

2023年04月18日

增持（首次覆盖）

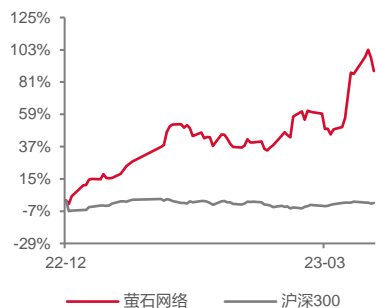
报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

总股本(万股)	56,250
流通A股/B股(万股)	8,377
季报资产负债率	30.58%
市净率(倍)	5.58
季报加权平均净资产收益率	1.86%
一年内最高/最低价(元)	54.13/23.77



相关研究

萤石网络（688475.SH）：“智能家居+云平台”双主业发展，存货明显去化

——公司简评报告

投资要点

- 事件：**2022年，公司实现营收43.06亿元，同比增长1.61%；实现归母净利润3.33亿元，同比下降26.10%。2022年四季度，公司实现营收11.69亿元，同比增长0.80%；实现归母净利润1.14亿元，同比下降22.23%；实现扣非归母净利润0.83亿元，同比下降15.78%。2023年一季度，公司实现营收10.79亿元，同比增长4.27%；实现归母净利润0.91亿元，同比增长33.70%。业绩符合预期。公司拟向全体股东每10股派发现金红利3元（含税）。
- 智能家居产品为基本盘，云平台板块稳步发展。**2022年，公司智能家居摄像机、智能入户、配件产品、其他智能家居产品、物联网云平台业务、其他业务收入分别占比67.40%、7.85%、5.25%、3.02%、15.56%、0.91%；其中，智能家居摄像机收入同比下降1.22%，物联网云平台收入同比增长24.57%。硬件产品方面，公司的智能家居摄像机、智能猫眼连续多年在双11、618等购物节的天猫平台相应品类中排名第一，市场优势突出。软件方面，截至2022年12月末，萤石物联网云平台连接设备数、注册用户数分别由上年末的1.59亿台、0.96亿人提升至2.05亿台、1.25亿人。
- 2022年业绩承压，2023年一季度毛利率明显改善。**2022年公司毛利率为36.42%，同比增长1.15pct；净利率为7.73%，同比下降2.90pct。其中，智能家居摄像机业务毛利率为30.97%，同比提升0.20pct。2022年公司毛利率略有提升，但由于进一步加强渠道和品牌建设，持续投入智能家居新品和云平台研发，且管理费用增加，故期间费用率增长较快，业绩有所承压。2023年一季度，公司毛利率同比提升6.23pct至41.12%，主要系供应链管理优化，运营商在收入结构中的占比下降等因素影响。2023年一季度，公司净利率同比提升1.86pct至8.45%。
- 存货去化，经营性现金流改善。**2022年公司积极推进精益管理，调整备货策略，期末存货金额同比下降42%。2023年一季度末，存货环比进一步去化。去库存策略下，公司购买商品支付的现金相应减少，2022年经营性现金流净额同比上升154%至7.36亿元，2023年一季度经营性现金流亦同比大幅提升。
- 投资建议：**公司在家用摄像头等智能家居产品细分领域具有份额优势，同时积极拓展物联网云平台服务，有望成为具备垂直一体化服务能力的AIoT领先企业。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5.14/7.02/8.95亿元，预计EPS分别为0.91/1.25/1.59元，对应PE分别为53X/39X/30X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**产品研发风险；知识产权保护风险；专业人才稀缺或流失风险。

盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,306.31	5,520.93	7,026.63	8,679.30
同比增长率（%）	1.61%	28.21%	27.27%	23.52%
归母净利润（百万元）	333.07	514.32	701.64	895.36
同比增长率（%）	-26.10%	54.42%	36.42%	27.61%
EPS 摊薄（元）	0.59	0.91	1.25	1.59
P/E	81.43	52.74	38.66	30.29

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月17日盘后）

正文目录

1. 2022 年业绩承压，2023 年一季度经营改善	4
2. 智能家居产品为基本盘，云平台板块稳步发展	4
3. 业绩修复，库存去化，经营性现金流改善	5
4. 经营情况展望	6
4.1. 行业前景可期	6
4.2. 公司注重产品研发，积极优化渠道运营	7
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8

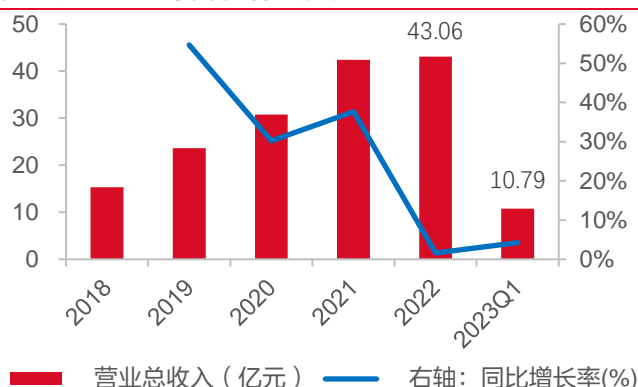
图表目录

图 1 公司 2022 年营收增速放缓.....	4
图 2 公司 2022 年归母净利润承压.....	4
图 3 2023 年一季度营收增速略有提升.....	4
图 4 2023 年一季度归母净利润改善.....	4
图 5 2022 年公司各板块收入占比（%）.....	5
图 6 2022 年萤石智能家居摄像机新品.....	5
图 7 萤石云服务收入近年来快速增长.....	5
图 8 萤石云平台连接设备数及注册用户数逐年增加.....	5
图 9 公司销售毛利率和期间费用率（%）.....	6
图 10 公司销售净利率（%）.....	6
图 11 公司存货去化（亿元）.....	6
图 12 经营活动现金流净额（亿元）.....	6
图 13 家用摄像头出货量（万台）.....	7
图 14 家用摄像头市场规模（亿元）.....	7
图 15 生活类云平台、细分视频类设备连接量（亿台）.....	7
图 16 生活类云平台、视频类云平台市场规模（亿元）.....	7
图 17 公司研发费用及研发费用率（万元，%）.....	8
附录：三大报表预测值.....	10

1.2022 年业绩承压，2023 年一季度经营改善

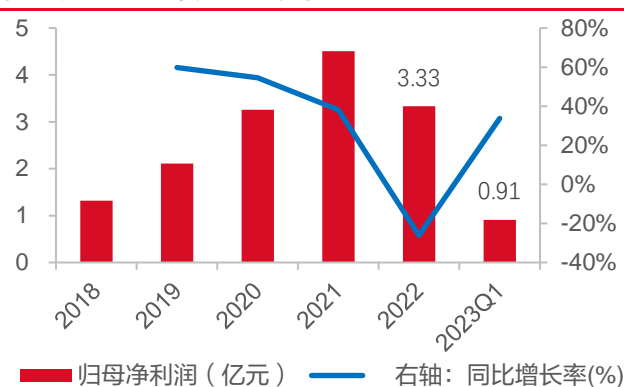
2022 年，公司实现营收 43.06 亿元，同比增长 1.61%；实现归母净利润 3.33 亿元，同比下降 26.10%。2022 年四季度，公司实现营收 11.69 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比下降 22.23%；实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比下降 15.78%。2023 年一季度，公司实现营收 10.79 亿元，同比增长 4.27%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 33.70%。业绩符合预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。

图1 公司 2022 年营收增速放缓



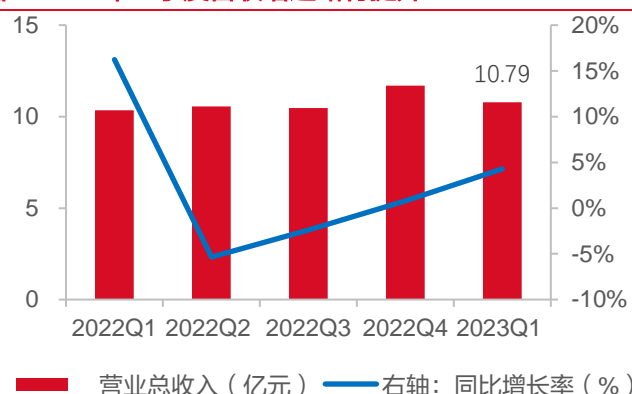
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图2 公司 2022 年归母净利润承压



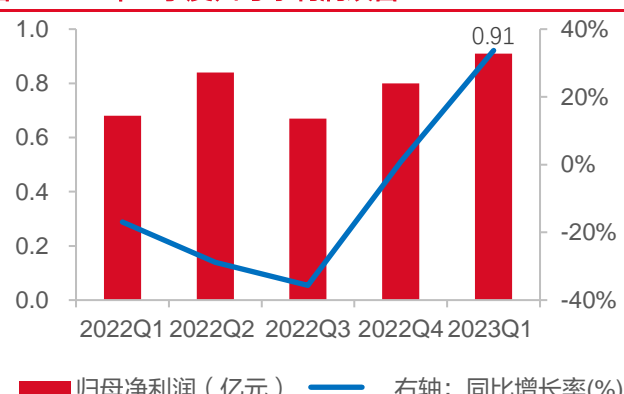
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 2023 年一季度营收增速略有提升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2023 年一季度归母净利润改善

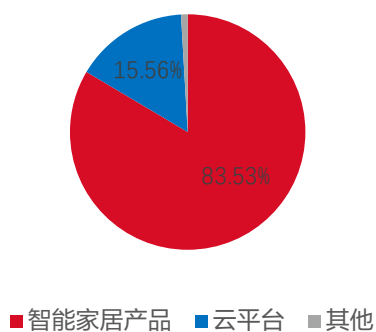


资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.智能家居产品为基本盘，云平台板块稳步发展

智能家居产品在收入结构中占主导，核心品类优势突出。2022 年，公司智能家居产品占比为 83.53%，其中，智能摄像机、智能入户、配件产品占比分别为 67.40%、7.85%、5.25%，其余为智能服务机器人等其他智能家居产品；此外，物联网云平台业务、其他业务收入分别占比 15.56%、0.91%。2022 年智能家居产品收入同比下降 1.74%，其中，智能家居摄像机收入同比下降 1.22%。从年报可知，线下渠道在公司渠道收入中占有重要地位，去年该渠道经营受损对收入增长造成影响。但公司核心产品的市场优势突出，智能家居摄像机、智能猫眼连续多年在双 11、618 等购物节的天猫平台相应品类中排名第一，2022 年智能门锁在 618 等购物节的天猫平台电子门锁类目中位列前四。2022 年，公司发布了多款场景化新品，如 4G 系列智能家居摄像机、Y3000 系列主打人脸识别和视频功能的智能门锁、新一代智能扫拖宝 RS2 以及萤宝 RK2 遥控编程版，以上新品均获得了不错的用户反馈。

图5 2022年公司各板块收入占比(%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

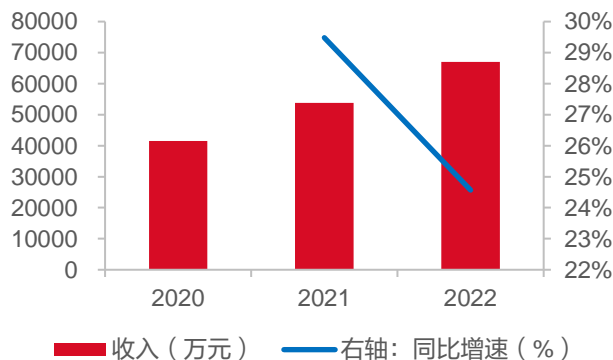
图6 2022年萤石智能家居摄像机新品



资料来源：公司公告，东海证券研究所

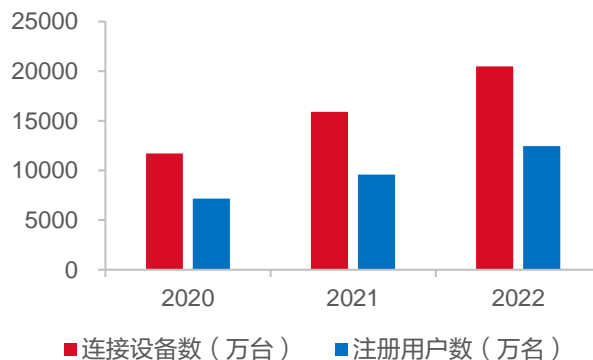
2022年物联网云平台收入同比增长24.57%。2022年公司云服务收入共6.70亿元，其中C端、B端收入分别为3.67亿元、3.03亿元。面向C端消费者用户，萤石物联云平台主要通过“萤石云视频”应用提供适用于家居和类家居场景的SaaS服务，具体包括基础服务、增值服务、算法商店等。截止到2022年末，持有萤石设备的年度累计活跃C端用户数上升至2,101万人。面向B端开发者客户，萤石云已形成全栈开放平台PaaS服务。截止到2022年末，公司已为超过27万的B端客户提供服务，助力开发者实现海量场景下的音视频应用的构建。截至2022年12月末，萤石物联云平台连接设备数、注册用户数分别由上年末的1.59亿台、0.96亿人提升至2.05亿台、1.25亿人。根据QuestMobile平台2023年2月份的最新统计数据，在智能家居品类的应用程序中，“萤石云视频”应用目前拥有行业内前两位的月度活跃数量。

图7 萤石云服务收入近年来快速增长



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图8 萤石云平台连接设备数及注册用户数逐年增加



资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.业绩修复，库存去化，经营性现金流改善

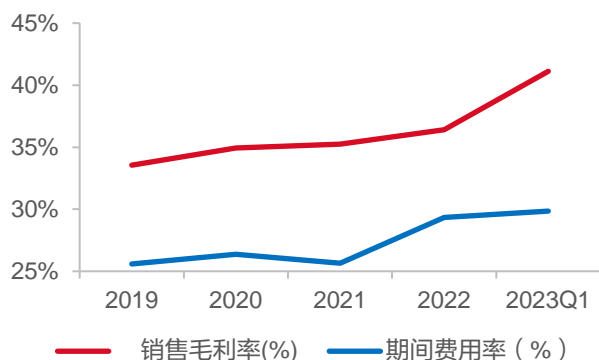
公司毛利率稳中有升。2022年公司毛利率为36.42%，同比增长1.15pct；其中，智能家居产品毛利率为29.84%，同比提升0.45pct，云平台服务毛利率为72.43%，同比下降1.85pct。2023年一季度，公司毛利率同比提升6.23pct至41.12%，主要系供应链管理优化，运营商在收入结构中的占比下降等因素影响。

2022年期间费用投入较大，业绩承压。公司2022年期间费用率增长3.68pct至29.34%。公司为进一步加强渠道建设和品牌建设，销售费用率同比增长1.87pct；管理费用率同比增长0.21pct，主要由于管理人员职工薪酬的增长所致；持续投入研发智能家居新品和物联网

云平台服务，研发费用率同比增长 2.43pct；财务费用率同比下降。由于收入增速下降，期间费用率增长较快，2022 年公司净利率同比下降 2.90pct 为 7.73%。

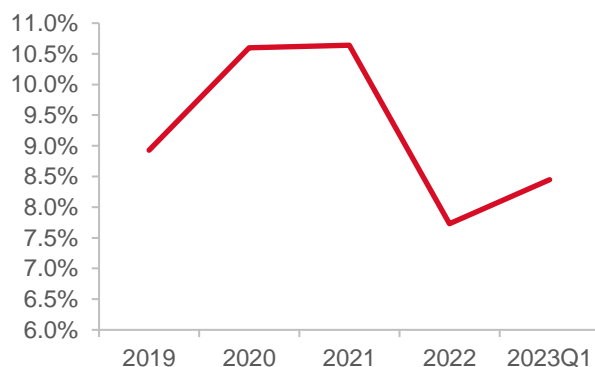
2023 年一季度业绩有所修复。一季度，公司销售、研发费用率分别为 12.85%和 14.91%，分别同比增加 1.61pct 和 1.60pct，管理、财务费用率分别为 3.23%和-1.14%，分别同比下降 0.26pct 和 2.05pct。公司净利率同比提升 1.86pct 至 8.45%。

图9 公司销售毛利率和期间费用率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

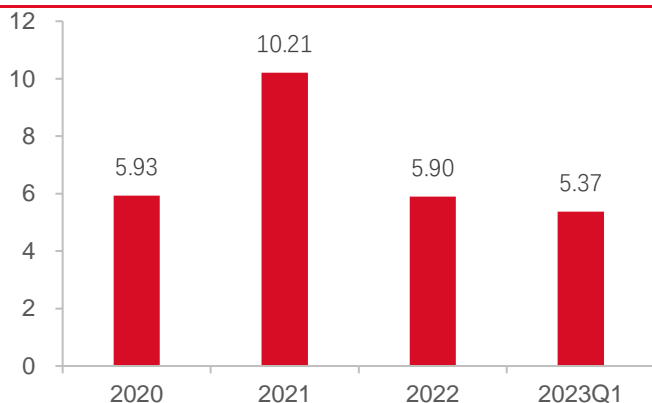
图10 公司销售净利率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

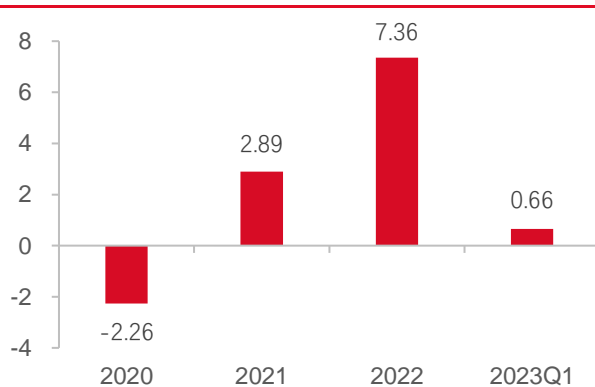
存货去化，经营性现金流改善。2022 年公司积极推进精益管理，调整备货策略，期末存货金额同比下降 42%。2023 年一季度末，存货环比进一步去化。去库存策略下，公司购买商品支付的现金相应减少，2022 年经营性现金流净额同比上升 154%至 7.36 亿元，2023 年一季度经营性现金流亦同比大幅提升。

图11 公司存货去化（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 经营活动现金流净额（亿元）



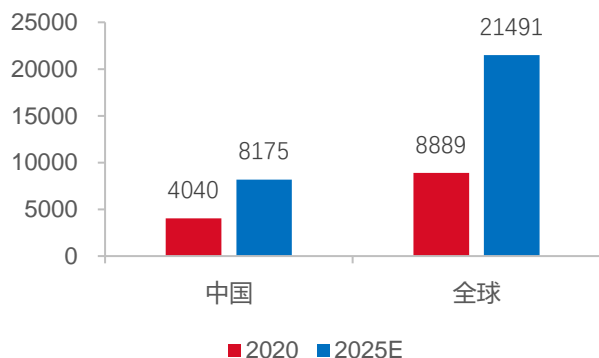
资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.经营情况展望

4.1.行业前景可期

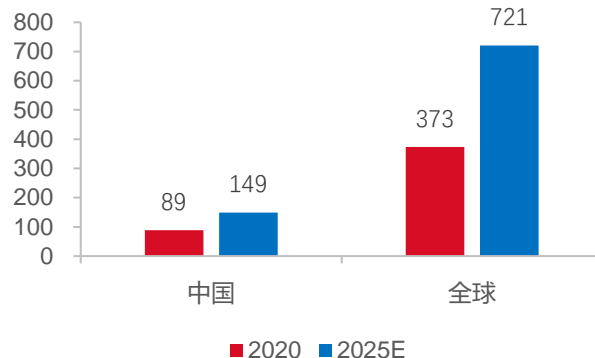
家用摄像头市场广阔。根据艾瑞咨询测算，2020 年中国、全球家用摄像头出货量分别为 4040 万台、8889 万台，预计 2025 年分别增长至 8175 万台、21491 万台。2020 年中国、全球家用摄像头市场规模分别为 89 亿元、373 亿元，2025 年中国、全球家用摄像头市场规模有望分别增长至 149 亿元和 721 亿元，复合增长率分别为 10.9%和 14.1%。儿童陪伴、老人照料及宠物看护等需求不断提升，有望推动智能家居摄像头渗透率的提升。

图13 家用摄像头出货量（万台）



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

图14 家用摄像头市场规模（亿元）

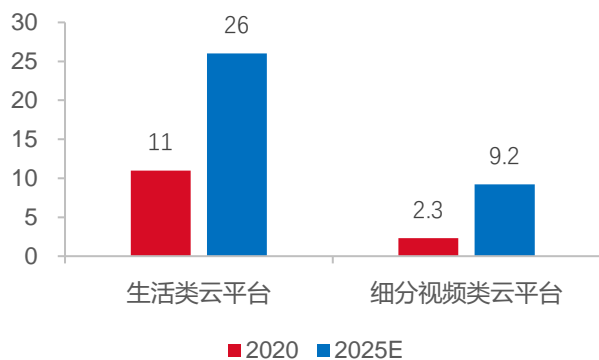


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

智能门锁市场增速平稳，产品升级迭代。据洛图科技数据，2022 年中国智能门锁销量为 1760 万套，同比增长 3.8%。技术演化方面，具备视频和视觉能力的智能锁，市场关注度和渗透率持续提升。根据线上监测，2022 年我国人脸识别门锁线上销量同比增速达 100%，市场占比从 2021 年 1 月的 3.2% 增至 2022 年 12 月的 13.5%。头部品牌有望借助推新实现份额提升。

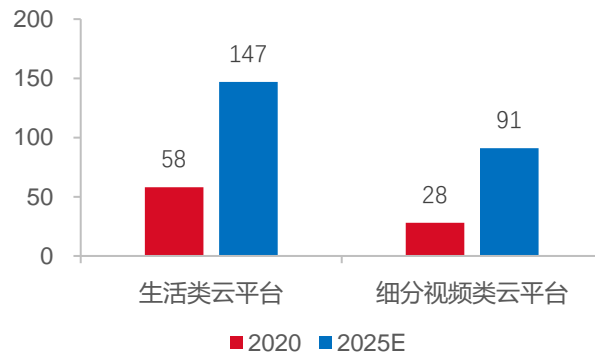
生活类物联网云平台领域大有可为。展望未来，基于全屋智能系统和云平台实现互联互通，为用户提供个性化服务是大势所趋。根据艾瑞咨询测算，生活类云平台及细分视频类云平台具备市场潜力：2020 年中国生活领域物联网云平台设备连接量超过 11 亿台，预计到 2025 年将增长至 26 亿台，年复合增长率为 18.4%；其中，视频类设备连接量为 2.3 亿台，预计 2025 年将超过 9.2 亿台，年复合增长率为 32.1%。

图15 生活类云平台、细分视频类设备连接量（亿台）



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

图16 生活类云平台、视频类云平台市场规模（亿元）

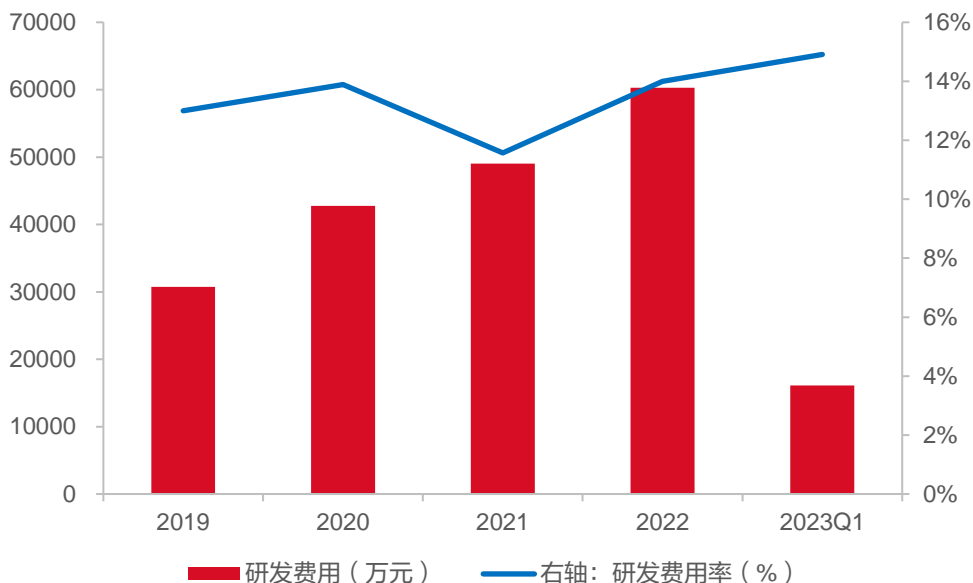


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

4.2. 公司注重产品研发，积极优化渠道运营

公司重视技术创新。截至 2022 年 12 月末，公司拥有 1,232 名研发人员，占总员工人数的 30.87%；2022 年研发费用投入 6.03 亿元，占营业收入比例为 14%。公司以智能视频和视觉技术为基础，建立了完善的智能家居行业技术体系，涵盖云平台构建技术、视音频智能算法技术、智能硬件技术三大领域。截至 2022 年 12 月末，公司累计已拥有授权发明专利 129 项，软件著作权 80 项。此外，公司致力于以技术保障用户隐私安全，2022 年新通过了信通院“云管端一体化测评”等 6 项测评认证。2023 年一季度，公司发布了全景摄像机 E4p、Y3000FVX 极光人脸视频锁双摄版、TV Studio 智能盒子、玲珑系列智能控制产品矩阵等多款新品。

图17 公司研发费用及研发费用率（万元，%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

国内线下渠道今年有望改善，线上新渠道积极营销。2022年，公司内销收入占比为72%，境内收入同比下滑7.41%。但在外部环境波动的情况下，公司坚持在线下拓展大型连锁KA渠道，积极为智能锁新品做五金渠道适配；同时，系统化推进渠道终端化改造和提升，形成了直营旗舰店、经销商专卖店、下沉市场堡垒店等多层次的终端渠道架构。2023年线下客流逐步恢复，门店经营有望重回正轨。线上方面，公司积极布局抖音、快手等内容兴趣电商渠道。

坚持拓展境外渠道。2022年萤石境外收入同比增长34.81%，收入占比进一步提升至28%。公司境外智能家居产品销售以经销商渠道为主，其他渠道销售收入和占比相对较少，但2022年，公司海外跨境电商业务取得了不错的增长，并同时多地开展本地电商业务。公司现有3家境外子公司，负责海外销售。针对中小型国家，公司会选择区域代理商作为核心经销商，同时还会拓展大型家居连锁超市或家居精品店进行销售。2023年虽然海外宏观局势存在不确定性，但公司仍将在国际市场采取因地制宜的灵活策略。下沉的、多层次的海外渠道架构有望为未来快速导入新品提供良好的基础。

5.投资建议

公司在家用摄像头等智能家居产品细分领域具有份额优势，同时积极拓展物联网云平台服务，有望成为具备垂直一体化服务能力的AIoT领先企业。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5.14/7.02/8.95亿元，预计EPS分别为0.91/1.25/1.59元，对应PE分别为53X/39X/30X。首次覆盖，给予“增持”评级。

6.风险提示

产品研发可能存在风险。若公司对市场需求的趋势判断失误，或新产品的市场接受度未如预期，会对公司的业绩带来不利的影响。如果其他公司率先研发出同类新技术、新工艺，可能会建立起对比公司产品的比较优势，使得公司的市场竞争力下降，将对公司产品和服务的推广带来不利的影响。

知识产权保护可能存在风险。如果公司不能有效保护知识产权或无法有效执行知识产权相关权利，可能对公司的业务、财务状况和经营业绩造成不利影响。

专业人才稀缺或流失风险。公司所处的智能家居和物联网云平台行业属于知识密集型和
技术密集型行业，高端人才争夺激烈。若出现关键研发技术人员流失，将可能削弱公司的技
术创新能力，影响公司核心产品和服务的研发进度，进而影响公司核心竞争优势。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4806	4771	5670	5868
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	717	1149	1210	1732
存货	590	1382	1193	1957
预付款项	34	33	44	58
其他流动资产	69	75	78	84
流动资产合计	6216	7410	8194	9698
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	154	164	171	153
无形资产	234	311	406	533
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	97	97	97	97
其他非流动资产	482	633	833	1039
资产总计	7182	8614	9701	11520
短期借款	200	300	400	417
应付票据及应付账款	925	1599	1654	2309
其他流动负债	723	867	1098	1349
流动负债合计	1848	2766	3152	4075
长期借款	228	228	228	228
其他非流动负债	246	246	246	246
非流动负债合计	474	474	474	474
负债合计	2323	3241	3626	4549
归属于母公司的所有者权益	4859	5373	6075	6970
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4859	5373	6075	6970
负债及股东权益总计	7182	8614	9701	11520
现金流量表				
单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	736	170	1191	593
投资	0	0	0	0
资本性支出	-337	-306	-391	-412
其他	0	0	-1	0
投资活动现金流净额	-337	-306	-392	-412
债权融资	79	100	100	17
股权融资	3147	0	0	0
支付股利及利息	-13	0	0	0
其他	-45	0	0	0
筹资活动现金流净额	3168	100	100	17
现金净流量	3574	-36	899	198

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4306	5521	7027	8679
营业成本	2738	3502	4438	5455
营业税金及附加	20	21	28	36
销售费用	543	657	790	981
管理费用	147	166	214	263
研发费用	603	776	991	1220
财务费用	-29	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他经营损益	47	138	165	194
营业利润	331	537	729	918
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	331	537	729	918
所得税费用	-2	23	27	23
净利润	333	514	702	895
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	333	514	702	895
EPS(元)	0.59	0.91	1.25	1.59
主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业总收入增长率	1.6%	28.2%	27.3%	23.5%
EBIT增长率	-38.8%	78.1%	35.7%	26.0%
归母净利润增长率	-26.1%	54.4%	36.4%	27.6%
总资产增长率	92.5%	19.9%	12.6%	18.7%
盈利能力				
毛利率	36.4%	36.6%	36.8%	37.1%
销售净利率	7.7%	9.3%	10.0%	10.3%
净资产收益率	6.9%	9.6%	11.5%	12.8%
总资产收益率	4.6%	6.0%	7.2%	7.8%
ROIC	5.6%	8.6%	10.3%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	32.3%	37.6%	37.4%	39.5%
流动比率	3.36	2.68	2.60	2.38
速动比率	2.99	2.15	2.19	1.87
估值比率				
PE	81.43	52.74	38.66	30.29
PB	5.58	5.05	4.46	3.89
EV/EBITDA	58.99	38.02	27.12	21.66

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月17日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089