

Switch 2 开启高质量发展之路

——南极光 (300940.SZ) 首次覆盖报告

电子

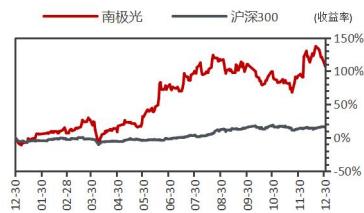
报告原因：

买入 (首次评级)

	2025年12月30日
收盘价(元)	29.12
一年内最高/最低(元)	33.35/12.06
市净率	5.5
股息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4,586
上证指数/深证成指	3,965/13,604
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产(元)	5.3
资产负债率%	28.34
总股本/流通A股(百万)	223/157
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

许亮

S0820525010002

0755-83562506

xuliang@ajzq.com

联系人

朱俊宇

S0820125040021

021-32229888-25520

zhujunyu@ajzq.com

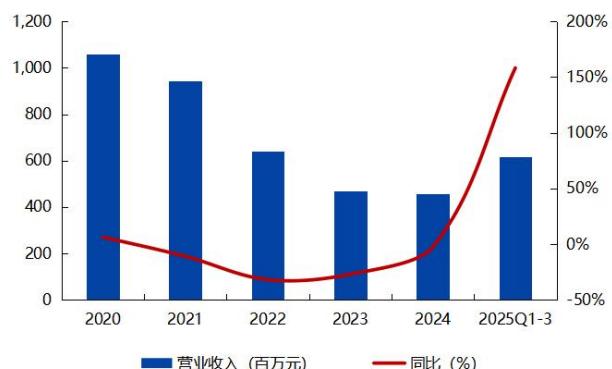
投资要点：

- 投资建议：**首次覆盖南极光 (300940.SZ)，给予“买入”评级。我们预计公司2025E/2026E/2027E 营业收入分别为 12.8/19.2/25.0 亿元，同比增长 180.0%/50.0%/30.0%；归母净利润分别为 1.5/2.6/3.0 亿元，同比增长 647.7%/67.9%/14.8%，对应市盈率分别为 42.9/25.6/22.3 倍。
- 业务情况：**1) 南极光是 Switch 2 显示面板背光组件目前唯一的供应商，同时下游应用横跨笔记本电脑，平板，工控及车载多个领域。Switch 2 发布带动公司业绩进入发展拐点 2) 任天堂官网显示 Switch 2 上市四天销量突破 350 万台，超过初代 Switch 上市一个月销量 274 万台的水平，预计全年销量将突破 1500 万台。3) 复盘 Switch 初代的销售历史，从 2017 年约 1300 万台到 2020 年超过 2800 万台，实现了三年持续增长，复合增速约为 29.5%。4) 南极光除了在 Switch2 已经基本停止了传统智能手机相关应用，目前产能优化主要着重于游戏机和平板电脑等重点客户，并且协同重要客户技术开发从而确保订单份额。
- 关键假设点：**1) Switch 2 热销从 2025 年 6 月延续至 2027 年底，带动南极光销售收入持续增长，2025-2027 年收入增速分别为 180.0%、150.0%、30.0%；2) 2026 年任天堂推出 ultra 版本 Switch2，显示面板性能进一步升级，带动南极光盈利水平上调。2025-2027 年南极光毛利率分别为 22.0%、25.0%、23.0%。
- 有别于市场的认识：**市场普遍认为在 OLED 替代 LCD 显示的技术趋势下，背光模组市场缺乏成长性。但是，我们发现在游戏机，电视，以及车载等长寿命终端平台，LCD 的色彩显示性能和稳定性具有更强的竞争优势。因此，我们认为 LCD 技术将会在这些终端应用长期存在，同时新终端的发布将会带来结构性的成长机会。
- 股价表现的催化剂：**2025 年四季度从感恩节到新年将会是传统销售旺季，单季度业绩环比或将提升。
- 风险提示：**市场竞争加剧；下游需求疲软；ultra 版本推出时间延后。

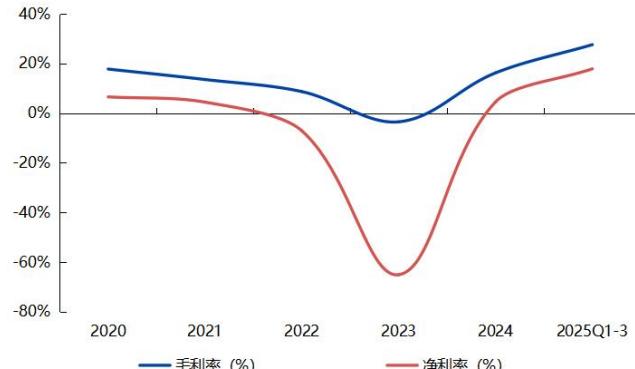
财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	469	457	1,280	1,920	2,497
同比增长率(%)	-27.0%	-2.5%	180.0%	50.0%	30.0%
归母净利润(百万元)	-305	21	154	259	297
同比增长(%)	570.3%	-106.8%	647.7%	67.9%	14.8%
每股收益(元/股)	-1.37	0.09	0.69	1.16	1.33
毛利率(%)	-3.5%	16.2%	22.0%	25.0%	23.0%
ROE(%)	-28.8%	1.9%	12.5%	17.3%	16.6%
市盈率	-21.7	321.1	42.9	25.6	22.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1：南极光营业收入

资料来源：Wind, 爱建证券研究所

图表 2：南极光盈利水平

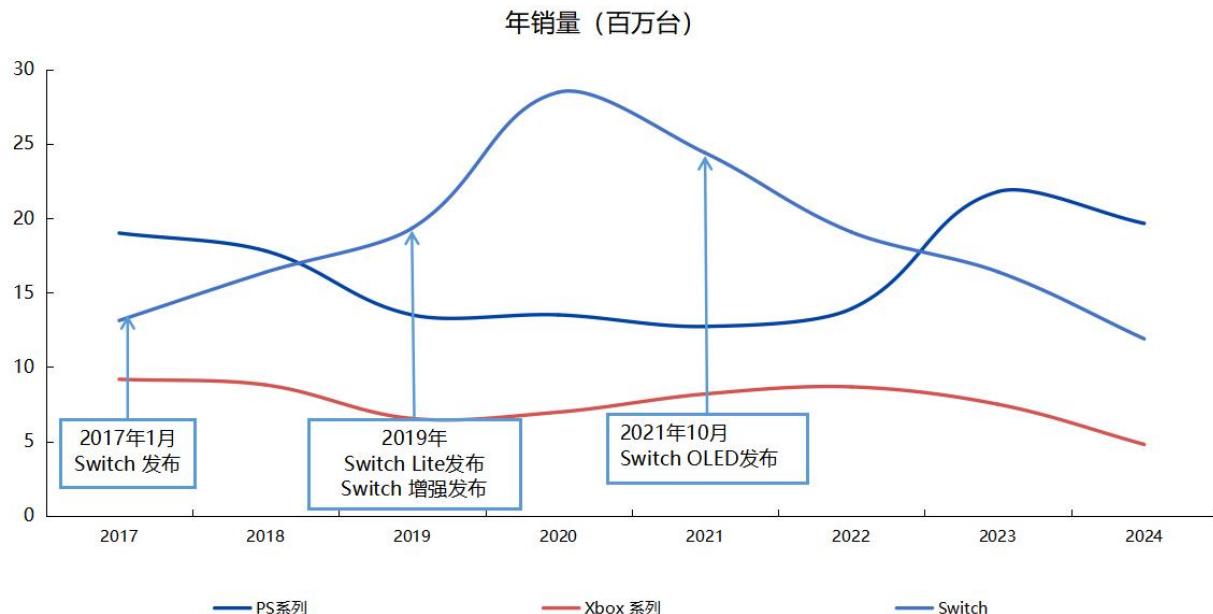
资料来源：Wind, 爱建证券研究所

图表 3：Switch 与 Switch2 性能对比

	Switch	Switch 2
发布时间	2017/3	2025/6
外观尺寸(mm)	173*102*14	271.78*114.3*13.97
重量 (克)	297 398 (佩戴 Joy-con)	399 535 (佩戴 Joy-con)
屏幕英寸	6.2	7.92
屏幕分辨率	1280*720	1920*1080
屏幕类型	LCD	LCD
处理器	Nvidia Tegra X1/X1+	Nvidia Tegra 239
GPU (TFLOPs)	0.4	3
CPU	Cortex-A57/ Cortex-A53	Cortex-A78
CPU 核心和线程数	8 核 8 线程	8 核 8 线程
内存	4 GB LPDDR4	12 GB LPDDR5X
电池 (mAh)	4310	5220
连接性	Wi-Fi 5, 蓝牙 4.1, NFC	WiFi 6, 蓝牙

资料来源：掌机圈, 爱建证券研究所, 爱建证券研究所

图表4：Switch、PS5和Xbox历年销量



资料来源：各公司官网，VGChartz，爱建证券研究所

风险提示

- 市场竞争加剧：**竞争对手新品持续发布，可能加剧游戏机市场竞争。
- 下游需求疲软：**消费数据整体疲软，可能影响Switch2短期销量。
- ultra版本推出时间延后：**ultra版本涉及整体性能参数的提升，导致物料成本和技术难度提升，目前推出时间仍存在不确定性。

财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	474	138	4	341	364	净利润	-305	21	154	259	297
应收款项	301	353	1,552	1,289	2,360	折旧摊销	44	26	26	26	26
存货	23	60	101	130	208	营运资本变动	-149	106	1,969	-236	1,966
流动资产	822	581	1,698	1,831	3,018	经营活动现金流	15	-32	-277	528	29
长期股权投资	2	0	0	0	0	资本开支	32	25	29	27	28
固定资产	264	253	258	260	262	投资变动	-380	-248	-10	-3	-4
在建工程	0	5	3	2	1	投资活动现金流	-405	-271	-20	-25	-24
无形资产	8	7	7	7	6	银行借款	34	16	176	0	0
非流动资产	690	928	928	927	928	筹资活动现金流	494	-10	159	-175	7
资产合计	1,512	1,509	2,627	2,759	3,945	现金净增加额	104	-313	-134	336	23
短期借款	34	16	176	0	0	期初现金	367	474	138	4	341
应付款项	284	288	964	906	1,673	期末现金	474	138	4	341	364
流动负债	284	288	964	906	1,673						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	101	84	169	251	337						
负债合计	453	430	1,393	1,266	2,155						
股本	223	223	223	223	223						
资本公积	964	964	964	964	964						
留存收益	-128	-107	47	306	603						
归母股东权益	1,059	1,079	1,234	1,493	1,790						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和权益总计	1,512	1,509	2,627	2,759	3,945						

利润表					单位:百万元						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	469	457	1,280	1,920	2,497						
营业成本	485	383	999	1,440	1,922						
税金及附加	3	1	6	9	11						
销售费用	23	20	42	63	82						
管理费用	97	38	102	154	200						
研发费用	35	26	82	126	156						
财务费用	-1	-13	-3	-9	-18						
资产减值损失	-103	-5	0	0	0						
公允价值变动	0	0	0	0	0						
投资净收益	1	17	0	0	0						
营业利润	-300	15	139	234	269						
营业外收支	3	0	1	2	1						
利润总额	-297	15	140	235	270						
所得税	8	-6	-14	-24	-27						
净利润	-305	21	154	259	297						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归母净利润	-305	21	154	259	297						
EBITDA	-246	47	171	268	304						

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。