

萤石网络(688475)

报告日期: 2023年04月16日

Q1 盈利能力显著提升, 智能家居布局深化

——萤石网络点评报告

投资要点

□ 萤石网络发布 2022 年与 2023 年一季度业绩:

22A 营收 43.06 亿 (+1.61%)、归母净利润 3.33 亿 (-26.1%); 22Q4 收入 11.69 亿 (+0.8%)、利润 1.14 亿 (-22%); 23Q1 收入 10.79 亿 (+4.27%)、利润 0.91 亿 (+34%)。Q4-Q1 在感染高峰下收入稳增, Q1 毛利率 41.12% (+6pct), 盈利表现优秀。

□ 分业务线来看:

1) **拳头产品智能摄像机:** 22 年收入 35.97 亿 (-1.74%)、销量 1712 万台 (-4.7%)、ASP 提升 3.7%, 主要系线下销售占比超过 80%、受疫情影响较大, 我们预期 23 年 2 月后终端动销稳步向好。

2) **智能入户:** 22 年收入 3.38 亿 (+1%)、22H2 增速为 11%, 环比向好主要系公司在下半年推出主打人脸识别和视频功能的智能门锁, 解决老人、小孩等人群指纹识别率低的痛点, 新品 Y3000FVS 配置双目摄像头, 加入地面视角的覆盖。根据洛图科技, 2022 年人脸识别门锁线上销量同比增长 100%, 渗透率从 21 年 1 月 3.2% 增至 22 年 12 月的 13.5%, 看好公司 23 年智能入户业务高增。

3) **其他智能家居产品:** 22 年收入 1.3 亿 (+34%), 推出智能扫拖宝 RS2, 升级视觉识别技术, 首次实现拖布自动装洗烘功能。

4) **云平台业务:** 22 年收入 6.7 亿 (+24.57%)、占总收入 15.6%, 其中 C 端收入 3.67 亿 (+25%)、月活达到 4394 万 (+24%)、付费用户 227 万 (+13%)、客单值 162 元 (+11%)。22 年 12 月推出首款老人看护服务套包 (定价较云存储服务高), 看护服务功能更加齐全, 有望拉动付费用户数和客单值提升。

□ 重研发&渠道开拓, 海外收入高增

1) 22 年智能家居产品线下渠道收入持平、电商 6.24 亿 (-9%, 占比 17%)。23 年公司将加大专卖店开拓, 下沉市场通过堡垒店开拓, 配合智能锁业务拓展进军五金渠道。

2) **境外渠道收入** 12.12 亿 (+35%)、占比提升至 28%, 在海外重点发展线下连锁 KA 渠道, 包括大型 3C 数码和家电连锁店、家居建材连锁店、五金电工连锁店等的入驻规模已经超过万家。

3) **重研发:** 22 年研发投入 6.03 亿 (+22.93%)、费用率 14%, 研发人员 1232 人、占总员工 31%。聚焦视频/视觉核心优势, 持续进行物联网云平台服务和智能家居双主业的新产品研发, 强化竞争力。

□ 23Q1 盈利能力显著提升, 22 年现金流表现亮眼

毛利率: 22A 公司实现毛利率 36.42% (+1.16pct), 22Q4 单季度毛利率为 37.39% (+3.32pct)。23Q1 毛利率为 41.12% (+6.23pct), 盈利能力优秀, 系公司优化供应链管理进行降本, 同时毛利较低的运营商业务占比下降。

费用率: 22Q4 单季度期间费用率为 29.28% (+3.92pct), 其中销售费用率 13.51% (+2.63pct); 管理+研发费用率 17.05% (+2.89pct); 财务费用率 -1.27% (-1.59pct)。23Q1 单季度期间费用率为 29.85% (+0.91pct), 其中销售费用率 12.85% (+1.62pct); 管理+研发费用率 18.14% (+1.34pct); 财务费用率 -1.14% (-2.04pct)。公司着力拓展海内外市场, 持续加大新产品研发, 销售费用率、研发费用率相应增加。

现金流: 22 年经营活动现金流净额为 7.36 亿 (+155%), 其中 22Q4 单季度为 4.64 亿 (+197%), 主要系公司精益管理, 积极调整备货策略, 购买商品支付的

投资评级: 买入(维持)

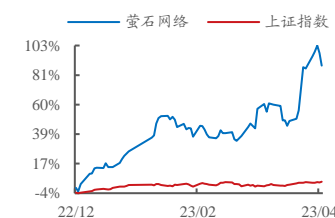
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥47.49
总市值(百万元)	26,713.12
总股本(百万股)	562.50

股票走势图



相关报告

1 《王牌单品向全屋智能升级, 云平台服务价值凸显》
2023.01.13

现金相应减少所致。23Q1 单季度为 0.66 亿（同比增加 0.75 亿）。22 年期末预收账款 2.60 亿（-1.48%），应收账款为 7.16 亿（-5.36%），存货为 5.90 亿（-42.19%）。

□ 盈利预测与估值

预计公司 23-25 年收入 54.77 亿（+27.2%）、68.7 亿（+25.42%）、82.6 亿（+20.24%），利润 5.58 亿（+67.45%）、7.29 亿（+30.57%）、9.09 亿（+24.78%），对应 PE 为 47.89X、36.67X、29.39X。公司作为智能家居+云平台双主业稀缺标的，人工智能、大模型在智能家居领域的应用大有前景，公司双主业均有望显著受益于 AI 发展的加速、业绩超预期可能性较大，估值体系仍有进一步抬升的空间，上调目标价至 56 元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：智能家居业务拓展不及预期，行业价格竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4306.31	5477.47	6869.57	8260.06
(+/-) (%)	1.61%	27.20%	25.42%	20.24%
归母净利润	333.07	557.75	728.51	909.00
(+/-) (%)	-26.10%	67.45%	30.57%	24.78%
每股收益(元)	0.59	0.99	1.30	1.62
P/E	80.20	47.89	36.67	29.39

资料来源：浙商证券研究所

图 1：萤石网络分产品收入拆分一览

	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022H2	2022
营业总收入(百万元)	1528.53	2364.44	3078.59	4237.94	2091.19	2215.12	4306.31
yoy	-	54.69%	30.20%	37.66%	4.23%	-0.74%	1.61%
毛利率	34.72%	33.55%	34.94%	35.26%	35.44%	37.34%	36.42%
智能家居产 品	收入 1287.59	1987.16	2647.59	3660.68	1756.57	1840.42	3596.99
yoy	-	54.33%	33.24%	38.26%	0.16%	-3.49%	-1.74%
占比	84.24%	84.04%	86.00%	86.38%	84.00%	83.53%	83.53%
毛利率	27.18%	25.57%	27.99%	29.39%	29.08%	30.56%	29.84%
智能家居摄 像机	收入 973.22	1476.24	2019.46	2938.51	1434.40	1468.21	2902.61
yoy	-	51.69%	36.80%	45.51%	2.24%	-4.39%	-1.22%
占比	63.67%	62.44%	65.60%	69.34%	68.59%	66.28%	67.40%
毛利率	28.51%	27.16%	29.01%	30.77%	29.08%	32.82%	30.97%
销售数量(万件)	-	856.33	1278.85	1796.57	936.25	775.8	1712.05
平均单价(元)	-	172.39	157.91	163.56	153.21	189.25	169.54
智能入户	收入 140.71	192.83	265.60	334.71	152.66	185.52	338.18
yoy	-	37.04%	37.74%	26.02%	-8.93%	11.04%	1.04%
占比	9.21%	8.16%	8.63%	7.90%	7.30%	8.38%	7.85%
毛利率	29.63%	29.68%	31.18%	31.57%	30.42%	34.40%	32.60%
销售数量(万件)	-	30.57	46.98	65.26	29.05	36.44	65.49
平均单价(元)	-	630.76	565.35	512.90	525.51	509.12	516.39
其他智能家 居产品	收入 33.47	36.86	55.10	97.35	54.79	75.30	130.09
yoy	-	10.11%	49.50%	76.68%	24.24%	41.42%	33.64%
占比	2.19%	1.56%	1.79%	2.30%	2.62%	3.40%	3.02%
毛利率	14.52%	16.45%	28.46%	26.56%	33.00%	17.94%	24.24%
销售数量(万件)	-	0.29	0.44	0.73	-	-	-
平均单价(元)	-	129.12	125.72	133.26	-	-	-
配件产品	收入 140.18	281.22	307.44	290.12	114.72	111.45	226.17
yoy	-	100.62%	9.32%	-5.63%	-17.53%	-26.19%	-22.04%
占比	9.17%	11.89%	9.99%	6.85%	5.49%	5.03%	14.39%
毛利率	18.45%	15.56%	18.46%	13.87%	7.59%	21.40%	14.39%
云平台服务	收入 172.97	260.19	415.49	537.96	308.93	361.21	670.14
yoy	-	50.42%	59.69%	29.48%	26.47%	22.99%	24.57%
占比	11.32%	11.00%	13.50%	12.69%	14.77%	16.31%	72.43%
毛利率	69.45%	69.65%	79.03%	74.28%	71.95%	72.84%	72.43%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2: 萤石网络渠道拆分一览

		2018	2019	2020	2021	2022H1	2022H2	2022
智能家居产品								
线下合计	收入	864.01	1425.18	2171.95	2972.91	1446.25	1526.18	2972.43
	YOY		64.95%	52.40%	36.88%			-0.02%
	占比	56.53%	71.72%	82.03%	81.21%	82.33%	82.93%	82.64%
	毛利率		20.71%	26%	26%	27%	29%	28%
经销商	收入	861.27	1330.26	1908.91	2278.80	1135.33	1272.84	2408.17
	YOY		54.45%	43.50%	19.38%	-	-	5.68%
	占比	56.35%	66.94%	72.10%	62.25%	64.63%	69.16%	66.95%
	毛利率		20.63%	26%	28%	29%	31%	30%
专业客户	收入	2.75	94.69	262.20	691.84	309.98	251.75	561.72
	YOY		3348.53%	176.91%	163.86%	-	-	-18.81%
	占比	0.18%	4.76%	9.90%	18.90%	17.65%	13.68%	15.62%
	毛利率		22%	25%	20%	18%	19%	18%
直营店	收入		0.24	0.84	2.26	0.94	1.59	2.53
	YOY			255.16%	169.60%	-	-	11.96%
	占比		0.01%	0.03%	0.06%	0.05%	0.09%	0.07%
	毛利率		46%	31%	46%	47%	56%	53%
线上合计	收入	423.58	561.97	475.64	687.77	310.32	314.24	624.56
	YOY		32.67%	-15.36%	44.60%	-	-	-9.19%
	占比	27.71%	28.28%	17.97%	18.79%	17.67%	17.07%	17.36%
	毛利率		38%	39%	44%	40%	37%	39%
B2C	收入	275.67	357.02	296.07	418.54	195.00	219.50	414.51
	YOY		29.51%	-17.07%	41.37%	-	-	-0.96%
	占比	18.04%	17.97%	11.18%	11.43%	11.10%	11.93%	11.52%
	毛利率		39%	42%	46%	40%	41%	41%
电商自营平台	收入	147.90	204.95	179.57	269.24	115.32	94.74	210.06
	YOY		38.57%	-12.38%	49.93%	-	-	-21.98%
	占比	9.68%	10.31%	6.78%	7.35%	6.56%	5.15%	5.84%
	毛利率		0.36	35%	41%	40%	28%	35%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 3: 萤石网络季度数据一览

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	1,071.56	1,160.08	1,035.02	1,056.18	1,045.73	1,169.39	1,079.19
YOY					-2.41%	0.80%	4.27%
归母净利润	104.24	146.61	68.19	83.78	67.08	114.02	91.17
YOY					-35.65%	-22.23%	33.70%
扣非归母净利润	101.53	98.57			64.74	83.01	90.13
YOY					-36.24%	-15.78%	
毛利率	36.93%	34.07%	34.89%	0.00%	37.28%	37.39%	41.12%
期间费用率	26.89%	25.36%	28.94%	28.10%	31.06%	29.28%	29.85%
其中: 销售费用	114.73	126.19	116.27	126.23	142.11	157.95	138.65
销售费用率	10.71%	10.88%	11.23%	11.95%	13.59%	13.51%	12.85%
其中: 管理费用	41.84	35.35	36.15	35.04	37.79	38.22	34.87
研发费用	129.12	128.93	137.77	147.98	156.10	161.13	160.92
管理+研发费用率	15.95%	14.16%	16.80%	17.33%	18.54%	17.05%	18.14%
其中: 财务费用	2.40	3.74	9.36	-12.48	-11.24	-14.85	-12.35
财务费用率	0.22%	0.32%	0.90%	-1.18%	-1.07%	-1.27%	-1.14%
归母净利率	9.73%	12.64%	6.59%	7.93%	6.41%	9.75%	8.45%
存货		1,021.19		791.68	709.35	590.35	537.37
较上年同期增减		427.95		-200.16	709.35	-430.84	537.37
应收票据		4.37		0.45	0.28	0.21	2.38
较上年同期增减		-4.51		0.30	0.28	-4.16	2.38
应收账款		756.85		652.96	649.10	716.30	717.28
较上年同期增减		144.74		102.78	649.10	-40.55	717.28
应付账款及应付票据		1061.60		786.56	717.14	925.18	883.55
较上年同期增减		59.58		-551.71	717.14	-136.42	883.55
预收账款		263.45		266.34	264.29	259.54	279.44
较上年同期增减		35.23		2.66	264.29	-3.90	279.44
经营性现金流净额	-73.27	156.18	-9.56	171.09	109.63	464.40	65.55
较上年同期增减	-73.27	156.18	-9.56	171.09	182.89	308.22	75.11
筹资性现金流净额	-15.58	340.44	50.87	-49.04	67.07	3099.41	-24.05
较上年同期增减	-15.58	340.44	50.87	-49.04	82.65	2758.97	-74.92
资本开支	267.51	7.50	59.94	55.93	52.91	168.33	126.89
较上年同期增减	267.51	7.50	59.94	55.93	-214.60	160.83	66.95
ROE	9.16%	10.40%	4.84%	0.00%	4.18%	3.51%	1.86%
YOY (±)	9.16%	10.40%	4.84%	0.00%	-4.97%	-6.89%	-2.98%
资产负债率	0.00%	62.24%	0.00%	55.99%	56.15%	32.34%	30.58%
YOY (±)	0.00%	0.20%	0.00%	-7.21%	56.15%	-29.90%	30.58%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6216	8556	7684	7436
现金	4806	6185	5521	4184
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	717	1000	1210	1446
其它应收款	9	4	6	10
预付账款	34	31	41	53
存货	590	1280	807	1684
其他	60	55	98	60
非流动资产	966	2409	3887	5202
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	154	1009	2060	3163
无形资产	234	362	490	617
在建工程	368	854	1098	1219
其他	211	184	239	203
资产总计	7182	10965	11571	12638
流动负债	1848	2329	2809	3341
短期借款	200	200	255	319
应付款项	925	1375	1576	1866
预收账款	263	210	351	415
其他	460	544	627	741
非流动负债	474	178	233	248
长期借款	228	65	83	104
其他	246	113	150	144
负债合计	2323	2507	3042	3589
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4859	8458	8528	9049
负债和股东权益	7182	10965	11571	12638

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	736	47	1471	417
净利润	333	558	728	909
折旧摊销	47	53	101	156
财务费用	(29)	0	1	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(89)	193	232	205
其它	474	(757)	409	(853)
投资活动现金流	(337)	(1521)	(1566)	(1466)
资本支出	(262)	(1392)	(1392)	(1375)
长期投资	0	0	0	0
其他	(75)	(129)	(174)	(90)
筹资活动现金流	3168	2849	26	22
短期借款	(150)	0	54	65
长期借款	228	(163)	18	21
其他	3091	3012	(47)	(64)
现金净增加额	3567	1375	(69)	(1026)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4306	5477	6870	8260
营业成本	2738	3366	4173	4981
营业税金及附加	20	23	29	36
营业费用	543	646	830	1002
管理费用	147	236	282	330
研发费用	490	712	886	1057
财务费用	(29)	0	1	1
资产减值损失	(36)	(8)	(9)	(12)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	80	95	96	90
营业利润	331	582	756	931
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	331	582	756	932
所得税	(2)	25	28	23
净利润	333	558	728	909
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	333	558	728	909
EBITDA	710	636	858	1089
EPS (最新摊薄)	0.59	0.99	1.29	1.62

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.61%	27.20%	25.42%	20.24%
营业利润	-31.92%	75.76%	29.90%	23.25%
归属母公司净利润	-26.10%	67.45%	30.57%	24.79%
获利能力				
毛利率	36.42%	38.55%	39.26%	39.70%
净利率	7.73%	10.18%	10.60%	11.00%
ROE	10.63%	8.38%	8.57%	10.34%
ROIC	12.32%	6.38%	8.20%	9.56%
偿债能力				
资产负债率	32.34%	22.86%	26.29%	28.40%
净负债比率	20.68%	11.70%	12.32%	12.88%
流动比率	3.36	3.67	2.74	2.23
速动比率	3.04	3.12	2.45	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.60	0.61	0.68
应收账款周转率	5.85	6.41	6.25	6.25
应付账款周转率	3.59	3.50	3.50	3.59
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.99	1.29	1.62
每股经营现金	1.31	0.07	2.18	0.62
每股净资产	8.64	12.53	12.63	13.41
估值比率				
P/E	80.20	47.89	36.68	29.40
P/B	5.50	3.79	3.76	3.54
EV/EBITDA	39.18	41.14	31.35	26.03

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>