

智能入户业务高增，经营性现金流积极指引

— 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 6 日

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现营收 28.27 亿元（YoY+9.45%）；实现归母净利润 3.02 亿元（YoY+7.38%）；实现扣非归母净利润 2.98 亿元（YoY+7.69%），基本每股收益 0.38 元（YoY+5.56%）。
- **营收净利双增长，智能入户业务高增：**2025 年上半年，公司营收与净利同比双增长，主要原因系：1) 公司专注于核心技术优势，持续推进智能家居新产品和物联网云平台服务的研发，不断推出新型产品与服务，巩固智能家居领先地位；2) 公司积极拓宽与完善国内外渠道布局，增加市场投入，提升核心产品海内外品牌影响力和市场竞争力。**公司深化双主业格局，打造智能硬件+AIoT 垂直一体化，主营业务智能家居产品/物联网云平台分别实现营收 22.56/5.55 亿元，同比增长 8.88%/12.20%，占主营业务收入比 80.26%/19.27%。**智能家居中，第一增长曲线家居摄影机业务营收 15.48 亿元（YoY+7.22%），出货量蝉联全球第一；**智能入户业务营收 4.36 亿元（YoY+32.99%）表现亮眼，第二增长曲线稳健。**报告期内，公司发布全自研萤石启明 AI 人脸视频锁（Y5000FVX），以蓝海大模型为底座，搭载自研个性化 AI 智能体形象系统，全新定义智能入户产品的功能和交互体验，打入行业头部。此外，公司持续构建线上线下全域零售矩阵，提升终端用户的触达能力。智能家居产品线下/电商渠道分别营收 16.99/5.58 亿元（YoY+3.82%/+27.92%）。目前，境内智能家居摄像机、智能门锁等主流产品通过电商渠道的出货额占比已超过 50%。**分地区来看，境内/境外收入分别为 17.63/10.64 亿元，同比 +1.63%/+25.42%，占总收入比例为 62.36%/37.64%。**
- **智能家居产品毛利提升，经营性现金流积极指引，销售费用显著增高：**报告期内，公司毛利率为 43.59%（YoY+0.25pct）。智能家居产品毛利率为 36.77%（环比+1.29pct），得益于智能入户发展迅速，毛利率达 46.30%（环比+5.07pct）；物联网云平台毛利率为 72.09%（环比-4.04pct），仍显著高于整体水平。公司保持合理投入，完善销售渠道建设，夯实技术研发，三费均上升。2025H1 公司销售/管理/研发费用分别为 4.44/0.94/4.23 亿元，分别同增 19.18%/10.06%/0.11%，费用率分别为 15.71%/3.32%/14.95%。**报告期内，经营活动产生的现金流量净额 3.30 亿元（YoY+911.00%），**得益于销售商品和提供劳务的当期现金收入增加以及公司对采购策略的优化，使得经营活动现金流入增幅超过流出。由于 H1 业绩增长带来的资产规模和利润增长，报告期末公司总资产同比增长 0.75%，归母净资产同比增长 0.55%。
- **迭代进化蓝海大模型 2.0，发布新一代 AI 核心架构：**公司始终以技术研发为核心，涵盖云平台、3D 空间感知、多模态 AI 交互、智能硬件和服务机器人等技术。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计拥有授权发明专利 345 项（新增 26 项），软件著作权 96 项（新增 3 项）；研发人员共 1412 名，占总员工人数的 31.15%。2025 年上半年，公司正式发布萤石蓝海大模型 2.0，聚焦技术能力与场景应用的双重落地。通过多维融合、模态扩展和专项记忆三大技术，蓝海 2.0 提升了感知、理解和记忆能力，实现了算法能力底座及垂直能力的显著增强，解决了通用大模型高成本和场景适配性差的问题。同时，公司依托自

萤石网络（688475.SH）

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

☎：010-66568589

✉：wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

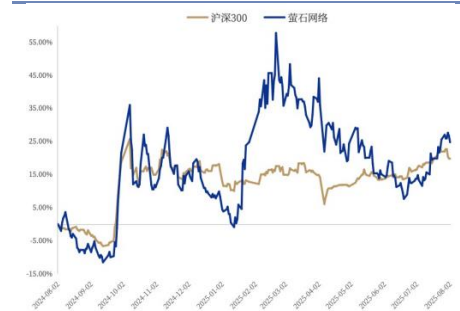
市场数据

2025-08-02

股票代码	688475.SH
A 股收盘价(元)	35.29
上证指数	3559.95
总股本(亿股)	7.88
实际流通 A 股(亿股)	4.10
流通 A 股市值(亿元)	144.51

相对指数表现图

2025-08-02



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河计算机】公司点评_萤石网络(688475.SH)_智能产品线高增，净利润弹性有望长期变现

【银河计算机】公司点评_萤石网络(688475.SH)_产品出海加速，开启入户+云业务新篇章

【银河计算机】公司点评_萤石网络_扣非净利高增，双主业稳健，渠道优化助力未来发展

身物联网技术优势推出了可定制的垂直场景混合大模型，已涉及入户安全、老人看护等多个消费类应用场景。未来，公司将通过“专用数据+平台框架+技术底座”的驱动体系继续扩展，并与开发者合作满足客户垂直化需求，例如在公有云 PaaS 服务端实现无人值守、推出家畜养殖等行业类场景的混合大模型。此外，公司还发布了新一代 AI 核心架构 EZVIZ HomePlay OS，作为围绕人·家·商业场景构建的智能平台，提供智能代理与视觉 AI 能力，支持开发者低成本快速构建智能场景应用。针对 AI 场景碎片化带来的挑战，EZVIZ HomePlayOS 在架构层面实现场景化智能体（消费者智能体+行业智能体）、萤石设备开放、萤石 APP 开放三大维度升级。在原有平台 PaaS 服务开放的基础上，实现了萤石物联云从 APP 到设备的全栈开放。

- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现营收分别为 62.73/72.85/83.94 亿元，同比增长 15.27%/16.13%/15.22%；归母净利润分别为 6.34/7.35/8.54 亿元，同比增长 25.85%/15.93%/16.18%；EPS 分别为 0.81/0.93/1.08 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 43.54/37.55/32.32 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**技术迭代不及预期；新产品研发不及预期；行业竞争加剧；数据安全和隐私保护的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5441.94	6273.06	7284.73	8393.75
收入增长率%	12.41	15.27	16.13	15.22
归母净利润（百万元）	503.93	634.18	735.22	854.15
利润增速%	-10.52	25.85	15.93	16.18
毛利率%	42.08	43.35	43.47	43.69
摊薄 EPS(元)	0.64	0.81	0.93	1.08
PE	54.79	43.54	37.55	32.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5977.94	6778.98	7955.80	9324.07
现金	3958.39	4487.07	5303.48	6282.59
应收账款	1080.12	1245.08	1445.88	1666.00
其它应收款	38.36	44.22	51.35	59.17
预付账款	28.67	32.32	37.45	42.99
存货	772.13	870.57	1008.87	1157.90
其他	100.27	99.71	108.76	115.43
非流动资产	2375.78	2380.37	2380.37	2380.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	823.71	823.71	823.71	823.71
无形资产	225.03	225.03	225.03	225.03
其他	1327.04	1331.63	1331.63	1331.63
资产总计	8353.72	9159.35	10336.17	11704.44
流动负债	2559.28	2932.65	3374.24	3888.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1485.93	1671.85	1939.47	2224.81
其他	1073.35	1260.80	1434.77	1663.56
非流动负债	301.17	372.66	372.66	372.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	301.17	372.66	372.66	372.66
负债合计	2860.45	3305.31	3746.90	4261.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	5493.27	5854.05	6589.27	7443.42
负债和股东权益	8353.72	9159.35	10336.17	11704.44

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	548.39	733.46	816.41	979.10
净利润	503.93	634.18	735.22	854.15
折旧摊销	101.47	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.86	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.87	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-60.03	102.69	81.19	124.95
其它	-1.97	-3.41	0.00	0.00
投资活动现金流	-610.83	1.86	0.00	0.00
资本支出	-611.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.87	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.86	0.00	0.00
筹资活动现金流	-641.80	-205.36	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-319.34	0.00	0.00	0.00
其他	-322.46	-205.36	0.00	0.00
现金净增加额	-705.34	528.68	816.41	979.10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5441.94	6273.06	7284.73	8393.75
营业成本	3151.71	3553.53	4118.02	4726.35
营业税金及附加	27.98	32.26	37.46	43.16
营业费用	858.30	985.50	1144.43	1318.66
管理费用	177.15	208.27	241.85	278.67
财务费用	-58.59	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-6.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	539.33	651.80	765.66	900.81
营业外收入	0.82	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	539.38	651.80	765.66	900.81
所得税	35.45	17.62	30.43	46.66
净利润	503.93	634.18	735.22	854.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	503.93	634.18	735.22	854.15
EBITDA	580.16	651.80	765.66	900.81
EPS (元)	0.64	0.81	0.93	1.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.41%	15.27%	16.13%	15.22%
营业利润	-5.73%	20.85%	17.47%	17.65%
归属母公司净利润	-10.52%	25.85%	15.93%	16.18%
毛利率	42.08%	43.35%	43.47%	43.69%
净利率	9.26%	10.11%	10.09%	10.18%
ROE	9.17%	10.83%	11.16%	11.48%
ROIC	8.10%	10.80%	11.12%	11.44%
资产负债率	34.24%	36.09%	36.25%	36.41%
净负债比率	-71.60%	-76.30%	-80.17%	-84.13%
流动比率	2.34	2.31	2.36	2.40
速动比率	2.00	1.98	2.03	2.07
总资产周转率	0.66	0.72	0.75	0.76
应收账款周转率	5.60	5.40	5.41	5.39
应付账款周转率	2.26	2.25	2.28	2.27
每股收益	0.64	0.81	0.93	1.08
每股经营现金	0.70	0.93	1.04	1.24
每股净资产	6.98	7.43	8.37	9.45
P/E	54.79	43.54	37.55	32.32
P/B	5.03	4.72	4.19	3.71
EV/EBITDA	34.20	35.51	29.16	23.70
P/S	5.07	4.40	3.79	3.29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖，TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
	褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	