

延续利润率修复态势

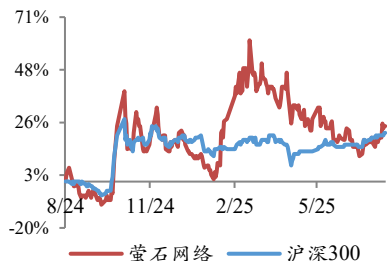
——萤石网络 25Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-03

收盘价（元）	33.40
近 12 个月最高/最低（元）	44.29/24.18
总股本（百万股）	788
流通股本（百万股）	410
流通股比例（%）	52.00
总市值（亿元）	263
流通市值（亿元）	137

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

相关报告

- 1.萤石网络 24A&25Q1：Q1 盈利已如期修复 2025-04-13
- 2.萤石网络 24Q4 快报：拥抱 AI，积极向上可期 2025-02-22
- 3.萤石网络 24Q3：智能入户延续高增 2024-10-27

主要观点：

● 公司发布 25Q2 业绩：

- 25Q2：收入 14.5 亿元（同比+7.5%），归母净利润 1.6 亿（同比+5.0%），扣非归母净利润 1.6 亿（同比+3.3%）；
- 25H1：收入 28.3 亿元（同比+9.4%），归母净利润 3.0 亿元（同比+7.4%），扣非归母净利润 3.0 亿元（同比+7.7%）；
- **24Q4/25Q1/25Q2 净利率分别 9%/10%/11%、利润端逐季修复。**

● 收入分析：摄像头改善/入户贡献弹性

25H1 内销/外销同比分别+2/+25%，占比 6:4，分品类来看：

- 摄像头业务：25H1 同比+7%（24 年同比-1%）正增改善。预计主要来源于运营商专业客户渠道负担减轻；
- 入户业务：25H1 同比+33%（24 年同比+48%）维持双位数增长，预计智能锁高增。3 月公司智能锁发布 Y5000 实现 AI 升级，参考奥维 25H1 国内智能锁行业线上+12%、预计公司快于行业，同时海外进一步导入；
- 机器人业务：25H1 同比+9%（24 年同比+265%），降速主因扫地机器人清理非视觉类产品老旧库存；
- 云服务：25H1 同比+12%（24 年同比+23%）维持双位数增长，同时终身套包制服务逐年递延结转收入影响当年收入确认。ToC 端未来将进一步提供流量增值服务+向智能云存转化。

● 利润分析：成本+结构改善

- Q2 毛利率 44.6%（同/环比分别+0.9/+2.0pct），预计成本+结构（运营商调整落地+高端智能锁新品+国补推动）有所改善；
- Q2 净利率 11.4%（同/环比分别-0.3/+1.4pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.9/+0.4/-0.8/-1.5pct、环比+2.8/+0.5/+0.4/-1.2pct，四费合计同/环比+1.0/+2.5pct，预计大促+精细化渠道建设下费投有所增加。

● 投资建议：

➤ 我们的观点：

收入端表现稳健，拓品+拓海外+蓝海 2.0 下 AI 赋能空间广阔，AI+云双轮驱动可期；利润端运营商调整及成本上涨等不利因素触底下，利润率已连续逐季改善，我们继续看好 25 年利润压制因素持续积极好转（后续低基数），入户业务有望从成长业务向现金流业务转化，“摄像头+入户+机器人”规模效应释放可期。

盈利预测：基于公司最新发布业绩情况，我们调整 25-27 年盈利预

测。预计 2025-2027 年公司收入 59.65/65.08/70.55 亿元 (25-27 年前值 63.03/71.70/80.77 亿元)，同比+9.6%/+9.1%/+8.4%，归母净利润 6.83/8.03/9.12 亿元 (25-27 年前值 6.98/8.69/10.06 亿元)，同比+35.5%/+17.7%/+13.5%；对应 PE41/35/30X，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，新品开拓不及预期，海外市场开拓不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5442	5965	6508	7055
收入同比 (%)	12.4%	9.6%	9.1%	8.4%
归属母公司净利润	504	683	803	912
净利润同比 (%)	-10.5%	35.5%	17.6%	13.6%
毛利率 (%)	42.1%	43.3%	43.8%	43.9%
ROE (%)	9.2%	11.1%	11.5%	11.6%
每股收益 (元)	0.64	0.87	1.02	1.16
P/E	47.17	40.70	34.61	30.48
P/B	4.33	4.50	3.98	3.52
EV/EBITDA	34.20	27.25	21.00	18.33

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 8 月 1 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5978	5653	8163	8215	营业收入	5442	5965	6508	7055
现金	3958	4088	5970	6412	营业成本	3152	3384	3659	3955
应收账款	1080	743	1174	864	营业税金及附加	28	36	39	42
其他应收款	38	28	44	34	销售费用	858	895	950	1023
预付账款	29	34	37	40	管理费用	177	203	218	236
存货	772	694	871	799	财务费用	-59	-59	-61	-90
其他流动资产	100	66	66	67	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	2376	2176	1925	1628	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	824	835	799	714	营业利润	539	690	811	921
无形资产	225	220	214	207	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1327	1120	912	707	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	8354	7828	10088	9844	利润总额	539	690	811	921
流动负债	2559	1351	2808	1652	所得税	35	7	8	9
短期借款	0	0	0	0	净利润	504	683	803	912
应付账款	1486	488	1606	635	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1073	863	1202	1017	归属母公司净利润	504	683	803	912
非流动负债	301	301	301	301	EBITDA	580	871	1040	1168
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.87	1.02	1.16
其他非流动负债	301	301	301	301					
负债合计	2860	1652	3109	1953					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	788	788	788	788					
资本公积	3129	3129	3129	3129					
留存收益	1577	2260	3063	3975					
归属母公司股东权益	5493	6176	6979	7891					
负债和股东权益	8354	7828	10088	9844					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	548	170	1922	482	成长能力				
净利润	504	683	803	912	营业收入	12.4%	9.6%	9.1%	8.4%
折旧摊销	101	240	291	337	营业利润	-5.7%	27.9%	17.6%	13.6%
财务费用	6	0	0	0	归属于母公司净利润	-10.5%	35.5%	17.6%	13.6%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-60	-753	828	-767	毛利率 (%)	42.1%	43.3%	43.8%	43.9%
其他经营现金流	562	1436	-26	1678	净利率 (%)	9.3%	11.4%	12.3%	12.9%
投资活动现金流	-611	-40	-40	-40	ROE (%)	9.2%	11.1%	11.5%	11.6%
资本支出	-612	-40	-40	-40	ROIC (%)	8.1%	10.1%	10.6%	10.4%
长期投资	1	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	34.2%	21.1%	30.8%	19.8%
筹资活动现金流	-642	0	0	0	净负债比率 (%)	52.1%	26.7%	44.5%	24.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.34	4.18	2.91	4.97
长期借款	-319	0	0	0	速动比率	2.00	3.60	2.56	4.43
普通股增加	225	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-218	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.74	0.73	0.71
其他筹资现金流	-330	0	0	0	应收账款周转率	5.60	6.55	6.79	6.92
现金净增加额	-705	130	1882	442	应付账款周转率	2.26	3.43	3.50	3.53

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.64	0.87	1.02	1.16	P/E	47.17	40.70	34.61	30.48
每股经营现金流 (摊薄)	0.70	0.22	2.44	0.61	P/B	4.33	4.50	3.98	3.52
每股净资产	6.98	7.84	8.86	10.02	EV/EBITDA	34.20	27.25	21.00	18.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。