

萤石网络（688475.SH）  
计算机设备

证券研究报告/公司深度报告

2025年02月18日

评级： 买入（首次）

分析师：孙行臻

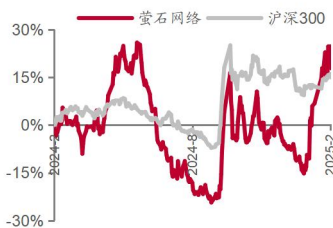
执业证书编号：S0740524030002

Email: sunxz@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	787.50
流通股本(百万股)	409.50
市价(元)	38.36
市值(百万元)	30,208.50
流通市值(百万元)	15,708.42

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,306	4,840	5,461	6,311	7,361
增长率 yoy%	2%	12%	13%	16%	17%
净利润(百万元)	333	563	575	730	871
增长率 yoy%	-26%	69%	2%	27%	19%
每股收益(元)	0.42	0.71	0.73	0.93	1.11
每股现金流量	0.93	1.23	1.24	1.09	1.22
净资产收益率	7%	11%	10%	11%	12%
P/E	90.7	53.7	52.5	41.4	34.7
P/B	6.2	5.7	5.3	4.8	4.3

备注：股价截止自2025年02月18日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- **萤石网络：智能家居领军企业，智能硬件与云服务双轮驱动。** 1) **承继海康基因：**公司起源于海康互联网业务中心，继承其AI视觉等核心技术，成功切入智能家居赛道。多年来海康威视为第一大股东，公司高管均有海康威视的从业背景。2) **“2+5+N”战略：**打造“2+5+N”智居生态，公司战略由硬向软，由点及面，以打磨出智能家居摄像头拳头产品为始，横向扩展相关品类，纵向推动业务向云，围绕视频和AI能力做产品扩展，逐步扩展产品版图。
- **拳头产品：以视觉技术为基，SHC+门锁双核驱动增长。** 1) **智能家居摄像头：**强势现金牛业务，作为国内一流消费级品牌，公司产品核心指标领先友商，对应AI算法核心技术领先行业，产品矩阵相较小米和360更加丰富；产品价格定位于中高端带，24H1在我国价位为300元以上的SHC高端市场中市占率位居第一。2) **智能门锁：**为硬件端第二收入来源，兼具产品力+品牌+款式多元的优势，产品在C端影响力更为显著；同时积极采取线上营销策略，以扩大智能门锁市场份额。
- **新品类：家居场景端侧爆发在即，消费级机器人开启元年。**智能家居系AI端侧接力者，家居场景全面智能化在即，万亿级别市场有望打开。目前公司拥有扫地机器人、儿童陪护机器人和商用机器人三种系列。2024年11月，面向具身智能领域的“蓝海大模型”已完成浙江省网信办的生成式人工智能服务备案；随着新模型的上线与更多场景的融合，面对更多垂类场景的机器人有望问世，产品矩阵将更丰富。智能控制与智能穿戴正处于发展初期，成长空间较大。
- **萤石云：云生态建设逐步完善，中长期盈利空间广阔。**由于企业发展路径及商业模式相似，萤石网络可对标海外玩家Arlo：该公司24Q3云服务收入占比已接近50%，说明萤石云在未来可能仍有较大的增收空间，24H1其营收占比仅为19%。长期来看，智能家居硬件起到把握用户流量入口或增大用户基数的作用，而云付费服务凭借其高盈利性将成为创利的主要业务，最终萤石有望与华为、小米等头部玩家分羹。目前，萤石云平台成长迅速，2020-2023年付费用户数与ARPU保持了双增的势态。
- **盈利预测、估值及投资评级：**萤石网络脱胎于安防龙头海康威视，继承其AI视觉技术能力，成功切入智能家居赛道，智能家居硬件与云服务业务双轮驱动，有望成长为生态级别企业。首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.75/7.30/8.71亿元，以2025年2月18日收盘价计算，对应PE分别为52.5x/41.4x/34.7x。
- **风险提示：**产品创新迭代不及预期风险，市场竞争加剧风险，云服务数据安全及个人信息保护风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

单击或点击此处输入文字。

## 内容目录

<b>一、萤石网络：智能家居领军企业，“2+5+N”生态逐步成熟</b>	<b>4</b>
1.1 发展历程：承继海康基因，从智能硬件走向软硬一体	4
1.2 主营业务：智能硬件+云服务双轮驱动，营收结构持续优化	5
1.3 股权结构：“海康系”智居企业，公司高管技术背景雄厚	7
1.4 财务分析：营收持续增高，重视研发团队与销售渠道建设	8
<b>二、拳头产品：以视觉技术为基，SHC+门锁双核驱动增长</b>	<b>10</b>
2.1 智能家居摄像头：强势现金牛，产品力+技术+市占率均居前列	10
2.2 智能门锁：第二增长曲线态势已现，产品力强势表现亮眼	14
<b>三、新品类：家居场景端侧爆发在即，消费级机器人开启元年</b>	<b>18</b>
3.1 端侧爆发：智能家居系 AI 端侧接力者，全屋智能即将进入迸发期	18
3.2 智居机器人：蓝海大模型大模型已备案，机器人应用场景日益丰富	21
3.3 其他品类：智能控制+智能穿戴正处于发展初期，成长空间较大	23
<b>四、萤石云：云生态建设逐步完善，中长期盈利空间广阔</b>	<b>24</b>
4.1 成长逻辑：智能硬件把握用户流量入口，中长期依赖云服务增收增利	24
4.2 C 端：云存储为主要收入来源，AI 技术提升+场景拓展催生新应用	27
4.3 B 端：打造平台开发者生态，注重服务定制化与 AI 算法建设	29
<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
<b>风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1：萤石网络历史发展大事件	4
图表 2：萤石网络业务架构图	5
图表 3：2020-2024H1 智能家居与云服务收入及增速（亿元，%）	5
图表 4：2020-2024 H1 分业务营收占比（%）	5
图表 5：萤石网络智能家居分业务介绍及增长情况（亿元）	6
图表 6：萤石网络云平台 ToC 功能与服务	7
图表 7：萤石网络云平台 ToB PaaS 服务架构	7
图表 8：萤石网络股权结构图	7
图表 9：萤石网络管理层人员情况	8
图表 10：2020-2024Q3 收入&利润情况（亿元，%）	9
图表 11：2020-2024Q3 毛利率&净利率情况（%）	9
图表 12：2020-2024Q3 应收账款周转率和存货周转率（次）	9
图表 13：2020-2024 Q3 经营性现金流净额情况（亿元）	9
图表 14：2020-2024 Q3 三大费率情况（%）	10
图表 15：2021-2023 年公司人员构成（人，%）	10
图表 16：2020-2024 Q3 公司境内外收入情况	10
图表 17：2020-2024 H1 公司海外营收占比持续提升	10
图表 18：2024-2034E 全球智能家居摄像头市场规模（亿美元）	11
图表 19：2018-2026E 全球智能安防摄像头渗透率（%）	11
图表 20：2018-2027E 中国智能家居摄像机的市场规模（亿元）	11
图表 21：2020-2025E 中国及全球家用摄像机出货量（万台）	11
图表 22：24Q2 萤石为国内消费 SHC 市占率第一	12
图表 23：2022H1 中国智能家居摄像机品牌竞争格局	12
图表 24：萤石网络智能摄像头产品与竞品性能指标对比	12
图表 25：萤石网络在 AI 算法方面具有竞争优势	13

图表 26:	萤石网络智能家居摄像头产品矩阵相比竞争对手更为丰富 .....	13
图表 27:	2024H1 中国监控摄像头线上市场分价格品牌销量份额 .....	14
图表 28:	2023-2027E 中国智能门锁市场规模 (亿元) .....	14
图表 29:	2023-2027E 中国智能门锁销售量 (万台) .....	14
图表 30:	2022 年部分国家智能门锁渗透率 (%) .....	15
图表 31:	2020-2023H1 中国智能门锁线上市场人脸识别渗透率 (%) .....	15
图表 32:	萤石网络智能门锁产品与竞品性能指标对比 .....	16
图表 33:	萤石网络智能门锁产品矩阵相比竞争对手更为丰富 .....	16
图表 34:	2022 年中国智能门锁竞争格局 .....	17
图表 35:	2024 年 618 中国智能门锁线上市场 TOP5 品牌销售份额 .....	17
图表 36:	智能家居定义从 1.0 到 3.0 的变化 .....	18
图表 37:	2023-2032E 全球智能家居安全市场规模 (亿元) .....	19
图表 38:	2017-2026E 全球智能家居设备渗透率预测 (%) .....	19
图表 39:	2022 全球部分国家智能家居市场渗透率 (%) .....	19
图表 40:	2019-2025E 全球智能家居市场规模 (亿美元) .....	20
图表 41:	全屋智能的定义图 .....	20
图表 42:	智能单品向整体智能产品矩阵转变 .....	20
图表 43:	我国智能家居头部玩家积极布局全屋智能生态 .....	21
图表 44:	萤石网络智能服务机器人产品矩阵 (元) .....	22
图表 45:	萤石蓝海大模型应用架构 .....	23
图表 46:	萤石致力于发展开发开放、基础交互及具身代理三大体系化 AI 能力 ...	23
图表 47:	萤石蓝海大模已通过生成式人工智能服务备案 .....	23
图表 48:	萤石网络智能控制业务产品矩阵 .....	24
图表 49:	萤石网络 WA1S 智能健康手表 .....	24
图表 50:	萤石网络智能穿戴功能矩阵 .....	24
图表 51:	萤石网络“智能家居+物联网云平台”双主业格局 .....	25
图表 52:	2020-2023 年萤石云 C 端经营情况 .....	25
图表 53:	2020-2023 年萤石云 B 端经营情况 .....	25
图表 54:	2014-2018 年 Arlo 发展历程 .....	26
图表 55:	2020-2024Q3 Alro 营收及毛利率 (单位: 亿美元, %) .....	26
图表 56:	2024Q3 Alro 云服务收入占比已接近 50% .....	26
图表 57:	萤石网络云平台与可比公司云平台对比情况 .....	27
图表 58:	面向 C 端消费者用户的云平台服务 .....	28
图表 59:	云存储订购套餐价格表 (上) .....	28
图表 60:	云存储订购套餐价格表 (下) .....	28
图表 61:	萤石云视频 APP 增值服务逐步完善 .....	29
图表 62:	面向 B 端行业客户及广告主的云平台服务 .....	29
图表 63:	萤石云开放平台产品套餐价格表 .....	30
图表 64:	公司分业务收入与毛利率假设表 .....	32
图表 65:	公司费用率假设表 .....	33
图表 66:	可比公司估值表 .....	33

## 一、萤石网络：智能家居领军企业，“2+5+N”生态逐步成熟

### 1.1 发展历程：承继海康基因，从智能硬件走向软硬一体

**萤石网络：国内领先的智能家居硬件与物联云平台服务提供商。**公司脱胎于海康威视的互联网中心业务部，承继海康基因，聚焦C端安防，定位“智能家居硬件产品+云服务”双主业模式，打造“2+5+N”生态体系，致力于发展成为聚焦于智能家居领域的平台型、生态型公司。

**公司核心发展逻辑是由硬向软，由点及面，以打磨出智能家居摄像头拳头产品为始，横向扩展相关品类，纵向推动业务上云，围绕视频和AI能力做产品扩展，逐步扩展产品版图。**

- **初期发展期（2013-2015年）：脱胎于海康威视，聚焦C端安防，SHC为公司拳头产品。**1) 2013年：海康威视开始部署互联网C端业务，“萤石”品牌正式创立。2) 2014年：萤石发布了“萤石云视频APP”，初步形成了“智能硬件+物联网服务”的业务雏形。3) 2015年：公司开始拓展智能家居摄像头市场，迅速成为全球消费级摄像头出货量的领先者。
- **业务拓展期（2016-2019年）：安防硬件产品矩阵日益丰富。**1) 2016-2017年：公司进一步丰富产品线，推出智能入户等新品，开始构建智能家居生态。2) 2018年：智能入户日益完善，推出儿童陪护系列机器人。3) 2019年：公司提出“1+4+N”战略，初步构建了以智能家居摄像头为核心，涵盖智能入户、智能服务机器人、智能控制等多品类的产品生态。
- **技术创新期（2020-2023年）：积极拥抱AI+云计算浪潮，云服务厚积薄发。**1) 2020年：IoT物联云平台发布，平台接入设备数突破1亿。2) 2021年：萤石网络继续优化云平台服务，提升用户体验，智能入户业务成为新的增长点。3) 2022年12月，萤石网络成功登陆科创板，成为我国智能家居领域的头部品牌之一。4) 2023年，“萤石云”平台服务收入持续增长，相比于2020年云收入实现翻倍。
- **战略升级期（2024年至今）：打造“2+5+N”生态体系，确立平台型公司成长路线。**2024年，公司升级为“2+5+N”生态体系，以AI技术和萤石云双驱动为核心，涵盖智能穿戴、智能家居摄像头、智能服务机器人、智能控制和智能入户五大自研产品线，以及通过生态控制器接入的N类生态产品线。

**图表 1：萤石网络历史发展大事件**

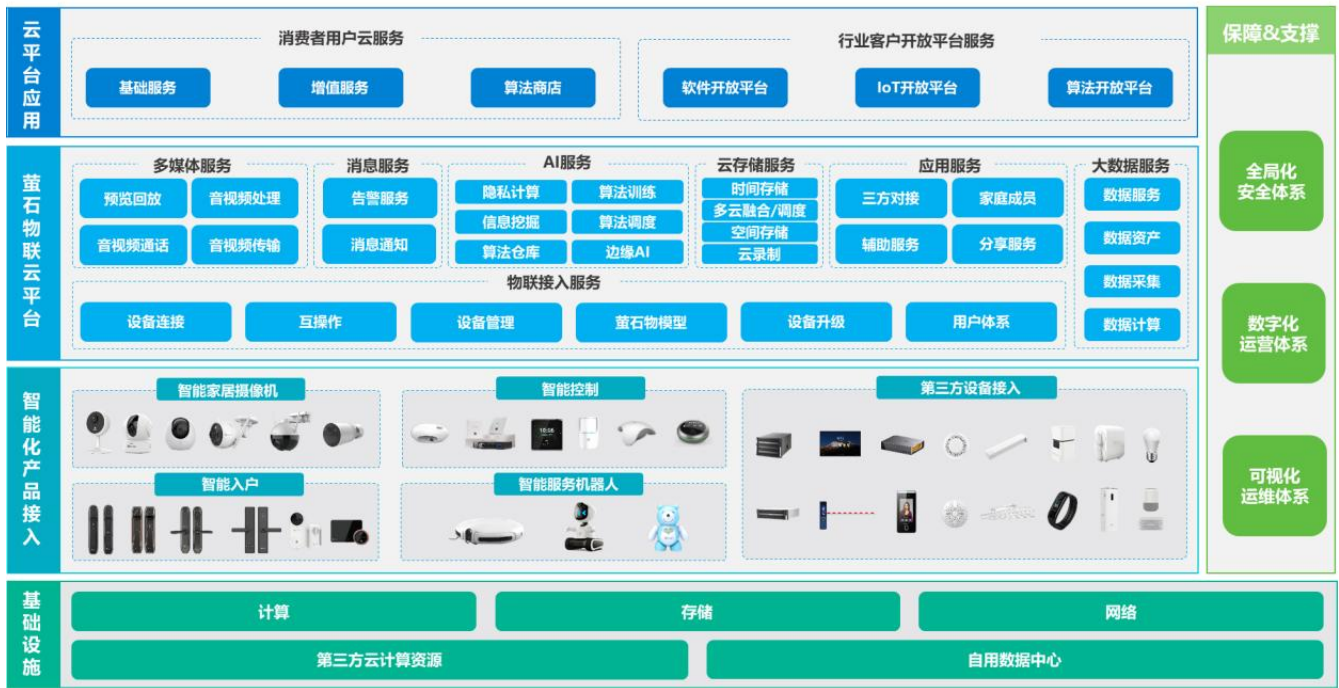


来源：萤石网络官网，萤石网络公众号，中泰证券研究所

1.2 主营业务：智能硬件+云服务双轮驱动，营收结构持续优化

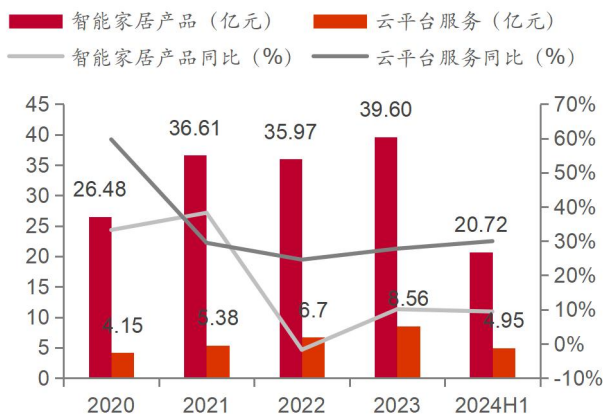
智能家居摄像头为现金牛业务，智能入户为第二增长曲线，云平台服务有望持续带动营收结构优化。2019-2023年，公司以智能家居产品和云平台服务收入为主，硬件产品占收入的比重高于80%，而随着智能硬件渗透率提升，越来越多用户开始接入公司的软件服务，因此高毛利率的云平台服务收入占比不断扩大，整体营收结构得以优化。截至24H1，云平台服务收入占比已从2020年的14%增长至19%。

图表 2：萤石网络业务架构图



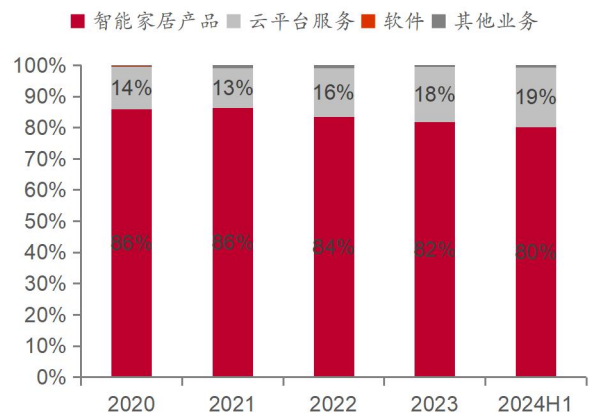
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2020-2024H1 智能家居与云服务收入及增速（亿元，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：2020-2024 H1 分业务营收占比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

1) 硬件端：SHC 为公司基本盘，短期看智能入户贡献业绩增量，中长期看好机器人等新品拓展。在智能家居硬件产品方面，公司将业务战略升级为“5+N”产品体系，其中，“5”代表智能家居摄像机、智能入户、智能

服务机器人、智能控制和智能穿戴五大核心产品线；“N”则代表智能设备间的互联互通，形成一个统一的智能生态系统。

- **SHC: 智能家居摄像机是公司的现金牛业务。**SHC 为公司第一大业务，是公司的现金牛。2020 年-2023 年，该业务收入从 20.2 亿元增至 29.9 亿元，期间 CAGR 为 14.0%。24H1，该业务实现 14.4 亿元收入，毛利率达到 39.4%。
- **智能入户：将成长为公司的“第二收入曲线”。**该业务数量级显著小于 SHC 业务，而近年来业绩增速更快。2020 年-2023 年，该业务收入从 2.7 亿元增至 5.1 亿元，期间 CAGR 为 23.9%。24H1，该业务实现 3.3 亿元收入，毛利率达到 41.5%。
- **其他智能家居硬件：机器人处于培育孵化期，智能控制、穿戴业务成长空间大。**2020 年-2023 年，其他智能家居业务从 0.6 亿元增至 2.0 亿元，期间 CAGR 为 53.3%，增速显著高于 SHC 与智能入户，其中智能机器人 24H1 贡献收入 0.55 亿元。

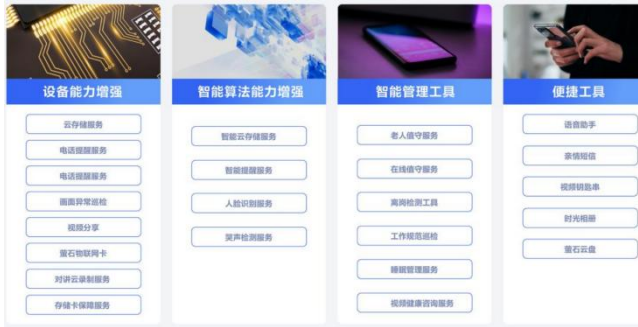
图表 5：萤石网络智能家居分业务介绍及增长情况（亿元）



来源：公司官网，公司公告，WIND，中泰证券研究所

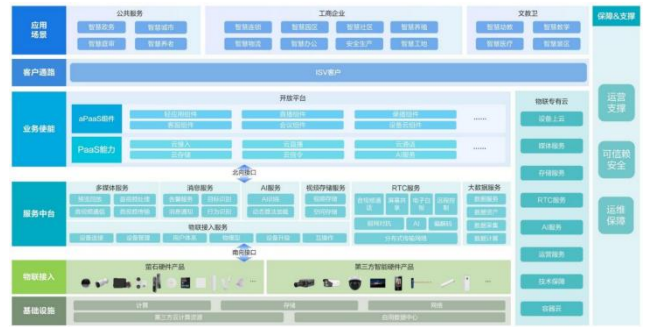
- **云服务：高盈利业务持续发展，推动整体业务结构优化。**萤石物联网云平台通过构建多数据中心+就近服务点的方式服务于全球客户。1) 面向 C 端消费者，萤石物联网云平台通过“萤石云视频”应用，围绕生活、工作场景空间提供安全、便捷、舒适、健康的智能化服务。2) 面向 B 端开发者，萤石云为第三方软件开发者、系统集成商等提供 API、SDK、aPaaS 组件、智能算法等技术工具。2020 年-2023 年，公司云平台服务业务增长迅速，业务收入从 4.2 亿元增至 8.6 亿元，CAGR 达 27.3%。2024H1，该业务实现营收 5.0 亿元，毛利率高达 76.1%，可见云服务发展带动整体业务结构优化，随着云平台服务在客户端持续渗透，公司的盈利能力有望继续提升。

图表 6: 萤石网络云平台 ToC 功能与服务



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 萤石网络云平台 ToB PaaS 服务架构

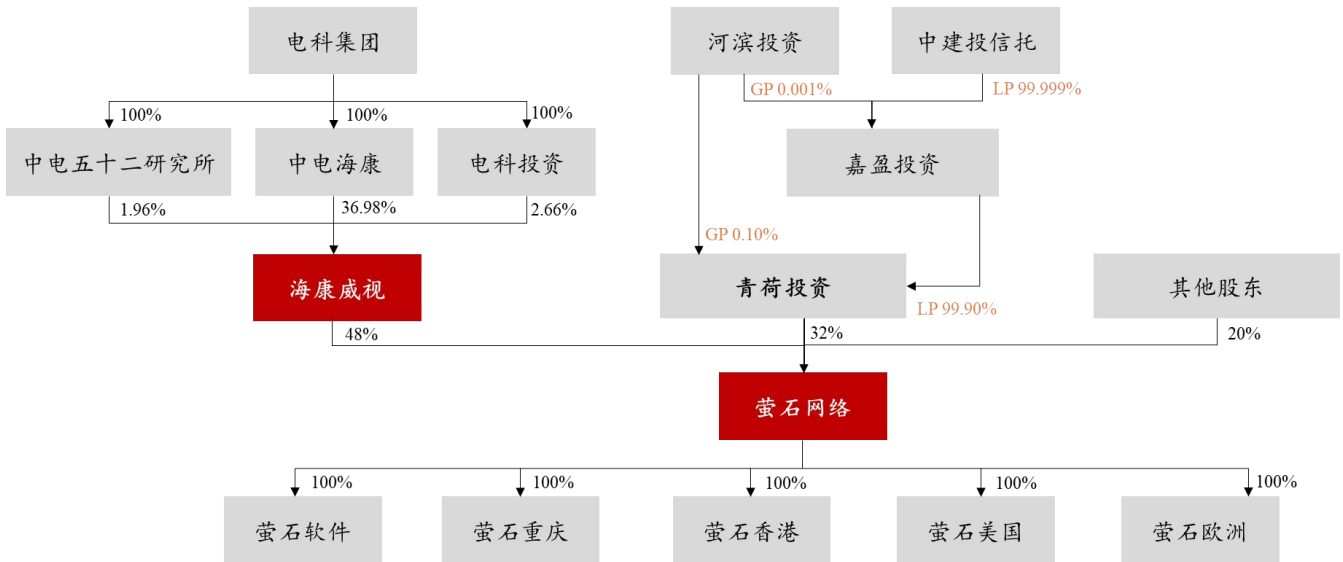


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 1.3 股权结构: “海康系”智居企业, 公司高管技术背景雄厚

海康威视为公司第一大股东, 青荷投资为员工持股平台, 子公司分工明确。截至 2025 年 2 月 5 日, 海康威视作为第一大股东, 持有公司 48% 的股份。青荷投资为负责萤石网络、海康威视高管及核心员工跟投计划的持股机构, 持有公司 32% 的股份。另外, 公司旗下五大子公司业务分工明确, 萤石软件主要负责“萤石”品牌智能家居产品软硬件的研发及云服务平台建设与运维, 萤石重庆负责智能家居产品生产制造, 而萤石美国、萤石香港、萤石欧洲则主要负责海外不同地域产品的销售及服务的提供。

图表 8: 萤石网络股权结构图



来源: WIND, 公司招股说明书, 中泰证券研究所。注: 图中橙色数据出自公司招股书, 数据时间截至 2022 年 6 月 30 日; 黑色数据出自 Wind 股权穿透图, 数据截取于 2025 年 2 月 5 日。

管理团队均具备海康威视从业背景, 智能安防领域技术与管理经验丰富。公司高管在视频处理算法、物联网硬件研发及云计算平台建设等核心技术领域具备显著经验优势, 这将助力公司在智能家居硬件创新、云平台服务等核心业务的持续突破。

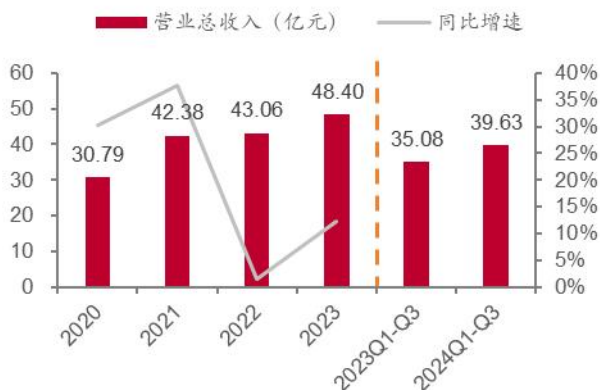
**图表 9：萤石网络管理层人员情况**

姓名	职位/个人经历
	<b>董事长兼总经理</b>
蒋海青	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
	<b>副总经理兼财务总监</b>
郭航标	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
	<b>副总经理</b>
陈冠兰	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
	<b>副总经理</b>
金升阳	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
	<b>副总经理</b>
李兴波	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
	<b>董事会秘书</b>
曹静文	<ul style="list-style-type: none"> <li>2012-2015：于德勤会计师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。</li> </ul>

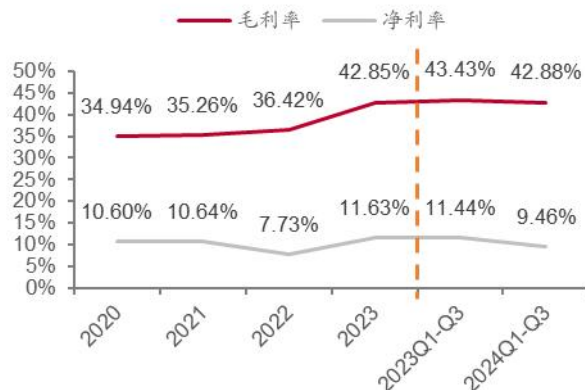
来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 1.4 财务分析：营收持续增高，重视研发团队与销售渠道建设

- 盈利端：营收屡创新高，竞争加剧、产品结构调整、员工规模扩大使盈利能力短期承压。**
  - 收入端**，2020年至2023年公司营收保持高速增长态势，2023年度公司实现营业收入48.40亿元，同比增长12.39%。2024Q1-Q3，公司营收为39.63亿元，同比增长12.93%。
  - 毛利率端**，2020年至2023年公司整体毛利率稳中有升，而受行业竞争加剧的影响，加之智能穿戴、机器人等新业务处于发展前期，其盈利能力尚未稳定而营收占比提升，2024Q1-Q3年整体毛利率下降至42.88%，同比下降0.55pct。
  - 净利率端**，受毛利率承压、销售端及研发端投入加大等影响，2024Q1-Q3公司净利率下降至9.46%，同比下降1.98pct。

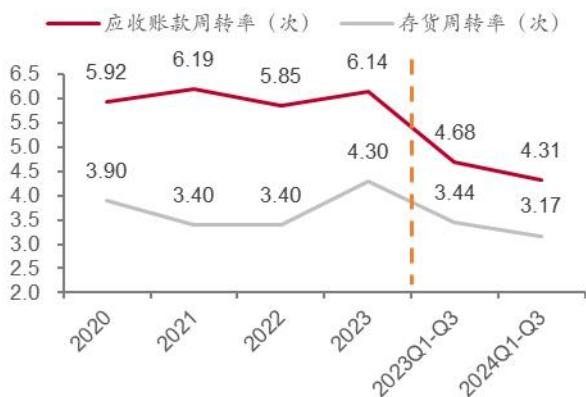
**图表 10: 2020-2024Q3 收入&利润情况(亿元, %)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 11: 2020-2024Q3 毛利率&净利率情况 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**营运能力: 应收账款+存货周转率正常波动, 经营性现金流有改善迹象。** 2020-2023 年, 公司应收账款周转率保持在 6.00 附近波动, 存货周转率保持在 4.00 附近波动, 2023 年营运情况得到较大改善, 而 2024Q1-Q3 两数值相较同期略有下滑。此外, 受益于营收高速增长, 2023 年公司经营性现金流净额增至 9.71 亿元, 而 24Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 1.31 亿元, 相较同期减少 4.09 亿元, 主因是购买商品、接受劳务支付的现金增加, 属于正常经营现象。

**图表 12: 2020-2024Q3 应收账款周转率和存货周转率 (次)**


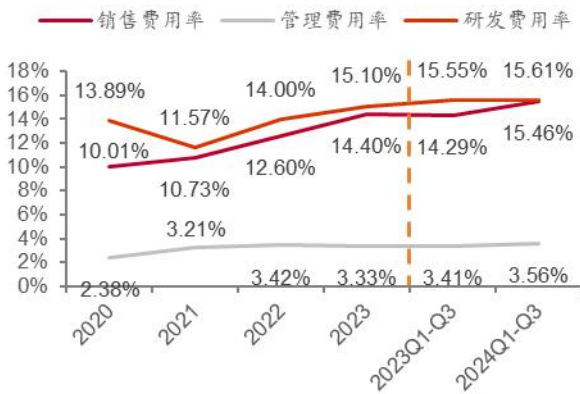
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 13: 2020-2024 Q3 经营性现金流净额情况 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

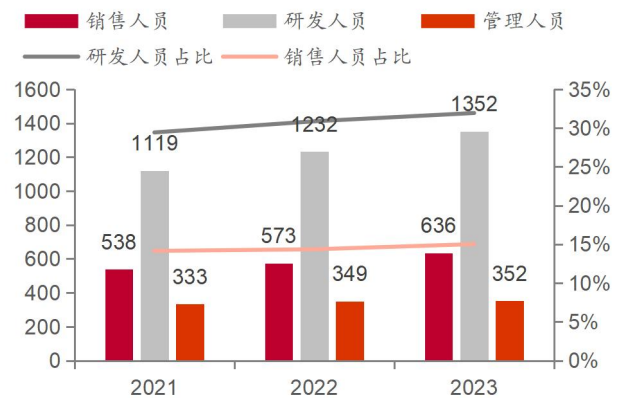
■ **费用端: 聚焦研发与销售建设, 24Q1-Q3 三大费率均有提升。** 2023 年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 14.40%、3.33%、15.10%, 而 2024Q1-Q3 公司三大费率均有所提升。1) 销售费率稳步提升, 主因是公司持续加大境内外市场拓展, 业务宣传费和销售服务费增长。其中, 销售人员从 2021 年 538 人增至 2023 年 636 人。2) 管理费用率维稳, 自 2021 年以来, 公司管理费用率稳定在 3.4% 附近。3) 研发费率呈上升趋势, 主因是公司对新技术、新工艺研发投入有所增加, 且研发人员人数及总薪酬亦有增长, 研发人员从 2021 年 1119 人增至 2023 年 1352 人。

图表 14: 2020-2024 Q3 三大费率情况 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

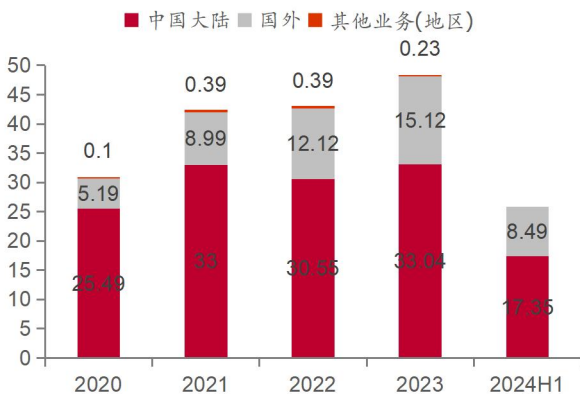
图表 15: 2021-2023 年公司人员构成 (人, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

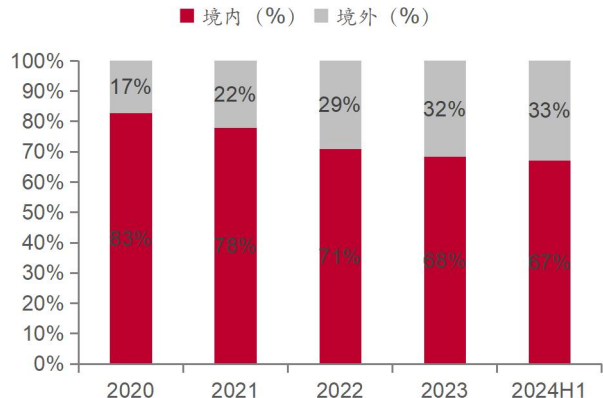
- **出海情况: 海外收入快速上升, 营收占比逐年提升。**近年来, 公司在海外市场的拓展成效显著, 境外收入呈现快速上升趋势。2020 年, 公司的海外营收为 5.3 亿元, 占公司营收的 17%; 至 2023 年, 海外营收已增长至 15.4 亿元, 营收占比提升至 32%, 占比基本实现翻倍。24H1, 公司依据不同区域和国家的特点, 有侧重地发展线下销售渠道, 同时顺应部分国家的电商趋势, 积极发展数字营销和电商业务, 线上+线下全面布局, 海外品牌力有望进一步提升。

图表 16: 2020-2024 Q3 公司境内外收入情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 17: 2020-2024 H1 公司海外营收占比持续提升

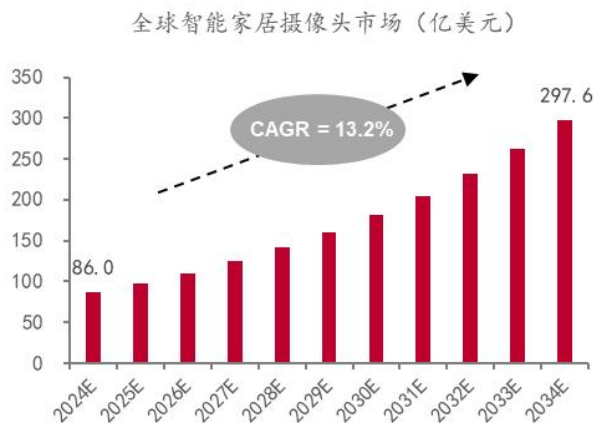


来源: WIND, 中泰证券研究所

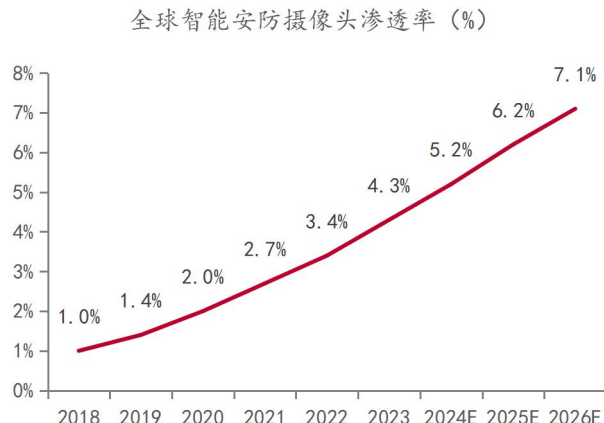
## 二、拳头产品: 以视觉技术为基, SHC+门锁双核驱动增长

### 2.1 智能家居摄像头: 强势现金牛, 产品力+技术+市占率均居前列

**全球 SHC 市场: 预计保持高增速, 渗透率有望持续提升。**智能家居摄像头 (Smart Home Camera, 简称 SHC) 是智能家居领域的重要硬件产品。根据 Future Market Insights, 预计到 2024 年底全球智能家居摄像头市场规模将达到 86 亿美元, 到 2034 年将达到 297.6 亿美元, 2024 年至 2034 年 CAGR 将达 13.2%。从渗透率来看, 2023 年全球智能安全摄像头的普及率为 4.3%, 预计 2026 年将达到 7.1%。

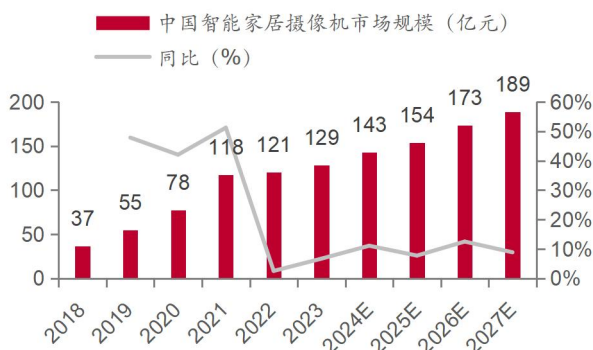
**图表 18: 2024-2034E 全球智能家居摄像头市场规模 (亿美元)**


来源: statista, 中泰证券研究所

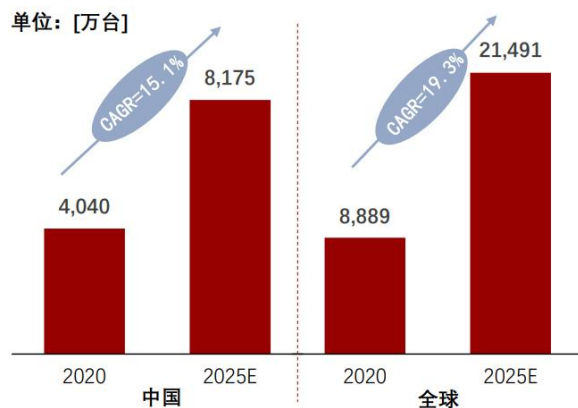
**图表 19: 2018-2026E 全球智能安防摄像头渗透率 (%)**


来源: statista, 中泰证券研究所

**中国 SHC 市场: 正处于快速发展阶段, 未来产品或趋于量升价跌。**2016 年以来, 智能家居摄像机的家庭渗透率持续增长, 中国智能家居摄像机行业进入高速发展期。2022 年, 中国智能家居摄像机的市场规模为 120.5 亿元, 预计 2027 年市场规模将达到 188.7 亿元。根据头豹研究预测, 智能家居摄像机由于大部分产品易趋于同质化, 难以形成产品溢价, 因此产品价格将逐年降低, 同时销量保持稳定增长, 呈现量升价跌的趋势, 而售价的下降进一步拉低了消费者的购买门槛, 利于 SHC 在国内大规模普及。

**图表 20: 2018-2027E 中国智能家居摄像机的市场规模 (亿元)**


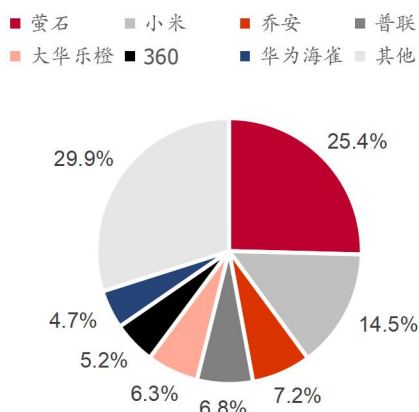
来源: 头豹研究院, 中泰证券研究所

**图表 21: 2020-2025E 中国及全球家用摄像机出货量 (万台)**


来源: 头豹研究院, 中泰证券研究所

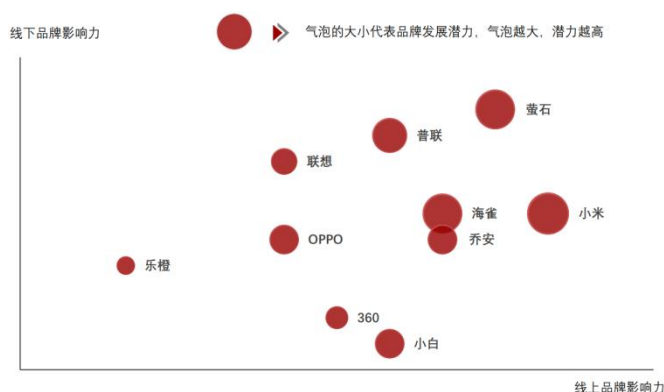
**品牌优势: 打造国内一流消费级 SHC 品牌, 萤石网络坐稳龙头地位。**22H1 公司 SHC 在品牌发展潜力、线上品牌影响力、渠道能力等方面均处于全国领先地位, 在线下品牌的优势上略胜小米一筹。根据 IDC, 中国摄像头市场的竞争有所加剧, 而萤石网络依然凭借其丰富的产品线布局及线上、线下的渠道优势, 于 24Q2 保持了其出货量全国第一的市场地位, 并于 24H1 获得了全球消费摄像头出货量第一的名次, 市场龙头地位稳固。

图表 22: 24Q2 萤石为国内消费 SHC 市占率第一



来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 23: 2022H1 中国智能家居摄像机品牌竞争格局



来源: 头豹研究院, 中泰证券研究所

**产品力: 拳头产品核心指标领先友商, 采取中高端定价的策略。**

- **视频处理技术:** 该产品通过应用硬件宽动态技术, 可实现长短曝光双帧图像融合, 保障在各种光线条件下, 公司产品成像效果优于竞品。
- **音频处理:** 该产品在行业内首次采用了 4 麦克风技术方案, 从效果上优于采用单麦克风或者双麦克风的其他竞争对手。
- **云台技术:** 公司自研了云台控制技术, 使产品具备高速水平无限旋转的能力, 能够扩大巡视范围, 减少盲区。
- **智能化技术:** 产品应用了听声辨位、自动巡航等智能化能力, 相关硬件功能能够与公司的哭声检测、老人看护、画面异常巡检等增值服务深度融合, 还拥有更大的存储容量支持和更多的联网方式选择。
- **定价策略:** 公司重视打造高品质产品, 以技术高附加值提升产品的客单价, 主力产品 C6C 3MP 价格高于竞品。

图表 24: 萤石网络智能摄像头产品与竞品性能指标对比

项目	萤石网络 C6C 3MP 无极巡航版	小米 云台版 PRO	360 AP2C 3MP 云台版	Ring Indoor Camera
价格	399元/台	299元/台	319元/台	\$59.99/台
分辨率	3MP	3MP	3MP	2MP
硬件宽动态	支持	无	无	无
隐私遮蔽	支持	支持	支持	无
云台特征	水平无限旋转	水平限位	水平限位	无
轴承结构	有	有	有	无
联网方式	Wi-Fi+有线	Wi-Fi	Wi-Fi	Wi-Fi
音频处理	4麦克风	2麦克风	1麦克风	1麦克风
本地存储	TF卡 (最大256G)	TF卡 (最大32G)	TF卡 (最大128G)	无
智能联动	联动发行人生态	联动米家生态	无	联动Amazon生态
听声辨位	支持	无	无	无
自动巡航	支持	无	支持	无

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所 注: 可比公司产品资料参考品牌天猫旗舰店展示内容, 截至 2021 年 9 月。

**强技术能力：AI 算法及应用领先行业。**公司在视频、音频等核心算法领域持续加大研发投入，围绕智能家居应用场景开发了多款针对性算法，并在识别效果上实现了行业领先水平。以 C6 智能家居摄像机为例，该产品创新性地采用了 AI 算法动态加载技术，并同步推出算法商店平台，使用户能够根据实际应用场景需求灵活加载适配的 AI 算法，进一步提升了产品的智能化水平和用户体验。

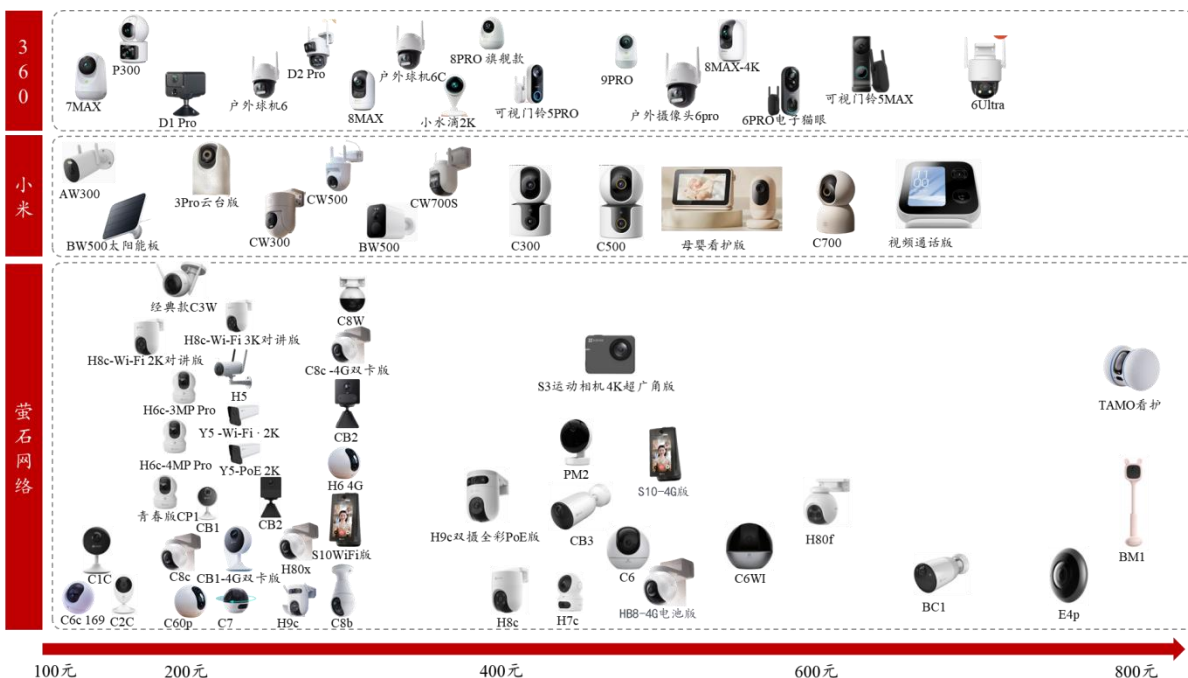
**图表 25：萤石网络在 AI 算法方面具有竞争优势**

功能		萤石网络	行业平均水平
动态算法加载		已发布，可灵活选择3种算法加载，并基于此推出了十余种算法的算法商店	未发布同类功能
主要算法识别率	跌倒识别	83.0%	未发布同类算法
	宠物识别	85%+	未发布同类算法
	烟火识别	95.0%	未发布同类算法
	异光识别	90%+	未发布同类算法
	挥手识别	90%+	未发布同类算法
	人脸识别	95.9%	82.5%
	啼哭识别	88.9%	行业最佳85.56%；平均水平50%左右
	高精度声源定位	86.0%	77.0%

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

**产品矩阵：SHC 可选品类显著多于可比公司。**公司 SHC 产品矩阵主要包括室内云台系列、室外防水系列、卡片机系列、室外云台系列和电池相机系列，产品具有安装方便、使用简单、性价比高等特点。从品类数量上看，通过统计萤石网络商城信息，公司 SHC 种类超过 40 个，产品多元化程度显著高于小米、360 的 SHC 系列（数据截至 2025 年 2 月）。

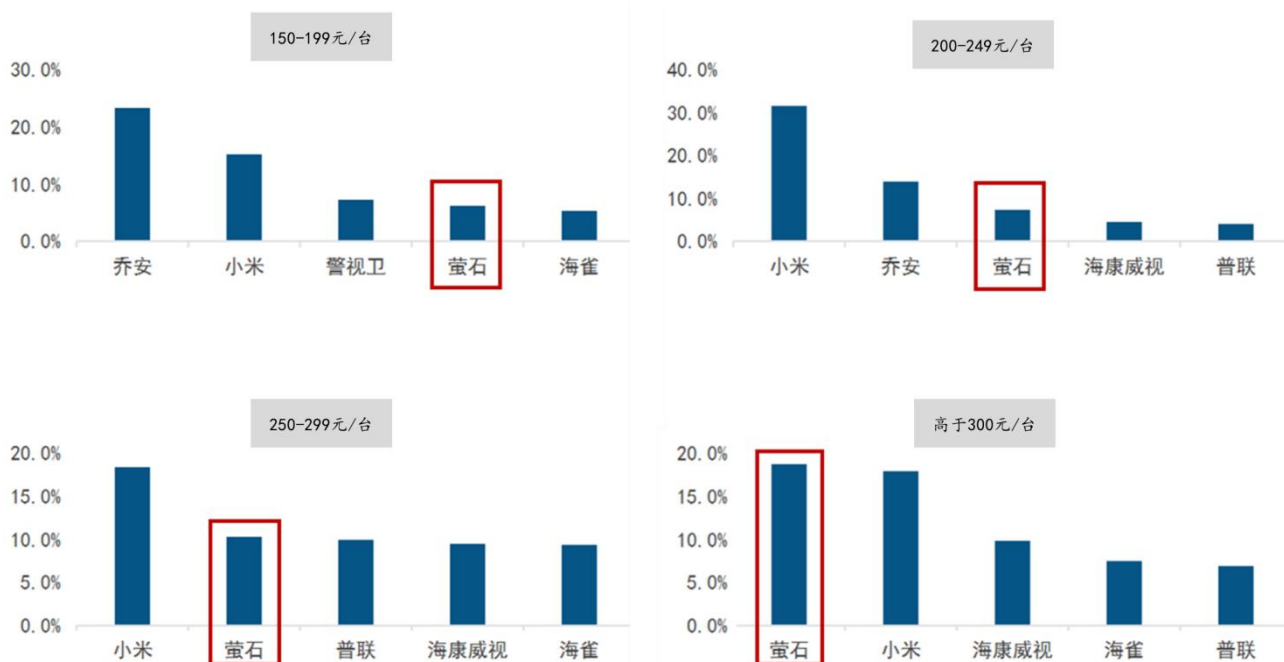
**图表 26：萤石网络智能家居摄像头产品矩阵相比竞争对手更为丰富**



来源：萤石网络天猫商城，淘宝网，中泰证券研究所 注：数据时间截至 2025 年 2 月。

**价格策略：SHC 系列定位于中高价格带，市占率位居高端市场第一。**根据洛图科技统计，SHC 市场中的不同的价位段领先品牌的表现略有不同，而 24H1 萤石品牌在我国价位为 300 元以上的 SHC 高端市场中市占率位居第一，在价位为 250-299 元的市场中排名仅次于小米。

**图表 27：2024H1 中国监控摄像头线上市场分价格品牌销量份额**

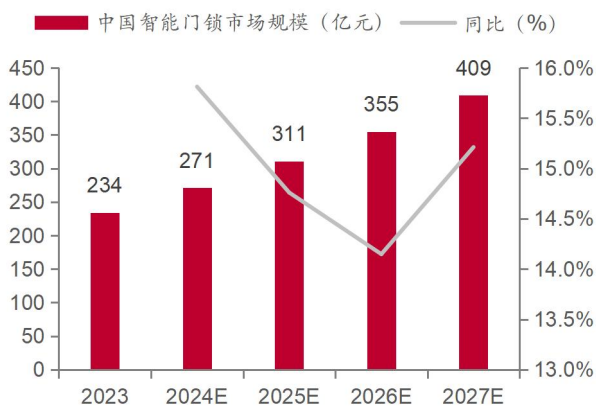


来源：洛图科技，中泰证券研究所

## 2.2 智能门锁：第二增长曲线态势已现，产品力强势表现亮眼

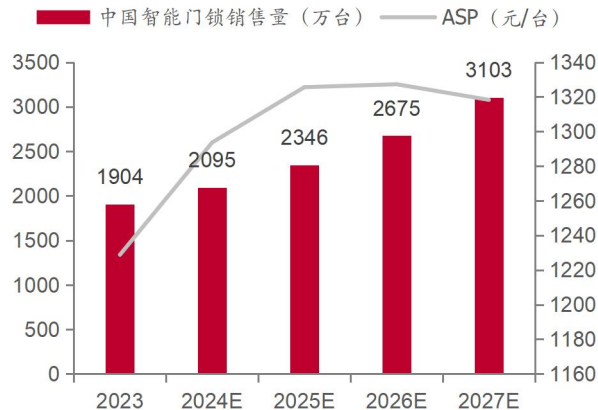
我国智能门锁市场有望迎来量价双升。根据洛图科技数据，2023 年我国智能门锁市场规模为 234 亿元，预计到 2027 年将达 409 亿元，23-27 年 CAGR 将达到 14.98%。结合头豹研究院数据，我们测算出 2023 年我国智能门锁平均单价约 1228.8 元/台，并预计未来几年呈现单价提升的趋势。

**图表 28：2023-2027E 中国智能门锁市场规模（亿元）**



来源：洛图科技《2023 中国智能门锁行业发展报告》，中泰证券研究所

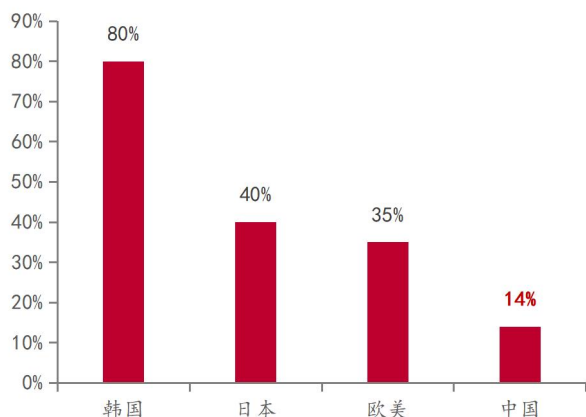
**图表 29：2023-2027E 中国智能门锁销售量（万台）**



来源：头豹研究院，洛图科技《2023 中国智能门锁行业发展报告》，中泰证券研究所

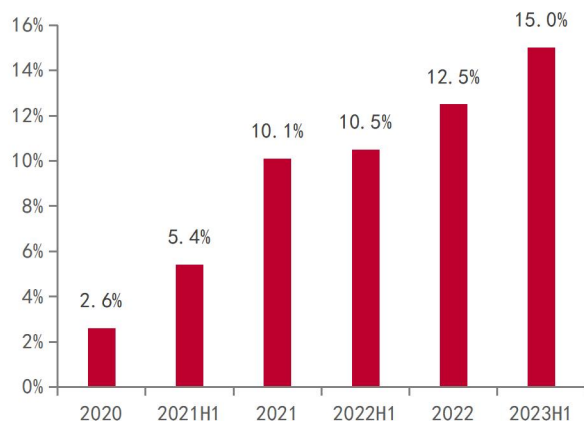
我国智能门锁渗透率仍处低位，人脸识别产品为快速普及的标杆案例。2022年，韩国智能门锁渗透率高达80%，日本和欧美地区的渗透率分别约为40%和35%，相比之下，中国的智能门锁渗透率相对较低，但增长潜力巨大，未来有望随着市场教育和产品普及进一步提升。而从具备人脸识别功能的门锁品类来看，该系列产品在我国渗透率逐年增长，从2020年的2.6%增长至23H1的15.0%。随着技术进步和消费者需求的升级，智能门锁有望在我国加速渗透与普及。

图表 30：2022 年部分国家智能门锁渗透率 (%)



来源：洛图科技《2023 中国智能门锁行业发展报告》，中泰证券研究所

图表 31：2020-2023H1 中国智能门锁线上市场人脸识别渗透率 (%)



来源：洛图科技《2023 中国智能门锁行业发展报告》，中泰证券研究所

**产品力：安全性+视频图像+视觉算法领先，“萤石系”门锁可对标国内一流产品。**

- 视频功能及视觉算法应用领先：**将智能家居摄像机、智能猫眼和门铃上成熟的视频功能针对性地调优并应用到智能门锁产品上。相较竞品，公司产品使用户在预览、对讲、夜视、存储等方面的体验更优，同时结合人脸人形检测等视觉算法应用，产品在智能化程度上有较大优势。
- 安全性、可靠性：**使用 CPU 卡能够有效防止用户卡片被恶意复制，并运用了电动锁体的核心驱动单元采用空心杯电机，使产品具备机械效率高、低损耗、寿命长、低功耗的特点。
- 云平台技术应用方面：**凭借公司在云端协同技术上的厚实积累，产品在智能家居场景联动及增值服务方面优于可比公司竞品，同时利用互联互通技术，使产品在联动丰富度上占优，用户体验更佳。

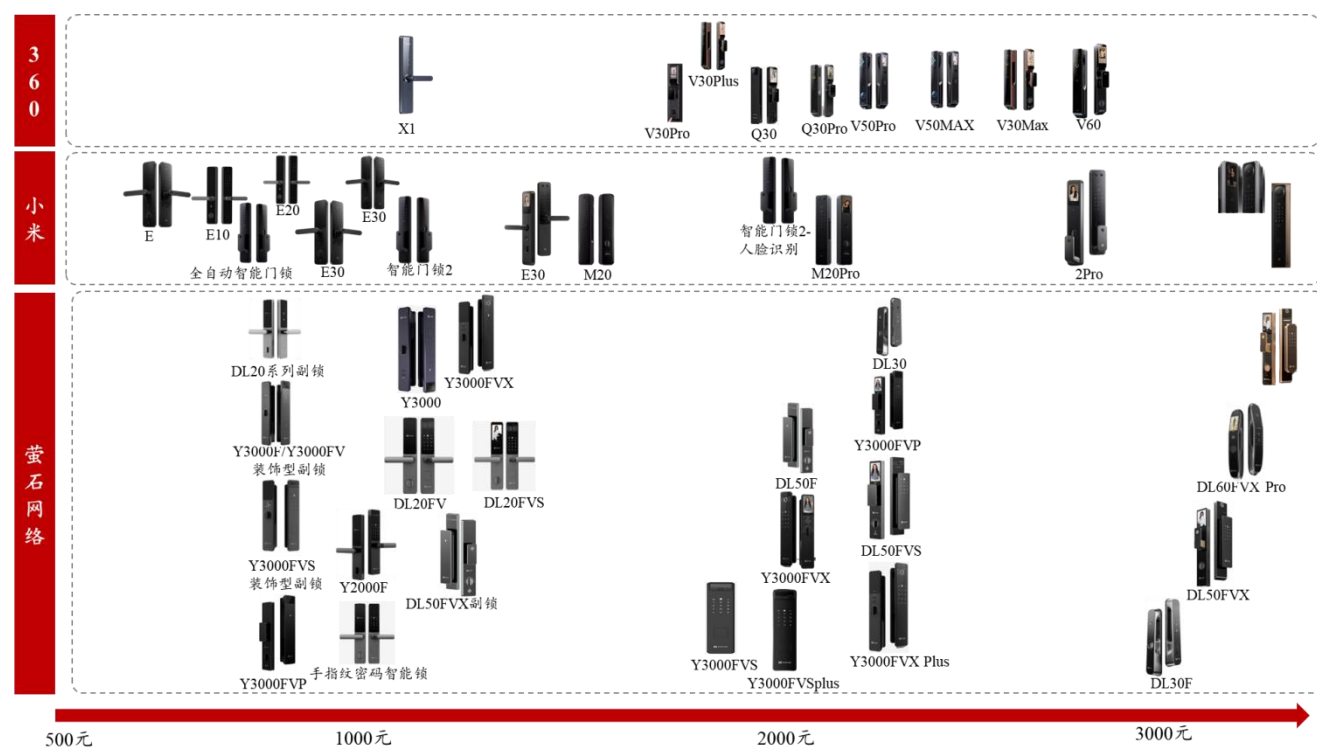
图表 32: 萤石网络智能门锁产品与竞品性能指标对比

项目	价格	开门方式	电动锁体	智能联动	视频存储	内门显示屏	电池	视频功能	联网
公司 DL30VS	3299元/台	指纹、密码、机械钥匙、远程临时密码、CPU卡、双重验证	电动锁体、空心杯电机、状态检测	与发行人智能家居产品联动	最大256G卡本地存储/云存储	2英寸真彩显示屏	3.7V/6400mAh (门锁) +3.7V/6400mAh (猫眼+门锁) 锂电池	远程视频通话、App实时预览、PIR功能、3m夜视支持增值服务	WiFi
凯迪仕 K20-V	2899元/台	指纹、密码、双重验证、机械钥匙、临时密码	电动锁体、有刷电机、状态检测	无	4G本地存储	无	7.4V/5000mAh锂电池	远程视频通话、App实时预览、PIR功能、2m夜视	WiFi
德施曼 Q5M	2399元/台	指纹、密码、机械钥匙、APP解锁、临时密码、蓝牙钥匙	机械锁体、无电机	无	云存储	无	7.4V/5000mAh (门锁) +7.4V/2250mAh (猫眼) 锂电池	远程视频通话、App实时预览、PIR、2m夜视	WiFi
飞利浦 DDL702-1HW	3099元/台	指纹、密码、机械钥匙、远程临时密码、双重验证	电动锁体、有刷电机、状态检测	无	云存储	无	7.4V/5000mAh锂电池	远程视频通话、App实时预览、PIR功能、3m夜视	蓝牙

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所 注：可比公司产品资料参考品牌天猫旗舰店展示内容，截至 2021 年 9 月。

**产品矩阵：**各价格带的产品丰富度均更优，中高端产品布局尤为多元。公司智能门锁在 1000 元、2000 元、3000 元价位均有布局，从品类数量上看，通过统计萤石网络商城信息，公司智能门锁品类超过 20 个，产品多元化程度显著高于小米、360 的竞品系列，而在中高端产品的布局上品类数量的优势更为显著（数据截至 2025 年 2 月）。

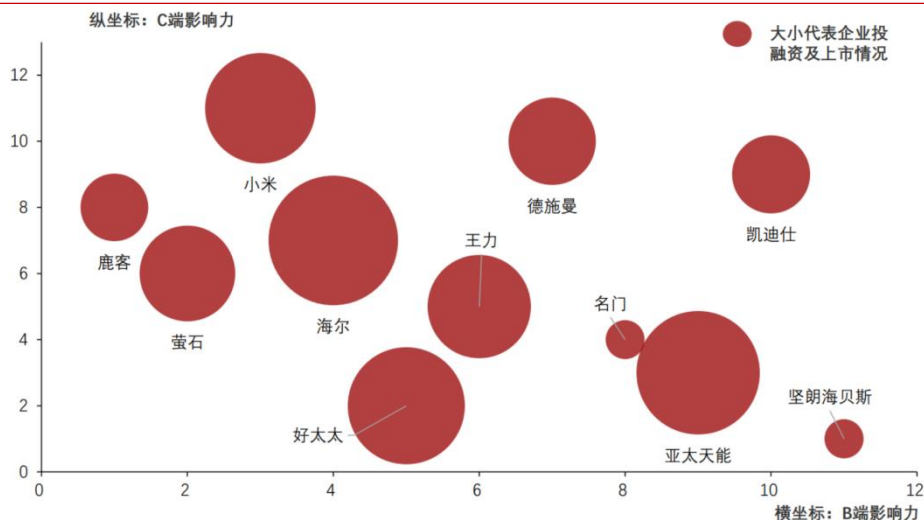
图表 33: 萤石网络智能门锁产品矩阵相比竞争对手更为丰富



来源：萤石网络天猫商城，淘宝网，中泰证券研究所 注：数据时间截至 2025 年 2 月。

**品牌优势：萤石智能门锁在 C 端优势更显著。**目前智能门锁行业整体竞争较为分散，在 B 端市场，坚朗海贝思和凯迪凭借其强大渠道资源和行业影响力占据领先地位，而在 C 端市场，小米、德施曼和凯迪仕等品牌凭借较高品牌认知度和用户基础，形成了较强市场影响力。随着赛道内玩家竞争更加充分，行业集中度有望进一步提升。

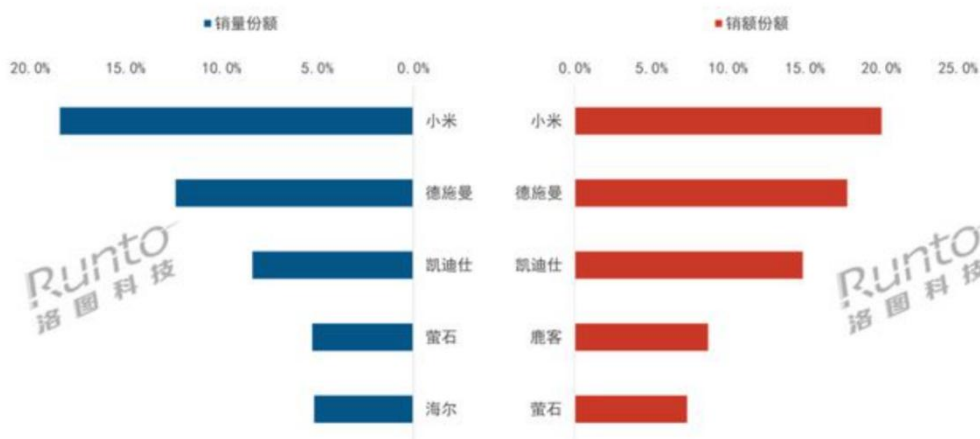
**图表 34：2022 年中国智能门锁竞争格局**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

**积极采取线上营销策略，以扩大智能门锁市场份额。**根据洛图科技线上监测市场数据，2024 年 618 大促期间的市场品牌格局呈现低集中的寡占型，TOP3 品牌的销量份额和销售额份额分别为 39.2%和 52.7%。头部品牌在不同的销售平台、不同的价格段产品展现了各自的资源配置和竞争力。萤石网络侧重直播运营，智能门锁曾多次入选双 11、618 等购物节天猫平台电子门锁类前十品牌，在本次排名中成功进入了销量和销额维度 TOP5 榜单。

**图表 35：2024 年 618 中国智能门锁线上市场 TOP5 品牌销售份额**



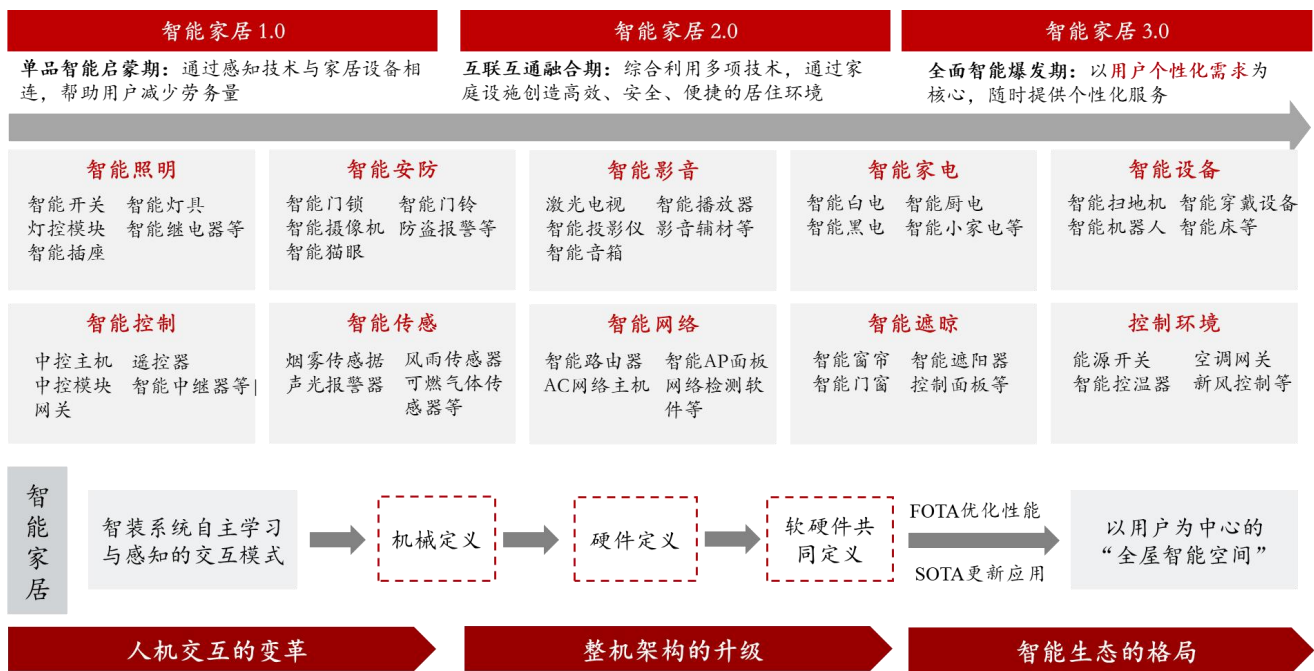
来源：洛图科技，中泰证券研究所

### 三、新品类：家居场景端侧爆发在即，消费级机器人开启元年

#### 3.1 端侧爆发：智能家居系 AI 端侧接力者，全屋智能即将进入迸发期

**智能场景拓展历程：手机、车、家居均为端侧落地重要场景。**随着技术升级和消费者的要求提高，智能家居的定义也在经历着变化，目前已经从智能家居 1.0 升级至 3.0。根据头豹研究院，智能家居生态的演化路径与智能手机和智能汽车相似，其底层逻辑均遵循“需求变革→架构升级→生态延展”的链条，从而赋予用户在消费价值上的维度提升。智能手机作为“应用钥匙”，率先为其打开流量入口，而伴随着智能汽车高速发展和集成 ADAS 的能力使其应用场景不断扩大，智能生态变革延伸到智能家居将成为必然。

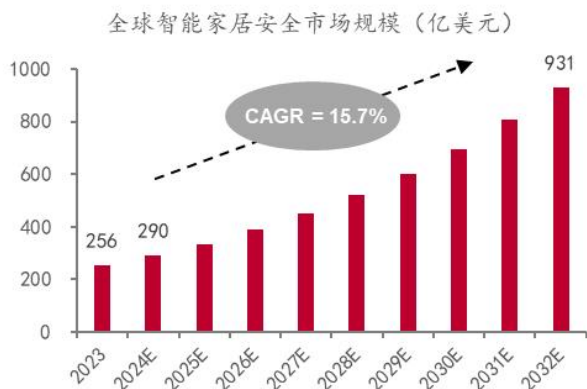
**图表 36：智能家居定义从 1.0 到 3.0 的变化**



来源：前瞻产业研究院，头豹研究院，中泰证券研究所

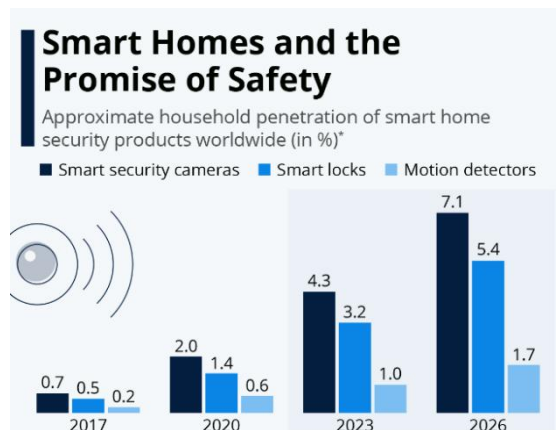
**全球市场：智能家居安全市场高速增长，预计 2024-2032 年 CAGR 将超 15%。**根据 Fortune Business Insights，2023 年全球智能家居安全市场规模为 255.5 亿美元，预计该市场将从 2024 年的 290.4 亿美元增长到 2032 年的 931.4 亿美元，2024-2032 年 CAGR 将达 15.7%。分产品来看，家庭中使用最多的智能家居安全设备是智能安全摄像头（SHC），2023 年全球普及率已接近 4.3%，其次是智能锁和运动探测器，两者普及率分别为 3.2% 和 1.0%。根据 Statista 预测，到 2026 年智能安全摄像头的普及率将达 7.1%，智能锁将达 5.4%，运动探测器将达 1.7%。

**图表 37: 2023-2032E 全球智能家居安全市场规模 (亿元)**



来源: Fortune Business Insights, 中泰证券研究所

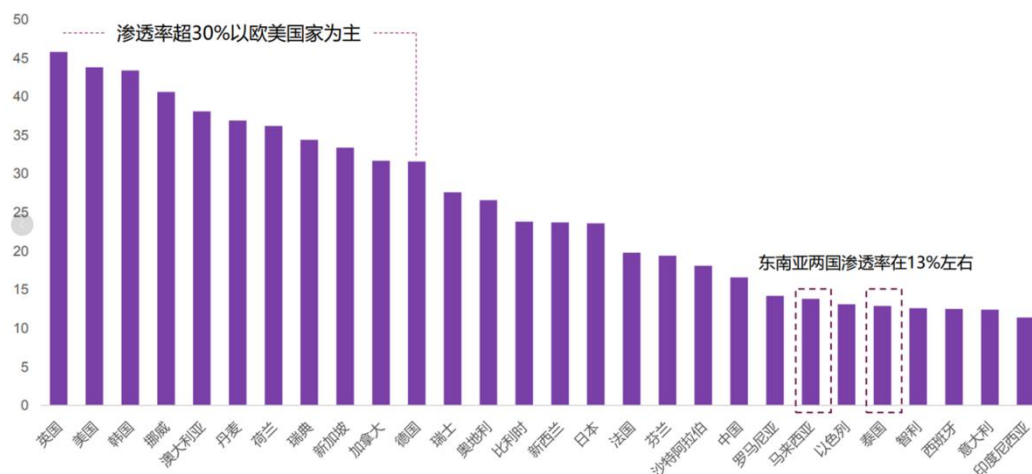
**图表 38: 2017-2026E 全球智能家居设备渗透率预测 (%)**



来源: Statista, 中泰证券研究所

对标欧美市场高渗透率,中国智居渗透率提升空间较大。根据 Statista 数据,截至 2022 年,欧美国家智能家居渗透率显著高于其他地区,英国智能家居渗透率为 45.83%,位于全球最高,美国市场位居第二,渗透率为 43.80%。相比之下,东南亚仅马来西亚、泰国和印度尼西亚渗透率超过 10%,非洲各国渗透率均没有超过 10%,而中国智能家居设备渗透率仅为 16.63%,若终局能够对标欧美市场,则我国市场发展空间很大。

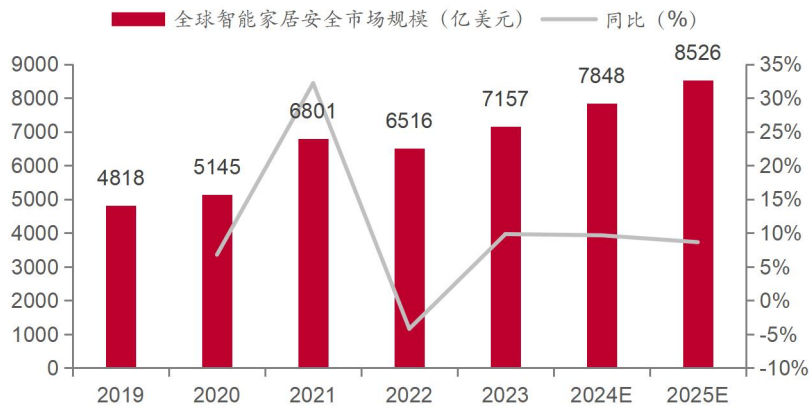
**图表 39: 2022 全球部分国家智能家居市场渗透率 (%)**



来源: Statista, 艺恩咨询, 中泰证券研究所 注: 此处仅列举渗透率>10%的国家。

中国市场: 近万亿元市场有望打开, 预计 2019-2025 年 CAGR 将近 10%。我国正处于智能家居的全面智能爆发期,后疫情居家时代将推动智能家居发展增速持续向上,以 2022 年为例,我国以智能摄像机、智能门锁为代表的智能硬件增速较快。根据中商产业研究院分析师预测,我国智能家居市场将快速发展,渗透率有望提高,预计 2025 年市场规模将达到 8526 亿元,2019-2025 年 CAGR 将达 9.98%。

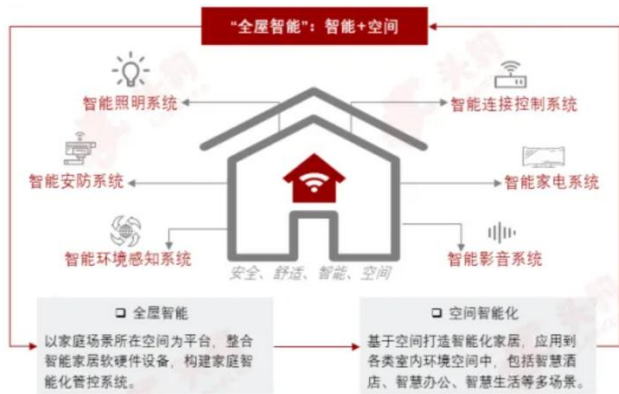
**图表 40：2019-2025E 全球智能家居市场规模（亿美元）**



来源：CSHIA，中商产业研究院，中泰证券研究所

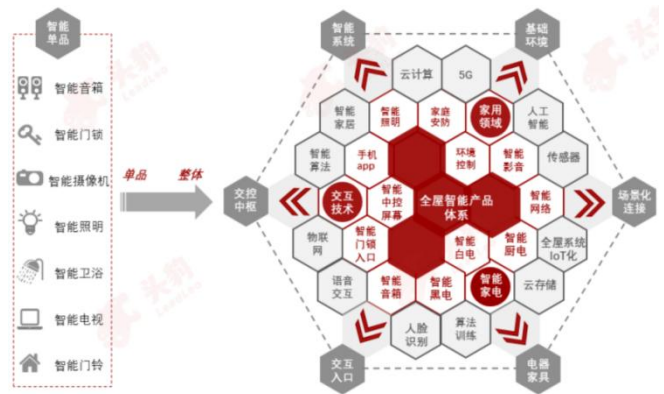
**全屋智能：智能家居主流发展方向，头部玩家加速布局。**随着 AIoT 新技术全面融入空间智能化，智能家居将逐渐从单品互联互通转为“全屋智能”阶段。“全屋智能”是萤石网络、华为、小米等我国智能家居领先企业致力于打造的生态，率先抢占市场以增强用户粘性。根据头豹研究院预测，计算机视觉和机器学习等 AI 技术是搭建全屋智能交互的技术框架的基础，而这种技术壁垒效应将逐渐被削弱。未来创新型产品更有望成为企业的核心竞争力，而智能单品向整体智能产品矩阵转变也是未来趋势。同时，能够打通“万物互联”的底层交互网络、使智能家居生态重塑操作系统至关重要。

**图表 41：全屋智能的定义图**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

**图表 42：智能单品向整体智能产品矩阵转变**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

**竞争格局：互联网大厂、家电企业、通信厂商为主要玩家，萤石网络凭借“2+5+N”智屋生态入局。**我国智能家居行业已经进入了下半场，互联网大厂凭借着自身的流量红利占据了部分市场份额，家电企业正在向家装企业转型的过程中，凭借自有的流量优势和渠道优势也已入局，通信厂商凭借“链接”优势已有布局。根据互联网周刊发布的《2023 智能家居企业排行》，海尔智家、华为、小米位列榜单的前 3 名，拥有较强的全屋智能的优势。萤石网络在榜内位列第 9 名，打造 2+5+N 智屋生态，是业内领先企业之一。

**图表 43：我国智能家居头部玩家积极布局全屋智能生态**

企业	全屋智能解决方案	物联网系统	入口
华为	1+2+N（1是智能主机作为AI、互联双中枢，2是中控家族和智慧APP两种交互方式，N是10套鸿蒙生态配套子系统，包括安防、照明、网络控制、影音娱乐、冷暖新风、遮阳、用水、能耗、家电、家具家私）	鸿蒙	华为智慧生活APP、小艺音箱、中控屏
欧瑞博	1+4+N（1是入口/系统，4是四类基础环境系统产品，N是多类生态产品）	HomeAIO	智家365APP、中控屏
美的	3+6+5（3是分布式感知、AI深度自学习、主动式的全屋解决方案；6是全案定制、智慧选配、智慧体验、全程服务、用户增值、主动服务六项服务；5是客厅、厨房、阳台、卫浴、卧室五大场景）	美的物联网操作系统（基于开源鸿蒙）	美的美居APP，中控屏
海尔	1+3+5+N（1是智家大脑，3是三套全屋专业系统解决方案，5是客厅、厨房、阳台、卫浴、卧室空间，N是依托以上布局带来的场景化体验）	智家大脑	海尔智家APP、三翼鸟APP、中控屏
海信	1*3*N（1是以屏为介质，打通屏、网、云的交互技术；3是海信爱家、海信信我家、海信智通城三个平台；N是全场景、全业态、全智能的智慧新生活解决方案）	Hi-Smart	海信爱家APP、中控屏
小米	1+4+X（1是手机，4是电视、智能音箱、路由器和笔记本，X是生态链产品）	Vela	米家APP、小爱同学、中控屏
百度	一屋一屏	DuerOS	小度音箱、中控屏
萤石网络	2+5+N生态体系（2是以AI技术和萤石云双驱动为核心，5是智能穿戴、智能家居摄像机、智能服务机器人、智能控制和智能入户五大自研产品线，N是通过生态控制器接入的N类生态产品线）	HomePlay OS	萤石云APP、中控屏

来源：奥维云网，萤石网络公告，中泰证券研究所

### 3.2 智能家居：蓝海大模型大模型已备案，机器人应用场景日益丰富

产品矩阵：覆盖扫地、儿童陪护和商用场景，应用功能多样。

- **扫地机器人**：公司通过自主研发的智能视觉算法能力，并融合了多维传感的感知、分析和理解，打造了新一代基于智能视觉的扫地机器人。
- **儿童陪护机器人**：拥有基于视觉和听觉的环境感知能力及自主运动能力，该产品通过连接萤石物联云平台，能够提供个性化的儿童教育和安全陪伴服务
- **商用机器人**：采用了先进的萤石多目视觉计算系统，强大的AI超感知识别能力使得机器人能够做到“万物识别”，像人一样能够通过看见并且理解环境。

**图表 44：萤石网络智能服务机器人产品矩阵（元）**

产品类型	产品图片	产品特点	价格
萤石全新AI扫拖宝 RS2		发行人推出了 RS 系列的扫地机器人产品。发行人新一代扫地机器人扫拖宝 RS2 是一台支持自动装卸拖布的扫地机器人。该产品配备有基站系统，集自动装拖布、自动卸布、自动洗拖布、自动补水、全程除菌、基站自清洁为一体。RS2 具备 4000Pa Max 飓风吸力、6400mAh 电池支持快充、5.5L 基站水箱、150mL 机身水箱，可实现自动补水、排水。该产品搭载了 d-ToF 智能建图技术，可通过 AI 识别卧室、客厅、卫生间等区域，实现对家庭环境的深度感知，并具备 3D 激光避障+AI 视觉识别能力，精准识别并避让数据线、垃圾桶等多种障碍物，还支持 AI 智能巡逻及 AI 智能侦测宠物	¥ 1799.00
RS20 Pro Ultra AI 全能扫拖机器人		萤石 RS20 Pro Ultra 搭载了高端机主流方案的 LDS 激光雷达，并且 AI 算法得到了升级，通过“智能融合视觉避障+线激光避障+红外避障”三重方式，可以识别 130 种以上的物品并实现精准避让。在智能避障、毛发零缠绕、大吸力、AI 智能和基站自清洁方面做到了综合全面，并融合了 AI 清洁、智能托管、脏污识别+复拖等 AI 功能	¥ 3299.00 起
儿童陪护机器人 RK2		发行人推出了 RK 系列的陪护机器人产品，其中新一代儿童智能陪护机器人 RK2 采用了卡通式的人机交互形式，支持远程视频遥控、智能语音对话等基础功能，并配置了麦克风环形阵列和 200 万高清摄像头，能够精准童声识别，可实现双向视频通话，随时和孩子沟通交流。在智能应用方面，该产品具备了人脸识别、智能提醒、绘本阅读等增值服务，能够根据人脸识别结果自主思考，能够面对不同家庭成员主动打招呼并进行针对性的智能提醒，也可以通过人体识别和视觉追踪技术，实现人体跟随	¥ 1599.00
EZVIZ 儿童陪护机器人 萤宝 RK2 遥控编程版		RK2 遥控编程版提供了两种编程模式，学龄前可使用实物积木编程进行启蒙学习，图形化编程提供了更加丰富的编程能力。萤宝 RK2 遥控编程版配置了 400 万专业安防摄像头、主动红外夜视灯；头部双向云台，可水平旋转 120°，垂直旋转 60°，履带运动底盘更是 360° 灵活旋转（萤石实验室测试数据），还率先搭载了 EZVIZ Pie OS 2.0 系统，它有更自然高效的语音交互体验、更智能的人脸算法和应用、更精准的运动控制效果	¥ 1899.00
BS1 云视觉 商用清洁机器人		萤石云视觉商用清洁机器人 BS1 适用于狭小的空间，小体量的设计仅为目前市面上较小产品的一半，甚至是常见产品的三分之一；采用了先进的萤石多目视觉计算系统，强大的 AI 超感知识别能力使得机器人能够做到“万物识别”；工作效率方面，20kPa 澎湃大吸力，产品具备 290mm 的高速滚刷，850 转每分钟的旋转速度。	¥ 9999.00

来源：公司公告，智能与家 SmartHome 公众号，萤石智能家居公众号，萤石安全智能生活公众号，中泰证券研究所 注：价格数据截至 2025 年 2 月。

- **蓝海大模型已通过备案，“萤石系”机器人应用场景有望拓展。**公司自研了面向具身智能领域的垂类大模型——蓝海大模型，并已于 2024 年 11 月 8 日完成了浙江省网信办生成式人工智能服务备案，取得正式上线的资格。该模型实现了萤石生态的边缘计算和云计算协同，助力 AI 应用场景化的层级跃迁，具备开发开放、基础交互及具身代理三大体系化 AI 能力，覆盖从设备感知到设备执行全链路，接入的设备多种多样，解决了通用互联网大模型技术天生缺少与设备的交互、不具备具身记忆、端云协同能力差的短板。

图表 45: 萤石蓝海大模型应用架构



来源: 智哪儿公众号, 中泰证券研究所

图表 46: 萤石致力于发展开发开放、基础交互及具身代理三大体系化 AI 能力



来源: 智哪儿公众号, 中泰证券研究所

图表 47: 萤石蓝海大模已通过生成式人工智能服务备案

附件

浙江省生成式人工智能服务已备案信息 (截至 11 月 1 日)

序号	大模型	企业名称	备案号	备案时间
1	灵犀智能助理大模型	中国移动通信有限公司销售分公司	ZheJiang-LingXiZhiNengZhuLiDanMoXing-202407120001	2024/8/8
2	欧姆多模态大模型	杭州联江科技股份有限公司	ZheJiang-OuMuDuoMoTaiDaMoXing-202407120002	2024/8/8
3	网易商和大模型	杭州网易盾云科技有限公司	ZheJiang-WangYiShangHe-202408020003	2024/9/24
4	萤石蓝海大模型	杭州萤石软件有限公司	ZheJiang-YingShiLanHai-202408020004	2024/9/24
5	李未可大模型	杭州李未可科技有限公司	ZheJiang-LiWeiKe-202408020005	2024/9/24
6	寻光大模型	阿里巴巴达摩院(杭州)科技有限公司	ZheJiang-XunGuangDaMoXing-202409240010	2024/10/21
7	智云文化大模型	新华智云科技有限公司	ZheJiang-ZhiYunWenHuaDaMoXing-202409240011	2024/10/21

来源: 浙江网信网, 中泰证券研究所

### 3.3 其他品类: 智能控制+智能穿戴正处于发展初期, 成长空间较大

- **智能控制产品:** 包括智能传感终端、智慧交互屏、智能中央控制系统及全屋无线网络覆盖解决方案等。通过深度整合萤石物联云平台, 该业务实现了室内环境参数实时监测、照明系统智能调控、家电设备互联互通及能耗数据可视化等核心功能。目前, 该业务板块正处于高速增长期, 公司已将其推广应用于多家头部地产开发商的精装商品房业务中, 为未来发展奠定基础。

**图表 48：萤石网络智能控制业务产品矩阵**

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

来源：公司公告，中泰证券研究所

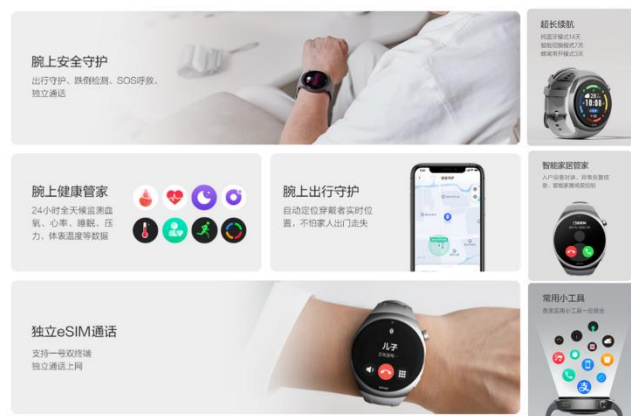
- **智能穿戴：WA1S 卡位医疗级智能手表，并实现与其他设备的互联互通。**作为一款融合健康监测与智能交互的穿戴设备，该产品搭载了多个传感器，采用了通道传感阵列，并且加入了萤石自研的健康算法、低功耗检测技术，能够做到 24 小时连续监测。在功能方面，该产品心率监测的综合准确率达 95.02%，血氧监测功能的低氧检出率为 94.62%，准确率行业领先。同时，该产品作为智能家居控制入口，能对家中各种智能设备进行操控。

**图表 49：萤石网络 WA1S 智能健康手表**



来源：萤石网络官网，中泰证券研究所

**图表 50：萤石网络智能穿戴功能矩阵**



来源：萤石网络官网，中泰证券研究所

## 四、萤石云：云生态建设逐步完善，中长期盈利空间广阔

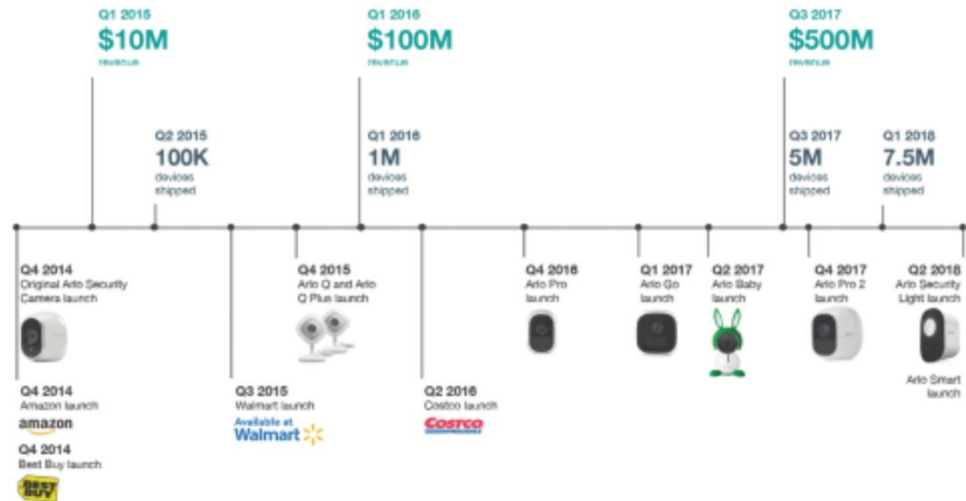
### 4.1 成长逻辑：智能硬件把握用户流量入口，中长期依赖云服务增收增利

**萤石云物联平台：打通 B/C 两端，“智能家居硬件+云服务”双轮驱动。**深耕十余年，公司成功打造了“萤石”这一品质智能家居的领导品牌，发展了面向 B/C 两端的“智能家居+物联网云平台服务”的主营业务。具体来说，



Arlo 与萤石网络主营业务同属于智能家居安防领域，均由硬件+软件双轮驱动。Arlo 最初是美国网络设备厂商 Netgear 的子公司，专注于家庭安防和视频产品，2014 年以首款 SHC 主力产品起家，并基于视觉技术与平台能力发布了云服务——智能服务（Arlo Smart services），此后引入了如人员检测、e911 紧急呼叫服务等新功能，开启软硬件协同创收的盈利模式，产品矩阵与增值服务日益完善，提高订阅服务的付费率，吸引新用户加入 Arlo 平台。

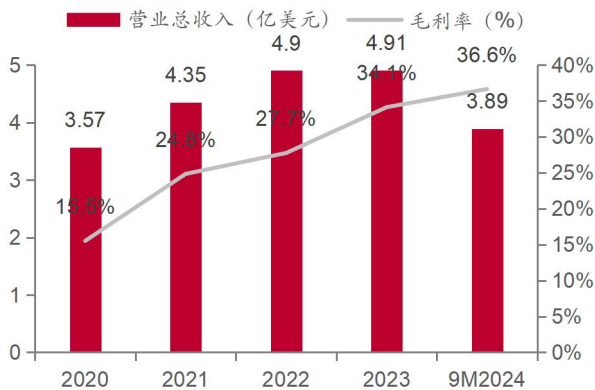
图表 54：2014-2018 年 Arlo 发展历程



来源：Arlo 招股说明书，中泰证券研究所

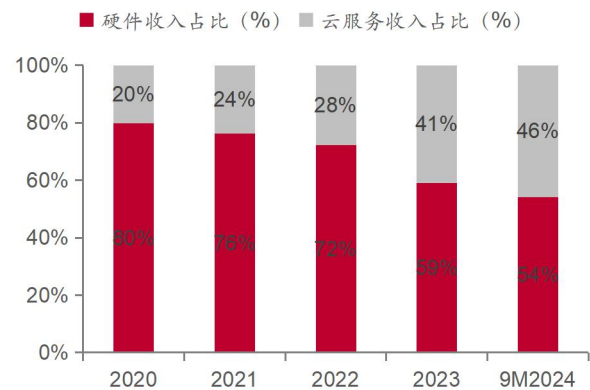
我们认为，萤石网络在业务结构上有望复刻 Arlo 的成长路径，这将带来公司收入与利润双增的结果。1) 增收：萤石云服务收入空间大，硬件与软件结构。随着 Arlo 云服务在用户端的渗透，该业务营收占比已从 20 年的 20% 快速增至 24 年 Q3 的 46%。考虑到我国智能家居仍处于早期阶段，萤石网络作为行业领先企业有望在中长期逐步提升自身云服务收入占比，营收结构的终局或与 Arlo 相同。2) 增利：Arlo 的业务结构因云服务发展而得到显著优化，毛利率从 20 年的 15.5% 增至 24Q3 的 36.6%。若高毛利率的云服务收入占比不断上升，萤石网络的整体毛利率也有望持续上行。

图表 55：2020-2024Q3 Alro 营收及毛利率(单位：亿美元，%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 56：2024Q3 Alro 云服务收入占比已接近 50%



来源：Wind，中泰证券研究所

智能硬件把握用户流量入口，中长期盈利依赖于高盈利性的云服务。目前，我国智能家居行业格局并未清晰，如华为、小米、海尔、萤石等头部玩家均

采取较为激进的营销策略，以提升智能家居硬件的市占份额。短期来看，以 SHC、智能门锁等硬件具有一定盈利性，是营业收入与现金流的主要来源。长期来看，由于智能家居的终局在于互联互通，每款智能硬件均有可能成为智能家居的“流量入口”，包括目前渗透率较低的智能服务机器人与智能穿戴产品，其渗透率可能有更大的提升空间。更重要的是，硬件产品市占率的提升能为企业带来品牌影响力，这利于企业对于用户流量入口的把握。在取得品牌力绝对的优势下，云平台所提供的基础或增值服务收入空间有望打开，从而优化公司整体的盈利能力，软件服务终将成为“创利”的主力业务。

**图表 57: 萤石网络云平台与可比公司云平台对比情况**

代表公司	接入设备数	开放情况	主要特点
小米 IoT 开放平台	3.24 亿台 (2020 年末)	允许生态合作伙伴设备接入	聚焦于智能家居领域，平台与投资相结合，生态伙伴众多，可以直面消费者用户产生高附加值的增值服务收入
海尔智家 U+平台/海纳云	未对外披露	U+平台以自有品牌为主，海纳云对外开放设备接入	自有产品体系丰富，品牌影响力较大，可以直面消费者用户产生高附加值的增值服务收入；打造海纳云平台，积极拓展数字化业务机会。
阿里云飞燕平台	亿级以上	全面对外开放设备接入	全面对外开放设备接入更强，与行业客户合作范围广，对行业客户议价能力较强
涂鸦智能	2.04 亿台 (2020 年末)	全面对外开放设备接入	第三方中立平台，与行业客户建立较为深度合作，通过持续补贴，实现了快速扩张，建立了一定的客户粘性
萤石物联云平台	1.17 亿台 (2020 年) 1.36 亿台 (2021 年 6 月)	除视频设备外，全面对外开放设备接入	视频领域优势较为明显，研发与技术更为聚焦，可以直面消费者用户产生高附加值的增值服务收入；积极打造开放平台，形成了一定规模的行业客户。

来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 4.2 C 端：云存储为主要收入来源，AI 技术提升+场景拓展催生新应用

**ToC:** 面向消费者用户的云平台服务包括基础服务、算法商店和增值服务。上述软件服务均需要结合萤石物联云平台与智能家居产品的技术能力共同实现，用户均通过萤石云视频应用程序使用或购买相应服务。

图表 58: 面向 C 端消费者用户的云平台服务

产品类型	主要服务内容	收费模式
基础服务	远程查看、预览回放、设备管理、告警提醒、5 名以内用户视频共享、语音对讲、设备软件升级、设备联动等	作为公司智能家居产品的基础配套功能，不单独收取费用
算法商店	针对“萤石”品牌高性能型号设备，有人脸检测、车辆检测、表情识别、徘徊检测、宠物检测、烟火感知、跌倒检测等功能	作为公司高性能产品的配套功能，目前不单独收取费用
增值服务	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、视频分享等收费的云服务	销售包月或包年的增值服务产品权益；此外存在向客户提供体验版云存储服务的情形

来源：公司公告，中泰证券研究所

**云存储：**萤石云 C 端应用收入重要来源之一，订阅套餐种类多样。云存储是萤石智能摄像机基于移动物体检测等技术开发的录像存储功能，它可将终端设备产生的视频和图片远程加密存储在云平台上，最长支持存储 360 天，随时随地可查看，保证在设备发生故障、丢失、损坏时仍能查看历史录像，保留珍贵的视频图片记忆。其盈利模式属于 SaaS 订阅制，订购套餐分为萤石标准套餐、2 小时连续云存储套餐和 PLUS 套餐。

图表 59: 云存储订购套餐价格表（上）

录像保存（循环）	套餐类型	价格
7天	月套餐	¥ 12
7天	半年套餐	¥ 72
7天	年套餐	¥ 144
30天	月套餐	¥ 28
30天	半年套餐	¥ 168
30天	年套餐	¥ 336
90天	年套餐	¥ 1008
180天	年套餐	¥ 2016

来源：萤石云视频 APP，中泰证券研究所

图表 60: 云存储订购套餐价格表（下）

录像保存（循环）	套餐类型	价格
360天	年套餐	¥ 4032
7天	PLUS年套餐	¥ 199
30天	PLUS年套餐	¥ 599
7天	连续月套餐	¥ 69
7天	连续年套餐	¥ 799
30天	连续月套餐	¥ 89
30天	连续年套餐	¥ 999

来源：萤石云视频 APP，中泰证券研究所

**萤石发布全新智家 APP，AI 技术催生更多优质应用。**2024 年 7 月，新一代的萤石智家 APP 发布，旨在围绕用户场景，通过 AI 智能与 3D 可视化，为萤石全屋智能家居用户打造一个更智慧、更舒适、更便捷的全屋管理系统。随着 AI 技术能力与应用场景进一步结合，公司有望围绕用户的泛化或个性化需求提供更多 AI 订阅制服务。

**图表 61：萤石云视频 APP 增值服务逐步完善**


来源：萤石云视频 APP，中泰证券研究所

### 4.3 B 端：打造平台开发者生态，注重服务定制化与 AI 算法建设

**ToB：软件开放平台服务能力领先，十余万家行业客户入驻。**公司开放平台服务的行业客户群体包括设备制造商、软件开发者、系统集成商等。公司既通过为设备制造商提供设备接入和运维保障等基础服务获得收入，又通过为软件开发者、系统集成商等提供面向复杂应用场景开发解决方案的技术工具，包括 API、SDK、SaaS 组件、AI 算法等获得收入。

**图表 62：面向 B 端行业客户及广告主的云平台服务**

产品类型	主要服务内容	收费模式
基础服务	1M 以内的预览/回放带宽；10 台以内视频设备接入 license	不单独收取费用
IoT 开放平台	提供设备接入及运维保障服务	设备接入服务按照设备接入量计价，运维保障服务按照云资源消耗量等计价
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	根据不同技术工具的使用权益进行定价
面向广告主的广告服务	公司不参与广告投放的具体过程，主要是将流量即特定的广告投放权销售予拥有丰富广告投放经验及广告主资源的广告联盟，如今日头条、腾讯等，由广告联盟决定投放的具体内容。	公司利用相关用户流量，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

来源：公司公告，中泰证券研究所

**重视客户对于 AI 算法个性化需求，持续完善 AI 开放架构。**公司针对行业客户对 AI 算法个性化、定制化部署的需求，推出了算法开放平台。该平台基于软件开放平台，旨在推动行业客户解决方案的智能化升级。客户通过该平台可自主进行算法计算、训练和部署，将 AI 算法嵌入其自主开发的复杂场景解决方案中，或向算法提供方采购 AI 算法，从而灵活构建 AI 服务能力，满足多样化业务需求。

**图表 63：萤石云开放平台产品套餐价格表**

	试用版 (限时120天)	企业版 (E1)	企业版 (E2)	企业版 (E3)	企业版 (E4)
套餐内包含带宽 ①	1Mbps ①	5Mbps ①	30Mbps ①	50Mbps ∨ ①	100Mbps ∨ ①
套餐内包含设备接入数 ①	10台/应用	100台	500台	2000台	5000台
套餐价格	免费 自注册日起限时支持120天 <a href="#">快速接入</a>	300 <del>380</del> 元/月 <a href="#">立即升级</a>	900 <del>2080</del> 元/月 <a href="#">立即升级</a>	2000 <del>6250</del> 元/月 <a href="#">立即升级</a>	3800 <del>44500</del> 元/月 <a href="#">立即升级</a>
账户接口调用频次 ①	20次/分钟/账号		500次/分钟/账号		
设备接口调用频次 ①	20次/分钟/设备		100次/分钟/设备		
一般接口每日调用总数	1万次		20万次 ①		
抓图接口每日调用总数	1000次		1万次 ①		
流媒体通道	通用通道		付费版专属通道		
工单支持	48工作小时内回复		24个工作小时内回复		
服务可用性 (SLA)	无		99.9% (故障不超过43.2分钟/月)		
消息订阅	有限支持		免费支持		
AI智能服务	不支持		付费支持 ①		
toB云存储服务	不支持		付费支持		

来源：萤石网络官网，中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

**收入端：预计 2024 年-2026 年公司的营业收入为 54.61/63.11/73.61 亿元，同比增长 12.8%/15.6%/16.6%。**

- 智能家居摄像头：**根据洛图科技，2024 年全国智能家居摄像头销量为 5349 万台，2024 年同比增长 0.2%，随着端侧应用爆发全屋智能进程加快，假设 2025-2026 年销量增速为 4.0%/3.5%。在未来全屋智能的竞争过程中，由于萤石、华为、小米等玩家采取积极扩张的营销策略以提升市占率，萤石积极发力线上线下布局，凭借 SHC 强势业务的品牌力、产品力等优势，市占份额有望进一步提升并稳定龙头地位。因此，假设境内收入占比维稳，且 2024 年市占率同 24Q2（根据 IDC）一致，则 2024-2026 年国内市占率为 25.4%/26.0%/27.0%。根据头豹研究院，SHC 产品的价格逐步下降，以普及到千家万户，假设 2024-2026 年单价增速为 -6%/-3%/-2%。因此，我们预测该业务 2024 年-2026 年营业收入为 29.80/30.77/32.41 亿元。
- 智能入户：**智能门锁为该业务重要品类，对比海外市场，我国智能门锁渗透率提升空间较大，公司处于快速爬升期，有望凭借 SHC 带来的品牌优势，进一步拓展智能门锁与其他智能硬件产品，假设 2024-2026 年公司销量增速为 35.0%/25.0%/20.0%；且公司

智能锁主打中高价格带，产品功能有望逐渐多元化，假设售价 2024-2026 年增速为 5.0%/6.0%/7.0%。我们预测该业务 2024-2026 年营业收入为 7.17/9.49/12.19 亿元。

- **其他智能家居硬件：**我国智能服务机器人市场成长空间巨大，而公司服务机器人产品迭代迅速，并逐步向家居、儿童陪护以外的场景积极拓展，该业务有望量价齐升。此外，智能控制与智能穿戴所处行业仍在早期阶段，未来上升空间较大，公司积极布局以确保中长期硬件收入稳定。假设 2024-2026 年其他智能家居硬件销量增速为 40.0%/45.0%/47.0%，价格增速为 15.0%，我们预测该业务 2024 年-2026 年营业收入为 3.19/5.31/8.98 亿元。
- **配件产品：**该业务是公司自主生产或采购成品后，对外销售智能家居硬件端核心配件，业绩有望跟随整体营收变动。我们预测该业务 2024 年-2026 年营业收入增速维稳，则收入分别为 3.15/3.72/4.39 亿元。
- **云平台服务：**对标 Arlo，萤石网络云平台仍有较大的成长空间，在收入体量上有望赶超智能硬件。智能家居硬件渗透率提升，且云服务功能日益丰富，带动付费客户绝对值和 ARPU 提升。假设 C 端增值服务中，2024-2026 年付费用户数增速为 15.0%/10.0%/8.0%，ARPU 增速为 5%；B 端增值服务中，2024-2026 年付费用户数增速为 15.0%/12.0%/8.0%，ARPU 增速为 20.0%/15.0%/5.0%；我们预测云业务 2024 年-2026 年营业收入分别为 11.07/13.57/15.39 亿元。

**毛利率端：预计 2024 年-2026 年公司毛利率为 43.3%/44.2%/44.9%。**

- **智能家居摄像头：**随着公司对 SHC 的生产的规模化提升，该业务成本有望得到有效控制。2024 年，受行业竞争加剧和原材料成本变动的影响，该业务毛利率暂时承压，而长期来看，我国智能家居政策利好，赛道正处于高景气阶段，后续行业成本红利有望回暖。我们预测该业务 2024 年-2026 年毛利率分别为 37.5%/38.0%/38.5%。
- **智能入户：**考虑到智能入户市场景气度高，公司目前在智能门锁方面产品力对标国内第一梯队竞品，而 AI 视觉技术领先有望保证产品升级迭代节奏稳定，带来更高技术附加值，毛利率将稳中有增。我们预测该业务 2024 年-2026 年毛利率分别为 34.5%/35.0%/35.5%。
- **其他智能家居：**目前公司机器人产线规模体量处于早期阶段，行业竞争较激烈，公司采取了激进的竞争策略，因此毛利率未达到上限。若公司能够凭借技术等优势使产品线发展稳定，该业务毛利率提升空间较大。我们预测该业务 2024 年-2026 年毛利率分别为 27.0%/30.0%/35.0%。
- **配件产品：**该业务为公司非核心业务，而随着行业整体竞争加剧，零部件价格或将下探，同时近年来原材料成本有上升趋势，因此产品毛利率略承压。我们预测该业务 2024 年-2026 年毛利率分别为 18.0%/18.0%/18.0%。

- **云平台服务:** 随着智能家居硬件设施的布局完善, C 端用户需求重心有望向增值服务便宜, 付费转化率有望提升。此外, 公司云端模型能力逐步提升, AI 应用有望带来 C 端订阅服务的盈利空间提升, 也有望逐步能够满足 B 端和 D 端对平台服务的更高要求, 技术附加值有望提升。我们预测该业务 2024 年-2026 年毛利率分别为 77.0%/78.0%/80.0%。

**图表 64: 公司分业务收入与毛利率假设表**

业务名称	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)				
智能家居摄像头	2989.53	2979.90	3077.13	3241.18
智能入户	505.53	716.59	949.48	1219.13
其他智能家居	197.88	318.58	531.24	898.06
配件产品	266.97	315.02	371.73	438.64
云平台服务	856.35	1107.24	1356.75	1538.56
其他业务	23.49	23.96	24.44	24.93
<b>合计</b>	<b>4839.74</b>	<b>5461.30</b>	<b>6310.78</b>	<b>7360.50</b>
收入增速				
智能家居摄像头	2.99%	-0.32%	3.26%	5.33%
智能入户	49.48%	41.75%	32.50%	28.40%
其他智能家居	52.19%	61.00%	66.75%	69.05%
配件产品	18.04%	18.00%	18.00%	18.00%
云平台服务	27.79%	29.30%	22.53%	13.40%
其他业务	-40.05%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>合计</b>	<b>12.39%</b>	<b>12.84%</b>	<b>15.55%</b>	<b>16.63%</b>
毛利率				
智能家居摄像头	38.59%	37.50%	38.00%	38.50%
智能入户	34.13%	34.50%	35.00%	35.50%
其他智能家居	21.83%	27.00%	30.00%	35.00%
配件产品	18.98%	18.00%	18.00%	18.00%
云平台服务	76.09%	77.00%	78.00%	80.00%
其他业务	9.13%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>合计</b>	<b>42.85%</b>	<b>43.26%</b>	<b>44.19%</b>	<b>44.93%</b>

来源: WIND, 中泰证券研究所预测

- **费用率端: 持续加码研发与销售投入, 管理能力或有提升。**公司积极布局电商和新零售渠道, 提高线上销售比例; 同时, 随着公司业务的扩展和销售规模的扩大, 固定销售费用被更多的销售收入分摊, **预计 2024-2026 年销售费用率将分别为 15.2%/14.5%/14.0%**。随着公司规模扩展, 且运营经验不断积累, 公司的管理费率维稳, **预计 2024-2026 年管理费用率将分别为 3.5%/3.5%/3.5%**。公司在战略性业务方面持续加大研发投入, 以保证硬软件能力在业内的领先地位, **预计 2024-2026 年研发费用率将分别为 16.0%/16.5%/17.0%**。在利润方面, 我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润分别为 5.75/7.30/8.71 亿元。

**图表 65: 公司费用率假设表**

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费率	14.40%	15.20%	14.50%	14.00%
管理费率	3.33%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费率	15.10%	16.00%	16.50%	17.00%
归母净利润 (亿元)	<b>5.63</b>	<b>5.75</b>	<b>7.30</b>	<b>8.71</b>
增长率	69.01%	2.20%	26.90%	19.25%

来源: WIND, 中泰证券研究所

- 估值与投资建议: 预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 5.75/7.30/8.71 亿元, 以 2025 年 2 月 18 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 52.5x/41.4x/34.7x。**我们选取小米集团、极米科技、金山办公作为可比公司, 原因在于小米和极米科技在我国智能家居领域均为领军企业, 致力于打造自有品牌的智居生态。金山办公在云平台服务方面与公司萤石云平台具有可比性, 均完成 C 端和 B 端的全面云服务布局。四家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 136.1x/70.5x/52.5x (对应 2025 年 2 月 18 日收盘价)。萤石网络脱胎于安防龙头海康威视, 继承其 AI 视觉技术能力, 成功切入智能家居赛道, 智能家居硬件与云服务业务双轮驱动, 有望成长为生态级别企业。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 66: 可比公司估值表**

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688696.SH	极米科技	82.74	1.21	0.51	1.56	2.32	68.66	162.77	53.16	35.73
688111.SH	金山办公	1,665.09	13.18	15.21	18.96	24.02	126.36	109.46	87.82	69.32
1810.HK	小米集团-W	12,152.33	174.75	197.29	258.09	325.62	69.54	61.60	47.09	37.32
	<b>平均值</b>						<b>97.51</b>	<b>136.11</b>	<b>70.49</b>	<b>52.53</b>
688475.SH	萤石网络	302.09	5.63	5.75	7.30	8.71	53.66	52.51	41.38	34.70

来源: WIND, 中泰证券研究所 注: 可比公司估值来自 WIND 一致预期, 数据截至 2025 年 2 月 18 日。

## 风险提示

- **产品创新迭代不及预期风险：**新技术、新工艺的研发需要与市场需求紧密结合，若公司对市场需求的趋势判断失误，或新品市场接受度不及预期，会对公司业绩带来负面影响。从产品研发到实际应用需要一定周期，若其他玩家率先研发出同类新技术，可能会建立起对萤石产品的比较优势，导致公司市场竞争力下降。
- **市场竞争加剧风险：**萤石网络虽已达到了一定的规模，而相比华为、小米和涂鸦智能等积极扩展智能家居产品线的竞争对手，仍在设备接入数量和产品类型丰富度上略显劣势。若公司不能持续扩展其生态系统，推出符合市场需求的新产品和服务，可能会对其经营业绩产生负面影响。
- **云服务数据安全及个人信息保护风险：**物联网开放环境下存在软件漏洞、网络恶意攻击、电力供应故障、自然灾害等不可控因素，可能会因此导致公司出现系统故障、数据丢失、服务中断等后果。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。



**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。