

业绩拐点显现，车载业务突破

投资要点

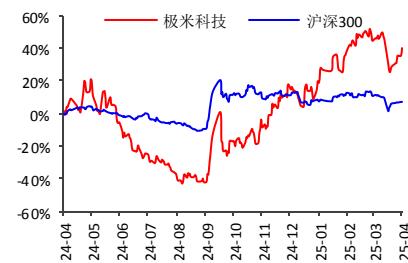
- 事件:**公司发布2024年年报，2024年公司实现营收34亿元，同比减少4.3%；实现归母净利润1.2亿元，同比减少0.3%；实现扣非净利润0.9亿元，同比增长34.9%。单季度来看，Q4公司实现营收11.2亿元，同比减少1%；实现归母净利润1.6亿元，同比增长367.3%；实现扣非后归母净利润1.6亿，同比增长499%。
- 整机业务承压，境外市场逆势高增。**分业务来看，2024年公司投影整机产品/配件/互联网增值服务分别实现营业收入30亿元/1.7亿元/1.5亿元，分别同比-6.6%/+0.3%/-1.2%。整机产品中，长焦投影/创新产品/超短焦投影分别实现营业收入27.7亿元/1.2亿元/1.1亿元，分别同比-3.7%/-35.8%/-26.8%。销量方面，长焦投影/创新产品/超短焦投影分别实现销量104.1万台/3.2万台/1.6万台，分别同比+10.3%/-20.4%/-17.7%，长焦产品销量增长但收入下降，主要受行业价格竞争及公司低价格带投影产品影响。分地区来看，境内外市场分别实现营收22.3亿元/10.9亿元，分别同比-14.8%/+18.9%，公司持续推进海外渠道建设，已进入Best Buy等主流海外渠道。
- 控费效果明显，盈利能力改善。**公司2024年整体毛利率为31.2%，同比略有下降。分业务看，投影整机/配件/互联网增值服务毛利率分别为26.6%/52.2%/95.5%，分别同比-1pp/+2.2pp/+2.4pp。整机产品中，长焦/创新产品/超短焦投影毛利率分别为26.1%/31.4%/33.1%，分别同比-0.3pp/-13.6pp/+5.4pp，创新产品毛利率下滑较多。分地区看，境内/境外毛利率分别为23.9%/45.4%，分别同比-2.9pp/+0.8pp，境外业务盈利能力强劲且持续提升。费用率方面，2024年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为17.6%/3.4%/-1.5%/10.8%，同比分别-0.6pp/-0.8pp/-0.6pp/+0.1pp，销售及管理费用率下降明显，财务费用因利息收入增加而大幅减少，研发投入保持稳定。净利率方面，2024年公司归母净利率为3.5%，同比增长0.2pp，扣非归母净利率为2.7%，同比+0.8pp，盈利质量有所改善。
- 业绩拐点显现，车载业务突破。**2024年Q4公司营收同比基本持平，归母净利润和扣非归母净利润同比分别大幅增长372.4%和504.3%。Q4单季归母净利率达14.3%，环比显著提升，盈利能力大幅修复。主要受益于国补政策拉动、新品推出、库存出清、以及公司持续推进的成本管控和效率提升措施。此外，公司积极拓展车载光学新业务，聚焦智能座舱、智能大灯等领域，目前已累计获得8个车载业务定点，有望成为公司新的增长引擎。
- 盈利预测与投资建议。**公司作为投影机行业龙头，在2024Q4家电国补下迎来弹性释放，预计2025年将延续修复趋势。预计公司2025-2027年EPS分别为4.50元、5.06元、5.45元，维持“持有”评级。
- 风险提示：**海内外需求不及预期、渠道拓展不及预期、竞争加剧等风险。

西南证券研究院

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 方建钊
电话: 18428374714
邮箱: fjj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 0.70 |
| 流通A股(亿股) | 0.70 |
| 52周内股价区间(元) | 50.71-136.98 |
| 总市值(亿元) | 87.61 |
| 总资产(亿元) | 53.19 |
| 每股净资产(元) | 42.04 |

相关研究

- 极米科技(688696)：行业下行压制业绩，创新产品寻求突破(2024-05-06)

| 指标/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3404.61 | 4196.38 | 4672.63 | 4995.72 |
| 增长率 | -4.27% | 23.26% | 11.35% | 6.91% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 120.14 | 314.83 | 354.46 | 381.18 |
| 增长率 | -0.30% | 162.05% | 12.59% | 7.54% |
| 每股收益EPS(元) | 1.72 | 4.50 | 5.06 | 5.45 |
| 净资产收益率ROE | 4.07% | 9.89% | 10.20% | 10.06% |
| PE | 73 | 28 | 25 | 23 |
| PB | 2.98 | 2.72 | 2.49 | 2.29 |

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司长焦投影销量随行业需求复苏而恢复增长，假设 2025-2027 年长焦投影销量分别同比增长 30%、12%、7%；

假设 2：假设 2025-2027 年公司长焦投影毛利率为 31%、32%、32.5%；

假设 3：假设 2025-2027 年公司销售费用率为 16.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|------|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | 营业收入 | 3404.6 | 4196.4 | 4672.6 | 4995.7 |
| | 增速 | -4.3% | 23.3% | 11.3% | 6.9% |
| | 营业成本 | 2342.6 | 2658.6 | 2921.8 | 3096.2 |
| | 毛利率 | 31.2% | 36.6% | 37.5% | 38.0% |
| 长焦投影 | 营业收入 | 2768.3 | 3598.8 | 4030.6 | 4312.8 |
| | 增速 | -3.7% | 30.0% | 12.0% | 7.0% |
| | 营业成本 | 2045.2 | 2483.2 | 2740.8 | 2911.1 |
| | 毛利率 | 26.1% | 31.0% | 32.0% | 32.5% |
| 创新产品 | 营业收入 | 122.4 | 128.6 | 135.0 | 141.7 |
| | 增速 | -35.8% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 营业成本 | 84.0 | 90.0 | 87.7 | 87.9 |
| | 毛利率 | 31.4% | 30.0% | 35.0% | 38.0% |
| 超短焦投影 | 营业收入 | 107.8 | 129.4 | 142.4 | 149.5 |
| | 增速 | -26.7% | 20.0% | 10.0% | 5.0% |
| | 营业成本 | 72.1 | 85.4 | 93.2 | 97.2 |
| | 毛利率 | 33.1% | 34.0% | 34.5% | 35.0% |
| 配件 | 营业收入 | 170.2 | 178.7 | 187.7 | 197.0 |
| | 增速 | 0.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 营业成本 | 81.5 | 89.4 | 93.8 | 98.5 |
| | 毛利率 | 52.1% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 互联网增值服务 | 营业收入 | 146.3 | 160.9 | 177.0 | 194.7 |
| | 增速 | -1.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 营业成本 | 6.6 | 8.0 | 8.8 | 9.7 |
| | 毛利率 | 95.5% | 95.0% | 95.0% | 95.0% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|--------------|
| 营业收入 | 3404.61 | 4196.38 | 4672.63 | 4995.72 | 净利润 | 119.86 | 319.63 | 359.86 | 386.98 |
| 营业成本 | 2342.64 | 2658.57 | 2921.82 | 3096.17 | 折旧与摊销 | 119.14 | 80.07 | 107.72 | 139.54 |
| 营业税金及附加 | 24.10 | 29.58 | 33.47 | 34.47 | 财务费用 | -49.80 | -10.63 | 13.17 | 37.43 |
| 销售费用 | 597.79 | 692.40 | 770.98 | 824.29 | 资产减值损失 | -18.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 116.41 | 545.53 | 607.44 | 649.44 | 经营营运资本变动 | 155.41 | 2.40 | -75.89 | -36.75 |
| 财务费用 | -49.80 | -10.63 | 13.17 | 37.43 | 其他 | -95.93 | -15.43 | -70.74 | -25.71 |
| 资产减值损失 | -18.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 230.24 | 376.04 | 334.12 | 501.50 |
| 投资收益 | 1.61 | 25.00 | 25.00 | 25.00 | 资本支出 | 49.94 | -1100.00 | -1100.00 | -1100.00 |
| 公允价值变动损益 | 10.75 | 20.58 | 16.65 | 16.00 | 其他 | -1126.43 | 45.58 | 41.65 | 41.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1076.50 | -1054.42 | -1058.35 | -1059.00 |
| 营业利润 | 84.45 | 326.51 | 367.39 | 394.91 | 短期借款 | -44.63 | -258.04 | 488.32 | 698.14 |
| 其他非经营损益 | 1.13 | -0.36 | -0.19 | -0.03 | 长期借款 | -300.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 85.57 | 326.15 | 367.20 | 394.88 | 股权融资 | -154.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -34.29 | 6.52 | 7.34 | 7.90 | 支付股利 | 0.00 | -24.03 | -62.97 | -70.89 |
| 净利润 | 119.86 | 319.63 | 359.86 | 386.98 | 其他 | 177.94 | -309.41 | -13.17 | -37.43 |
| 少数股东损益 | -0.28 | 4.79 | 5.40 | 5.80 | 筹资活动现金流净额 | -320.91 | -591.48 | 412.18 | 589.82 |
| 归属母公司股东净利润 | 120.14 | 314.83 | 354.46 | 381.18 | 现金流量净额 | -1164.84 | -1269.86 | -312.05 | 32.31 |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 财务分析指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 2049.17 | 779.31 | 467.26 | 499.57 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 315.92 | 327.74 | 362.88 | 397.38 | 销售收入增长率 | -4.27% | 23.26% | 11.35% | 6.91% |
| 存货 | 928.40 | 1049.38 | 1191.69 | 1246.89 | 营业利润增长率 | 159.46% | 286.65% | 12.52% | 7.49% |
| 其他流动资产 | 618.97 | 615.57 | 631.80 | 642.81 | 净利润增长率 | 0.05% | 166.66% | 12.59% | 7.54% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 46.38% | 157.47% | 23.32% | 17.12% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1047.79 | 1779.26 | 2483.08 | 3155.09 | 毛利率 | 31.19% | 36.65% | 37.47% | 38.02% |
| 无形资产和开发支出 | 67.19 | 362.67 | 658.15 | 953.63 | 三费率 | 19.51% | 29.25% | 29.78% | 30.25% |
| 其他非流动资产 | 291.36 | 284.34 | 277.32 | 270.30 | 净利润率 | 3.52% | 7.62% | 7.70% | 7.75% |
| 资产总计 | 5318.79 | 5198.27 | 6072.19 | 7165.67 | ROE | 4.07% | 9.89% | 10.20% | 10.06% |
| 短期借款 | 258.04 | 0.00 | 488.32 | 1186.46 | ROA | 2.25% | 6.15% | 5.93% | 5.40% |
| 应付和预收款项 | 840.67 | 1013.80 | 1088.05 | 1157.73 | ROIC | 4.04% | 18.77% | 13.50% | 11.01% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 4.52% | 9.44% | 10.45% | 11.45% |
| 其他负债 | 1274.28 | 952.22 | 966.68 | 976.25 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2372.99 | 1966.02 | 2543.05 | 3320.44 | 总资产周转率 | 0.62 | 0.80 | 0.83 | 0.75 |
| 股本 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | 固定资产周转率 | 3.20 | 3.27 | 2.57 | 2.07 |
| 资本公积 | 1938.22 | 1938.22 | 1938.22 | 1938.22 | 应收账款周转率 | 16.34 | 18.21 | 17.08 | 16.94 |
| 留存收益 | 1089.57 | 1380.37 | 1671.86 | 1982.15 | 存货周转率 | 2.23 | 2.60 | 2.56 | 2.52 |
| 归属母公司股东权益 | 2942.63 | 3224.29 | 3515.78 | 3826.07 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 111.87% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 3.17 | 7.96 | 13.36 | 19.16 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2945.80 | 3232.25 | 3529.14 | 3845.23 | 资产负债率 | 44.62% | 37.82% | 41.88% | 46.34% |
| 负债和股东权益合计 | 5318.79 | 5198.27 | 6072.19 | 7165.67 | 带息债务/总负债 | 10.87% | 0.00% | 19.20% | 35.73% |
| 业绩和估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 流动比率 | 2.50 | 2.39 | 1.53 | 1.11 |
| EBITDA | 153.79 | 395.95 | 488.28 | 571.88 | 速动比率 | 1.90 | 1.49 | 0.84 | 0.61 |
| PE | 72.92 | 27.83 | 24.72 | 22.98 | 股利支付率 | 0.00% | 7.63% | 17.76% | 18.60% |
| PB | 2.98 | 2.72 | 2.49 | 2.29 | 每股指标 | | | | |
| PS | 2.57 | 2.09 | 1.88 | 1.75 | 每股收益 | 1.72 | 4.50 | 5.06 | 5.45 |
| EV/EBITDA | 42.83 | 18.41 | 16.57 | 15.31 | 每股净资产 | 42.04 | 46.06 | 50.23 | 54.66 |
| 股息率 | 0.00% | 0.27% | 0.72% | 0.81% | 每股经营现金 | 3.29 | 5.37 | 4.77 | 7.16 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.34 | 0.90 | 1.01 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有。须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 资深销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jyj@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 资深销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龑 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzs@swsc.com.cn |