

视声智能(920976.BJ)

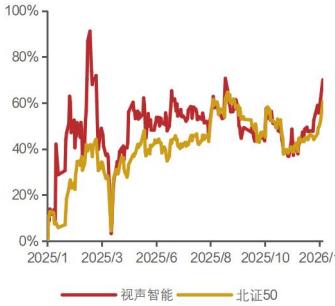
投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年01月12日

收盘价 (元)	30.07
一年内最高 / 最低 (元)	38.98/17.83
总市值 (百万元)	2,133.57
流通市值 (百万元)	1,326.68
总股本 (百万股)	70.95
资产负债率 (%)	20.75
每股净资产 (元/股)	3.91

资料来源：聚源数据

——KNX 产品数量中国第一，绑定国际客户大力拓展海外高潜力市场

投资要点：

- **深耕行业十四年，建筑智能领域引领者。**公司自成立以来深耕于建筑智能化领域，为客户提供智能控制系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案，形成了智能家居、可视对讲、液晶显示屏及模组三大类系列产品。KNX 智能控制业务 2022 年起增速始终保持在 20% 至 30%，带动公司收入持续增长，随着高毛利的智能家居业务收入占比持续提升（从 2019 年的 30% 逐步提升至 2025H1 的 72%），公司盈利能力不断增强。
- **中国智能家居市场规模不断增长，2025–2031 年预计全球 KNX 产品规模 CAGR 为 10.3%。**参考艾瑞咨询信息，历经单品智能、互联互通的阶段后，智能家居 3.0 阶段已基本实现设备间的联通与场景自动化，未来的演进方向或将聚焦于系统智能化水平的整体提升。根据国际分析机构 BSRIA 数据显示，在中国智能家居市场，2017 年 KNX 技术以 42% 的占有率雄踞榜首，私有协议技术以 38% 的占有率位居第二，Zigbee 技术以 9% 的占有率位居第三。根据视声智能的公告，KNX 产品市场正保持稳步增长态势，预计到 2031 年 KNX 全球市场规模达到 179.2 亿美元，2025–2031 年期间复合年增长率为 10.3%。参考 Statista、CSHIA、IDC、亿欧智库信息，2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿。伴随用户对家居生活舒适度要求的提高与技术成熟度的提升，AI 技术或将更多渗透到各品类产品，2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透或接近 50%，进一步服务用户的日常生活。
- **技术优势赋能高质量研发，积极推动国内外市场扩张。**作为较早开始深耕 KNX 技术的企业，公司取得较好的先发优势，具备产品设计、硬件、软件、平台等全面开发能力。公司通过对核心技术的掌握，率先开发了 7 个 KNX 自研协议栈，研发了拥有自主知识产权且兼容 KNX 协议的 K-BUS 智能总线控制系统。截至 2025H1，公司拥有 46 款 KNX 安全产品，数量居中国第一、全球第六。K-BUS 是 GVS 于 2011 年自主推出的智能控制总线品牌，该系统基于 KNX 技术，完全符合 KNX 标准，具有开放、稳定、安全、节能、高集成、高兼容等特点。公司积极推进国内销售与海外市场并举的销售策略，截至 2025 上半年，公司经销服务网点及标杆案例已覆盖全球 70 多个国家及地区，在国内覆盖 20 多个省份及直辖市。2020–2022 年公司智能家居和可视对讲产品产能利用率均在 90% 以上，公司拟通过视声智能化产业园建设项目（年产 83 万台智能控制产品）提升产品供给能力、突破产能瓶颈，满足下游市场需求。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 0.64、0.75 和 0.88 亿元，截至 1 月 12 日收盘价，对应 PE 为 33.5、28.5、24.4 倍，我们选取雷特科技、萤石网络、海康威视作为可比公司。我们认为公司凭借深耕 KNX 领域的先发优势，以及持续投入研发和拓展客户，未来随着产能释放有望不断提高市场份额，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：海外业务风险、原材料价格波动风险、汇率变动风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	236	249	285	328	379
同比增长率 (%)	1.87%	5.35%	14.45%	15.36%	15.51%
归母净利润 (百万元)	39	48	64	75	88
同比增长率 (%)	14.95%	21.76%	33.42%	17.59%	17.11%
每股收益 (元/股)	0.55	0.67	0.90	1.05	1.23
ROE (%)	14.63%	17.74%	21.66%	23.14%	24.49%
市盈率 (P/E)	54.49	44.75	33.54	28.52	24.36

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.64、0.75 和 0.88 亿元，截至 1 月 12 日收盘价，对应 PE 为 33.5、28.5、24.4 倍，我们选取雷特科技、萤石网络、海康威视作为可比公司。我们认为公司凭借深耕 KNX 领域的先发优势，以及持续投入研发和拓展客户，未来随着产能释放有望不断提高市场份额，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合国内外智能家居规模的稳步增长以及对于公司出海业务和智能家居业务发展的积极预期，我们假设如下：

(1) 智能家居：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +20.00%/19.00%/18.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.96/2.33/2.75 亿元。

(2) 可视对讲：预计收入有所恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 +22.00%/18.00%/16.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.55/0.65/0.76 亿元。

(3) 液晶显示屏及模组：预计收入有所下滑，假设 2025-2027 年营业收入同比 -15.00%/-10.00%/-5.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.33/0.29/0.28 亿元。

投资逻辑要点

从行业来看，公众对智能化的需求是一个长期且不断升级的过程，国家提出了建设“好房子”的要求，智能家居也从数量向质量转化，更高品质、更加智能、安全的产品才能符合市场的需求。随着智能家居行业的发展，公司基于 KNX 技术路径的产品具备显著差异化优势，有望受益于行业规模扩张。

公司在海外市场的拓展以及研发投入均有较大优势。公司与行业内大多的国际知名品牌有长期合作经验，对海外市场的了解比较深入，同时又兼具研发制造的成本和效率优势。2022 年以来一直坚持 10%以上的较大比例研发费用率，公司 KNX 协议栈、新产品认证、安全产品认证数量等均处于国内领先水平，有望不断提高市占率。

核心风险提示

海外业务风险、原材料价格波动风险、汇率变动风险

内容目录

1. 深耕行业十四年，建筑智能领域引领者	6
1.1. 业务情况：以智能家居为主，集研发、设计、制造、销售、服务于一体	6
1.2. 股权结构：董事长直接持有公司 43.7%股份	8
2. 中国智能家居市场规模不断增长，2025-2031 年预计全球 KNX 产品规模 CAGR 为 10.3%	10
2.1. 概念：智能家居 3.0 阶段已基本实现设备间的联通与场景自动化	10
2.2. 需求：2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿	13
3. 技术优势赋能高质量研发，积极推动国内外市场扩张	16
3.1. 技术先发优势明显，公司 KNX 产品数量居中国第一、全球第六	16
3.2. 拥有施耐德、罗格朗等直销客户，积极拓展海外市场	18
3.3. 募投项目：视声智能化产业园建设项目预计 2026 年 8 月可用	20
4. 盈利预测与评级	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 视声智能专研建筑智能化领域十四年	6
图表 2: 视声智能产品主要有智能家居、可视对讲和液晶显示屏等	7
图表 3: 2020-2025H1 智能家居控制产品收入占比逐年上升	7
图表 4: 2025H1 智能家居产品毛利率 64.45%，维持高位	7
图表 5: 2025H1 公司营收 1.28 亿元 (yoY+11.01%)	8
图表 6: 2025H1 公司毛利率为 55.21%	8
图表 7: 2025H1 归母净利润 2,693 万元 (yoY+13.36%)	8
图表 8: 2021 年至 2025H1 销售费用率呈现上升趋势	8
图表 9: 公司实际控制人是朱湘军，直接持有公司 43.7% 股份	9
图表 10: 中国智能家居行业发展阶段	10
图表 11: 智能家居产业链上游是供应软、硬件的技术型公司	11
图表 12: 智能家居 AloH 注重 AI 技术在感知、交互、决策环节的渗透与能力释放	11
图表 13: 2017 年中国智能家居市场中 KNX 技术占比 42%	12
图表 14: 智能家居、智慧建筑不同技术对比情况	12
图表 15: RS-485 与 KNX 对比情况	13
图表 16: 2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿元	13
图表 17: 智能家居细分市场规模	13
图表 18: 2020-2024 年全国精装修智能家居系统配套项目个数统计情况（个）	14
图表 19: 智能家居分成全屋智能硬件、单品智能硬件、家电、互联网平台四大阵营 ...	14
图表 20: 2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透或接近 50%	15
图表 21: 智能家居或将最终实现无感化	15
图表 22: 生产式 AI 或将提升智能家居产品信息处理能力	15
图表 23: 2024 年公司研发支出占营收 11.74%	16
图表 24: 2024 年公司研发人员占总员工比例 27.84%	16
图表 25: K-BUS 系统的优势	17
图表 26: 公司研发项目情况	17
图表 27: 2024 年国内营收达 1.39 亿元	18
图表 28: 2025H1 海外营收同比 +31.53%	18
图表 29: 2023-2025H1 海外营收占比不断提升	19
图表 30: 2021-2025H1 海外毛利率高于国内	19

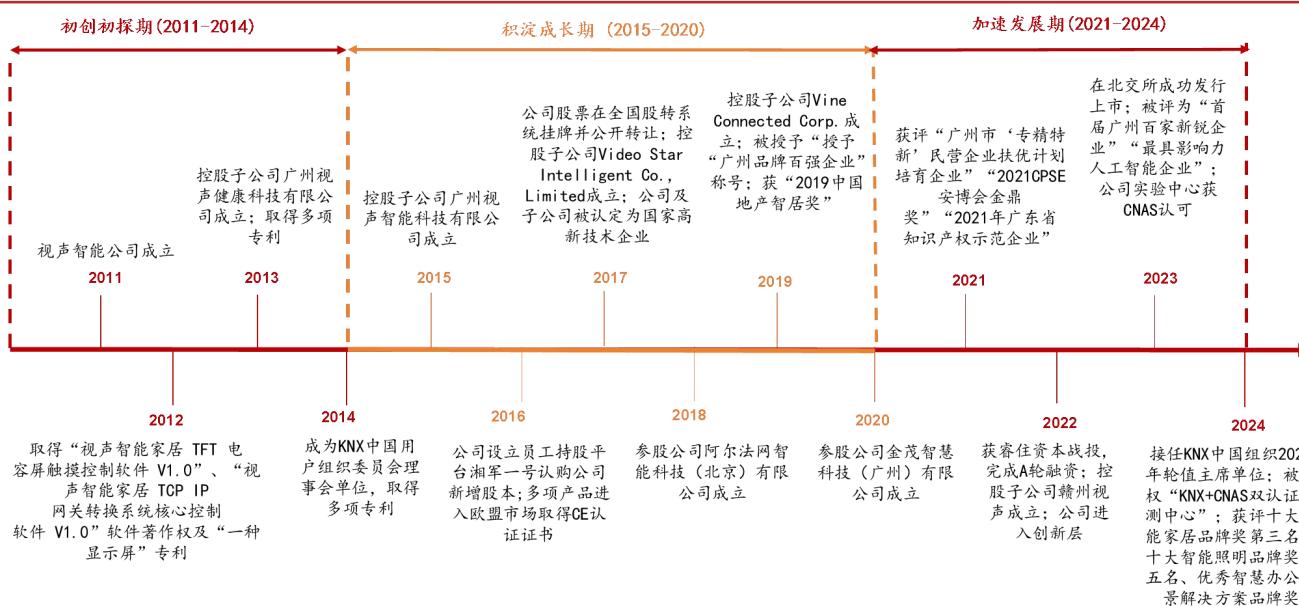
图表 31: 公司下游客户包括罗格朗、欧蒙特等国内外知名企业	19
图表 32: 公司募投资金主要用于视声智能化产业园建设项目	20
图表 33: 公司智能家居产能利用率较高	20
图表 34: 视声智能可比公司估值表（截至 20260112）	21

1. 深耕行业十四年，建筑智能领域引领者

1.1. 业务情况：以智能家居为主，集研发、设计、制造、销售、服务于一体

2011年视声智能成立，公司自成立以来深耕于建筑智能化领域，是一家集研发、设计、制造、销售、服务于一体的高新技术企业，为客户提供智能控制系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案，形成了智能家居、可视对讲、液晶显示屏及模组三大类系列产品，业务覆盖智慧建筑、轨道交通、智能家居、智慧酒店、智慧社区、智慧医疗等应用领域。

图表 1：视声智能专研建筑智能化领域十四年

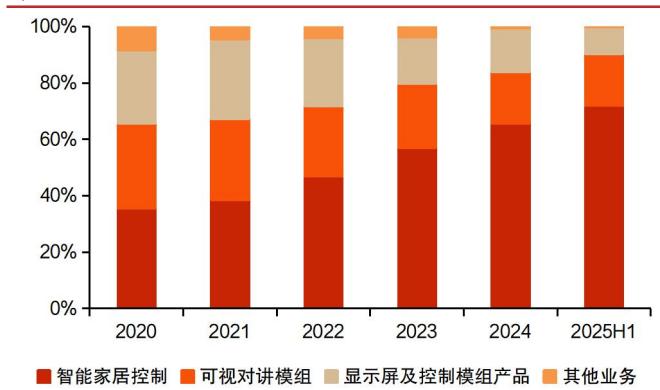


资料来源：视声智能招股说明书、视声智能公告、华源证券研究所

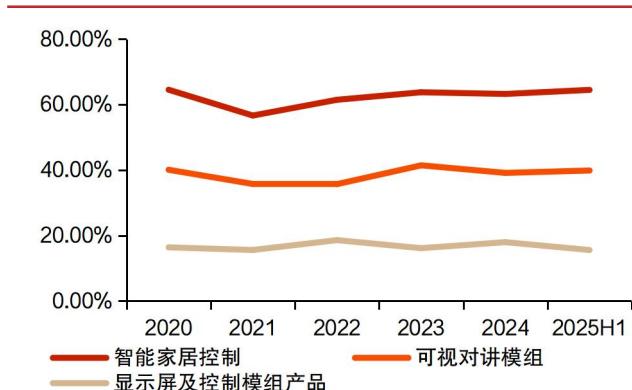
公司在智能家居产品、可视对讲产品和液晶显示屏及模组供应的基础上，还可以根据客户的需求为客户提供完善的智能化解决方案，是一家为客户提供建筑智能化解决方案的综合服务商。智能家居产品是公司的核心收入来源，2024年收入占总营收65.7%，营收增速为21.2%，毛利率为63.21%；2025H1收入占总营收71.95%，营收增速为17.24%，毛利率为64.45%。可视对讲产品2024年收入占总营收18.19%，营收同比-15.38%，毛利率为39.11%；2025H1收入占总营收18.39%，营收增速为20.96%，毛利率为39.84%。液晶显示屏及模组收入占比相对较小，2024年收入占总营收15.50%，营收同比-1.29%，毛利率为17.97%，2025H1收入占总营收9.49%，营收同比-26.36%，毛利率为15.57%。整体来看，公司营业收入集中于智能家居业务，产品盈利能力稳步提升。

图表 2：视声智能产品主要有智能家居、可视对讲和液晶显示屏等


资料来源：视声智能官网、视声智能公告、华源证券研究所

图表 3：2020–2025H1 智能家居控制产品收入占比逐年上升


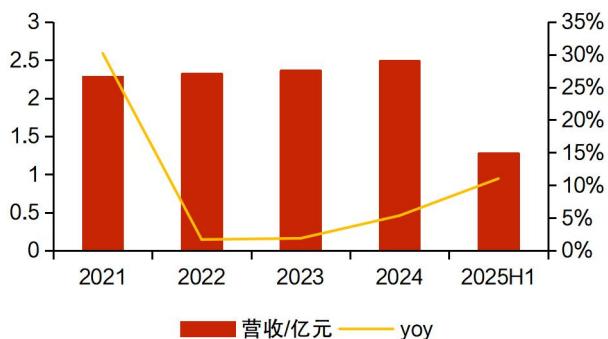
资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 4：2025H1 智能家居产品毛利率 64.45%，维持高位


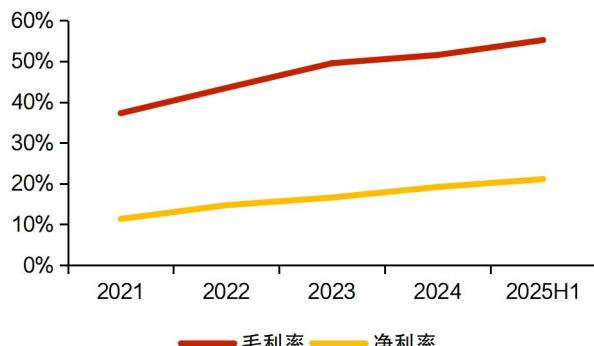
资料来源：iFinD、华源证券研究所

收入端：2021 年至 2024 年，公司营收分别为 22,789.19 万元 (yoy+30.19%)、23,173.28 万元 (yoy+1.69%)、23,606.48 万元 (yoy+1.87%)、24,868.32 万元 (yoy+5.35%)，营收整体保持增长，2025H1 营业收入达 12,759.25 万元 (yoy+11.01%)。这一增长主要由 KNX 智能控制业务带动，该业务近年增速始终保持在 20% 至 30%。

盈利能力端：2021 年至 2025H1，公司毛利率分别为 37.27%、43.46%、49.53%、51.54%、55.21%；净利率分别为 11.34%、14.71%、16.59%、19.17%、21.11%。这一良好态势主要得益于以 KNX 为核心的智能家居业务占比的持续提升（从 2019 年的 30% 逐步提升至 2025H1 的 72%），以及公司良好的内部控制环境及风险控制措施。

图表 5: 2025H1 公司营收 1.28 亿元 (yoY+11.01%)


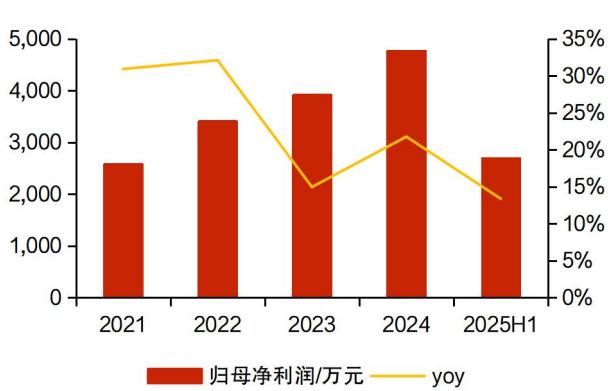
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 6: 2025H1 公司毛利率为 55.21%


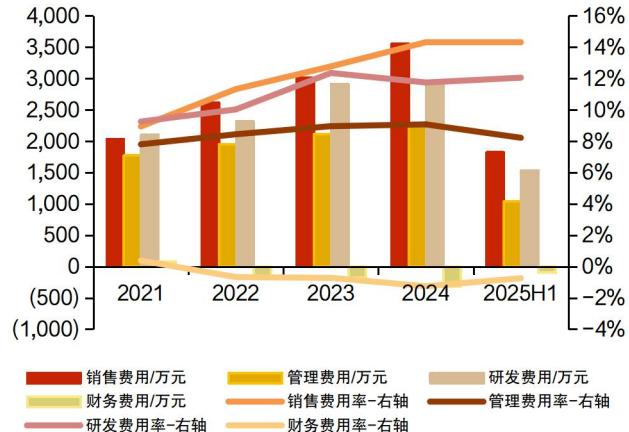
资料来源: iFinD、华源证券研究所

利润端:公司 2021 年至 2025H1 归母净利润分别为 2,579 万元 (yoY+30.92%)、3,406 万元 (yoY+32.10%)、3,916 万元 (yoY+14.95%)、4,768 万元 (yoY+21.76%)、2,693 万元 (yoY+13.36%)，呈现增长态势。

费用端:公司 2020 年至 2025H1 销售费用率呈上升趋势，公司积极推进国内销售与海外市场并举的销售策略，产品在多个标杆性建筑及高端地产项目上得到应用。2024 年公司财务费用率下降，主要原因是利息收入和汇兑收益同比增加。

图表 7: 2025H1 归母净利润 2,693 万元 (yoY+13.36%)


资料来源: iFinD、华源证券研究所

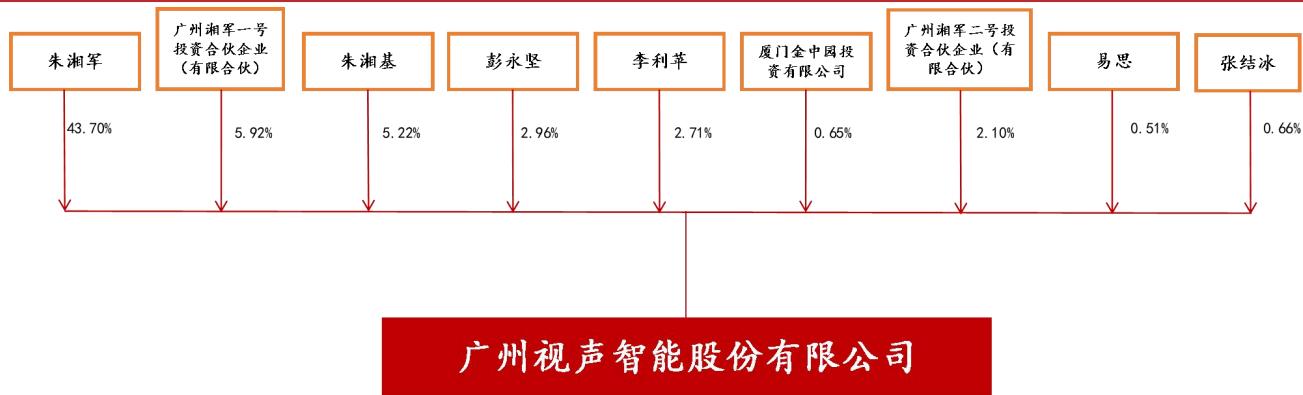
图表 8: 2021 年至 2025H1 销售费用率呈现上升趋势


资料来源: iFinD、华源证券研究所

1.2. 股权结构: 董事长直接持有公司 43.7% 股份

公司的控股股东、实际控制人为朱湘军。根据 2025 年半年报，朱湘军为公司董事长，直接持有视声智能 43.7% 股份；一致行动人为朱湘基、广州湘军一号投资合伙企业（有限合伙）、广州湘军二号投资合伙企业（有限合伙）。

图表 9：公司实际控制人是朱湘军，直接持有公司 43.7% 股份



资料来源：视声智能 2025 年半年报、华源证券研究所 注：数据截至 2025 年半年报

2. 中国智能家居市场规模不断增长，2025-2031年预计全球 KNX 产品规模 CAGR 为 10.3%

2.1. 概念：智能家居 3.0 阶段已基本实现设备间的联通与场景自动化

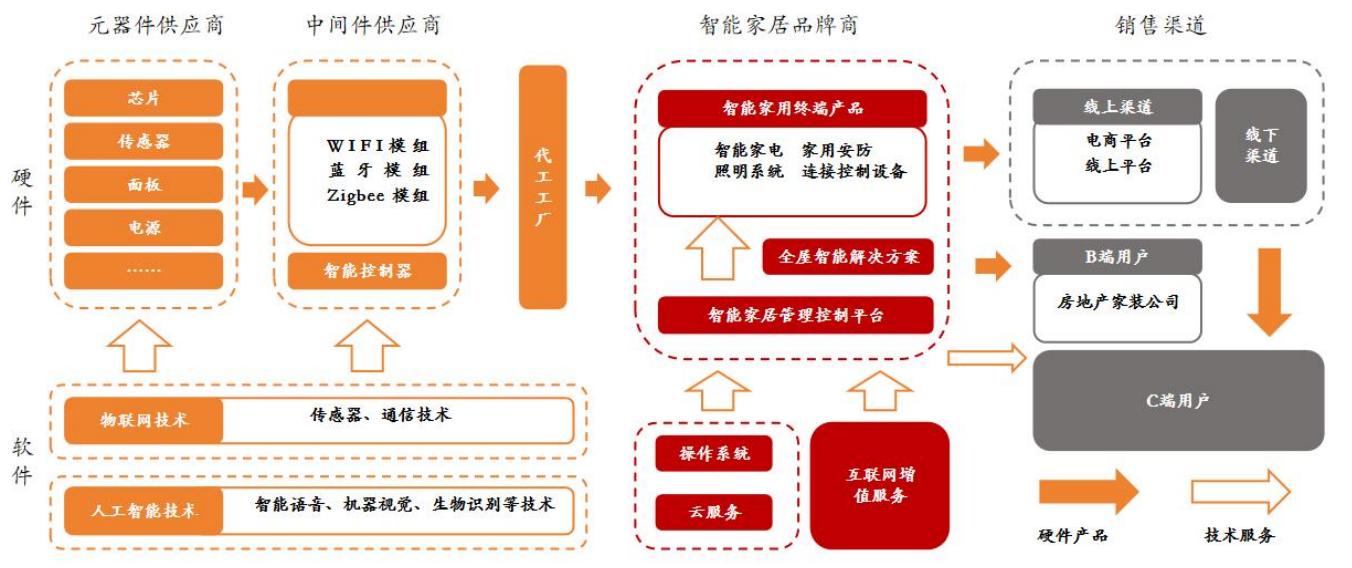
参考艾瑞咨询信息，历经单品智能、互联互通的阶段后，智能家居 3.0 阶段已基本实现设备间的联通与场景自动化，未来的演进方向或将聚焦于系统智能化水平的整体提升。依托物联网、云平台、人工智能及边缘计算等多种支撑技术，将品类丰富的设备连网，在设备端搭载多样 AI 算法，使产品具备通过学习用户行为完成自主、判断决策，从而满足用户个性化、弹性的使用需求；云平台与边缘计算的应用提升了智能家居系统的易用性与灵活性，构建设备间的控制管理，不断引导用户认知、理解全屋智能理念，推进空间整体智能化进程。

图表 10：中国智能家居行业发展阶段



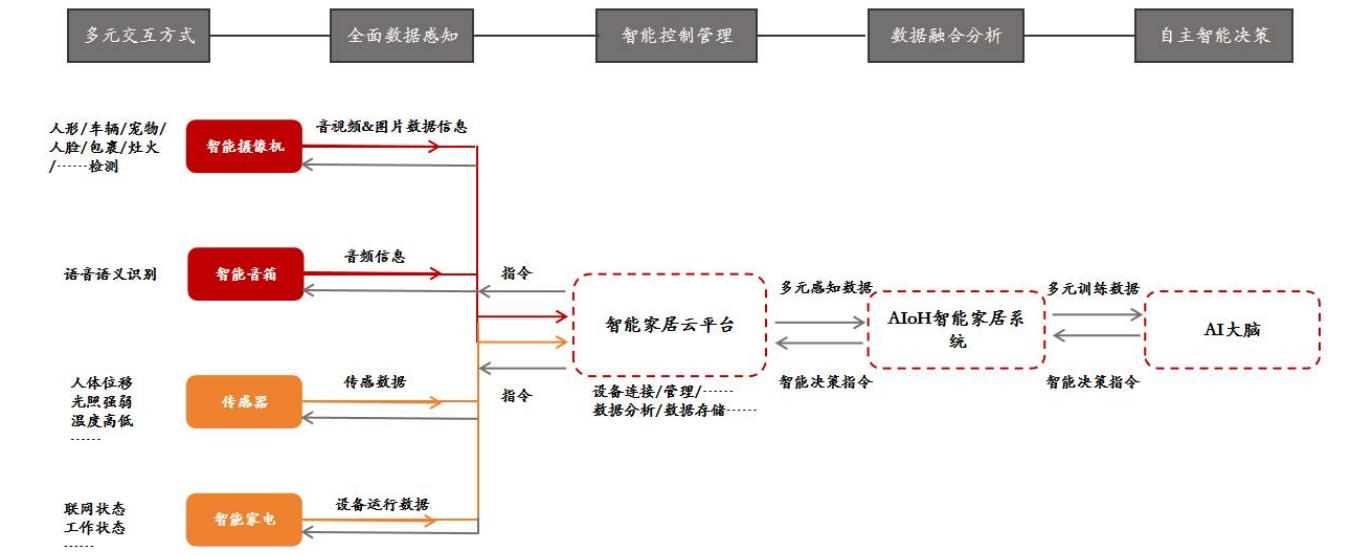
资料来源：艾瑞咨询、华源证券研究所

参考嘉世咨询信息，智能家居产业链上游是供应软、硬件的技术型公司。硬件公司包括芯片、传感器等元器件供应商和负责通讯模块的中间件供应商，软件公司主要负责提供物联网、人工智能等技术；产业链中游主要是智能家居品牌商和系统平台服务商，前者提供智能家居设备，后者提供全屋智能家居解决方案和部分互联网服务；产业链下游是终端销售渠道，包括面向 C 端的线上、线下产品销售以及面向房地产家装公司(B 端)的市场。

图表 11：智能家居产业链上游是供应软、硬件的技术型公司


资料来源：嘉世咨询、华源证券研究所

参考艾瑞咨询信息，以 AloH 去诠释新时代的智能家居，在 IoH 布局的物物互联互通的基础上，注重 AI 技术在感知、交互、决策环节的渗透与能力释放。在技术层面，人工智能使家用物联网获取新的感知、交互、运算、分析和决策能力，家用物联网通过采集家居环境信息(人、物、设备与空间的状态)为人工智能提供训练算法的数据，使 AloH 系统具备学习、记忆、判断、交互等能力。在场景应用层面，二者融合共同为用户提供主动性的智能化定制服务，不再停留在感知环境层面，而是感知用户需求，使用户诉出需求的复杂度大大降低，不断减少人在此过程中的参与程度，发挥 AloH 的“主观能动性”。

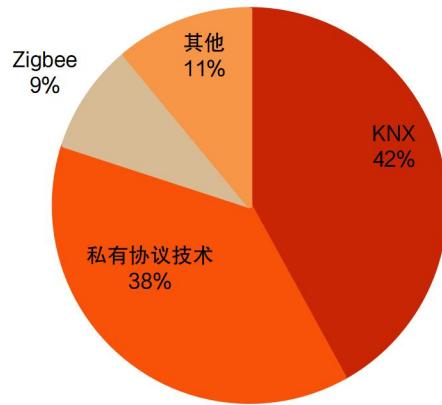
图表 12：智能家居 AloH 注重 AI 技术在感知、交互、决策环节的渗透与能力释放


资料来源：艾瑞咨询、华源证券研究所

根据视声智能公告和官网，中国智能家居行业当前应用的通讯技术主要包括有线技术和无线技术，其中，有线技术包括：KNX、RS485、CAN 总线等；无线技术包括：Zigbee、Z-wave、蓝牙、RF、WIFI 等，根据国际分析机构 BSRIA 数据显示，2017 年在中国智能家居市场，

KNX 技术以 42% 的占有率雄踞榜首，私有协议技术以 38% 的占有率位居第二，Zigbee 技术以 9% 的占有率位居第三。不同类型的通讯技术有各自占优势的应用场景，在长距离有线通讯技术中，以 KNX 应用最为广泛，应用于智能家居和楼宇自动化领域的开放式国际通信协议，旨在实现设备间的互联互通与集中控制，KNX 技术凭借高可靠性、长生命周期和跨品牌兼容性，最先在欧洲地区得到了较为广泛的应用和验证；在短距离无线通讯技术中，以 WiFi、蓝牙和 ZigBee 的应用最为广泛，但存在着传输距离短、信号盲区、联网困难和成本功耗等难点。

图表 13：2017 年中国智能家居市场中 KNX 技术占比 42%



资料来源：BSRIA、视声智能官网、华源证券研究所

参考视声智能招股说明书信息，随着智能家居、智慧建筑产品在公共建筑、商业建筑、住宅建筑等领域的广泛应用，我国行业技术水平不断提高，部分产品技术已经达到了国际先进水平，并在贴近国内用户需求和应用方面，明显超过了国外的同类产品。智能家居和智慧建筑可以利用相同类型的终端设备，如温湿度传感器、移动探测器或烟雾报警器，但智慧建筑需要不同的通信基础设施来使业务案例发挥作用。

图表 14：智能家居、智慧建筑不同技术对比情况

指标	无线技术	总线技术	电力载波技术
技术定义	无线技术是一种通过 Wi-Fi、蓝牙等方式连接智能单品及系统的技术	总线技术是一种将所有智能家居设备通讯与控制都集中于一条总线上的全分布式智能网络控制技术	电力载波技术是一种通过利用现有的电网，两端加以调制解调器，以 50Hz（或 60Hz）为载波，再以 120KHz 的脉冲为调变波，进行信号的传输与控制的技术
是否需要重新布线	无需	需要	无需
是否国际标准协议	不是	不是	是
与其他系统兼容性	易受无线干扰	比较好	较好
是否可按需选配	积木式随意选配	可选空较少	积木式随意选配
是否便于升级	容易	很难	容易
典型配置成本	> 10,000 元	40,000–60,000 元	> 10,000 元
应用场景	家居室内小范围 WiFi、Enocean、蓝牙、Zigbee、NB-IoT、Lora、Emtc	楼宇智能化、小区智能化等大范围 RS-485、CAN、KNX、LonWorks	远程电力抄表、楼宇对讲、照明控制等 X-10、PLC-BUS
主要通讯协议			

资料来源：头豹研究院、视声智能招股说明书、华源证券研究所

根据迈睿科技公众号，KNX 与 RS485 是智能控制领域有线通讯协议中常用的两种

总线通讯技术，广泛应用于智能家居、楼宇自动化、工业控制等领域。两者在协议体系、基础性能、传输与硬件、设备适配、应用与成本有差别。根据视声智能的公告，KNX 产品市场正保持稳步增长态势，预计到 2031 年 KNX 全球市场规模达到 179.2 亿美元，2025-2031 年期间复合年增长率为 10.3%。

图表 15：RS-485 与 KNX 对比情况

对比维度	KNX	RS485
协议体系	由欧洲 KNX 协会制定，开放国际标准，覆盖物理层至应用层完整协议栈，构建完整智能控制生态	由美国电子工业协会（EIA）制定，仅定义物理层电气特性、信号传输方式，无详细应用层协议规定
基础性能	不同厂商设备可无缝兼容；理论支持 14400 台设备，多拓扑结构；冗余设计，单节点故障不影响系统	易出现厂商设备兼容性问题；标准 32 节点，可扩至 256+ 节点，总线型拓扑；单节点故障可能致局部瘫痪
传输与硬件	9600bps 固定速度；屏蔽双绞线+冲突检测，抗干扰强；专用 KNX/EIB 线，单线路 700 米	理论 10Mbps（实际低速）；差分传输抗干扰，受应用层影响；普通/屏蔽双绞线，低速场景 1000 米+
设备适配	24GHz 毫米波雷达；布线分配参数，ETS 软件可视化设置；专业软件统一维护	24GHz 毫米波雷达；手动配参数+额外硬件，需开发程序发指令；依赖厂家维护，存在差异
应用与成本	智能家居、楼宇自动化等商业场景；设备、线缆、软件及学习成本高，总体造价高	仓库、工厂自动化等工业控制场景；设备、线缆成本低，布线易，国内方案成熟，总体造价低

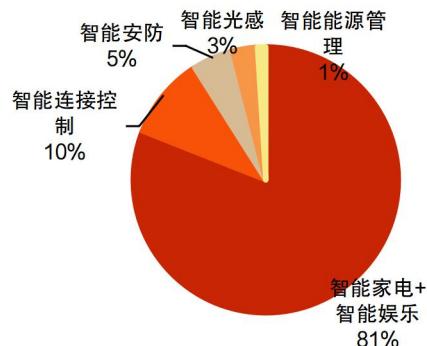
资料来源：迈睿科技公众号、华源证券研究所

2.2. 需求：2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿元

参考 Statista、CSHIA、IDC、亿欧智库信息，2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿元。互联网、家电、传统硬件设备巨头纷纷布局智能家居赛道，产品供给和技术发展日益充分，智能家居市场得到扩展。根据韦伯咨询信息，细分来看，智能家电、智能娱乐占据智能家居超 80% 的市场规模，其次是智能连接(10%)、智能安防(5%)、智能光感(3%)、智能能源管理(1%)。

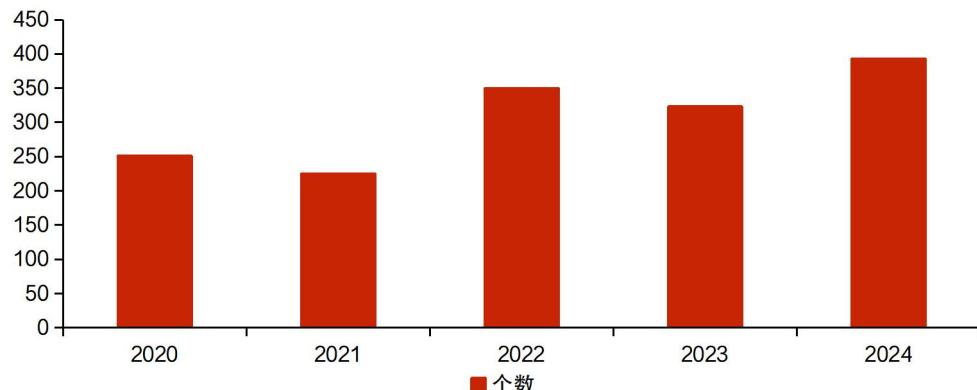
图表 16：2025 年中国智能家居市场规模或突破 1 万亿元


资料来源：Statista、CSHIA、IDC、亿欧智库、华源证券研究所

图表 17：智能家居细分市场规模


资料来源：韦伯咨询（2025 年中国智能家居行业专题调研与深度分析报告）、华源证券研究所

根据中商产业研究院，近年来，新建房屋和老房屋的改造升级的需求增多，以及物联网、云计算、人工智能等技术的更新迭代，智能家居市场或将快速发展。2024 年中国精装修市场配套智能家居系统项目 393 个，同比增长 13.3%。

图表 18：2020-2024 年全国精装修智能家居系统配套项目个数统计情况（个）


资料来源：奥维云网、中商产业研究院、华源证券研究所

参考嘉世咨询信息，智能家居分成四大阵营：全屋智能硬件、单品智能硬件、家电、互联网平台。**全屋智能硬件**：硬件能力突出，具备丰富的产品矩阵，致力于推动全屋智能渗透。**单品智能硬件**：采用打造爆款智能硬件单品的策略，致力于打造扫地机器人、智能投影等单品。**家电企业**：传统家电行业头部企业，品牌影响力大，渠道经验丰富。**互联网**：百度、阿里、腾讯等互联网公司利用原有的平台优势，致力于建立家居智能平台，打造家居智能生态。

图表 19：智能家居分成全屋智能硬件、单品智能硬件、家电、互联网平台四大阵营

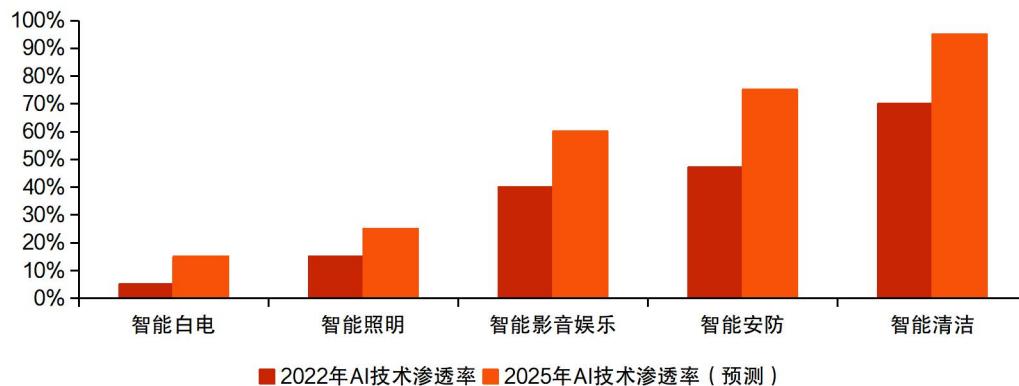
阵营	特征	代表公司	主要产品
全屋智能硬件企业	硬件能力突出，具备丰富的产品矩阵，推动全屋智能	小米	智能音箱、智能门锁、智能摄像机、窗帘电机、晾衣机、智能灯具、智能开关、扫拖机器人等
		华为	智能门锁、智能音箱、智能摄像头、智能照明等，以 HiLink 平台为核心打造生态体系
		萤石	智能家居摄像机、智能门锁、智能猫眼、智能中控屏、智能服务机器人等
		联想	智能家居摄像机、智能门锁、智能猫眼等
		360	智能监控、智能门锁、扫地机器人、洗地机等
单品硬件企业	以扫地机器人、智能投影等单品见长	绿米联创	智能家居摄像机、智能门锁、智能开关、智能电动晾衣架等
		科沃斯	扫地机器人、擦窗机器人等
		石头科技	扫地机器人、洗地机、吸尘器等
家电企业	传统家电行业头部企业，品牌影响力深，渠道经验丰富	极米科技	以智能投影产品为主
		格力	智能门锁、智能开关、智能风扇、智能除湿机、智能取暖机等
		美的	智能锁、智能照明、智能窗帘机等
		海尔	扫地机器人、洗地机、电动窗帘等
互联网企业	致力于建立家居智能平台，打造家居智能生态	好太太	智能锁、智能门铃、智能晾衣架等
		百度	百度 DuerOS
		阿里	飞燕平台
		腾讯	云小微平台
		京东	京鱼座

资料来源：嘉世咨询、华源证券研究所

参考嘉世咨询信息，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，故拥有智能视觉、语音交互功能的智能扫地机、智能摄像机、智能门锁、智能音箱呈现出较高的 AI 技术渗透情况，或在 2025 年突破 60% 的 AI 技术渗透率。整体来看，

智能家居的 AI 技术的行业整体渗透约为 25%，伴随用户对家居生活舒适度要求的提高与技术成熟度的提升，AI 技术或将更多渗透到各品类产品，2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透或将接近 50%，进一步服务用户的日常生活。

图表 20：2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透或接近 50%

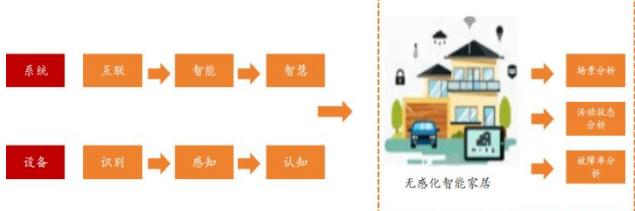


资料来源：嘉世咨询、华源证券研究所

参考奥维云网信息，随着人工智能技术的成熟，智能家居或将最终实现无感化，即自动实现场景分析、活动状态分析、故障率分析，完成智能家居由“智能”向“智慧”的转化。在过去，智能家居的安全性和便捷性是无法同时实现的，对安全性的过度投入会影响用户的体验。但随着芯片安全、云安全、边缘安全等安全技术的发展，用户可以便捷的享受到身份鉴别、通信端身份认证、安全审计、访问控制、通信保护、存储安全等安全服务。

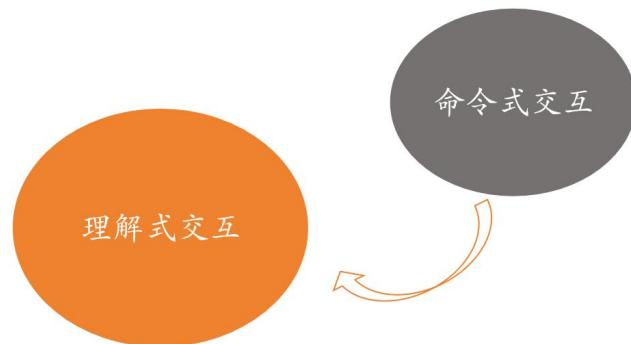
现阶段智能家居产品主要为语言命令式，一问一回答的交互方式，仅能做出简单回应。
生产式 AI 的自我学习能力或将大幅提升智能家居产品的信息处理能力，进行更高效、更拟人化的交流，为用户带来从“智能”到“智慧”的感知体验。

图表 21：智能家居或将最终实现无感化



资料来源：奥维云网、华源证券研究所

图表 22：生产式 AI 或将提升智能家居产品信息处理能力



资料来源：奥维云网、华源证券研究所

3. 技术优势赋能高质量研发，积极推动国内外市场扩张

3.1. 技术先发优势明显，公司 KNX 产品数量居中国第一、全球第六

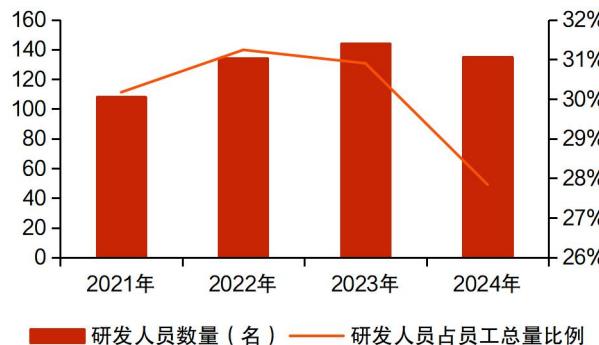
作为较早开始深耕 KNX 技术的企业，公司取得较好的先发优势，具备产品设计、硬件、软件、平台等全面开发能力。公司是国内较早将全球标准、欧洲标准的 KNX 技术引入中国的企业，并参与将其转化为国家技术标准（GB/T20965-2013）。公司基于 KNX 技术标准，综合物联网、云边计算、人工智能等技术应用，为用户打造开放、兼容、稳定、安全、节能的智能化控制系统。公司通过对核心技术的掌握，率先开发了 7 个 KNX 自研协议栈，研发了拥有自主知识产权且兼容 KNX 协议的 K-BUS 智能总线控制系统。针对不同通信协议间的联通障碍，公司开发出能将 KNX 有线系统与 Tuya 无线生态打通的网关产品，实现 KNX 控制系统和无线系统的双向控制。截至 2025H1，公司拥有 46 款 KNX 安全产品，数量居中国第一、全球第六。公司参与起草 7 项国家标准、1 项行业标准及 2 项团体标准，发起 1 项国际标准（IEEE1888.4）并担任该标准的主席单位，其中 10 项已发布。截至 2025H1，公司拥有 254 项专利，其中发明专利 59 项。2024 年公司研发支出 2920.19 万元，占营业收入 11.74%，公司研发人员 135 人，占总员工人数的 27.84%。

图表 23：2024 年公司研发支出占营收 11.74%



资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

图表 24：2024 年公司研发人员占总员工比例 27.84%



资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

K-BUS 是 GVS 于 2011 年自主推出的智能控制总线品牌，该系统基于 KNX 技术，完全符合 KNX 标准，具有开放、稳定、安全、节能、高集成、高兼容等特点，可以满足大到机场照明、赛事体育馆，小到别墅住宅等各类建筑的智能化需求，并已成功应用于北京奥运会国家体育馆、北京大兴国际机场、广州地铁、深圳中海总部大厦、上海融创·外滩壹号院等智能化项目中。

图表 25: K-BUS 系统的优势

国家标准、国际标准	是中国国家推荐性标准、国际标准、欧洲标准、美国标准，澳大利亚和新西兰的技术规范	绿色节能	通过定时控制、人体感应、恒照度管理、能源监控等多种智能化手段，实现主动节能，可比传统建筑节能30%以上
互联互通	所有通过KNX认证的产品都可以与K-BUS互联互通，当前KNX国际协会有超过500个成员单位，用户可在超过8000款KNX产品中自由选择	多种组网方式	支持线型、星型、树形等多种组网方式，根据需求灵活选择，有效节省施工成本
集成功能强大，开放兼容	全面覆盖照明、遮阳、暖通、安防、背景音乐等智能控制功能，且通过网关可兼容其它协议和系统产品，每个KNX系统最大可接入超过61000个设备	历史悠久、应用广泛	KNX拥有超过30年的发展历史，广泛应用于全球各类住宅和公用/商用建筑中，成熟的技术得到了市场的充分验证
稳定可靠	通过专用线缆进行通讯，信号传输稳定且抗干扰性强；去中心化的分布式系统，每个设备独立运作，单一设备发生故障不会造成系统瘫痪	统一的调试软件和接线方式	全球统一的功能配置软件：ETS；全球统一的接线方式，实现高效调试；KNX技术工程师都通过专业的国际认证培训，保障项目的落地质量
安全性高	GVS现拥有KNX-07B0-Secure（安全协议栈），有完善的加密和认证的通信机制，高度保障整个数据链路的安全	多样化解决方案	产品涵盖K-BUS (KNX总线)、K-SMART(ZigBee3.0无线)和M+O融合产品，满足不同领域、多元场景的应用需求
保障产品性能和品质	KNX产品属电气设备，对品质有高要求。生产厂家遵循ISO 9001质量管理体系，严格把控产品全生命周期的质量；标准产品由第三方测试机构进行KNX认证及CE认证，保证互通性和安全性	高稳定、高安全、高兼容	高效的远程运维服务，强大的系统融合拓展力

资料来源：视声智能官网、华源证券研究所

公司不断优化生产、质量体系，投入多项研发项目，提升智能制造能力，增进效率，完善质量，产品交付及质量有效满足海内外客户的高标准和高要求。经过多年研发和生产实践，公司掌握了嵌入式软件与多种算法控制、T-PWM 超深度调光、长距离数据传输、信号自动识别与兼容、多类型多分区管控、无线照明同步控制与定时激活控制等行业内多项核心技术，自主开发出智能电源和 LED 控制器产品，已形成了种类齐全、适配性高、品质稳定的全系列产品。2024 年，公司推出 20 款以上的新品，并以市场为导向，开发设计了多款支持 KNX、SIP 以及多种无线通信协议的智能中控屏，从功能、交互及外观等方面进行升级迭代，获得多项殊荣。公司 KNX 测试实验室可为全球 KNX 制造商提供互联互通测试服务并出具报告，该实验室已成为 KNX+CNAS 的双证检测中心，对提升产品品质，增强客户满意度等方面起到积极作用。

图表 26: 公司研发项目情况

研发项目名称	所处阶段/项目进展	拟达到的目标
RD07：一种基于物联网智能体征采集的远程查房系统	产品功能实现	研发出一种无线护理系统
RD08：ICU 病房探视系统研发	产品功能实现	开发一套 ICU 探视系统支持固定探视和移动探视
RD09：病区环境智能化系统研发	结构设计、项目中期研讨、方案改进	开发一套病区环境智能化系统
基于环境感知技术的智能家居控制系统关键技术研发及产业化	产品功能实现	(1)开发出新产品；(2)申请 8 项知识产权
基于多协议网关的智能控制系统的研究	产品功能实现	(1)开发出新产品；(2)申请 2 项知识产权
基于云计算的 SIP 可视对讲系统的研究	研究阶段	(1)开发出新产品；(2)申请 2 项知识产权
基于 KNXIoT 物联网技术的智能家居控制系统的研发	研究阶段	(1)开发出新产品；(2)申请 2 项知识产权
面向智慧社区的家居智能中控管理平台的研究	研究阶段	(1)开发出新产品；(2)申请 3 项知识产权

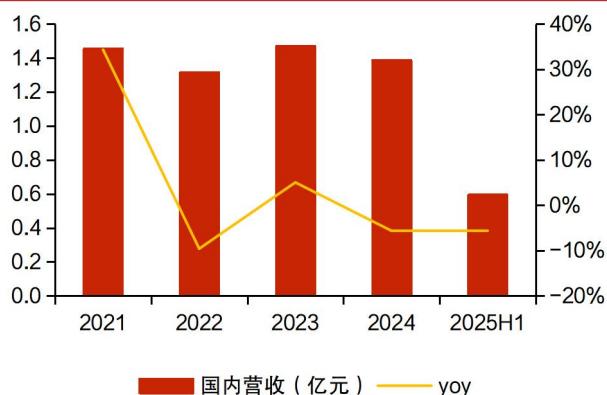
RD18: 基于传感器网络的楼宇能耗监控系统的研发	产品功能实现	(1)研发楼宇能耗监控系统设备一套; (2)申请发明专利 1 项, 实用新型 1 项, 软件著作权 1 项
RD19: 基于筑慧云社区的智能控制系统的研发	产品功能实现	(1)研发筑慧云社区智能控制系统一套; (2)申请发明专利 2 项, 实用新型 2 项, 软件著作权 1 项
RD20: 基于用户历史行为习惯的智慧家居系统的研发	产品功能实现	(1)研发智慧家居系统一套; (2)申请发明专利 1 项, 软件著作权 1 项
RD21: 基于会话初始协议的可视对讲系统的研发	产品功能实现	(1)研发可视对讲系统一套; (2)申请软件著作权 1 项
RD22: 基于物联网的室内照明控制系统的研发	结构设计、项目中期研讨、方案改进	(1)研发室内照明控制系统一套;(2)申请发明专利 1 项

资料来源：视声智能 2024 年年报、华源证券研究所

3.2. 拥有施耐德、罗格朗等直销客户，积极拓展海外市场

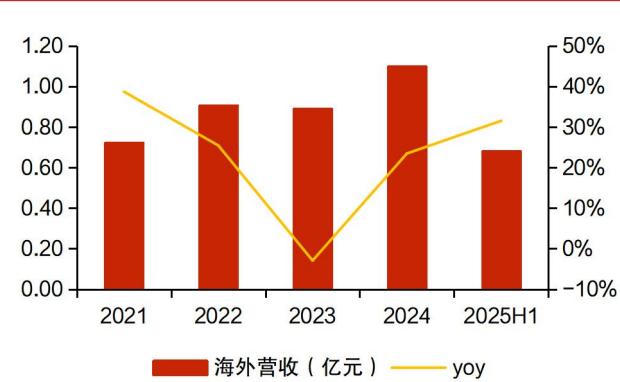
海外营收占比不断提升，2025 上半年约 53% 的收入来源于海外销售。公司积极推进国内销售与海外市场并举的销售策略，响应国家出海战略，截至 2025 上半年，公司经销服务网点及标杆案例已覆盖全球 70 多个国家及地区，在国内覆盖 20 多个省份及直辖市。2024 年，公司主办或参与了 1 场品牌活动，2 场国内行业大展，3 场国际展会，14 场行业峰会活动，在全国各地建立了多个 GVS 智能体验中心和服务中心，提升了公司市场知名度和品牌形象，在海外市场布局更加深入，品牌知名度不断提升。2025H1 公司海外业务实现收入 0.68 亿元，同比增加 31.53%，海外市场开发新客户贡献收入约 1000 万元，同时，海外核心经销商和 ODM 大客户收入同比均有所增长。

图表 27：2024 年国内营收达 1.39 亿元

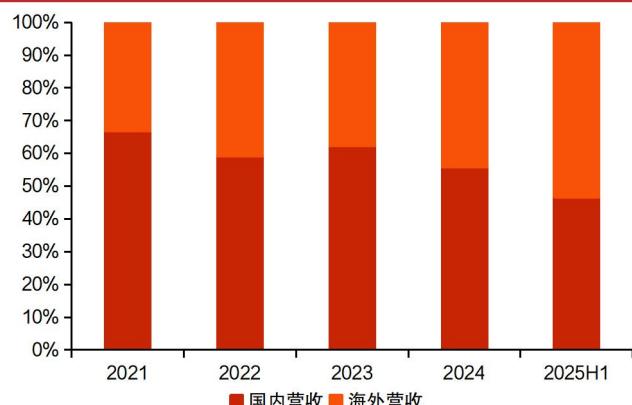


资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

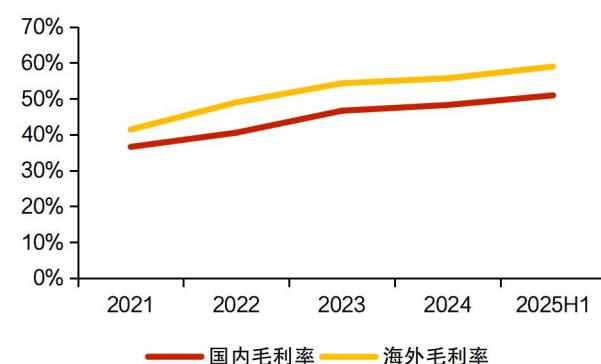
图表 28：2025H1 海外营收同比+31.53%



资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

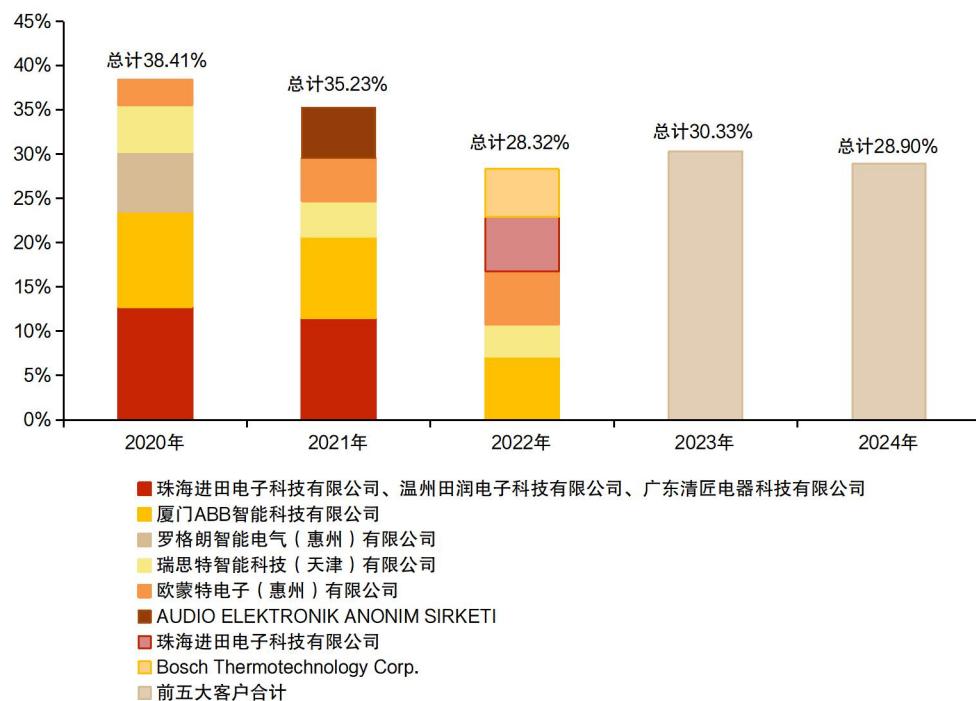
图表 29：2023–2025H1 海外营收占比不断提升


资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

图表 30：2021–2025H1 海外毛利率高于国内


资料来源：视声智能公告、华源证券研究所

公司销售模式以直销为主，下游客户包括施耐德、罗格朗、欧蒙特等国内外知名的电气设备企业以及电力工程集成商。公司产品销往全球各地，主要应用在轨道交通、公共建筑、酒店、医院、高端地产、总部大厦等智能化项目上。公司建立了以研发及营销为核心的事业部管理模式，事业部制定产品发展战略与前沿技术的调查研究、负责产品运营管理，市场营销中心负责整体营销策略、建立销售渠道、制定销售计划与销售公司产品，研发中心负责产品的设计、研发。公司的ODM订单采用“框架协议+分批次下单”模式，框架协议按签约时间滚动，无统一年度节点，需根据客户签约周期确定，客户通常提前2~3个月下达具体订单。根据公司2025年10月的投资者关系活动记录表，公司ODM业务占比约40%，为客户提供“设计-研发-制造”全流程服务。ODM业务一般会收取相应的研发费用，综合下来与公司整体毛利率水平相当。

图表 31：公司下游客户包括罗格朗、欧蒙特等国内外知名企业


资料来源：视声智能招股书、视声智能公告、华源证券研究所

3.3. 募投项目：视声智能化产业园建设项目预计2026年8月可用

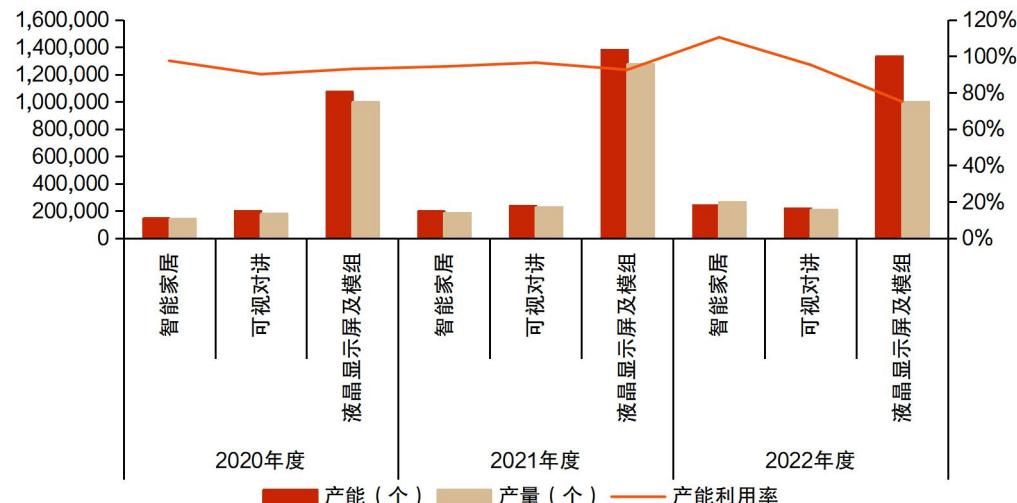
募投项目与公司主营业务高度契合，进一步满足产能需求。根据公司招股书，近年来人们对可视对讲与智能家居等产品的需求逐渐旺盛，智能家居、可视对讲等产品逐渐延伸到政府、物业、医院等领域，庞大的市场需求空间被逐步打开。2020-2022年公司智能家居和可视对讲产品产能利用率均在90%以上，公司拟通过视声智能化产业园建设项目提升产品供给能力、突破产能瓶颈，满足下游市场需求。该项目建成后可实现年产53万台智能家居类产品及30万台可视对讲产品的生产能力，有利于公司增强产品竞争力，实现公司产品市场占有率的提高。

图表32：公司募投资金主要用于视声智能化产业园建设项目

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划	募集资金 累计投入进度	项目达到预定 可使用状态日期
		投资总额（万元）		
1	广州视声智慧空间产业基地建设项目之子项目： 视声智能化产业园建设项目	5,989.09	39.76%	2026年8月
2	研发中心建设项目	1,415.56	29.45%	2026年8月
3	补充流动资金	4,000.00	86.18%	-

资料来源：视声智能公告、华源证券研究所 注：累计投入进度截至2025年6月30日

图表33：公司智能家居产能利用率较高



资料来源：视声智能招股书、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合国内外智能家居规模的稳步增长以及对于公司出海业务和智能家居业务发展的积极预期，我们假设如下：

(1) 智能家居：预计收入稳步增长，假设2025-2027年营业收入同比+20.00%/19.00%/18.00%，测算得出2025-2027年营业收入分别为1.96/2.33/2.75亿元。

(2) 可视对讲：预计收入有所恢复，假设2025-2027年营业收入同比+22.00%/18.00%/16.00%，测算得出2025-2027年营业收入分别为0.55/0.65/0.76亿元。

(3) 液晶显示屏及模组：预计收入有所下滑，假设2025-2027年营业收入同比-15.00%/-10.00%/-5.00%，测算得出2025-2027年营业收入分别为0.33/0.29/0.28亿元。

我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.64、0.75和0.88亿元，截至1月12日收盘价，对应PE为33.5、28.5、24.4倍，我们选取雷特科技、萤石网络、海康威视作为可比公司。我们认为公司凭借深耕KNX领域的先发优势，以及持续投入研发和拓展客户，未来随着产能释放有望不断提高市场份额，首次覆盖给予“增持”评级。

图表34：视声智能可比公司估值表（截至20260112）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
雷特科技	920110.BJ	37.94	14.80	1.28	1.47	1.69	29.6	25.7	22.5
萤石网络	688475.SH	32.87	258.85	0.78	0.95	1.16	42.4	34.7	28.3
海康威视	002415.SZ	31.64	2899.77	1.50	1.71	1.96	21.1	18.5	16.1
均值							31.0	26.3	22.3
视声智能	920976.BJ	30.07	21.34	0.9	1.05	1.23	33.5	28.5	24.4

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自wind一致预期；视声智能盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

海外业务风险：公司境外销售覆盖多个国家和地区，若公司境外市场出现政治动荡、贸易政策变化或需求结构变化等情况，公司未能及时有效应对，可能对公司境外业务造成不利影响。

原材料价格波动风险：公司采购的原材料主要包括TFT屏，IC芯片，印刷电路板、电容、电阻、二三极管等电子元器件。受国际政治环境等多方面的影响，全球相关产业的供应链还不够稳定，对公司的成本控制及产品交付期有可能造成不利影响。

汇率变动风险：公司部分产品销往海外，且采用外币结算，汇率波动将导致公司汇兑损益产生波动。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	222	221	241	271
应收票据及账款	43	48	55	63
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	2	3	3	4
存货	39	40	46	53
其他流动资产	0	1	1	1
流动资产总计	307	313	347	394
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	14	19	27	37
在建工程	13	19	14	3
无形资产	13	13	14	16
长期待摊费用	3	2	1	0
其他非流动资产	1	2	2	2
非流动资产合计	44	55	60	57
资产总计	351	368	407	451
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	18	19	21	24
其他流动负债	62	52	59	68
流动负债合计	80	71	80	91
长期借款	2	3	3	2
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3	3	3	2
负债合计	82	74	83	93
股本	71	71	71	71
资本公积	111	111	111	111
留存收益	87	112	142	176
归属母公司权益	269	294	323	358
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	269	294	323	358
负债和股东权益合计	351	368	407	451

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	48	55	66	79
折旧与摊销	5	6	8	9
财务费用	-3	-1	-1	-1
投资损失	-1	-1	-1	0
营运资金变动	-2	-16	-4	-5
其他经营现金流	5	9	10	10
经营性现金净流量	51	53	77	92
投资性现金净流量	-25	-17	-12	-8
筹资性现金净流量	-32	-37	-45	-54
现金流量净额	-6	-1	20	31

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	249	285	328	379
营业成本	121	127	143	162
税金及附加	2	2	3	3
销售费用	36	40	47	54
管理费用	23	22	26	29
研发费用	29	33	38	44
财务费用	-3	-1	-1	-1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	11	9	9	9
营业利润	52	70	83	97
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	52	70	82	96
所得税	5	6	8	9
净利润	48	64	75	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	48	64	75	88
EPS(元)	0.67	0.90	1.05	1.23
主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	5.35%	14.45%	15.36%	15.51%
营业利润增长率	20.16%	33.97%	17.60%	16.99%
归母净利润增长率	21.76%	33.42%	17.59%	17.11%
经营现金流增长率	0.34%	3.09%	46.09%	18.99%
盈利能力				
毛利率	51.54%	55.44%	56.49%	57.32%
净利率	19.17%	22.35%	22.78%	23.10%
ROE	17.74%	21.66%	23.14%	24.49%
ROA	13.58%	17.29%	18.39%	19.42%
估值倍数				
P/E	44.75	33.54	28.52	24.36
P/S	8.58	7.50	6.50	5.63
P/B	7.94	7.26	6.60	5.96
股息率	2.33%	1.81%	2.12%	2.49%
EV/EBITDA	21	26	22	18

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。