

**视声智能 (870976.BJ) KNX 技术领军者，深耕建筑智能和全屋智能**

2024 年 04 月 01 日

**——北交所首次覆盖报告**
**投资评级：增持（首次）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/3/29
当前股价(元)	13.20
一年最高最低(元)	20.00/7.58
总市值(亿元)	6.69
流通市值(亿元)	2.43
总股本(亿股)	0.51
流通股本(亿股)	0.18
近 3 个月换手率(%)	549.91

**北交所研究团队**
**● 专注空间智能化领域，以为全球多个大型项目实现智能化**

视声智能是一家为客户提供智能家居系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案的国家高新技术企业及广州市科技小巨人企业。智能家居产品销售收入占主营业务收入的比重逐年提高，2022 年占比 48.86%。目前为全球多个国家和地区的多个大型项目实现智能化，主要包括北京故宫文化遗产数字化应用研究所、北京大兴国际机场、西昌卫星发射中心、广州地铁、广州金茂府、雅典君悦酒店、吉隆坡 Eco 生态城等。预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 39/53/67 百万元，对应 EPS 分别为 0.76/1.04/1.31 元/股，对应 PE 分别为 18.0/13.2/10.5 倍，看好公司智能家居产品收入占比持续提升，首次覆盖给予“增持”评级。

**● 我国智能家居市场规模逐年提高，预计 2026 年突破 2500 亿元**

2018-2021 年，我国智能家居市场收入增长较快。2021 年我国智能家居市场收入规模达 1,297 亿元，同比增长 25.45%。预计 2022-2026 年 CAGR 达 15.36%，预测 2026 年我国智能家居市场收入规模将突破 2,500 亿元，智能家居市场展现蓬勃发展态势。此外，预计 2025 年，社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场规模将达到 164 亿元，2028 年中国楼宇自控系统市场规模将达到 17,770.64 亿元。

**● 自主研发 KNX 协议栈，扩产新增 53 万台智能家居产品**

KNX 是家居和楼宇控制领域的开放式国际标准，能让全球 KNX 会员厂商的产品实现互联互通，形成整个智能化系统的统一管理和集中控制，具有更高的可靠性、稳定性。视声智能自主开发了 3 个 KNX 协议栈，是拥有 KNX 认证协议栈数量最多的中国公司，也是第一家通过 KNX 安全协议栈认证的中国公司。截至 2023 年 6 月，公司拥有 197 项专利，其中 28 项发明专利，共有研发人员 143 人，占比 30.43%。募投项目“视声智能化产业园建设项目”建成后，可实现年产 53 万台智能家居类产品及 30 万台可视对讲产品的生产能力。

**● 风险提示：**原材料价格上涨风险、汇率波动风险、产品和技术更新及替代风险、其他风险详见第 32 页标注。<sup>1</sup>

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	228	232	236	326	386
YOY(%)	30.2	1.7	2.0	37.9	18.5
归母净利润(百万元)	26	34	39	53	67
YOY(%)	30.9	32.1	13.6	35.9	26.6
毛利率(%)	37.3	43.5	47.8	50.9	51.6
净利率(%)	11.3	14.7	16.4	16.1	17.2
ROE(%)	31.9	29.8	25.3	26.4	25.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.67	0.76	1.04	1.31
P/E(倍)	27.0	20.4	18.0	13.2	10.5
P/B(倍)	8.6	6.1	4.6	3.5	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 看点：聚焦建筑智能化，拥有 3 个自主研发 KNX 协议栈.....	4
1.1、 研发：自主开发 KNX 协议栈、工程管理平台等一系列核心技术.....	4
1.2、 客户：与大型电气化集团合作稳定，2022 年在手订单 4602.70 万元.....	6
1.3、 募投：扩产新增 53 万台智能家居产品，达产后实现营收 3.5 亿元.....	8
2、 行业：智能家居发展提速，2022-2026 年 CAGR 达 15.36%.....	10
2.1、 市场：我国智能家居市场规模扩大，预计 2026 年突破 2500 亿元.....	10
<b>2.2、 地位：产品获多项国际奖项，2022 年智能家居产品毛利率超 60%</b> .....	15
3、 公司：产品基于 KNX 技术，为多个大型项目实现智能化.....	18
3.1、 发展历程：深耕空间智能化领域，已为海内外众多建筑实现智能化.....	18
3.2、 业务：智能家居系统产品链条丰富，2022 年占比增至 48.86%.....	18
3.3、 财务：2023 年实现营收 2.36 亿元，归母净利润 3904.98 万元.....	28
4、 盈利预测与投资建议.....	30
5、 风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31

## 图表目录

图 1： 经过多年的发展，公司已成为 KNX 中国用户组织委员会理事会单位.....	4
图 2： KNX 原理示意.....	5
图 3： 核心技术产品收入占比逐年升高，2022 年占比达 71.84%.....	6
图 4： 视声智能非自有品牌销售主要采用 ODM 模式.....	8
图 5： 智能家居行业产业链一览.....	10
图 6： 2026 年全球智能家居市场收入规模预计达 1,952 亿美元.....	11
图 7： 预计 2026 年我国智能家居市场收入规模突破 2,500 亿元.....	11
图 8： 智慧建筑是为用户提供高效、舒适便捷的人性化建筑环境.....	12
图 9： 2020 年全国存量/新增智慧建筑规模分别为 3,146 亿元、2,590 亿元.....	12
图 10： 2028 年中国楼宇自控系统市场规模预计达 17,770.64 亿元.....	13
图 11： 2021 年我国安防行业总产值突破 9,000 亿元.....	13
图 12： 楼宇可视对讲产业链一览.....	14
图 13： 预计 2025 年中国社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场规模达 164 亿元.....	14
图 14： 预计 2025 年智能楼宇对讲与人脸识别门禁占比 AI+安防软硬件市场 28.6%.....	15
图 15： 视声智能控股股东、实际控制人为朱湘军.....	18
图 16： 公司主营业务收入的构成保持稳定（万元）.....	21
图 17： 智能家居产品占主营业务收入的比重逐年提高.....	21
图 18： 2020-2022 年，视声智能境外销售收入持续增长.....	23
图 19： 2022 年欧洲地区销售收入 4471.68 万元.....	23
图 20： 2023 年实现营收 2.36 亿元.....	28
图 21： 2023 年实现归母净利润 3904.98 万元.....	28
图 22： 2022 年综合毛利率为 43.46%.....	29
图 23： 2023H1 智能家居产品毛利率为 61.89%.....	29
图 24： 2022 年期间费用率为 29.11%.....	29
图 25： 2022 年净利率为 14.71%.....	29

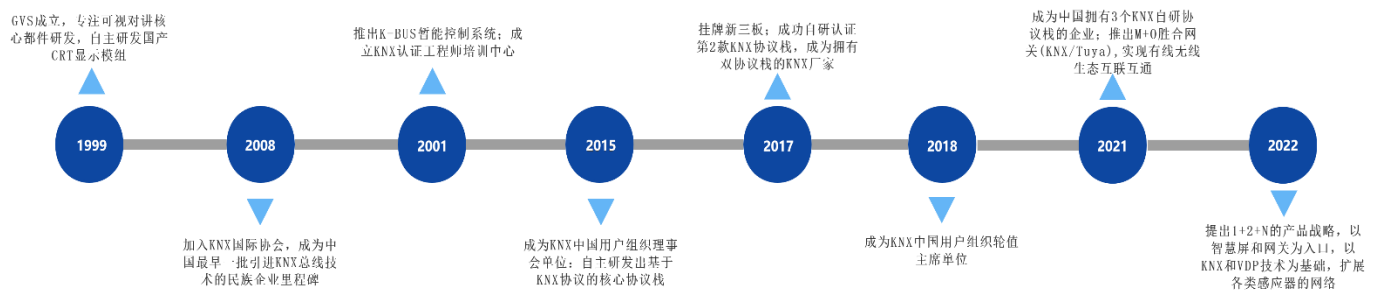
表 1: 2020-2022 年, 视声智前五大客户收入占比分别为 38.41%、35.22%和 28.32%.....	6
表 2: 2019-2022 年在手订单金额呈上升趋势(单位: 万元) .....	7
表 3: 拟投入募集资金 15000 万元, 7784.44 万元拟用于视声智能化产业园建设项目 .....	9
表 4: 项目达产后正常年份可实现营业收入为 35,336.50 万元.....	9
表 5: 视声智能目前选取安居宝、狄耐克、雷特科技等为同行业可比公司 .....	15
表 6: 视声智能的智能家居产品毛利率高于同行业可比公司.....	16
表 7: 智能家居主要涵盖智能屏、智能面板等产品 .....	18
表 8: 可视对讲包括门口机、室内机及中间设备 .....	20
表 9: 公司液晶显示屏及模组产品主要应用在智能家居、安防/门禁等领域.....	20
表 10: 2022 年智能家居产能利用率大幅上升(单位: 个) .....	22
表 11: 2022 年智能家居产品毛利率上升, 可视对讲产品毛利率整体波动较小 .....	23
表 12: 视声智能智能建筑项目主要包括北京故宫文化资产数字化应用研究所、北京大兴国际机场等 .....	24
表 13: 视声智能轨道交通项目主要包括广州地铁、梅州西高铁站等 .....	26
表 14: 视声智能智能家居项目主要包括广州珠江金茂府、广州天河金茂广场、宁波帝宝 TheRiverOne 豪宅等.....	26
表 15: 视声智能智慧酒店项目主要包括希腊雅典君悦酒店、阿布扎比费尔蒙度假酒店等 .....	27
表 16: 视声智能智慧医疗项目主要包括弥勒市工业园区集中隔离点等.....	28
表 17: 视声智能可比公司 PE 2023 均值为 31.84.....	30

## 1、看点：聚焦建筑智能化，拥有3个自主研发KNX协议栈

视声智能是一家为客户提供智能家居系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案的国家高新技术企业及广州市科技小巨人企业。主要产品分为智能家居产品、可视对讲产品、液晶显示屏及模组三大类。在此基础上，还可以根据客户的实际需求为客户提供智能化解决方案，将智能家居及可视对讲的软、硬件产品与云平台、App等系统进行组合。

视声智能成立于1999年，是中国最早一批从事建筑智能化的企业，在空间智能化领域持续深耕，为全球高端住宅及商业空间提供一体化的解决方案。2019年被广州市企业联合会、广州市企业家协会、广州工业经济联合会联合授予“广州品牌百强企业”称号。公司还是广东省、市级智能家居工程技术研究中心，广东省博士后创新实践基地。拥有3个自主研发的KNX协议栈，是KNX应用工程师认证培训中心，也是KNX中国用户组织委员会理事会单位与中国智能家居产业联盟会员单位。

图1：经过多年的发展，公司已成为KNX中国用户组织委员会理事会单位

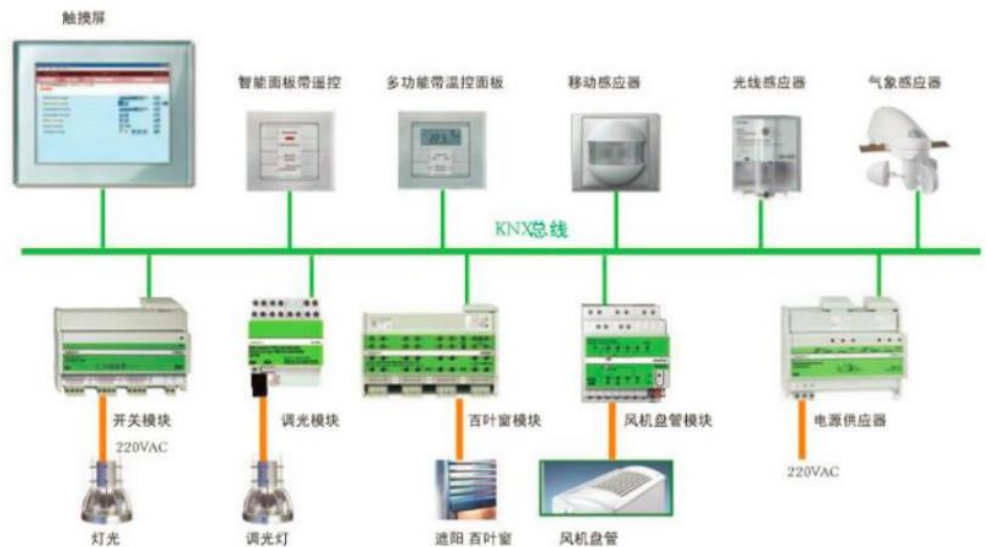


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.1、研发：自主开发KNX协议栈、工程管理平台等一系列核心技术

目前智能家居主流通信协议有KNX、Zigbee、WiFi、蓝牙、RS485等，KNX技术已经有超过30年历史，具备更高的稳定性、可应用空间大，覆盖在各种商业建筑和住宅的智能化控制领域，特别是机场、高铁站、体育馆、地铁等大型楼宇建筑上。该技术的标准化不仅能让全球KNX会员厂商的产品实现互联互通，而且也能通过市场上丰富的协议网关来实现与第三方系统或平台的集成，形成整个智能化系统的统一管理和集中控制。KNX进入中国二十年，已应用于私人高端别墅上海汤臣一品、佘山世茂，大型的体育场馆鸟巢、水立方，全球最大的单体建筑北京大兴国际机场等诸多项目上。KNX(国际)协会有来自全球的500个会员、8,000个KNX认证产品、114,766个KNX合作伙伴，项目遍及190个国家。

视声智能紧跟智能家居行业的技术发展趋势，较早将欧洲KNX技术引入中国，深耕KNX相关领域，具备通讯协议、硬件、软件、平台等开发能力，自主开发了3个KNX协议栈，是拥有KNX认证协议栈数量最多的中国公司，也是第一家通过KNX安全协议栈认证的中国公司。同时，针对KNX技术在设备成本及灵活性方面存在的劣势，公司创新性地将KNX系统与涂鸦Zigbee打通，实现Zigbee平台能管理KNX设备，同时Zigbee子设备也可以控制KNX设备，以达到控制系统中有线和无线的互联互通的目的。

**图2：KNX 原理示意**


资料来源：智能 HeadLine 公众号

公司在 KNX 技术基础上自主创新开发出 K-BUS 智能总线控制系统，系统完美兼容互通 KNX 协议，具有稳定、功能强大、节能、开放、兼容、性价比高等特点，符合国际与国家技术标准；公司目前已开发出多款智能产品，可以满足机场照明、赛事体育馆，别墅与智能家居等各种场所的智能应用需求。另外，为了满足用户在系统安全方面的需求，2021 年视声智能成功通过 KNX 安全协议栈认证，可提供 IP 安全和数据安全双重保护，在安全技术实力上位居行业前列，从而使公司相较同行可以开发出功能更丰富的产品，并保证数据链路的安全。截至 2023 年 7 月，公司已累计推出 22 款 KNX 安全产品，涵盖智慧屏、面板，到执行器、传感器等，全部采用 KNX 安全加密通讯协议，给予用户更高的安全保障。

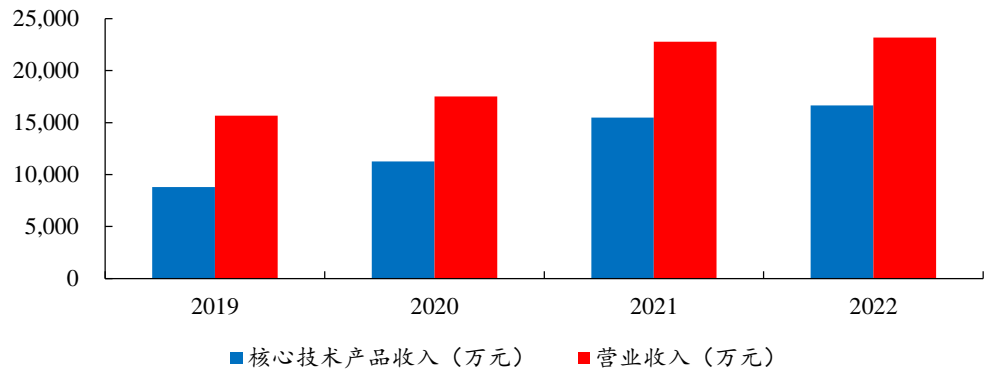
2014 年视声智能成为 KNX 中国用户组织委员会的 8 个理事会成员之一。同为理事会成员的还有 ABB、海格、施耐德、西门子和罗格朗等全球大型电气化集团。公司还是 KNX 应用工程师认证培训中心，拥有十位经过 KNX 国际协会总部认证的 KNX 培训导师，持续为 KNX 领域输出专业人才。

目前可视对讲技术主要有传统模拟可视对讲技术、数字化可视对讲技术、云对讲与网络安全技术和人工智能与物联网技术。视声智能自 2014 年起致力于数字可视对讲系统的开发，实现了数字化视频、音频和数据的处理和传输；并将云对讲、人工智能和网络安全等先进技术应用在产品中。云对讲技术使可视对讲系统具有更好的可扩展性和灵活性，可以为用户提供更加人性化、高效化、便捷化的服务；人工智能技术使可视对讲系统更加智能化，具备人脸识别、语音识别、智能推荐等功能，提高了用户的使用体验。同时，公司注重网络安全技术的应用，采用多重加密技术、身份鉴别、访问控制，安全审计等措施。公司以标准 SIP 协议开发的可视对讲产品可与其他基于标准 SIP 协议开发的各产品兼容与互联，实现与智能家居产品的融合，具有更高的开放性。

截至 2023 年 6 月 30 日，公司及核心技术人员参与起草国际标准 1 项、国家标准 6 项及团体标准 1 项。公司目前拥有 197 项专利，其中 28 项发明专利，另有 35 项发明专利处于在申请阶段。共有研发人员 143 人，占员工总人数的 30.43%。2020-2022 年，研发费用分别为 1446.95 万元、2107.75 万元和 2323.25 万元。核心技术产

品收入占比逐年升高,2022年占比达71.84%。公司在智能家居业务的研发投入较大,在智能家居产品方面具有较强的技术积累,如智能面板产品具备自动化控温、智能唤醒等功能,具有较高的技术附加值。以自主研发与技术创新为重点,开发了包括KNX协议栈、工程管理平台、数字IP音视频对讲系统和两线可视对讲系统等一系列核心技术。

**图3: 核心技术产品收入占比逐年升高, 2022年占比达71.84%**



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

## 1.2、客户: 与大型电气化集团合作稳定, 2022年在手订单4602.70万元

2020-2022年, 视声智能向前五大客户销售金额分别为6723.55万元, 8027.25万元, 6563.09万元, 收入占比分别为38.41%、35.22%和28.32%。前五大客户主要为大型电气设备企业, 公司已与这些厂商形成了较为稳定的合作关系, 同时各个厂商的销售占比不超过15%, 未对单一厂商形成重大依赖。

**表1: 2020-2022年, 视声智前五大客户收入占比分别为38.41%、35.22%和28.32%**

序号	客户	销售金额(单位: 万元)	年度销售额占比 (%)
		元	(%)
2022			
1	厦门 ABB 智能科技有限公司	1653.79	7.14
2	珠海进田电子科技有限公司	1421.05	6.13
3	欧蒙特电子(惠州)有限公司	1377.32	5.94
4	BoschThermotechnologyCorp.	1258.00	5.43
5	瑞思特智能科技(天津)有限公司	852.94	3.68
	合计	6563.09	28.32
2021			
	珠海进田电子科技有限公司、温州		
1	田润电子科技有限公司、广东清匠 电器科技有限公司	2625.58	11.52
2	厦门 ABB 智能科技有限公司	2098.35	9.21
3	AUDIOELEKTRONIKANONIMSIR KETI	1287.25	5.65
4	欧蒙特电子(惠州)有限公司	11,07.47	4.86
5	瑞思特智能科技(天津)有限公司	908.60	3.98

序号	客户	销售金额(单位:万元)	年度销售额占比(%)
	合计	8027.25	35.22
2020			
1	珠海进田电子科技有限公司、温州田润电子科技有限公司、广东清匠电器科技有限公司	2237.80	12.78
2	厦门 ABB 智能科技有限公司	1887.88	10.79
3	罗格朗智能电气(惠州)有限公司	1170.11	6.68
4	瑞思特智能科技(天津)有限公司	929.08	5.31
5	欧蒙特电子(惠州)有限公司	498.68	2.85
	合计	6723.55	38.41

数据来源:公司招股书、开源证券研究所

视声智能家产品客户类型主要为大型电气化集团,公司与博世、罗格朗、施耐德、西门子等合作稳定,销售金额总体呈上升趋势。2021-2022年,主要智能家居客户除罗格朗因中标项目排期安排收入下降外,西门子、施耐德、博世,均实现了较大幅度的增长,较2021年收入增长分别为602.56万元、558.58万元、399.96万元,增长率分别为277.10%、232.97%和46.61%。

公司可视对讲产品面对的客户类型主要为大型电器及楼宇对讲产品生产厂商,主要客户厦门 ABB 智能科技有限公司为 ABB 集团的下属企业,是 ABB 集团全球范围内唯一的智能楼宇对讲产品的生产和研发基地,在可视对讲市场具有较大的市场份额。2020-2022年合作稳定,销售金额分别为1732.58万元、2020.97万元和1647.14万元,占比32.76%、30.77%和28.47%。其他主要客户瑞思特、特思、华鹰和 BOTECH 等为建筑智能化系统集成商和可视对讲产品的生产商。

液晶显示屏及模组产品主要客户为相关电子电器产品生产厂商。公司主要客户为珠海进田电子科技有限公司及其同一控制下的其它企业,及欧蒙特、SIMARAN 等对讲系统、控制器等电子商品的生产商、集成商。

视声智能在手订单总额自2020年开始呈现上升趋势,2019-2022年在手订单金额分别为1636.95万元、2936.49万元、3452.08万元和4602.70万元。主要客户与公司具有较强的合作黏性,合作稳定性较高,持续性较强。截至2023年5月,厦门 ABB 智能科技有限公司在手订单金额为272.65万元,较2022年末增长55.45%。珠海进田电子科技有限公司及相关公司在手订单金额为155.17万元,较2022年末增长148.03%。

**表2: 2019-2022年在手订单金额呈上升趋势(单位:万元)**

客户名称	2019	2020	2021	2022
厦门 ABB 智能科技有限公司	260.23	253.88	189.34	245.61
罗格朗智能电气(惠州)有限公司	22.44	54.13	34.11	98.33
BoschThermotechnologyCorp.	-	129.91	438.48	732.28
施耐德电气(中国)有限公司	-	-	63.54	153.28
SiemensSchweizAG	-	7.40	80.55	121.97
瑞思特智能科技(天津)有限公司	-	138.32	4.03	90.91

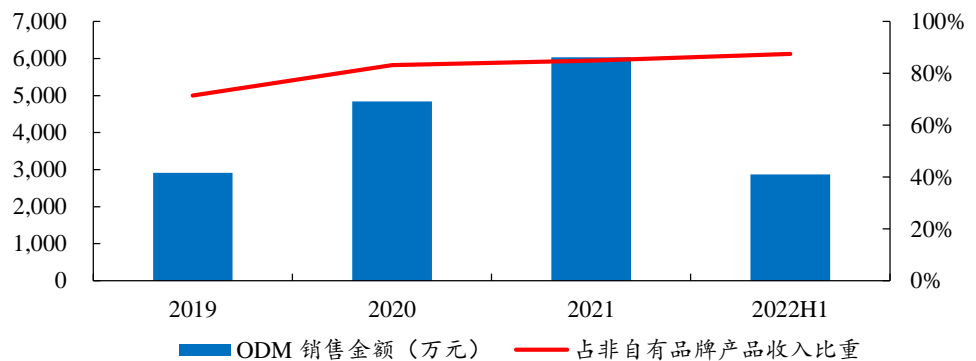
客户名称	2019	2020	2021	2022
司				
BOTECHGORUNTUGUVENLIK SIST.SAN.VETIC.LTD.STI.	99.60	70.51	-	-
特思智能楼宇科技（上海）有限 公司	-	-	-	-
TELECTRISA,S.L.	-	-	-	-
合计	382.27	654.15	810.05	1,442.38
公司在手订单总计	1,636.95	2,936.49	3,452.08	4,602.70
占比	23.35%	22.28%	23.47%	31.34%

数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

公司积极拓展海外市场,2022年度境外主要客户 TEKNIKSATGROUP、AVEspa、TELECTRISA,S.L.的销售额分别为 362.01 万元、263.36 万元、221.48 万元,较 2021 年度分别增长 55.61%、8,485.39%、30.26%。公司对罗格朗、博世、西门子等大客户在智能家居业务方面的合作趋于稳定,销售金额持续上升。TEKNIKSATGROUP、TELECTRISA,S.L.和 AVEspa 处于境外,新房装修与旧房改造具有较大的市场空间,因此产品主要应用于楼宇可视对讲的采购额维持增长趋势。

2019-2022H1,视声智能 ODM 销售金额分别为 2908.85 万元、4845.34 万元、6033.63 万元和 2870.70 万元,占非自有品牌产品收入的比重分别为 71.41%、83.18%、84.96%和 87.55%,非自有品牌销售主要采用 ODM 模式

**图4：视声智能非自有品牌销售主要采用 ODM 模式**



数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

视声智能 ODM 主要客户为 ABB、罗格朗、博世、西门子、瑞思特、施耐德等,有多年合作经验,公司与厦门 ABB 智能科技有限公司至今已合作十余年。其余主要 ODM 客户开始合作时间也较早,具有较长的合作关系。与 ABB、罗格朗、博世、施耐德等均签署了框架协议,双方具有长期合作意向。公司向 ODM 主要客户销售总额呈现上升趋势。ODM 客户在手订单总额自 2020 年开始呈现上升趋势,拥有一定的业务储备,ODM 业务具有可持续性。新增 ODM 主要客户施耐德和西门子,自 2021 年起采购量逐渐增长。公司既有长期合作稳定的 ODM 客户,又有不断新增的 ODM 客户,ODM 业务具有可持续性。

### 1.3、募投：扩产新增 53 万台智能家居产品，达产后实现营收 3.5 亿元

视声智能拟投入募集资金 15000 万元，7784.44 万元拟用于视声智能化产业园建设项目，拟充分利用公司自主研发的工艺技术，通过购置先进的生产设备、辅助设备及办公设备等，建设智能家居类产品及可视对讲类产品生产线；3215.56 万元拟用于研发中心建设项目，拟开展“KNXIoT 物联网技术项目”、“PLC 电力载波系统与 KNX 系统融合项目”、“SIP 可视对讲系统项目”、“KNX 物联网智慧交付系统项目”、“智能中控管理平台项目”和“生产管理系统项目”共 6 个课题的研发工作。

**表3：拟投入募集资金 15000 万元，7784.44 万元拟用于视声智能化产业园建设项目**

序号	项目名称	投资总额（万元）	使用募集资金（万元）
1	视声智能化产业园建设项目	7784.44	7784.44
2	研发中心建设项目	3215.56	3215.56
3	补充流动资金	4000.00	4000.00
	合计	15000.00	15000.00

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

视声智能化产业园建设项目建成后，可实现年产 53 万台智能家居类产品及 30 万台可视对讲产品的生产能力。项目建设期为 2 年，预计 2027 年达产，项目达产后正常年份可实现营业收入为 3.53 亿元，年利润总额为 5,533.04 万元。

**表4：项目达产后正常年份可实现营业收入为 35,336.50 万元**

产品名称	数量（台/年）	单价（元/台，不含税）	销售收入（万元）
智能家居	530000		27343
其中：智能屏	80000	1019	8152
智能面板	100000	328	3280
执行器	180000	515	9270
传感器	80000	322	2576
系统设备及网关	60000	578	3468
输入设备	30000	199	597
可视对讲	300000		7993.50
其中：门口机	50000	521	2605
室内机	200000	244.50	4890
中间设备	50000	99.70	498.50
合计	830000		35336.50

数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

## 2、行业：智能家居发展提速，2022-2026年CAGR达15.36%

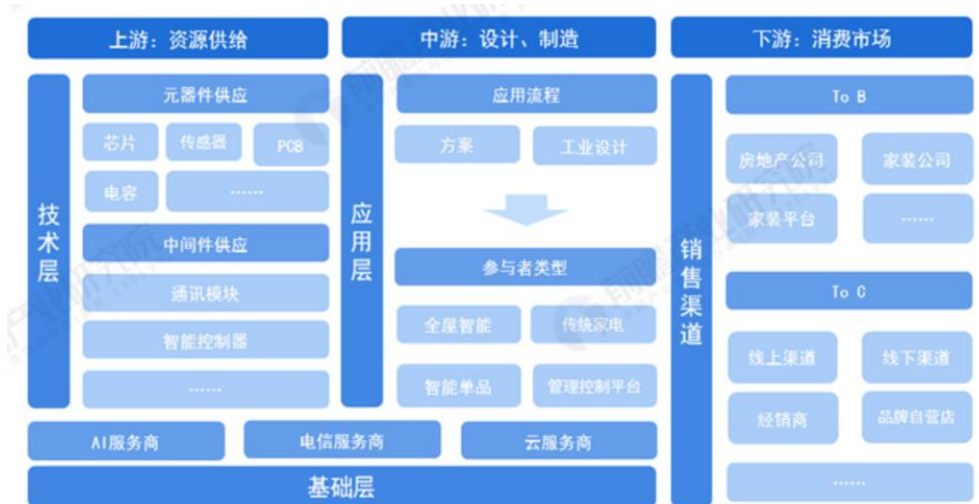
### 2.1、市场：我国智能家居市场规模扩大，预计2026年突破2500亿元

#### ➤ 智能家居

**智能家居**是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统，使家居设备具有集中管理、远程控制、互联互通、自主学习等功能，实现家庭环境管理、安全防卫、信息交流、消费服务、影音娱乐与家居生活有机结合，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境。在各项技术不断发展的赋能下，智能家居产品形态不断革新，市场发展迅速。目前根据类型的不同，智能家居主要可分为**控制和连接、智能家电、家庭安全监控、家庭娱乐、智能照明及能源管理**六大领域。

智能家居行业上游主要涉及技术层，包括元器件工业和中间件供应，其中元器件供应又包括芯片、传感器、PCB和电容等；中间件供应主要包括通讯模块、智能控制器等；此外，行业上游还涉及基础层，包括AI技术、电信和云服务，而基础层也贯穿上游和中游；智能家居的中游主要是智能家居设备制造和方案设计，参与者类型包括全屋智能解决商、传统家电厂商、智能单品制造商和管理控制平台厂商；而下游消费市场可细分为ToB端和ToC端，ToB端涉及房地产公司、家装公司等；而ToC端既包括线上渠道也包括线下渠道。

图5：智能家居行业产业链一览



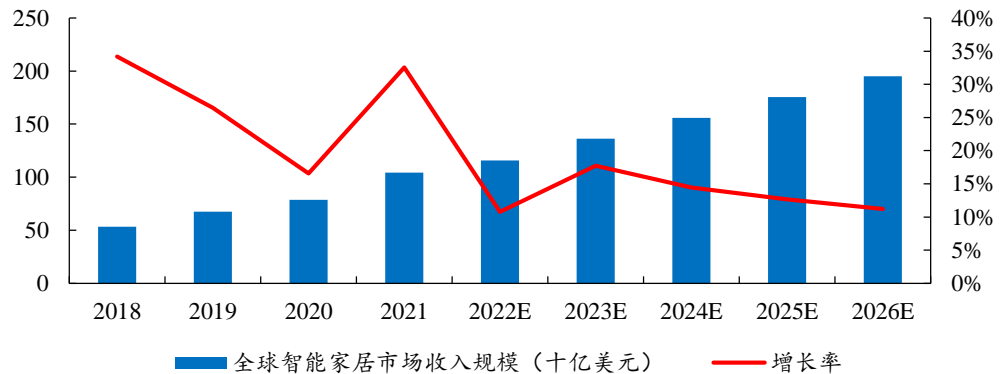
资料来源：前瞻产业研究院

智能家居通过互联网技术实现设备之间的联动和远程控制，从而实现智能化、便捷化的家居生活。随着5G、人工智能以及物联网的快速发展与应用，智能家居从单品智能朝着智能互联、全屋智能阶段进化。

据 Statista 调查数据统计，2018-2021年，全球智能家居市场规模逐年提高，2021年全球智能家居市场收入规模达1,044.20亿美元，同比增长32.56%。预计2022至2026年，年均复合增长率达13.97%，预测2026年全球智能家居市场收入规模将达到1,952亿美元。2017-2021年，全球拥有智能家居设备的家庭数量不断增长，2021年达2.63亿户，渗透率达12.31%。预测到2025年，全球拥有智能家居设备的家庭

数量将达 4.94 亿户，渗透率将超过 20%。

**图6：2026 年全球智能家居市场收入规模预计达 1,952 亿美元**

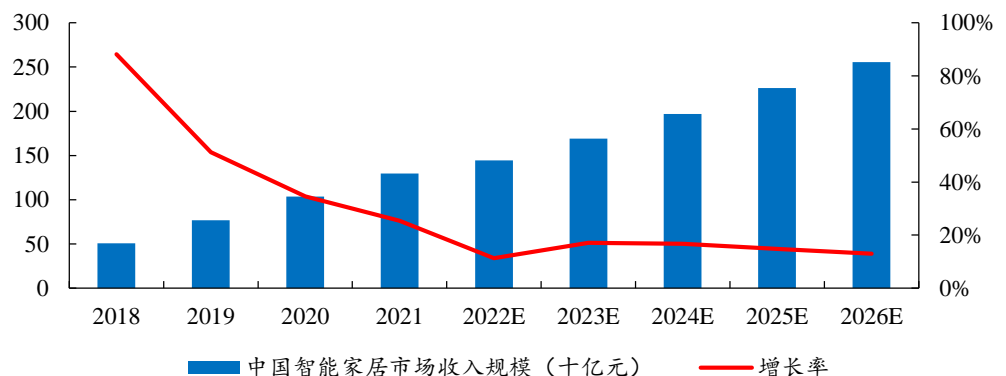


数据来源：Statista、公司招股书、开源证券研究所

我国智能家居市场起步较晚，目前智能家居产品在国内的推广及普及率低于欧美等发达国家。据 Statista 调查数据显示，全球范围内，2021 年智能家居产品的普及率最高的三个国家是美国、英国、韩国，约达到 40% 的比例，远高于我国 14.5% 的普及率。伴随智能家居行业的迅速发展，市场寻求产品差异化，增强核心竞争力，提高产品附加值，拔高项目整体魅力成为未来发展趋势。

据 Statista 统计数据显示，2018-2021 年，我国智能家居市场规模逐年提高。2021 年我国智能家居市场收入规模达 1,297 亿元，同比增长 25.45%。预计 2022 至 2026 年，年均复合增长率达 15.36%，预测 2026 年我国智能家居市场收入规模将突破 2,500 亿元，智能家居市场展现蓬勃发展态势。

**图7：预计 2026 年我国智能家居市场收入规模突破 2,500 亿元**



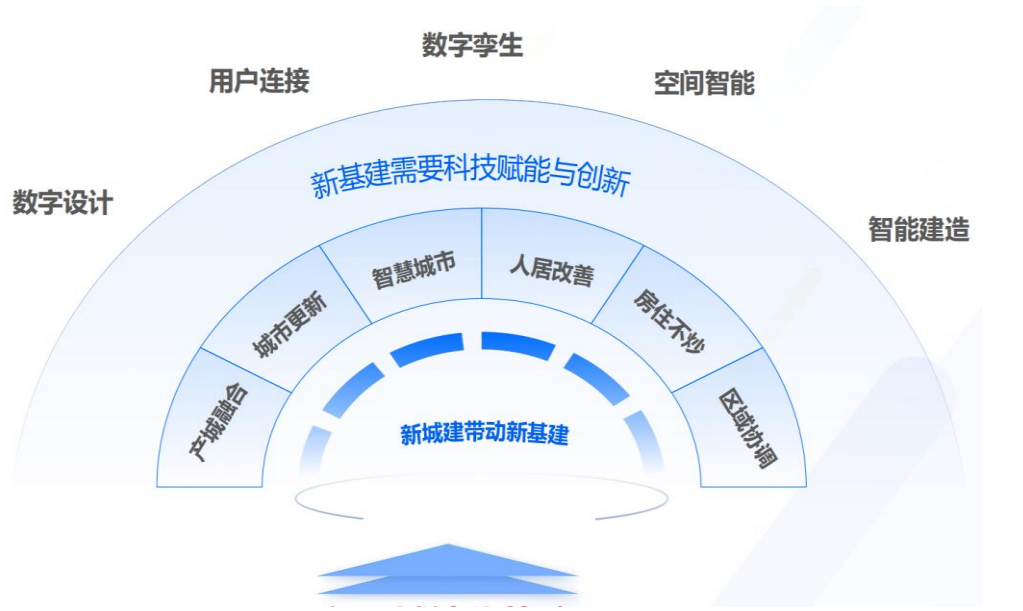
数据来源：Statista、公司招股书、开源证券研究所

### ➤ 智慧建筑

**智慧建筑**是指根据用户的需求，将建筑结构、系统、服务和管理进行优化组合，为用户提供高效、舒适便捷的人性化建筑环境。智慧建筑包含一个复杂的控制系统，用于控制建筑操作，例如通风、空调、供暖、照明和其他系统，由传感器、执行器和微芯片组成，依据建筑作为平台，整合并优化组合各种工程、建筑设备及服务，进而实现建筑设备、基础设施、办公和通信的自动化。能够降低运营成本、提供租户管理、安全管理和建筑性能管理的功能，满足建筑资产管理者和使用者的需求，高度融合

智能、安全、舒适、节能的特点。随着物联网时代到来，高端住宅智能化，可以有效提升住宅的舒适性、便利性等，为用户提供更加优质的居住体验未来城市更新会更加的注重从量到质的变化，未来城市更新是高效化、智能化和可持续化。

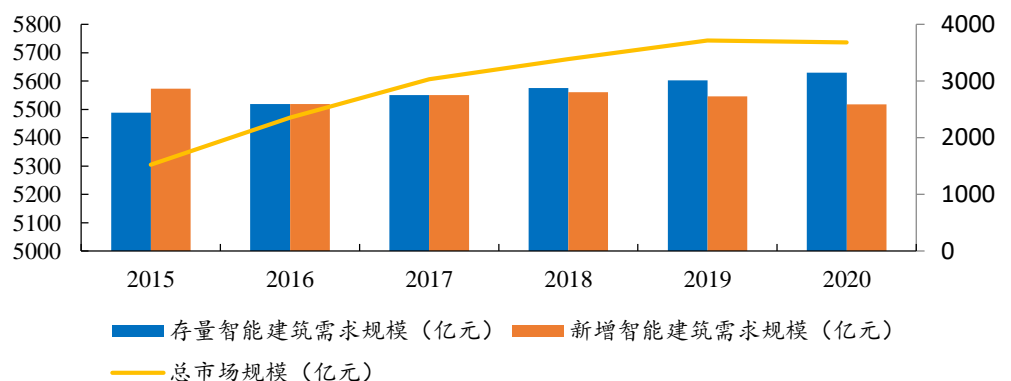
**图8：智慧建筑是为用户提供高效、舒适便捷的人性化建筑环境**



资料来源：腾讯《智慧建筑与不动产行业解决方案》

根据 FortuneBusinessInsights 数据，2021 年，全球智慧建筑市场规模为 676.0 亿美元。预计 2022 年至 2029 年将从 806.20 亿美元增长到 3,286.20 亿美元，年均复合增长率为 22.23%。根据中投产业研究院数据，2015-2020 年，中国智慧建筑市场需求规模总体呈波动增长态势，根据存量/新增面积、智能化比例以及单位面积改造成本，测算存量与新增建筑（公共建筑、住宅建筑与工业建筑）智能化市场规模，得出 2020 年，全国存量智慧建筑投资规模为 3,146 亿元，新增智慧建筑市场需求规模为 2,590 亿元，总市场规模为 5,736 亿元。

**图9：2020 年全国存量/新增智慧建筑规模分别为 3,146 亿元、2,590 亿元**

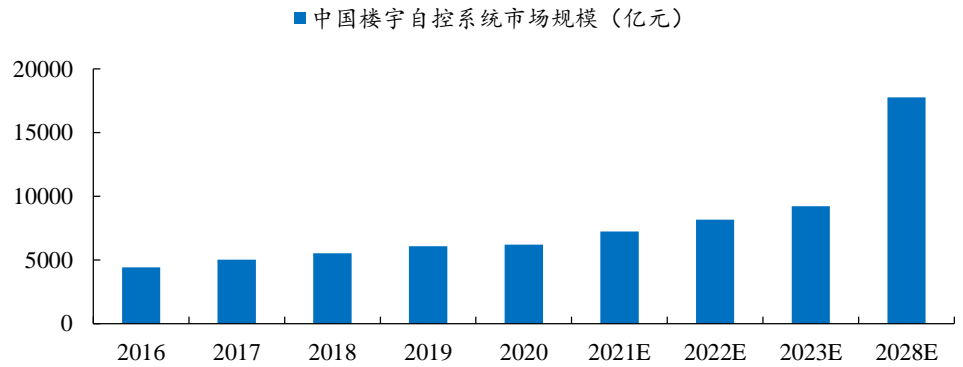


数据来源：中投产业研究院、公司招股书、开源证券研究所

智慧建筑的核心与基石是楼宇自控系统。楼宇自控系统是通过计算机智能系统实现对建筑全面的控制，它是在物联网技术的基础上通过信息技术连接建筑内的各种电气设备、门窗、燃气和安全防控系统。我国楼宇自控行业发展起步较晚，当前楼

楼宇自控市场需求主要分为两个市场，其一为存量市场改造，其二是新增市场的楼宇智能化。据 Barnes Reports 统计数据显示，我国楼宇自控系统市场规模从 2016 年的 4,424.93 亿元增长至 2020 年的 6,215.68 亿元，年复合增长率为 8.87%。预计到 2028 年中国楼宇自控系统市场规模将达到 17,770.64 亿元。

**图10：2028年中国楼宇自控系统市场规模预计达17,770.64亿元**



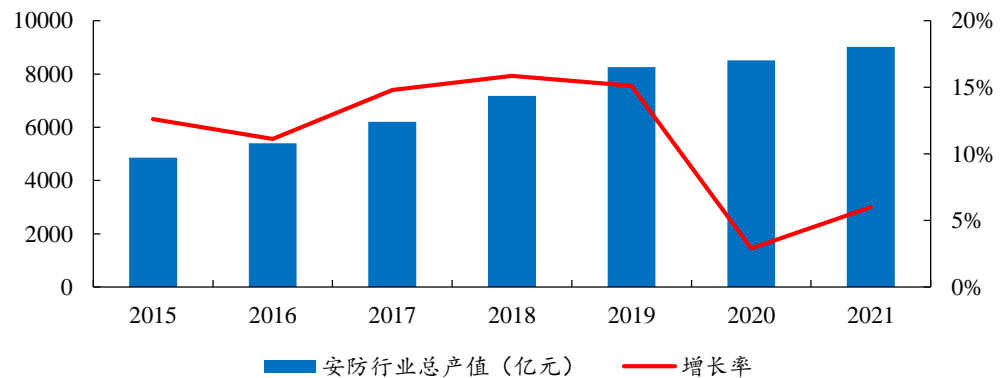
数据来源：Barnes Reports、公司招股书、开源证券研究所

### ➤ 安防行业

**安防行业**是利用视频监控、出入口控制、实体防护、违禁品安检、入侵报警等技术手段以及新一代信息技术，防范应对各类风险和挑战，构建立体化社会治安防控体系、维护国家安全及社会稳定的安全保障性行业。2012年，国内 AI 技术涌入安防行业，2018年 AI+安防行业快速落地，科技赋能安防，自此，安防行业进入智能化时代。安防系统从之前简单的人防系统、物防系统升级为现在的由人防系统、物防系统、技防系统和管理系统联合构造的一个特大型、完整的安全技术防范系统。根据安防行业的发展趋势，安防产品和运营也纷纷使用生物识别、人工智能、大数据、云计算等先进技术，使安防行业走上智能化发展的道路。

近年来，伴随着我国城镇化的加快以及国家政策的大力支持，我国安防产业保持快速发展的态势。政府、企业及居民均对安防提出了新的要求，同时，我国安防应用领域广阔，涉及公共安全、交通运输、商业建筑、教育、医疗及家庭等场景，影响范围十分广泛。据 CPS 中安网数据统计，2015-2021年，我国安防行业总产值不断增加，2021年突破 9,000 亿元。

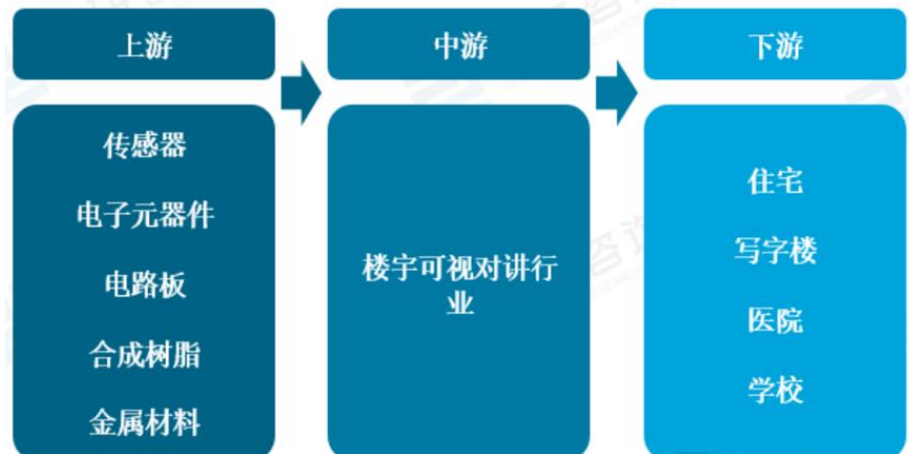
**图11：2021年我国安防行业总产值突破9,000亿元**



数据来源：CPS 中安网、公司招股书、开源证券研究所

楼宇可视对讲行业上游为产品设备的原材料供给行业，包括传感器、电子元器件、电路板、合成树脂以及金属材料等，上游行业为楼宇可视对讲产品提供生产所需的材料供给，保障楼宇可视对讲产品的正常生产运行。产业链下游主要以房地产市场为主，包括住宅、写字楼、医院、学校等建筑。

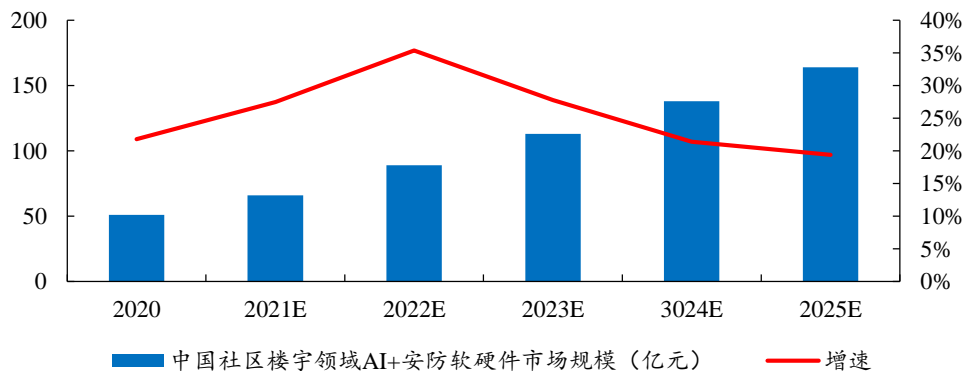
图12：楼宇可视对讲产业链一览



资料来源：智研咨询

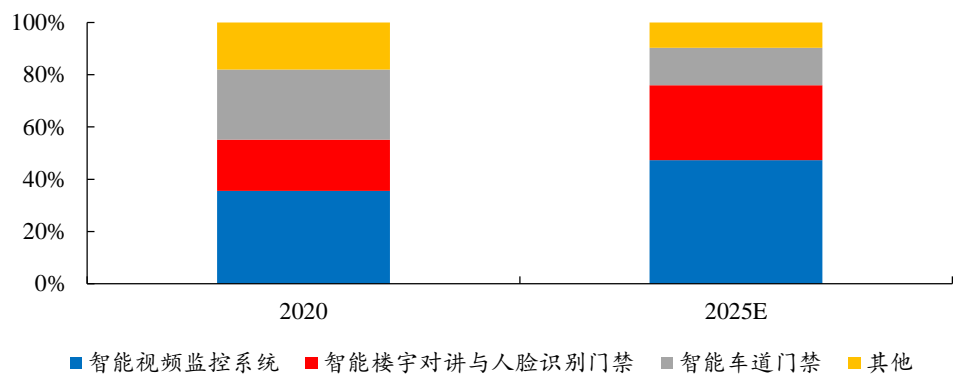
我国社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场持续增长，艾瑞咨询调查数据显示，2020 年中国社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场规模达到 51 亿元，预计到 2025 年，其市场规模将达到 164 亿元。

图13：预计 2025 年中国社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场规模达 164 亿元



数据来源：艾瑞咨询、公司招股书、开源证券研究所

楼宇对讲作为家庭与社区联通的端口，将家庭智慧化与社区智能紧密相连，在社区楼宇领域 AI+安防领域占据较大比重，据艾瑞咨询调查数据显示，2020 年智能楼宇对讲与人脸识别门禁在中国社区楼宇领域 AI+安防软硬件市场细分领域中位居第二，占比 19.6%，预计未来其市场占比将扩大，2025 年达到 28.6%。随着智能家居配套技术的不断成熟和产品化，楼宇对讲将在其功能上实现与智能家居系统更加深入的合作，智能家居市场的扩大将持续拉动楼宇对讲需求的增长。

**图14：预计 2025 年智能楼宇对讲与人脸识别门禁占比 AI+安防软硬件市场 28.6%**


数据来源：艾瑞咨询、公司招股书、开源证券研究所

## 2.2、地位：产品获多项国际奖项，2022 年智能家居产品毛利率超 60%

视声智能经过多年在智能家居、智慧建筑和安防行业的深耕，积累了丰富的行业设计、生产经营、客户服务等方面的经验，产品基于 KNX、RS-485、ZigBee 等通信协议标准，综合物联网、云计算和人工智能等技术，对空间场所内的设备进行系统化集中管理及交互，应用场景覆盖智能家居、智慧建筑、智慧医疗、轨道交通、智慧酒店等领域。为客户提供集产品研发、系统方案设计、生产、销售及服务于一体的整体解决方案，具备较强的技术创新能力。公司目前拥有 197 项专利，其中 28 项发明专利，另有 35 项发明专利处于在申请阶段，具备较强的技术研发能力，并参与起草多项国家标准。

视声智能为国家高新技术企业，广州市科技小巨人企业，2019 年被广州市企业联合会、广州市企业家协会、广州工业经济联合会联合授予“广州品牌百强企业”称号。还是广东省、市级智能家居工程技术研究中心，广东省博士后创新实践基地。拥有 3 个自主研发的 KNX 协议栈，是 KNX 应用工程师认证培训中心，也是 KNX 中国用户组织委员会理事会单位与中国智能家居产业联盟会员单位。

此外，公司产品“华尔兹智能面板”2021 年斩获美国 IDA 国际设计金奖、鼎智奖·智能家居创新产品奖等多项荣誉，“臻系列智能触控屏 Z10”荣获鼎智奖·2020 年度智能家居创新产品；“希腊雅典君悦酒店”荣获 2020 年第三届 KNX 中国应用奖-国际奖，“广州地铁 21 号线”获得 2020 年第三届 KNX 中国应用奖-公共奖提名。

视声智能已在业内形成了较高的市场知名度及美誉度，累积了大量优质客户资源，与罗格朗、欧蒙特、博世、西门子、施耐德、霍尼韦尔等海内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。

目前选取安居宝、狄耐克、雷特科技、太川股份、萤石网络为同行业可比公司。

**表5：视声智能目前选取安居宝、狄耐克、雷特科技等为同行业可比公司**

企业名称	主要业务
安居宝	安居宝现已发展成为国内楼宇对讲系统及智能家居系统最重要的集成生产商和系统方案解决提供商之一，集研发、系统方案设计、生产、销售、服务于一体。楼宇对讲系统主要由管理机、控制器、单元门口主机、室内可视分机、信号类产品、电源、网络交换机、智能终端、软件等组成；智能家居系

企业名称	主要业务
	统是以家庭端为核心结合家电控制、家居安防、远程信息交互的一套系统，由智能控制器、智能摄像机、传感器等产品组成。
狄耐克	狄耐克主营楼宇对讲、智能家居等智慧社区安防智能化设备的研发设计、生产制造和销售。主要产品包括数字楼宇对讲产品、模拟楼宇对讲产品、智能开关面板以及智能网关、窗帘导轨电机、信号转发器、智能插座、集中控制器等其他智能家居产品。
雷特科技	雷特科技是一家专注于智能照明控制技术研发与产品创新的国家高新技术企业、广东省“专精特新”中小企业。主营业务为智能电源及LED控制器的研发、生产与销售，致力于成长为面向多元化应用领域的智能照明控制综合方案提供商，为用户提供健康、节能、绿色、环保的人居光环境，以实现“人因照明、节律照明、健康照明”的服务目标及“专注科技创新，提升照明品质，让健康智能光环境成为常态”的企业使命。自主开发了“智能电源”和“LED控制器”两大主要产品线，为客户提供种类齐全、适配性高、品质稳定的全系列产品。同时已开发出智能家居产品，相关产品已实现与国内外主流智能家居云平台相对接，可为客户提供全宅智能化解决方案。
太川股份	太川股份是一家面向楼宇对讲门禁、智能家居等智慧社区领域的产品与解决方案提供商，紧密围绕智慧社区领域，为客户提供集产品研发、系统方案设计、生产、销售及服务于一体的整体解决方案。涵盖智慧楼宇对讲、智能门禁、交互终端、智能光照等较为完善的智能硬件产品体系，并融合接入云平台服务、场景融合及语音控制等以实现一站式智能化的全链路升级，构筑以AIoT为核心的智慧社区领域互联生态圈，形成“产品+平台+运营”的商业模式。
萤石网络	萤石网络致力于挖掘视觉技术的应用价值，始终坚持将视觉技术作为产品的核心特色，围绕视觉能力打造其智能家居产品的差异化优势。针对消费者用户，坚持以视觉交互形式的智能家居产品为基础，通过多元化的增值服务和开放式AI算法切实赋能用户的智慧生活；针对行业客户，发行人聚焦于自身擅长的视觉技术，依托萤石物联云平台，资料来源：开源证券研究所通过开放平台帮助客户推进智能化转型，或协助客户开发面向复杂场景的解决方案

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

视声智能的智能家居产品毛利率高于同行业可比公司，其主要原因如下：客户结构上，公司客户主要为大型电气化集团公司、国外经销商和工程商，且客户较为分散，而同行业公司中太川股份、狄耐克主要客户为大型地产类客户，并且客户相对集中，地产类客户的毛利率显著低于非地产类客户，公司地产类客户较少，并且未将地产类客户作为拓展重点，客户相对分散，客户结构的差异导致智能家居产品的毛利率较高。产品技术水平上，智能家居产品为公司最主要的收入来源，狄耐克、太川股份和安居宝主要产品为可视对讲产品，雷特科技主要为照明类产品，视声智能在智能家居业务的研发投入较大，如智能面板产品具备自动化控温、智能唤醒等功能，具有较高的技术附加值。同时，公司产品采用的为KNX技术，其他同行业公司主要采用无线Zigbee技术和有线的技术，技术的差异也导致毛利率存在差异。

**表6：视声智能的智能家居产品毛利率高于同行业可比公司**

可比公司	2020(%)	2021 (%)	2022(%)
狄耐克	40.86	35.10	35.21
太川股份	35.52	30.42	34.34

可比公司	2020(%)	2021 (%)	2022(%)
安居宝	43.73	32.78	37.03
雷特科技	54.01	42.87	39.65
萤石网络	27.99	29.39	29.84
平均数	40.42	34.11	29.25
视声智能	64.49	56.62	61.43

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

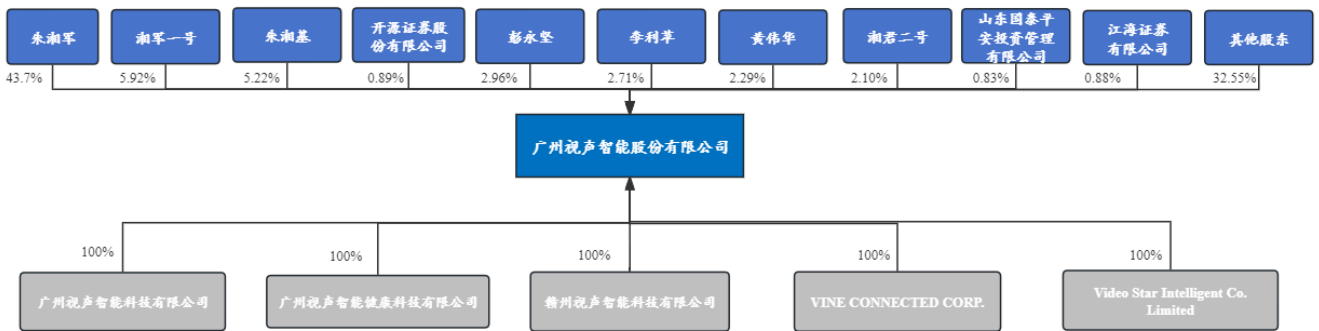
### 3、公司：产品基于 KNX 技术，为多个大型项目实现智能化

#### 3.1、发展历程：深耕空间智能化领域，已为海内外众多建筑实现智能化

视声智能已在全球多个国家及地区建立了经销服务网络，产品基于 KNX、RS-485、ZigBee 等通信协议标准，综合物联网、云计算和人工智能等技术，对空间场所内的设备进行系统化集中管理及交互，已为海内外众多建筑实现智能化，代表项目有：北京大兴国际机场、西昌卫星发射中心、故宫文化资产数字化应用研究所、广州地铁、广州金茂地产金茂府、雅典君悦酒店等。

截至 2023 年 9 月，视声智能控股股东、实际控制人为朱湘军，占公司股份总数的 43.7%。除控股股东、实际控制人外，其他持有公司 5%以上股份的股东为朱湘基、湘军一号。

图15：视声智能控股股东、实际控制人为朱湘军




数据来源：公司招股书、开源证券研究所 注：数据截至 20230930

#### 3.2、业务：智能家居系统产品链条丰富，2022 年占比增至 48.86%

目前视声智能拥有较为完整的产品链条，产品覆盖智慧建筑、轨道交通、智能家居、智慧酒店、智慧社区、智慧医疗等领域，主要包含智能家居、可视对讲、液晶显示屏及模组三个专业类别的产品。

表7：智能家居主要涵盖智能屏、智能面板等产品

产品类别	产品具体功能及主要用途	图片示例
智能屏	1、高清屏显：采用视网膜级高清屏，用户可定制预装第三方应用。2、一屏实现全屋智能控制：具备开关、照明系统调光/调色、窗帘、温控（包括空调和地暖）、新风、背景音乐等全屋设备控制功能，具备回家模式、离家模式、会客模式、用餐模式、睡眠模式、娱乐模式等多种场景模式。3、支持环境测控：内置温湿度传感器，智能调节室内温湿度；支持空气质量监测显示功能。4、支持报警功能。5、支持人体靠近感应。6、支持多种界面语言。7、支持多国安装标准。8、产品应用广泛：适用于普通住宅、高档别墅、地铁、高铁站、商业综合体以及其他类型的建筑等。	

产品类别	产品具体功能及主要用途	图片示例
智能面板	<p>1、全屋智能控制功能丰富：用于控制开关、调光、窗帘、色温、空调、地暖、新风、值发送和场景等。2、自动化控温：内置温湿度传感器，搭配空调控制模块，轻松实现自动化控温。3、智能唤醒：可与其他支持靠近感应功能的面板或移动传感器/小夜灯联动，一并唤醒并点亮面板指示灯。4、产品应用广泛：可广泛应用于普通住宅、高档别墅、地铁、高铁站、商业综合体等以及其他类型的建筑。</p>	
传感器	<p>1、检测型智能设备：负责检测各种外界输入的部件，并根据这些输入的状态变化向执行器类发送出相应的控制信号或者把检测数据传输到屏类设备上显示。2、传感器类别多元：传感器设备主要有温度传感器、湿度传感器、光照度传感器、移动探测器、空气质量检测传感器等。3、提供节能及便捷价值：一方面可检测人体感应和环境光状态，进一步做灯光的自动化控制；另一方面可检测空气质量数据，不仅呈现给用户视觉感知，也能与空调或新风系统进行联动，实现自动化控制。4、适用范围广泛：适用于家居、商业楼宇、轨道交通、酒店、办公、学校、体育馆等场合的智能化控制。</p>	
执行器	<p>1、执行器主要负责外接负载设备及接受和处理各类设备发出的控制信号：负责外接负载设备如灯具、窗帘电机、风机、阀门、调光驱动等，控制各种负载的工作；负责接收和处理各种传感器、面板、触摸屏发出的控制信号，并使负载执行相应的操作。2、执行器产品类别多：有开关执行器系列、调光执行器系列、窗帘执行器、多功能执行器系列、风机盘管执行器。3、执行器适用范围广：适用于家居、商业楼宇、轨道交通、酒店、办公、学校、体育馆等场合，用于控制终端负载的智能化控制，满足用户对于灯光、遮阳和暖通新风系统的智能化需求。</p>	
系统设备及网关	<p>1、系统设备为 KNX 整个系统运行提供必要的基础条件：包括供电、系统拓扑、工程调试、媒介转换等，为 KNX 系统的专有产品。主要产品有总线电源、线路耦合器、IP 接口、IP 路由器、USB 接口。2、网关类设备助力实现互联互通：主要负责 KNX 与其它协议的集成对接，便于融合整个产品解决方案，实现互联互通。3、电源及线路耦合器设备让智能方案更灵活：电源是每个 KNX 系统必须具备的设备，对于较大型的系统还需利用线路耦合器进行组网、线路延伸扩展等，以此来打造更具有活力、更灵活，更有性价比和兼容性的整体产品解决方案，提升整个系统的生命力。4、产品广泛用于多种场合：适用于家居、商业楼宇、轨道交通、办公等领域。</p>	
输入设备	<p>1、输入设备负责将外部输入转化为总线信号：如移动探测、温湿度传感器、风雨传感器、PM2.5 传感器等。通过接线端子连接到总线,和总线上的其它设备一起安装成为系统。2、产品功能丰富，操作简单、直观：可实现开关控制、调光控制、窗帘控制、场景控制、多重操作、延时开关等功能。3、产品支持用户个性化配置功能。</p>	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

### ➤ 可视对讲

公司建立起可视对讲模拟和数字系统全产品矩阵，包含社区围墙机、单元门口机、户内分机和中间设备，可以向小区业主提供住宅可视对讲、电梯联动控制、智能家居控制、智慧物业管理、远程安防监控等内容，满足社区住户出行、物业管理等高频场景需求，广泛适用于办公厂区、住宅小区、商业大楼、公寓和别墅等应用场景，还可应用于智慧医疗领域，打造智慧化病房。

**表8: 可视对讲包括门口机、室内机及中间设备**


产品类别	产品具体功能及主要用途	图片示例
门口机	1、支持多种开锁方式：支持密码、IC 门禁卡、楼内手动、监视/通话、人脸识别、二维码、App 随机密码、App 一键开锁、组合解锁等多种开锁方式，方便各类人群和场景。2、支持可视对讲功能：配备自主的用户管理系统，支持与住户、管理中心的可视对讲，为物业公司和小区管理带来便利。3、人脸识别精准快速：支持多种环境下的人脸识别，夜间高亮 LED 灯自动补光，在无光或微光环境下也能精准人脸识别和高清视频通话；基于活体检测，有效防止照片、视频欺骗和攻击。4、支持智能联动呼梯：无需手动按电梯，感应到刷脸信息后电梯自动下行至用户所在楼层，无接触式呼梯更安全便捷。5、智能安防即时报警：采用移动侦测技术，联网安防报警，联动社区安防系统，开锁抓拍、自动上传，当设备断线、受到外力拆除或者检测到门开时长过长时报警。6、多个场景适用：产品在住宅小区、私人别墅、商业大楼、办公厂区、医院等多个场景中广泛适用。	
室内机	1、支持可视对讲功能：可实现访客与住户、住户与管理中心的可视对讲；具有户内通、户户通对讲功能，实现住户与住户之间的对讲。2、具备安防报警功能：支持多防区布防及防胁迫密码，可与煤气、烟感、水浸等传感器智能联动。3、支持实时监控：可监控门口机、小门口机、摄像头等，门外动态实时掌握。4、支持智能联动呼梯：无需手动按电梯，感应到刷脸信息后电梯自动下行至用户所在楼层。5、支持手机远程控制：随时随地掌握家中设备运行状态。6、用于社区领域方便业主与物业沟通：通过智慧社区系统整合业主日常所需的各类服务，如社区监控、物业维修、物业通知、社区商圈等，帮助打通社区服务的“最后一公里”。7、用于医疗领域方便医患沟通：可显示患者信息、住院信息、体征信息等，具备费用查询、需求通报、与医护团队进行沟通、一键求助及紧急联络等功能。	
中间设备	中间设备用于管控整栋楼层的对讲系统，实现不同功能。产品包括电源模块、电源检测报警模块、电梯控制模块、梯呼模块、摄像头接口模块等。1、电源类模块：用于给整个系统供电，检测系统电源的供电状态，具有过压保护、过流保护、过热保护、短路保护、防雷保护、功率因素校正等功能。2、电梯类模块：用于转发室内机、门口机的梯控指令对电梯控制，具有开锁时联动电梯和室内呼梯时联动电梯的功能；可向管理中心发送呼叫，实现视频对讲；实现电梯内部监控等功能。3、摄像头模块：可用于将外接模拟摄像头连接进两线系统，实现两线室内机对摄像头的监视。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 液晶显示屏及模组

公司液晶显示屏及模组产品主要应用在智能家居、安防/门禁等领域，主要为 TFT 屏等产品。

**表9: 公司液晶显示屏及模组产品主要应用在智能家居、安防/门禁等领域**

产品类别	产品具体功能及主要用途	图片示例
液晶显示屏	1、液晶显示屏主要应用于各种需要屏控的家电及电器产品（冰箱、洗衣机、温控器、智能机器人、音响设备等），打造触摸屏人机交互界面，帮助家电及设备智能化。2、液晶显示屏广泛应用于智能家居、安防/门禁、医疗、车载、工控等领域。3、产品支持客户个性化定制。	

产品类别

产品具体功能及主要用途

图片示

显示模组

1、显示模组是指将液晶显示器件、连接件、控制与驱动等外围电路、PCB 电路板、背光源、结构件等装配在一起的组件，是一种更高集成度的液晶显示器产品。2、显示模组可以较为方便地与各种微控制器（比如单片机）连接。3、显示模组广泛应用于智能家居、安防/门禁、医疗、车载、工控等领域。4、产品支持客户个性化定制。



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

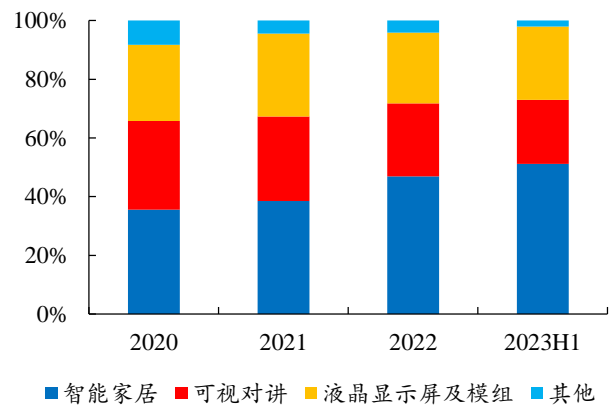
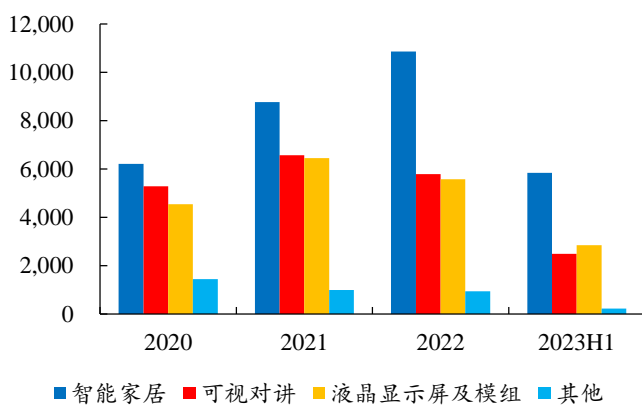
**收入端：营收以智能家居、可视对讲、液晶显示屏及模组产品三类产品为主，主营业务占比 95% 以上。**

2020-2022 年，视声智能主营业务收入分别为 16,053.57 万元、21,787.41 万元和 22,231.29 万元，占营业收入的比重分别为 91.71%、95.60%和 95.94%，主营业务突出。主要产品为智能家居、可视对讲、液晶显示屏及模组产品，三类产品收入占主营业务收入比重较为接近。随着智能家居的渗透率持续增长，持续推出智能家居领域的新产品，扩大产品应用领域，智能家居产品销售收入占主营业务收入的比重逐年提高，2022 年占比 48.86%。

2020-2021 年，可视对讲产品收入有所增长，但受到其他产品收入增长的影响，可视对讲产品占主营业务收入的比重保持稳定。公司境内可视对讲产品终端主要应用在地产行业，2022 年房地产开发投资 132,895 亿元，同比下降 10.0%，其中住宅投资 100,646 亿元，下降 9.5%。因此，2022 年公司国内可视对讲业务受到一定影响。

图16：公司主营业务收入的构成保持稳定（万元）

图17：智能家居产品占主营业务收入的比重逐年提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**产能&产销端：智能家居类产品及可视对讲产品产能利用率保持在较高水平，液晶显示屏及模组产销率较低。**主要原因为液晶显示屏及模组产品一部分用于智能家居和可视对讲产品的生产，一部分直接对外销售，2020-2022 年自用率分别为 53.06%、49.14%和 49.74%。

2020 年液晶显示屏及模组产品产能下降，主要原因为受全球疫情以及半导体材

料及电子元器件市场供给短缺等各种因素的影响，液晶显示屏及模组产品所需的原材料 IC 芯片断货严重。2022 年订单增多带来产量的增长，智能家居产能利用率大幅上升。

**表10：2022 年智能家居产能利用率大幅上升（单位：个）**

产品	项目	2020	2021	2022
智能家居	产能	145017.6	197540	241696
	产量	141444	186460	266905
	销量	127898	158669	231723
	产能利用率	97.54%	94.39%	110.43%
	产销率	90.42%	85.10%	86.82%
可视对讲	产能	199404.4	237504	218701.6
	产量	179754	229188	208347
	销量	154609	204443	178145
	产能利用率	90.15%	96.50%	95.27%
	产销率	86.01%	89.20%	85.50%
液晶显示屏及模组	产能	1073216	1380224	1332992
	产量	998532	1277949	1000191
	销量	714690	725648	576997
	产能利用率	93.04%	92.59%	75.03%
	产销率	71.57%	56.78%	57.69%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**单价&毛利端：2022 年智能家居产品毛利率上升，可视对讲产品毛利率整体波动较小。**

2020-2022 年，智能家居的毛利率分别为 64.49%、56.62%和 61.43%，2022 年智能家居高端产品如华尔兹面板系列销量增加，毛利率上升。执行器产品作为智能家居产品收入占比最高、优势较大的主要细分产品，具备较强的价格传导能力，毛利率总体保持稳定。近年来市场价格总体稳定，呈现略有上升的趋势；2021 年智能面板类产品主要原材料 TFT 屏和 IC 芯片受供应短缺影响价格上升幅度较大，产品单价和毛利率较 2020 年下滑，此外随市场需求变化，公司产品结构发生变化，加大了部分低端产品的推广力度，通过市场需求量大的通用型的低端产品来扩大市场份额和品牌影响力，销售价格较低和毛利率较低的产品的占比上升，一定程度上拉低了公司的智能家居产品毛利率。

2020-2022 年可视对讲产品的毛利率整体波动较小，基本维持在 37%左右。其中室内机产品 2021 年受原材料价格波动影响，平均单价上升，但毛利率发生下滑。2022 年公司高、中端可视对讲产品收入占比略有上升，毛利率略低于 2021 年度。

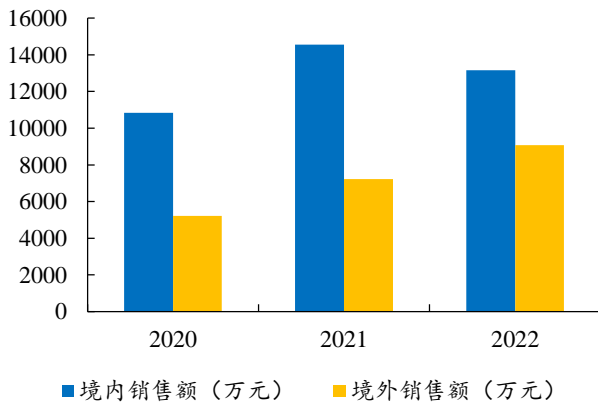
视声智能液晶显示屏及模组产品的毛利率在 2020-2021 年发生下滑，主要原因为产品价格上调的幅度低于液晶面板、显示驱动芯片等主要原材料采购价格的上升幅度。2022 年，随着芯片供应短缺情况的缓解，原材料的价格也出现下降，液晶显示屏及模组产品的毛利率有所回升。

**表11：2022年智能家居产品毛利率上升，可视对讲产品毛利率整体波动较小**

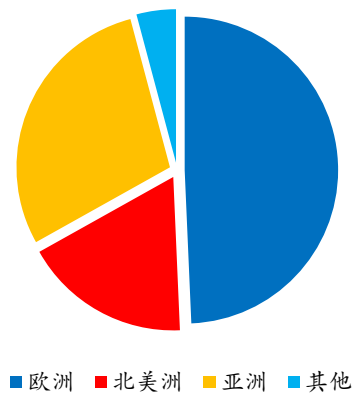
项目		2020	2021	2022
智能家居	平均单价（元）	486.26	552.61	468.73
	毛利率	64.49%	56.62%	61.43%
可视对讲	平均单价（元）	125.15	127.93	162.27
	毛利率	40.06%	35.73%	35.68%
液晶显示屏及模组	平均单价（元）	63.61	88.90	96.78
	毛利率	16.39%	15.58%	18.59%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2020-2022年，视声智能境外销售收入分别为5,212.40万元、7,229.38万元和9,068.86万元，占主营业务收入的比重分别为32.47%、33.18%和40.79%。公司产品主要销往欧洲、北美和亚洲等海外地区。公司北美区域的收入持续增长，主要原因为公司与博世集团的合作关系趋于稳定，2020-2022年销售收入分别为418.69万元、858.04万元和1,258.00万元，销售收入持续增长；欧洲区域收入持续增长的主要原因是公司与SiemensAG合作关系趋于稳定，销售收入持续增长，2022年度销售收入820.01万元，此外，公司长期合作客户如AUTA、COMELIT等销售收入均有上升。

**图18：2020-2022年，视声智能境外销售收入持续增长**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所





**图19：2022年欧洲地区销售收入4471.68万元**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

视声智能提供从方案设计到产品研发、生产、销售、调试的一体化解决方案，将智能家居及可视对讲的软、硬件产品与云平台、App等系统进行组合。目前为全球多个国家和地区多个大型项目实现智能化，包括智能建筑、智慧酒店、智慧建筑、轨道交通、智慧医疗等。

智能建筑主要包括北京故宫文化资产数字化应用研究所、北京大兴国际机场、西昌卫星发射基地、西宁曹家堡机场、吉隆坡Eco生态城等代表项目。

表12: 视声智能智能建筑项目主要包括北京故宫文化资产数字化应用研究所、北京大兴国际机场等

序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
1	智慧建筑	故宫文化资产数字化应用研究所智能照明控制系统	1、运用 K-BUS 智能照明控制系统医疗等。，对展厅内的灯光、暖通、遮阳等实现便捷控制；2、通过智能触摸屏实现研究所内的多种场景控制：观影模式、离场模式、迎宾模式、展览模式等 3、更好地助力故宫文化遗产的展示，提供更高效的管控，为观众营造良好参观氛围。	 
		北京大兴国际机场站坪区域智能照明控制系统	1、为站坪区域搭载基于 KNX 协议的 K-BUS 智能建筑控制系统，包括带电检测开关执行器和总线电源等智能产品，实现对北京大兴国际机场站坪区域整体照明的智能控制，产品包括机位的高杆灯、机位标记牌等；2、很好地解决了北京大兴国际机场中大场景、大系统的照明智能化控制，让机场电气设施管理简便、轻松。	 
2	智慧建筑	西昌卫星发射基地指挥控制大厅智能照明控制系统	1、为指挥控制大厅搭建由远程控制设备、智能按键面板、智能 5 寸触摸屏、多路调光模块与开闭模块等构成的 K-BUS 智能照明控制系统，实现了指挥控制大厅内所有照明灯光的集中化控制 2、设置了多种场景模式，工作人员可以一键实现准备模式、节能模式、工作模式、等候模式等；3、通过可视化操作使得管理更加便捷高效节能环保。	 
		西宁曹家堡机场部分智能照明控制系统	1、为西宁曹家堡国际机场的 T1 航站楼（国际）出发厅、到达厅、行李大库以及 T1、T2 连廊中的所有照明回路提供智能开关控制；2、一方面通过划分控制区域，实现灯具的独立及集中控制；另一方面，机场工作人员也可通过中控软件，按照不照明系统优质、稳定地运行；5、让机场整体照明更智慧更节能，有效提高了机场照明系统的管理效率，为乘客带来更优质的出行体验。同时段人流情况来智能控制照明系统；3、通过中控软件，工作人员可对所有照明回路进行实时监控和其他操作；4、技术人员可以迅速响应、第一时间对设备进行维护，确保机场的照明系统优质、稳定地运行；5、让机场整体照明更智慧更节能，有效提高了机场照明系统的管理效率，为乘客带来更优质的出行体验。	 

序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
3		杭州萧山国际机场 VIP 专用候机大楼智能照明控制系统	1、为 VIP 专用候机大楼搭建了 K-BUS 智能照明控制系统；2、K-BUS 智能照明系统可对候机楼内的不同区域进行分区集中化控制，还可以实现各种场景设置：白天候机模式、夜晚候机模式、阴天模式等等；3、K-BUS 智能照明控制系统可以自动调整光照，维持候机楼内恒照度。同时，还能维持照明的整体效能与灯光效果，为候机楼内各个休息室、购物区、洗手间等地提供稳定可靠的照明环境；4、可通过机场人流和天气光线情况的变化，调节照明、暖通和遮阳等设备的阈值，不仅大幅度降低航站楼能耗，而且可有效改善航站楼的照明体验。为候机楼内能够安全、通顺地输送庞大的客流提供保障。	 
4		马来西亚吉隆坡 Eco 生态城-parcel3 栋楼（每栋楼 4 个区域）精品办公室和 parcelB1 栋 44 层办公楼公共照明控制系统	1、通过 K-BUS 智能控统，使得管理更加便捷高效，节能环保。制系统实现整体建筑的公共照明控制，包括过道、走廊、楼梯、停车场、购物商场等；2、分区集中化控制，设置不同场景模式，根据使用情况调节照明系	
5		马来西亚华人博物馆智能灯光控制系统	1、提供对博物馆场内灯光系统的智能控制，包括调光执行器，开关执行器，触摸屏以及二合一移动照度传感器等；2、为博物馆的参观人员营造良好参观氛围，更好地助力博物馆的展示；3、提供更高效的管控，节约能耗。	
6		滕王阁智能照明控制系统	1、为各楼层内部灯光、窗帘实现智能化控制，通过 KNX 智能屏，对公共区域灯光进行集中管理，清晰定位受损灯具，进行维护；2、增强管理效率，使灯具的管理更加便捷、高效，助力滕王阁更好地展示，使游客有更好观赏体验。	
7		重庆金凤实验室智能照明控制系统	1、提供智能照明解决方案，满足多场景下的楼栋能耗。用光需求。一键全开全关，实现单灯控制、组灯控制、智能场景切换等功能，提高管理效率；2、系统设置了光照度传感器，通过逻辑控制，照度传感器与定时器复合判断实际照明条件，在自然光照微弱时，自动打开灯光；在自然光照充足时，则保持灯光关闭状态，降低楼栋能耗。	
8		苏宁环球新总部大楼智能建筑控制系统	1、通过 K-BUS 智能建筑控制系统帮助办公区域实现全智能化控制，实现建筑节能 30%以上；2、通过触摸面板，实现对灯光开关、调光、窗帘、场景、空调、背景音乐、新风等的智能控制，不再需要在墙面安装成排的开关，只需采取一区域一面板的策略，保持办公环境设计风格的完整统一。	

资料来源：公司招股书、公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

智能建筑主要包括广州地铁、佛山地铁、郑州地铁、济南地铁、梅州西高铁站等代表项目。



**表13: 视声智能轨道交通项目主要包括广州地铁、梅州西高铁站等**

序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
1	轨道交通	广州地铁(13号线、知识城线、21号线、7号线西延顺德段)智能照明控制系统, 佛山地铁2号线智能照明控制系统, 郑州地铁3号线智能照明控制系统, 济南地铁R3号线智能照明控制系统, 贵阳地铁2号线智能照明控制系统	1、为地铁提供智能照明控制系统, 为地铁运营实现高效、节能、全自动化管控; 2、智能照明控制系统结合时间逻辑、恒照度、人体感应控制进行充分合理使用, 可以比传统电气安装的站点节约电能约20-30%,减少不必要的能源消耗; 3、智能照明控制系统可对地铁照明等设备进行一体化控制, 使设备以合理方式运行, 同时进行有效的监控, 预判设备故障, 延长使用寿命, 降低维护费用。	 
2		梅州西高铁站公共区域(包含候车站厅、站台雨棚及过道走廊等)智能照明控制系统	1、通过4路、8路与12路带电流开关执行器以及带电流检测开关执行器等产品的投放应用, 实现梅州西站公共区域照明的智能化控制, 包含候车站厅、站台雨棚及过道走廊等; 2、让高铁站公共区域照明更智慧更节能, 有效提高了高铁站的照明系统管理效率, 为乘客带来更优质的出行体验。	

资料来源: 公司招股书、公司官网、开源证券研究所

智能建筑主要包括广州珠江金茂府、广州天河金茂广场、宁波帝宝 TheRiverOne 豪宅等代表项目。

**表14: 视声智能智能家居项目主要包括广州珠江金茂府、广州天河金茂广场、宁波帝宝 TheRiverOne 豪宅等**

序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
1		广州珠江金茂府、广州天河金茂广场智能家居解决方案	1、提供定制化智能家居解决方案, 提供智能调光照明、智能感应照明、安全防范、VRV 空调控制、新风控制、智能窗帘控制、电梯呼叫、情景模式、移动终端互联等智能控制与服务; 2、为业主提供智慧化的服务, 增加智能性、便利性、安全性和幸福感。	
2	智能家居	宁波帝宝 TheRiverOne 豪宅全宅智能解决方案	1、通过智能面板、网关、可控硅调光器、灯具等组成完整的智能照明方案, 业主可以便捷控制全屋灯光的开关也可以灵活调控全屋灯光的明暗亮度和冷暖色温, 或者通过预设想要的照明场景, 来营造特定时间和空间下的灯光氛围; 2、拥有回家模式、离家模式、会客模式、休闲模式、晚安模式、起夜模式、阅读模式等多种场景; 3、可以实现窗帘控制、空调控制、地暖控制、人体感应、背景音乐控制等, 同时支持手机 APP 远程控制。	

资料来源: 公司招股书、公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

智慧酒店主要包括希腊雅典君悦酒店、阿布扎比费尔蒙度假酒店、西安新兴温德姆花园酒店、广州岭居创享公寓等代表项目。


表15: 视声智能智慧酒店项目主要包括希腊雅典君悦酒店、阿布扎比费尔蒙度假酒店等

序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
1		希腊雅典君悦酒店智慧酒店智能控制项目(荣获2020年第三届KNX中国应用奖之国际奖)	1、为希腊雅典君悦酒店300多间客房翻新提供智慧酒店解决方案,包括3.5寸智能触摸面板、智能温控面板、房间控制器、1/2/4路通用调光执行器、DALI网关、风机盘管执行器、移动&照度传感器等基于KNX协议的智能产品,可实现智能照明、调光、移动感应、温度控制、窗帘控制、场景控制等功能 2、为酒店客人带来健康、舒适、便捷、节能的客房入住体验。	 
		阿布扎比费尔蒙度假酒店智能温控项目	1、为酒店1400间客房提供智能温控服务,配备智能温控面板,面板自带温湿度传感器,通过智能控制系统联动中央空调或地暖控制,使客房的温度始终保持在理想舒适的生活状态; 2、客人通过面板可以清晰看到温度及相对湿度变化并根据需要调节温度和风速。	
2	智慧酒店	西安新兴温德姆花园酒店智能照明控制系统	1、采用多场景、多途径的降耗策略,通过KBUS智能建筑控制系统,对整个酒店公共区域的照明进行智能化控制; 2、设置多种灯光场景模式,如欢迎模式、派对模式、用餐模式、会议模式、投影模式、清洁模式等; 3、场景模式可以通过电脑中控软件进行统一控制,切换轻松便捷,实现酒店宴会厅、多功能厅、会议区、大堂、健身房、SPA设施等场地灯光因实际活动需要而灵活控制。	 
3		广州岭居创享公寓智能照明系统	1、提供智慧酒店解决方案,实现大堂、餐厅、会议室等区域的全屋灯光智能化控制; 2、改善客人的入住体验、提高运营效率、节约能源,增加酒店服务管理水平和品牌档次,有助于酒店实现差异化运营,扩大品牌影响力。	 

资料来源:公司招股书、公司官网、开源证券研究所

智慧医疗主要包括弥勒市工业园区集中隔离点等代表项目。

表16: 视声智能智慧医疗项目主要包括弥勒市工业园区集中隔离点等

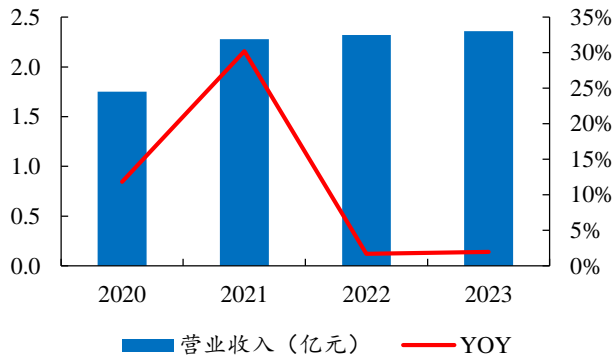
序号	应用领域	项目名称	产品具体功能及主要用途	图示
1	智慧医疗	弥勒市工业园区集中隔离点智慧医疗护理对讲系统	1、搭建护理对讲系统，配备护士站管理机和床头呼叫分机等设备；2、对医护人员来讲，改变传统登记方式，通过护士站管理机，医护人员可以快速进行需求定位。所有患者的护理信息、呼叫对讲记录等数据也会实时可视化呈现，操作的智能化、标准化和流程化，有效地减少了人工誊写容易造成的失误，提高诊疗效率和质量；3、对患者来讲，医护需求通过病房的床头呼叫分机就可以一键呼叫，不仅大幅提升与医护人员的沟通效率，也有效降低了因人员流动导致的交叉感染风险。	

资料来源：公司招股书、公司官网、开源证券研究所

### 3.3、财务：2023 年实现营收 2.36 亿元，归母净利润 3904.98 万元

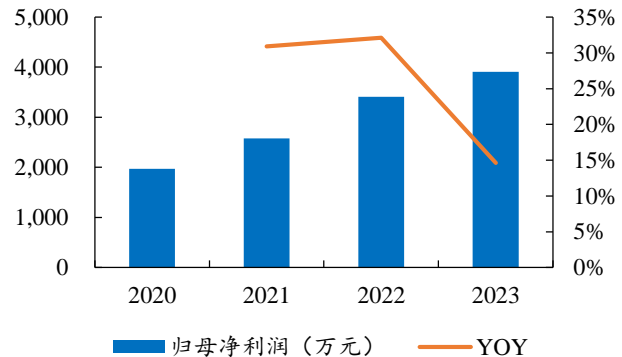
2022 年实现营收 2.32 亿元，归母净利润 3406.40 万元；根据业绩快报，2023 年实现营收 2.36 亿元，较 2022 年同比增长 1.98%，归母净利润 3904.98 万元。营收及归母净利润整体呈增长趋势，主要原因为智能家居行业近年保持稳定增长，公司加大智能家居产品研发投入，紧跟市场动向推出新产品，智能家居产品也一直保持较高的增长水平，使得收入和利润同步增长。

图20: 2023 年实现营收 2.36 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

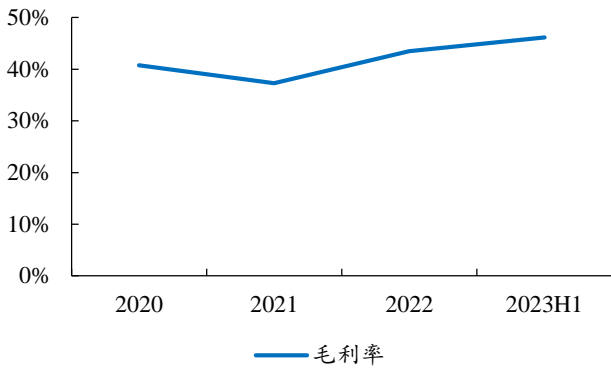
图21: 2023 年实现归母净利润 3904.98 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

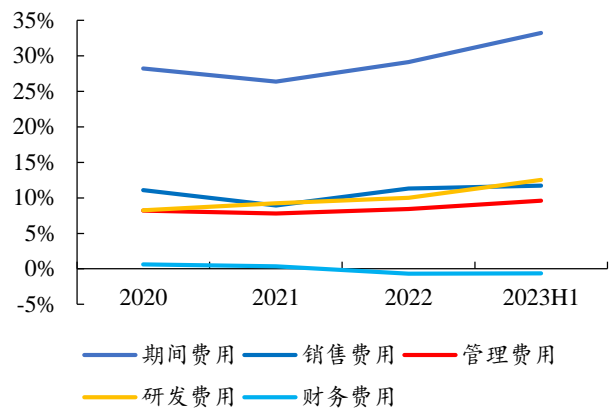
2022 年综合毛利率为 43.46%。毛利率呈上升趋势，2022 年较 2021 年度大幅上升，主要原因为公司产品结构中毛利率较高的智能家居产品收入不断提高，主营收入占比也保持增长，由 2021 年 40.24%增至 2022 年 48.86%，2023H1 综合毛利率 46.15%，保持较高增长水平。

图22：2022年综合毛利率为43.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023H1智能家居产品毛利率为61.89%

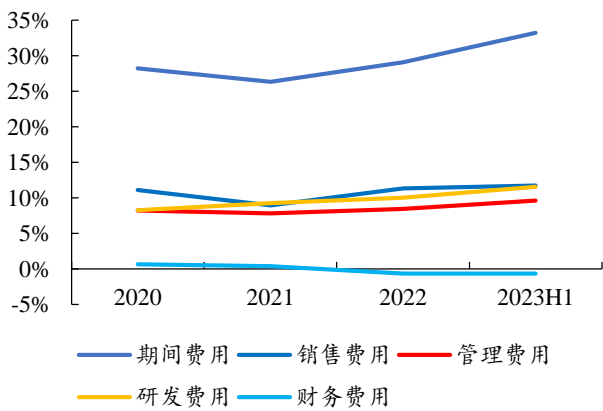


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用呈下降趋势，成本控制能力较强。2020-2023H1，期间费用率分别为28.23%、26.36%、29.11%、33.23%。

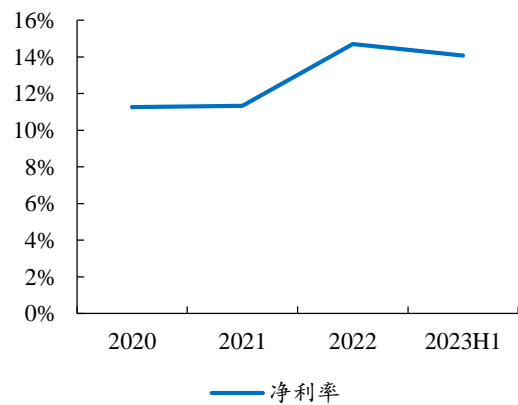
净利率受毛利率及期间费用率的综合影响，净利率整体呈现上升趋势，2022年净利率为14.71%。

图24：2022年期间费用率为29.11%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2022年净利率为14.71%



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

视声智能是一家为客户提供智能家居系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案的国家高新技术企业及广州市科技小巨人企业，产品基于 KNX、RS-485、ZigBee 等通信协议标准，综合物联网、云计算和人工智能等技术，应用场景覆盖智能家居、智慧建筑、智慧医疗、轨道交通、智慧酒店等领域。并与罗格朗、欧蒙特、博世、西门子、施耐德、霍尼韦尔等海内外知名企业建立了长期稳定的合作关系；公司不断加大智能家居产品方面研发投入，紧跟市场动向持续推出智能家居领域的高品质及新功能的产品，募投扩产新增 53 万台智能家居产品，达产后实现营收 3.5 亿元。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 39/53/67 百万元，对应 EPS 分别为 0.76/1.04/1.31 元/股，对应 PE 分别为 18.0/13.2/10.5 倍，看好公司智能家居产品收入占比持续提升，首次覆盖给予“增持”评级。

表17：视声智能可比公司 PE 2023 均值为 31.84

公司名称	股票代码	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PE TTM
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
狄耐克	300884.SZ	10.9	27.47	0.32	0.40	0.53	0.69	30.9	27.6	21.1	16.1	30.9
萤石网络	688475.S H	45.24	254.47	0.59	1.00	1.30	1.69	43.8	46.4	35.6	27.6	45.2
雷特科技	832110.BJ	18	7.02	1.00	0.90			15.8	21.5			20.06
	均值	24.71	96.32	0.64	0.77	0.61	0.79	30.2	31.8	28.4	21.9	32.1
	中值	18	27.47	0.59	0.9			30.9	27.6			30.9
视声智能	870976.BJ	13.74	6.96	0.67	0.76	1.04	1.31	20.4	18.0	13.2	10.5	17.8

数据来源：Wind、开源证券研究所 Wind、开源证券研究所（注：狄耐克、萤石网络、雷特科技盈利预测来自 Wind 一致预期，萤石网络、雷特科技 2023 年为实际值；数据截至 20240322）

#### 5、风险提示

原材料价格上涨风险、汇率波动风险、产品和技术更新迭代较快及替代风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	134	159	137	223	295
现金	50	68	49	81	164
应收票据及应收账款	43	48	56	79	81
其他应收款	2	2	2	3	3
预付账款	1	1	2	2	2
存货	38	39	27	57	45
其他流动资产	1	2	1	1	2
<b>非流动资产</b>	18	23	131	249	235
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8	10	63	147	179
无形资产	1	1	1	1	0
其他非流动资产	8	13	67	102	56
<b>资产总计</b>	151	183	268	472	530
<b>流动负债</b>	68	64	112	270	263
短期借款	20	0	7	9	5
应付票据及应付账款	17	22	48	165	209
其他流动负债	31	42	57	96	49
<b>非流动负债</b>	2	4	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	4	3	3	3
<b>负债合计</b>	70	68	115	273	266
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	34	38	38	38	38
资本公积	12	30	30	30	30
留存收益	35	47	74	122	180
<b>归属母公司股东权益</b>	81	114	153	199	264
<b>负债和股东权益</b>	151	183	268	472	530

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	30	46	90	165	89
净利润	26	34	39	53	67
折旧摊销	3	3	5	11	15
财务费用	1	-2	1	0	-1
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	3	6	46	99	7
其他经营现金流	-3	4	0	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-1	-5	-112	-129	-1
资本支出	1	5	114	129	0
长期投资	0	-0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	0	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-8	-24	4	-5	-5
短期借款	20	-20	7	2	-4
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	4	0	0	0
资本公积增加	3	18	0	0	0
其他筹资现金流	-31	-26	-3	-7	-1
<b>现金净增加额</b>	21	18	-18	31	83

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	228	232	236	326	386
营业成本	143	131	123	160	187
营业税金及附加	1	2	2	2	3
营业费用	20	26	28	42	46
管理费用	18	20	19	27	32
研发费用	21	23	22	36	46
财务费用	1	-2	1	0	-1
资产减值损失	-1	-0	-0	-0	-0
其他收益	2	7	4	4	5
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>	30	37	45	61	78
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	30	37	45	61	77
所得税	4	3	6	9	11
<b>净利润</b>	26	34	39	53	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	26	34	39	53	67
EBITDA	33	39	49	72	92
EPS(元)	0.51	0.67	0.76	1.04	1.31

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.2	1.7	2.0	37.9	18.5
营业利润(%)	46.2	26.2	20.8	35.9	26.5
归属于母公司净利润(%)	30.9	32.1	13.6	35.9	26.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.3	43.5	47.8	50.9	51.6
净利率(%)	11.3	14.7	16.4	16.1	17.2
ROE(%)	31.9	29.8	25.3	26.4	25.3
ROIC(%)	25.4	28.6	24.0	25.2	24.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.5	37.4	42.9	57.8	50.2
净负债比率(%)	-35.7	-58.4	-27.7	-36.0	-60.0
流动比率	2.0	2.5	1.2	0.8	1.1
速动比率	1.4	1.8	1.0	0.6	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.4	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	6.4	6.0	5.8	6.1	6.0
应付账款周转率	8.4	6.6	3.5	1.5	1.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.67	0.76	1.04	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.90	1.77	3.26	1.75
每股净资产(最新摊薄)	1.60	2.25	3.02	3.93	5.20
<b>估值比率</b>					
P/E	27.0	20.4	18.0	13.2	10.5
P/B	8.6	6.1	4.6	3.5	2.6
EV/EBITDA	15.2	11.6	9.7	6.3	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

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

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

1根据视声智能披露，开源证券为视声智能的保荐机构，开源证券按照相关行业法规制度开展业务，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

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

### 北京

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

### 西安

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