

极米科技 (688696.SH)

主营盈利显修复，车载商用拓增量

公司业绩拐点确立、盈利能力预期逐季修复，中长期看公司坚定出海战略，海外市场预期贡献核心增长与高利润，“车载+商用”第二增长曲线明确，打开成长天花板。维持“强烈推荐”投资评级。

- **业绩大幅改善。**公司发布2025年半年度业绩预告，盈利出现显著拐点。公司预计2025年H1实现营收16.26亿元，同比增长1.63%；实现归母净利润8866.22万元，同比大幅增长2062.33%，实现扭亏为盈。单季度看，Q2预计实现营收8.2亿元，同比增长5.4%；归母净利润0.26亿元，同比增长354.6%。业绩大幅改善主要归因于公司降本增效战略的成功执行。
- **主业盈利显著修复，降本增效成果兑现。**公司家用投影主业多管齐下的降本增效措施是本次业绩超预期的核心。**1) 技术降本：**通过优化光路设计，提升光源利用效率，如用更少的激光器实现同等甚至更高的亮度，直接降低核心部件成本。**2) 供应链优化：**推动关键零部件的标准化与通用化，提升了研发和生产效率，并增强了对上游的议价能力。**3) 产品结构优化：**上半年陆续推出Play 6、RS 20系列、Z6X Pro三色激光版等新品，巩固了入门级市场份额，同时强化了在中高端激光投影市场的领先地位，我们预计公司高毛利产品占比提升。根据久谦数据，极米25Q2投影仪份额增至29%，同比+5.6pct。
- **海外市场稳步推进，高毛利持续贡献。**公司坚定全球化战略，产品已进入欧洲、北美、日本、澳洲等主要市场的核心线下渠道，覆盖点位持续增加。北美市场公司24年起加速拓展线下网络，通过与Best Buy等零售商合作，实现了全渠道覆盖，为后续放量打下坚实基础。海外业务凭借更高的品牌定位和产品附加值，24年海外保持45%高毛利率水平，有效拉动公司整体盈利能力修复。为应对北美关税影响，公司正在筹建越南工厂，预计今年开始投产，保障全球供应链的稳定性和成本优势。全球智能投影市场空间广阔，Mordor Intelligence数据显示，全球投影仪市场规模预计从2025年的123.9亿美元增长到2030年的162.7亿美元，CAGR 5.6%；而中国品牌在该赛道占据绝对主导，中国系占全球投影仪产能的75%，上游核心面板占62%。
- **第二曲线车载量产交付，商用业务起步。**公司在巩固主业的同时，第二增长曲线已清晰可见。**1) 车载业务：**已从定点阶段进入量产交付期，公司已为赛力斯、江淮、北汽等多款车型提供后排投影产品，为公司营收增长提供新动能。**2) 商用业务：**公司已切入市场规模达百亿的商用投影市场，公司计划通过渠道让利等方式，逐步抢占由爱普生等外资品牌主导的市场份额，有望成为公司未来重要的利润增长点。**3) 产业链延伸：**公司利用宜宾工厂的产能优势，为当贝等同行提供光机及整机代工服务，旨在提升产能利用率，进一步巩固行业龙头地位。
- **盈利预测：**得益于内生效率优化、供应链提效及成本管控，公司业绩呈现显著拐点，第二曲线车载业务实现量产交付、商用投影产品预计今年推出、海外业务空间广阔，考虑新业务短期投入。我们调整25-27公司归母净利润分别为3.1/4.5/6.0亿元，对应估值25/17/13倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**国补退坡、行业竞争加剧、新业务拓展不及预期。

强烈推荐 (维持)

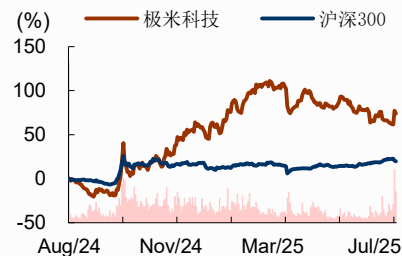
消费品/家电
目标估值: NA
当前股价: 111.56 元

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)	7.8
流通市值 (十亿元)	7.8
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	-0	-0	80
相对表现	-4	-7	62



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《极米科技 (688696) —销量回升业绩反转, toC 国补提振+toB 第二曲线突破》2025-05-14
- 《极米科技 (688696) —新品 Play6 上市, 车载投影放量突破》2025-03-24
- 《极米科技 (688696) —业绩表现超预期, 盈利能力加速改善》2025-02-26

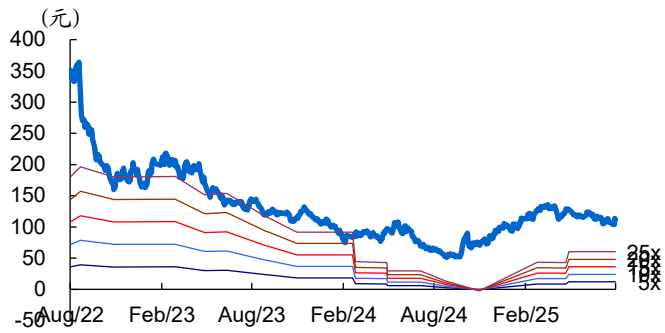
史晋星 S1090522010003
✉ shijinxing@cmschina.com.cn
牛侯航 S1090525060005
✉ niuyuhang@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

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	300	451	600
同比增长	-94%	159%	255%	51%	33%
归母净利润(百万元)	121	120	309	452	601
同比增长	-76%	-0%	157%	46%	33%
每股收益(元)	1.72	1.72	4.41	6.45	8.59
PE	64.8	65.0	25.3	17.3	13.0
PB	2.5	2.7	2.4	2.2	1.9

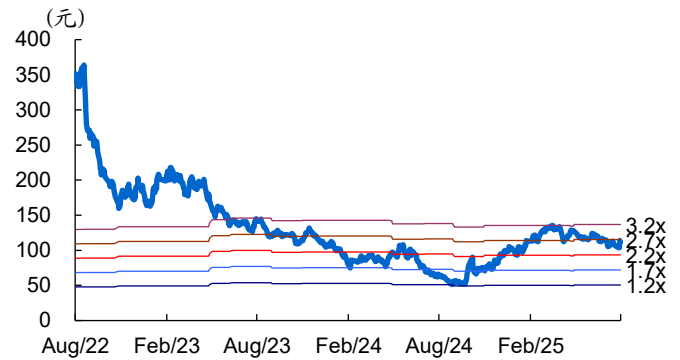
资料来源：公司数据、招商证券

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	3889	4435	5090
现金	2190	2049	1852	2132	2507
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	5233	5722	6325
流动负债	1316	1567	1173	1304	1443
短期借款	303	258	100	100	100
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	1979	2110	2250
股本	70	70	70	70	70
资本公积金	2053	1774	1774	1774	1774
留存收益	994	1099	1407	1766	2232
少数股东权益	3	3	2	1	(0)
归属于母公司所有者权益	3117	2943	3251	3610	4076
负债及权益合计	5582	5319	5233	5722	6325

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	378	230	148	241	373
净利润	120	120	308	451	600
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)	(429)	(46)	(81)
借款变动	(139)	(35)	(469)	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	(93)	(135)
其他	404	14	40	47	54
现金净增加额	724	(1167)	(197)	279	376

资料来源：公司数据、招商证券

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	635	675	751
管理费用	150	116	139	163	161
研发费用	381	368	405	442	456
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	300	451	600
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	3	3	5	5	5
利润总额	30	86	299	451	600
所得税	(90)	(34)	(9)	0	0
少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	121	120	309	452	601

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%	255%	51%	33%
归母净利润	-76%	-0%	157%	46%	33%
获利能力					
毛利率	31.2%	31.2%	34.7%	34.9%	34.9%
净利率	3.4%	3.5%	7.8%	9.7%	11.2%
ROE	3.9%	4.0%	10.0%	13.2%	15.6%
ROIC	0.1%	1.3%	7.8%	11.4%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	44.6%	37.8%	36.9%	35.6%
净负债比率	11.2%	10.7%	1.9%	1.7%	1.6%
流动比率	3.2	2.5	3.3	3.4	3.5
速动比率	2.3	1.9	2.4	2.5	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	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	4.41	6.45	8.59
每股经营净现金	5.40	3.29	2.12	3.45	5.34
每股净资产	44.52	42.04	46.45	51.58	58.23
每股股利	0.30	0.00	1.32	1.94	2.58
估值比率					
PE	64.8	65.0	25.3	17.3	13.0
PB	2.5	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	128.2	83.0	23.4	16.6	12.9

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。