PLAY 5 系列爆品的推出，极米在 1400~2500 元入口级价格带的统治力明显增强，根据久谦数据统计，1-10 月极米线上平台（京东+天猫+抖音）1400~2500 元价格带销量份额达 41%，同比大幅提升 31pcts。入口品价格带的突破也带动公司整体份额持续回升，2024 年 1-10 月极米线上平台整体销量/销额份额分别同比提升 6pct/ 3pcts 至 17%/ 27%。

图 6：2024 年 1-10 月线上平台 1400~2500 元价格带竞争格局（销量口径，京东+天猫+抖音）



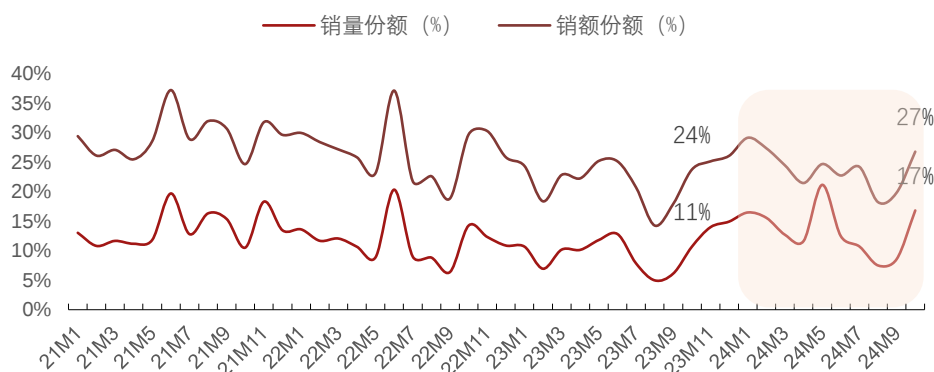
资料来源：久谦、招商证券

图 7：2023 年 1-10 月线上平台 1400~2500 元价格带竞争格局（销量口径，京东+天猫+抖音）



资料来源：久谦、招商证券

图 8：极米线上渠道（京东+天猫+抖音）份额快速回升



资料来源：久谦、招商证券

爆品引流效果显著。在 Play 3 & Play5 爆品的带动下，公司线上渠道（京东+天猫+抖音）渠道销售表现迅速转好，根据久谦数据，极米品牌投影仪产品销售量同比降幅自 2023 年 11 月迅速收窄至个位数，于 2023 年 12 月回归正增长通道，并在 2024 年 1-4 月单月均保持 30% 以上的同比高增，5 月后受宏观需求景气不振影响，销售表现整体承压，但在 10 月多地将投影仪纳入国补名单后增速迅速增至 44%。

- **入口品流量带动中高端销售：**分价格段来看，2024 年 1-10 月除 1500 元以下及 1500~2500 元价格带（包括 MOVIN 及 PLAY 系列，主要为 PLAY 3/5 贡献）销售量同比分别高增 245%/ 298% 外，4500~5500 元（主要为 H6

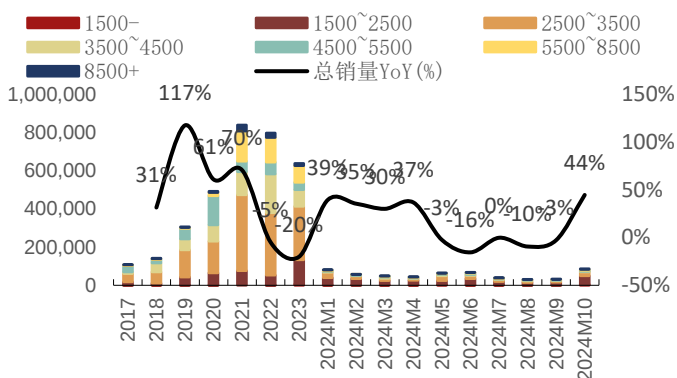
及 RS 10) 以及 8500+元 (主要为 RS Pro 3 及 RS 10 Ultra) 价格段产品销售量也分别同比增长 48%及 93%，入口品形成明显引流效果；

- **抖音渠道为传统电商引流：**随着抖音渠道在 PLAY 3 爆品的带动下率先快速增长，传统电商受益于流量外溢也有明显恢复，据久谦统计，2024 年前四月天猫+京东销量同比回正，10 月国补政策促进下销量同比大幅增长 22%。

短期看，考虑到双十一国补政策助力下已经投影仪行业需求得到明显支撑，且中高端产品受益更为明显，DLP 技术作为家用投影中高端产品的代表有望充分受益，极米作为 DLP 龙头产品矩阵完整，四季度收入及业绩有望困境反转。

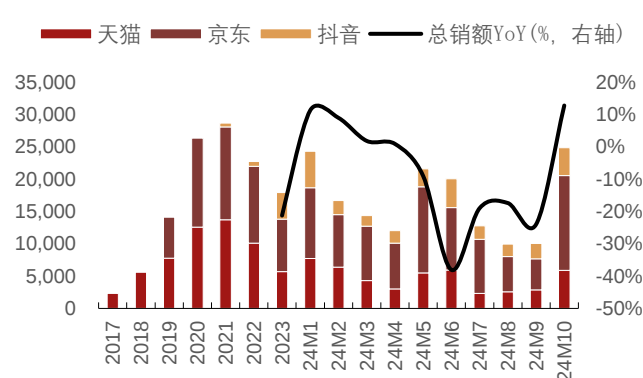
- **内需国补开启，投影仪销售反转，高端 DLP 投影份额回升。**国庆之后，全国范围内消费品以旧换新补贴政策，各地方政府逐步将智能投影纳入国补目录，市场活力得到激活。根据洛图科技统计，2024 年双十一大促期间，国内智能投影（不含激光电视）线上平台电商（不含拼抖快）销量 52 万台，同比增长 20.6%，销售额 10.5 亿元，同比增长 9.1%。产品结构方面，DLP 投影得益于更好的显示效果，双十一期间份额回升明显，线上销量份额同比提升 19.4pcts 至 47%，低端 1LCD 投影销量占比下降 20.8 个 pcts 至 50%。此外激光投影销量占比提升至 25%，4K 投影销量份额升值 16%。

图 9：极米入口品带动中高端销售（销量口径，台，%）



资料来源：久谦、招商证券；数据统计涵盖京东+天猫+抖音

图 10：极米抖音平台爆发为传统平台引流（零售额，万元）



资料来源：久谦、招商证券

图 11：2024 年双十一国补推动产品结构升级，激光和 4K 占比快速提升



资料来源：洛图科技、招商证券

利润端，前期受 DMD 芯片高价库存、抖音渠道费用压力较高等多重不利因素影响，PLAY 3 爆品盈利能力较低拖累整体利润率，2024 年公司积极推新卖贵，入口品迭代 PLAY 5 在提升产品便携性的基础上优化成本，叠加成本端高价 0.23”

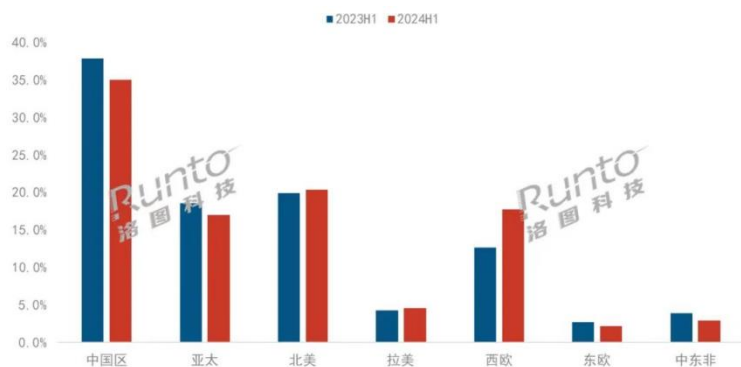
DMD 芯片库存逐步出清，新库存成本降价幅度高达 50%，因此我们预计四季度公司整体盈利能力有望逐步改善。同时由于 DLP 行业格局逐步改善，1LCD 渗透率提升速度逐步趋稳，LCoS 技术落地有望改善品牌端话语权增加并推动上游降本降价，我们认为公司整体盈利能力有望持续向好。

三、全球化：欧洲市场加速拓展，线下渠道进入收获期

根据洛图科技统计，2024 年上半年全球投影机市场出货量 939.6 万台，同比增长 4.5%，其中国内市场占比 35.1%、出货量同比下滑 3.1%，北美和西欧作为第二、第三大市场，出货量份额分别为 20.3%和 17.8%，在体育赛事推动下出货量分别增长 6.6%和 46.5%，其他亚太/东欧/中东非受地区局势影响小幅下滑。

国产品牌背靠供应链实力，叠加创新策源地风靡全球。洛图预计 2024 年全球投影机出货量有望达 2000 万台，销售额或首次突破百亿美元大关，其中国内市场投影机销量 602 万台，小幅增长 2.6%，销售额则降至 99.6 亿元；海外投影仪销量有望增至 1200 万台。竞争格局方面，中国品牌在全球投影仪市场出货量占比高达 75%，供应链层面国内投影整机产量占比高达 78%、超短焦镜头及菲涅尔光学屏幕降本突破均来自国产供应商，创新层面以 1LCD、4K/8K 分辨率、激光投影、可折叠等创新都率先在国内市场推出。

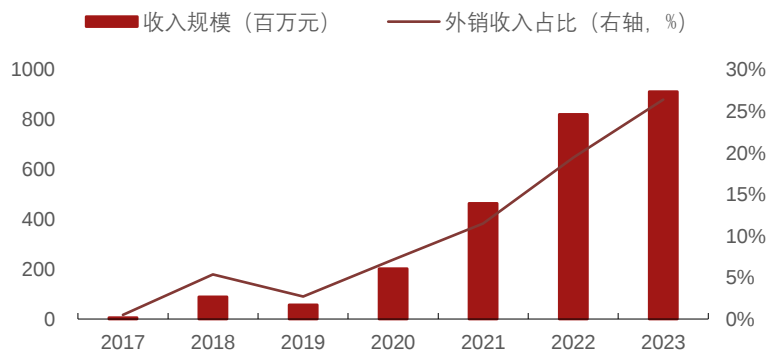
图 12：2024H1 全球投影机市场销量占比



资料来源：洛图科技、招商证券

公司作为国内较早布局海外市场的投影品牌，2016 年 7 月开始对海外市场的布局，2017 年为加速海外市场拓展，与百度合作并针对日本市场特点开发推出与吸顶灯二合一的投影产品阿拉丁，一经推出便广受市场好评；同时公司在海外积极打造经销商网络，除通过亚马逊、乐天等第三方电商平台销售外，还较早与葛屋家电（日本）、MediaMarkt（欧洲）等线下连锁巨头建立合作，从而实现线上线下渠道的全面铺开，推动海外业务快速拓展。2023 年公司海外业务收入已达 9.1 亿元，占整体收入比例已达 1/4，并且外销毛利率 45%远高于国内市场。

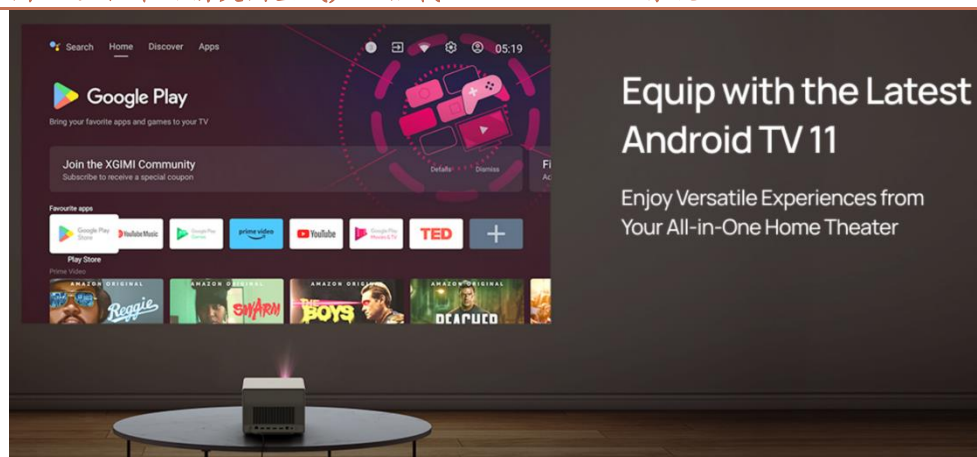
图 13: 极米外销收入占比快速提升



资料来源：公司公告、招商证券

内容端：家用投影设备作为显示产品，内容端的兼容和覆盖是产品拓展的重中之重，极米 2019 年开始在海外推出经 Google 认证、搭载 Android TV 系统的产品，实现主流内容的覆盖，此外公司协同上下游企业共同推动 Netflix 的认证申请，年内有望推动认证落地，实现海外主流内容的全覆盖，内容端的丰富有望进一步加速公司海外业务的拓展进度。

图 14: 极米目前美国全线产品搭载 Android TV 11 系统



资料来源：Amazon、招商证券

渠道端：日本欧洲稳步拓张。公司海外坚持本土化团队运营，目前在美国、日本、德国、新加坡均设有海外子公司及相关团队，其中日本及欧洲作为公司最早进入的海外市场，目前已取得从 0 到 1 的突破，进入从 1 到 N 的大范围复制阶段：

- **日本：**公司 2017 年与百度合作进行日本市场的开拓，打造阿拉丁爆款吸顶灯+投影仪二合一产品并入驻 BicCamera、茑屋家电、友都八喜等核心连锁门店，2022 年 4 月底公司发布公告，为整合创新业务产业链及阿拉丁品牌、渠道资源优势，公司拟收购 popIn, Inc. 的阿拉丁业务，2023 年 1 月公司公告收购完成，实际含税收购价格为 16.08 亿日元（约折合人民币 8180 万元），收购完成后阿拉丁业务硬软件设计研发、采购及销售业务均由公司运营。除硬件端的突破外，公司在软件业务上亦有斩获，popIn 将开发的《西瓜游戏》移植至 Nintendo Switch 平台后广受好评，2023 年年内合计下载量超 500 万次（定价 240 日元）并夺得日本区任天堂游戏下载量榜首。
- **欧洲：**公司目前已经入驻包括 MediaMarkt/ Saturn（同属 MediaMarktSaturn 集团，截至 2021 年 9 月在德国、奥地利、比利时、意大利、西班牙、土耳

其、波兰等 13 个欧洲主要市场共拥有超过 1000 家线下门店）、Fnac（法国知名零售商，在法国境内共拥有超 200 家门店）、Darty（法国知名零售商，同属 Fnac 集团，目前合计拥有近 500 家门店）、El Corte Ingles（即英格列斯百货，欧洲著名高端连锁百货，在西班牙及葡萄牙合计拥有 92 家门店）在内的一系列欧洲重点零售渠道。2023 年公司对德语区和法语区线下渠道进行了重点覆盖，线下门店和货架数量的增加也有效带动海外收入稳步增长，门店覆盖度的持续扩张将成为公司欧洲区业务增长重要动能。

图 15：目前极米在 MediaMarkt 德国线上站在售共 9 款投影产品

XGIMI AURA 2400LM 4K ULTRA SHORT THROW EU Beamer(UHD 4K, 3D, 2400 ANSI-Lumen)  2350,20 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 2499,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 2499,- €	XGIMI HORIZON Beamer(Full HD, 2200 ANSI-Lumen)  824,80 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 899,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 899,- €	XGIMI HUBA Video Projector(Full HD, 800 Lumen)  608,80 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 699,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 699,- €
XGIMI HORIZON Pro Beamer(UHD 4K, 1500 Lumen, WLAN)  1299,- € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 1499,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 1499,- €	XGIMI Halo Beamer(Full HD, 3D, 900 ANSI-Lumen, WLAN)  699,99 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 799,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 799,- €	XGIMI XGIMI-KINAT Beamer(Full HD, 400 Lumen)  507,99 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 599,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 599,- €
XGIMI HALO Beamer(Full HD, 3D, 800 ANSI-Lumen)  867,40 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 999,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 999,- €	XGIMI MOGO PRO-300LM FULLHD PORTABLE BEAMER Mini Beamer(FD, 3D, 300 cd/m²)  647,27 € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 799,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 799,- €	XGIMI MOGO 2 Portable Projector(FD-ready, 400 cd/m², WLAN)  299,- € inkl. MwSt. versandkostenfrei ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 399,- € ● Bereit zur Lieferung nach Hause Lieferung 01.06.2024 - 01.06.2024 ● Bestpreis ● UVP 399,- €

资料来源：Mediamarkt 德国站、招商证券

北美：线下渠道进入收获期，试销阶段完成开始大范围入店。由于家用投影品类及品牌用户认知度较低，公司前期北美渠道主要依赖亚马逊等线上渠道运营，但北美线下渠道销售仍是主流，据 Euromonitor 统计，2023 年美国市场小家电线下销售量过半，且考虑到线下均价相对更高，销售额占比应更高，因此进入线下连锁商超主流门店及占据优质货架资源是北美市场拓展的重中之重。

- **门店入驻数量：**公司 2023 年下半年进入 Bestbuy 进行小范围试销，2024 年试销完成后开启大面积入店。Bestbuy 作为北美市场专业家电连锁渠道，截至 2024 年 2 月北美地区共拥有 1125 家门店（其中美国 965 家，加拿大 160 家），2024 财年美国市场实现销售 401 亿美元（2024 财年指 2023 年 1 月 29 日至 2024 年 2 月 3 日，其中消费电子类产品占比 30%，约为 120 亿美元），是全美销售额最高的连锁商超渠道之一，该渠道以科技属性和专业属性著称，对产品画质和性能要求较高，经常邀请三方检测机构测试，因此对科技人群消费有引领作用。
- **SKU 合作数量：**2023 年初步合作时，极米以 Halo（分辨率 1080P，定价 800 美元，折后 650 美元），随着合作的深入，目前极米入驻 SKU 矩阵逐步完善，从线上商城来看，目前极米已入驻 Bestbuy 线上商城 SKU 包括 Mogo 2 Pro、Horizon、Horizon Pro、Horizon Ultra、Horizon Aura 激光电视，已形成从中端 500 美金到高端 2000 美金的完整产品矩阵，产品组合拳有望帮助公司在线下门店取得更多货架资源和更好销售成果。
- **渠道合作对象：**目前公司在北美市场主要合作连锁渠道为 Bestbuy、沃尔玛、

山姆等，从线上份额领先到线下渠道多点开花，有望进一步提升市场影响力和销售表现。

图 16：目前极米在 Bestbuy 美国线上站在售已有 6 款产品

	XGIMI - Horizon Aura 4K UHD Home Video Laser UST Projector with Remote - Black Model: XM03A SKU: 6530470 ★★★★☆ (5) Pick up on Jun 7 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$1,999.99 Add to Cart		XGIMI - HORIZON FHD Smart Home Projector with Harman Kardon Speaker and Android TV - Dark Silver Model: XX03K SKU: 6518464 ★★★★★ (12) Pick up on Jun 7 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$999.99 Add to Cart
	XGIMI - HORIZON Ultra 4K Streaming Projector with 2300 ISO Lumens, Dolby Vision, Dual Light, Harman Kardon Speaker & Android TV - Misty Gold Model: XM03N SKU: 6560930 ★★★★★ (16) Pick up on Jun 7 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$1,699.99 Add to Cart		XGIMI - Halo+ 1080p HDR Smart Portable Projector with Harman Kardon Speaker, 2.5H Built-in Battery and Android TV - Silver Model: VM03A SKU: 6518392 ★★★★★ (5) Pick up on Jun 12 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$799.99 Add to Cart
	XGIMI - HORIZON Pro 4K Smart Projector with Harman Kardon Speaker and Android TV - Black Model: XM03K SKU: 6518482 ★★★★★ (50) Pick up on Jun 11 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$1,299.99 Add to Cart		XGIMI - MoGo 2 Pro 1080p Full HD Portable Projector - Sandstone-textured Mocha Gold Model: XM04T SKU: 6545403 ★★★★★ (5) Pick up on Jun 7 at Aies Shipping unavailable 96939 Compare Save	\$499.99 Add to Cart

资料来源：Bestbuy 美国站、招商证券

四、车载转型：场景新突破

2024 年初，极米科技成立车载事业部，迅速整合行业资源，组建专业团队、加大研发、生产和市场开拓。依托宜宾极米生产制造基地，公司新增车载投影产品生产线上，截至目前累计获得 5 个车载业务定点项目，其中包括北汽新能源的车载投影仪和幕布总成、马瑞利智能大灯相关部件等。公司预计上述定点项目将在 2025 年实现量产供货，产品涵盖智能座舱显示、智能大灯等相关部件。

极米作为投影行业具备镜片、光机和整机自主研发和生产能力的领军企业，在成像光学领域积累光学设计、环境感知、人机交互等关键技术与专利储备，为公司在车载显示领域构建竞争壁垒。参考光峰科技车载转型经验，2024 年前三季度车载光学业务收入实现 4.58 亿元，产品涵盖车规级巨幕、激光投影灯、车灯模组及动态彩色像素灯等，收获累计 10 个车载业务定点，定点项目包括赛力斯的问界 M9 等、北汽新能源享界 S9、比亚迪以及 Smart 等。极米从筹备车载事业部到定点合作落地，时间大为缩短，预计 2025 年进入规模放量阶段后，贡献新的业务增长点。

表 2：极米科技和光峰科技车载投影定点等事项进展

时间	极米科技	时间	光峰科技
2022 年	宜宾极米获得 IATF16949 汽车行业质量管理体系符合性认证	2022 年 9 月 13 日	比亚迪定点，车载光学部件供应商
		2022 年 12 月 20 日	国际知名品牌车企定点，供应激光投影灯产品

时间	极米科技	时间	光峰科技
		2023 年 1 月 4 日	2023 年 1 月赛力斯第一个定点，2023 年 12 月问界 M9 车型落地，2024 年 3 月量产交付
		2023 年 4 月 25 日	比亚迪定点，供应车灯模组产品
		2023 年 5 月 26 日	北汽新能源第一个定点，享界 S9 车型供应车规级投影巨幕，2024 年 8 月 S9 量产交付
		2023 年 8 月 24 日	华域视觉定点，供应 PGU 显示模组产品
2024 年 4 月 24 日	极米科技亮相华为智能座舱论坛，获得 2023 年度优秀合作伙伴	2024 年 5 月 30 日	赛力斯第二个定点，问界新车型智能座舱显示，2025 年量产供货，3 年生命周期。
2024 年 10 月 17 日	马瑞利定点，供应智能大灯，2025 年量产供货	2024 年 10 月 15 日	北汽新能源第二个定点，享界车型供应智能座舱；
2024 年 10 月 30 日	北汽智能座舱，享界供应车载投影机幕布总成，2025 年量产供货	2024 年 10 月 24 日	某主机厂定点，智能座舱显示产品，2025 年量产供货
2024 年 11 月 14 日	国内知名汽车主机厂智能座舱，2025 年量产供货	2024 年 11 月 15 日	国际头部车企定点，动态彩色像素灯，2025 年量产供货

资料来源：公司公告、招商证券

配合公司战略转型需要，极米 2024 年 5 月发布新一期期权激励计划及员工持股计划草案，积极绑定核心骨干长期利益。

- **员工持股计划:** 本次计划资金规模总额不超过 2.34 亿元，每份份额为 1 元，其中员工拟出资金额不超过 1.34 亿元（其中自有资金、奖励基金额度分别不超过 6681 万元），同时拟通过融资方式筹集资金不超过 1.0 亿元（融资比例约为 43%），参与员工总数合计不超过 259 人，其中董事及高管合计 4 人拟持有份额占总数的 30%，其余为中层管理人员及核心骨干，募资完成后将从回购专用账户及公开市场回购股票。
- **期权激励计划:** 本计划拟向激励对象合计授予 172 万份股票期权，其中首次向 21 名董事、高管、中层管理人员、核心技术人员及业务骨干授予合计 138 万份股票期权（其中董事长钟波、总经理肖适分别获授 20 万份），预留 34 万份，期权行权价格为 101.11 元/股，较计划草案发出日 2024 年 5 月 17 日收盘价 101.35 元/股基本持平，彰显管理层经营信心。
- **业绩考核目标:** 本次计划公司层面考核目标为 2024/ 2025/ 2026 年主要产品销量分别不低于 105/ 110/ 115 万台，或 2024/ 2025/ 2026 年境外业务收入较 2023 年增长分别不低于 5%/ 10%/ 15%。
- **股权回购方案:** 公司 2024 年 2 月发布股权回购方案，并于 5 月 7 日完成回购，本次累计回购股份 182.1 万股，占公司总股本的 2.60%，支付资金总额为 1.59 亿元（不含交易费用），成交均价为 87.25 元/股。本次回购完成后，公司回购专用账户共持有股份 208.9 万股，占公司总股本的 2.98%，均价为 95.15 元/股。公司 2024 年 10 月启动新一期股权回购方案。

表 3：公司 2024 年员工持股计划及股票期权激励计划参与人

序号	激励对象姓名	激励对象职务	获授股票期权数量(份)	占授予股票期权总数比例(%)	持有份数上限(万份)	持有份额占本持股计划总份额的比例(%)
公司董事、高级管理人员、核心技术人员						

序号	激励对象姓名	激励对象职务	获授股票期权数量(份)	占授予股票期权总数比例(%)	持有份数上限(万份)	持有份额占本持股计划总份额的比例(%)
1	钟波	董事长、核心技术人员	200,000	11.62%	4,204.55	17.98%
2	肖适	董事、总经理	200,000	11.62%	2,810.14	12.02%
3	薛晓良	董事、董事会秘书	30,000	1.74%		
4	彭妍曦	财务负责人	30,000	1.74%		
5	田峰	副总经理	100,000	5.81%		
6	冉鹏	副总经理、核心技术人员	100,000	5.81%		
7	倪宁	副总经理	100,000	5.81%		
8	尹蕾	董事、副总经理、核心	80,000	4.65%		
9	杨朔	副总经理	80,000	4.65%		
10	王鑫	副总经理、核心技术人员	80,000	4.65%		
11	罗廷	副总经理	80,000	4.65%		
12	郭雪晴	品牌公关总监	30,000	1.74%		
13	陈怡学	核心技术人员	40,000	2.32%		
中层管理人员及业务骨干人员（合计 8 人）			230,500	13.40%		
中层管理人员及核心骨干（合计 255 人）					16,367.60	70.00%
首次授予股票期权数量合计			1,380,500	80.24%		
预留部分			340,000	19.76%		
合计			1,720,500	100.00%	23,382	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：公司股份回购账户现存股票情况

	股份数（股）	支付回购资金 （不含交易费用，元）	均价（元/股）
2024 年 10 月	749,958	54,838,900	73.12
2024 年 5 月	1,821,000	158,888,273.19	87.25
2023 年	268,000	39,877,221.74	148.80
总计			

资料来源：公司公告、招商证券

五、盈利预测及投资评级

我们预计公司 2024-2026 年可实现营业收入 35 亿元、42 亿元和 51 亿元，同比分别增长-1%、18%及 22%，毛利率分别为 29.6%、35.0%、39.0%，毛利率预计在 TI 入门级芯片降价、外销占比提升、车载放量驱动下将出现回升，在其中核心假设如下：

- 1) **长焦投影**：预计 2024-2026 年分别可实现营业收入 27 亿元、31 亿元及 36 亿元，入门级便携式爆品 PLAY 3 及 PLAY 5 以及海外市场线下渠道突破有望带动公司长焦投影主品类恢复稳健增长。
- 2) **超短焦投影**：预计 2024-2026 分别可实现营业收入 1.5 亿元、1.55 亿元及 1.6 亿元，公司 2023 年扩展超短焦产品线，从原有单价 20000+元高端激光电视延伸至 4000 元价格带艺术投影及 7000 元价格带激光电视，产品矩阵和价格带的丰富有望带动公司超短焦投影业务持续增长。
- 3) **创新产品**：预计 2024-2026 年分别可实现营业收入 2.3 亿元、2.8 亿元及 3.3 亿元，公司 2022 年完成对阿拉丁业务的收购后，经历管理整合调整期，目前已基本理顺渠道通路，2024 年有望恢复增长。

- 4) **互联网增值服务**: 预计 2024-2026 年分别可实现营业收入 1.9 亿元、2.5 亿元、3.0 亿元, 随着公司硬件产品销售的增多, 以及公司内容端的丰富, 预计公司活跃用户数及 ARPU 值均有持续成长空间。
- 5) **配件产品**: 预计 2024-2026 年分别可实现营业收入 1.9 亿元、2.1 亿元、2.3 亿元, 配件产品销售预计将随着公司硬件产品销售的增加而同步增长。
- 6) **车载业务**: 预计 2025-2026 年收入分别为 2 亿元、4 亿元。

表 5: 极米科技收入拆分表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4222	3557	3532	4179	5078
YoY	4.6%	-15.8%	-0.7%	18.3%	21.5%
营业成本	2703	2445	2488	2719	3096
毛利率	36.0%	31.2%	29.6%	35.0%	39.0%
分产品					
长焦投影	3663	2874	2746	3063	3628
YoY	4.60%	-21.50%	-4.5%	11.6%	18.5%
超短焦投影	114	147	147	155	162
YoY	78.60%	28.80%	0.15%	5.00%	5.00%
创新产品	161	191	230	276	332
YoY	-26.50%	18.50%	25.0%	20.0%	15.0%
车载业务				200	400
YOY					100.0%
互联网增值服务	97	148	192	250	300
YoY	51.60%	52.60%	30.0%	30.0%	19.9%
配件产品	156	170	187	205	226
YoY	-1.90%	8.80%	9.8%	10.0%	10.0%
其它业务	31	27	30	30	30
YoY	0.00%	-12.20%	11.1%	0.0%	0.0%
分区域					
国内收入	3401	2617	2382	2684	3134
YOY		-23.07%	-9.0%	12.7%	16.8%
海外收入	790	913	1150	1495	1944
YOY		15.60%	26.0%	30.0%	30.0%

资料来源: iFinD、招商证券

费用端, 预计公司 2024-2026 年期间费用率分别为 33.5%、32.0%、31.0%, 费用率在公司主动降费增效动作, 以及收入扩张下将逐步被摊薄, 其中核心假设如下:

- 1) **营销费用**: 我们预计 2024-2026 年公司营销费用率分别同比小幅减少至 18.5%、18.0%、18.0%, 2024 年费用额绝对值同比持平, 2025 年略有增长但慢于收入增速, 2026 年费用率同比持平;
- 2) **管理费用**: 我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 4.0%、4.0%及 4.0%, 同比持平;
- 3) **研发费用**: 我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别 12%、11%及 10%, 前期研发费用率较高, 主要跟车载预投入有关;
- 4) **财务费用**: 我们预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为 -1.0%、-1.0%、-1.0%。

综合下来，我们预计公司 2024-2026 年分别可实现归母净利润-0.23 亿元、2.1 亿元及 4.5 亿元，参考光峰可比公司 PS 估值，我们上调公司至“强烈推荐”投资评级。

表 6：极米科技费用拆分表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营销费用	14.2%	18.1%	18.50%	18.00%	18.00%
管理费用	3.4%	4.2%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用	8.9%	10.7%	12.00%	11.00%	10.00%
财务费用	-0.5%	-0.9%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
期间费用率	26.0%	32.2%	33.50%	32.00%	31.00%

资料来源：iFinD、招商证券

可比公司方面，考虑到投影行业仍处于成长期，与传统黑电具有较大成长性差异，我们选取投影行业光峰科技作为可比公司，参考光峰科技 wind 一致预期，2024 年收入 25 亿元，业绩 1.1 亿元，市值 80 亿元，对应 PS 约 3.2 倍；参考光峰 2024 年前三季度车载业务收入 4.6 亿元，全年有望实现车载光学业务收入 6-7 亿元，非车光学业务收入 18 亿元。我们预计极米科技 2024-2025 年收入分别为 35/42 亿元（其中 2025 年对应车载光学业务收入 2 亿元，非车光学业务收入近 40 亿元，业绩约 2 亿元），对应 PS 估值 1.7/1.4 倍，差距明显，市场目前给予光峰在车载光学领域先发较高估值水平。考虑到车载光学方面落地场景逐步丰富，车企扶持第二供应商需求迫切，极米作为追赶者有望快速上量，我们建议投资者重点关注极米科技在车载、出海以及内需国补带来的边际改善投资机会，公司二三季度经营底已基本铸成，四季度盈利表现有望快速改善，我们上调极米科技至“强烈推荐”投资评级，目标市值看到 80 亿元。

六、风险提示

- 1、内需国补不及预期风险。**公司 2023 年 70%以上收入来自内需，如国内以旧换新政策无法延续，投影行业或仍将面临需求不振，可选消费低迷的状况，将对公司短期业绩产生较大不利影响。
- 2、海外渠道拓展不及预期风险。**公司目前海外市场处于快速扩张期，我们预计未来三年公司海外业务收入年化复合增速将达到 20%~30%，明显快于国内业务，如海外业务拓展进度不及预期，或导致公司业绩不及预期。
- 3、车载业务相关车型表现不及预期。**公司车载持续收货定点，2025 年将量产交付，倘若相关车型表现不及预期，将拖累公司车载业务收入放量节奏。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3914	4163	4106	4433	4979
现金	1498	2190	2143	2291	2562
交易性投资	716	426	426	426	426
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	325	216	197	233	283
其它应收款	35	31	30	36	44
存货	1184	1098	1109	1212	1380
其他	156	202	201	236	285
非流动资产	1372	1419	1371	1327	1286
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1120	1087	1056	1026	997
无形资产商誉	91	80	72	65	58
其他	162	252	243	236	231
资产总计	5286	5582	5477	5760	6266
流动负债	1379	1316	1255	1326	1441
短期借款	0	303	250	250	250
应付账款	1045	710	722	789	899
预收账款	33	36	37	41	46
其他	300	267	245	246	246
长期负债	769	1146	1146	1146	1146
长期借款	300	300	300	300	300
其他	469	846	846	846	846
负债合计	2147	2462	2401	2472	2587
股本	70	70	70	70	70
资本公积金	2047	2053	2053	2053	2053
留存收益	1018	994	950	1162	1552
少数股东权益	4	3	3	3	3
归属于母公司所有者权益	3135	3117	3072	3284	3675
负债及权益合计	5286	5582	5477	5760	6266

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(59)	378	(93)	5	187
净利润	501	120	(23)	212	454
折旧摊销	81	104	77	73	69
财务费用	1	(23)	(44)	(46)	(51)
投资收益	(10)	(3)	(125)	(125)	(125)
营运资金变动	(602)	228	24	(113)	(165)
其它	(31)	(48)	(2)	4	5
投资活动现金流	694	225	97	97	97
资本支出	(126)	(65)	(28)	(28)	(28)
其他投资	820	290	125	125	125
筹资活动现金流	(262)	120	(51)	46	(13)
借款变动	(526)	(139)	(74)	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	(7)	6	0	0	0
股利分配	(150)	(150)	(21)	0	(64)
其他	402	404	44	46	51
现金净增加额	374	724	(47)	148	271

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4222	3557	3532	4179	5078
营业成本	2703	2445	2488	2719	3096
营业税金及附加	24	27	25	25	30
营业费用	598	645	653	752	914
管理费用	141	150	141	167	203
研发费用	377	381	424	460	508
财务费用	(20)	(32)	(44)	(46)	(51)
资产减值损失	(30)	(41)	(27)	(38)	(36)
公允价值变动收益	32	19	35	35	35
其他收益	98	112	80	80	80
投资收益	10	3	10	10	10
营业利润	509	33	(56)	189	467
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	508	30	(55)	190	468
所得税	7	(90)	(32)	(22)	14
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	501	121	(23)	212	454

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	5%	-16%	-1%	18%	21%
营业利润	-6%	-94%	-273%	-435%	147%
归母净利润	4%	-76%	-119%	-1004%	114%
获利能力					
毛利率	36.0%	31.2%	29.6%	35.0%	39.0%
净利率	11.9%	3.4%	-0.7%	5.1%	8.9%
ROE	17.0%	3.9%	-0.8%	6.7%	13.1%
ROIC	14.6%	0.1%	-1.4%	4.3%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	44.1%	43.8%	42.9%	41.3%
净负债比率	5.9%	11.2%	10.0%	9.5%	8.8%
流动比率	2.8	3.2	3.3	3.3	3.5
速动比率	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
存货周转率	2.5	2.1	2.3	2.3	2.4
应收账款周转率	20.5	13.1	17.1	19.5	19.7
应付账款周转率	2.0	2.8	3.5	3.6	3.7
每股资料(元)					
EPS	7.16	1.72	-0.34	3.03	6.49
每股经营净现金	-0.84	5.40	-1.33	0.07	2.67
每股净资产	44.78	44.52	43.89	46.92	52.50
每股股利	2.15	0.30	0.00	0.91	1.95
估值比率					
PE	12.3	51.3	-263.3	29.1	13.6
PB	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.3	97.6		28.0	12.5

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。

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，任何机构和个人均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。