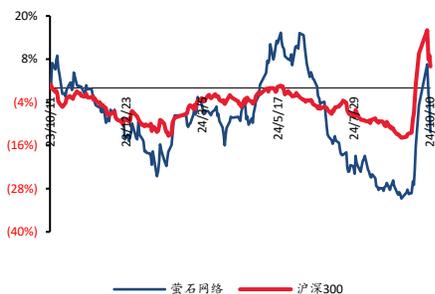


萤石网络：视觉能力构筑硬件优势，AI 技术驱动云平台成长

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	7.88/7.88
总市值/流通(亿元)	245.94/245.94
12个月内最高/最低价(元)	58.11/24.18

相关研究报告

<<萤石网络:2024Q2 盈利能力短期承压,智能入户业务实现高增>>--2024-08-11

<<萤石网络:2024Q1 利润快速增长,2023A 智能入户业务收入高增>>--2024-04-17

证券分析师:孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

研究助理:赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030006

研究助理:金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

报告摘要

一、基本盘:聚焦现金牛业务智能家居摄像机,是什么限制了行业天花板?隐私安全问题或为核心痛点。我们认为,产品属性或导致消费者对品类隐私保护能力产生担忧,抑制低渗透率海外市场的新增需求、较成熟国内市场的复购迭代需求。萤石摄像机在行业已处头部地位,并针对痛点,从产品设计、信息存储等多层面筑起隐私保护的高墙,软硬件能力共同支撑逐步打破业务发展天花板。伴随市场教育深入,消费者信任度提升,萤石作为品类龙头有望率先享受行业增长红利。

二、第二增长曲线:明星业务智能入户强势增长,萤石如何享受行业红利?借产品+品牌+营销优势提升中长期市场份额。我们认为,虽目前智能门锁市场主流形态尚未进化至公司提前布局的人脸锁,但行业规模持续高增,且行业无单一品牌垄断。伴随消费者教育催化,品类认可度提升,公司具备AI+视觉优势基因,领先一线厂商的产品力及先发优势或可赋能中长期占有率提升,享受行业产品迭代红利。

三、云平台:强大硬件能力背后的核心支撑,如何贡献收入利润?C端提高增值服务的付费率,丰富服务种类以提升ARPU值,AGI与强交互场景的IoT产品进一步融合+B端PaaS获取新开发者用户,高盈利分部结构占比提升。我们认为,萤石强调云平台在商业模式中的核心地位,差异化需求+AI等共同驱动,云平台业务结构占比有望进一步提升。

四、高潜力蓄势业务:如何理解想象空间?智能家居蓝海前景广阔,智控+穿戴+机器人中长期行业起势动力充足,个性化全屋智能渐成行业趋势,相关单品前景可期。我们认为,AI大模型底层赋能,全屋智能向个性化方向演进,精装需求之下智能控制前景广阔,清洁刚需+解放双手属性使扫地机具备大单品成长逻辑,新入局智能穿戴作为更便捷的随身智控入口。三类业务仍处早期,研发等费用投入或高于收益贡献,但背靠智能家居蓝海赛道,前期积累强大的产品力有望使萤石长期受益于行业规模扩张,未来或可成为公司新增长曲线。

投资建议:生态体系升级至“2+5+N”,AI与萤石云双核驱动。强劲的技术实力为基础,智能家居硬件能力提升,产品矩阵不断丰富;B+C端共同带动高盈利能力的物联网云平台结构占比提升,公司收入业绩有望持续增长。我们预计,2024-2026年公司归母净利润分别为6.45/8.02/9.95亿元,对应EPS分别为0.82/1.02/1.26元,当前股价对应PE分别为38.13/30.65/24.71倍。维持“买入”评级。

风险提示:数据安全及个人信息保护风险、新业务拓展不及预期风险、全球化经营风险、原材料价格波动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,840	5,699	6,702	7,875
营业收入增长率(%)	12.39%	17.75%	17.60%	17.50%
归母净利（百万元）	563	645	802	995
净利润增长率(%)	68.80%	14.58%	24.40%	24.02%
摊薄每股收益（元）	1.00	0.82	1.02	1.26
市盈率（PE）	44.90	38.13	30.65	24.71

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司介绍：强调视觉能力，AI+萤石云双核驱动成长	6
(一) 发展历程：脱胎于海康威视，生态体系已进化至“2+5+N”	6
(二) 财务分析：云平台、出海业务占比提升，盈利能力向好	7
(三) 管理层与股权结构：跟投计划绑定人才，高管具有海康威视背景	10
(四) 分红：高比例分红回馈股东，提振股东信心具长期价值	11
二、 基本盘：聚焦现金牛业务智能家居摄像机，是什么限制了行业天花板？	12
(一) 行业痛点：隐私安全问题频发，消费者对品类缺乏信任度	12
(二) 萤石解决方案：从产品端到用户端，多维度打破行业天花板	15
三、 第二增长曲线：明星业务智能入户强势增长，萤石如何享受行业红利？	20
(一) 智能门锁：赛道低渗透高增长，终局或将演化至人脸锁形态	20
(二) 萤石：提前布局人脸锁赛道，产品+品牌+营销优势提升中长期份额	22
四、 云平台：强大硬件能力背后的核心支撑，如何贡献收入利润？	28
五、 高潜力蓄势业务：前景广阔，如何理解想象空间？	33
六、 盈利预测	37
(一) 关键假设	37
(二) 盈利预测与估值	38
七、 风险提示	39

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司生态体系由“1+4+N”升级为“2+5+N”	7
图表 3: 近 6 年营收持续增长, 2024H1 达 25.83 亿元 (+13.08%)	8
图表 4: 2019 年起, 物联网云平台业务占比提升	8
图表 5: 2024H1 内/外销分别占比 67.15%/32.85%	8
图表 6: 2024H1 归母净利润 2.82 亿元 (+8.94%), 增长稳健	9
图表 7: 2024H1 毛/净利率稳健 (+0.38/-0.42pct)	9
图表 8: 2021 年起销售/研发费用率呈增长趋势	9
图表 9: IPO 募投项目情况	10
图表 10: 公司股权结构清晰	10
图表 11: 现任公司核心高管人员皆具海康威视背景	11
图表 12: 公司分红率保持高位	11
图表 13: 物联网相关 CVE 漏洞明显增长	13
图表 14: 网络摄像机漏洞易被攻击	13
图表 15: 消费者担忧智能家居摄像头隐私泄露	14
图表 16: 2022 年 46.2% 消费者购买了智能摄像机	14
图表 17: 中国家用摄像头市场已较为成熟, 2020 年市场规模 89 亿元	14
图表 18: 海外家用摄像头市场出货规模约为国内 1.2 倍, 具备较大提升空间	15
图表 19: 消费者对安防监控类产品有较高的智能化需求	16
图表 20: 萤石部分智能家居摄像机产品具镜头遮蔽功能, 领先市场同类产品	16
图表 21: 萤石智能家居摄像机主要产品类型	17
图表 22: 云平台在隐私保护方面表现突出	18
图表 23: 云原生安全架构体系	18
图表 24: 海康威视国际化布局, 萤石享受协同优势	18
图表 25: 萤石在智能家居摄像机行业占据龙头地位	19
图表 26: 2024Q1 萤石消费级摄像头在中国市场出货量份额 25.5%	19
图表 27: 智能门锁由刷卡/密码式, 进化至指纹式, 再到管家式, 现已迈入 AI+ 时代	20
图表 28: 中国智能门锁行业规模快速提升 (2023-2027 年 CAGR 预计为 14.6%)	21
图表 29: 2023 年中国智能门锁渗透率 15%	21
图表 30: 2022 年中国智能门锁 B 端渠道占比约 54%, 2024H1 缩窄至 50.2%	22
图表 31: 各头部开发商精装修智能门锁配套规模较大 (2022M1-M7/千套)	22
图表 32: 2022 年指纹识别门锁占据 58.6%	23
图表 33: 2024 年 618 基础款智能门锁仍为主推品但份额下滑 (41.5%/-6.6pct)	23
图表 34: 2024M4 线上人脸识别/静脉识别销量渗透率分别达到 26.1%/7.4%	23
图表 35: 2024H1 传统电商渠道“人脸+”形态智能锁销量增长亮眼	23
图表 36: 智能门锁行业参与者众多, 萤石在软件、品牌、线下渠道及制造能力方面具备优势	24
图表 37: B 端坚朗海贝斯能力较强, C 端小米领先, 萤石 C 端影响力强于 B 端	24
图表 38: 萤石旗舰新品 DL60FVX Pro 性能优秀	25
图表 39: 萤石人脸锁产品矩阵丰富	25
图表 40: 萤石主打中高端市场, 产品能力优于专业门锁厂商	26
图表 41: 2024H1 线上渠道小米/德施曼/凯迪仕占据智能门锁行业头部	27
图表 42: 2024 年 618 萤石位列中国智能门锁线上市场销量第四/销额第五	27
图表 43: 萤石门锁大促销表现优秀	27
图表 44: 萤石物联网云平台提供丰富服务	28

图表 45:	萤石物联网云平台服务覆盖全球	28
图表 46:	云能力赋能硬件，提供更优服务	29
图表 47:	C 端持有萤石设备用户数、年度累计活跃用户数、年度累计付费用户数持续增长	29
图表 48:	萤石云视频 APP 功能持续完善，关注细分场景需求	30
图表 49:	萤石智家 APP 进一步升级，蓝海大模型赋能星石升级交互体验	30
图表 50:	萤石云为 B 端开发者提供全栈开放的 PaaS 服务	31
图表 51:	B 端客户群体扩大，期待付费客户转化	31
图表 52:	萤石开放平台助力行业创新	32
图表 53:	萤石推出 AI 数字人组件	32
图表 54:	萤石开放平台服务多家优质企业	32
图表 55:	中国智能家居市场规模快速提升（2022-2025 年 CAGR 28.23%）	33
图表 56:	全屋智能发展可分为四个阶段	33
图表 57:	萤石聚焦于空间级具身智能	34
图表 58:	单品互联是全屋智能实现的基础	34
图表 59:	萤石拥有 B+C 端多款智能服务机器人产品	35
图表 60:	萤石培育孵化智能服务机器人，重视研发投入	36
图表 61:	萤石全屋智能方案分场景收入测算	36
图表 62:	萤石网络分业务收入预测表	37
图表 63:	可比公司估值表	38

一、 公司介绍：强调视觉能力，AI+萤石云双核驱动成长

(一) 发展历程：脱胎于海康威视，生态体系已进化至“2+5+N”

脱胎于海康威视，生态体系进化至“2+5+N”，萤石网络智能家居和物联网云平台竞争力持续提升。回望来路，萤石品牌 2013 年诞生于海康威视旗下，2015 年脱胎开启公司化运营，2022 年登陆科创板上市，2024 年生态体系由“1+4+N”升级至“2+5+N”。剖析业务，“智能家居+物联网云平台”双主业构筑坚实的竞争力基础，智能家居摄像机基本盘稳固，新入局智能穿戴赛道丰富业务矩阵，具备高盈利能力的物联网云平台占比不断提升，公司整体经营持续向上。挖掘亮点，公司强调以视觉感知技术为基础实现关键能力升级，具备强大的软硬件开发实力，自建供应链体系在成本与质量控制方面发挥优势，安全体系构建赋能长期健康可持续发展。

图表1：公司发展历程



资料来源：萤石官网，萤石网络公告，太平洋证券整理

图表2：公司生态体系由“1+4+N”升级为“2+5+N”

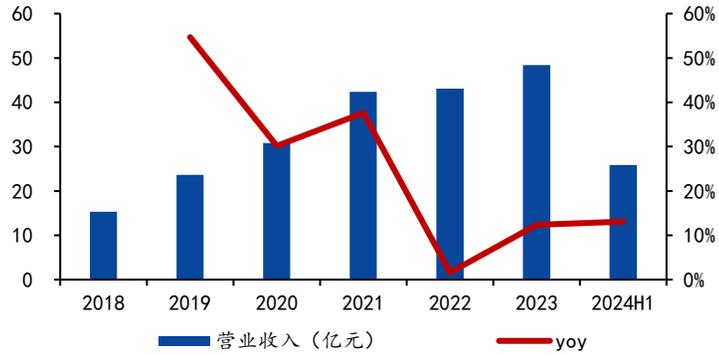


资料来源：萤石官网，萤石网络招股说明书，太平洋证券整理

(二) 财务分析：云平台、出海业务占比提升，盈利能力向好

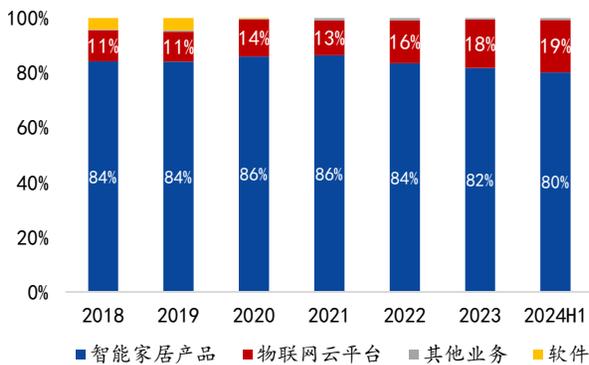
收入端：收入规模持续扩大，云平台及海外收入占比提升。1) 整体来看，2018-2023 年公司收入规模持续扩大，2022 年受疫情等外部因素影响增速放缓，2023 年受益于产品、渠道积极优化而恢复双位数增长（48.40 亿元，+12.39%），2024H1 维持稳健增速（25.83 亿元，+13.08%）。2) 分行业看，2021 年起公司物联网云平台业务占比提升，2024H1 增长至 19.15%（4.95 亿元，+29.97%），平台设备接入数和用户数不断增加。从智能家居产品看，公司对智能家居摄像机的依赖减弱，占比由 2021 年的 69.34% 下降至 2024H1 的 55.88%，智能入户产品业务增速加快，2024H1 占比达到 12.70%（3.28 亿元，+68.97%）。3) 分地区看，公司海外业务比重提升，2024H1 内/外销收入分别为 17.35（+6.35%）/8.49（+29.86%）亿元，占比分别 67.15%/32.85%。海外市场业务的较高速增长或系新市场区域、新渠道和新客户的持续开拓所致。

图表3：近 6 年营收持续增长，2024H1 达 25.83 亿元 (+13.08%)



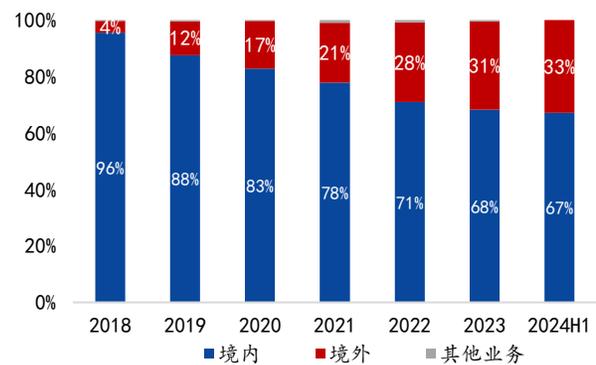
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表4：2019 年起，物联网云平台业务占比提升



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

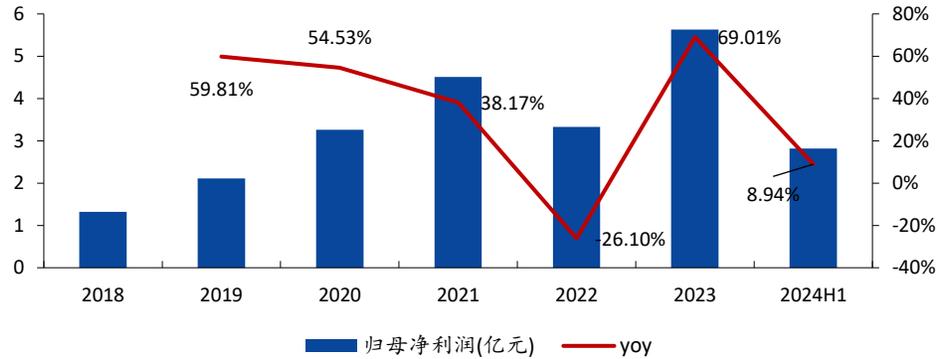
图表5：2024H1 内/外销分别占比 67.15%/32.85%



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

盈利端：2023 年盈利能力明显改善，2024H1 业绩稳健增长。 1) 归母净利润：2023 年公司业绩恢复性高增 (5.63 亿元，+69.01%)，2024H1 增长稳健 (2.82 亿元，+8.94%)。2) 利润率：2023 年受益于原材料成本下降、高利润率的云平台及海外业务占比提升、供应链管理优化等，公司毛/净利率明显改善 (分别同比+6.43/+3.90pct)，2024H1 分别达到 43.34%/10.90%。3) 费用端：2024H1 销售/管理/研发/财务用率为 14.61%(+0.70pct)、3.30%(-0.01pct)、16.35%(+0.26pct)、-2.45%(-0.49pct)，其中销售和研发费用率提升主系公司持续进行海内外渠道拓展，销售活动相关费用增加，同时不断加大新产品、新工艺的研发投入。

图表6：2024H1 归母净利润 2.82 亿元 (+8.94%)，增长稳健



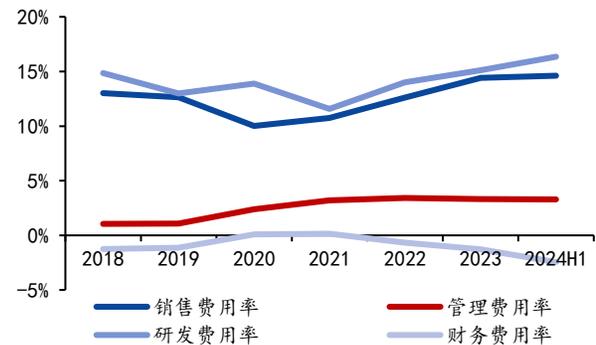
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：2024H1 毛/净利率稳健 (+0.38/-0.42pct)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：2021 年起销售/研发费用率呈增长趋势



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

募投项目助力增产提效，研发实力持续提升。公司 IPO 所募集的资金主要用于投资萤石智能制造重庆基地、新一代物联网云平台、智能家居核心关键技术研发、萤石智能家居产品产业化基地等项目。其中，萤石智能家居产品产业化基地已于 2024 年 6 月投入使用；萤石智能制造重庆基地亦预计于 2024 年完成交付，公司产能有望进一步扩大，公司整体生产效率或将提升 30%，生产不良率下降 20%。项目建成后，公司整体云平台 AI 及 IoT 开放平台能力有望增强，对于射频技术、视觉环境感知等底层技术的研发掌握更具优势。

图表9：IPO 募投项目情况

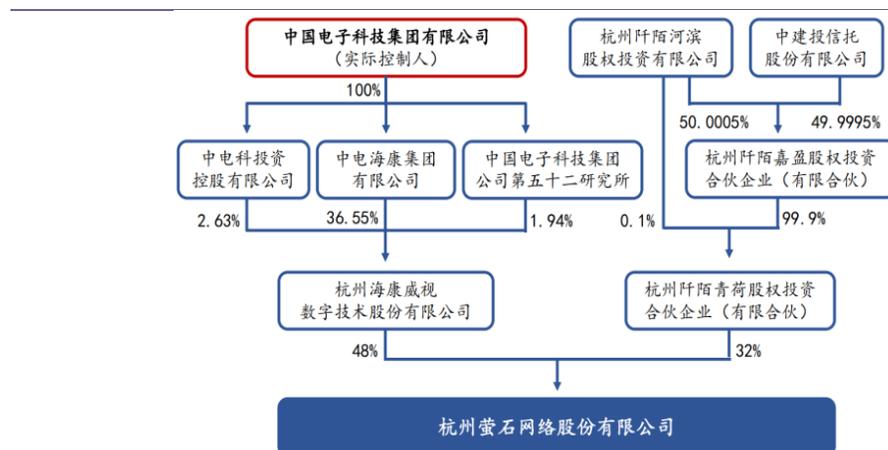
项目名称	募集资金计划投资总额	工期/预定达可使用状态时间	项目必要性分析
萤石智能制造重庆基地项目	17.95 亿元	3 年/2024 年	扩大产能，形成自动化智能生产能力；提升工厂人机互联、机物互联、机机互联水平，提升生产效率；力争公司整体的生产效率提升 30%，生产不良率下降 20%。
新一代物联网云平台项目	6.80 亿元	3 年/2025 年	在算法商店、算法开放平台等具体产品的基础上强化对云平台 AI 能力的建设升级；加大对服务器和自有计算资源的建设力度；全面升级 IoT 开放平台的能力。
智能家居核心关键技术研发项目	3.09 亿元	3 年/2025 年	研发射频技术、音频技术、EMC 技术、视觉环境感知、人体行为分析预测、物联网产品安全技术、实时操作系统开发、视频数据智能结构化信息建设、智能光学系统建设等底层技术。
萤石智能家居产品产业化基地项目	3.38 亿元	3 年/2024 年	降低经营成本，增强产业化落地能力；打造多个实验室和产品中心以支持中、长期发展所需的研究、测试及产业化落地。

资料来源：萤石网络招股说明书，萤石网络公告，太平洋证券整理（注：募集资金计划投资总额参考 2024 年中报口径）

（三）管理层与股权结构：跟投计划绑定人才，高管具有海康威视背景

跟投计划激发创新动力，核心高管皆具海康威视背景把握公司战略方向。1) **股权结构**：海康威视为公司控股股东（持股 48%），中国电子科技集团有限公司为实际控制人，股权结构清晰稳定。公司第二大股东青荷投资系海康威视跟投计划对创新业务进行跟投的持股平台，持有萤石网络 32% 的股权。由此，公司发展与跟投计划参与人利益深度绑定，有利于招揽人才、推动创新、提升管理能力。2) **管理层**：现任公司高管皆具备海康威视背景，在技术及管理方面具有丰富经验，有利于公司智能家居硬件、视频处理分析等云技术的研发和公司运营。

图表10：公司股权结构清晰



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：现任公司核心高管人员皆具海康威视背景

姓名	职务	直接持股数（股）	简历
蒋海青	董事长兼总经理	1,842,400	高级工程师 。1993-2001：历任中电五十二研究所工程师、高级工程师；2001-2019：历任 海康威视 总经理助理、副总经理、高级副总经理；2015-2021：任萤石执行董事、总经理；2021年6月至今，任公司董事长、总经理。
郭航标	副总经理兼财务总监	140,028	2002-2002：任中电五十二研究所干事；2002-2004：任中电海康集团有限公司干事；2004-2016：历任杭州 海康威视 数字技术股份有限公司客户经理、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；2016-2021：任萤石副总经理；2021-2024：任公司副总经理、董事会秘书、财务负责人；2024年5月至今，任公司副总经理兼财务总监。
陈冠兰	副总经理	-	2009-2010：任网易（杭州）网络有限公司软件工程师；2010-2013：任亚信科技控股有限公司高级软件工程师；2013-2015：任 海康威视 互联网业务中心高级软件工程师；2016-2017：历任杭州萤石网络有限公司高级产品经理、产品总监；2018-2023：任杭州萤石软件有限公司产品总监；2023年4月至今，任公司副总经理。
金升阳	副总经理	-	高级工程师 。2000-2001：任中电五十二研究所工程师；2001-2002：任浙江海康信息技术股份有限公司工程师；2002-2015：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；2016-2017：任杭州萤石网络有限公司副总经理；2018-2020：任杭州萤石软件有限公司副总经理；2020年7月至今，任公司副总经理。
李兴波	副总经理	-	2009-2015：历任 海康威视 系统业务部工程师、互联网业务中心研发经理、产品总监；2016-2017：任杭州萤石网络有限公司副总经理；2018-2020：任杭州萤石软件有限公司副总经理；2021年1月至今，任公司副总经理。
曹静文	董事会秘书	-	2012-2015：于德勤会计事务所美国纽约全球总部担任金融服务行业高级审计师；2015-2022：历任 海康威视 内控部高级内审、董事会办公室投资者关系经理；2022-2024：任公司投资者关系总监；2024年5月至今，任董事会秘书。

资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理（注：截至2024H1）

（四）分红：高比例分红回馈股东，提振股东信心具长期价值

2023年现金分红比例超科创板公司均值。公司2022、2023年度累计现金分红4.5亿元，分红率50.22%。其中，2023年公司以5.63亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利5元（含税），合计派发现金红利2.81亿元（含税），分红率49.96%（同比-0.7pct），超过当年科创板公司现金分红比例均值（44.1%），同时以资本公积向全体股东每10股转增4股，合计转增2.25亿股。高比例的分红彰显公司未来发展信心，持续回馈股东具备长期价值。

图表12：公司分红率保持高位

分红项目	2022年	2023年
每10股派息数（含税）	3元	5元
每10股转增数	-	4股
现金分红金额（含税）	1.69亿元	2.81亿元
归母净利润（亿元）	3.33亿元	5.63亿元
分红率	50.66%	49.96%

资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

二、基本盘：聚焦现金牛业务智能家居摄像机，是什么限制了行业天花板？

核心观点：摄像机产品属性或导致消费者对品类隐私保护能力产生担忧，解决隐私安全问题有望进一步打开市场空间，萤石作为行业龙头率先受益。1) 从公司业务构成来看，智能家居摄像机是公司的现金牛业务及第一增长曲线，贡献主要收入及利润来源。2) 从产品属性来看，摄像机置于具备高度私密性的居家场景，消费者或对品类天然缺乏信任度，叠加隐私泄露问题频发，可能抑制低渗透率海外市场的新增需求、较成熟国内市场的复购迭代需求。3) 从行业竞争来看，萤石摄像机在行业处于头部地位，已占据一定消费者心智。我们认为，公司已针对痛点，从产品设计、信息存储等多层面筑起隐私保护的高墙，软硬件能力共同支撑逐步打破业务发展天花板。伴随市场教育深入，消费者信任度提升，萤石作为品类龙头有望率先享受行业增长红利。

(一) 行业痛点：隐私安全问题频发，消费者对品类缺乏信任度

案例：摄像头类产品隐私泄露问题频发，居家场景下成为产品核心痛点，行业警钟已敲响。

(1) 摄像头品类：2019 年开始，Wyze 多次陷入大规模用户隐私泄露风波：1) 2019 年，Twelve Security 网络安全公司调查称 Wyze 泄露了约 240 万用户的数据，涉及用户名、摄像头设备型号、连接亚马逊语音助手和摄像头的 Alexa 令牌、用户健康数据等。2) 2022 年 3 月，公司透露意识到安全漏洞三年之久，选择停产 WyzeCam v1 摄像头而不告知客户。3) 2023 年 9 月，部分 Wyze 安全摄像头所有者可以看到了其他人的房子内部情况，公司解释原因为网络缓存问题。4) 2024 年 2 月，公司承认由于系统故障，导致约 1.3 万名用户在查看自家监控录像时，可以看到其他用户的图像或视频片段。结合 Wyze 存在安全问题的事实，《Reviewed》决定从购买指南中撤回所有 Wyze 安全摄像头的建议，并在所有 Wyze 摄像头评论中附上免责声明，即不建议客户购买这些摄像头。2022 年，Wyze 裁员多达 20%，公司收入增速大幅低于投资者 2021 年投资 1.1 亿美元的预期。

(2) 扫地机品类摄像头相关：2020 年同样存在 iRobot 拍摄用户私密场景，未遵守隐私协议导致图像泄露事件。据 2021 年《风暴眼》调查，一个家庭摄像头 IP 仅售 5 元，通过该 IP 可在手机上实时监控使用者家庭动态。2024 年 8 月，Def Con 大会上，科沃斯旗下产品被指具有安全漏洞，攻击者或可通过蓝牙入侵远程控制用户设备，并利用内置摄像头及麦克风监视用户。虽公司及时积极应对，下架电商平台相关系列产品，并回应黑客技术破解手段在日常使用环境下基本不存在，不会影响到普通用户，以安抚消费者信心，并在技术层面上，持续优化产品安全性，但隐私保护问题已为整个行业敲响警钟，或限制了行业发展的天花板。

物联网设备是网络攻击重要目标，网络摄像机漏洞易被攻击。根据美国 NVD（国家漏洞数据库）数据统计得知，近年 CVE（通用漏洞披露）总量增长趋势有所放缓，但物联网相关漏洞的数量呈明显增长趋势。奇安信星迹平台（用于捕获网络攻击的蜜罐系统）抽取了 2020 年 7 月 18 日的全天数据进行统计分析，当天漏洞利用次数的前 10 名，网络摄像机漏洞攻击排第一名，其中仅排名第 2 的 phpMyAdmin 为非物联网目标，其他均为物联网设备。

图表13：物联网相关 CVE 漏洞明显增长

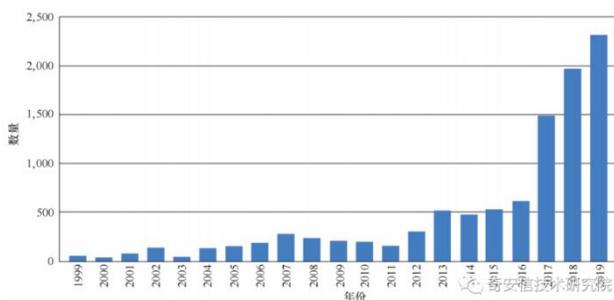


图2-1 近20年物联网相关CVE漏洞报告趋势 (1999—2019)

资料来源：奇安信技术研究院，太平洋证券整理

图表14：网络摄像机漏洞易被攻击

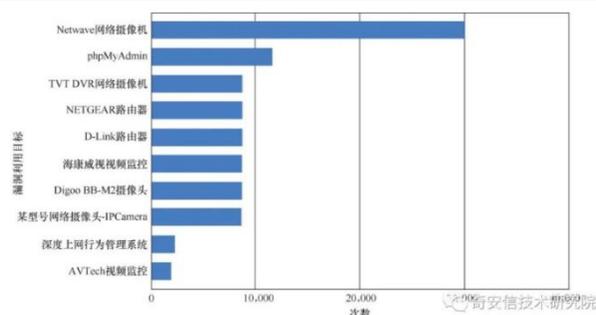
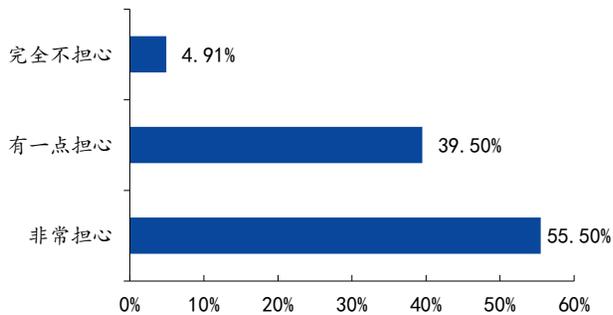


图2-2 2020年7月18日星迹平台捕获的漏洞利用行为 (前10名)

资料来源：奇安信技术研究院，太平洋证券整理

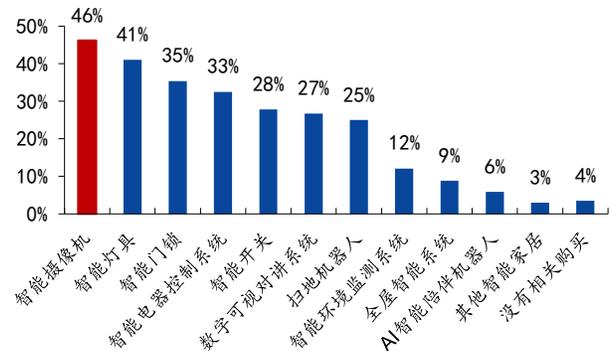
消费者重视隐私保护，品类信心需待提振。根据 Gfk 报告，2020 年全球有一半以上的消费者担心智能家居产品会导致隐私泄露。2023 年，担心隐私泄露的受访者比例降至 31%，另有四分之一的受访者有安全顾虑。电脑报新媒体智能家居消费调查指出，仅有 4.9%的消费者完全不担心网络摄像头等智能家居产品会泄露自己的隐私。头豹研究院的报告显示，在智能家居产品中，消费者对智能摄像机的消费需求高于其他品类，调研对象中 46.2%消费者在 2022 年购买了智能家居摄像机，47.4%的消费者期待安防型智能家居提供安全感。

图表15：消费者担忧智能家居摄像头隐私泄露



资料来源：电脑报微信公众号，太平洋证券整理

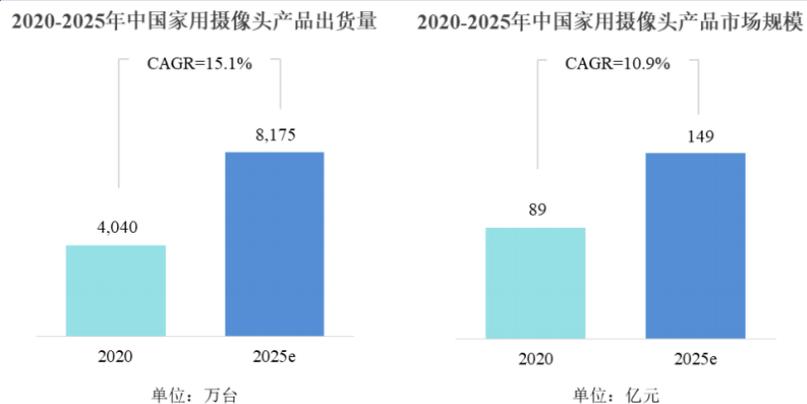
图表16：2022年46.2%消费者购买了智能摄像机



资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理（注：统计数据参考30221个有效调查样本）

国内市场品类渗透率较高，痛点或主要抑制复购迭代需求。根据艾瑞咨询，中国智能家居摄像机市场已逐步发展成熟，2020年出货量4040万台（2020-2025年CAGR 15.1%），市场规模89亿元（2020-2025年CAGR 10.9%）。伴随中国消费者安防意识不断加强，品类需求与认知度或持续提升，宠物、养老等细分赛道有望贡献增长。但我们认为，隐私安全问题频发或影响产品体验感，本应具备安防属性的品类反成偷窥工具，对品类的“不信任”可能抑制消费者复购及换新需求，进而限制行业天花板。

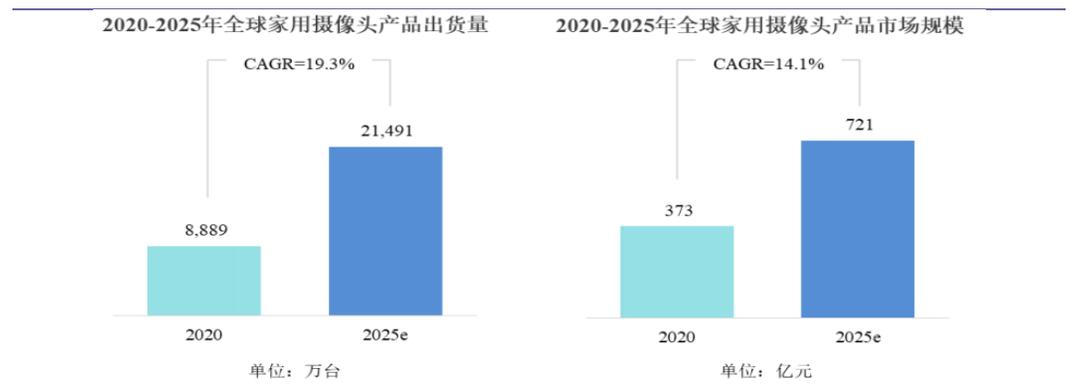
图表17：中国家用摄像头市场已较为成熟，2020年市场规模89亿元



资料来源：艾瑞咨询，萤石网络招股书，太平洋证券整理

海外市场品类渗透率较低，消费者尤其注重隐私，痛点或主要抑制新增需求。根据艾瑞咨询，2022 年全球智能家居摄像机出货量 8889 万台（2020-2025 年 CAGR 19.3%），市场规模 373 亿元（2020-2025 年 CAGR 14.1%），增速高于国内市场。我们计算，海外整体市场出货量约为中国 1.2 倍，而根据世界银行数据，2023 年中国总人口约 14.11 亿，全球总人口约 80.25 亿。据 IDC 统计，2024Q1 全球智能摄像头市场出货 3153 万台，其中美国和中国市场出货占比达 77.5%，欧洲、亚洲其他国家等市场出货量较少，具备增长空间。我们合理判断，海外市场整体规模较小，渗透率水平低于国内，欧洲及亚洲其他国家地区仍有较大提升空间，具备较多新增需求，但隐私痛点可能抑制了这部分新增需求的释放。

图表18：海外家用摄像头市场出货规模约为国内 1.2 倍，具备较大提升空间



资料来源：艾瑞咨询，萤石网络招股书，太平洋证券整理

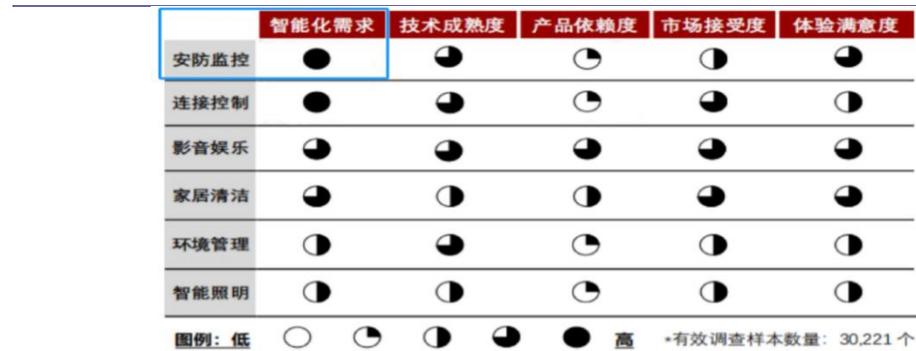
(二) 萤石解决方案：从产品端到用户端，多维度打破行业天花板

我们认为，家居摄像机类产品的隐私安全问题可以从多维度突破。一方面是物理级保护，即根据用户意愿从源头防止私密类居家场景的拍摄。另一方面则是数据级保护，即数据信息存储到云端后不被泄露。萤石在产品技术上已行业领先，并在市场端占据一定消费者心智，当消费者对品类信心提振后，公司有望率先受益于行业天花板的突破。

➤ 产品设计：“拍不到”

物理级加密对症下药，技术迭代稳扎稳打。针对隐私安全痛点，萤石已有信令和内容加密技术、物理级隐私技术，在收到用户指令，或者由智能锁触发主人回家信号后，智能家居摄像机的镜头将自动旋转到外壳内，保护用户隐私。与市场同类产品相比，萤石在物理级隐私保护方面具备更便捷的产品优势。同时，公司产品互为补充，如针对老人看护场景，除了视频看护外，萤石通过负责隐私场所跌倒监测的毫米波雷达等产品技术进行非视频看护，实现隐私场景的物理级隔绝。我们认为，产品隐私防护功能的智能化及个性化或为迭代方向，如通过用户习惯、个性化指令设置等方式，迎合不同类型用户的隐私保护需求，构筑用户隐私“拍不到”的第一道技术防线。

图表19：消费者对安防监控类产品有较高的智能化需求



资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理

图表20：萤石部分智能家居摄像机产品具镜头遮蔽功能，领先市场同类产品

	萤石 C6c-8MP	萤石 C7 双摄	小米 C500 双摄	海雀 3 4K 版	小豚当家 AI 全彩 5G 双频	
价格 (元)	659 (128G)	659 (128G)	435 (64G)	611 (128G)	399 (128G)	
像素 (万)	800	400+400	400+400	800	300	
隐私保护	一键镜头隐私遮蔽	√	×	×	×	
	一键休眠、关闭	√	√	√	√	
	智能门锁联动遮蔽	√	√	×	√	
	数据安全	全数据加密	全数据加密	米家安全芯片	私有加密协议	全程加密
无弱初始口令	√	√	√	√	√	
智能检测	人形检测、移动追踪	√	√	√	√	
	人脸识别	×	√	√	×	
	响声检测	√	×	√	×	
	猫狗检测	√	√	√	×	
	虚拟围栏检测	×	×	√	×	
监控功能	双向通话	√	√	√	√	
	夜视	√	√	√	√	
	水平 360 度旋转	340 度	350 度	√	√	
	垂直旋转	130 度	80 度	93 度	125 度	110 度
	断电照常监控	×	×	×	×	√
智能联动	萤石智联	萤石智联	小米澎湃智联	鸿蒙智联	HUAWEI HiLink 智联	

资料来源：各品牌淘宝官方店铺，太平洋证券整理

图表21：萤石智能家居摄像机主要产品类型

产品类型	主要型号	产品图片	产品特点
室内云台机	C6系列		该系列主要为室内使用，内置云台，支持四向旋转。技术指标方面，支持动态算法加载，具备移动侦测、人形检测、宠物检测、跌倒检测、智能追踪、人脸识别、手势识别、声源定位等智能化应用能力，用户可以自主选择智能算法。支持红外夜视、隐私保护、双频连接、双向语音对讲等多元化功能。普遍具备水平和垂直方向的大角度旋转能力
室内卡片机	C1/C2系列		该系列产品主要为室内使用，固定角度，固定焦距。技术指标方面，具备移动侦测、人形检测，支持磁吸安装、红外夜视和双向语音对讲等多元化功能
室外防水机	C3/C5系列		该系列主要为室外使用，防水防尘，固定角度，固定焦距。技术指标方面，用户可以自主选择智能算法，具备主动防御、人形检测、远程拾音、红外/全彩夜视、双向语音对讲等多元化功能
室外云台机	C8系列		该系列主要为室外使用，防水防尘，内置云台，支持四向旋转。技术指标方面，用户可自主选择智能算法，具备主动防御、人形检测、远程拾音、红外/全彩夜视、双向语音对讲等多元化功能
电池摄像机	BC1/BC2系列		该系列产品无需有线供电，安装简单便捷，内置可充电锂电池，日常工作在低功耗休眠模式，通过PIR检测、用户主动观看等手段唤醒摄像机。技术指标方面，采用了系统级低功耗设计方案，融合了PIR和人形检测能力，明显提高检测告警的准确度，降低电量消耗。部分型号同时支持太阳能供电，进一步延长了电池使用时间
2023发布AI款	AI全彩/宠物看护等		AI多目摄像机新品，可通过不同焦距的镜头组合，同时结合云台机转动追踪的特点，实现大场景覆盖与远距离细节追踪查看的结合，一台设备即满足用户对更大场景、更多细节看护的需求。

资料来源：萤石网络招股说明书、萤石官网，太平洋证券整理

➤ 信息存储：“不泄露”

夯实底层技术，落实数据级隐私保护。萤石通过萤石物联云平台为消费者用户及开发者客户提供音视频等数据的处理服务。公司成立之初即配备专业化技术安全力量，负责技术安全风险的识别、评估和处置以及安全能力的持续建设，多年坚持业务安全层面持续投入，安全技术水平保持业内领先。从研发阶段起，公司具有覆盖数据全生命周期的规范和管理制度，通过敏感数据识别、访问权限严格控制、敏感数据加密传输与储存等技术手段保护用户数据。针对视频内容的隐私问题，公司于2023年发布视频隐私保护组件。我们认为，将网络安全、数据安全、隐私保护形成层层递进的安全保护圈，萤石有实力构筑信息“不泄露”的第二道隐私防护高墙。

图表22：云平台在隐私保护方面表现突出



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

图表23：云原生安全架构体系

数据安全	网络安全
业务数据加密存储/数据安全体系/ 同城三机房保障高可用	入侵检测 RASP 主机防护系统 网络入侵防护 DDOS攻击防护 Web防火墙
业务风控	同城和跨城容灾
安全管控/日志审计/业务容灾/ 技术保障/备份与容灾	网络隔离和访问控制 通信安全协议及加密
终端安全	
通信安全/固件保护/OTA安全/ 配网安全	

资料来源：萤石官网，太平洋证券整理

➤ 市占率：“稳龙头”

脱胎于全球安防龙头海康威视，拥有安全性和保密性的强经验背书，全球营销更具优势。1)

技术背书：智能摄像头方面，海康在环境复杂的安防和 B 端场景的 AI 识别具备非常强的优势和壁垒，对于环境复杂度相对较低的 C 端场景可相对轻松应对；同时，海康作为安防龙头，其云存储和数据分析的安全性和保密性受到国际认可，从技术协同性角度看，海康威视为萤石 toC 的云端存储安全性提供了较强的背书。2) **营销及渠道优势：**海康威视已建立遍布全球的销售和服务渠道，进入基于“一国一策”战略的本地化营销阶段。截至 2023 年已在国际及港澳台地区设立 80 个分支机构，为 150 多个国家和地区提供本地化服务。海康威视为萤石网络直接控股股东（持股 48%），且公司核心管理层均出身海康威视，渠道与营销端协同利好萤石持续提升品牌形象，增强消费者认可度，提升对公司安防技术实力的信心。

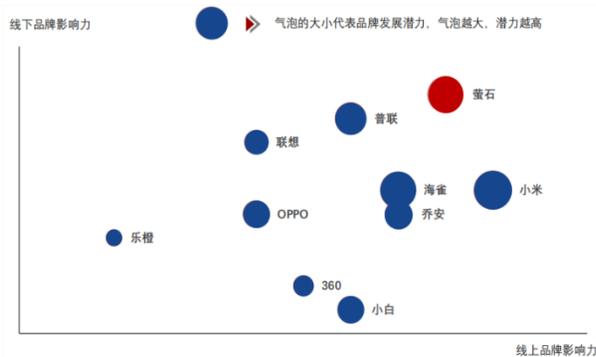
图表24：海康威视国际化布局，萤石享受协同优势



资料来源：海康威视公告，太平洋证券整理

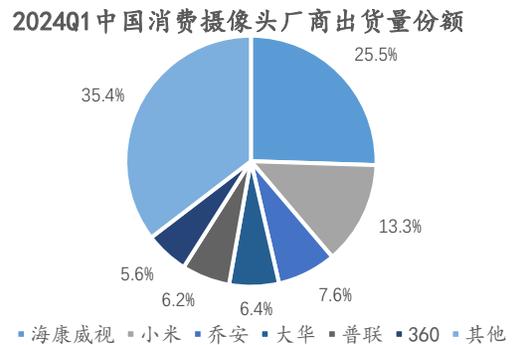
具备先发优势龙头地位稳固，萤石有望率先受益于行业天花板的打开。背靠安防监控龙头海康威视，研发端核心专利授权与销售渠道资源赋能，萤石在智能家居摄像机行业占据龙头地位，已具备一定品牌影响力。根据 IDC 咨询报告，2024Q1 全球智能摄像头市场（包含消费级室内和室外摄像头，含运营商渠道）出货量 3153 万台（+10.3%），萤石出货量居全球首位（+8.4%）。萤石在中国出货占其全球整体出货的 74.3%，中国市场出货量份额达到 25.5%，龙头地位稳固。我们认为，萤石作为龙头一方面发挥着对消费者进行品类教育提振信心的重要作用，另一方面也将率先享受突破隐私安全忧虑瓶颈后行业天花板打开的红利。

图表25：萤石在智能家居摄像机行业占据龙头地位



资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理

图表26：2024Q1 萤石消费级摄像头在中国市场出货量份额 25.5%



资料来源：IDC，太平洋证券整理

三、 第二增长曲线：明星业务智能入户强势增长，萤石如何享受行业红利？

(一)智能门锁：赛道低渗透高增长，终局或将演化至人脸锁形态

➢ 产品迭代： 智能门锁形态持续进化，已迈入 AI 时代

智能门锁持续迭代，安全性和用户体验不断提升，现阶段可预测到的终局形态或为**人脸锁**。从产品端看，20 世纪 90 年代以来，智能门锁问世开始替代传统门锁，产品从刷卡式/密码门锁，升级为**指纹门锁**，再到物联网技术渗透下的**管家门锁**，现最新形态已进化至**人工智能门锁**。从技术端看，已出现**人脸识别、指部面部静脉解锁**等生物技术，产品安全性及便捷性不断提升。我们判断，智能门锁的最终形态或为以**人脸锁**为代表的融合多种生物识别技术的高端门锁。行业发展前期由于较高的技术壁垒，产品较高定价或更为中高端消费者青睐。伴随技术的不断成熟，成本与价格下探，普通消费者接受度提升，“一户一锁”场景下产品形态切换终将带来大量新增需求。

图表27：智能门锁由刷卡/密码式，进化至指纹式，再到管家式，现已迈入 AI+时代



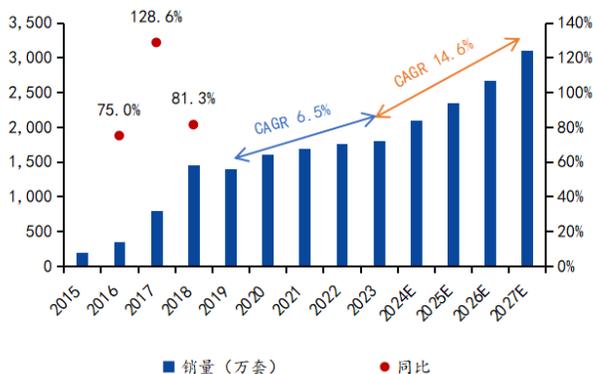
资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理

➤ 行业规模及空间：智能门锁行业快速增长，中国市场渗透率较低具备提升空间

安防需求与产品智能化升级共同驱动，中国智能门锁行业快速增长。从数据角度看，根据洛图科技及头豹数据，2016 年中国智能门锁市场规模仍处于培育阶段（销量 350 万套），2017-2018 年进入高增阶段（销量分别 800/1450 万套，分别同比+128.6%/+81.3%），至 2023 年市场规模达到 1801 万台（2019-2023 年 CAGR 6.5%），2027 年有望达到 3102.5 万台（2023-2027 年 CAGR 14.6%）。从需求侧看，消费者对生活安全性、便捷性重视提升，智能门锁作为物理性智能家居入口具备需求动力。从供给侧看，伴随 AI、物联网、生物识别等技术不断迭代并赋能门锁行业，智能门锁产品“好用性”增强，产品力奠定行业发展基础。

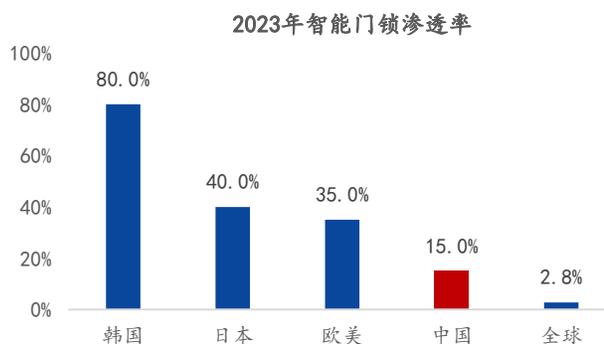
对标海外成熟市场，中国智能门锁渗透率具备较大提升空间。根据头豹数据，2021 年中国智能门锁渗透率约 13%，而韩国市场高达 75%，日本市场 40%。根据洛图科技数据，2023 年全球智能门锁渗透率依然较低（仅 2.8%），中国市场提升至 15%，韩国市场 80%，日本/欧美分别达到 40%/35%。中国智能门锁不断渗透，但与较成熟市场相比仍处于较低水平，具备较大提升空间。我们判断，未来终局状态下，每户家庭至少配置一把智能门锁以满足智能入户场景需求，考虑租房、公寓办公等特殊场景，行业天花板可能更高。

图表28：中国智能门锁行业规模快速提升（2023-2027 年 CAGR 预计为 14.6%）



资料来源：全国五金工业信息中心，洛图科技，头豹研究院，太平洋证券整理

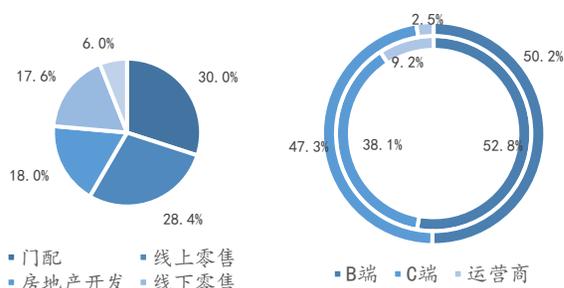
图表29：2023 年中国智能门锁渗透率 15%



资料来源：洛图科技，太平洋证券整理

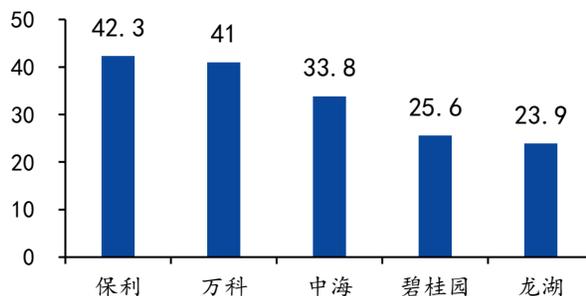
B 端渠道占比缩窄但仍份额过半，切入精装门配或仍为企业突破口。根据头豹数据，2022 年中国智能门锁渠道结构中，C 端零售线上/线下零售渠道占比分别为 28.4%/17.6%；相比之下 B 端渠道起步更早，并且在行业内具有更深厚的积累，门配/房地产开发/安防渠道占比分别为 30.0%/18.0%/6.0%，合计占比 54%，略高于 C 端。根据洛图科技数据，2024H1 B 端占比有所缩窄（50.2%，-2.6pct），但仍占比过半，依旧保持主要渠道地位。从开发商结构看，2022M1-M7 保利/万科/中海等头部开发商配套智能门锁规模较高，分别达到 4.23/4.1/3.38 万套。我们认为，与 B 端渠道合作或仍为企业扩展品类规模的重要突破口，头部开发商渠道值得关注。

图表30：2022 年中国智能门锁 B 端渠道占比约 54%，2024H1 缩窄至 50.2%



资料来源：头豹研究院，洛图科技，太平洋证券整理（注：左图为 2022 年渠道结构，B 端定义为门配+房地产开发+安防；右图内圈为 2023H1 渠道结构，外圈为 2024H1）

图表31：各头部开发商精装修智能门锁配套规模较大（2022M1-M7/千套）



资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理

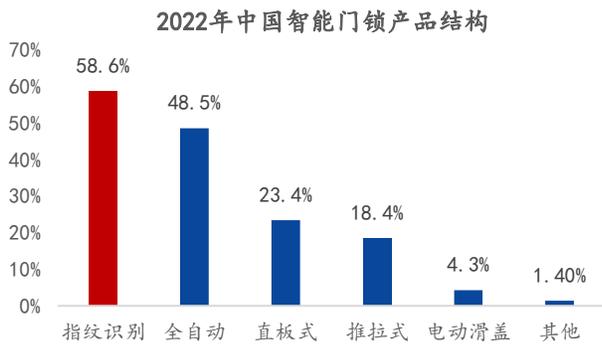
（二）萤石：提前布局人脸锁赛道，产品+品牌+营销优势提升中长期份额

核心结论：萤石借云视频和人脸识别技术优势，终端 AI 算力和云端大模型加持，提前布局人脸锁赛道。从产品能力上看，萤石定位中高端，目前顶配款在相同价格带上具备高性价比优势，产品能力或优于一线专业门锁品牌。从行业竞争格局上看，虽门锁产品形态持续进化，人脸锁份额持续提升，但基础款门锁依旧为市场主流，消费者教育尚未及公司提前布局，萤石产品形态选择或使目前品牌在智能门锁品类占有率有限，但我们认为，智能门锁市场尚未形成单一品牌垄断，萤石具备终局产品形态“人脸锁”布局先发优势，伴随消费者教育催化，品类认可度提升，公司产品优势或可赋能中长期占有率提升，享受行业产品迭代红利。

➤ 从短期看，基础款仍为主战场，萤石深耕人脸锁赛道或限制市占率水平

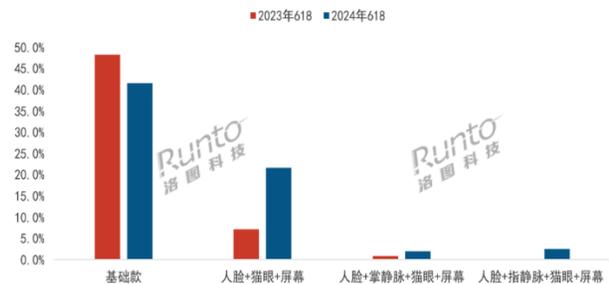
“人脸+”复合型新形态逐步收获认可，但基础款仍为主战场，市场品类教育尚未追赶上萤石的提前布局，或抑制短期市占率提升。“人脸+”门锁亮眼增长，根据头豹及洛图科技数据，2024M1-M4 配备人脸识别功能的智能门锁销量同比增长超过 200%，618 期间“人脸+猫眼+屏幕”智能门锁销量份额快速提升（21.5%，+14.5pct）。静脉识别等生物技术亦受到消费者认可，2024H1 传统电商渠道人脸识别、静脉识别等技术的销量同比增幅均超 90%，更具安全与便捷性的多种生物技术融合的智能门锁或为迭代方向。指纹识别等基础款门锁仍为市场主流，2022 年中国智能门锁产品结构中 58.6% 配备指纹识别功能，2024 年 618 期间虽基础款销量份额已出现较大幅下滑（41.5%，-6.6pct），但仍为中国传统电商渠道主推产品。我们认为，市场进化脚步尚未追赶上萤石提前布局，或成为短期抑制萤石在门锁品类市场份额的因素。

图表32：2022 年指纹识别门锁占据 58.6%



资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理

图表33：2024 年 618 基础款智能门锁仍为主推品但份额下滑（41.5%/-6.6pct）



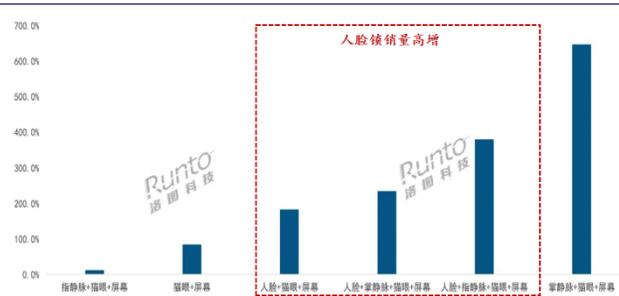
资料来源：洛图科技，太平洋证券整理

图表34：2024M4 线上人脸识别/静脉识别销量渗透率分别达到 26.1%/7.4%



资料来源：洛图科技，太平洋证券整理

图表35：2024H1 传统电商渠道“人脸+”形态智能锁销量增长亮眼



资料来源：洛图科技，太平洋证券整理

➢ 从中长期看，伴随门锁形态迭代，萤石强劲的品牌+产品+营销能力有望助力市占率提升

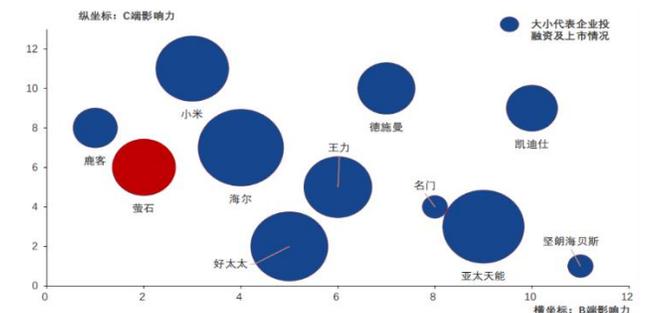
中国智能门锁行业参与者众多，萤石在软件、品牌、渠道及制造能力方面具备优势。根据头豹研究，中国智能门锁行业玩家丰富，门锁专业厂商德施曼/凯迪仕综合能力领先；智能家电企业海尔/TCL 及电子通信厂商华为/小米品牌力与软件能力较强，渠道亦具优势；萤石具备强大的底层技术实力，作为智能安防厂商品牌力较强，线下渠道及制造能力亦较为领先。分渠道看，坚朗海贝斯、凯迪仕、亚太天能 B 端能力突出，小米 C 端影响力居首，萤石 C 端竞争力强于 B 端；我们认为，(1) 品牌端：萤石已借摄像头优势品类积累了较强的品牌力及 C 端影响力，或可持续赋能其在门锁品类竞争力的提升。

图表36：智能门锁行业参与者众多，萤石在软件、品牌、线下渠道及制造能力方面具备优势

智能门锁厂商	代表企业	软件能力	线上渠道	线下渠道	制造能力	品牌能力	综合能力
传统门锁厂商	WONLON 王力集团, Yale			✓	✓	✓	2.5
专业智能门锁厂商	Kaadas 凯迪仕·智能锁, DESMAN 德施曼	✓	✓	✓	✓	✓	4.0
智能家电厂商	海尔智家, TCL	✓	✓	✓		✓	3.5
互联网新兴厂商	LOCKIN 鹿客, GO 果加	✓	✓		✓	✓	2.0
智能安防厂商	EZVIZ 萤石, TENON 天能	✓	✓	✓	✓	✓	萤石 3.5 天能 2.9
电子通信厂商	HUAWEI 华为, MI 小米	✓	✓	✓		✓	3.5

资料来源：头豹研究院，太平洋证券整理（注：考虑到萤石软件能力强，线上渠道能力提升，我们上调其综合评分）

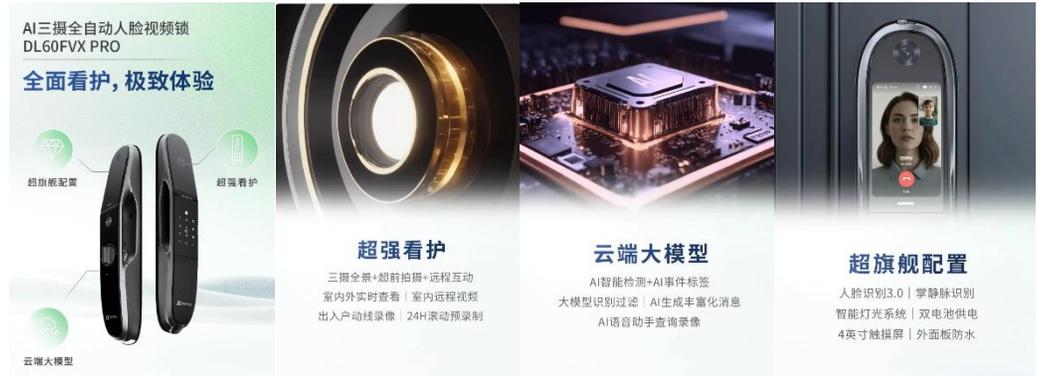
图表37：B 端坚朗海贝斯能力较强，C 端小米领先，萤石 C 端影响力强于 B 端



资料来源：奥维云网，洛图科技，IT 桔子，头豹研究院，太平洋证券整理

(2) 产品端：视频视觉能力支撑，率先入局并深耕人脸锁赛道，萤石产品力强劲。预判到未来智能门锁作为物理性家庭入口与智能家居形成联动，功能上与视频和人脸识别技术深度融合，公司布局智能门锁品类并深耕人脸锁赛道，并基于强劲的视频视觉核心能力，自研算法、视觉双目模组、结构光模组等核心技术。2024H1 萤石发布 AI 三摄全自动人脸视频锁 DL60FVX Pro，人脸识别+掌静脉识别契合行业产品迭代方向，室外上摄 400W+下摄 200W+室内上摄 200W 像素的三摄设计使产品安全性与互动性进一步优化，端云协同方案使得包裹检测、跌倒检测、儿童检测等算法检测精准度显著提升，接入蓝海大模型以识别门锁事件中的更多细节并转换成丰富的 AI 事件内容标签。

图表38：萤石旗舰新品 DL60FVX Pro 性能优秀



资料来源：萤石微信公众号，太平洋证券整理

图表39：萤石人脸锁产品矩阵丰富

产品	DL20FVV 执手款人脸视频锁	Y3000FVX 极无人脸视频锁双摄版	DL30F 北斗星人脸智能锁	DL50FVXA I 双摄全自动人脸视频锁	DL60FVX PRO	
图片						
价格	1499	2699	2999	3299	/	
主体	开锁方式	人脸、指纹、密码、临时密码、可视远程、应急钥匙	人脸、密码、临时密码、可视远程、应急钥匙	人脸、密码、CPU卡、NFC、临时密码、应急钥匙	人脸、掌静脉、指纹、密码、感应卡、临时密码、远程视频开锁等	
	电池	5000mAh	5000mAh	5000mAh	5000mAh+2250mAh	5000mAh+5000mAh
视频	摄像头	垂直107° 水平70° 对角132°	上摄 162/120/90 下摄 152/126/70	/ (无猫眼功能)	上摄 162/120/90 下摄 152/126/70	
	门铃功能	本地门铃 按铃远程 一键呼叫	本地门铃 按铃远程 一键呼叫	本地门铃	本地门铃 按铃远程 一键呼叫	
	通话功能	远程视频通话 变声对讲	远程视频通话 变声对讲	/	远程视频通话 变声对讲	
	室内大屏	/	4英寸可视大屏	/	4英寸可视大屏	
	监控功能	24h异常徘徊检测 全天候实时预览	24h异常徘徊检测 全天候实时预览	/	24h异常徘徊检测 全天候实时预览	24h异常徘徊检测 全天候实时预览
	录像存储	内置8G存储 (含系统占用空间), 支持云存储增值服务	内置8G存储 (含系统占用空间), 支持云存储增值服务	/	内置8G存储 (含系统占用空间), 支持云存储增值服务	
人脸模组	智能算法 (访客、包裹、儿童出门、门前跌倒检测等)	/	有	有	有	
	身高范围	锁前1m范围, 1.2m-2m身高	锁前1m范围, 1.2m-2m身高	高灵敏度门前1.3m, 低灵敏度门前1m范围, 1.2m-2m身高	锁前1m范围, 1.2m-2m身高	
识别速度	<1.5s	<1.5s	<1s	<1.5s		
智能家居联动	均支持					

资料来源：天猫，京东，萤石官网，太平洋证券整理 (注：DL60FVX PRO 暂未上架，故部分功能详情暂空缺)

定位中高端，萤石产品能力优于一线专业厂商。梳理萤石与一线专业厂商在售门锁情况，我们发现 1000-2000 元价格带的高性价比款仍为热销主流，萤石则重点布局人脸锁定位中高端。选择萤石目前在售顶配款(DL50FVX)与一线专业厂商对标款(德施曼 Q50 Fmax Shotax、凯迪仕 K70)进行性能对比，我们发现萤石更具性价比优势，以更低的价格实现掌静脉识别功能。另外，专业门锁品牌设置高端 sku，德施曼 K80 高价主系做工及材质影响，凯迪仕 K70 Pro Max 则是因为加入了掌静脉识别功能。我们认为，具备 AI+视觉优势基因，萤石产品能力优于传统一线厂商。

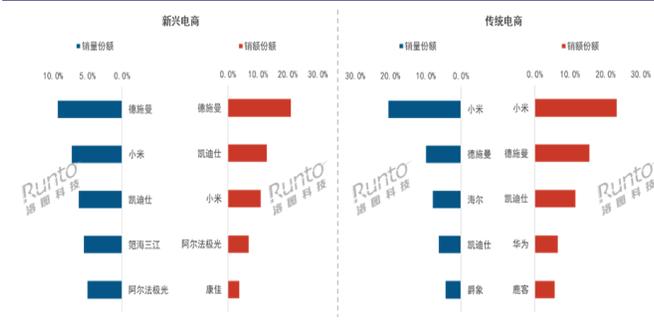
图表40：萤石主打中高端市场，产品能力优于专业门锁厂商

产品	萤石顶配及对标款			高端款		
	萤石DL50FVX	德施曼 Q50 Fmax Shotax	凯迪仕 K70	德施曼 K80	凯迪仕 K70 Pro Max	
图片						
价格	3299	3499	3499	15999	5999	
主体	开锁方式	人脸、掌静脉、指纹、NFC、密码、临时密码、可视远程、应急钥匙、室内一键开锁	人脸、指纹、密码、临时密码、钥匙、遥控钥匙(选配)、移动可视屏(选配)、双重验证等	人脸、指纹、密码、感应卡、临时密码、钥匙、双重验证等	人脸、掌静脉、指纹、密码、临时密码、钥匙、临时密码、钥匙、移动可视屏(选配)、双重验证等	人脸、掌静脉、指纹、密码、感应卡、临时密码、钥匙、双重验证等
	电池	5000mAh+2250mAh 上摄 162/120/90 下摄 152/126/70	5000mAh+3900mAh	13400mAh	7750mAh+1000mAh	11000mAh
视频	摄像头	160°大广角, 2K 下摄 152/126/70	160°大广角, 2K	161°大广角, 2.5K画质	160°大广角, 2.5k	165°大广角, 3K
	门铃功能	本地门铃 按铃远程 一键呼叫	远程呼叫	远程呼叫 语音快捷回复 门外对讲	远程呼叫	远程呼叫 语音快捷回复 门外对讲
	通话功能	远程视频通话 变声对讲	远程视频通话 变声对讲	远程视频通话 变声对讲	远程视频通话 变声对讲	远程视频通话 变声对讲
	室内大屏	4英寸可视大屏	5英寸可视大屏	4.7英寸可视大屏	4.7英寸可视大屏	4.7英寸室内屏 1.3英寸室外屏
	监控功能	24h异常徘徊检测 全天候实时预览	哨兵猫眼系统(低功耗猫眼+AI智能猫眼)	雷达轨迹侦测3M内逗留抓拍 哨兵入侵模式1M内出现抓拍	哨兵猫眼系统(低功耗猫眼+AI智能猫眼)	雷达轨迹侦测3M内逗留抓拍
	录像存储	内置8G存储(含系统占用空间), 支持云存储增值服务	24小时拍摄: 24h循环覆盖 逗留抓拍: 3天循环覆盖	云存储服务 抓拍3天自动覆盖	24小时拍摄: 24h循环覆盖 逗留抓拍: 3天循环覆盖	云存储服务 抓拍3天自动覆盖
	智能算法(访客、包裹、儿童出门、门前跌倒检测等)	有	AI智能警告(无明显变化时1次/2min, 有明显变化时8次/1s)	有(抓拍)	AI智能警告(无明显变化时1次/2min, 有明显变化时8次/1s)	有(抓拍)
人脸模组	身高范围	镜前1m范围, 1.2m-2m身高	1.3-2.0m身高	1.3-2m身高	1.3-2.0m身高	1.3-2m身高
	识别速度	<1.5s	0.6-0.9s	掌纹<1s, 人脸<1.6s	0.6-0.9s	掌纹<1s, 人脸<1.6s

资料来源：天猫，京东，萤石官网，太平洋证券整理

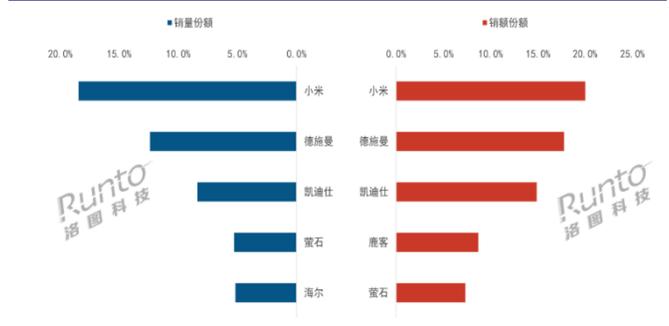
(3) 营销端：中国智能门锁行业竞争格局相对分散，品牌存在破局机遇，萤石大促节点销售表现领先或得益于强劲的营销能力，有望助力其在竞争中脱颖而出。根据洛图科技数据，2024H1 德施曼/凯迪仕/小米销售占据新兴电商前三位，传统电商销量端海尔亦展现较强竞争力。行业竞争格局较为分散，传统电商销量第一的小米市占率接近 20%，专业厂商德施曼次之（约 10%），尚未形成单一品牌垄断，消费者对品牌依赖性不强，玩家存在破局机遇。从 618 数据来看，萤石销量份额约 5%，跻身前列。我们认为，萤石在大促节点销售表现领先，团队或具备较强的营销能力，利好品牌在较为分散的竞争格局之下脱颖而出。伴随智能门锁产品不断迭代，形态逐步进化至公司重点布局并具备先发优势的“人脸锁”后，萤石市占率有望进一步提升。

图表41：2024H1 线上渠道小米/德施曼/凯迪仕占据智能门锁行业头部



资料来源：洛图科技线上监测数据，太平洋证券整理

图表42：2024 年 618 萤石位列中国智能门锁线上市场销量第四/销额第五



资料来源：洛图科技线上监测数据，太平洋证券整理

图表43：萤石门锁大促销售表现优秀



资料来源：萤石微信公众号，太平洋证券整理（注：从左至右，图1图2为萤石2023年双11销售表现，图3图4为2024年618销售表现）

四、云平台：强大硬件能力背后的核心支撑，如何贡献收入利润？

核心观点：萤石自主研发物联云平台，构筑业务发展基础能力，B+C 端共同驱动高盈利能力分部结构占比提升。云平台不仅是智能家居硬件产品互联互通的核心支撑，而且通过高盈利能力的 C 端增值服务+B 端开发者云平台服务成为“增利”关键。我们认为，差异化需求+AI 等能力提升共同驱动，云平台业务结构占比有望进一步提升，未来“C 端提高增值服务的付费率，丰富服务种类以提升 ARPU 值，AGI 与强交互场景的 IoT 产品进一步融合+B 端 PaaS 获取新开发者用户”，或可推动公司收入业绩增长。

强调在商业模式中的核心地位，B+C 端双轮驱动。萤石物联云平台在视频 IoT 设备的基础上，接入智能家居产品，并针对消费者对硬件产品的智能化、差异化需求提供日益丰富的增值服务。伴随云平台能力提升，公司逐步加大对外开发力度，并吸引第三方 IoT 设备接入，帮助行业客户产品实现数字化与智能化转型。基于复杂场景下应用需求的增多，公司打造了软件开放平台，主要通过采购或租赁第三方（中国电信、腾讯云、AWS、阿里云、七牛云等）IaaS 层云计算资源，结合自身技术为客户提供高性价比的 PaaS 层云平台服务，包括物联接入、多媒体、云存储、AI、消息、应用、大数据和保障支撑服务等。截至 2023 年，萤石物联网云平台上的设备接入数超过 2.5 亿，其中视频类设备超过 2 亿，并在持续积极布局云平台智能化升级。

图表44：萤石物联网云平台提供丰富服务



资料来源：萤石官网，太平洋证券整理

图表45：萤石物联网云平台服务覆盖全球



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

C 端：优质服务增强用户粘性，看好增值服务未来空间。萤石物联网云平台在 C 端主要通过“萤石云视频”应用，配套硬件提供增强的多元化功能和服务，2024M7 发布新客户 APP “萤石智家”，AI 赋能形成更智慧便捷的全屋管理系统。从收入贡献角度看，2023 年 C 端增值服务收入达到 4.32 亿元 (+17.65%)，占萤石云服务 50.44%(-4.34pct)，虽占比有所下降但规模依旧较快增长，未来伴随大模型及其他算法成熟或会产生新的增长空间，AI 相关增值服务份额有望提升。从用户端情况看，2023 年 C 端持有萤石设备的用户数/年度累计活跃/付费用户数分别提升至 3361/2597/260 万名，分别同比+28%/+24%/+15%，整体用户规模快速增长，但付费意愿和人均付费值仍具较大提升空间。

图表46：云能力赋能硬件，提供更优服务



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

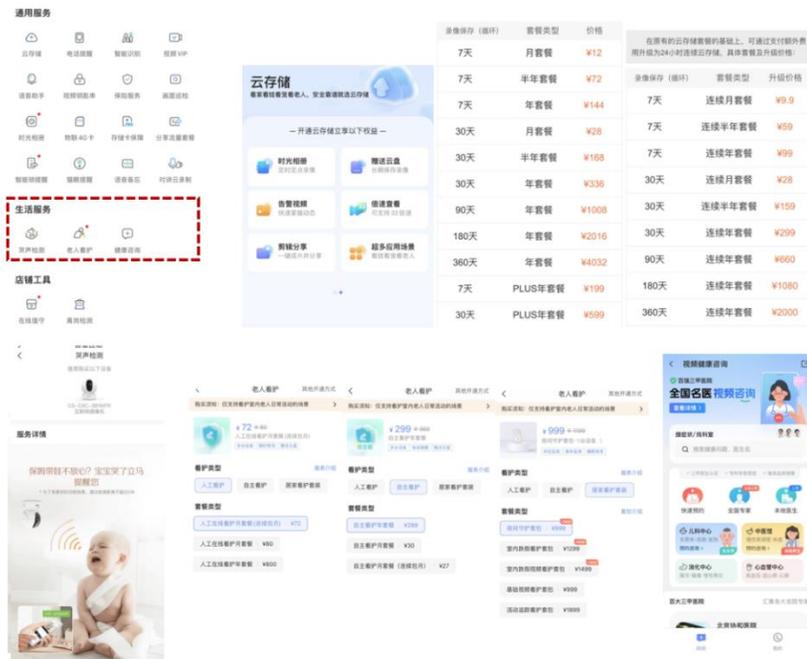
图表47：C 端持有萤石设备用户数、年度累计活跃用户数、年度累计付费用户数持续增长



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

期待 AI 等服务带动云存储需求上升，细分场景值得挖掘。云存储功能在 C 端增值服务中贡献较大占比，目前服务形态较为固定，未来增长动力或来自于图片、视频与 AI 大模型结合，生成更能够满足消费者情绪价值的个性化视频图文，催化更多存储需求。“萤石云视频”APP 增值服务功能不断丰富，如设置“生活服务”板块关注细分人群需求，结合硬件产品提供哭声检测、老人看护、健康咨询等服务，场景化服务或值得挖掘。“萤石智家”APP 将现实中的家具、人物、设备与环境等信息进行虚拟化 3D 展示，引入智能管家“星石”，借助萤石蓝海大模型实现基于时间和环境的智能互动、基于用户行为习惯创建个性化智能场景等，进一步提升交互体验。我们认为，未来增值服务种类持续丰富或将带动 ARPU 值提升，AGI 与强交互场景的 IoT 产品进一步融合或为 C 端业务提升重要机会点。

图表48：萤石云视频 APP 功能持续完善，关注细分场景需求



资料来源：萤石云视频 APP，太平洋证券整理

图表49：萤石智家 APP 进一步升级，蓝海大模型赋能星石升级交互体验



资料来源：萤石智家 APP，太平洋证券整理

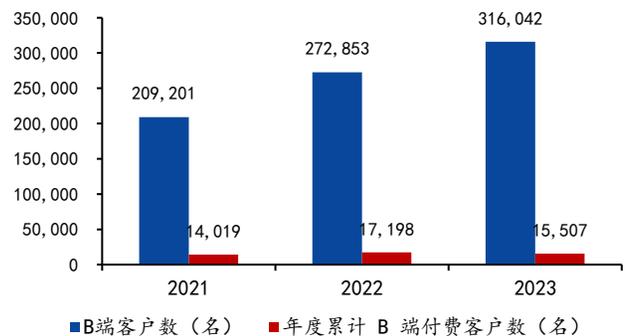
B 端：提供全栈 PaaS 服务，帮助开发者客户运营能力提升。萤石云面向开发者用户，不断开放技术能力与运营经验，并为设备制造商提供设备接入和运维保障，形成全栈开放的 PaaS 云平台服务。从收入贡献角度看，2023 年 B 端开发者客户服务收入达到 4.24 亿元 (+40.07%)，占萤石云服务的 49.56%(+4.34pct)，实现规模高增，目前正逐步向着 aPaaS 方向发展（将算法与应用组件更完整封装交付给开发者客户）有望构筑更高的技术与服务优势壁垒。从客户端情况看，2023 年 B 端客户数/年度累计付费客户数分别达到 31.60/1.55 万名，分别同比+16%/-10%，虽付费客户数缩减但整体客户群体扩大，期待未来成果转化，B 端开放式云 AGI 应用等带来成长空间。

图表50：萤石云为B端开发者提供全栈开放的PaaS服务



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

图表51：B端客户群体扩大，期待付费客户转化



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

萤石开放平台赋能多行业开发者，可靠音视频产品助力行业创新。萤石开放平台为开发者提供公有联网云平台的构建和运营支撑服务，支持合作伙伴利用萤石音视频服务进行自运营和二次开发，形成自己的应用和方案。公司已推出萤石 AI 数字人组件，升级 ERTC（实时音视频服务）能力，通过云利旧服务进一步实现开放平台横向开放化。**1) 萤石 AI 数字人服务：**2023 年推出 AI 数字人组件，赋予数字人客服、主播、前台等角色，服务于金融、医疗、政务等多领域优质客户，未来 AI 能力提升或将为人机交互带来新的可能。**2) 萤石 ERTC：**2023 年进行了安全性、远程协作等全面升级，已涵盖远程问诊、办公协同、在线培训、视频客服、智能家居等多种场景，看好结合智能大模型算法带来应用效果持续提升。**3) 萤石云利旧服务：**推出多标准协议、平台级联、设备托管等多项 PaaS 平台功能，帮助开发者低成本完成旧设备再利用。

五、高潜力蓄势业务：前景广阔，如何理解想象空间？

核心观点：个性化全屋智能渐成行业趋势，智能家居蓝海前景广阔，智控+穿戴+机器人相关单品中长期动力充足。AI 大模型底层赋能，全屋智能正朝着“以人为中心的个性化智能服务”方向进化，精装需求之下智能控制前景广阔，清洁刚需+解放双手属性使扫地机具备大单品成长逻辑，2024H1 发布智能穿戴新品作为更便捷的随身智控入口，有望享受智能家居行业发展红利。我们认为，虽然三类业务目前仍处早期，研发等费用投入或高于收益贡献，但背靠智能家居蓝海赛道，前期积累强大的产品力有望使萤石长期受益于行业规模扩张，未来或可成为收入业绩新增长曲线。

智能家居场景下 AI 技术渗透率持续提升，个性化智能或为发展趋势。1) **AI 技术端：**现阶段，AI 技术主要以智能视觉模组、智能语音模组的形式应用于智能家居各类型产品中，根据艾瑞咨询预测，2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透率将接近 50%。2) **需求侧：**基于可支配收入的提高和对舒适品质家庭生活的追求，智能家居产品需求正高速增长，根据艾瑞咨询测算，2025 年中国智能家居市场规模预计增长至 9523 亿元（2022-2025 年 CAGR 28%）。3) **发展趋势：**全屋智能发展或可分为四个阶段，即“单体——局部——全屋——个性化”智能。

图表55：中国智能家居市场规模快速提升（2022-2025 年 CAGR 28.23%）



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表56：全屋智能发展可分为四个阶段



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

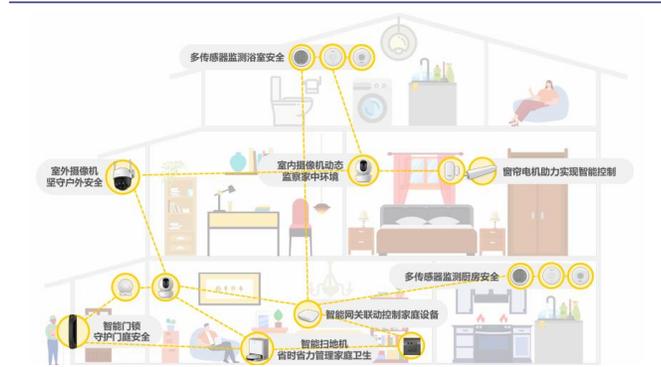
萤石发布“蓝海大模型”AI 能力升级，产品能力日渐提升。1) 技术端：萤石具备强大的底层技术实力，以视觉感知为基础，拓展语音识别、多模态理解及 AI 生成技术，进而研发新一代视觉与语音交互技术。AI 技术策略上，聚焦于空间级具身智能构建具身大脑，实现多智能体端云联动，并自主研发了面向垂直物联场景的“蓝海大模型”。2) 产品端：除了已具备较强竞争力的智能家居摄像机、智能门锁外，也拥有多款智能控制、智能服务机器人产品，2024H1 发布智能穿戴新品成为更便携的智控入口，产品实力不断向上。据 5GAI 产业研习社统计，智能家居产品用户不满意原因调研中，操作复杂占比 52%，系统兼容性差达 23%，单品互联或是一大难题。我们认为，在全屋智能发展早期的当下，消费者或更倾向于选择小米等高性价比、高知名度品牌下的单品以满足智能家居“尝鲜”需求，伴随“好用”性提升，单体智能向局部甚至个性化全屋智能演进，具备强劲技术实力以解决单品联接“孤岛现象”的厂商更有竞争优势，萤石优秀的技术+产品力有望使品牌长期受益。

图表57：萤石聚焦于空间级具身智能



资料来源：萤石网络公告，太平洋证券整理

图表58：单品互联是全屋智能实现的基础



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

精装需求之下，智能控制前景广阔。精装修房地产项目是智能控制行业的主要销售渠道，根据奥维云网数据，2023 年全国商品住宅精装修市场新开盘项目 1564 个，精装渗透率 37.2%，套数规模 93.39 万套（降幅收窄）。精装修房地产项目逐渐从一二线城市辐射到三四线城市的商品房市场，消费者选择意愿逐年增强。我们认为，当前地产较弱之下消费者仍具精装修与全屋智能体验需求，未来地产行业终会迎来恢复，智能控制赛道依旧前景广阔。萤石已有智能传感器、智能中控、智能屏、全屋无线覆盖方案等产品布局，是智能家居的重要组成部分。

B+C 端双管齐下，萤石培育孵化智能服务机器人成为产品体系重要补充。公司在具身智能机器人方面积极开拓，从研发端看，公司已积累了可用于智能机器人业务的多目计算、机器人控制与应用、无线通信等核心技术，并连续投资多个机器人研发相关项目，着力提升清洁机器人产品导航定位、避障、视觉传感融合等方面的能力。从产品端看，C 端已拥有扫拖机器人 RS2/旗舰款全能基站型清洁机器人 RS20 Pro/AI 扫拖机器人 RS20 Pro Ultra、AI 洗地机器人 RX30 Max、陪伴机器人 RK2(pro 款/编程款)、AI 代理家庭助理机器人 RK3,B 端布局云视觉商用清洁机器人 BS1，此外萤石亦储备 RM1 Pro 布局智能割草机赛道，产品矩阵有望持续扩容。我们认为，清洁刚需+解放双手属性使扫地机具备大单品成长逻辑，C 端扫地机或是公司重要业务发力点；BS1 主要面向写字楼、园区等商业场景，公司或会开发更多新型号产品以满足更多差异化场景清洁需求；陪伴机器人强调交互，AI 能力提升或有较大增值服务探索空间。

图表59：萤石拥有 B+C 端多款智能服务机器人产品



资料来源：萤石网络公告，京东，萤石微信公众号，太平洋证券整理

图表60：萤石培育孵化智能服务机器人，重视研发投入

项目名称	立项时间	预算投入	主要研发内容
基于智能视觉的家居服务机器人研发	2021 年	0.65 亿元	面向各类智能家居场景下的服务机器人进行核心技术研发，重点包括机器人定位导航技术、运动地盘模块化平台技术、视觉传感多维融合避障技术、机器人三维重建技术、渐进式人机交互技术。
基于智能视觉的新一代清洁服务机器人研发	2022 年	2.2 亿元	优化机器人定位导航，提升路径规划能力，提升以视觉为主的、红外及激光等为辅助的多传感器融合避障技术等，提升轮式运动底盘平台技术。
基于智能视觉的扫拖洗机器人研发	2023 年	0.6 亿元	提升视觉的单线结构光避障技术，优化避障技术能力、回收清洁效率，具备自动清洁、装卸等功能。
基于智能视觉的新一代扫拖机器人研发	2024 年	2.35 亿元	在现有产品基础上布局新一代产品，通过高性能 SOC 的 AI 能力进行技术创新，达到更大障碍物检测角度。通过拖布及边刷外扩，提升清洁能力。

资料来源：萤石网络招股说明书，萤石网络公告，太平洋证券整理

我们考虑萤石现有产品矩阵能够实现的全屋智能方案，不含增值服务，测算门厅/玄关/过道客厅/厨房餐厅/主卧/书房/卫生间/老人房/儿童房场景约能兑现 3-4 万元收入。

图表61：萤石全屋智能方案分场景收入测算

场景	设备	收入测算(元)	场景	设备	收入测算(元)
门厅	智能猫眼 人脸智能锁 室外云台...	智能猫眼: 399 人脸智能锁: 1899 室外云台摄像机: 249 加总: 2547	主卧	智能开关 感知探测... 门窗传感器 智能窗帘机	智能窗帘机: 1129 门窗传感器: 125 智能开关: 369 感知探测报警器: 269 智能中控屏: 1499 人体移动传感器: 159 加总: 3550
玄关	门窗传感器 智能开关 人体移动... 智能中控屏	门窗传感器: 125 人体移动传感器: 159 智能开关: 369 智能中控屏: 1499 加总: 2152	书房	门窗传感器 智能开关 感知探测... 人体移动...	门窗传感器: 125 智能开关: 369 感知探测报警器: 269 人体移动传感器: 159 加总: 922
过道、客厅	智能开关 无线网络: 399 除甲醛新风机: 5999 萤石扫地机: 2999 智能窗帘机: 1129 智能家居摄像机: 269 智能晾衣架: 184 智能晾衣架: 2649 门窗传感器: 125 感知探测报警器: 269	智能开关: 369 无线网络: 399 除甲醛新风机: 5999 萤石扫地机: 2999 智能窗帘机: 1129 智能家居摄像机: 269 智能晾衣架: 184 智能晾衣架: 2649 门窗传感器: 125 感知探测报警器: 269 加总: 14391	卫生间	智能开关 智能报警... 水浸传感器 人体移动...	智能开关: 369 人体移动传感器: 159 水浸传感器: 115 智能报警按钮: 115 加总: 758
厨房、餐厅	智能开关 智能网关 感知探测... 感知探测... 水浸传感器 门窗传感器 智能净水器	厨房智能套装(烟感、燃气、火灾、水浸无线报警套装): 1035 智能净水器: 3198 门窗传感器: 125 加总: 4358	老人房	智能报警... 感知探测... 人体移动... 智能窗帘机	智能开关: 369 人体移动传感器: 159 智能报警按钮: 115 智能窗帘机: 1129 感知探测报警器: 269 门窗传感器: 125 加总: 2166
			儿童房	智能开关 感知探测... 感知探测... 智能窗帘机 宝宝... 儿童陪护机器人	智能开关: 369 人体移动传感器: 159 智能窗帘机: 1129 感知探测报警器: 269 门窗传感器: 125 宝宝看护摄像机: 768 儿童陪护机器人: 1599 加总: 4418

总计: 35262元

资料来源：萤石官网，天猫旗舰店，太平洋证券整理

六、 盈利预测

(一) 关键假设

(1) **智能家居产品**：参考过往趋势，假设收入端结构占比持续下降，2024-2026 年收入占比分别为 79.98/78.39/77.19%。其中，公司对于智能家居摄像机业务的依赖性有所降低，但基本盘地位依旧稳固；明星业务智能入户快速成长，结构占比亦不断提升；智能服务机器人/智能穿戴/智能控制等产品矩阵持续丰富，2024 年兑现到收入端或带来同比高增。2024 年毛利率短期承压，但长期伴随产品结构优化，分部毛利率有望稳健向上，假设 2024-2026 年毛利率分别为 34.97/35.37/35.92%。

(2) **物联网云平台**：参考过往趋势，假设收入端结构占比不断提升，2024-2026 年收入占比分别为 19.59/21.26/22.44%，对应较快增速。B+C 端共同驱动，高毛利分部盈利能力持续优化，假设 2024-2026 年毛利率分别为 76.18/76.30/76.37%。

图表62：萤石网络分业务收入预测表

分业务	2023A	2024E	2025E	2026E
智能家居产品				
收入 (百万元)	3959.90	4557.84	5253.37	6078.68
占比	81.82%	79.98%	78.39%	77.19%
YOY	10.09%	15.10%	15.26%	15.71%
毛利	1420.20	1594.09	1858.36	2183.74
毛利率	35.86%	34.97%	35.37%	35.92%
智能家居摄像机				
收入 (百万元)	2989.53	3105.85	3595.51	4201.10
占比	61.77%	54.50%	53.65%	53.35%
YOY	2.99%	3.89%	15.77%	16.84%
智能入户				
收入 (百万元)	505.53	769.34	955.01	1148.12
占比	10.45%	13.50%	14.25%	14.58%
YOY	49.48%	52.18%	24.13%	20.22%
其他 (智能服务机器人/配件等)				
收入 (百万元)	464.84	682.66	702.86	729.46
占比	9.60%	11.98%	10.49%	9.26%
YOY	30.50%	46.86%	2.96%	3.79%
物联网云平台				
收入 (百万元)	856.35	1116.39	1424.80	1767.06
占比	17.69%	19.59%	21.26%	22.44%
YOY	27.79%	30.37%	27.63%	24.02%
毛利	651.59	850.47	1087.12	1349.50
毛利率	76.09%	76.18%	76.30%	76.37%
其他业务				
收入 (百万元)	23.49	24.56	23.62	28.86
占比	0.49%	0.43%	0.35%	0.37%
毛利	2.14	1.94	1.97	2.45
毛利率	9.11%	7.90%	8.33%	8.50%
合计				
收入 (百万元)	4839.74	5698.80	6701.79	7874.60
YOY	12.39%	17.75%	17.60%	17.50%
毛利	2073.93	2446.49	2947.45	3535.70
毛利率	42.85%	42.93%	43.98%	44.90%

资料来源：太平洋证券整理（注：标黄/橙底色为预测数据）

(二) 盈利预测与估值

估值方面，我们选择与公司同属智能家居赛道的科沃斯、石头科技、安克创新、小米集团作为可比公司。考虑到萤石尚处早期的智能服务机器人等业务前景广阔，新入局智能穿戴有望贡献增量，叠加物联网云平台业务加速成长，高盈利能力分部占比持续提升，公司或具备更高的成长潜力，有望更高速释放规模及业绩增长弹性。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 6.45/8.02/9.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/1.02/1.26 元，当前股价对应 PE 分别为 38.13/30.65/24.71 倍。维持“买入”评级。

图表63：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603486.SH	科沃斯	47.59	-63.96	120.21	19.10	15.30	39.03	20.10	16.87	14.63	1.06	2.36	2.81	3.24
688169.SH	石头科技	251.90	73.32	23.47	17.29	17.29	18.14	18.37	15.66	13.35	15.60	13.71	16.08	18.86
300866.SZ	安克创新	81.57	41.22	21.98	20.27	19.15	22.30	22.01	18.30	15.36	3.97	3.71	4.46	5.31
1810.HK	小米集团-W	21.60	606.34	-3.26	20.17	23.85	20.28	31.91	26.56	21.44	0.69	0.68	0.81	1.01
			平均					24.94	23.10	19.35	16.20			
688475.SH	萤石网络	31.23	68.80	14.58	24.40	24.02	44.90	38.13	30.65	24.71	1.00	0.82	1.02	1.26

资料来源：Wind，太平洋证券整理（注：截至 2024 年 10 月 11 日，科沃斯、石头科技、安克创新、小米集团预测采用 wind 一致预期，小米集团货币单位均换算成人民币）

七、 风险提示

1) 数据安全及个人信息保护风险：一方面，公司基本盘业务为智能家居摄像机，受品类属性（需要在居家私密场景下记录信息）影响，消费者易天然产生不信任感。行业隐私泄露问题时有发生，市场生负面舆论或抑制整体市场规模提升，公司亦可能受到波及。另一方面，公司通过萤石物联云平台为 B+C 端用户提供音视频等数据处理服务，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，有数据安全及信息保护风险。

2) 新业务拓展不及预期风险：公司战略孵化智能服务机器人等业务，尚处在发展早期，需要较多研发费用等投入，若对市场需求的趋势研判失误或新产品接受度不及预期，公司经营或面临不利影响。从行业角度看，清洁电器等赛道玩家丰富，竞争压力较大，亦带来不确定性。

3) 全球化经营风险：公司业务覆盖全球多个国家地区，海外不同国家政治、法律、文化等皆有所差异，叠加关税、汇率等宏观经济不确定性因素影响，公司面临全球化经营风险。

4) 原材料价格波动风险：公司智能家居产品所需的主要原材料包括集成电路产品、机电器件、塑胶结构件、五金结构件、光学器件等，面临价格波动风险。若上游集成电路制造业面临较大不利冲击，芯片供应商难以满足智能家居产品研发设计需求，国际关系不确定性因素亦可能造成芯片供求不平衡风险。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,806	4,656	4,915	5,257	5,777
应收和预付款项	750	899	1,059	1,244	1,461
存货	590	695	817	943	1,090
其他流动资产	69	134	140	150	161
流动资产合计	6,216	6,384	6,931	7,594	8,489
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	154	157	162	141	114
在建工程	368	1,218	1,623	2,128	2,715
无形资产开发支出	234	229	296	386	436
长期待摊费用	7	6	6	6	6
其他非流动资产	6,421	6,584	7,144	7,803	8,690
资产总计	7,184	8,193	9,230	10,464	11,961
短期借款	200	0	0	0	0
应付和预收款项	925	1,487	1,749	2,019	2,333
长期借款	228	319	319	319	319
其他负债	969	1,121	1,247	1,408	1,596
负债合计	2,323	2,928	3,316	3,746	4,249
股本	563	563	788	788	788
资本公积	3,336	3,347	3,127	3,127	3,127
留存收益	965	1,359	2,004	2,807	3,802
归母公司股东权益	4,861	5,265	5,915	6,717	7,712
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,861	5,265	5,915	6,717	7,712
负债和股东权益	7,184	8,193	9,230	10,464	11,961

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	736	971	881	1,036	1,260
投资性现金流	-337	-790	-589	-677	-724
融资性现金流	3,168	-352	-33	-16	-16
现金增加额	3,574	-169	259	342	520

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,306	4,840	5,699	6,702	7,875
营业成本	2,738	2,766	3,252	3,754	4,339
营业税金及附加	20	30	35	41	48
销售费用	543	697	845	995	1,171
管理费用	147	161	193	225	262
财务费用	-29	-61	-53	-42	-39
资产减值损失	-30	-11	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	331	572	651	811	1,006
其他非经营损益	1	-4	-1	-2	-2
利润总额	331	568	650	809	1,004
所得税	-2	5	5	7	8
净利润	333	563	645	802	995
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	333	563	645	802	995

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	36.42%	42.85%	42.93%	43.98%	44.90%
销售净利率	7.74%	11.63%	11.32%	11.97%	12.64%
销售收入增长率	1.61%	12.39%	17.75%	17.60%	17.50%
EBIT 增长率	-38.82%	69.06%	16.98%	28.44%	25.87%
净利润增长率	-26.01%	68.80%	14.58%	24.40%	24.02%
ROE	6.86%	10.69%	10.90%	11.94%	12.90%
ROA	4.64%	6.87%	6.99%	7.67%	8.32%
ROIC	5.64%	8.97%	9.45%	10.76%	11.87%
EPS (X)	0.74	1.00	0.82	1.02	1.26
PE (X)	35.04	44.90	38.13	30.65	24.71
PB (X)	3.00	4.80	4.16	3.66	3.19
PS (X)	3.39	5.22	4.32	3.67	3.12
EV/EBITDA (X)	26.61	34.41	28.94	22.56	17.67

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。