

# 极米科技 (688696)

## 投影龙头再启航，稳存量扩增量逐步兑现

买入 (首次)

2025年02月25日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4222	3557	3414	4258	4784
同比 (%)	4.57	(15.77)	(4.02)	24.74	12.35
归母净利润 (百万元)	501.47	120.50	121.88	429.61	563.05
同比 (%)	3.72	(75.97)	1.14	252.49	31.06
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.16	1.72	1.74	6.14	8.04
P/E (现价&最新摊薄)	17.73	73.77	72.94	20.69	15.79

### 投资要点

■ **投影行业景气承压，龙头公司积极寻变。**多因素影响下，国内智能投影销量、销售额于2023年首次出现下降，极米科技作为行业头部厂商，业绩亦受到显著影响，2023年营收、扣非归母净利润同比下降16%、85%。公司积极调整战略应对，稳存量扩增量，叠加国补释放消费需求，业绩于2024Q4迎来拐点。

■ **稳存量：产品全价格带覆盖，叠加国补，内销有望企稳。**根据洛图科技，2024年中国智能投影市场（不含激光电视）销额为100.1亿元，同比下降4%，其中Q1-3表现低迷，Q4在国补、双11、双12活动叠加下实现翻盘。2024H1中国投影行业在售品牌数量达279个，市场竞争激烈，但行业集中度呈提升趋势，CR4达34%。公司于2023-2024年推出2000元以下的全价格带覆盖，入门级、中高端、高端产品均在对应价格带热销，产品竞争力出色。我们看好国补提振消费需求，同时公司全价格带产品将更好满足市场对于入门级、高端产品的需求，叠加老产品去库存对毛利率的压制告一段落，公司内销收入及毛利率有望企稳回升。

■ **扩增量：智能化水平领先，精耕细作驱动出海高增。**根据洛图科技，2023年全球投影市场出货量达1875万台，同比增长5%，销售额达98.7亿美元，同比增长7%，2024H1中国大陆是全球投影机最大市场，出货量占比达35.1%。全球投影厂商竞争格局较为分散，CR4不及21%，产品消费呈K型分化，且智能化程度远低于境内。我们看好国产高性价比、智能化投影产品出海，公司积极推进海外线上、线下渠道建设，产品已进入欧洲、日本、美国等100多个地区，上线海外多个线上渠道，2024H1海外收入已达4.48亿元，同比增长27.95%。

■ **扩增量：积极布局车载新业务，2025年有望迎来业绩兑现。**车载投影已成为商用投影、家用投影外的又一新场景，根据洛图科技（RUNTO）统计，中国车内屏的市场容量约为1500亿元，车载显示渗透率稳步提升。公司于2023年布局车载业务，新设立车载产品线事业部，组建车载投影产品生产线的，聚焦车载投影、智能大灯、HUD三大场景，全资子公司宜宾极米设有占地280亩的生产制造基地，已获得IATF16949汽车行业质量管理体系符合性认证。截至2024年底，公司已收到7个定点通知，已完成多款车载产品的研发与送样工作。

■ **盈利预测与投资评级：**公司作为家用投影龙头，内销受益于国补及产品结构改善，收入增速有望触底回升，外销市场渗透率仍处提升初期，收入有望持续高增，同时随着老产品去库存的毛利率压制影响消退，费用管控优化，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.22/4.30/5.63亿元，yoy+1.14%/+252.49%/+31.06%，对应当前股价PE分别为73/21/16倍（可比公司平均为48/26/20x）。公司业绩高增，同时车载业务有望于2025年开启兑现，可给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**DMD芯片依赖外购的风险，内销增速见顶风险，技术替代的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	127.00
一年最低/最高价	50.71/130.55
市净率(倍)	3.00
流通A股市值(百万元)	8,890.00
总市值(百万元)	8,890.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	42.38
资产负债率(%，LF)	43.62
总股本(百万股)	70.00
流通A股(百万股)	70.00

## 内容目录

1. 引言：投影行业景气承压，龙头公司积极寻变 .....	4
2. 存量：内销企稳，财务指标有望持续优化 .....	4
2.1. 行业：低价竞争有望趋缓，国补释放消费需求 .....	4
2.2. 公司：产品覆盖全价格带，市场份额有望进一步提升 .....	7
3. 增量一：出海持续突破，业绩高速增长 .....	14
3.1. 行业：海外产品 K 型分化，看好国产渗透率提升 .....	14
3.2. 公司：重点市场精耕细作，出海业绩有望高增 .....	16
4. 增量二：车载新蓝海，2025 年有望开启兑现 .....	18
5. 盈利预测与投资评级 .....	19
5.1. 盈利预测 .....	19
5.2. 投资评级 .....	20
6. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1:	中国智能投影市场（不含激光电视）销额（亿元）	4
图 2:	中国智能投影市场（不含激光电视）销量（万台）	5
图 3:	中国智能投影市场（不含激光电视）均价（元/台）	5
图 4:	2023-2024 年 中国智能投影线上市场分价格段销量结构（单位：%）	5
图 5:	2021-2024 年中国智能投影零售市场分技术销量结构	6
图 6:	2022-2024 年 DLP 智能投影线上市场季度均价走势（单位：元）	6
图 7:	2020-2024H1 中国智能投影市场在售品牌数量	7
图 8:	2020-2024H1 中国智能投影市场 CR4 集中度	7
图 9:	公司产品价格带分布（截至 2025 年 2 月 24 日）	8
图 10:	京东 2000 元以下投影仪销量 TOP10（截至 2025 年 2 月 24 日）	9
图 11:	京东 2000-5000 元投影仪销量 TOP10（截至 2025 年 2 月 24 日）	10
图 12:	京东 5000-8000 元投影仪销量 TOP10（截至 2025 年 2 月 24 日）	11
图 13:	京东 10000 元以上投影仪销量 TOP10（截至 2025 年 2 月 24 日）	12
图 14:	公司中国大陆地区营业收入及同比增速	13
图 15:	公司存货及存货周转率	13
图 16:	公司中国大陆地区毛利率	13
图 17:	全球投影市场出货量（万台）	14
图 18:	全球投影机市场销售额（亿美元）	14
图 19:	2024H1 全球投影机市场分区域出货量占比	14
图 20:	2024H1 全球投影机市场主要品牌出货量份额	15
图 21:	亚马逊投影仪销量 TOP10（截至 2025 年 1 月 28 日）	15
图 22:	公司海外收入及同比增速	16
图 23:	公司海外收入占比	16
图 24:	公司分地区业务毛利率	16
图 25:	车载智能投影方案	18
表 1:	2000 元以下热销投影仪参数对比（截至 2025 年 2 月 24 日）	8
表 2:	2000-5000 元热销投影仪参数对比（截至 2025 年 2 月 24 日）	10
表 3:	5000-8000 元热销投影仪参数对比（截至 2025 年 2 月 24 日）	11
表 4:	2024 年股票期权激励首次授予的股票期权对应业绩考核目标	17
表 5:	2024 年股票期权激励预留部分的股票期权对应业绩考核目标	17
表 6:	公司收到的车企开发定点通知情况	19
表 7:	极米科技盈利预测表（单位：百万元）	20
表 8:	可比公司估值表（截至 2025/2/24）	21

## 1. 引言：投影行业景气承压，龙头公司积极寻变

尝鲜、智能化、大屏化、宅经济等因素推动下，中国智能投影市场迎来爆发式增长，根据洛图科技数据显示，2018-2022年中国智能投影市场销量复合增速约29%，销售额复合增速约20%。2023年由于宏观环境、低价竞争、竞争格局恶化、技术升级受阻等影响，行业景气度承压，国内智能投影销量、销额首次出现下降，极米科技整体业绩亦受到显著影响，2023年营收、扣非归母净利润同比下降16%、85%。

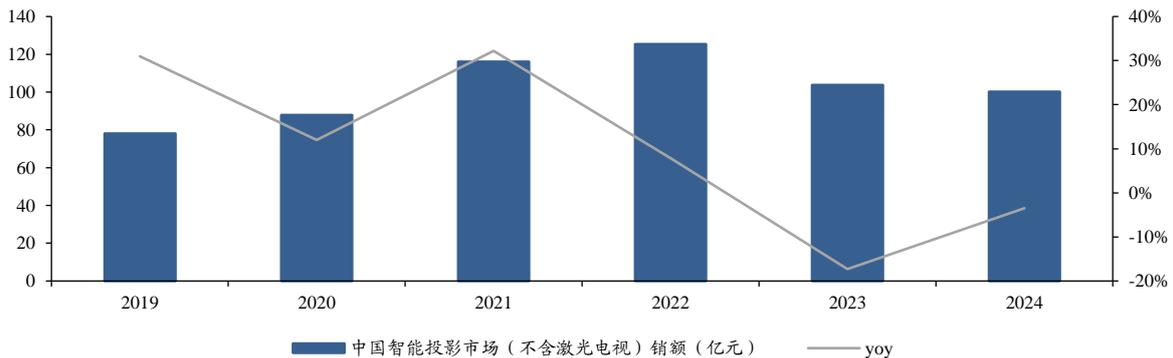
在此背景下，公司积极应对市场变化，推出多款新品覆盖全价格带，坚定推进品牌出海与全球化战略，伴随国补带来需求释放，2024Q4迎来业绩拐点，展望2025年，我们看好随着市场竞争格局逐步改善，公司内销趋稳，出海及车载业务场景拓展将带来增量贡献，重启增长。

## 2. 存量：内销企稳，财务指标有望持续优化

### 2.1. 行业：低价竞争有望趋缓，国补释放消费需求

根据洛图科技，2024年中国智能投影市场（不含激光电视）销额为100.1亿元，同比下降4%，分季度来看，2024Q1-3表现低迷，Q4在国补、双11、双12活动叠加下实现翻盘。2025年1月，国家发改委等部门发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，延续2024年国补政策力度，并新增补贴品类，同时相比于2024年约半年的国补执行时间，看好2025年国补全年提振消费需求。

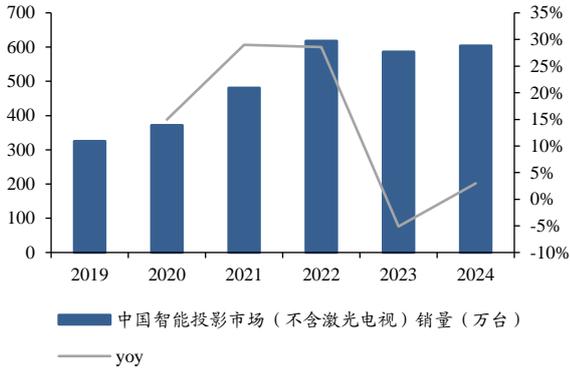
图1：中国智能投影市场（不含激光电视）销额（亿元）



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

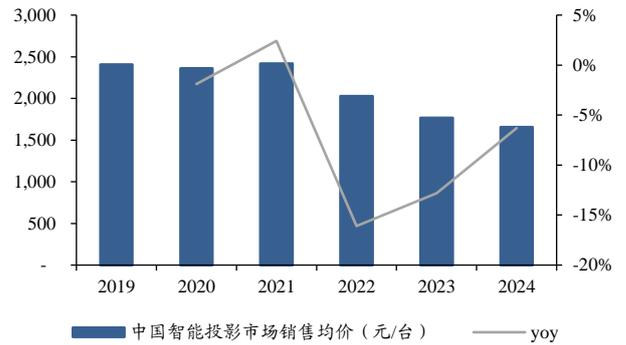
分量价来看，2024年中国智能投影市场（不含激光电视）销量达604.2万台，同比增长3%，销售均价达1657元/台，同比下降6%，我们预计受低价竞争、国补等叠加影响，但均价下降幅度相比2022、2023年已有所趋缓。

图2: 中国智能投影市场 (不含激光电视) 销量 (万台)



数据来源: 洛图科技, 东吴证券研究所

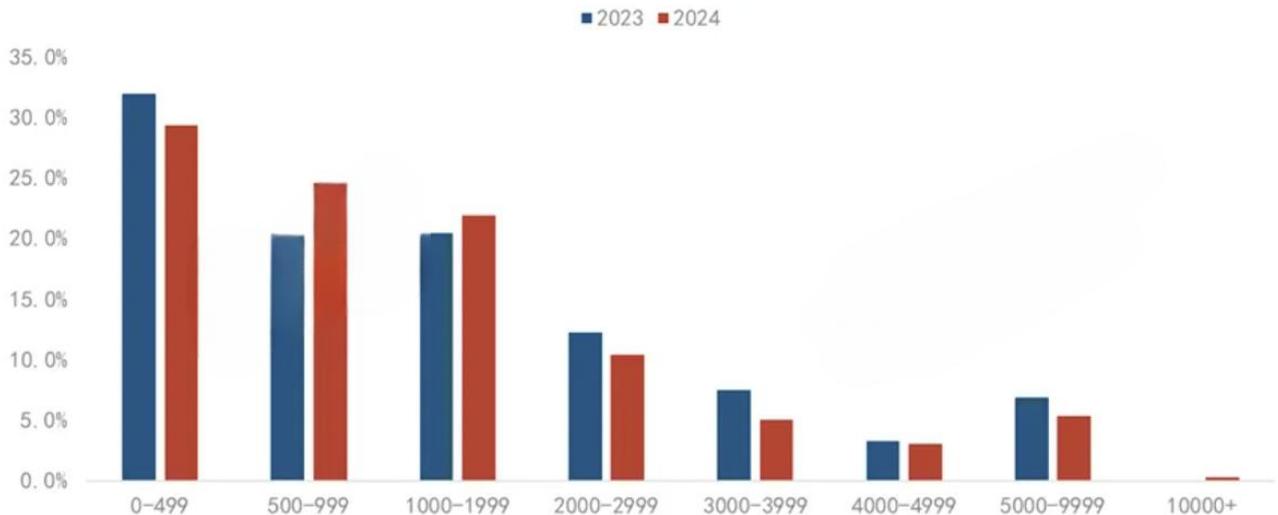
图3: 中国智能投影市场 (不含激光电视) 均价 (元/台)



数据来源: 洛图科技, 东吴证券研究所

**低价占据半壁江山, 但万元产品也开始上量, 市场有望从价格竞争转为价值竞争。**根据洛图科技线上监测数据显示, 2024年, 1000元以下价格段销量占比达54%, 较2023年上涨4.3pct, 其中500元以下产品销量占比依旧最高, 但比重有所回落, 500-999元、1000-1999元价格带比重有所回升。此外, 万元以上价格带开始上量, 意味着愿意为新技术、品质体验的销售者依旧存在。

图4: 2023-2024年 中国智能投影线上市场分价格段销量结构 (单位: %)

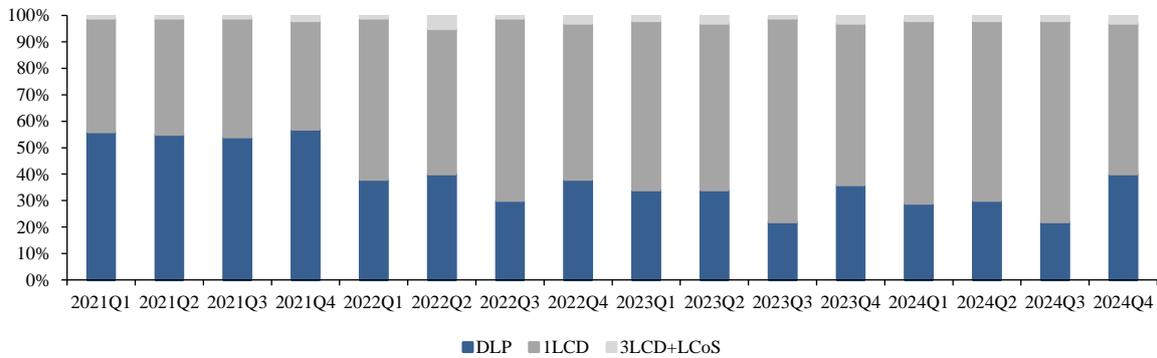


数据来源: 洛图科技, 东吴证券研究所

**1LCD 仍为市场主流。**根据洛图科技数据, 2024年, 1LCD技术的线上市场销量份额为66.8%, 同比增长0.7pct。1LCD结构简单且高效, 对应技术门槛低、造价低, 虽然

成像效果差于其他技术方案，但产品售价低（主要为 2000 元以下），作为入门级产品，市场份额快速提升。

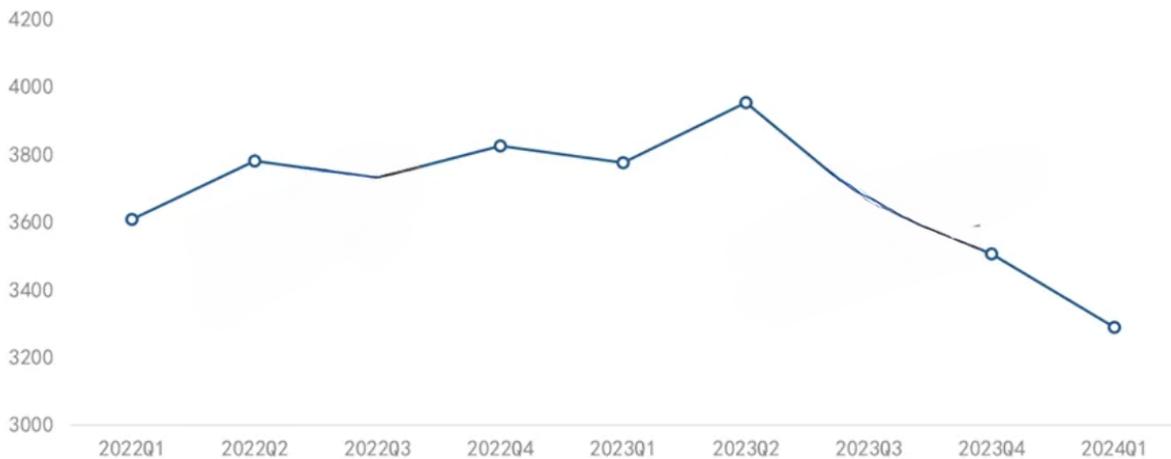
图5：2021-2024 年中国智能投影零售市场分技术销量结构



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

**DLP 销量市场份额有望回升。**2021 年下半年开始，由于 DLP 芯片供应紧缺，叠加价格竞争（DLP 此前多覆盖 3000 元单价以上的市场），DLP 技术销量市场份额持续下行，2024Q1-3 为 29%、30%、22%，yoy-5pct/-4pct/+0pct，2024Q4 受益于双 11、双 12 大促叠加国补，DLP 终端价格进一步下降，带动 DLP 技术销量市场份额回升至 40%，展望后续，看好 DLP 市场份额逐步回升，一方面是产业链上游 TI 于 2023 年下半年将 0.23 英寸 DMD 芯片价格降低一半，带动终端产品价格下降，另一方面是 DLP 厂商积极下沉，推出 1000~2000 元入门级产品。

图6：2022-2024 年 DLP 智能投影线上市场季度均价走势（单位：元）

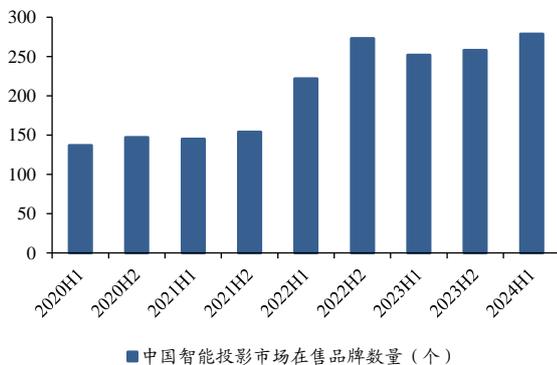


数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

**LCoS 有望引领产业向高端升级。**相比 LCD 技术，中高端机型普遍采用的 DLP 技术在亮度、体积、色彩丰富度上有所提升，但也有难以规避的短板，比如画面快速运动时容易出现色彩分离的“彩虹现象”、4K 原生分辨率能力不足、高分辨率和高刷新率无法兼得等。LCoS 作为新一代光阀技术，相比 DLP 技术，能同时支持高刷新率、高分辨率、高对比度，成像质量更好，且彩色过渡平滑稳定性好，不会出现“彩虹现象”，有望成为带动行业“高端跃升”的换代技术。此前 LCoS 技术的发展瓶颈在于产业化能力差、供应链成本高，导致终端产品价格高企、渗透率低。2024 年初华为海思首次推出基于 LCoS 的鸿鹄投影解决方案，2024 年 12 月中国电子视像行业协会举行 LCoS 产业峰会，旨在打通 LCoS 智能投影产业上下游各链条，推进 LCoS 投影的商用进程。我们认为相比于 DLP 技术方案供应链单一（核心 DMD 芯片由 TI 垄断），LCoS 光阀、光机、光源等领域均有国内相关企业布局，产业供应链更为齐备，期待随着 LCoS 产业链日趋完善，LCoS 有望引领投影市场的换代升级，通过“高端跃升”引领行业走出低价竞争。

**产能逐步出清，CR4 集中度回升。**2024H1 中国智能投影市场在售品牌数量达 279 个，同比增加 27 个，市场竞争依旧激烈，仍有新品牌进入，同时市场也在加速洗牌，CR4 集中度有所回升，2024H1 同比提升 0.6pct 至 34.0%。

图7：2020-2024H1 中国智能投影市场在售品牌数量



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

图8：2020-2024H1 中国智能投影市场 CR4 集中度



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

## 2.2. 公司：产品覆盖全价格带，市场份额有望进一步提升

**推出入门级产品，涵盖全价格带。**公司产品此前以 Z、H 系列为主，价格位于 2000-5000 元区间，为应对低价竞争以及满足市场对于激光高端产品的需求，于 2023-2024 年推出 2000 元以下的 Play 系列和 5000 元以上的 RS 系列。截至 2025 年 1 月，公司拥有家用娱乐、激光电视、便携娱乐、极米神灯四大产品线，实现 1000 元至 10000 元以上的全价格带覆盖。

图9：公司产品价格带分布（截至 2025 年 2 月 24 日）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

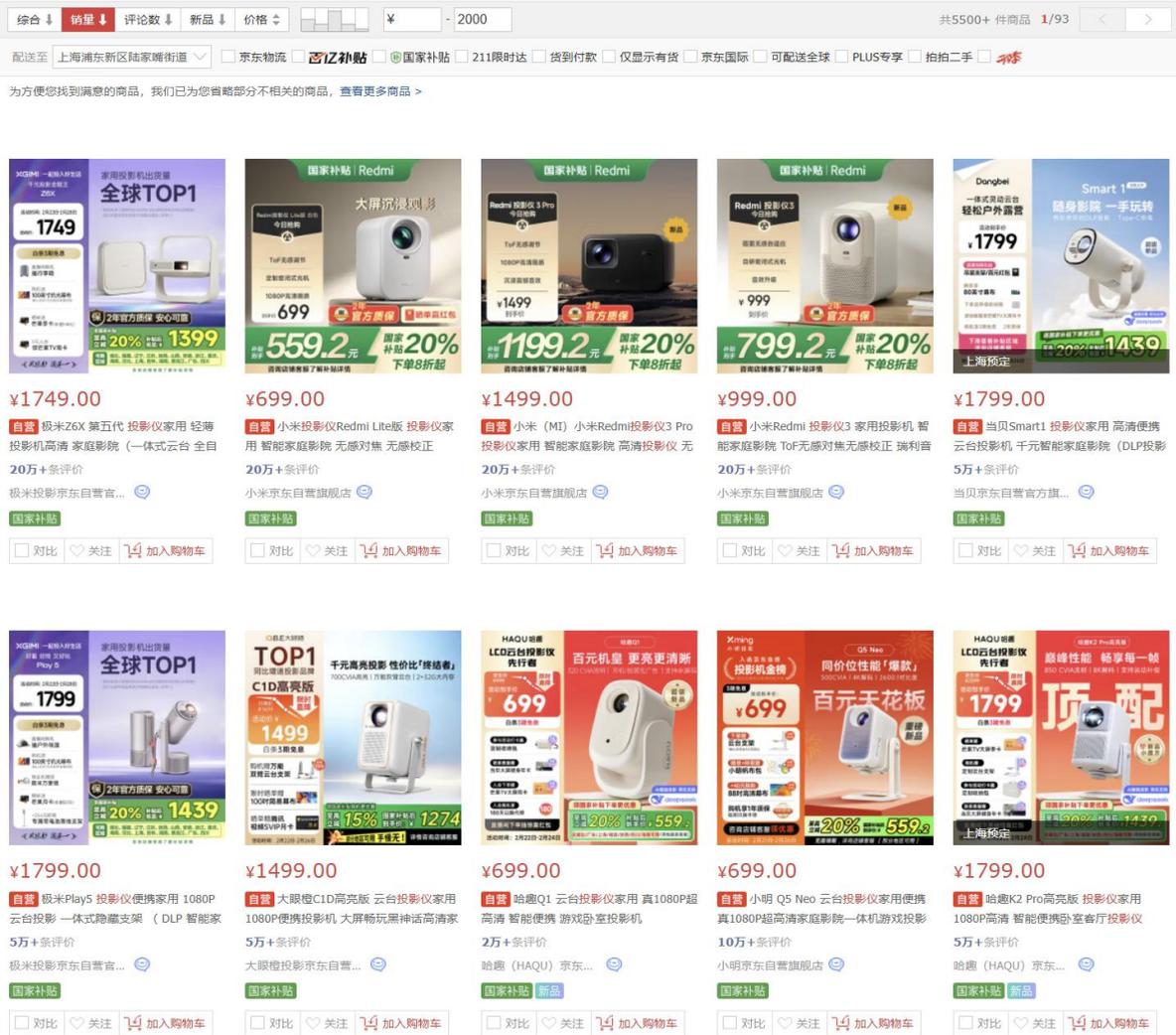
**2000 元以下价格带：公司入门级产品性价比高竞争力强。**截至 2025 年 2 月 24 日，京东 2000 元以下投影仪销量 TOP10 中，极米 Z6X 第五代、极米 Play5 跻身第一名、第六名。我们选取销量 TOP10 中的当贝 Smart1、小米 Redmi Lite 版、小米投影仪 3 Pro、大眼橙 C1D、小明 Q5 Neo 作为对比，极米 Z6X 第五代、极米 Play5 采用 DLP 显示技术，标称亮度更高，成像效果更好，性能优势显著。

表1：2000 元以下热销投影仪参数对比（截至 2025 年 2 月 24 日）

品牌	极米	极米	小米	小米	当贝	大眼橙	小明
产品名称	极米 Z6X 第五代	极米 Play 5	Redmi Lite 版	Redmi 投影仪 3 Pro	当贝 Smart1	大眼橙 C1D	小明 Q5 Neo
上市时间	2024/10	2024/4	2024/3	2024/10	2024/10	2024/10	2024/11
价格 (元)	1749	1799	699	1499	1799	1499	699
光源类型	LED	LED	LED	LED	LED	LED	LED
投影技术	<b>DLP</b>	<b>DLP</b>	LCD	LCD	<b>DLP</b>	LCD	LCD
DMD 芯片	0.23 英寸	0.23 英寸	/	/	0.23 英寸	/	/
分辨率	1920 × 1080	1920*1080	1920*1080	1920*1080	1920 × 1080	1920 × 1080	1920 × 1080
CPU	MT9270	Cortex A73 四核		Amlogic T950D4	MT9660	海思 352	MT9 系列
标称亮度	500 CVIA	500 CVIA	150 CVIA	470 CVIA	500 CVIA	560 CVIA	300 CVIA
投射比	1.2:1	1.2:1	1.2:1	1.25:1	1.2:1	1.2:1	1.22:1

数据来源：中关村在线，快科技，数码新角度，东吴证券研究所

图10: 京东 2000 元以下投影仪销量 TOP10 (截至 2025 年 2 月 24 日)



数据来源: 京东官网, 东吴证券研究所

**2000-5000 元价格带: 中高端产品竞争激烈, 公司 Z、H 系列保持热销。**截至 2025 年 2 月 24 日, 京东 2000-5000 元投影仪销量 TOP10 中, 极米 Z7X 高亮版、H6 4K 标准版、RS 10 mini 跻身第一名、第四名、第七名。我们选取销量 TOP10 中的坚果 N1S 4K、坚果 N1 Air 高亮版、当贝 D6X Pro 作为对比, 可以看出 2000-5000 元价格带厂商竞争激烈, 均布局有激光、0.47 英寸 DMD 的 DLP 产品, 且有价格下探至 2599 元的激光产品。

表2: 2000-5000 元热销投影仪参数对比 (截至 2025 年 2 月 24 日)

品牌	极米	极米	极米	坚果	坚果	当贝
产品名称	极米 Z7X 高亮版	极米 H6 4K 标准版	极米 RS 10 mini	坚果 N1S 4K	坚果 N1 Air 高亮版	当贝 D6X Pro
上市时间	2024/8	2024/11	2024/1	2024/5	2023/8	2024/4
价格 (元)	2899	4199	2999	3969	2659	3639
光源类型	LED	LED	三色激光	三色激光	三色激光	ALPD 激光
投影技术	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP
DMD 芯片	0.33 英寸	0.47 英寸	0.23 英寸	0.47 英寸	0.23 英寸	0.33 英寸
分辨率	1920 × 1080	4K	1920x1080	4K	1920 × 1080	1920 × 1080
CPU	MT9669	MT9669	Mstar6A848	MT9669	MT9 系	MT9669
标称亮度	880 CVIA	1200 CVIA	800 CIVA	1200 CVIA	850 CIVA	1400 CVIA
投射比	1.2:1	1.2:1	1.2:1	1.2:1	1.2:1	1.2:1

数据来源: 当贝官网, 中关村在线, 京东官网, 百度百科, 东吴证券研究所

图11: 京东 2000-5000 元投影仪销量 TOP10 (截至 2025 年 2 月 24 日)

The screenshot shows a search result page on JD.com for projectors in the 2000-5000 price range. The page includes a search bar at the top with filters for '销量' (Sales), '评论数' (Reviews), '新品' (New), and '价格' (Price). Below the search bar, there are various filters and a list of 10 product listings. Each listing includes a product image, a price tag, a brief description of features, and a '加入购物车' (Add to Cart) button. The products listed are:

- 极米 Z7X 高亮版 投影机家用 轻奢投影机 畅玩黑神话 (880CVIA 经典换代 20万+条评价) - Price: ¥2899.00
- 坚果投影 (JMGO) N1S 4K 三色激光云台投影4K超高清白天畅玩黑神话游戏 (20万+条评价) - Price: ¥3969.00
- 坚果投影 (JMGO) N1S 4K 新年限定礼盒 三色激光云台投影4K超高清 投影 (20万+条评价) - Price: ¥3969.00
- 极米H6 4K 标准版 智能家用投影机 4K超高清 (1200CVIA MT9669旗舰芯片 10万+条评价) - Price: ¥4199.00
- 坚果投影 (JMGO) N1 Air高亮版 纯三色激光云台投影机家用超高清 家庭影院 (20万+条评价) - Price: ¥2659.00
- 当贝D6X Pro 激光投影机家用 高清一体式云台便携户外投影机 卧室客厅办公 (1万+条评价) - Price: ¥3639.00
- 极米RS 10 mini 护眼三色激光云台投影 (家用智能家庭电视 灵动云台 24W 10万+条评价) - Price: ¥2999.00
- 爱普生 (EPSON) EF-17N 家用投影机 3LCD智能激光云台投影机 (0.62"大芯 10万+条评价) - Price: ¥3814.00
- 大眼橙X7D Ultra高亮云台投影机家用投影机 畅玩黑神话超高清家庭影院 (10万+条评价) - Price: ¥3559.00
- 爱普生 (EPSON) CH-TW5750 [5700升级版] 3LCD家庭影院智能投影机 (10万+条评价) - Price: ¥4199.00

数据来源: 京东官网, 东吴证券研究所

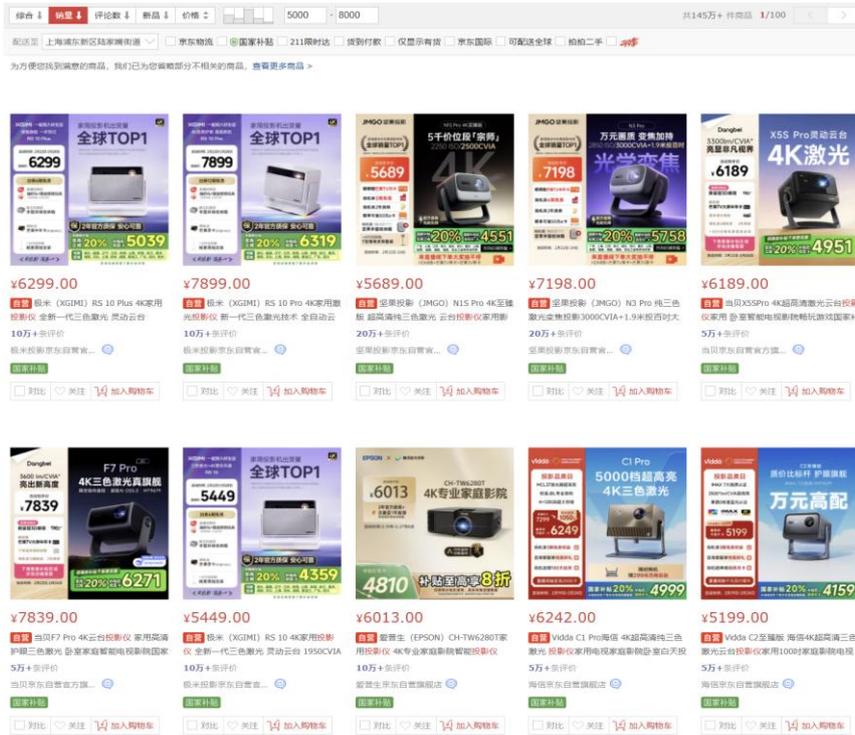
**5000-8000 元价格带：公司 RS 系列表现优秀。**截至 2025 年 2 月 24 日，京东 5000-8000 元投影仪销量 TOP10 中，极米 RS 10 Plus、RS 10 Pro、RS 10 跻身第一名、第二名、第七名。我们选取销量 TOP10 中的坚果 N3 Pro、坚果 N1S Pro、当贝 X5S Pro、当贝 F7 Pro 作为对比，可以看出 5000-8000 元价格带竞争激烈，产品规格参数较为相近，都是激光、DLP (0.47 英寸 DMD)、4K 分辨率，标称亮度差距不大，定价也较为相近。

表3: 5000-8000 元热销投影仪参数对比 (截至 2025 年 2 月 24 日)

品牌	极米	极米	极米	坚果	坚果	当贝	当贝
产品名称	极米 RS 10 Plus	极米 RS 10 Pro	极米 RS 10	坚果 N3 Pro	坚果 N1S Pro 4K 至臻版	当贝 X5S Pro	当贝 F7 Pro
上市时间	2024/8	2024/5	2024/5	2024/10	2023/9	2024/6	2024/10
价格 (元)	6299	7899	5449	7198	5689	6189	7839
光源类型	三色激光	三色激光	三色激光	三色激光	三色激光	ALPD 激光	三色激光
投影技术	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP	DLP
DMD 芯片	0.47 英寸	0.47 英寸	0.47 英寸	0.47 英寸	0.47 英寸	0.47 英寸	0.47 英寸
分辨率	4K	4K	4K	4K	4K	4K	4K
CPU	MT9669	MT9669	MT9669	MT9679	MT9669	MT9679	MT9679
标称亮度	2700 CVIA	3000 CVIA	1950 CVIA	3000 CVIA	2500 CVIA	2800 CVIA	3000 CVIA
投射比	1.2:1	1.2:1	1.2:1	0.88-1.2:1	1.2:1	1.27:1	1.2:1

数据来源：中关村在线，京东官网，百度百科，东吴证券研究所

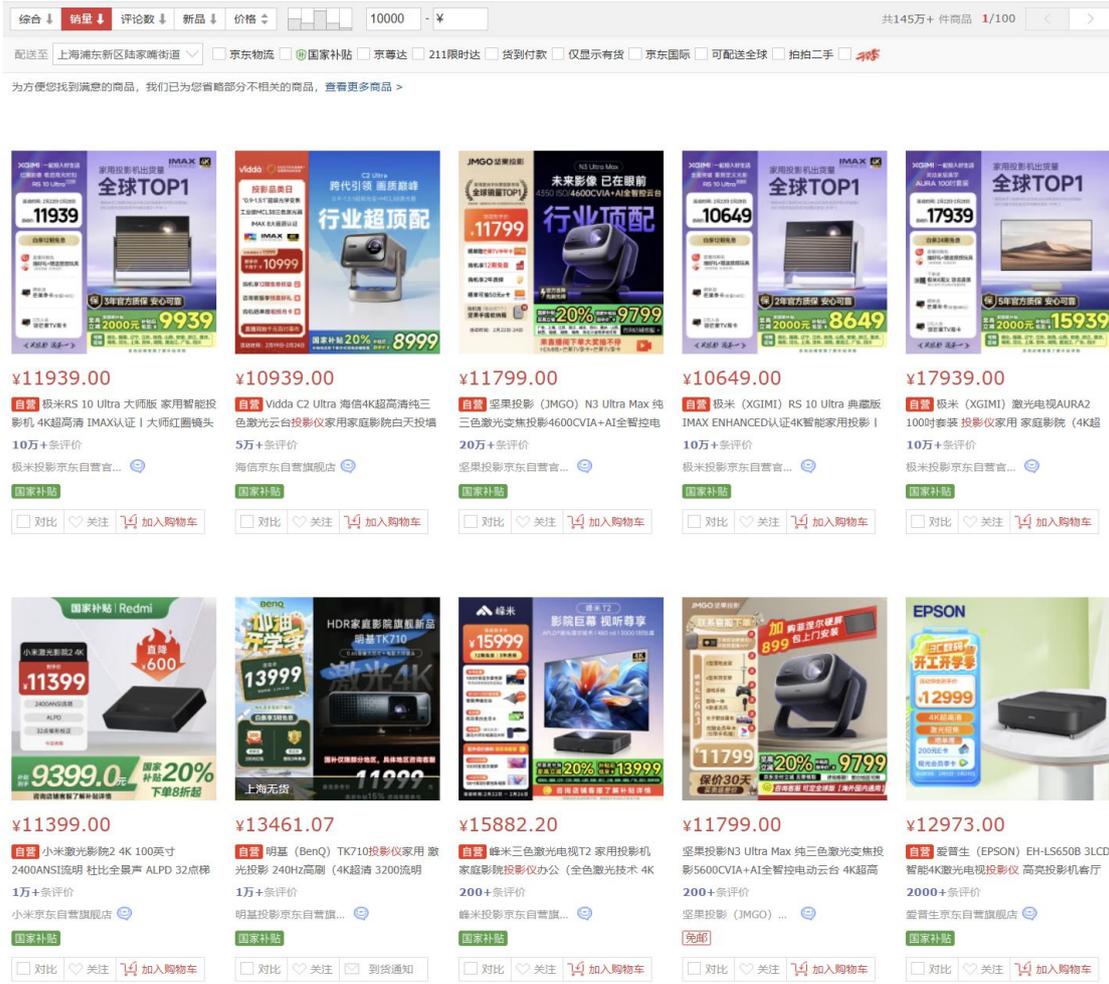
图12: 京东 5000-8000 元投影仪销量 TOP10 (截至 2025 年 2 月 24 日)



数据来源：京东官网，东吴证券研究所

**10000元以上价格带：公司 RS 10 Ultra、激光电视表现出色。**相比万元以下，万元以上价格带的厂商包括更多海外厂商，比如传统商用投影仪厂商如爱普生、明基，国内品牌则以极米、坚果、以及海信旗下品牌 Vidda 为主。截至 2025 年 2 月 24 日，京东 10000 元以上投影仪销量 TOP10 中，极米 RS 10 Ultra 大师版、典藏版、激光电视 AURA2 跻身第一名、第四名、第五名。

图13: 京东 10000 元以上投影仪销量 TOP10 (截至 2025 年 2 月 24 日)

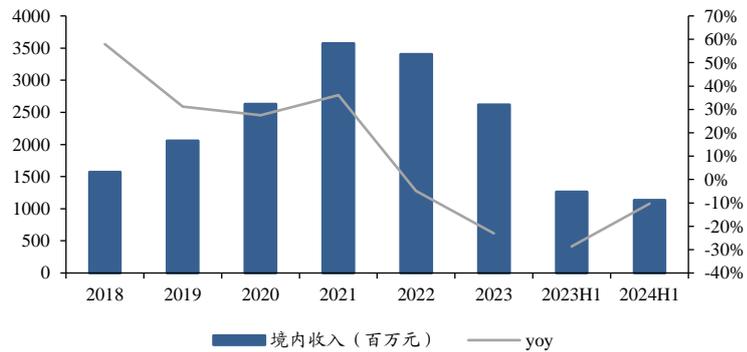


数据来源：京东官网，东吴证券研究所

**全价格带覆盖有望带动公司市占率进一步提升。**公司入门级、中高端、高端产品销量在相应价格带中都具备一定竞争力，多款产品在相应价格带中位列京东销量第一，看好公司补齐入门级、高端产品系列后，全价格带覆盖的产品矩阵将带动公司市占率进一步提升。2024 年双十一（10 月 1 日 00: 00 至 11 月 11 日 23: 59 期间），极米科技全网总销量破 21 万台（同比增长约 11%）、全网 GMV 破 7 亿元，获得全网家用投影仪类目 GMV 和销量双第一。

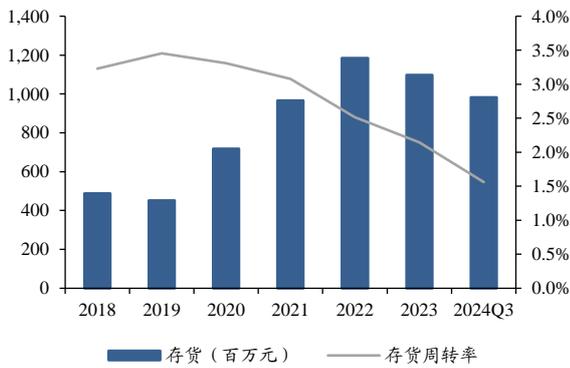
**看好内销企稳及毛利率回升。**2021-2023 年及 2024H1 公司境内收入 35.74、34.01、26.17、11.33 亿元，同比变动+36.07%、-4.82%、-23.07%、-10.31%，毛利率为 35.47%、33.66%、26.66%、22.20%，营收及毛利率下滑主要是受部分老品去库存影响。截至 2022-2023 年末及 2024Q3 末，公司存货达 11.84、10.98、9.83 亿元，存货逐步回落，看好随着老产品去库存逐步告一段落，全价格带、强竞争力新产品推出，叠加国补带来需求释放，公司内销收入及毛利率有望企稳回升。

图14: 公司中国大陆地区营业收入及同比增速



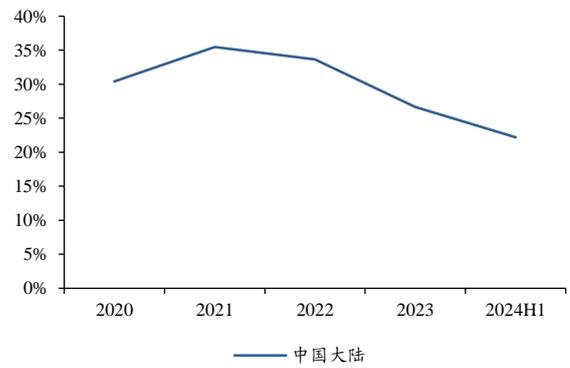
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 公司存货及存货周转率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 公司中国大陆地区毛利率



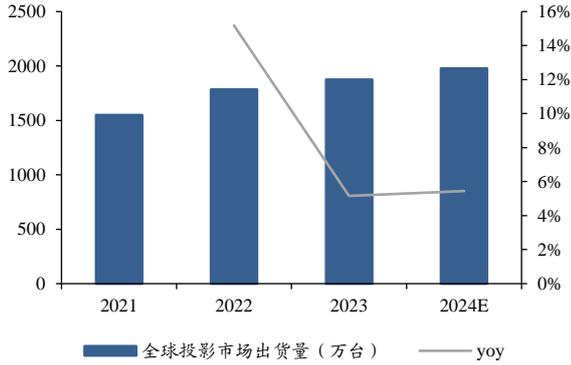
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 增量一：出海持续突破，业绩高速增长

#### 3.1. 行业：海外产品 K 型分化，看好国产渗透率提升

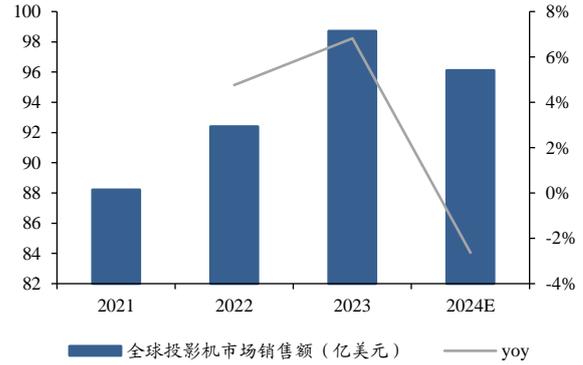
根据洛图科技，2023 年全球投影机市场出货量达 1875 万台，同比增长 5%，销售额达 98.7 亿美元，同比增长 7%，预计 2024 年出货量达 1977 万台，同比增长 5%，销售额达 96.1 亿美元，同比下降 3%，销量增速高于国内市场。

图17: 全球投影机市场出货量 (万台)



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

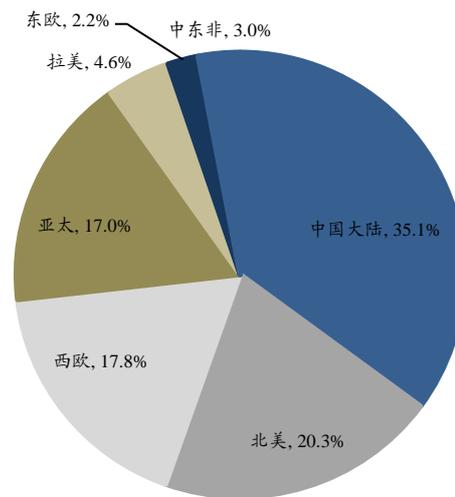
图18: 全球投影机市场销售额 (亿美元)



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

中国大陆为全球投影机最大出货区域。根据洛图科技，2024H1 中国大陆是全球投影机最大市场，出货量占比达 35.1%，其次为北美、西欧、亚太，出货量占比分别为 20.3%、17.8%、17.0%。

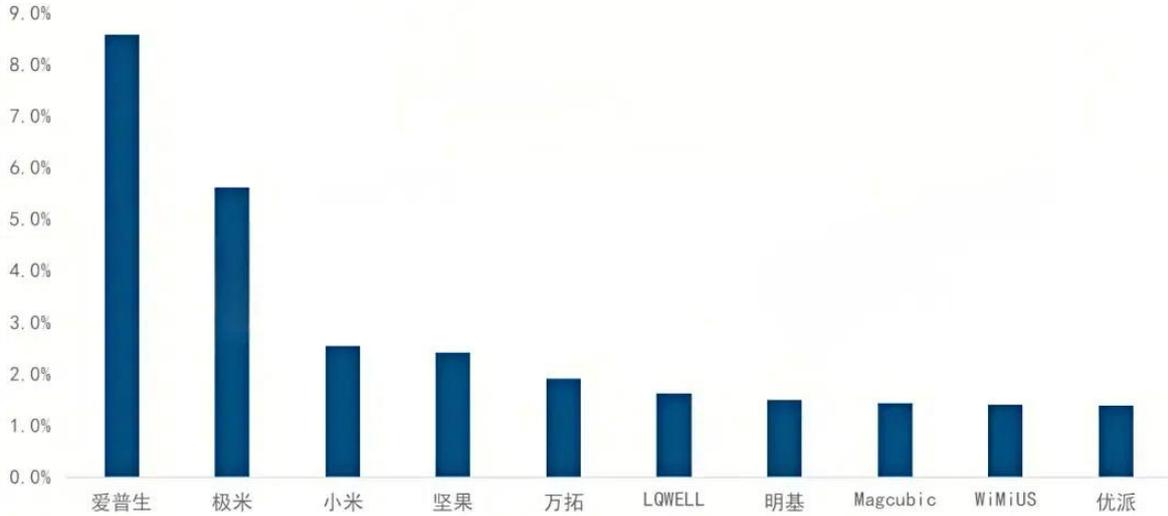
图19: 2024H1 全球投影机市场分区域出货量占比



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

竞争格局较为分散。根据洛图科技，2024H1 日系厂商爱普生占全球投影机出货量份额第一，约 8%-9%，第二、三、四名分别为极米、小米、坚果，CR4 不及 21%，远低于 2024H1 国内 CR4 的 34%，竞争格局仍较为分散。

图20: 2024H1 全球投影机市场主要品牌出货量份额



数据来源: 洛图科技, 东吴证券研究所

产品 K 型分化, 智能化程度有待提升。海外投影机消费呈现显著的 K 型分化, 爱普生作为全球出货量占比第一的品牌, 产品价格以高端家用和商用投影机为主 (价格以 1000 美元为主), 但亚马逊投影机畅销榜排名 TOP10 则以白牌为主, 且大部分价格低于 80 美元, 最高不超过 120 美元。我们预计海外大部分消费者仍以尝鲜为主, 更倾向于低价产品。根据洛图科技, 预计 2024 年海外投影机市场智能化率为 21%, 远低于国内的 91%, 三色激光产品渗透率 8.5%, 远低于国内的 55.7%, 看好随着国产高性价比智能化投影产品出海, 海外智能化率、中高端产品渗透率有望不断提升。

图21: 亚马逊投影机销量 TOP10 (截至 2025 年 1 月 28 日)

投影机中的销售排行榜

排名	品牌/型号	主要规格	价格 (美元)
#1	TMY 迷你投影机	升级蓝牙投影机带屏幕, 1080P 全高清便携式投影机, 兼容电视棒智能手机/HDMI/USB, 室内和室外使用	US\$79.99
#2	迷你投影机	带 WiFi 6 和蓝牙, AK 1080P 支持便携式投影机, 180° 可旋转 130 英寸屏幕投影机, 自动梯形校正, 兼容笔记本电脑、个人电脑、智能电视	US\$67.99
#3	HAPRUN 投影机	本机 1080P 蓝牙投影机, 便携式户外投影机, 全高清迷你投影机, 带扬声器, 适用于家庭卧室, 兼容智能手机, HDMI, USB, AV, ...	US\$59.99
#4	Aurzen EAZZE D1 智能投影机	带 WiFi 和蓝牙, Netflix-官方授权, 自动对焦和梯形, Dolby 高帧, 变焦, 本机 1080P 电影, 便携式户外迷你投影机, ...	US\$119.99
#5	PANSEBA 投影机	带双向蓝牙, 迷你投影机带投影屏幕, 全高清 1080P 便携式视频投影机, 家庭电影投影机兼容 HDMI / USB / 智能手机	US\$79.99
#6	投影机	带安卓系统的投影机, XuanPad 便携式投影机, 带 WiFi 6 和蓝牙, 自动垂直校正, 全高清 1080P 适用于手机的户外电影投影机	US\$109.99
#7	投影机	带 WiFi 和蓝牙, 升级户外投影机, 迷你电影投影机支持 1080P 通过 WiFi / USB 线同步智能手机屏幕, 适合家庭娱乐	US\$79.99
#8	AuKing 投影机	2024 升级版迷你投影机, 全高清 1080P 家庭影院智能投影机, 兼容 HDMI/USB/AV/智能手机/电视盒/笔记本电脑	US\$57.79
#9	迷你投影机	VOPLLS 1080P 全高清支持视频投影机, 便携式户外家庭影院投影机, 50% 变焦, 兼容 HDMI、USB、AV、智能手机/平板电脑/电视...	US\$69.99
#10	PVO 迷你投影机	卡便携投影机, 户外便携投影机, 家庭影院的 LED Pro 电影投影机, 儿童礼品, 视频可以通过数据线直接连接到投影机	US\$59.99

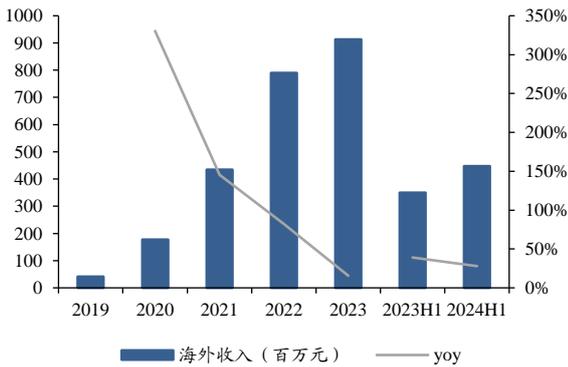
数据来源: 亚马逊官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 公司：重点市场精耕细作，出海业绩有望高增

**持续推进海外线上、线下渠道建设。**公司从2019年开始，在海外市场推出经 Google 认证、搭载 Android TV 系统的产品，截至 2024H1，公司产品已进入欧洲、日本、美国等 100 多个地区，上线亚马逊、日本乐天、Best Buy、MediaMarkt、Saturn、Fnac、Darty、El Corte Ingles、BicCamera、葛屋家电、友都八喜等海外线上渠道，同时不断完善线下渠道覆盖，2024 年 3 月墨尔本授权体验中心开业，2024 年 6 月，奥克兰旗舰体验店开业。

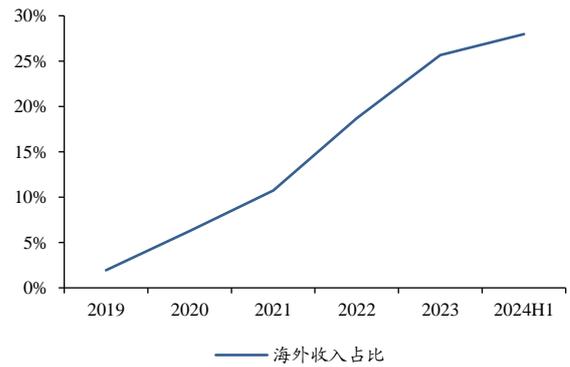
**出海收入高增，高毛利将驱动公司利润率提升。**2021-2023 年及 2024H1 公司海外收入达 4.34、7.90、9.13、4.48 亿元，同比增长 145.22%、82.04%、15.60%、27.95%，营收占比达 10.74%、18.70%、25.66%、27.98%，毛利率达 40.39%、47.49%、44.63%、46.55%，高于中国大陆地区的 35.47%、33.66%、26.66%、22.20%，看好随着出海渠道建设完善，出海收入持续高增，同时高毛利率出海收入占比提升将带动公司整体利润率提升。

图22：公司海外收入及同比增速



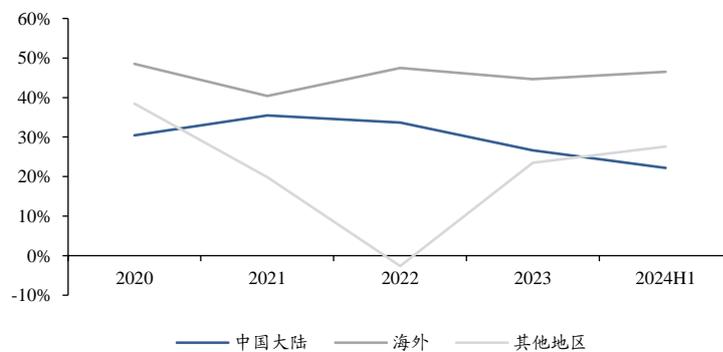
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：公司海外收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：公司分地区业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2024 年股票期权激励落地, 聚焦产品销量与出海收入。**公司 2024 年股权激励落地, 向激励对象授予权益总计 1720500 份, 占本计划公告时公司股本总额 7000 万股的 2.46%。其中, 首次授予 1380500 份, 首次授予部分占本次授予股票期权总数的 80.24%, 占本计划公告时公司总股本的 1.97%; 预留 340000 份, 预留部分占本计划授予股票期权总数的 19.76%, 占本计划公告时公司总股本的 0.49%。激励计划考核年度为 2024 年、2025 年、2026 年, 分年度对公司主要产品销量 (A)、境外营业收入增长率 (B) 进行绩效考核, A 或 B 达标, 则可行权比例为 100%。

**表4: 2024 年股票期权激励首次授予的股票期权对应业绩考核目标**

行权安排	对应考核年度	公司主要产品销量 A (万台)	公司境外营业收入增长率 B
第一个行权期	2024	不低于 105 万台	以 2023 年公司境外营业收入为基数, 2024 年境外营业收入增长率不低于 5.00%。
第二个行权期	2025	不低于 110 万台	以 2023 年公司境外营业收入为基数, 2025 年境外营业收入增长率不低于 10.00%。
第三个行权期	2026	不低于 115 万台	以 2023 年公司境外营业收入为基数, 2026 年境外营业收入增长率不低于 15.00%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**表5: 2024 年股票期权激励预留部分的股票期权对应业绩考核目标**

行权安排	对应考核年度	公司主要产品销量 A (万台)	公司境外营业收入增长率 B
第一个行权期	2025	不低于 110 万台	以 2023 年公司境外营业收入为基数, 2025 年境外营业收入增长率不低于 10.00%。
第二个行权期	2026	不低于 115 万台	以 2023 年公司境外营业收入为基数, 2026 年境外营业收入增长率不低于 15.00%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 增量二：车载新蓝海，2025 年有望开启兑现

车载成为投影的“第三空间”。车载投影已成为商用投影、家用投影外的又一新场景，形态多样，包括车内娱乐大屏、车规级巨幕、智能座舱显示、抬头显示（HUD）、智能大灯等，多应用于高端车型上。

图25：车载智能投影方案



数据来源：光峰科技 2022 年年度报告，东吴证券研究所

厂商加速布局，车载显示渗透率稳步提升，行业规模有望快速增长。根据洛图科技（RUNTO）统计，中国车内屏的市场容量约为 1500 亿元。知名车企如宝马、奥迪、上汽大众、奔驰、比亚迪、蔚来、理想、华为问界等均有推出搭载抬头显示（HUD）、智能大灯、智能座舱等的量产车型，光峰、极米、海信等头部厂商也纷纷布局车载光学业务。据盖世汽车研究院智能座舱配置数据分析，2024 年 1-8 月，中控屏渗透率已接近 95%，全液晶仪表渗透率从 2023 年 1-8 月的 66% 增长至 2024 年同期的 73.4%，HUD 渗透率从 2023 年 1-8 月的 9.7% 增长至 2024 年同期的 14.4%，流媒体内后视镜的渗透率从 0.8% 提升至 2.1%，副驾屏和后排液晶屏渗透率分别从 3.4%、1.6% 升至 5.9%、2.2%。

行业先行者业绩已有显著兑现。光峰科技作为全球领先的激光核心器件供应商，于 2021 年布局车载光学业务，于 2023 年实现首个定点车型华为智能旗舰 SUV“问界 M9”正式落地，于 2024 年实现业务快速起量。2024Q1 公司车载业务实现营收约 0.4 亿元，2024 全年营收已突破 6 亿元，占其全年营收的 24.8% 以上。截至 2024 年底，光峰已获得 10 个车载定点，涵盖车规级巨幕、激光投影灯、车灯模组及动态彩色像素灯产品。

**极米科技车载业务有望于 2025 年贡献业绩。**公司于 2023 年布局车载业务，聚焦车载投影、智能大灯、HUD 三大场景。公司新设立车载产品线事业部，组建车载投影产品生产线，全资子公司宜宾极米设有占地 280 亩的生产制造基地，已获得 IATF16949 汽车行业质量管理体系符合性认证。截至 2024 年底，公司已收到 7 个定点通知，已完成多款车载产品的研发与送样工作，我们预计公司车载业务有望于 2025 年内量产，带来收入和利润增量。

**表6: 公司收到的车企开发定点通知情况**

客户	指定产品	公告日期
北汽新能源	车载投影仪和幕布总成	2024/10/16
马瑞利	智能大灯相关部件	2024/10/29
某国内知名汽车主机厂	车载投影仪	2024/11/14
某国内知名汽车主机厂	车载投影仪和幕布总成	2024/11/18
某国内知名汽车主机厂	车载投影仪和幕布总成	2024/11/18
某国内知名汽车主机厂	车载投影仪	2024/12/13
北汽新能源	车载投影仪	2024/12/30

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 盈利预测

**内销：**我们看好随着国补释放消费需求，同时公司积极推出全价格带产品，内销将迎来触底回升，预计 2024-2026 年公司内销收入分别为 22.86/27.92/29.51 亿元，yoy-12.65%/+22.14%/+5.71%。

**外销：**海外投影市场集中度低，智能化水平低，公司积极布局海外线上+线下渠道，产品出海有望持续高增，我们预计 2024-2026 年公司外销收入分别为 11.28/14.66/18.33 亿元，yoy+20.00%/+30.00%/+25.00%。

此外，随着毛利率更高的外销收入占比提升，以及低毛利率产品去库存告一段落，我们预计 2024-2026 年公司毛利率为 31.41%/33.68%/35.61%，归母净利润为 1.22/4.30/5.63 亿元，yoy+1.14%/+252.49%/+31.06%，归母净利率为 3.57%/10.09%/11.77%。

表7: 极米科技盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,222	3,557	3,414	4,258	4,784
yoy	4.57%	-15.77%	-4.02%	24.74%	12.35%
分产品					
整机销售	3938	3212	2992	3730	4120
yoy	4.06%	-18.45%	-6.83%	24.65%	10.47%
互联网增值服务	97	148	215	311	436
yoy	51.05%	53.10%	45.00%	45.00%	40.00%
配件销售	156	170	178	187	196
yoy	-1.59%	8.61%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	31	27	29	30	32
yoy	2.88%	-12.99%	5.00%	5.00%	5.00%
分地区					
内销	3401	2617	2286	2792	2951
yoy	-4.82%	-23.07%	-12.65%	22.14%	5.71%
外销	821	940	1128	1466	1833
yoy	76.85%	14.51%	20.00%	30.00%	25.00%
毛利率	35.98%	31.25%	31.41%	33.68%	35.61%
归母净利润	501	121	122	430	563
yoy	3.72%	-75.97%	1.14%	252.49%	31.06%
归母净利率	11.88%	3.39%	3.57%	10.09%	11.77%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5.2. 投资评级

我们选取拥有激光电视业务的海信视像、拥有智能投影、激光投影、车载光学业务的光峰科技作为可比公司, 对应 2025-2026 年行业平均 PE 估值为 26/20 倍。考虑到极米科技作为家用投影龙头, 内销受益于国补及产品结构改善, 收入增速有望触底回升, 外销市场渗透率仍处提升初期, 收入有望持续高增, 同时随着老产品去库存的毛利率影响逐步消退, 费用管控优化, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.22/4.30/5.63 亿元, yoy+1.14%/+252.49%/+31.06%, 对应当前股价 PE 分别为 73/21/16 倍。公司业绩高增, 同时车载业务有望于 2025 年开启兑现, 可给予一定估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值表 (截至 2025/2/24)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600060	海信视像	286	21.89	20.7	24.1	27.4	14	12	10
688007	光峰科技	84	18.22	1.0	2.1	2.9	82	40	29
行业平均							<b>48</b>	<b>26</b>	<b>20</b>
688696	极米科技	89	127.00	1.22	4.30	5.63	73	21	16

数据来源: 极米科技盈利预测来自于东吴证券研究所, 其他可比公司归母净利润来自 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**DMD 芯片依赖外购的风险:** 目前主流消费级投影设备均采用 DLP 投影技术, 核心成像器件为 DMD 芯片。DLP 技术的核心专利都掌握在美国德州仪器公司 (TI), 公司 DMD 芯片均采用 TI 生产的 DMD 芯片。未来若公司重要核心部件供应商与公司业务发生不利变化, 将对公司生产经营产生不利影响。

**产品降价及公司增速放缓风险:** 国内智能投影设备行业近年来处于快速发展阶段, 市场参与主体多, 竞争程度高。如果公司不能持续保持技术领先, 公司市场份额可能存在下降风险, 公司产品可能存在降价风险, 进而导致公司营业收入增速放缓, 压缩公司利润空间。

**技术替代的风险:** 随着消费者的消费水平升级和对产品各方面要求的不断提高, 公司如果不能准确判断行业技术创新方向, 及时应对市场需求的变化, 就面临着所掌握的核心技术被赶超或替代的风险。

极米科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,163</b>	<b>3,989</b>	<b>4,471</b>	<b>5,188</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,557</b>	<b>3,414</b>	<b>4,258</b>	<b>4,784</b>
货币资金及交易性金融资产	2,616	2,839	3,086	3,676	营业成本(含金融类)	2,445	2,341	2,824	3,081
经营性应收款项	236	105	131	146	税金及附加	27	20	30	33
存货	1,098	932	1,136	1,244	销售费用	645	614	703	765
合同资产	0	0	0	0	管理费用	150	122	128	144
其他流动资产	213	113	118	121	研发费用	381	341	298	359
<b>非流动资产</b>	<b>1,419</b>	<b>1,324</b>	<b>1,223</b>	<b>1,117</b>	财务费用	(32)	(39)	(58)	(84)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	112	96	128	110
固定资产及使用权资产	1,117	1,018	919	819	投资净收益	3	7	9	10
在建工程	14	27	38	46	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	59	49	37	22	减值损失	(41)	(30)	(25)	(22)
商誉	21	21	21	21	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>33</b>	<b>86</b>	<b>446</b>	<b>584</b>
其他非流动资产	164	164	164	164	营业外净收支	(2)	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,582</b>	<b>5,313</b>	<b>5,694</b>	<b>6,305</b>	<b>利润总额</b>	<b>30</b>	<b>87</b>	<b>446</b>	<b>584</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,316</b>	<b>1,219</b>	<b>1,168</b>	<b>1,212</b>	减:所得税	(90)	(35)	13	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	324	293	282	286	<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>432</b>	<b>566</b>
经营性应付款项	710	732	650	667	减:少数股东损益	(1)	0	3	3
合同负债	36	23	28	31	<b>归属母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>430</b>	<b>563</b>
其他流动负债	245	171	207	228	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.72	1.74	6.14	8.04
非流动负债	1,146	1,146	1,146	1,146	EBIT	(20)	(25)	276	402
长期借款	300	300	300	300	EBITDA	105	110	417	548
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	31.41	33.68	35.61
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	3.39	3.57	10.09	11.77
其他非流动负债	837	837	837	837	收入增长率(%)	(15.77)	(4.02)	24.74	12.35
<b>负债合计</b>	<b>2,462</b>	<b>2,365</b>	<b>2,314</b>	<b>2,358</b>	归母净利润增长率(%)	(75.97)	1.14	252.49	31.06
归属母公司股东权益	3,117	2,944	3,374	3,937					
少数股东权益	3	4	6	10					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,120</b>	<b>2,948</b>	<b>3,380</b>	<b>3,946</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,582</b>	<b>5,313</b>	<b>5,694</b>	<b>6,305</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	378	604	313	638	每股净资产(元)	44.52	42.06	48.20	56.24
投资活动现金流	225	(32)	(31)	(30)	最新发行在外股份(百万股)	70	70	70	70
筹资活动现金流	120	(349)	(34)	(18)	ROIC(%)	(2.22)	(0.98)	7.12	9.17
现金净增加额	722	223	248	589	ROE-摊薄(%)	3.87	4.14	12.73	14.30
折旧和摊销	125	136	141	146	资产负债率(%)	44.11	44.52	40.64	37.40
资本开支	(65)	(39)	(40)	(40)	P/E(现价&最新股本摊薄)	73.77	72.94	20.69	15.79
营运资本变动	184	300	(299)	(109)	P/B(现价)	2.85	3.02	2.64	2.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>