

## 萤石网络 (688475) 深度

——以物联云平台为基的长周期增长 (AI 系列深度之八暨智能家居系列之三)

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2023 年 01 月 04 日

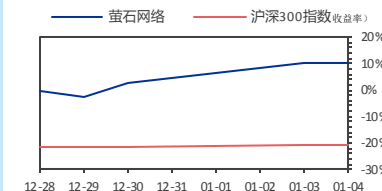
收盘价 (元)	27.88
一年内最高/最低 (元)	29.53/23.77
市净率	7.7
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	2336
上证指数/深证成指	3123.52/11095.37

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.63
资产负债率 %	56.15
总股本/流通 A 股 (百万)	563/84
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

施鑫展 A0230519080002  
shixz@swsresearch.com  
洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com  
刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
杨海燕 A0230518070003  
yanghy@swsresearch.com  
蒲梦洁 A0230519110002  
pumj@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyanq2@swsresearch.com

研究支持

程恺雯 A0230122070008  
chenkw@swsresearch.com

联系人

施鑫展  
shixz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **“智能家居+云平台”双轮驱动，以视觉技术为核心能力。**2021 年公司各类智能硬件销量近 2000 万台，在智能家居摄像机、智能猫眼、智能门锁等智能家居细分领域均处于市场领先地位；公司的“萤石云视频”应用拥有行业内前两位的月活数量。公司基于视觉技术打造差异化优势，针对 C 端用户，提供以视觉交互为主的智能生活解决方案；针对 B 端客户，依托萤石物联云平台，帮助客户推进智能化转型。在双轮驱动下，公司在 2018-2021 年实现了收入端 CAGR 40%、利润端 CAGR 51% 的快速增长。
- **智能家居领域：打造“4+N”产品体系，布局全屋智能。**智能家居是全球范围的高成长赛道，全球市场规模 CAGR 在 15% 左右。公司基于智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人四大类核心产品，叠加 IoT 开放生态业务，打造了“4+N”产品体系。未来行业逐步向全屋智能蓝海市场发展，公司已具备很好的卡位优势。对标竞争对手，公司产品丰富度占优、定位偏高端，摄像机和入户类产品市占率在业内排名靠前。
- **物联云平台领域：以云平台为基石，构筑商业模式的正循环。**2020-2025 年中国生活领域物联网云平台市场规模 CAGR 为 20%，其中视频类相关市场规模 CAGR 为 27%，增速显著快于智能家居设备市场。截至 22H1，萤石物联云平台接入设备超过 1.82 亿台，视频类设备接入数占国内同类平台比例超过 30%。平台月活跃用户近 4000 万名，平均月付费用户数超过 170 万名，付费率约为 4.3%；开放平台注册的行业客户近 24 万名。公司成立以来就确立了云平台在商业模式中的核心地位，构建了“优质产品销售导流——流量累计用户基数——增值服务带来稳定收益”的正反馈循环，用户生命周期价值有望持续提升。
- **多元化渠道体系，积极开拓全球市场。**经销商模式为公司智能家居产品销售的主要模式，收入占比超过 60%。公司通过线上线下组合的打法，充分渗透下沉市场。此外，公司直接销售的专业客户占比提升明显，主要包括电信运营商、系统集成商、家居工程商等。公司同时持续加强国际市场开拓，重点发展东南亚、欧洲等市场，境外销售占比从 2019 年的 12% 逐年提升，22H1 已达到 25%。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收分别为 43.5/54.3/71.5 亿元，同比增长 2.7%/24.7%/31.6%；预计归母净利润分别为 3.26/5.10/7.07 亿元，同比分别为 -27.6%/+56.2%/+38.7%。采用分部估值：智能家居业务 2023 年净利润约 3.5 亿元，给予可比公司平均 23xPE，对应 81 亿市值；云平台服务业务 2023 年收入约 9.1 亿元，给予可比公司平均 14xPS，对应 127 亿市值。合计目标市值为 208 亿元，相比当前市值有 30% 以上的上行空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**智能家居行业竞争加剧的风险；云平台服务的数据安全及个人信息保护风险；海外业务开拓不达预期的风险。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,238	3,137	4,354	5,429	7,147
同比增长率 (%)	37.7	1.9	2.7	24.7	31.6
归母净利润 (百万元)	451	219	326	510	707
同比增长率 (%)	38.2	-28.0	-27.6	56.2	38.7
每股收益 (元/股)	1.00	0.49	0.58	0.91	1.26
毛利率 (%)	35.3	36.1	35.7	35.7	35.8
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	35		48	31	22

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收分别为 43.5/54.3/71.5 亿元，同比增长 2.7%/24.7%/31.6%；预计归母净利润分别为 3.26/5.10/7.07 亿元，同比分别为-27.6%/+56.2%/+38.7%。采用分部估值：智能家居业务 2023 年净利润约 3.5 亿元，给予可比公司平均 23xPE，对应 81 亿市值；云平台服务业务 2023 年收入约 9.1 亿元，给予可比公司平均 14xPS，对应 127 亿市值。合计目标市值为 208 亿元，相比当前市值有 30%以上的上行空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

预计 2022-2024 年智能摄像机销量增速分别为 7%/25%/30%，销售单价同比分别为-6%/-3%/-2%，收入同比分别为 1%/21%/27%；

预计 2022-2024 年智能入户产品销量增速分别为-5%/30%/40%，销售单价同比分别为+2%/-3%/-3%，收入同比分别为-3%/26%/36%；

预计云平台服务收入增速将持续跑赢公司整体，2022-2024 年云平台服务收入同比分别为 25%/35%/40%；

费用端，随着收入回归正常增长轨道、公司主动控制人员规模，我们认为费用率将呈现下行趋势。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 12.2%/11.8%/11.7%；管理费用率分别为 3.5%/3.5%/3.3%；研发费用率分别为 13.7%/12.5%/11.8%。

### 有别于大众的认识

**市场可能担心来自小米、360 等互联网品牌的竞争，公司实际上已经在渠道、技术方面形成较为明显的差异化优势。**公司 60%以上的收入来自于线下经销商，并通过线上线下组合的打法，充分渗透进各个下沉市场，与互联网品牌主要依靠线上销售有明显区分；另外，公司在视觉技术和软硬件结合能力上有长期积累，在技术参数、硬件质量、产品线丰富度方面领先，产品形象也更偏高端，形成差异化竞争优势。

**市场可能担心智能家居摄像机未来的行业增速下滑，公司实际上通过扩充产品线、强化云增值服务、进行全球市场布局来保证更高成长性。**国内家用摄像头产品整体市场规模增速回落至 10%左右，公司在持续提升该领域市占率的同时，积极扩充产品线，打造“4+N”产品体系，面向更广阔的全屋智能市场进行战略布局。其次，以云平台为基石，通过“优质产品销售导流——流量累计用户基数——增值服务带来稳定收益”构成了正反馈循环。此外，海外市场空间数倍于国内，需求增速也更高，公司正在重点发展东南亚、欧洲等市场，成效显著。

### 股价表现的催化剂

云平台业务收入占比持续扩大；云平台月活用户数、付费率等核心运营指标加速提升；在双 11、618 等购物节销量排名上升；更多有竞争力的新产品发布。

### 核心假设风险

智能家居行业竞争加剧的风险；云平台服务的数据安全及个人信息保护风险；海外业务开拓不达预期的风险。

## 目录

<b>1</b>	<b>以云平台为基，构建一体化 AIoT 服务能力</b>	<b>6</b>
1.1	业务：“智能家居+云平台”双轮驱动	6
1.2	技术：视觉技术领先，软硬件全栈能力	8
1.3	销售：多元渠道体系，开拓全球市场	9
<b>2</b>	<b>智能家居：高成长赛道，把握全屋智能机遇</b>	<b>11</b>
2.1	丰富的产品形态，支撑快速成长的市场	11
2.2	全屋智能渐成潮流，前后装市场增量广阔	13
2.3	打造“4+N”产品体系，三大梯队接力增长	16
<b>3</b>	<b>物联云平台：以视觉为特色，多元化服务能力</b>	<b>19</b>
3.1	承载产业链价值增量，物联云处于发展黄金期	19
3.2	公司以云平台为基石，构筑商业模式的正循环	20
<b>4</b>	<b>盈利预测和估值分析</b>	<b>24</b>
4.1	盈利预测	24
4.2	投资分析意见	26
4.3	风险提示	27

## 图表目录

图 1：公司发展时间轴 .....	6
图 2：以萤石物联云平台为基础，公司整体业务架构图 .....	7
图 3：公司近年来实现了较高的成长（单位：百万元） .....	7
图 4：毛利率和净利率稳中有升.....	7
图 5：公司各业务板块收入占比.....	8
图 6：公司各业务板块毛利率.....	8
图 7：公司由三大类技术构建的领先的技术架构 .....	8
图 8：公司研发费用率保持 10%以上（单位：百万元） .....	9
图 9：公司研发人员占比为 28% .....	9
图 10：公司智能家居产品的主要销售模式 .....	9
图 11：公司智能家居产品主要通过经销商销售.....	10
图 12：线上销售毛利率高于线下.....	10
图 13：公司与大量专业客户形成了良好的合作关系.....	10
图 14：全球家用摄像头出货量增速高于国内 .....	11
图 15：全球家用摄像头市场规模增速高于国内.....	11
图 16：智能家居产品形态的三个发展阶段 .....	13
图 17：全球智能家居市场规模 .....	13
图 18：全屋智能集家居控制、安全防护、能源监测、成员看护等功能于一体 .....	14
图 19：精装房渗透率持续提升 .....	14
图 20：2021 年精装修智能家居系统配套项目数高增.....	14
图 21：家居购买渠道仍以线下为主 .....	15
图 22：各品牌线下渠道处于快速扩张期.....	15
图 23：公司构建了三大产品梯队，获得持续的成长动力 .....	17
图 24：公司“4+N”产品体系能够提供丰富的智能生活解决方案 .....	17
图 25：中国视觉类智能家居企业产业结构图.....	18
图 26：公司 300 元以上高端 SKU 占比明显高于竞品 .....	18
图 27：物联网云平台主要商业模式概览.....	19
图 28：中国生活领域物联网云平台设备连接数（亿台） .....	19
图：中国生活领域物联网云平台市场规模（亿元） .....	

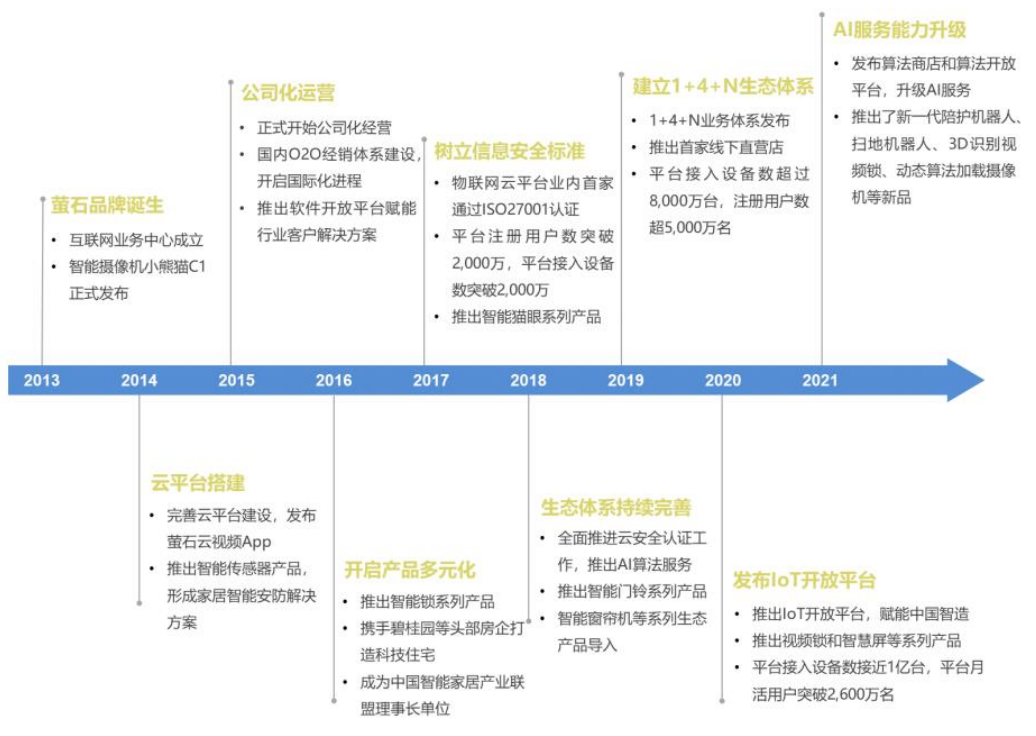
图 30：中国物联网云平台企业产业结构图 .....	20
图 31：萤石物联云平台面向 C 端客户提供的云增值服务 .....	21
图 32：萤石开放平台面向行业客户提供丰富的服务内容 .....	21
图 33：萤石物联云平台连接设备数和注册用户数（单位：万个） .....	21
图 34：萤石物联云平台月活数和付费率（单位：万名） .....	22
图 35：萤石云存储是当前最主要的付费点 .....	22
图 36：萤石云 AI 智能识别，挖掘更多付费潜力 .....	22
图 37：萤石开放平台行业客户数和付费率（单位：名） .....	23
图 38：萤石云开放平台提供的智慧工地解决方案 .....	23
图 39：萤石云开放平台提供的零售连锁解决方案 .....	23
图 40：公司基于云平台构筑核心竞争力，并形成丰富的商业模式 .....	23
表 1：智能家居中游具体产品及市场格局 .....	12
表 2：我国全屋智能市场规模预测 .....	15
表 3：全屋智能主要厂商比较 .....	16
表 4：主要智能家居摄像机品牌 SKU 数量 .....	18
表 5：收入和毛利分拆 .....	24
表 6：智能家居可比公司 .....	26
表 7：云计算可比公司 .....	26
表 8：萤石网络分部估值 .....	27

# 1 以云平台为基，构建一体化 AIoT 服务能力

## 1.1 业务：“智能家居+云平台”双轮驱动

公司是领先的智能家居服务商及物联网云平台提供商。面向智能家居场景下的消费者用户，提供以视觉交互为主的智能生活解决方案；面向行业客户，提供用于管理物联网设备的开放式云平台服务。**发展历程上**：2013年，“萤石”智能生活品牌正式发布、推出萤石物联云平台；2014年至2015年，发布“萤石云视频”等应用终端，推出云存储作为增值业务开始运营，并发布萤石开放平台和萤石物联云平台海外版本；2017年，智能入户产品系列日趋完善；2018年，拓展智能控制、智能服务机器人产品体系；2020年，正式发布IoT开放平台，开放三方设备接入能力；2021年，智能服务机器人产品线全面铺开。

图 1：公司发展时间轴



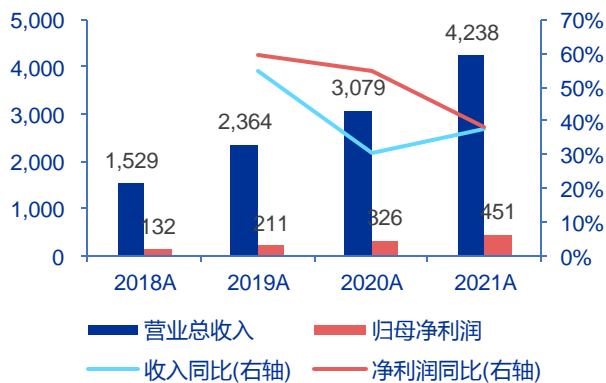
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**以视觉技术为特色，以云平台为基础。**公司将视觉技术作为产品的核心特色，打造智能家居产品的差异化优势。针对消费者用户，公司以视觉交互形式的智能家居产品为基础，通过多元化的增值服务和开放式 AI 算法切实赋能用户的智慧生活；针对行业客户，公司聚焦于自身擅长的视觉技术，依托萤石物联云平台，通过开放平台帮助客户推进智能化转型，或协助客户开发面向复杂场景的解决方案。

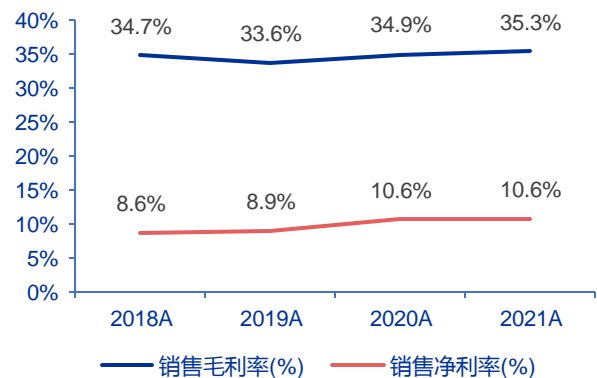
**图 2：以萤石物联云平台为基础，公司整体业务架构图**


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2018-2021 年实现收入端 CAGR 40%、利润端 CAGR 51% 的快速增长。主要得益于：1) 智能家居市场的快速增长；2) 公司持续投入产品研发，不断完善升级产品体系；3) 积极开拓开放式云平台服务，实现物联网设备的互联互通。由于公司建成高效的供应链体系，云平台收入占比提升，同时费用控制得当，毛利率和净利率稳中有升。

**图 3：公司近年来实现了较高的成长 (单位：百万元)**


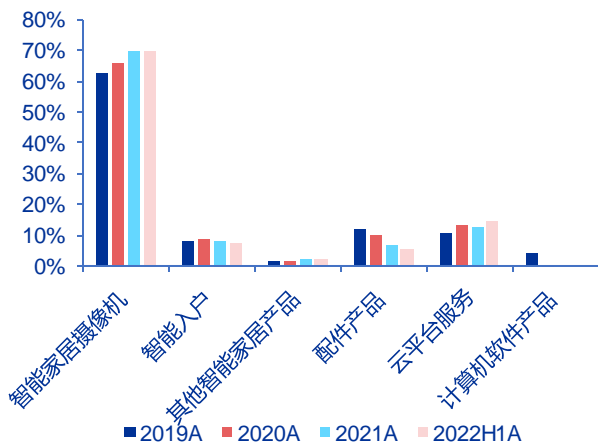
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**图 4：毛利率和净利率稳中有升**


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

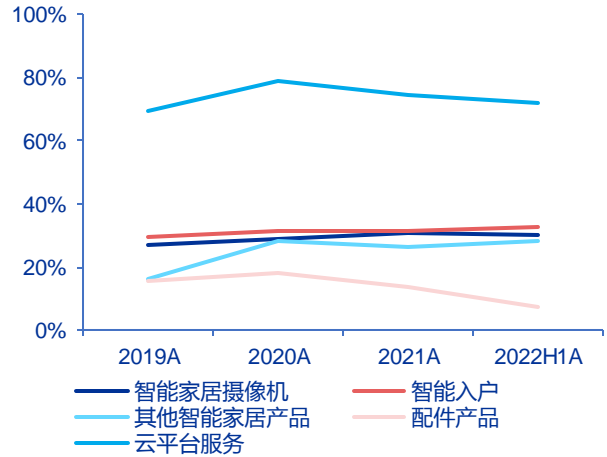
智能家居摄像机收入占比约 70%，云平台收入比重逐步提升至约 15%。公司通过自主研发的物联网云平台，在向用户销售智能家居产品的基础上，可以将产品的价值周期延长，探索提供各类针对不同智能家居场景的增值服务，形成与用户更深层次的服务联系，增强用户的使用黏性。预计未来以云增值服务为主体的云平台收入占比将继续提升。同时，云平台服务也以 70% 以上的毛利率遥遥领先于其他业务板块。

图 5：公司各业务板块收入占比



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 6：公司各业务板块毛利率



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 1.2 技术：视觉技术领先，软硬件全栈能力

公司以物联网云平台为核心、以视觉交互形式为特色研发核心技术。在物联网云平台形成的强大中台能力基础之上，配合以智能家居产品的硬件技术创新，形成了为消费者用户和行业客户服务的完整技术能力。技术架构中主要包括三大类技术：**云平台构建技术、视音频 AI 算法技术、产品智能化技术。**

从技术演进趋势上看，智能家居行业正在从智能化单品发展为互联互通的智能化系统，该系统有望在隐私计算架构和 AI 算法的大规模应用下，走向以人为中心的个性化服务。公司将持续强化自身的视音频 AI 能力，力争将视频物联网发展为视觉物联网，将二维图像处理能力转变为空间信息处理能力，从看得清发展为看得懂，从简单智能发展为高级智能。

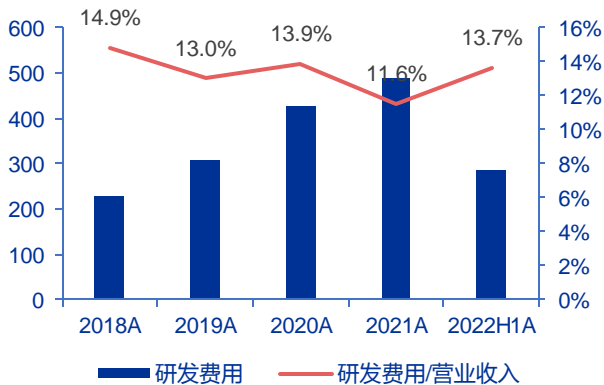
图 7：公司由三大类技术构建的领先的技术架构



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

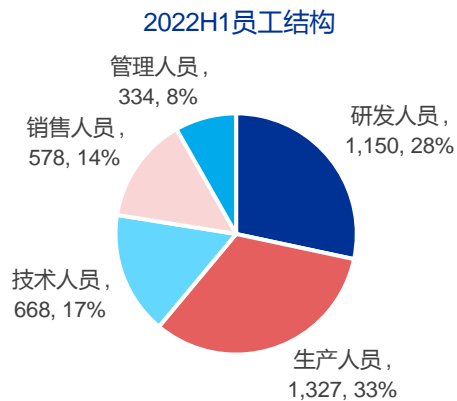
研发费用率保持 10%以上，研发人员占比达 28%。公司技术实力雄厚，并在物联网云平台 and 智能家居等行业积累了丰富的实践经验。智能家居技术方面，公司在云计算应用技术、智能互联互通技术、多目计算视觉技术、多维感知技术等通用性技术方面有充分的技术储备。物联网云平台方面，公司为了满足视频 IoT 设备数据多、流量大对带宽要求高等特点，积累了低成本和高质量的媒体传输技术、基于摄像机构建的海量云存储技术、轻量级的云安全技术，具备从嵌入式端、云端、移动端一体化快速工程交付能力。

图 8 :公司研发费用率保持 10%以上(单位 :百万元)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 9 : 公司研发人员占比为 28%

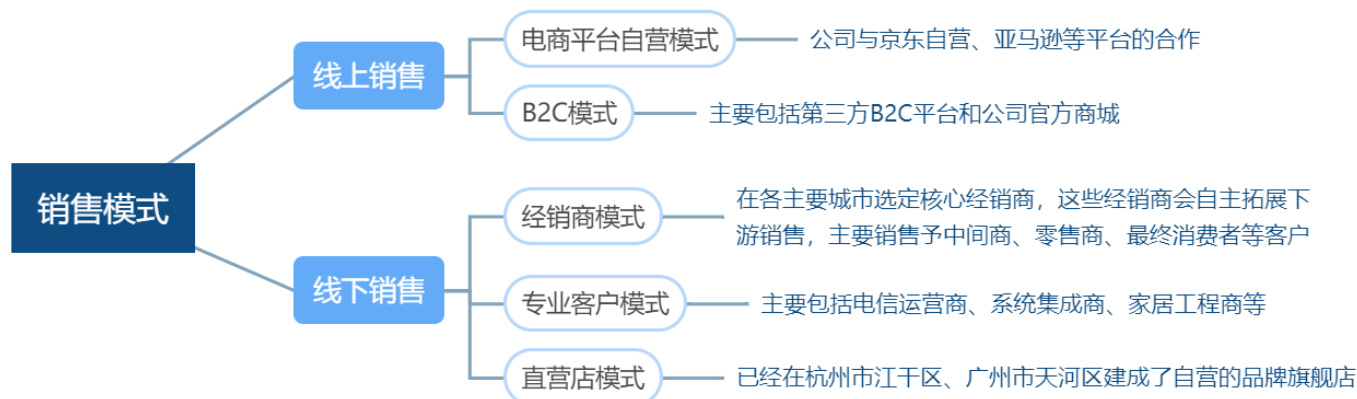


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

### 1.3 销售：多元渠道体系，开拓全球市场

公司拥有多元化销售渠道，线上线下均有布局。公司境内智能家居产品销售以线下渠道为主，包括经销商渠道、专业客户渠道和直营店渠道。公司线上销售包括 B2C 和电商平台自营模式，其中 B2C 销售平台主要为天猫和官方商城，电商平台自营客户对象主要为京东平台。公司境外智能家居产品销售以经销商渠道为主，其他渠道销售收入和占比相对较少，其中 B2C 主要通过亚马逊进行销售，电商平台自营客户对象亦主要为亚马逊。

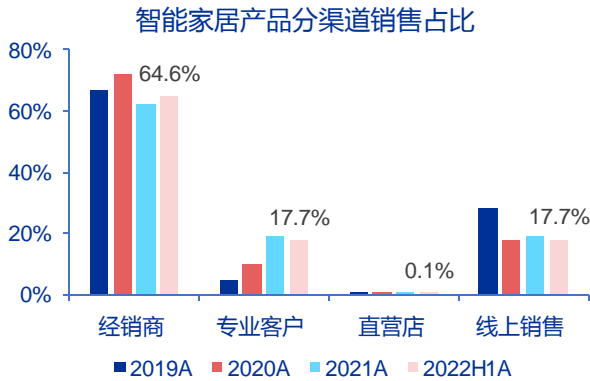
图 10 : 公司智能家居产品的主要销售模式



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

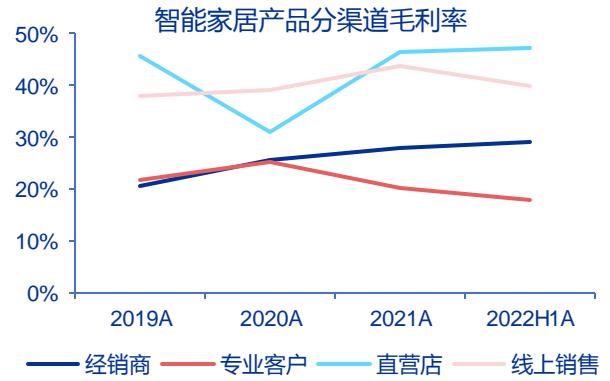
线下经销商模式占比最高，线上毛利率整体高于线下。经销商模式为公司智能家居产品销售的主要模式，收入占比超过 60%。公司在各主要城市选定了核心经销商，这些经销商会自主拓展下游销售，主要销售予中间商、零售商、最终消费者等客户。同时，部分具有线上销售经验的经销商也会在电商平台销售公司的产品。公司还会选择市场影响力较大的核心经销商，协助他们在电脑城、家居城等设立萤石品牌的专营店。公司线上销售占比较为稳定，在 18%左右。毛利率方面，线上整体要高于线下。

图 11：公司智能家居产品主要通过经销商销售



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 12：线上销售毛利率高于线下



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

近年来专业客户模式有较大突破。公司直接销售的专业客户主要包括电信运营商、系统集成商、家居工程商等，过往两年这类客户的销售占比提升明显。其中，电信运营商正在加强其对智能家居行业的投入，借助宽带网络的销售渠道，推广智能家居摄像机、智能门铃等智能家居产品。同时，部分系统集成商、家居工程商会承包较多房地产项目中的智能家居、智慧社区等家居类的前装集成类项目，对公司的智能家居产品也有较大的需求。

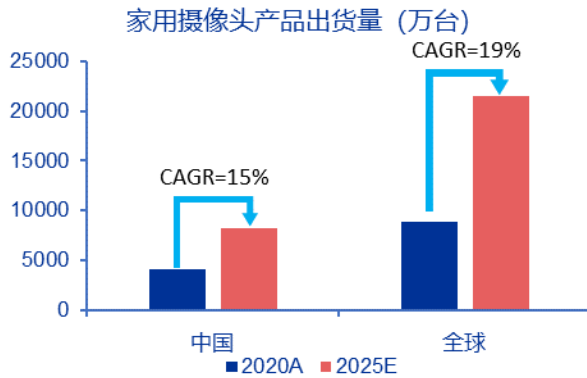
图 13：公司与大量专业客户形成了良好的合作关系



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

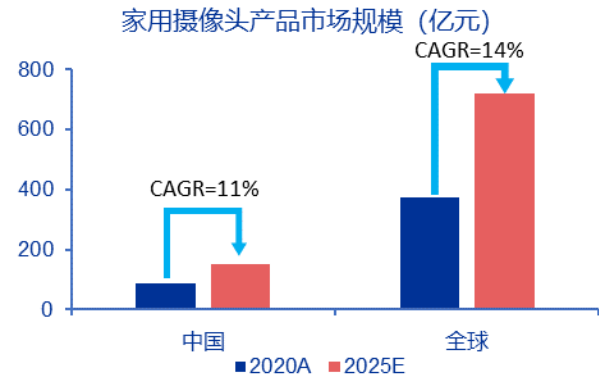
**加强国际市场开拓，境外收入占比提升。**公司重点发展东南亚、欧洲等市场，积极拓展各个区域及国家的零售、电商及电信运营商等各类渠道。境外销售占比从 2019 年的 12% 逐年提升，2022H1 的境外销售占比已达到 25%。从市场容量看，未来几年全球市场的家用摄像头产品出货量、市场规模增速也高于国内。

图 14：全球家用摄像头出货量增速高于国内



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

图 15：全球家用摄像头市场规模增速高于国内



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

## 2 智能家居：高成长赛道，把握全屋智能机遇

### 2.1 丰富的产品形态，支撑快速成长的市场

申万宏源家电在《智能家居深度系列之二-中游篇：产品驱动方兴未艾，全屋智能拐点在即》中，对行业趋势进行了深入研判：

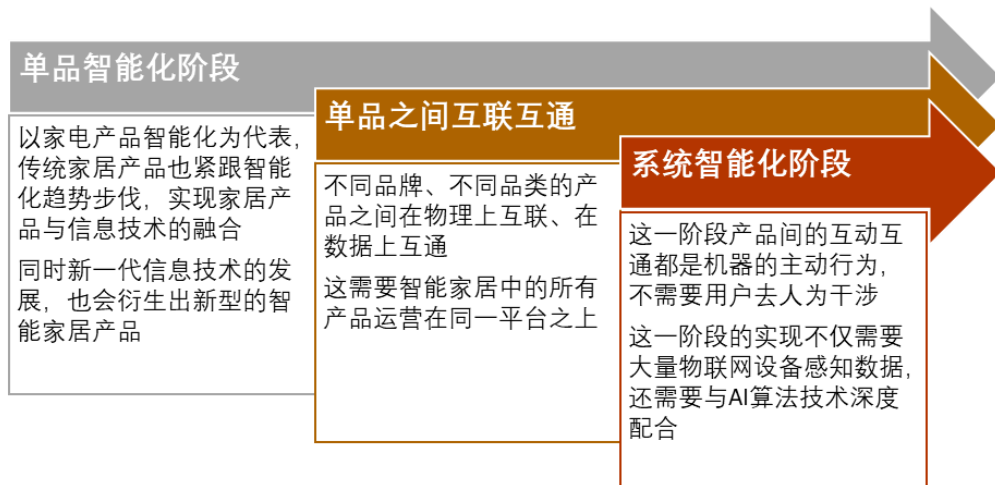
智能家居中游产品端共分为智能家电、智能安防、智能照明、连接与控制、环境系统、家庭娱乐与能源管理六大类，大部分品类头部厂商较为集中。其中智能安防、智能照明赛道在历史增速及未来预测增速上均居于前列，与智能技术应用较为贴合；以智能服务型机器人代表的小家电赛道亦表现出不俗潜力，是 AI 技术的黄金试炼场。渠道端，消费主力向年轻一代的迁移叠加全球疫情也使得线上渠道活力日益旺盛，成为多品类的主流销售渠道，小米是线上渠道的龙头。

**智能家居产品现状：**第一，大家电对智能功能应用不高，仅仅加入语音/远程控制功能，传统家电厂仍具有统治力；第二，扫地机器人、智能音箱等小单品先行，与智能化联系紧密，互联网、硬件企业发力渗透；第三，智能照明、智能安防领域发展领先，专业公司实力雄厚；第四，全屋智能聚焦前装市场，市场广阔，方便后期设备添加。



从产品形态的维度来看，智能家居的发展趋势可分为三个阶段：阶段一，单品智能化；阶段二，单品之间互联互通；阶段三，系统智能化。

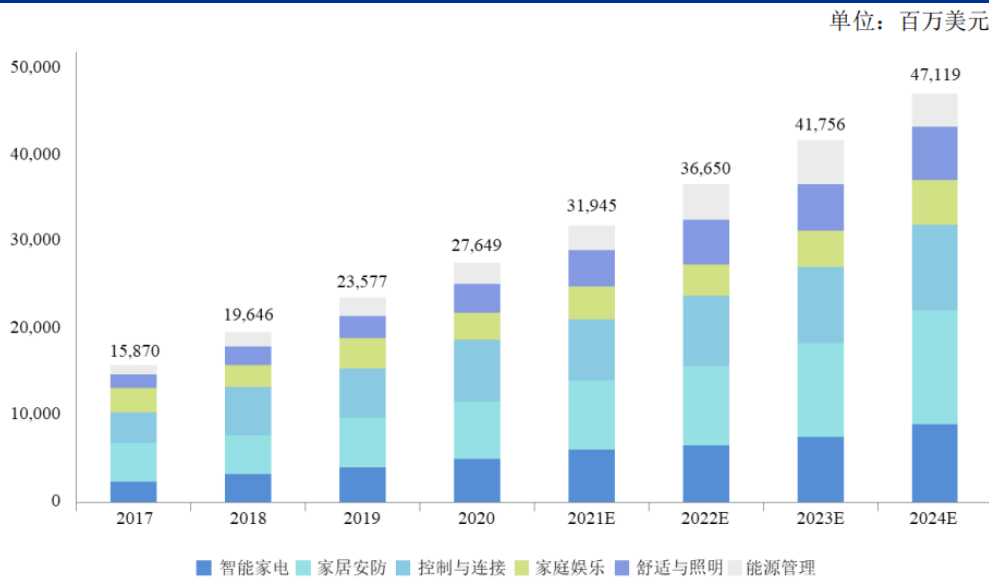
图 16：智能家居产品形态的三个发展阶段



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

智能家居是全球范围的高成长赛道。根据 Statista，2020 年全球智能家居市场规模达到 276 亿美元，未来几年将延续 15% 左右 CAGR，到 2024 年将达到 471 亿美元。在各类智能家居设备中，家居安防、控制与连接、智能家电等是占据较高市场份额的品类。

图 17：全球智能家居市场规模



资料来源：Statista，招股说明书，申万宏源研究

## 2.2 全屋智能渐成潮流，前后装市场增量广阔

全屋智能是智能家居的完整系统，集智能照明、安防、影音、家电控制等于一体的整体家居解决方案。单品时代更多聚焦于后装，如小米广泛的 SKU，而全屋智能更多应用于前装市场，具备装修属性。在单品时代逐渐过渡至智能互联时代的大背景下，全屋智能解

决方案开始相继推出：2020 年海尔推出全屋智慧场景解决方案品牌三翼鸟，并于 2022 年 5 月发布“1+3+5+N”全场景全屋智慧解决方案；2021 年 4 月华为首次公布“1+2+N”全屋智能解决方案等，整体解决方案的推出使智能家居进一步深入前装市场，打开新的市场空间。

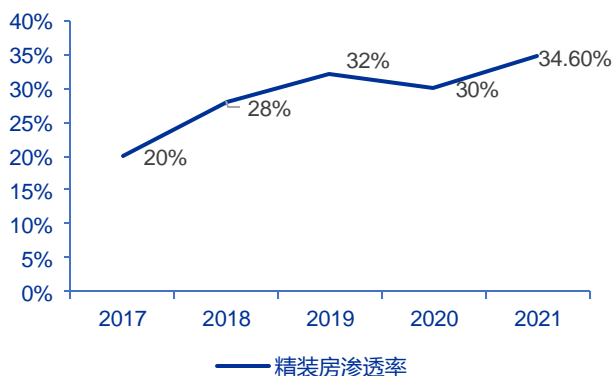
图 18：全屋智能集家居控制、安全防护、能源监测、成员看护等功能于一体



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

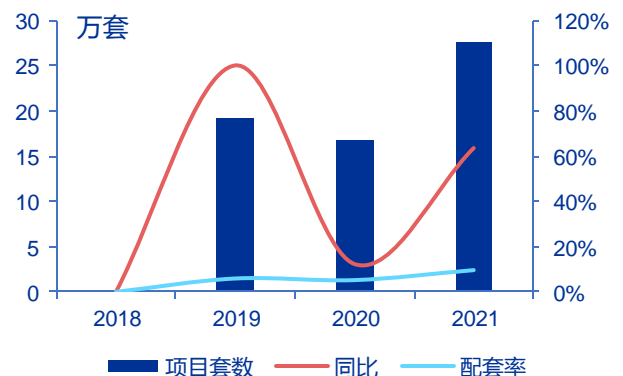
**精装房渗透率提升带来结构性变革，全屋智能增量市场空间广阔。**据奥维云网数据，我国精装房渗透率已提升至 30%以上，但对比欧美 80%的渗透率仍有较高提升空间；预计在绿色建筑政策、智能化品质化需求等加持下，未来精装房渗透率仍将持续提升，而全屋智能解决方案的逐渐成熟亦将在精装修中逐渐占据重要地位，配套率提升至 2021 年的 9.6%，增速迅猛。据我们测算，2022 年精装房渗透率、全屋智能配套率分别有望达到 39%/15%，全屋智能市场规模将达到 215 亿元，2025 年则有望突破 500 亿元，未来有望成为智能家居市场增长的重要驱动力，且大部分贡献于增量市场。

图 19：精装房渗透率持续提升



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 20：2021 年精装修智能家居系统配套项目数高增



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

**表 2：我国全屋智能市场规模预测**

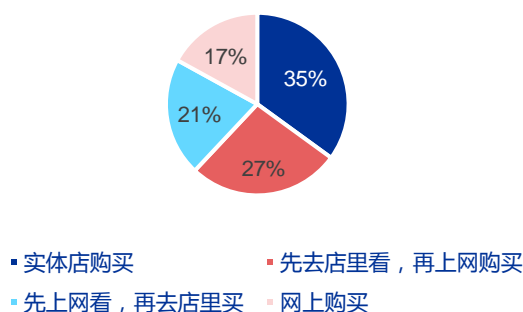
项目	2018	2019	2020	2021	2022E	2025E
住宅销售套数（万套）	903.6	1019.4	1085.0	826.9	1030.0	1040.0
精装房渗透率	28%	32%	30%（疫情扰动）	34.60%	39%	50%
精装房销售套数（万套）	253.0	326.2	325.5	286.1	401.7	520.0
全屋智能渗透率（精装房中）	0	5.90%	5.20%	9.60%	15%	25%
全屋智能配套数（万套）	0	19.25	16.93	27.47	60.26	130.00
全屋智能高端套系价格（万元，E）			10	10	10	10
高端套系渗透率（E）			3%	5%	8%	18%
低端套系价格（E）			3	3	3	3
低端套系渗透率（万元，E）			97%	95%	92%	82%
全屋智能市场规模（亿元）			54	92	215	554

注：精装房销售套数=住宅销售套数\*精装房渗透率；全屋智能配套数=精装房销售套数\*全屋智能渗透率；

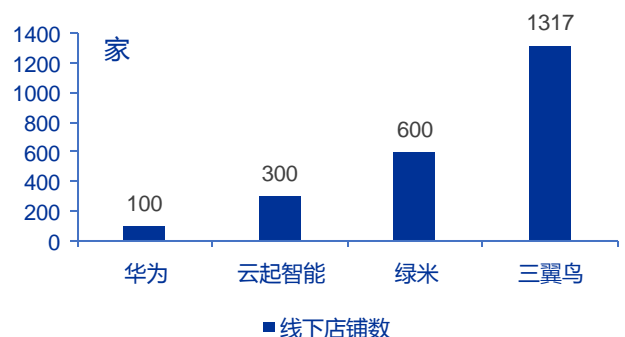
全屋智能市场规模=全屋智能配套数\*套系加权平均价格

资料来源：奥维云网，wind，各公司官网，申万宏源研究

**全屋智能的出现带动线下市场发展。**目前，较为“出圈”的智能家居产品多以线上销售为主，如扫地机器人线上销售占比超 90%；洗碗机线上占比超 80%；但线上渠道的渗透多在小家电、低价值的后装领域。**增量市场上**，系统及布线方案等仍由线下渠道主导，其规模增长主要贡献于线下市场，如 Aqara 绿米全屋智能线下门店已超 1000 家，三翼鸟线下门店共 1317 家并均在持续扩张；**存量市场上**，全屋智能出现则赋予传统家电企业更多可能性，其更能够推广本品牌以大家电为核心的场景，具有区别于互联网基因公司的优势。

**图 21：家居购买渠道仍以线下为主**


资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

**图 22：各品牌线下渠道处于快速扩张期**


资料来源：奥维云网，申万宏源研究

各阵营分工逐渐明晰，前装布线方案成为较大差异点。各全屋智能品牌均已能够提供完整的无线全屋智能方案，Zigbee、WIFI 为主要通信协议，差异化则集中在基础层与布线方案。

表 3：全屋智能主要厂商比较

阵营	品牌	平台	可接入品牌	布线方案	通信协议	线下门店数（家）
互联网企业	小米 	米家	小米、飞利浦、绿米等	无线	WIFI、Zigbee、BLE、BLE mesh、3/4/5G	67
	华为 	华为 Hilink	华为、美的、苏泊尔、海尔、奥克斯等	无线+有线	WIFI、BLE、BLE mesh、Zigbee、NB-IoT、PLC、3/4/5G	计划年底达 500
家电公司	海尔智家 	海尔 U-home	海尔及子品牌	无线+有线	WIFI、Zigbee、Mesh、综合布线	1073
	美的 	美的 IoT	美的及子品牌	无线	WIFI、蓝牙、Zigbee 等	2700 门店进行全屋智能场景升级
专业智能家居厂商	Aqara 	Homekit（苹果）、米家	科沃斯、海信、美的、松下、苹果等	无线	WIFI、蓝牙、Zigbee 等	600+
	萤石网络 	萤石云	萤石、美的等	无线	WIFI、蓝牙、Zigbee 等	3000+经销网点
	云起 	Homekit（苹果）、华为 Hilink、谷歌、亚马逊、阿里云等	飞利浦、爱华等	无线	CoSS、5G、WIFI、蓝牙、Zigbee、Z-wave 等	300+
	yeelight 	Homekit（苹果）、米家、亚马逊、三星等	小米、苹果等	无线	WIFI、BLE Mesh 等	130+

资料来源：奥维云网，各公司官网，申万宏源研究

## 2.3 打造“4+N”产品体系，三大梯队接力增长

公司打造了“4+N”的智能家居产品体系。其中“4”代表智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人四大类智能家居核心产品，对于打造智能家居生态起到基石作用。“N”代表 IoT 开放生态业务，一方面，通过向合作伙伴输出可集成至智能硬件中的 Wi-Fi 模组、蓝牙模组、视频模组等，将他们的设备接入萤石物联云平台，完善智能家居生态体系；另一方面，通过合作开发的模式，打造了智能新风、智能净水、智能宠物喂食器等多元化智能家居产品。

图 23：公司构建了三大产品梯队，获得持续的成长动力



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 24：公司“4+N”产品体系能够提供丰富的智能生活解决方案



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司主要智能家居产品市占率在业内排名靠前。根据艾瑞移动大数据平台，在智能家居品类的应用程序中，公司的“萤石云视频”应用拥有行业内前两位的月度活跃用户数量；根据艾瑞咨询，2021 年公司智能家居摄像机占全球市场份额约 18%，处于市场前列；公司的智能猫眼已连续多年在双 11、618 等购物节的天猫平台门镜/猫眼类目品牌排行中位列第一，智能门锁在 2021 年 618 购物节天猫平台电子门锁类目品牌排行升至前三位。

图 25：中国视觉类智能家居企业产业结构图



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

对标竞争对手，公司家用智能视觉产品丰富度占优、定位偏高端。我们对各个品牌天猫旗舰店的产品 SKU 数量、定价进行了分析。根据我们的不完全统计，当前竞品的智能家居摄像机 SKU 基本都在 10 个以内，而萤石达到了 27 个。在定价方面，公司 300 元以上的 SKU 占比远高于竞品。从主要技术指标看，公司在视频图像处理、音频处理、云台技术、智能化程度等方面对比同行业公司优势较为明显，主力产品采取了高端定价的策略，主推品质产品，旨在提升产品的客单价。

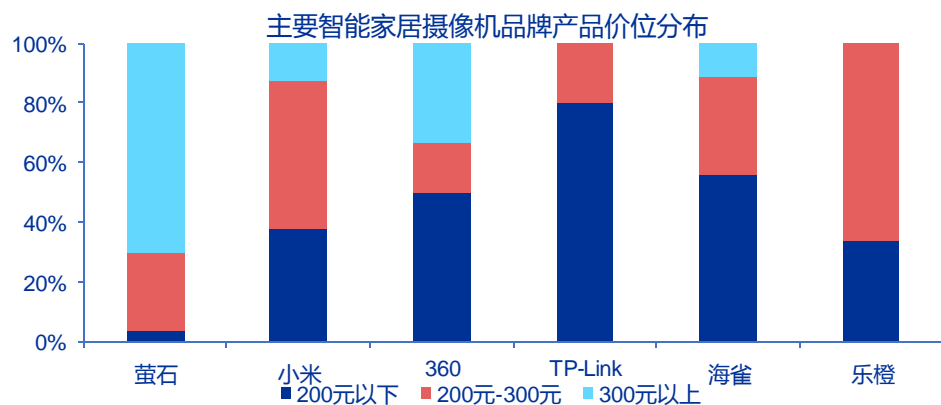
表 4：主要智能家居摄像机品牌 SKU 数量

	萤石	小米	360	TP-Link	海雀	乐橙
200 元以下	1	3	3	4	5	2
200 元-300 元	7	4	1	1	3	4
300 元以上	19	1	2	0	1	0
SKU 总数	27	8	6	5	9	6

注：海雀为华为的智能家居主要合作伙伴

资料来源：天猫，申万宏源研究

图 26：公司 300 元以上高端 SKU 占比明显高于竞品



资料来源：天猫，申万宏源研究

### 3 物联云平台：以视觉为特色，多元化服务能力

#### 3.1 承载产业链价值增量，物联云处于发展黄金期

物联网云平台是架设在 IaaS 层上的 PaaS 层云服务平台。通过联动感知层和应用层，向下连接、管理物联网终端设备，归集、存储感知数据，向上提供应用开发的标准接口和共性工具模块。物联网云平台是物联网体系的中枢神经，协调整合海量设备、信息，是物联网产业的价值凝结。随着设备连接量增长、数据资源沉淀、分析能力提升、场景应用丰富且深入，物联网云平台的市場潜力将持续释放。

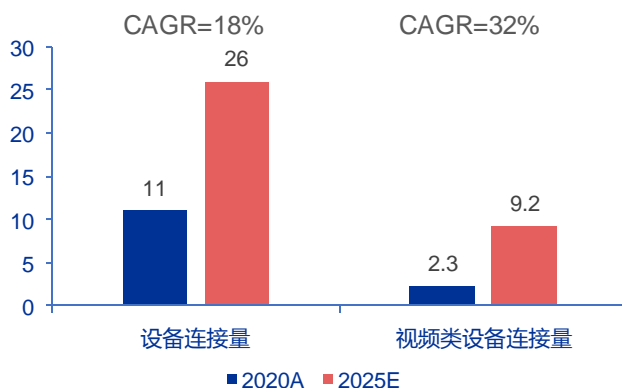
图 27：物联网云平台主要商业模式概览



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

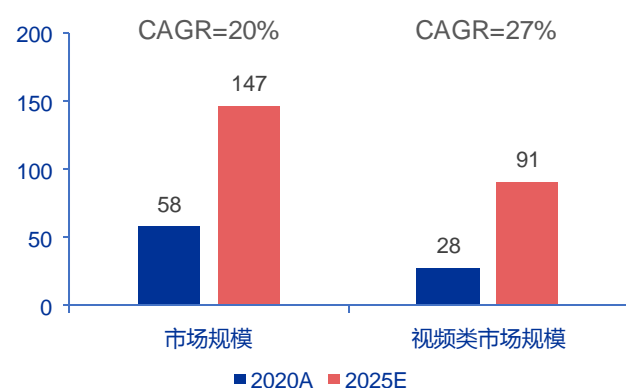
物联云平台市场规模快速增长，视觉相关应用占据核心位置。生活领域的物联网云平台普遍部署在公有云之上，主要应用于智能家居、智慧社区、智慧楼宇等细分市场行业。根据艾瑞咨询，2020-2025 年中国生活领域物联网云平台设备连接量 CAGR 为 18%，其中视频类设备连接量 CAGR 为 32%。2020-2025 年中国生活领域物联网云平台市场规模 CAGR 为 20%，其中视频类相关设备的云平台市场规模 CAGR 为 27%。2020 和 2025 年视觉相关设备占生活类云平台总体市场规模的 48%和 62%。

图 28：中国生活领域物联网云平台设备连接数(亿台)



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

图 29：中国生活领域物联网云平台市场规模(亿元)



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

物联网云平台承载了产业链中重要的价值增量，竞争者包括大型互联网公司、大型科技公司、第三方物联网云平台企业、家电品牌、电信运营商等。

产业格局方面趋势判断：1) 基础云资源厂商具备 IaaS 资源优势，可以抽取物联网云平台上的通用功能模块打造为基础平台产品向外输出；2) 深耕于细分领域的物联网云平台企业，其平台能力更为下沉，可以提供支撑物联网云平台开发的全套产品；3) 软件开发能力较弱的中小企业存在自建物联网云平台的需求，但从零开发平台在成本、资源、时间多角度考量不具备竞争优势，因此中小企业有望利用云资源厂商和专业化云平台厂商的成熟平台，打造“平台上的平台”，实现物联网云平台行业的生态建设。4) 视频数据的应用占比将持续提高，视频的信息传递、分析和处理将成为主流应用。

图 30：中国物联网云平台企业产业结构图



资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，申万宏源研究

### 3.2 公司以云平台为基石，构筑商业模式的正循环

公司自成立以来就确立了云平台在商业模式中的核心地位。公司云平台的发展主要分为如下三个阶段：

**阶段一：**在发展初期，公司围绕视频类 IoT 设备的特点，独立研发了大规模、高安全、基于公有云的物联网云平台，逐步形成了较为完善的中台服务体系。

**阶段二：**萤石物联云平台在视频 IoT 设备的基础上，开始接入形态多样的智能家居产品。同时发展出了多种增值服务，开始为消费者用户提供智能生活的解决方案。公司还打造了面向消费者用户的算法商店，消费者可以在商店中选择 AI 算法，并通过智能家居产品进行动态加载，满足消费者的差异化需求。

**阶段三：**为了满足行业客户的智能化转型需求，公司打造了 IoT 开放平台，加大了对外开放力度，吸引了第三方 IoT 设备接入到云平台，实现与其他智能家居品牌的互联互通，

协助行业客户的行业产品实现网络化、数字化、智能化转型；同时打造了**软件开放平台**，使得行业客户可以利用该开放平台的 API、SDK 及 SaaS 组件等技术工具，开发复杂场景下的 SaaS 应用。公司还以 SaaS 组件为基础，打造了低代码服务建设平台 **SaaS 助推器**。此外，公司还打造了**算法开放平台**，为行业客户提供了多元开放的算法训练和应用服务。

图 31：萤石物联云平台面向 C 端客户提供的云增值服务



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

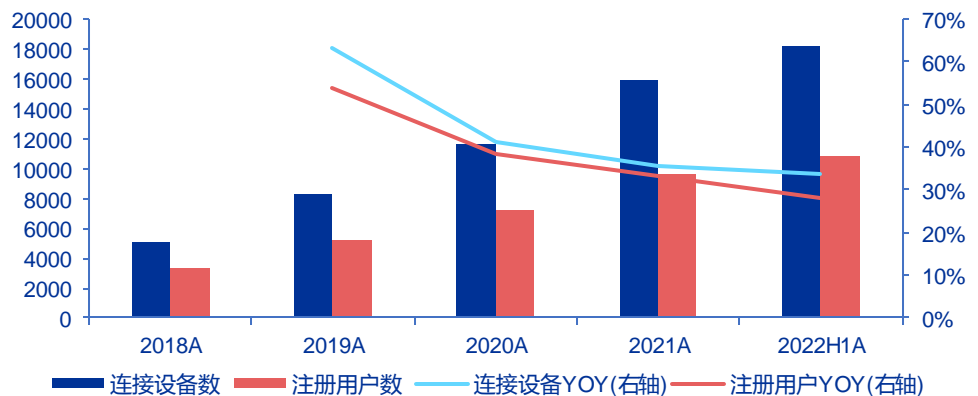
图 32：萤石开放平台面向行业客户提供丰富的服务内容



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**萤石物联云平台设备接入数和用户数国内领先。**截至 2022 年 6 月末，萤石物联云平台共接入各类物联网设备超过 1.82 亿台，国内设备接入数达到 1.34 亿台，国内视频类设备接入数上亿台，占国内同类物联网云平台比例约 9%，视频类设备接入数占国内同类物联网云平台比例超过 30%。萤石物联云平台用户数量突破 1 亿名。2018-2021 年萤石物联云平台设备接入数 CAGR 为 46%，注册用户数 CAGR 为 42%。

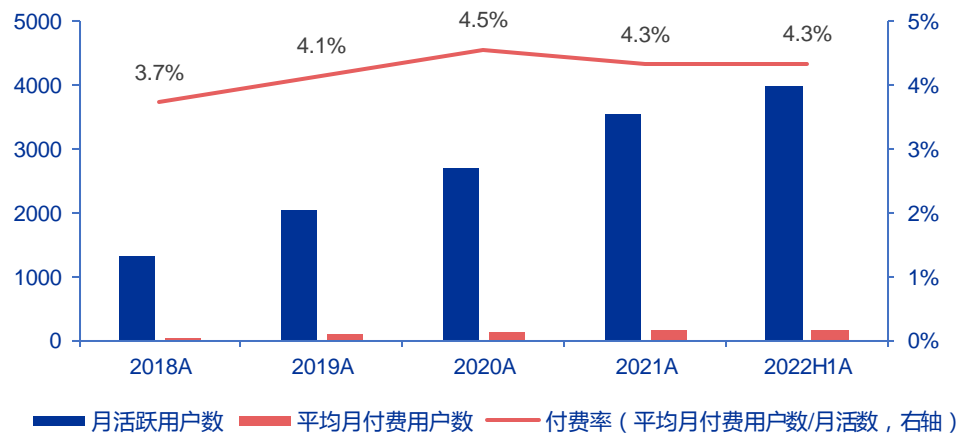
图 33：萤石物联云平台连接设备数和注册用户数（单位：万个）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

提供丰富的云增值服务，付费率有较大提升空间。截至 22H1，萤石物联云平台月活跃用户近 4000 万名，“萤石云视频”应用中的平均月付费用户数量超过 170 万名，付费率约为 4.3%。公司现阶段主要提供云存储、电话提醒、语音助手、画面异常巡检、秘钥托管服务、智能识别、哭声检测、老人看护、时光相册、视频分享等适用于家居或类家居场景的增值服务。随着公司增值服务功能的不断丰富，以及全屋智能产品体系的完善，付费率有较大的提升空间。

图 34：萤石物联云平台月活数和付费率（单位：万名）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 35：萤石云存储是当前最主要的付费点



资料来源：萤石官网，申万宏源研究

图 36：萤石云 AI 智能识别，挖掘更多付费潜力

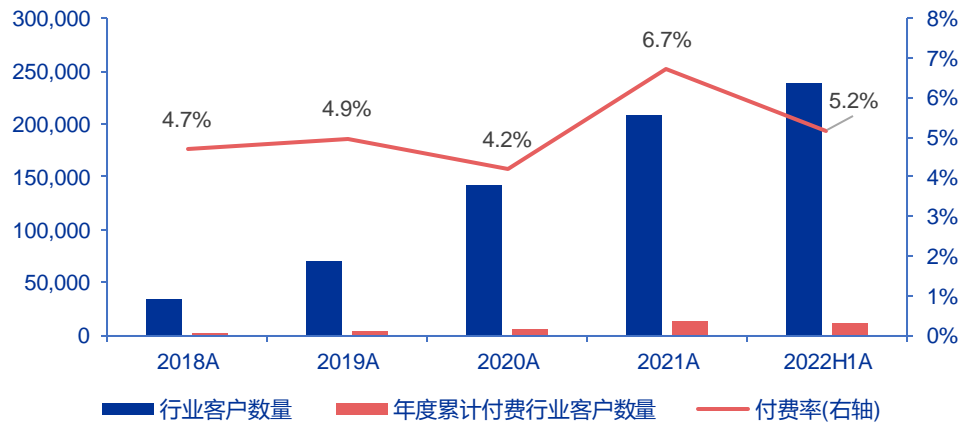
4 智能识别的套餐类型

套餐名称	详细描述	费用
月套餐	智能识别服务1个月 (不限提醒次数)	30元
季套餐	智能识别服务3个月 (不限提醒次数) /季	90元
年套餐	智能识别服务12个月 (不限提醒次数)	360元
免费试用套餐	智能识别1个月 (限每日500次提醒)	/

资料来源：萤石官网，申万宏源研究

公司同时提供面向行业客户的开放平台服务。行业客户群体包括设备制造商、软件开发、系统集成商等。公司既通过为设备制造商提供设备接入和运维保障等基础服务获得收入，又通过为软件开发者、系统集成商等提供面向复杂应用场景开发解决方案的技术工具，包括 API、SDK、SaaS 组件、AI 算法等获得收入。截至 22H1，开放平台注册的境内外行业客户近 24 万名。

图 37：萤石开放平台行业客户数和付费率（单位：名）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 38：萤石云开放平台提供的智慧工地解决方案

智慧工地 HOT

针对建筑工地复杂业务场景中的精细化管理需求，提供云录制（重点片段长期存储）、AI识别（安全帽、在岗等）、国标级联（平台对接政府平台监管中心）、音视频通话（工地巡检）等便于施工过程监管、施工进度把控、远程协同作业各环节的平台能力，助力建筑集团和工地项目部实现人员、环境、安全作业的监管。

立即咨询 | 国标向上级联 | 萤石算法市场 | 微信半屏

云录制 | 高清插件

合作客户



资料来源：萤石云官网，申万宏源研究

图 39：萤石云开放平台提供的零售连锁解决方案

零售连锁

多门店连锁零售过程中，对于连锁店管理困难、线下消费洞察能力弱、标准化管理成本高、防损监管效率低等问题，提供包含托管设备接入管理（可降低开发、管理成本）、AI智能巡店（离岗检测、穿戴合规检测、消防通道堵塞、玩手机检测、趴桌睡觉检测等）、货架管理、客流数据统计等功能模块，用户可高效、便捷实现店铺管理应用集成。

立即咨询 | 离岗检测 | 微信半屏 | 设备托管

萤石算法训练系统 | 高清插件

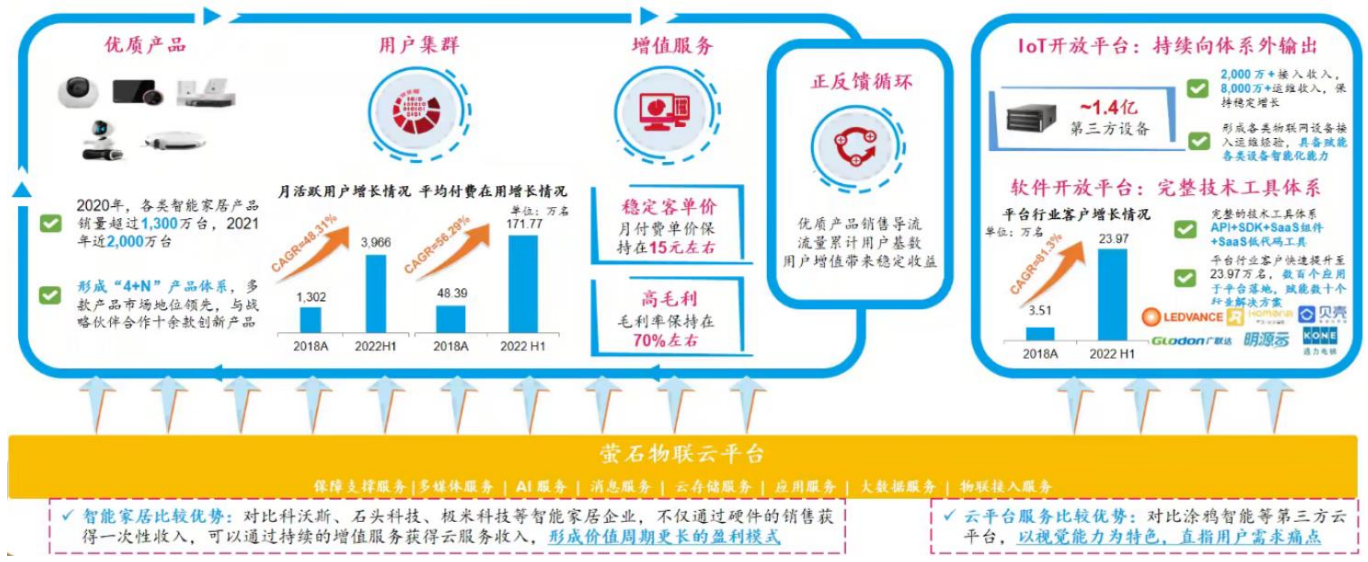
合作客户



资料来源：萤石云官网，申万宏源研究

在上述云平台能力的基础上，公司通过“优质产品销售导流——流量累计用户基数——增值服务带来稳定收益”形成了丰富的商业模式，构成了正反馈循环：

图 40：公司基于云平台构筑核心竞争力，并形成丰富的商业模式



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 4 盈利预测和估值分析

### 4.1 盈利预测

#### 1) 收入分拆和毛利率预测

**智能家居摄像机产品**：得益于公司不断投入研发，适时推出适合客户多样化需求的产品，并不断加强销售渠道建设，持续提高市场渗透率，使公司产品在下游市场应用增长较快。考虑到 2022 年疫情的影响及 2023 年的需求恢复，预计 2022-2024 年智能摄像机销量增速分别为 7%/25%/30%，销售单价同比分别为 -6%/-3%/-2%，收入同比分别为 1%/21%/27%。毛利率基本维持稳定，分别为 30.5%/30.0%/30.0%。

**智能入户产品**：2019 年我国智能锁渗透率仅为约 5%，相比韩国 80% 的渗透率，仍有巨大提升空间，智能门锁的市场需求有望快速增加。公司的智能猫眼、智能门锁在双 11、618 等购物节销量位列前茅。在需求加速和公司市占率提升的驱动下，预计 2022-2024 年智能入户产品销量增速分别为 -5%/+30%/+40%，销售单价同比分别为 +2%/-3%/-3%，收入同比分别为 -3%/+26%/+36%。毛利率分别为 31.0%/30.5%/30.0%。

**其他智能家居产品**：主要包括智能控制、智能服务机器人产品，以及与合作伙伴联合开发的产品，是公司智能家居生态的重要补充。公司正在陪护机器人领域建立市场影响力，智能控制已落地多个地产项目。由于基数较低，随着公司加快迭代产品线并发力生态建设，有望实现加速增长。预计 2022-2024 年其他智能家居产品收入同比分别增长 30%/60%/75%。毛利率分别为 25.0%/24.0%/23.0%。

**云平台服务**：公司的物联网云平台功能不断强化，接入设备数、用户数量不断增加，并与智能家居产品紧密结合，增强了用户使用粘性。考虑到物联网行业整体的快速增长以及公司份额的提升，我们预计云平台服务收入增速将持续跑赢公司整体。预计 2022-2024 年云平台服务收入同比分别增长 25%/35%/40%。毛利率分别为 73.0%/72.0%/71.0%。

表 5：收入和毛利分拆

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>						
收入	2,364.4	3,078.6	4,238.0	4,354.2	5,429.0	7,146.7
YOY	55%	30%	38%	3%	25%	32%
毛利率(%)	33.5%	34.9%	35.3%	35.7%	35.7%	35.8%
<b>智能家居产品</b>						
收入	1,987.2	2,647.6	3,660.7	3,638.5	4,473.6	5,823.4
YOY	54%	33%	38%	-1%	23%	30%
毛利率(%)	25.6%	28.0%	29.4%	29.2%	28.7%	28.5%
业务收入比例(%)	84.0%	86.0%	86.4%	83.6%	82.4%	81.5%
<b>智能摄像机</b>						
收入	1,476.2	2,019.5	2,938.5	2,955.6	3,583.6	4,565.5
YOY	52%	37%	46%	1%	21%	27%
毛利率(%)	27.2%	29.0%	30.8%	30.5%	30.0%	30.0%
业务收入比例(%)	.%	.%	.%	.%	.%	.%

智能入户						
收入	192.8	265.6	334.7	324.3	409.0	555.4
YOY	37%	38%	26%	-3%	26%	36%
毛利率(%)	29.7%	31.2%	31.6%	31.0%	30.5%	30.0%
业务收入比例(%)	8.2%	8.6%	7.9%	7.4%	7.5%	7.8%
其他智能家居						
收入	36.9	55.1	97.4	126.6	202.5	354.4
YOY	10%	49%	77%	30%	60%	75%
毛利率(%)	16.4%	28.5%	26.6%	25.0%	24.0%	23.0%
业务收入比例(%)	1.6%	1.8%	2.3%	2.9%	3.7%	5.0%
配件产品						
收入	281.2	307.4	290.1	232.1	278.5	348.1
YOY	101%	9%	-6%	-20%	20%	25%
毛利率(%)	15.6%	18.5%	13.9%	12.0%	12.0%	12.0%
业务收入比例(%)	11.9%	10.0%	6.8%	5.3%	5.1%	4.9%
云平台服务						
收入	260.2	415.5	538.0	672.5	907.8	1,270.9
YOY	50%	60%	29%	25%	35%	40%
毛利率(%)	69.6%	79.0%	74.3%	73.0%	72.0%	71.0%
业务收入比例(%)	11.0%	13.5%	12.7%	15.4%	16.7%	17.8%
计算机软件产品						
收入	106.8	5.4				
YOY	68%	-95%	-100%			
毛利率(%)	100.0%	100.0%				
业务收入比例(%)	4.5%	0.2%				
其他业务						
收入	10.3	10.1	39.3	43.2	47.6	52.3
YOY	142%	-2%	289%	10%	10%	10%
毛利率(%)	-27.6%	9.0%	48.2%	30.0%	30.0%	30.0%
业务收入比例(%)	0.4%	0.3%	0.9%	1.0%	0.9%	0.7%

资料来源：wind，申万宏源研究

## 2) 费用假设

受到 2022 年疫情和宏观因素的影响，收入增速下滑明显，但公司人员数量增长较快（2019-2021 年员工数量分别为 1257/2165/3802 人，22H1 为 4057 人），导致 2022 年期间费用率明显提升。但随着收入回归正常增长轨道、公司主动控制人员规模，我们认为费用率将呈现下行趋势。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 12.2%/11.8%/11.7%；管理费用率分别为 3.5%/3.5%/3.3%；研发费用率分别为 13.7%/12.5%/11.8%。

## 3) 盈利预测

通过上述分析，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 43.5/54.3/71.5 亿元，同比增长 2.7%/24.7%/31.6%；预计归母净利润分别为 3.26/5.10/7.07 亿元，同比分别为 -27.6%/+56.2%/+38.7%。

## 4.2 投资分析意见

考虑到公司“智能家居+云平台服务”的双主业格局，我们可采用分部估值方法：

**智能家居业务**：采用 PE 估值，选取智能家居领域的典型公司作为对标，包括**石头科技**、**科沃斯**（两者主业均为智能家居领域的智能扫地机器人）；**光峰科技**、**极米科技**（两者均在拓展智能家居领域的智能投影设备市场）；**九号公司**（主营智能家居领域的智能电动平衡车、智能服务机器人等）。上述公司 2023 年平均 PE 为 23x。

表 6：智能家居可比公司

代码	公司	市值 (亿元)		EPS			PE		
		2023/1/4	股价 (元/股)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688169	石头科技	251	267.60	13.43	16.40	19.58	20	16	14
603486	科沃斯	421	73.49	3.12	3.76	4.59	24	20	16
688007	光峰科技	122	26.70	0.45	0.74	1.05	59	36	25
688696	极米科技	123	176.04	7.55	9.85	12.65	23	18	14
689009	九号公司-WD	216	30.30	0.71	1.17	1.81	43	26	17
可比公司平均							<b>34</b>	<b>23</b>	<b>17</b>

资料来源：Wind、申万宏源研究（各公司 EPS 为 wind 一致预期）

**云平台业务**：采用 PS 估值，选取与萤石云平台有业务相似性的 A 股各细分行业的云领军公司作为对标，包括**金山办公**（办公软件云领军公司，针对 C 端订阅客户提供增值服务和云存储、针对 B 端订阅客户提供数字办公平台）；**广联达**（数字建筑领域的云领军公司，提供造价云管理平台等）；**石基信息**（酒店信息化领域的云领军公司，提供酒店信息系统云平台）。上述公司 2023 年平均 PS 为 14x。

表 7：云计算可比公司

代码	公司	市值 (亿元)		收入预测 (亿元)			PS		
		2023/1/4	股价 (元/股)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688111	金山办公	1,299	281.58	39.9	52.8	69.5	33	25	19
002410	广联达	744	62.43	69.1	84.6	102.4	11	9	7
002153	石基信息	328	15.62	34.6	40.3	48.7	9	8	7
可比公司平均							<b>18</b>	<b>14</b>	<b>11</b>

资料来源：Wind、申万宏源研究（各公司收入预测为 wind 一致预期）

**分部估值**：智能家居业务 2023 年净利润约 3.5 亿元（云平台业务估计当前净利率 15-20% 取中间值 17.5% 对应约 1.6 亿净利润 其余约 3.5 亿利润由智能家居业务贡献），给予可比公司平均 23xPE，对应 81 亿市值；云平台服务业务 2023 年收入约 9.1 亿元，给予可比公司平均 14xPS，对应 127 亿市值。合计目标市值为 208 亿元，相比当前市值有 30% 以上的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：萤石网络分部估值

单位：亿元	收入 2023E	归母净利润 2023E	可比公司 PE	可比公司 PS	对应市值
智能家居业务	44.7	3.5	23		81
云平台业务	9.1	1.6		14	127
<b>合计</b>					<b>208</b>

资料来源：申万宏源研究

### 4.3 风险提示

**智能家居行业竞争加剧的风险。**华为、小米集团等大型科技公司利用自身在智能手机领域的规模优势和物联网云平台领域的技术优势，积极拓展智能家居产品品类，发展智能家居业务生态；各类智能家居产品的代表性企业对市场份额的竞争日益加剧，相关企业通过打造自有云平台探索增值服务、加大研发投入不断提升产品性能、完善下游渠道提升品牌影响力等方式提高市场份额。智能家居行业有望从单品的竞争发展至平台和生态体系的竞争，行业的市场集中度将进一步提升，并将重点竞争物联网云平台的主导权和运营权。这一过程可能对公司的产品销量和价格、渠道体系、物联云平台活跃用户数等造成冲击。

**云平台服务的数据安全及个人信息保护风险。**公司通过萤石物联云平台为消费者用户或行业客户提供音视频数据处理及存储等服务，涉及系统安全、信息保护。物联网开放环境下存在软件漏洞、网络恶意攻击、电力供应故障、自然灾害等不可控因素，可能会因此导致公司出现系统故障、数据丢失、服务中断等后果。

**海外业务开拓不达预期的风险。**公司业务覆盖全球多个国家和地区，并设有多家境外子公司。境外收入占比逐年提升，22H1 比重达到 25%，增速明显高于国内。目前公司重点布局东南亚、欧洲等地，在越南、印尼、德国、意大利、西班牙等国销量领先。但公司的海外业务可能会受到海外整体宏观环境走弱、地缘政治动荡、汇率波动、对华政策变化等的影响，相较国内市场存在更多不确定因素。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,079	4,238	4,354	5,429	7,147
营业收入	3,079	4,238	4,354	5,429	7,147
智能家居	2,648	3,661	3,639	4,474	5,823
云平台服务	415	538	672	908	1,271
计算机软件	5	0	0	0	0
其他业务	10	39	43	48	52
营业总成本	2,824	3,846	4,087	4,975	6,492
营业成本	2,003	2,743	2,802	3,493	4,585
智能家居	1,907	2,585	2,577	3,192	4,164
云平台服务	87	138	182	254	369
计算机软件	0	0	0	0	0
其他业务	9	20	43	48	52
税金及附加	9	15	22	27	36
销售费用	308	455	531	641	836
管理费用	73	136	152	190	236
研发费用	428	490	597	679	843
财务费用	3	6	-17	-55	-43
其他收益	92	114	100	120	145
投资收益	0	-1	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-5	-4	-7	-10
资产减值损失	-1	-13	-19	-24	-28
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	344	486	344	542	760
营业外收支	2	1	0	0	0
利润总额	346	487	344	542	760
所得税	20	36	17	33	53
净利润	326	451	326	510	707
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	326	451	326	510	707

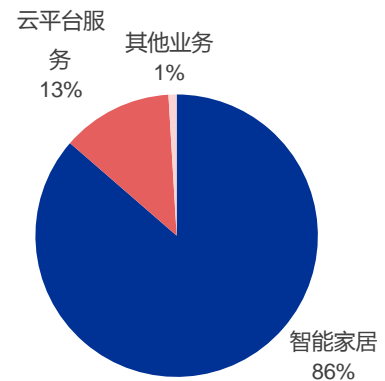
资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

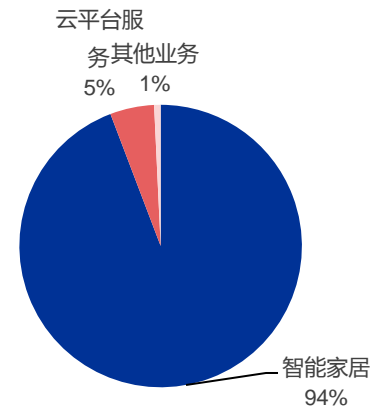
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	326	451	326	510	707
加：折旧摊销减值	12	34	33	76	193
财务费用	1	8	-17	-55	-43
非经营损失	13	-44	1	1	1
营运资本变动	-808	-440	33	-263	-236
其它	229	281	0	0	0
经营活动现金流	-226	289	377	269	622
资本开支	50	377	0	1,002	1,550
其它投资现金流	0	-5	-1	-1	-1
投资活动现金流	-50	-383	-1	-1,003	-1,551
吸收投资	74	0	3,237	0	0
负债净变化	0	350	-132	-250	0
支付股利、利息	101	1	73	43	110
其它融资现金流	0	-35	0	0	0
融资活动现金流	-26	314	3,031	-293	-110
净现金流	-314	217	3,407	-1,026	-1,038

资料来源：wind，申万宏源研究

### 收入结构



### 成本结构



**合并资产负债表**

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,294	3,074	6,191	5,523	4,964
现金及等价物	1,016	1,232	4,639	3,613	2,574
应收款项	644	798	862	1,025	1,245
存货净额	593	1,021	667	862	1,122
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	42	23	23	23	23
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	55	259	249	1,206	2,600
无形资产及其他资产	47	398	398	398	398
资产总计	2,397	3,731	6,838	7,127	7,962
流动负债	1,448	2,071	1,705	1,582	1,862
短期借款	0	382	250	0	0
应付款项	1,175	1,354	1,121	1,248	1,528
其它流动负债	273	334	334	334	334
非流动负债	39	251	251	251	251
负债合计	1,487	2,322	1,956	1,833	2,114
股本	100	450	563	563	563
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	243	325	3,449	3,449	3,449
其他综合收益	3	4	4	4	4
盈余公积	32	20	20	20	20
未分配利润	532	610	846	1,258	1,812
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	910	1,409	4,882	5,294	5,848
负债和股东权益合计	2,397	3,731	6,838	7,127	7,962

资料来源：wind，申万宏源研究

**重要财务指标**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.58	0.80	0.58	0.91	1.26
每股经营现金流	-0.40	0.51	0.67	0.48	1.11
每股红利	-	-	0.16	0.17	0.27
每股净资产	1.62	2.51	8.68	9.41	10.40
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	-	56.3	41.7	23.7	18.9
ROE	35.9	32.0	6.7	9.6	12.1
毛利率	34.9	35.3	35.7	35.7	35.8
EBITDA Margin	11.7	12.1	7.7	9.8	12.2
EBIT Margin	11.3	11.6	7.5	9.0	10.0
营业总收入同比增长	30.2	37.7	2.7	24.7	31.6
归母净利润同比增长	54.5	38.2	-27.6	56.2	38.7
资产负债率	62.0	62.2	28.6	25.7	26.5
净资产周转率	3.38	3.01	0.89	1.03	1.22
总资产周转率	1.28	1.14	0.64	0.76	0.90
有效税率	5.8	7.4	5.0	6.0	7.0
股息率	-	-	0.6	0.7	1.0

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。