

萤石网络（688475.SH）

硬件矩阵&软件升级构筑生态化，未来成长逻辑清晰

2025 年 09 月 05 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2025/9/4
当前股价(元)	32.60
一年最高最低(元)	44.29/24.18
总市值(亿元)	256.73
流通市值(亿元)	133.50
总股本(亿股)	7.88
流通股本(亿股)	4.10
近 3 个月换手率(%)	77.1

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

骆扬（分析师）

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790525050002

● 硬件矩阵&软件升级构筑生态化，未来成长逻辑清晰，首覆给予“买入”评级

公司是国内领先的智能家居硬件与物联云平台服务提供商，以 2+5+N 体系构建 AIoT 一体化生态，硬件&云平台双轮驱动业绩增长。我们认为萤石网络各板块成长逻辑清晰，硬件矩阵&软件升级共同构筑生态化，未来业绩有望稳步增长，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 6.24/7.10/8.45 亿元，对应 EPS 为 0.8/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 41.2/36.2/30.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 竞争优势：2+5+N 打造 AIoT 生态体系，技术渠道持续赋能

技术上，萤石网路起源于海康威视，具备安防视觉技术基础，并持续投入 AI 算法研发，构筑了以视觉能力为特色的技术架构。生产上，公司逐步提升自产占比并建设重庆智能工厂，将有效提升供应链优势。渠道上，公司布局国内外多维度渠道，积极构建多样化终端。

● 智能家居：全球规模与渗透率双增长，物联网云平台成为核心驱动力

全球智能家居市场呈现快速增长态势。Statista 预测 2025 年全球智能家居市场规模增长至 1740 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 为 17.4%。随着人工智能技术的集成和智能家居的普及度上升，预计 2020-2025 年全球智能家居渗透率上升 29.7%。2024 年中国智能家居市场渗透率为 14.5%，与欧美等发达国家相比仍有较大增长空间。其中，艾瑞咨询预测 2025 年中国物联网云平台市场规模将增长至 147 亿元，2020-2025 ECAGR 为 20.4%。

● 未来看点：硬件矩阵&软件升级构筑生态化，成长逻辑清晰

智能家居各细分市场空间广阔，三大产品线成长逻辑清晰。(1) 智能摄像机：萤石的第一增长曲线，历年收入占比 80%+。随着人工智能技术的集成和智能家居的普及度上升，2024 年全球家居安防市场渗透率增长至 22%。凭借其丰富的产品线布局及线上、线下的渠道优势，萤石实现 2025Q1 出货量全球第一,市场份额高达 12.4%。(2) 智能入户：明星业务高速增长中，2024 年智能入户收入同比增长 47.9%至 7.48 亿元，收入占比上升至 13.8%。公司依托在视频与视觉技术的优势，持续强化智能入户产品的视觉能力、AI 能力、和交互能力，产品搭载自主研发的蓝海大模型等实现 AI 能力全面升级，打造差异化产品，品牌知名度迅速攀升。(3) 智能服务机器人：潜力业务积极孵化中，2024 年收入占比仅 3.1%。萤石应对清洁、陪伴、看护等多元化需求布局了家用/商用清洁机器人、陪伴机器人等。随着机器人机械控制、端云协同能力的迭代升级，智能服务机器人将实现人机运动交互，进化成多种角色，提升家庭生活品质。(4) 云平台服务：C 端业务韧性显著，C&B 端持续快速发展。公司为硬件销售积累的用户提供增值服务，云平台订阅和续订的收入模式带来的业务韧性显著，随着用户数增加以及技术丰富进步，C&B 端持续快速发展。

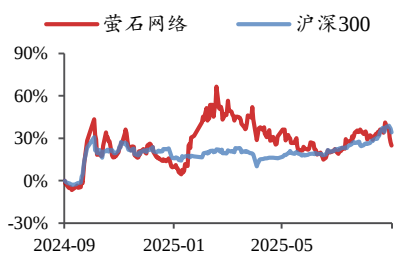
风险提示：行业竞争加剧；智能家居渗透率不及预期；原材料价格大幅上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,841	5,442	6,197	7,134	8,253
YOY(%)	12.4	12.4	13.9	15.1	15.7
归母净利润(百万元)	563	504	624	710	845
YOY(%)	68.9	-10.5	23.7	13.9	19.0
毛利率(%)	42.5	42.1	42.5	43.0	43.4
净利率(%)	11.6	9.3	10.1	10.0	10.2
ROE(%)	10.7	9.2	10.7	11.2	12.3
EPS(摊薄/元)	0.72	0.64	0.79	0.90	1.07
P/E(倍)	45.6	50.9	41.2	36.2	30.4
P/B(倍)	4.9	4.7	4.4	4.1	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 萤石网络：智能家居安防龙头，硬件云服务双轮驱动增长.....	5
1.1、 历史回顾：脱胎于海康威视，产品+云服务构建垂直一体化 AIoT	5
1.2、 股权结构：股权结构较为稳定，员工跟投利益深度绑定.....	5
1.3、 财务表现： 公司营收与盈利能力同步提升，持续加码研发投入.....	6
2、 智能家居：全球规模与渗透率双增长，物联网云平台成为核心驱动力	11
2.1、 智能家居：全球智能家居市场加速扩张，渗透率持续攀升	11
2.2、 物联网云平台：智能物联核心，具备较大发展潜力	15
3、 竞争优势：2+5+N 打造 AIoT 生态体系，技术渠道持续赋能.....	17
4、 未来看点：硬件矩阵&软件升级构筑生态化，成长逻辑清晰.....	21
4.1、 智能摄像机：AI 模型升级+产品创新双轮驱动，品牌布局新兴市场	22
4.2、 智能入户：收入预期+公司核心优势、研发投入+未来发展战略	25
4.3、 服务机器人：机器人业务实现全栈式创新，软硬件协同迭代.....	28
4.4、 云平台服务：布局 B&C 端智能化升级，具备业绩韧性稳步增长	29
5、 盈利预测与投资建议	31
5.1、 关键假设	31
5.2、 盈利预测与估值	32
6、 风险提示	33
附：财务预测摘要	34

图表目录

图 1： 公司脱胎于海康威视，产品+云服务构建 AIoT.....	5
图 2： 公司股权结构较为稳定，大股东海康威视持股 48%	6
图 3： 员工跟投利益深度绑定，激励范围较广.....	6
图 4： 2020-2024 年营业收入稳步增长	6
图 5： 主营业务收入持续增长	7
图 6： 云平台服务收入占比提升，带动整体毛利率改善.....	7
图 7： 家居摄像机/智能入户同比稳健增长	7
图 8： 2020-2024 年海外市场营收 CAGR 为 38.5%.....	8
图 9： 2020-2024 年海外市场营收占比稳健提升	8
图 10： 2020-2024 年线下与线上营收稳步提升	8
图 11： 2020-2024 年智能家居产品销售渠道占比	8
图 12： 2020-2025 年 H1 毛利率及净利率稳步上升	9
图 13： 2020-2024 年销售费用率及研发费用率大幅上升	9
图 14： 2020-2024 年归母净利润 CAGR 为 11.5%.....	10
图 15： 2020-2025 年 H1 净利率小幅波动	10
图 16： 2020-2024 年公司存货周转率保持稳定	10
图 17： 2020-2024 年公司应收账款周转天数/率小幅波动	10
图 18： 2020-2025 年 H1 经营活动现金流增长明显	11
图 19： 预计 2020-2025E 全球智能家居 CAGR 为 17.4%	12
图 20： 预计 2020-2025E 中国智能家居 CAGR 为 20.2%	12
图 21： 2020-2025 年全球智能家居渗透率稳步上升	12
图 22： 智能家居涵盖六大细分市场，应用场景有望不断丰富.....	13

图 23: 预计 2020-2025E 全球家居安防 CAGR 为 17.2%	13
图 24: 预计 2020-2025E 中国家居安防 CAGR 为 19.9%	13
图 25: 预计 2020-2025E 全球智能家电 CAGR 为 18.7%	14
图 26: 预计 2020-2025E 中国智能家电 CAGR 为 20.7%	14
图 27: 预计 2020-2025E 全球智能家电 CAGR 为 18.5%	14
图 28: 预计 2020-2025E 中国智能家电 CAGR 为 18.8%	14
图 29: 物联网云平台是智能物联的核心, 商业模式多元	15
图 30: 预计 2025 年中国生活领域物联网云平台设备连接 26 亿台	16
图 31: 预计 2025 年中国生活领域物联网云平台市场规模 147 亿元	16
图 32: 物联网云平台竞争玩家多样化, 各派系各有优势	16
图 33: 公司 2+5+N 打造 AIoT 生态体系	17
图 34: 萤石云视频活跃用户数量和设备接入数量领先	17
图 35: 萤石网络研发费用率高于行业平均	18
图 36: 萤石网络 AI 算法识别水平优于行业平均	18
图 37: 2024 年萤石发布蓝海大模型	19
图 38: 基于蓝海大模型, 萤石构建 AI 技术中台	19
图 39: 2019-2022 年自主生产比例稳步提升	20
图 40: 22019-2024 年智能单品毛利率稳步提升	20
图 41: 智能家居以线下渠道为主, 线上渠道稳步发展	20
图 42: 线下经销商贡献智能家居主要收入	20
图 43: 多层次渠道结构推动渠道下沉, 积极建设多样化终端	21
图 44: 2024 年公司新增 100 项专利	22
图 45: 2024 年公司发布 MoE 具身大模型萤石蓝海大模型	22
图 46: 智能家居摄影机收入持续增长	22
图 47: 智能家居摄像机销量呈现稳健增长态势	22
图 48: 2024 年公司发布年轻化子品牌睛小豆	25
图 49: 2024 年公司发布宠物看护可移动摄像机 TAMO	25
图 50: 2020-2024 年智能入户 CAGR 高达 29.5%	25
图 51: 智能入户销售量稳步增长	25
图 52: 2025 年 5 月萤石网络推出全新 Y5000 系列智能锁	28
图 53: 2024 年萤石发布智能商用清洁机器人 BS1	28
图 54: 2024 年萤石发布智能陪护机器人萤宝 RK3	28
图 55: 公司云服务收入 2020-2024 年 CAGR 为 26.1%	29
图 56: 2024 年萤石/小米连接设备数分别为 3.1/9.0 亿台	29
图 57: 2024 年公司云平台服务 C 端、B 端收入分别占 49.1%/50.9%	30
图 58: 公司 B 端和 C 端云服务用户数量持续快速增长	30
表 1: 萤石网络逐步构建萤石蓝海大模型	18
表 2: 生产模式逐步转为以自主生产为主	19
表 3: 各品牌室内摄像头畅销款及双摄款主要技术指标	23
表 4: 各品牌室外摄像头畅销款及双摄款主要技术指标	24
表 5: 主流品牌智能门锁关键性能指标对比分析	26
表 6: 各品牌智能门锁热销款主要技术指标	27
表 7: 萤石网络 B 端和 C 端业务双轮驱动业绩稳步增长	30
表 8: 预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 6.24/7.10/8.45 亿元 (单位: 亿元)	31

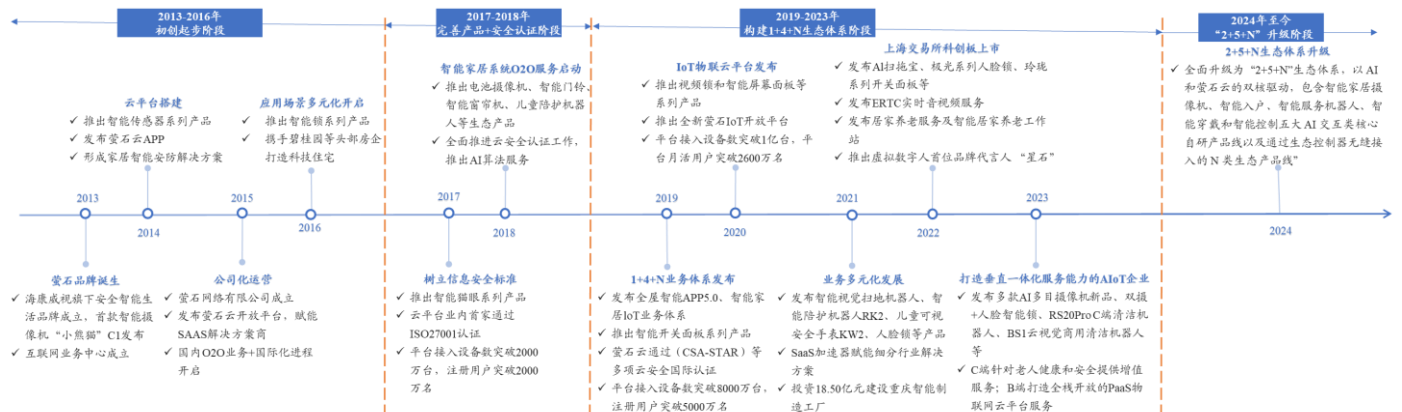
表 9：萤石网络仍处于快速发展期，未来成长逻辑清晰.....	32
--------------------------------	----

1、萤石网络：智能家居安防龙头，硬件云服务双轮驱动增长

1.1、历史回顾：脱胎于海康威视，产品+云服务构建垂直一体化 AIoT

公司脱胎于海康威视，是国内领先的智能家居硬件与物联云平台服务提供商，公司发展历程主要分为 4 个阶段：（1）初创起步阶段（2013-2016 年）：2013 年海康威视成立智能生活品牌萤石并于 2015 年设立公司化运营。（2）完善产品和安全认证阶段（2017-2018 年）：发展初期，公司推出多款智能摄像机、智能入户产品，并推进云安全认证工作。（3）构建 1+4+N 生态体系阶段（2019-2023 年）：2019 年，公司发布了 1+4+N 生态体系，以物联网云平台为基础，发展了智能摄像机，智能入户，智能服务机器人和智能控制四大自研核心产品线，结合其他生态合作产品，打造了 1+4+N 产品生态体系。在业务多元化发展下，于 2022 年成功上市并持续打造垂直一体化服务能力的 AIoT 企业。（4）2+5+N 生态体系升级阶段（2024 年至今）：2024 年上半年，萤石生态体系全面升级为“2+5+N”，以 AI 和萤石云的双核驱动，包含智能家居摄像机、智能入户、智能服务机器人、智能穿戴和智能控制五大 AI 交互类核心自研产品线以及通过生态控制器无缝接入的 N 类生态产品线，正式进入“AI+”阶段。

图1：公司脱胎于海康威视，产品+云服务构建 AIoT

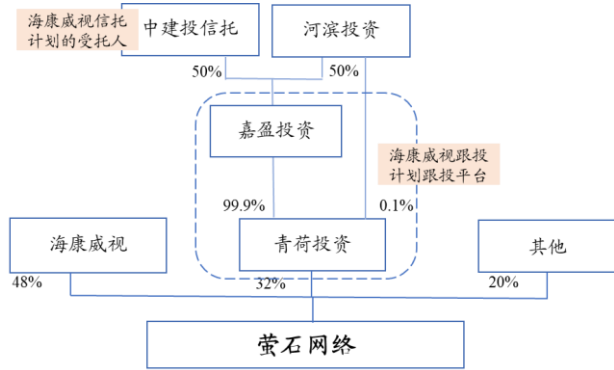


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构较为稳定，员工跟投利益深度绑定

公司股权结构较为稳定，大股东海康威视持股 48%，员工跟投利益深度绑定。截至 2024/06/30，第一大股东海康威视直接持股 48%，赋能技术研发、云平台业务等资源。第二大股东青荷投资持股 32%，为核心员工跟投计划跟投平台，深度绑定核心员工利益，实现共同发展。其中萤石网络董监高及核心技术人员持股 3.5%，萤石网络及其控制的企业的员工持股 4.4%，员工激励范围较广。

图2：公司股权结构较为稳定，大股东海康威视持股 48%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：员工跟投利益深度绑定，激励范围较广

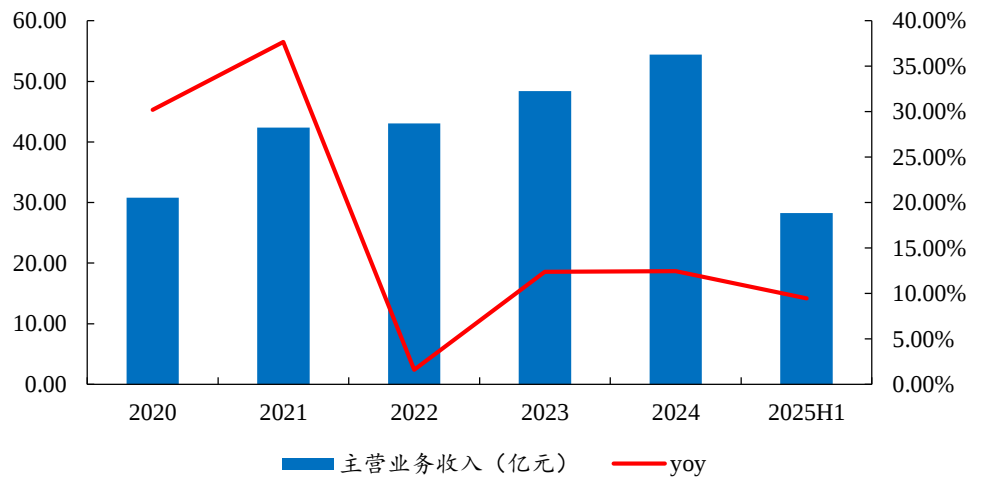
持有人分类	持有跟投计划比例	持有公司股权比例
萤石网络董事、监事、高级管理人员及核心技术人员	10.9%	4.4%
萤石网络及其控制的企业的员工	13.8%	5.5%
海康威视董事及高级管理人员	18.3%	7.3%
海康威视及其控制的其他企业的员工	56.9%	22.8%
合计	100.0%	40.0%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

1.3、财务表现：公司营收与盈利能力同步提升，持续加码研发投入

公司持续向好，营收与盈利水平保持稳健提升。公司不断推出有竞争力的产品，持续拓展和优化境内外渠道建设，2020-2024 年萤石网络营业收入稳健增长。公司营收由 2020 年 30.79 亿元升至 2024 年 54.42 亿元，期间 CAGR 为 15.3%。受新冠疫情影响，公司 2022 年营业收入同比微增 1.61%，增速不及预期。展望 2025 年，随着银发经济与宠物经济双轮驱动，公司战略性布局新兴市场智能儿童、养老看护、宠物监护赛道，公司业务有望迎来加速发展期。2025H1 萤石网络营业收入同比增长 9.45% 至 28.27 亿元，净利润同比增长 7.4% 至 3.02 亿元。

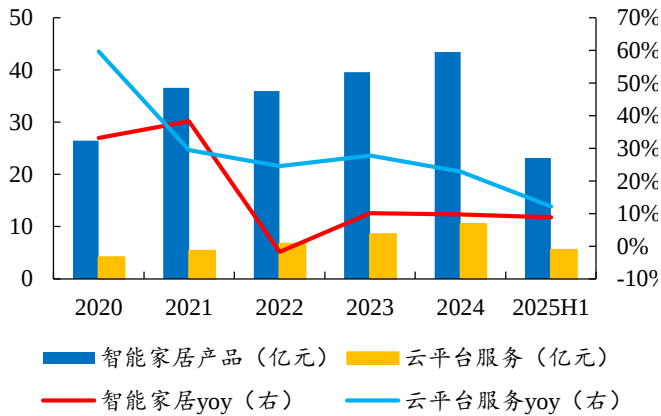
图4：2020-2024 年营业收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

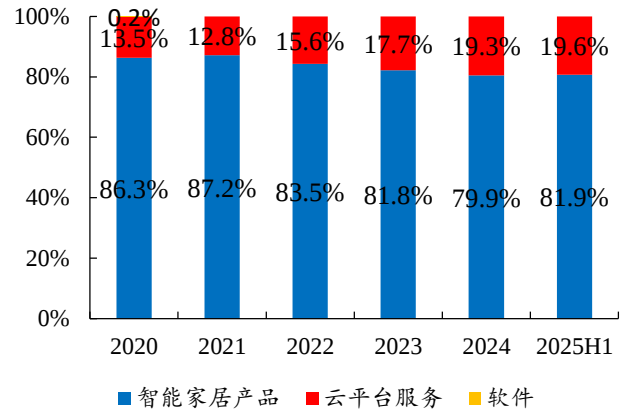
公司主营业务收入包括智能家居产品及物联网云平台。2024 年智能家居产品收入同比增幅为 9.8%，收入占比下滑至 79.8%。2024 年物联网云平台收入同比增幅为 22.9%，收入占比上升至 19.3%。主要得益于公司的设备接入数和用户数量不断增加、云增值服务产品不断丰富，同时行业端 PaaS 开放平台能力不断强化。

图5：主营业务收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

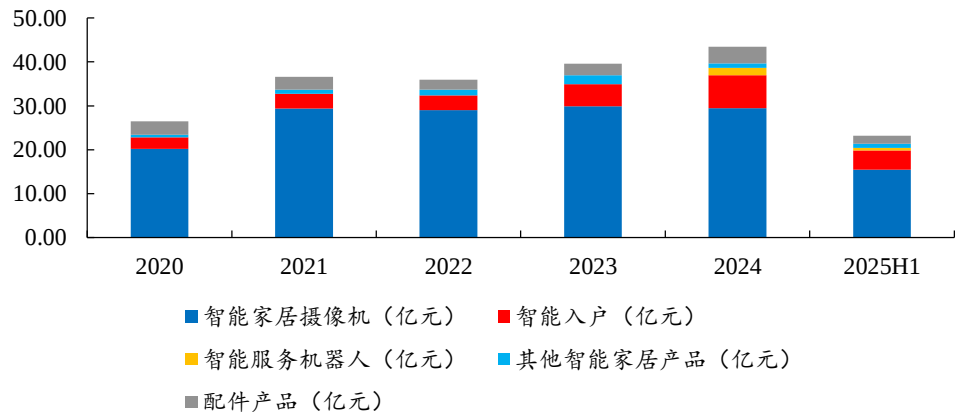
图6：云平台服务收入占比提升，带动整体毛利率改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020-2024 年智能家居细分产品发生结构性变化。公司积极拓展智能入户、智能服务机器人等新品市场，持续提高智能新品在境内外的市场渗透率及品牌影响力。从细分业务来看,2024 年智能入户/智能服务机器人营收占比分别上升 3.3pct/3.0pct。近年来，主营业务智能家居摄像机/智能入户实现稳健增长。2024 年智能入户业务成为公司的明星业务及第二增长曲线，实现营收同比增长 47.9%。

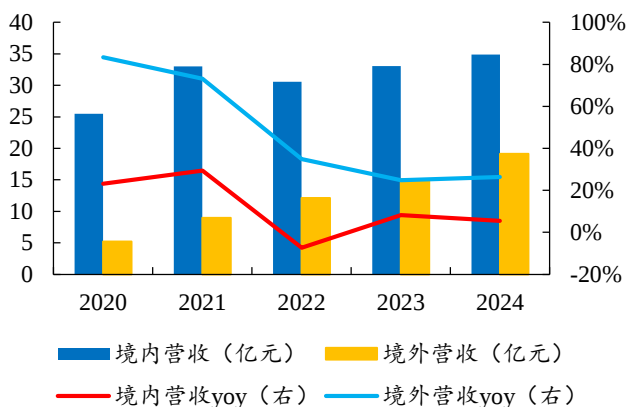
图7：家居摄像机/智能入户同比稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

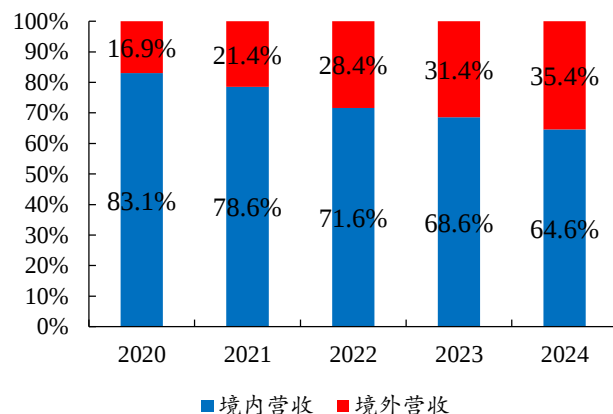
分区域看，国内与海外营收稳定增长，其中海外市场收入贡献度持续提升。公司持续开拓海外新区域和新客户，采取因地制宜的本地化策略，完善渠道生态体系，推动境外业务从单品类向多品类拓展，收入结构更加均衡稳健。中国大陆/境外营收由 2020 年 25.49/5.19 亿元增长至 2024 年 34.87/19.12 亿元，CAGR 为 8.1%/38.5%。海外收入增长较中国大陆收入增长略快，2024 年中国境内/境外营收占比为 64.6%/35.4%。

图8：2020-2024 年海外市场营收 CAGR 为 38.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

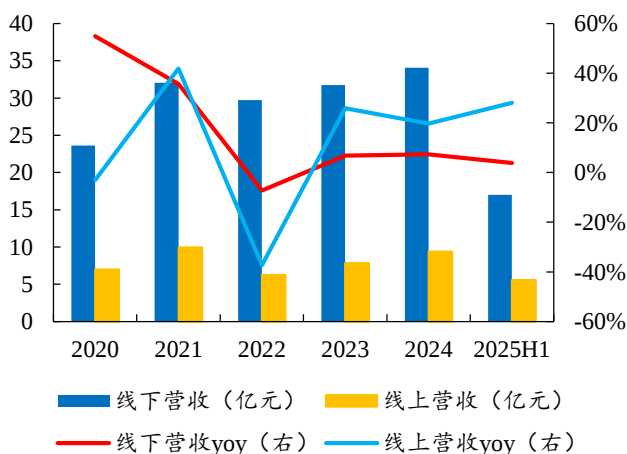
图9：2020-2024 年海外市场营收占比稳健提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

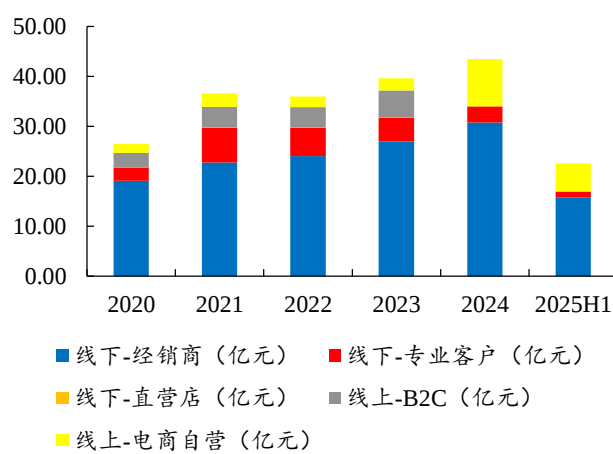
分渠道看，线下与线上营收稳定增长。2024 年线下与线上营收同比增长 7.3%/19.7%。2024 年线下/线上营收占比为 62.6%/37.4%，2020-2024 年 CAGR 为 9.6%/7.6%。2020-2024 年，线下销售为公司主要销售渠道，其中经销收入占比较高，得益于经销商的地域和专业优势，以及公司长期重视线下渠道建设。同时线上营收贡献占比缓慢提升。

图10：2020-2024 年线下与线上营收稳步提升



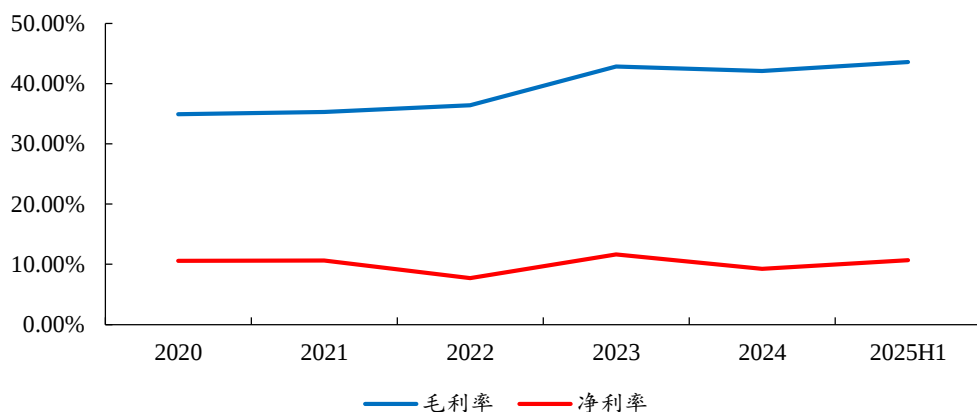
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2020-2024 年智能家居产品销售渠道占比



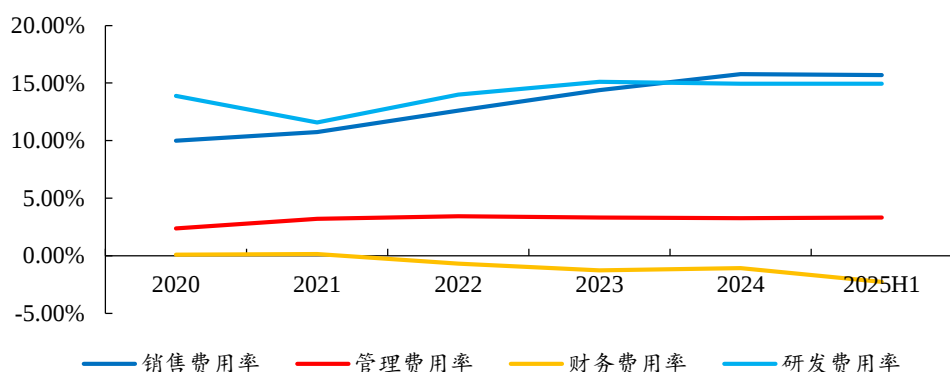
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020-2025 年 H1 公司毛利率及净利率平稳增长。销售毛利率方面，公司毛利率由 2020 年 34.94% 上升至 2024 年 42.08%，增幅 7.14pct。2025H1，毛利率小幅上升至 43.59%。受益于公司优化供应链管理，原材料成本下降，高毛利的物联网云平台业务、境外业务占比提升，渠道结构和产品结构优化等因素，2023 年毛利率同比上升 6.44pct 至 42.85%。公司积极拓展智能新品市场，因毛利率较低且营销投入加大，2024 年毛利率下滑 0.77pct。销售净利率方面，公司净利率由 2020 年 10.60% 下降至 2024 年 9.26%，增幅 -1.34%。受毛利率承压、营销及研发投入增加等因素，2024 年公司净利率同比下降 2.37pct 至 9.26%。2020-2024 年，毛利率升幅超过净利率的主要原因在于期间费用率的上升，其中销售费用率上升 5.77pct，研发费用率上升 1.06pct。2025H1，净利率小幅上升至 10.70%。

图12：2020-2025 年 H1 毛利率及净利率稳步上升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

研发投入持续加码，销售费率战略性攀升。公司期间费用率由 2020 年 26.4% 上升至 2024 年 32.9%，增幅 6.53pct，2025H1 各项费用率保持稳定。2024 年销售费用率上升至 15.8%，2020-2024 年增幅为 5.77pct，主要系公司持续推进境内外零售渠道建设，同时，公司新拓展的智能新品尚处于前期市场建设阶段，各项营销费用投入有所加大。2020-2024 年管理费用率分别为 2.4%/3.2%/3.4%/3.3%/3.3%，基本保持稳定。2024 年研发费用率上升至 15.0%，2020-2024 年增幅为 1.06%，主要系公司持续聚焦核心优势，夯实技术研发，不断加大新产品、新工艺的研发投入，与研发活动相关的费用均有增加；同时，研发人员人数与总薪酬有所增加。2020-2024 年财务费用率由 0.1% 下降至 -1.1%，主要系欧元对人民币汇率走低，导致汇兑损失增加。总体来看，费用管控能力稳步提升，研发费率因新品及技术创新主动加码，销售费率因销售渠道与品牌知名度建设战略性上升。

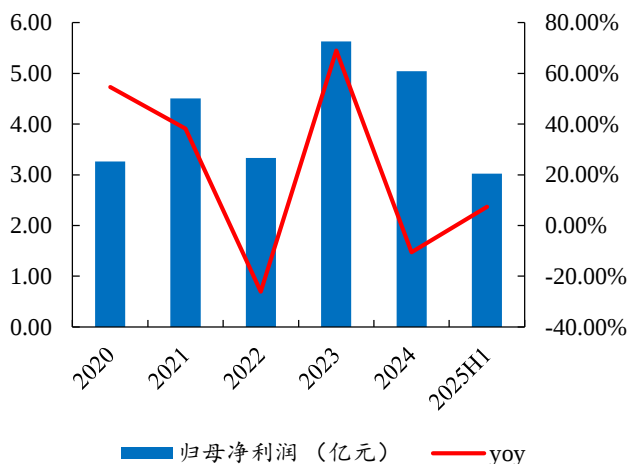
图13：2020-2024 年销售费用率及研发费用率大幅上升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024 年归母净利润因新品研发及市场推广投入暂时承压。受益于公司在技术研发、产品创新及全域渠道建设方面的持续投入，叠加全球品牌影响力的不断提升，公司归母净利润实现稳步增长。公司归母净利润由 2020 年 3.26 亿元上升至 2024 年 5.04 亿元，期间 CAGR 为 11.5%。受新冠疫情影响，2022 年归母净利润同比下滑 26.10%，经营业绩承压明显。随着新冠疫情消退，2023 年公司归母净利润同增 69.01%

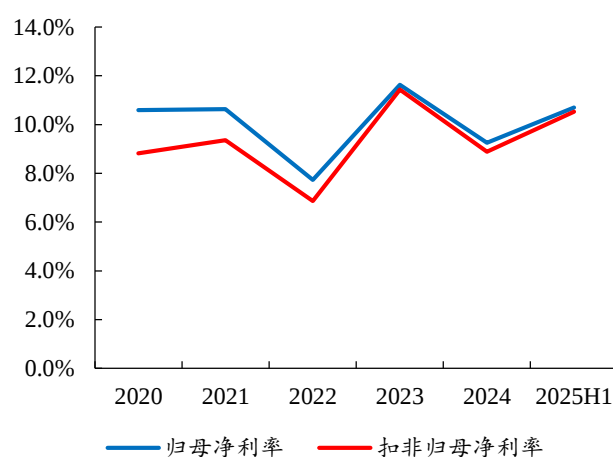
至 5.63 亿元，主要系公司精益化的供应链管理，原材料成本下降，物联网云平台业务、境外业务占比提升，渠道结构和产品结构优化等多方面综合因素。2024 年公司归母净利润下滑 10.48%，主要系公司新拓展的智能新品尚处于前期市场建设阶段，各项营销费用投入有所加大。2025H1，公司归母净利润同比增长 7.4% 至 3.02 亿元。2020-2025 年 H1，归母净利率为 10.6%/10.6%/7.7%/11.6%/9.3%/10.7%，扣非归母净利率为 8.8%/9.4%/6.9%/11.4%/8.9%/10.5%，整体保持稳定。

图14：2020-2024 年归母净利润 CAGR 为 11.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

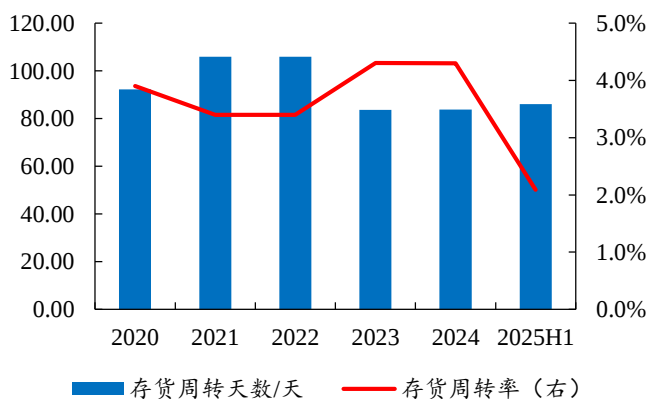
图15：2020-2025 年 H1 净利率小幅波动



数据来源：公司公告、开源证券研究所

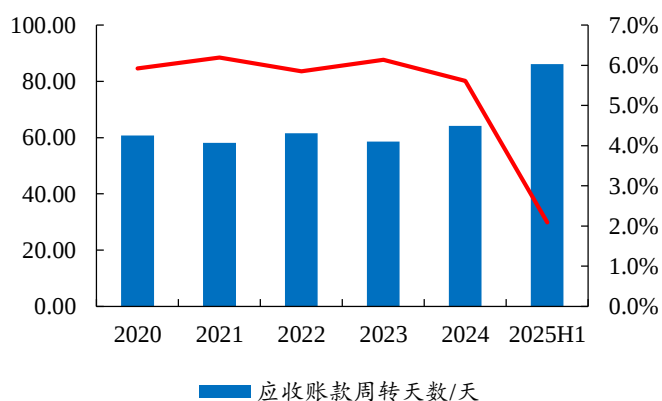
公司存货管理能力稳定，运营效率呈上升趋势。存货周转天数由 2020 年 92 天下降至 2025 年 H1 86 天，主要系公司灵活调整备货策略，加速呆滞库存处理，存货结构持续优化，产能利用率与供应链效率双提升。2020-2024 年，存货周转率上升 0.4%，库存管理能力优秀。2020-2025 年 H1 公司应收账款周转天数、应账款周转率小幅波动。2024 年应收账款周转天数上升至 64 天，主要系（1）2024 年公司持续拓展境内外渠道销售；（2）2024 年 Q4 电商自营平台等销售增速提升，导致信用期内应收账款账面余额增加。

图16：2020-2024 年公司存货周转率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

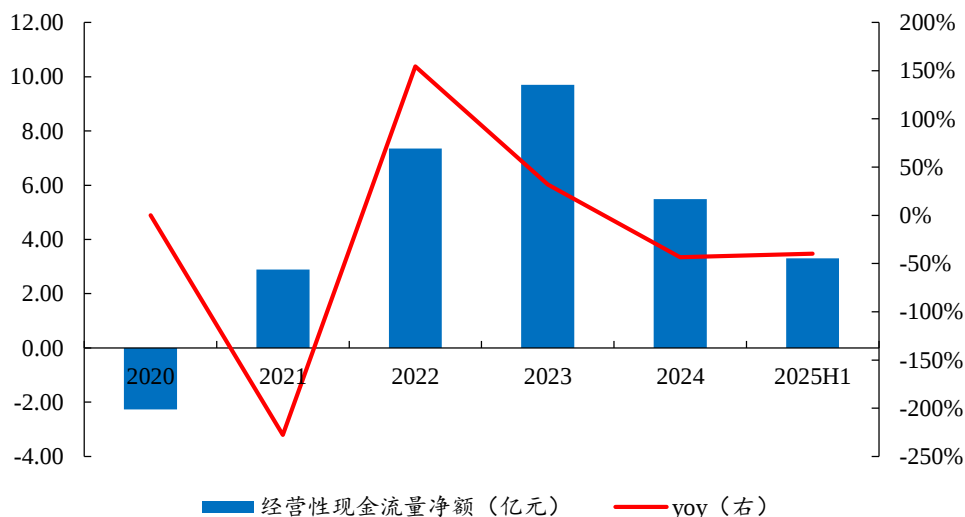
图17：2020-2024 年公司应收账款周转天数/率小幅波动



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司运营能力健康，现金流充裕。2023 年经营活动产生的现金流量净额 9.71 亿元，同比增长 31.9%，主要系公司推进精益管理，积极调整备货策略，购买商品支付的现金相应减少所致。2024 年公司经营性现金流量净额为 5.48 亿元，同比下降 43.50%，主要系采购商品、接受劳务支付的现金增加，属于正常经营现象。

图18：2020-2025 年 H1 经营活动现金流增长明显



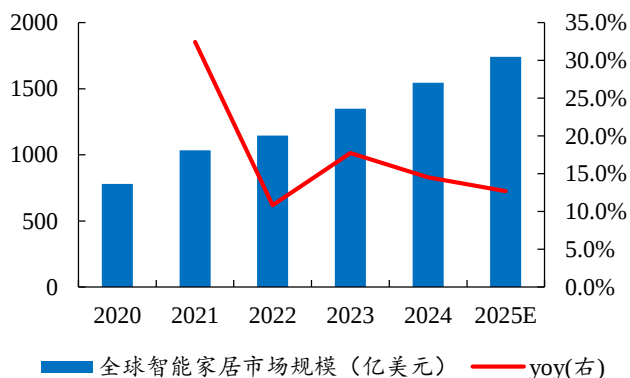
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、智能家居：全球规模与渗透率双增长，物联网云平台成为核心驱动力

2.1、智能家居：全球智能家居市场加速扩张，渗透率持续攀升

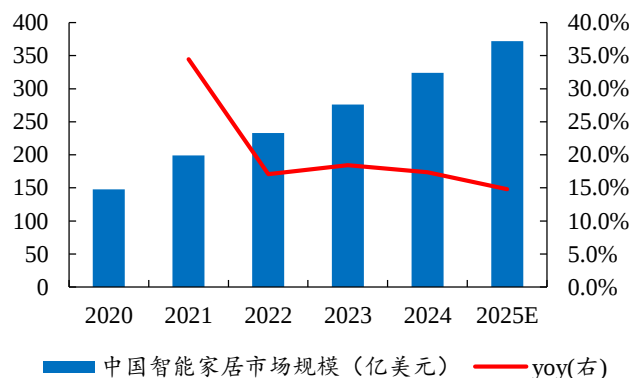
全球智能家居市场呈现快速增长态势。智能家居指以住宅为平台，利用互联网通讯技术、智能控制技术、音视频技术等将家居有关的设施自动化和集成化，构建了高效的住宅设施管理系统，主要覆盖家居安防、智能家电、控制与链接等六大细分市场。从全球智能家居细分市场来看，智能家电占比 39%，其次是控制与连接设备(21%)和家居安防(15%)。与全球均衡格局不同，中国智能家居市场呈现显著的"重硬件、轻软件"特征，智能家电占比高达 81%，而控制与连接类产品仅占 10%。根据 Statista 分析及预测，2020 年全球智能家居市场规模 780 亿美元，预计 2025 年将增长至 1740 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 为 17.4%。2025 年中国市场规模预计达到 8526 亿元，2020-2025 年 ECAGR 为 20.2%。随着人工智能技术的集成和智能家居的普及度上升，预计 2020-2025 年全球智能家居渗透率上升 29.7%。

图19：预计 2020-2025E 全球智能家居 CAGR 为 17.4%



数据来源：Statista、开源证券研究所

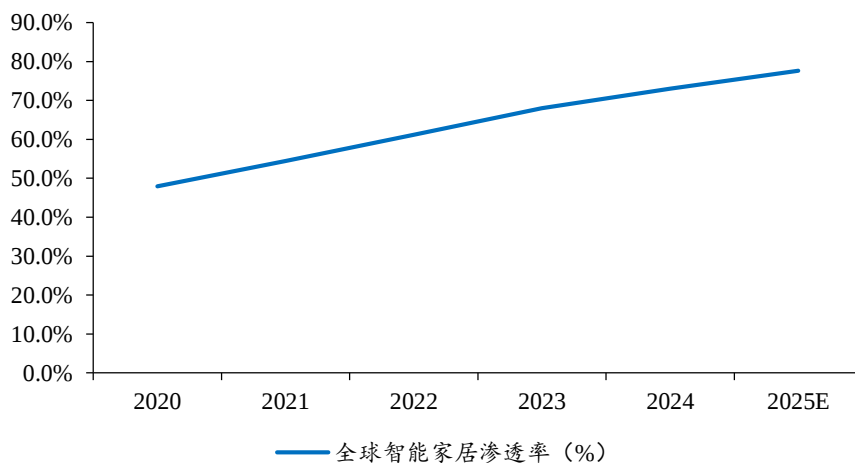
图20：预计 2020-2025E 中国智能家居 CAGR 为 20.2%



数据来源：Statista、开源证券研究所

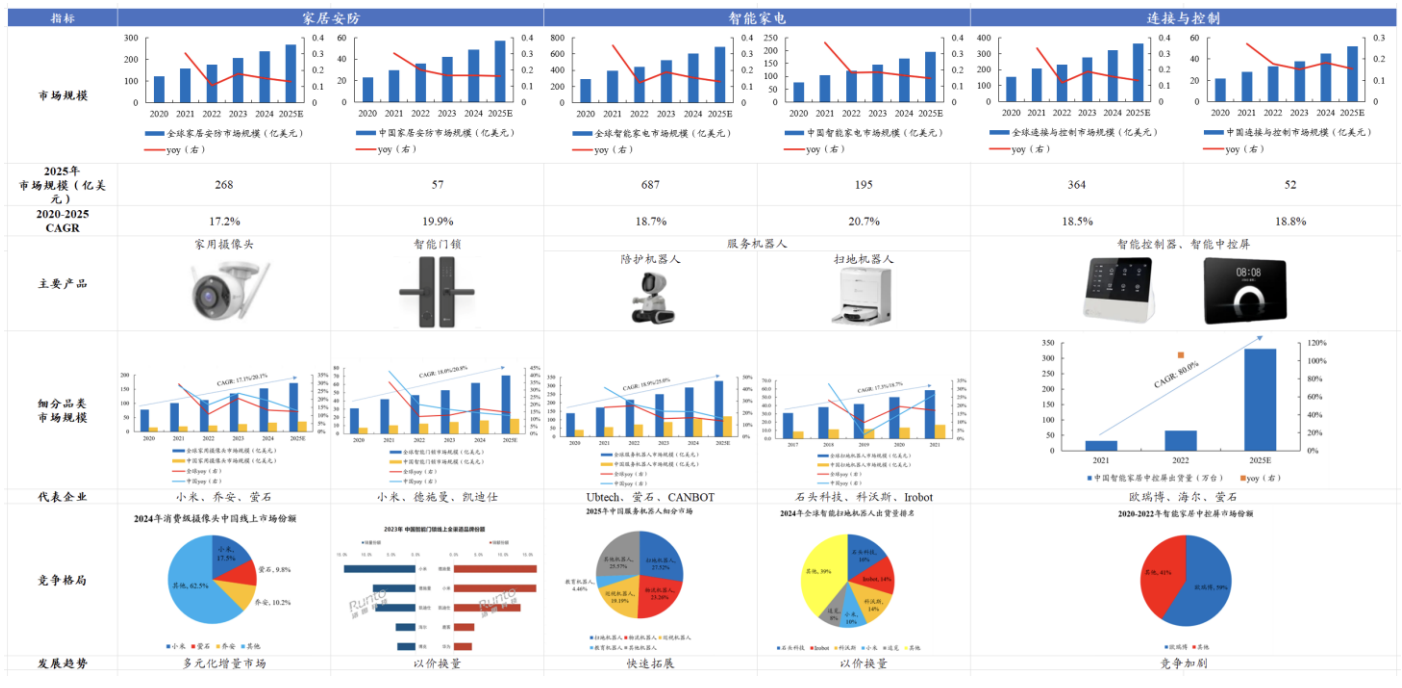
全球智能家居渗透提速，中国增长空间显著。随着人工智能技术的集成和智能家居的普及度上升，Statista 分析及预测 2020 至 2025 年全球智能家居渗透率上升 29.7%。2024 年中国智能家居市场渗透率为 14.5%，与欧美等发达国家相比仍有较大增长空间。从细分市场来看，2024 年全球控制与连接设备市场渗透率高达 36%，其作为系统“中枢神经”的普及优势显著。2024 年全球智能家电和家居安防市场渗透率分别为 28%/22%。

图21：2020-2025 年全球智能家居渗透率稳步上升



数据来源：Statista、开源证券研究所

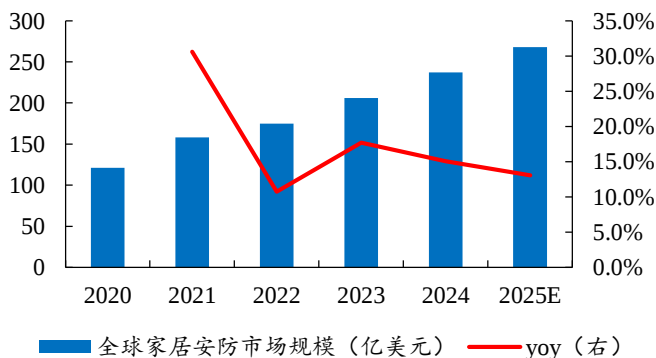
图22：智能家居涵盖六大细分市场，应用场景有望不断丰富



数据来源：Statistics、IDC、Euromonitor、洛图科技、弗若斯特沙利文、前瞻产业研究院、开源证券研究所

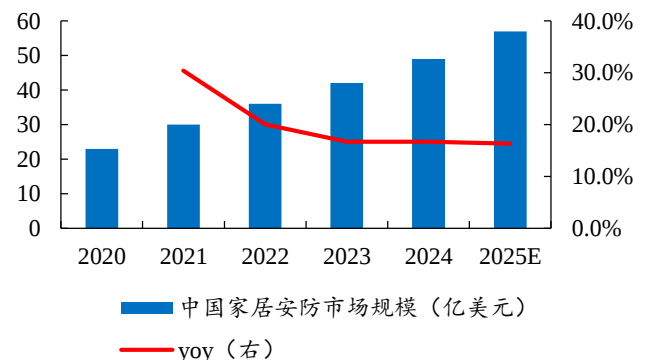
智能安防家居市场快速增长。安全防护类智能家居通过智能监控和报警系统，实时监测家庭环境，及时预警异常，保障居家安全。得益于人口老龄化和公众安全意识的提升，该市场正在迅速发展，Statista 分析及预测 2025 年家居安防全球、中国市场规模分别为 278/59 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 分别为 17.2%/19.9%，其主要产品覆盖家用摄像头、智能门锁等。其中，Statista 预测 2025 年全球/中国家用摄像头市场规模分别为 172/71 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 分别为 17.1%/20.1%。2025 年 Q1，萤石领跑出货量榜单，全球/中国消费级摄像头厂商份额分别为 12.4%/25.6%。中国线上消费级摄像头品牌集中度较低，2024 年小米市占率 17.5%，萤石市占率 9.8%，市场呈现多元化增长态势。Statista 预测 2025 年全球/中国智能门锁市场规模分别为 109/30 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 分别为 18.0%/20.8%。

图23：预计 2020-2025E 全球家居安防 CAGR 为 17.2%



数据来源：Statista、开源证券研究所

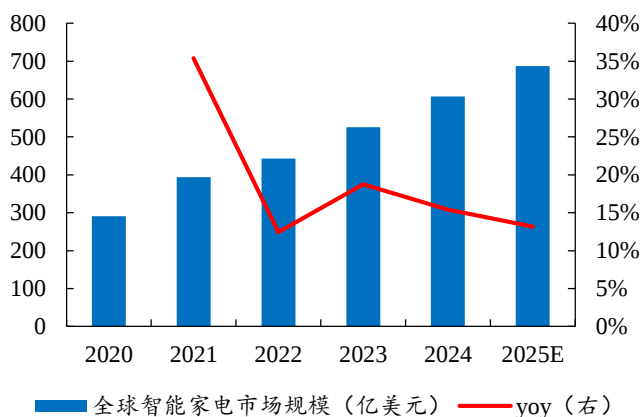
图24：预计 2020-2025E 中国家居安防 CAGR 为 19.9%



数据来源：Statista、开源证券研究所

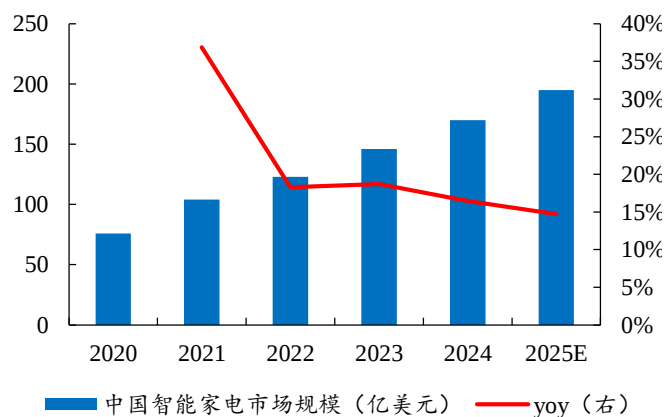
智能家电市场规模稳步扩大。消费者对智能家居的认知度和接受度持续提升，推动智能家电市场需求稳步增长，预计 2025 年智能家电全球、中国市场规模分别为 687/195 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 分别为 18.7%/20.7%，主要产品覆盖服务、扫地、陪护机器人等。人口老龄化、消费升级、AI 技术进步等因素驱动服务机器人营收持续增长，Statista 预测 2025 年全球/中国服务机器人市场规模分别为 328/118 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 为 18.9%/24.9%，市场 CR5 超 50%，竞争激烈，企业采取以价换量战略。

图25：预计 2020-2025E 全球智能家电 CAGR 为 18.7%



数据来源：Statista、开源证券研究所

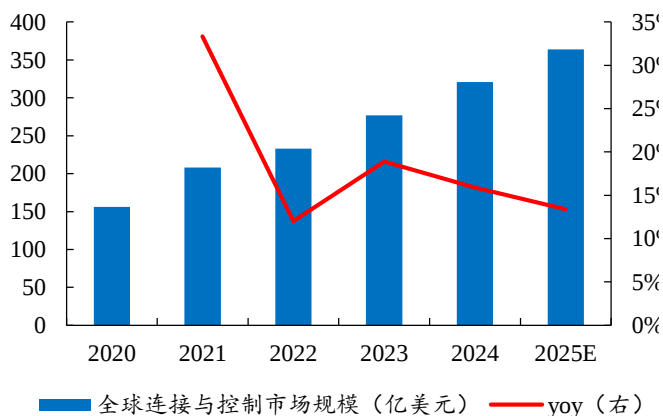
图26：预计 2020-2025E 中国智能家电 CAGR 为 20.7%



数据来源：Statista、开源证券研究所

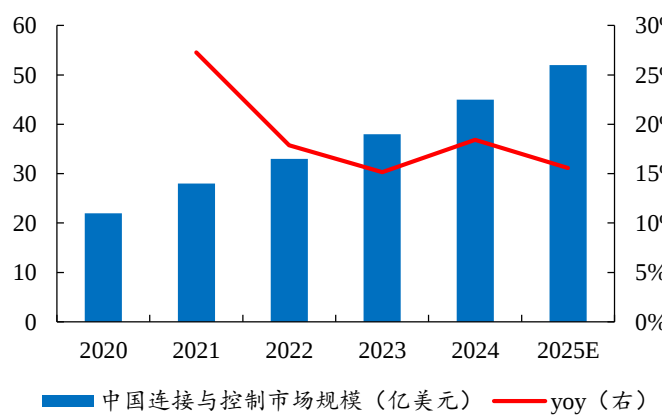
智能连接与控制市场迈入高速发展阶段。随着精装修项目的普及和智能家居方案成本的下降，智能连接与控制市场进入加速成长期，Statista 预测 2025 年连接与控制全球、中国市场规模分别为 364/52 亿美元，2020-2025 年 ECAGR 分别为 18.5%/18.8%，主要产品覆盖智能控制器、智能中控屏。

图27：预计 2020-2025E 全球智能家电 CAGR 为 18.5%



数据来源：Statista、开源证券研究所

图28：预计 2020-2025E 中国智能家电 CAGR 为 18.8%



数据来源：Statista、开源证券研究所

2.2、物联网云平台：智能物联核心，具备较大发展潜力

物联网云平台是智能物联的核心，具备较大发展潜力。云服务一般可分为三个层面，分别是 IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）、SaaS（软件即服务）。物联网是云服务的重要应用场景，而衍生出的物联网云平台是 PaaS 层云服务平台，主要以基础设施定位，向下适配终端接入，向上整合行业应用。未来随着中国物联网设备连接逐年增长至 2025 年的 150 亿个，应用领域逐步拓展，数据资源积累，分析能力提升，物联网云平台具备较大发展潜力。

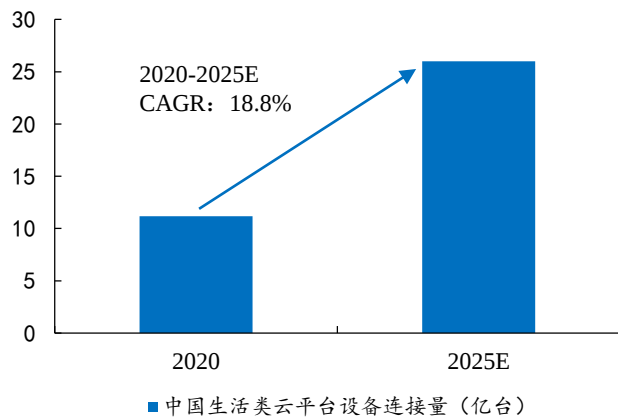
图29：物联网云平台是智能物联的核心，商业模式多元



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

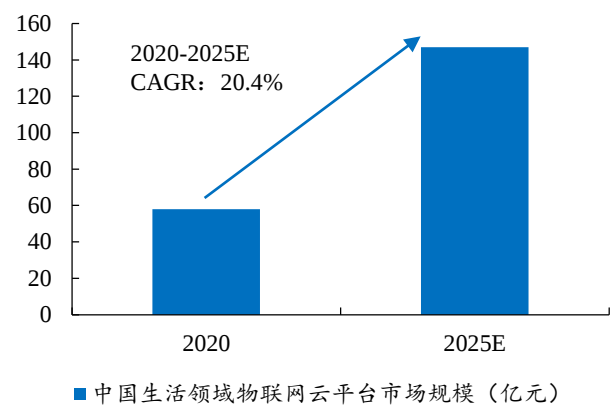
生活领域物联网设备云平台市场规模将快速增长。根据艾瑞咨询统计，2020 年中国生活领域物联网云平台设备连接量超 11 亿台，预计 2025 年将增长至 26 亿台，2020-2025ECAGR 为 18.40%。2020 年中国生活领域物联网云平台市场规模 58 亿元，预计 2025 年将增长至 147 亿元，2020-2025ECAGR 为 20.4%。

图30：预计 2025 年中国生活领域物联网云平台设备连接 26 亿台



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

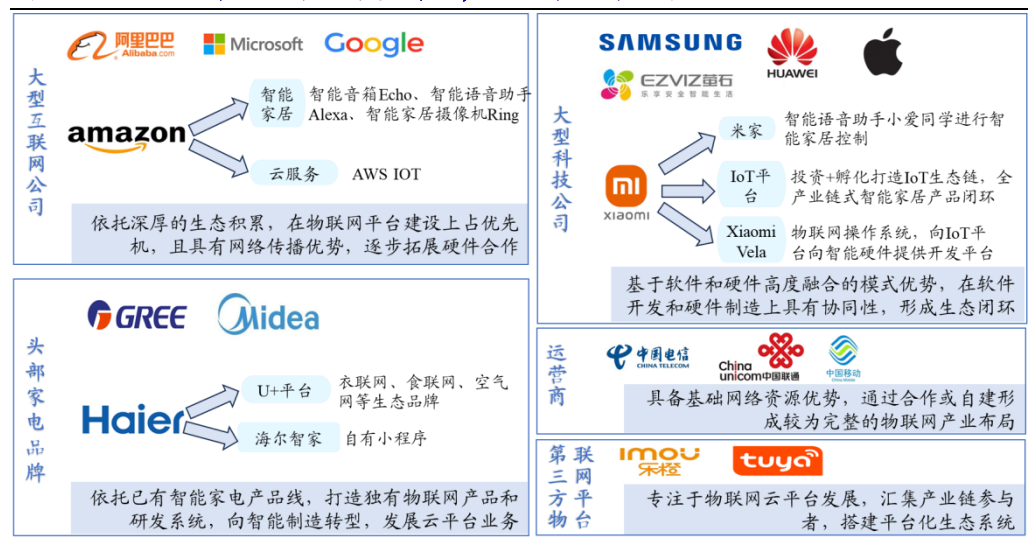
图31：预计 2025 年中国生活领域物联网云平台市场规模 147 亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

物联网云平台竞争玩家多样化，头部家电品牌、科技公司、互联网平台公司布局智能家居赛道。物联网云平台市场可分为垂类专业型、水平通用型两类企业，其中水平通用型包括阿里云、腾讯云等基础运厂商，华为云、中国联通等通信领域厂商；垂类专业型包括智能生活、商业物联网、工业物联网、供应链物联网及车联网。其中智慧生活云平台的主要玩家包括（1）以美的、海尔为代表的头部家电品牌，采用设备闭环模式，依托已有的智能家电产品线，打造独有的物联网产品并构建物联网云平台；（2）以小米、华为、萤石为代表的科技公司，采用全链路生态模式，具备软件和硬件高度融合的模式优势，形成生态闭环；（3）以阿里巴巴、Amazon 为代表的互联网公司，基于自身深厚的用户积累，搭建开发物联网平台并不断拓展硬件领域合作范围；以及三大运营商、第三方物联网平台等。

图32：物联网云平台竞争玩家多样化，各派系各有优势



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、竞争优势：2+5+N 打造 AIoT 生态体系，技术渠道持续赋能

优势一：2+5+N 产品体系构建 AIoT 一体化生态体系。公司以 AI 和萤石云为基石，发展“智能家居+物联网云平台”的双主业，智能家居体系以先进视觉技术为核心，发展五大核心产品线，并且结合其他生态合作产品打造智能家居生态体系；而物联网云平台提供差异化技术方案，并具备持续的盈利能力，其活跃用户数量和视频垂类设备接入量处于市场领先地位，根据各公司披露，2024 年末，萤石网络智能家居应用萤石云视频活跃用户数量达 6500 万，仅次于小米的米家应用 8910 万位列第二；截止到 2024 年末，萤石网络 IoT 设备接入数超过 3 亿，其中视频类设备超过 2.5 亿。公司兼具核心硬件品类优势和全链路生态优势，是行业内少有的从硬件设计研发制造到物联云平台，具备完整垂直一体化服务能力的 AIoT 企业。

图33：公司 2+5+N 打造 AIoT 生态体系



资料来源：公司公告

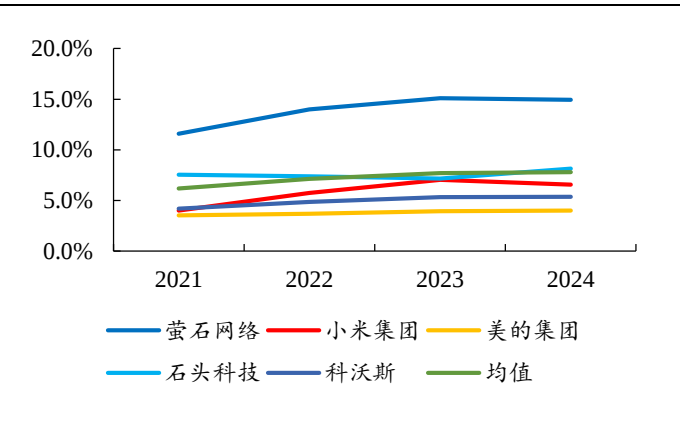
图34：萤石云视频活跃用户数量和设备接入数量领先

主要指标	萤石网络	小米	华为
APP	萤石云视频	米家	智慧生活
APP月活跃用户数量（2024 年末）（万）	6500	8910	5452
设备接入数量（2024年）（亿台）	3.09	8.61	10.00
视频设备接入数量（2024 年末）（亿台）	2.5	-	-

数据来源：艾瑞咨询、QuestMobile、公司公告、开源证券研究所

优势二：海康威视视觉技术基础叠加持续 AI 探索，构筑特色技术架构。公司起源于海康威视互联网业务中心，具备安防领域视觉技术基础，并且持续投入研发构筑以视觉能力为特色的技术架构。公司持续深耕智能家居技术突破和产品研发，研发费用率远超行业平均水平，2024 年萤石网络研发费用率为 14.95%。同时，公司积极探索 AI 算法应用与场景融合，目前 AI 算法的识别准确度明显优于行业平均水平且算法种类多样，挥手识别、异光识别、跌倒识别、宠物识别等属于市场空白领域。与小米 AI 实验室发力六大方向相比，萤石网络也在逐步构建以 AI 为核心的新一代架构，强化 IOT 基础感知的萤石蓝海大模型，在视频、音频 AI 技术逐步升级的基础上，探索语言理解、对话交互等领域。

图35：萤石网络研发费用率高于行业平均



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：萤石网络 AI 算法识别水平优于行业平均

算法识别	萤石网络	行业平均
人脸识别	95.9%	82.5%
啼哭识别	88.9%	82.6%
高精度声源定位	86.0%	77.0%
烟火识别	95.0%	
挥手识别	90%+	
异光识别	90%+	未发布同类算法
跌倒识别	83.0%	
宠物识别	85%+	

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表1：萤石网络逐步构建萤石蓝海大模型

	萤石网络	小米
算法对比	原子算法(93种)	数据治理、音视频处理、模型部署
	深度算法(73种)	文本、音频、图像视频算法
	交互算法(26种)	语音交互、多模态交互、图像生成和具身代理
		计算机语音
技术对比	视频 AI 技术	告警提醒；画面异常巡检、智能识别、人脸识别、老人看护等
	音频 AI 技术	语音交互；哭声监测
		机器学习
		知识图谱
		NLP

资料来源：SLT、招股说明书、驱动中国、开源证券研究所

深耕垂直领域，正式发布蓝海大模型 2.0 版本。2024 年 9 月，公司自研"萤石蓝海大模型"通过国家网信办备案,其 MoE1 架构大模型支持端云协同,具备开放开发、智能交互与具身代理三大 AI 能力，完整覆盖物联网设备的感知-决策-执行全链路。以蓝海大模型为底座，萤石以技术包容的形式接入其他第三方大模型，构建了萤石 AI 中台，能够更好的为用户提供智能产品及在线智能服务。萤石蓝海大模型作为家居行业首款具身智能大模型,自 2024 年萤石蓝海大模型发布以来累计调用 7.72 亿次(2025H1 同比+400%)，提供 101 项云服务，新增 48 项 L0-L2 能力，并完成 203 个需求交付，落地 65 款产品。2025 年 6 月，公司推出萤石蓝海大模型 2.0 版本、EZVIZ HomePlay OS 全栈开放体系，以及 AI 养老、无人自助等多垂直场景落地成果，与全球开发者开启碎片化 AI 场景新蓝海。

图37：2024 年萤石发布蓝海大模型



资料来源：公司公告

图38：基于蓝海大模型，萤石构建 AI 技术中台



资料来源：公司公告

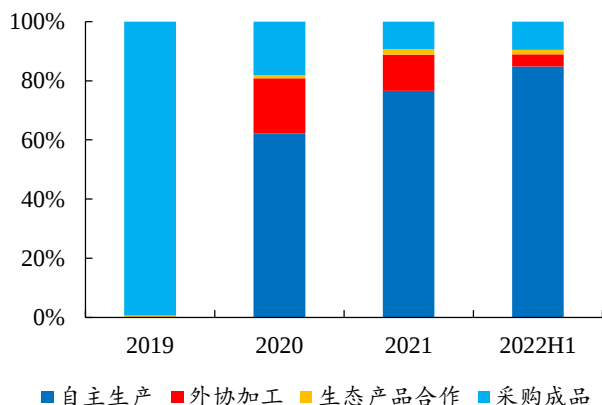
优势三：生产端逐步提升自产占比，构建供应链优势。2020 年开始，公司从委托海康科技生产切换为自主生产，自主生产比例逐步提升至 2022H1 的 84.8%，目前核心产品线以及相对复杂的产品均有公司自主生产，家居摄像机和智能入户单位销售成本从 2019 年的 125.6/443.6 元下降至 2024 年的 99.9/335.4 元，毛利率也逐步提升。公司建设重庆智能工厂，将有效提升供应链优势，自制交付周期较外协缩短 3-5 天，未来自动化技术逐步推广，有望使整体生产效率提升 30%，生产不良率下降 20%。

表2：生产模式逐步转为以自主生产为主

生产模式	自主生产	外协加工	生态产品	采购成品
成本占比变化 (2019-2022H1)	0%→84.8%	0%→4.1%	0.7%→1.5%	99.3%→9.6%
家居摄像机	球机、电池相机等组装相对复杂的产品 (2022H1 产量占比：80.6%)	卡片机、筒机等组装相对简单的产品 (2022H1 产量占比：19.4%)		
智能入户	智能猫眼、智能门铃、智能门锁等 (2022H1 产量占比：94.3%)	少量工程门锁产品 (2022H1 产量占比：0.06%)		少量工程门锁产品 (2022H1 产量占比：5.6%)
其他智能家居产品	智能中控、智能屏、全屋无线覆盖、陪护机器人、扫地机器人		智能传感器、智能净水、智能新风、智能手环	洗地机、智能音箱
配件产品	智能家居摄像机、智能入户等核心产品的核心配件			各类智能家居产品的全系列配件

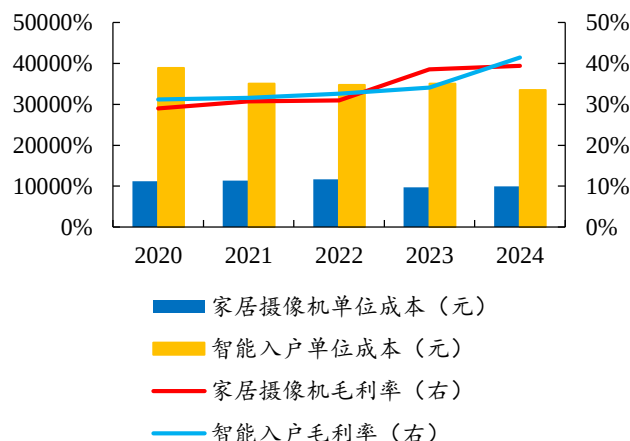
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图39：2019-2022 年自主生产比例稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

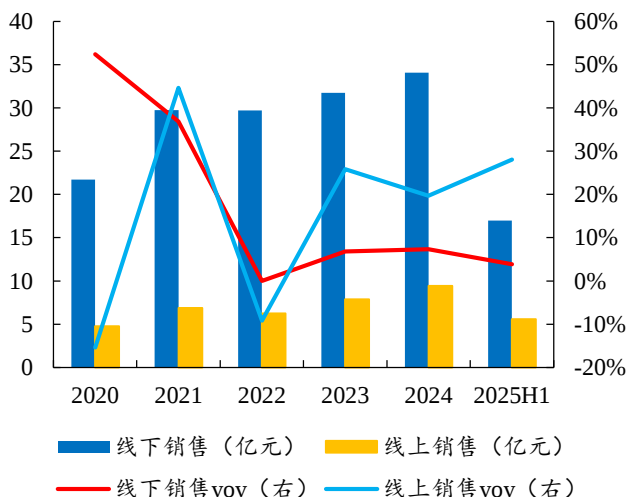
图40：22019-2024 年智能单品毛利率稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

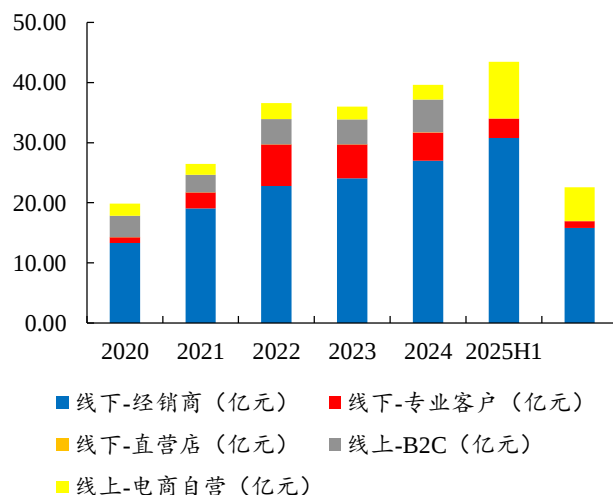
优势四：渠道端国内外并举，线上线下协同，营销渠道完善。公司在境内外市场均构建了完善的线上线下销售渠道，智能家居以线下渠道为主，2024 年实现收入 34.05 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 11.9%，其中包括经销商、专业客户、直营店，分别占线下销售的 90.4%/9.4%/0.3%，其中专业客户销售渠道从 2021 年的 6.92 亿元下降至 2024 年的 3.19 亿元；线上渠道稳步发展，2024 年实现收入 9.41 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 18.6%，主要为电商平台自营。

图41：智能家居以线下渠道为主，线上渠道稳步发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：线下经销商贡献智能家居主要收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

多层次渠道结构推动渠道下沉，积极建设多样化终端。To C：（1）直营店：公司目前在杭州、广州等地开设品牌旗舰店触达消费者，提升消费者对于全屋智能场景的体验感，同时，直营旗舰店也是经销专卖店的标杆示范。（2）经销商：公司采取区域合伙人体系，进行一对一开业指导、建店装修补贴、营销支持等五大政策全

方位帮扶，通过数字化运营、萤石智能家居商学院赋能经销商终端运营能力，并积极拓展连锁 KA 渠道，包括数码和家电连锁店、五金店等，与产品品类高度适配。截至 2022 年底，萤石在全国范围内已经拥有 30 家省级办事处，400+O2O 服务网点，3000+经销网点，实现国内地级市广泛覆盖。(3) 线上渠道：加强直播电商销售能力，结合陈列式销售和内容兴趣牵引式销售，把握女性和年轻用户。To B：专业客户主要包括电信运营商、系统集成商、家居工程商等，中国电信、中国移动等电信运营商均为公司前五大客户，正在加强对智能家居的投入，对公司产品采购需求较大。

图43：多层次渠道结构推动渠道下沉，积极建设多样化终端

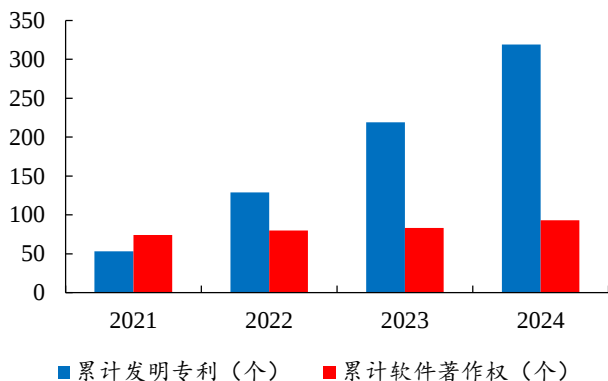


资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、未来看点：硬件矩阵&软件升级构筑生态化，成长逻辑清晰

公司持续深耕智能家居技术突破和产品研发。2024 年公司新增授权发明专利 100 项，软件著作权 10 项，2024 年公司研发费用率为 14.95%，明显高于同行水平。2024 年，公司在智能家居产品形态和智能技术方面不断创新，推动智能家居产品向视觉化、场景化、交互化、智能化升级。2024 年公司发布自主研发的萤石蓝海大模型，构建 MoE 式萤石 AI 中台。以萤石蓝海大模型为核心，公司正在构建新一代 AIoT 架构，持续升级视频、音频 AI 技术，同时探索语言理解、对话交互等领域，进一步拓展家居摄像机等智能产品的应用边界。在 AI 大模型技术的驱动下，未来智能家居产品将向多功能融合集成（高清多摄、无线连接、交互屏幕、端云协同）、场景化智能服务（婴幼儿/老人/宠物看护等）和跨品类 IoT 创新融合三大趋势演进。

图44：2024 年公司新增 100 项专利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：2024 年公司发布 MoE 具身大模型萤石蓝海大模型

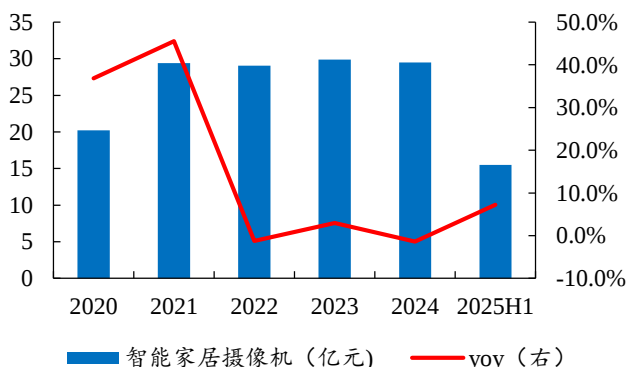


资料来源：公司公告

4.1、智能摄像机：AI 模型升级+产品创新双轮驱动，品牌布局新兴市场

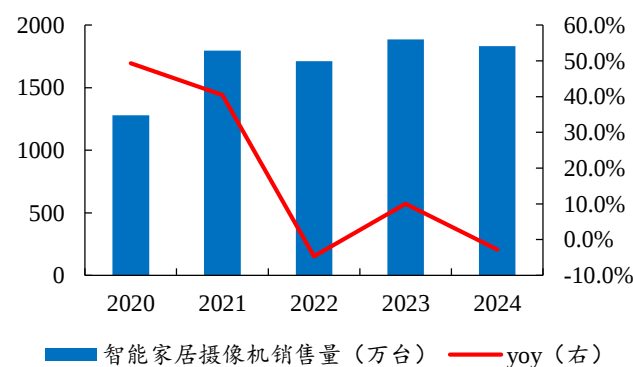
智能家居摄像机收入稳步增长，2024 年萤石实现全球出货量第一。2024 年智能家居摄像机实现 29.48 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 9.9%，占公司收入占比从 2020 年的 86.3%下降至 2024 年的 80.5%。智能家居摄像机作为核心产品，正加速渗透各类家居及类家居场景，涵盖家居安防、老人/儿童看护及宠物陪伴等应用领域。2024 年智能家居摄像机销量为 1831.4 万台，2020-2024 年 CAGR 为 26.7%，其毛利率高达 37.2%。智能家居摄像机作为萤石的第一增长曲线，2024 年中国智能家居摄像机市占率高达 23.0%，根据 IDC 统计，中国智能摄像头市场的竞争有所加剧，而萤石网络依然凭借其丰富的产品线布局及线上、线下的渠道优势，2025 年 Q1 实现出货量全球第一，2025Q1 出货量市场份额高达 12.4%，同比增长 7.9%。2025H1，智能家居摄影机实现营收 15.48 亿元，同比增长 7.2%。我们预计 2025-2027 年公司智能家居摄像机收入分别上升至 30.22/31.44/32.71 亿元，同比增长 2.5%/4.0%/4.0%。

图46：智能家居摄影机收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图47：智能家居摄像机销量呈现稳健增长态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在智能家居摄影机市场占据显著竞争优势。萤石在智能家居摄影机领域主要竞争对手为小米集团、三六零等，与同行业公司相比，萤石在业务指标上主要存在两大优势；一方面，萤石拥有行业内最全的产品线，覆盖室内云台机、室外防水

机、室外云台机等数十种产品，而小米集团以室内云台机为主要产品。另一方面，2024 年萤石智能家居摄像机毛利率高达 37.2%，主要系产品技术优势、定价策略、供应链把控能力相较于同行业公司优势显著，其中小米 IoT 与生活消费产品业务毛利率为 20.26%，三六零的智能硬件业务毛利率为 26.24%。萤石的主力产品采取了高端定价的策略，主推高品质产品，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。

表3：各品牌室内摄像头畅销款及双摄款主要技术指标

	畅销款			双摄款		
品牌	萤石	小米	360	萤石	小米	360
型号	C6c 智能旗舰版	2	9PRO	C7AI 版	C500	P500
产品图片						
无内存价格	199	169	269	349	299	269
镜头像素	500 万	400 万	800 万	500 万+500 万(星光级夜视)	400 万+400 万	500 万+500 万
水平旋转角度	340°	360°	360°	350°	360°	360°
垂直旋转角度	130°	106°	156°	80°	93°	110°
夜视效果	10 米红外夜视	超微光全彩	超微光全彩	10 米红外夜视 星光级感光性能	超微光全彩	10 米增强夜视
追踪模式(画中画 倍数, 如有)	最大 5 倍放大追踪	√	最大 10 倍放大追踪	双摄联动追踪人形追踪	人形联动追踪 宠物联动追踪	变焦追踪
异光感知	√					
异声感知					√	
宠物检测	√		√	√	√	
本地人脸识别			√	√		
自动巡航			√	√		
哭声检测		√	√		√	
其他	数字宽动态逆光		儿歌安抚, 电子围栏	真实宽动态	本地虚拟围栏	

数据来源：公司官网、开源证券研究所

表4：各品牌室外摄像头畅销款及双摄款主要技术指标

畅销款				双摄款		
品牌	萤石	小米	360	萤石	小米	360
型号	C3WAI 对讲版	CW500	6C	H9C	CW700S	D2 Pro
产品图片						
无内存价格	259	249	199	369	349	369
镜头像素	400 万	500 万	300 万	500 万+500 万	400 万+400 万	400 万+300 万
水平旋转角度	-	360°	360°	350°	355°	360°
垂直旋转角度	-	150°	130°	80°	100°	113°
夜视效果	智能全彩 30 米红外夜视	智能全彩四灯夜视	智能全彩四灯夜视	智能全彩四灯夜视；30 米红外夜视	智能全彩四灯夜视	双星光级智能全彩夜视
追踪模式（画中画倍数，如有）	√	√	√	双摄联动追踪人形追踪	√	最大 14 倍放大追踪
防水能力	IP67	IP66	IP66	√	IP66	IP66
人形检测	√	√	√	√	√	√
人脸检测						
车形检测		√	√	√	√	√
告警震慑模式	√	√	√	√	√	√
室外拾音能力	15 米			10 米		
自动巡航		√全景+定点		√预置点	√全景+定点	√定点巡航
其他		虚拟围栏、HDR			虚拟围栏、9 倍双摄变焦	14 倍混合变焦

数据来源：公司官网、开源证券研究所

银发经济与宠物经济双轮驱动，智能家居摄影机市场迎来战略性结构机会。基于技术能力和产品能力的自然延伸，顺应年轻化和高品质的兴趣消费人群的不断积累，公司也正在逐步拓展年轻化子品牌的建设。2024 年，公司发布子品牌睛小豆（Beans View），在产品设计和 APP 交互方面打造更年轻化、个性化的体验，更精准的匹配年轻消费者人群，提供更丰富的情绪价值。2024 年，针对户外偏运动人群，公司发布子品牌爱可途（Akiitu），与 2024 年拓展的穿戴产品线联动，APP 侧重运动分享等社区功能。随着人口老龄化加剧和宠物经济崛起，居家养老看护、智能宠物监护、陪护等将成为智能家居的重要细分市场需求，公司产品战略性布局养老看护+宠物监管双赛道，抢占新兴市场。针对宠物看护细分市场，公司在 2024 年推出了 TAMO 可移动宠物摄影机。

图48：2024 年公司发布年轻化子品牌晴小豆



资料来源：公司官网

图49：2024 年公司发布宠物看护可移动摄像机 TAMO

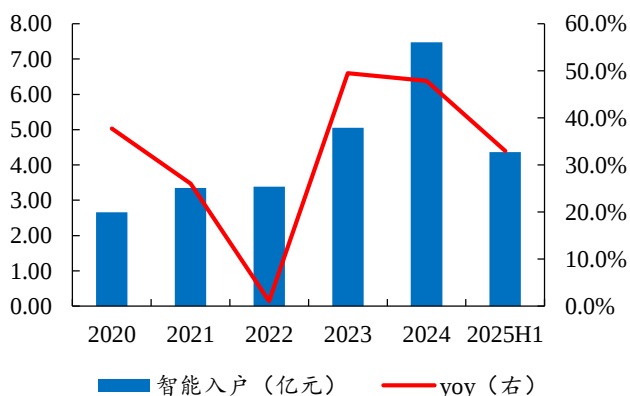


资料来源：公司官网

4.2、智能入户：收入预期+公司核心优势、研发投入+未来发展战略

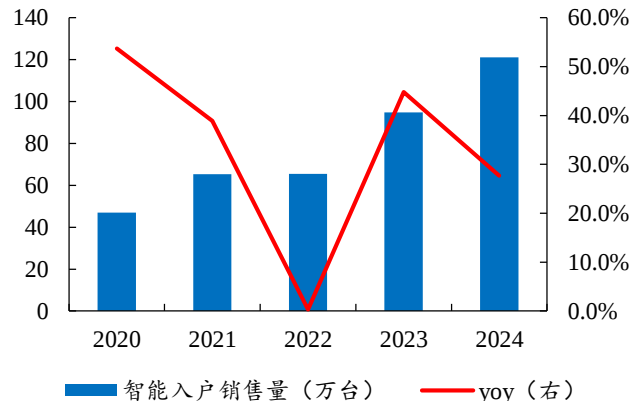
智能入户业务收入加速攀升，收入贡献度持续提升。智能入户主要产品涉及智能门锁、智能猫眼等，2024 年智能入户收入同比增长 47.9%至 7.48 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 29.5%，2024 年智能入户毛利率高达 42.5%。智能入户业务成为公司的明星业务及第二增长曲线，以智能锁为核心产品，对公司的收入贡献进一步放大，智能入户业务占公司收入占比 2020 年的 8.7%上升至 2024 年的 13.8%。2024 年智能入户销售量同比增长 27.7%至 121.1 万台，2020-2024 年 CAGR 为 26.7%。2025H1，智能入户实现营收 4.36 亿元，同比增长 33.0%。我们预计 2025-2027 年公司智能入户收入分别上升至 10.28/13.32/16.95 亿元，同比增长 37.5%/29.6%/27.2%。

图50：2020-2024 年智能入户 CAGR 高达 29.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：智能入户销售量稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

视觉技术优势差异化竞争，家居安防联动抢占市场。公司依托在视频与视觉技术的优势，对传统的入户设备实施了智能化升级，差异化优势迅速提升品牌认知度。相比较产品丰富多样、占据高端智能门锁市场的德施曼，萤石、小米产品以 1500-2500 元主流价格带突围，并且依托视觉技术、云服务优势，具备视觉自研成本优势、技术云端持续学习升级优势。同样人脸识别+智能猫眼的门锁，萤石 Y3000F 定价仅 1299 元，较德施曼大圣 Q5 Fpro 2599 元的定价低 50%。萤石聚焦国内智能门锁市场，凭借自身在云平台服务、语音视频 AI 技术等优势，主打人脸识别、智能可视门锁等性

能，形成差异化优势，有望进一步提升市场地位。2024 年，公司加速国际化进程，面向海外市场推出多款智能入户产品，积极开拓全球市场机遇。

表5：主流品牌智能门锁关键性能指标对比分析

性能	萤石	小米	德施曼
深度人脸识别算法，快速识别多造型，全天候多场景识别，			
人脸识别	850nm 红外多模态防伪技术，身高范围 1.2-2.0m	全天候多造型识别，身高范围 1.2-2m	误识率<0.001%，可录入人脸数 20 组，身高范围 1.3-2.0m
安全认证	工信部电子五所 A 级安全认证拒真率≤0.1%，认假率<0.0001%；BCTC 增强级活体认证，真人通过率 99%	BCTC 金融支付级安全认证拒真率<2%，误识率<0.0001%，活体防攻击测试 40000 次，	工信部物联网攻防实验室认证
掌静脉开门	识别距离 15-25cm	AI 识别，拒真率<1.5%,无识别率<0.0001%,识别速度<1 秒，识别距离 9-20cm	抗运动模糊
指纹解锁	指纹解锁	多维半导体指纹识别，识别率 98.94%	AI 指纹解锁：GPTfinger 指纹识别，CNN、掩码遮挡算法预测指纹变化模拟生成识别，无惧脱皮、褶皱、季节变化
主要解锁方式	临时密码、钥匙、密码、nfc		
其他解锁方式	可视远程通话	通过手机蓝牙、小米手表/手环开锁	- 虹膜识别：安全仅次于 DNA 识别 - 双核 AI 指静脉：AES 加密+双核芯片 - 手机 app、小程序、移动可视屏、遥控钥匙
猫眼监控	AI 智能猫眼：逗留抓拍告警，实时查看门外，远程视频对讲 2 米红外夜视 132°超广角	AI 智能猫眼：逗留抓拍告警，实时查看门外，远程视频对讲 2 米红外夜视 172°超广角,16:16	AI 智能猫眼：逗留抓拍告警，实时查看门外，远程视频对讲 2 米红外补光；160°超广角
摄像头	双摄全景猫眼： 192°超广角（162°主+152°辅） - 门前包裹检测 - 儿童出门检测等	AI 双摄全景猫眼： 192°超广角（175°主+105°辅） - 门前包裹检测 - 儿童出门检测等 - 微光全彩夜视技术	Shotax 哨兵猫眼： - 双猫眼联动拍，160°超广角 - 回看 24 小时动态 - AI 智能报警 - 实时查看，远程视频 - 低抓拍功耗（智能猫眼的 1/180）
门锁	Pro 级全自动开关锁： 斜舌、主锁舌最大解锁力增强	降噪全自动锁： 锁体关门/开门音量下降 7/11dB	智能疾速降噪锁： 关门 0.5 秒自动上锁支持天地钩、大霸王

数据来源：公司官网、开源证券研究所

表6：各品牌智能门锁热销款主要技术指标

品牌	萤石		小米		德施曼	
产品名称	Y3000FVS	Y3000FVX	E20	2Pro	大圣 Q5 Fpro	玄武 K77
产品图片						
价格	1799	2499	1299	2299	2599	7699
掌静脉开门				√		
3D 刷脸开门	√	√			√	√
指纹解锁			√	√	GPT 指纹识别	√
密码/感应卡/钥匙/远程	√	√	√	√	√	√
智能猫眼监控	√	√	√	√	√	Shotax 哨兵猫眼
可视大屏	√	√		√	√	√
智能双摄		√				
算法商店						
门前包裹检测，儿童出门检测等功能	√	√				
全自动锁体	Pro	Pro		√	√	√
反锁	自动	自动	机械		√	√
异常徘徊警告	√	√				智动隐藏把手

数据来源：公司官网、开源证券研究所

持续强化智能入户产品的视觉能力、AI 能力、和交互能力。2024 年，萤石网络自主研发的人脸视频锁持续推动行业革新，为智能锁行业带来了多项创新性的突破，满足了用户在入户场景下对于安全、便捷、智能的全方位需求，如多摄方案解决看护盲区痛点，AI 算法商店升级看护能力等。根据奥维云网统计，“萤石品牌在 2024 年展示了强劲的发展潜力，在线上市场其零售量和零售额同比实现超 100%的增速，在智能锁品牌中成长性名列第一”。2025 年，萤石推出全新 Y5000 系列智能锁，搭载自主研发的蓝海大模型与灵犀 AI 智能体，实现 AI 能力全面升级，通过优化事件分析、全流程记录及智能检索功能，提升用户交互体验。此外，公司正加速推进全价格带布局，持续完善智能家居产品矩阵。

图52：2025 年 5 月萤石网络推出全新 Y5000 系列智能锁



资料来源：公司官网

4.3、服务机器人：机器人业务实现全栈式创新，软硬件协同迭代

智能服务机器人业务正处于培育孵化阶段。2024 年智能服务机器人营收为 1.66 亿元，占公司整体业务收入 3.1%。2025H1，智能服务机器人营收同比增长 9.4%至 0.60 亿元。目前，萤石应对清洁、陪伴、看护等多元化需求布局了家用/商用清洁机器人、陪伴机器人等；同时，基于机器人底层技术的可延展性，面向持续增长的商用场景清洁需求，公司将持续打磨商用清洁机器人产品，致力于提升商用清洁的服务品质，实现楼宇物业管理降本增效。我们预计 2025-2027 年其他智能家居产品（含机器人）收入分别上升至 3.26/3.97/4.77 亿元，同比增长 22.0%/22.0%/20.0%。基于蓝海大模型的纵向赋能，公司不断对智能服务机器人产品软、硬件进行更新升级，进一步强化机器人的外界感知能力、端云协同能力、跨设备通讯能力及 AI 交互能力。针对长辈安全看护、陪伴、关怀的场景，2024 年萤石推出智能陪护机器人 RK3（适老版）。对比市面上现有的产品，RK3 额外提供 7×24 小时主动监控，搭配快捷呼救词、SOS 按键、传感器联动等多重应急方式。

图53：2024 年萤石发布智能商用清洁机器人 BS1



图54：2024 年萤石发布智能陪护机器人萤宝 RK3



资料来源：公司官网

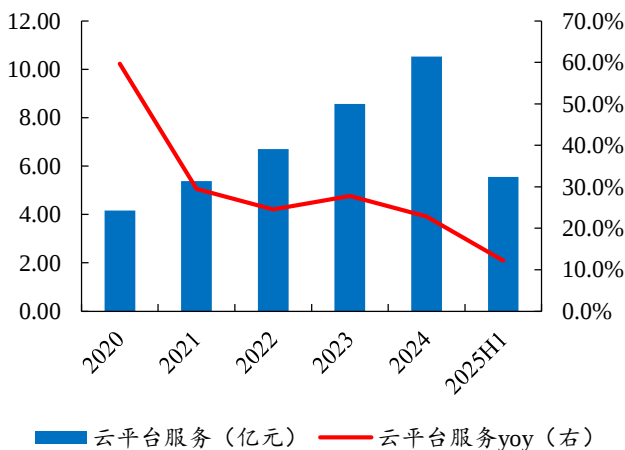
资料来源：公司官网

基于萤石蓝海大模型的具身智能理念，公司以清洁机器人和陪护机器人等产品为载体，不断迭代智能服务机器人技术，在具身智能机器人方面积极地实践与开拓。智能服务机器人在空间立体视觉、空间具身智能、全语义感知、多模态大模型、数字人交互等技术的加持下，用户与机器人的交互形式将从“单一式提醒”和“对话式交互”升级为“角色式交互”。随着机器人机械控制、端云协同能力的进一步迭代升级，智能服务机器人将进一步实现人机运动交互，进化成家庭管家、保姆、保安、护士、教师等多种角色，提升家庭成员的生活品质。

4.4、云平台服务：布局 B&C 端智能化升级，具备业绩韧性稳步增长

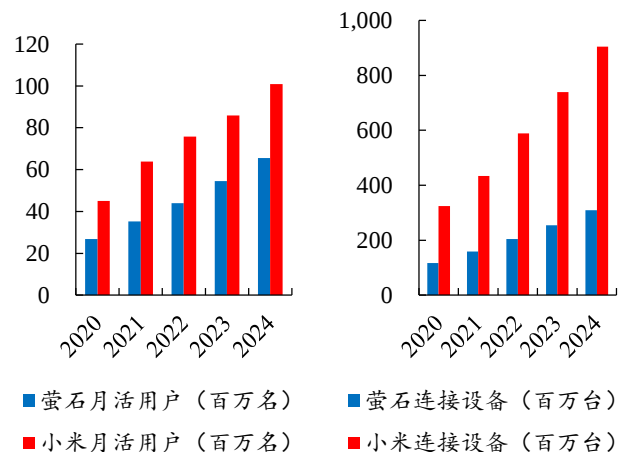
云平台服务收入稳步增长，连接设备和用户数量快速增长。2024 年云服务实现收入 10.5 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 26.1%，占公司收入占比从 2020 年的 13.5% 提升至 2024 年的 19.5%。2025H1，云平台服务实现营收 5.55 亿元，同比增长 12.2%。萤石云服务以视觉类智能家居领域为主，截至 2024 年末，萤石物联云平台全球接入设备为 3.1 亿台，月活跃用户数量为 6553 万名，2020-2024 年 CAGR 分别为 27.6%/25.0%；而小米 AIoT 平台连接设备（不含手机、平板、笔记本电脑）为 9.0 亿台，月活跃用户为 10080 万名，2020-2024 年 CAGR 分别为 29.2%/22.3%。对比布局智能电视、智能音响等家居、出行等领域的小米 AIoT 平台，萤石网络的连接设备数量和月活用户数快速增长，且仍具备发展空间。我们预计 2025-2027 年云平台服务营收分别上升至 12.79/15.68/19.24 亿元，同比增长 21.6%/22.6%/22.7%。

图55：公司云服务收入 2020-2024 年 CAGR 为 26.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图56：2024 年萤石/小米连接设备数分别为 3.1/9.0 亿台



数据来源：公司公告、洛图科技、开源证券研究所

公司布局 B&C 端智能化升级，双轮驱动业绩稳步增长。公司云平台服务主要分为 To B 和 To C 两类，C 端服务主要基于“萤石云视频”APP，分别为（1）面向消费者的**增值服务**：在远程查看、人脸识别等设备配套服务以外，萤石云视频 APP 还包括智能提醒、老人看护、哭声检测等增值服务；（2）面向广告主的**广告服务**：利

用萤石云视频用户流量，将开机广告等广告投放权销售予广告联盟或广告代理商以获得广告服务收入。B 端开发者客户服务主要分为 IoT 开放平台、软件开放平台，提供全栈开放平台 PaaS 服务。2024 年 C 端/B 端服务分别实现收入 5.2/5.4 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 22.9%/29.7%，用户数量也持续增长，C 端/B 端用户数分别为 41.6/36.1 万名，2020-2024 年 CAGR 为 30.7%/26.2%。

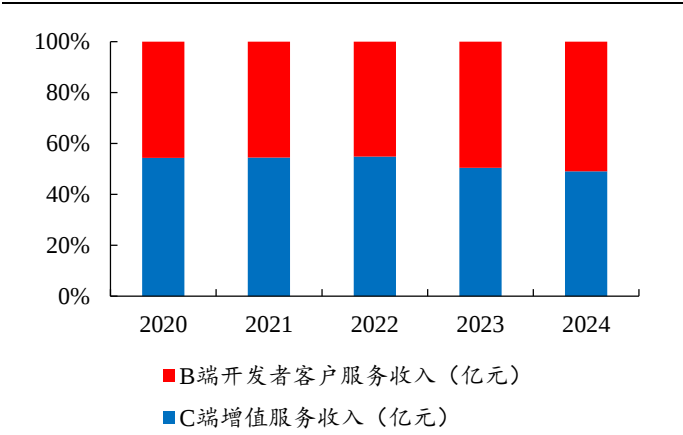
C 端业务韧性显著，C&B 端持续快速发展。（1）云平台订阅和续订的收入模式带来的业务韧性显著，随着平台设备接入量和用户数的增加，云存储等增值服务需求提升。（2）随着第三方设备硬件开放力度提升，IoT 开放平台的用户数量将稳步增加；同时，公司构建解决方案的技术工具不断丰富，匹配行业客户需求，软件开放平台收入有望快速增长。

表7：萤石网络 B 端和 C 端业务双轮驱动业绩稳步增长

服务类型	面向对象	主要产品	主要内容
增值服务	消费者	萤石云视频、萤石工作室等应用端软件	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、视频分享等收费的 SaaS 服务
广告服务	广告主	APP 广告资源位	利用萤石云视频用户流量，将开机广告等广告投放权销售予广告联盟或广告代理商以获得广告服务收入
开放平台业务	行业客户	IoT 开放平台	萤石 ERTC 实时音视频服务： 远程问诊、办公协同、在线培训、远程招聘、视频客服等场景； 萤石 AI 数字人服务： 数字人客服、数字人主播、前台等，应用于金融、医疗、政务等领域展厅、业务引导、产品介绍等场景； 萤石云利旧服务： 老旧设备再利用
		软件开放平台	提供 API、SDK、SaaS 组件等构建解决方案的技术工具

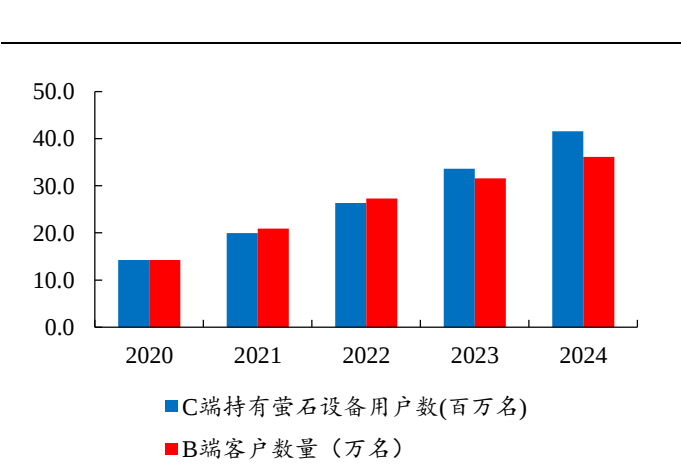
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图57：2024 年公司云平台服务 C 端、B 端收入分别占 49.1%/50.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：公司 B 端和 C 端云服务用户数量持续快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：硬件产品矩阵：各产品品类处于不同成长阶段，**(1) 智能摄像机：**需求功能已经延伸至陪伴、看护、便携、智能化等场景，市场渗透率具备提升空间，公司头部地位稳固，凭借其持续丰富的产品矩阵和优化升级的技术优势，有望持续抢占份额。我们看好渠道结构调整完成后，恢复稳健增长。**(2) 智能入户：**人脸识别和智能猫眼功能渗透率快速提升，公司凭借其视觉技术和云服务带来的成本、持续升级优势有望把握红利期，实现快速增长并贡献利润。**(3) 其他智能产品：**如服务机器人、智能穿戴、智能控制仍处于孵化增长阶段，具备发展潜力。预计 2025-2027 年智能家居摄像机、智能入户、其他智能产品、配件产品收入分别增长，2.5%/4.0%/4.0%、37.5%/29.6%/27.2%、22.0%/22.0%/20.0%、30.0%/30.0%/30.0%。**云平台服务：**C 端云平台订阅和续订的收入模式下业务韧性显著，随着用户数增加以及技术丰富进步，C&B 端持续快速发展，预计 2025-2027 年 C 端、B 端业务收入分别增长 18.0%/20.0%/20.0%、25.0%/25.0%/25.0%。

成本端：随着公司供应链生产管理精益化，毛利率保持稳中有升的态势，预计 2025-2027 年毛利率分别为 42.5%/43.0%/43.4%。

费用端：公司仍将维持较大的研发费用投入以升级智能视频、视觉技术、云平台、AI 算法等，孵化服务机器人，升级智能入户、智能摄像机等；同时加大渠道投入，我们预计 2025-2027 年期间费用率分别为 34.2%/35.5%/36.8%。

表8：预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 6.24/7.10/8.45 亿元（单位：亿元）

收入拆分	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	43.06	48.40	54.42	61.97	71.34	82.53
YOY	1.6%	12.4%	12.4%	13.9%	15.1%	15.7%
智能家居产品	35.97	39.60	43.47	48.75	55.22	62.86
智能家居摄像机	29.03	29.90	29.48	30.22	31.44	32.71
YOY	-1.2%	3.0%	-1.4%	2.5%	4.0%	4.0%
占比	67.4%	61.8%	54.2%	48.8%	44.1%	39.6%
毛利率	31.0%	38.6%	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%
智能入户	3.38	5.06	7.48	10.28	13.32	16.95
YOY	1.0%	49.5%	47.9%	37.5%	29.6%	27.2%
占比	7.9%	10.4%	13.7%	16.6%	18.7%	20.5%
其他智能家居产品（含机器人）	1.30	1.98	2.67	3.26	3.97	4.77
YOY	33.6%	52.2%	34.9%	22.0%	22.0%	20.0%
占比	3.0%	4.1%	4.9%	5.3%	5.6%	5.8%
配件产品	2.26	2.67	3.84	4.99	6.48	8.43
YOY	-22.0%	18.0%	43.7%	30.0%	30.0%	30.0%
占比	5.3%	5.5%	7.1%	8.0%	9.1%	10.2%
云平台服务	6.70	8.56	10.52	12.79	15.68	19.24

收入拆分	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
YOY	24.6%	27.8%	22.9%	21.6%	22.6%	22.7%
占比	15.6%	17.7%	19.3%	20.6%	22.0%	23.3%
毛利率	72.4%	76.1%	76.2%	76.2%	76.2%	76.4%
其他业务	0.39	0.23	0.43	0.43	0.43	0.43
YOY	-0.5%	-40.0%	84.1%	0.0%	0.0%	0.0%
占比	0.9%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
毛利率	24.2%	9.9%	22.9%	22.9%	22.9%	0.0%
毛利（亿元）	15.68	20.74	22.90	26.36	30.67	35.80
YOY	4.9%	32.2%	10.4%	15.1%	16.4%	16.7%
综合毛利率	36.4%	42.9%	42.1%	42.5%	43.0%	43.4%
归母净利润（亿元）	3.33	5.63	5.04	6.24	7.10	8.45
YOY	-26.1%	69.0%	-10.5%	23.8%	13.8%	19.0%
归母净利率	7.7%	11.6%	9.3%	10.1%	10.0%	10.2%
期间费用率	29.3%	31.5%	32.9%	34.2%	35.5%	36.8%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 61.97/71.34/82.53 亿元，同比增长 13.87%/15.12%/15.69%，归母净利润分别为 6.24/7.10/8.45 亿元，同比增长 23.8%/13.8%/19.0%，对应 EPS 为 0.8/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 41.2/36.2/30.4 倍。

我们选取了硬件类龙头科沃斯、石头科技，以及物联网巨头小米集团作为可比公司，考虑到萤石网络成长阶段不同，且智能家居+云平台双主业盈利能力更优，具备高于可比公司均值的估值。我们认为萤石网络各板块成长逻辑清晰，硬件矩阵&软件升级共同构筑生态化，未来业绩有望稳步增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：萤石网络仍处于快速发展期，未来成长逻辑清晰

公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
科沃斯	515.1	8.1	13.9	17.2	19.6	1.4	2.4	3.0	3.4	63.9	37.2	29.9	26.3
石头科技	525.7	19.8	20.0	29.2	35.3	7.6	7.7	11.3	13.6	26.6	26.3	18.0	14.9
小米集团-W	13910.8	236.6	389.0	551.8	642.4	0.9	1.5	2.1	2.5	53.6	32.6	23.0	19.7
平均										48.0	32.0	23.6	20.3
萤石网络	256.7	5.0	6.2	7.1	8.5	0.6	0.8	0.9	1.1	50.9	41.2	36.2	30.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：科沃斯、石头科技、小米集团-W 盈利预测来源于开源证券研究所，2025 年 9 月 5 日汇率：1 人民币=0.91 港元）

6、风险提示

（1）行业竞争加剧：若技术进入平台期，产品同质化、价格竞争加剧等发生，或影响公司盈利能力。

（2）智能家居渗透率不及预期：若消费者对于智能家居产品需求渗透率不及预期，或影响公司收入成长性和天花板。

（3）原材料价格大幅上涨：若原材料价格大幅上涨，虽有一部分可转嫁至消费者，但仍会对公司利润率造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6394	5978	7049	8709	10181
现金	4664	3958	4957	6064	7428
应收票据及应收账款	868	1093	1031	1456	1388
其他应收款	24	38	32	49	45
预付账款	33	29	49	36	64
存货	695	772	878	1011	1157
其他流动资产	111	87	102	94	98
非流动资产	1808	2376	2431	2519	2601
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	157	824	988	1109	1201
无形资产	229	225	265	309	361
其他非流动资产	1423	1327	1178	1102	1039
资产总计	8203	8354	9480	11228	12782
流动负债	2368	2559	3331	4590	5576
短期借款	0	0	796	1372	2476
应付票据及应付账款	1487	1674	1635	2288	2134
其他流动负债	880	885	900	931	965
非流动负债	570	301	308	314	319
长期借款	319	0	7	12	18
其他非流动负债	251	301	301	301	301
负债合计	2938	2860	3639	4903	5895
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	563	788	788	788	788
资本公积	3347	3129	3129	3129	3129
留存收益	1359	1582	1963	2329	2768
归属母公司股东权益	5265	5493	5841	6325	6887
负债和股东权益	8203	8354	9480	11228	12782

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	970	548	636	957	801
净利润	563	504	624	710	845
折旧摊销	58	74	130	168	206
财务费用	-61	-59	-58	-37	-16
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	197	-171	-93	123	-232
其他经营现金流	213	201	33	-7	-1
投资活动现金流	-790	-611	-214	-245	-282
资本支出	791	612	174	237	313
长期投资	0	1	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-41	-8	32
筹资活动现金流	-352	-642	-219	-182	-259
短期借款	-200	0	796	576	1104
长期借款	92	-319	7	6	5
普通股增加	0	225	0	0	0
资本公积增加	10	-218	0	0	0
其他筹资现金流	-253	-330	-1021	-763	-1369
现金净增加额	-170	-705	203	531	260

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4841	5442	6197	7134	8253
营业成本	2785	3152	3561	4067	4673
营业税金及附加	30	28	30	37	44
营业费用	678	858	960	1106	1238
管理费用	162	177	205	234	271
研发费用	731	814	931	1069	1238
财务费用	-61	-59	-58	-37	-16
资产减值损失	-11	-7	0	0	0
其他收益	68	72	84	76	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	572	539	647	730	876
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	1	2	2	2
利润总额	568	539	646	729	875
所得税	5	35	23	19	30
净利润	563	504	624	710	845
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	563	504	624	710	845
EBITDA	625	599	779	925	1141
EPS(元)	0.72	0.64	0.79	0.90	1.07

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	12.4	13.9	15.1	15.7
营业利润(%)	72.9	-5.7	20.0	12.8	20.0
归属于母公司净利润(%)	68.9	-10.5	23.7	13.9	19.0
获利能力					
毛利率(%)	42.5	42.1	42.5	43.0	43.4
净利率(%)	11.6	9.3	10.1	10.0	10.2
ROE(%)	10.7	9.2	10.7	11.2	12.3
ROIC(%)	9.6	8.5	9.0	9.2	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	34.2	38.4	43.7	46.1
净负债比率(%)	-77.4	-67.0	-66.5	-69.7	-67.6
流动比率	2.7	2.3	2.1	1.9	1.8
速动比率	2.4	2.0	1.8	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.1	5.6	5.9	5.7	5.8
应付账款周转率	2.7	2.3	2.5	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.64	0.79	0.90	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	0.70	0.81	1.22	1.02
每股净资产(最新摊薄)	6.69	6.98	7.42	8.03	8.75
估值比率					
P/E	45.6	50.9	41.2	36.2	30.4
P/B	4.9	4.7	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	34.6	36.7	28.0	23.0	18.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn