2025 年 04 月 13 日

萤石网络（688475.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

24 年收入端增长稳健，25 年经营弹性有望

业绩简评

- 2025 年 4 月 11 日，公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 全年实现营收 54.42 亿元，同比增长 12.41%；实现归母净利润 5.04 亿元，同比下降 10.52%。24Q4 实现营收 14.79 亿元，同比增长 11.05%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比下降 20.03%。25Q1 实现营收 13.80 亿元，同比增长 11.59%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 10.42%。

业绩简评

- 收入端保持稳健增长，经营端总体环比有所改善。23Q2 以来连续 8 个季度收入增速维持在 10-15%区间。25Q1 毛利率 42.55%，同比微降 0.04pct，环比提升 2.6pct。25Q1 研发、销售、管理、财务费用率分别为 14.75%、14.28%、3.06%、-1.64%，同比下降 2.02pct、0.58pct、0.35pct、提升 1.99pct。25Q1 净利率 10%，同比微降 0.13pct，环比提升 1.27pct。
- 公司成长驱动力清晰，从业务/产品看，智能家居产品中的智能入户成为第二成长曲线，保持高增长，且毛利率提升显著，24 年智能入户收入 7.48 亿，同比增长 47.87%，毛利率 42.53%，同比提升 8.99pct。此外，智能服务机器人取得高增长，具备良好潜力，24 年智能服务机器人收入 1.66 亿，同比增长 265.12%。而高毛利率、高客户粘性的云平台服务保持良好增长，24 年收入 10.52 亿，同比增长 22.87%，毛利率 76.19%，同比提升 0.1pct。从市场/渠道看，海外、线上相比于国内、线下取得更好增长，24 年海外收入 19.12 亿，同比增长 26.42%，线上收入 14.57 亿，同比提升 19.64%；且海外、线上毛利率高于国内、线下各 3.43、18.19pct，这两类收入占比提升，有利于提升公司综合毛利率。
- 远期看，我们看好公司在 AI/物联云技术、产品/解决方案、品牌矩阵、渠道营销体系、供应链管理、交付能力、安全和隐私保护等综合能力的长期积累，在 24 年最新升级的“2+5+N”生态体系下，引领行业向全屋智能和具身智能迈进。

盈利预测、估值与评级

- 预计公司 25~27 年营业收入为 67.9/81.5/96.2 亿元，同比增长 24.8%/20.1%/18.0%；归母净利润为 7.0/8.7/10.9 亿元，同比增长 39.0%/24.1%/25.4%，对应 41/33/26X PE，维持“买入”评级。

风险提示

- SHC 国内增长趋缓拖累云平台收入增长的风险；清洁机器人销售进展不及预期的风险；行业竞争加剧影响利润率的风险。

计算机组

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

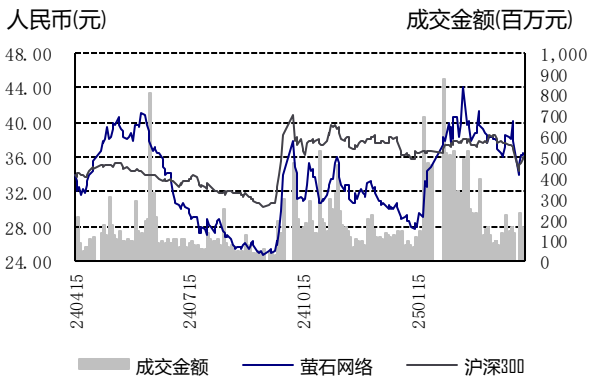
市价（人民币）：36.40 元

相关报告：

1.《萤石网络公司点评：收入端稳健增长，投入影响短期利润》，2024.10.27

2.《萤石网络公司点评：IPO 以来实控人首次增持计划，彰显长期发展...》，2024.10.20

3.《萤石网络公司深度研究：智能家居与物联云平台共振，萤萤之光护万...》，2024.8.13



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,840	5,442	6,790	8,153	9,619
营业收入增长率	12.39%	12.44%	24.76%	20.07%	17.99%
归母净利润(百万元)	563	504	700	869	1,090
归母净利润增长率	69.01%	-10.48%	39.00%	24.10%	25.44%
摊薄每股收益(元)	1.001	0.640	0.889	1.104	1.385
每股经营性现金流净额	1.52	0.56	1.10	1.78	2.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.69%	9.17%	11.99%	13.85%	15.98%
P/E	44.86	47.18	40.92	32.97	26.29
P/B	4.80	4.33	4.91	4.57	4.20

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**4,306**	**4,840**	**5,442**	**6,790**	**8,153**	**9,619**
增长率		*12.4%*	*12.4%*	*24.8%*	*20.1%*	*18.0%*
主营业务成本	-2,738	-2,766	-3,152	-3,803	-4,445	-5,177
%销售收入	*63.6%*	*57.1%*	*57.9%*	*56.0%*	*54.5%*	*53.8%*
毛利	1,568	2,074	2,290	2,987	3,707	4,442
%销售收入	*36.4%*	*42.9%*	*42.1%*	*44.0%*	*45.5%*	*46.2%*
营业税金及附加	-20	-30	-28	-28	-34	-40
%销售收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
销售费用	-543	-697	-858	-1,088	-1,309	-1,562
%销售收入	*12.6%*	*14.4%*	*15.8%*	*16.0%*	*16.1%*	*16.2%*
管理费用	-147	-161	-177	-197	-215	-233
%销售收入	*3.4%*	*3.3%*	*3.3%*	*2.9%*	*2.6%*	*2.4%*
研发费用	-603	-731	-814	-1,011	-1,202	-1,414
%销售收入	*14.0%*	*15.1%*	*15.0%*	*14.9%*	*14.7%*	*14.7%*
息税前利润（EBIT）	255	456	413	663	947	1,193
%销售收入	*5.9%*	*9.4%*	*7.6%*	*9.8%*	*11.6%*	*12.4%*
财务费用	29	61	59	13	-100	-115
%销售收入	*-0.7%*	*-1.3%*	*-1.1%*	*-0.2%*	*1.2%*	*1.2%*
资产减值损失	-33	-14	-7	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	331	572	539	739	917	1,149
营业利润率	*7.7%*	*11.8%*	*9.9%*	*10.9%*	*11.2%*	*11.9%*
营业外收支	1	-4	0	-1	-2	-1
税前利润	**331**	**568**	**539**	**737**	**915**	**1,148**
利润率	*7.7%*	*11.7%*	*9.9%*	*10.9%*	*11.2%*	*11.9%*
所得税	2	-5	-35	-37	-46	-57
所得税率	*-0.5%*	*0.8%*	*6.6%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
净利润	333	563	504	700	869	1,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**333**	**563**	**504**	**700**	**869**	**1,090**
净利率	*7.7%*	*11.6%*	*9.3%*	*10.3%*	*10.7%*	*11.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	333	563	504	700	869	1,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	119	114	108	368	565	753
非经营收益	-28	-21	-4	118	237	272
营运资金变动	307	198	-171	-70	130	150
经营活动现金净流	**730**	**854**	**437**	**1,117**	**1,801**	**2,266**
资本开支	-337	-790	-612	-890	-891	-576
投资	0	0	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-337**	**-790**	**-611**	**-890**	**-891**	**-576**
股权募资	3,147	0	0	0	0	0
债权募资	79	-108	-320	2,953	778	329
其他	-58	-243	-321	-456	-670	-817
筹资活动现金净流	**3,168**	**-352**	**-642**	**2,497**	**108**	**-488**
现金净流量	**3,568**	**-285**	**-816**	**2,725**	**1,018**	**1,202**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,806	4,656	3,958	6,679	7,693	8,893
应收款项	727	911	1,159	1,125	1,329	1,542
存货	590	695	772	823	950	1,092
其他流动资产	92	122	89	126	133	140
流动资产	6,216	6,384	5,978	8,753	10,105	11,667
%总资产	*86.5%*	*77.9%*	*71.6%*	*75.1%*	*75.8%*	*79.3%*
长期投资	18	16	10	10	10	10
固定资产	521	1,375	1,974	2,504	2,833	2,659
%总资产	*7.3%*	*16.8%*	*23.6%*	*21.5%*	*21.3%*	*18.1%*
无形资产	241	234	229	228	227	226
非流动资产	966	1,808	2,376	2,896	3,223	3,047
%总资产	*13.5%*	*22.1%*	*28.4%*	*24.9%*	*24.2%*	*20.7%*
资产总计	**7,182**	**8,193**	**8,354**	**11,649**	**13,328**	**14,714**
短期借款	252	45	9	3,202	3,979	4,308
应付款项	1,044	1,636	1,841	1,713	2,004	2,335
其他流动负债	552	686	709	835	1,011	1,192
流动负债	1,848	2,367	2,559	5,750	6,995	7,835
长期贷款	228	319	0	0	0	0
其他长期负债	246	241	301	55	55	55
负债	**2,323**	**2,928**	**2,860**	**5,806**	**7,050**	**7,890**
普通股股东权益	**4,859**	**5,265**	**5,493**	**5,843**	**6,278**	**6,823**
其中：股本	563	563	788	1,013	1,013	1,013
未分配利润	922	1,257	1,450	1,801	2,235	2,781
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**7,182**	**8,193**	**8,354**	**11,649**	**13,328**	**14,714**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.592	1.001	0.640	0.889	1.104	1.385
每股净资产	8.639	9.360	6.976	7.420	7.972	8.665
每股经营现金净流	1.298	1.518	0.555	1.103	1.779	2.238
每股股利	0.000	0.300	0.500	0.346	0.429	0.539
回报率						
净资产收益率	6.85%	10.69%	9.17%	11.99%	13.85%	15.98%
总资产收益率	4.64%	6.87%	6.03%	6.01%	6.52%	7.41%
投入资本收益率	488.30%	8.03%	7.01%	6.97%	8.77%	10.18%
增长率						
主营业务收入增长率	1.61%	12.39%	12.44%	24.76%	20.07%	17.99%
EBIT增长率	6422.09%	-98.24%	-9.39%	60.58%	42.75%	26.01%
净利润增长率	-26.10%	69.01%	-10.48%	39.00%	24.10%	25.44%
总资产增长率	92.47%	14.08%	1.97%	39.45%	14.41%	10.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.4	59.5	65.1	59.0	58.0	57.0
存货周转天数	107.4	84.8	84.9	79.0	78.0	77.0
应付账款周转天数	101.7	137.9	161.8	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	13.0	11.8	55.2	62.3	57.7	42.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.03%	-81.51%	-71.90%	-59.50%	-59.16%	-67.19%
EBIT利息保障倍数	-888.2	-7.4	-7.1	-52.6	9.5	10.4
资产负债率	32.34%	35.73%	34.24%	49.84%	52.89%	53.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	19	19	39
增持	1	1	2	3	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.33**	**1.13**	**1.18**	**1.22**	**1.07**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究