

# 萤石网络 (688475)

证券研究报告  
2024年04月13日

## 云平台业务贡献收入利润，智能家居产品毛利显著提升

**事件：**公司2023年全年实现营业收入48.4亿元，同比+12.39%，归母净利润5.63亿元，同比+68.8%；其中2023Q4实现营业收入13.32亿元，同比+13.87%，归母净利润1.61亿元，同比+41.62%。公司2024年Q1全年实现营业收入12.37亿元，同比+14.61%，归母净利润1.25亿元，同比+37.38%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利5元（含税）并拟以资本公积向全体股东每10股转增4股。分红率49.96%。

**智能硬件中智能入户快速增长，云平台业务增速好于整体增速。**一方面，公司持续开拓海外新区域和新客户，推进多渠道覆盖，丰富产品矩阵，另一方面，公司积极拓展智能入户业务，持续提高市场渗透率及品牌影响力。智能家居产品中，智能入户和其他智能家居产品收入增速表现较好，同比+49.5%/+52.2%；其中23H2收入同比为+67.8%/+39%。23年公司发布了多个系列的人脸视频智能锁，率先引领智能锁行业进入双摄+人脸时代，进一步通过视觉技术为用户解决细分场景痛点，满足用户对产品便捷性和安全性的需求。公司发布的家用扫地机产品也为营收带来增量贡献。云平台业务收入同比+27.8%，远高于整体收入增速，主要得益于公司的设备接入数和用户数量不断增加、平台能力和云服务产品的不断强化。分地区看，23年内外销收入同比+8.1%/+24.8%，海外增速贡献较多，海外收入占比提升至31.4%，同比+3pct。

**智能家居产品结构优化提升毛利率。**2023年公司毛利率为42.85%，同比+6.44pct，净利率为11.63%，同比+3.9pct；其中2023Q4毛利率为41.33%，同比+3.95pct，净利率为12.13%，同比+2.38pct。公司2024年Q1毛利率为42.72%，同比+1.6pct，净利率为10.13%，同比+1.68pct。分产品看，23年除其他智能家居产品外，其余各品牌毛利率均有不同程度的提升，其中智能家居摄像机毛利率同比提升幅度最大，为+7.6pct，云平台业务毛利率同比+3.7pct；23H2各品类毛利率同比均有上升，其中智能智能家居摄像机毛利率同比+6.1pct，云平台业务毛利率同比+4pct。23年公司积极推动智能家居摄像机向视觉化、场景化、智能化升级，推出了多款AI多目摄像机、4G和电池类智能摄像机新品，针对不同的细分场景，满足更多样化的消费者需求，产品结构升级优化。综合看，智能家居产品毛利率同比提升，主要受益于公司精益化的供应链管理、原材料成本下降、境外业务占比提升、渠道结构和产品结构优化等多方面综合因素。

**投资建议：**公司是智能家居领域领军企业，产品端通过软硬件一体化持续拓展品类及应用场景，逐步构建核心壁垒。收入端，智能门锁经过多年培育如今进入产品收获期，成为除摄像头外带动公司收入增长的第二曲线；利润端，渠道结构变化、产品结构提升、供应链改革带来的降本增效带动利润率的提升。基于公司年报和一季报，预计24-26年归母净利润7.2/8.7/10.2亿元，对应动态PE为36.3x/30x/25.7x，维持“增持”评级。

**风险提示：**智能家居渗透不及预期风险；新品拓展不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；技术风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,306.31	4,839.74	5,739.20	6,722.25	7,796.22
增长率(%)	1.61	12.39	18.58	17.13	15.98
EBITDA(百万元)	933.57	1,249.28	672.05	831.28	988.48
归属母公司净利润(百万元)	333.49	562.94	721.07	873.12	1,017.22
增长率(%)	(26.01)	68.80	28.09	21.09	16.50
EPS(元/股)	0.59	1.00	1.28	1.55	1.81
市盈率(P/E)	78.43	46.46	36.27	29.96	25.71
市净率(P/B)	5.38	4.97	4.37	3.81	3.32
市销率(P/S)	6.07	5.40	4.56	3.89	3.35
EV/EBITDA	10.75	16.61	32.73	24.30	20.26

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	46.5元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	562.50
流通A股股本(百万股)	289.13
A股总市值(百万元)	26,156.25
流通A股市值(百万元)	13,444.31
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	32.06
一年内最高/最低(元)	57.78/37.21

### 作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunjiana@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《萤石网络-公司点评:智能入户表现亮眼，利润水平稳步提升》2024-02-26
- 《萤石网络-公司点评:智能入户贡献增长，盈利能力稳步提升》2024-01-18
- 《萤石网络-季报点评:主营业务预计环比好转，积极投入新兴渠道》2023-10-23

**事件：**公司 2023 年全年实现营业收入 48.4 亿元，同比+12.39%，归母净利润 5.63 亿元，同比+68.8%；其中 2023Q4 实现营业收入 13.32 亿元，同比+13.87%，归母净利润 1.61 亿元，同比+41.62%。公司 2024 年 Q1 全年实现营业收入 12.37 亿元，同比+14.61%，归母净利润 1.25 亿元，同比+37.38%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税）并拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股。分红率 49.96%。

## 1. 智能硬件中智能入户快速增长，云平台业务增速好于整体增速

分产品看，23 年公司云平台业务增速远高于智能硬件收入增长。一方面，公司持续开拓海外新区域和新客户，推进多渠道覆盖，丰富产品矩阵，另一方面，公司积极拓展智能入户业务，持续提高市场渗透率及品牌影响力。智能家居产品中，智能入户和其他智能家居产品收入增速表现较好，同比+49.5%/+52.2%；其中 23H2 收入同比为+67.8%/+39%。23 年公司发布了多个系列的人脸视频智能锁，率先引领智能锁行业进入双摄+人脸时代，进一步通过视觉技术为用户解决细分场景痛点，满足用户对产品便捷性和安全性的需求。公司发布的家用扫地机产品也为营收带来增量贡献。云平台业务收入同比+27.8%，远高于整体收入增速，主要得益于公司的设备接入数和用户数量不断增加、平台能力和云服务产品的不断强化。分地区看，23 年内外销收入同比+8.1%/+24.8%，海外增速贡献较多，海外收入占比提升至 31.4%，同比+3pct。

## 2. 智能家居产品结构优化提升毛利率

2023 年公司毛利率为 42.85%，同比+6.44pct，净利率为 11.63%，同比+3.9pct；其中 2023Q4 毛利率为 41.33%，同比+3.95pct，净利率为 12.13%，同比+2.38pct。公司 2024 年 Q1 毛利率为 42.72%，同比+1.6pct，净利率为 10.13%，同比+1.68pct。分产品看，23 年除其他智能家居产品外，其余各品牌毛利率均有不同程度的提升，其中智能家居摄像机毛利率同比提升幅度最大，为+7.6pct，云平台业务毛利率同比+3.7pct；23H2 各品类毛利率同比均有上升，其中智能智能家居摄像机毛利率同比+6.1pct，云平台业务毛利率同比+4pct。23 年公司积极推动智能家居摄像机向视觉化、场景化、智能化升级，推出了多款 AI 多目摄像机、4G 和电池类智能摄像机新品，针对不同的细分场景，满足更多样化的消费者需求，产品结构升级优化。综合看，智能家居产品毛利率同比提升，主要受益于公司精益化的供应链管理、原材料成本下降、境外业务占比提升、渠道结构和产品结构优化等多方面综合因素。

**公司加大研发和销售费用投入。**公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.4%、3.33%、15.1%、-1.27%，同比+1.8、-0.09、+1.1、-0.59pct；其中 23Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.67%、3.12%、13.92%、-1.46%，同比+1.16、-0.15、+0.14、-0.19pct。公司 2024 年 Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.86%、3.41%、16.77%、-3.63%，同比+2.01、+0.18、+1.86、-2.49pct。23 年销售费用率同比提升，主要由于公司持续进行海内外渠道拓展，销售活动相关费用均增加所致；研发费用率同比提升，主要由于公司持续聚焦核心优势，夯实技术研发，不断加大新产品、新工艺的研发投入，与研发活动相关的费用均有增加。24Q1 研发和销售费用仍持续投入，助力品牌建设和营收规模的增长；24Q1 财务费用率同比减少，主要由于利息收入增加所致。

## 3. 公司经营情况良好，现金流充裕

**资产负债表端，**公司 2023 年全年货币资金+交易性金融资产为 46.56 亿元，同比-3.13%，存货为 6.95 亿元，同比+17.69%，应收票据和账款合计为 8.66 亿元，同比+20.9%。公司 2024Q1 货币资金+交易性金融资产为 43.89 亿元，同比-7.03%，存货为 6.99 亿元，同比+29.99%，应收票据和账款合计为 8.01 亿元，同比+11.27%。**周转端，**公司 2023 年全年期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 83.64、58.64 和 135.96 天，同比-22.3、-2.94 和+35.68 天。公司 2024 年 Q1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 88.5、59.86 和 146.98 天，同比+8.63、+0.08 和+40.72 天。**现金流端，**公司 2023 年全年经营活动产生的现金流量净额为 9.71 亿元，同比+31.95%，其中销售商品及提供劳务现金流入 55.21，同比+11.72%；其中 2023Q4 经营活动产生的现金流量净额为 4.31 亿元，同比-7.22%，其中销售商品及提供劳务现金流入 14.22 亿元，同比+14.06%。公司 2024 年 Q1

经营活动产生的现金流量净额为-1.54 亿元，同比-334.26%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 11.11 亿元，同比+56.61%。

## 投资建议

公司是智能家居领域领军企业，产品端通过软硬件一体化持续拓展品类及应用场景，逐步构建核心壁垒。收入端，智能门锁经过多年培育如今进入产品收获期，成为除摄像头外带动公司收入增长的第二曲线；利润端，渠道结构变化、产品结构提升、供应链改革带来的降本增效带动利润率的提升。基于公司年报和一季报，预计 24-26 年归母净利润 7.2/8.7/10.2 亿元，对应动态 PE 为 36.3x/30x/25.7x，维持“增持”评级。

**风险提示：**智能家居渗透不及预期风险；新品拓展不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；技术风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,806.37	4,655.80	3,983.78	5,749.41	5,951.47
应收票据及应收账款	716.51	866.27	852.70	1,325.07	1,196.36
预付账款	33.96	32.99	19.39	49.06	34.81
存货	590.35	694.77	845.70	1,103.46	1,073.14
其他	68.53	134.33	71.50	83.06	91.80
<b>流动资产合计</b>	<b>6,215.71</b>	<b>6,384.15</b>	<b>5,773.07</b>	<b>8,310.06</b>	<b>8,347.59</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	153.55	156.94	225.56	276.40	311.59
在建工程	367.89	1,217.72	1,095.95	986.35	887.72
无形资产	233.54	228.60	289.66	368.61	406.02
其他	211.02	205.16	199.20	242.91	211.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>966.00</b>	<b>1,808.42</b>	<b>1,810.36</b>	<b>1,874.27</b>	<b>1,816.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,181.71</b>	<b>8,192.58</b>	<b>7,583.43</b>	<b>10,184.34</b>	<b>10,164.00</b>
短期借款	200.17	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	925.18	1,487.35	778.51	2,029.23	1,206.56
其他	463.60	534.50	621.82	1,061.64	851.15
<b>流动负债合计</b>	<b>1,588.95</b>	<b>2,021.85</b>	<b>1,400.33</b>	<b>3,090.87</b>	<b>2,057.70</b>
长期借款	227.81	319.34	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	246.23	240.81	194.45	233.25	228.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>474.04</b>	<b>560.14</b>	<b>194.45</b>	<b>233.25</b>	<b>228.69</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,322.54</b>	<b>2,927.58</b>	<b>1,594.78</b>	<b>3,324.12</b>	<b>2,286.39</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	562.50	562.50	562.50	562.50	562.50
资本公积	3,336.25	3,346.58	3,346.58	3,346.58	3,346.58
留存收益	963.02	1,359.04	2,080.11	2,953.23	3,970.45
其他	(2.60)	(3.13)	(0.55)	(2.09)	(1.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,859.17</b>	<b>5,264.99</b>	<b>5,988.65</b>	<b>6,860.22</b>	<b>7,877.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,181.71</b>	<b>8,192.58</b>	<b>7,583.43</b>	<b>10,184.34</b>	<b>10,164.00</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	333.07	562.94	721.07	873.12	1,017.22
折旧摊销	46.68	57.68	61.72	71.80	79.40
财务费用	4.77	4.60	(57.39)	(67.22)	(77.96)
投资损失	0.00	0.00	0.19	0.23	0.11
营运资金变动	434.70	193.74	(1,057.31)	907.43	(843.51)
其它	(83.67)	151.61	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>735.56</b>	<b>970.57</b>	<b>(331.71)</b>	<b>1,785.37</b>	<b>175.26</b>
资本支出	519.11	905.36	115.98	53.22	57.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(855.94)	(1,695.67)	(184.07)	(146.71)	(111.38)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(336.84)</b>	<b>(790.31)</b>	<b>(68.09)</b>	<b>(93.50)</b>	<b>(53.46)</b>
债权融资	127.20	(54.24)	(274.80)	75.31	80.09
股权融资	2,948.20	9.80	2.58	(1.54)	0.17
其他	92.91	(307.12)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,168.31</b>	<b>(351.56)</b>	<b>(272.22)</b>	<b>73.77</b>	<b>80.26</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,567.03</b>	<b>(171.31)</b>	<b>865.27</b>	<b>945.69</b>	<b>1,033.15</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4,306.31</b>	<b>4,839.74</b>	<b>5,739.20</b>	<b>6,722.25</b>	<b>7,796.22</b>
营业成本	2,738.09	2,765.81	3,179.72	3,667.05	4,207.59
营业税金及附加	20.32	29.58	34.44	40.33	46.78
销售费用	542.55	696.73	878.10	1,041.95	1,224.01
管理费用	147.20	160.96	189.39	221.83	257.28
研发费用	602.97	730.71	860.88	1,008.34	1,169.43
财务费用	(29.21)	(61.47)	(57.39)	(67.22)	(77.96)
资产/信用减值损失	(33.44)	(14.23)	(16.96)	(20.69)	(21.33)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	(0.19)	(0.23)	(0.11)
其他	(13.11)	(40.13)	(122.44)	(129.05)	(123.86)
<b>营业利润</b>	<b>330.93</b>	<b>571.79</b>	<b>759.35</b>	<b>918.09</b>	<b>1,071.52</b>
营业外收入	0.98	1.01	1.18	0.98	1.04
营业外支出	0.47	5.24	1.52	0.00	1.80
<b>利润总额</b>	<b>331.45</b>	<b>567.57</b>	<b>759.02</b>	<b>919.07</b>	<b>1,070.76</b>
所得税	(1.62)	4.63	37.95	45.95	53.54
<b>净利润</b>	<b>333.07</b>	<b>562.94</b>	<b>721.07</b>	<b>873.12</b>	<b>1,017.22</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>333.49</b>	<b>562.94</b>	<b>721.07</b>	<b>873.12</b>	<b>1,017.22</b>
每股收益(元)	0.59	1.00	1.28	1.55	1.81

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.61%	12.39%	18.58%	17.13%	15.98%
营业利润	-31.92%	72.78%	32.80%	20.91%	16.71%
归属于母公司净利润	-26.01%	68.80%	28.09%	21.09%	16.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.42%	42.85%	44.60%	45.45%	46.03%
净利率	7.74%	11.63%	12.56%	12.99%	13.05%
ROE	6.86%	10.69%	12.04%	12.73%	12.91%
ROIC	168.56%	161.66%	87.76%	44.15%	104.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.34%	35.73%	21.03%	32.64%	22.49%
净负债率	-89.03%	-81.51%	-65.98%	-83.22%	-75.01%
流动比率	3.36	2.70	4.12	2.69	4.06
速动比率	3.04	2.40	3.52	2.33	3.54
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.83	6.12	6.68	6.17	6.18
存货周转率	5.34	7.53	7.45	6.90	7.16
总资产周转率	0.79	0.63	0.73	0.76	0.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.59	1.00	1.28	1.55	1.81
每股经营现金流	1.31	1.73	-0.59	3.17	0.31
每股净资产	8.64	9.36	10.65	12.20	14.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	78.43	46.46	36.27	29.96	25.71
市净率	5.38	4.97	4.37	3.81	3.32
EV/EBITDA	10.75	16.61	32.73	24.30	20.26
EV/EBIT	11.30	17.33	36.75	28.44	24.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com