

极米科技 (688696.SH)

强烈推荐 (维持)

销量回升业绩反转, toC 国补提振+toB 第二曲线突破

公司 2024 年实现营业收入 34 亿元, 同比下降 4.3%, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比基本持平, 其中 24Q4 收入下滑幅度大幅收窄至-1%, 单季业绩创新高 1.6 亿元, 超市场预期。2025Q1 公司收入同比略降-2%, 实现归母净利润 6264 万元, 同比增长 337%, 延续业绩反转趋势。

国补提振内需, 产品价格下探放量, 出海维持高增。据洛图科技统计, 2025Q1 国内智能投影仪销量 143 万台, 同比微降 0.8%, 销售额 23.7 亿元, 同比微增 0.3%。国补带动产品结构升级, 1LCD 线上销量占比微跌 0.2pct 至 69%, DLP 销量占比微增 0.1pct 至 29.4%, 均价 3351 元同环比均有改善。分量价看, 公司 24 年智能微投销量同比增长 10%, 均价下探 13%。从渠道结构分布来看, 我们估计公司京东渠道占比提升较快, 线上平台京东结算价低于终端零售价, 渠道结构变化也会导致均价拉低。此外, 公司新品便携投影仪 Play 系列自问世以来长期霸榜, 今年 3 月发布 Play6/6e, 国补到手价不高于 1599/1799 元, 便携投影放量也会拉低均价。分区域看, 公司 24 年国内收入下滑 15%, 主要跟均价下降有关, 海外收入增长 19%, 占比提升至 32%。

ToB 第二曲线突破。2024 年迄今公司重点投入车载业务, 主要布局智能座舱、智能大灯等车载投影新业务, 截至目前获取 8 个车载定点, 预计大部分将于 25 年内陆续量产交付, 公司作为同时具备镜片、光机和整机自研能力的投影企业, 在成像光学领域积累光学设计、环境感知、人机交互等技术专利储备, 此外 AI 大模型通过大数据学习分析, 为投影设备提供更智能的内容推荐、语音交互、图像识别等功能, 提升用户体验, 投影有望进阶转变为智能化空间交互中心, 车载投影座舱产品有望持续裂变, 助力公司第二曲线突破。

盈利底部反转, 毛销差大幅改善。毛利率方面, 公司 24Q4-25Q1 分别实现 36.1%/34%, 剔除质保金费用调整影响, 公司毛销差 (毛利率-销售费用率) 分别为 20.5%/19.5%, 同比改善 10.5/8.7pcts, 我们认为主要跟成本端 TI 芯片成本下降、消费品以旧换新摊薄销售费用率有关; 24Q4/25Q1 管理/研发/财务合计费用率分别同比变化-0.5/+1.3pcts, 综合带来公司 24Q4/25Q1 净利率同比改善 11.3/6.0pcts。

盈利预测: 资产负债表方面, 公司账面类现金资产 25 亿元 (货币资金+交易性金融资产+其他流动资产), 有息负债 6.4 亿元, 家底殷实; 现金流 25Q1 净流出 1.5 亿元, 主要跟策略性备货、支付款项增加以应对外贸环境不确定性有关。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.0/4.8/5.5 亿元, 对应估值 21/18/15 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 国补刺激需求不及预期、行业竞争加剧、中美贸易摩擦、车载业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3557	3405	3966	4655	5362
同比增长	-16%	-4%	16%	17%	15%
营业利润(百万元)	33	84	387	474	547

消费品/家电
目标估值:
当前股价: 119.2 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)	8.3
流通市值 (十亿元)	8.3
每股净资产 (MRQ)	42.8
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	44.0%
主要股东	钟波
主要股东持股比例	18.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	46	28
相对表现	-0	51	22



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

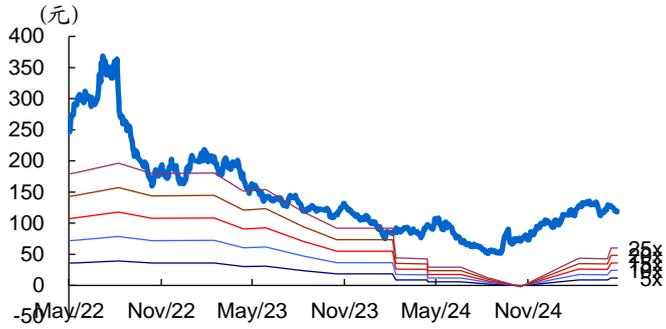
- 《极米科技 (688696) 一新品 Play6 上市, 车载投影放量突破》2025-03-24
- 《极米科技 (688696) 一业绩表现超预期, 盈利能力加速改善》2025-02-26
- 《极米科技 (688696) 一变中求进, 投影龙头再启航》2024-12-01

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn

同比增长	-94%	159%	358%	23%	15%
归母净利润(百万元)	121	120	400	477	549
同比增长	-76%	-0%	233%	19%	15%
每股收益(元)	1.72	1.72	5.72	6.81	7.84
PE	69.2	69.5	20.8	17.5	15.2
PB	2.7	2.8	2.5	2.3	2.0

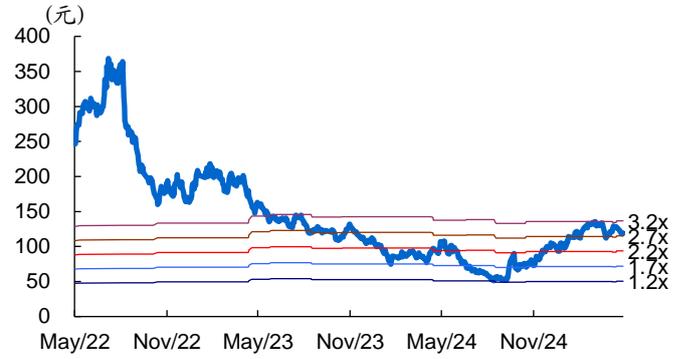
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 极米科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 极米科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4163	3912	3880	4424	5019
现金	2190	2049	1844	2120	2437
交易性投资	426	473	473	473	473
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	216	195	227	266	307
其它应收款	31	98	114	133	154
存货	1098	928	1027	1200	1384
其他	202	170	197	231	266
非流动资产	1419	1406	1344	1287	1236
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1087	1043	1001	962	925
无形资产商誉	80	67	60	54	49
其他	252	296	282	271	262
资产总计	5582	5319	5224	5711	6255
流动负债	1316	1567	1073	1204	1343
短期借款	303	258	0	0	0
应付账款	710	673	744	870	1003
预收账款	36	29	32	37	42
其他	267	607	297	297	298
长期负债	1146	806	806	806	806
长期借款	300	0	0	0	0
其他	846	806	806	806	806
负债合计	2462	2373	1879	2010	2150
股本	70	70	70	70	70
资本公积金	2053	1774	1774	1774	1774
留存收益	994	1099	1499	1856	2262
少数股东权益	3	3	2	1	(0)
归属于母公司所有者权益	3117	2943	3343	3699	4105
负债及权益合计	5582	5319	5224	5711	6255

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	378	230	240	266	321
净利润	120	120	400	475	548
折旧摊销	104	119	79	73	68
财务费用	(23)	(24)	(40)	(47)	(54)
投资收益	(3)	(2)	(101)	(101)	(101)
营运资金变动	228	53	(99)	(135)	(140)
其它	(48)	(35)	0	0	0
投资活动现金流	225	(1076)	84	84	84
资本支出	(65)	(71)	(17)	(17)	(17)
其他投资	290	(1005)	101	101	101
筹资活动现金流	120	(321)	(529)	(73)	(89)
借款变动	(139)	(35)	(569)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	(279)	0	0	0
股利分配	(150)	(21)	0	(120)	(143)
其他	404	14	40	47	54
现金净增加额	724	(1167)	(206)	277	316

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3557	3405	3966	4655	5362
营业成本	2445	2343	2591	3028	3491
营业税金及附加	27	24	28	33	38
营业费用	645	598	555	652	751
管理费用	150	116	139	163	188
研发费用	381	368	397	442	483
财务费用	(32)	(50)	(40)	(47)	(54)
资产减值损失	(41)	(22)	(10)	(10)	(20)
公允价值变动收益	19	11	11	11	11
其他收益	112	88	88	88	88
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	33	84	387	474	547
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	30	86	388	475	548
所得税	(90)	(34)	(12)	0	0
少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	121	120	400	477	549

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-16%	-4%	16%	17%	15%
营业利润	-94%	159%	358%	23%	15%
归母净利润	-76%	-0%	233%	19%	15%
获利能力					
毛利率	31.2%	31.2%	34.7%	34.9%	34.9%
净利率	3.4%	3.5%	10.1%	10.2%	10.2%
ROE	3.9%	4.0%	12.7%	13.5%	14.1%
ROIC	0.1%	1.3%	10.4%	12.1%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	44.6%	36.0%	35.2%	34.4%
净负债比率	11.2%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.5	3.6	3.7	3.7
速动比率	2.3	1.9	2.7	2.7	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.1	2.3	2.7	2.7	2.7
应收账款周转率	13.1	16.6	18.8	18.9	18.7
应付账款周转率	2.8	3.4	3.7	3.8	3.7
每股资料(元)					
EPS	1.72	1.72	5.72	6.81	7.84
每股经营净现金	5.40	3.29	3.42	3.80	4.59
每股净资产	44.52	42.04	47.76	52.85	58.65
每股股利	0.30	0.00	1.72	2.04	2.35
估值比率					
PE	69.2	69.5	20.8	17.5	15.2
PB	2.7	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	135.4	87.7	19.7	16.7	14.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。