

萤石网络(688475)

报告日期: 2023年08月06日

# 智能家居多元放量, 盈利水平再创新高

## ——萤石网络 23H1 点评报告

### 投资要点

#### □ 萤石网络发布 2023 年中报业绩:

23H1 营收 22.85 亿元 (+9.25%), 归母净利润 2.59 亿 (+70.3%), 其中 23Q2 收入 12.06 亿 (+14.14%), 归母净利润 1.67 亿 (+100.2%)。Q2 收入提速, 主业智能摄像头稳增, 智能入户、云平台、智能家居产品等多业务放量超预期, 净利率提升明显较超预期。

#### □ 分业务: 智能摄像机稳增, 智能入户等新业务亮眼

1) **智能摄像机:** 23H1 营收 15.11 亿元 (+5.3%), 收入占比 66.1%, 环比持续改善, 上半年推出多款新品如灯座云台摄像机、宠物看护摄像机、全景摄像机等, 公司龙头地位稳固。

2) **智能入户:** 23H1 营收 1.94 亿元 (+27.2%), 收入占比 8.5% (+1.2pct), 带人脸识别+人脸视频功能的智能门锁及智能门铃新品热销。

3) **其他智能家居产品:** 23H1 营收 0.93 亿元 (+70.3%), 收入占比 4.08% (+1.46pct), 智能扫拖宝热销, 上半年推出 TV Studio 智能盒子、智能屏、智能灯孔插座等智控产品, 智能家居图谱徐徐展开;

4) **云平台:** 23H1 营收 3.81 亿元 (+23.19%), 收入占比 16.66% (+1.88pct), 2C 增值服务及 2B Paas 平台业务增速亮眼。

5) **配件:** 23H1 营收 0.95 亿元 (-16.79%), 收入占比 4.18% (-1.31pct), 低毛利配件业务占比持续收缩。

#### □ 智能家居产品分渠道: 线上快增, 线下修复

23H1 线下/线上营收分别为 15.34/3.60 亿元, 同比+6.04%/+16%, 线上收入占比提升 1.34pct 到 19%, 其中线上 B2C/电商自营营收+18.3%/12.1%, 线下经销商/直营店/专业客户营收+10.9%/+30.2%/-11.8%。

#### □ 毛利率显著提升, 销售&研发投入加大

**毛利率:** 23H1 42.96% (+7.5pct), 23Q2 为 44.61% (+8.6pct), 主要源于: 1) 产品结构优化: 23H1 毛利率达 75.16% 的云平台业务占比同比提升 1.88pct; 2) 渠道结构优化: 23H1 毛利率达 46% 的线上渠道占比提升 1.34pct; 3) 原材料成本下行, 自产率提升&供应链降本显成效, 带来各主要业务毛利率同比提升, 23H1 智能摄像机/智能入户/配件/云平台毛利率分别同比 +9.15%/+0.24%/+4.86%/+3.21%。

**净利率&费用率:** 23H1 归母净利率 11.32% (+4pct), 23Q2 归母净利率 13.88% (+6pct), 23Q2 销售/研发费用率 14.87%/17.15%, 同比+2.92%/+3.14%, 投入加大。

#### □ 盈利预测与估值

预计公司 23-25 年收入 54.49 亿 (+26.5%)、67.8 亿 (+24.5%)、81.1 亿 (+19.5%), 归母净利润 5.51 亿 (+65.4%)、7.43 亿 (+34.9%)、9.09 亿 (+22.3%), 对应 PE 为 41.35X、30.65X、25.07X。公司作为智能家居+云平台双主业稀缺标的, 主业智能摄像机稳居行业龙头, 智能入户、云平台、智能家居产品等增长亮眼, 支撑第二第三成长曲线, 且在产品&渠道&供应链持续优化下推动盈利能力稳步向好, 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

### 投资评级: 买入(维持)

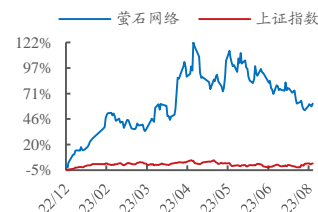
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

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

### 基本数据

收盘价	¥ 40.50
总市值(百万元)	22,781.25
总股本(百万股)	562.50

### 股票走势图



### 相关报告

- 《Q1 盈利能力显著提升, 智能家居布局深化》2023.04.16
- 《王牌单品向全屋智能升级, 云平台服务价值凸显》2023.01.13

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4306.31	5448.83	6783.69	8109.25
(+/-) (%)	1.61%	26.53%	24.50%	19.54%
归母净利润	333.07	550.91	743.24	908.79
(+/-) (%)	-26.10%	65.40%	34.91%	22.27%
每股收益(元)	0.59	0.98	1.32	1.62
P/E	68.40	41.35	30.65	25.07

资料来源: 浙商证券研究所

图 1: 萤石网络季度数据一览

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	1,035.02	1,056.18	1,045.73	1,169.39	1,079.19	1,205.51
YOY			-2.41%	0.80%	4.27%	14.14%
归母净利润	68.19	83.63	67.08	114.02	91.17	167.38
YOY			-35.65%	-22.23%	33.70%	100.15%
扣非归母净利润			64.74	83.01	90.13	161.39
YOY			-36.24%	-15.78%		
毛利率	34.89%	35.98%	37.28%	37.39%	41.12%	44.61%
期间费用率	28.94%	28.10%	31.06%	29.28%	29.85%	32.71%
其中: 销售费用	116.27	126.23	142.11	157.95	138.65	179.24
销售费用率	11.23%	11.95%	13.59%	13.51%	12.85%	14.87%
其中: 管理费用	36.15	35.04	37.79	38.22	34.87	40.84
管理费用率	3.49%	3.32%	3.61%	3.27%	3.23%	3.39%
其中: 研发费用	137.77	147.98	156.10	161.13	160.92	206.70
研发费用率	13.31%	14.01%	14.93%	13.78%	14.91%	17.15%
其中: 财务费用	9.36	-12.48	-11.24	-14.85	-12.35	-32.40
财务费用率	0.90%	-1.18%	-1.07%	-1.27%	-1.14%	-2.69%
归母净利率	6.59%	7.92%	6.41%	9.75%	8.45%	13.88%
扣非归母净利率			6.19%	7.10%	8.35%	13.39%
存货		791.68	709.35	590.35	537.37	541.66
较上年同期增减		-200.16		-430.84		-250.02
存货周转天数		120.86	116.46	105.94	79.87	78.18
应收票据		0.45	0.28	0.21	2.38	4.56
较上年同期增减		0.30		-4.16		4.12
应收账款		652.96	649.10	716.30	717.28	748.27
较上年同期增减		102.78		-40.55		95.31
应收账款周转天数		60.68	60.51	61.58	59.78	57.69
应付账款及应付票据		786.56	717.14	925.18	883.55	1039.13
较上年同期增减		-551.71		-136.42		252.57
预收账款		266.34	264.29	259.54	279.44	279.86
较上年同期增减		2.66		-3.90		13.52
经营性现金流净额	-9.56	171.09	109.63	464.40	65.55	213.35
较上年同期增减			182.89	308.22	75.11	42.26
筹资性现金流净额	50.87	-49.04	67.07	3099.41	-24.05	-134.47
较上年同期增减			82.65	2758.97	-74.92	-85.43
资本开支	59.94	55.93	52.91	168.33	126.89	249.85
较上年同期增减			-214.60	160.83	66.95	193.92
ROE	4.84%	5.34%	4.18%	3.51%	1.86%	3.38%
YOY (±)			-4.97%	-6.89%	-2.98%	-1.96%
资产负债率		55.99%	56.15%	32.34%	30.58%	33.13%
YOY (±)						-22.85%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**图 2：萤石网络产品拆分一览**

	2020	2021	2022H1	2022H2	2023H1
营业总收入 (百万元)	3078.59	4237.94	2091.19	2215.12	2284.69
YOY	30.20%	37.66%	4.23%	-0.74%	9.25%
毛利率	34.94%	35.26%	35.44%	37.34%	42.96%
智能家居产品					
营业收入	2647.59	3660.68	1756.57	1840.42	1893.44
YOY	33.23%	38.26%	0.16%	-3.49%	7.79%
占比	86.00%	86.38%	84.00%	83.53%	82.88%
毛利率	27.99%	29.39%	29.08%	30.56%	36.66%
智能家居摄像机					
营业收入	2019.46	2938.51	1434.40	1468.21	1510.50
YOY	36.80%	45.51%	2.24%	-4.39%	5.31%
占比	65.60%	69.34%	68.59%	66.28%	66.11%
毛利率	29.01%	30.77%	30.42%	31.51%	39.57%
智能入户					
营业收入	265.60	334.71	152.66	185.53	194.17
YOY	37.74%	26.02%	-8.93%	11.04%	27.20%
占比	8.63%	7.90%	7.30%	8.38%	8.50%
毛利率	31.18%	31.57%	33.00%	32.28%	33.25%
其他智能家居产品					
营业收入	55.10	97.35	54.79	75.23	93.31
YOY	49.50%	76.68%	24.23%	41.29%	70.30%
占比	1.79%	2.30%	2.62%	3.40%	4.08%
毛利率	28.46%	26.56%	28.23%	21.34%	21.60%
配件产品					
营业收入	307.44	290.12	114.72	111.45	95.46
YOY	9.32%	-5.63%	-17.53%	-26.19%	-16.79%
占比	9.99%	6.85%	5.49%	5.03%	4.18%
毛利率	18.46%	13.87%	7.59%	21.40%	12.45%
云平台					
营业收入	415.49	537.96	308.93	361.21	380.57
YOY	59.69%	29.48%	26.47%	22.99%	23.19%
占比	13.50%	12.69%	14.77%	83.53%	16.66%
毛利率	79.03%	74.28%	71.95%	72.84%	75.16%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 3：萤石网络智能家居产品渠道拆分一览**

		2020	2021	2022H1	2022H2	2023H1
智能家居产品						
线下合计	收入	2172.0	2972.9	1446.3	1526.2	1533.6
	YOY	52.40%	36.88%	-	-	6.04%
	占比	82.03%	81.21%	82.33%	82.93%	80.99%
	毛利率	26.0%	26.0%	26.7%	29.2%	34.5%
经销商	收入	1908.9	2278.8	1135.3	1272.8	1258.9
	YOY	43.50%	19.38%	-	-	10.9%
	占比	72.10%	62.25%	64.63%	69.16%	66.49%
	毛利率	26%	28%	29.2%	31.1%	36.5%
专业客户	收入	262.2	691.8	310.0	251.8	273.5
	YOY	176.90%	163.86%	-	-	-11.8%
	占比	9.90%	18.90%	17.65%	13.68%	14.44%
	毛利率	25%	20%	17.9%	19.2%	24.9%
直营店	收入	0.84	2.26	0.94	1.59	1.23
	YOY	255.16%	169.60%	-	-	30.2%
	占比	0.03%	0.06%	0.05%	0.09%	0.06%
	毛利率	31%	46%	47.3%	56.4%	46.6%
线上合计	收入	475.64	687.78	310.32	314.24	359.9
	YOY	-15.36%	44.60%	-	-	16.0%
	占比	17.97%	18.79%	17.67%	17.07%	19.01%
	毛利率	39%	44%	40.0%	37.3%	46.0%
B2C	收入	296.1	418.5	195.0	219.5	230.6
	YOY	-17.07%	41.37%	-	-	18.3%
	占比	11.18%	11.43%	11.10%	11.93%	12.18%
	毛利率	42%	46%	39.8%	41.2%	47.8%
电商自营平台	收入	179.6	269.2	115.3	94.7	129.2
	YOY	-12.38%	49.93%	-	-	12.1%
	占比	6.78%	7.35%	6.56%	5.15%	6.83%
	毛利率	35%	41%	40.2%	28.4%	42.9%

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)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6216	8537	7661	7372
现金	4806	6186	5527	4181
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	717	995	1195	1420
其它应收款	9	4	6	10
预付账款	34	31	41	52
存货	590	1265	794	1649
其他	60	55	98	60
<b>非流动资产</b>	966	2409	3887	5202
金融资产类	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
<b>资产总计</b>	7182	10947	11547	12573
<b>流动负债</b>	1848	2314	2777	3282
短期借款	200	200	253	315
应付款项	925	1364	1556	1830
预收账款	263	209	347	407
其他	460	541	621	729
<b>非流动负债</b>	474	178	233	247
长期借款	228	65	82	102
其他	246	113	150	144
<b>负债合计</b>	2323	2493	3009	3529
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4859	8454	8538	9045
<b>负债和股东权益</b>	7182	10947	11547	12573

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	736	45	1478	428
净利润	333	551	743	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)	184	225	193
其它	474	(743)	408	(831)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	3168	2849	25	21
短期借款	(150)	0	53	62
长期借款	228	(163)	17	20
其他	3091	3012	(45)	(61)
<b>现金净增加额</b>	3567	1373	(63)	(1017)

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4306	5449	6784	8109
营业成本	2738	3341	4118	4885
营业税金及附加	20	23	28	35
营业费用	543	699	839	1013
管理费用	147	191	237	284
研发费用	490	708	875	1038
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
<b>营业利润</b>	331	575	771	931
营业外收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	331	575	772	932
所得税	(2)	24	29	23
<b>净利润</b>	333	551	743	909
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	333	551	743	909
EBITDA	710	629	874	1089
EPS (最新摊薄)	0.59	0.98	1.32	1.62

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.61%	26.53%	24.50%	19.54%
营业利润	-31.92%	73.60%	34.23%	20.76%
归属母公司净利润	-26.10%	65.40%	34.91%	22.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.42%	38.69%	39.29%	39.76%
净利率	7.73%	10.11%	10.96%	11.21%
ROE	10.63%	8.28%	8.75%	10.34%
ROIC	12.32%	6.30%	8.36%	9.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.34%	22.77%	26.06%	28.06%
净负债比率	20.68%	11.76%	12.39%	12.95%
流动比率	3.36	3.69	2.76	2.25
速动比率	3.04	3.14	2.47	1.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.60	0.60	0.67
应收账款周转率	5.85	6.40	6.23	6.23
应付账款周转率	3.59	3.49	3.49	3.58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.59	0.98	1.32	1.62
每股经营现金	1.31	0.07	2.19	0.63
每股净资产	8.64	12.52	12.65	13.40
<b>估值比率</b>				
P/E	68.40	41.35	30.65	25.07
P/B	4.69	3.23	3.20	3.02
EV/EBITDA	32.53	34.10	25.38	21.69

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>