

具身智能与 GPT4V 下重要商用场景

2023 年 10 月 26 日

➤ **事件：**萤石网络发布 2023 年三季度报，2023 年前三季度实现营收 35.08 亿元，同比增长 11.83%，实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 82.27%；2023 年单 Q3 实现营收 12.23 亿元，同比增长 17.00%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 112.55%。

➤ **利润率水平持续改善，净利润维持高增，公司降本增效战略成果显著。**根据此前公司 2023 年中报曾披露，公司持续加强精益化供应链管理、持续加强国内和国际渠道建设并加码电商渠道的两大降本增效战略，2023 年前三季度毛利率分别为 41.12%、44.61%、44.30%，同比增长 6.23pct、8.63pct、7.02pct；2023 年前三季度净利率分别为 8.45%、13.88%、11.68%，同比增长 1.86pct、5.95pct、5.27pct。在公司利润率水平显著提升的推动下，公司 2023 年前三个季度归母净利润维持高增，2023 年 Q1-Q3 公司归母净利润分别为 0.91 亿元、1.67 亿元、1.43 亿元，同比增长 33.70%、100.15%、112.55%，同比增速不断提升。

➤ **发布纯视觉商用清洁机器人 BS1 为标志，“AI+云+端”结合的具身智能产品开始落地。**据蜂耘网微信公众号，萤石纯视觉商用清洁机器人 BS1 还搭载了萤石自研的“多目视觉计算系统 ezMultiVCS++”，可感知到场景中更多的数据，应用语义三维识别 ezSemantic3DRec、三维占据网格 ezSemantic3DOcc、语义三维空间计算 ezSemanticNeRFsc、语义建图 ezSemantic Mapping、语义导航 ezSemanticNav、语义清洁 ezSemantic Sweeping 等技术，有效解决复杂环境下清洁机器人运行不稳定的问题，并使得清洁机器人场景适应性得到较大提升；此外，萤石还发布家庭清洁机器人 RS20 Pro，具备智能规划和路径规划功能，能够自动绘制清洁路线，高效地完成清洁任务，通过连接手机 APP，用户可以随时随地远程控制并监控清洁机器人的工作状态，轻松实现智能家居管理。

➤ **投资建议：**智能终端成为 AI 大模型的重要载体。在 ChatGPT 带来划时代的交互体验，作为直接面向 C 端终端硬件，全屋智能赛道天然具备产品多样化的优势。而在近期 AI 技术的快速跃迁带来消费侧智能家居的全面功能升华，萤石网络以视觉能力为核心，延伸软硬件产品能力与解决方案，践行复利思维，实现产品快速成长。纯视觉清洁机器人的发布有望在摄像头和智能锁之外构建全新增长点，最终实现萤石网络以视觉能力为核心，构建“1+4+N”生态体系，提供智能生活解决方案及开放式云平台服务，成为 AI 终端重要入口的光明前景，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 45.67、55.30、69.34 亿元，EPS 分别为 0.99、1.39、1.66 元，2023 年 10 月 26 日收盘价对应市盈率分别为 49X、35X、29X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品研发风险，云平台服务的数据安全及个人信息保护风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,306	4,567	5,530	6,934
增长率 (%)	1.6	6.1	21.1	25.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	333	559	782	935
增长率 (%)	-26.1	67.8	39.9	19.6
每股收益 (元)	0.59	0.99	1.39	1.66
PE	82	49	35	29
PB	5.6	5.2	4.8	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

48.59 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1. 萤石网络 (688475.SH) 2023 年半年报点评：公司利润率水平新高，飞轮效应初步形成 -2023/08/05

2. 萤石网络 (688475.SH) 2022 年年报点评：智能家居 AI 终端龙头，看好以云为重的 AI 生态建设 -2023/04/16

3. 萤石网络 (688475.SH) 首次覆盖报告：广厦万千，以云为重 -2023/01/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,306	4,567	5,530	6,934
营业成本	2,738	2,699	3,133	3,742
营业税金及附加	20	37	44	55
销售费用	543	571	691	1,040
管理费用	147	160	194	243
研发费用	603	617	774	1,040
EBIT	302	575	824	989
财务费用	-29	-38	-30	-33
资产减值损失	-30	-12	-13	-16
投资收益	0	0	0	0
营业利润	331	601	841	1,005
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	331	601	841	1,005
所得税	-2	42	59	70
净利润	333	559	782	935
归属于母公司净利润	333	559	782	935
EBITDA	387	685	975	1,130

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,806	4,288	4,536	4,807
应收账款及票据	717	781	965	1,222
预付款项	34	162	188	224
存货	590	950	1,102	1,317
其他流动资产	69	259	289	347
流动资产合计	6,216	6,440	7,081	7,918
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	154	357	554	670
无形资产	234	456	447	446
非流动资产合计	966	1,303	1,413	1,583
资产合计	7,182	7,742	8,494	9,501
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	925	813	944	1,128
其他流动负债	723	954	1,081	1,329
流动负债合计	1,848	1,968	2,225	2,657
长期借款	228	287	287	287
其他长期负债	246	241	235	272
非流动负债合计	474	528	523	559
负债合计	2,323	2,495	2,748	3,216
股本	563	563	563	563
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,859	5,247	5,746	6,285
负债和股东权益合计	7,182	7,742	8,494	9,501

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.61	6.06	21.09	25.38
EBIT 增长率	-38.82	90.56	43.31	20.01
净利润增长率	-26.10	67.80	39.92	19.57
盈利能力 (%)				
毛利率	36.42	40.90	43.36	46.04
净利率	7.73	12.24	14.14	13.49
总资产收益率 ROA	4.64	7.22	9.21	9.84
净资产收益率 ROE	6.85	10.65	13.61	14.88
偿债能力				
流动比率	3.36	3.27	3.18	2.98
速动比率	2.99	2.67	2.57	2.38
现金比率	2.60	2.18	2.04	1.81
资产负债率 (%)	32.34	32.23	32.35	33.85
经营效率				
应收账款周转天数	60.71	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	78.70	130.00	130.00	130.00
总资产周转率	0.79	0.61	0.68	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.99	1.39	1.66
每股净资产	8.64	9.33	10.21	11.17
每股经营现金流	1.31	0.14	1.50	1.71
每股股利	0.30	0.50	0.70	0.84
估值分析				
PE	82	49	35	29
PB	5.6	5.2	4.8	4.3
EV/EBITDA	60.16	33.99	23.90	20.62
股息收益率 (%)	0.62	1.04	1.45	1.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	333	559	782	935
折旧和摊销	85	110	151	141
营运资金变动	312	-651	-142	-162
经营活动现金流	736	81	845	964
资本开支	-337	-407	-216	-261
投资	0	2	0	0
投资活动现金流	-337	-407	-206	-261
股权募资	3,147	0	0	0
债务募资	79	43	-36	0
筹资活动现金流	3,168	-192	-390	-432
现金净流量	3,574	-518	248	271

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026