



增持 (维持)

所属行业: 家用电器
当前价格(元): 47.49

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120523010001

邮箱: xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号: S0120523020003

邮箱: hehp3@tebon.com.cn

邓颖

资格编号: S0120523020001

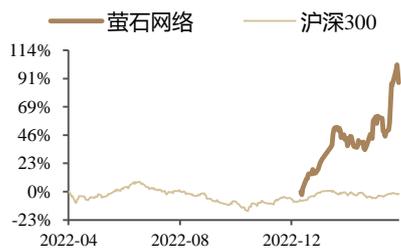
邮箱: dengying3@tebon.com.cn

研究助理

宋雨桐

邮箱: songyt@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	30.11	31.44	63.36
相对涨幅(%)	27.47	32.21	62.93

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《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

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

投资要点

- 业绩简评:** 公司发布 22A 及 23Q1 业绩公告, 22 年实现营业总收入 43.06 亿元, 同比+1.6%, 归母净利润 3.33 亿元, 同比-26.1%; 对应 Q4 实现营业总收入 11.69 亿元, 同比+0.8%, 归母净利润 1.14 亿元, 同比-22.2%。23Q1 实现营业总收入 10.79 亿元, 同比+4.3%, 归母净利润 0.91 亿元, 同比+33.7%, 收入端小幅改善, 利润修复明显。
- 22 年报:** 云服务及海外收入延续高增, 疫后收入利润修复可期

收入端来看: 内销疫后修复弹性较大, 海外及云服务持续高增。22 年公司主要产品摄像头实现收入 29.0 亿元, 同比-1.2%, 占总营收 67%, 疫情宅家时间加长, 消费者对摄像头监控看护需求有所降低; 叠加公司线下渠道占比较高, 疫情期间销售暂有承压, 看好疫后修复弹性。拆分来看, 22 年境外收入高增, 实现收入 12.1 亿元, 同比+34.8%, 公司进一步拓展海内外市场, 后续潜力较大; 22 年云平台服务业务延续高增, 实现收入 6.7 亿元, 同比+24.6%, 领先硬件收入, 或意味着公司云服务付费率有所提升, 看好后续云服务收入占比提升对收入增长及利润率提升的贡献。

利润端来看: 毛利率提升显著, 利润端有所优化。22 年归母净利率 7.7%, 同比-2.9pct, 对应 22Q4 净利率 9.8%, 同比-2.9pct。22 年公司毛利率为 36.4%, 同比+1.2pct, 对应 22Q4 毛利率为 37.4%, 同比+3.3pct。公司毛利率较高的云平台服务业务占比提升明显, 22 总营收占比达 15.6%, 同比+3pct, 收入结构优化推动毛利率提升明显。22 年销售费用率为 12.6%, 同比+1.9pct, 对应 22Q4 销售费用率为 13.5%, 同比+2.6pct。公司积极进行海内外渠道开拓, 销售费用率有所提升, 有望助力后续收入释放。22Q4 研发费用率提升 2.7pct 至 13.8%, 公司持续进行物联网云平台服务和智能家居新产品的研发, 22 年研发人员数量达 1232 人, 较上年增加 113 人, 研发人员平均薪酬达 39.4 万元, 同比+17%, 研发投入对后续公司收入增长较为重要, 有望保障产品竞争力, 为后续发展助力, 同时随着研发技术成熟, 费用率有望下降。Q4 管理费用率/财务费用率分别为 3.2%/-1.3%, 同比分别+0.2pct/-1.6pct。

- 23Q1: 毛利率大幅提升, 盈利修复超预期, 后续收入增速有望提振**

收入端来看, 23Q1 实现营业总收入 10.79 亿元, 同比+4.3%, 增速环比已有改善, 考虑疫情及消费修复节奏, 后续季度收入增速有望提振。**利润端修复速度超预期,** 23Q1 净利率 8.4%, 同比+1.9pct, 其中毛利率达 41%, 同比大幅提升 6.2pct, 受益收入结构持续优化, 以及供应链降本增效, 毛利率优化明显, Q1 研发费用率提升 1.6pct 至 14.9%, 公司持续加大研发投入, 有望保障产品创新及产品竞争力。Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 12.8%/3.2%/-1.1%, 同比分别 1.6pct/-0.3pct/-2.0pct, 财务费用率降低预计主要为募集资金到账, 利息收入增加。

盈利预测及投资建议

公司在智能家居摄像机、智能猫眼、智能门锁等智能家居产品的细分领域均处于市场领先地位。把握平台、技术、产品等智能家居赛道核心竞争力, 为高成长性赛道优质龙头。随着 AI 大模型技术迭代, 智能家居作为 AI 落地场景有望受益, 且 AI 有望助力公司算法优化, 提升产品竞争力。我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 54.7、67.4、83.4 亿元, 同比分别+27.1%、+23.2%、+23.7%。2023-2025 年公司归母净



利润分别为 5.0、6.5、8.4 亿元，同比分别+49.7%、+29.6%、+30.0%，EPS 分别为 0.89、1.15、1.49 元，当前股价分别对应 2023-2025 年 53.6x、41.3x、31.8xPE。

- 风险提示：行业竞争加剧风险；宏观经济不及预期风险；云平台服务数据安全及个人信息保护风险。

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):	88.19	营业收入(百万元)	4,238	4,306	5,474	6,744	8,344
52 周内股价区间(元):	24.61-51.16	(+/-)YOY(%)	37.7%	1.6%	27.1%	23.2%	23.7%
总市值(百万元):	26,713.13	净利润(百万元)	451	333	499	646	840
总资产(百万元):	7,137.74	(+/-)YOY(%)	38.2%	-26.1%	49.7%	29.6%	30.0%
每股净资产(元):	8.81	全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.59	0.89	1.15	1.49
资料来源：公司公告		毛利率(%)	35.3%	36.4%	37.4%	37.9%	38.4%
		净资产收益率(%)	32.0%	6.9%	9.4%	10.6%	11.7%
		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	0.89	1.15	1.49
每股净资产	8.64	9.39	10.81	12.79
每股经营现金流	1.31	-0.29	1.66	1.44
每股股利	0.30	0.53	0.53	0.53
价值评估(倍)				
P/E	43.79	53.57	41.35	31.79
P/B	3.00	5.06	4.39	3.71
P/S	6.20	4.88	3.96	3.20
EV/EBITDA	30.25	55.25	41.68	31.33
股息率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.4%	37.4%	37.9%	38.4%
净利润率	7.7%	9.1%	9.6%	10.1%
净资产收益率	6.9%	9.4%	10.6%	11.7%
资产回报率	4.6%	6.1%	6.8%	7.5%
投资回报率	4.8%	6.2%	7.6%	8.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.6%	27.1%	23.2%	23.7%
EBIT 增长率	-35.9%	51.3%	36.2%	34.7%
净利润增长率	-26.1%	49.7%	29.6%	30.0%
偿债能力指标				
资产负债率	32.3%	35.9%	35.7%	35.7%
流动比率	3.4	2.7	2.3	2.1
速动比率	3.0	2.2	1.9	1.7
现金比率	2.6	1.6	1.4	1.1
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	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	28.0	13.4	8.1	6.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	333	499	646	840
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	-718	236	-85
经营活动现金流	736	-164	934	807
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	-743	-112	88

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 14 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	5,474	6,744	8,344
营业成本	2,738	3,430	4,188	5,141
毛利率%	36.4%	37.4%	37.9%	38.4%
营业税金及附加	20	27	34	42
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	543	701	863	1,060
营业费用率%	12.6%	12.8%	12.8%	12.7%
管理费用	147	175	216	267
管理费用率%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	603	755	917	1,126
研发费用率%	14.0%	13.8%	13.6%	13.5%
EBIT	255	386	526	708
财务费用	-29	-45	-34	-33
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	519	668	866
营业外收支	1	6	2	3
利润总额	331	525	670	869
EBITDA	341	421	561	744
所得税	-2	26	24	29
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	499	646	840

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,806	4,063	3,951	4,039
应收账款及应收票据	717	1,207	1,320	1,661
存货	590	1,315	1,364	1,679
其它流动资产	102	159	173	191
流动资产合计	6,216	6,745	6,808	7,571
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	8,241	9,453	11,193
短期借款	200	283	288	328
应付票据及应付账款	925	1,268	1,516	1,854
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	723	934	1,094	1,343
流动负债合计	1,848	2,486	2,898	3,525
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	2,960	3,372	3,999
实收资本	563	563	563	563
普通股股东权益	4,859	5,281	6,081	7,194
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,182	8,241	9,453	11,193

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范围包括证券投资咨询业务。