仅供内部参考，请勿外传



# 出海步入快车道，成长开启兑现期

**极米科技(688696)**

家用电器业/可选消费品

■ 极米科技深度跟踪报告


| 姓名 | 电话 | 邮箱 | 登记编号 |
|---|---|---|---|
| 蔡雯娟(分析师) | 021-38031654 | caiwenjuan@gtht.com | S0880521050002 |
| 成浅之(分析师) | 021-23183327 | chengqianzhi@gtht.com | S0880525110002 |


**评级：** 增持

**目标价格(元)：** 143.30

当前价格(元)： 92.40

**本报告导读：**

**当前时点再看极米，核心在于理解其海外业务已从前期培育迈向放量阶段，财报拐点已开启印证，高毛利的海外收入高增具备较强持续性，公司有望成为投影出海品牌标杆享受品类高潜红利。**

**投资要点：**

- **投资建议：**公司为智能投影行业领导者，出海收获拐点已至重塑成长逻辑，国内行业下行周期中格局价值显现，且第二曲线车载商用稳步减亏。我们预计公司 26/27/28 年公司收入为 36.8/42.3/47.7 亿元，同比+6.2%/+14.8%/+12.8%；归母净利润各 2.0/4.0/5.1 亿元，同比+36.3%/+105.2%/+27.5%。考虑公司海外业务处高增阶段、成长性突出，给予 27 年 25 倍 PE，对应目标价 143.3 元，维持"增持"评级。
- **国内：行业出清整合，极米从规模领先走向格局受益。**国内投影大盘规模持续下滑，行业逐步进入存量整合阶段，头部厂商在核心部件、供应链及资本层面的合作有望提升，单纯依靠价格和营销抢份额的竞争模式或边际弱化。极米凭借更大的出货规模、品牌影响力以及较强的供应链议价能力，有望进一步巩固龙头地位，并受益于竞争趋缓和产品结构提升带来的盈利能力修复。
- **海外：投影出海空间广阔，开启规模化兑现期。**海外投影总量增长快于国内，但本质仍处市场教育早期。我们测算北美及欧洲长期家庭投影需求有望达到每年 600-800 万台的量级，具备翻倍扩容空间。2026H1 公司海外收入 7.48 亿元（同比+87.63%），海外毛利率 47%，高毛利的海外业务扩张已成为公司高质量的增长引擎。我们看好公司海外业务的高增持续，背后是产品、渠道与供应链优势共振：产品端 TITAN Noir、Horizon20 等大单品开启高端价格带突破；渠道端进入“线上引流、众筹破圈、线下承接”的多线程协同阶段；供应链海外产能落地和核心自研能力应对出海不确定性。
- **第二曲线：由消费级投影龙头向综合光学显示平台演进。**公司过去在家用智能投影领域积累的核心能力，正逐步向车载、商用、AI 眼镜等更高附加值场景迁移。车载显示业务正由前期研发投入转向项目定点与规模交付阶段，经营质量显著改善；商用显示已推出华山、昆仑等系列，覆盖教育、展览展示、商业会议、户外亮化等场景，或将受益欧洲限汞政策带来的结构性替代窗口；公司以独立子品牌 MemoMind 切入 AI 眼镜赛道，面向更多 AI 硬件场景做多点探索。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险，海外业务经营风险，新业务落地不及预期风险。

| 财务摘要(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 3,405 | 3,467 | 3,684 | 4,231 | 4,773 |
| (+/-)% | -4.3% | 1.8% | 6.2% | 14.8% | 12.8% |
| 净利润(归母) | 120 | 143 | 196 | 401 | 512 |
| (+/-)% | -0.3% | 19.4% | 36.3% | 105.2% | 27.5% |
| 每股净收益(元) | 1.72 | 2.05 | 2.79 | 5.73 | 7.31 |
| 净资产收益率(%) | 4.1% | 4.7% | 6.1% | 11.9% | 14.4% |
| 市盈率(现价&最新股本摊薄) | 53.85 | 45.10 | 33.09 | 16.12 | 12.64 |

**资料来源：** Wind，国泰海通证券研究

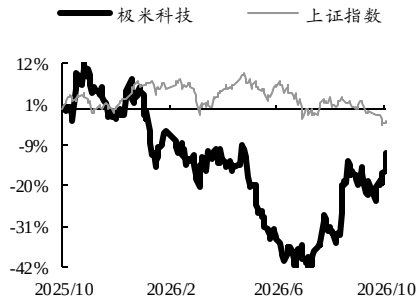
**交易数据**

| | |
|---|---|
| 52 周内股价区间(元) | 60.60-119.19 |
| 总市值(百万元) | 6,470 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 70/70 |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0/0 |

**资产负债表摘要(LF)**

| | |
|---|---|
| 股东权益(百万元) | 2,940 |
| 每股净资产(元) | 41.99 |
| 市净率(现价) | 2.2 |
| 净负债率 | -13.66% |

**52周股价走势图**




| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 绝对升幅 | 10% | 47% | -12% |
| 相对指数 | 15% | 49% | -8% |

**相关报告**

Q4 外销增长修复，全年盈利改善 2026.04.07

内外销有望修复，新业务稳步拓展 2026.03.04

内销格局改善，出海及新业务贡献增量 2026.02.04

仅供内部参考，请勿外传



## 财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2,049 | 1,512 | 1,988 | 2,312 | 2,632 |
| 交易性金融资产 | 473 | 508 | 211 | 221 | 231 |
| 应收账款及票据 | 195 | 359 | 298 | 358 | 413 |
| 存货 | 928 | 914 | 923 | 978 | 1,069 |
| 其他流动资产 | 268 | 365 | 467 | 495 | 513 |
| **流动资产合计** | **3,912** | **3,659** | **3,889** | **4,364** | **4,859** |
| 长期投资 | 0 | 23 | 35 | 48 | 63 |
| 固定资产 | 1,043 | 1,083 | 1,074 | 1,063 | 1,052 |
| 在建工程 | 5 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及商誉 | 67 | 96 | 104 | 116 | 129 |
| 其他非流动资产 | 291 | 760 | 883 | 863 | 848 |
| **非流动资产合计** | **1,406** | **1,966** | **2,096** | **2,091** | **2,093** |
| **总资产** | **5,319** | **5,625** | **5,985** | **6,454** | **6,952** |
| 短期借款 | 258 | 567 | 757 | 947 | 1,157 |
| 应付账款及票据 | 673 | 417 | 547 | 573 | 623 |
| 一年内到期的非流动负债 | 311 | 313 | 310 | 310 | 310 |
| 其他流动负债 | 325 | 530 | 424 | 491 | 555 |
| **流动负债合计** | **1,567** | **1,826** | **2,038** | **2,322** | **2,645** |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 租赁负债 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动负债 | 805 | 774 | 759 | 759 | 759 |
| **非流动负债合计** | **806** | **775** | **761** | **761** | **761** |
| **总负债** | **2,373** | **2,602** | **2,799** | **3,083** | **3,406** |
| 实收资本(或股本) | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 其他归母股东权益 | 2,873 | 2,952 | 3,114 | 3,300 | 3,474 |
| **归属母公司股东权益** | **2,943** | **3,022** | **3,184** | **3,370** | **3,544** |
| 少数股东权益 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **股东权益合计** | **2,946** | **3,023** | **3,186** | **3,372** | **3,545** |
| **总负债及总权益** | **5,319** | **5,625** | **5,985** | **6,454** | **6,952** |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 230 | -95 | 296 | 488 | 584 |
| 投资活动现金流 | -1,076 | -681 | 60 | -114 | -120 |
| 筹资活动现金流 | -321 | 269 | 79 | 50 | 56 |
| 汇率变动影响及其他 | 2 | -3 | -7 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -1,165 | -511 | 428 | 424 | 520 |
| 折旧与摊销 | 143 | 147 | 122 | 121 | 119 |
| 营运资本变动 | 17 | -343 | -47 | -68 | -71 |
| 资本性支出 | -71 | -198 | -98 | -103 | -109 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **3,405** | **3,467** | **3,684** | **4,231** | **4,773** |
| 营业成本 | 2,343 | 2,351 | 2,350 | 2,567 | 2,846 |
| 税金及附加 | 24 | 22 | 22 | 25 | 29 |
| 销售费用 | 598 | 515 | 663 | 749 | 835 |
| 管理费用 | 116 | 150 | 155 | 173 | 191 |
| 研发费用 | 368 | 400 | 394 | 444 | 501 |
| **EBIT** | **22** | **95** | **186** | **369** | **478** |
| 其他收益 | 88 | 92 | 96 | 106 | 115 |
| 公允价值变动收益 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 2 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 财务费用 | -50 | -28 | -15 | -44 | -60 |
| 减值损失 | -22 | -25 | -20 | -20 | -20 |
| 资产处置损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **84** | **136** | **203** | **414** | **540** |
| 营业外收支 | 1 | -3 | -1 | -1 | -2 |
| 所得税 | -34 | -9 | 6 | 12 | 26 |
| **净利润** | **120** | **142** | **196** | **401** | **512** |
| 少数股东损益 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 120 | 143 | 196 | 401 | 512 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| ROE(摊薄,%) | 4.1% | 4.7% | 6.1% | 11.9% | 14.4% |
| ROA(%) | 2.2% | 2.6% | 3.4% | 6.5% | 7.6% |
| ROIC(%) | 0.9% | 2.6% | 4.2% | 7.7% | 9.1% |
| 销售毛利率(%) | 31.2% | 32.2% | 36.2% | 39.3% | 40.4% |
| EBIT Margin(%) | 0.7% | 2.7% | 5.1% | 8.7% | 10.0% |
| 销售净利率(%) | 3.5% | 4.1% | 5.3% | 9.5% | 10.7% |
| 资产负债率(%) | 44.6% | 46.3% | 46.8% | 47.8% | 49.0% |
| 存货周转率(次) | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.8 |
| 应收账款周转率(次) | 16.6 | 12.5 | 11.2 | 12.9 | 12.4 |
| 总资产周转周转率(次) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 净利润现金含量 | 1.9 | -0.7 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| 资本支出/收入 | 2.1% | 5.7% | 2.7% | 2.4% | 2.3% |
| EV/EBITDA | 32.53 | 29.60 | 17.99 | 11.05 | 8.89 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 53.85 | 45.10 | 33.09 | 16.12 | 12.64 |
| P/B(现价) | 2.20 | 2.14 | 2.03 | 1.92 | 1.83 |
| P/S(现价) | 1.90 | 1.87 | 1.76 | 1.53 | 1.36 |
| EPS-最新股本摊薄(元) | 1.72 | 2.05 | 2.79 | 5.73 | 7.31 |
| DPS-最新股本摊薄(元) | 0.00 | 1.14 | 1.37 | 1.65 | 1.97 |
| 股息率(现价,%) | 0.0% | 1.2% | 1.5% | 1.8% | 2.1% |

**资料来源**：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传



# 目录

1. 投资建议 ..... 4
2. 公司概况：智能投影行业领导者 ..... 6
3. 国内：行业出清整合，极米从规模领先走向格局受益 ..... 10
4. 海外：投影出海空间广阔，开启规模化兑现期 ..... 13
5. 新业务：车载、商用打开光学能力跨场景应用边界 ..... 18
6. 风险提示 ..... 20

仅供内部参考，请勿外传



# 1. 投资建议

**我们认为当前时点再看极米，核心在于理解其海外业务已从前期培育迈向放量阶段，财报拐点已开启印证，高毛利的海外收入高增具备较强持续性，公司有望成为投影出海品牌标杆享受品类高潜红利。**

根据历史财务数据和公司公告，我们假设：

（1）国内投影：终端需求仍有压力，行业从扩张期转入出清期，极米的龙头属性开始体现出更强的格局价值，我们预计 26/27/28 年公司国内投影收入增速各-30%/-5%/+0%，但盈利有望受益于竞争缓和和产品结构升级。

（2）海外投影：全球市场仍处于渗透加速+结构升级的早期阶段，公司依托强渠道力产品力有望迎来放量拐点，我们预计 26/27/28 年公司海外投影收入增速各+70%/30%/+20%，且海外毛利率更高带动盈利能力改善。

（3）新业务：公司积极拓展车载、商用、AI 眼镜等新场景，构筑第二成长曲线，我们预计 26/27/28 年公司新业务收入增速各+25%/20%/+17%，同时公司拓展策略更重质量，优化成本管控有望稳步减亏。

（4）盈利能力：公司高毛利海外占比提升，内销盈利趋稳，新业务稳步减亏，尽管面临存储芯片等原材料成本的压力，公司毛利率有望逐步修复，我们预计 26/27/28 年公司毛利率各 36.2%/39.3%/40.4%，归母净利率各 5.3%/9.5%/10.7%。

综上，我们预计公司 26/27/28 年公司收入为 36.8/42.3/47.7 亿元，同比+6.2%/+14.8%/+12.8%；归母净利润各 2.0/4.0/5.1 亿元，同比+36.3%/+105.2%/+27.5%。

**图 1：公司业务拆分及盈利预测**

| 亿元 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **总收入** | **35.6** | **34.1** | **34.7** | **36.8** | **42.3** | **47.7** |
| **YOY** | **-15.8%** | **-4.3%** | **1.8%** | **6.2%** | **14.8%** | **12.8%** |
| 国内投影收入 | 26.2 | 22.3 | 20.1 | 14.1 | 13.4 | 13.4 |
| YOY | -23% | -15% | -10% | -30% | -5% | 0% |
| 国外投影收入 | 9.1 | 10.9 | 11.1 | 18.9 | 24.6 | 29.5 |
| YOY | 16% | 19% | 3% | 70% | 30% | 20% |
| 新业务收入（车载/商用） | | | 2.0 | 2.5 | 3.0 | 3.5 |
| YOY | | | | 25% | 20% | 17% |
| 其他收入 | 0.3 | 0.9 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| YOY | -13% | 229% | 67% | -13% | 0% | 0% |
| 毛利率 | 31.3% | 31.2% | 32.2% | 36.2% | 39.3% | 40.4% |
| 销售费用率 | 18.1% | 17.6% | 14.9% | 18.0% | 17.7% | 17.5% |
| 研发费用率 | 10.7% | 10.8% | 11.5% | 10.7% | 10.5% | 10.5% |
| 管理费用率 | 4.2% | 3.4% | 4.3% | 4.2% | 4.1% | 4.0% |
| **归母净利润** | **1.2** | **1.2** | **1.4** | **2.0** | **4.0** | **5.1** |
| **YOY** | **-76.0%** | **-0.3%** | **19.4%** | **36.3%** | **105.2%** | **27.5%** |
| **归母净利率** | **3.4%** | **3.5%** | **4.1%** | **5.3%** | **9.5%** | **10.7%** |

资料来源：公司年报，wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传



我们选取科技出海重点公司石头科技、萤石网络、海信视像作为可比公司，参考可比公司 2026/2027 年平均 PE 为 18.5X/15.3X。考虑到公司出海业务仍处于高增阶段，业绩成长性较强，给予公司 27 年 PE 为 25X，对应目标价为 143.3 元，维持“增持”评级。

**表 1：可比公司估值表（单位：元）**

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价（元） | EPS（元） | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 688169.SH | 石头科技 | 105.93 | 5.25 | 7.71 | 9.75 | 20.18 | 13.74 | 10.86 |
| 688475.SH | 萤石网络 | 28.45 | 0.72 | 0.98 | 1.21 | 39.51 | 29.03 | 23.51 |
| 600060.SH | 海信视像 | 27.46 | 1.88 | 2.14 | 2.40 | 14.61 | 12.83 | 11.44 |
| | 平均值 | | | | | | 18.53 | 15.27 |

数据来源：wind，国泰海通证券研究（收盘价选自 2026/10/19）

注：石头科技、萤石网络、海信视像盈利预测来自国泰海通家电团队外发报告，新增黑电品牌出海代表性公司海信视像作为可比公司

仅供内部参考，请勿外传



## 2. 公司概况：智能投影行业领导者

**极米科技深耕消费级、车规级及工程级智能投影。**公司成立于 2013 年，总部位于成都，始终专注于智能投影领域，致力于为全球消费者提供高质量、智能化的影音解决方案。公司主营业务是智能投影产品的研发、生产及销售，产品包括长焦投影系列、超短焦投影系列和创新产品系列；同时向消费者提供围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务。近年来公司依托在消费级投影市场积累的品牌、研发、人才和制造等优势，不断拓展投影应用场景，积极拓展车规级和工程级投影市场，赋能第二成长曲线。

**图2：极米科技产品矩阵**




资料来源：公司港股招股书

**十余年间，公司从一家初创企业成长为全球投影行业头部品牌。**根据 IDC 及洛图数据，截至 2025 年，公司已连续六年保持国内出货量及销售额双第一，已连续三年稳居全球家用投影市场出货量第一。公司发展历程可划分为四个阶段：

**第一阶段（2013-2015 年，开创阶段）。**公司于 2014 年推出首款量产产品极米 Z3，创新性提出"无屏电视"概念，将高亮度投影、专业级音响与智能操作系统集成，开创了智能投影新品类。

**第二阶段（2016-2018 年，超越阶段）。**2016 年公司在美国硅谷设立首个海外办事处，推出 H 系列等爆款机型并发布首款激光电视产品；2017 年开始通过亚马逊拓展海外市场，并获百度、四川文投投资；2018 年以投影仪出货量计成为中国投影机市场销量第一，超越多个国际品牌。

**第三阶段（2019-2021 年，引领行业阶段）。**2019 年公司实现光机技术自主化并逐步导入量产；2020 年成为国内投影行业销量与营收"双料冠军"，同年位于四川宜宾的极米智能光电产业园（垂直整合光学制造基地）正式投产；2021 年 3 月公司登陆上交所科创板（688696.SH），并于当年底获得独立开发及生产整机、算法、光机以及光机所含光电模组和光学镜片的全链路能力。

**第四阶段（2022 年至今，多元化、全覆盖、全球化阶段）。**2022 年公司入选全国制造业"单项冠军"示范企业、技术中心被认定为国家级知识产权示范企业；2024 年推出 Dual Light 2.0 护眼三色激光技术与具备全自动云台功能的鹰眼计算光学 5.0 技术，并正式切入车载座舱投影设备领域；2025 年实现车规投影设备业务量产及安装部署，同时切入工程级投影产品赛道，越南海外制造工厂亦于当年 8 月投入运营。公司业务已覆盖欧洲、北美、日

仅供内部参考，请勿外传



本、澳大利亚等 100 多个国家和地区，全球线下点位数超 6,000 家，全球投影设备累计出货量超 700 万台。

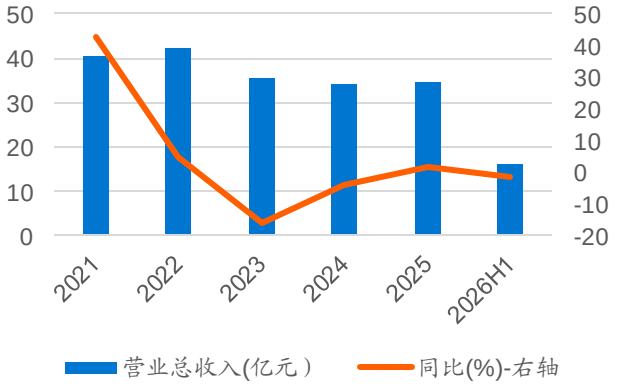
**图 3：极米科技历史发展**




资料来源：公司港股招股书，国泰海通证券研究

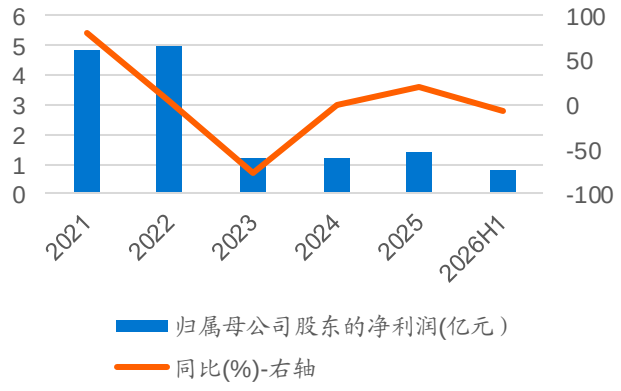
**公司收入相对稳健，盈利逐步修复。**公司营业总收入在 2022 年达到 42.22 亿元的高点后回落至 2024 年的 34.05 亿元，2025 年小幅回升至 34.67 亿元，2026H1 同比-1.22%基本持平，规模整体保持相对稳健，背后主因是国内投影需求连续调整下公司主动调整产品结构、以入门机型放量对冲均价下行，收入端已率先企稳。盈利端看，归母净利润自 2022 年 5.01 亿元的高点回落至 2023 年的 1.21 亿元低点，2025 年回升至 1.43 亿元，盈利修复在 2023 年触底后已现拐点，反映毛利率与费用率同步改善带来的经营杠杆释放，是公司业绩弹性更值得关注的一环。

**图 4：公司收入相对稳健**




资料来源：wind，国泰海通证券研究

**图 5：公司盈利逐步修复**



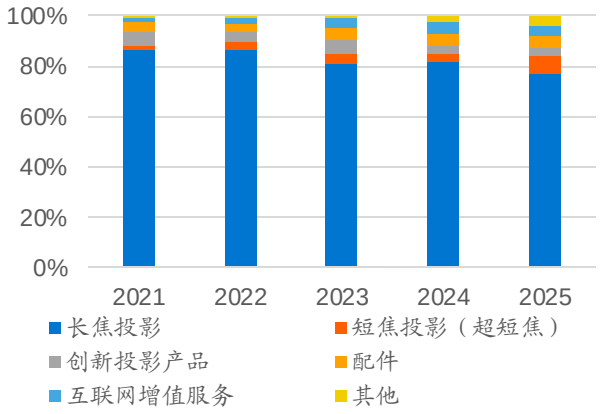

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**长焦投影占据绝对主导，海外占比加速抬升。**分产品看，长焦投影 21-25 年收入 CAGR 为-7%，收入占比从 2021 的 87%逐步下降到 25 年的 77%，但是公司收入的基本盘，背后主因是国内长焦投影赛道的持续收缩。分区域看，公司区域结构呈现明确的外向化趋势，海外收入占比自 2021 年的 11%起持续抬升到 2026H1 的 47%，公司坚定实施品牌出海与全球化业务布局，海外有望成为公司收入增长的主要来源。

仅供内部参考，请勿外传

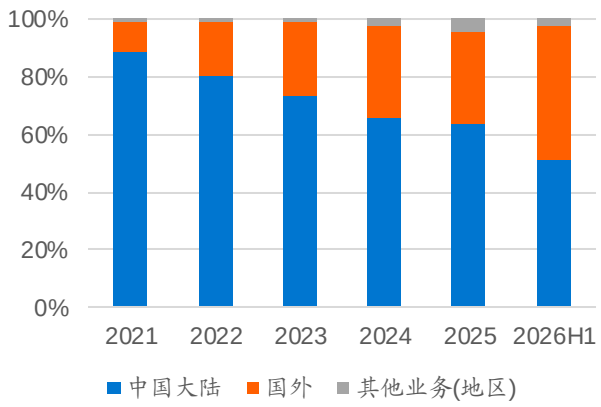


**图 6：长焦投影在公司收入中占比高**




资料来源：wind，国泰海通证券研究

**图 7：海外收入占比持续提升**




资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**公司股权结构稳定，股权激励充分为高质量发展提供了组织保障。**截至 2026 年 6 月 30 日，公司董事长钟波直接持有公司 18.79%的股份，为公司的实际控制人。一致行动人肖适担任公司总经理，持有公司 4.37%的股份。同时公司通过实施常态化的股权激励与员工持股计划，实现了核心人才与公司长期利益的高度绑定，同时近年来激励对象从核心管理层向更广泛的年轻骨干下沉，考核锚点多元化，目标从单一的营收转向产品销量、出海规模与盈利质量。

**图 8：极米科技激励充分**

| 计划名称 | 授予股份及价格 | 激励对象 | 公司层面考核目标 |
|---|---|---|---|
| 2021 年股票期权及限制性股票激励计划 | 期权 300 万份(占总股本 6.00%)，价格 557.19 元/股（后调整为 395.85 元）；<br>限售股 20 万股(0.40%)，价格 180 元/股（后调整为 126.43 元） | 首次授予 150 人<br>限售股：95 名中层及骨干 | 【期权】2023 年较 2020 年营收增长率≥70%；2024 年较 2020 年营收增长率≥100%<br>（即 2023≥48 亿、2024≥56.6 亿）<br>【限售股】2022/2023/2024 年较 2020 年营收增速≥20%/30%/40% |
| 2023 年股票期权及限制性股票激励计划 | 期权 346.565 万份(占总股本 4.95%)，价格 188.59 元/股；<br>限售股 14.54 万股(占总股本 0.21%)，价格 100.00 元/股 | 首次授予 318 人<br>期权：311 人<br>限售股：11 人 | 【期权】2023-2025 年营收触发值 46/53/61 亿元，目标值 50/58/67 亿元<br>（达标 100%，触发值~目标值间线性 80%-100%，低于触发值 0%）<br>【限售股】2023-2025 年营收分别≥44/48/52 亿元 |
| 2024 年股票期权激励计划 | 172.05 万份(占总股本 2.46%)<br>首次授予 138.05 万份，价格 101.11 元/股（后调整为 99.64 元）<br>预留 34 万份，价格 120.84 元/股（后调整为 119.66 元） | 首次授予 21 人<br>预留授予 67 人 | 与 2024 年员工持股计划考核一致：<br>【A】2024-2026 年主要产品销量≥105/110/115 万台<br>【B】以 2023 年境外营收为基数，2024-2026 年境外营收增速≥5%/10%/15%<br>A 或 B 达标即解锁 100% |

仅供内部参考，请勿外传



| | | | |
|---|---|---|---|
| 2024 年员工持股计划 | 资金上限 2.34 亿元，对应标的股票上限约 230.71 万股（占总股本 3.30%），认购价 1 元/份，实际通过二级市场集中竞价买入 | 参加总人数≤259 人 | 考核年度 2024/2025/2026 年：<br>【A】主要产品销量≥105/110/115 万台<br>【B】以 2023 年境外营收为基数，境外营收增速≥5%/10%/15%<br>A 或 B 达标即解锁 100% |
| 2025 年员工持股计划 | 资金上限 1.81 亿元，对应标的股票约 139.89 万股（占总股本 2.00%），认购价 1 元/份<br>通过大宗交易购买回购股份 | 参加总人数≤337 人 | 考核年度 2025-2028 年：<br>【A】主要产品销量≥110/113/116/119 万台<br>【B】境外营收≥10.8/11/11.5/12.5 亿元<br>【C】净利率≥3.5%/4.0%/4.5%/5.0%<br>A 或 B 或 C 达标即解锁 100% |
| 2026 年股票期权激励计划（草案） | 210 万份(占总股本 3.00%)<br>首次授予 192.9 万份，预留 17.1 万份，价格 84.82 元/股 | 首次授予 270 人 | 考核年度 2026-2028 年：<br>【A】境外营收≥13/13.5/14 亿元<br>【B】主要产品销量≥115/118/121 万台<br>【C】扣非归母销售净利率≥4%/4.5%/5%<br>A 或 B 或 C 达标即解锁 100% |

资料来源：公司股权激励计划草案公告，国泰海通证券研究

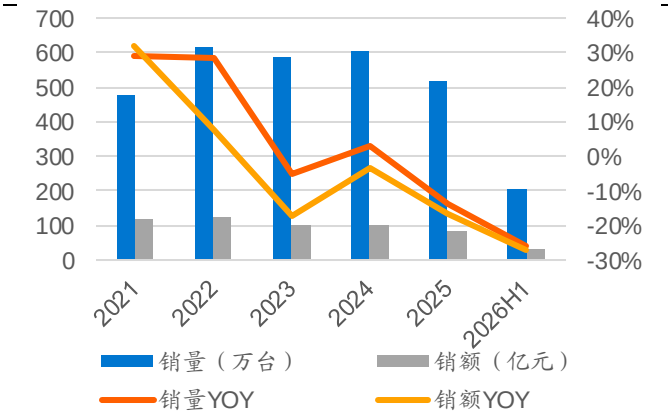
仅供内部参考，请勿外传



## 3. 国内：行业出清整合，极米从规模领先走向格局受益

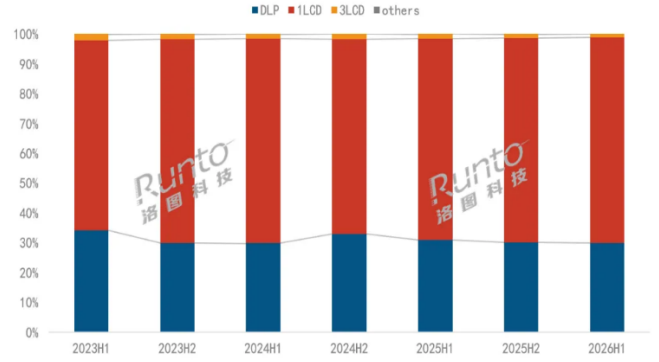
**国内投影大盘规模持续下滑，已进入存量博弈时代。**受益于疫情居家消费和年轻消费者的智能尝鲜需求，中国投影行业在 22 年之前保持蓬勃发展，根据洛图科技数据，行业销量在 2022 年达到 617.8 万台的高点后进入量价齐跌的下行通道，背后主因是可选消费意愿承压，用户屏幕使用习惯迁移和电视大屏化趋势分流了投影观影需求。根据洛图科技数据，2026 年上半年全渠道销量 205.6 万台、同比大降 26.0%，销额 33.4 亿元、同比下滑 27.0%，尚未出现趋势反转信号。按技术路线来看，26H1 定位性价比的 1LCD 产品的销量份额为 69.0%（同比+1.3pct），凭借价格优势继续占据着市场的绝对主导地位；而定位中高端的 DLP 产品的销量份额为 29.8%（同比-1.0pct），总体保持稳定。

**图 9：国内投影行业规模持续下滑**




资料来源：洛图科技，国泰海通证券研究

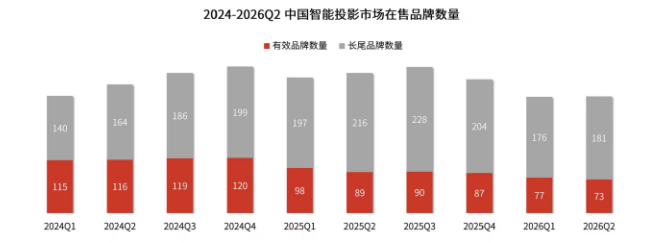
**图 10：2026H1 DLP 产品线上销量份额为 29.8%**




资料来源：洛图科技

**国内投影进入存量时代洗牌加剧，行业格局加速两极分化。**在售品牌端看，有效品牌数量自 2024Q3 的 120 个高点持续收缩至 2026Q2 的 73 个、累计减少约 39%，而长尾品牌数量同期由 115 个增至 181 个，反映头部出清加速、尾部僵尸品牌堆积的两极分化特征。集中度端看，线上市场销量 CR4 自 2024Q1 的 32.7%大幅提升至 2026Q2 的 50.3%，销额 CR4 同期由 57.1%升至 66.2%、始终显著高于销量 CR4，反映资源加速向头部集中，同时头部品牌在中高端价格带占据主导、以更高均价获取了更高的收入份额。如极米作为国内龙头，具备全链路自研与供应链掌控力，在量额两端均牢牢占据行业龙头位置，26H1 销量份额微增，销额份额稳定在近 30%。

**图 11：国内投影品牌出清**




资料来源：洛图科技

**图 12：国内投影品牌头部集中度提升**

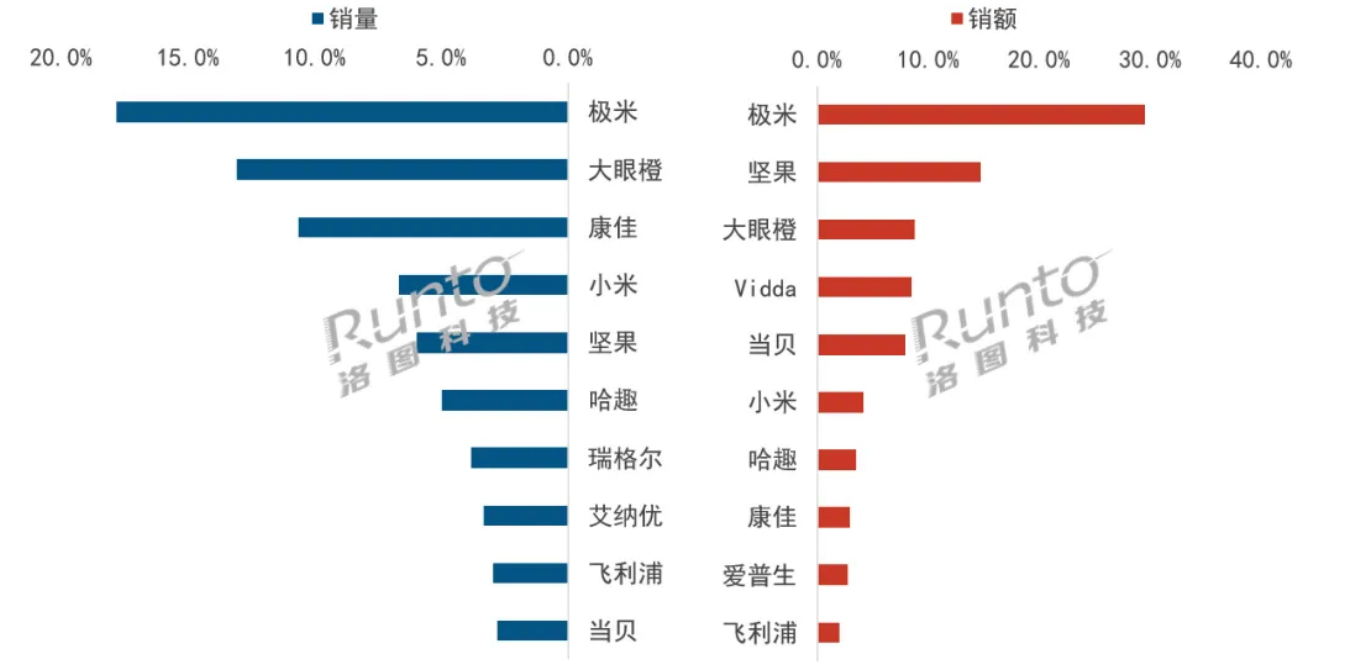



资料来源：洛图科技

仅供内部参考，请勿外传



**图 13：26H1 极米在量额两端均牢牢占据行业龙头位置**




资料来源：洛图科技

**我们认为，未来极米国内增长驱动来源主要源于：**

**1）投影头部品牌整合，行业竞争或将趋缓。**一方面，24 年 10 月当贝宣布与极米达成核心部件合作，另一方面，26 年 4 月联合光电以 1.8 亿元成交价竞得火乐科技（坚果投影）13.62%股权，反映行业由增量扩张逐步进入存量整合阶段，头部厂商在核心部件、供应链及资本层面的合作有望提升，单纯依靠价格和营销抢份额的竞争模式或边际弱化。在此背景下，极米凭借更大的出货规模、品牌影响力以及较强的供应链议价能力，有望在行业集中度提升过程中进一步巩固龙头地位，并受益于竞争趋缓带来的盈利能力修复。

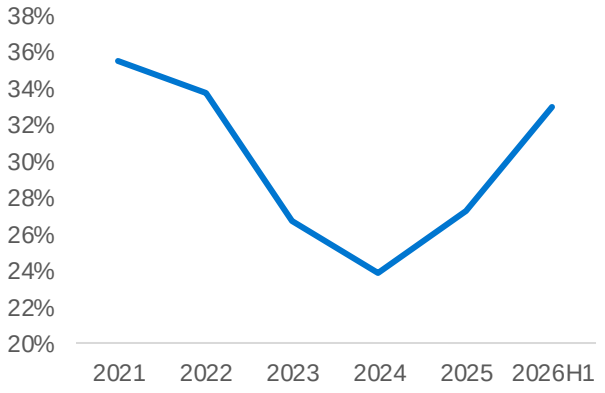
**2）极米产品结构持续优化，盈利能力修复。**2026H1 极米一次性推出了四大旗舰系列，分别是长焦投影新品极米 X50 Ultra 系列、RS30 系列、AURA3 系列激光电视、MIRA 4K 系列，在存量竞争下树立国产高端标杆。26H1 国内毛利率为 32.9%，同比+2pct 已有显著修复。

**图 14：26 年极米投影新品定位中高端**




资料来源：极米公众号

**图 15：极米国内毛利率逐步修复**




资料来源：wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传



**图 16：公司投影价格带持续完善**




资料来源：公司港股招股书

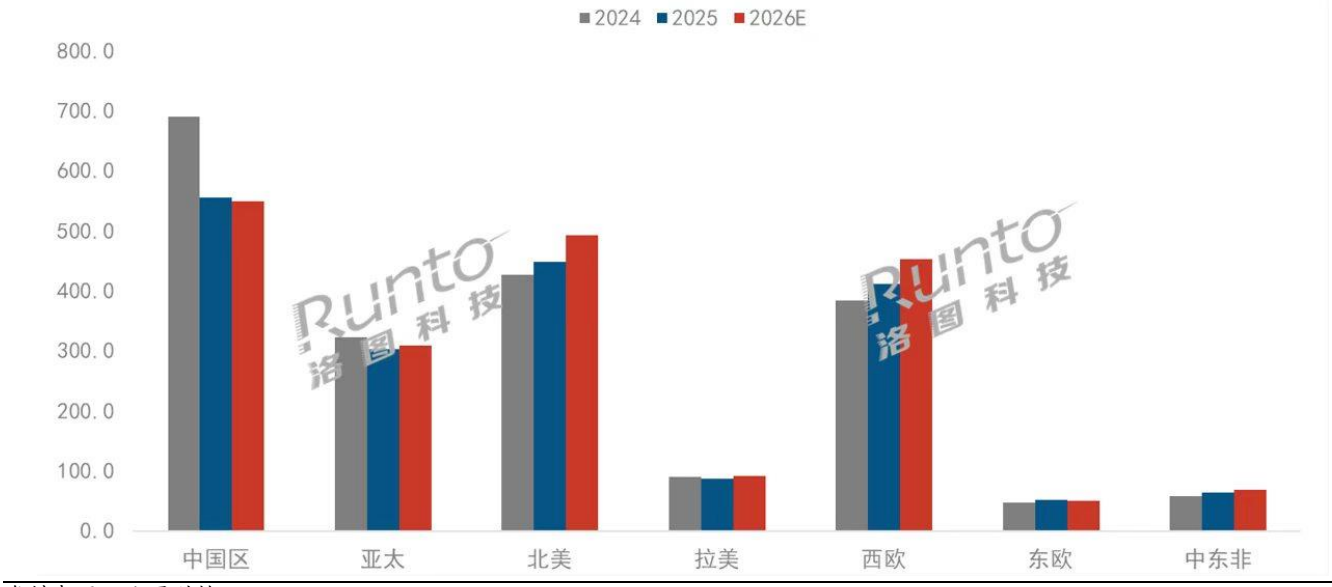
仅供内部参考，请勿外传



## 4. 海外：投影出海空间广阔，开启规模化兑现期

**国内投影需求承压，欧美市场接棒成长。**根据洛图科技（RUNTO）数据显示，2025 年，全球投影机市场出货量为 1920.6 万台，同比 2024 年下降 4.8%，除中国外其他地区整体保持增长趋势。北美 2025 年 447.7 万台（同比+4.9%），保持全球第二大市场的位置，北美家庭影音文化成熟，大尺寸显示需求稳定。西欧市场 2025 年出货量为 411.8 万台（同比+7.4%），德国、英国、法国等主要国家在高端商用投影、教育投影领域保持领先。亚太市场 25 年出货量 303.3 万台（同比-6.1%），日韩成熟市场需求承压，东南亚新兴增速略有放缓，而拉美、中东非等新兴市场规模仍然较小，占比均不足 5%。但增长潜力依然明显。

**图 17：欧美投影销量处于增长趋势（单位：万台）**




资料来源：洛图科技

**全球投影机市场仍以 1LCD 技术为主，DLP 路线占比 2 成。**投影行业的显示技术路径已从早期以单片 LCD 为主导，逐步演进为单片 LCD、3LCD 与 DLP 三种主流技术路线并存的多元化格局，同时，LCOS 作为新兴显示技术正加速崛起。1LCD 凭借成本优势在家用入门、跨境电商等市场仍不可替代，全球出货量占比七成；而以极米为代表厂商的 DLP 技术占比两成，消费级市场竞争激烈，在高端家庭影院等专业应用领域，DLP 仍具有较强的稳定性和画质优势；以爱普生为代表厂商的 3LCD 技术的出货量份额小于一成，在海外商用、教育市场存在较高的认可度。

**图 18：全球投影技术路线仍以 1LCD 技术为主**

| | 1LCD | DLP | 3LCD | LCoS |
|---|---|---|---|---|
| **定义** | 单片 LCD（1LCD）通常指采用单个液晶显示面板作为核心成像元件的投影显示技术。 | 数字光处理（DLP）指基于数字光处理的技术，通过数字微镜器件（DMD）对光线进行调制，进而实现成像。 | 三片 LCD（3LCD）指光源发出的光线拆分为红、绿、蓝三基色光束，分别透过对应的液晶面板进行图像调制。 | 硅基液晶（LCoS）指液晶层沉积于硅基 CMOS 背板之上，光线经液晶调制后反射成像。 |
| **核心器件** | 单片 LCD 液晶面板（穿透式） | DMD 数字微镜器件（TI 独家供应） | 三片高温多晶硅 TFT 液晶面板（穿透式）+ 分色 / 合色棱镜 | 反射式硅基液晶面板（CMOS 背板 + 液晶层） |

仅供内部参考，请勿外传

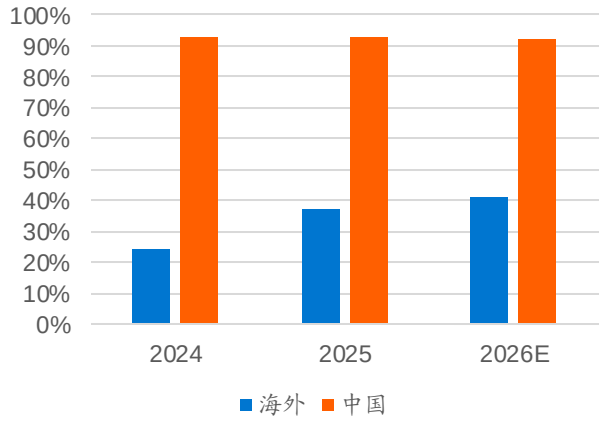


| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **特点** | 结构简单、亮度受限、均匀性较差等。 | 响应速度快、对比度较高、图像边缘清晰、动态表现力较强等。 | 色彩还原度较高、画面亮度输出均衡、图像边缘过渡自然等。 | 开口率高、原生对比度极高、像素密度高，无彩虹效应与纱窗效应。 |
| **主要应用领域** | 千元以下家用入门、跨境电商渠道 | 中高端家用智能投影 | 商用、教育、工程及高端家用 | 顶级家庭影院、专业影院、仿真与专业可视化 |
| **25 年全球出货量占比** | **70.9%** | **20.4%** | **8.5%** | **0.2%** |
| **主要品牌** | 哈趣、小明、小米、大眼橙 | 极米、坚果、当贝、峰米、明基、海信 | 爱普生、NEC、索尼 | 索尼、JVC、华为海思（国产探索） |

资料来源：极米港股招股书，洛图科技，迪显，国泰海通证券研究

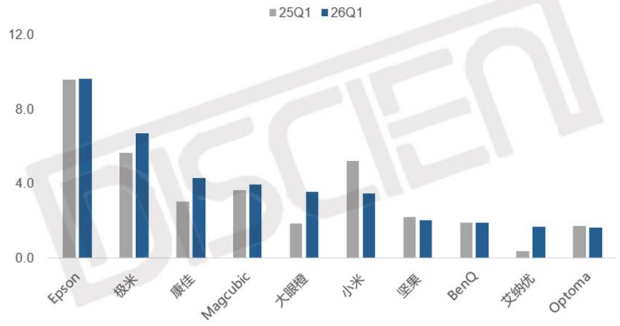
**商教与工程投影仍由日系主导，国内品牌依托家用智能投影提升份额。**2025 年/2026E 年海外投影产品智能化率仅 37%/41%较 24 年已有明显提升，但仍远低于中国市场 92%-93%的水平。根据洛图数据，Epson 与极米继续稳居全球出货第一、第二位，行业呈现较为明显的头部集中格局。商教、工程等高价值细分市场长期由爱普生等日系头部品牌凭借渠道与光学技术壁垒占据，而极米、峰米、坚果、当贝等中国厂商则主要依托智能家用、激光投影等新兴品类实现份额提升。

**图 19：海外投影智能化率低于国内**




资料来源：洛图科技，国泰海通证券研究

**图 20：爱普生与极米稳居全球出货前二（单位：%）**




资料来源：迪显

**我们预计北美及欧洲家庭智能投影行业仍有可观的扩容空间。**我们分别采用“对标中国投影/电视销量比例”和“家庭户数×家庭智能投影渗透率÷换机周期”两种方法进行交叉验证。

方法一，2025 年中国投影销量约 520 万台、电视销量约 3,410 万台，投影/电视销量比例约 15%；若北美、欧洲长期达到与中国相近的投影消费比例，则基于 2025 年当地电视销量 5,030/4,090 万台测算，对应投影年销量空间分别约 767/624 万台，较 2025 年实际销量 448/462 万台分别仍有约 71%/35%的提升空间。

方法二从家庭保有量出发，北美、西欧家庭户数分别约 1.5/2.0 亿户，参考美国 CTA 的家庭影院研究显示约 22%的美国家庭拥有家庭影院系统，假设欧美长期家庭智能投影渗透率达到 20%、平均 5 年换机，则稳态年销量分别约 600/800 万台。

两种独立方法得到的结果较为接近，均指向北美及欧洲长期家庭投影需求有望达到每年 600-800 万台的量级，合计市场空间约 1,400 万台；相较 2025

仅供内部参考，请勿外传



年两地合计约 910 万台的投影销量，海外市场仍具备较为可观的扩容空间。同时，考虑当前销量中仍包含商教、传统投影等非智能家用需求，未来智能投影的成长更多来自家庭渗透率提升、传统投影智能化替代以及消费场景扩展，为以极米为代表的智能投影头部品牌提供持续的结构性增长机会。

**图 21：我们预计北美及欧洲家庭智能投影行业仍有可观的扩容空间**

| | | 北美 | 欧洲 |
|---|---|---|---|
| 测算一 | 25 年投影销量（万台） | 448 | 462 |
| 对标 25 年中国投影/电视销量=520 万台/3410 万台=15% | 电视年销量（万台） | 5030 | 4090 |
| | 投影销量/电视销量 | 8.90% | 11.29% |
| | 投影年销量空间 | 767 | 624 |
| 测算二 | 家庭户数（亿） | 1.5 | 2 |
| 稳态年销量 = 家庭户数 × 家庭智能投影渗透率 ÷ 换机周期 | 家庭智能投影渗透率 | 20% | 20% |
| | 换机周期 | 5 | 5 |
| | 投影年销量空间 | 600 | 800 |

资料来源：洛图科技，奥维 AVC，国泰海通证券测算

**国牌投影出海从卖产品到卖品牌，核心更看如何突破中高端市场。**尽管空间大，但投影出海的斜率明显慢于扫地机等品类，我们认为核心源于品类属性差异：扫地机具备更强刚需属性，同时中国厂商产品创新代差明显，通过电商快速全球复制；智能投影则更多定位家庭第二块大屏，面临电视等成熟显示产品竞争，品类教育及线下建设周期更长。我们看到美亚投影仪 bestseller 中仍以中低端产品为主导，背后原因或在于入门级家用投影技术壁垒和生产成本较低，尤其是海内外的 1LCD 品牌多由渠道商或贸易商主导，品牌建设能力不强。但其中极米 HORIZON 20 和 Elfin Flip 分别位居 13、17，售价达到 1,399 美元和 799 美元，是 Top 20 中价格最高的两个 SKU，在显著高于行业主流价格带的情况下仍实现较高销量排名，体现公司在美国中高端智能投影市场已具备一定品牌溢价与消费者认可度。

**图 22：极米是美亚投影仪 bestseller TOP20 中两个价格最高的 SKU**

| 排名 | 品牌/型号 | 价格（美元） | 评论数 |
|---|---|---|---|
| 1 | YGSKK Mini Projector with WiFi & Bluetooth | 73.97 | 4,730 |
| 2 | Aurzen Roku TV E1R Smart Portable Mini Projector | 89.99 | 144 |
| 3 | Aurzen Roku TV D1R Smart Portable Outdoor Projector | 139.99 | 1,224 |
| 4 | HAPPRUN Native 1080P Bluetooth Projector | 59.99 | 13,911 |
| 5 | Philoent Mini Projector WiFi 6 / BT 5.4 | 75.99 | 7,241 |
| 6 | TMY Native 1080P Mini Portable Projector | 79.99 | 22,240 |
| 7 | Aurzen Roku TV D1R Air USB-C Smart Portable Projector | 149.99 | 456 |
| 8 | HP MC400 Projector Built-in Apps | 125 | 538 |
| 9 | 通用品牌 Mini Smart Projector 4K / WiFi 6 / BT 5.4 | 56.99 | 2,279 |
| 10 | Magcubic HY300PRO Mini Projector | 49.99 | 1,343 |
| 11 | Magcubic Mini Projector WiFi 6 / BT 5.4 | 59.99 | 10,219 |
| 12 | ONOAYO Outdoor 4K Projector / AI Auto Focus / 50W Dolby | 241.99 | 1,121 |
| 13 | **XGIMI HORIZON 20 4K RGB Triple Laser** | 1,399.00 | 149 |
| 14 | ONOAYO Outdoor 4K Projector / 60W Dolby | 493.99 | 405 |
| 15 | Portable Projector / Built-in Apps / 4K Support | 69.99 | 560 |
| 16 | HY300Pro Android 14 Mini Projector | 43.19 | 5,379 |
| 17 | **XGIMI Elfin Flip 4K RGB Triple Laser** | 799 | 294 |
| 18 | AKIYO 2026 Upgraded 1080P Mini Projector | 41.92 | 5,648 |

仅供内部参考，请勿外传

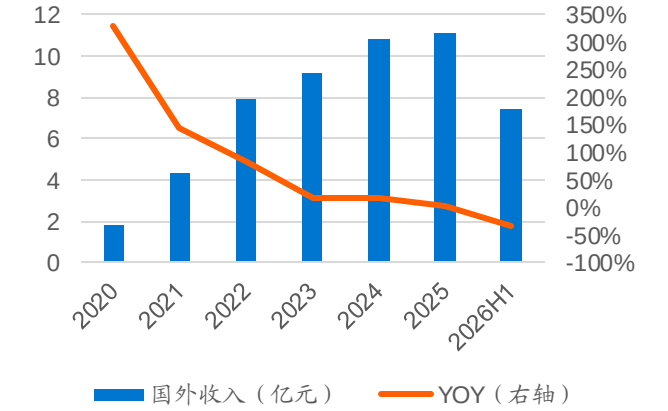


| | | | |
|---|---|---|---|
| 19 | Wireless Mini Projector WiFi 6 / 4K Support | 31.98 | 482 |
| 20 | ELEPHAS Roku TV Smart Projector | 129.99 | 6,554 |

资料来源：亚马逊，国泰海通证券研究

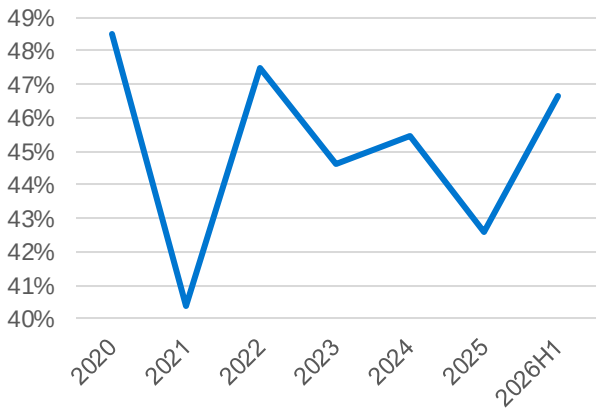
**极米前瞻性布局海外，迎来高质量放量兑现。**极米科技自 2016 年通过美国硅谷设立办事处、启动众筹试水产品，正式拉开海外布局序幕；2019 年起加快产品创新和渠道本地化，2021 年起组建系统性海外团队，海外市场布局进一步深化，25 年战略定调“海外优先”，海外团队获得更大经营自主权。2026H1 海外收入 7.48 亿元、同比+87.63%，海外收入占比由上年同期 24.5%大幅提升至 46.6%，同时，26H1 海外毛利率 47%拉动利润向上，高毛利的海外业务扩张已成为公司高质量的增长引擎。公司依托本土化运营已建立起产品、渠道与供应链的竞争优势，海外业务正从“品牌导入期”逐步进入“规模兑现期”。

**图 23：海外市场成为极米增长重要引擎**




资料来源：wind，国泰海通证券研究

**图 24：海外业务拉动盈利改善**




资料来源：极米科技官网，国泰海通证券研究

**我们认为公司海外业务的高增有望持续，背后是产品、渠道与供应链优势共振：**

**1）产品：公司持续完善海外差异化产品矩阵，开启高端价格带突破。**2026 年推出 TITAN Noir、Elfin Flip 等新品，前者切入全球高端家庭影院市场，在 Kickstarter 众筹中累计募资超过 1900 万美元，后者针对小户型场景强化超短焦体验，产品覆盖由便携智能投影向中高端家庭影院持续延伸。

**2）渠道：进入“线上引流、众筹破圈、线下承接”的多线程协同阶段。**公司线上以亚马逊与独立站为高效获客底盘，2026H1 投影产品在亚马逊欧洲区域 GMV 位居品类第一，验证产品竞争力与品牌号召力；众筹被用于“高端破圈+线下背书”，以 TITAN Noir 等高端新品结合众筹触达垂类用户与核心社群，有望成为线下导入的重要抓手；线下方面同步夯实欧洲、北美、日本、澳洲等核心区域覆盖，全球累计超过 7,000 个零售点位。26 年 9 月极米与美国高端影音定制安装商 AWALL 成立 XWALL by XGIMI，有望加快当地专业影音经销商、系统集成商、线下门店及合规线上平台的拓展。

**3）供应链：海外产能落地和核心自研能力应对出海不确定性。**极米长期积累的自研光机、画质算法及整机一体化能力，有助于公司在海外扩张过程中兼顾产品迭代、成本控制与交付效率，并支撑更高 ASP 产品持续推出。同时公司 25 年越南基地已经投产，有效对冲关税与贸易不确定性。

仅供内部参考，请勿外传



**图 25：TITAN Noir 众筹 1937 万美元**




资料来源：Kickstarter

**图 26：公司积极拓展海外渠道**

| 区域 | 当前布局情况及特点 |
|---|---|
| 欧洲 | 已进入 MediaMarkt、Saturn、Fnac、Darty、El Corte Inglés、Swisscom 等线下主流渠道 |
| 北美 | 线上在 Amazon 和 Kickstarter 众筹表现较好，积极拓展 BestBuy、Walmart 等核心商超体系，与美国 AWALL 成立 XWALL by XGIMI |
| 日本 | 线上覆盖 Amazon、乐天，线下进入头部家电连锁及生活方式渠道 |
| 其他 | 已进入澳洲核心消费电子连锁渠道 JB Hi-Fi，持续拓展当地零售/经销网络 |

资料来源：公司年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传



## 5. 新业务：车载、商用打开光学能力跨场景应用边界

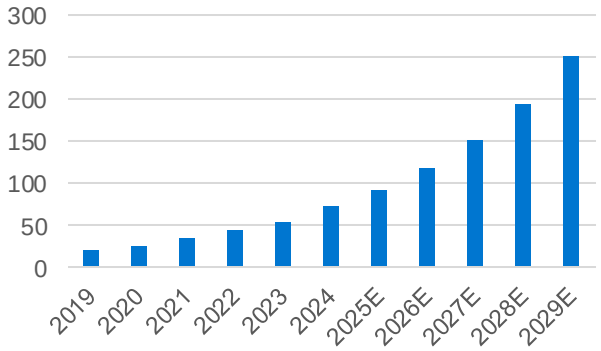
**车载光学已量产爬坡、经营提效积极减亏。**24 年中国车载光学市场规模 73 亿元，其中座舱投影市场规模 6 亿元。公司已完成从 0 到 1 的基础能力搭建，产品覆盖智能座舱显示、智能大灯等方向，并已进入多家头部新能源车企供应链，相关产品搭载于尊界 S800、问界 M9 等旗舰车型；2026H1 又新增获得 2 家国内头部整车厂车载投影仪开发定点，车载显示业务正由前期研发投入逐步转向项目定点与规模交付阶段。公司扎实推进经营效能优化，坚定落实多项降本增效措施：一是推进产品的共用化与标准化设计逻辑，提升规模效应；二是以高质量为导向来筛选和承接新的定点项目；三是通过供应链精细化管理等方式，推动成本控制和毛利改善。

**图 27：公司智能车规投影产品**



资料来源：公司港股招股书

**图 28：24 年中国车载光学市场规模 73 亿元(单位:亿元)**




资料来源：公司港股招股书，国泰海通证券研究

**商用投影则有望成为公司另一重要增长极。**相较家用市场，商用客户对亮度、可靠性、寿命及系统化解决方案要求更高，可以复用消费级业务长期积累的光机、激光光源、算法及供应链能力，研发和制造协同效应较强。公司“华山”系列已实现量产上市，亮度覆盖 5,000 至 8,000 流明，适配教育、展览展示、商业会议、沉浸式娱乐等主流商用场景；9 月 8 日昆仑系列纯三色激光工程投影机全面上市，亮度覆盖 12000 流明到 25000 流明，目标直指大型展览展陈、户外亮化这类高亮场景。海外市场方面，伴随欧盟授权指令（EU）第 2022/279 号逐步落地生效，2025 年全球汞灯产品出货量已降至 167 万台，同比-23.1%。相较于依赖汞灯的传统商用投影品牌，公司凭借激光方案战略在海外商显拓展方面迎来结构性发展机遇。

**图 29：极米昆仑系列纯三色激光工程投影机**




**图 30：欧盟限汞令下传统汞灯光源正逐步退出市场**



仅供内部参考，请勿外传



资料来源：极米公众号

资料来源：洛图科技

**公司以独立子品牌 MemoMind 切入 AI 眼镜赛道，面向更多 AI 硬件场景做多点探索。**根据 Omdia 最新数据，2026 年上半年全球 AI 眼镜出货量达到 420 万台，同比增长 127%。仍处于快速发展阶段。26 年 1 月，极米在 CES 上正式发布 MemoMind 品牌，推出 Memo One、Memo Air 等多款 AI 眼镜，覆盖从全能到轻量的连续需求谱系。10 月 MemoMind One 超前预约正式开启，采用无摄像头隐私保护设计，搭载蔡司显示系列翎思镜片，通过双目单绿 Micro-LED 与光波导显示，将通知、导航、字幕、翻译、提词等信息呈现于眼前，让 AI 辅助自然融入工作、出行与生活，首发到手价 2699 元。为完善生态，MemoMind 9 月启动开发者计划，开放 BLE 通信、示例代码与 SDK，首批引入 KiWear 智能戒指联动，推进穿戴设备多端协同。同时 MemoMind 运营主体“深圳青睐”一年内完成两轮融资合计约 1.1 亿元，引入中金新兴基金等股东，极米持股降至 44.24%仍控股，轻资产融资加速产品迭代与市场验证。

**图 31：26H1 全球 AI 眼镜出货量达到 420 万台**




资料来源：Omdia

**图 32：MemoMind One AI 眼镜首发价 2699 元**




资料来源：京东

仅供内部参考，请勿外传



# 6. 风险提示

**原材料价格波动风险。**公司直接材料成本占营业成本的比例较高，TI 芯片依赖性较高，存储芯片涨价等因素或将对公司盈利带来不利影响。

**行业竞争加剧风险。**我国智能投影设备行业市场参与主体多、竞争程度高，若公司产品市场反响不佳或行业需求持续收缩，将对公司收入产生不利影响。

**海外业务经营风险。**国际市场的竞争格局、监管环境、关税等因素复杂多变，公司海外业务仍具有较多的不确定性。

**新业务落地不及预期风险。**车载投影、商用投影、AI 眼镜等新业务仍处于前期投入与市场培育阶段，若放量不及预期，可能影响公司第二曲线的业绩兑现节奏。

仅供内部参考，请勿外传



本公司是本报告所述石头科技(688169),萤石网络(688475)的做市券商。本报告系本公司分析师根据石头科技(688169),萤石网络(688475)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师声明**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| | 无评级 | 对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

## 国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666