

萤石网络 (688475.SH)

增持

2022 年年报&2023 年一季报点评： 云平台收入高增助推公司发展，一季度盈利大幅提升

核心观点

收入韧性较强，毛利率持续提升。公司 2022 年实现营收 43.1 亿/+1.6%，归母净利润 3.3 亿/-26.1%，扣非归母净利润 3 亿/-25.5%。2022Q4 收入 11.7 亿/+0.8%，归母净利润 1.1 亿/-22.2%，扣非归母净利润 0.8 亿/-15.8%。2023Q1 收入 10.8 亿/+4.3%，归母净利润 0.9 亿/+33.7%，扣非归母净利润 0.9 亿/+34.2%。公司拟每 10 股派现金股利 3 元（含税）。虽然受到外部宏观因素的扰动，但公司收入依然保持稳健增长，且 Q1 增速环比明显改善；利润端，公司 2022 年加大研发及销售投入力度，利润有所下滑，2023Q1 利润已实现大幅改善，毛利率快速提升，盈利表现积极向好。

云平台收入增长强劲，B 端和 C 端均表现靓丽。公司全年云平台收入增长 24.6%至 6.7 亿，其中 C 端收入增长 25.3%至 3.7 亿，B 端收入增长 23.7%至 3.0 亿。截至 2022 年底，公司云平台连接设备数量已突破 2 亿台，增长 28.9%，月活跃用户数量增长 24.4%至 4394 万人；持有萤石设备的年度累计活跃用户 2102 万人/+28.2%，其中付费用户 227 万人/+12.9%；B 端客户数量增长 30.4%至 27 万人，B 端付费用户 1.7 万人/+22.7%。公司平台能力和云服务产品不断完善，B 端和 C 端云平台收入均表现强劲，预计 Q1 营收占比依然在提升。

硬件销售受宏观环境扰动，二三品类及外销增长更快。公司 2022 年智能家居摄像机收入微降 1.2%至 29.0 亿，智能入户收入增长 1.0%至 3.4 亿，其他智能家居产品收入增长 33.6%至 1.3 亿，配件产品收入下滑 22.0%至 2.3 亿。受到疫情及地产等因素的影响，公司智能家居硬件产品收入合计下滑 1.7%，其中扫地机、智能入户等二三品类表现相对更好。分内外销来看，公司外销收入增长 34.8%至 12.1 亿，内销收入下滑 7.4%至 30.6 亿。公司外销通过开拓新销售区域、强化境外品牌建设和电商运营、拓展经销商等方式增长较快。

持续加大费用投入力度，一季度毛利率大幅提升。公司 2022 年毛利率提升 1.2pct 至 36.4%，其中硬件毛利率提升 0.5pct 至 29.8%，云平台毛利率为 72.4%/-1.9pct。公司研发/销售/管理/财务费用率分别+2.4/+1.9/+0.2/-0.8pct 至 14.0%/12.6%/3.4%/-0.7%，研发及销售投入力度加大。全年净利率下滑 2.9pct 至 7.7%。2023Q1 公司毛利率大幅提升 6.2pct 至 41.1%，创下单季度毛利率新高，预计与产品结构优化、供应链降本及云平台占比提高有关。Q1 研发/销售/管理/财务费用率分别+1.6/+1.6/-0.3/-2.0pct 至 14.9%/12.8%/3.2%/-1.1%，净利率提升 1.9pct 至 8.4%，盈利能力出现改善趋势。

风险提示：行业竞争加剧；终端需求不及预期；新品推出不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。

公司是国内智能家居软硬件龙头，硬件性能领先，云平台增长强劲。维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.2/6.9/8.6 亿，同比增长 57%/33%/24%；摊薄 EPS=0.93/1.23/1.53 元，对应 PE=51/39/31x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,238	4,306	5,524	6,848	8,210
(+/-%)	37.7%	1.6%	28.3%	24.0%	19.9%
净利润(百万元)	451	333	521	693	862
(+/-%)	38.2%	-26.1%	56.5%	32.9%	24.4%
每股收益(元)	1.00	0.59	0.93	1.23	1.53
EBIT Margin	9.4%	5.9%	9.0%	10.1%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	32.0%	6.9%	10.0%	12.3%	14.0%
市盈率 (PE)	47.4	80.2	51.244	38.563	30.99
EV/EBITDA	56.7	96.7	54.1	39.3	31.3
市净率 (PB)	15.17	5.50	5.11	4.74	4.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

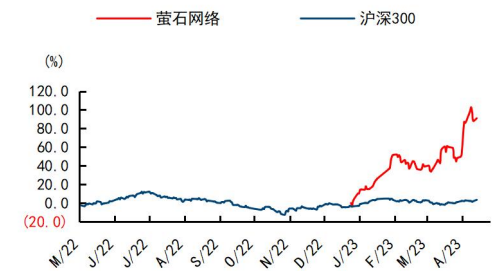
证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值
收盘价 48.22 元
总市值/流通市值 27124/4040 百万元
52 周最高价/最低价 54.13/23.77 元
近 3 个月日均成交额 173.86 百万元

市场走势

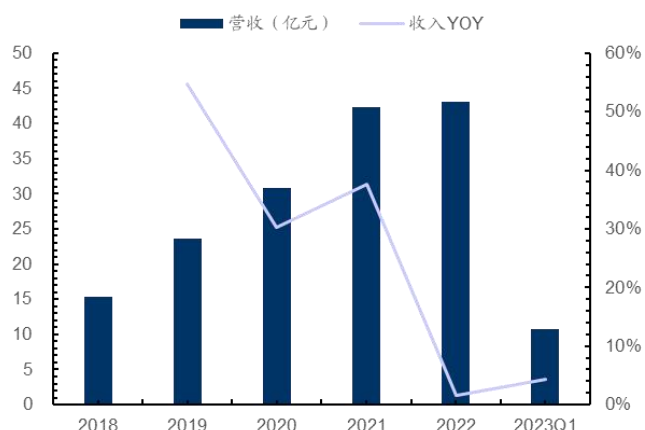


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

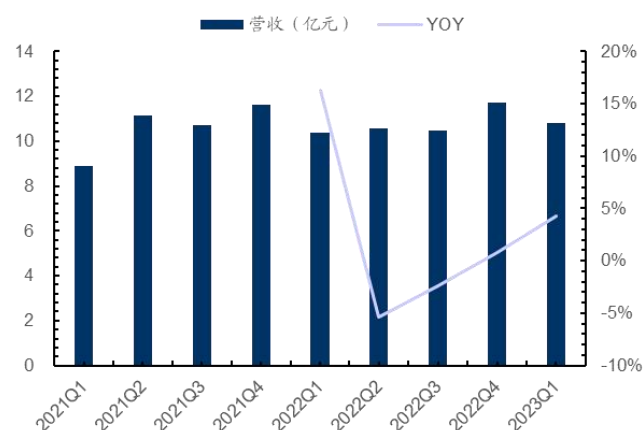
《萤石网络 (688475.SH) - 智能家居细分龙头，硬件领先带动云平台快速成长》——2023-04-06
《萤石网络 (688475.SH) - 智能家居细分龙头，硬件领先带动云平台快速成长》——2023-04-06

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



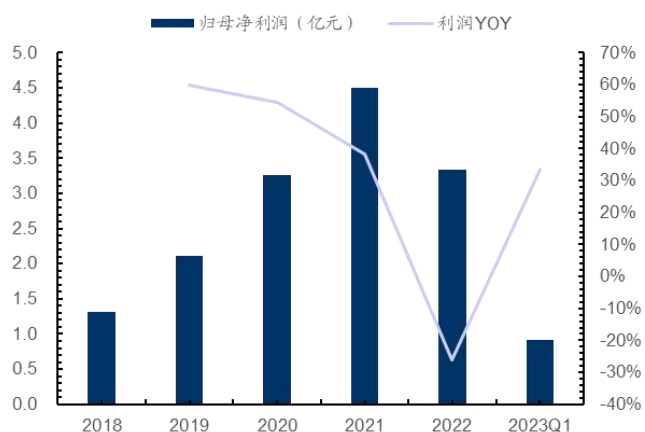
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



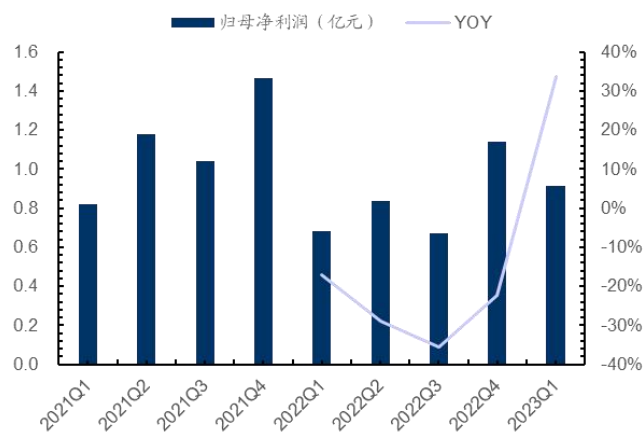
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



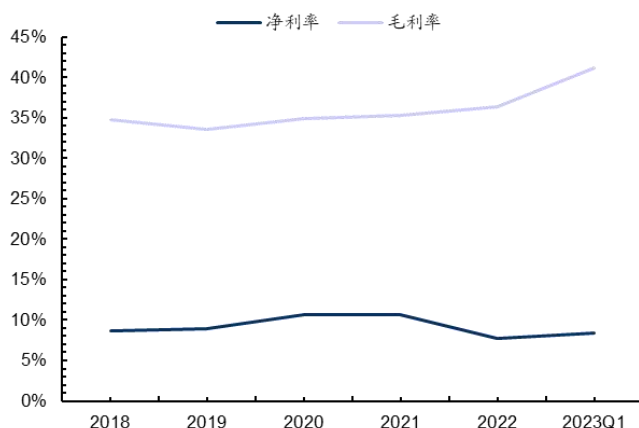
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



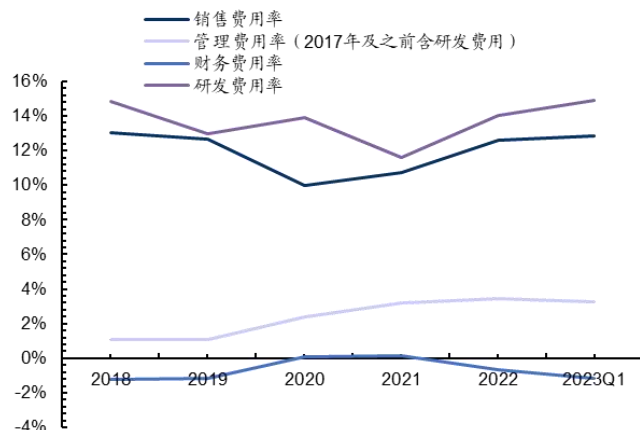
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛/净利率情况



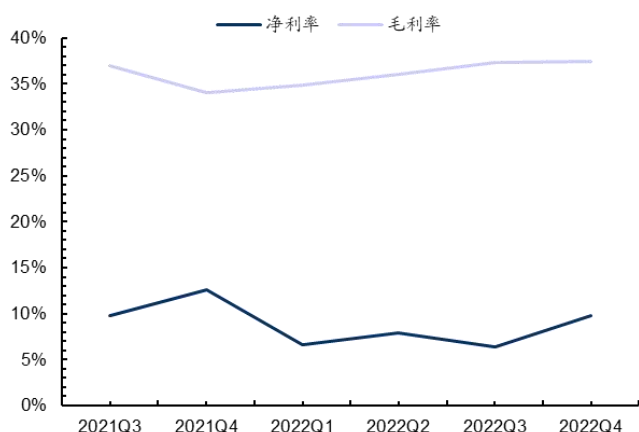
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



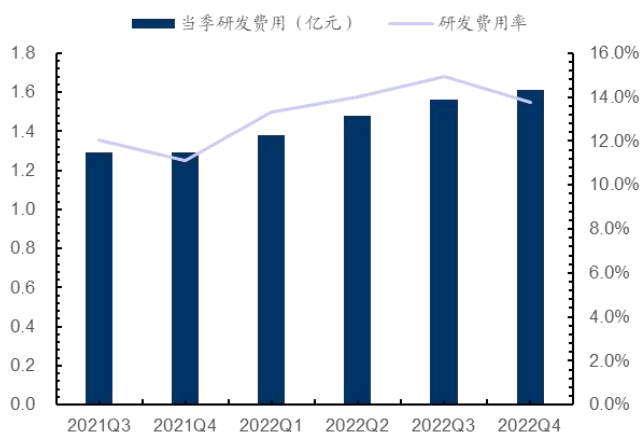
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度毛/净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
688475.SH	萤石网络	47.49	267	1.00	0.59	0.93	1.23	47.4	80.2	51.2	38.6	1.2	增持
1810.HK	小米集团-W	12.22	3053	0.76	0.10	0.36	0.46	20.0	98.6	29.4	23.3	0.3	无评级
601360.SH	三六零	15.50	1108	0.13	-0.35	0.08	0.17	119.2	-44.3	193.8	91.2	-	无评级
688696.SH	极米科技	196.13	137	9.67	7.37	8.54	10.07	20.3	26.6	23.0	19.5	1.4	买入
688169.SH	石头科技	330.80	310	20.99	12.73	15.26	18.17	15.8	26.0	21.7	18.2	1.1	买入
603486.SH	科沃斯	81.87	469	3.51	3.00	3.61	4.28	23.3	27.2	22.7	19.1	1.2	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 小米集团和三六零采用 wind 一致预测值, 小米集团股价及市值单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1232	4806	4989	5509	5977	营业收入	4238	4306	5524	6848	8210
应收款项	761	725	923	1126	1368	营业成本	2743	2738	3489	4285	5085
存货净额	1021	590	761	909	1094	营业税金及附加	15	20	21	28	34
其他流动资产	52	85	101	127	151	销售费用	455	543	635	774	920
流动资产合计	3074	6216	6784	7680	8600	管理费用	626	750	882	1071	1282
固定资产	259	521	639	669	748	财务费用	6	(29)	(81)	(88)	(90)
无形资产及其他	27	234	224	215	206	投资收益	(1)	0	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	371	211	211	211	211	资产减值及公允价值变动	18	33	(18)	(18)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	77	13	0	0	0
资产总计	3731	7182	7859	8775	9765	营业利润	486	331	560	761	957
短期借款及交易性金融负债	382	252	212	282	249	营业外净收支	1	1	1	1	1
应付款项	1062	925	1215	1480	1759	利润总额	487	331	561	761	958
其他流动负债	627	671	831	1016	1209	所得税费用	36	(2)	39	69	96
流动负债合计	2071	1848	2257	2778	3216	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	228	100	0	0	归属于母公司净利润	451	333	521	693	862
其他长期负债	251	246	277	357	392	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	251	474	377	357	392	净利润	451	333	521	693	862
负债合计	2322	2323	2635	3135	3608	资产减值准备	11	18	78	13	14
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	20	45	45	68	79
股东权益	1409	4859	5224	5640	6157	公允价值变动损失	(18)	(33)	18	18	22
负债和股东权益总计	3731	7182	7859	8775	9765	财务费用	6	(29)	(81)	(88)	(90)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(443)	514	175	167	68
每股收益	1.00	0.59	0.93	1.23	1.53	其它	(11)	(18)	(78)	(13)	(14)
每股红利	0.00	0.02	0.28	0.49	0.61	经营活动现金流	10	858	759	945	1031
每股净资产	3.13	8.64	9.29	10.03	10.95	资本开支	(253)	(354)	(250)	(120)	(185)
ROIC	27%	7%	11%	21%	23%	其它投资现金流	(6)	(1)	(1)	1	(0)
ROE	32%	7%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(259)	(354)	(251)	(119)	(185)
毛利率	35%	36%	37%	37%	38%	权益性融资	(3)	3147	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	9%	10%	11%	负债净变化	0	228	(128)	(100)	0
EBITDA Margin	10%	7%	10%	11%	12%	支付股利、利息	(1)	(13)	(156)	(277)	(345)
收入增长	38%	2%	28%	24%	20%	其它融资现金流	472	(507)	(41)	71	(33)
净利润增长率	38%	-26%	57%	33%	24%	融资活动现金流	466	3070	(325)	(307)	(378)
资产负债率	62%	32%	34%	36%	37%	现金净变动	217	3574	183	520	468
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1015	1232	4806	4989	5509
P/E	47.4	80.2	51.2	38.6	31.0	货币资金的期末余额	1232	4806	4989	5509	5977
P/B	15.2	5.5	5.1	4.7	4.3	企业自由现金流	(308)	461	432	744	763
EV/EBITDA	56.7	96.7	54.1	39.3	31.3	权益自由现金流	164	182	337	794	807

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032