

萤石网络（688475）2022年报&2023年一季报点评

## 乘智能赛道之风，Q1业绩重回高增

### 事项:

- ❖ 公司2022年实现收入43.1亿元，同比+1.61%；实现归母净利润3.3亿元，同比-26.1%。单季度来看，公司22Q4实现收入11.7亿元，同比+0.8%；实现归母净利润1.1亿元，同比-22.2%；23Q1实现收入10.8亿元，同比+4.3%；实现归母净利润0.9亿元，同比+33.7%。公司拟每10股派发现金红利3元。

### 评论:

- ❖ **疫情拖累收入放缓，长期增长动力充足。**分业务看，公司2022年智能家居产品收入共35.97亿元（yoy-1.7%），国内疫情影响零售需求及运营商采购，导致收入小幅下滑。具体来看，智能摄像机、智能入户、其他智能家居产品分别收入为29.0、3.4、1.3亿元，同比增速分别为-1.2%、+1.0%、+33.6%，公司加速二三梯队产品布局，推出多款人脸识别和视频功能的智能门锁，有望拉动收入增长。此外，云平台服务实现收入为6.7亿元（yoy+24.6%），仍保持高增，其中C端收入3.7亿（yoy+25.3%），付费用户数达到227万（yoy+13%），客单值同比增长11%达到162元；B端收入为3.0亿（yoy+23.7%）。展望后续，公司智能摄像头全球出货份额保持头部地位，智能入户随着产品补齐收入占比有望提升，云服务受益于订阅和续订模式保持韧性增长，整体恢复高增可期。
- ❖ **毛利率提升显著，Q1业绩重回高增。**公司2022年毛利率为36.4%，同比1.15pct，其中智能家居产品业务为29.8%（+0.45pct），云平台服务业务为72.4%（-1.85pct）。单Q4毛利率为37.4%，同比+3.3pct。我们认为公司毛利率提升主要系高毛利的云平台收入占比提升、供应链优化自产比例提升以及原材料价格回落所致。23Q1公司毛利率进一步提升至41.1%，同比+6.2pct，盈利能力提升显著。费用率方面，公司2022年期间费用率共计29.3%，同比+3.7pct，销售和研发费用率有所增加一方面由于渠道投放及创新项目加码，另一方面与收入增速放缓有关；23Q1期间费用率为29.8%，同比+0.9pct。综合影响下，公司2022年净利率为7.7%，同比-2.9pct；23Q1净利率为8.4%，同比+1.9pct。
- ❖ **视觉能力为核心，抢占智能家居赛道风口。**当前AI技术及延伸应用正高速发展，随着交互体验升级及内容生成增加，智能家居产品有望加速渗透。萤石基于海康威视母公司赋能优势，多年的视觉识别和AI算法分析能力积累已是行业领先，同时其智能摄像头出货份额位居市场前列（根据洛图科技，2022年萤石线上销量份额超过8%，排名第3），掌握了智能家居识别输入端的核心优势。伴随后续公司渠道建设完善、二三梯队产品份额提升、海外市场空间打开，公司将持续享受AIoT行业高速发展红利，表现有望优于行业增速。
- ❖ **投资建议：**考虑公司经营优化且盈利能力逐步修复，我们调整公司23/24/25年归母净利润预测分别为4.91/6.57/8.57亿元（23/24前值：4.85/6.30亿元），对应PE分别为56/42/32倍。公司正处于高研发及高资本投入期，采用PS法参考估值，公司当前PS为6X，参考可比公司均值为7X，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**市场竞争大幅加剧，终端需求不及预期，关联交易规模较大风险。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	4,306	5,408	6,970	8,829
同比增速(%)	1.6%	25.6%	28.9%	26.7%
归母净利润(百万)	333	491	657	857
同比增速(%)	-26.1%	47.5%	33.8%	30.4%
每股盈利(元)	0.59	0.87	1.17	1.52
市盈率(倍)	83	56	42	32
市净率(倍)	5.7	5.3	4.8	4.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月19日收盘价

## 推荐（维持）

当前价：49.00元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com  
执业编号：S0360520100002

#### 证券分析师：吴鸣远

邮箱：wumingyuan@hcyjs.com  
执业编号：S0360523040001

#### 证券分析师：田思琦

邮箱：tiansiqi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522090002

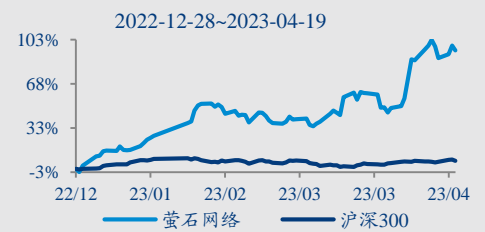
#### 证券分析师：邓怡

邮箱：dengyi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522070001

### 公司基本数据

总股本(万股)	56,250.00
已上市流通股(万股)	8,377.35
总市值(亿元)	275.62
流通市值(亿元)	41.05
资产负债率(%)	30.58
每股净资产(元)	8.81
12个月内最高/最低价	51.16/24.61

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《萤石网络（688475）深度研究报告：智能家居东风起，视觉龙头展宏图》

2023-02-12

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,806	4,873	4,468	4,792
应收票据	0	12	11	11
应收账款	716	980	1,263	1,561
预付账款	34	30	40	52
存货	590	980	1,258	1,569
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	69	78	96	117
流动资产合计	6,216	6,952	7,136	8,103
其他长期投资	18	23	30	38
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	154	413	854	1,179
在建工程	368	668	918	1,018
无形资产	234	258	290	330
其他非流动资产	193	193	194	195
非流动资产合计	966	1,556	2,286	2,759
<b>资产合计</b>	<b>7,182</b>	<b>8,508</b>	<b>9,421</b>	<b>10,862</b>
短期借款	200	50	0	0
应付票据	144	177	280	384
应付账款	782	1,635	1,610	1,902
预收款项	0	0	0	0
合同负债	260	326	420	532
其他应付款	119	119	119	119
一年内到期的非流动负债	52	52	52	52
其他流动负债	293	364	473	602
流动负债合计	1,849	2,722	2,955	3,591
长期借款	228	357	529	673
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	246	246	246	246
非流动负债合计	474	604	775	919
<b>负债合计</b>	<b>2,323</b>	<b>3,326</b>	<b>3,730</b>	<b>4,510</b>
归属母公司所有者权益	4,859	5,182	5,692	6,352
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,859</b>	<b>5,182</b>	<b>5,692</b>	<b>6,352</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,182</b>	<b>8,508</b>	<b>9,421</b>	<b>10,862</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>736</b>	<b>895</b>	<b>473</b>	<b>1,096</b>
现金收益	351	547	783	1,105
存货影响	431	-389	-278	-312
经营性应收影响	63	-241	-261	-280
经营性应付影响	-88	886	80	395
其他影响	-20	92	150	187
<b>投资活动现金流</b>	<b>-337</b>	<b>-650</b>	<b>-860</b>	<b>-722</b>
资本支出	-516	-650	-859	-721
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	179	-1	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,168</b>	<b>-179</b>	<b>-18</b>	<b>-50</b>
借款增加	98	-20	121	144
股利及利息支付	-13	-151	-202	-262
股东融资	3,147	0	0	0
其他影响	-64	-7	63	68

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>4,306</b>	<b>5,408</b>	<b>6,970</b>	<b>8,829</b>
营业成本	2,738	3,385	4,297	5,378
税金及附加	20	22	27	36
销售费用	543	654	857	1,086
管理费用	147	174	224	284
研发费用	603	703	920	1,183
财务费用	-29	-9	-11	-8
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-30	-30	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	80	80	80	80
<b>营业利润</b>	<b>331</b>	<b>525</b>	<b>702</b>	<b>916</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>331</b>	<b>525</b>	<b>702</b>	<b>916</b>
所得税	-2	34	45	59
<b>净利润</b>	<b>333</b>	<b>491</b>	<b>657</b>	<b>857</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>333</b>	<b>491</b>	<b>657</b>	<b>857</b>
NOPLAT	304	483	647	850
EPS(摊薄) (元)	0.59	0.87	1.17	1.52

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	1.6%	25.6%	28.9%	26.7%
EBIT 增长率	-38.7%	70.6%	34.0%	31.4%
归母净利润增长率	-26.1%	47.5%	33.8%	30.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.4%	37.4%	38.3%	39.1%
净利率	7.7%	9.1%	9.4%	9.7%
ROE	6.9%	9.5%	11.5%	13.5%
ROIC	5.6%	9.1%	11.0%	12.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.3%	39.1%	39.6%	41.5%
债务权益比	15.0%	13.6%	14.5%	15.3%
流动比率	3.4	2.6	2.4	2.3
速动比率	3.0	2.2	2.0	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	62	56	58	58
应付账款周转天数	100	128	136	118
存货周转天数	106	83	94	95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.59	0.87	1.17	1.52
每股经营现金流	1.31	1.59	0.84	1.95
每股净资产	8.64	9.21	10.12	11.29
<b>估值比率</b>				
P/E	83	56	42	32
P/B	6	5	5	4
EV/EBITDA	80	48	34	24

## 家电组团队介绍

**组长、首席分析师：秦一超**

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华创证券研究所。

**分析师：田思琦**

上海国家会计学院会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：樊翼辰**

英国伦敦大学学院理学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：伍迪**

美国乔治华盛顿大学金融数学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：杨家琛**

东南大学工学学士、华东理工大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522