

2025 年 09 月 04 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 04 日
收盘价（元）	127.00
一年内最高/最低（元）	136.98/51.23
总市值（百万元）	8,890.00
流通市值（百万元）	8,890.00
总股本（百万股）	70.00
资产负债率（%）	46.95
每股净资产（元/股）	41.39

资料来源：聚源数据

极米科技 (688696.SH)

——智能投影领导者涅槃重生，第二曲线快速成长

投资要点：

- **智能投影领导者主业或已触底反弹，第二曲线快速成长。**极米科技是国内智能投影行业领导者，主业聚焦家用智能投影，成本与技术优势明显，国内格局稳定后利润快速恢复，海外市场稳步拓展；新业务聚焦车载与商用市场，25 年快速起步，有望发展为公司第二成长曲线。
- **内需：需求初步企稳，格局从纷乱走向清晰，极米的定价权与利润率快速恢复。**19-22 年智能家用投影仪行业高速成长，吸引众多参与者涌入，23-24 年需求萎缩导致竞争加剧，25 年行业进入整合、出清阶段。近年来行业销量初步企稳，维持在约 600 万台/年，但格局已发生大幅优化。极米作为行业领导者，深度参与产业链各环节，掌握核心零部件光机的研发与制造，成本优势明显。23-24 年公司经历了残酷的产品结构调整与降本增效，短期业绩承压，但市场份额与经营效率快速提高。目前极米已形成便携与高端系列为主的新产品结构，产品均价下沉但 SKU 精简，产品竞争力更强，利润率的快速恢复已反映在报表，未来国内智能投影业务利润率有望进一步提升。
- **外需：市场空间广阔，但高端产品仍需通过线下渠道触达消费者，极米未来或将有更多资源投入海外市场。**参考洛图数据，24 年全球投影机出货量超 2 千万台，欧美市场占比超四成，智能投影仪出海空间广阔。分结构来看，海外市场仍以低端产品为主，智能化与高亮度产品尚未普及，主因新兴品类的发展往往需要经历“供给创造需求”的阶段，而海外线下销售占比高，优质供给触达消费者的速度较慢。随着国内格局逐步清晰，极米投影业务或将有更多资源与精力投入海外市场，24 年线下渠道拓展已开始加速，25 年新品迭代速度明显加快。
- **第二成长曲线：车载业务快速发展，商用业务有望起步。**（1）车载业务：随着汽车智能化趋势快速发展，智能大灯、智能座舱等车载投影应用场景快速增加。极米凭借对 C 端需求理解深入、硬件技术强、软件积累深厚、拥有全闭环生产能力等优势快速切入车载产业链，目前已公布 8 个车载产品开发定点，包括问界等多家知名车厂，车载业务有望快速放量。（2）商用业务：全球商用投影仪出货量达 282 万台（洛图，24 年数据），国内市场销量约为 70 万台（IDC，23 年数据），主要用于中大型会议室、教室、文旅等大屏场景，在大尺寸下相较会议平板等产品有成本优势。目前国内市场仍以日系、中国台湾厂商为主，极米凭借多年深耕投影产业积累的技术与成本优势，有望快速切入商用市场，实现从 0 到 1 的突破。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.0/6.0/8.0 亿元，同比增速分别为 151.3%/99.8%/33.4%。截至 25 年 9 月 4 日价格对应 PE 分别为 29/15/11 倍，选取光峰科技、海信视像、石头科技为可比公司，公司作为智能投影领导者，伴随内销格局优化，海外业务拓展，新业务快速贡献收入，业绩有望恢复快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**部分零部件依赖外购风险；海外市场需求疲软风险；竞争加剧风险；市场空间测算偏差的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,557	3,405	3,872	4,853	5,990
同比增长率（%）	-15.77%	-4.27%	13.74%	25.34%	23.43%
归母净利润（百万元）	121	120	302	603	804
同比增长率（%）	-75.97%	-0.30%	151.26%	99.81%	33.36%
每股收益（元/股）	1.72	1.72	4.31	8.62	11.49
ROE（%）	3.87%	4.08%	9.48%	16.45%	18.66%
市盈率（P/E）	73.77	74.00	29.45	14.74	11.05

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司是智能投影行业领导者，随着国内需求逐步企稳，海外市场拓展，新业务快速落地，收入有望恢复增长。利润端，行业竞争格局改善，叠加公司降本控费成效明显，净利率有望提升。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.0/6.0/8.0 亿元，同比增速分别为 151.3%/99.8%/33.4%。截至 2025 年 9 月 4 日价格对应 PE 分别为 29/15/11 倍，选取光峰科技、海信视像、石头科技为可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

（1）内销：收入逐步企稳，毛利率有望触底回升。收入方面，国补带动终端需求改善，且公司高性价比新品顺应了市场发展趋势。预计 25 年国内智能投影行业继续回暖，极米市场份额有望继续提升，内销收入或企稳回升。利润率方面，随着新品不断推出与老品逐步下架，公司毛利率有望回升。中长期来看，行业底部供给有望出清，竞争格局有望改善，公司毛利率仍有提升空间。

（2）外销：海外业务快速成长，毛利率或将保持较高水平。极米科技海外新渠道、新市场快速拓展，或将持续贡献业绩增量。随着海外消费者对家用智能投影的接受程度逐步提升，长期来看外销有望成为公司主要收入来源。利润率方面，随着线下渠道收入占比提升，毛利率短期或略有压力，但海外产品定价高于国内，毛利率仍有望保持较高水平。

（3）车载业务：订单快速落地，预计收入将逐步贡献，毛利率稳步提升。参考公司投资者交流记录，25 年车载业务将开始交付，预计收入贡献将快速体现。毛利率方面，随着订单增多以及交付量爬升，规模效应或将逐步体现，毛利率有望稳步提升。

（4）商用业务：预计 25H2 产品落地，伴随渠道开拓有望逐步贡献收入增量。25 年商用业务有望开始贡献业绩，极米凭借领先的产品力和品牌力，有望逐步打通下游渠道，预计 25-27 年收入稳步增长。毛利率方面，随着渠道逐步拓展，规模效应逐步体现，毛利率预计将稳步提升。

投资逻辑要点

短期来看，主业内销利润率修复，海外空间广阔且竞争格局好，业绩有望快速恢复；车载、商用新业务订单有望快速兑现且成本持续优化。长期来看，主业内销有望随着消费需求企稳、市场份额提升而恢复增长，外销收入体量有望逐步扩大；车载业务、商用业务均有望快速成长，并从国内向海外快速拓展，未来空间可期。

核心风险提示

部分零部件依赖外购风险；海外市场需求疲软风险；竞争加剧风险；市场空间测算偏差的风险。

目录

1. 公司简介：全球智能投影行业头部企业	6
1.1. 发展历程：产品技术持续突破，应用场景和市场不断拓展	6
1.2. 管理团队：高管团队年轻且技术背景深厚	7
1.3. 业务结构：从家用向车载拓展，从国内到海外延伸	8
2. 内需：行业格局优化，极米利润率快速恢复	9
2.1. 内销需求短期承压，行业进入整合期	9
2.2. 行业大厂从竞争走向合作，极米有望成为光机核心供应商	10
2.3. 极米短期业绩承压或已结束，盈利能力快速恢复	12
3. 外需：海外市场仍是蓝海，极米出海节奏加速	13
3.1. 全球规模超 2000 万台，海外仍在市场教育阶段	13
3.2. 极米海外渠道拓展与产品迭代均在加速	15
4. 新业务：车载、商用业务快速从 0 到 1	16
4.1. 车载业务：需求被逐步验证，极米已成为核心供应商	16
4.2. 商用业务：市场空间广阔，极米有望快速切入	18
5. 盈利预测及估值	20
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 极米科技家用产品矩阵	6
图表 2: 极米科技发展历程	7
图表 3: 极米科技股权结构	7
图表 4: 极米科技管理层技术背景深厚	8
图表 5: 2020-2025H1 公司分业务营收情况 (亿元)	9
图表 6: 2020-2025H1 公司分地区营收情况 (亿元)	9
图表 7: 极米科技盈利能力回升	9
图表 8: 2019-2024 年中国智能投影销量及同比	10
图表 9: 2019-2024 年中国智能投影均价及同比	10
图表 10: 24 年行业销量 CR4 份额回升	10
图表 11: 24 年线上有效品牌数量收缩至 110 个 (个)	10
图表 12: 当贝 Smart1	11
图表 13: 当贝 F7Pro	11
图表 14: 压缩机为空调核心零部件, 成本占比为 21% (2019 年)	11
图表 15: 空调压缩机品牌市占率 (2020 年)	11
图表 16: 2024 年度中国投影机出货量市场份额(剔除单片 LCD)	12
图表 17: 24Q4 以来公司利润率较前期有所回升	12
图表 18: 极米 25 年新品价格上调	13
图表 19: 极米 Play6 系列产品主要参数及卖点	13
图表 20: 19-24 年全球投影机市场出货量规模	14
图表 21: 全球投影仪分区域销售量 (万台)	14
图表 22: 全球投影仪智能产品出货量占比	14
图表 23: 2024 年北美家用电器各销售渠道占比	14
图表 24: 北美 Amazon 投影 Best Sellers 榜单前 10	15
图表 25: 北美 Amazon 投影 Most Wished For 榜单前 10	15
图表 26: 2024 年 5 月极米召开首届全球经销商峰会	15
图表 27: 极米 Play6 海外版 MoGo4 双版本产品参数	15
图表 28: 问界 M9 的车载投影方案	16
图表 29: 尊界 S800 的车载投影方案	16

图表 30: 问界 M9 的投影大灯方案	16
图表 31: 马瑞利携手长安启源 Q07 推出的投影车灯方案	16
图表 32: 国内车载业务空间测算	17
图表 33: 极米商用投影仪产品图	18
图表 34: 日系商用投影产品图 (以爱普生为例)	18
图表 35: 2023-2025Q1 全球投影机市场分场景出货量 (万台)	19
图表 36: 2025Q1 全球商用投影机市场竞争格局	19
图表 37: 2023-2025Q1 全球商用投影机市场激光出货量占比	20
图表 38: 极米科技收入毛利拆分表	21
图表 39: 可比公司估值表 (元, 元/股)	22

1. 公司简介：全球智能投影行业头部企业

极米科技是国内智能投影行业领导者，业务正从家用向车载等领域拓展。公司是家用智能投影品类的开创者，在行业发展早期即掌握了核心零部件光机的研发生产能力，并不断加深在产业链各环节的自研自产布局，积累了深厚的技术与成本优势。目前公司已具备从镜片到光机、整机自研自产能力，连续七年保持国内投影设备出货量第一，而且正从家用业务逐步向车载、商用业务拓展，未来有望成为全球投影设备领导者。

图表 1：极米科技家用产品矩阵



资料来源：极米科技官网，华源证券研究所

1.1. 发展历程：产品技术持续突破，应用场景和市场不断拓展

公司发展脉络清晰：专注于家用智能投影产品，后逐步布局产业链各个环节，积累技术与成本优势。随后公司逐步将优势复用，向车载、商用领域拓展，培育第二成长曲线。具体来看，公司发展历程可以分为四个阶段：

（1）快速起步阶段（2014-2018）：2014 年推出首款 Z 系列产品，主打智能化，推动投影产品向消费级场景的渗透，2018 年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。

（2）积累竞争优势阶段（2019-2021）：2019 年实现自研光机量产，2021 年公司成功于科创板上市，全球出货量突破百万台，自研光机占比提升至 90%以上，构建以“整机+算法+光机”为核心的全链路能力。

（3）内守外攻阶段（2022-2024）：国内：内需增长放缓，公司调整产品结构至 K 型，以适应快速变化的市场环境，便携的 Play 系列价格下探至 2000 元以下，成为爆款机型；高端 RS 系列巩固 4000 元以上市场份额。海外一方面加强日、美、欧市场布局，于 2022 年收购日本家用投影头部品牌阿拉丁，并加强德法市场布局，初步进入美国线下渠道；另一方面逐步向其他地域拓展，陆续进入澳、新、中东等市场。

（4）新业务拓展阶段（2025 年至今）：国内市场格局逐步走向稳定，海外保持稳步拓展。公司前期的研发投入进入收获期。车载业务快速起步，至今获北汽新能源等 8 家定点订单；商用业务同样快速起步，预计 25 年将开始贡献业绩。

图表 2：极米科技发展历程

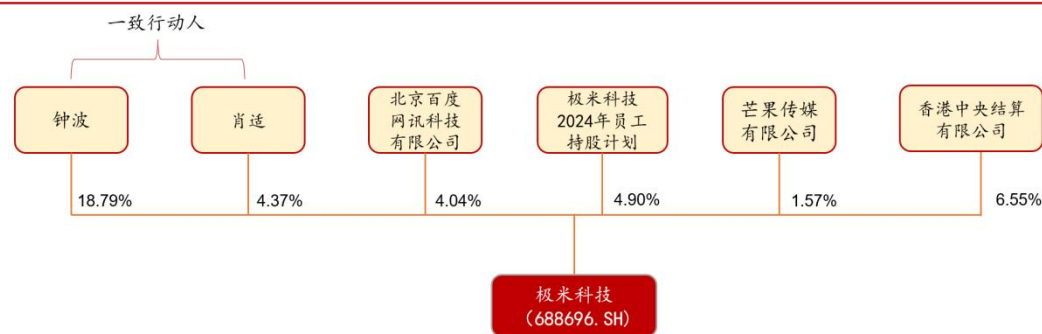


资料来源：极米科技官网、历年年报，华源证券研究所

1.2. 管理团队：高管团队年轻且技术背景深厚

董事长、总经理均为 80 后，毕业于电子科技大学，技术背景深厚。公司创始人、董事长钟波出生于 1980 年，毕业于电子科技大学，曾在海信、晨星半导体担任工程师，2013 年创办公司，截至 25H1 末直接持股 18.79%，截至 2025 年 4 月 22 日通过一致行动人和持股平台间接持股 4.76%，合计持股达 23.55%。总经理肖适同样出生于 1980 年，毕业于电子科技大学，曾在华为担任硬件工程师、产品经理。

图表 3：极米科技股权结构



资料来源：公司公告、Wind，华源证券研究所（截至 25H1 末）

高管团队技术、供应链管理经验丰富。创始高管多数具有技术背景，其中多位高管毕业于电子科技大学，产品研发、供应链管理经验丰富，这也是公司能够快速成为国内投影行业头部企业，并逐步掌握产业链核心环节，积累技术与成本优势的重要原因。

图表 4：极米科技管理层技术背景深厚

姓名	职务	出生年份	主要经历
钟波	董事长，董事	1980	创始人，本科毕业于电子科技大学。曾任海信电视研究所工程师、晨星软件工程师、晨星西南技术总监。2019 年 2 月选第四批国家“万人计划”，被中共中央组织部评选为“科技创业领军人才”。
肖适	总经理，董事	1980	本科毕业于电子科技大学。曾任港湾网络有限公司硬件工程师、华为技术有限公司硬件工程师、产品经理。2014 年 1 月至今历任极米科技副总经理、董事、总经理。
罗廷	副总经理	1980	本科毕业于西南交通大学。曾任深圳天音通信科技有限公司大区总监、北京普天太力通信科技有限公司大区销售总监、成都分公司总经理。2018 年 2 月至今任极米科技副总经理。
尹蕾	副总经理	1986	本科毕业于吉林大学，曾任四川多维电子科技有限公司研发经理。2013 年 11 月至今任极米科技副总经理。
田峰	副总经理	1980	本硕毕业于电子科技大学；2020 年 10 月至今担任极米科技产品交付中心负责人，副总经理。
杨朔	副总经理	1977	本科毕业于华东师范大学，曾任 VODAFONE PROCUREMENT COMPANY 手机采购部主管。2019 年 5 月份至今担任极米科技海外事业部总裁，副总经理。
倪宁	副总经理	1979	本科毕业于四川大学，硕士毕业于电子科技大学—美国韦伯斯特大学，曾任诺基亚（中国）投资有限公司物流经理、全球产品经理，苹果采购运营管理（上海）有限公司物料经理、高级物料经理。2022 年 5 月加入极米科技，历任供应链高级总监，产品交付中心及质量管理部负责人。
冉鹏	副总经理，创新研发总监	1981	硕士毕业于电子科技大学，摩托罗拉系统（中国）有限公司高级软件研发工程师，系统架构师。2017 年 3 月至今历任极米科技系统平台研发总监、创新研发总监、系统设计总监、首席技术官。负责搭建极米图像处理和人工智能技术团队、技术专家团队以及系统工程师团队，聚焦投影的智能化方向，创立极米赛博（创新）实验室。
彭妍曦	财务负责人	1987	本科毕业于西南财经大学，曾任深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司财务分析师、深圳市大疆创新科技有限公司财务经理。2019 年 7 月加入极米科技，担任财务总监、财务负责人职务。
薛晓良	董事会秘书	1989	本硕毕业于西南财经大学，曾任毕马威华振会计师事务所成都分所审计员、审计助理经理。2017 年 11 月加入极米科技，先后担任财务总监助理、证券事务代表、董事会秘书。

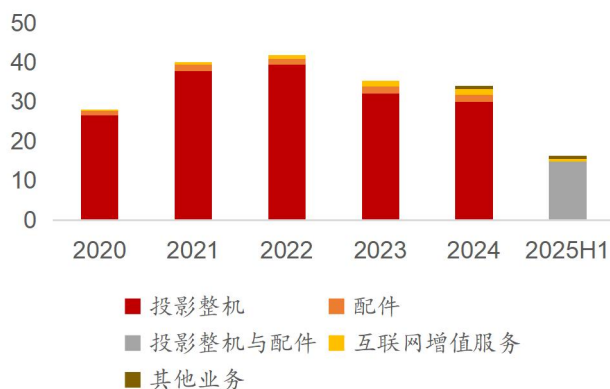
资料来源：公司公告、Wind，华源证券研究所

1.3. 业务结构：从家用向车载拓展，从国内到海外延伸

分业务来看：25H1 投影整机及配件收入达 14.9 亿元，占比 96.2%；互联网增值服务收入为 0.6 亿元。其中互联网增值服务 2021-2024 年复合增速达 31.64%，24 年毛利率高达 95.5%。新业务方面：车载、商用业务是公司培育的第二成长曲线，25 年有望实现从 0 到 1 的突破，贡献业绩增量。

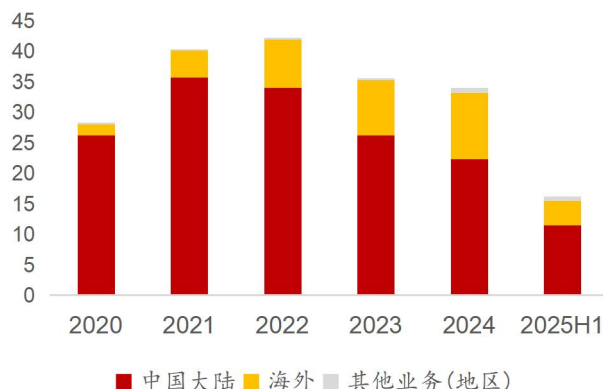
分区域来看：25H1 中国大陆收入达 11.5 亿元，占比 74.2%；外销收入达 4.0 亿元，占比达到 25.8%，产品已进入欧洲、日本等区域主要线下渠道。

图表 5：2020-2025H1 公司分业务营收情况（亿元）



资料来源：Wind、公司中报，华源证券研究所

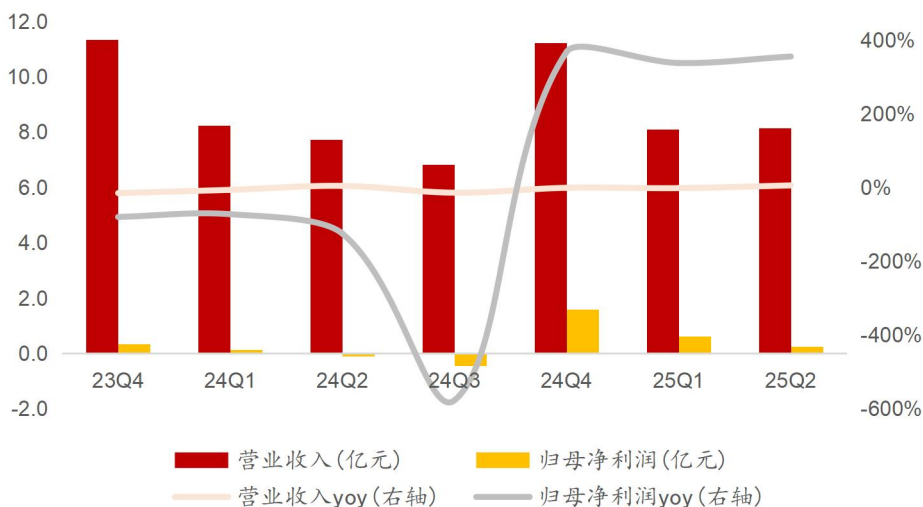
图表 6：2020-2025H1 公司分地区营收情况（亿元）



资料来源：Wind、公司中报，华源证券研究所

盈利能力方面，24Q4 以来利润率大幅恢复。24Q4 毛利率、净利率分别环比提升 8.1pct、20.8pct 至 36.1%、14.3%。主因降本效果开始体现在报表，同时国补带来产品结构小幅优化。同时，行业格局优化，同时内部积极推进降本提效，净利率的提升幅度高于毛利率。

图表 7：极米科技盈利能力回升



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 内需：行业格局优化，极米利润率快速恢复

2.1. 内销需求短期承压，行业进入整合期

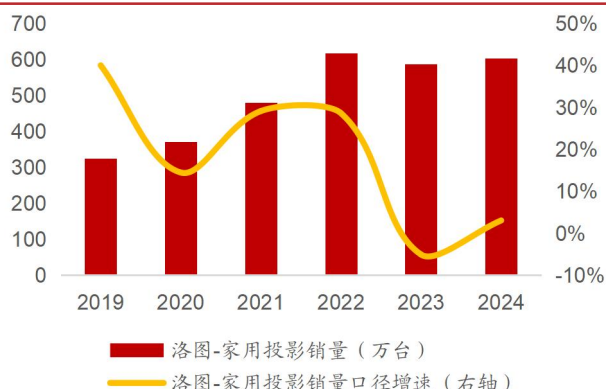
复盘国内家用智能投影市场发展历程，19-22 年行业高速增长吸引了众多参与者涌入，23-24 年需求萎缩导致竞争加剧，25 年至今行业进入整合、出清阶段。具体来看：

(1) 22 年前，行业高速增长：参考洛图科技数据，国内智能投影行业销量从 19 年 325 万台增长至 22 年的 618 万台，行业均价在 21 年达到高点 2417 元/台，旺盛的需求导致众多参与者涌入。

(2) 23-24 年，行业增长放缓：可选消费需求整体承压，智能投影内销量增长放缓，24 年内销量为 604 万台。同时需求承压导致前期涌入的参与者竞争加剧，且以 LCD 为代表的低端产品占比提升，24 年行业均价下滑至 1657 元/台。激烈的竞争格局导致全行业经营压力加大，部分小厂开始陆续退出，2024 年有效品牌（线上年销量 ≥ 2000 台）数量收缩至 110 个。

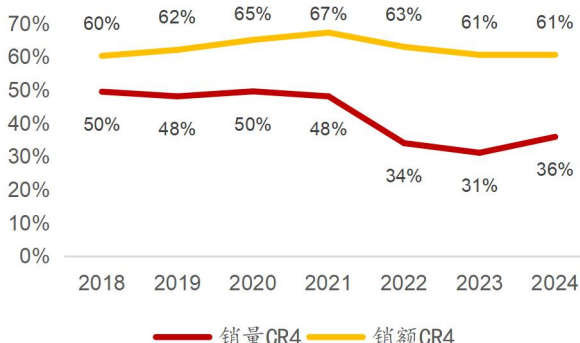
(3) 25 年至今，行业进入整合、出清期：24 年底智能投影陆续纳入各地消费国补名单，但受限于可选品类属性，行业整体销量尚难言复苏。弱需求环境加快了行业整合、出清，不仅是尾部厂商面临出清困境，头部厂商也面临生存压力，行业正在经历深度整合与逐步出清。

图表 8：2019-2024 年中国智能投影销量及同比



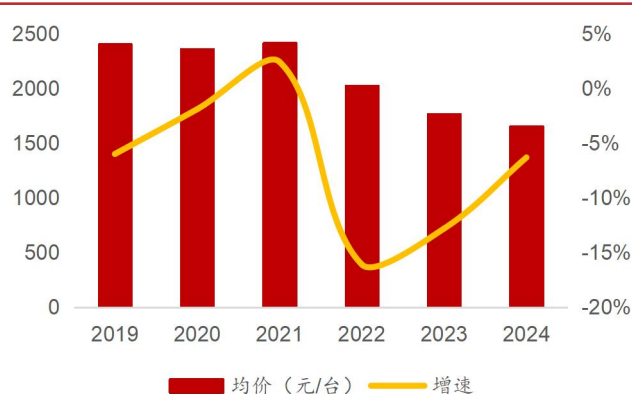
资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 10：24 年行业销量 CR4 份额回升



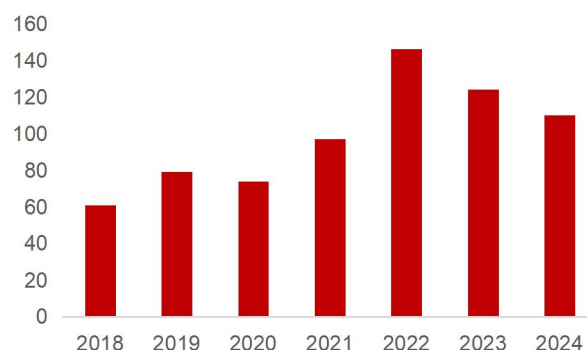
资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 9：2019-2024 年中国智能投影均价及同比



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 11：24 年线上有效品牌数量收缩至 110 个 (个)



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

2.2. 行业大厂从竞争走向合作，极米有望成为光机核心供应商

头部厂商的竞争格局正在发生深刻变化，极米、当贝从竞争走向合作，是行业格局优化的重要标志。24 年 10 月行业头部厂商当贝宣布与极米达成核心部件合作，当贝两款新品 F7Pro 与 Smart1 均采用极米供应的光机，下游品牌厂商已从激烈的竞争转向供应链协同，或为行业格局优化的重要标志。

图表 12：当贝 Smart1



资料来源：当贝官网，华源证券研究所

图表 13：当贝 F7Pro

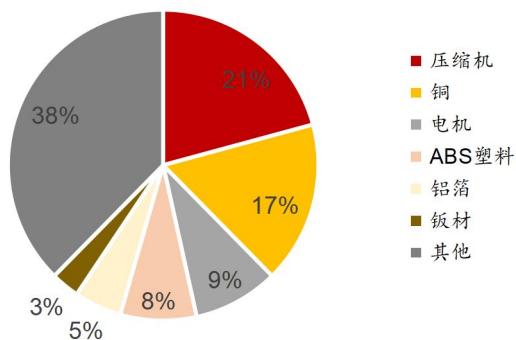


资料来源：当贝官网，华源证券研究所

展望未来，当贝与极米的合作模式或成为行业趋势，极米有望成为中游（光机）核心供应商。2024 年极米家用智能投影累计出货量已超 700 万台，技术积累深厚，规模效应强，可以为下游品牌商提供优质且高性价比的核心组件（光机），甚至整机。下游品牌商面临激烈竞争与成本压力，如从极米采购核心零部件或者直接采购整机，也可以降低成本，提升自身的盈利水平。这样一来，在产业链分工中，极米有望凭借技术与成本优势占据光机供应的主要市场份额，获得更多中游环节利润；而下游品牌商或将降低成本，获得更多下游环节利润，行业也有望从激烈竞争转为分工合作，实现总体的帕累托改进。

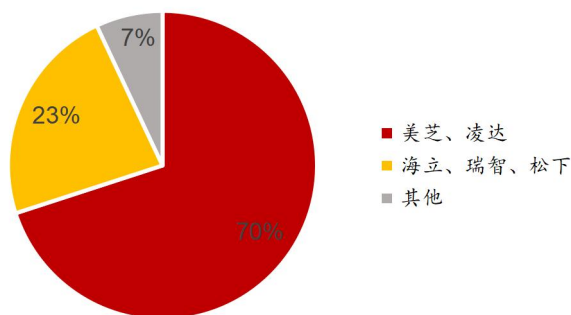
参考空调行业的格局演变，智能投影行业未来有望走向集中，头部企业份额或将进一步提升。参考空调行业：压缩机是最核心的零部件，头部公司一方面是下游较大的品牌商，另一方面占据了压缩机市场较大的份额。随着时间积累，头部企业的规模效应继续积累，成本与技术优势相比中小厂商或将更加明显，市场份额或将进一步集中。

图表 14：压缩机为空调核心零部件，成本占比为 21%（2019 年）



资料来源：奥克斯集团有限公司 2021 年度第一期中期票据募集说明书，华源证券研究所

图表 15：空调压缩机品牌市占率（2020 年）



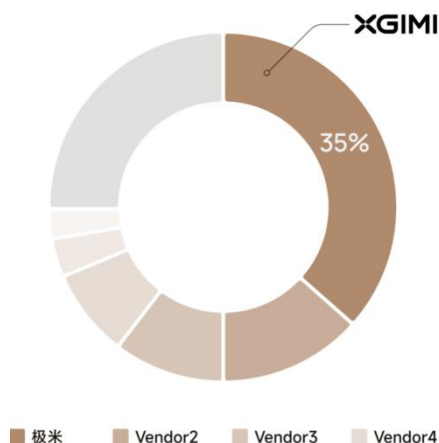
资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

2.3. 极米短期业绩承压或已结束，盈利能力快速恢复

极米短期业绩承压或已结束，定价权与利润率正在快速恢复。极米作为国内行业头部企业，23-24 年经历了残酷的产品结构调整与降本增效，短期业绩承压，但经营效率与产品竞争力快速提高。

公司竞争力的提高，在市场份额端的验证：参考 IDC 数据，24 年极米在中高端投影市场的出货份额达到 35%，相比于 22 年提升 4pct。在 IDC2024 年国内投影机销量 TOP10 以及销额 TOP10 榜单中，极米分别有 4 款、6 款产品上榜。

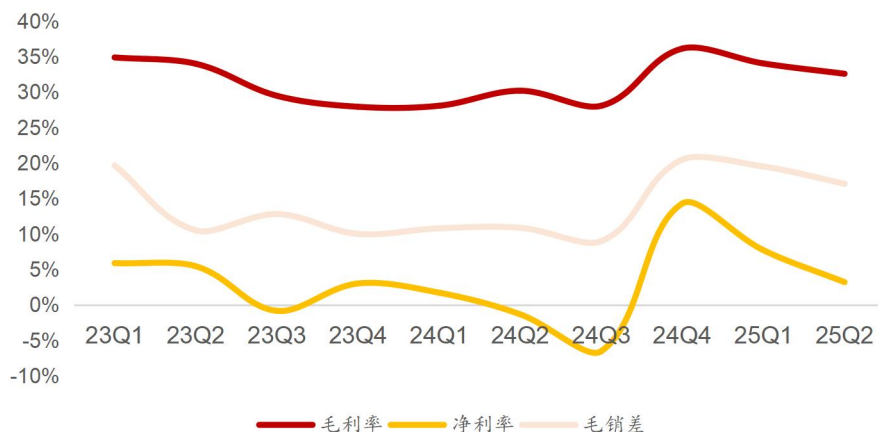
图表 16：2024 年度中国投影机出货量市场份额(剔除单片 LCD)



资料来源：IDC、极米科技官方公众号，华源证券研究所

报表端的验证：24Q4、25Q1 及 25Q2 毛利率分别达 36.1%、34.0%及 32.6%（同比+8.2pct、+5.9pct 及+2.4pct），净利率 14.3%、7.7%、3.2%（同比+11.3pct、+6.0pct、+4.5pct），家用投影主格局优化与降本增效带来的利润率快速恢复已开始体现。25 年以来单季度利润率有所下滑，主要因为车载业务仍在起步期，毛利率尚不稳定且研发投入较高，导致整体利润率承压。

图表 17：24Q4 以来公司利润率较前期有所回升



资料来源：Wind，华源证券研究所

25 年产品结构持续优化，多系列新品价格提升。公司于 25 年 3 月发布新品 PLAY6（包含 PLAY6 与 PLAY6e），定位“便携+科技潮玩”属性，集智能投影+音响+氛围灯功能于一体，继续保持在 1500-2000 元价格带，其中 PLAY6 内置电池，户外使用更加便捷，定价较上一代提升 300 元。高端产品方面，公司于 25 年 5 月发布 RS20 系列（包含定位高端的 RS20 PLUS 及定位超高端的 RS20 Pro Max/Ultra/Ultra max），主打无损 4K 画质和电竞级低延迟，定位极致的影音娱乐和游戏体验，超高端 Ultra 型号定价超过 1 万元。

图表 18：极米 25 年新品价格上调



资料来源：极米科技官网、京东，华源证券研究所

图表 19：极米 Play6 系列产品主要参数及卖点

	Play6	Play6e
官网售价(元)	2099	1799
国补到手价(元)	1691	1437
显示技术	DLP	DLP
光源	LED	LED
亮度(CVIA)	600lm	600lm
分辨率	1080P	1080P
色域	124% Rec.709	124% Rec.709
系统芯片	MT9系	MT9系
显示芯片尺寸	0.23"DMD	0.23"DMD
产品特点	云台：360°自由旋转 电池：内置2万mAh 光机：极米自研光机 音响：哈曼卡顿豪华车载级 配件：自带DIT挂绳+mini遥控器，万象镜，户外套装等配件生态齐全	云台：360°自由旋转 光机：极米自研光机 电源：可搭配2万mAh电池支架供电 配件：万象镜，户外套装等配件生态齐全
产品图		

资料来源：极米科技官网、京东，华源证券研究所。注：国补到手价为 618 期间京东自营旗舰店国补后价格。

3. 外需：海外市场仍是蓝海，极米出海节奏加速

3.1. 全球规模超 2000 万台，海外仍在市场教育阶段

全球投影机市场规模超 2000 万台，中、美、西欧是主要市场。参考洛图科技（RUNTO）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%。分区域来看，海外北美、西欧市场规模较大，西欧、亚太、拉美地区增速较快。具体来看：

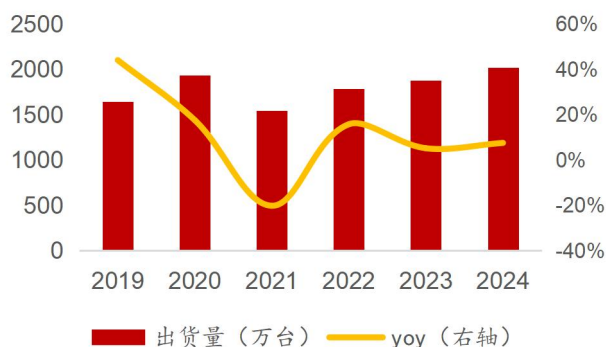
（1）北美地区：全球第二大市场，24 年出货量约 427 万台，同比增长 5.6%，占全球市场份额达 21.6%，同比基本持平。

（2）西欧地区：全球第三大市场，24 年出货量约 380 万台，同比增长 48.0%；占全球市场份额 19.0%（同比+5.2pct）。得益于较强的消费能力和跨境电商的发展，西欧市场有望保持较快发展，洛图预计 25-26 年西欧市场出货量有望超 450 万台。

（3）亚太（除中国）地区：24 年出货量约 330 万台，占全球市场份额为 16.0%，其中印尼、越南、马来西亚、泰国等东南亚国家具备较大市场潜力。

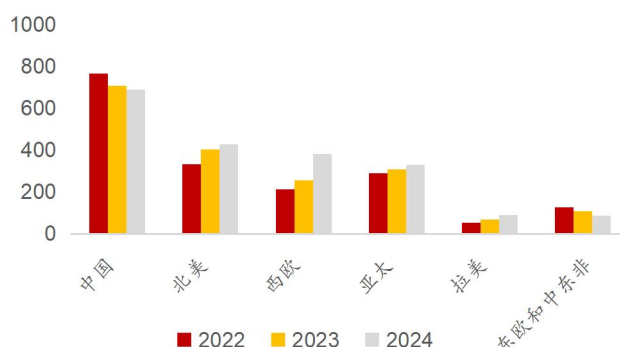
（4）拉美地区：24 年出货量约 90 万台，同比增长近 20%，主要得益于该地区庞大的年轻消费群体，以及观赛、聚会和露营文化的流行，长期来看拉美地区投影市场增长潜力较大。

图表 20：19-24 年全球投影机市场出货量规模



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

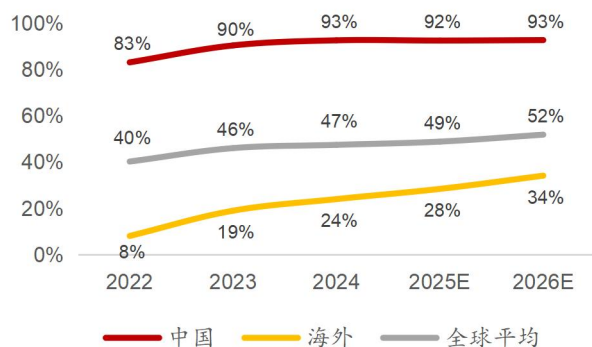
图表 21：全球投影机分区域销售量（万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

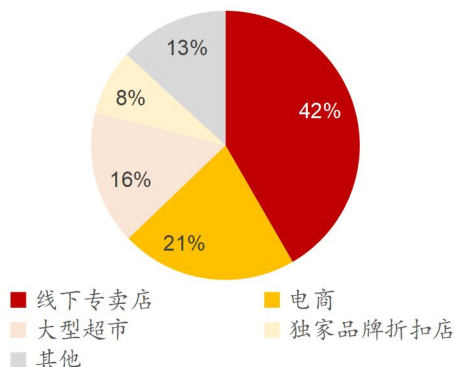
分结构来看，海外投影产品智能化占比仍很低，主要是优质产品缺乏线下渠道触达消费者。相比于国内市场，海外智能投影市场仍处于发展早期，市场仍以低价产品为主，国内主流的智能化与高亮度产品尚未在海外普及。洛图科技数据显示，2024 年中国投影产品的智能化率已经超过 90%，而海外市场还不到 25%。这主要是新兴品类的发展往往需要经历“供给创造需求”的阶段，考虑到海外家电市场线下销售占比比较高，零售效率较低，因此优质产品触达消费者的速度较慢，仍需要市场教育与线下渠道拓展的支持。

图表 22：全球投影仪智能产品出货量占比



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

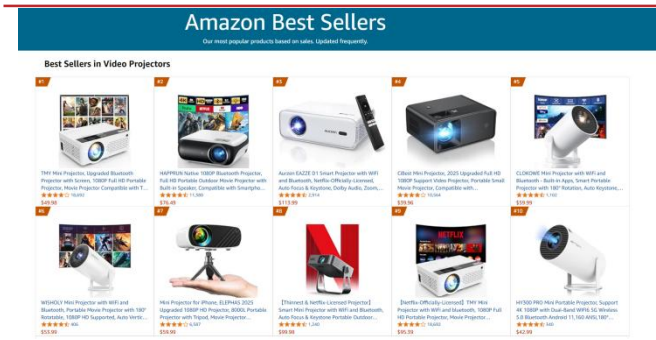
图表 23：2024 年北美家用电器各销售渠道占比



资料来源：Grandview，华源证券研究所

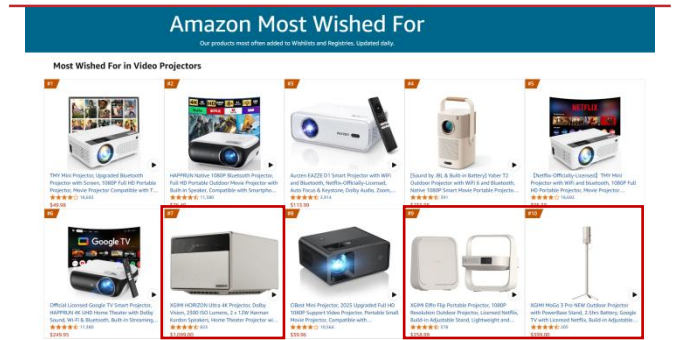
以北美亚马逊为例，热销投影产品以非智能低端机型为主，高端智能投影尚未成为主流。以北美亚马逊为例，目前 Best Sellers 上的热销投影仪产品仍主要为非智能投影仪，单价大多在 100 美元以内，仍采用 LCD 技术与传统灯泡光源，体积较大且亮度较差、需要手动对焦。此类投影仪多用于简单的教学环境或作为儿童玩具，距离家用观影场景尚有距离。极米、安克的家用智能投影产品虽然在观影效果、智能化操作方面具有明显优势，但定价均在 300 美元以上。在北美目前的市场教育程度下，高端智能投影短期仍难以成为线上的主流产品，仍需依靠线下渠道触达消费者，逐步形成市场教育。

图表 24：北美 Amazon 投影 Best Sellers 榜单前 10



资料来源：美国亚马逊，华源证券研究所。注：数据截至 8 月 30 日。

图表 25：北美 Amazon 投影 Most Wished For 榜单前 10



资料来源：美国亚马逊，华源证券研究所。注：数据截至 8 月 30 日。

但值得注意的是，虽然高端智能投影产品尚未成为北美线上市场销售的主流，但随着市场教育的推进，极米的产品已逐步获得消费者的兴趣。参考北美亚马逊 Most Wished For 榜单，截至 2025 年 8 月 30 日极米已有 9 款产品上榜 Top100，其中有 3 款产品进入前 10。

3.2. 极米海外渠道拓展与产品迭代均在加速

国内格局清晰后，极米或有更多资源与精力去拓展海外市场，海外渠道拓展与产品迭代正在加速。（1）渠道方面：24 年极米欧洲德、法线下渠道迎来新突破，北美重要线下渠道 Best buy 渠道也已达成合作。截至 24 年底，公司线下渠道已初步覆盖欧洲、日本、北美主流线下渠道，未来山姆、沃尔玛等众多重要线下渠道有望贡献新增量。

（2）产品方面：早期极米海外产品线更新节奏落后于国内约 1 年，但 25 年国内主力新品 PLAY6 系列在 3 月发布，Play6 海外版 MoGo4 系列于 6 月即在欧洲发布，产品推新节奏明显加快。MoGo4 具有两个版本，基础款 MoGo4/激光款 MoGo4 Laser 发售价分别为 599 欧元/799 欧元，激光款在光源、亮度、色域、磁吸镜片数量方面均有升级。

图表 26：2024 年 5 月极米召开首届全球经销商峰会



资料来源：极米投影公众号，华源证券研究所

图表 27：极米 Play6 海外版 MoGo4 双版本产品参数

指标	MoGo4 Laser	MoGo4
定价	€799/\$959	€599/\$599
光源	三色激光	LED
显示技术	DLP	DLP
显示芯片	0.23' DMD	0.23' DMD
亮度	550 ISO	450 ISO
标准分辨率	1920 x 1080 像素	1920 x 1080 像素
色域	BT.2020 110%	DCI-P3 90%
对比度	1000:1	/
音响	harman/kardon 音响	harman/kardon 音响
磁吸镜片	单枚	四枚

产品图



资料来源：极米科技官网，华源证券研究所

4. 新业务：车载、商用业务快速从 0 到 1

4.1. 车载业务：需求被逐步验证，极米已成为核心供应商

投影方案在汽车领域的应用包括车内娱乐大屏、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，目前应用较多的方向主要为车载投影、投影灯，下游主要是空间较大的高端车型。

（1）车内投影：相比传统的车载屏幕，车载投影配合幕布可以提供更大尺寸的显示效果，为乘客提供更沉浸感的观影体验，同时还具备护眼优势，以及起到隔断前后、保护后排隐私的功能。因此车载投影快速成为问界 M9、M8、享界 S9、尊界 S800 等多款高端车型的座舱显示方案。

图表 28：问界 M9 的车载投影方案



资料来源：问界视频号，华源证券研究所

图表 29：尊界 S800 的车载投影方案



资料来源：尊界视频号，华源证券研究所

（2）投影（大）灯：主要可分为价值量较高的智能投影大灯，与价值量相对较低的投影显示灯、侧边灯、照地灯等多种灯光方案。目前问界 M9、蔚来 ET9 等高端车型均已搭载智能投影大灯；国际知名车灯厂马瑞利（极米车载业务合作伙伴）也在 2025 年 5 月发布了全彩流媒体近场投影车灯方案，包含智能投影大灯、投影显示灯、侧边灯、照地灯等。

图表 30：问界 M9 的投影大灯方案



资料来源：问界 M9 官网，华源证券研究所

图表 31：马瑞利携手长安启源 Q07 推出的投影车灯方案



资料来源：长安启源官网，华源证券研究所

极米凭借优秀的消费需求洞察力、软件、硬件、全闭环生产能力等竞争优势，有望快速切入车载投影市场。

(1) 消费者需求洞察能力：车载投影下游客户虽然是整车厂（B 端），但最终产品仍是面向消费者。极米长期深耕家用投影市场，对 C 端消费者需求理解深刻，在与车厂联合研发、设计智能座舱产品时具有领先的需求洞察力；

(2) 硬件端：截至 2024 年极米投影仪累计出货量已经突破 700 万台，在光学、结构、散热材料、电子技术等方面均有深厚的技术积累和成本优势；

(3) 软件端：极米科技深耕家用投影市场，引领了一系列标志性的投影软件功能革新，如全自动校正、自动避障、自动环境识别等，软件开发能力积累深厚；

(4) 生产能力：车厂对供应商制造能力要求高，一般要求独立产线，且符合汽车行业详尽的系统化要求。极米是业内稀缺的，能够实现从镜片到镜头、从光机到整机全链路交付的企业，且极米在宜宾生产基地已组建车载投影产品生产线，在全产业链整合上具备明显优势。

目前极米车载订单正在快速落地，25 年或将贡献增量业绩。参考公司投资者交流记录，截至 24 年底，公司共获得 8 个车载定点，定点项目涵盖智能座舱、智能大灯零部件产品。其中包括为北汽享界 S9、问界 M8、M9 等车型供应智能座舱显示产品，以及为马瑞利供应智能大灯相关部件产品，2025 年车载订单有望陆续交付。

国内车载业务空间测算：随着车载投影产品的技术成熟与成本下降，未来 20 万元以上的中高端车型均有可能搭载投影方案。假设中国新能源汽车稳态销量达到 2000 万辆，其中 20 万元以上车型占比达 35%，总量约 700 万台。假设其中车内投影渗透率 25%（单车价值 2000 元），投影大灯渗透率 10%（单车价值 10000 元），投影氛围灯&照地灯&侧边灯渗透率为 10%（单车价值 1000 元），HUD 渗透率 40%（单车价值 1500 元）。计算得国内车载长期空间约为 154 亿元。假设极米占据 50% 的市场份额，则国内车载业务未来有望贡献接近 77 亿元的收入。

图表 32：国内车载业务空间测算

指标		数值
基本假设	新能源汽车远期销量（万台）	2000
	其中：20 万元以上车型渗透率	35%
	目标车型总量（万台）	700
车内投影	渗透率	25%
	单车价值（元）	2000
	车内投影市场规模（亿元）	35
投影大灯	渗透率	10%
	单车价值（元）	10000
	投影大灯市场规模（亿元）	70
投影氛围灯&照地灯&侧边灯	渗透率	10%
	单车价值（元）	1000
	投影氛围灯&照地灯&侧边灯市场规模（亿元）	7
HUD	渗透率	40%
	单车价值（元）	1500
	HUD 市场规模（亿元）	42
国内车载投影相关市场空间（亿元）		154

资料来源：华源证券研究所测算

车载业务短期盈利能力不宜高估，但长期有望成为公司重要的利润来源。短期来看，随着下游车型陆续交付，极米车载业务收入规模有望快速扩大。但车载业务刚刚起步，规模效应尚难以体现，且车规级投影光机、屏幕的工艺复杂、生产成本较高，初期毛利率预计较低，或将对公司短期利润率带来一定影响。

长期来看，车载投影竞争格局较好，极米凭借消费需求洞察力、软件、硬件、全闭环生产能力等竞争优势有望保持较高的市场份额，在与下游车厂的合作中掌握一定议价权。同时，随着国内车载投影的应用逐步成熟，海外车厂有望陆续接受投影方案，极米车载业务有望出海拓展市场。随着订单增加，规模效应将逐步体现，极米车载业务盈利能力也有望大幅提升，成为公司长期利润的重要来源。

4.2. 商用业务：市场空间广阔，极米有望快速切入

商用业务：2023 年内销规模约 70 万台，2024 年全球市场规模达 282 万台，中大型会议室、教室、文旅展馆是主要场景。投影设备诞生以来长期主要应用于办公、教育、工程、展馆等商用场景，其产品亮度、均价高于家用投影仪。

图表 33：极米商用投影仪产品图



资料来源：投影之窗，华源证券研究所

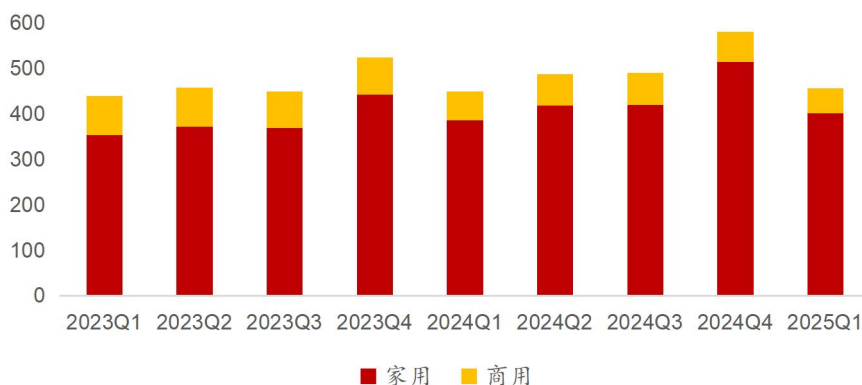
图表 34：日系商用投影产品图（以爱普生为例）



资料来源：爱普生官网，华源证券研究所

参考洛图数据，24 年全球商用投影仪出货量达 282 万台，商用/全场景占比达 14%。内销方面，参考 IDC 数据，23 年国内商用市场规模约 70 万台。虽然近年来大尺寸液晶交互平板、LED 直显类产品在教育与商务领域对投影市场造成一定的威胁和替代，但投影机在中大型会议室、教室、文旅等大屏场景中仍保有成本优势，洛图与 IDC 均预计未来商用市场有望迎来逐步复苏。

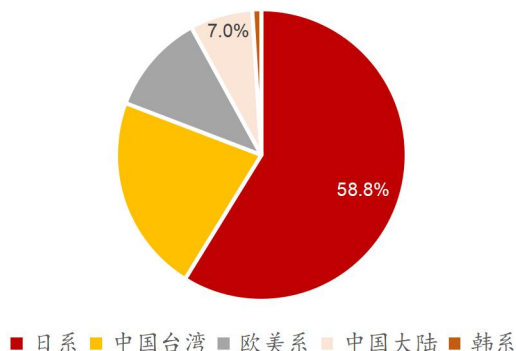
图表 35：2023-2025Q1 全球投影机市场分场景出货量（万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

竞争格局方面，全球商用投影市场目前仍以日系、中国台湾厂商为主。根据洛图科技(RUNTO)数据显示，2025 年第一季度，在全球商用投影市场，大陆系品牌的出货量仅占到了 7.0%，而以爱普生为代表的日系品牌则占到了 58.8%。国内方面，商用投影仪市场同样主要由爱普生等日系厂商，以及明基等中国台湾厂商主导。

图表 36：2025Q1 全球商用投影机市场竞争格局



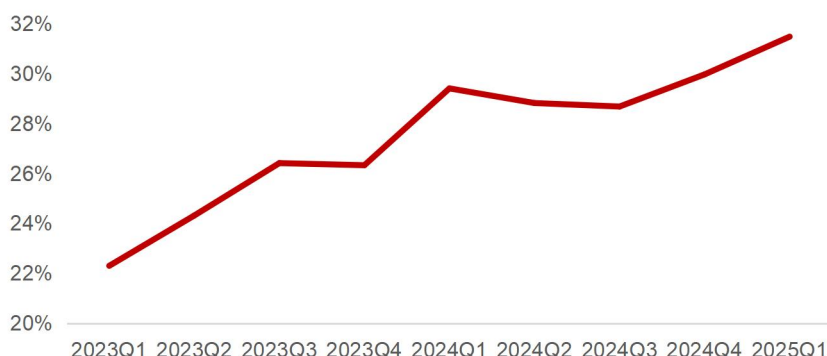
资料来源：洛图科技，华源证券研究所

短期来看，极米技术储备深厚、成本优势强，有望快速在国内抢占份额。经过长期高强度研发投入，极米积累了深厚的光机研发生产技术、激光光源技术，已具有生产高亮度商用机器的技术能力。此外，商用与家用产线协同性强，得益于家用业务累计 700 多万台的规模效应，极米在商用产品端具有较强的成本优势。短期来看，我们认为极米有望凭借深厚的技术积累与成本优势，以及领先的智能化水平，快速打开商用市场，建立代理渠道，25 年国内商用业务有望贡献增量业绩。

长期来看，光源的升级带给极米商用产品出海良机。目前日系与中国台湾厂商的商用投影产品，主要光源方案仍为传统的 LED 和灯泡光源。而激光光源在亮度、色彩、寿命等关键指标上都具有明显优势，还可以在不增加设备体积的情况下显著提升画质表现，其长寿命特性能大幅降低用户的使用成本。在欧盟限汞的背景下，企业纷纷加快对激光产品的布局。根据洛图科技(RUNTO)数据显示，2025Q1 全球商用投影市场中，激光光源产品占比达 31.5%(同

比+2.2pct)。技术路线和核心光源方案的变化，有望带来市场份额的重新洗牌，极米深耕激光技术多年，有望借助欧洲 26 年禁用汞灯投影产品的机会，快速出海切入海外投影市场。

图表 37：2023-2025Q1 全球商用投影机市场激光出货量占比



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

5. 盈利预测及估值

基本假设：

（1）内销：收入逐步企稳，毛利率有望触底回升。收入方面，国补带动终端需求改善，且公司高性价比新品顺应了市场发展趋势。预计 25 年国内智能投影行业继续回暖，极米市场份额有望继续提升，内销收入或企稳回升。利润率方面，随着新品不断推出与老品逐步下架，公司毛利率有望回升。中长期来看，行业底部供给有望出清，竞争格局有望改善，公司毛利率仍有提升空间。

（2）外销：海外业务快速成长，毛利率或将保持较高水平。极米科技海外新渠道、新市场快速拓展，或将持续贡献业绩增量。随着海外消费者对家用智能投影的接受程度逐步提升，长期来看外销有望成为公司主要收入来源。利润率方面，随着线下渠道收入占比提升，毛利率短期或略有压力，但海外产品定价高于国内，毛利率仍有望保持较高水平。

（3）车载业务：订单快速落地，预计收入将逐步贡献，毛利率稳步提升。参考公司投资者交流记录，25 年车载业务将开始交付，预计收入贡献将快速体现。毛利率方面，随着订单增多以及交付量爬升，规模效应或将逐步体现，毛利率有望稳步提升。

（4）商用业务：预计 25H2 产品落地，伴随渠道开拓有望逐步贡献收入增量。25 年商用业务有望开始贡献业绩，极米凭借领先的产品力和品牌力，有望逐步打通下游渠道，预计 25-27 年收入稳步增长。毛利率方面，随着渠道逐步拓展，规模效应逐步体现，毛利率预计将稳步提升。

盈利预测：公司是智能投影行业领导者，随着内销逐步企稳，海外业务快速拓展，车载业务快速贡献收入，业绩有望恢复增长。预计 25-27 年公司收入分别为 38.7/48.5/59.9 亿元，同比增速分别为 13.7%/25.3%/23.4%；归母净利润分别为 3.0/6.0/8.0 亿元，同比增速分别为 151.3%/99.8%/33.4%。

图表 38：极米科技收入毛利拆分表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	35.6	34.0	38.7	48.5	59.9
YOY	-16%	-4%	14%	25%	23%
营业成本（亿元）	24.5	23.4	25.9	31.2	38.6
毛利率	31%	31%	33%	36%	36%
境内家用业务					
收入（亿元）	26	22	22	25	27
YOY	-23%	-15%	0%	10%	8%
毛利率	27%	24%	32%	33%	33%
境外家用业务					
收入（亿元）	9.1	11	11	14	17
YOY	16%	19%	6%	23%	23%
毛利率	45%	45%	45%	47%	48%
车载业务					
收入（亿元）			3.5	6.0	10.0
YOY				74%	67%
毛利率			-10%	12%	15%
商用业务					
收入（亿元）			0.7	3.0	5.0
YOY				329%	67%
毛利率			36%	40%	40%
其他业务（地区）					
收入（亿元）	0.3	0.9	0.7	0.8	0.9
YOY	-13%	229%	12%	20%	8%
毛利率	23%	41%	41%	42%	41%

资料来源：Wind，华源证券研究所

可比公司选取：光峰科技、海信视像、石头科技。（1）光峰科技是全球领先的激光显示技术企业，主营业务为激光显示产品及系统解决方案，业务涵盖家用智能投影产品与车载智能投影产品等。（2）海信视像主营产品为电视，与智能投影同为家用显示类产品，且公司业务也已涵盖家用智能投影产品。（3）石头科技的主营产品为扫地机器人，与智能投影同为新兴家电产品，且石头科技主要收入来自海外，与极米科技未来发展方向相似。

投资建议：极米科技作为智能投影行业领导者，短期来看，内销需求企稳+格局快速优化，海外空间广阔且竞争格局较好，主业业绩有望快速恢复。车载不断超预期，或将推动市场给予车载估值。长期来看，海外车载市场体量逐步扩大，欧洲初具规模，美国仍有较大潜力。车

载客户有望从国内向海外快速拓展。商用业务预计 25H2 起步量产，未来空间可期。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.0/6.0/8.0 亿元，同比增速分别为 151.3%/99.8%/33.4%。截至 2025 年 9 月 4 日价格对应 PE 分别为 29/15/11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39：可比公司估值表（元，元/股）

股票代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
		2025-09-04	25E	26E	27E	25E	26E	27E
688007.SH	光峰科技	20.60	0.3	0.5	0.5	68	49	42
600060.SH	海信视像	21.72	2.0	2.2	2.5	11	10	9
688169.SH	石头科技	202.90	7.6	10.1	12.6	28	21	17
	行业平均					36	27	23
688696.SH	极米科技	127.00	4.3	8.6	11.5	29	15	11

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：极米科技盈利预测为华源证券研究所预测值，可比公司均采用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

部分零部件依赖外购风险。公司采用 DLP 投影技术的投影设备产品，其核心成像器件是 DMD 器件。目前公司全部采用 TI 生产的 DMD 器件，并已与 TI 建立了长期合作关系。未来若半导体行业出现供应紧张、电子元器件短缺，导致公司核心部件供应商无法及时供货，或是采购价格等商业条款发生不利调整，将对公司的生产经营产生不利影响。

海外市场需求疲软风险。公司正积极布局扩张海外市场，海外市场销售情况与居民可支配收入、消费习惯及消费水平紧密相关。若海外宏观经济环境变化、实体经济增长波动或放缓，导致市场需求疲软，可能对公司业绩产生影响。

竞争加剧风险。近年来中国投影设备市场发展迅速，消费级市场成为第一大细分市场。现有大型公司、国内自主创新品牌公司在产品研发和渠道拓展方面均有大量投入，导致市场竞争有加剧风险。

市场空间测算偏差的风险。报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,049	2,079	2,527	2,994	营业收入	3,405	3,872	4,853	5,990
应收票据及账款	225	233	279	328	营业成本	2,343	2,592	3,123	3,855
预付账款	24	32	47	66	税金及附加	24	27	34	42
其他应收款	98	74	80	98	销售费用	598	546	602	731
存货	928	852	856	951	管理费用	116	147	165	192
其他流动资产	589	685	790	896	研发费用	368	428	456	515
流动资产总计	3,912	3,956	4,578	5,334	财务费用	-50	-51	-63	-76
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	-14	0	0
固定资产	1,055	1,059	1,131	1,229	信用减值损失	-3	-2	0	0
在建工程	5	68	77	100	其他经营损益	0	0	1	2
无形资产	48	41	44	42	投资收益	2	4	5	6
长期待摊费用	70	35	0	0	公允价值变动损益	11	30	22	17
其他非流动资产	228	243	243	243	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,406	1,446	1,494	1,614	其他收益	88	101	102	124
资产总计	5,319	5,402	6,073	6,948	营业利润	84	302	666	880
短期借款	258	0	0	0	营业外收入	5	4	0	0
应付票据及账款	673	689	792	908	营业外支出	3	3	0	0
其他流动负债	636	720	805	920	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,567	1,409	1,597	1,828	利润总额	86	302	666	880
长期借款	1	1	1	1	所得税	-34	0	63	75
其他非流动负债	805	805	805	805	净利润	120	302	603	804
非流动负债合计	806	806	806	806	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	2,373	2,215	2,403	2,635	归属母公司股东净利润	120	302	603	804
股本	70	70	70	70	EPS(元)	1.72	4.31	8.62	11.49
资本公积	1,938	1,938	1,938	1,938	主要财务比率				
留存收益	934	1,176	1,658	2,302	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	2,943	3,184	3,667	4,310	成长能力				
少数股东权益	3	3	3	3	营收增长率	-4.27%	13.74%	25.34%	23.43%
股东权益合计	2,946	3,187	3,670	4,313	营业利润增长率	159.46%	257.18%	120.95%	32.01%
负债和股东权益合计	5,319	5,402	6,073	6,948	归母净利润增长率	-0.30%	151.26%	99.81%	33.36%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-39.13%	126.99%	41.96%	13.16%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	120	186	486	670	毛利率	31.19%	33.05%	35.64%	35.64%
折旧与摊销	143	120	132	110	净利率	3.52%	7.80%	12.43%	13.43%
财务费用	-50	-51	-63	-76	ROE	4.08%	9.48%	16.45%	18.66%
投资损失	-2	-4	-5	-6	ROA	2.26%	5.59%	9.93%	11.58%
营运资金变动	74	167	85	11	估值倍数				
其他经营现金流	-55	105	107	130	P/E	74.00	29.45	14.74	11.05
经营性现金净流量	230	523	742	840	P/S	2.61	2.30	1.83	1.48
投资性现金净流量	-1,076	-225	-237	-287	P/B	3.02	2.79	2.42	2.06
筹资性现金净流量	-321	-267	-57	-85	股息率	0.00%	0.68%	1.36%	1.81%
现金流量净额	-1,165	30	447	468	EV/EBITDA	27	18	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。