

萤石网络（688475.SH）

优于大市

2025 年中报点评：经营业绩稳步向上，智能摄像机增速修复

核心观点

营收延续良好增势，盈利表现稳定。公司 2025H1 实现营收 28.3 亿/+9.4%，归母净利润 3.0 亿/+7.4%，扣非归母净利润 3.0 亿/+7.7%。其中 Q2 收入 14.5 亿/+7.5%，归母净利润 1.6 亿/+5.0%，扣非归母净利润 1.6 亿/+3.3%。

摄像机收入加速增长，智能入户保持高速增长。H1 公司摄像机收入增长 7.2% 至 15.5 亿，智能入户收入增长 33.0% 至 4.4 亿，智能服务机器人收入增长 9.4% 至 0.6 亿，其他智能家居及配件收入下降 13.7% 至 2.1 亿。公司 2024 年摄像机收入受运营商等专业客户策略调整影响，2024H1/H2 收入同比分别为 -4.4%/+1.7%，今年以来增速明显改善，主业企稳回升。第二品类智能入户保持强劲增长趋势，H1 毛利率同比+5.1pct 至 46.3%，预计已实现良好盈利。

云平台收入维持良好增长。公司 H1 云平台业务收入增长 12.2% 至 5.5 亿，增长好于公司整体。公司推出终身免流量摄像机等产品，收入确认存在递延，H1 末公司云增值及开放平台服务产生的合同负债余额同比增长 56.9% 至 4.5 亿，其他非流动负债同比增长 373.9% 至 1.4 亿，为后续增长奠定良好基础。

海外及线上渠道增长亮眼。公司 H1 海外收入增长 25.4% 至 10.6 亿，收入占比快速提升至 38%；内销收入增长 1.6% 至 17.6 亿。分渠道：经销渠道收入增长 8.5% 至 15.8 亿，电商收入增长 27.9% 至 5.6 亿，专业客户（电信运营商、地产等）下降 34.4% 至 1.2 亿。

毛利率提升，盈利稳定。公司 H1 毛利率提升 0.2pct 至 43.6%，Q2 毛利率提升 0.7pct 至 44.6%，主要系智能入户毛利率提升带动。Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+2.7/+0.4/-0.8/-1.5pct 至 17.1%/3.6%/15.1%/-2.9%。公司强化营销及电商渠道投入，销售费用率有所增加；管理费用率提升主要系厂房等折旧与摊销费用，财务费用率主要受欧元汇兑等影响。Q2 公司归母净利率微降 0.3pct 至 11.4%，盈利能力较为稳定。

风险提示：行业竞争加剧；行业需求不及预期；AI 应用落地不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是国内智能家居软硬件龙头，视觉处理能力领先，二三硬件品类强劲增长，云平台有望受益于 AI 智能化浪潮。考虑到公司采取更为积极的营销投放策略、云平台收入有所递延，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.8/6.9/8.1 亿（前值为 6.2/7.4/8.6 亿），增速为 15%/19%/17%，对应 PE=48/40/34 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,840	5,442	6,169	7,138	8,183
(+/-%)	12.4%	12.4%	13.4%	15.7%	14.6%
净利润(百万元)	563	504	581	693	810
(+/-%)	69.0%	-10.5%	15.4%	19.2%	16.8%
每股收益(元)	1.00	0.64	0.74	0.88	1.03
EBIT Margin	9.4%	7.6%	8.3%	8.9%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	9.2%	10.1%	11.5%	12.7%
市盈率 (PE)	35.3	55.1	47.8	40.1	34.3
EV/EBITDA	44.9	63.5	48.3	37.2	31.8
市净率 (PB)	3.77	5.06	4.83	4.61	4.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004	证券分析师：熊莉 021-61761067 xiongli1@guosen.com.cn S0980519030002
证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004	证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn S0980523020001

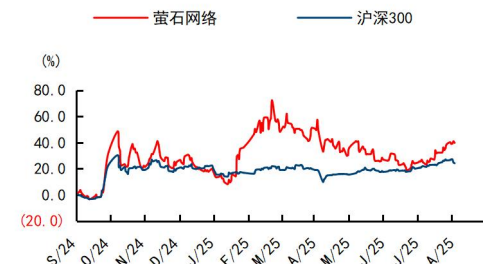
联系人：李晶

lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	35.29 元
总市值/流通市值	27791/14451 百万元
52 周最高价/最低价	44.29/24.18 元
近 3 个月日均成交额	110.62 百万元

市场走势

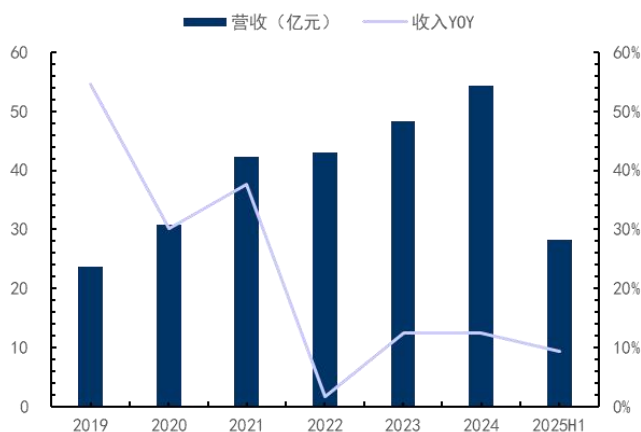


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

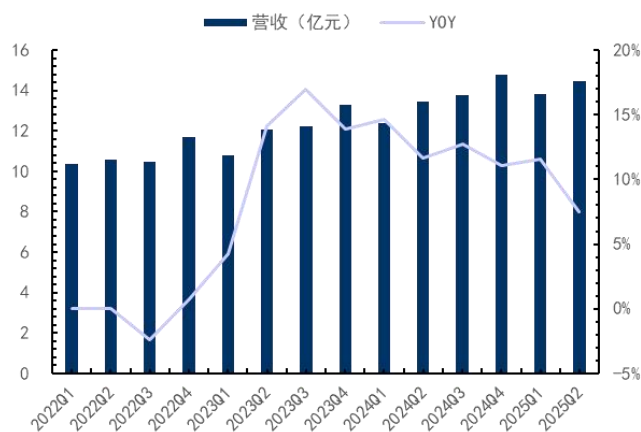
- 《萤石网络（688475.SH）-2024 年报&2025 年一季报点评：二三品类快速成长，一季度盈利企稳》——2025-04-15
- 《萤石网络（688475.SH）-2023 年年报&2024 年一季报点评：海外及二三品类加速发展，云平台带动盈利提升》——2024-04-15
- 《萤石网络（688475.SH）-2023 年年度业绩预告点评：全年业绩增长超 60%，盈利能力大幅提升》——2024-01-19
- 《萤石网络（688475.SH）-2023 年三季报点评：经营表现加速提升，盈利能力持续向好》——2023-10-23
- 《萤石网络（688475.SH）-2023 年中报点评：收入加速成长，二季度盈利大幅改善》——2023-08-07

图1：公司营业收入及增速



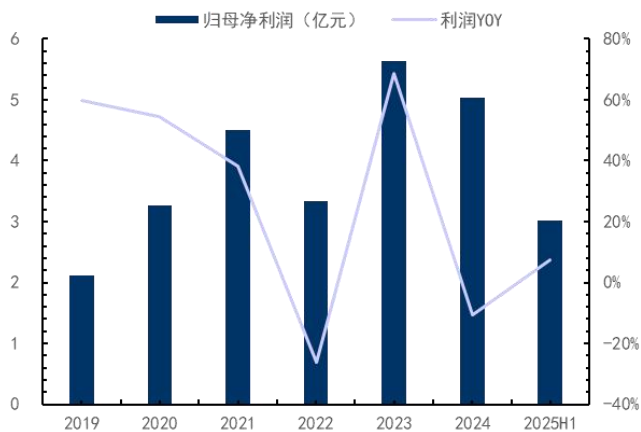
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



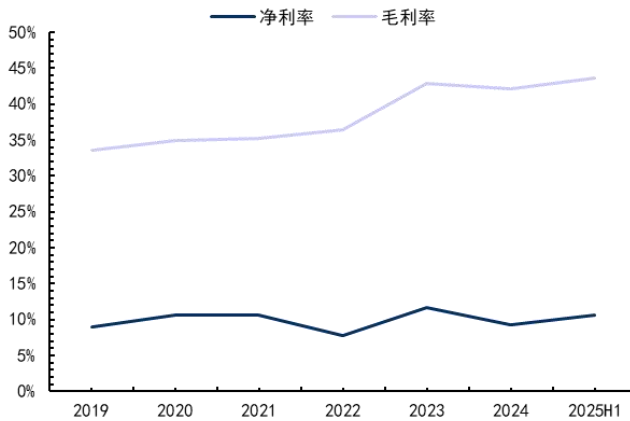
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



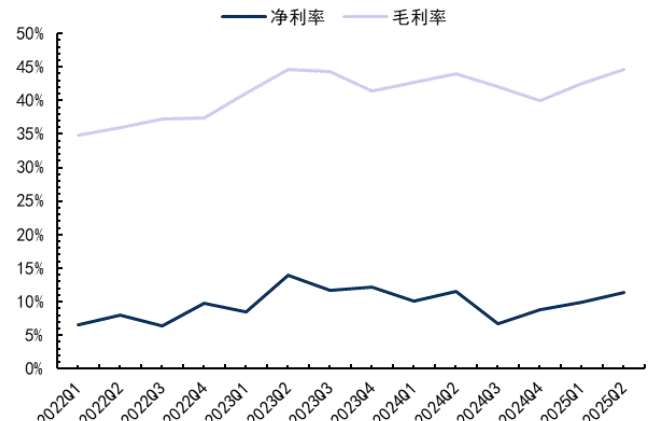
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



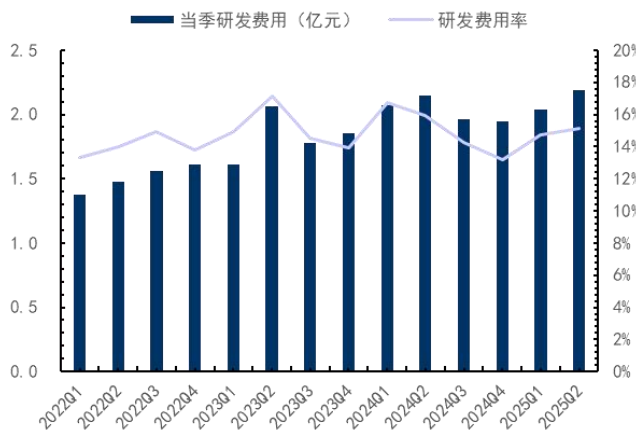
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



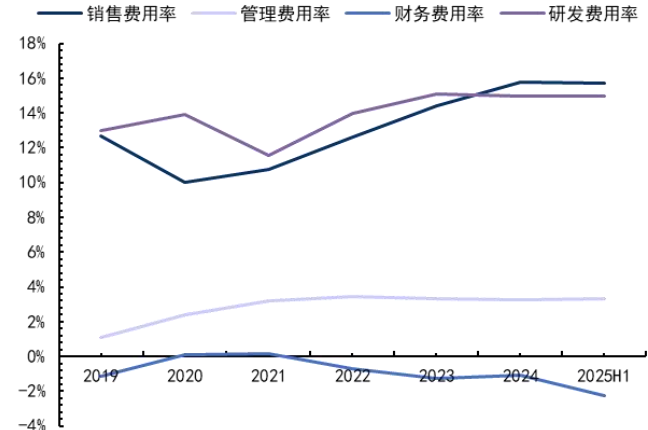
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)	
688169.SH	石头科技	172.40	447	10.70	11.54	14.75	17.48	16.1	14.9	11.7	9.9	0.6	优于大市
603486.SH	科沃斯	78.68	452	1.40	2.62	3.06	3.47	56.2	30.0	25.7	22.7	2.0	优于大市
688696.SH	极米科技	111.56	78	1.72	4.64	5.67	6.57	65.0	24.0	19.7	17.0	1.3	优于大市
688475.SH	萤石网络	35.29	278	0.64	0.74	0.88	1.03	55.1	47.8	40.1	34.3	2.7	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4656	3958	4474	4142	4388	营业收入	4840	5442	6169	7138	8183
应收款项	890	1132	1152	1377	1603	营业成本	2766	3152	3513	4054	4625
存货净额	695	772	842	950	1093	营业税金及附加	30	28	33	39	44
其他流动资产	135	108	132	151	173	销售费用	697	858	1006	1142	1309
流动资产合计	6384	5978	6609	6628	7265	管理费用	892	991	1107	1265	1441
固定资产	1375	1974	2357	2600	2770	财务费用	(61)	(59)	(92)	(90)	(92)
无形资产及其他	229	225	216	207	198	投资收益	0	1	0	1	1
投资性房地产	205	177	177	177	177	资产减值及公允价值变动	(14)	(6)	(8)	(8)	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	69	73	32	35	34
资产总计	8193	8354	9358	9612	10410	营业利润	572	539	627	755	891
短期借款及交易性金融负债	45	9	471	52	55	营业外净收支	(4)	0	(2)	(1)	(1)
应付款项	1487	1674	1839	2098	2390	利润总额	568	539	625	754	890
其他流动负债	835	876	993	1129	1288	所得税费用	5	35	44	60	80
流动负债合计	2367	2559	3302	3279	3733	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	319	0	0	0	0	归属于母公司净利润	563	504	581	693	810
其他长期负债	241	301	301	301	321	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	560	301	301	301	321	净利润	563	504	581	693	810
负债合计	2928	2860	3603	3580	4054	资产减值准备	(19)	(4)	10	2	2
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	52	70	140	205	237
股东权益	5265	5493	5755	6032	6356	公允价值变动损失	14	6	8	8	0
负债和股东权益总计	8193	8354	9358	9612	10410	财务费用	(61)	(59)	(92)	(90)	(92)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	388	20	177	46	83
每股收益	1.00	0.64	0.74	0.88	1.03	其它	19	4	(10)	(2)	(2)
每股红利	0.33	0.37	0.41	0.53	0.62	经营活动现金流	1017	600	906	952	1129
每股净资产	9.36	6.98	7.31	7.66	8.07	资本开支	(868)	(655)	(532)	(450)	(400)
ROIC	8%	7%	8%	10%	13%	其它投资现金流	0	1	(1)	0	0
ROE	11%	9%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(868)	(654)	(533)	(450)	(400)
毛利率	43%	42%	43%	43%	43%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	9%	9%	负债净变化	92	(319)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(184)	(292)	(320)	(416)	(486)
收入增长	12%	12%	13%	16%	15%	其它融资现金流	(117)	580	462	(419)	2
净利润增长率	69%	-10%	15%	19%	17%	融资活动现金流	(299)	(644)	142	(834)	(483)
资产负债率	36%	34%	39%	37%	39%	现金净变动	(151)	(697)	515	(332)	246
股息率	0.7%	1.1%	1.2%	1.5%	1.7%	货币资金的期初余额	4806	4656	3958	4474	4142
P/E	35.3	55.1	47.8	40.1	34.3	货币资金的期末余额	4656	3958	4474	4142	4388
P/B	3.8	5.1	4.8	4.6	4.4	企业自由现金流	24	(179)	260	388	616
EV/EBITDA	44.9	63.5	48.3	37.2	31.8	权益自由现金流	(2)	82	805	51	703

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032