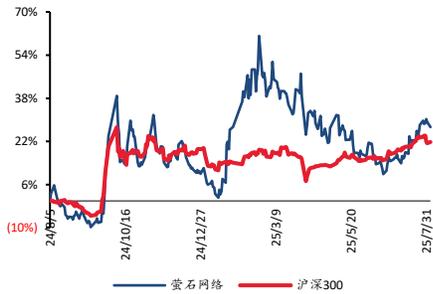


萤石网络：2025Q2 业绩稳健增长，H1 海外+智能入户表现优秀

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 7.88/4.09
总市值/流通(亿元) 273.81/142.38
12个月内最高/最低价 44.29/24.18 (元)

相关研究报告

<<萤石网络:2025Q1 业绩双位数增长修复,智能入户与智能服务机器人表现亮眼>>--2025-04-14

<<萤石网络:2024Q3 收入双位数增长,实控人增持信心充足>>--2024-10-29

<<萤石网络:视觉能力构筑硬件优势, AI 技术驱动云平台成长>>--2024-10-15

证券分析师:孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

证券分析师:赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525040001

研究助理:金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

事件:2025年8月1日,萤石网络发布2025年半年报。2025H1公司实现营收28.27亿元(+9.45%),归母净利润3.02亿元(+7.38%),扣非归母净利润2.98亿元(+7.69%)。单季度看,2025Q2公司营收14.47亿元(+7.48%),归母净利润1.64亿元(+5.11%),扣非归母净利润1.60亿元(+3.33%)。

2025H1第二增长曲线智能入户收入快速提升,海外增速较快。1)分业务看:2025H1公司智能家居摄像机、智能入户、智能服务机器人、物联网云平台收入分别为15.48亿元(+7.22%)、4.36亿元(+32.99%)、0.60亿元(+9.36%)、5.55亿元(+12.20%)。其中,智能入户保持较高增速,视觉、智能与交互能力持续升级,引领智能门锁行业向人脸+AI形态进化,公司市场竞争力与品牌力不断提升。2)分地区看:2025H1公司境内、境外分别收入17.63亿元(+1.63%)、10.64亿元(+25.42%),内销稳健增长,海外表现更佳,我们看好公司基本盘SHC与明星业务智能入户持续享受海外行业增长红利,自身渠道与业务优化赋能成长。

2025Q2毛利率提升,销售费用率增加利好长期。1)毛利率:2025Q2公司毛利率44.58%(同比+0.67pct),或系高毛利智能锁规模放大叠加产品结构优化、供应链降本增效所带动。2)净利率:2025Q2公司净利率11.36%(同比-0.26pct)。3)费用端:2025Q2公司销售/管理/研发/财务费用率分别为17.07/3.57/15.14/-2.86%,分别同比+2.69/+0.37/-0.81/-1.50pct,销售费用加码有望帮助打开成长空间。

AI智能锁持续创新,蓝海大模型2.0底座升级,全域零售渠道矩阵建设进一步加强。1)AI智能锁:2025H1公司发布自研萤石启明AI人脸识别视频锁(Y5000FVX),依托自研蓝海大模型实现智能与交互能力升级。根据洛图科技数据,2025年618期间萤石智能门锁线上销售额进入行业top4。2)蓝海大模型2.0:2025H1蓝海大模型2.0在算法与垂直能力方面实现升级,聚焦技术能力与场景应用的双重落地,功能定制满足个性化需求,深度优化适配特定场景,轻量化设计降低部署成本,已应用于入户安全、老人看护等领域。3)渠道建设:境内线上货架电商+内容电商双轮驱动,线下O2O融合,境外精准拓展KA及电商渠道,终端触达能力不断提升。

投资建议:SHC+智能入户海外空间广阔,晴小豆子品牌进一步覆盖年轻用户,自研蓝海大模型2.0为强劲产品力进化构筑坚实基础,物联网云平台B+C端共同推动竞争力提升,公司收入业绩有望持续增长。我们预计,2025-2027年公司归母净利润分别为6.38/7.85/9.80亿元,对应EPS分别为0.81/1.00/1.24元,当前股价对应PE分别为42.92/34.86/27.94倍。维持“买入”评级。

风险提示：数据安全及个人信息保护风险、新业务拓展不及预期风险、全球化经营风险、原材料价格波动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 5,442 | 6,231 | 7,234 | 8,356 |
| 营业收入增长率(%) | 12.41% | 14.50% | 16.10% | 15.50% |
| 归母净利润（百万元） | 504 | 638 | 785 | 980 |
| 净利润增长率(%) | -10.52% | 26.61% | 23.11% | 24.75% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.64 | 0.81 | 1.00 | 1.24 |
| 市盈率（PE） | 47.17 | 42.92 | 34.86 | 27.94 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 | 4,664 | 3,958 | 4,332 | 4,695 | 5,094 |
| 应收和预付款项 | 901 | 1,122 | 1,284 | 1,490 | 1,721 |
| 存货 | 695 | 772 | 866 | 994 | 1,134 |
| 其他流动资产 | 134 | 126 | 132 | 144 | 158 |
| 流动资产合计 | 6,394 | 5,978 | 6,614 | 7,324 | 8,106 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 157 | 824 | 886 | 991 | 1,151 |
| 在建工程 | 1,218 | 1,150 | 1,127 | 1,105 | 1,083 |
| 无形资产开发支出 | 229 | 225 | 221 | 218 | 214 |
| 长期待摊费用 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 其他非流动资产 | 6,594 | 6,151 | 6,791 | 7,501 | 8,283 |
| 资产总计 | 8,203 | 8,354 | 9,030 | 9,818 | 10,734 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 1,487 | 1,674 | 1,876 | 2,155 | 2,458 |
| 长期借款 | 319 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 1,131 | 1,187 | 1,370 | 1,523 | 1,692 |
| 负债合计 | 2,938 | 2,860 | 3,246 | 3,679 | 4,151 |
| 股本 | 563 | 788 | 788 | 788 | 788 |
| 资本公积 | 3,347 | 3,129 | 3,129 | 3,129 | 3,129 |
| 留存收益 | 1,359 | 1,582 | 1,869 | 2,225 | 2,669 |
| 归母公司股东权益 | 5,265 | 5,493 | 5,784 | 6,140 | 6,584 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 5,265 | 5,493 | 5,784 | 6,140 | 6,584 |
| 负债和股东权益 | 8,203 | 8,354 | 9,030 | 9,818 | 10,734 |

现金流量表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 970 | 548 | 926 | 1,143 | 1,386 |
| 投资性现金流 | -790 | -611 | -271 | -350 | -450 |
| 融资性现金流 | -352 | -642 | -280 | -431 | -537 |
| 现金增加额 | -170 | -705 | 374 | 363 | 398 |

利润表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4,841 | 5,442 | 6,231 | 7,234 | 8,356 |
| 营业成本 | 2,785 | 3,152 | 3,533 | 4,058 | 4,629 |
| 营业税金及附加 | 30 | 28 | 35 | 39 | 46 |
| 销售费用 | 678 | 858 | 997 | 1,136 | 1,303 |
| 管理费用 | 162 | 177 | 201 | 231 | 265 |
| 财务费用 | -61 | -59 | -52 | -55 | -68 |
| 资产减值损失 | -11 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 572 | 539 | 663 | 828 | 1,025 |
| 其他非经营损益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 568 | 539 | 663 | 828 | 1,025 |
| 所得税 | 5 | 35 | 25 | 43 | 45 |
| 净利润 | 563 | 504 | 638 | 785 | 980 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母股东净利润 | 563 | 504 | 638 | 785 | 980 |

预测指标

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 42.47% | 42.08% | 43.30% | 43.90% | 44.60% |
| 销售净利率 | 11.63% | 9.26% | 10.24% | 10.86% | 11.73% |
| 销售收入增长率 | 12.42% | 12.41% | 14.50% | 16.10% | 15.50% |
| EBIT 增长率 | 69.15% | -6.21% | 27.51% | 26.65% | 23.88% |
| 净利润增长率 | 68.87% | -10.52% | 26.61% | 23.11% | 24.75% |
| ROE | 10.70% | 9.17% | 11.03% | 12.79% | 14.88% |
| ROA | 7.32% | 6.09% | 7.34% | 8.33% | 9.54% |
| ROIC | 8.97% | 8.10% | 10.13% | 11.90% | 13.86% |
| EPS (X) | 0.72 | 0.64 | 0.81 | 1.00 | 1.24 |
| PE (X) | 62.36 | 47.17 | 42.92 | 34.86 | 27.94 |
| PB (X) | 4.80 | 4.33 | 4.73 | 4.46 | 4.16 |
| PS (X) | 5.22 | 4.37 | 4.39 | 3.78 | 3.28 |
| EV/EBITDA (X) | 34.38 | 34.20 | 27.21 | 21.71 | 17.49 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。