



萤石网络 (688475.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

智能家居与物联云平台共振，萤萤之光护 万家灯火

公司简介

- 公司系国内视觉类智能家居龙头，拳头产品 SHC (智能家居摄像机) 位居全球及国内市场销量第一。公司背靠全球 AIoT 龙头海康威视，基于 AI 多维感知&认知能力切入智能家居赛道。

投资逻辑

- **推荐逻辑一：智能家居品类不断扩充，硬件增收云增利。**目前公司旗下涵盖 SHC/智能入户/智能服务机器人/智能控制/智能穿戴 5 条核心自研产品线，同时引进智能宠物喂食器等 N 类生态产品，基于 AI 与物联云平台 2 类能力构建出 2+5+N 的业务矩阵。一方面，智能家居产品为云平台提供了庞大的用户基数，为 C 端增值服务导流；同时，云平台提供的智能算法等塑造了智能家居的差异化卖点，形成硬件增收云增利的商业模式。
- **推荐逻辑二：拳头产品 SHC 全球市占第一，毛利率远超同业。**公司 23 年以 24.1% 的销量份额位居 SHC 国内市占第一（据洛图科技、公司及小米出货量统计核算得出），同时位居 24Q1 全球销量份额第一（IDC）。公司基于①同业最多 SKU+②人无我有/人有我优的智能算法→定位中高价带的销售优势；基于①自有生产线+②全球出货量最高的规模效应→成本优势。销售与成本端的双重优势共同塑造了 SHC 远超同业的毛利率。
- **推荐逻辑三：智能入户塑造第二曲线，AI+机器人能力深化。**国内智能门锁低渗透叠加视觉系替换指纹锁双重驱动，公司智能门锁性能看齐第一阵营水平，智能入户 23 年营收取得近 50% 高增，1H24 继续保持 69% 高增；打造智能家居第二增长曲线。24 年公司推出蓝海大模型进军具身智能，23 年公司发布商用与民用两款清洁机器人迭代产品能力，同时基于 RK3 助理机器人深化 AI 代理能力。

盈利预测、估值和评级

- 预计公司 24~26 年营业收入分别为 55.4/66.3/79.6 亿元，归母净利润分别为 6.8/8.5/11.5 亿元。采用分部估值法对公司进行估值，给予公司 25 年智能硬件部分 22 倍 PE 估值，物联云平台部分 12 倍 PS 估值，目标价 37.80 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- SHC 国内增长趋缓拖累云平台收入增长的风险；清洁机器人销售进展不及预期的风险；物联云平台 C 端云服务商业转化不及预期的风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.32 元

目标价 (人民币)：37.80 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,306	4,840	5,539	6,628	7,959
营业收入增长率	1.61%	12.39%	14.45%	19.67%	20.08%
归母净利润(百万元)	333	563	680	851	1,151
归母净利润增长率	-26.10%	69.01%	20.77%	25.15%	35.26%
摊薄每股收益(元)	0.592	1.001	0.863	1.080	1.461
每股经营性现金流净额	1.30	1.52	0.61	1.34	1.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.85%	10.69%	12.13%	14.11%	17.42%
P/E	43.79	44.86	31.64	25.29	18.69
P/B	3.00	4.80	3.84	3.57	3.26

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 公司基本面分析——如何入局智能家居赛道？	6
1.1 业务模式：这还只是一家卖摄像头的公司吗？—2+5+N 矩阵，硬件增收云增利	6
1.1.1 发展沿革：始于海康民用业务方向的探索，智能家居与云平台双主业并线发展	6
1.1.2 业务矩阵：2+5+N 生态体系，一朵公有云+视觉类智能家居产品线筑牢业务基石	7
1.1.3 业务本质：智能家居产品增收，云平台服务增利	10
1.2 销售模式：C 端渠道转型建设进展如何？—立体销售矩阵全域触达 C 端客群	11
1.2.1 渠道拆解：公司构筑境内/境外、线上/线下、经销/直营立体销售体系	12
1.2.2 线下渠道：渠道终端化、零售化建设深化，助力消费者终端触达	13
1.2.3 线上渠道：覆盖境内外主流电商平台，多款拳头产品保持全平台 618 销冠	14
1.3 管理模式：公司如何进行人才管理与产品研发？—跟投机制&坚定预研	16
1.3.1 股权结构：海康持股降至 50%以下获独立发展空间，管理层多次增持股份彰显信心	16
1.3.2 激励机制：跟投机制绑定公司核心骨干，激发员工创新动力	16
1.3.3 经营效率：盈利能力稳步提升，坚定研发投入蓄力增长曲线接力	16
2. 全品类竞争格局透视——萤萤之光何以化万家灯火？	18
2.1 SHC：公司 SHC 销量居全球与国内首位，全栈 SKU+智能算法+自有产线→高毛利	18
2.1.1 市场规模：我国 SHC 市场约在百亿量级，海外低渗透率背景下增速有望快于国内	18
2.1.2 竞争格局：公司 SHC 销量居全球与国内首位，国内市占率在 25%左右	18
2.1.3 竞争优势：全栈 SKU+智能算法+远超同业的毛利率	20
2.2 智能门锁：低渗透+视觉类产品普及推广，公司智能门锁性能指标达到第一阵营水平	22
2.2.1 市场规模：国内外存在差异化智能入户需求，23 年国内智能门锁规模或达 234 亿	22
2.2.2 竞争格局：智能门锁线上销售格局相对分散，小米、德施曼、凯迪仕居前三	23
2.2.3 竞争优势：公司智能门锁性能指标看齐第一阵营	24
2.3 智能服务机器人：清洁机器人格局稳固需求成熟，公司掌握具身机器人核心能力	25
2.3.1 市场规模：23 年国内清洁机器人市场达 255 亿元，全球约在百亿美元	25
2.3.2 竞争格局：国内清洁机器人双雄并立，2022 年科沃斯&石头合计市占率达 61.1%	26
2.3.3 市场机遇：民用与商用款路线分化，感知&认知智能系海康系优势领域	26
3. 遥望智能家居的终点——为什么说物联云平台是在下一盘大棋？	28
3.1 需求侧本质探寻：我们为什么需要智能家居服务？——遥望第四消费时代的曙光	28
3.1.1 回归消费的本质：第四消费时代的本质是 Wants→Needs	28
3.1.2 智能家居四段论：单品智能→单品互联→场景互联→以人为中心的个性化服务	29
3.2 需求侧业务拆解：谁在为物联云平台买单？—C 端用户&B 端生态伙伴&广告主	29
3.3 供给侧 C 端 SaaS：云存储塑造百元 ARPU，看护服务有望带动 ARPU 持续高增	30
3.4 供给侧 B 端 PaaS：ERTC 持续开拓需求场景，B 端开发者服务收入有望稳步提升	31



4. 盈利预测	33
4.1 核心假设：SHC 基本盘稳定，智能入户塑造第二曲线，云平台服务持续扩张.....	33
4.1.1 智能家居摄像机：中长期销量增速有望看齐行业，毛利率有望逐年小幅提升.....	33
4.1.2 智能入户：塑造第二增长曲线，毛利率或较大提升	34
4.1.3 物联云平台：B 端收入增速或快于 C 端，C 端付费用户量价稳步提升.....	35
4.1.4 人员费用假设：业务投入期销售、研发费率或小幅上行，管理费率或小幅改善	36
4.2 盈利预测：24 年公司综合毛利率有望达 44.9%，归母净利率有望达 12.3%.....	37
4.3 投资建议及估值：分部估值下公司 25 年目标市值为 297.7 亿元.....	38
5. 风险提示	39



图表目录

图表 1: 短期看公司不仅是一家卖 SHC 的公司, 长期看智能家居硬件体系更多的是云服务的入口	6
图表 2: 公司传承海康基因, 智能家居与云平台双主业并线发展	7
图表 3: 公司构筑 2+5+N 产品生态体系, 云业务收入增速高于智能家居产品	8
图表 4: 公司智能家居“5+N”可分为三大梯队, 接续发力强化业务韧性 (亿元)	9
图表 5: 物联云平台服务分为 To C SaaS 层与 To B PaaS 层 (亿元)	10
图表 6: 公司云平台服务业务营收占比不足 18%	10
图表 7: 公司云平台服务业务毛利润贡献度逐年提升	10
图表 8: 公司智能家居产品与物联云平台形成正向反馈的业务飞轮	11
图表 9: 多数智能家居品类具有“双阻力”属性	12
图表 10: 公司构筑境内/境外、线上/线下、经销/直营立体销售体系	13
图表 11: 公司智能家居经销商渠道收入最高 (万元)	13
图表 12: 公司智能家居经销商占线下渠道比例约 85%	13
图表 13: 公司渠道终端化建设程度深化	14
图表 14: 公司已覆盖境内外主流电商平台, 借力小红书种草有望为境内电商平台引流	15
图表 15: 2023 年 618 期间抖音搜索指数	15
图表 16: 2024 年 618 期间抖音搜索指数	15
图表 17: 中电科实际控制, 员工持股平台持股达 32%	16
图表 18: 业务投入期公司营销费率稳中有升	17
图表 19: 业务投入期公司坚定研发投入	17
图表 20: 公司归母净利率稳步提升	17
图表 21: 公司人效指标企稳回升	17
图表 22: 新品类最好的研发投入期是原有优势品类的收入增长早期	18
图表 23: 2023 年公司 SHC 国内市占率约为 24.1%, 出货量增速小幅承压	18
图表 24: 2023 年公司与小米约占国内 SHC 销量份额 45%, 公司线下渠道优势显著	19
图表 25: 2024Q1 公司位居国内 SHC 销量首位, 市占率约为 25.5%	19
图表 26: 2024Q1 公司位居全球 SHC 销量首位	19
图表 27: 公司定位中高端价格带, SKU 数量领跑业内友商	20
图表 28: 主流厂商 SHC 拳头产品核心指标对比, 公司 C6C 性能指标领先	20
图表 29: 以视频处理宽动态范围技术为例, 公司 SHC 表现出众	21
图表 30: 公司 SHC 智能 AI 算法识别精度领先同业或业内独有	21
图表 31: 公司募集资金 17.9 亿元自建智能制造重庆基地	22
图表 32: 公司 SHC 毛利率远超同业友商	22
图表 33: 国内外由于居住环境不同存在差异化智能入户需求	22



图表 34:	2023 年国内智能门锁出货量达 1,801 万套	23
图表 35:	2022 年我国智能门锁渗透率远低于欧美日韩	23
图表 36:	我国智能门锁人脸识别渗透率快速提升	23
图表 37:	我国智能门锁线上市场竞争格局 (销量口径)	24
图表 38:	我国智能门锁线上市场竞争格局 (销售额口径)	24
图表 39:	2023 年公司约占智能门锁线上市场中高价位段销量份额 6.1%	24
图表 40:	主流厂商智能门锁拳头产品核心指标对比, 公司 DL30VS 性能指标达到第一阵营水平	25
图表 41:	2023 年我国扫地机市场规模达 137 亿元	25
图表 42:	2021 年以来我国扫地机市场价升量减	25
图表 43:	2023 年我国洗地机市场规模达 122 亿元	26
图表 44:	2021 年以来我国洗地机规模放量驱动价格下探	26
图表 45:	国内扫地机市场 CR5 高达 92.6%, 科沃斯&石头双雄格局相对稳固	26
图表 46:	2023 年公司发布新一代清洁机器人	27
图表 47:	海康威视具备多维感知能力	27
图表 48:	萤石蓝海大模型面向物联场景提供具身智能	28
图表 49:	以汽车消费为例, 第四消费时代的本质是 Wants→Needs	28
图表 50:	智能家居四段论演进过程中云平台的作用将逐步凸显	29
图表 51:	公司云平台收入包括 ToC 增值服务、ToB 开发者客户服务收入、广告推广服务收入三部分	30
图表 52:	公司通过萤石云视频 APP 向 C 端用户提供丰富增值服务	30
图表 53:	公司 C6C-3K SHC 物联云平台实测: 云端存储+异常巡检试用, 端侧基础算法功能强大	31
图表 54:	云存储驱动 C 端 ARPU 达百元量级, 老人看护服务有望带动 ARPU 持续提升	31
图表 55:	萤石云 PaaS 平台为 B 端客户提供算法组件工具与 IoT 接入服务	32
图表 56:	公司 ERTC 支持远程会议、远程教学、远程问诊等多种行业应用	32
图表 57:	公司推出智能视觉巡检组件、智能视频客服组件以及远程排障专家工具赋能 B 端托管业务	33
图表 58:	B 端开发者客户服务收入有望稳定提升	33
图表 59:	公司 SHC 销量增速短期受运营商业务收缩影响承压, 毛利率有望逐年小幅提升	34
图表 60:	智能入户业务塑造第二增长曲线, 毛利率或较大提升	35
图表 61:	公司物联云平台 B 端收入增速或快于 C 端, C 端付费用户量价稳步提升	36
图表 62:	24 年公司销售费率/研发费率/管理费或分别达 15.8%/15.7%/3.2%	36
图表 63:	24 年公司综合毛利率有望达 44.9%, 归母净利率有望达 12.3%	37
图表 64:	分部估值下公司 25 年目标市值为 297.7 亿元	38



1. 公司基本面分析——如何入局智能家居赛道？

1.1 业务模式：这还只是一家卖摄像头的公司吗？—2+5+N 矩阵，硬件增收云增利

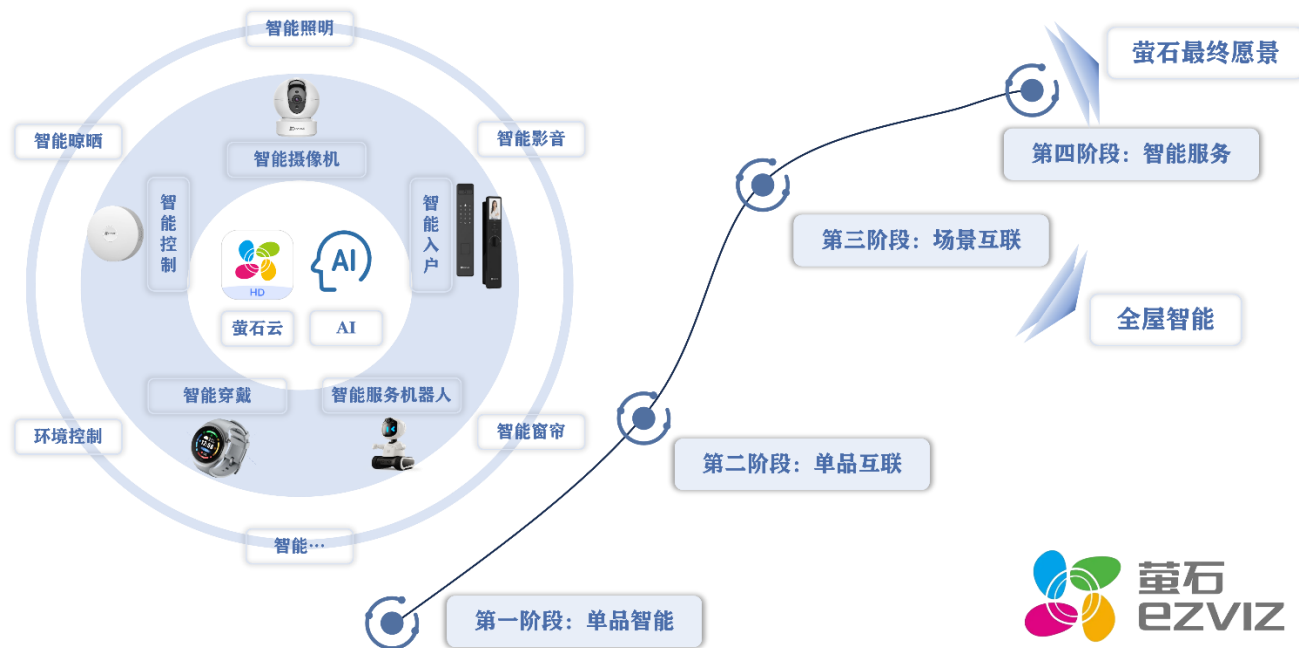
■ 海康威视：撕掉“安防龙头”标签，软化转型 AIoT

长期以来，市场普遍对于海康威视的标签是“全球安防龙头”，而“安防”一定程度又与“摄像头”强绑定，因此海康威视有时会被市场简单理解为“全球卖摄像头最大的公司”。公司始于海康民用业务方向的探索，因而市场对于其切入智能家居的认知，也同样停留于公司是一家“卖家用摄像头的公司”。殊不知，海康早在数年以前便开启软化进程，其 AI 算法识别能力长期位居行业第一阵营，且硬件产品矩阵早已从传统的可见光摄像机延展至覆盖红外、声波、机械波等多维感知采集→分析→反馈的解决方案族群，进化成为全球领先的 AIoT 龙头。同样，脱胎于海康的公司也继承且进一步发扬了海康强大的软件能力与丰富的产品矩阵开发经验，且作为海康体系内唯一一朵公有云，公司以“智能家居+云平台”双主业发展模式打造了 2+5+N 生态体系（2 是指云和 AI；5 是指公司自研 SHC、智能入户、智能服务机器人、智能穿戴、智能控制 5 条产品线；N 是指智能家居生态产品）。

■ 公司：短期看不只是一家卖 SHC 的公司，长期看硬件矩阵更多的是云服务的入口

SHC（智能家居摄像机）是公司进军智能家居领域的先导优势品类，但它远非公司产品的全部；硬件产品矩阵是公司入局智能家居的“敲门砖”，以及前期规模化触达用户的入口，但它也远非公司业务模式的本质。我们认为，公司业务模式的本质为“硬件增收云增利”，短期看，公司绝不仅是一家卖家用摄像机的公司，其硬件产品的核心开发逻辑是以 AI 视觉及其他感知技术为核心的家居用品开发（如视频锁、扫地机等）；长期看，公司绝不是一家卖家用摄像机的公司，包括摄像机在内的智能家居硬件体系更多的是其云服务增值盈利的入口。

图表1：短期看公司不仅是一家卖 SHC 的公司，长期看智能家居硬件体系更多的是云服务的入口



来源：公司年报，公司官网，国金证券研究所

1.1.1 发展沿革：始于海康民用业务方向的探索，智能家居与云平台双主业并线发展

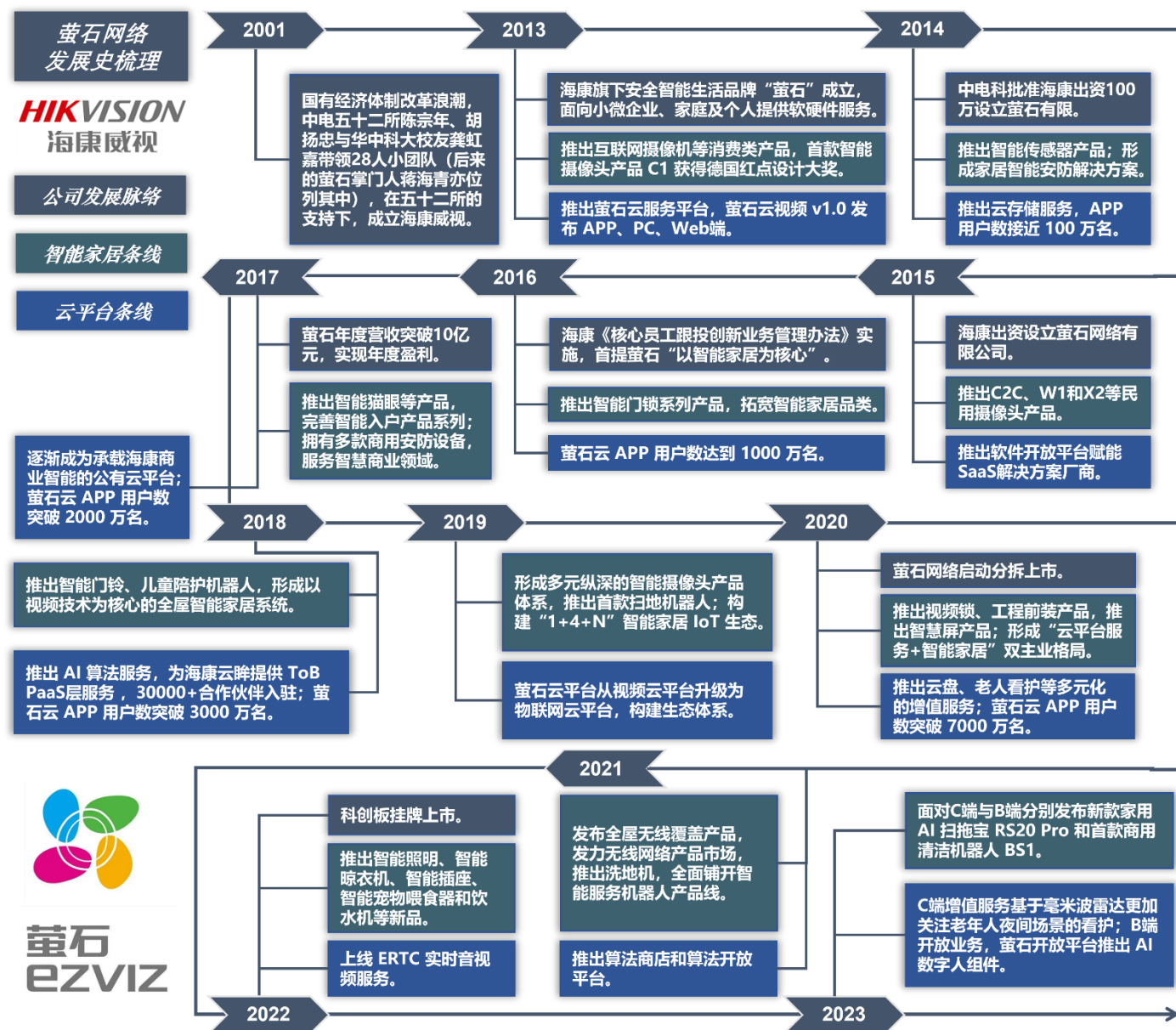
始于海康民用业务方向的探索，智能家居与云平台双主业并线发展。2001 年，国有经济体制改革浪潮之下，中电科五十二所 28 名员工集体下海创业成立海康威视，这其中便包括日后的海康掌门人胡扬忠与公司掌门人蒋海青先生。海康创业之初，正值我国安防行业在平安城市建设的牵引下蓬勃发展，于是海康集中力量投身于音视频压缩板卡的研发，后来又进一步将业务由后端的 DVR、NVR 发展到前端包括摄像头在内的多维感知 AIoT 产品矩阵。

2013 年，伴随安防摄像机网络化、高清化的发展趋势与下游智能家居的配套需求，海康敏锐地捕捉到入局民用安防的机遇，成立智能生活品牌“萤石”，2015 年，正式设立公司



独立运营，开启了公司十余年的双主业并线发展之路。十年间，公司旗下的智能家居硬件产品由单一的消费级摄像头发展到包括智能家居摄像机、智能入户、智能服务机器人、智能控制、智能穿戴在内的“5+N” IoT 生态；物联云平台也从最初的 100 万用户发展到过亿用户，同时支持 C 端家庭服务 SaaS 与云眸商业服务的 PaaS 产品，并基于强大的 AI 算法能力与开放的二次开发属性不断延伸服务触角，赋能硬件终端，成为海康体内同时更是智能家居业内不可或缺的一朵公有云。

图表2：公司传承海康基因，智能家居与云平台双主业并线发展



来源：海康威视招股说明书，海康威视年报，公司招股说明书，公司年报，公司官网，国金证券研究所

1.1.2 业务矩阵：2+5+N 生态体系，一朵公有云+视觉类智能家居产品线筑牢业务基石

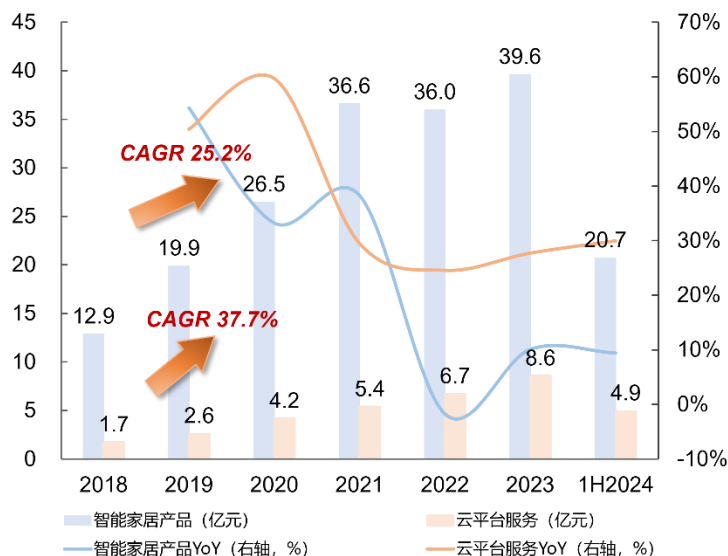
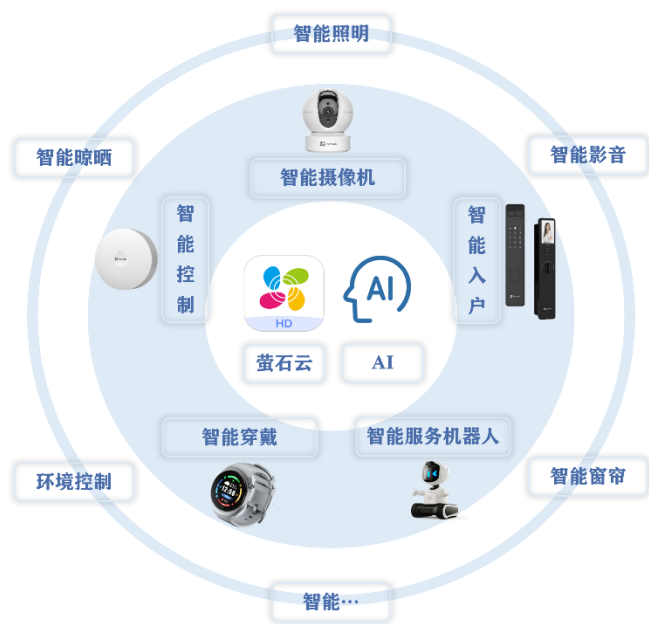
物联云平台作为海康体内唯一一朵公有云，同时也支撑起公司智能家居云服务的物联互通、智能识别、云端存储等功能。公司继承了海康强大的视觉能力，基于自身核心视觉算法发展出三条视觉类智能家居产品线（智能家居摄像机、智能入户视频锁/猫眼、智能扫地机及陪护机器人）与一条智能穿戴产品线+一条智能家居控制类产品线，并不断携手生态伙伴拓宽智能照明、智能影音、智能窗帘、智能晾晒、环境控制等非视觉类智能家居品类。

物联云平台收入增速高于智能家居产品，收入结构逐年向云服务倾斜。18~23 年，公司智能家居产品收入 CAGR 达 25.2%，2023 年收入体量达 39.6 亿元；18~23 年，公司云平台服务收入 CAGR 高达 37.7%，2023 年收入体量达 8.6 亿元。2023 年，智能家居收入同比增长 10.1%，云平台服务收入同比增长 27.7%，近年来公司收入结构逐渐向云服务倾斜。1H2024，智能家居产品收入达 20.7 亿元，同比增长 9.4%，云平台服务收入达 4.9



亿元，同比增长 30.0%。

图表3：公司构筑 2+5+N 产品生态体系，云业务收入增速高于智能家居产品



来源：iFind，公司微信公众平台，国金证券研究所

■ 智能家居“5+N”可分为三大梯队，接续发力强化业务韧性

公司“2+5+N”产品体系当中的“5”是指 5 条核心自研产品线，分别为智能家居摄像机、智能入户、智能服务机器人、智能穿戴与智能控制。“N”是指非自研的智能家居生态产品。智能家居“5+N”按照收入体量可分为三大梯队：

- 第一梯队：智能家居摄像机主要包括室外云台摄像机、室内云台摄像机、电池摄像机，收入体量近 30 亿元，18~23 年收入 CAGR 达 25.2%；
- 第二梯队：智能入户产品主要包括智能视频锁、智能指纹锁、智能门铃、智能猫眼，收入体量突破 5 亿元，18~23 年收入 CAGR 达 29.1%；
- 第三梯队：智能服务机器人主要包括清洁机器人与陪护机器人；智能穿戴主要产品为智能健康手表；智能控制主要包括中控屏、智能网关；生态产品主要包括新风机、净水机、窗帘电机等。第三梯队产品收入体量突破亿级，18~23 年收入 CAGR 高达 42.7%。

辅助配套产品包括摄像机内存卡、摄像机云台、电源线等，18~23 年收入 CAGR 为 13.8%。



图表4: 公司智能家居“5+N”可分为三大梯队, 接续发力强化业务韧性(亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

■ 物联云平台服务分为 To C SaaS 层与 To B PaaS 层

To C SaaS 层产品主要包括基础服务、增值服务与算法商店:

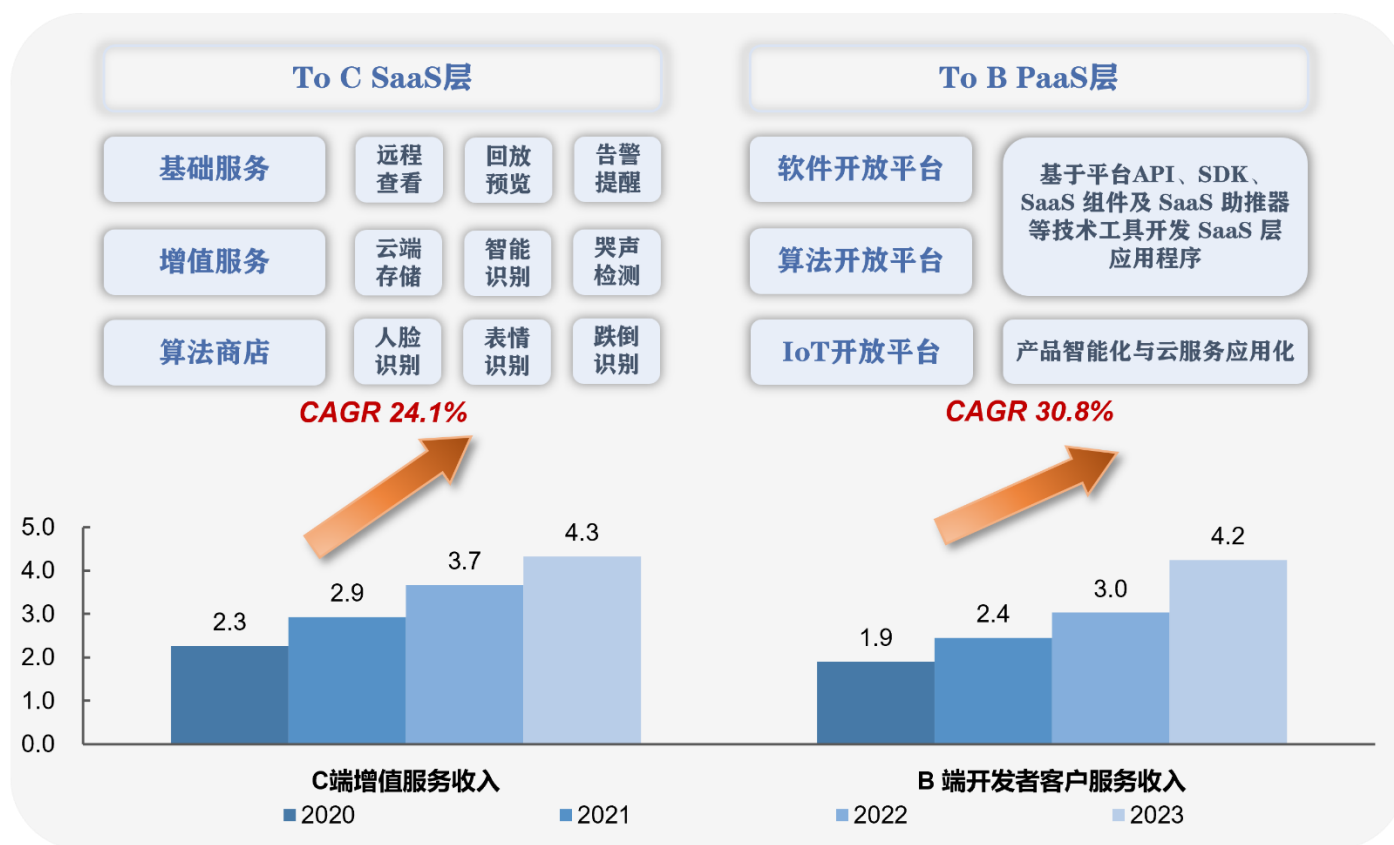
- 基础服务: 包括远程查看、回放预览、告警提醒、设备接入等;
- 增值服务: 按照不同场景可分为: ①居家安全场景下, 增值服务包括画面异常巡检、智能识别和电话提醒等; ②入户安全场景下, 增值服务包括云存储、画面异常巡检、智能识别、语音助手; ③情感看护场景下, 增值服务包括云存储、哭声检测、老人看护、视频分享、语音助手; ④舒适环境场景下, 增值服务包括智能识别、画面异常巡检、电话提醒。
- 算法商店: 目前涵盖儿童陪伴、老人看护、宠物陪伴三种场景, 已投入使用的 AI 算法包括人脸识别、人体属性识别、表情识别、宠物行为识别、跌倒动作识别、挥手检测、哭声识别、屋内烟火识别等。

To B PaaS 层业务主要包括软件开放平台、算法开放平台与 IoT 开放平台, 下游行业客户可利用软件开放平台与算法开放平台提供的 API、SDK、SaaS 组件及 SaaS 助推器等技术工具开发 SaaS 层应用程序; IoT 开放平台可为非萤石系的产品提供设备接入与运维支撑及其他增值服务。

云平台 B 端业务收入增速略快于 C 端业务。20~23 年, 公司 C 端增值服务收入 CAGR 达 24.1%, 2023 年收入体量达 4.3 亿元; 20~23 年, 公司 B 端开发者客户服务收入 CAGR 达 30.8%, 2023 年收入体量达 4.2 亿元。云平台 To B 业务增速略快于 To C 业务。



图表5：物联云平台服务分为 To C SaaS 层与 To B PaaS 层（亿元）

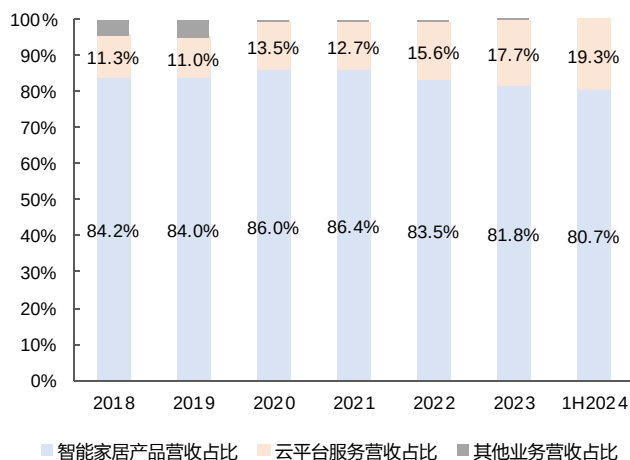


来源：公司年报，国金证券研究所

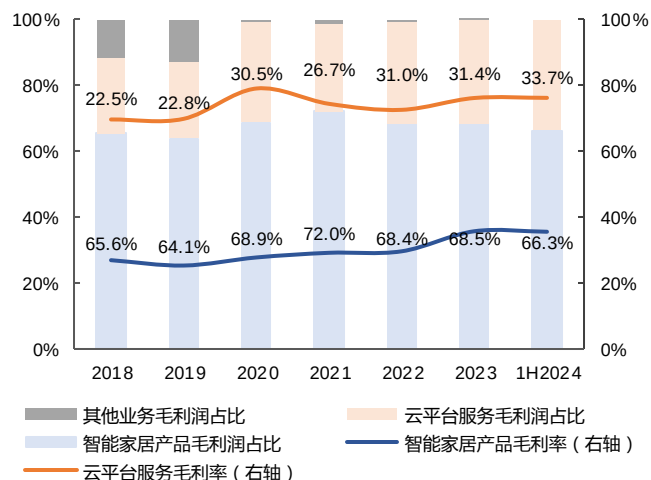
1.1.3 业务本质：智能家居产品增收，云平台服务增利

2023 年，公司营收主体仍为智能家居产品，占比约为 81.8%，云平台服务营收占比约为 17.7%，近年来份额提升趋势显著。2023 年，公司云平台服务毛利润占比约为 31.4%，云平台服务毛利润贡献度大幅高于其营收贡献度，云服务毛利率约为 76.1%，大幅高于智能家居产品 35.9%的毛利率。

图表6：公司云平台服务业务营收占比不足 18%



图表7：公司云平台服务业务毛利润贡献度逐年提升



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

我们认为，公司的业务实质为智能家居产品增收，云平台服务增利。一方面，智能家居产品的销售为云业务提供了庞大的用户基数，为持有公司设备的用户的后续增值付费引流，基于云服务持续做深单客价值量；另一方面，物联云平台具备的强大功能也成为公司相比其他智能家居厂商的差异化竞争优势，部分用户可能会因为看重物联云平台背后的增值功能，选择购买公司的智能家居产品，云业务一定程度上拓宽了公司智能家居的护城河。



图表8：公司智能家居产品与物联云平台形成正向反馈的业务飞轮



来源：国金证券研究所

1.2 销售模式：C端渠道转型建设进展如何？—立体销售矩阵全域触达C端客群

外界对于公司入局智能家居行业的另一大质疑在于，脱胎于海康的企业背景虽然一方面为公司带来了完善的线下经销体系，但另一方面海康长期以来 To B/G 的客户属性也让市场长期存在对于公司 C 端基因不够强的质疑。我们认为，“C 端基因不够强”担忧的本质可拆解为两部分，一是质疑公司的渠道能力——低成本、规模化触达消费者的能力，二是质疑公司的品牌塑造能力——在消费者群体中树立独特且一贯的品牌认知。前者可归结于销售体系的构建与运维，后者则是产品、技术、服务、销售等一系列企业行为在较长时间维度的积累。本节主要试图论证公司具备低成本、规模化触达消费者的能力。

■ C端渠道转型之如何规模化触达：“不可消失的门店”与探身入水的线上化进程

消费品研究存在搜索阻力与位置阻力的分析范式。依据大卫·贝尔在《不可消失的门店》中的阐述：

- “搜索阻力”：是指消费者在做出购买决定之前所面对的信息不对称或者隐性信息壁垒所带来的阻力。
- “位置阻力”：是指消费者在做出购买决策之前所面对的因门店地理位置较远所带来的阻力。

智能家居的多数品类属于“双阻力”产品：

- 消费电子产品属性→“搜索阻力”：消费者在购买扫地机、SHC、智能门锁在内的科技属性较强的品类时，常常会由于线下获取不同产品的性能参数较为困难、或性能参数理解门槛过高、或实际使用体验与显性的参数指标之间存在差异而难以买到合适的产品，从而产生较高的“搜索阻力”。
- 家居产品安装属性→“位置阻力”：一是消费者在购买智能单品时由于附近没有服务网点，导致无法获得及时的上门安装服务所产生的“阻力”；二是在消费者希望线下选购智能单品或者线下咨询全屋智能方案时，因为所在地区没有店铺所产生的“阻力”。

智能家居销售环节中线上电商渠道与线下门店同样重要：

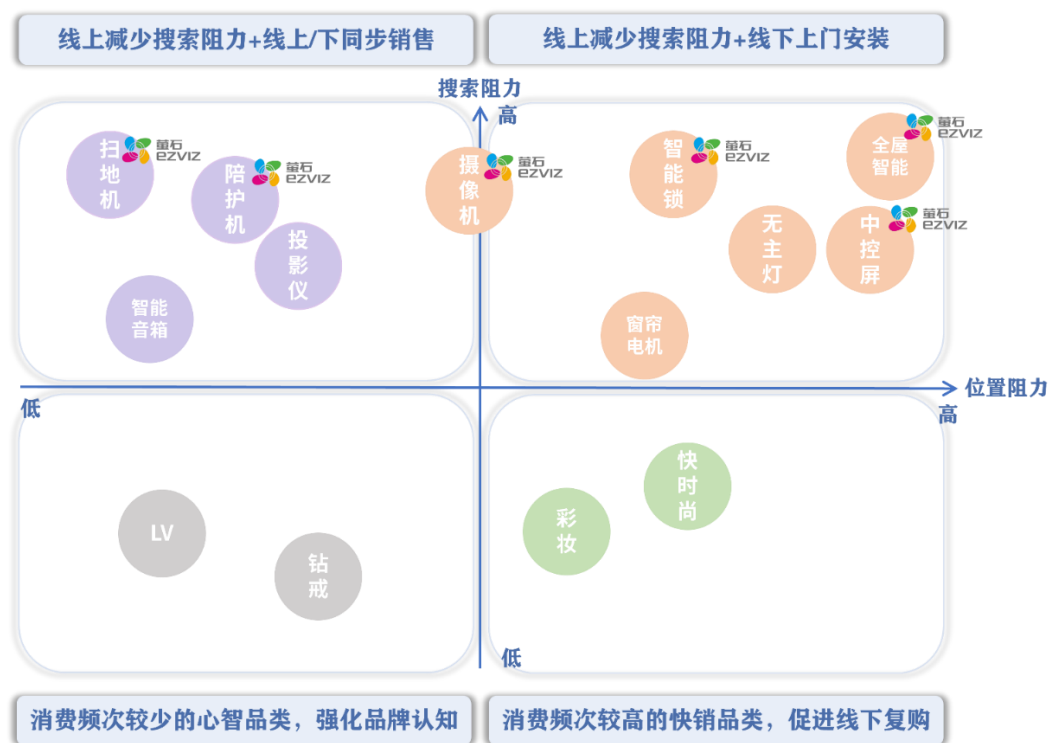
- 通过线上电商减弱“搜索阻力”：智能家居的“搜索阻力”可以通过抖音、小红书等兴趣电商、内容电商的种草推广得到极大程度的缓解，类似淘宝天猫、京东等传统货架式电商的销售模式相比线下渠道也会披露更为详尽的参数指标信息，一定程度上也能够缓解“搜索阻力”对于消费者触达智能家居产品产生的障碍。
- 通过线下门店完成产品交付：许多智能单品（如吊装式 SHC、智能门锁、智能猫眼、窗帘电机、中控屏等）具有较强的安装属性，厂商仍需织密线下服务网点，帮助消费者及时进行必要的上门安装工作，即使消费者通过 BOPS（线上购买，线下取货）方式下单，实际完成终端触达工作的仍是线下店铺或服务网点中的工作人员；假若智能家居发展进入全屋智能阶段，将不可避免地涉及到整屋设计、调整动线等复杂的系统工程方案，该类场景下消费者普遍会直接到店咨询或采取 ROPO（线上研究，线下购买）方式进行购买。因此，线下渠道与线下门店仍然是“不可消失”的触达方式。

我们认为，智能家居产品可被理解为同时具备“搜索阻力”与“位置阻力”的新兴消费电



子品类，且“搜索阻力”是其普遍属性，“位置阻力”依据是否需要上门安装以及是否涉及复杂工程存在类目间的分化，而公司目前部分的 SHC 与智能门锁均属于“双阻力”品类。因此我们判断，短期内线下渠道依然是公司线上销售重要的基础支撑，同时线上电商将以更低成本消弭“搜索阻力”完善市场教育；长期看全屋智能阶段“不可消失的门店”将发挥愈发重要的作用，ROPO 模式下，线上内容电商将作为消费者走入线下店铺之前重要的前置环节。

图9：多数智能家居品类具有“双阻力”属性



来源：大卫·贝尔《不可消失的门店》，国金证券研究所

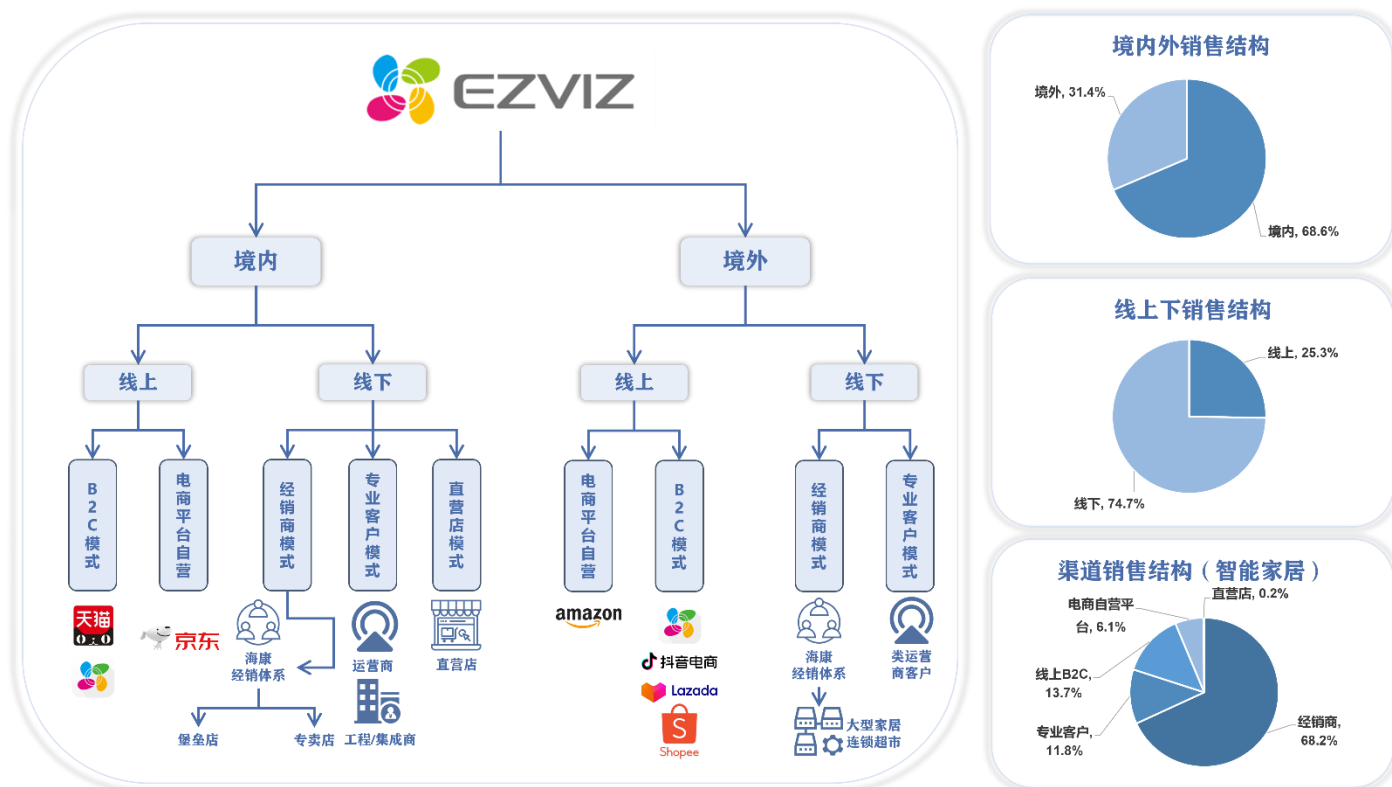
1.2.1 渠道拆解：公司构筑境内/境外、线上/线下、经销/直营立体销售体系

线下经销为主，立体销售矩阵雏形业已浮现。2023 年，公司境内销售收入占比 68.6%，境外销售收入占比 31.4%，主要以境内销售为主；公司线下销售收入占比 74.7%，线上收入占比 25.3%，主要以线下销售为主。智能家居产品渠道结构端，经销商占比 68.2%、专业客户占比 11.8%、线上 B2C 占比 13.7%、电商自营平台占比 6.1%、直营店占比 0.2%：

- 境内外线上渠道：主要包括 B2C 模式与电商平台自营两种。①在 B2C 模式下，客户通过公司官网商城、淘宝天猫商城、抖音电商直播间、Shopee、Lazada 等平台下单，由公司直接面向下游消费者发货与收款；②在电商平台自营模式下，京东、亚马逊等电商平台会采购公司智能家居品类存放在指定的仓库当中，由电商平台面向客户负责商品的销售、配送与收款工作。
- 境内线下渠道：主要包括经销商、专业客户与直营店。①在经销商模式下，公司主要自建经销体系进行智能家居产品的推广，协助影响力较大的核心经销商在电脑城、家居城铺设公司专卖店，结合二级经销商意愿为其打造堡垒店产品展墙；②在专业客户模式下，公司主要向电信运营商、系统集成商与家居工程商提供智能家居产品。电信运营商借助其向用户提供宽带网络的销售渠道推广智能家居产品，系统集成商与家居工程商则主要承包地产商的智能家居前装集成项目；③直营店模式下，公司目前已在杭州市滨江区、杭州市萧山区、广州市天河区、成都市武侯区成立四家直营旗舰店，为客户提供沉浸式的全屋智能体验。
- 境外线下渠道：除暂未开设直营店外与境内线下渠道类似。①经销商模式下，自建海外经销体系进行产品销售，选取大型家居连锁超市（如乐华梅兰等）进行渗透；②专业客户模式下，公司主要面向电信运营商等国内特点相似的客户进行渠道拓展。



图表10：公司构筑境内/境外、线上/线下、经销/直营立体销售体系

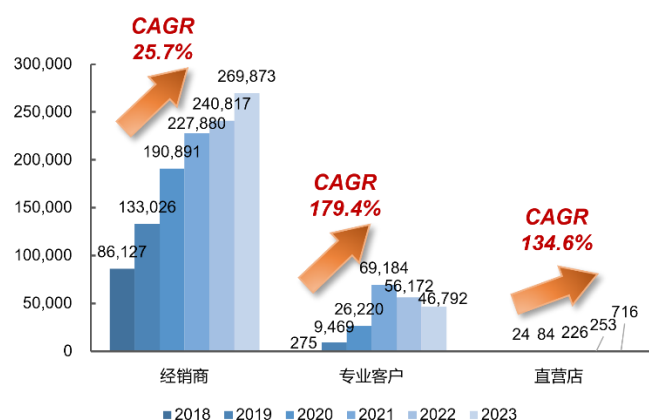


来源：iFinD，公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所（注：图中销售结构数据为公司2023年营收分解，其中，渠道销售结构为智能家居产品营收分解，境内外销售结构与线上下销售结构为公司营业总收入分解。）

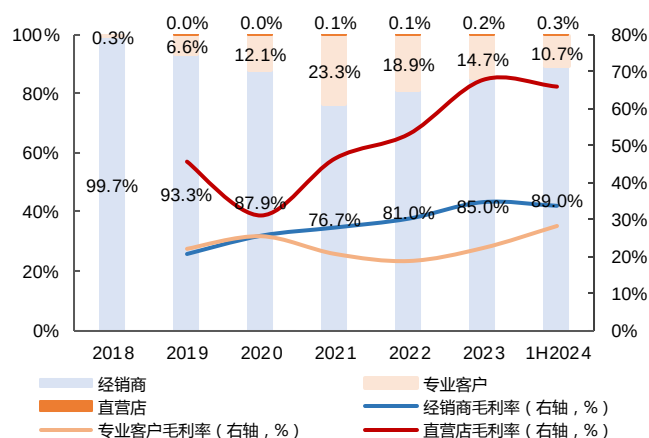
1.2.2 线下渠道：渠道终端化、零售化建设深化，助力消费者终端触达

公司智能家居经销商销售占比约85%，18~23年收入CAGR达25.7%。公司智能家居线下销售渠道包括经销商、专业客户、直营店三类，其中，经销商渠道收入占比最高，2023年约在85%左右，18~23年收入CAGR达25.7%，2023年毛利率达34.6%。专业客户渠道主要包括电信运营商、系统集成商与家居工程商，近两年受到运营商采购过峰与地产景气度回落影响占比有所收缩，低基数效应下18~23年CAGR达179.4%，2023年收入收缩，未来整体趋势向下，2023年毛利率为22.0%。直营店整体处于0到1发展阶段，18~23年CAGR达134.6%，尚未形成规模化收入，2023年毛利率为67.5%。

图表11：公司智能家居经销商渠道收入最高（万元）



图表12：公司智能家居经销商占线下渠道比例约85%



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司2022年年报，公司2023半年报，国金证券研究所

公司线下各类店铺遍及全国各省。截至2024年7月23日，公司在全国合计开设服务店铺171家，其中旗舰店4家，专卖店161家。公司线下服务网点遍及全国各省，按省份看，广东、浙江、江苏网点数量最多，分别为31/15/15家，按区域看，华东、华北、华南地区覆盖力度较大。



渠道终端化能力深化，助力消费者终端触达。2023 年，公司持续强化渠道终端化的能力建设，搭建“萤石智能家居商学院”，在引流、转化、交付、门店运营等关键环节对客户进行周期性培训，全方位提升智能家居业务的经营能力。配合智能锁的推广，公司持续推进五金客户终端化建设，完善智能锁售后服务体系，为智能入户产品做渠道适配。1H24，公司进一步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。

图表13：公司渠道终端化建设程度深化



来源：公司年报，国金证券研究所

1.2.3 线上渠道：覆盖境内外主流电商平台，多款拳头产品保持全平台 618 销冠

■ 覆盖范围：境内外主流电商均已覆盖，有望借力内容电商实现导流

公司现已覆盖境内外主流电商平台，截至 2024 年 7 月 23 日，公司京东自营旗舰店、天猫官方旗舰店、抖音官方旗舰店关注人数分别达 306.5 万、102 万、38.5 万人；小红书账号粉丝人数达 9,492 人。2023 年以来，公司积极布局小红书等优质内容电商，通过发帖种草等方式介绍智能家居产品，未来有望为境内电商平台导流。

1H24，公司持续加大常规电商平台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）。



图表14: 公司已覆盖境内外主流电商平台, 借力小红书种草有望为境内电商平台引流



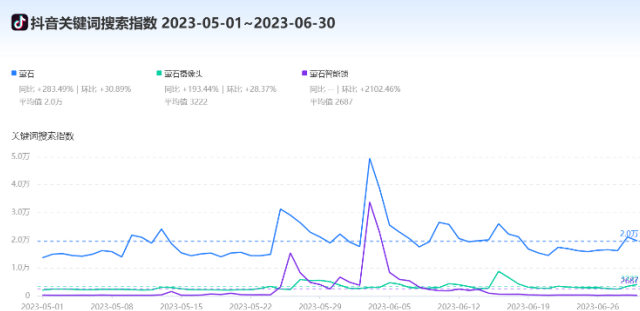
来源: Amazon, 京东萤石官方旗舰店, 淘宝天猫萤石官方旗舰店, 萤石云视频 APP, 抖音电商萤石官方旗舰店, 小红书@萤石智能家居, 国金证券研究所 (注: 截图数据截至 2024 年 7 月 23 日)

■ 销售排名: 抖音搜索指数持续翻倍以上增长, 多款拳头产品销量位居全平台第一

除了传统电商的“货架模式”, 如今抖音、小红书等平台的“内容电商”、“兴趣电商”也逐渐被更多消费者接受, 成为了“种草”、“拔草”的新平台。在 618 期间, 公司广泛联动各类优质达人进行内容种草, 激活品牌势能, 获得较高关注和搜索量。2024 年 618 期间, “萤石”的抖音搜索量同比 2023 年提升 121.4% (23 年同比 22 年提升 283.5%), 线上品牌知名度持续提升。

1H24, 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。公司明星业务智能锁、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。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, 不断提升公司在境外的品牌影响力。

图表15: 2023 年 618 期间抖音搜索指数



图表16: 2024 年 618 期间抖音搜索指数



来源: 巨量数据, 国金证券研究所

来源: 巨量数据, 国金证券研究所

近年来电商 618 大促期间公司多款拳头产品销售、搜索数据位居全平台第一:

- 在天猫平台, 网络摄像机与门镜猫眼 20~23 年来销售表现极佳, 店铺、品牌、单品多次位列冠军。2021 年, 智能门铃店铺、品牌、单品排名第一; 智能锁品牌排名第四; 智能机器人店铺、品牌、单品排名第三。2022 年, 北斗星视频锁 DL30V 单品跻身猫平台电子门锁类目 618 品牌销售额榜单第四。2023 年, 智能门锁获品牌销售榜第四。



- 在京东平台，智能摄像头 2020 年品牌销售额第一；智能猫眼 2020 年品牌销售额第一，2021 年品牌、单品排名第一；监控摄像 2021 年店铺、品牌销售额第一，2022 年品牌销售额第一；电子锁 2021 年品牌排名第八；Y3000 极光系列 2023 年位列京东数码智能门锁排行榜第三。
- 在抖音平台，2023 年电子电工摄像机店铺排行榜第一、巨量搜索指数第一；C8c、C6c 云台摄像机分别包揽抖音平台大盘爆品榜及直播商品盘的第一和第二；智能锁获热门关键词搜索榜单第一。
- 在小红书平台，电子电工摄像机获得平台搜索指数第一。

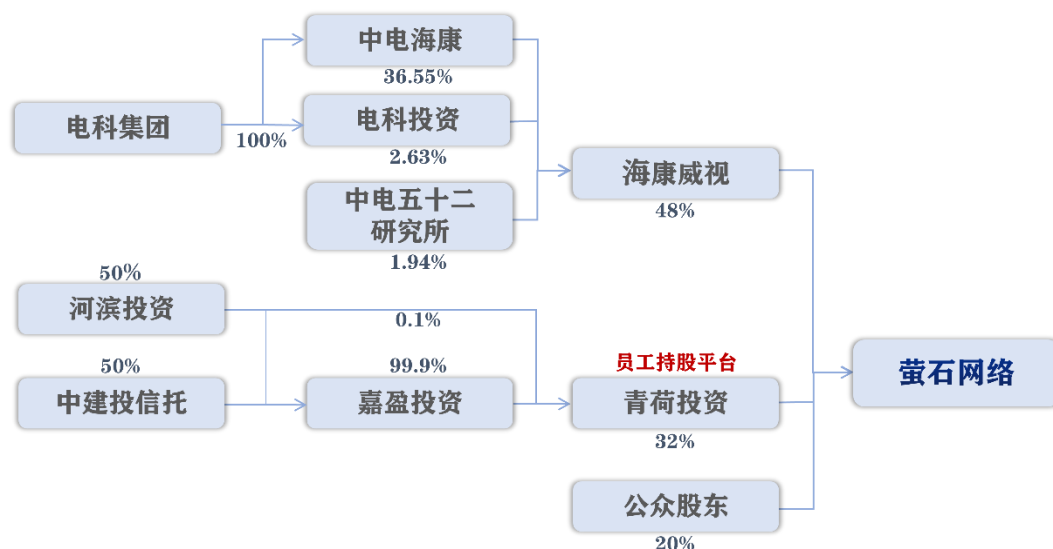
1.3 管理模式：公司如何进行人才管理与产品研发？—跟投机制&坚定预研

1.3.1 股权结构：海康持股降至 50%以下获独立发展空间，管理层多次增持股份彰显信心

海康持股降至 50%以下，获独立发展空间。IPO 发行上市之前，海康威视持有公司 60% 股权，员工持股平台青荷投资持有公司 40% 股权。IPO 发行上市之后，海康持股已降至 50%以下。

管理层多次增持股份彰显信心。2024 年 8 月 12 日，公司董事长兼总经理蒋海青先生增持公司股份 24.3 万股，约占总股本的 0.03%；2024 年 1 月 24 日，公司董事郭旭东先生与副总经理、董事会秘书兼财务总监郭航标先生分别增持公司股份 2.5 万股和 2.1 万股，约占总股本的 0.004%和 0.004%；2022 年 12 月 30 日，公司董事长兼总经理蒋海青先生与副总经理、董事会秘书兼财务总监郭航标先生分别增持公司股份 131.6 万股和 7.9 万股，约占总股本的 0.234%、0.014%。

图表17：中电科实际控制，员工持股平台持股达 32%



来源：公司招股说明书，企查查，国金证券研究所

1.3.2 激励机制：跟投机制绑定公司核心骨干，激发员工创新动力

跟投计划绑定公司核心骨干，激发员工创新动力。2016 年，海康威视实施《核心员工跟投创新业务管理办法》，设立跟投合伙企业，与跟投平台以 6:4 的股权合资成立子公司，构建事业合伙人机制，推动创新业务快速发展。2017 年，公司营收突破 10 亿元并实现盈利，成为海康体内首个盈利的创新业务。目前，公司跟投计划平台青荷投资持有公司发行后 32% 的股权，持股比例仅次于大股东海康威视。

绑定核心员工权益，激发创业热情。基于工作经历、任职情况、贡献程度等综合因素考量，跟投计划中董监高、核心技术人员及其近亲属享有公司发行后 3.52% 的股份，其中董事长、总经理蒋海青先生持有约 1.70% 的股份。

1.3.3 经营效率：盈利能力稳步提升，坚定研发投入蓄力增长曲线接力

■ 经营数据：归母净利率稳步提升，研发费用坚定投入

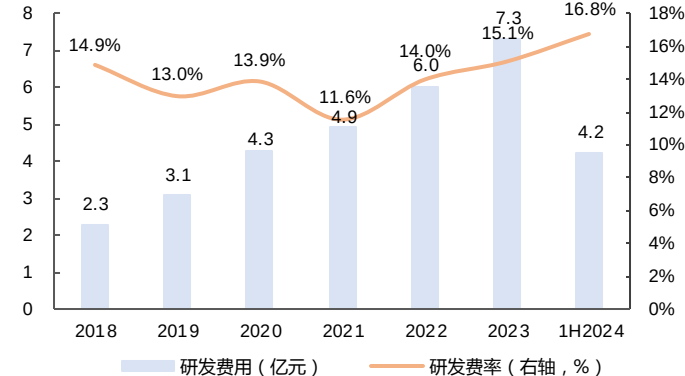
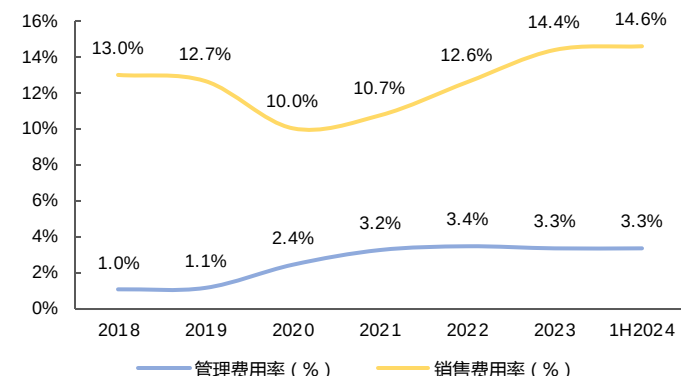
业务投入期公司营销费率稳中有升，研发费用坚定投入。18~1H24，公司管理费用率与销



售费用率整体稳中有升，营销费用的主体为人员薪酬及与人员规模正相关的业务费用，业务投入期人员规模增长略高于收入增长。18~1H24，公司研发费用率总体保持稳中有升，1H24 研发费率达 16.8%。

图表18：业务投入期公司营销费率稳中有升

图表19：业务投入期公司坚定研发投入



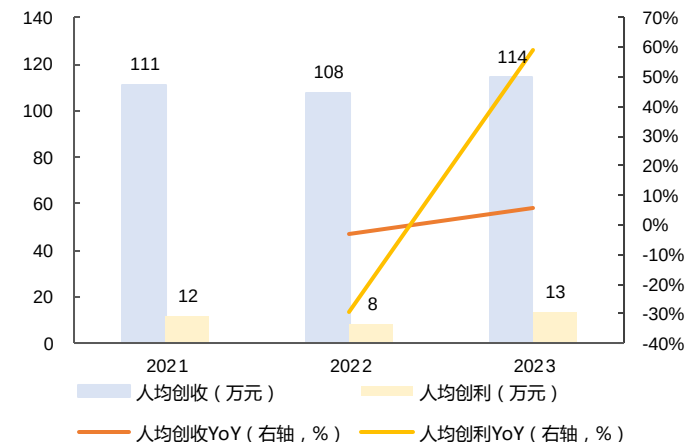
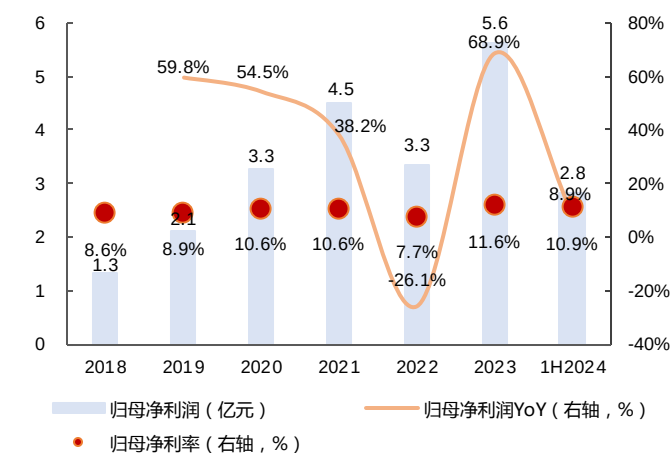
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

归母净利率稳步提升，人效指标平稳向上。2023 年，公司实现归母净利润约 5.6 亿元，同比增长 68.9%，归母净利率达 11.6%，为 18 年以来之最；1H24，公司实现归母净利润约 2.8 亿元，归母净利率为 10.9%。2023 年，公司人效指标稳中向好，实现人均创收 114 万元，人均创利 13 万元。

图表20：公司归母净利率稳步提升

图表21：公司人效指标企稳回升



来源：iFinD，国金证券研究所

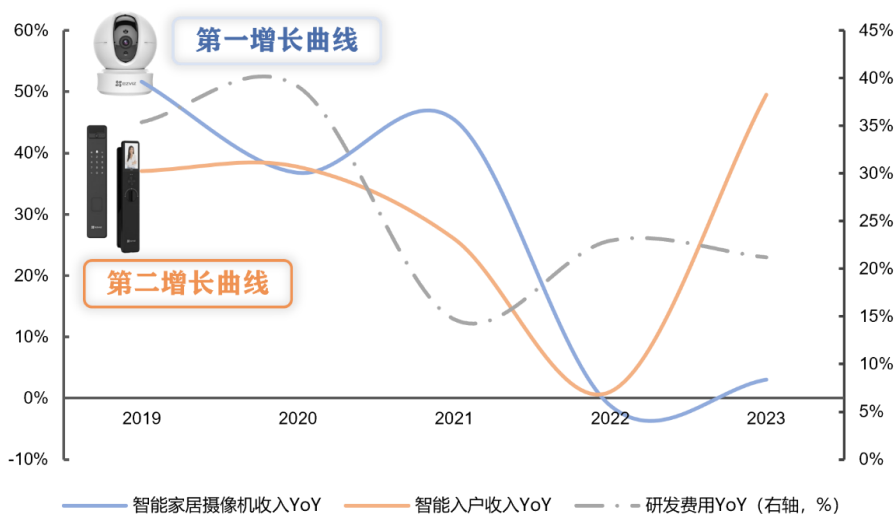
来源：iFinD，国金证券研究所（注：剔除生产员工）

■ 投入逻辑：新品类最好的研发投入期是原有优势品类的收入增长早期

2022 年，智能入户产品增速反超智能家居摄像机，且 2023 年进一步拉大了增速差距。新老品类贡献的顺利交接需未雨绸缪，公司早在 2016 年便投入研发力量布局智能门锁，彼时智能家居摄像机收入增速尚处于增长早期，正是基于“新品类最好的研发投入期是原有优势品类的收入增长早期”的前瞻研发理念，公司得以在传统品类增长放缓之际拥有新品类及时推动智能家居业务持续健康发展。



图表22：新品类最好的研发投入期是原有优势品类的收入增长早期



来源：iFinD，国金证券研究所

2. 全品类竞争格局透视——莹莹之光何以化万家灯火？

2.1 SHC：公司 SHC 销量居全球与国内首位，全栈 SKU+智能算法+自有产线→高毛利

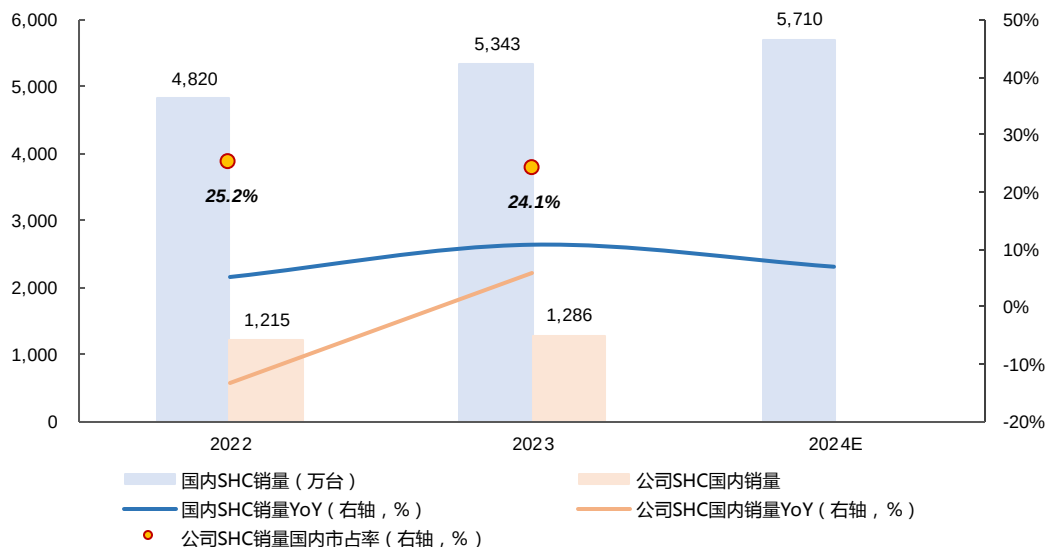
2.1.1 市场规模：我国 SHC 市场约在百亿量级，海外低渗透率背景下增速有望快于国内

据公司招股书转引自艾瑞咨询，预计 20~25 年我国 SHC 元器件和中间件成本下调将推动 SHC 向下沉市场渗透，预计到 2025 年市场规模将达到 149 亿元。未来家用智能视觉云平台多元的价值服务和联动生态将吸引下游用户持续购买新设备，实现 SHC 市场规模的持续性增长。境外来看，2020 年，全球 SHC 出货量达 8,175 万台，预计 20~25 年 CAGR 为 19.3%，分别对应市场规模为 373 亿元与 721 亿元。

2.1.2 竞争格局：公司 SHC 销量居全球与国内首位，国内市占率在 25%左右

2023 年公司 SHC 国内市占率约为 24.1%，出货量增速小幅承压。据洛图科技，2023 年国内 SHC 市场平稳增长，销量同比增长 10.9%，其中，公司销量市占率约在 25%左右。我们认为，伴随公司物联云平台功能逐步拓展与智能家居生态逐步完善，附加智能算法的中高端 SHC 有望获得更多市场青睐，预计公司 SHC 销量后续有望超越行业整体增速。

图表23：2023 年公司 SHC 国内市占率约为 24.1%，出货量增速小幅承压



来源：iFinD，洛图科技，国金证券研究所（注：假设公司境内外 SHC 销量与公司境内外收入份额一致，由公司 SHC 销量推算得到公司国内 SHC 销量）

2023 年公司与小米约占国内 SHC 销量份额 45%，公司线下渠道优势显著。2023 年，公

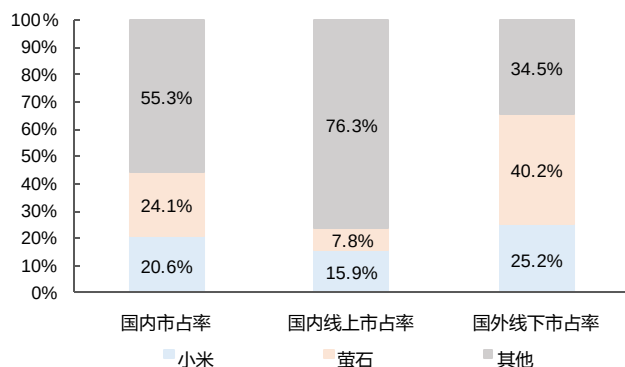


司 SHC 国内销量约为 1,286 万台，小米 SHC 国内销量突破 1,100 万台，我们结合洛图科技国内 SHC 出货量数据计算得到，公司与小米分别约占国内 SHC 总销量的 24.1%与 20.6%，位居国内市场 Top2。分渠道看，据洛图科技，2023 年国内消费级摄像机线上/线下销量份额分别为 49.8%/50.2%。其中，小米以 15.9%的市占率位居线上销量份额首位，公司以 7.8%的线上市占率位居第二；公司在线下渠道的份额优势更为突出，2023 年约占线下销量市占率的 40.2%，远高于小米的 25.2%。

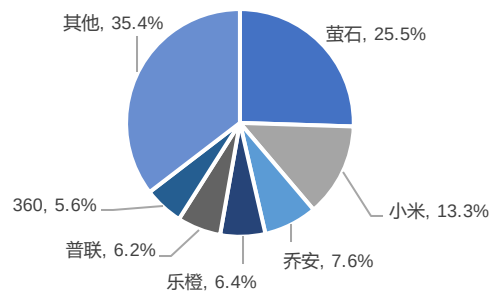
2024Q1 公司位居国内 SHC 销量首位，市占率约为 25.5%。据 IDC，公司位居 24Q1 国内 SHC 销量首位，市占率高达 25.5%，小米以 13.3%的市占率位居国内市场第二，其他主流厂商包括乔安、乐橙、普联与 360。24Q1 国内 SHC 销量 CR5 高达 59%。

图表24：2023 年公司与小米约占国内 SHC 销量份额 45%，公司线下渠道优势显著

图表25：2024Q1 公司位居国内 SHC 销量首位，市占率约为 25.5%



来源：iFinD，洛图科技，快科技，国金证券研究所



来源：IDC，国金证券研究所

2024Q1 公司位居全球 SHC 销量首位。据 IDC，2024Q1 全球 SHC 市场出货 3,153 万台，同比增长 10.3%。其中，美国市场出货 1,306 万台，占比 41.4%，我国市场出货 1,138 万台，占比 36.1%。其中：

- 公司：公司出货量排名全球第一，同比增长 8.5%。其在中国出货占全球整体出货的 74.3%，亚太、拉美等新兴市场是其出海布局的主要阵地。
- 小米：小米在中东欧市场表现亮眼，其全球化战略持续深化，线下门店布局完整。
- 乐橙：乐橙 24Q1 全球出货中，中国市场占比 35.8%，海外市场中，亚太、西欧、拉美合计占比超 45%。
- 普联：TP-LINK 在亚太、西欧、北美等增长迅速，2023 年印度市场出货中排名第一。
- 亚马逊：亚马逊旗下品牌 Ring 及 Arlo 在北美及西欧市场具备优势。

图表26：2024Q1 公司位居全球 SHC 销量首位



来源：IDC，国金证券研究所（注：图中海康威视与大华指代各自旗下消费级品牌萤石与乐橙）



2.1.3 竞争优势：全栈 SKU+智能算法+远超同业的毛利率

■ SKU 最丰富：公司定位中高端价格带，SKU 数量领跑业内友商

公司 SHC 具备业内最全的 SKU 矩阵，涵盖室内云台机、室内卡片机、室外防水机、室外云台机共五大类数十种产品，小米以室内云台机为主要产品。通过统计国内主流 SHC 厂商 SKU 可知，公司在淘宝天猫官旗上线 SKU 多达 44 款，小米上线 16 款 SKU，且价格带主要位于 0~300 元之间，与公司 300 元以上的产品中高端定位形成错位竞争。乔安的市场定位更为下沉；乐橙、普联、360 的主要产品均在 200 元以下，同时在各价格段均有所布局。

图表27：公司定位中高端价格带，SKU 数量领跑业内友商

	萤石	小米	乔安	乐橙	普联 (TP-LINK)	360
200 元以下	3	7	3	13	11	9
200 元-300 元	10	4	3	9	7	4
300 元以上	31	5	0	2	4	4
SKU 总数	44	16	6	24	22	17

来源：公司、小米、乔安、乐橙、普联、360 淘宝天猫官方旗舰店，国金证券研究所（注：统计数据截至 2024 年 7 月 30 日；TP-LINK 仅统计室内无线摄像头分区）

公司在视频图像处理、音频处理、云台技术等方面对比主流 SHC 厂商优势较为明显：

- 视频处理：影响视频图像效果较为明显的是硬件宽动态技术，摄像机在面对强光时，其输出的图像会出现明亮区域因曝光过度成为白色，而黑暗区域因曝光不足成为黑色，严重影响图像质量的问题。通过应用硬件宽动态技术，能够实现长短曝光双帧图像融合，保障在各种光线条件下的成像效果。
- 音频处理：公司在业内首次采用了 4 麦克风技术方案。除了提高声音的采集精度外，通过该技术应用，在声音的 3A 处理上，也能够实现 AEC（回声消除）、AGC（自动增益控制）、ANS（背景噪声抑制）。
- 云台技术：公司自研了云台控制技术，区别于其他竞争对手的低速限位旋转，公司 SHC 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，提升产品的实际效果。

图表28：主流厂商 SHC 拳头产品核心指标对比，公司 C6C 性能指标领先

项目	公司 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	联动公司生态	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，国金证券研究所

以视频处理宽动态范围技术为例，公司 SHC 能够实现长短曝光双帧图像融合，保障在各种光线条件下的成像效果。



图表29：以视频处理宽动态范围技术为例，公司 SHC 表现出众



来源：小红书@公司智能家居，国金证券研究所

■ AI 算法最先进：公司 SHC 智能 AI 算法识别精度领先同业或业内独有

智能化技术方面，公司 SHC 硬件设备与哭声检测、老人看护、画面异常巡检等增值服务深度融合，能够实现主动告警、主动安防。公司 SHC 人脸识别、啼哭识别、声源定位算法识别率领先同业，动态算法加载、跌倒识别、宠物识别、挥手识别等功能业内独有。

图表30：公司 SHC 智能 AI 算法识别精度领先同业或业内独有

功能	公司		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%	未发布同类算法
	宠物识别	85%+	未发布同类算法
	烟火识别	95%+	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%	77%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

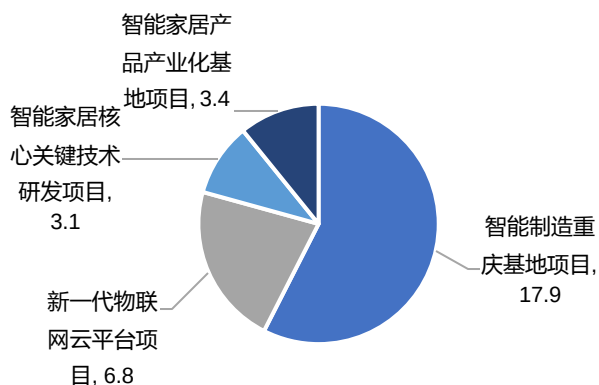
■ 毛利率最高：产品力+规模效应+自建产业链→公司 SHC 毛利率远超同业友商

公司的产品技术优势、定价策略、供应链把控能力保障了其 SHC 远超同业友商的毛利率。18~23 年，随着公司 SHC 出货量快速提升带来的规模效应，叠加其自建产业链程度逐渐深化，SHC 毛利率由 28.5%提升至 38.6%，1H24，公司 SHC 运营业务持续收缩，毛利率进一步提升至 39.4%。同业维度看，小米智能家居由于主要以 ODM/OEM 生产为主，叠加其定价策略偏中低端，23 年毛利率为 16.3%；360 智能硬件板块高于小米，毛利率在 20%以上；北美 SHC 厂商 Arlo 毛利率波动较大，23 年仅为 6.7%。

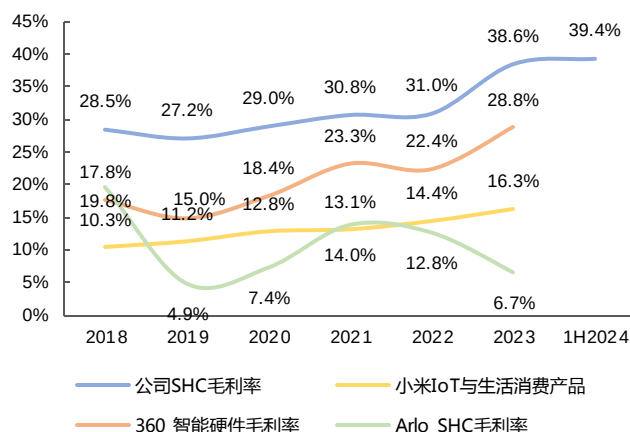
公司 IPO 募集资金净额约为 31.2 亿元，其中 17.9 亿元将用于自建智能制造重庆基地（总投入 24.0 亿元）。目前公司募集资金项目已投入约 17.4 亿元。



图表31: 公司募集资金 17.9 亿元自建智能制造重庆基地



图表32: 公司 SHC 毛利率远超同业友商



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: iFinD, 公司年报、招股说明书, 小米集团财报, 360 年报, Arlo 财报, 国金证券研究所

2.2 智能门锁: 低渗透+视觉类产品普及推广, 公司智能门锁性能指标达到第一阵营水平

2.2.1 市场规模: 国内外存在差异化智能入户需求, 23 年国内智能门锁规模或达 234 亿

国内外由于居住环境不同存在差异化智能入户需求, 具体而言, 以我国为代表的国家以公寓楼住户为主, 因此智能入户产品以智能门锁为主; 而以欧美为代表的国家则拥有较多的独栋房屋住户, 因此智能入户需求更为多样, 对于智能门铃、入户对讲类产品存在需求。据 Business Research Insights, 2022 年全球智能锁市场规模达 57.1 亿美元, 未来十年有望以超过 10% 的 CAGR 增长。

图表33: 国内外由于居住环境不同存在差异化智能入户需求

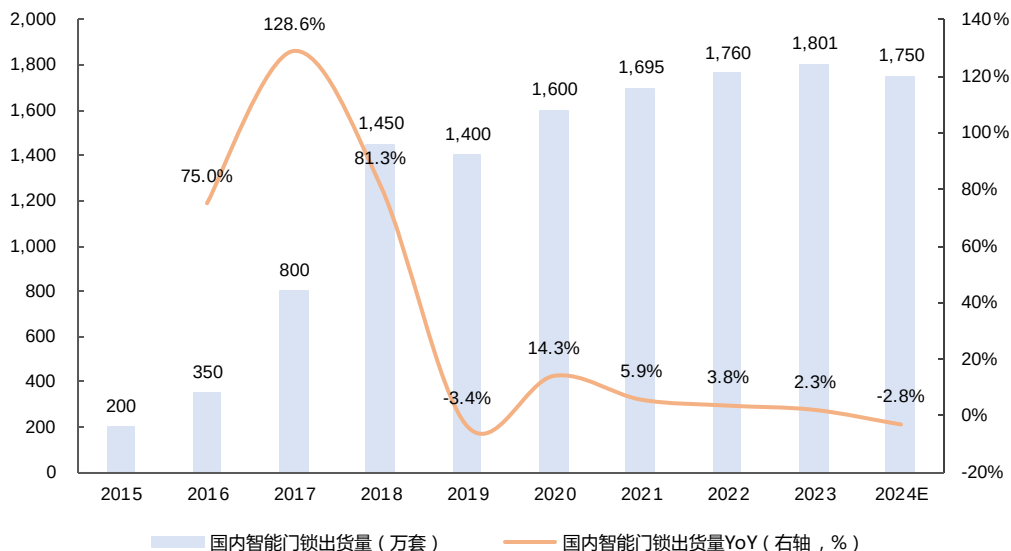


来源: 公司淘宝天猫旗舰店, 国金证券研究所

23 年国内智能门锁市场或达 234 亿元, 24 年出货量可能出现收缩。据洛图科技, 2023 年, 我国智能门锁出货量达 1,801 万套, 同比增长 2.3%。洛图科技预测, 2023 年我国智能门锁市场规模或达 234 亿元, 2024 年国内智能门锁出货量可能出现收缩, 主要原因在于: 1) C 端消费者信心出现一定波动; 2) B 端受地产行业影响, 门配、安防系统等工程渠道, 运营商渠道出现一定波动。



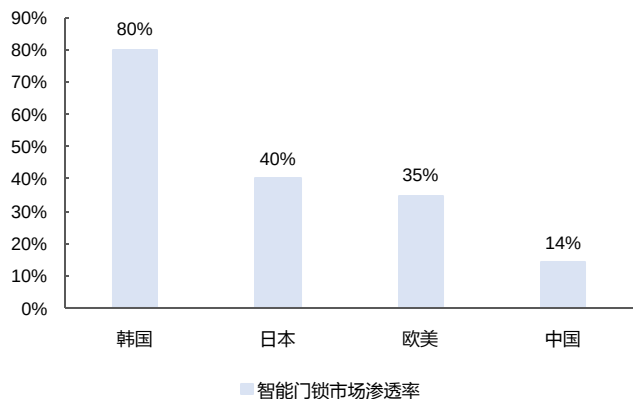
图表34：2023 年国内智能门锁出货量达 1,801 万套



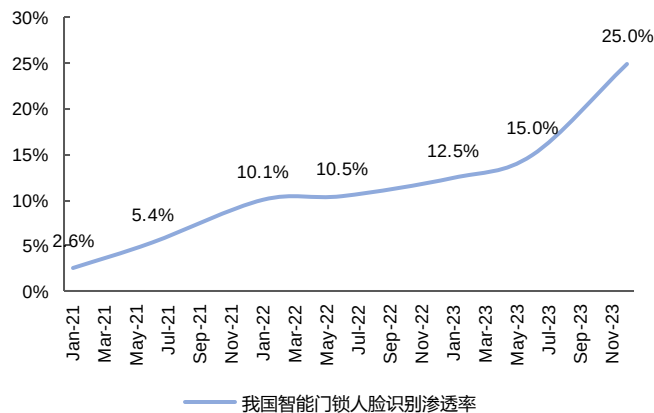
来源：洛图科技，国金证券研究所

国内智能门锁低渗透率叠加智能门锁技术向视频系替换的双重驱动景气向上。据洛图科技，2022 年我国智能门锁渗透率仅为 14%，远低于韩国 80%、日本 40%、欧美 35%，未来渗透率提升潜力较大。2021 年以来，智能门锁人脸识别技术渗透率快速提升，至 2023 年底已提升至 25%，视频锁对于指纹锁与 PAD 密码锁的替换趋势明确。

图表35：2022 年我国智能门锁渗透率远低于欧美日韩



图表36：我国智能门锁人脸识别渗透率快速提升



来源：洛图科技，国金证券研究所

来源：洛图科技，国金证券研究所

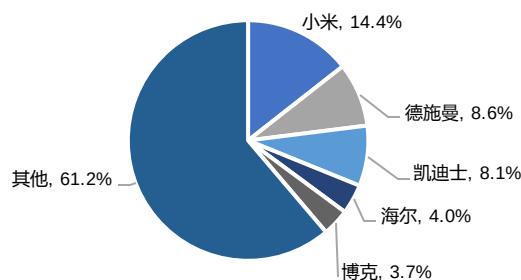
2.2.2 竞争格局：智能门锁线上销售格局相对分散，小米、德施曼、凯迪仕居前三

据洛图科技，2023 年我国智能门锁线上销量 CR3 为 31.1%，分别为小米（14.4%）、德施曼（8.6%）、凯迪仕（8.1%）；2023 年我国智能门锁线上销售额 CR3 为 47.2%，分别为德施曼（16.9%）、小米（16.8%）、凯迪仕（13.6%）。整体而言，智能门锁线上销售格局相对分散，小米、德施曼、凯迪仕位居前三。

我们测算认为，公司智能门锁 2023 年智能门锁市场份额约为 1.25%（详见 4.1.2），考虑到公司主要以线下渠道出货为主，因此线上销售市占率尚未进入前列。

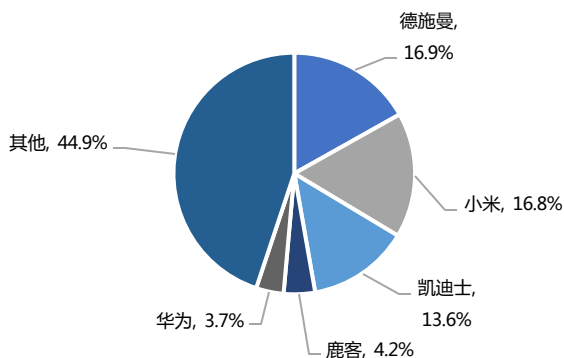


图表37: 我国智能门锁线上市场竞争格局（销量口径）



来源：洛图科技，国金证券研究所

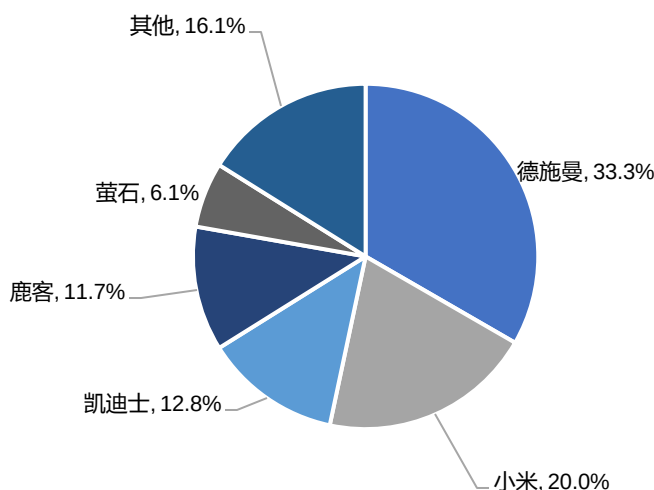
图表38: 我国智能门锁线上市场竞争格局（销售额口径）



来源：洛图科技，国金证券研究所

2023 年公司约占智能门锁线上市场中高价位段销量份额 6.1%。相对于入门级智能门锁大多只具备基础功能，中高端智能门锁产品功能更齐全、安全性更高，更符合消费者的使用需求。据洛图科技，2023 年公司的智能门锁产品在 2,500~2,999 元中高价位段约占线上销量的 6.1%。

图表39: 2023 年公司约占智能门锁线上市场中高价位段销量份额 6.1%



来源：洛图科技，国金证券研究所

2.2.3 竞争优势：公司智能门锁性能指标看齐第一阵营

公司重视产品安全性及可靠性方面的设计，同时结合视频图像、视觉算法、云平台技术应用方面厚实的积累，使产品在视频功能丰富度、视觉算法成熟度，智能家居场景联动及增值服务方面，对比同业友商优势较为明显。2023 年 618 期间，公司的智能门锁产品在天猫品牌销售榜排名第四，Y3000 极光系列位列京东数码智能门锁排行榜第三。

- 安全性：使用 CPU 卡能够有效防止用户卡片被恶意复制，双重验证功能能够满足高安全场景的需求。
- 可靠性：公司使用了电动锁体的核心驱动单元采用空心杯电机，它具备机械效率高、寿命长的特点，能够优化开锁体验，减少机构间的传动损耗，同时结合自主研发的低功耗技术，还能够有效提升产品的续航时间。
- 智能性：视频功能及视觉算法应用是公司主打的产品特点，主要是将公司在智能家居摄像头、智能猫眼和门铃上成熟的视频功能针对性调优并应用到智能门锁产品上，对比其他厂家的视频门锁，在预览、对讲、夜视、存储、屏显等功能上，性能及体验更优，加上人脸人形检测等视觉算法应用，使产品在智能化程度上具有较大优势。



图表40：主流厂商智能门锁拳头产品核心指标对比，公司 DL30VS 性能指标达到第一阵营水平

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

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3 智能服务机器人：清洁机器人格局稳固需求成熟，公司掌握具身机器人核心能力

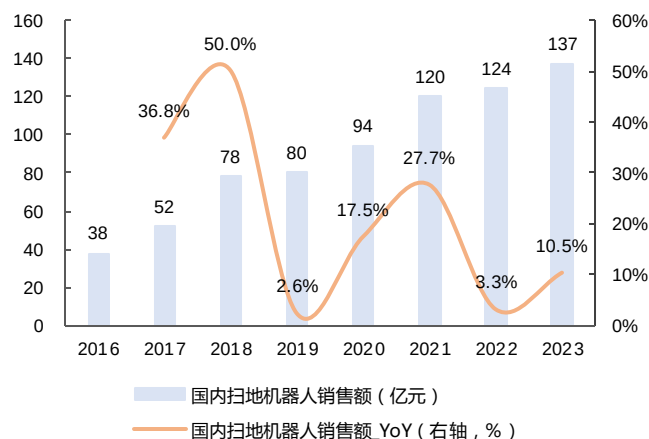
2.3.1 市场规模：23 年国内清洁机器人市场达 255 亿元，全球约在百亿美元

据 Modor Intelligence，2024 年全球清洁机器人市场规模有望达 450 亿美元。

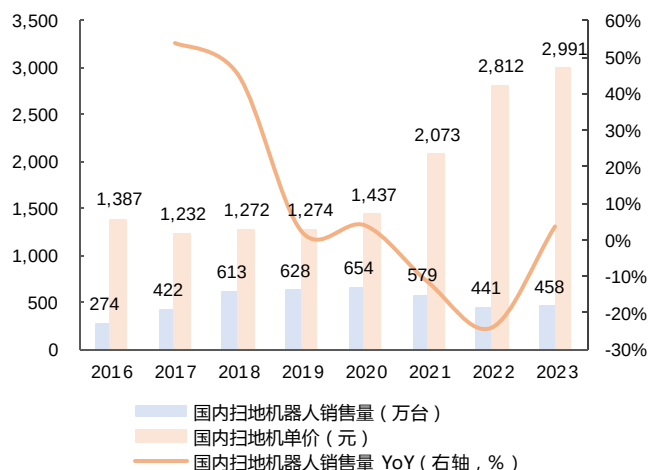
据奥维云网，2023 年我国扫地机器人市场规模达 137 亿元，同比增长 10.5%。2021 年以来，我国扫地机市场价升量减，产品高端化趋势下单品均价从千余元提升至接近 3,000 元。

图表41：2023 年我国扫地机市场规模达 137 亿元

图表42：2021 年以来我国扫地机市场价升量减



来源：奥维云网，国金证券研究所

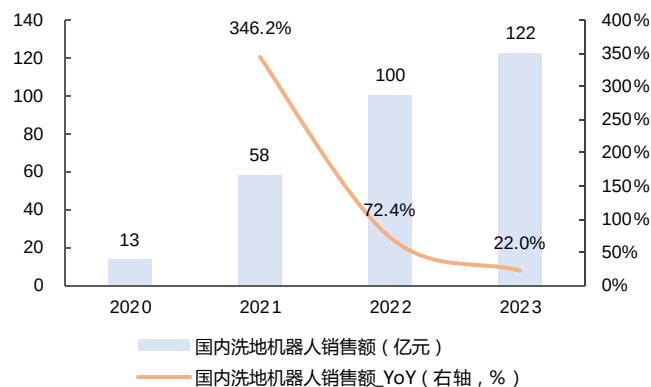


来源：奥维云网，国金证券研究所

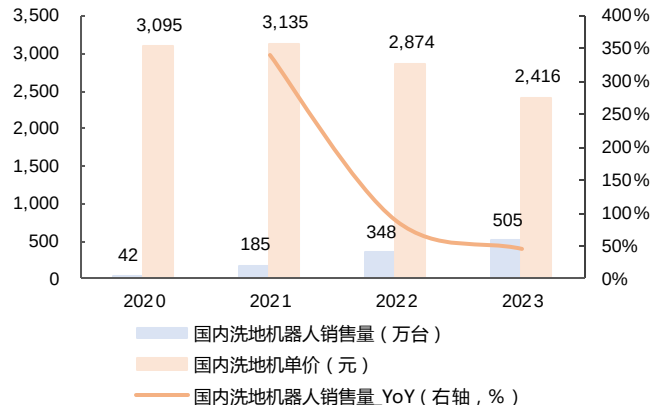


据奥维云网，2023 年我国洗地机器人市场规模达 122 亿元，同比增长 22.0%。2021 年以来，我国洗地机市场量升价减，产品均价由 3,000 元以上小幅回落至两千余元。可见，清洁机器人赛道商业化程度较高，可作为后发入局厂商打磨机器人产品能力的重要领域。

图表43：2023 年我国洗地机市场规模达 122 亿元



图表44：2021 年以来我国洗地机规模放量驱动价格下探



来源：奥维云网，国金证券研究所

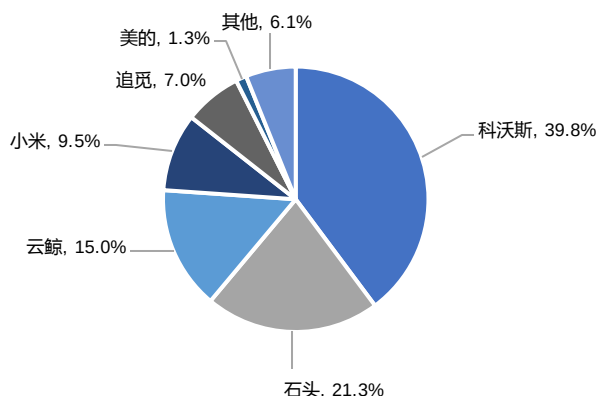
来源：奥维云网，国金证券研究所

2.3.2 竞争格局：国内清洁机器人双雄并立，2022 年科沃斯&石头合计市占率达 61.1%

国内清洁机器人双雄并立，2022 年科沃斯&石头合计市占率达 61.1%。据奥维云网，2022 年我国扫地机市场份额 Top5 分别为科沃斯（39.8%）、石头（21.3%）、云鲸（15.0%）、小米（9.5%）、追觅（7.0%），CR5 集中度高达 92.6%；科沃斯与石头的双雄格局相对稳固，CR2 集中度高达 61.1%。

我们认为，一方面，清洁机器人市场业已形成相对成熟的竞争格局，头部品牌商市场份额较高，公司目前切入扫地机市场的竞争阻力相对较大；另一方面，鉴于清洁机器人仍是我国智能服务机器人领域率先实现商业化的子赛道，市场认知度与大众接受度较高，选择以清洁机器人为载体迭代打磨技术、积累产品经验有助于公司在后续的具身服务机器人市场积蓄势能。

图表45：国内扫地机市场 CR5 高达 92.6%，科沃斯&石头双雄格局相对稳固



来源：奥维云网，国金证券研究所

2.3.3 市场机遇：民用与商用款路线分化，感知&认知智能系海康系优势领域

■ 短期视角：公司发布新一代清洁机器人，形成民用与商用款路线分化

2023 年 10 月，公司发布新一代清洁机器人，包括民用款 RS20 Pro 与商用款 BS1，其中民用款 RS20 Pro 分为自动换水版 4,299 元/台与手动换水版 3,699 元/台，定价均低于头部友商的同代产品。

- RS20 Pro: 保留雷达系路径规划路线，主要应用场景为居家使用，可对于地毯场景、宠物场景、长发场景进行精细化 AI 识别，基于公司自主研发的三合一主动切毛滚刷一次性解决各种地面材质，在智能避障与宠物识别方面均有提升。预期出货渠道主要以线上电商为主。



- **BS1:** 采用视觉系路径规划路线，主要应用场景为中大型企业园区。基于高精度语义三维空间计算，实现语义导航、语义沿边、语义避障、语义清洁，云端互联有望实现一机通百机通的场景理解。我们预计，BS1 商用款初期出货渠道可能会一定程度复用海康系庞大的下游大客户网络进行推广。

图表46：2023 年公司发布新一代清洁机器人



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

■ 长期视角：清洁机器人系具身机器人迭代载体，感知&认知智能为海康系优势领域

我们认为，未来的智能家居行业中具身服务机器人将成为规模最具想象空间的产业级赛道机遇，驱动机器人感知世界、认知世界、与物理世界实现交互的感知、认知、伺服系统将成为最为核心的三大能力，其中，感知智能与认知智能均为公司与海康系企业的传统优势领域：

- **感知系统之感知设备：**一般而言的感知系统是广义的视觉系统。具身服务机器人或将在可见光的基础上，拓展其他波段的信息采集与感知能力，以满足人脸识别（可见光）、意外跌倒检测（声波、红外）等多种需求。

图表47：海康威视具备多维感知能力



来源：海康威视 IRPPT，国金证券研究所

- **认知系统之具身智能：**2024 ECDC 萤石云开发者大会上，公司推出“萤石蓝海大模



型”，蓝海大模型是面向物联场景的具身智能大模型，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，能够感知世界空间信息，处理多模态数据，进行精确识别与理解，最终规划指导设备做出响应。我们认为，公司的具身智能大模型相对于其他 AI 大模型的独特性在于 1) 训练数据来自海量物联设备，而非互联网数据，因此具有丰富的位置、空间等信息，从而具备稀缺的空间具身智能能力，为后续的具身机器人研发打下基础；2) 端云协同的大模型，能够实现智能家居产品端侧与云平台云端之间的协同；3) AI 代理封装能力，赋能 RK3 家庭助理机器人实现 AI Agent 能力。

图表48：萤石蓝海大模型面向物联场景提供具身智能



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

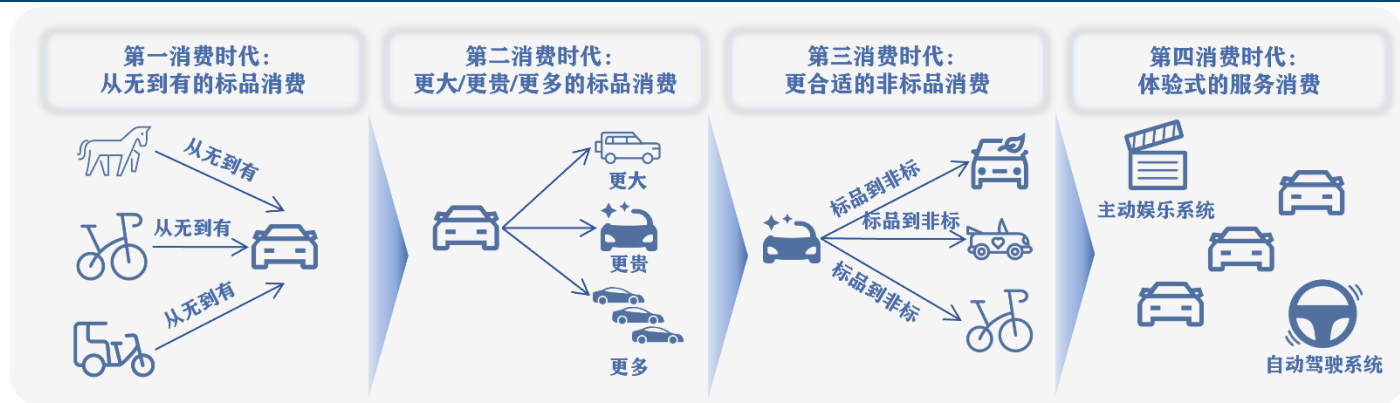
3. 遥望智能家居的终点——为什么说物联云平台是在下一盘大棋？

3.1 需求侧本质探寻：我们为什么需要智能家居服务？——遥望第四消费时代的曙光

3.1.1 回归消费的本质：第四消费时代的本质是 Wants→Needs

三浦展在《第四消费时代》中深入剖析了日本社会自 20 世纪至今的消费者需求演进，并将其划分为四大消费时代。在第四消费时代，三浦展通过观察日本消费社会 2004 年以来的转变，认为消费已渐渐由对于物质商品的“占有”→“消耗”→“耗尽”转变为“充实地度过一段时间”。在日本的第四消费时代，人们的消费倾向从占有式的物质消费转向体验式的服务消费，人们不再以商品本身作为标榜自己身份与独特性的标签，不再被消费主义语境下“我购买的商品即是我”的“欲求”(Wants)所支配，而转向追求一种更为纯然、直接的 Needs，寻求与更广大的社会中其他人与物的情感连接。

图表49：以汽车消费为例，第四消费时代的本质是 Wants→Needs



来源：三浦展《第四消费时代》，国金证券研究所

我们认为，当前我国正处于第三消费社会向第四消费社会的转型期，对于智能家居消费而言，第四消费时代的全屋智能需求一定不来源于购买更多、更大、更好的智能硬件的 Wants，同时也未必由定制化、个性化非标品的 3D 打印家具的 Wants 占据主流，而是真正回归到人本身的 Needs，通过 AIoT 的泛在连接与智能算法为用户提供个性化服务与情感支持。基于此，我们认为，以人为中心的个性化服务将会是智能家居的终局，而公司的物联云平台将会在其中扮演举足轻重的作用。



3.1.2 智能家居四段论：单品智能→单品互联→场景互联→以人为中心的个性化服务

2000 年以来，全屋智能伴随传统家电厂商“空冰洗”智能化升级启动，后续一度出现智能音箱、扫地机等现象级爆品，发展至今，包括 SHC、智能门锁、智能投影仪、扫地机等智能家居单品的成熟落地，全屋智能已逐渐由单品智能(Stage1)转入单品互联(Stage2)阶段。据公司年报，全屋智能分为四大阶段，分别为单品智能→单品互联→场景互联(通俗意义上的全屋智能)→以人为中心的个性化服务。在四段论演进过程中，云平台的作用将逐步凸显。

以视觉类智能家居产品举例：

- 第一阶段(单品智能)：是指 SHC 产品本身的人体识别、宠物识别与脸部特写追踪等算法趋于成熟。这一阶段的多数识别算法采用由云端加载到端侧进行工作的模式，优点是端侧响应速度快，缺点是难以应对相对复杂的场景。
- 第二阶段(单品互联)：是指当智能门锁监测到主人离家之后会发送信号至扫地机开始工作。这一阶段少数算法会部署在云端，比如 SHC 协同雷达检测的老人意外跌倒方案，会将传感信号上传至云端大模型处理，以避免不同场景下老人跌倒的漏报错报(比如可区分脑梗/心梗的缓慢倒地场景、滑倒磕碰的快速倒地场景等等)。
- 第三阶段(场景互联)：是指当玄关场景的智能门锁或者 SHC 监测到主人晚上下班回家之后，会发送信号至客厅场景的无主灯与智能窗帘启动烛光晚餐模式，同时智能音箱开始播放预置的音乐。这一阶段的算法将根据识别的复杂程度在云端与端侧协同进行，同时将复用性较强的标准化模块上线算法商店，用户可根据需要选购。
- 第四阶段(以人为中心的个性化服务)：是指智能门锁或 SHC 可以通过分析主人的面部表情或说话语气，判断主人的情绪状态与情感诉求，提供更为灵活、更为个性化与定制化的第三阶段场景服务，比如对于播放音乐的选择与灯光模式的选择等等。这一阶段的主动识别与个性化服务或将更多依赖云端，目前仅靠端侧算力，无法支持精细化的识别分析与个性化的服务推送。

图表50：智能家居四段论演进过程中云平台的作用将逐步凸显



来源：公司年报，国金证券研究所

3.2 需求侧业务拆解：谁在为物联云平台买单？—C 端用户&B 端生态伙伴&广告主

公司自主研发的物联网云平台以视觉交互形式和视音频 AI 算法技术为特色，主要向个人、家庭及类家居场景用户提供智能家居产品及服务，以及向品牌商、硬件制造商、方案运营商等行业客户提供增值服务、IoT 联网及智能化解决方案技术工具，同时面向广告主提供广告推广服务：

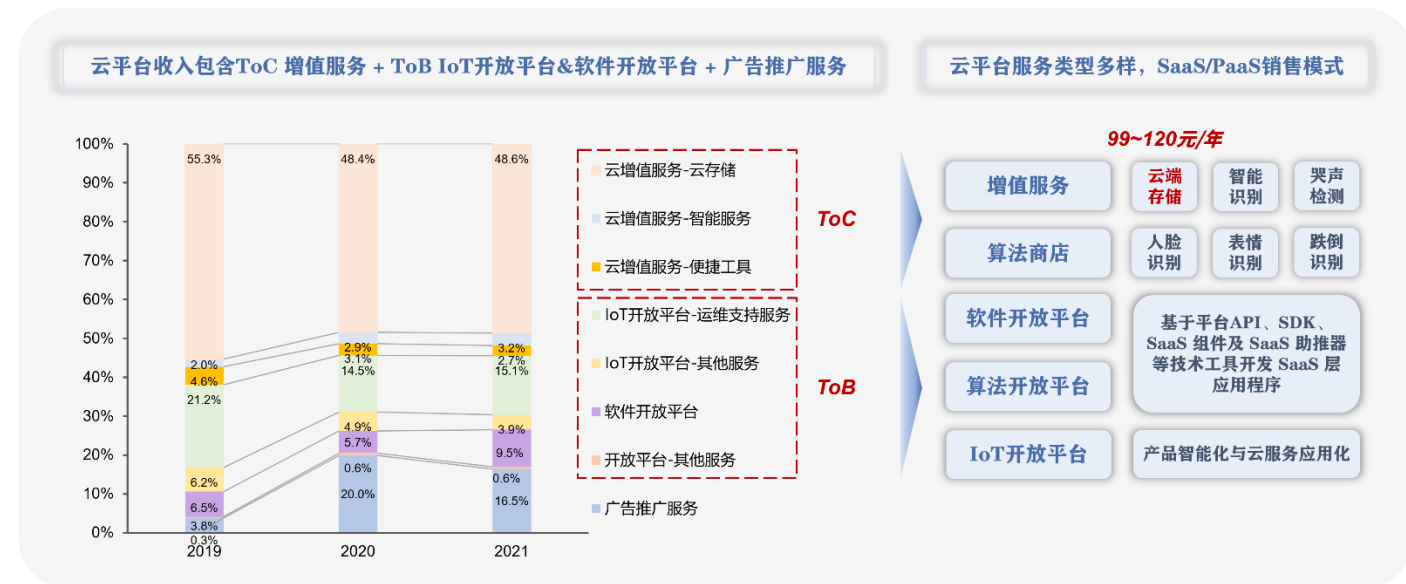
- ToC：提供云存储、电话提醒、语音助手、画面异常巡检、秘钥托管服务、智能识别、哭声检测、老人看护、时光相册、视频分享等收费的 SaaS 服务。收费模式以销售包月或包年的增值服务产品权益为主，此外存在向客户提供体验版云存储服务的情形。目前，云存储收入占到 C 端收入 9 成左右，笔者在使用 C6C-3KSHC 产品的过程中发现，云存储年费价格在 99~120 元/年。我们认为，伴随老人跌倒检测服务以及算法商店中其他服务模块的技术趋于成熟，未来 C 端收入来源将更为丰富多元。
- ToB：软件及算法开发平台主要提供 API、SDK、SaaS 组件等构建解决方案的技术工具，根据不同技术工具的使用权益进行定价；IoT 开放平台主要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。我们认为，22 年公司全新推出了 ERTC (实时音视频) 服务，面向办公、教



育、医疗等领域的开发者客户，提供远程会议、远程课堂、远程问诊等高效的音视频行业应用，未来 B 端下游行业客户维度将进一步被拓宽。

- To 广告主：广告推广服务利用物联云平台视频用户流量，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。

图表51：公司云平台收入包括 ToC 增值服务、ToB 开发者客户服务收入、广告推广服务收入三部分



来源：公司上市发行审核问询函回复，国金证券研究所

3.3 供给侧 C 端 SaaS：云存储塑造百元 ARPU，看护服务有望带动 ARPU 持续高增

物联云平台提供丰富增值服务，赋能 C 端消费者居家智慧生活。公司基于物联云平台的技术服务，为普通消费者用户提供多元场景下的解决方案。现阶段主要提供云存储、智能识别（基于 AI 算法的图像、视频识别）等适用于家居或类家居场景的增值服务，主要通过萤石云视频 APP 对外提供。用户若希望开通相关增值服务列示的功能，需要购买公司智能家居产品，并在应用程序中定期支付一定的费用，目前多数增值服务均采取由云端加载到智能家居设备端侧部署的模式。

图表52：公司通过萤石云视频 APP 向 C 端用户提供丰富增值服务



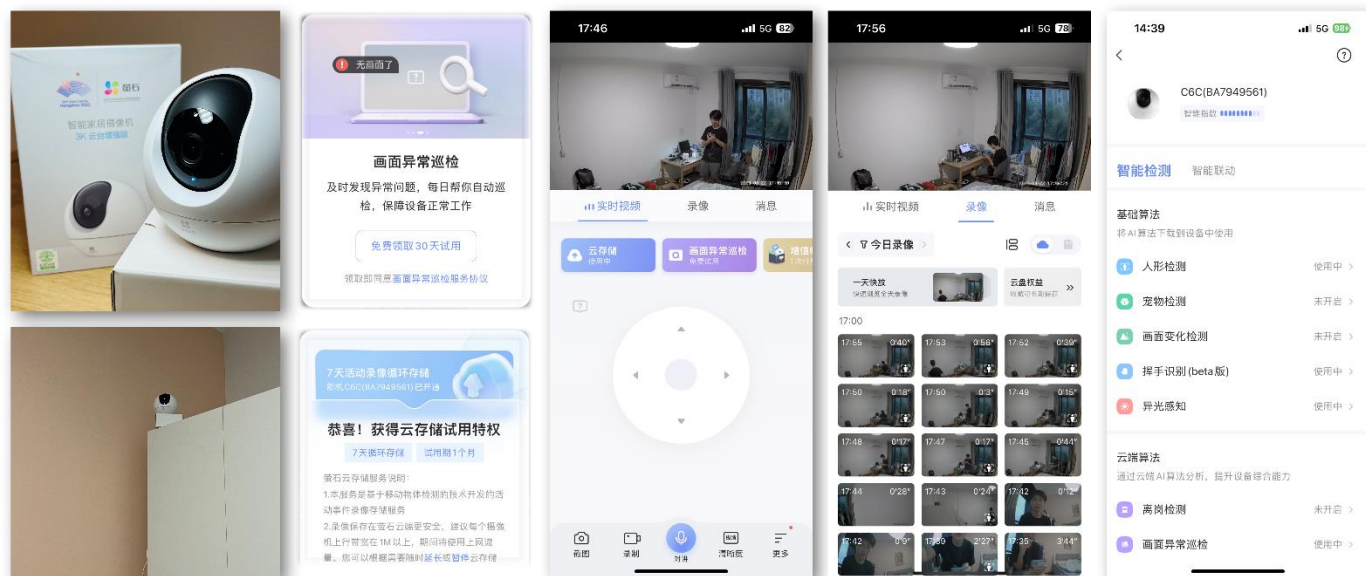
来源：公司年报，国金证券研究所

以笔者购买使用 C6C-3K SHC 的具体体验为例，C6C-3K 可通过家中的 Wi-Fi 与手机 APP 进行连接，连接上线之后萤石云视频 APP 会赠送用户 30 天画面异常巡检与 30 天云存储云服务的试用权。C6C-3K 整体的画面广度与清晰度均符合正常家用需求，云存储能够正



常运行且可生成一天快放。端侧算法方面，公司免费附赠了人形检测、宠物检测、画面变化检测、挥手识别、异光感知 5 大算法基础算法，可被加载至 SHC 端侧正常工作。云端算法目前主要以离岗检测与画面异常巡检为主。

图表53：公司 C6C-3K SHC 物联云平台实测：云端存储+异常巡检试用，端侧基础算法功能强大

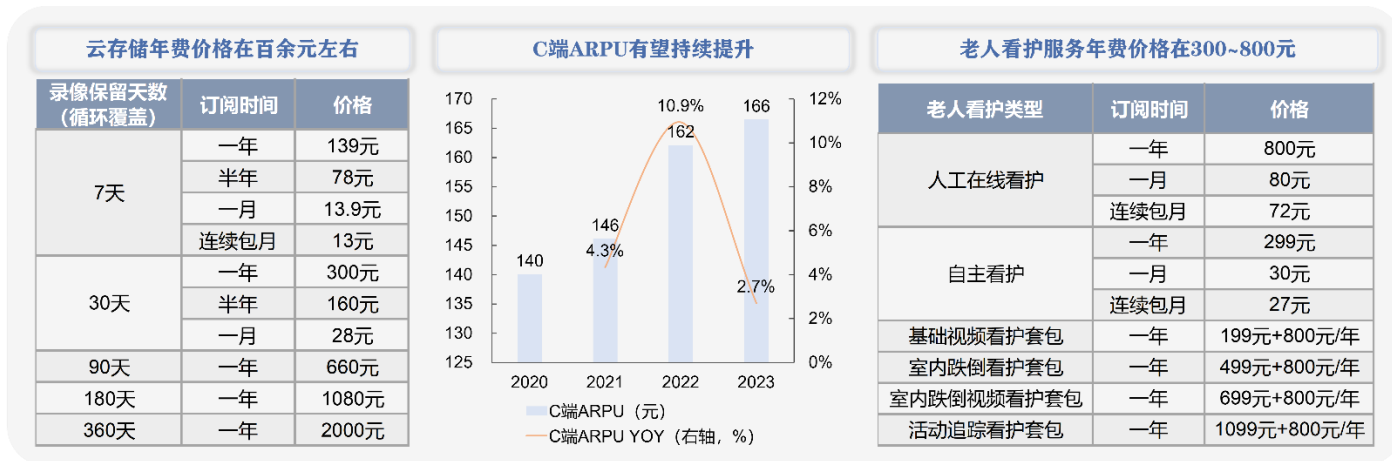


萤石C6C-3K SHC在物联云平台产品服务实测：云端存储+异常巡检试用，端侧基础算法功能强大

来源：笔者供图，萤石云视频 APP，国金证券研究所

云存储驱动 C 端 ARPU 达百元量级，老人看护服务有望带动 ARPU 持续提升。物联云平台存储年费价格在百元量级，与 23 年 C 端 ARPU 166 元基本符合，同时也与 C 端增值服务 9 成来自云存的事实吻合。2022 年，公司推出老人看护服务套包，同步在线上官方商城推出老人看护服务订阅方案，除硬件设备外，老人看护服务的年费约在 300~800 元不等。假设 C 端付费用户中存在 30% 消费者有老人看护的需求，假设这一人群中 20% 的用户选择购买老人看护服务，假设服务年费均价在 500 元，则可为 ARPU 贡献 $500 \times 30\% \times 20\% = 30$ 元，未来，随着算法商店中服务类型的多样化，我们认为 C 端 ARPU 有望持续增长。

图表54：云存储驱动 C 端 ARPU 达百元量级，老人看护服务有望带动 ARPU 持续提升



来源：萤石云视频 APP，公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

3.4 供给侧 B 端 PaaS：ERTC 持续开拓需求场景，B 端开发者服务收入有望稳步提升

公司软件开放平台赋能 B 端行业客户。行业客户能基于公司软件开放平台 PaaS 层提供的 API、SDK、SaaS 组件及 SaaS 助推器等工具开发 SaaS 层应用程序，构建商超、工地、农场、社区等丰富场景下的解决方案。公司并不直接参与解决方案的开发过程，而是作为 PaaS 层云平台提供技术工具。公司会根据行业客户所属设备接入路数的规模，将行业客户分成两类；其中，针对规模以上的行业客户主要提供线下定制化销售和技术服务，

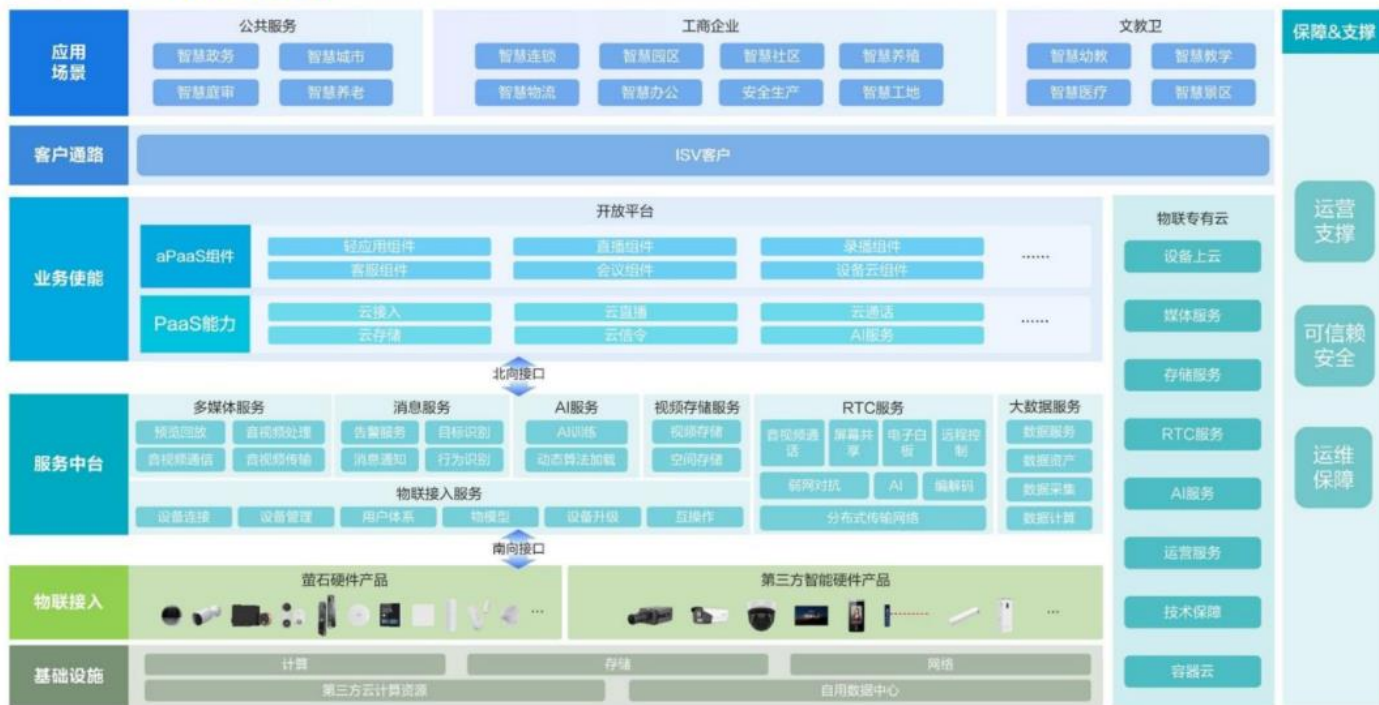


针对规模以下的行业客户主要提供标准化的技术工具。

基于 IoT 开放平台提供一站式产品联网及智能化解决方案。公司旗下的 IoT 开放平台拥有 Wi-Fi、蓝牙和视频模组等多款模组产品，对其他第三方品牌的硬件设备开放接入，模组中包含公司物联云平台的接入协议、AI 算法和安全程序等，合作厂家可以将这些模组嵌入到自己的智能硬件整机中，从而快速接入到公司物联云平台，共同打造物联网生态体系，并由公司提供持续的设备接入和运维服务。除了接入与运维服务外，IoT 开放平台的核心功能还包括设备管理、设备消息推送、智能视频、语音控制、数据统计、安全保障及应用端控制等。

图表55：萤石云 PaaS 平台为 B 端客户提供算法组件工具与 IoT 接入服务

萤石云 PaaS 服务



来源：公司年报，国金证券研究所

公司 2022 年推出 ERTC（实时音视频）服务，面向办公、教育、医疗等领域的开发者客户，提供兼容性好、稳定性佳、弱网对抗性能强、集成速度快的音视频通信服务，助力打造远程会议、远程课堂、远程问诊等高效的行业应用。公司 ERTC 支持公有云、专有云和混合云部署，满足不同场景、不同业务的实时音视频应用需求。

图表56：公司 ERTC 支持远程会议、远程教学、远程问诊等多种行业应用



来源：公司年报，国金证券研究所

PaaS 向 aPaaS 升级，B 端托管业务蓄势待发。截至 2024 年 7 月 1 日，萤石开放平台已累计发布超过 1,000 个开放接口，涵盖接入、直播、通话、存储、AI、信令和用户连接 7 个类别，31 组原子能力，以及 20 多款 aPaaS 低代码组件，为海量开发者提供了有力的技术支撑。针对时下火热的 B 端托管业务场景（如自助台球室），公司推出包括智能视觉



巡检组件、智能视频客服组件，以及远程排障专家工具，赋能中小商户远程巡检、及时连线响应连线与低成本运维的能力。

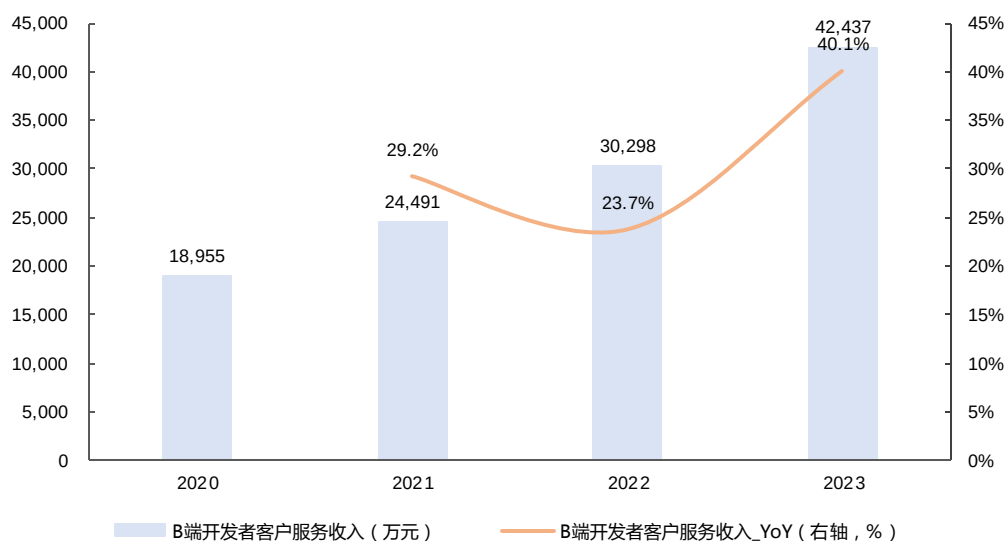
图表57：公司推出智能视觉巡检组件、智能视频客服组件以及远程排障专家工具赋能B端托管业务



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

2023年，公司B端开发者客户服务收入为4.2亿元，同比提升40.1%。我们认为，ERTC、软件和算法组件及工具持续开拓需求场景，若后续B端托管业务逐步得到市场验证，公司B端开发者客户服务收入有望稳步提升。

图表58：B端开发者客户服务收入有望稳定提升



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

4. 盈利预测

4.1 核心假设：SHC基本盘稳定，智能入户塑造第二曲线，云平台服务持续扩张

4.1.1 智能家居摄像机：中长期销量增速有望看齐行业，毛利率有望逐年小幅提升

公司SHC营收及成本核心假设与支撑论据如下：

- 国内SHC销量：结合洛图科技数据，考虑到国内SHC渗透率逐渐提高，我们预计2024~2026年增速逐步小幅下移。
- 公司SHC国内销量：假设公司SHC境内外销量份额与公司总收入境内外销售份额大致相当，从历史趋势来看，18年以来境外收入增速始终快于境内，近年来公司加大出海力度叠加国内市场增速趋缓，24~26年境外收入占比仍将小幅提升，对应境内收入占比逐年小幅下降；我们认为，公司作为国内SHC龙头，产品力、渠道力、技术力均居于行业前列。25~26年公司SHC出货量增速有望看齐行业，24年公司受到渠道结构切换，运营商客户收入收缩等影响，销量增速或呈现阶段性回落。



- 公司 SHC 销售 ASP: 我们认为, SHC 有类电子产品的年降属性, 24 年受到运营商客户收入收缩影响, 低毛利业务占比下降, 预计年降幅度相对后续年份会有所收敛。
- 公司 SHC 成本 ASP: 我们认为, 公司自建重庆生产基地叠加规模效应释放, 成本 ASP 有望逐年下降。

图表59: 公司 SHC 销量增速短期受运营业务收缩影响承压, 毛利率有望逐年小幅提升

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
量									
国内 SHC 销量 (万台)			4,039	4,590	4,820	5,343	5,712	6,083	6,448
国内 SHC 销量 YoY				13.6%	5.0%	10.9%	6.9%	6.5%	6.0%
公司 SHC 销量 (万台)	543	856	1,279	1,797	1,712	1,884	1,881	2,034	2,189
公司 SHC 销量 YoY		57.6%	49.3%	40.5%	-4.7%	10.1%	-0.2%	8.1%	7.6%
公司 SHC 国内销量 (万台)	519	750	1,059	1,399	1,215	1,286	1,260	1,342	1,423
公司 SHC 国内销量 YoY		44.4%	41.2%	32.1%	-13.2%	5.9%	-2.0%	6.5%	6.0%
公司境内收入占比	95.6%	87.6%	82.8%	77.9%	70.9%	68.3%	67.0%	66.0%	65.0%
公司 SHC 销量国内市占率			26.2%	30.5%	25.2%	24.1%	22.1%	22.1%	22.1%
价									
公司 SHC 收入 (万元)	97,322	147,624	201,946	293,851	290,261	298,953	292,514	306,760	320,263
公司 SHC 收入 YoY		51.7%	36.8%	45.5%	-1.2%	3.0%	-2.2%	4.9%	4.4%
公司 SHC 销售 ASP (元)	179	172	158	164	170	159	155	151	146
公司 SHC 销售 ASP YoY		-3.7%	-8.4%	3.6%	3.7%	-6.4%	-2.0%	-3.0%	-3.0%
成本									
公司 SHC 营业成本	69,573	107,525	143,360	203,434	200,362	183,575	177,788	185,486	192,652
公司 SHC 成本 ASP (元)	128	126	112	113	117	97	95	91	88
公司 SHC 成本 ASP YoY		-1.9%	-10.7%	1.0%	3.4%	-16.7%	-3.0%	-3.5%	-3.5%
公司 SHC 毛利率	28.5%	27.2%	29.0%	30.8%	31.0%	38.6%	39.2%	39.5%	39.8%

来源: iFinD, 公司招股说明书, 公司年报, 洛图科技, 国金证券研究所

4.1.2 智能入户: 塑造第二增长曲线, 毛利率或较大提升

公司智能入户营收及毛利率核心假设与支撑论据如下:

- 国内智能门锁销量: 结合洛图科技数据, 我们预计 24 年国内智能门锁销量将会出现小幅下降, 25~26 年伴随智能家居渗透率生态成熟与价格下移智能门锁销量有望小幅回升。
- 国内智能门锁市场规模: 2023E 来自洛图科技。
- 国内智能门锁销售 ASP: 据洛图科技, 2023 年, 中国智能门锁线上市场均价为 1,147 元, 同比下降了 138 元, 我们基于线下均价略高于线上预测 2024E, 预计价格战有望于 2025 年结束, 2026 年或迎来价格修复。
- 公司智能门锁国内销量: 我们认为, 智能门锁作为公司第二增长曲线, 考虑到公司深厚的视觉技术积累及强大的线下渠道网络, 在低市占率情况下有望快速拉升销量。
- 公司智能门锁销售 ASP: 我们认为, 公司定位中高端, 单品均价相比市场均价上调 20%; 智能门锁有类电子产品的年降属性, 后续销售 ASP 可能会逐年小幅下调。
- 公司智能猫眼&门铃收入: 我们认为, 公司国内智能入户业务主要以智能门锁为主, 海外则以智能猫眼、门铃及对讲产品为主。智能猫眼&门铃产品非智能入户的核心业务, 且考虑到智能门锁对智能猫眼&门铃产品的部分替代, 预计未来保持平稳增长。
- 公司智能入户业务毛利率: 公司 1H24 智能入户毛利率达 41.5%, 环比 23 年底增加 7.4pcts, 同比 1H23 增加 8.2pcts, 我们认为主要与 1) 智能门锁收入占比提升; 2) 产品的规模效应; 3) 电商销售比例提升等因素有关, 未来伴随智能门锁收入占比与公司线上化销售比例进一步提升, 毛利率或仍有提升空间。


图表60：智能入户业务塑造第二增长曲线，毛利率或较大提升

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
量									
公司 SHC+智能猫眼&门铃销量 (万套)		878.1	1,312.4	1,842.6					
公司 SHC 销量 (万套)	543.4	856.3	1278.9	1796.6	1712.1	1884.2			
公司智能猫眼&门铃销量 (万套)		21.8	33.5	46.0	44.3	61.8			
公司智能入户销量 (万套)	20.1	30.6	47.0	65.3	65.5	94.8			
公司智能入户销量 YoY		52.0%	53.7%	38.9%	0.3%	44.8%			
公司智能门锁销量 (万套)		8.8	13.4	19.3	21.2	33.0	58.8	89.6	122.8
国内智能门锁销量 (万套)	1,450	1,400	1,600	1,695	1,760	1,801	1,750	1,787	1,841
国内智能门锁销量 YoY		-3.4%	14.3%	5.9%	3.8%	2.3%	-2.8%	2.1%	3.0%
价									
国内智能门锁市场规模 (亿元)						234	209	203	213
国内智能门锁销售 ASP (元)						1,299	1,195	1,136	1,158
国内智能门锁销售 ASP_YoY							-8.0%	-5.0%	2.0%
公司境内收入占比	95.6%	87.6%	82.8%	77.9%	70.9%	68.3%	67.0%	66.0%	65.0%
公司智能门锁国内销量 (万套)		7.7	11.1	15.0	15.0	22.5	39.4	59.1	79.8
			44.2%	34.8%	0.0%	50.0%	75.0%	50.0%	35.0%
公司智能门锁销量国内市占率		0.55%	0.70%	0.89%	0.85%	1.25%	2.25%	3.31%	4.33%
公司智能门锁销售 ASP (元)					1,559	1,481	1,437	1,408	1,450
公司智能门锁 ASP_YoY						-5%	-3%	-2%	3%
公司智能门锁收入 (万元)					32,992	48,860	84,500	126,096	178,035
公司智能门锁收入 YoY						48.1%	72.9%	49.2%	41.2%
公司智能猫眼&门铃收入 (万元)					826	1,693	1,862	2,011	2,112
公司智能猫眼&门铃收入 YoY						104.9%	10.0%	8.0%	5.0%
公司智能入户收入 (万元)	14,071	19,283	26,560	33,471	33,818	50,553	86,362	128,108	180,147
公司智能入户收入 YoY		37.0%	37.7%	26.0%	1.0%	49.5%	70.8%	48.3%	40.6%
公司智能入户毛利率	29.6%	29.7%	31.2%	31.6%	32.6%	34.1%	41.0%	41.5%	42.0%

来源：iFinD，公司招股说明书，公司年报，洛图科技，国金证券研究所

4.1.3 物联云平台：B端收入增速或快于C端，C端付费用户量价稳步提升

公司物联云平台营收核心假设及支撑论据如下：

- 年度新增活跃C端用户数/(SHC+智能门锁销量)：我们认为，伴随公司云平台服务日趋完善，算法商店产品日趋丰富，未来SHC增量需求将更多由云服务驱动。
- C端客户付费率：公司智能家居品类扩张摊薄付费率分母，核心产品线可搭载云服务功能的持续丰富有望提升付费率，二者共同作用，预计付费率或维持在10%。
- C端ARPU：我们认为，伴随公司云平台服务日趋完善，算法商店产品日趋丰富，C端消费者可选服务、功能模块将更为丰富，ARPU值有望逐年小幅提升。
- 广告推广收入：我们预计，随着经济的稳定回暖，商贸逐步恢复，23年广告收入小幅提升；考虑到用户体验，公司可能会适当控制广告业务增长，我们预测24~26年广告收入小幅增长。
- B端开发者客户服务收入：我们认为，ERTC、软件和算法组件及工具持续开拓需求场景，若后续B端托管业务逐步得到市场验证，公司剔除广告后的B端开发者客户服务收入有望稳步提升。


图表61：公司物联云平台B端收入增速或快于C端，C端付费用户量价稳步提升

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
C 端									
持有公司设备的年度累计活跃C端用户数（万名）			1,208	1,639	2,102	2,597	3,072	3,603	4,192
持有公司设备的年度累计活跃用户数 YoY				35.7%	28.2%	23.5%	18.3%	17.3%	16.4%
公司 SHC+智能门锁销量（万台）	543	865	1,292	1,816	1,733	1,917	1,940	2,123	2,312
持有公司设备的年度新增活跃用户数（万名）				431	463	460	475	531	590
年度新增活跃C端用户数/(SHC+智能门锁销量)				23.7%	26.7%	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%
持有公司设备的年度累计付费用户数（万名）			161	201	227	260	307	360	419
C端客户付费率			13.4%	12.2%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
C端 ARPU（元）			140	146	162	166	173	183	202
C端 ARPU YOY				4.3%	10.9%	2.7%	4.0%	5.9%	10.5%
C端增值服务收入（万元）			22,594	29,304	36,716	43,198	53,149	65,981	84,863
C端增值服务收入 YoY				29.7%	25.3%	17.7%	23.0%	24.1%	28.6%
广告									
广告推广收入（万元）		992.23	8,290	8,855	9,458	10,403	11,236	11,910	12,505
广告推广收入 YoY			735.5%	6.8%	6.8%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%
B 端									
剔除广告后B端开发者客户服务收入（万元）			10,665	15,636	20,840	32,034	47,960	67,222	88,387
剔除广告后B端开发者客户服务收入 YoY				46.6%	33.3%	53.7%	49.7%	40.2%	31.5%
B端开发者客户服务收入（万元）			18,955	24,491	30,298	42,437	59,196	79,131	100,892
B端开发者客户服务收入 YoY				29.2%	23.7%	40.1%	39.5%	33.7%	27.5%
公司云平台服务总收入（万元）			41,549	53,796	67,014	85,635	112,345	145,113	185,755
公司云平台服务总收入 YoY				29.5%	24.6%	27.8%	31.2%	29.2%	28.0%

来源：iFinD，公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

4.1.4 人员费用假设：业务投入期销售、研发费率或小幅上行，管理费率或小幅改善

24 年公司销售费率/研发费率/管理费率或分别达 15.8%/15.7%/3.2%。公司销售/研发/管理费用的主要组成部分是员工薪酬，因而相关费用与员工数量增速具有相关性。智能入品类与线上渠道开拓期仍存在较大投入需求，短期内或拉动销售费率小幅上行；智能服务机器人及视觉算法商店研发投入或带动研发费率小幅上行；业务管理的规模效应有望小幅改善管理费率。综合预计 2024~2026 年销售费用率分别为 15.8%/15.4%/15.0%，研发费用率分别为 15.7%/15.4%/14.9%，管理费用率分别为 3.2%/3.0%/2.7%。

图表62：24 年公司销售费率/研发费率/管理费率或分别达 15.8%/15.7%/3.2%

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售人员人数（人）	538	573	636	738	804	877



占比	20.74%	20.65%	21.23%	22.50%	22.79%	23.07%
YoY		6.51%	10.99%	16.00%	9.00%	9.00%
销售费用率	10.73%	12.60%	14.40%	15.81%	15.41%	14.97%
研发人员人数 (人)	1,723	1,853	2,008	2,179	2,353	2,541
占比	66.42%	66.77%	67.02%	66.44%	66.68%	66.90%
YoY		7.54%	8.36%	8.50%	8.00%	8.00%
研发费用率	11.57%	14.00%	15.10%	15.74%	15.35%	14.91%
综合管理人员	333	349	352	363	372	381
占比	12.84%	12.58%	11.75%	11.06%	10.53%	10.03%
YoY		4.80%	0.86%	3.00%	2.50%	2.50%
管理费用率	3.21%	3.42%	3.33%	3.23%	2.96%	2.71%

来源：iFinD，公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

4.2 盈利预测：24 年公司综合毛利率有望达 44.9%，归母净利率有望达 12.3%

我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 55.4/66.3/79.6 亿元，综合毛利率分别为 44.94%/46.11%/47.20%，归母净利润分别为 6.8/8.5/11.5 亿元，归母净利率分别为 12.27%/12.84%/14.46%。

图表63：24 年公司综合毛利率有望达 44.9%，归母净利率有望达 12.3%

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	42.4	43.1	48.4	55.4	66.3	79.6
YOY		1.61%	12.39%	14.45%	19.67%	20.08%
——SHC (亿元)	29.4	29.0	29.9	29.3	30.7	32.0
YOY		-1.22%	2.99%	-2.15%	4.87%	4.40%
占比	69.34%	67.40%	61.77%	52.81%	46.28%	40.24%
毛利率	30.77%	30.97%	38.59%	39.22%	39.53%	39.85%
——智能入户 (亿元)	3.3	3.4	5.1	8.6	12.8	18.0
YOY		1.04%	49.48%	70.83%	48.34%	40.62%
占比	7.90%	7.85%	10.45%	15.59%	19.33%	22.63%
毛利率	31.57%	32.60%	34.13%	41.00%	41.50%	42.00%
——云服务平台 (亿元)	5.4	6.7	8.6	11.2	14.5	18.6
YOY		24.57%	27.79%	31.19%	29.17%	28.01%
占比	12.69%	15.56%	17.69%	20.28%	21.89%	23.34%
毛利率	74.28%	72.43%	76.09%	77.00%	78.00%	79.00%
——其他智能家居产品 (亿元)	1.0	1.3	2.0	3.4	5.4	8.1
YOY		33.56%	52.19%	70.00%	60.00%	50.00%
占比	2.30%	3.02%	4.09%	6.07%	8.12%	10.14%
毛利率	26.56%	24.24%	21.83%	24.00%	25.00%	26.00%
——配件产品 (亿元)	2.9	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
YOY		-22.04%	18.04%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	6.85%	5.25%	5.52%	4.82%	4.03%	3.35%
毛利率	13.87%	14.39%	18.98%	14.92%	16.10%	16.67%
——其他 (亿元)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
YOY		-0.28%	-40.05%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	0.93%	0.91%	0.49%	0.42%	0.35%	0.30%



毛利率	48.16%	24.28%	9.13%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	35.26%	36.42%	42.85%	44.94%	46.11%	47.20%
销售费用率	10.73%	12.60%	14.40%	15.81%	15.41%	14.97%
管理费用率	3.21%	3.42%	3.33%	3.23%	2.96%	2.71%
研发费用率	11.57%	14.00%	15.10%	15.74%	15.35%	14.91%
归母净利润 (亿元)	4.5	3.3	5.6	6.8	8.5	11.5
YOY		-26.10%	69.01%	20.77%	25.15%	35.26%
归母净利润率	10.64%	7.73%	11.63%	12.27%	12.84%	14.46%

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

4.3 投资建议及估值：分部估值下公司 25 年目标市值为 297.7 亿元

我们采用分部估值法对公司进行估值，选取智能家居代表企业科沃斯、石头科技、极米科技与小米集团使用 PE 估值法对公司的智能硬件部分进行估值；选取云服务代表企业金山办公、ARLO、涂鸦智能使用 PS 估值法对公司物联云平台服务部分进行估值。

- 智能硬件：清洁机器人龙头公司 25 年估值水平约在 10XPE 左右，智能家居投影仪龙头公司估值水平约在 17X，综合型 IoT 公司 25 年估值水平约在 20X。我们认为，公司在原有优势业务 SHC 以外已成功拓展智能门锁第二增长曲线，且服务机器人第三增长曲线已初见端倪，未来有望成为新兴综合性智能家居 IoT 龙头，成长速度有望快于小米集团等企业，因此给予公司 25 年智能硬件部分 22XPE。
- 物联云平台：金山办公 2023 年归母净利率高达 28.9%，2023 年物联云平台毛利率为 76.1%，我们估算物联云平台的营业利润占比约为 34%，则云平台业务的净利率约为 22.4%。我们认为，物联云平台业务相比金山办公所处的成长阶段更加早期，未来增速中枢或高于金山办公，目前金山办公与物联云平台的净利率倍数约在 1.3X，金山办公对应 25 年 PS 为 12X，综合考虑净利率倍数与成长阶段差异，我们对应给予公司 25 年物联云平台 12XPS 估值。

综上，采用分部估值法对公司进行估值，我们给予公司 2025 年智能硬件部分 22XPE 估值，物联云平台 12 X PS 估值，对应目标市值 297.7 亿元，目标价 37.80 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64：分部估值下公司 25 年目标市值为 297.7 亿元

竞合企业分类	代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智能家居	603486.SH	科沃斯	37.7	3.0	1.1	3.0	3.7	3.4	24.6	39.0	12.6	10.3	10.8
	688169.SH	石头科技	202.8	12.6	15.6	16.6	20.1	26.9	12.6	15.6	12.2	10.1	11.1
	688696.SH	极米科技	66.0	7.2	1.7	2.4	3.7	4.8	23.2	65.6	25.5	16.5	13.0
	1810.HK	小米集团	15.0	0.1	0.7	0.7	0.8	0.9	97.8	20.4	22.4	19.5	16.7
PE 平均值									39.6	35.2	18.2	14.1	12.9
竞合企业分类	代码	名称	股价 (元)	SPS					PS				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
云	688111.SH	金山办公	194.2	8.4	9.9	12.3	16.1	20.9	31.4	32.0	15.8	12.1	9.3
	ARLO.N	Arlo Technologies	109.9	37.9	37.9	38.4	44.1	-	0.6	2.9	2.9	2.5	-
	2391.HK	涂鸦智能-W	11.0	2.5	2.9	-	-	-	4.5	5.3	-	-	-
PS 平均值									-	-	-	-	-
代码		名称	股价 (元)	EPS					目标市值				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
688475.SH		萤石网络	28.9	0.6	1.0	0.9	1.1	1.5				297.7	

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所说明（注：①以 2024 年 8 月 9 日收盘价计算上述公司现价对应 PE/PS；②金山办公的盈利预测来自国金证券研究所；③



科沃斯和石头科技的 24~25 年盈利预测来自国金证券研究所，26 年来自 iFinD 一致预期；④其他可比公司 24~26 年盈利预测来自 iFinD 与 Bloomberg 一致预期。）

5. 风险提示

■ SHC：国内业务增长趋于疲软拖累云平台收入增长的风险

公司 SHC 业务收入占比高达 61.8%，22~23 年 SHC 收入增速低于公司整体收入增速。鉴于公司 SHC 国内市占率已高达 25%，且中高端的品牌定位与尚在建设初期的线上出货渠道短期内限制了公司持续扩市占的潜在空间，因此 26 年以前 SHC 国内业务增长存在趋缓的风险，叠加 SHC 目前是公司获取云平台增值服务的主要品类，硬件终端的销售趋缓或进一步拖累云平台收入增速。

■ 智能服务机器人：清洁机器人销售进展不及预期的风险

公司 23 年秋季发布会发布两款清洁机器人，分别为民用款 RS20 Pro 与商用款 BS1，考虑到目前国内清洁机器人头部公司市场份额较高，市场竞争压力较大，或对后续公司清洁机器人的销售进展产生不确定性。

■ 物联云平台：C 端云服务商业转化不及预期的风险

公司面向 C 端用户的云服务收入以云存储为主，老人看护服务等算法服务在商业转化方面进展相对较慢，考虑到非云存的智能算法服务的专用性有可能进一步增强，面向的 C 端群体或将更为狭窄，理论上投入产出转化效率或将不及云存储。若后续算法商店未成功将 C 端云服务潜在价值空间进行有效的商业转化，或对物联云平台的长期估值产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,238	4,306	4,840	5,539	6,628	7,959
增长率		1.6%	12.4%	14.4%	19.7%	20.1%
主营业务成本	-2,743	-2,738	-2,766	-3,050	-3,572	-4,203
%销售收入	64.7%	63.6%	57.1%	55.1%	53.9%	52.8%
毛利	1,494	1,568	2,074	2,489	3,056	3,757
%销售收入	35.3%	36.4%	42.9%	44.9%	46.1%	47.2%
营业税金及附加	-15	-20	-30	-22	-28	-32
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-455	-543	-697	-876	-1,021	-1,192
%销售收入	10.7%	12.6%	14.4%	15.8%	15.4%	15.0%
管理费用	-136	-147	-161	-179	-196	-215
%销售收入	3.2%	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%	2.7%
研发费用	-490	-603	-731	-872	-1,017	-1,186
%销售收入	11.6%	14.0%	15.1%	15.7%	15.3%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	398	255	456	540	793	1,131
%销售收入	9.4%	5.9%	9.4%	9.8%	12.0%	14.2%
财务费用	-6	29	61	59	-13	-47
%销售收入	0.2%	-0.7%	-1.3%	-1.1%	0.2%	0.6%
资产减值损失	-18	-33	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	486	331	572	687	859	1,162
营业利润率	11.5%	7.7%	11.8%	12.4%	13.0%	14.6%
营业外收支	1	1	-4	0	0	0
税前利润	487	331	568	687	859	1,162
利润率	11.5%	7.7%	11.7%	12.4%	13.0%	14.6%
所得税	-36	2	-5	-7	-9	-12
所得税率	7.4%	-0.5%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	451	333	563	680	851	1,151
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	451	333	563	680	851	1,151
净利率	10.6%	7.7%	11.6%	12.3%	12.8%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	451	333	563	680	851	1,151
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	67	119	114	51	51	52
非经营收益	-36	-28	-21	187	121	172
营运资金变动	-440	307	198	-437	31	38
经营活动现金净流	42	730	854	481	1,054	1,412
资本开支	-377	-337	-790	-592	-504	-404
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-5	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-383	-337	-790	-592	-504	-404
股权募资	0	3,147	0	0	0	0
债权募资	350	79	-108	815	836	737
其他	-36	-58	-243	-398	-546	-748
筹资活动现金净流	314	3,168	-352	417	290	-11
现金净流量	-30	3,568	-285	305	840	998

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,232	4,806	4,656	4,957	5,795	6,790
应收款项	776	727	911	853	1,021	1,226
存货	1,021	590	695	710	832	979
其他流动资产	45	92	122	110	116	122
流动资产	3,074	6,216	6,384	6,631	7,764	9,117
%总资产	82.4%	86.5%	77.9%	74.8%	74.3%	75.0%
长期投资	19	18	16	16	16	16
固定资产	259	521	1,375	1,930	2,385	2,740
%总资产	7.0%	7.3%	16.8%	21.8%	22.8%	22.6%
无形资产	32	241	234	236	236	235
非流动资产	657	966	1,808	2,229	2,682	3,034
%总资产	17.6%	13.5%	22.1%	25.2%	25.7%	25.0%
资产总计	3,731	7,182	8,193	8,861	10,445	12,152
短期借款	382	252	45	1,074	1,911	2,648
应付款项	1,132	1,044	1,636	1,203	1,409	1,657
其他流动负债	556	552	686	637	755	901
流动负债	2,071	1,848	2,367	2,915	4,075	5,205
长期贷款	0	228	319	319	319	319
其他长期负债	251	246	241	21	21	21
负债	2,322	2,323	2,928	3,256	4,415	5,546
普通股股东权益	1,409	4,859	5,265	5,605	6,030	6,606
其中：股本	450	563	563	788	788	788
未分配利润	610	922	1,257	1,597	2,023	2,598
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,731	7,182	8,193	8,861	10,445	12,152

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.002	0.592	1.001	0.863	1.080	1.461
每股净资产	3.131	8.639	9.360	7.117	7.658	8.388
每股经营现金净流	0.093	1.298	1.518	0.610	1.339	1.794
每股股利	0.000	0.300	0.500	0.432	0.540	0.731
回报率						
净资产收益率	31.98%	6.85%	10.69%	12.13%	14.11%	17.42%
总资产收益率	12.08%	4.64%	6.87%	7.67%	8.15%	9.47%
投入资本收益率	1352.01%	4.80%	8.03%	7.64%	9.51%	11.70%
增长率						
主营业务收入增长率	37.66%	1.61%	12.39%	14.45%	19.67%	20.08%
EBIT 增长率	10059.05%	-99.02%	78.69%	18.47%	46.87%	42.61%
净利润增长率	38.17%	-26.10%	69.01%	20.77%	25.15%	35.26%
总资产增长率	56.21%	92.47%	14.08%	8.15%	17.89%	16.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.0	62.4	59.5	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	107.4	107.4	84.8	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	110.7	101.7	137.9	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	13.1	13.0	11.8	7.4	3.7	1.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.31%	-89.03%	-81.51%	-63.58%	-59.11%	-57.88%
EBIT 利息保障倍数	4,114.3	-8.7	-7.4	-9.1	63.4	24.0
资产负债率	62.24%	32.34%	35.73%	36.74%	42.27%	45.64%

来源：公司招股书，公司年报，国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	10	15	17	44
增持	2	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.17	1.12	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究