

2025年08月05日

买入（维持）

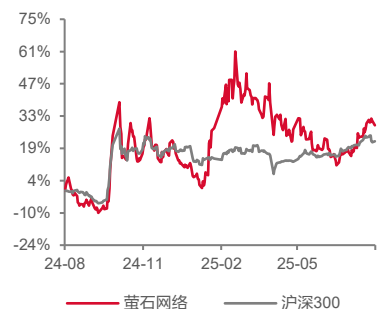
报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

数据日期	2025/08/05
收盘价	35.06
总股本(万股)	78,750
流通A股/B股(万股)	40,950/0
资产负债率(%)	34.37%
市净率(倍)	5.00
净资产收益率(加权)	5.40%
12个月内最高/最低价	44.29/24.18



萤石网络（688475）：深耕AIoT赛道，加强海外布局

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司2025H1实现营收28.27亿元，同比+9.45%，实现归母净利润3.02亿元，同比+7.38%。公司2025Q2实现营收14.47亿元，同比+7.48%；实现归母净利润1.64亿元，同比+4.95%。业绩基本符合预期。
- **智能硬件产品矩阵进化。**现金牛产品家居摄像机2025H1实现营收15.48亿元，同比+7.22%。市场地位方面，据IDC报告，2024Q1至2025Q1，萤石智能家居摄像机出货量蝉联全球第一。公司孵化的第二增长曲线渐入佳境，智能入户业务2025H1营收为4.36亿元，同比+32.99%。萤石智能锁凭借卓越的视觉能力、AI交互能力打入行业前列，据洛图科技，2025年“618”促销期，萤石智能门锁线上销售额份额进入TOP4。新兴业务方面，公司持续打磨清洁机器人等产品，智能服务机器人上半年实现收入0.60亿元，同比+9.36%。
- **云平台服务收入持续增长。**公司物联网云平台服务收入，包括设备接入及运维支持服务、云增值及开放平台服务、广告推广服务等；2025H1该板块收入为5.55亿元，同比+12.20%，占主营业务收入比例为19.27%，毛利率为72.09%。公司积极推进HomePlay OS架构的演进与代理服务研发，以提升AI服务对用户的覆盖度；同时，布局萤石云平台全栈开放项目的研发，致力于在原有平台PaaS服务开放的基础上，实现从APP到设备的全栈开放。
- **盈利水平提升。**2025H1公司毛利率为43.59%，同比+0.25pct。销售/管理费用金额同比+19.18%/10.06%，研发/财务费用金额同比基本持平，销售费用率同比提升较明显。公司持续完善海外渠道建设，动态调整境内线上线下零售矩阵，导致业务宣传费和运营服务费同比增加。2025H1公司归母净利率为10.70%，同比基本持平，归母净利润金额同比提升。
- **资产负债管理较为稳健，收现比较为合理。**据2025年半年报，应付账款、合同负债等经营性负债为公司主要负债来源，流动比率和速动比率均处于安全水平。资产端，应收账款和存货规模分别较2024年末下降4.71%和2.39%，存货周转率同比相对稳定。从现金流看，2025H1公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长，收现比为119.61%。此外，投资及筹资活动现金流亦有改善，期末现金及现金等价物余额为37.79亿元。
- **AI布局夯实技术实力，海外拓展可期。**2025年上半年，公司发布萤石蓝海大模型2.0，升级后，该模型在感知、理解、记忆领域的算法能力增强，具备更专业的垂直能力。垂直场景大模型的研发，可从多维度赋能业务发展，提升现有硬件产品的智能化水平，为行业客户提供定制化AI解决方案。此外，从整体收入看，2025H1海外收入占比为37.64%，海外收入同比+25.42%至10.64亿元。公司在海外市场的区域选择上较为多元化，注重因地制宜，拓展线下渠道的同时，也积极布局跨境电商和本地电商。

投资建议：公司核心家用摄像机产品地位稳固，智能锁、云服务等业务成长路径清晰，在视觉技术及AI等领域储备扎实，在AIoT赛道具备先发优势。考虑到外部贸易环境及部分新业务仍在开拓期，我们调整2025-2026年归母净利润预测（前值为7.74/9.51亿元），同时引入2027年预测，预计公司2025-2027年归母净利润为5.80/6.91/8.51亿元，预计EPS为0.74/0.88/1.08元，对应PE为48X/40X/32X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧风险、技术迭代风险、供应链成本波动风险、海外贸易环境变动风险、盈利不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,442	6,028	6,817	7,841
同比增速(%)	12.41%	10.77%	13.09%	15.01%
归母净利润(百万元)	504	580	691	851
同比增速(%)	-10.52%	15.14%	19.01%	23.29%
EPS摊薄(元)	0.64	0.74	0.88	1.08
市盈率 (P/E)	54.79	47.58	39.98	32.43

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年8月5日盘后）

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3958	4111	4702	5603
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1093	1098	1319	1562
存货	772	795	947	1098
预付款项	29	31	35	39
其他流动资产	126	130	145	150
流动资产合计	5978	6165	7148	8452
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	824	2380	2217	1978
无形资产	225	224	223	221
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	137	140	140	140
其他非流动资产	1190	68	18	16
资产总计	8354	8976	9747	10808
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1674	1842	2081	2426
其他流动负债	885	976	1106	1268
流动负债合计	2559	2818	3187	3695
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	301	375	377	371
非流动负债合计	301	375	377	371
负债合计	2860	3193	3564	4066
归属于母公司的所有者权益	5493	5784	6182	6742
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	5493	5784	6182	6742
负债及股东权益总计	8354	8976	9747	10808

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	548	1176	1054	1340
投资	1	3	3	1
资本性支出	-612	-803	-173	-141
其他	0	-2	-3	-2
投资活动现金流净额	-611	-802	-174	-142
融资	-320	-3	2	-6
支付股利及利息	-292	-292	-292	-292
其他	-29	74	0	0
筹资活动现金流净额	-642	-220	-290	-298
现金净流量	-705	153	591	901

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5442	6028	6817	7841
营业成本	3152	3471	3919	4454
营业税金及附加	28	32	35	40
销售费用	858	964	1070	1227
管理费用	177	196	222	254
研发费用	814	880	985	1129
财务费用	-59	-51	-53	-61
投资收益	1	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他经营损益	67	85	100	112
营业利润	539	621	739	911
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	539	621	739	912
所得税费用	35	41	49	60
净利润	504	580	691	851
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	504	580	691	851
EPS(元)	0.64	0.74	0.88	1.08

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入增长率	12.4%	10.8%	13.1%	15.0%
EBIT增长率	-6.2%	19.0%	20.4%	24.0%
归母净利润增长率	-10.5%	15.1%	19.0%	23.3%
总资产增长率	1.8%	7.5%	8.6%	10.9%
盈利能力				
毛利率	42.1%	42.4%	42.5%	43.2%
合并报表净利率	9.3%	9.6%	10.1%	10.9%
净资产收益率	9.2%	10.0%	11.2%	12.6%
总资产收益率	6.1%	6.7%	7.4%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	35.6%	36.6%	37.6%
流动比率	2.3	2.2	2.2	2.3
速动比率	2.0	1.9	1.9	2.0
估值比率				
PE	54.8	47.6	40.0	32.4
PB	5.0	4.8	4.5	4.1

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年8月5日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089