

# 萤石网络 (688475.SH)

## 智能家居领军者，掘金端侧 AI 全球蓝海

**智能家居+云平台”双轮驱动，全面进入 AI+新时代。**1) 公司前身为 2013 年海康威视的互联网业务中心，以智能家居摄像机等拳头产品起家，构建起了“智能家居+云平台服务”双主业格局，成为国内领先的智能家居服务解决方案及物联网云平台提供商。2) 2024 年前三季度公司实现营业收入 39.63 亿元，同比增长 12.93%，实现归母净利润 3.75 亿元，同比下滑 6.69%，实现归属扣非净利润 3.68 亿元，同比下滑 5.41%，随着公司未来战略的推进与生态的拓展，叠加下游需求打开，将会有更大的空间。

**智能家居市场空间广阔，AIoH 成为未来发展重点。**相比传统的 AI 技术，大模型核心的特点在于重塑了这些场景使用体验的交互模式，用户只需要通过语音、文字等自然语言交互即可实现交互，突破了传统智能家居产品语音交互能力弱、需通过复杂的界面点击、上手学习成本高等问题，突破性地简化了产品的交互链路、布局设计，同时具备了类人化的感知能力，不再需要用户记住特定的规则，智能家居 App 由此从普通的界面性软件升级为具备强感知能力的“智能助手”。

**产品矩阵+智能云平台打造生态壁垒，AI 有望助力 ARPU 提升。**1) 受益于海康的技术基因，萤石拥有领先行业的视音频 AI 领域算法优势；自建供应链体系，拥有精益化供应链管理及稳健交付能力；线上线下渠道能力不断增强，带动公司海内外品牌影响力。算法+供应链+渠道优势三者叠加，赋能萤石成为智能家居安防摄像头龙头。根据萤石官方公众号信息，2024H1 消费摄像头出货量中，萤石排名全球第一。2) 截止 2024H1，云平台业务占公司收入比例达到近 20%，且毛利率高达 76%，远高于智能家居产品业务，可以说云平台已经成为公司利润成长的重要来源。萤石物联网云平台自 2021 年起，连接设备数、注册用户数和月活跃用户数持续提升，C 端付费用户数和活跃用户数也持续提升，印证了云服务可以深度绑定用户，从而提升用户粘性，进一步夯实客户生态壁垒。3) 伴随着 AI 技术的发展以及新需求的诞生，核心卡位端侧 AI，公司云平台付费用户数和 ARPU 有望进一步提升。4) 2024H1 海外业务占公司收入 33% 左右，同比增速高达 30%，海外业务有望驱动公司业绩的整体成长。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 55.15/63.78/73.49 亿元，归母净利润分别为 5.73/7.10/8.86 亿元。对应 2024-2026 年 PE 分别为 53.1/42.8/34.3x。与可比公司相比，公司目前估值相对较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**AI 技术迭代不及预期风险；经济下行超预期风险；行业竞争加剧风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,306	4,840	5,515	6,378	7,349
增长率 yoy (%)	1.6	12.4	14.0	15.6	15.2
归母净利润 (百万元)	333	563	573	710	886
增长率 yoy (%)	-26.0	68.8	1.7	24.1	24.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.42	0.71	0.73	0.90	1.13
净资产收益率 (%)	6.9	10.7	10.3	11.6	13.0
P/E (倍)	91.1	54.0	53.1	42.8	34.3
P/B (倍)	6.3	5.8	5.5	5.0	4.5

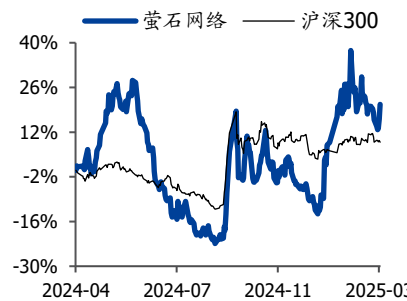
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	计算机设备
03 月 28 日收盘价 (元)	38.60
总市值 (百万元)	30,397.50
总股本 (百万股)	787.50
其中自由流通股 (%)	52.00
30 日日均成交量 (百万股)	5.06

#### 股价走势



#### 作者

分析师	刘高畅
执业证书编号:	S0680518090001
邮箱:	liugaochang@gszq.com
分析师	陈泽青
执业证书编号:	S0680523100001
邮箱:	chenzeqing3655@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6216	6384	6364	7421	7820
现金	4806	4656	4483	5188	5379
应收票据及应收账款	717	866	937	1148	1255
其他应收款	9	24	13	30	20
预付账款	34	33	43	45	57
存货	590	695	777	899	999
其他流动资产	60	111	111	111	111
<b>非流动资产</b>	968	1808	1878	1946	2011
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	154	157	384	543	647
无形资产	234	229	268	316	367
其他非流动资产	581	1423	1226	1088	997
<b>资产总计</b>	7184	8193	8243	9367	9831
<b>流动负债</b>	1848	2367	2185	2815	2650
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	925	1487	1276	1871	1692
其他流动负债	723	880	909	944	958
<b>非流动负债</b>	474	560	501	442	382
长期借款	228	319	261	201	142
其他非流动负债	246	241	241	241	241
<b>负债合计</b>	2323	2928	2687	3258	3032
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	563	563	788	788	788
资本公积	3336	3347	3122	3122	3122
留存收益	965	1359	1788	2275	2813
归属母公司股东权益	4861	5265	5556	6109	6799
<b>负债和股东权益</b>	7184	8193	8243	9367	9831

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	736	971	210	1026	598
净利润	333	563	573	710	886
折旧摊销	47	58	54	97	136
财务费用	-29	-61	-61	-59	-49
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	307	198	-356	278	-376
其他经营现金流	78	213	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-337	-790	-124	-164	-200
资本支出	337	791	70	68	65
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-54	-96	-136
<b>筹资活动现金流</b>	3168	-352	-259	-157	-206
短期借款	-150	-200	0	0	0
长期借款	228	92	-59	-59	-60
普通股增加	113	0	225	0	0
资本公积增加	3011	10	-225	0	0
其他筹资现金流	-33	-253	-200	-97	-146
<b>现金净增加额</b>	3574	-169	-173	705	191

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4306	4840	5515	6378	7349
营业成本	2738	2766	3168	3609	4085
营业税金及附加	20	30	24	30	37
营业费用	543	697	855	982	1124
管理费用	147	161	193	217	243
研发费用	603	731	833	963	1110
财务费用	-29	-61	-61	-59	-49
资产减值损失	-30	-11	-18	-25	-30
其他收益	80	68	72	71	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	331	572	593	731	902
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	5	2	2	2
<b>利润总额</b>	331	568	592	730	900
所得税	-2	5	20	20	14
<b>净利润</b>	333	563	573	710	886
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	333	563	573	710	886
EBITDA	261	507	519	689	884
EPS (元)	0.42	0.71	0.73	0.90	1.13

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.6	12.4	14.0	15.6	15.2
营业利润(%)	-31.9	72.8	3.7	23.4	23.3
归属于母公司净利润(%)	-26.0	68.8	1.7	24.1	24.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.4	42.9	42.6	43.4	44.4
净利率(%)	7.7	11.6	10.4	11.1	12.1
ROE(%)	6.9	10.7	10.3	11.6	13.0
ROIC(%)	3.9	7.6	7.4	8.7	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.3	35.7	32.6	34.8	30.8
净负债比率(%)	-84.1	-77.2	-70.7	-76.8	-72.7
流动比率	3.4	2.7	2.9	2.6	3.0
速动比率	3.0	2.3	2.5	2.3	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.8	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.71	0.73	0.90	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.23	0.27	1.30	0.76
每股净资产(最新摊薄)	6.17	6.69	7.06	7.76	8.63
<b>估值比率</b>					
P/E	91.1	54.0	53.1	42.8	34.3
P/B	6.3	5.8	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	100.8	52.0	51.0	37.3	28.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

## 内容目录

1. 智能家居解决方案及物联网云平台提供商，业绩稳定增长.....	4
1.1 “智能家居+云平台”双轮驱动，全面进入 AI+新时代.....	4
1.2 打造“2+5+N”生态体系，打造分级付费模式.....	5
1.3 营收保持稳定增长，新品持续推出.....	7
2. 智能家居市场空间广阔，AIoH 成为未来发展重点.....	8
3. 产品矩阵+智能云平台打造生态壁垒，AI 有望助力 ARPU 提升.....	10
3.1 算法+供应链+渠道优势，赋能萤石成为智能家居安防领域龙头.....	10
3.2 云平台绑定用户提升粘性，AI 有望带来云付费用户数和 ARPU 值进一步提升.....	11
3.3 海外业务驱动公司收入增长，是当前最重要的成长引擎.....	14
3.4 积极孵化智能穿戴与机器人业务，进一步完善数据入口覆盖.....	15
盈利预测与投资建议.....	17
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1: 萤石网络发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构图（截止至 2025 年 2 月 5 日）.....	5
图表 3: 萤石网络业务架构图.....	6
图表 4: 公司智能家居产品类型.....	6
图表 5: 萤石网络智能摄像机列举.....	6
图表 6: 2020-2024 年前三季度公司营业收入.....	7
图表 7: 2020-2024 年前三季度公司归母净利润.....	7
图表 8: 2020-2024 年上半年公司细分营业收入占比.....	7
图表 9: 2020-2024 年中报公司各业务毛利率.....	8
图表 10: 2020-2024 年前三季度公司费用率.....	8
图表 11: 生成式 AI 大模型赋能 TCL 智能助手与用户进行多轮对话.....	9
图表 12: 生成式 AI 大模型赋能智能家居的价值.....	9
图表 13: AI 算法方面公司与行业平均状况技术指标对比.....	10
图表 14: 2024H1 消费摄像头出货量萤石排名全球第一.....	11
图表 15: 公司云平台收入占比持续提升.....	12
图表 16: 公司云平台业务毛利率显著高于智能家居产品.....	12
图表 17: 萤石物联云平台运营数据.....	13
图表 18: 公司 C 端用户数据.....	13
图表 19: 萤石云平台提供一系列智能功能.....	14
图表 20: 公司国内外业务收入同比增速对比.....	14
图表 21: 萤石 B 端商用智能清洁机器人 BS1.....	16
图表 22: 萤石发布智能健康手表产品.....	17
图表 23: 公司分业务收入及毛利率预测.....	18
图表 24: 可比公司估值一栏（截止 2025/3/28）.....	19

## 1. 智能家居解决方案及物联网云平台提供商，业绩稳定增长

萤石网络前身为 2013 年海康威视的互联网业务中心，作为海康威视在 C 端的布局，以智能家居摄像机等拳头产品起家，逐步延伸成为智能家居服务解决方案及物联网云平台提供商。目前，公司构建起了“智能家居+云平台服务”双主业格局，为用户营造安全、便捷、舒适的居住和工作环境。

### 1.1 “智能家居+云平台”双轮驱动，全面进入 AI+新时代

公司业务发展主要分为以下三个阶段：

1) **平台搭建阶段（2013 年至 2015 年）**：萤石网络作为海康威视在 C 端的布局，以智能摄像机等拳头产品起家，2014 年发布“萤石云视频”APP，面向 C 端用户实现设备功能和增值服务销售的核心入口；2015 年推出萤石云开放平台，为行业用户提供解决方案。2013-2015 年，萤石网络初步建立起 C 端、B 端的应用程序与开放平台，为发展物联网云平台和全屋智能提供基础。

2) **产品拓展阶段（2016 年至 2019 年）**：一方面，完善公司产品矩阵，从聚焦智能摄像头等单品，向智能窗帘、智能开关面板等全屋智能发展；另一方面，云平台信息安全能力提升，成为业内首家通过 ISO27001 认证的云平台，并通过 CSA-STAR 等多项云安全国际认证。

3) **生态建设阶段（2020 年至 2023 年）**：萤石网络发布 IoT 物联网云平台，进一步为海康威视及采购其设备行业客户提供开放平台服务。

4) **全面升级为“2+5+N”（2024 年至今）**：随着公司对 AI 技术的持续投入，公司已正式进入了“AI+”阶段，AI 技术与各类智能设备、服务机器人、物联网云服务的融合已经成为公司重要发展方向。公司将通过持续的技术投入和升级推动自研产品和服务的迭代和变革，也会开放更多的算法和方案不断丰富萤石的生态系统。

图表1：萤石网络发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

脱胎于海康威视，股权结构稳定明晰。公司股权结构稳定且集中，截止至 2025 年 2 月 5 日，海康威视直接持有萤石 48% 的股份，青荷投资持有 32% 的股份。公司脱胎于海康，并逐步建立自己独立的采购+生产+销售体系。

图表2: 公司股权结构图 (截止至 2025 年 2 月 5 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 打造“2+5+N”生态体系，打造分级付费模式

萤石打造“2+5+N”生态体系。其中，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。萤石继续以智能家居和物联网公有云为双主业,为消费者用户提供面向安全、入户、清洁、健康、陪伴等多种场景和需求下的差异化产品和服务，以及为开发者客户提供的各类物联网公有云服务。

图表3: 萤石网络业务架构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1) 萤石物联云平台: 萤石物联云平台业务为公司的生态根基, 实现商业模式可持续。针对不同需求设计基础服务、增值服务等多种服务类型, 完善商业模式。

2) 以视觉交互为核心的智能家居产品: 智能家居产品为萤石网络目前营收的主要来源, 2024年上半年智能家居产品占公司整体营收的比重达到 80.2%。智能家居产品类型包括智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人 4 大核心智能家居产品, 以及通过生态合作开发的其他智能家居创新品类产品。2024年上半年, 智能摄像头贡献了智能家居产品营收的 80.2%, 是萤石网络智能家居的拳头产品, 构成了智能家居系统中的核心感知单元, 覆盖卡片机、云台机、筒机/半球等多种类型。

图表4: 公司智能家居产品类型



资料来源: 公司官方微信号, 国盛证券研究所

图表5: 萤石网络智能摄像机列举

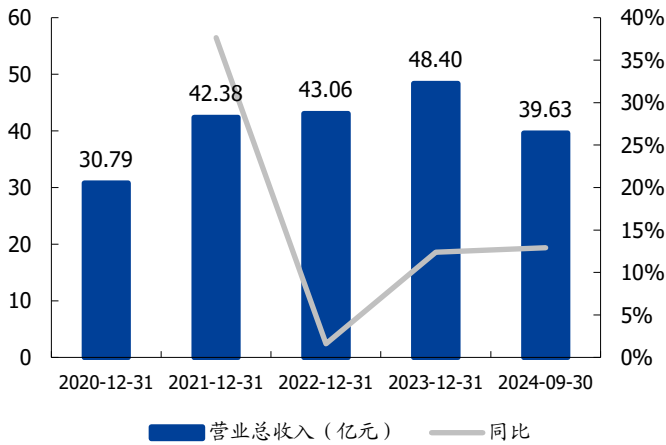


资料来源: 公司官方微信号, 国盛证券研究所

### 1.3 营收保持稳定增长，新品持续推出

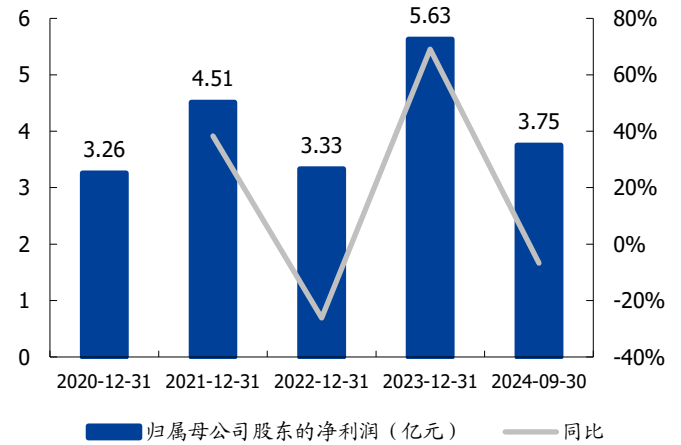
**营收维持稳步增长。**随着智能家居行业的发展，以及公司产品的升级扩张，公司营收呈现稳定增长态势。2024年前三季度公司实现营业收入39.63亿元，同比增长12.93%，实现归母净利润3.75亿元，同比下滑6.69%，实现归属扣非净利润3.68亿元，同比下滑5.41%。其中单三季度公司实现营业收入13.79亿元，同比增长12.70%，实现归母净利润0.93亿元，同比下滑34.87%，实现归母扣非净利润0.91亿元，同比下滑33.51%。

图表6: 2020-2024年前三季度公司营业收入



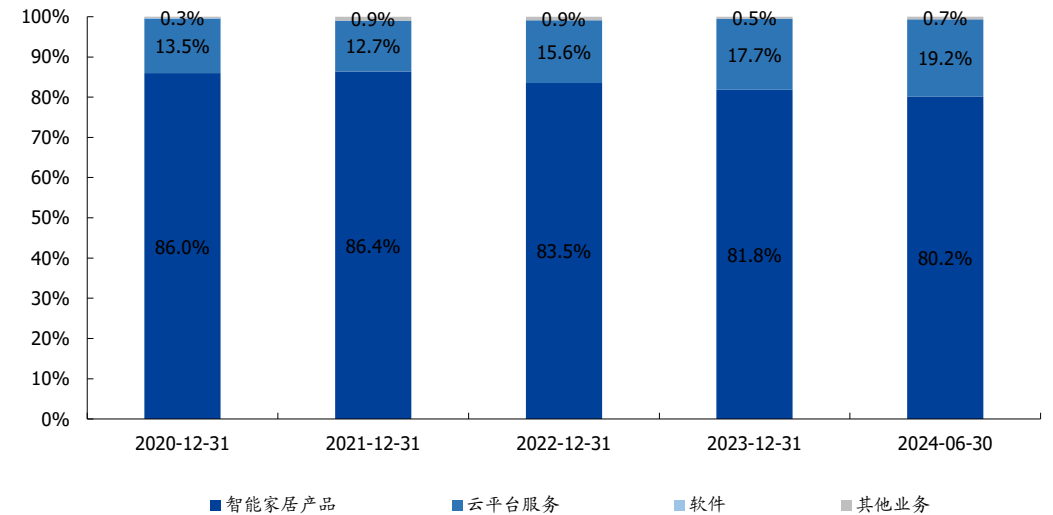
资料来源: 同花顺, 国盛证券研究所

图表7: 2020-2024年前三季度公司归母净利润



资料来源: 同花顺, 国盛证券研究所

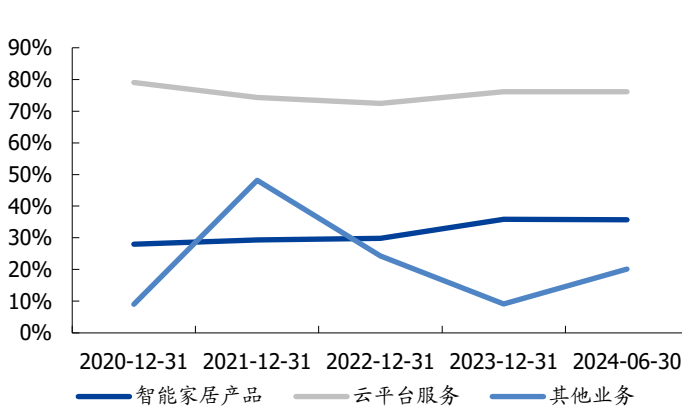
图表8: 2020-2024年上半年公司细分营业收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

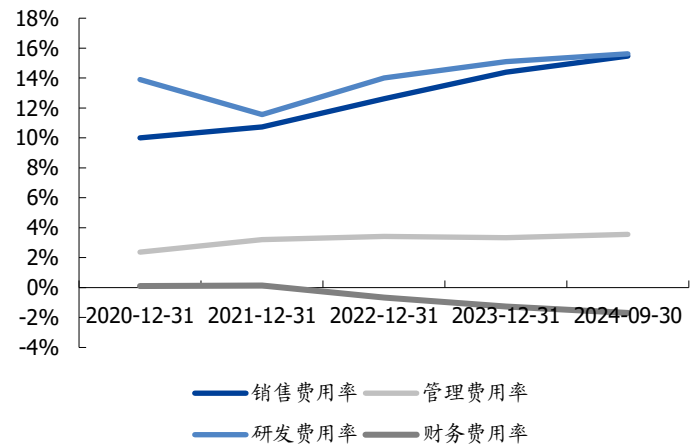
**毛利率下滑叠加销售费率提升影响下业绩短期承压。**1) 公司 2024Q3 毛利率同比下滑 0.55pct, 环比下滑 0.46pct, 短期承压, 或主要系成本端较同期存在一定压力。费率端来看, 公司 2024Q3 销售费率、管理费率、研发费率以及财务费率分别达 15.5%/3.6%/15.6%/-1.7%, 相比 2023 年年报分别增加 1.1/0.2/0.5/-0.4 个 pct。

图表9: 2020-2024年中报公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2020-2024年前三季度公司费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 智能家居市场空间广阔, AIoH 成为未来发展重点

**智能家居市场广阔。**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,构建高效的住宅设施管理系统,最终实现家居全场景的互联互通。

**多数家电难以脱离人工辅助,技术进步与场景完善成为需求爆发关键。**目前扫地机器人、安防摄像头、照明、温控等,可以脱离人工辅助进行工作;而电饭煲、吹风机、炒菜机、热水壶等难以脱离人工辅助,例如,即使电饭煲可以实现语音控制与远程操作,也需要前期人为添加食材,无法独立实现完整场景,难以真正解决需求痛点。

**2.0 阶段智能化仍依赖预设指令,未来需加强主动服务能力。**在智能家居实际落地的过程中,用户期待的是能够完成自主决策、提供主动服务的智能家居产品,打造更安全、更便利、更舒适、更高效的家居生活环境;而不是仅停留在设备联网和远程控制阶段,依赖用户预设场景指令,提供标准化通用服务的智能家居 2.0 阶段。

**目前 AI 技术应用广泛,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。**智能照明主要通过传感器控制,语音模组的应用逐步提升其 AI 技术的渗透。以冰空洗为核心的智能家电是用户的刚需用品,尽管其销售体量庞大,但以视觉、语音为主的智能表现并为完全贴合用户对该品类产品的使用需求,AI 技术应用渗透增长缓慢。

**AI 大模型为智能家居产品带来新机。**国内传统家电龙头企业 TCL 实业主导的 TCL 大模型算法通过了算法备案,其大模型内置于 TCL 品牌智能助手 App 内,结合了生成式 AI 大模型的 App,使得智能家居 App 突破了传统的交互的局限,用户只需简单的语音指令,即可轻松实现对智能家电设备的控制和调整。

图表11: 生成式 AI 大模型赋能 TCL 智能助手与用户进行多轮对话

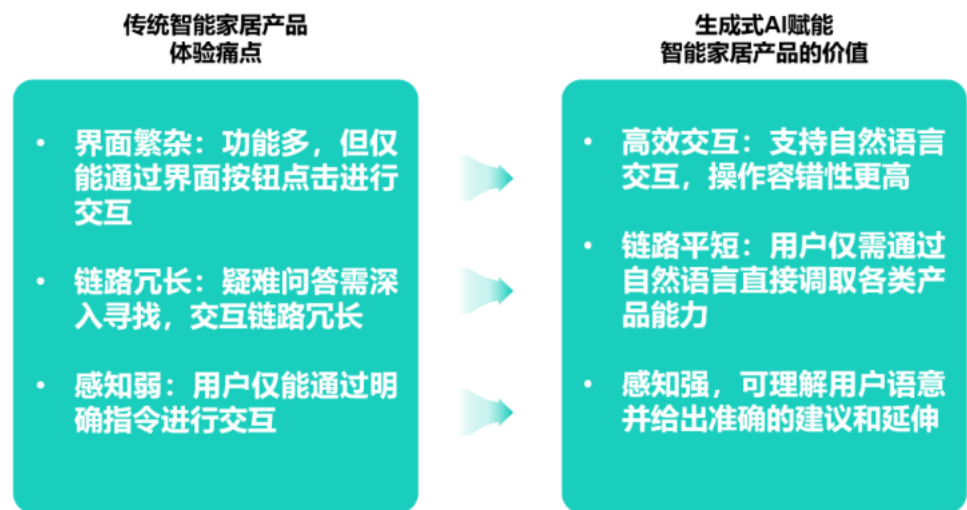
生成式AI大模型赋能TCL智能助手与用户进行多轮对话



资料来源: 月狐数据, 国盛证券研究所

相比传统的 AI 技术, 大模型核心的特点在于重塑了这些场景使用体验的交互模式, 用户只需要通过语音、文字等自然语言交互即可实现交互, 突破了传统智能家居产品语音交互能力弱、需通过复杂的界面点击、上手学习成本高等问题, 突破性地简化了产品的交互链路、布局设计, 同时具备了类人化的感知能力, 不再需要用户记住特定的规则, 智能家居 App 由此从普通的界面性软件升级为具备强感知能力的“智能助手”。

图表12: 生成式 AI 大模型赋能智能家居的价值



资料来源: 月狐数据, 国盛证券研究所

## 3. 产品矩阵+智能云平台打造生态壁垒，AI 有望助力 ARPU 提升

### 3.1 算法+供应链+渠道优势，赋能萤石成为智能家居安防领域龙头

受益于海康的技术基因，拥有领先行业的视音频 AI 领域算法优势。公司脱胎于海康威视这一视觉 AI 龙头，承袭其技术基因，同时公司又在视频、音频等算法方面进行了持续的研发投入，围绕智能家居场景研发了大量针对性算法，并取得了行业领先的识别效果。公司率先采用 AI 算法动态加载功能，并推出了算法商店，使得用户可以根据应用场景的变化灵活加载 AI 算法。

图表13: AI 算法方面公司与行业平均状况技术指标对比

功能	萤石网络	行业平均状况
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	没有发布同类功能
主要算法识别率	跌倒识别	83.00%
	宠物识别	85%+
	烟火识别	95.00%
	异光识别	90%+
	挥手识别	90%+
	人脸识别	95.90%
	啼哭识别	88.90%
		行业最佳 85.56%; 平均水平 50% 左右
高精度声源定位	86.00%	77.00%

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

**自建供应链体系，拥有精益化供应链管理及稳健交付能力。**公司拥有自建的供应链体系，自主生产核心产品，通过产线工艺创新、工序自动化升级，精益化供应链管理持续优化供应链端到端总成本，提升产品质量管控能力，充分发挥自有供应链在成本和质量方面的核心优势。举例来说，2022-2023 年公司花了很大精力去做了供应链的优化，更精细化进行采购订单管理，降低了供应链端的成本，从而带来了 2023 年一季度毛利率的上升。

**优越的线上线下渠道能力，带动公司海内外品牌影响力。**

**1) 境内:**国内电商渠道方面，公司持续加大常规的电商平台上直播和优质达人带货等方式的销售力度，进一步精细化运营抖音等内容兴趣电商，同时有策略性地投放与平台属性匹配的产品，国内主流销售产品的电商业务出货占比进一步提升至 40% 以上（不包括专业客户渠道）。同时，公司广泛联动各类优质达人进行内容种草，以创意场景营销和暖心科技故事为主线，积累了大量年轻化和高品质的兴趣消费人群，品牌关注度不断提升，在各大内容电商平台均获得较高关注和搜索量。萤石明星业务智能锁、现金牛业务摄像机，在微信、抖音和小红书平台的不同阶段相继获得品牌搜索指数 TOP 与产品人气榜单。国内线下渠道方面，配合智能入户产品销售，新拓展的五金渠道成为新的收入增长点；同时，公司持续强化渠道零售化的能力建设，布局线下全屋智能店和智能家居零售小店等多层次、多元化的实体终端，通过线上电商、直播间和社媒平台流量赋能，公司进一步完善萤石 O2O2 销售和服务体系。

**2) 境外:**公司持续在境外多个国家和地区开展业务，不断推进渠道和业务优化。2024 年上半年，公司依据不同区域和国家的特点，有侧重的发展线下连锁 KA 渠道，拓展经销

商、街边店、电工五金等分销渠道，同时，顺应部分国家的电商趋势，公司正在境外积极发展数字营销和电商业务，围绕用户构建品牌营销，让公司的产品与服务更便捷、更快速地触达终端消费者，不断提升萤石在境外的品牌影响力。

综合以上三点，算法+供应链+渠道优势叠加，赋能萤石成为智能家居安防摄像头龙头。领先行业的算法能力、优秀的供应链能力以及不断加码的渠道优势，三者叠加，使得萤石成为了全球智能家居安防摄像头领域龙头。根据萤石官方公众号信息，2024H1 消费摄像头出货量中，萤石排名全球第一。

图表14: 2024H1 消费摄像头出货量萤石排名全球第一

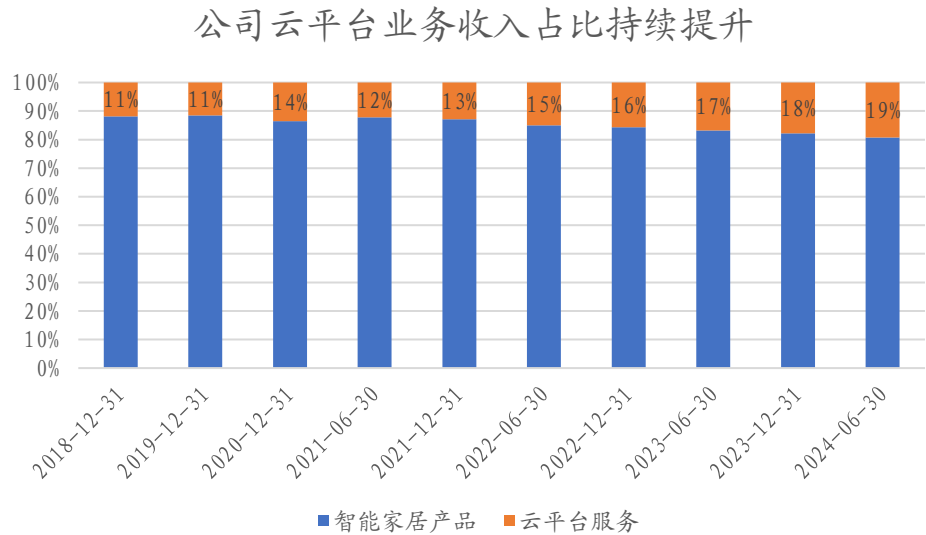


资料来源：萤石官方微信公众号，国盛证券研究所

### 3.2 云平台绑定用户提升粘性，AI 有望带来云付费用户数和 ARPU 值进一步提升

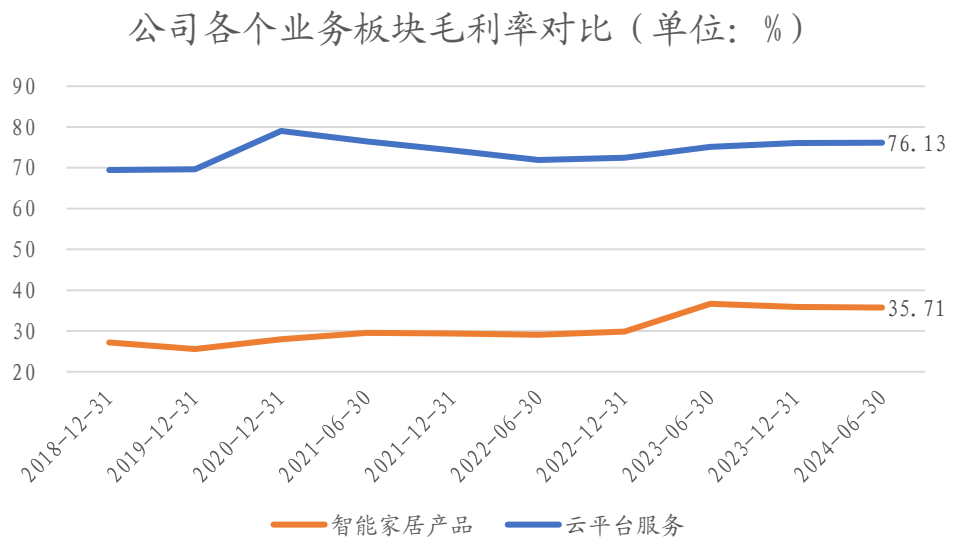
云平台收入占比不断提升，已成为公司利润成长的重要来源。自 2018 年以来公司云平台收入占比持续提升，从 2018 年的 11% 提升至 2024H1 的 19%，已经成为公司重要的收入来源。2024H1，云平台业务毛利率高达 76%，远高于智能家居产品业务（毛利率约为 36%）。可以说，云平台业务已是公司利润成长的重要来源。

图表15: 公司云平台收入占比持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表16: 公司云平台业务毛利率显著高于智能家居产品

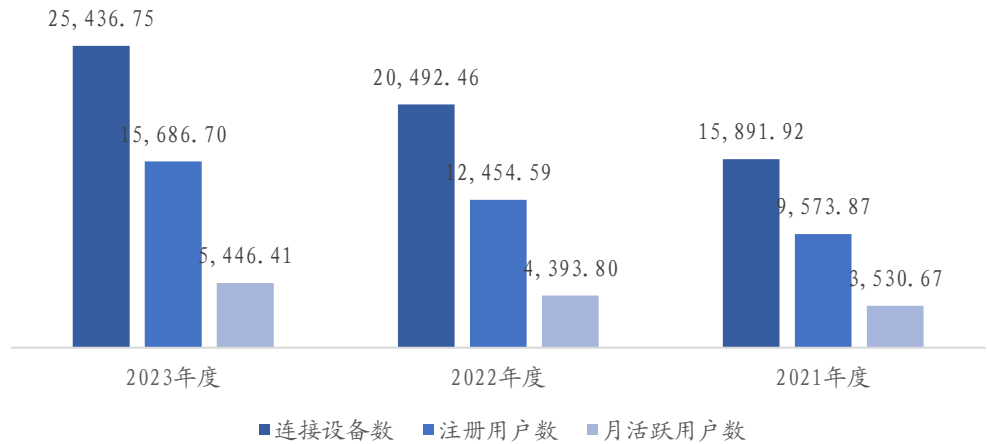


资料来源: wind, 国盛证券研究所

云服务可以深度绑定用户，从而提升用户粘性，进一步夯实客户生态壁垒。由于用户开始使用云平台后，其用户数据就会沉淀在云端，具备一定的迁移成本和切换成本，因此云服务这种商业模式可以深度绑定用户，提升用户粘性，进一步夯实萤石的客户生态壁垒。根据公司2023年年报披露数据，萤石物联云平台自2021年起，连接设备数、注册用户数和月活跃用户数持续提升，C端付费用户和活跃用户数也持续提升，印证了云平台对用户的粘性与吸引力。

图表17: 萤石物联云平台运营数据

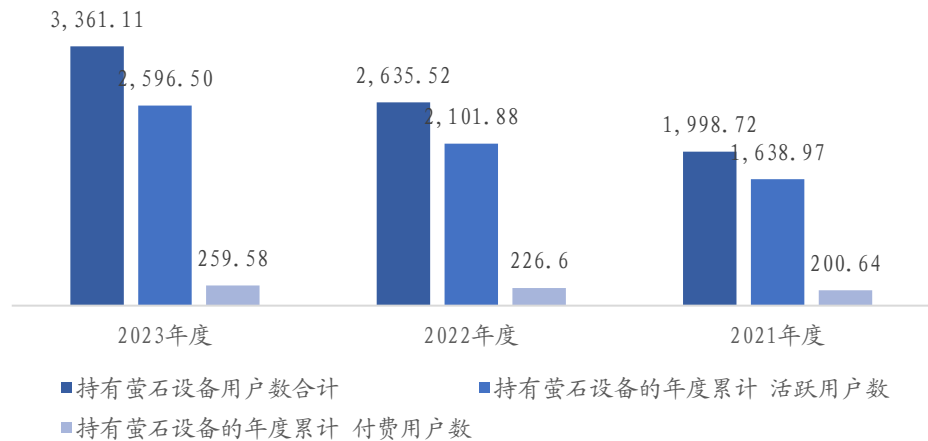
萤石物联云平台运营数据 (单位: 万台、万名)



资料来源: 2023年公司财报, 国盛证券研究所

图表18: 公司C端用户数据

C端用户数据 (单位: 万名)



资料来源: 2023年公司财报, 国盛证券研究所

伴随着 AI 技术的发展以及新需求的诞生, 核心卡位端侧 AI, 公司云平台付费用户数和 ARPU 有望进一步提升。2019 年, 公司推出了智能算法商店, 其中有许多智能算法还是免费提供的。过去, 由于许多智能算法还不是特别理想, 大多数都是在边缘计算而不是云中心计算的, 算力、数据集等都相对比较小, 所以还暂时未至用户大规模付费的阶段。然而, 伴随着未来大模型能力的逐渐精进, AI 的速度、准确性、效果及用户体验理论上都会有比较明显的改善。未来在一些智能场景应用里, AI 算法和一些程序应用, 公司有望采取收费的模式, 增加一种云服务的收费来源。这样一来, 云平台付费用户数和 ARPU 有望进一步提升。

图表19: 萤石云平台提供一系列智能功能

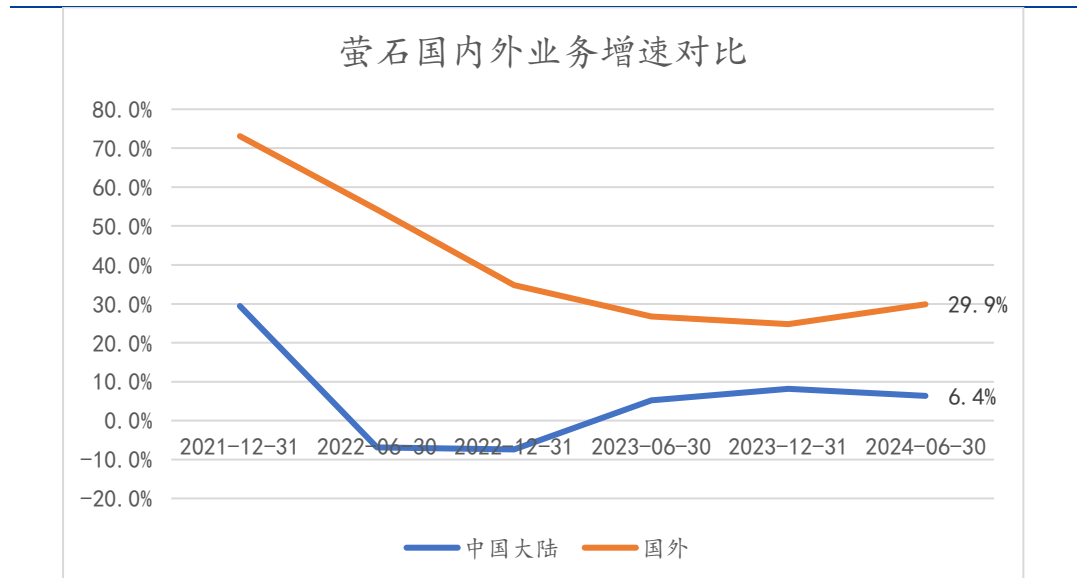


资料来源: 2023年公司财报, 国盛证券研究所

### 3.3 海外业务驱动公司收入增长, 是当前最重要的成长引擎

持续加码海外市场, 海外业务已成公司重要成长引擎。2024H1 海外业务占公司收入 33% 左右, 相较增速已经趋于平稳 (约 6%) 的国内业务, 2024H1 海外业务同比增速高达 30%, 是公司当前最重要的成长引擎。由于海外智能家居渗透率较高, 市场相对成熟, 因此公司产品出海逻辑通顺, 无需太多市场教育, 即可在海外获得市场进展。我们认为, 在国内业务成长趋于稳定的当下, 海外业务已是公司的成长动力之一。

图表20: 公司国内外业务收入同比增速对比



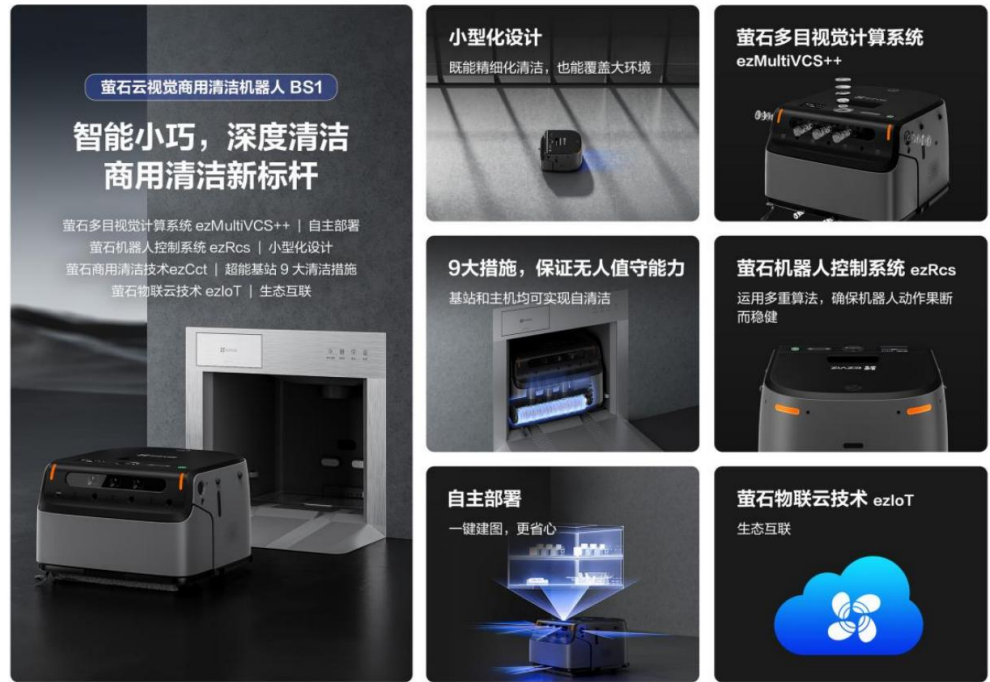
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.4 积极孵化智能穿戴与机器人业务，进一步完善数据入口覆盖

积极孵化智能机器人业务，同时覆盖 B 端与 C 端市场，带来智能化使用体验。公司积极培育孵化智能服务机器人业务，发布了 C 端和 B 端两款采用具身智能理念研发的清洁机器人新品，在具身智能机器人方面积极地实践与开拓。目前，面向消费者用户的智能家居场景下，公司应对多元化需求布局了 C 端清洁机器人和陪伴机器人；另一方面，为应对来自内外部持续增长的商用场景清洁需求，公司也进行了商用清洁机器人产品的研发，致力于提升商用清洁的服务品质，同时实现楼宇物业管理降本增效。2023 年，公司发布了两款采用具身智能理念研发的清洁服务机器人新品，新款家用 AI 扫拖宝 RS20 Pro 和首款商用清洁机器人 BS1。C 端和 B 端两款清洁机器人新品均融合了多项创新专利技术及 AI 视觉能力，采用深度学习技术开启智能清洁时代。

- **C 端智能清洁机器人：**2023 年，公司发布了 C 端旗舰款全能基站型清洁机器人 RS20Pro。产品基于具身智能理念进行研发，进一步强化了场景感知、系统决策、清洁执行能力和智能交互能力，真正做到了解放双手。基于萤石自研的 AI 视觉算法，RS20Pro 支持 AI 智能融合避障，能够精准识别超过 65 种障碍物并进行标注，针对所感知的人、宠、家具、物品采取相应行动。
- **B 端智能清洁机器人：**2023 年底，公司推出了首款云视觉商用清洁机器人 BS1。聚焦企业楼宇清洁市场，BS1 体积明显小于市面上主流的商用清洁机器人，更完美的匹配办公室场景清扫，高度契合写字楼、酒店、银行门厅、办公区域等多种楼宇场景。公司在商用端率先实现纯视觉定位导航替代了主流的激光雷达方案，创新采用萤石自研多目视觉计算系统（ezMultiVCS++），通过高精度语义三维空间计算，精准感知和识别环境信息，做到自主部署，自主探索式语义建图，让机器人不仅看的到，还能看的懂，像人一样理解场景，自主学习，做出判断。基于 AI 纯视觉的方案，无论是白天黑夜，或在强光、高反光、有大量玻璃等复杂多变的大场景下 BS1 都能稳定工作，有效提升了商用清洁机器人在复杂环境下的稳定性和自适应性，从而极大降低了交付成本和使用门槛。

图表21: 萤石 B 端商用智能清洁机器人 BS1



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

- **智能陪护机器人:** 2023 年, 公司不断对陪护机器人产品软、硬件进行更新升级, 进一步强化机器人的外界感知能力、云端协同能力、跨设备通讯能力, 同时深入调研用户使用场景和使用习惯, 衍生出更多基于陪护机器人的使用场景和趣味应用。

正式发布智能穿戴产品线, 完成对用户随身场景及数据入口的覆盖, 形成更完整产品生态。2024 上半年, 公司正式对外发布了智能穿戴产品线, 核心自主 AI 产品矩阵得到进一步完善。萤石智能穿戴产品更加聚焦在健康和便捷这两方面: 1) 以 AI 交互为核心, 拓展公司业务边界: 腕上个人健康管理助手, 关注用户生命质量和健康安全; 2) 随身智控入口: 为用户提供便捷的智能家居控制入口, 通过穿戴产品即可实现全屋智能设备便携联动和控制。

图表22: 萤石发布智能健康手表产品



资料来源: 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

## 盈利预测与投资建议

我们对公司各项主营业务的收入和毛利率分别进行预测:

智能摄像机: 预计公司智能摄像机业务稳健增长, 参考 2024 年中报同比增速-4.42%, 预计 2024/2025/2026 年收入增速为-4%/+5%/+5%; 毛利率方面, 2024 年中报较 2023 年中报略有降低, 或因部分产品降价导致, 预计后续随公司供应链管理和生产环节提效毛利率将恢复, 预计 2024/2025/2026 年毛利率为 37%/37.5%/38%。

配件产品: 参考 2024 年中报同比增速 98.84%, 2024 年增速给予 98%, 2025-2026 年将业务重心放在高毛利业务, 因此增速降低。我们预计 2024/2025/2026 年收入增速+98%/+30%/+25%; 毛利率方面预计未来两年将继续保持稳定, 2024/2025/2026 年毛利率为 15%/15%/15%。

智能入户: 公司智能入户产品矩阵不断丰富, 产品差异化助力品牌心智建立, 国内线下渠道方面, 配合智能入户产品销售, 新拓展的五金渠道成为新的收入增长点。参考 2024 年中报同比增速 68.97%, 预计 2024/2025/2026 年收入增速+68%/+30%/+25%; 毛利率方面预计未来两年将继续保持稳定, 2024/2025/2026 年毛利率为 40%/40%/40%

云平台服务: 基于萤石云服务能力及大模型技术加持, 萤石云已升级成为全球领先的视觉物联网云平台, 实现从视频到视觉的跃进, 并通过构建多数据中心+就近服务点的方式服务于全球客户。萤石开放平台持续向开放化、智能化、场景化发展。参考 2024 年中

报同比增速 29.97%，预计 2024/2025/2026 年收入增速+30%/+25%/+25%；毛利率方面预计云服务随收入增长体现规模效应，2024/2025/2026 年毛利率为 75%/76%/77%。

其他智能家居：其他智能家居包括智能服务机器人等产品，2025-2026 年有望受益于 AI 发展提升产品体验。参考 2024 年中报同比增速-40.54%，预计 2024/2025/2026 年收入增速-40%/+20%/+15%；毛利率方面预计未来两年将继续保持稳定，2024/2025/2026 年毛利率为 23%/23%/23%。

其他业务：参考 2024 年中报其他业务收入同比增速+58.65%，预测 2024-2026 年公司其他业务收入增速为 50%/10%/10%，毛利率预计 2024/2025/2026 年为 10%/10%/10%

图表23: 公司分业务收入及毛利率预测

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
智能摄像机	2989.53	2869.95	3013.44	3164.11
YoY	2.99%	-4.00%	5.00%	5.00%
毛利率	38.59%	37.00%	37.50%	38.00%
配件产品	266.97	528.60	687.18	858.97
YoY	18.04%	98.00%	30.00%	25.00%
毛利率	18.98%	15.00%	15.00%	15.00%
智能入户	505.53	849.29	1104.08	1380.10
YoY	49.48%	68.00%	30.00%	25.00%
毛利率	34.13%	40.00%	40.00%	40.00%
其他智能家居	197.88	118.73	142.47	163.84
YoY	52.19%	-40.00%	20.00%	15.00%
毛利率	21.83%	23.00%	23.00%	23.00%
云平台服务	856.35	1113.25	1391.56	1739.45
YoY	27.79%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	76.09%	75.00%	76.00%	77.00%
其他业务	23.49	35.24	38.76	42.64
YoY	-40.05%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.13%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	4,839.74	5,515.05	6,377.50	7,349.12
YoY	12.39%	13.95%	15.64%	15.24%
毛利率	42.85%	42.55%	43.42%	44.42%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司近年整体费用控制良好，我们对公司 2024-2026 年各项费用率进行预测如下  
 销售费用率：2024 中报提到报告期内公司持续加大境内外市场拓展，业务宣传费和销售服务费有所增长，预测 2024-2026 年公司销售费用率分别为 15.5%/15.4%/15.3%；

管理费用率：2024 中报提到公司管理人员薪酬增长，预测 2024-2026 年公司管理费用率分别为 3.5%/3.4%/3.3%；

研发费用率：2024 中报提到公司持续聚焦核心优势，夯实技术研发，加大新技术、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，同时研发人员人数及总薪酬有所增长；预测 2024-2026 年公司研发费用率分别为 15.1%/15.1%/15.1%。

基于以上关键假设，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 55.15/63.78/73.49 亿元，归母净利润分别为 5.73/7.10/8.86 亿元。对应 2024-2026 年 PE 分别为 53.1/42.8/34.3x。我们选取智能硬件行业公司极米科技/小米等作为可比公司，公司目前估值相对较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表24: 可比公司估值一栏 (截止 2025/3/28)

公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
极米科技	130.20	1.72	1.74	4.72	6.27	74.8	27.6	20.8
小米	51.05	0.69	0.93	1.27	1.71	54.9	40.2	29.9
平均		1.21	1.34	3.00	3.99	64.9	33.9	25.3
萤石网络	38.60	0.71	0.73	0.91	1.14	53.1	42.8	34.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: EPS 一致预期数据来自 wind, PE 数据根据股价与 EPS 数据计算得出

## 风险提示

**AI 技术迭代不及预期风险:** 若 AI 技术迭代不及预期，则对产业链相关公司会造成一定不利影响。

**经济下行超预期风险:** 若宏观经济景气度下行，固定资产投资额放缓，影响企业再投资意愿，从而影响消费者消费意愿和产业链生产意愿，对整个行业将会造成不利影响。

**行业竞争加剧风险:** 若相关企业加快技术迭代和应用布局，整体行业竞争程度加剧，将会对目前行业内企业的增长产生威胁。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com