

技术+场景破局，重估生态价值

华泰研究

2025 年 6 月 10 日 | 中国内地

首次覆盖

小家电

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

150.00

研究员 樊俊豪
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

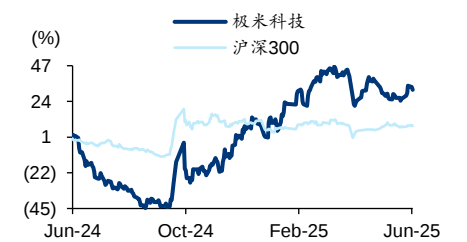
研究员 王森泉
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

研究员 周衍峰
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	150.00
收盘价(人民币 截至 6 月 10 日)	121.59
市值(人民币百万)	8,511
6 个月平均日成交额(人民币百万)	122.42
52 周价格范围(人民币)	51.11-135.51
BVPS(人民币)	42.77

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖极米科技, 给予“买入”评级, 目标价 150.0 元(对应 2025 年 30xPE)。极米科技凭借全链路技术布局构建核心优势: 光机自研能力行业领先(自研占比 90%), 实现“整机+算法+光机”垂直整合; 研发投入强度高(24 年研发费用率 10.8%), 三色激光、鹰眼光学等专利技术巩固高端定位。公司依托智能化与本土化战略, 海外市场渗透加速(2024 年海外收入同比+19%, 占比达 33%), 有望进一步抢占全球中高端市场份额。且软硬件一体化下, 互联网业务提供长期增长空间。车载光学技术复用已获 8 家车企定点, 技术外溢打开第二增长曲线。我们认为从短期看公司盈利能力恢复趋势积极, 且通过硬件创新与产业链自主可控, 持续强化护城河, 具备长期竞争力。

深耕高端智能投影, 行业承压下的龙头韧性显现

尽管投影行业面临压力, 公司精准把握“K 型消费”趋势, 通过多价格带布局(1500-10000 元)稳固 DLP 市场地位。2024Q4 起受益于政策刺激及产品结构优化, 公司实现盈利拐点, 25Q1 净利同比+337.5%。新品 Play6/6e 系列抢占入门级市场, RS 系列巩固高端, 推动 25Q1 毛利率回升至 34%, 经营明显改善。

产业链实力拓展多元品类, 全球化+场景创新驱动新增长

海外高增长+新场景打破行业天花板。公司 24 年海外收入占比 33%, 海外多国高端产品进入热销榜, 本土化创新(如吸顶灯投影)差异化竞争; 车载业务从 0 到 1 突破(8 个定点), 25 年量产将贡献增量; 高毛利率互联网服务具备潜力, 但 ARPU 值(42 元)仅为传统电视龙头的 57%, 用户付费潜力待释放。

我们与市场观点不同之处

市场聚焦短期盈利改善, 我们更看重长期价值: (1) 互联网生态被低估(预计 24 年月活转化率 63%, 转化率较高, ARPU 潜在提升空间大)和海外市场提供长期增长空间。(2) LCOS 光阀国产化或有突破(联合华为), 进一步优化供应链成本。(3) 车载业务量产, 2025 年起有望贡献收入。整体或推动估值从硬件向“终端+服务”平台切换。

投资建议: 盈利有望强化, 具备增量成长空间, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 3.5/4.04/4.47 亿元, 同比+191%/+15.4%/+10.8%, 对应 EPS 为 5.0/5.77/6.39 元。Wind 可比公司 25 年一致预期 PE 为 33x(按市值加权平均), 考虑到公司对比可比公司在品牌、渠道等方面仍有追赶空间, 给予公司 25 年 30 倍目标 PE, 对应目标价 150.0 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 核心芯片供应存贸易摩擦风险, 出口不确定性, 行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	3,557	3,405	4,080	4,686	5,113
+/-%	(15.77)	(4.27)	19.84	14.85	9.12
归属母公司净利润(人民币百万)	120.50	120.14	349.81	403.77	447.45
+/-%	(75.97)	(0.30)	191.16	15.42	10.82
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.72	1.72	5.00	5.77	6.39
ROE(%)	3.86	3.97	11.22	11.55	11.41
PE(倍)	70.63	70.84	24.33	21.08	19.02
PB(倍)	2.73	2.89	2.59	2.30	2.05
EV EBITDA(倍)	68.09	42.99	15.33	13.91	12.44

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,163	3,912	4,799	5,109	5,714
现金	2,190	2,049	2,456	2,820	3,078
应收账款	216.19	194.78	297.72	267.93	349.31
其他应收账款	30.61	97.60	56.05	120.42	72.14
预付账款	19.44	23.54	27.97	31.19	33.37
存货	1,098	928.40	1,343	1,250	1,563
其他流动资产	608.17	618.97	618.97	618.97	618.97
非流动资产	1,419	1,406	1,514	1,634	1,691
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,087	1,043	1,154	1,268	1,331
无形资产	58.55	47.56	40.53	27.24	12.95
其他非流动资产	273.65	315.77	319.45	339.04	347.17
资产总计	5,582	5,319	6,313	6,743	7,406
流动负债	1,316	1,567	2,211	2,239	2,453
短期借款	302.68	258.04	1,033	980.69	1,097
应付账款	682.08	646.52	842.40	857.64	986.80
其他流动负债	331.31	662.19	335.91	400.26	369.40
非流动负债	1,146	806.23	806.23	806.23	806.23
长期借款	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	846.15	806.23	806.23	806.23	806.23
负债合计	2,462	2,373	3,018	3,045	3,259
少数股东权益	3.45	3.17	2.77	2.37	2.97
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00
资本公积	2,092	1,938	1,938	1,938	1,938
留存公积	984.36	1,090	1,439	1,842	2,290
归属母公司股东权益	3,117	2,943	3,292	3,696	4,144
负债和股东权益	5,582	5,319	6,313	6,743	7,406

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	378.27	230.24	103.21	544.07	209.15
净利润	119.81	119.86	349.41	403.37	448.05
折旧摊销	125.31	143.12	126.34	81.93	88.95
财务费用	(31.64)	(49.80)	(50.00)	(52.00)	(55.00)
投资损失	(2.50)	(1.61)	(2.00)	(2.20)	(2.42)
营运资金变动	143.26	73.54	(299.54)	133.98	(249.43)
其他经营现金	24.04	(54.87)	(21.00)	(21.00)	(21.00)
投资活动现金	225.47	(1,076)	(210.83)	(178.93)	(122.95)
资本支出	(64.72)	(71.32)	(227.87)	(200.27)	(147.60)
长期投资	268.72	(19.83)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	21.47	(985.35)	17.04	21.35	24.64
筹资活动现金	120.13	(320.91)	514.16	(0.40)	171.04
短期借款	302.68	(44.63)	775.05	(52.40)	116.04
长期借款	0.00	(300.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	22.23	(154.22)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(204.78)	177.94	(260.89)	52.00	55.00
现金净增加额	722.50	(1,165)	406.54	364.75	257.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,557	3,405	4,080	4,686	5,113
营业成本	2,445	2,343	2,625	2,998	3,252
营业税金及附加	27.28	24.10	28.88	33.17	36.20
营业费用	644.73	597.79	632.41	726.34	792.58
管理费用	150.01	116.41	134.64	149.95	163.63
财务费用	(31.64)	(49.80)	(50.00)	(52.00)	(55.00)
资产减值损失	(41.54)	(18.44)	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	18.62	10.75	21.00	21.00	21.00
投资净收益	2.50	1.61	2.00	2.20	2.42
营业利润	32.55	84.45	377.99	436.44	485.01
营业外收入	0.83	4.51	4.80	5.00	5.00
营业外支出	3.14	3.38	3.00	3.00	3.00
利润总额	30.23	85.57	379.79	438.44	487.01
所得税	(89.57)	(34.29)	30.38	35.08	38.96
净利润	119.81	119.86	349.41	403.37	448.05
少数股东损益	(0.70)	(0.28)	(0.40)	(0.40)	0.60
归属母公司净利润	120.50	120.14	349.81	403.77	447.45
EBITDA	107.73	170.95	483.01	502.44	550.63
EPS (人民币, 基本)	1.72	1.75	5.00	5.77	6.39

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(15.77)	(4.27)	19.84	14.85	9.12
营业利润	(93.61)	159.46	347.61	15.46	11.13
归属母公司净利润	(75.97)	(0.30)	191.16	15.42	10.82
获利能力 (%)					
毛利率	31.25	31.19	35.65	36.03	36.40
净利率	3.37	3.52	8.56	8.61	8.76
ROE	3.86	3.97	11.22	11.55	11.41
ROIC	(3.60)	2.24	15.29	18.15	17.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.11	44.62	47.80	45.15	44.01
净负债比率 (%)	(24.15)	(23.50)	(19.26)	(28.44)	(28.77)
流动比率	3.16	2.50	2.17	2.28	2.33
速动比率	2.18	1.82	1.50	1.66	1.63
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.62	0.70	0.72	0.72
应收账款周转率	13.15	16.57	16.57	16.57	16.57
应付账款周转率	2.93	3.53	3.53	3.53	3.53
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	1.72	5.00	5.77	6.39
每股经营现金流(最新摊薄)	5.40	3.29	1.47	7.77	2.99
每股净资产(最新摊薄)	44.52	42.04	47.03	52.80	59.20
估值比率					
PE (倍)	70.63	70.84	24.33	21.08	19.02
PB (倍)	2.73	2.89	2.59	2.30	2.05
EV EBITDA (倍)	68.09	42.99	15.33	13.91	12.44

正文目录

核心观点	6
极米科技：智能投影标杆，积极寻变、筑底回升	7
多战略调整：全价格带覆盖、出海与多元布局	7
复盘发展脉络：公司重视技术研发，强化高端定位、盈利已显现改善趋势	7
股价受业绩增长驱动，基本面 24 年触底回升	8
大股东持股比例高，高管技术背景深厚	9
股权激励鼓舞士气，共绘公司海外新蓝图	10
国补推动需求回暖，下沉产品渗透势在必行	11
大屏渗透仍有空间	11
K 型消费趋势下的投影内销市场结构分化	13
技术深耕，巩固先发高端优势	13
国补政策催化 DLP 技术市占率跃升	13
研发费用率领先行业，技术积累打造护产业城河	15
优化产品结构，布局下沉市场	17
精准把握消费趋势，完善多价格带产品矩阵	17
光机自研，强化技术及产品优势	18
互联网业务提升盈利质量，新兴业务拓展增量	20
硬件导入生态，互联网服务起量	20
用户月活转化率保持高位	21
增值消费占比提升，或带来估值重估	21
进军车载业务，成立一年内斩获八项定点项目	22
车载领域潜在市场空间充足	23
在研项目多，期待开拓多元领域	25
全球化发展加速，高举智能化标签巩固份额	26
看好智能投影出海前景	26
出海战略：他山之石，可以攻玉	30
多要素助推石头出海，成功打造第二增长曲线	30
海外市场前景广阔，出海正当时	30
盈利预测	33
风险提示	36

图表目录

图表 1：极米科技在售产品矩阵	7
图表 2：公司营业收入增速于 2024 年触底回升	8
图表 3：公司归母净利增速也于 2024 年触底回升	8
图表 4：极米科技上市后股价一度达到 883 元/股，但随着基本面表现弱化，市值在 2021.07-2024-10 期间承压	9

图表 5: 极米科技股权结构 (截至 2025/3/31)	9
图表 6: 极米科技 2024 年股权激励计划: 公司层面业绩考核要求	10
图表 7: 2016-2025Q1 中国智能投影 (不含激光电视) 市场销量	11
图表 8: 2016-2025Q1 中国智能投影 (不含激光电视) 市场销售额	11
图表 9: 2014-2024 全球和中国电视平均出货尺寸	11
图表 10: 2016-2024 国内智能投影渗透率	11
图表 11: 2023 年国内投影投诉年龄分布	12
图表 12: 年轻人最想入手的电子产品	12
图表 13: 中国智能投影线上市场各价格段销售量占比	13
图表 14: 国补后投影仪线上销售额明显好转	14
图表 15: 国补后 DLP 销售量占比明显回升	14
图表 16: 极米科技线上投影仪销售额份额在 2024 年回升	14
图表 17: 国补后 DLP 投影市场品牌份额变化	14
线上有效品牌数量自 2022 年后逐步下降	15
图表 18: 市场现有投影显示技术对比	15
图表 19: 极米科技 2017-2025Q1 研发费用情况	16
图表 20: 极米科技研发费用率对比新兴家电产品公司	16
图表 21: 激光技术对比	16
图表 22: 极米科技 2019-2025Q1 销售费用情况	17
图表 23: 极米科技销售费用率同业对比	17
图表 24: 极米产品迭代历程	17
图表 25: 极米科技各系列新产品发售价格变化	18
图表 26: 极米科技光机自研率带动毛利率上涨	18
图表 27: 投影仪成本拆分	19
图表 28: 极米科技 2017-2024 主营业务收入构成 (分业务)	20
图表 29: 极米科技 2017-2024 分业务毛利率	20
图表 30: 公司月活用户转化率测算	21
图表 31: TCL 电子国内月活用户转化率测算	21
图表 32: 极米科技终端用户规模及 ARPU 值	22
图表 33: 宜宾极米 2024 年车载定点项目	23
图表 34: 受益于技术迭代, 中国各类汽车中智能座舱渗透率稳步提升	24
图表 35: 智能座舱细分领域渗透率仍有明显差异	24
图表 36: 预期未来车载投影主要应用场景市场规模	25
图表 37: 极米科技在研各项技术投入资金情况 (万元)	25
图表 38: 2021-2024 全球投影机市场出货量 (万台)	26
图表 39: 中国投影仪销售量 VS 电视销售量明显高于全球市场	26
图表 40: 2024 年全球投影仪出货前十大品牌	26
图表 41: 极米及爱普生投影业务对比	27
图表 42: 极米科技 2017-2024 年营业收入 (分地区)	27
图表 43: 极米科技 2017-2024 年主营收入毛利率拆分 (分地区)	27



图表 44: 海外热销家用投影仪产品对比	28
图表 45: 美国亚马逊投影仪 Best seller 榜单 (2024 年 5 月)	28
图表 46: 美国亚马逊投影仪 Best Seller 榜单 (2025 年 4 月)	28
图表 47: 日本亚马逊投影仪 Best Seller 榜单 (2024 年 5 月)	29
图表 48: 日本亚马逊投影仪 Best Seller 榜单 (2025 年 4 月)	29
图表 49: 极米科技海外产品矩阵	29
图表 50: 2020-2024 石头科技分区域营收及毛利率情况	30
图表 51: 全球投影仪分区域销售量	31
图表 52: 全球投影仪分区域销售量同比增速	31
图表 53: 极米出海区域布局情况	31
图表 54: 基于假设的极米出海收入测算	32
图表 55: 极米科技分业务营收预测	34
图表 56: 极米科技分业务毛利率预测	35
图表 57: 极米科技四项费用率预测	36
图表 58: 可比公司估值对比	36
图表 59: 极米科技 PE-Bands	37
图表 60: 极米科技 PB-Bands	37

核心观点

1) 技术护城河与产业链垂直整合，构筑核心竞争力

极米科技通过全链路技术布局构建深厚护城河：(1) 光机自研能力行业领先，2019 年实现光机自主化，自研光机占比达 90%，形成“整机+算法+光机”垂直整合能力，继续看好核心零部件国产替代；(2) 高强度研发投入，2024 年研发费用率 10.8%，大幅领先于新兴家电同业，累计专利超 1168 项（其中发明专利 402 项），三色激光（Dual Light 2.0）、鹰眼计算光学等技术夯实行业高端地位，旗舰产品亮度达 3700lm/CVIA；(3) 车载光学技术复用，自研光机模组适配车载环境，已获北汽新能源等 8 家车企定点订单（截至 2025 年 3 月），技术外溢打开第二增长曲线。

2) 市场格局波动下的龙头韧性

极米在行业洗牌中展现强抗压能力，尽管 2023 年投影行业首次出现量价齐跌（出货量同比-5%、销售额同比-17%，据洛图科技），极米通过多价格带精准卡位（覆盖 1500-10000 元），在 DLP 市场份额持续稳固。2024Q4 受益于国补政策实现业绩拐点，内销毛利率企稳回升，24Q4 净利 1.62 亿元，环比扭亏、同比+375%，25Q1 净利 0.63 亿元，同比+337.5%。捕捉市场需求，公司 25 年新推 Play6/6e 系列（1500-2000 元）狙击 1LCD 市场，RS 系列（5000 元+）巩固高端优势，25Q1 实现 34%高毛利率。

3) 全球化+新应用场景破局，打开新市场空间

新市场拓展驱动长期空间：(1) 公司海外收入 19-24 年 CAGR 超 57%，2024 年占比达 33%。日本市场高端产品 Aladdin X2 Plus 等多款产品进入 Best Seller 榜单，本土化创新产品（如吸顶灯投影）差异化突围。(2) 车载业务从 0 到 1 突破，截至 25 年 3 月，已获得 8 个定点，我们预计 25 年首批定点项目量产，车载光学业务有望打开新增长点。(3) 互联网服务具备高毛利变现潜力，2024 年互联网增值业务盈利能力维持高位（毛利率 95.5%），我们测算公司 ARPU 值约 42 元，仅为传统电视龙头（TCL 74 港元）的 57%，用户基数（370 万 MAU）与付费场景扩展空间充足。

我们与市场观点的不同之处：

市场更多关注短期盈利改善，我们认为 (1) 市场普遍认为极米仍属硬件制造商，但其互联网生态价值尚未充分定价：用户付费转化较强，我们测算公司 GMUI 系统月活转化率约 62.6%，显著高于传统电视（30%-40%），Z 世代占比高支撑付费意愿；软硬件协同效应，自研系统 GMUI 与内容平台深度绑定，24 年互联网增值服务贡献 13.2%毛利，但 ARPU 值（24 年约 42 元）仍明显低于国内电视龙头水平，潜力充足；海外市场（全球投影渗透率较低）长期成长空间充足，且变现模式有待突破，参考 Roku 硬件引流+广告分成的成功路径，极米海外用户运营有提升空间。(2) LCOS 光阀国产化或有突破（联合华为），进一步优化供应链成本。(3) 车载业务量产，2025 年起有望贡献收入。整体有望将推动公司估值从硬件向“终端+服务”平台切换。

极米科技：智能投影标杆，积极寻变、筑底回升

多战略调整：全价格带覆盖、出海与多元布局

极米科技通过持续不断的研发投入，巩固高端投影仪定位，产品覆盖全价格带，国补下抓住行业回暖机遇，24Q4 实现业绩与市场地位的双提升。展望极米科技全球成长空间，我们认为在高端产品放量巩固品牌形象、下沉市场渗透提升规模效应的驱动下，极米科技有望在国内市场延续产业优势，并逐步呈现经营质量优化效果。同时，互联网增值服务与车载业务的拓展将带来新增量，而智能产品出海战略的加速则有望推动公司在全球范围内的渗透。以上因素共同作用下，我们看好公司 2025 年业绩继续好转，并开启新的成长空间。

复盘发展脉络：公司重视技术研发，强化高端定位、盈利已显现改善趋势

公司高度注重技术研发与创新，在全球中高端家用投影仪市场已经拥有一席之地，继续发力下沉价格带，完善产品覆盖矩阵。公司历来重视研发，自 2019 年起实现了光机技术的自主化并逐步导入量产，目前公司是中国少数同时具备自研自造光学镜片投影光机和整机能力的企业，在中高端市场优势地位稳固。同时，公司 2023-2024 年强化了 Play 系列产品竞争力，发力 1500-2000 元性价比市场，瞄准 1LCD 核心价格带，有望巩固成长基础。

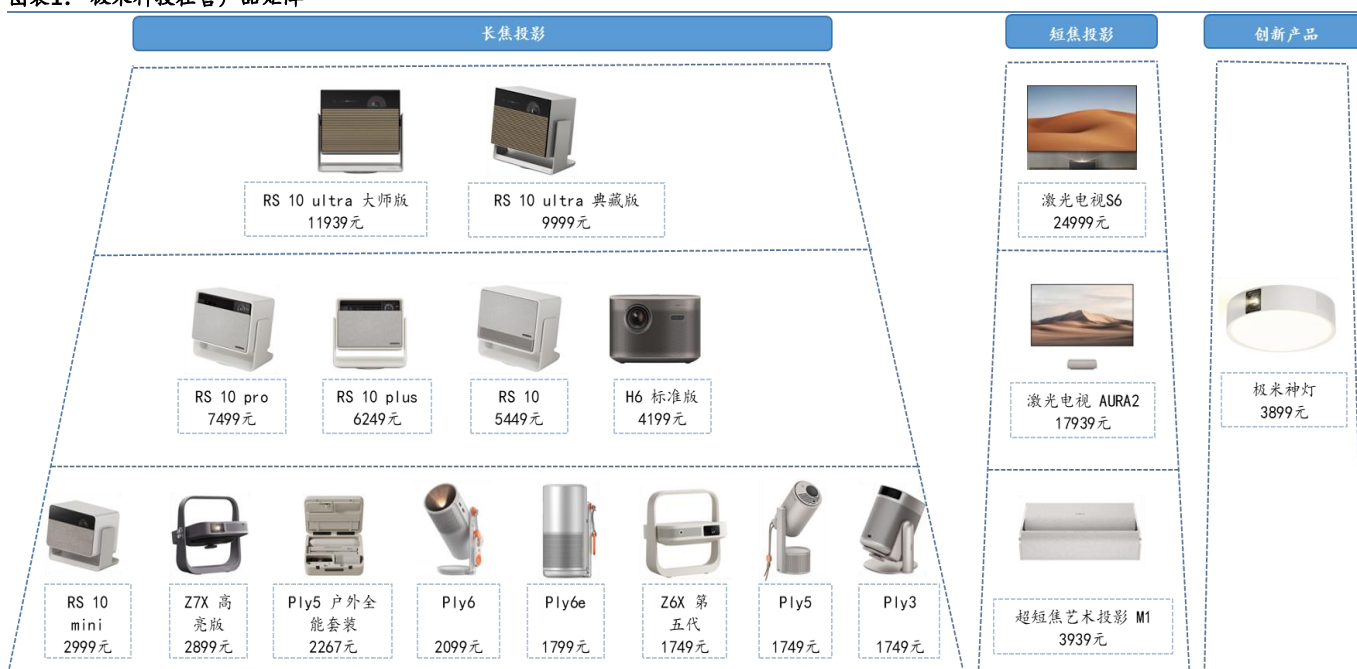
公司多年的发展不仅已在消费者心中树立了良好的品牌形象，更凭借领先的技术研发，不断引领整个行业的发展，其中三次关键跃升确立行业地位：

产品突破期（2014-2018）：2014 年推出首款量产智能投影产品 Z3，产品智能化能力突出，推动了投影产品向消费级场景的渗透，2018 年更凭借 Z 系列登顶国内投影出货量第一，并蝉联至今（IDC 数据），打破外资品牌垄断；

技术自主期（2019-2021）：2019 年实现自研光机量产，2021 年公司全球出货量突破百万台，自研光机占比提升至 90%，构建“整机+算法+光机”全链路能力；

全球化与多元化（2022 至今）：海外市场拓展至日、美、欧；2023-2024 年，Play 系列强化 2000 元以下市场竞争力，RS 系列巩固 5000 元以上市场份额，优化产品矩阵；依托技术积累切入车载投影赛道，截至 25 年 3 月获北汽新能源等 8 家定点订单，探索第二增长曲线。

图表1：极米科技在售产品矩阵



注：截止日期为 2025 年 4 月 29 日；货币单位为人民币

资料来源：公司官网、华泰研究

股价受业绩增长驱动，基本面 24 年触底回升

公司自 2021 年上市后股价经历“过山车”式波动，一方面，公司面临行业红利消退，业绩增速弱化的压力，另一方面，高成长的估值逻辑面临重构压力。但是随着 2024 年国补带来的需求好转，我们预期 2025 年公司收入有望延续好转趋势，同时随着老产品去库存的影响消退、新品国产零部件替代优势显现，公司毛利率有望回升。

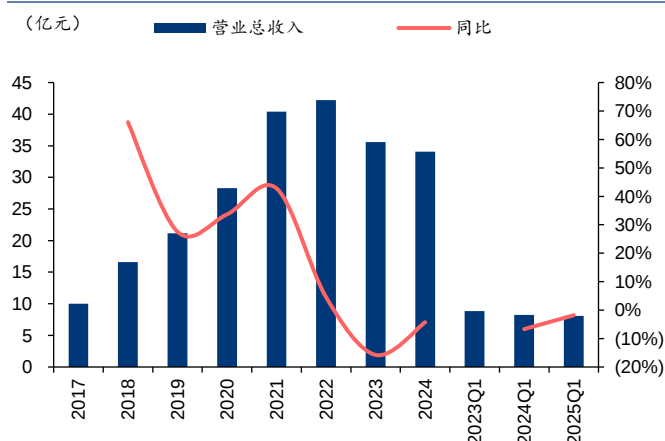
基本面：从收入/净利高增到回落，再到触底反弹

2018-2022 年，恰逢国内智能投影行业渗透率快速提升期，行业销量复合增速达+37%（据洛图科技）。公司技术壁垒（如自研光机、DLP 技术）叠加市场份额优势（至 2022 年，已连续四年出货量第一，IDC），18-22 年营收与净利润年复合增速分别为+33%、+103%，支撑公司 2021 年上市后股价快速上涨，一度达到 883 元/股。

2022 年起，行业需求开始分化，国内智能投影零售量同比仍有增长，但是 1LCD 技术路线崛起（低成本、高性价比），中高端产品竞争压力凸显。而 2023 年国内投影仪需求进一步承压（销量同比-5%，据洛图科技），公司收入及净利明显弱化，压制股价。

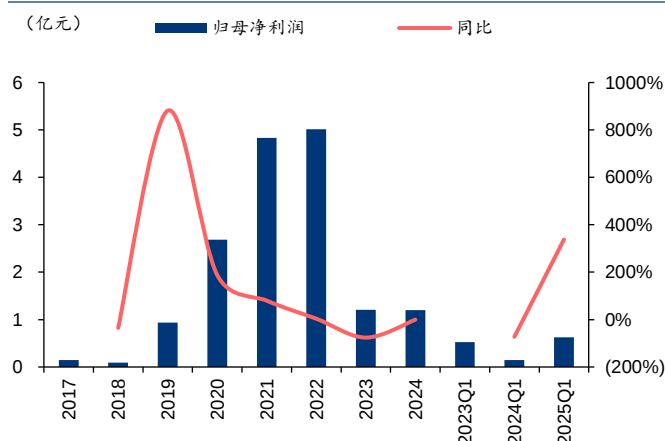
2024 年，行业需求触底，叠加国补释放消费需求和行业结构改善，公司 24Q4 归母净利恢复同比增长。

图表2：公司营业收入增速于 2024 年触底回升



资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：公司归母净利增速也于 2024 年触底回升



资料来源：公司公告、华泰研究

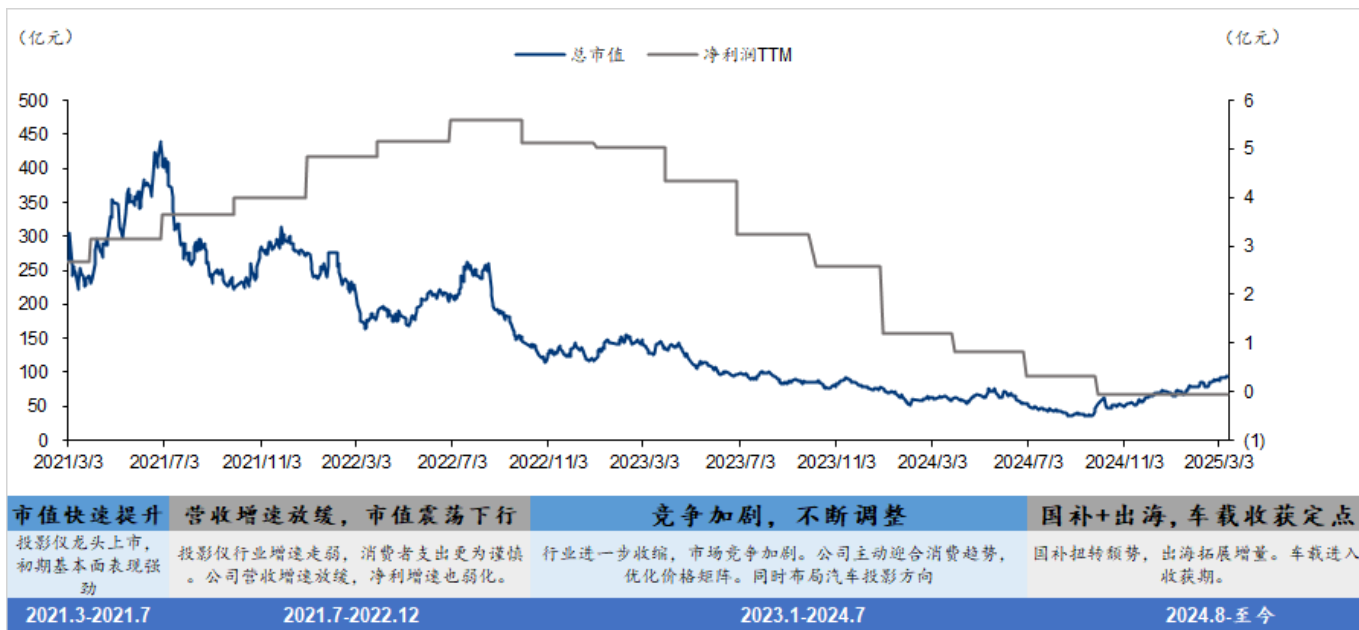
股价：市场不断消化高估值压力

2021 年公司上市初期，市场基于对行业高增长及公司龙头地位的乐观预期，给予了较高的市盈率估值溢价，2021 年动态 PE 一度超百倍。

但随着行业竞争加剧（2023 年线上品牌超 300 个，据洛图科技）、性价比市场占优（1LCD 冲击入门级市场，DLP 高端需求减弱），2022Q3 起公司单季归母净利同比增速转负，PE 估值持续下修。至 2024 年 8 月，股价最低跌至 50.71 元/股。

2024 年 7 月底，以旧换新政策逐步铺开，市场需求有所回暖。同时，公司积极调整战略，优化产品矩阵，拓展海外和车载等增量市场，并随着老品降价去库存的毛利率压制影响消退以及费用管控优化，公司盈利企稳修复。

图表4：极米科技上市后股价一度达到 883 元/股，但随着基本面表现弱化，市值在 2021.07-2024.10 期间承压



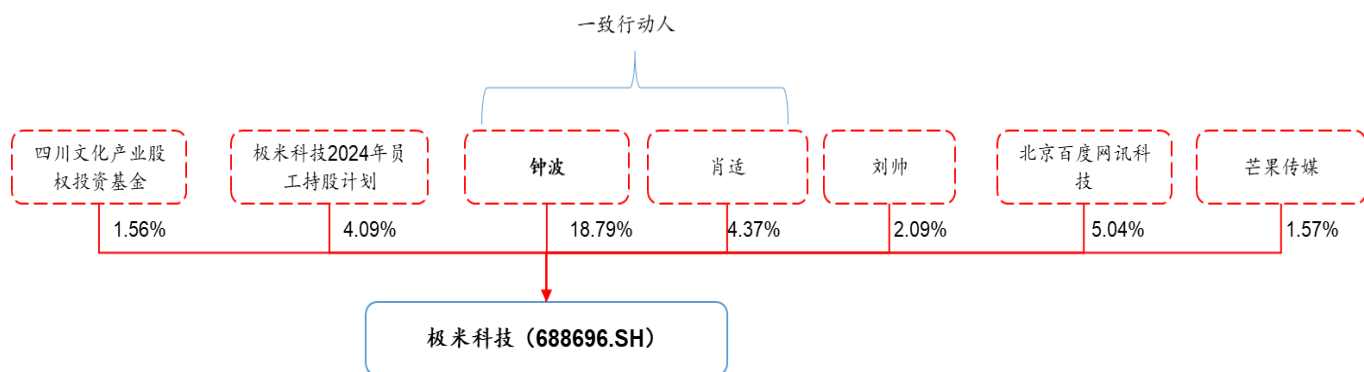
资料来源：Wind、华泰研究

大股东持股比例高，高管技术背景深厚

公司创始人兼董事长钟波为公司第一大股东。截止 2025Q1，钟波直接持股 18.79%，通过一致行动人和生实际控制并担任执行事务合伙人的员工持股平台成都极米企业管理咨询合伙企业（有限合伙）、成都开心米花企业管理咨询合伙企业（有限合伙）间接持股 4.76%，合计持股达 23.55%，为公司实际控制人。

公司管理层呈现年轻化且技术背景深厚的鲜明特点。公司高管团队以“80 后”为主力，壹览商业曾统计，公司为 2021 年中国小家电上市公司高管团队平均年龄最低的榜首(仅 41.11 岁)，充分彰显公司管理层的年轻化优势。钟波、肖适等创始团队核心成员均曾在科技公司研发部门担任要职，研发经验丰富；同时，公司品牌营销、财务等方面的负责人也均具备过硬的专业能力和科技公司工作背景。整个管理团队术业有专攻，协同合作，共同推动公司的稳健发展。2024 年 2 月，从集团内部聘用冉鹏、倪宁任副总经理，继续强化技术及供应链能力。

图表5：极米科技股权结构（截至 2025/3/31）



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

股权激励鼓舞士气，共绘公司海外新蓝图

根据公司 2024 年股票期权及限制性股票激励计划，向激励对象授予权益总计 172.05 万份，占公司目前总股本的 2.46%。

其中包括：

- 1) 首次授予 138.05 万份股票期权，占公司总股本的 1.97%，行权价格为 101.11 元/股；
- 2) 预留 34 万，占公司总股本的 0.49%。

公司层面业绩考核要求分为：1) 主要产品销量和 2) 境外营业收入增长率两大考核指标，若公司未满足上述任一业绩考核目标，所有参与本激励计划的激励对象对应考核当年计划可行权的股票期权全部失效并注销。这一业绩考核要求凸显了公司对海外市场增长的特别关注，公司未来在海外业务方面的推进举措值得期待。2024 年公司产品销售量 108 万台、海外收入同比+18.9%，已经满足第一个行权期考核要求（已授予，尚未到可行权日）。

图表6：极米科技 2024 年股权激励计划：公司层面业绩考核要求

行权安排	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%

资料来源：公司公告、华泰研究

本次激励计划首次授予部分涉及的激励对象共计 21 人，本次激励对象还包括部分中国台湾籍及中国香港籍员工，公司将其纳入本次激励计划，旨在深化公司对国际人才的吸引力与稳定性，进而推动公司核心人才队伍的建设和稳固，为公司的海外长远发展奠定坚实基础。

国补推动需求回暖，下沉产品渗透势在必行

迎接 K 型消费趋势，投影仪凭借大屏沉浸体验（100 寸+）与便携属性的比较优势，在国补下迎来结构性增长。公司通过技术迭代与供应链垂直整合（核心部件如自研光机占比达 90%，2021），在高端市场（5000 元以上）与高质价比市场（2000 元以下）同步完善产品矩阵，有望分享大屏替代红利。

大屏渗透仍有空间

投影产品受益于国补政策延续下的需求回暖及消费者大屏需求的渗透。2024 年国补政策落地有效对冲宅经济需求透支影响，驱动行业进入换新驱动阶段。回溯历史，洛图科技数据显示，中国智能投影市场曾于 2017-2022 年实现高速增长（销售量/额 CAGR 分别为 +42%/+40.6%），25Q1 在高基数压力下，量同比-0.8%、额同比+0.3%，但当前在政策驱动下，大量潜在的需求消费者因预期即将到来的“618 大促”而在第一季度持币观望，叠加 25Q2 更多新品上市，25Q2 有望恢复积极增长态势。

图表7：2016-2025Q1 中国智能投影（不含激光电视）市场销量



资料来源：洛图科技、华泰研究

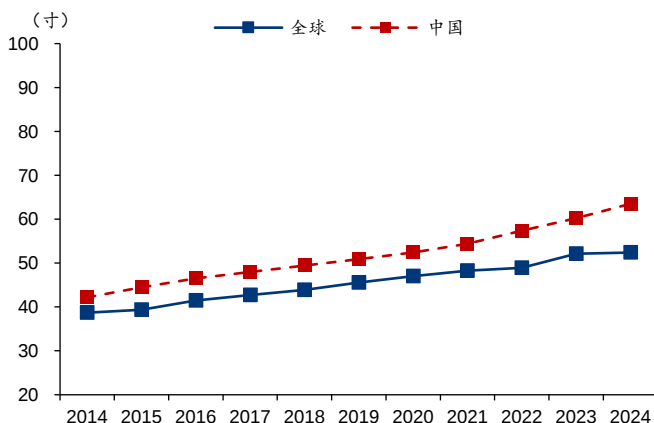
图表8：2016-2025Q1 中国智能投影（不含激光电视）市场销售额



资料来源：洛图科技、华泰研究

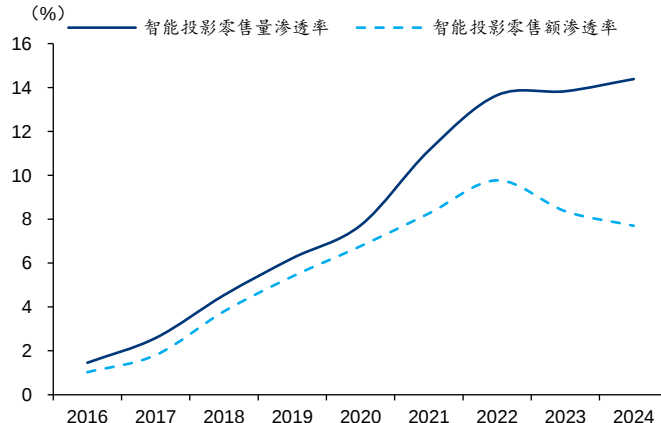
显示需求大屏化以及家居智能化的消费升级趋势，助推智能投影需求的增长。中国家庭显示设备大屏化进程显著领先全球，奥维云网数据显示，2024 年电视平均尺寸达 63 英寸（全球 52.4 英寸）。而在 100 英寸以上市场，投影仪具备入户更为便捷、产品设置便利等相对优势，大屏消费渗透有望助推投影仪需求恢复。

图表9：2014-2024 全球和中国电视平均出货尺寸



资料来源：奥维云网、产业在线、洛图科技、华泰研究

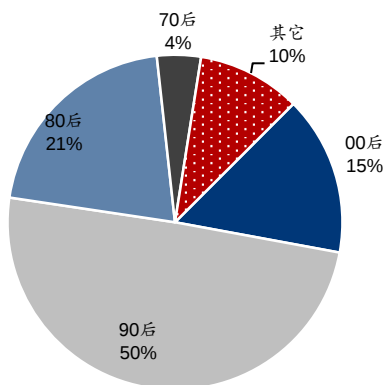
图表10：2016-2024 国内智能投影渗透率



资料来源：奥维云网、洛图科技、华泰研究

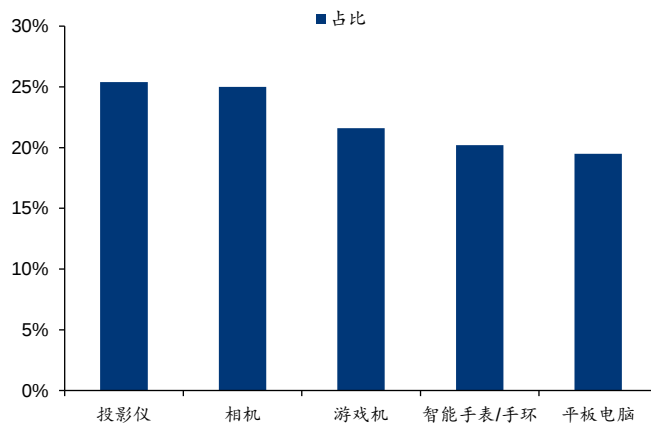
智能投影消费者画像偏年轻，用户群追求新潮、便捷。Z世代（90后占比55%）为智能投影核心客群，其娱乐需求呈现场景碎片化（卧室/露营使用高）与预算敏感化特征。在2023年京东电器和后浪研究所联合发布的《年轻人潮流电器新品报告》显示，25.4%的年轻人将投影仪列为首选电子产品，推动行业向“高参数性能+亲民定价”的质价比需求模式演进，加速中低端市场渗透与技术下沉。

图表11：2023年国内投影投诉年龄分布



资料来源：消费保、华泰研究

图表12：年轻人最想入手的电子产品



资料来源：京东电器、后浪研究所、华泰研究

未来投影产品市场是否能够持续扩容无疑是投资人最大的担忧。我们认为，在2022-2024年期间，受到宅经济透支影响，智能投影仪产品保有量提升速率放缓，但基于消费品的需求模型，中长期智能投影普及性需求仍有看点，且在光源技术升级、高质价比核心零部件国产替代放量、智能技术应用的推动下，更多高性价比产品有望推向市场、推动产品渗透率提升。

基于消费品需求模型，投影仪需求可拆解为普及性需求、新房拉动需求及存量置换需求三大类：

1) 普及性需求：透率提升可期，受益于政策催化

投影仪渗透率水平不高，核心用户以追求大屏观影体验的年轻群体为主。且消费者对于大尺寸观影需求仍持续存在，投影仪在价格敏感性（中低端产品均价明显低于同尺寸电视）及空间灵活性（无需固定安装）仍具显著优势，支撑保有量提升逻辑。尽管宅经济红利透支导致2021-2022年需求前置，但以旧换新政策补贴正逐步修复需求曲线，我们预计2025年国补政策延续或继续拉动普及型产品放量；

2) 新房拉动需求：地产拖累减弱，边际改善可期

地产销售偏弱压制新增需求，我们认为若2025年住房销售触底回升，叠加精装房智能家居方案渗透率提升，新房场景对激光电视、超短焦产品的配套需求有望迎来结构性修复；

3) 存量置换需求：技术迭代驱动升级，高端化路径清晰

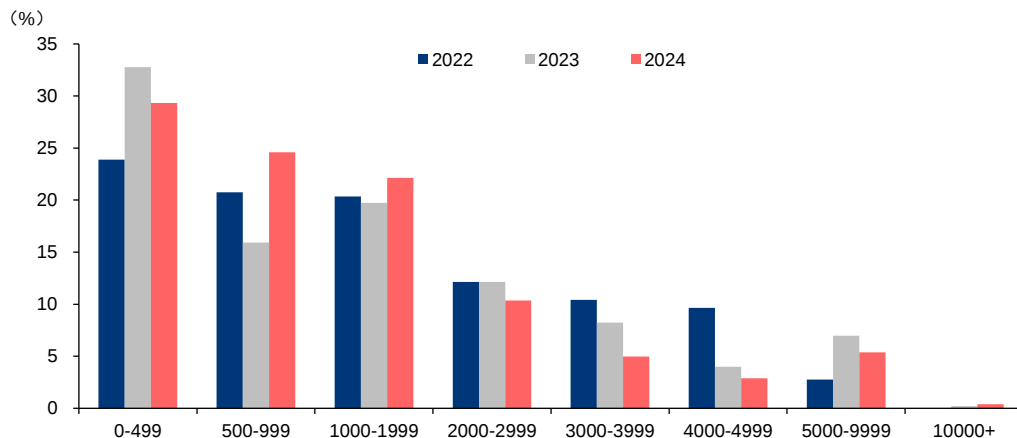
投影仪存量规模较小（家用产品推出历史不长），导致自然置换贡献依然有限。但技术迭代加速（如1000流明以上高亮光源、云台自动校正、4K高清、超短焦等技术）正强化产品使用体验，刺激中高净值用户升级置换。我们认为国补红利下，技术驱动型置换需求占比有望提升，或成为均价上行的核心推动力。

K 型消费趋势下的投影内销市场结构分化

产品结构 K 型分化明显，入门级及高端产品均有空间。2022-2024 年国内投影仪市场整体表现不温不火，但价格带呈现 K 型分化。一方面，2024 年 500 元以下的尝鲜价格段（仍可实现百寸大屏投影）和 500-1000 元的价格段份额较 2022 年提升明显，我们认为这反映出价格敏感型用户对基础大屏需求（100 英寸+）的需求。另一方面，2024 年 5000 元以上的产品份额也较 2022 年有明显提升，万元以上的智能投影产品也开始起量，我们认为这印证高端场景（如家庭影院、商用展示）对画质与沉浸体验的溢价支付意愿。

价格锚定+场景泛化，投影比较优势凸显。投影仪在大屏性价比与场景适应性上形成差异化竞争力。价格优势：1000 元以下的投影仪产品能实现 100 寸以上的屏幕投影，但是 80-89 寸电视线上均价超过 6700 元、90 寸以上电视线上均价更是超过 11000 元（奥维云网，2024 年）。便携优势：85 英寸以上电视受限于电梯/楼道空间，安装较为不便，而超短焦投影（投射比 0.25:1，距离墙面 30 厘米左右便可以投 100 寸大屏）可适配小户型卧室，能够同时满足大屏、租房与移动需求场景。

图表13：中国智能投影线上市场各价格段销售量占比



资料来源：洛图科技、奥维云网、华泰研究

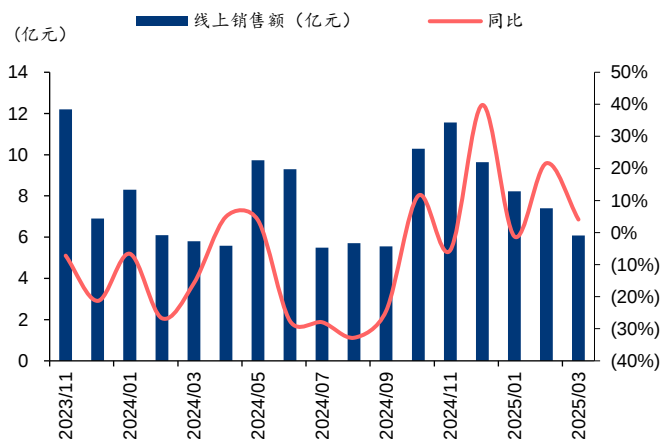
当前市场中，低端产品通过参数下沉（如 500 元档实现 500 流明+自动对焦）加速普及，而高端产品依托技术升维（4K、激光、三色光源等）分享国补下的家庭影音升级红利。极米巩固中高端 DLP 标杆地位、自研光机等核心部件降低成本、多元产品下沉突围，有望巩固差异化竞争优势。

技术深耕，巩固先发高端优势

国补政策催化 DLP 技术市占率跃升

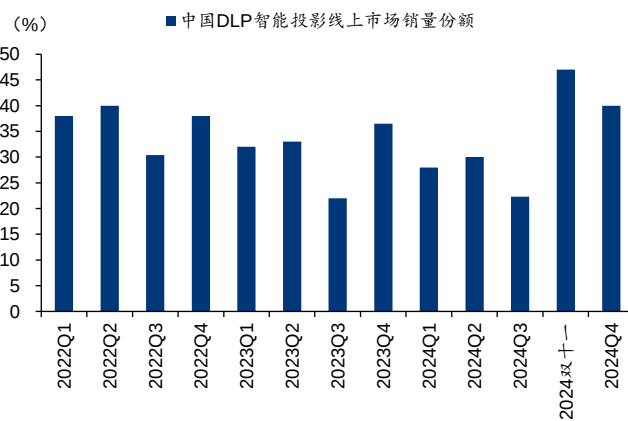
2024 年 8 月国补政策指引下，部分地方将智能投影产品纳入补贴范围，智能投影市场回暖，久谦数据显示，2024 年 10 月以来投影仪线上销售额/量同比增速均有明显回升，极米整体销售额份额也实现同比回升。DLP 技术凭借高画质稳定性、高对比度与亮度性能优势，在中高端市场份额快速反弹。根据洛图科技数据显示，2024 年双十一期间，尤其是 DLP 投影产品，从三季度 22.3% 的销量份额提升至 47% 的销量份额，增长幅度达到 24.7pct；同时拉动 DLP 投影产品四季度销量份额升至 40%，同比增长 9.6pct。

图表14：国补后投影仪线上销售额明显好转



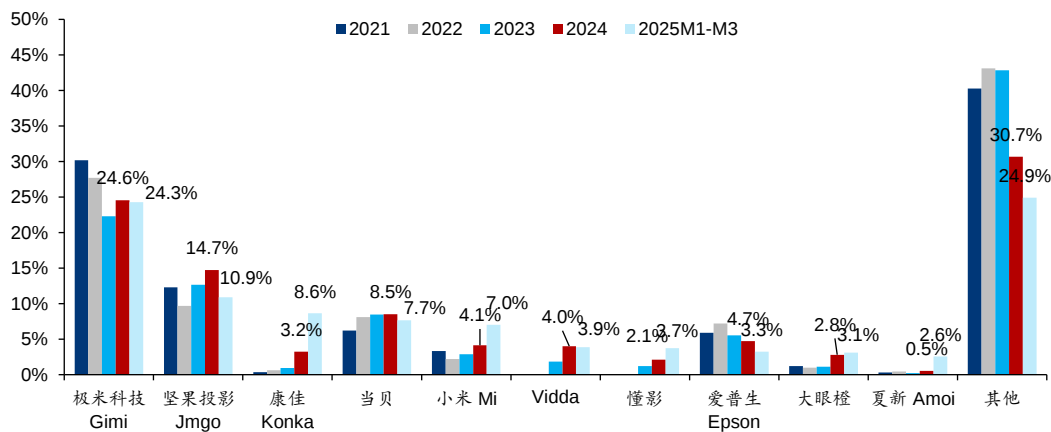
资料来源：久谦数据、华泰研究

图表15：国补后 DLP 销售量占比明显回升



资料来源：洛图科技、华泰研究

图表16：极米科技线上投影仪销售份额在 2024 年回升



资料来源：久谦咨询、华泰研究

DLP 产品头部品牌占比提升。市场呈现马太效应强化趋势，从 2021 年起，极米、坚果、当贝稳居前三，这一趋势在 2024 年双十一期间得到强化。

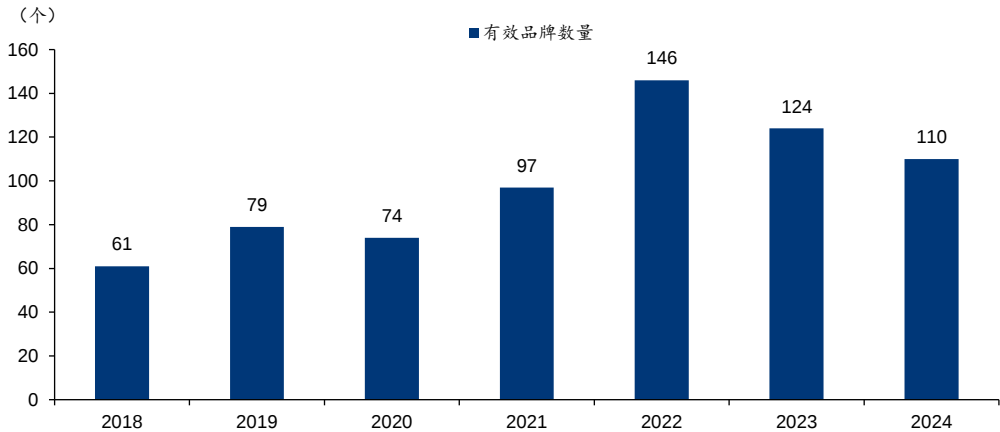
图表17：国补后 DLP 投影市场品牌份额变化

产品市场	品牌				合计销额份额
DLP 投影市场	市场 Top4 品牌				
2024 年双十一期间	极米	坚果	当贝	Vidda	92.40%
2024 年 Q3	极米	坚果	当贝	Vidda	92.10%
2024H1	极米	坚果	当贝	Vidda	90.30%
2024Q1	极米	坚果	当贝	Vidda	88.80%
2023 年	极米	坚果	当贝	Vidda	84.60%
2022 年	极米	坚果	当贝	小米	82.80%
2021 年	极米	坚果	当贝	天猫魔屏	78.10%

资料来源：洛图科技、华泰研究

行业竞争环境逐步优化，线上有效品牌数量有所减少。供给端具备产品及技术实力的企业更能在激烈竞争中存活，行业线上竞争环境有所优化，2024 年有效品牌数量（线上年销量大于 2000 台）下降至 110 个。

线上有效品牌数量自 2022 年后逐步下降



注：2019-2022 为线上年销量≥1000 台，2023-2024 为线上年销量≥2000 台
资料来源：洛图科技、华泰研究

中高端投影市场 DLP 技术兼具成本与性能平衡，仍是当前主流技术。DLP 在对比度（20000:1 以上）、亮度（3000+ ANSI 流明）、体积（<10L）三项核心指标上具备平衡优势，满足中高端用户对家庭影音场景画质、产品智能化、紧凑设计等的多重需求。

图表18：市场现有投影显示技术对比

	DLP	1LCD	3LCD	LCOS
核心部件	数字微镜器件	单片透射式液晶板	3 片透射式液晶板	反射式液晶板
成本	开发和应用成本适中	开发和应用成本低，性价比高	开发和应用成本中等偏高	开发和应用成本较高
优势	高对比度与动态表现优异； 结构紧凑、设备体积小、稳定性高； 响应速度与能耗低，寿命高； 与激光光源适配性强。	供应链较为成熟； 光机小。	色彩亮度与均匀性最优； 无频闪与彩虹效应，适合长时间使用； 光效利用率高于 DLP。	图像锐度领先； 宽色域与黑场表现。
劣势	色彩分离现象（彩虹效应）在低端机型中仍存在； 单 DMD 机型依赖色轮分色，原生色域覆盖略逊于 3LCD。	画质短板：光效利用率不足 15%； 寿命低，液晶面板高温环境下衰减速率大幅快于 DLP。	体积大、散热限制高； 原生对比度瓶颈，层次感弱于 DLP。	产业化滞后，寿命仍有瓶颈； 发热高、系统复杂。
发展趋势	更高亮度、更高分辨率、更小体积、更长灯泡寿命，4K 发展	更高亮度和清晰度、更智能的操作、更适宜的体积和重量，4K 发展	更高分辨率、智能化和网络化、绿色环保	实现国产化、降低应用成本
2024 年全球出货量占比	26.30%	61.40%	12%	0.30%
生产商	德州仪器（TI）	爱普生、索尼	爱普生、索尼	索尼、佳能、JVC、海思
品牌	极米、坚果、明基、LG、鸿基、优派、三星	小米、小明、万拓、WiMiUS、AKIYO、YOTON、ELEPHAS、YABER	爱普生、索尼、NEC、日立、明基	索尼、JVC、佳能、光峰、舜宇光学

资料来源：洛图科技、投影时代、头豹研究院、迪显、华泰研究

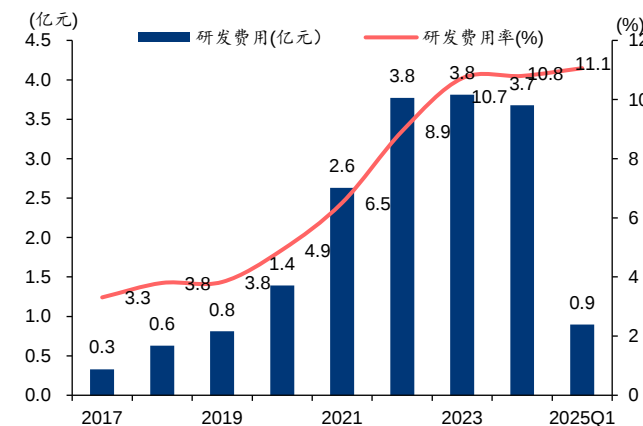
LCOS 技术本土化突破带来新变量。2024 年华为海思与极米联合发布鸿鹄投影解决方案，推动 LCOS 光阀芯片-光机-整机全链条国产化进程加速，或能打破中高端市场德州仪器的 DLP 芯片垄断，推动供应链更为自主可控与芯片成本优化。LCOS 光阀芯片量产成本过往较高，规模化量产或能优化 LCOS 成本，推动 LCOS 技术向更广泛的价格带产品普及。

研发费用率领先行业，技术积累打造护产业城河

极米深耕光学研发，技术优势策略巩固龙头地位。极米以高强度研发投入（2021-2024 年累计近 14 亿元）持续巩固技术领导地位，2024 年公司研发费用率提升至 10.8%，大幅高于新兴家电同业。强化自研：2021 年光机自研比例已经提升至 90%，实现从镜片设计到整机组装的全链条把控。产品升维：2024 年推出的 RS ultra 系列搭载公司最新的 Dual Light 2.0 三色混光、Eagle Eye 鹰眼计算光学 5.0 等行业前沿技术，在产品亮度上最高达到 3700lm/CVIA，色域上达到 110%BT.2020，猫眼仿生光圈 2.0 助力产品达到 2000:1 的高对比度，ultra 系列两款产品定价均突破万元价位。

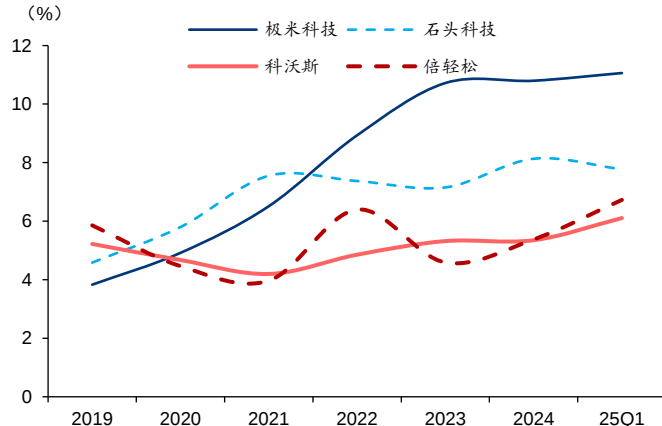
技术外溢拓展场景，车载业务打开增量。依托光学设计、环境感知、人机交互三大技术矩阵，极米将投影能力延伸至车载场景。1) 差异化竞争力：自研光机模组适配车载震动、温变环境，2024 年推出首款车规级 HUD 投影，已获 8 家车企定点（截至 2025 年 3 月）；2) 技术复用逻辑：投影技术（如 Eagle Eye 鹰眼计算光学）复用，实现环境光快速自适应、高精度实时梯形校正等效果。

图表19：极米科技 2017-2025Q1 研发费用情况



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

图表20：极米科技研发费用率对比新兴家电产品公司



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

激光光源技术升维，强化中高端市场产品竞争力。公司在三色激光技术的基础上，不断强化激光光源自研技术，2023 年首次推出 Dual Light 1.0，采用“宽光谱+窄光谱”混合光源，解决了传统光源亮度低、色彩断层等问题；2024 年再次技术迭代，推出 Dual Light 2.0 提升护眼效果，同时保持高色域（BT.2020 覆盖率 95%）和高色准（ $\Delta E < 1$ ）。极米领先的光学技术带动三色激光投影市场增长，也继续巩固了高端市场份额。

图表21：激光技术对比

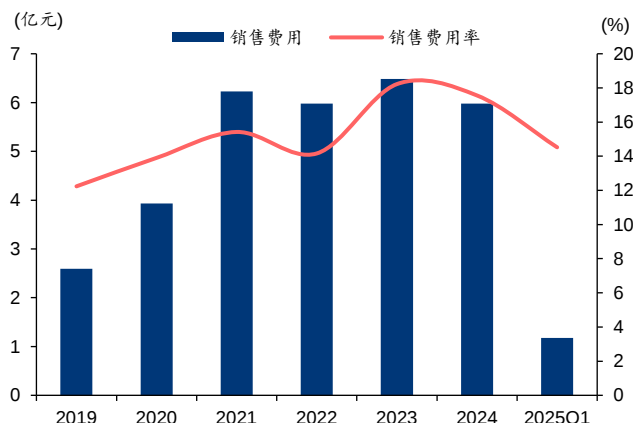
	三色激光技术	Dual Light 1.0 混光技术	Dual Light 2.0 护眼三色激光	ALPD5.0 超级全色激光
技术原理	在机身内部的三路激光发射器分别发出红、绿、蓝三种颜色的光线	采用了三种颜色的 LED 光源,同时又添加了一种红色激光光源	用三色激光的一部分激光打到荧光材料上,激发出连续光谱的光再和三色激光原本的相混合。从最后的实现效果来说,在光谱上要比三色激光多出一段连续的光谱。	以红、蓝、绿的三种激光光源为主基调,叠加融合红、蓝、绿三种 LED 光源并且借助 AI 智能算法对六种光源进行动态调配、取长补短
光源	激光红、绿、蓝	激光红; LED 红、绿、蓝	激光红、绿、蓝; 荧光	激光红、绿、蓝; LED 红、绿、蓝
优势	超广色域、高亮	高色域、自然舒适度	高色域、高亮、画面柔和、护眼	超广色域、高亮、自然舒适度
劣势	散斑、色边	亮度低于纯激光技术	画质不优、对比度低	对比度低
应用产品	Vidda C1 Pro	极米 RS Pro3	极米 RS 10 Ultra	当贝 X5 Ultra

资料来源：公司公告、头豹、华泰研究

公司注重以营销手段推进消费者教育和塑造品牌形象，近年均保持较高的营销费用投入。2024 年公司销售费用为 5.98 亿元，销售费用率为 17.6%（在新兴家电同业中处于较低水平）。**在营销方面，公司一直积极拥抱新媒体。**因新兴流媒平台微博、小红书、Bilibili、抖音等与投影机消费者画像具有高相似度，公司广泛布局上述社媒平台，通过开设官方账号、合作 KOL、广告推广等进行“种草”营销，推进消费者教育。

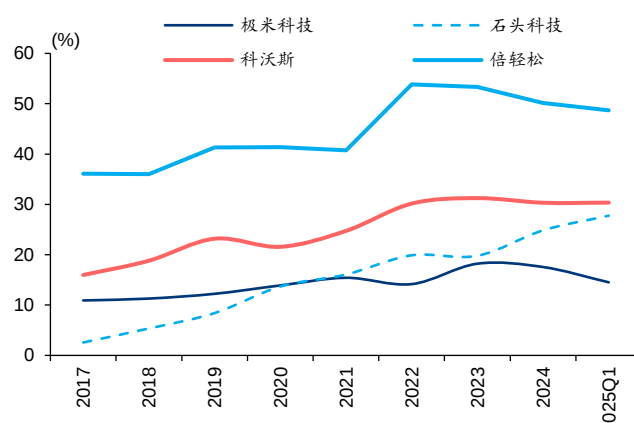
费率角度，2024 年起公司更为重视销售费用精准投放，与同样重视营销的新兴智能家电同行相比，公司近 5 年销售费用率则仍处于可比较低水平。

图表22: 极米科技 2019-2025Q1 销售费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究

图表23: 极米科技销售费用率同业对比



资料来源: Wind、华泰研究

优化产品结构，布局下沉市场

精准把握消费趋势，完善多价格带产品矩阵

公司敏锐捕捉到国内“K”型消费趋势，着力完善覆盖多价格段的产品矩阵。2024年上半年，公司推出定价不足2000元的便携投影 Play 5（延续自动校正、自动对焦，并新增一体式130度隐藏云台设计）及覆盖3000-10000元价格带的RS 10系列。2025年3月，公司针对热销的便携式系列进一步推出了定价在2000元左右的Play 6与Play 6e两款产品（6国补后仅1500元左右），较上代强化亮度、实现360度云台，进一步强化了其便携属性。既夯实了入门级DLP市场份额，又提升中高端产品中激光投影占比，实现产品结构优化。

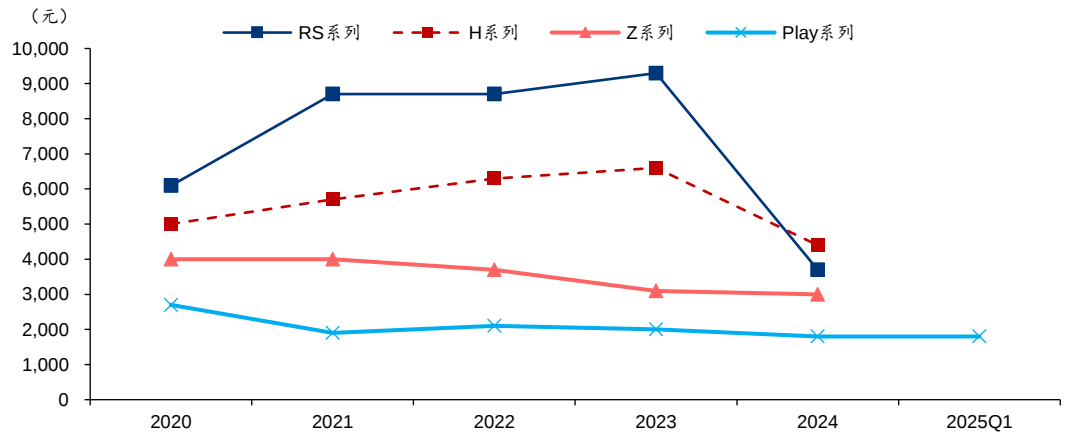
从产品线演进看，公司上市初期以旗舰H系列、性价比Z系列及便携Play系列构建基础产品矩阵。2020年新增MOVIN系列主打年轻化市场，2023年起深化高端布局，增设RS系列树立行业标杆。公司通过光机自研、自动化生产、规模经济等突破实现成本优化，推动产品价格带下沉：H系列新品H6发售价下探至4200元，RS系列均价降至7500元（覆盖6款机型），Z系列与Play系列均价稳定在1500-2000元区间，但高端产品力不断下放，继续巩固市场份额并强化品牌认知。

图表24: 极米产品迭代历程

产品系列	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
长焦系列												
H 系列			H1	H1S	H2	H3		H3S	H5	NEW H3S、H6 光学变焦版、H6 高亮变焦版、H6 Pro		
Z 系列	Z3	Z4X		New Z4X	Z6、Z6X、Z4V	Z8X			Z6X Pro	Z7X	Z6X 第五代、Z7X 高亮版	
便携系列		Z4 Air	CC 极光、CC	New Z4 Play、Play X Air		Play 超悦版	New play			Play 2/3	Play 5	Play 6/6e
RS 系列						RS Pro		RS Pro 2		RS Pro 3	RS 10 Ultra、RS 10 Ultra 典藏版、RS 10 Mini、RS 10、RS 10 Pro	
MOVIN 系列							MOVIN 01、MOVIN 01X			快乐星球 O3		
超短焦系列												
激光电视 A 系列			A1、A1 Pro		A2、A2 Pro				A3、A3 Pro			
其他激光电视			T1	皓·Lune、皓·Lune 4K	曜·LUNE Pro、曜·LUNE 4K Pro							
艺术电视/超短焦投影										MIRA、M1	Aura 2	
创新产品系列					popln Aladdin		popln Aladdin 2		极米神灯第三代	Aladdin X2 Plus		

资料来源: 招股说明书、公司公众号、天猫旗舰店、华泰研究

图表25：极米科技各系列新产品发售价格变化



注：2024年RS系列共发售RS 10 Ultra/RS 10 Ultra典藏版/RS 10 Mini/RS 10 Pro等新品，其中RS 10 mini起售价仅3699元
 资料来源：公司官网、中关村在线、投影网、华泰研究

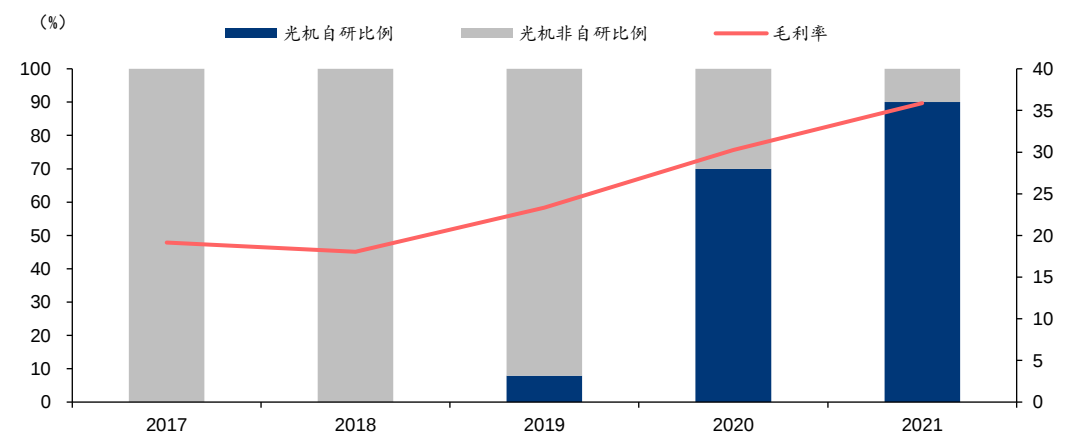
光机自研，强化技术及产品优势

光机为投影仪中的核心零部件，决定了产品亮度、分辨率、体积等核心指标。光机占整机成本约50%~60%，其自研突破为公司过往降本增效的关键。公司2018年就开始布局光机研发，引入研发团队，到2019年，公司实现光机自研突破并逐步导入量产，到2021年，公司自研光机比例提升至90%，成为国内首家光机自研自产企业。

目前公司拥有6条纳米级精度镜头产线及8条光机产线，已形成从光学设计、结构件加工到整机组装的全链能力。例如，H5系列通过自研光机与3D ToF模组融合，显著提升环境感知精度。核心零部件自研及产线自动化生产带来的持续降本效应直接支撑价格带下沉战略，使公司在维持2000元等以下入门市场优势的同时，实现中高端产品技术升级与成本控制的动态平衡。

我们认为光机自研不但优化了公司成本竞争力，同时也让公司具备了差异化产品设计能力与更强的产品及品牌竞争力。自研光机使极米可以根据不同产品定位实现更好的亮度与产品体积的均衡，强化在便携和中高端产品上竞争力。同时，公司光机搭载自研图像处理算法，形成软硬一体方案，能针对自家光机特性进行深度调校。核心技术自主掌握后，也有利于公司在与渠道、供应链合作时具有更强的议价权与控制力。

图表26：极米科技光机自研率带动毛利率上涨



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

图表27：投影机成本拆分

项目	成本占比
人工成本	1.8%
加工制造	1.7%
原材料：	96.5%
光机	50%-60%
DMD 图像显示芯片	30%
镜头	6%
光源	5%

资料来源：公司招股说明书、华泰研究

互联网业务提升盈利质量，新兴业务拓展增量

硬件导入生态，互联网服务起量

极米科技通过“硬件+内容”双轮驱动，互联网增值服务有望成为其高毛利润的核心引擎。2024 年互联网增值服务业务收入 1.46 亿元，毛利率高达 95.5%，显著高于整机产品（仅 26.6%），虽然其收入占比仅 4.3%（从 2019 年的 1% 提升至 2024 年的 4.3%），但毛利贡献达到 13.2%（从 2019 年的 3.9% 提升至 2024 年的 13.2%），我们认为互联网增值服务未来是公司利润提升的重要来源。

极米互联网增值服务的未来增长将围绕终端用户基数扩张、ARPU 提升及海外服务模式延伸三大路径展开。1) 终端用户量有望随着产品销售逐步转化为月活用户，且年轻消费客群支撑高转化率；2) ARPU 值仍较低，付费习惯深化或能驱动公司 ARPU 值向传统电视企业靠拢；3) 变现模式升级，参考美国 Roku 服务变现模式，以及海外客户运营的优化，公司 ARPU 值具备较大潜力。

用户规模：年轻化客群支撑高转化率

受益于差异化用户结构（年轻用户占比更高），极米 GMUI 系统活跃用户转化率优于传统电视（63% vs TCL 30%）。截至 2024 年底，我们测算 GMUI 月活用户（MAU）约 370 万（具体见后文测算），继续呈现高用户粘性特征。

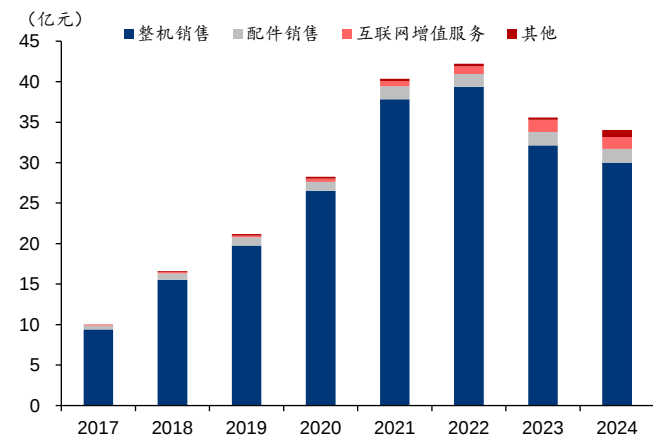
ARPU 提升空间充足：付费习惯深化+变现模式升级

目前极米 ARPU 值仍低于传统电视企业（我们测算 2024 年，ARPU 值 42 元 VS TCL 电子 ARPU 值约 74 港元），但考虑到用户逐步形成的付费习惯以及潜在广告业务的拓展，ARPU 具备稳步提升空间。如果对比海外企业公司 Roku（ROKU US，未覆盖），参考其“硬件引流+服务变现”模式，极米可通过预装应用分成、会员订阅等构建长期可持续收入模型。同时，海外市场公司过往采取自主研发付费 APP 下载分成模式，考虑到中国电视企业在海外已经开始拓展用户运营+广告付费的新表现模式，我们认为未来公司海外收入或逐步起量，看好 ARPU 的长期增长。

盈利能见度：高毛利服务生态重塑估值逻辑

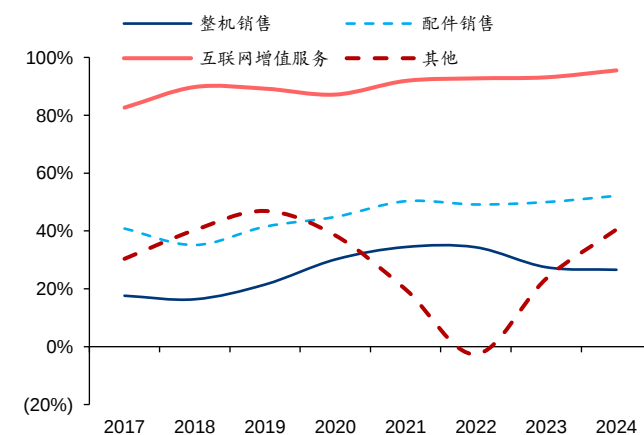
互联网增值服务毛利率已经提升至 95%+（2024 投影仪硬件业务毛利率仅 26%），随着“终端+内容”软硬一体生态闭环逐步成型，公司估值或能从硬件制造向平台服务切换。

图表28：极米科技 2017-2024 主营业务收入构成（分业务）



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表29：极米科技 2017-2024 分业务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

用户月活转化率保持高位

公司用户转化率优于传统电视企业，对比 TCL 电子，投影仪产品以年轻用户为主，对于大屏观影的需求更为更高，有较高的月活用户转化率(我们测算，2024 年用户转化率约 62.6%)。

根据 2017-22 年公司年报数据，随着公司投影产品出货量的快速提升，公司终端月活用户规模随之增长，截至 2022 年底，公司终端月活跃用户规模已达 279 万人，17-22CAGR 达到 51.4%，受居家需求推动，产品销售带来的月活用户最高转化率达到 74.2% (2022 年)。

受益于硬件销量增长 (2024 年公司全球投影设备出货量约 109 万台)，按照 2020-22 年平均终端用户转化率 (62.6%) 预测，我们预计到 24 年底，终端月活用户规模约为 370 万。

图表30：公司月活用户转化率测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
投影整机出货量 (万台)	69.1	89.6	115.8	113.6	100.3	108.9
YOY	26.79%	29.61%	29.29%	-1.95%	-11.67%	8.56%
内销占比	97.03%	92.22%	87.58%	78.85%	69.94%	62.84%
国内-投影整机出货量 (万台)	67.8	83.9	103.1	91.7	73.2	71.6
YOY	30.37%	23.76%	22.95%	-11.07%	-20.10%	-2.24%
终端月活用户规模 E (万)	103.4	145.0	211.0	279.0	324.9	369.7
产品销售新增月活用户量 (万)	36.2	41.6	66.0	68.0	45.9	44.8
月活用户转化率 E	53.5%	49.6%	64.0%	74.2%	62.6%	62.6%
互联网增值服务收入 (百万元)	21.3	41.3	64.0	96.7	148.0	146.3
ARPU 值 (元)	25.0	33.2	36.0	39.5	49.0	42.1

注：内销占比为公司整体内销占比（剔除了互联网增值服务影响）；2023 年后月活用户规模为预测值；月活用户转化率=新增月活用户量/国内-投影整机出货量，假设 2023-2024 年月活用户转化率为 2020-2022 年平均；ARPU 值=互联网增值服务收入/过往 2 年平均月活用户

资料来源：公司公告、华泰研究测算

图表31：TCL 电子国内月活用户转化率测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
国内-电视机出货量 (万)	718.0	680.0	514.0	623.5	596.7	631.3
YOY		-5.30%	-24.40%	21.30%	-4.30%	5.80%
终端月活用户规模 E (万)	1550.6	1791.0	1988.0	2170.0	2350.0	2539.4
产品销售新增月活用户量 (万)		240.35	197.00	182.00	180.00	189.40
月活用户转化率 E		35.3%	38.3%	29.2%	30.2%	30.0%
国内互联网增值服务收入 (百万港元)	416.1	910.5	1490.0	1797.0	2061.0	1807.0
ARPU 值 (港元)		54.5	78.9	86.4	91.2	73.9

注：内销占比为公司整体内销占比（剔除了互联网增值服务影响）；2024 年后月活用户规模为预测值；月活用户转化率=新增月活用户量/国内-投影整机出货量，假设 2024 年月活用户转化率为 30%

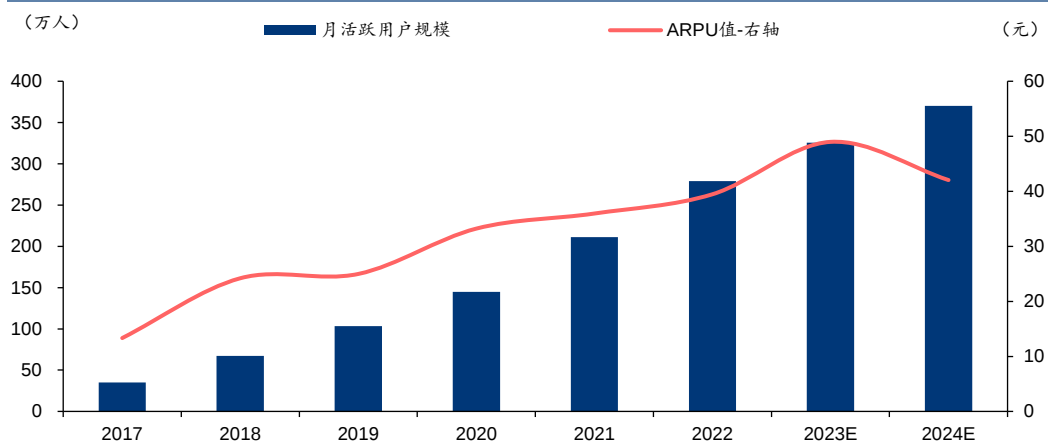
资料来源：公司公告、华泰研究测算

增值消费占比提升，或带来估值重估

公司 ARPU 值有望稳步增长，我们看好终端会员价格稳步提升以及公司月活用户规模增长，推动场景化内容服务的内生增长以及潜在广告服务的拓展。2023 年，公司积极强化国内自营会员体系建设，引入了爱奇艺和芒果两大媒体资源，于 2024 年发布了集合两大内容平台的极米影视大会员。

我们测算，2023 年公司 ARPU 值约为 49 元，2024 年受到需求弱化等影响，ARPU 下降至约 42 元，但仍明显低于传统电视，以 TCL 电子为例，我们测算其国内 2024 年 ARPU 值约为 74 港元，而根据 Roku (ROKU US，未覆盖) 2024 年年报，其 ARPU 值约为 41.49 美元，公司通过用户运营，ARPU 值潜在提升空间充足。

图表32：极米科技终端用户规模及 ARPU 值



注：2023-2024 年月活用户量为图表 30 测算，ARPU 值为华泰家电团队测算

资料来源：公司公告、华泰研究测算

海外市场流媒体服务正逐步替代付费订阅和无线广播电视这两种传统的内容来源，在美国有 88%电视都是联网智能电视 (statista, 2023)，通过平台服务收费成为电视品牌商重要的利润来源。其中最具代表性的要属 Roku 和 VIZIO (VZIO US, 未覆盖)，同时还有更为纯粹的平台如 Netflix、Google、Amazon、迪士尼等。其中，Roku 通过低价硬件（流媒体设备均价低于 50 美元）和操作系统授权（如 TCL、海信电视搭载 Roku OS），快速扩大用户基数，2024 年，Roku 的活跃账户达到 8980 万(年报)，净增 980 万个，该数量比美国六大传统付费电视提供商的用户总和还要多。但 Roku 硬件毛利率仅 15%-20%，但作为流量入口，其核心价值在于构建用户与内容的连接通道，而非硬件本身盈利。Vizio 被沃尔玛收购后，依托渠道优势将硬件作为零售生态的“前端触点”，后端通过广告和会员订阅变现。

海外 OTT 广告市场成熟度高，广告主预算从传统电视向流媒体迁移。Roku 通过自建广告交易平台 (OneView) 和用户数据标签（如观看时长、内容偏好），实现精准投放，2024 年广告收入占比超 80%。其 ARPU 值达 41.49 美元，远超硬件销售的单次收益。Vizio 的 SmartCast OS 通过预装广告位和内容聚合，单用户广告收入贡献也较强。

海外电视企业（如 Roku、Vizio）形成以互联网增值服务为核心的收入结构，本质是硬件入口价值与用户运营能力的深度绑定，其底层逻辑和路径对极米科技的用户运营具有重要参考意义。公司目前海外业务仍以内容分成及应用分发为主要收入来源，未来广告业务的拓展以及场景化服务（如开发游戏分发、在线教育等增值模块），极米用户 ARPU 值或能继续提升，驱动互联网服务收入继续增长。

进军车载业务，成立一年内斩获八项定点项目

极米于 2024 年初成立车载事业部，明确了智能座舱、智能大灯与 HUD 三大车载投影业务。公司依托光学技术积累（专利 1090 项，其中车载相关专利占比 20%）及供应链整合能力（自研光机占比 90%），已经切入智能座舱及智能大灯市场。

截至 2025 年 3 月，已获得 8 项定点项目，包括北汽新能源、马瑞利等客户，定点项目涵盖智能座舱、智能大灯零部件、车载投影等产品，预计在 2025 年开始量产，收入及利润贡献可期。

图表33：宜宾极米 2024 年车载定点项目

序号	时间	合作公司	定点项目
1	2024 年 10 月	北京新能源汽车股份有限公司	成为北汽新能源的车载投影仪和幕布总成的定点供应商，为其享界新车型供应智能座舱显示产品
2	2024 年 10 月	马瑞利汽车零部件公司	供应智能大灯相关部件产品
3	2024 年 11 月	某国内知名汽车主机厂	为其项目供应智能座舱显示产品
4	2024 年 11 月	某国内知名汽车主机厂	成为该客户两款车型的车载投影仪及幕布定点开发供应商，为其供应智能座舱显示产品
5			
6	2024 年 10 月	某国内知名汽车主机厂	成为该客户车载投影仪定点开发供应商，为其供应智能座舱显示产品
7	2024 年 12 月	某国内知名汽车主机厂	成为该客户某项目的车载投影仪定点供应商，为其项目新车型供应智能座舱显示产品
8	2025 年 3 月	某国内知名汽车主机厂	将成为该客户某项目的车载投影零部件供应商

资料来源：公司公告、华泰研究

参考同处车载光学赛道的光峰科技，其 2024 年车载业务快速起量，实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 120%，约占光峰总营收的 25%。极米相较光峰，在 2024 年车载项目成立的第一年斩获 7 个定点项目，未来项目投产落地结果值得期待。

我们认为公司具备以下优势：

1) 技术复用：家用投影的 Dual Light 2.0 三色激光技术、Eagle-Eye 自动校正算法可迁移至车载场景，解决车内空间限制及复杂光线干扰问题，同时百万级像素的 DLP 式大灯，突破传统 LED 矩阵的像素限制，具备高亮度、低功耗、长寿命特点。

2) 场景创新：汽车智能化推动汽车整机厂探索车窗透明显示、激光融合投影等前瞻技术，拓展车载照明与交互的边界。极米作为同时具备镜片、光机和整机自研自产能力的投影企业，在成像光学领域积累了光学设计、环境感知、人机交互等技术与专利储备，在车载投影应用场景中具有差异化优势。

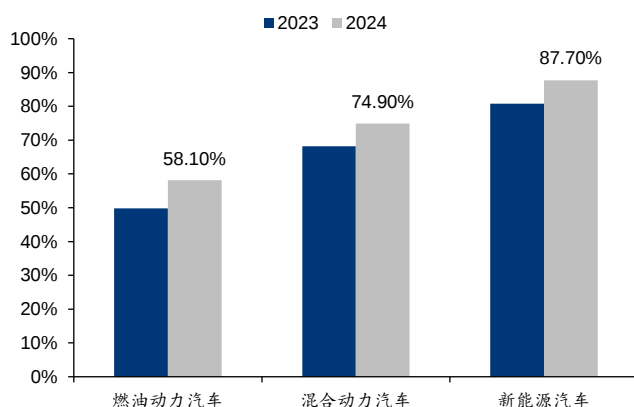
智能座舱：汽车智能化的关键技术，具备高成长潜力。目前极米获得的定点中，主要为智能座舱相关项目，极米主要为汽车主机厂提供定制化车载投影仪。公司与车厂或一级供应商共同开发适配车规标准的产品，提供用于 HUD、氛围投影、B 柱/车顶投影、后排影院等功能模块的定制光学引擎或整机模组。在 2023 年华为智能汽车解决方案发布会上，极米科技展示了其智能座舱投影解决方案，并荣获华为智能座舱优秀合作伙伴。

智能大灯：动态光影投影实现地面静态投影、动态交互投影等功能。极米 8 个车载业务定点，其中 1 个为智能大灯零部件产品，参考极米产品的应用场景，智能大灯产品的使用场景可能包括：将导航箭头、行人警示信息等投射到路面，提升驾驶安全性；像素灯：结合自动驾驶技术，实现光型动态调节（如自适应远光防眩、车距提醒）；氛围灯联动：与车载投影、智能家居系统协同，打造个性化车内光影场景。

车载领域潜在市场空间充足

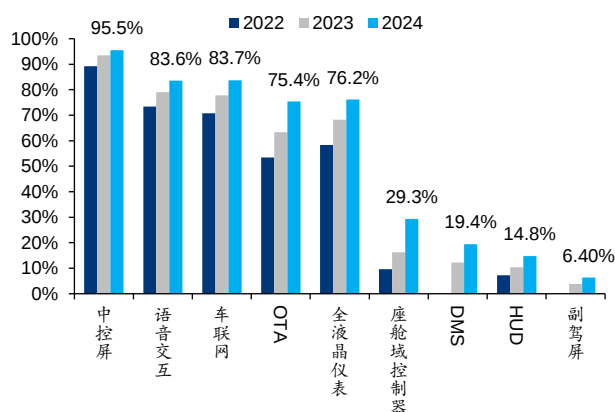
智能座舱稳步渗透，中国汽车智能化体验已经成为购买汽车的关键影响因素之一。目前新能源车的智能座舱已几乎是标配（据盖世汽车，2024 年底渗透率达 87.7%），且从消费者需求角度而言，对于智能座舱，用户最关注交互性、舒适性、娱乐类的配置。大屏/多屏联动、语音助手、智能座椅是用户最感兴趣的座舱功能之一。抬头显示（HUB）、座舱显示、DLP 投影车灯均是极米公司重要的车载业务发力方向，也都是智能化座舱的重要细分领域。

图表34：受益于技术迭代，中国各类汽车中智能座舱渗透率稳步提升



资料来源：盖世汽车、华泰研究

图表35：智能座舱细分领域渗透率仍有明显差异



资料来源：盖世汽车、华泰研究

车载投影的应用包括抬头显示（HUD）、车内娱乐大屏、车规级巨幕、智能座舱显示、激光投影大灯、动态彩色像素灯、迎宾投影、侧窗投影等，形态十分多样化。其中，抬头显示（HUD）发展较快较早，但渗透率也仅为 14.8%（据盖世汽车，截至 2024 年底）。

结合盖世汽车预测，2025 年中国乘用车市场规模有望达到 2809 万辆（同比增长 2%），我们假设 2026-2030 年销量年均增长 1.5%，至 3026 万台。

1) HUD 市场空间预期：市场有望稳步增长，远期行业市场规模或达 143 亿元

假设 2025 年 HUD 按照 2022-2024 年平均渗透率增速（3.8pct）增长至 18.6%（对应装载量 522.5 万台），并假设 2026-2030 年年均渗透增长 2pct，至 28.6%（对应装载量 865.5 万台）。

结合盖世汽车数据，HUD 分为 C-HUD/W-HUD/AR-HUD 三类，2024 年均价分别为 150-500/500-100/500-3000 元，我们取中值 1500 元的情况下，对应 2025 年市场规模约为 78 亿元，考虑到 AR-HUD 因显示画面大、显示清晰度高，正在受到市场青睐，因此假设单车价值年增 2%，对应远期 2030 年市场规模约为 143 亿元。

2) 其他车载投影预期：多场景渗透，远期行业市场规模或达 116.6 亿元

当前其他车载投影应用渗透仍较低，搭载了车内娱乐投影系统主要包括问界 M9、享界 S9、smart 精灵#5 等（2024 年销售量不足 20 万辆），我们假设 2025 年渗透率为 1%，对应装载量约为 28.1 万台，并假设 2026-2030 年年均渗透增长 1pct，至 28.6%（对应装载量 865.5 万台）。

考虑到问界 M9 智能激光投影系统选装价格约为 2 万元，其单车价值较高，因此假设约为 5000 元，且考虑到车载投影正在渗透到智能座舱显示、激光投影大灯、动态彩色像素灯、迎宾投影、侧窗投影等多应用场景，或带来更高的单车价值，我们假设单车价值年均增速高于 HUD（为 5%）。

结合装载量及单车价值，我们预期 2025 年市场规模约为 14.1 亿元，对应远期 2030 年市场规模约为 116.6 亿元。

如果考虑全球市场，根据国际汽车制造商组织（OICA）数据，2024 年全球汽车销量达 9531.47 万辆，潜在的远期成长空间更值得期待。

图表36：预期未来车载投影主要应用场景市场规模

	2021	2022	2023	2024	2025E	...	2030E	假设
中国乘用车销量（万辆）	2,148.2	2,356.3	2,606.3	2,756.3	2,809.0		3,026.1	假设 2026-2030 年销量均增长 1.5%
YOY		10%	11%	6%	2%	1.5%		
HUD 渗透率（%）		7.20%	10.40%	14.80%	18.60%	2pct	28.6%	假设年均增长 2pct
HUD 装载量（万部）		169.7	271.1	407.9	522.5		865.5	
HUD 单车价值（元/台）		1,286.1	1,353.8	1,425.0	1,500.0	2%	1,656.1	AR-HUD 结构占比提升，推动均价上行
HUD 市场规模（亿元）		21.8	36.7	58.1	78.4		143.3	
其他车载投影渗透率（%）					1%	1.0pct	6.000%	假设年均增长 1pct
其他车载投影装载量（万部）					28.3		182.8	
其他车载投影单车价值（元/台）					5,000.0	5.0%	6,381.4	多元场景渗透，假设年均增速高于 HUD（为 5%）
其他车载投影市场规模（亿元）					14.1		116.6	

资料来源：盖世汽车、中国汽车工业协会、华泰证券预测

在研项目多，期待开拓多元领域

极米在研项目涵盖教育、医疗、新零售等商用场景，依托硬件通用性（如 H 系列光机可适配多场景）及软件算法优势（环境自适应、多设备协同），探索 B 端增量市场：

教育投影：针对教室场景开发超短焦激光投影，支持 4K 分辨率及低蓝光护眼模式，已与部分区域教育机构试点合作，拥有较大的潜在市场规模。

商业显示：布局酒店、商超等场景的互动投影方案，如与华住集团合作开发“投影+智能客房”系统，项目服务收费机制，补充传统商业模式

医疗影像：与医疗器械厂商合作开发手术导航投影系统，利用高精度色彩还原技术辅助诊疗，尚处技术验证阶段。

图表37：极米科技在研各项技术投入资金情况（万元）

项目	2024 年投入金额（万元）	截至 24 年底累计投入金额（万元）	累计投入占预计总投资比例	预计总投资规模（万元）
家用智能投影	11,520.25	64,842.44	89%	73,198.00
商用&定制投影	777.08	7,440.72	99%	7,495.00
海外智能投影	2,940.39	10,287.77	80%	12,822.00
超短焦投影	2,676.85	10,099.18	84%	12,017.00
投影周边增值业务	606.23	2,806.37	76%	3,708.00
光机产品线	7,534.23	32,111.51	58%	55,678.00
投影支持系统	4,264.67	38,328.33	83%	46,100.00
车载业务	6,445.16	6,445.16	64%	10,000.00
合计	36,764.86	172,361.48		221,018.00

资料来源：公司公告、华泰研究

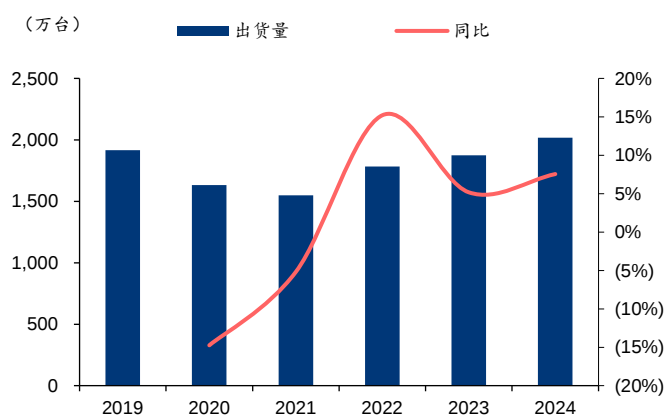
全球化发展加速，高举智能化标签巩固份额

看好智能投影出海前景

极米重视研发，技术赋能有望引领海外市场，基于全球投影赛道的高成长性及企业护城河构筑，其海外业务有望成为核心收入驱动力。投影市场稳健扩容，根据洛图科技数据，2024 年全球投影出货量 2016.7 万台，同比+7.5%（22-24CAGR 为+6.8%），表现优于国内。同时考虑到全球市场上，投影仪 VS 电视销量仅 9.7%（Omdia，2024 年全球电视销量 2.08 亿台），依然明显低于国内市场（投影仪 VS 电视销量约为 19.6%）。

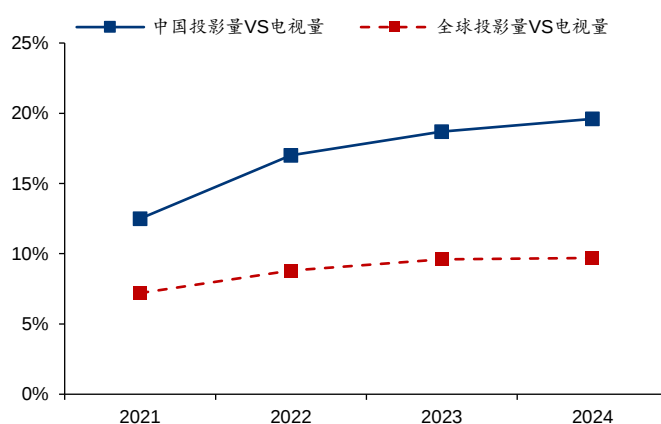
短期看，极米海外营收占比已从 2020 年的 6% 提升至 2024 年的 33%，2024 年海外收入同比+19%，依托渠道切入，25 年海外增速有望高于国内业务。中长期，依托“技术代差+本地化适配+渠道下沉”三维驱动，叠加全球投影/电视渗透率差距收敛趋势，海外业务有望维持更高的复合增速。

图表38：2021-2024 全球投影机市场出货量（万台）



资料来源：洛图科技、华泰研究

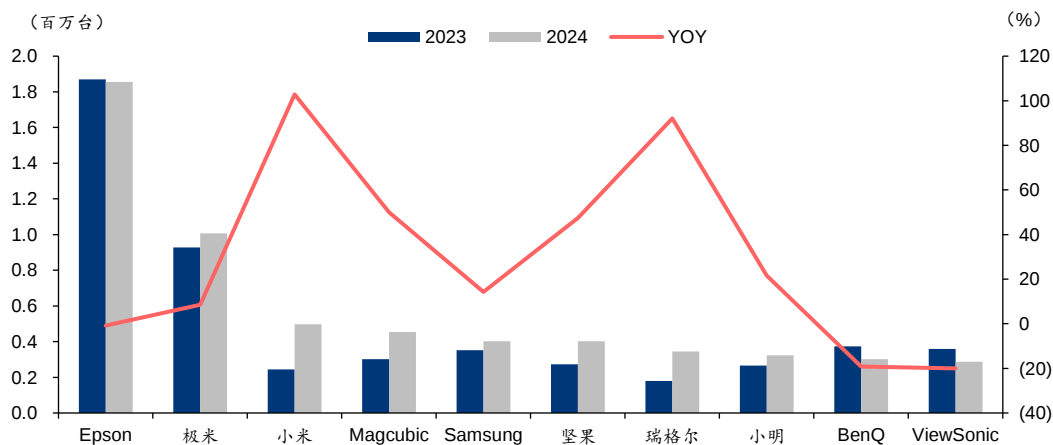
图表39：中国投影机销售量 VS 电视销售量明显高于全球市场



资料来源：Omdia、洛图科技、华泰研究

全球市场集中度仍较低。DISCIEN 迪显数据显示，2024 年全球投影仪行业集中度仍较低，全球投影仪出货量第一的厂商为 Epson，极米位居第二。伴随着中国厂商的出海提速，推动海外产品品质升级及降本竞争，有望强化全球市场份额。

图表40：2024 年全球投影仪出货前十大品牌



资料来源：DISCIEN 迪显、华泰研究

对比 Epson，极米在出货量、出货均价上仍有充足的成长空间。

图表41：极米及爱普生投影业务对比

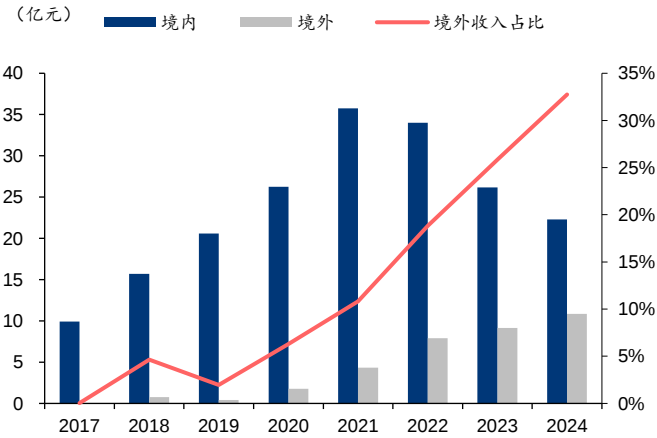
项目	极米科技 (XGIMI)	爱普生 (Epson)
主营市场	家用智能投影（长焦为主）、便携投影、激光投影、车载投影探索中	商用投影、教育投影、工程投影、家用投影、AR/VR 显示模组等
技术路线	以 DLP 为主，部分产品采用自研混光激光方案（Dual Light）	3LCD 技术（自研核心专利），部分高端产品采用激光光源
销量（FY2024）	投影整机销量约 108.9 万台（同比+8.6%），其中长焦投影 104.1 万台，超FY24 全球投影机出货量约 155 万台（同比-13%），涵盖商用、教育、家用等多个领域	
平均售价	2024 年出货均价约 2753 元人民币（同比-14%）	FY24 推算均价 13.11 万日元（约为 6341 元人民币），同比+8.2%，商用和工程投影产品价格区间广泛，平均售价高于家用市场
收入（FY2024）	2024 年营业收入约 34.05 亿元人民币，同比-4.27%	FY24 投影相关业务收入 2037.8 亿日元（约 98 亿人民币），同比 -6.3%
利润率（FY2024）	2024 年毛利率为 31.19%，同比-0.15pct。营业利润 8444.6 万元，营业利润 FY24 投影相关业务营业利润率 14.2%，同比-0.3pct 率 2.48%，同比+1.57pct	
优势	智能化算法领先，自研光机优化产品设计，海外市场拓展迅速	拥有核心显示技术（3LCD），产品线丰富，全球市场占有率高，技术积累深厚
劣势	市场竞争激烈，低端市场产品同质化	家用市场竞争加剧，价格高，需持续创新以保持竞争力
未来增长点	拓展海外市场，发展车载投影业务，提升高端产品比例，优化产品结构	深耕商用和教育市场，拓展家用市场，发展 AR/VR 显示模组等新兴业务

注：爱普生 FY24 为 2024/4/1-2025/3/31，投影相关业务为“Visual Communications”，主要产品包括 3LCD projectors, smart glasses, and others
资料来源：公司公告、华泰研究

极米科技自 2016 年启动出海战略以来，海外收入呈现持续增长态势。2020 年境外收入占比仅为 6.25%，到 2024 年已经增长至 33%，年均复合增长率超 57%。

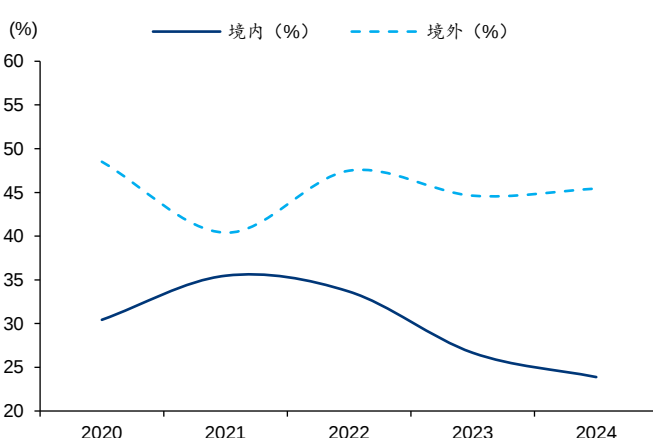
从毛利角度看，极米境外毛利率一直高于国内毛利水平，23 年境外收入毛利率达 44.63%，24 年提高至 45.44%。此外，我们认为极米在产品力、渠道布局以及营销策略上的全面发力，将为其在海外市场的竞争提供坚实的支撑。

图表42：极米科技 2017-2024 年营业收入（分地区）



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

图表43：极米科技 2017-2024 年主营业收入毛利率拆分（分地区）



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

差异化技术壁垒构筑海外竞争优势。国内智能投影产品凭借光学技术代差（如自研 Dual Light 护眼三色激光光源）及硬件级计算光学能力（如鹰眼感知系统实现无感梯形校正），在节能性、智能化与交互体验上形成显著代际优势。

以海外热销的极米 Halo+ 产品为例，相较市场其余畅销产品，具备高动态范围成像、3D 效果、自动对焦等优势。此外，极米自 2019 年开始就在海外市场推出了经 Google 认证、搭载 Android TV 系统的产品，先发生态布局，较国内同业早 2-3 年构建内容生态护城河。

图表44：海外热销家用投影仪产品对比

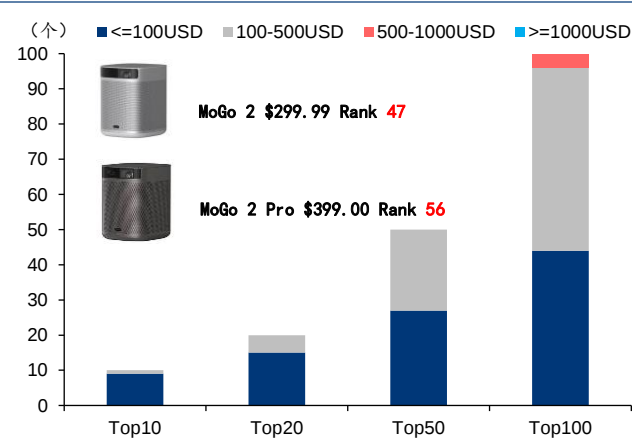
品牌名称	极米科技	爱普生	爱普生	万拓科创	三星
产品名称	XGIMI Halo+	Epiq Vision Flex CO-W01	Epiq Vision Flex CO-FH02	Leisure 470 Pro	Freestyle 2nd
					
在售价格	699.99 美元	299.99 美元	500 美元	139.99 美元	799.99 美元
光源	LED	灯泡	灯泡	LED	LED
显示技术	DLP	3LCD	3LCD	LCD	DLP
分辨率	1080p	800p	1080p	1080*1920	1920×1080
色彩亮度	700 流明	3000 流明	3000 流明	170 流明	230 流明 (ANSI)
高动态范围成像	√	×	×	×	√
3D 技术	√	×	×	×	
对焦	自动	手动	手动	手动	自动
音效模式	立体声	-	-	单声道	360 度环绕扬声器
便携性	超便携	便携	便携	超便携	超便携
智能化	√	--	√	√	√
支持系统	谷歌助手	--	谷歌助手	-	Tizen
		--	Netflix, Apple TV+, Prime		
支持流媒体	Disney+, HBO Max, Prime Video		Video, Hulu, HBO Max, Disney+, YouTube, YouTube TV		Netflix, Disney+, Hulu, Prime Video
评分	4.7/5.0	4.6/5.0	4.6/5.0	4.3/5.0	4.5/5.0

注：截止时间：2025 年 3 月
资料来源：Best Buy 美国站、华泰研究

海外家用投影市场仍以非智能低端机型主导，亚马逊美日站点 Best Seller 榜单显示，热销产品集中于 100 美元以下及 100-500 美元区间，其中 100 美元以下微型投影仪凭借便携性占据入门市场份额。极米通过差异化技术路径实现破局。

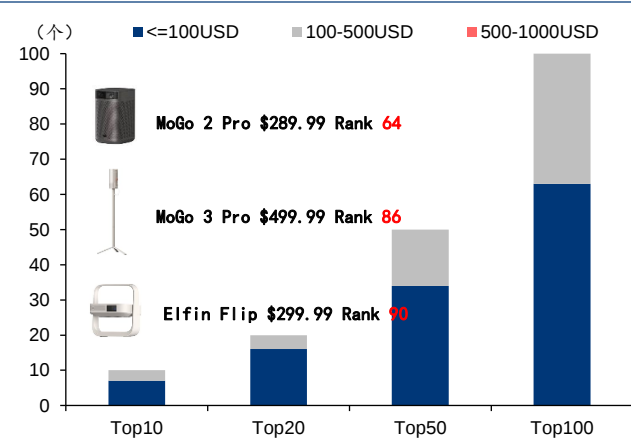
日本家用投影仪市场的产品结构相较美国市场要略高端，美国市场并无售价在 1000 美元以上的产品进入 Best Seller 榜单，而日本市场则有多款产品进入榜单，其中有一款为极米所推出的海外高端旗舰产品 AladinX2 plus，日本市场售价超过 1000 美元。从极米入榜情况来看，极米在日本线上渠道已取得不俗表现，更多款产品进入榜单。

图表45：美国亚马逊投影仪 Best seller 榜单（2024 年 5 月）



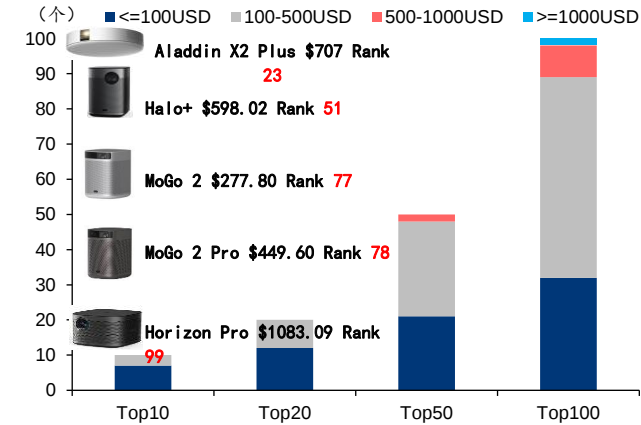
注：截止日期为 2024 年 5 月 22 日
资料来源：美国亚马逊、华泰研究

图表46：美国亚马逊投影仪 Best Seller 榜单（2025 年 4 月）



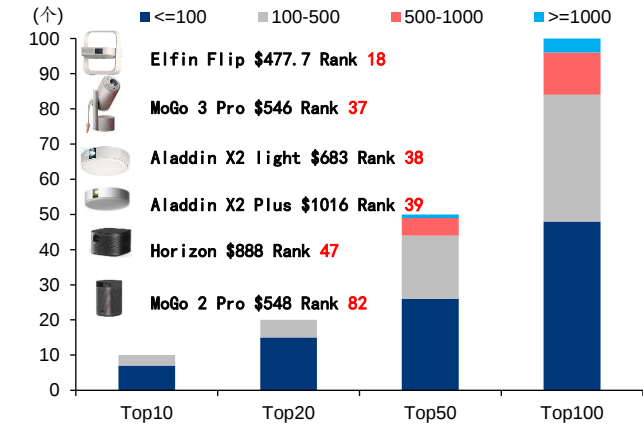
注：截止日期为 2025 年 4 月 2 日
资料来源：日本亚马逊、华泰研究

图表47：日本亚马逊投影仪 Best Seller 榜单（2024 年 5 月）



注：截止日期为 2024 年 5 月 22 日
 资料来源：日本亚马逊、华泰研究

图表48：日本亚马逊投影仪 Best Seller 榜单（2025 年 4 月）



注：截止日期为 2025 年 4 月 2 日
 资料来源：日本亚马逊、华泰研究

极米海外产品矩阵齐全，坚持实施本土化战略，产品定位清晰。公司海外产品包括家用投影仪、便携投影仪、激光投影仪和极米神灯四大类别，如家用投影仪中的 Elfin 系列主要针对海外消费者对小尺寸、超便携的需求而设计，极米神灯则是针对日本住宅空间小、吸顶灯接口统一的特点而推出的具有颠覆性、创新性的智能吸顶灯投影产品，该产品首次将投影仪、吸顶灯、音响功能合三为一。

图表49：极米科技海外产品矩阵



注：Halo、MoGo Pro 和极米神灯仅在日本亚马逊销售
 资料来源：美国、日本亚马逊、华泰研究

极米在渠道建设上坚持线下、线上并重模式。极米目前不仅进入了亚马逊、日本乐天等主流线上渠道外，还已进入欧洲、美国及日本等区域市场的主要线下零售渠道，同时正积极布局探索东南亚以及中东等新兴地区，2023 年已在部分新兴地区实现出货。

在营销方面，极米则积极布局海外社交平台，强化与海外用户的交流。为提升海外品牌知名度短板，极米在 Instagram、脸书、TikTok、YouTube 等海外主流社交平台进行全方位布局，部分社交平台热门视频播放量更是突破百万，在海外市场获得大量关注度。同时，公司还通过打造私域流量、拍摄短视频等大量新颖的营销模式，增强与本地用户的交流，了解本地用户的需求。除了自主运营的社交平台外，极米还借助海外知名 KOL、知名媒体对公司产品进行测评推广，借助其影响力提升品牌知名度。

出海战略：他山之石，可以攻玉

极米科技目前正逐步打开海外市场，而同为新兴智能家电领域的石头科技已在出海道路上有一定建树。我们认为极米科技的未来出海前景将有望参考石头科技的技术溢价出海策略。

海外市场结构性机遇：全球智能投影仪市场渗透率低，且欧美家庭大屏观影/游戏需求强，为技术驱动型品牌提供增量空间。

产品竞争力迭代：极米通过自研光机、三色激光、鹰眼等技术，构建差异化优势，或能参考石头科技海外表现，通过“技术溢价”策略不断提升市场份额。

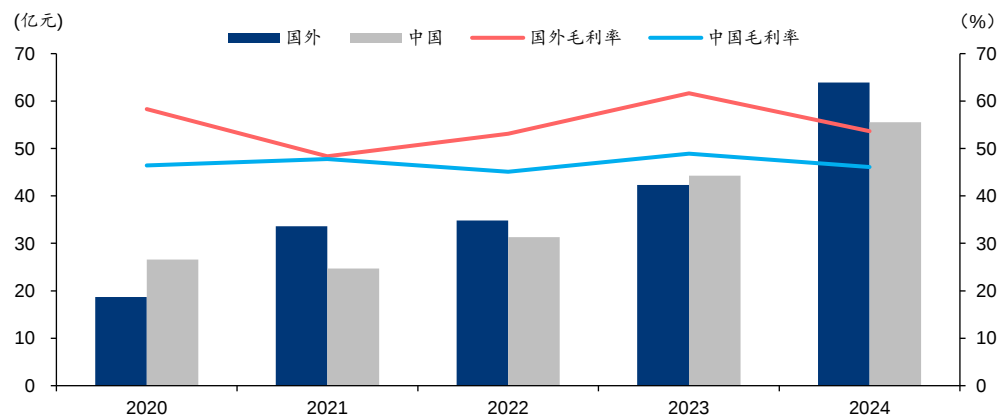
渠道与品牌协同：在海外依托亚马逊线上/Bestbuy 等线下积攒用户口碑，搭建独立站、入驻更多线下门店，可借鉴石头科技“渠道+品牌”双渗透模式。

多要素助推石头出海，成功打造第二增长曲线

石头科技是智能导航基站类扫地机产品的先行者，其在国内积累下的产品力、营销力都为出海开拓提供了重要支撑，也让国内企业在海外市场具备差异化的竞争优势。目前海外主要对手 iRobot 等产品竞争力下滑，加之经营不力、研发投入下滑，石头科技抓住了该机遇，加速本地化运营、坚持产品研发（巩固算法及技术迭代优势）、渠道建设（导入主流零售渠道等）和品牌营销（线上品牌营销），加速抢占海外市场份额。且海外消费者对价格的敏感度更低，对石头科技等定位“高端科技家电”品牌而言，价格空间和潜在利润空间值得关注。

反映到经营数据上，2021 年石头科技国外营收已经超过境内营收，且 2024 年国外营收毛利率高达 53.6%，领先国内毛利率 7.5pct。

图表50：2020-2024 石头科技分区域营收及毛利率情况



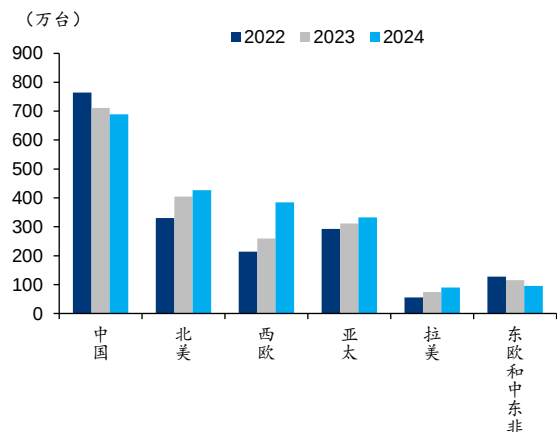
资料来源：Wind、华泰研究

海外市场前景广阔，出海正当时

投影仪海外市场潜力较大大，全球市场规模有望达百亿美元。根据洛图数据，2024 年全球投影机市场出货量达到 2016.7 万台，同比增长 7.5%；销售额为 92.7 亿美元，同比下降 6.2%，且洛图预估到 2025 年全球市场规模达 **2100 万台，同比+4.4%**。

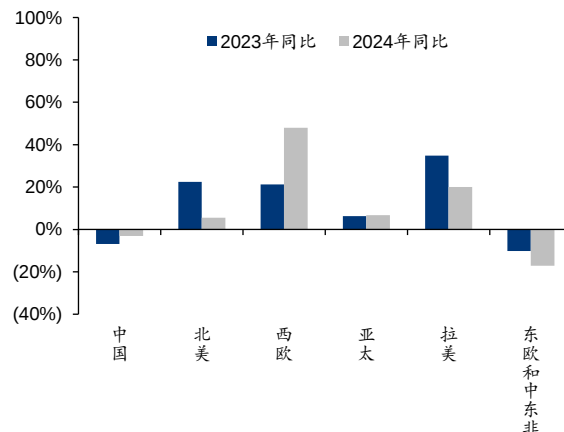
从渗透率角度看，即使欧美地区投影仪渗透率也较低，结合 Z 世代对新兴显示技术和显示设备的认知持续深化，以及智能化产品在家用娱乐和商用领域的迭代，**海外市场将成为极米科技等国内厂商未来增量的一大来源。**

图表51: 全球投影仪分区域销售量



资料来源: 洛图、华泰研究

图表52: 全球投影仪分区域销售量同比增速



资料来源: 洛图、华泰研究

图表53: 极米出海区域布局情况

市场区域	当前布局情况	发展潜力评估
西欧	已进入德国、法国、意大利、英国等地, 品牌接受度较高, 已经进入 Swisscom、MediaMarkt、Saturn、Fnac、Darty、El Cortelngles 等主流线下渠道	高: 消费力强, 对家庭影音设备接受度高, 智能化产品有较大成长空间
日本	阿拉丁品牌本土运营, 已经进入 Bic Camera、茑屋家电、友都八喜等在内的海外零售渠道	中: 消费者对设计与品质要求高
北美	起量阶段, 进入 Amazon 线上渠道, 初步布局 Best Buy、Sam's Club、Walmart 等线下渠道	高: 高端家庭投影市场成熟, 品牌竞争激烈
东南亚	起步阶段, 正在扩展 (如新加坡、越南)	中高: 年轻人多、消费升级
中东非/拉美	未来潜力市场, 尚未重点投入	中: 高增长人口红利, 但购买力较弱

资料来源: 公司公告、华泰研究

北美地区: 2024 年投影机出货量为 426.7 万台, 同比+5.6% (据洛图)。考虑到北美市场面临关税不确定性, 消费者购买投影机成本可能有明显提升, 进而影响需求, 因此我们假设北美受此影响未来 5 年复合增速较低。公司在北美属于起量阶段, 旗舰机型逐步打开高端用户, 借力亚马逊+BestBuy 渠道, 建立品牌认知, 我们假设 5 年后可实现份额为 3.5%。

西欧地区: 2024 年投影机出货量超过 380 万台, 同比+48% (据洛图)。考虑到西欧区域消费力较强且跨境电商的发展积极, 以及教育市场产品迭代, 我们假设西欧未来 5 年保持较高复合增速。公司布局西欧较早, 且中高端产品市场反馈积极, 视觉设计和易用性受欢迎, 有望通过线下零售+品牌传播扩大份额, 我们假设 5 年后可实现份额为 7%。

亚太地区 (不含中国): 2024 年投影机出货量在 300 万台以上, 2024 年在全球市场的份额达到 16% (据洛图)。日韩等成熟市场增速较低, 但东南亚国家有望受益于城市化进程加快、教育和智能基础设施投资增加、家庭娱乐需求上升影响, 我们假设亚太未来 5 年复合增速为 5%。公司在日本市场已有深度布局, 产品本地化较好, 未来有望通过智能化提升竞争力, 我们假设 5 年后可实现份额为 4%。

拉美地区: 2024 年投影机出货量接近 90 万台, 同比上涨 20%。年轻消费群体基数庞大, 且观赛、聚会和露营文化盛行, 教育领域的数字化投资也增加了对投影设备的需求, 我们假设拉美未来 5 年复合增速为 8.0%。公司智能化领先, 或能逐步抢占小品牌份额, 我们假设 5 年后可实现份额为 3%。

综合以上假设, 我们推算公司未来 5 年潜在海外收入或能达到 25 亿元 (CAGR+18%), 海外市场潜在空间充足。

图表54：基于假设的极米出海收入测算

区域	投影市场规模		投影市场均价 (2024 年, 元/台)	假设极米可实现份额 (5 年后)	潜在海外收入空间 (亿元)
	(2024 年, 万台)	假设 5 年复合增速			
北美	426.7	1.8%		3.5%	5.4
西欧	384	7.9%		7.0%	13.0
亚太	332	5.0%		4.0%	5.6
拉美	89.4	8.0%		3.0%	1.3
合计			3,304		25.3

注：据洛图，2024 年全球投影出货量 2016.7 万台，销售额为 92.7 亿美元，推算均价约为 459.7 美元/台，约为 3304 元/台。暂假设均价不变

资料来源：洛图、华泰研究预测

盈利预测

收入：海外业务表现积极，互联网增值服务拉动盈利，国补政策助力主力投影产品销量修复。2024 年，公司实现营业总收入 34.05 亿元，同比-4%。我们预计 2025-2027 年，营业总收入将分别达到 40.8/46.86/51.13 亿元，分别同比+19.8%/+14.9%/+9.1%。

分业务营收预测假设如下：

1) 长焦投影业务：受到国内消费分层趋势影响，24 年 DLP 投影整体销量波动，但随着国补政策助力，DLP 占比回升。根据洛图科技统计数据，中国 2024Q1-Q4 DLP 投影线上销量份额占比分别为 29%/30.1%/22.1%/40%。海外市场，公司投影产品智能化优势突出。24 年公司长焦投影产品销量达 104.14 万台，同比+10%。

洛图科技预期 2025 年中国智能投影市场约为 633.1 万台（同比+4.8%）。考虑到公司在国内智能投影行业具备品牌及技术口碑，我们预期公司国内增速与行业类似，同时公司对海外市场的深度投入，海外增速或高于国内市场。整体我们预计 2025-2027 年，公司长焦投影出货量稳步增长至 110.7/115.2/119.5 万台，分别同比+6.3%/+4%/+3.8%。

在 24 年消费分层趋势下，公司长焦投影产品均价同比下滑 13%。洛图科技预期 2025 年中国智能投影市场约为 110.8 亿元（同比+10.7%），推算均价 1750.1 元（同比+5.6%）。短期国补优化需求结构，同时公司调整产品策略，丰富产品矩阵和稳固高端品牌两方面并行，有望分享政策红利，中长期我们看好技术创新及产品差异化带来的产品迭代。因此，我们预计 2025-2027 年，公司长焦投影均价分别同比+5.6%/+2%/+2%。

综合价量趋势，我们预期 2025-2027 年，公司长焦投影收入 31.1/33/34.9 亿元，分别同比+12.3%/+6.1%/+5.8%。

2) 创新产品业务：公司目前创新产品业务主打产品仍然为“阿拉丁神灯”，因其“投影+灯”的新颖设计，该产品自 2018 年日本上市以来在日本市场备受好评。受内部调整影响，该业务阶段性承压，2024 年创新产品出货量 3.16 万台，同比-20%。

2024 年下半年，公司推出阿拉丁 2.0 及 Marca 型号，25 年 1 月推出 Marca Max 型号，结合其创新功能（先进的自动校正、Dual Light 技术等），我们认为随着市场认知度和消费者采纳度的提高有望推动其业务触底反弹。因此我们预计 2025-2027 年出货量分别为 3.5/3.8/4 万台，分别同比+12%/+8%/+4.7%，新品有望推动均价恢复增长，均价分别为 3990.4/4070.2/4151.6 元，分别同比+3%/+2%/+2%。对应营收分别为 1.4/1.6/1.7 亿元，分别同比+15.4%/+10.2%/+6.8%。

3) 超短焦投影业务：公司激光电视业务 2024 年出货量 1.62 万台，同比-18%，收入为 1.1 亿元，同比-27%。消费分层和市场竞争加剧影响下，超短焦由于价格较高，表现偏弱。

考虑到部分省市将投影仪纳入以旧换新补贴范围，超短焦产品补贴后价格吸引力提升，我们看好销售量恢复，预测 2025-2027 年超短焦投影出货量分别同比+6.2%/+5.2%/+4.4%，但考虑到市场竞争环境，我们预计均价分别同比-3%/-2%/-2%，公司超短焦收入 1.11/1.15/1.17 亿元，分别同比+3.1%/+3.1%/+2.3%。

4) 配件产品业务：公司根据现有产品序列提供了丰富的配件选择，包括投影画布、极米万象镜及适配几乎全系产品的极米麦克风 pro 产品（热销配件产品）。2024 年全年收入维持稳定，达 1.70 亿元，同比微增 0.3%（仍优于投影仪终端表现）。我们预计 2025-2027 年公司配件收入 1.9/2.0/2.2 亿元，分别同比+12%/+7%/+7%（与投影仪终端增速类似）。

5) 互联网增值服务业务：公司作为全球家用智能投影机市场的第一，月活用户规模领先行业，随着出货量增长，公司月活用户规模稳步提升。2024 年受到国内开机广告政策调整影响，收入同比微降 1.2%。

结合终端产品的出货量预期，按照 2020-22 年平均终端用户转化率（62.6%），我们预计 2025-2027 年公司月活用户规模分别同比+12.7%/+11.5%/+10.6%，且考虑到国内政策影响消退，ARPU 值预计恢复小幅增长（分别为 43.4/44.7/46 元）。综合考虑公司用户规模增长情况及 ARPU 值变化，我们预期公司 2025-2027 年公司互联网增值收入分别为 1.7/2/2.3 亿元，分别同比+16.6%/+15.5%/+14.3%。

6) 其他业务：公司积极拓展车载业务，考虑到截至 2025 年 3 月已经获得 8 个定点，我们预计 2025 年开始贡献收入，因此预期公司 2025-2027 年公司其他业务收入 3.6/7.2/9 亿元，分别同比+300%/+100%/+25%。

图表55：极米科技分业务营收预测

单位（百万元）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2827.92	4037.68	4222.34	3556.56	3404.61	4080.05	4686.06	5113.45
YoY	34%	43%	5%	-16%	-4%	20%	15%	9%
1) 投影机产品收入	2651.20	3784.51	3938.14	3211.63	2998.59	3360.65	3568.76	3774.54
YoY	34%	43%	4%	-18%	-7%	12%	6%	6%
1.1 长焦投影业务收入	2303.89	3501.24	3662.64	2873.68	2768.30	3108.27	3298.50	3491.12
YoY	32%	52%	5%	-22%	-4%	12%	6%	6%
出货量（万台）	80.64	107.88	109.29	94.39	104.14	110.73	115.20	119.54
YoY	30%	29%	-2%	-12%	9%	6%	4%	4%
均价（元/台）	2,857	3,246	3,351	3,044	2,658	2,807	2,863	2,920
YoY	7%	14%	3%	-9%	-13%	6%	2%	2%
1.2 创新产品业务收入	227.35	219.38	161.21	190.72	122.44	141.25	155.64	166.17
YoY	279%	-4%	-27%	18%	-36%	15%	10%	7%
出货量（万台）	8.02	7.18	3.55	3.97	3.16	3.54	3.82	4.00
YoY	271%	-10%	-51%	12%	-20%	12%	8%	5%
均价（元/台）	2,836	3,055	4,540	4,805	3,874	3,990	4,070	4,152
YoY	2%	8%	49%	6%	-19%	3%	2%	2%
1.3 超短焦投影业务收入	119.96	63.89	114.29	147.22	107.85	111.14	114.62	117.24
YoY	-31%	-47%	79%	29%	-27%	3%	3%	2%
出货量（万台）	0.94	0.78	0.74	1.97	1.62	1.73	1.82	1.89
YoY	-33%	-17%	-5%	166%	-18%	6%	5%	4%
均价（元/台）	12,757	8,224	15,428	7,462	6,642	6,442	6,314	6,187
YoY	3%	-36%	88%	-52%	-11%	-3%	-2%	-2%
2) 配件产品收入	110.73	158.74	156.21	169.67	170.22	190.64	203.99	218.27
YoY	10%	43%	-2%	9%	0%	12%	7%	7%
3) 互联网增值服务业务收入	41.26	64.02	96.69	148.04	146.26	170.58	196.95	225.20
YoY	94%	55%	51%	53%	-1%	17%	15%	14%
月活用户数（万）	145.00	211.00	279.00	323.76	370.48	416.77	464.82	513.86
YoY	40%	46%	32%	16%	14%	13%	12%	11%
ARPU 值（元）	33.2	36.0	39.5	49.0	42.1	43.4	44.7	46.0
YoY	33%	8%	10%	24%	-14%	3%	3%	3%
4) 其他业务收入	24.73	30.42	31.30	27.23	89.54	358.18	716.35	895.44
YoY	52%	23%	3%	-13%	229%	300%	100%	25%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

毛利率：2024 年虽有消费分层影响，但 24Q4 国补政策拉动下，24 年整体毛利率为 31.19%（同比微降 0.15pct），其中 24Q4 毛利率回升至 36.1%（同比+8.2pct），25Q1 仍有 34%（同比+5.96pct）。我们继续看好国补的积极拉动。

1) 长焦投影业务：2024 年全年，公司长焦投影产品毛利率水平为 26.1%。成本端，公司重视研发，推动产品迭代及零部件国产替代。销售端，受益于国补政策，24Q4 公司整体毛利率已经明显好转（整体毛利率回升至 36.1%，同比+8.2pct，其中主要受到长焦投影毛利率恢复拉动），海外积极推动渠道建设和产品推广，拓展多元零售平台，线下积极布局产品体验店，抢占消费者心智，且公司不断产品矩阵，形成覆盖多品类多价格段的丰富矩阵。因此我们预计，2025-2027 年，公司长焦投影业务毛利率将逐步回升至 31.8%/32.2%/32.5%。

2) 创新产品业务：公司创新产品业务线产品较为单一（以阿拉丁神灯系列为主），受到海外市场波动影响，2024 年毛利率为 31.4%。考虑到规模效应回升，我们预计 2025-2027 年，创新产品业务毛利率分别为 32%/32%/32%。

3) 超短焦投影业务：公司超短焦投影业务产品单价更高，整体毛利水平受到产品架构影响较大。2024 年超短焦毛利率回升至 33.1%（同比+5.44pct），考虑到规模效应回升，我们预计 2025-2027 年激光电视业务毛利率小幅提升，分别为 33.3%/33.4%/33.5%。

4) 配件产品业务：公司配件产品销量受益于投影产品销量增长，2024 年毛利率达 52.15%，过去 2 年维持在 50%以上。我们预计 2025-2027 年分别为 51%/51%/51%。

5) 互联网增值服务业务：公司互联网增值服务业务近年来逐渐成为拉动公司盈利的主力业务，随月活用户规模不断增加及 GMUI 系统生态的不断完善，业务盈利能力波动较小，盈利水平较高，24 年毛利率达 95.5%。因此，我们预计 2025-2027 年互联网增值服务业务毛利率分别为 95%/95%/95%。

6) 其他业务：2024 年其他业务毛利率达 40.5%。公司积极拓展车载业务，以 ToB 为主，毛利率低于 ToC 业务，因此，我们预计 2025-2027 年其他业务毛利率分别为 34.5%/34.5%/34.5%。

图表56：极米科技分业务毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
整体毛利率	31.6%	35.9%	36.0%	31.3%	31.2%	35.7%	36.0%	36.4%
1) 投影整机业务	30.2%	34.5%	34.4%	27.5%	26.6%	31.9%	32.2%	32.5%
1.1 长焦投影	30.8%	35.5%	34.4%	26.3%	26.1%	31.8%	32.2%	32.5%
1.2 创新产品	22.6%	20.8%	31.8%	44.9%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
1.3 超短焦投影	32.0%	24.7%	37.2%	27.7%	33.1%	33.3%	33.4%	33.5%
2) 配件产品	44.9%	50.3%	49.2%	50.0%	52.1%	51.0%	51.0%	51.0%
3) 互联网增值服务	87.2%	91.9%	92.8%	93.1%	95.5%	95.0%	95.0%	95.0%
3) 其它业务	38.4%	19.8%	-2.6%	23.5%	40.5%	34.5%	34.5%	34.5%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

费用率：2024 年，公司四项费用合计费率为 30.31%，相比 2023 年下降 1.96pct，25Q1 继续同比下降 1.4pct，体现出公司“降本增效”战略初显成效。

1) 销售费用率，2024 年销售费用率为 17.56%，较 2023 年下降约 0.66 pct，25Q1 同比 -2.7pct 至 14.5%。公司注重以营销手段推进消费者教育和塑造品牌形象，近年来积极采用新媒体做产品营销推广，2024 年以来逐渐控制销售支出，我们预计 2025-2027 年销售费用率将进一步下降至 15.5%/15.5%/15.5%。

2) 管理费用率，2024 年全年管理费用率为 3.42%，较 2023 年下降 0.8pct，25Q1 同比 +0.9pct。24 年费用率的显著下降系股份支付费用下降影响，25Q1 虽有回升，但考虑到公司 25 年收入有望回升，全年经营杠杆或继续优化，我们预计公司 2025-2027 年管理费用率分别为 3.30%/3.20%/3.20%。

- 3) 研发费用率, 2024 年研发费用率为 10.80%, 较 2023 年小幅提升+0.08 pct。公司 2024 年整一方面在整体控费基础上强化核心技术研发投入, 另一方面加码车载投影等新方向研发, 预计未来仍将保持高强度研发投入。我们认为 2025-2027 年, 公司研发费用率分别为 11.0%/10.9%/10.8%。
- 4) 财务费用率, 2024 年财务费用率为-1.46%, 较 2023 年-0.57 pct, 主要受益于利息收入增长和汇兑损失减少。考虑到 25 年后利率逐步下行, 我们预计 2025-2027 年财务费用率分别为-1.23%/-1.11%/-1.08%。

图表57: 极米科技四项费用率预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.90%	15.42%	14.16%	18.22%	17.56%	15.50%	15.50%	15.50%
管理费用率	2.42%	2.62%	3.35%	4.22%	3.42%	3.30%	3.20%	3.20%
研发费用率	4.92%	6.51%	8.93%	10.72%	10.80%	11.00%	10.90%	10.80%
财务费用率	0.07%	-0.10%	-0.48%	-0.89%	-1.46%	-1.23%	-1.11%	-1.08%
四项费用合计	21.31%	24.44%	25.97%	32.27%	30.31%	28.57%	28.49%	28.42%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

综合对公司收入、毛利率以及期间费用率的预测, 我们预计公司 2025/2026/2027 年实现归母净利润分别为 3.5/4.04/4.47 亿元, 对应 EPS 分别为 5.0/5.77/6.39 元。

我们选择具备新兴产业发展能力的 A 股上市家电及消费电子类公司(海信视像、萤石网络、光峰科技、小米集团)作为可比公司, 截至 2025/6/10, Wind 可比公司 2025 年一致预期 PE 为 33x (按市值加权平均)。对比海信视像, 公司在新兴家电领域投入更为积极; 对比萤石网络, 公司多元化业务已经崭露头角; 对比光峰科技, 公司也在积极拓展车载投影相关业务; 对比小米集团, 公司与其在智能投影领域存竞争, 但公司在产品、渠道、品牌等方面仍有追赶空间。因此给予公司 25 年 30 倍目标 PE, 对应目标价 150 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表58: 可比公司估值对比

公司代码	公司简称	当前市值 (亿元)	PE (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E
600060 CH	海信视像	295	13	11.4	10.1	9.1
688475 CH	萤石网络	252	40.1	37.9	30.7	25.4
688007 CH	光峰科技	64	66.4	43.3	30.8	26.5
1810 HK	小米集团	14,051	42.8	33.7	25.9	20.4
平均 (按市值加权)			42.2	33.4	25.7	20.2

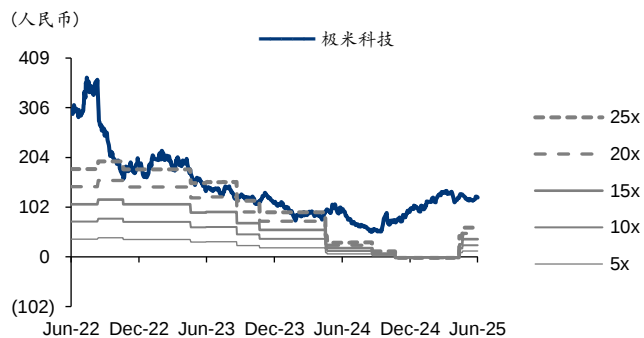
注: 数据截至 2025 年 6 月 10 日

资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

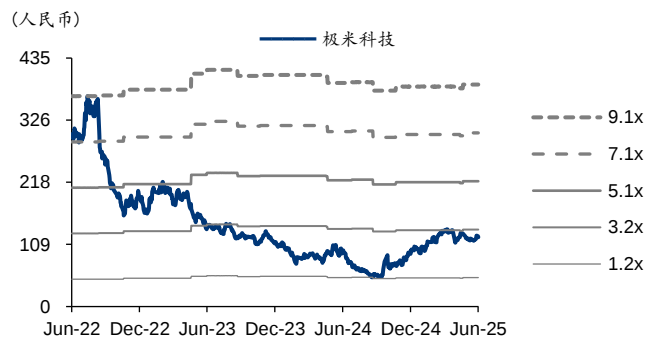
- 核心芯片供应存贸易摩擦风险:** DLP 芯片为公司投影产品的重要原材料之一, 若上游芯片受到贸易摩擦等不可控原因而供应紧缺, 公司产量将受到一定限制, 从而影响销售情况。
- 出口不确定性:** 海外智能投影市场目前渗透率仍较低, 增长空间较大。若公司海外市场拓展速度不及预期, 将影响公司收入及业绩增长。
- 行业竞争加剧:** 近年智能微投行业需求承压, 市场竞争激烈。若公司产品迭代速度不及预期或市场反响不佳, 将对公司市场份额和收入产生不利影响。

图表59: 极米科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表60: 极米科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 极米科技（688696 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 极米科技（688696 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司