

盈利能力超预期 业绩全面改善

——萤石网络（688475.SH）半年报点评

计算机/计算机设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司于2023年8月5日发布2023年半年报，2023年上半年实现营收22.85亿元（同比+9.25%），实现归母净利润2.59亿元（同比+70.30%），实现扣非归母净利润2.52亿元（同比+70.26%）。

投资摘要：

营收端：2023上半年实现22.85亿元，营收增速9.25%，环比一季度上涨4.98%，整体持续上修，上涨的主要原因在于智能家居摄像机及智能入户产品销量有所增长。

- 从业务上看：智能摄像机增速持续改善，智能入户、其他智能家居、云平台等业务表现亮眼。

- ✓ **智能摄像机**：2023上半年营收15.11亿元，同比增长5.31%，上半年萤石智能摄像机在室内及室外均推出热销新品，室内萤石C6C云台摄像头获天猫监控摄像头热销榜第5名，而萤石室外C8云台则占据了天猫家用摄像机V榜第1名，整体地位稳固。
- ✓ **智能入户**：2023上半年营收1.94亿元，同比增速27.2%，恢复至2021年高增时期，我们认为其增长的主要原因在于公司在人脸识别方向的智能门锁及智能门铃新品热销，分别位列天猫榜单第3名和第4名。
- ✓ **其他智能家居产品**：2023上半年营收0.93亿元，同比增长70.3%，我们认为公司智能机器人及全屋智能家居方向得到市场认可，随着清洁机器人等业务研发落地，其他智能家居产品或将进入加速发展期；
- ✓ **云平台**：2023上半年营收3.81亿元，同比增长23.19%，该业务主要包含面向C端客户的增值服务及面向B端客户的开放平台业务，整体业务增速保持亮眼。

- 从渠道上看：2023H1公司线下渠道除专业客户渠道增速同比下降外均有一定上涨，其中经销商渠道实现营收12.59亿元，增速同比增长10.9%，直营店整体增速最快但占线下渠道营收比重较小；同时公司加码了电商渠道，积极开拓抖音等内容兴趣电商的直播渠道销售，其中线上B2C渠道实现营收2.31亿元，同比增长18.5%，电商自营渠道实现营收1.29亿元，同比增长12.2%。
- 公司持续在海外多个国家和地区开展业务，不断推进渠道和业务优化。当前公司在海外多个国家和地区实现线上与线下多渠道覆盖。在数字营销方面，公司一方面与海外线上媒体和头部红人博主的合作，另一方面加大了搜索引擎广告投放以提升营销覆盖面，2023上半年实现海外营收6.5亿元，同比增速26.8%。

利润端：公司整体毛利率上升明显，由2022年的36.42%上升至2023H1的42.96%，提升原因在于其核心产品智能摄像机的毛利率由2022年的30.97%上升至2023H1的39.57%，我们认为一方面是因为原材料成本的下行，另一方面则是公司整体自产率的提升使得供应链降本效应明显，从而带动智能摄像机毛利率显著提升。

评级

买入

2023年08月08日

曹旭特

分析师

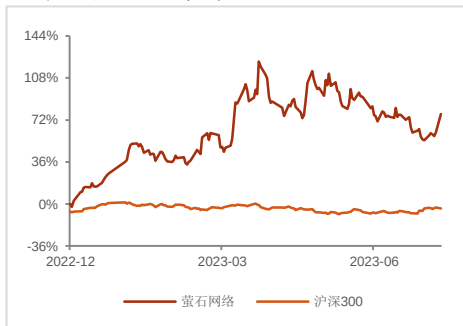
SAC执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2023.8.7

总市值/流通市值（亿元）	250.26/39.86
总股本（万股）	56,250.0
资产负债率（%）	33.13%
每股净资产（元）	8.8
收盘价（元）	44.49
一年内最高价/最低价（元）	57.78/23.77

公司股价表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

1、《萤石网络首次覆盖报告：“萤”影“石”池深》2023-04-11

投资建议：公司作为国内智能家居行业领先企业，聚焦于自身擅长的视觉技术，依托物联网云平台，在智能摄像机、云平台领域能保持较高增速的增长；在 AIGC 背景下，公司卡位 C 端视觉感觉入口，多模态的引入也为萤石带来新的机遇。预计公司 2023-2025 年的营收分别为 50.5 亿元、64.8 亿元和 83.2 亿元，对应同比增长 17.34%、28.19%、28.42%，归母净利润分别为 5.7 亿元、8.4 亿元和 12.6 亿元，对应同比增长 69.64%、48.29%、50.85%，EPS 分别为 1.00 元、1.49 元和 2.25 元，对应报告日最新收盘价的 PE 分别为 44.3 倍、29.9 倍和 19.8 倍，公司 23 年预测净利润给予 55 倍 PE 的合理估值，对应目标价格 55 元，保持“买入”评级不变。

风险提示：产品结构性风险；行业竞争风险；全球外部性风险；数据安全风险等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	42.4	43.1	50.5	64.8	83.2
增长率 (%)	37.66%	1.61%	17.34%	28.19%	28.42%
归母净利润 (亿元)	4.5	3.3	5.7	8.4	12.6
增长率 (%)	38.17%	-26.10%	69.64%	48.29%	50.85%
净资产收益率 (%)	31.98%	6.85%	10.60%	13.91%	17.86%
每股收益 (元)	0.80	0.59	1.00	1.49	2.25
PE	55.52	75.14	44.29	29.87	19.80
PB	17.76	5.15	4.70	4.15	3.54

资料来源：iFind、申港证券研究所

注：数据截至 2023 年 8 月 7 日

表1: 公司盈利预测表

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4238	4306	5053	6477	8318	流动资产合计	3074	6216	6788	8035	9768
营业成本	2743	2738	2881	3635	4565	货币资金	1232	4806	4918	5654	6741
营业税金及附加	15	20	19	25	32	应收账款	768	719	930	1192	1530
营业费用	455	543	711	888	1111	预付款项	22	34	30	39	50
管理费用	136	147	156	169	182	其他应收款	8	9	7	9	12
研发费用	490	603	772	965	1187	存货	1021	590	849	1071	1345
财务费用	6	-29	-1	-10	-16	其他流动资产	23	58	55	70	90
资产减值损失	-13	-30	-18	-23	-29	非流动资产合计	657	966	864	756	641
信用减值损失	-5	-3	-4	-5	-6	长期股权投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	230	238	245	242	227
投资净收益	-1	0	0	0	0	在建工程	107	368	307	245	184
营业利润	486	331	589	874	1319	无形资产	27	234	195	156	117
营业外收入	1	1	1	1	1	其他非流动资产	288	119	113	113	113
营业外支出	0	0	0	0	0	资产总计	3731	7182	7652	8791	10409
利润总额	487	331	590	875	1320	流动负债合计	2071	1848	1915	2423	3054
所得税	36	-2	25	37	56	短期借款	350	200	0	0	0
净利润	451	333	565	838	1264	应付票据及账款	1062	925	1176	1484	1864
少数股东损益	0	0	0	0	0	其他流动负债	659	723	739	939	1190
归属母公司净利润	451	333	565	838	1264	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EBITDA	514	349	685	972	1418	非流动负债合计	251	474	408	343	279
EPS (元)	0.80	0.59	1.00	1.49	2.25	长期借款	52	272	206	140	77
主要财务比率						其他非流动负债	200	202	202	202	202
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	2322	2323	2262	2763	3265
成长能力						少数股东权益	0	0	0	0	0
营业收入增长	37.66%	1.61%	17.34%	28.19%	28.42%	实收资本 (或股本)	450	563	563	563	563
营业利润增长	41.16%	-31.92%	77.97%	48.37%	50.91%	资本公积	325	3336	3336	3336	3336
归属于母公司净利润增长	38.17%	-26.10%	69.64%	48.29%	50.85%	未分配利润	634	960	1430	2126	3177
获利能力						归属母公司股东权益合计	1409	4859	5329	6025	7076
毛利率(%)	35.26%	36.42%	42.99%	43.89%	45.12%	负债和所有者权益	3731	7182	7652	8791	10409
净利率(%)	10.64%	7.73%	11.18%	12.94%	15.20%						
现金流增长率 (%)	215.17%	167.33%	-31.64%	96.74%	44.27%	现金流量表					
ROE(%)	31.98%	6.85%	10.60%	13.91%	17.86%	单位:百万元					
偿债能力							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产负债率(%)	62.24%	32.34%	30.36%	31.46%	32.03%	经营活动现金流	261	697	476	937	1352
流动比率	1.48	3.36	3.54	3.32	3.20	税后经营利润	451	333	473	746	1172
速动比率	0.97	2.99	3.06	2.83	2.71	折旧与摊销	21	47	97	108	115
营运能力						财务费用	6	-29	-1	-10	-16
总资产周转率	1.14	0.60	0.66	0.74	0.80	投资损失	1	0	0	0	0
应收账款周转率	5.55	5.99	5.47	5.47	5.47	营运资金变动	-440	307	-194	-3	-15
应付账款周转率	3.69	3.50	2.95	2.95	2.95	投资活动现金流	-383	-337	-4	-4	-4
每股指标 (元)						资本支出	217	335	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.59	1.00	1.49	2.25	长期投资	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.46	1.24	0.85	1.67	2.40	其他投资现金流	-166	-2	-4	-4	-4
每股净资产(最新摊薄)	2.51	8.64	9.47	10.71	12.58	筹资活动现金流	314	3168	-361	-197	-261
估值比率						短期借款	350	-150	-200	0	0
P/E	55.52	75.14	44.29	29.87	19.80	长期借款	52	220	-66	-65	-63
P/B	17.76	5.15	4.70	4.15	3.54	普通股增加	350	113	0	0	0
EV/EBITDA	47.90	30.61	30.38	20.73	13.53	资本公积增加	82	3011	0	0	0
						现金净增加额	189	3535	111	736	1087

资料来源: ifind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上