

萤石网络(688475.SH)

端云协同打造智能家居闭环生态，全渠道发力市场开拓

推荐（首次）

股价：56.35元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.ezviz.com
大股东/持股	杭州海康威视数字技术股份有限公司 /48.00%
实际控制人	中国电子科技集团有限公司
总股本(百万股)	563
流通A股(百万股)	289
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	317
流通A股市值(亿元)	163
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	32.1

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

研究助理

王佳一	一般证券从业资格编号 S1060123070023 WANGJIAYI446@pingan.com.cn
-----	--



平安观点：

- “智能家居+云平台”端云融合筑牢核心优势。公司脱胎于海康威视旗下的安全智能生活品牌，基于视觉技术优势，发展了“智能家居+物联网云平台”双主业，构建了公司的核心竞争力。公司2023年以来业绩表现优异，尤其利润端呈现高速增长态势。公司智能家居产品贡献主要收入及毛利，云平台服务作为高毛利率业务保持快速增长，其营收占比呈现上升趋势，公司收入结构有望持续优化。受益于公司精益化的供应链管理以及渠道结构和产品结构的不断优化，公司盈利能力持续提升。
- 智能家居核心产品凝聚竞争力，全渠道布局加速市场开拓。我国智能家居市场快速发展，其中视觉类产品引领智能家居主动交互新模式。公司基于核心视觉技术，发展了四大核心智能家居产品线：智能家居摄像机是公司的拳头产品及营收支柱，智能入户是公司的第二增长曲线，智能服务机器人、智能控制目前仍处于培育期。公司智能家居业务总体保持快速增长态势，毛利率持续提升，为公司未来稳定发展奠定基础。公司市场营销体系完备，国内国外市场并举，线上线下渠道协同，助推市场持续开拓。
- 云服务发展势头良好，赋能公司成长。我国智慧生活视觉相关设备云平台市场快速增长，发展潜力将持续释放。公司基于萤石物联网云平台，面向C端提供SaaS增值服务，面向B端开放PaaS云平台。公司云平台订阅模式带来的业务韧性显著，其C端APP已拥有行业内前两位的月度活跃数量，萤石物联网云平台的视觉类设备连接数在国内拥有较高覆盖度。随着公司的设备接入数和用户数量不断增加，以及平台能力的不断强化，公司云业务高速增长，为未来可持续高质量发展提供支撑。
- 盈利预测与投资建议：公司是国内智能家居领先企业，基于视觉技术优势，发展了“智能家居+物联网云平台”双主业，构建核心竞争力。智能家居业务基于四大核心产品线，积极拓展产品矩阵，不断巩固自身优势；公司云平台订阅模式带来的业务韧性显著且收入增速可观，为公司未来实现可持续高质量发展提供有力支撑。我们认为公司未来将基于其端云协同智

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,306	4,840	5,729	6,885	8,375
YOY(%)	1.6	12.4	18.4	20.2	21.6
净利润(百万元)	333	563	705	890	1,130
YOY(%)	-26.1	69.0	25.3	26.2	27.0
毛利率(%)	36.4	42.9	43.6	43.9	44.0
净利率(%)	7.7	11.6	12.3	12.9	13.5
ROE(%)	6.9	10.7	12.6	14.7	17.0
EPS(摊薄/元)	0.59	1.00	1.25	1.58	2.01
P/E(倍)	95.2	56.3	44.9	35.6	28.0
P/B(倍)	6.5	6.0	5.6	5.2	4.8

能家居闭环生态优势，受益于智能家居的持续渗透，以及云计算、AI 等新技术带来产品革新及市场重塑，进一步打开成长空间。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 57.29/68.85/83.75 亿元，同比增速分别为 18.4%/20.2%/21.6%；归母净利润为 7.05/8.90/11.30 亿元，同比增速分别为 25.3%/26.2%/27.0%；EPS 分别为 1.25/1.58/2.01 元，根据 2024 年 5 月 16 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 44.9x/35.6x/28.0x。我们看好公司的未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：1) 公司智能家居摄像机产品线发展不及预期。**智能家居摄像机是公司的拳头产品及营收支柱，目前在国内市场份额领先，若随着新技术、新参与者的不断涌现，该市场所面临的竞争加剧，则公司智能家居摄像机产品线发展存在不达预期的风险。**2) 公司智能入户业务发展不及预期。**萤石智能锁、智能猫眼、门铃、对讲等多类智能入户产品线经过多年的产品打磨和技术迭代已具有较强的市场竞争力，智能入户逐渐发展为公司的第二增长曲线，若后续相关产品的市场推广或用户接受度不及预期，则公司智能入户产品线发展存在不达预期的风险。**3) 公司云服务业务发展不及预期。**公司的萤石物联云平台可同时接入公司和第三方的 IoT 设备，若注册用户的拓展不及预期，或注册用户向付费用户的转化不及预期，则公司云服务业务发展将存在不达预期的风险。

正文目录

一、“智能家居+云平台”端云融合筑牢核心优势	6
1.1 基于核心视觉能力，打造“智能家居+云平台”生态闭环	6
1.2 公司股权结构清晰，跟投计划绑定核心骨干	7
1.3 公司财务分析：利润端表现亮眼，盈利能力显著提升	8
二、智能家居核心产品凝聚竞争力，全渠道布局加速市场开拓	9
2.1 智能家居市场空间广阔，多细分领域发展势头良好	9
2.2 四大核心产品凝聚竞争力，品类拓展发力全屋智能	12
2.3 国内国外市场并举，线上线下渠道协同	16
三、云服务发展势头良好，赋能公司成长	18
四、盈利预测	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
五、风险提示	23

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司业务架构图	6
图表 3	公司股权结构	7
图表 4	海康威视跟投计划对应权益情况（截至 2022 年 6 月 30 日）	7
图表 5	公司部分高管简介（截止 2023 年 12 月 31 日）	8
图表 6	2020 年-2024Q1 公司营业收入及增速	8
图表 7	2020 年-2024Q1 公司归母净利润及增速	8
图表 8	2020 年-2023 年公司营收结构	9
图表 9	2020 年-2023 年公司毛利润结构	9
图表 10	公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析	9
图表 11	公司期间费用率分析	9
图表 12	我国智能家居行业发展阶段	10
图表 13	我国智能家居行业相关政策	10
图表 14	2020-2025 年中国家用摄像头产品出货量及市场规模	11
图表 15	2020-2025 年全球家用摄像头产品出货量及市场规模	11
图表 16	2019-2023 年我国智能门锁销量	11
图表 17	2024 年 1 月我国智能门锁线上市场细分功能销量同比增速	11
图表 18	我国新开精装项目套数及精装项目渗透率	12
图表 19	我国精装修智能家居系统配套项目个数及增速	12
图表 20	公司“1+4+N”产品体系	13
图表 21	公司智能家居产品业务收入情况	13
图表 22	公司智能家居产品结构	13
图表 23	公司智能家居产品毛利率情况	13
图表 24	公司智能摄像机产品收入情况	14
图表 25	我国智能摄像头市场出货量及主要厂商份额	14
图表 26	公司智能家居摄像机系列产品简介	14
图表 27	公司智能入户产品收入情况	15
图表 28	HP7 荣获全球科技大奖 PlusXAward 年度最佳产品 BestProductoftheYear2023/2024	15
图表 29	公司新款家用 AI 扫拖宝 RS20Pro 和首款商用清洁机器人 BS1	15
图表 30	公司智能控制产品	16
图表 31	智能家居产品收入结构（分地区）	16
图表 32	智能家居产品收入结构（分销售模式）	16
图表 33	智能家居产品线上线下销售模式	17
图表 34	智能家居产品收入结构（分渠道）	17
图表 35	公司智能国内销售渠道（部分）	17
图表 36	公司线上渠道拓展成果	17

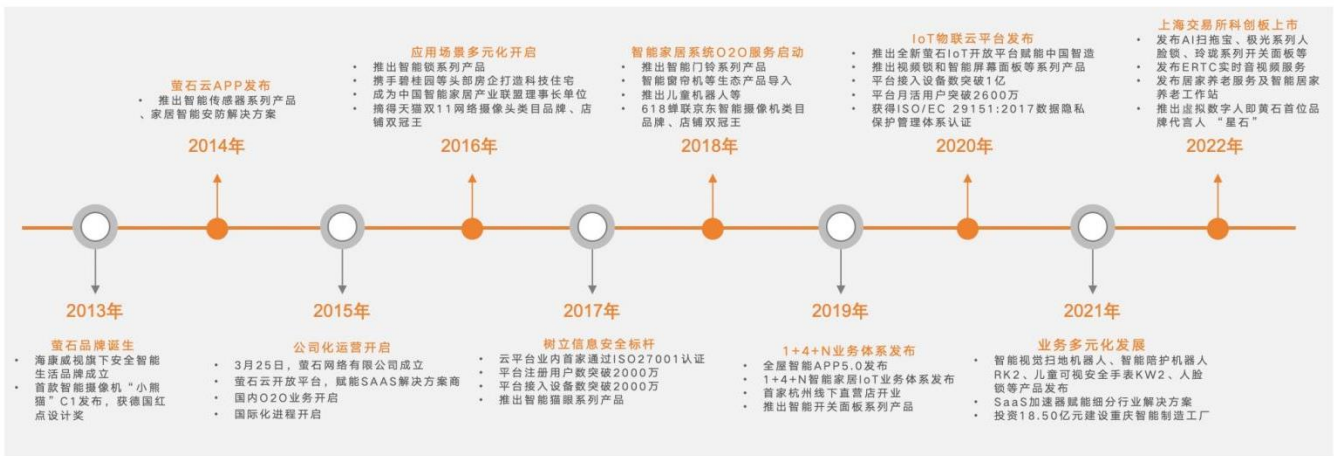
图表 37	公司收入结构（分地区）	18
图表 38	2020 年&2025 年我国智慧生活物联网云平台/智慧生活视觉相关设备云平台市场规模（亿元）	18
图表 39	2020 年&2025 年我国智慧生活物联网云平台/智慧生活视觉相关设备云平台连接量（亿台）	18
图表 40	公司以硬件为基础向 C 端提供增值服务(SaaS)	19
图表 41	公司面向 B 端提供 PaaS 服务	19
图表 42	2024 年 3 月移动 APP 指数统计——智能家居	19
图表 43	萤石物联云平台云应数据统计（亿台、亿名）	19
图表 44	萤石云视频 C 端用户情况（万名）	20
图表 45	萤石物联云平台 B 端用户情况（名）	20
图表 46	2021 年-2023 年公司云服务收入及增速	20
图表 47	2021 年-2023 年公司云服务收入结构	20
图表 48	萤石网络简要损益预测表	22
图表 49	萤石网络同行业可比公司估值比较	23

一、“智能家居+云平台”端云融合筑牢核心优势

1.1 基于核心视觉能力，打造“智能家居+云平台”生态闭环

公司脱胎于海康威视旗下的安全智能生活品牌，致力于成为可信赖的智能家居服务商及物联网云平台提供商。2013年，海康威视推出“萤石”智能生活品牌。2015年，萤石网络有限公司成立，开启公司化运营。2019年，公司发布1+4+N智能家居IoT业务体系。2020年，公司推出IoT物联云平台。2022年，公司在上交所科创板上市。公司基于海康威视在安防领域的长期技术积累以及自身在视频、音频等算法方面的持续研发，形成了以视觉能力为特色的完整技术架构，发展了“智能家居+物联网云平台”双主业，构建了公司的核心竞争力，成为了行业内少有的从硬件设计、研发、制造到物联网云平台，具备完整垂直一体化服务能力的AIoT企业。

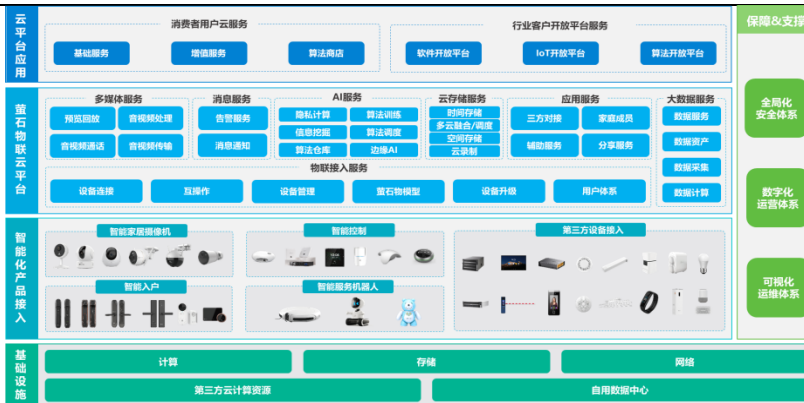
图表1 公司历史沿革



资料来源：公司官网、平安证券研究所

“智能家居+物联网云平台”双主业筑牢发展根基，AI加持巩固核心优势。公司以云平台为基础，发展了“智能家居+物联网云平台”双主业，目前已形成以萤石云为中心，以智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人四大自研硬件产品为核心，以IoT产品合作生态为支撑的“1+4+N”智能家居产品体系。**C端**：公司面向智能家居场景下的消费者用户，基于智能硬件+云服务的业务模式，提供以视觉交互为主的智能生活解决方案。**B端**：面向行业开发者客户，萤石云提供全栈开放的PaaS云平台服务。AI方面，公司正式重组了智能算法工程部，提升了AI交互能力自研化比例，支撑公司IoT设备的基础AI能力及云平台的高可靠AI服务，保障了公司软硬产品的核心技术竞争力。未来在公司领先的视觉技术能力及AI技术的加持下，公司的产品矩阵及服务深度、广度将进一步拓展，核心竞争力有望持续巩固。

图表2 公司业务架构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司股权结构清晰，跟投计划绑定核心骨干

公司股权结构清晰，跟投计划绑定核心骨干。海康威视是公司的直接控股股东，直接持有公司 48% 的股权。公司的第二大股东青荷投资持股比例为 32%，作为海康威视的跟投计划，其参与对象多为公司的中高层管理人员及核心骨干员工，跟投计划在确保海康威视对公司控制力的同时，拓展了员工投资渠道，有效激发核心员工对创新业务的支持热情。公司的高管团队多来自于母公司海康威视且具有扎实的技术背景及行业管理经验，为公司的可持续发展提供有力支撑。

图表3 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 海康威视跟投计划对应权益情况（截至 2022 年 6 月 30 日）

持有人分类	持有跟投计划比例	通过持有海康威视跟投计划份额享有公司股份对应的权益比例
萤石网络董事、监事、高级管理人员及核心技术人员	10.93%	4.37%
萤石网络及其控制的企业的员工	13.81%	5.53%
海康威视董事及高级管理人员	18.32%	7.33%
海康威视及其控制的其他企业的员工	56.94%	22.78%
合计	100%	40.00%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司部分高管简介（截止 2023 年 12 月 31 日）

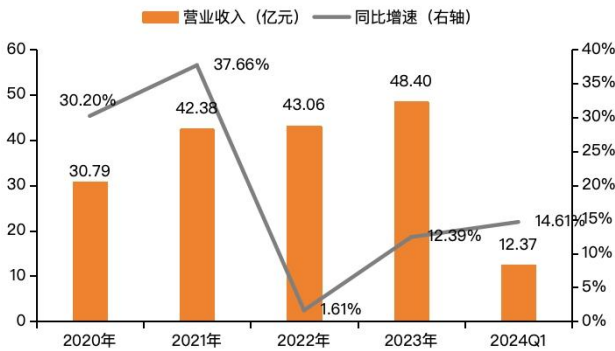
姓名	职务	简介
蒋海青	董事长、总经理	蒋海青先生于 1993 年 7 月至 2001 年 11 月，历任中电五十二研究所工程师、高级工程师；2001 年 11 月至 2019 年 10 月，历任海康威视总经理助理、副总经理、高级副总经理；2015 年 3 月至 2021 年 6 月，任萤石有限执行董事、总经理；2021 年 6 月至今，任公司董事长、总经理。
郭旭东	董事	郭旭东先生于 1993 年 8 月至 2001 年 6 月，分别于杭州市热电厂、北京康银商贸中心、杭州康银电子系统工程联营公司工作；2001 年 7 月至 2002 年 6 月，于浙江海康信息技术股份有限公司工作；2002 年 7 月至今，历任海康威视深圳分公司总经理、国内营销中心市场总监、国内营销中心副总经理，现任海康威视高级副总经理；2021 年 10 月至今，任公司董事。
金艳	董事	金艳女士于 2004 年 7 月至 2015 年 7 月，历任海康威视财务经理、财务管理中心总经理、副总经理兼财务负责人；2015 年 3 月至 2021 年 6 月，任萤石有限监事；现任海康威视高级副总经理、财务负责人；2021 年 6 月至今，任公司董事。
浦世亮	董事	浦世亮先生于 2006 年 4 月至今，历任海康威视研发工程师、研发经理、研发总监、首席专家，现任海康威视高级副总经理；2015 年 4 月至今，任海康威视研究院院长；2021 年 6 月至今，任公司董事。
金升阳	副总经理	金升阳先生于 2000 年 8 月至 2001 年 2 月，任中电五十二研究所工程师；2001 年 2 月至 2002 年 2 月，任浙江海康信息技术股份有限公司工程师；2002 年 3 月至 2015 年 12 月，历任海康威视摄像机部门项目总监、前端部门产品总监、互联网业务中心产品总监；2016 年 1 月至 2017 年 12 月，任萤石有限副总经理；2018 年 1 月至 2020 年 7 月，任萤石软件常务副总经理；2020 年 7 月至今，任公司副总经理。
郭航标	副总经理、董事会秘书、财务总监	郭航标先生于 2002 年 7 月至 2002 年 12 月，就职于中电五十二研究所；2002 年 12 月至 2004 年 7 月，就职浙江海康集团有限公司；2004 年 8 月至 2016 年 1 月，历任海康威视杭州分公司客户经理、总经理助理、沈阳分公司总经理、国内营销中心产品经理、经销渠道总监；2016 年 1 月至 2021 年 6 月，任萤石有限副总经理；2021 年 6 月至今，任公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 公司财务分析：利润端表现亮眼，盈利能力显著提升

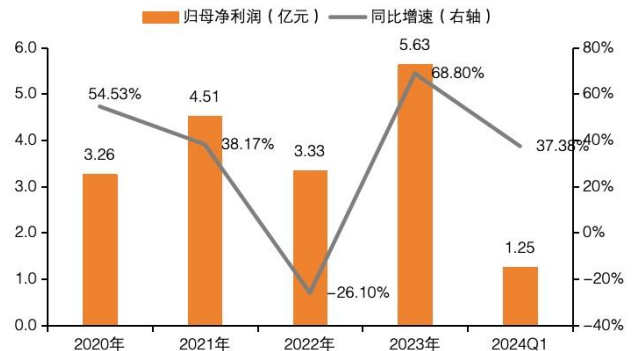
公司 2023 年和 2024 年一季度业绩持续高速增长。收入端：公司 2023 年实现营业总收入 48.40 亿元，同比增长 12.39%，2024 年一季度实现营业收入 12.37 亿元，同比增长 14.61%，公司 2023 年及 2024 年一季度营收均实现稳健增长。利润端：公司 2023 年实现归母净利润 5.63 亿元，同比实现 68.80% 的高速增长，2024 年一季度实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 37.38%，较上年同期增幅（33.70%）有所扩大。2023 年以来，公司业绩表现优异，主要得益于公司以 AI 交互为核心，围绕核心自研产品线，积极创新研发并不断推出新产品，同时，持续拓展和优化渠道建设，不断巩固公司的核心竞争力。

图表6 2020 年-2024Q1 公司营业收入及增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

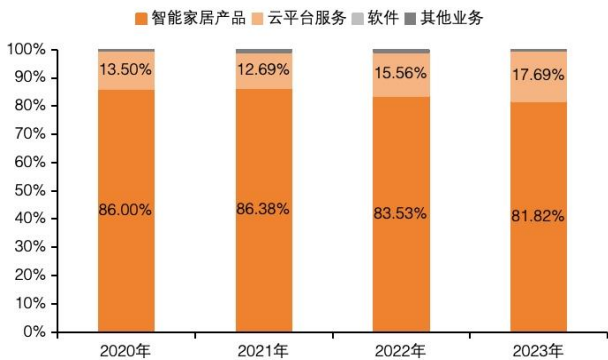
图表7 2020 年-2024Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

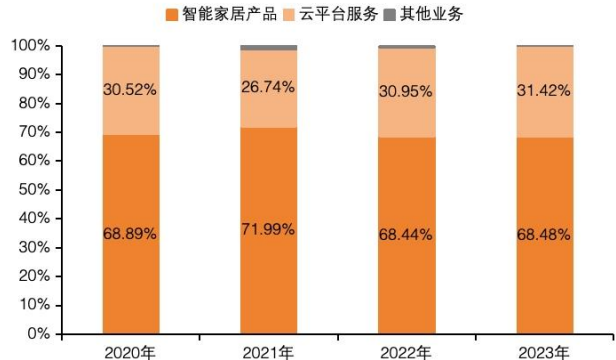
2023 年，公司智能家居产品贡献主要收入及毛利，营收结构持续优化。公司的智能家居产品收入已从 2018 年的 12.88 亿元以 25.19% 的年均复合增长率增长至 2023 年的 39.60 亿元，2023 年该业务实现毛利率 35.86%，较上年同期提升 6.02 个百分点。公司智能家居业务的营收占比始终保持在 80% 以上，但近年来总体呈下降趋势，已从 2021 年的高点（86.38%）下降至 2023 年的 81.82%，其中智能家居摄像机是公司的拳头产品，2023 年为公司贡献了 61.77% 的收入。云平台服务作为公司的高毛利率业务（2023 年，76.09%），其营收占比随着接入硬件设备数量的增加而呈现上升趋势，已由 2019 年的 11% 增长至 2023 年的 17.69%，毛利占比在 30% 左右，并且近年来该业务收入始终保持 25% 左右的快速增长，公司收入结构有望持续改善。

图表8 2020年-2023年公司营收结构



资料来源: WIND、平安证券研究所

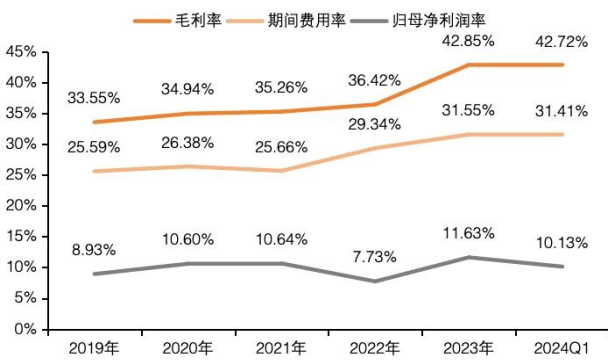
图表9 2020年-2023年公司毛利润结构



资料来源: WIND、平安证券研究所

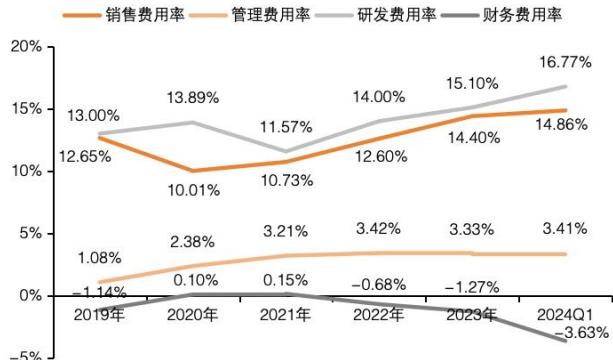
2023年,公司毛利率、净利率有所提升,费用率与上年同期持平。盈利能力方面,公司2023年实现毛利率42.85%,较上年提升6.43个百分点,公司2023年毛利率水平显著提升,主要是由于:一方面,公司坚持精益化的供应链管理,2023年原材料成本总体有所下降;另一方面,公司综合渠道结构持续优化,高附加值的云服务业务占比持续提升。受益于毛利率的拉动,公司2023年实现归母净利润率11.63%,较上年提升3.9个百分点。伴随着公司业务基于智能家居逐渐向毛利率较高的云服务业务倾斜,以及公司智能硬件渗透率的提升和云平台的逐渐接入,将促使客户粘性进一步巩固,公司盈利能力有望持续稳步提升。费用方面,2023年公司期间费用率为31.55%,与上年提升2.21个百分点,主要由于公司2023年进一步拓展海内外市场并持续投入新产品、新技术的研发,销售费用率和研发费用率分别提升1.8/1.1个百分点。

图表10 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表11 公司期间费用率分析



资料来源: WIND、平安证券研究所

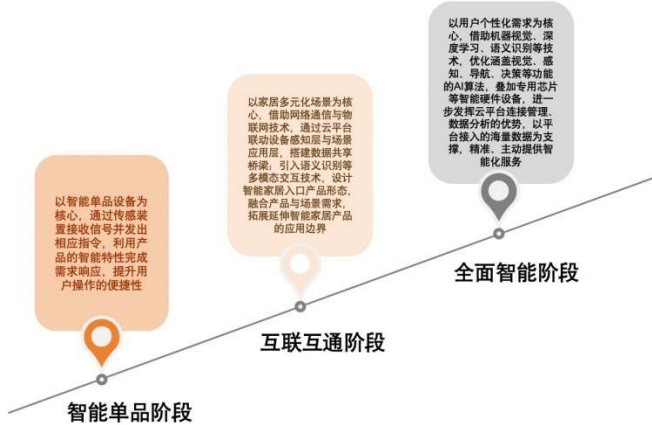
二、智能家居核心产品凝聚竞争力,全渠道布局加速市场开拓

2.1 智能家居市场空间广阔,多细分领域发展势头良好

在新技术及产业支持政策加持下,我国智能家居市场有望持续快速拓展。智能家居是以住宅为载体,结合新一代信息技术,实现系统平台、家居产品互联互通的智能化生活服务系统。我国的智能家居市场已从以单品为核心的智能家居阶段,迈入以场景为核心的互联互通阶段,未来随着与AI算法技术的深度融合,将逐渐进入全面智能的发展阶段。同时,我国陆续推出《推进家居产业高质量发展行动方案》、《关于促进家居消费若干措施的通知》等产业支持政策,为智能家居行业的发展提供了明确、广阔的市场前景,促进相关企业生产经营环境进一步优化。根据《中国智能家居互联互通白皮书(2023年)》数据,2021年中国智能家居设备市场出货量已超过2.2亿台,同比增长9.2%,市场规模为5800亿元。2022年-2026年,

预计我国智能家居设备市场出货量的年均复合增长率将达到 21.4%，2026 年出货量有望达到 5.4 亿台左右，市场规模有望达到 8000 亿元。随着物联网、云计算、5G、大数据、人工智能等技术的飞速发展以及商业模式的逐渐成熟，在国家政策支持政策的加持下，我国智能家居市场未来发展前景广阔。

图 12 我国智能家居行业发展阶段



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图 13 我国智能家居行业相关政策

发布时间	部门	政策名称	相关内容
2017.12	工信部	促进新一代人工智能产业发展三年行动计划	推动智能硬件普及，深化人工智能技术在智能家居等领域的应用，丰富终端产品的智能化功能
2018.9	国务院	关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见	重点发展适应消费升级的智慧家庭产品等新型信息化产品，以及虚拟现实、服务机器人等前沿信息消费产品
2019.11	发改委等	关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见	加强工业设备、智能家电等用电大数据分析，优化设计、降低能耗
2021.12	国务院	“十四五”数字经济发展规划	引导智能家居产品互联互通，促进家居产品与家居环境智能互动，丰富“一键控制”、“一声响应”的数字家庭生活应用
2022.1	发改委	关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见	提升平台消费创造能力，鼓励平台企业拓展“互联网+”消费场景，提供高质量产品和服务，促进智能家居、虚拟现实、超高清视频终端等智能产品普及应用
2022.3	国务院	关于加快建设全国统一大市场的意见	推动统一智能家居、安防等领域标准，探索建立智能设备标识制度
2022.8	工信部等	推进家居产业高质量发展行动方案	以创新为引领，以应用促发展，大力推动家居产业协同联动、融合互通、智能互联，培育壮大新业态新模式，巩固提升国际竞争优势
2023.7	发改委等	关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见	提升农村电气化水平，满足农村智能家居、新型家用电器等需求，提升农村生活电气化水平
2023.7	商务部等	关于促进家居消费若干措施的通知	促进智能家居设备互联互通，建立健全标准体系，推动单品智能向全屋智能发展。

资料来源：政府部门网站、平安证券研究所

老人照料、宠物看护开辟智能家居新细分市场。老人照料方面：根据国家统计局 2023 年 1 月发布的数据，2022 年我国人口增长出现拐点，比上年末减少 85 万人，60 岁及以上人口 2.8 亿人，占全国人口的 19.8%，其中 65 岁及以上人口 2.1 亿人，占全国人口的 14.9%；预判 2035 年，60 岁及以上人口突破 4 亿，占比超过 30%，我国社会老龄化现象逐步凸显，居家养老看护陪伴需求日益提升，智能居家养老服务将释放智能家居新的细分市场需求。**宠物看护方面：**根据《2022 年中国宠物行业白皮书》的统计，我国 2022 年城镇犬猫数量为 1.17 万只，较上年增长 3.7%。随着养宠家庭渗透率持续提升，宠物看护和陪伴也将打开智能家居新的细分领域。

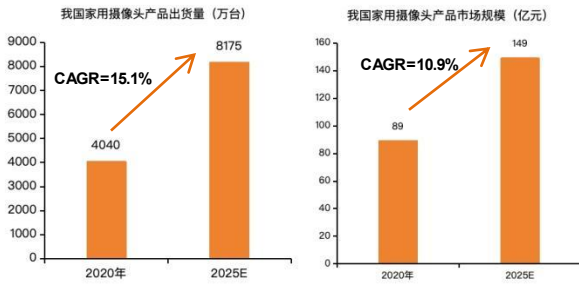
视觉类产品引领智能家居主动交互新模式。智能视觉类家居产品主要采取主动交互的方式，能够直接触达消费者并快速响应需求。我国智能视觉类家居产品快速发展。2018 年以来，智能门锁、扫地机器人、智能音箱等家用智能视觉产品陆续面世并快速发展，推动了家用智能视觉产品市场规模的扩大。根据艾瑞咨询测算，2016 年-2020 年智能视觉产品市场以 53.5% 的年均复合增长率实现高速增长，2020 年市场规模已达到 331 亿元，随着家用智能视觉与智能家居产品的进一步融合，预计在 2020 年到 2025 年间将实现 21% 的年均复合增长率，2025 年市场规模有望达到 858 亿元。

公司的智能家居产品线主要围绕其核心视觉技术打造，主要包括智能家居摄像机、智能门锁、智能控制、智能服务机器人等，在智能家居视觉交互类细分领域具有较强的竞争优势。

1) 智能家居摄像机：

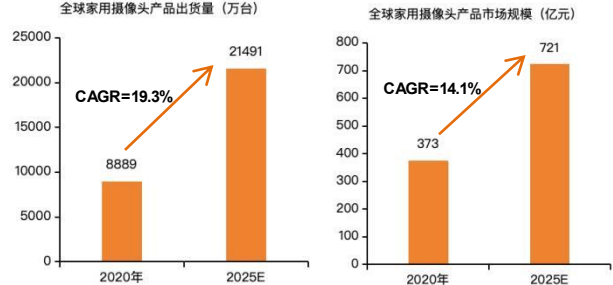
智能家居摄像机作为我国家用智能视觉市场的核心产品，已逐步发展至成熟阶段。根据艾瑞咨询统计，2020 年，我国智能家居摄像机出货量达 4040 万台，预计未来五年的年均复合增长率为 15.1%，到 2025 年将达到 8175 万台。2020 年我国智能家居摄像机市场规模为 89 亿元，预计未来将维持 10.9% 的年均复合增长率，到 2025 年有望达到 149 亿元。海外方面，2020-2025 年，全球家用摄像头产品出货量将从 0.89 亿台增长到 2.15 亿台，年均复合增速为 19.3%，市场规模将从 373 亿元增长到 721 亿元，年均复合增速为 14.1%。智能家居摄像机的海外市场渗透率较低，市场增速较快，智能家居摄像机厂商可通过积极加码海外布局，拓展增量市场。

图表14 2020-2025年中国家用摄像头产品出货量及市场规模



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图表15 2020-2025年全球家用摄像头产品出货量及市场规模



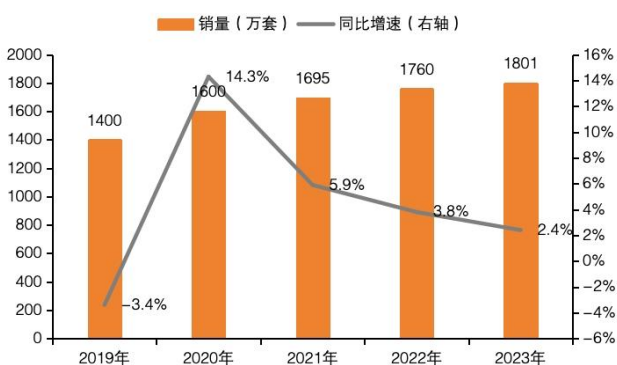
资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

2) 智能门锁:

我国智能门锁市场渗透率较低，成长空间广阔。智能门锁作为智能家居的物理级入口，是打造全屋智能的关键环节。目前我国智能门锁市场总体渗透率较低，随着产业环境的日益成熟，该市场将逐渐进入高速发展的阶段。根据洛图科技数据，2023年，我国智能门锁市场的全渠道销量为1801万套，同比增长2.4%。2022年，我国智能门锁的渗透率约为14%，相较于韩国、日本、欧美的80%/40%/35%仍有较大差距，随着相关产品在安全性、便捷性的提升以及产品创新的陆续落地，智能门锁市场未来成长空间广阔。根据洛图科技预测，2024年，我国智能门锁市场全渠道销量将达到1880万套，同比增长4%。

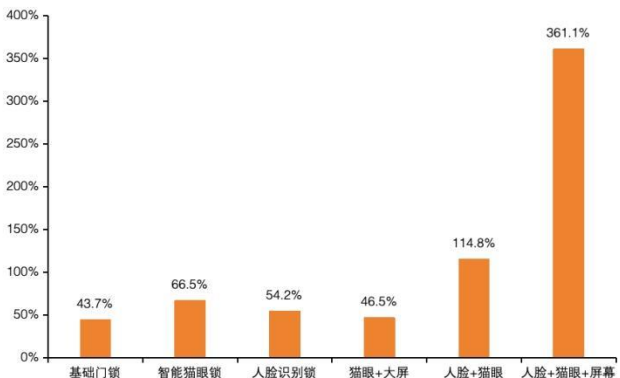
“人脸+猫眼+屏幕”等复合功能将为智能门锁发展贡献新的增长点。自2023年以来，可视化逐渐成为了智能门锁发展的新趋势，“人脸+猫眼+屏幕”的复合功能在我国整体智能门锁市场的渗透率持续攀升，洛图科技数据显示，该渗透率已从2022年1月的1.9%增至2024年1月的18.5%。2024年1月，我国“人脸+猫眼+屏幕”智能门锁的线上销量实现了361.1%同比增长，远超同期我国智能门锁市场的整体线上销量增速（77.7%），猫眼大屏锁销量份额已从2022年1月的15.4%增至2023年11月的38.4%。洛图科技预测，2024年猫眼大屏锁市场份额有望接近50%。目前，包括萤石网络、飞利浦、乐橙等在内的知名门锁品牌，已开始将摄像头嵌入到智能门锁中。随着智能门锁行业猫眼大屏、高性价比人脸识别锁、双摄等创新的不断涌现，“人脸+猫眼+屏幕”等复合功能智能门锁将快速发展、逐渐起量，成为拉动行业发展的新增长点。

图表16 2019-2023年我国智能门锁销量



资料来源：洛图科技、平安证券研究所

图表17 2024年1月我国智能门锁线上市场细分功能销量同比增速



资料来源：洛图科技、平安证券研究所

3) 智能服务机器人:

国际机器人联盟（IFR）根据机器人的应用环境，将机器人分为工业机器人和服务机器人，后者主要包括公共服务机器人、个人/家用服务机器人、特种服务机器人。《智能机器人技术产业发展白皮书（2023）》显示，2022年全球服务机器人市场规模达到217亿美元，2024年全球服务机器人市场规模有望增长到290亿美元。2022年，我国服务机器人市场规模为65亿美元。TE智库数据显示，2023年4月开始，我国服务机器人产量实现了47.6%的同比增速，结束了连续12个月的下

滑，我国服务机器人行业迎来向好拐点。《智能机器人技术产业发展白皮书（2023）》预计，到2024年，随着新兴场景的进一步拓展，我国服务机器人市场规模将有望突破100亿美元。

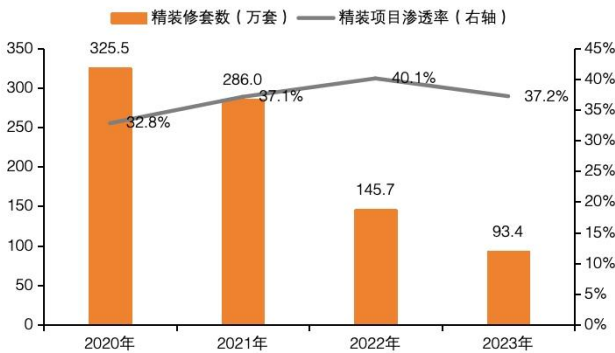
扫地机器人：扫地机器人是我国最为成熟的家庭服务机器人产品，可以通过遥控或自动控制面板来操控，充电后自动完成清洗，通过视觉AI、红外传感器、光电传感器、距离传感器完成自动避障。IDC《智能家居设备市场季度跟踪报告，2023年第四季度》数据显示，2023年全球智能扫地机器人市场出货量1852万台，销售额为78亿美元。中国和美国作为前两大市场在2023年出货量共计占据全球份额的近一半。老龄化、消费升级、AI技术进步等多重因素将驱动扫地机器人渗透率不断提升，扫地机器人未来发展空间广阔。头豹研究院预测，到2024年，我国扫地机器人销量有望达到1780万台。

儿童陪伴机器人：儿童陪伴机器人作为融合了人工智能、教育学、心理学和社会学等多学科能力的产品，可以在一定程度上弥补父母对孩子陪伴的缺失。儿童陪伴机器人目标群体的特殊性对其功能的多元化提出了更高的要求，如更智能的人机交互、智能对话、儿童看护、教育学习等。国内方面，科大讯飞、优必选、华为等厂商已有相关产品陆续推出，大模型的加持有望在性能和体验等方面推动儿童陪伴机器人新一轮的产业升级。第七次人口普查结果显示，我国0-14岁人口超2.5亿人，我国儿童陪伴机器人市场空间巨大。

4) 智能控制：

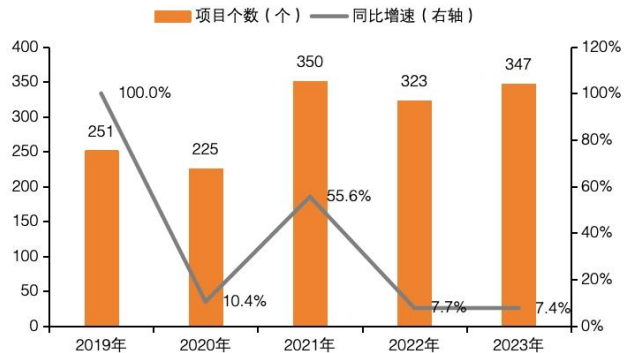
智能控制是对传统的家庭控制和传感设备的智能化改造，包括智慧中控屏、智能面板等产品，是实现全屋智能的关键。围绕智能控制品类的市场需求，众多智能家居企业陆续推出以智能控制设备为基础的全屋智能解决方案。智能控制行业仍在市场培育期。精装修房地产项目是智能控制行业的主要销售渠道，奥维云网监测数据显示，2023年住宅精装开盘房间累计数量93.4万套，预计2024年精装修市场规模将达95万套。我国房地产精装修市场持续改善，智能家居逐渐成为标配。2023年精装修市场智能家居系统配套项目数347个，同比上升7.4%。随着精装修项目的逐步普及和智能家居解决方案成本的持续压减，智能控制的渗透率将大幅提升，相关市场有望迎来发展机遇。

图表 18 我国新开精装项目套数及精装项目渗透率



资料来源：AVC 奥维云网、平安证券研究所

图表 19 我国精装修智能家居系统配套项目个数及增速



资料来源：AVC 奥维云网、平安证券研究所

2.2 四大核心产品凝聚竞争力，品类拓展发力全屋智能

公司基于四大核心产品构建核心优势。公司基于核心视觉技术，融合了AI、云计算等新兴技术，发展了智能家居四大核心产品线：智能家居摄像机，智能入户，智能服务机器人和智能控制。其中，智能家居摄像机是公司的拳头产品及营收支柱，智能入户是公司的第二增长曲线，智能服务机器人、智能控制目前仍处于培育期。以物联网云平台为基础，结合其他生态合作产品，公司打造了1+4+N产品生态体系，未来公司将基于四大核心产品积极进行品类拓展，逐步实现从单点大模型能力到复合大模型能力的融合，实现任意场景下的多模态交互，从智能家居单品智能逐渐发力全屋智能解决方案。

公司智能家居产品快速发展，盈利能力持续抬升。2019年-2023年，公司智能家居产业业务收入以18.82%的年均复合增长率从19.87亿元增长至39.60亿元，总体保持快速增长态势，其中2023年同比增长10.09%，主要受益于海外市场的开拓、产品矩阵的完善，以及智能入户业务市场渗透率及品牌影响力的持续提升。近年来，公司的智能家居产品整体毛利率已从

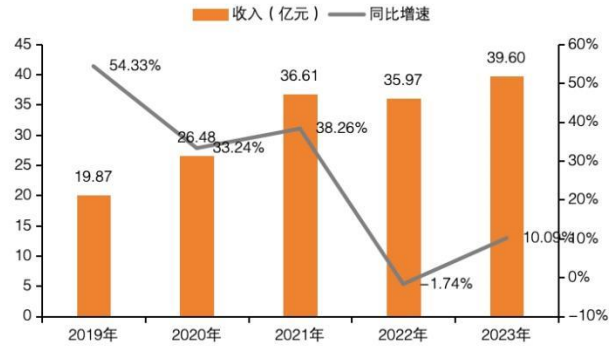
2019 年的 25.57% 逐年提升至 2023 年的 35.86%，与公司智能家居摄像机、智能入户等主要产品的毛利率保持一致增势。后续随着公司扫地机器人、儿童智能陪护机器人等毛利率较高的产品逐渐上规模，公司智能家居产品的整体毛利率水平有望进一步抬升。

图表20 公司“1+4+N”产品体系



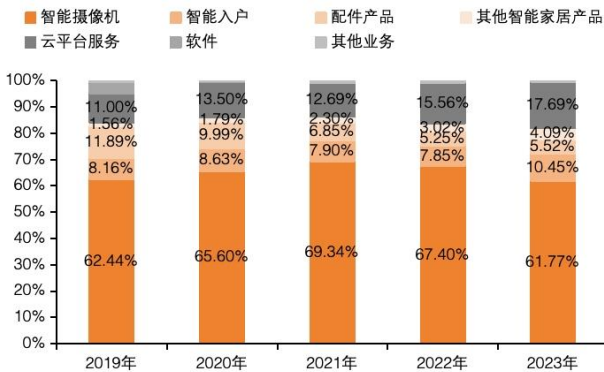
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 公司智能家居产品业务收入情况



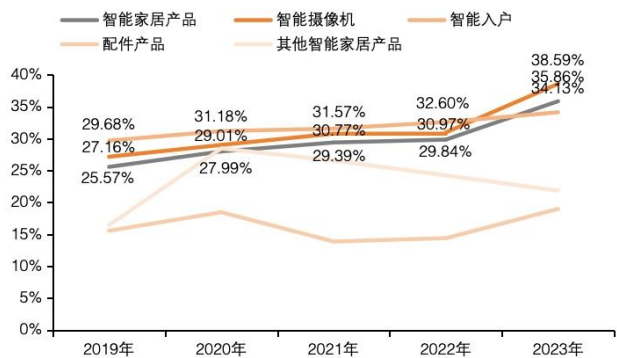
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表22 公司智能家居产品结构



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 公司智能家居产品毛利率情况

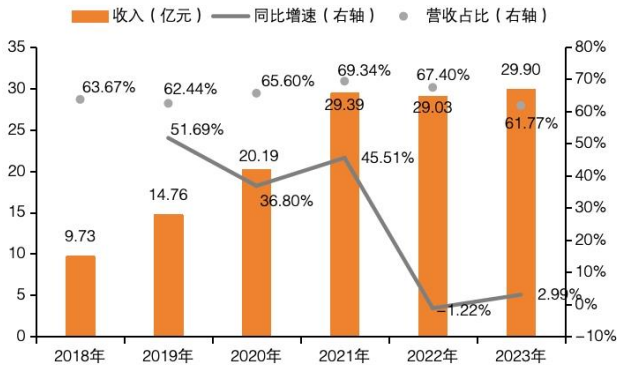


资料来源：WIND、平安证券研究所

1) 智能家居摄像机：第一增长曲线及现金牛业务，贡献主要营收，国内市场份额持续领先

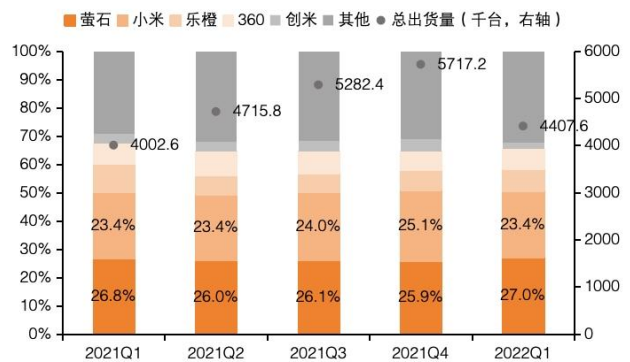
智能家居摄像机是家居安防的核心产品也是公司的拳头产品，包括室内云台系列、室外防水系列、卡片机系列、室外云台系列和电池相机系列。公司智能家居摄像机产品线完备、产品性能及智能化水平良好，可结合云端大模型实现主动交互，是家庭智能化 AI 交互端的关键入口。智能家居摄像机是公司的主要收入来源，持续为公司发展提供动力。公司年报数据显示，2018 年以来，公司智能家居摄像机的收入占比始终在 60% 以上。2023 年，公司发布了宠物看护摄像机以及多款 4G 和电池类智能摄像机，前者包括 AI 智能算法检测等功能。根据公司 2023 年年报，公司的智能家居摄像机已连续多年在双 11、618 等购物节的天猫、抖音等平台相关类目品牌排行中位列第一，目前在国内的市场份额持续领先，根据 IDC《中国智能家居设备市场研究报告》，2022 年 Q1，公司智能摄像头在国内市场的出货量以 27% 的占比位居榜首。

图表24 公司智能摄像机产品收入情况



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表25 我国智能摄像头市场出货量及主要厂商份额



资料来源: IDC、平安证券研究所

图表26 公司智能家居摄像机系列产品简介



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

2) 智能入户: 逐步发展为第二成长曲线, 智能门锁渗透率低, 市场空间广阔

智能入户产品指用户在安全入户场景下使用的智能设备。萤石智能锁、智能猫眼、门铃、对讲等多类智能入户产品线经过多年的产品打磨和技术迭代已具有较强的市场竞争力, 尤其智能门锁产品, 在公司擅长的云视频和人脸识别等核心技术的加持下, 产品竞争力持续提升。根据公司 2023 年年报, 公司智能门锁在 2023 年双 11、618 等购物节的天猫、抖音平台电子门锁类目中位列前五。2023 年, 公司发布了多个系列的人脸视频智能锁, 率先引领智能锁行业进入双摄+人脸时代。海外市场方面, 公司发布了智能对讲产品 HP7, 适用于别墅、排屋等入户场景, HP7 产品竞争力强, 并荣获多项大奖。我国智能门锁的渗透率较低, 智能入户行业市场空间较大, 前景广阔。在终端 AI 算力和云端大模型的加持下, 智能入户产品逐渐向视觉化、智能化升级, 市场空间也将进一步打开, 公司有望凭借领先的视频和视觉技术能力, 更好地把握智能入户市场红利, 进一步提升市场地位。智能入户正在发展为公司的明星业务及第二增长曲线。

图表27 公司智能入户产品收入情况



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表28 HP7 荣获全球科技大奖 PlusX Award 年度最佳产品 Best Product of the Year 2023/2024



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

3) 智能服务机器人: 仍处于培育期, 拓展公司业务边界

公司在具身智能机器人方面积极开拓。**C端:** 面向消费者用户的智能家居场景, 公司布局了C端清洁机器人和陪伴机器人, 前者融合了智能视觉算法能力、多维传感能力, 能够实现精确高效的清扫, 后者基于视听觉环境感知能力及自主运动能力, 为儿童提供个性化的教育和陪伴服务。**B端:** 为应对来自内外部持续增长的商用场景清洁需求, 公司进行了商用清洁机器人产品的研发, 以提升商用清洁的服务品质, 同时实现楼宇物业管理降本增效。2023年, 公司发布了两款采用具身智能理念研发的清洁服务机器人新品, 新款家用AI扫拖宝RS20Pro和首款商用清洁机器人BS1, RS20Pro可基于公司自研的AI视觉算法实现智能融合避障, 同时BS1也基于AI纯视觉的方案, 实现了复杂环境下稳定性和自适应性的提升。公司以清洁机器人作为切入点, 结合自身视觉技术优势积极探索智能服务机器人的应用落地场景, 为公司未来发展打开想象空间。

图表29 公司新款家用AI扫拖宝RS20Pro和首款商用清洁机器人BS1

AI 扫拖宝 RS20Pro

- 超强扫拖清洁 告别宠物毛发
- 主动切毛滚刷 合金刀片, 自主反转割断 藏在滚刷上的毛发
- 13in1全能基站 呵护宠物健康
- 60°C热水洗拖布 黄金温度, 深度清洁拖布 热水高温油污+强力颗粒摩擦 除菌无残留, 宠物更健康
- 全环境AI感知 实时宠物陪伴
- AI智能融合避障 RGB视觉避障+红外传感器+红外 避障+夜视补光全方位精准避障

商用清洁机器人 BS1

- 智能小巧, 深度清洁 商用清洁新标杆
- 小型化设计 既能精细化清洁, 也能覆盖大环境
- 9大措施, 保证无人值守能力 基站和主机均可实现自清洁
- 自主部署 一键建图, 更省心
- 萤石多目视觉计算系统 ezMultiVCS++
- 萤石机器人控制系统 ezRcs 运用多重算法, 确保机器人动作精准而稳健
- 萤石物联云技术 ezIoT 生态互联

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

4) 智能控制: 仍处于培育期, 全屋智能切入点

智能控制作为全屋智能系统的重要组成部分, 公司相关产品包括智能传感、智慧屏、智能中控、全屋无线覆盖设备等, 相关设备接入萤石物联云平台后, 用户可对室内环境、照明系统、家电设备等进行实时监测和远程控制。随着智能家居行业的深入发展, 智能控制正快速被消费者用户接受。同时, 为了满足多元化的智能家居产品需求, 公司利用在云平台服务方面的技

术优势持续拓展自主研发和生态合作产品矩阵，打造更完善的全屋智能系统解决方案。公司已将其智能控制类产品推广应用于多家头部地产开发商的精装商品房业务中，为后续的发展奠定基础。

图表30 公司智能控制产品

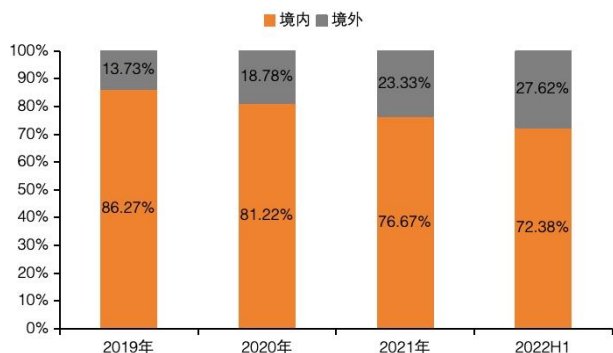
产品类型	主要型号	产品图片	主要用途
智能传感器	T 系列		该系列主要包括开门/开窗检测、人体移动检测、漏水检测、紧急呼叫等各类家居传感器产品，实现一键布撤防等场景功能
智能中控	A 系列/C 系列 /SW 系列		该系列能够保证各类物联网子设备产品接入互联网，并对其他智能家居设备进行控制，实现远程通断、远程控制等功能
智能屏	SD 系列		该系列为智能家居设备集中控制的交互屏，支持语音控制、网关接入，以及提供其他多元化的展示功能。同时和智能家居摄像机、智能入户类产品联动，可查看实时视频和接受门铃呼叫
全屋无线覆盖方案	W 系列		该系列是各类智能家居设备的网络连接基础，主要是各类 AC/AP 产品，用于打造网络环境，支持家庭环境下智能家居设备的网络接入

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 国内国外市场并举，线上线下渠道协同

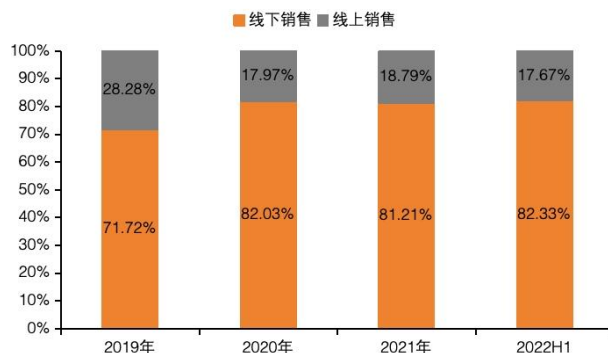
公司市场营销体系完备，以国内/线下为主，积极拓展海外/线上渠道。分区域市场来看，公司深耕国内市场的同时积极布局海外市场。公司智能家居产品主要以境内销售为主，2019 年以来，公司智能家居产品境内的营收占比始终保持在 70% 以上，但随着公司逐渐发力海外市场，公司境外智能家居产品收入占比已从 2019 年的 13.73% 提升至 2022 年上半年的 27.62%。分销售模式来看，公司智能家居产品收入来源可分为线下和线上两个渠道，线上销售渠道包括 B2C 模式、电商平台自营模式，线下销售渠道包括经销商模式、专业客户模式和直营店模式，目前线下依然为公司主要销售渠道。

图表31 智能家居产品收入结构（分地区）



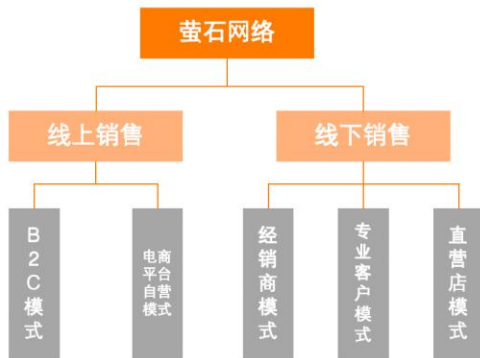
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 智能家居产品收入结构（分销售模式）



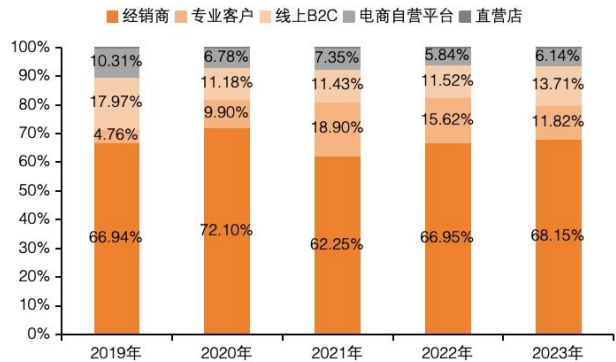
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表33 智能家居产品线上线下销售模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 智能家居产品收入结构（分渠道）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

国内市场：线下推进终端化升级，线上拓展电商渠道。公司境内智能家居产品销售以线下渠道为主，为适应在单品智能向全屋智能发展的大趋势下，对线下渠道的终端化体验、服务、系统性交付、售后等能力要求的不断升级，公司持续强化渠道终端化的能力建设，形成了直营旗舰店、经销商专卖店、下沉市场堡垒店等多层次的终端渠道架构。线上方面，公司加强了内容种草和直播销售，电商业务收入增速加快，占比提升。此外，配合智能锁的推广，公司不断推进五金渠道的升级完善，为智能入户产品做渠道适配。总体来看，2023年公司境内收入33.04亿元，同比增长8.14%，营收占比为68.60%。公司线下渠道终端能力的不断提升以及线上渠道的开拓，将助力公司智能家居产品在国内市占率的进一步提升。

图表35 公司智能国内销售渠道（部分）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

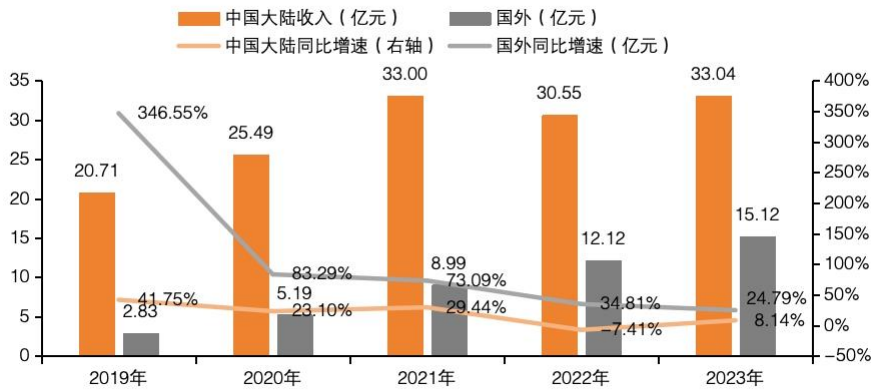
图表36 公司线上渠道拓展成果



资料来源：公司公告、平安证券研究所

国际市场：多层次渠道建设逐步细化，收入快速增长打开成长空间。2023年，公司依据不同区域和国家的特点，有侧重的发展线下连锁KA渠道，拓展经销商、街边店、电工五金等分销渠道。线上方面，公司不断加强境外品牌建设投入，强化产品的竞争力和销售能力，在各个国家和地区发展跨境电商和本地电商。同时，公司正在基于下沉的、多层次的、立体化的海外渠道架构，逐步牵引海外业务从单品类向多品类拓展。总体来看，2023年，公司境外收入为15.12亿元，同比增长24.79%，公司海外市场的收入持续快速增长，且增速始终高于境内，营收占比进一步提升至31.40%。随着公司海外市场销售渠道逐步细化，以及品牌影响力不断提升，客户也将逐渐由数量增加转变为质量提升，海外市场的打开有望持续拉动公司业绩增长。

图表37 公司收入结构(分地区)

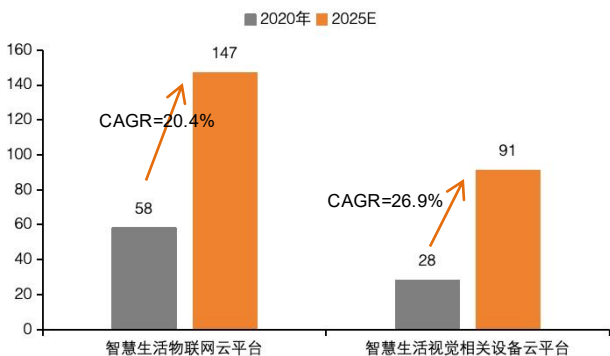


资料来源: WIND、平安证券研究所

三、 云服务发展势头良好，赋能公司成长

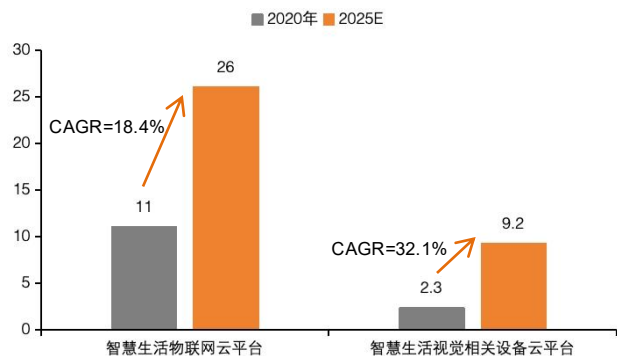
我国智慧生活视觉相关设备云平台市场快速发展，潜力有望持续释放。物联网云平台是物联网平台与云计算的技术融合，向下适配终端接入，向上整合行业应用。根据艾瑞咨询测算，到 2025 年，我国物联网设备连接量将达到 156 亿台。在智慧生活场景下，视觉相关设备的云平台市场规模预计将从 2020 年的 28 亿元增长至 2025 年的 91 亿元，年均复合增长率为 26.9%，在智慧生活云平台总体市场的占比将由 48% 提升至 62%，体现了视觉相关云平台厂商在智慧生活领域的重要地位，其相关设备连接量也将从 2020 年 2.3 亿台增长至 2025 年的 9.2 亿台，年均复合增长率为 32.1%。智慧生活场景下，音视频数据、图像数据是云平台的主要接入数据和最核心的变现数据，随着相关设备连接量的持续增长以及智能家居场景应用的不断深入，物联网云平台的潜力将持续释放。

图表38 2020年&2025年我国智慧生活物联网云平台/智慧生活视觉相关设备云平台市场规模(亿元)



资料来源: 艾瑞咨询、平安证券研究所

图表39 2020年&2025年我国智慧生活物联网云平台/智慧生活视觉相关设备云平台连接量(亿台)



资料来源: 艾瑞咨询、平安证券研究所

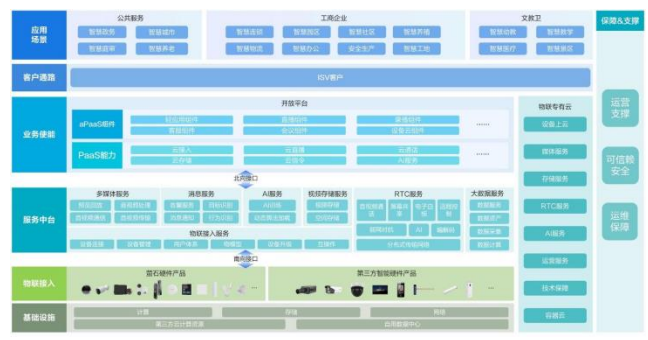
公司基于萤石物联网云平台，积极拓展面向 C 端、B 端的云服务。云服务是前沿信息技术和创新商业模式的代表，以 SaaS 间接接触达最终用户，或以 PaaS 直接服务开发者。公司基于萤石物联网云平台不断丰富云服务的广度和深度。面向 C 端消费用户，公司通过“萤石云视频”APP 推出养老服务等云增值服务（SaaS 服务），与智能家居产品紧密结合增强了用户使用粘性；面向 B 端客户，公司提供全栈开放的 PaaS 云平台服务，推出 ERTC、专有云等开放云服务，进一步赋能行业开发者客户，驱动营业收入的不断增长。

图表40 公司以硬件为基础向 C 端提供增值服务(SaaS)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表41 公司面向 B 端提供 PaaS 服务

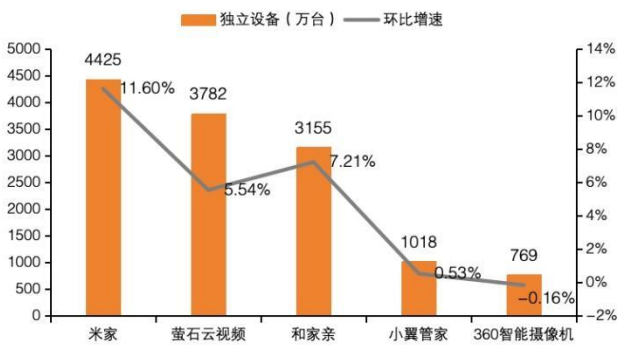


资料来源：公司公告、平安证券研究所

萤石物联云平台可同时接入公司和第三方的 IoT 设备。1) 针对“萤石”品牌产品的拥有者：其在享有多项基础服务的同时，也可根据具体产品购买所需增值服务，实现智能家居产品的功能强化以及向公司 SaaS 服务付费用户的转化。2) 针对第三方设备的拥有者：公司仅提供与设备制造商约定的基础服务，并向设备制造商收取相关云服务费用。公司不向其提供 SaaS 服务，仅针对其开发应用程序的需求提供 PaaS 层云服务，若其希望使用云平台的 PaaS 层技术工具开发应用程序，则需要向公司支付购买 API、SDK、SaaS 组件等相应技术工具的费用，并实现向公司 PaaS 服务付费用户的转化。

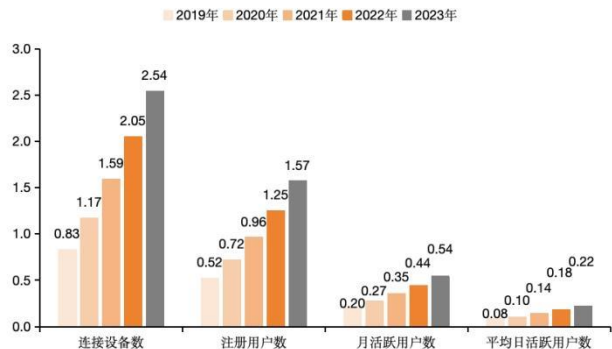
公司云平台订阅和续订的收入模式带来的业务韧性显著。截止到 2023 年底，公司物联网云平台上的设备接入数超过 2.54 亿，其中视频类设备超过 2 亿；“萤石云视频”应用注册用户数进一步提升至 1.57 亿，月活跃用户数提升至 5446 万。根据艾瑞咨询的移动 APP 指数数据统计，在智能家居类别的应用程序中，公司的“萤石云视频”应用目前拥有行业内前两位的月度活跃数量。

图表42 2024 年 3 月移动 APP 指数统计——智能家居



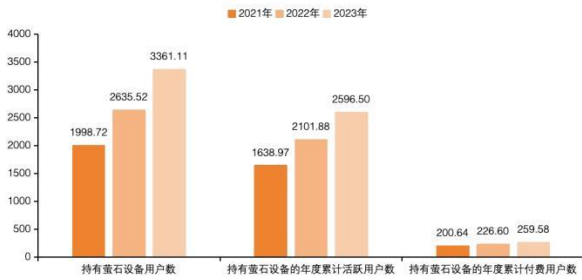
资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图表43 萤石物联云平台云应数据统 (亿台、亿名)



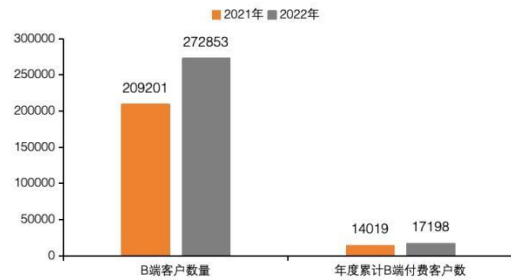
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表44 萤石云视频 C 端用户情况 (万名)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表45 萤石物联网云平台 B 端用户情况 (名)

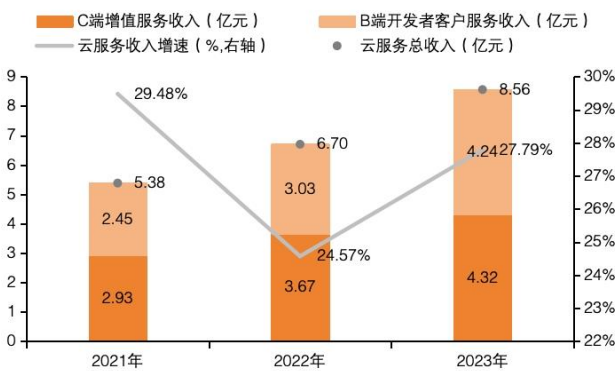


资料来源：公司公告、平安证券研究所

萤石物联网平台的视觉类设备连接数在国内拥有较高覆盖度。公司作为典型的家用智能视觉厂商，其物联网平台的视觉类设备接入数在国内拥有较高的覆盖率。2020年，公司国内视频类设备接入数为0.79亿台，以我国智慧生活视觉相关设备云平台连接量为2.3亿台进行测算，萤石物联网平台国内视频类设备连接量占我国智慧生活视觉相关设备云平台连接量的约34% (0.79/2.3)，在国内覆盖度较高。由于萤石物联网平台的视频类设备接入数截止2023年年底已超过2亿，同比增长约33.3%，与我国智慧生活视觉相关设备云平台连接量2020年-2025年的年均复合增长率(32.1%)基本一致，据此估计，目前，公司云平台的视频类设备连接量在国内持续拥有较高的覆盖度。

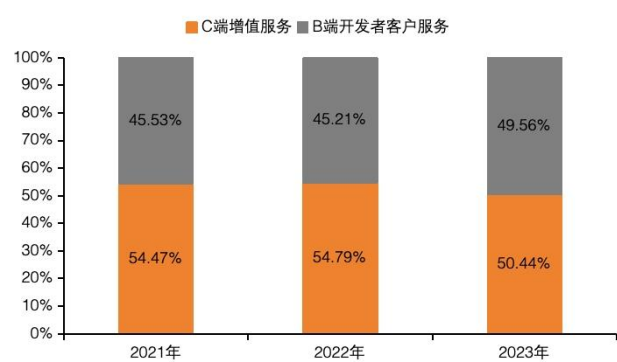
公司业务快速增长，为未来可持续高质量发展提供支撑。2023年，公司物联网云平台实现收入8.56亿，收入占比进一步提升至17.69%，收入同比增长27.79%，主要受益于公司的设备接入数和用户数量的不断增加、平台能力的不断强化。2023年，公司积极布局物联网云平台的智能化升级，AI大模型的加持将助力公司进一步深挖物联网云平台的应用场景，持续拓展公司云服务覆盖范畴。随着公司物联网平台设备连接量的逐渐增长、数据资源加速沉淀，以及应用场景的不断丰富与深入，客户粘性有望进一步增强，高附加值的云服务业务收入占比也将持续提升，为公司未来实现可持续高质量发展提供有力支撑。

图表46 2021年-2023年公司云服务收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表47 2021年-2023年公司云服务收入结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、盈利预测

4.1 盈利预测

■ 收入及毛利率预测：

1) 智能家居摄像机：智能家居摄像机是公司的第一增长曲线及现金牛业务，作为公司的主要收入来源，持续为公司发展提供动力。公司智能家居摄像机产品目前在国内的市场份额持续领先，未来随着公司产品线的逐渐丰富以及在 AI 大模型加持下不断迭代升级，其收入有望维持稳定增长，毛利率也将维持在较高水平。我们预计公司 2024 年-2026 年智能家居摄像机产品线收入增速分别为 6%、6%、6%；毛利率分别为 39%、39%、39%。

2) 智能入户：公司智能入户产品线经过多年的产品打磨和技术迭代已具有较强的市场竞争力，正在发展为公司的第二增长曲线。智能入户产品逐渐向视觉化、智能化升级，市场空间也将进一步打开，公司产品线有望凭借领先的视频和视觉技术能力，更好地把握智能入户市场红利，在未来几年保持 50% 左右的高速增长。我们预计公司 2024 年-2026 年智能门锁产品线收入增速分别为 55%、50%、45%；毛利率分别为 35%、35%、35%。

3) 其他智能家居产品：公司智能服务机器人、智能控制等其他智能家居产品目前仍处于培育期。公司在具身智能机器人方面积极开拓，目前面向 C 端、B 端均已推出产品；智能控制是公司切入全屋智能赛道的抓手。公司智能服务机器人、智能控制等产品线均为在前沿领域的战略性布局，未来几年将维持高速增长态势，为公司未来发展打开想象空间。我们预计公司 2024 年-2026 年其他智能家居产品收入增速分别为 60%、55%、50%；毛利率为 22%、22%、22%。

4) 配件产品：综合公司该产品往年表现，我们预计公司 2024 年-2026 年配件产品收入增速分别为 20%、20%、20%；毛利率为 19%、19%、19%。

5) 物联网云平台：物联网云平台作为公司的高附加值业务，随着设备接入数的逐渐增加，近年保持快速增长态势。萤石物联云平台的视觉类设备连接数在国内拥有较高覆盖度，受益于云平台订阅模式带来的业务韧性，以及我国智慧生活视觉相关设备云平台市场的快速发展，公司该业务将持续快速增长，毛利率也将继续维持在高位。我们预计公司 2024 年-2026 年物联网云平台业务收入增速分别为 30%、30%、30%；毛利率为 77%、77%、77%。

■ 费用预测：

1) 销售费用：我们认为，随着公司国内外、线上线下渠道的逐渐完善，销售费用率将呈现下降趋势，预计公司 2024 年-2026 年销售费用率分别为 13.0%、12.8%、12.5%。

2) 管理费用：我们认为，随着公司国内外、线上线下渠道的逐渐完善，管理费用率将呈现下降趋势，预计公司 2024 年-2026 年管理费用率分别为 3.3%、3.2%、3.1%。

3) 研发费用：我们认为，由于公司聚焦核心优势，在新产品、新工艺的研发方面持续投入，我们预计研发费用率将基本维持在原水平，预计公司 2024 年-2026 年研发费用率分别为 15%、15%、15%。

基于以上判断，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 57.29/68.85/83.75 亿元，同比增速分别为 18.4%/20.2%/21.6%，归母净利润分别为 7.05/8.90/11.30 亿元，同比增速分别为 25.3%/26.2%/27.0%，EPS 分别为 1.25/1.58/2.01 元，根据 2024 年 5 月 16 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 44.9x/35.6x/28.0x。

图表48 萤石网络简要损益预测表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4839.74	5728.54	6885.23	8374.95
YoY(%)	12.4	18.4	20.2	21.6
其中				
智能家居摄像机	2989.53	3168.90	3359.04	3560.58
YoY(%)	3.0	6.0	6.0	6.0
毛利率(%)	38.6	39.0	39.0	39.0
智能入户	505.53	783.57	1175.36	1704.27
YoY(%)	49.5	55.0	50.0	45.0
毛利率(%)	34.1	35.0	35.0	35.0
其他智能家居产品	197.88	316.61	490.74	736.11
YoY(%)	52.2	60.0	55.0	50.0
毛利率(%)	21.8	22.0	22.0	22.0
配件产品	266.97	320.36	384.44	461.32
YoY(%)	18.0	20.0	20.0	20.0
毛利率(%)	19.0	19.0	19.0	19.0
物联网云平台	856.35	1113.25	1447.23	1881.39
YoY(%)	27.8	30.0	30.0	30.0
毛利率(%)	76.1	77.0	77.0	77.0
综合毛利率(%)	42.9	43.6	43.9	44.0
期间费用率(%)	31.55	31.25	30.87	30.41
归母净利润	562.94	705.42	890.16	1130.43
YoY(%)	69.0	25.3	26.2	27.0
EPS(元)	1.00	1.25	1.58	2.01

数据来源：WIND、平安证券研究所

4.2 估值分析

参考公司的“智能家居+物联网云平台”双主业，我们选取了A股中其他从事智能家居等智能终端业务的上市公司石头科技、极米科技、科大讯飞，以及从事物联网云平台业务的港股上市公司小米集团作为对标公司。

图表49 萤石网络同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	2024-5-16		EPS (元)				PE (倍)			
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688169.SH	石头科技	432.49	569	15.60	19.01	22.47	26.59	27.7	22.8	19.2	16.3
688696.SH	极米科技	102.27	72	1.72	3.00	4.29	5.02	59.5	34.1	23.8	20.4
002230.SZ	科大讯飞	42.84	992	0.28	0.30	0.37	0.45	153.0	142.8	115.8	95.2
1810.HK	小米集团-W	18.04	4501	0.69	0.58	0.66	0.76	26.1	31.0	27.2	23.9
	平均值	-	1533	-	-	-	-	66.6	57.7	46.5	38.9
688475.SH	萤石网络	56.35	317	1.00	1.25	1.58	2.01	56.3	44.9	35.6	28.0

数据来源: WIND、平安证券研究所

注: 1) 收盘价、总市值均截至2024年5月16日。2) 科大讯飞2024年-2026年的EPS为平安证券预测值, 其余可比公司2024年-2026年的EPS取自WIND一致预期。3) 小米集团-W收盘价、市值、EPS均已按5月16日汇率折算为人民币。

根据以上的估值分析, 公司的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司在智能家居产品方面的领先优势、萤石云平台在国内市场广泛的覆盖度, 以及在产品线和渠道方面的持续拓展, 我们认为公司未来将基于其端云协同智能家居闭环生态优势, 受益于智能家居的持续渗透, 以及云计算、AI等新技术带来产品革新及市场重塑, 进一步打开成长空间。公司应享有更高的溢价空间, 市盈率仍有上升空间。

4.3 投资建议

公司是国内智能家居领先企业, 基于视觉技术优势, 发展了“智能家居+物联网云平台”双主业, 构建了核心竞争力。智能家居业务基于四大核心产品线, 积极拓展产品矩阵, 不断巩固自身优势; 公司云平台订阅模式带来的业务韧性显著且收入增速可观, 为公司未来实现可持续高质量发展提供有力支撑。我们认为, 公司未来将基于其端云协同智能家居闭环生态优势, 受益于智能家居的持续渗透, 以及云计算、AI等新技术带来产品革新及市场重塑, 进一步打开成长空间。我们看好公司的未来发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

(1) 公司智能家居摄像机产品线发展不及预期。智能家居摄像机是公司的拳头产品及营收支柱, 目前在国内市场份额领先, 若随着新技术、新参与者的不断涌现, 该市场所面临的竞争加剧, 则公司智能家居摄像机产品线发展存在不达预期的风险。

(2) 公司智能入户业务发展不及预期。萤石智能锁、智能猫眼、门铃、对讲等多类智能入户产品线经过多年的产品打磨和技术迭代已具有较强的市场竞争力, 智能入户逐渐发展为公司的第二增长曲线, 若后续相关产品的市场推广或用户接受度不及预期, 则公司智能入户产品线发展存在不达预期的风险。

(3) 公司云服务业务发展不及预期。公司的萤石物联云平台可同时接入公司和第三方的IoT设备, 若注册用户的拓展不及预期, 或注册用户向付费用户的转化不及预期, 则公司云服务业务发展将存在不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6384	7157	8198	9547
现金	4656	5122	5757	6580
应收票据及应收账款	888	1051	1263	1536
其他应收款	24	28	34	41
预付账款	33	39	47	57
存货	695	811	971	1178
其他流动资产	89	106	127	154
非流动资产	1808	1703	1569	1407
长期投资	0	0	0	0
固定资产	207	346	453	528
无形资产	229	190	153	115
其他非流动资产	1373	1167	963	764
资产总计	8193	8860	9767	10953
流动负债	2367	2768	3317	4024
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1487	1736	2079	2521
其他流动负债	880	1032	1238	1503
非流动负债	560	474	386	299
长期借款	333	247	160	72
其他非流动负债	227	227	227	227
负债合计	2928	3242	3703	4322
少数股东权益	0	0	0	0
股本	563	563	563	563
资本公积	3347	3347	3348	3350
留存收益	1356	1709	2154	2719
归属母公司股东权益	5265	5618	6064	6631
负债和股东权益	8193	8860	9767	10953

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	971	906	1164	1469
净利润	563	705	890	1130
折旧摊销	58	105	138	168
财务费用	-61	-3	-9	-16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	198	95	141	183
其他经营现金流	213	4	4	4
投资活动现金流	-790	-4	-6	-8
资本支出	766	0	3	6
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1556	-4	-9	-14
筹资活动现金流	-352	-436	-524	-637
短期借款	-200	0	0	0
长期借款	61	-86	-88	-88
其他筹资现金流	-213	-350	-436	-549
现金净增加额	-169	467	634	824

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4840	5729	6885	8375
营业成本	2766	3228	3866	4688
税金及附加	30	35	42	51
营业费用	697	745	881	1047
管理费用	161	189	220	260
研发费用	731	859	1033	1256
财务费用	-61	-3	-9	-16
资产减值损失	-11	-13	-16	-19
信用减值损失	-3	-4	-5	-6
其他收益	68	88	108	128
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	572	747	941	1194
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	568	743	937	1190
所得税	5	37	47	59
净利润	563	705	890	1130
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	563	705	890	1130
EBITDA	564	845	1065	1342
EPS (元)	1.00	1.25	1.58	2.01

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	12.4	18.4	20.2	21.6
营业利润(%)	72.8	30.6	26.0	26.9
归属于母公司净利润(%)	69.0	25.3	26.2	27.0
获利能力				
毛利率(%)	42.9	43.6	43.9	44.0
净利率(%)	11.6	12.3	12.9	13.5
ROE(%)	10.7	12.6	14.7	17.0
ROIC(%)	53.0	49.5	67.2	96.7
偿债能力				
资产负债率(%)	35.7	36.6	37.9	39.5
净负债比率(%)	-82.1	-86.8	-92.3	-98.2
流动比率	2.7	2.6	2.5	2.4
速动比率	2.4	2.2	2.1	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	2.12	2.12	2.12	2.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.25	1.58	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.61	2.07	2.61
每股净资产(最新摊薄)	9.36	9.99	10.78	11.79
估值比率				
P/E	56.3	44.9	35.6	28.0
P/B	6.0	5.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	38	32	25	19

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层