



增持（维持）

所属行业：计算机/计算机设备
当前价格(元)：41.02

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

纪向阳

资格编号：S0120523120001

邮箱：jixy3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

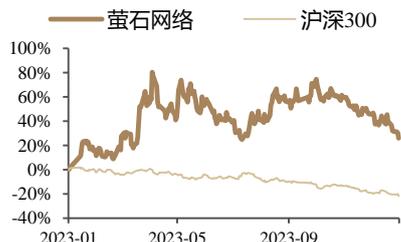
宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.67	-21.22	-27.04
相对涨幅(%)	-10.30	-11.72	-15.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《萤石网络：生态业务持续发力兑现，收入利润双双向好》，2023.10.23
- 《萤石网络：收入增速环比提振，盈利能力大幅优化超预期——23H1业绩点评》，2023.8.6
- 《萤石网络 22A&23Q1 点评：云服务&境外快增彰显潜力，Q1 盈利超预期改善》，2023.4.16
- 《疫情影响暂有承压，疫后收入利润修复可期》，2023.2.26
- 《萤石网络(688475)：智能家居拐点至，β与α兼具的稀缺标的》，2023.1.18

Q4 业绩延续快速增长，持续打造 新增长曲线

2023 年报业绩预告点评

投资要点

- 全年业绩表现亮眼，四季度延续快速增长。**公司发布 2023 年报业绩预告，公司预计 2023 年实现归母净利润 5.4-5.8 亿元，同比增长 62%-74%，表现亮眼。其中，Q4 单季度公司预计实现归母净利润 1.39-1.79 亿元，同比增长 22%-57%。拆解来看，公司业绩快速增长，主要受益于原材料成本下降，云平台业务、境外业务占比提升，以及渠道结构和产品结构优化，从而带动整体毛利率上行。
- 智能摄像头行业增长预期乐观，萤石市场份额稳居前列。**据洛图科技数据，2023 年 1-10 月，中国监控摄像头线上市场销量 1856 万台，同比增长 18.7%，销额 43 亿元，同比增长 23.6%；11 月销量 216 万台，同比增长 14.4%，销额 4.5 亿元，同比下滑 10.7%，主要受到大促期间降价影响。总体来看，在可选消费普遍承压的环境下，监控摄像头实现逆势增长，或主要受益于出差、旅游等家庭外场景活动安排自由度增加，以及宠物看护、老人陪伴等多场景的智能监控诉求持续增长。据洛图科技预测，2024 年中国监控摄像头线上市场销量有望达到 2569 万台，同比增长 10.4%。结合竞争格局来看，2023 年 11 月萤石线上销量份额 7.9%，稳居前三，后续有望持续受益于监控摄像头行业放量及结构升级从而实现增长。
- 发布扫地机器人产品，进一步完善智能家居布局。**据中华网报道，公司于 2023 年 10 月 12 日发布两款采用智能理念研发的清洁服务机器人产品，其中 AI 扫拖宝 RS20 Pro 支持 AI 智能融合避障，搭载主动切毛滚刷等创新技术，告别传统清洁困扰；云视觉商用清洁机器人 BS1 创新多目视觉计算系统 ezMultiVCS++，在复杂环境下也能稳定运行。我们认为，公司基于在智能摄像头领域积累的算法优势，切入扫地机器人行业，有望打造新的增长曲线。
- 推出多模态数字人产品，深化 AI 领域相关布局。**据中华网报道，公司近期基于在 AI 领域多年的技术积累推出多模态 3D 数字人产品，该产品由数字人形象、商显大屏及摄像头等软硬件组成，能够为不同行业提供迎宾接待、产品介绍、实时咨询、实时互动等功能，基本涵盖了不同场景中的自主服务需求。作为一款在线下面向普通消费者提供服务的 AI 智能产品，萤石 3D 数字人具备语音识别、手势识别、情绪识别、人脸识别等智能感知技术，能够充分理解客户需求，通过深层认知智能引擎为客户提供相应服务。我们认为，该产品的推出有望进一步驱动公司云业务的未来发展。
- 投资建议：**预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 49/65/81 亿元，同比 +15%/+31%/+25%；分别实现归母净利润 5.6/7.4/9.3 亿元，同比 +68%/+31%/+27%，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 41/31/25 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**行业需求不及预期，原材料价格大幅上涨，竞争格局加剧等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	562.50		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	289.13	营业收入(百万元)	4,238	4,306	4,929	6,463	8,065
52 周内股价区间(元):	31.10-56.05	(+/-)YOY(%)	37.7%	1.6%	14.5%	31.1%	24.8%
总市值(百万元):	23,073.75	净利润(百万元)	451	333	560	735	932
总资产(百万元):	7,660.61	(+/-)YOY(%)	38.2%	-26.1%	68.2%	31.1%	26.9%
每股净资产(元):	9.07	全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.59	1.00	1.31	1.66
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	35.3%	36.4%	43.4%	43.6%	44.1%
		净资产收益率(%)	32.0%	6.9%	10.5%	11.8%	12.5%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.59	1.00	1.31	1.66
每股净资产	8.64	9.50	11.08	13.22
每股经营现金流	1.31	-0.22	1.70	1.56
每股股利	0.30	0.53	0.53	0.53
价值评估(倍)				
P/E	43.79	41.20	31.39	24.76
P/B	3.00	4.12	3.54	2.96
P/S	5.12	4.47	3.41	2.73
EV/EBITDA	30.25	35.63	27.82	21.75
股息率%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.4%	43.4%	43.6%	44.1%
净利润率	7.7%	11.4%	11.4%	11.6%
净资产收益率	6.9%	10.5%	11.8%	12.5%
资产回报率	4.6%	7.1%	7.9%	8.4%
投资回报率	4.8%	7.7%	8.9%	9.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.6%	14.5%	31.1%	24.8%
EBIT 增长率	-35.9%	90.2%	30.7%	28.4%
净利润增长率	-26.1%	68.2%	31.1%	26.9%
偿债能力指标				
资产负债率	32.3%	32.4%	32.8%	32.7%
流动比率	3.4	3.1	2.6	2.4
速动比率	3.0	2.5	2.1	1.9
现金比率	2.6	2.0	1.6	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.7	80.0	71.1	72.3
存货周转天数	78.7	140.0	118.9	119.2
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	28.0	12.0	7.7	5.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	333	560	735	932
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	119	45	35	36
非经营收益	-28	11	16	16
营运资金变动	312	-740	172	-108
经营活动现金流	736	-124	958	877
资产	-337	-345	-729	-437
投资	0	0	-3	-3
其他	-0	0	-0	-0
投资活动现金流	-337	-345	-732	-440
债权募资	430	83	5	40
股权募资	3,147	0	0	0
其他	-409	-316	-318	-319
融资活动现金流	3,168	-234	-314	-279
现金净流量	3,574	-703	-88	158

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,306	4,929	6,463	8,065
营业成本	2,738	2,790	3,644	4,508
毛利率%	36.4%	43.4%	43.6%	44.1%
营业税金及附加	20	35	45	56
营业税金率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	543	690	924	1,169
营业费用率%	12.6%	14.0%	14.3%	14.5%
管理费用	147	165	213	258
管理费用率%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	603	764	1,002	1,258
研发费用率%	14.0%	15.5%	15.5%	15.6%
EBIT	255	485	634	815
财务费用	-29	-40	-35	-34
财务费用率%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-30	-10	0	0
投资收益	0	0	-0	-0
营业利润	331	584	760	961
营业外收支	1	6	2	3
利润总额	331	590	762	964
EBITDA	341	520	670	851
所得税	-2	29	27	32
有效所得税率%	-0.5%	5.0%	3.6%	3.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	333	560	735	932

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,806	4,103	4,015	4,173
应收账款及应收票据	717	1,087	1,265	1,606
存货	590	1,070	1,187	1,473
其它流动资产	102	151	166	183
流动资产合计	6,216	6,412	6,633	7,435
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	154	410	836	1,382
在建工程	368	534	1,134	1,434
无形资产	234	341	464	596
非流动资产合计	966	1,496	2,645	3,623
资产总计	7,182	7,908	9,278	11,057
短期借款	200	283	288	328
应付票据及应付账款	925	1,032	1,319	1,626
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	723	776	966	1,193
流动负债合计	1,848	2,091	2,573	3,147
长期借款	228	228	228	228
其它长期负债	246	246	246	246
非流动负债合计	474	474	474	474
负债总计	2,323	2,565	3,047	3,621
实收资本	563	563	563	563
普通股股东权益	4,859	5,343	6,231	7,436
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,182	7,908	9,278	11,057

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。