

智能入户+云平台高增， 海外市场持续拓展

核心观点

萤石网络 2025H1 收入增速稳健，利润恢复增长，主要受益于智能家居行业回暖，以及公司摄像头、门锁、扫地机等产品实现增长，同时智能家居产品毛利率提高、云平台收入占比提升。公司不断推进海外市场渠道和业务优化，上半年海外增速达到 25.42%，云平台服务增长潜力巨大，随着智能家居市场需求持续复苏，以及增值服务的付费率和 ARPU 逐步提升，公司盈利水平有望持续提高。

事件

2025 年 8 月 1 日，萤石网络发布 2025 年半年度报告。

公司 2025H1 实现营业收入 28.27 亿元（YOY+9.45%），归母净利润 3.02 亿元（YOY+7.38%），净利率为 10.70%（YOY-0.21pct）；公司 2025Q2 实现营业收入 14.47 亿元（YOY+7.48%），归母净利润 1.64 亿元（YOY+5.11%），净利率为 11.36%（YOY-0.26pct）。

简评

一、收入分析：智能家居行业回暖，增速逐步复苏

I、分产品：摄像机+门锁稳健增长，云平台服务持续高增

1) 智能家居产品：实现收入 22.56 亿元（YOY+8.88%），占比 79.79%。智能家居摄像机：实现收入 15.48 亿元（YOY+7.22%），占比 54.75%，增速跑赢行业。根据洛图科技，2025H1 中国消费级监控摄像头市场销量达到 2796 万台（YOY+0.2%），萤石销量份额排名线上第三，销额份额排名线上第二。智能入户：实现收入 4.36 亿元（YOY+32.99%），占比 15.43%，增速远超行业，有望成为第二个现金牛业务。根据洛图科技，2025H1 中国智能门锁市场全渠道销量为 897 万套（YOY+6.8%），618 促销期萤石线上销额份额进入 TOP4。智能服务机器人：实现收入 0.60 亿元（YOY+9.36%），占比 2.12%。公司在 C 端具身智能机器人方面持续做积极的布局沉淀和前瞻性预研，未来产品矩阵及收入规模有望进一步打开。其他智能家居产品：实现收入 0.32 亿元（YOY-42.38%），占比 1.13%。配件产品：实现收入 1.80 亿元（YOY-5.28%），占比 6.36%。并且整体业务盈利明显改善。

萤石网络 (688475. SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

吕育儒

lyyuru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070012

发布日期：2025 年 09 月 16 日

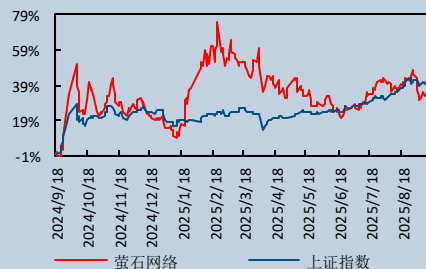
当前股价：33.78 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.14/-5.61	8.97/-5.39	37.04/-5.78
12 月最高/最低价 (元)		43.98/25.08
总股本 (万股)		78,750.00
流通 A 股 (万股)		40,950.00
总市值 (亿元)		266.02
流通市值 (亿元)		138.33
近 3 月日均成交量 (万)		501.91
主要股东		
杭州海康威视数字技术股份有限公司		48.00%

股价表现



相关研究报告

【中信建投其他家电 II】萤石网络 (688475):产品及品牌矩阵完善, Q1 收入业绩稳健增长

2) **云平台服务**：实现收入 5.55 亿元（YOY+12.20%），占比 19.63%。2022 年公司推出各类云平台服务，包括 C 端的老人看护等服务，以及 B 端的 ERTC（实时音视频）等服务，增值服务收入空间广阔。2025H1 萤石正式发布萤石蓝海大模型 2.0，目前模型已落地入户安全、老人看护等多个消费类垂直场景模型，未来将持续拓展更多的消费类场景，同时与开发者共创，在公有云 PaaS 服务端实现无人值守、家畜养殖等行业类场景的混合大模型，全方位满足客户的垂直化需求。

3) **其他业务**：实现收入 0.17 亿元（YOY-2.02%），占比 0.59%。

II、分地区：加强国内外渠道建设，海外收入维持高增速

1) **国内市场**：实现收入 17.63 亿元（YOY+1.63%），占比 62.36%。公司线上电商坚持多品类、多渠道的差异化竞争策略，以货架电商+内容电商双轮驱动，有策略性地投放与电商平台属性匹配的产品；同时积极拓展线下终端零售体系建设，进一步推进渠道 O2O 融合，不断提升渠道零售占比，助力线下渠道的转型和可持续发展。

2) **国外市场**：实现收入 10.64 亿元（YOY+25.42%），占比 37.64%。2025H1 公司依据不同区域和国家的特点，结合新品类的拓展和布局需要，有侧重地拓展线下连锁 KA 渠道，拓展经销商、街边店、电工五金等分销渠道；同时，顺应不同国家和地区的电趋势，公司也正在境外进一步加强头部跨境电商平台和本地电商的业务布局。

III、分渠道（智能家居产品）：线下经销渠道持续增长，加码电商渠道收获成效

1) **线下销售**：实现收入 16.99 亿元（YOY+3.82%），占比 60.08%。**经销商**：实现收入 15.80 亿元（YOY+8.48%），占比 55.88%。**专业客户**：实现收入 1.15 亿元（YOY-34.36%），占比 4.07%。**直营店**：实现收入 0.04 亿元（YOY-17.53%），占比 0.13%。

2) **线上销售**：实现收入 5.57 亿元（YOY+27.92%），占比 19.70%。

二、盈利分析：盈利水平持续提升，长期仍有改善空间

I、毛利端：自主生产+规模效应+云平台占比提高，毛利率提升

受益于重庆生产基地产能提升及规模效应显现，叠加云平台业务收入占比提高，公司毛利率有所提升，2025H1 毛利率为 43.59%（YOY+0.25pct），其中 Q2 毛利率为 44.58%（YOY+0.67pct）。分产品来看，2025H1 智能家居产品毛利率为 36.77%（YOY+1.30%），其中智能家居摄像机为 39.07%（YOY-0.13pct），智能入户为 46.30%（YOY+5.07pct），智能服务机器人 20.05%（YOY-2.47pct），其他智能家居产品为 25.40%（YOY+2.41pct），配件产品毛利率为 1.46%（YOY-3.10pct）；云平台服务毛利率为 72.09%（YOY-4.04pct）。分渠道来看，线下销售毛利率为 33.96%（YOY-1.32pct），其中经销商为 34.85%（YOY+1.42pct），专业客户为 20.97%（YOY-6.84pct），直营店为 59.56%（YOY-5.98pct）；线上销售毛利率为 45.34%（YOY-0.25pct）。

II、费用端：加大市场开拓力度，费用率提升

2025H1 期间费用率同比下降 0.10pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.10/+0.02/-1.40/+0.18pct；2025Q2 期间费用率同比提升 0.74pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.69/+0.37/-0.81/-1.50pct。主要系：1) 公司持续拓展海内外市场和渠道，营销投放力度加大；2) 产业化基地的折旧与摊销费用增加；3) 汇兑收益增加。

III、净利端：净利率企稳，盈利水平持续优化可期

2025H1 净利率为 10.70%（YOY-0.21pct），其中 Q2 净利率为 11.36%（YOY-0.26pct），公司利润率逐渐企稳，随着营销和研发投入持续增加，公司有望推出更多具有强劲产品力的智能家居硬件，抢占海内外市场份额，云平台收入规模及占比进一步扩大，净利率水平有望持续提升。

投资建议：双主业商业模式及激励机制推动发展创新，享受 B+C 端需求弹性释放，以经销商为主的渠道布局完善，云平台业务有望持续贡献收入利润。我们预测 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.37/7.96/9.82 亿元，对应 EPS 为 0.81/1.01/1.25 元，当前股价对应 PE 为 41.73/33.41/27.09 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,839.74	5,441.94	6,115.01	7,000.92	8,016.49
YoY(%)	12.39	12.44	12.37	14.49	14.51
净利润(百万元)	562.94	503.93	637.49	796.17	981.84
YoY(%)	69.01	-10.48	26.50	24.89	23.32
毛利率(%)	42.85	42.08	43.85	45.05	46.26
净利率(%)	11.63	9.26	10.43	11.37	12.25
ROE(%)	10.69	9.17	10.97	12.82	14.65
EPS(摊薄/元)	0.71	0.64	0.81	1.01	1.25
P/E(倍)	47.25	52.79	41.73	33.41	27.09
P/B(倍)	5.05	4.84	4.58	4.28	3.97

资料来源：iFinD，中信建投

风险分析

1) 需求不及预期：国内智能摄像头在商用场景中的使用占比更大，参考智能门锁 B 端市场份额超过 50%，同时 C 端需求也会逐渐增加。国内疫情防控措施调整优化后，如果线下消费场景复苏节奏缓慢，或者消费者购买力难以快速恢复，智能摄像头需求较难快速回升。

2) 渠道拓展不及预期：萤石渠道布局多元化，以线下经销为主。如果境内外经销商拓展速度减缓，或者专业客户减少智能家居业务投入，渠道端可能面临增长困境。

3) 云平台业务开拓不及预期：萤石云平台的付费率和 ARPU 较低，均为友商的 30%左右，同时消费者增值服务占云平台收入的 50%以上，且云平台贡献 30%以上的利润。萤石云平台 ARPU 逐年降低，如果付费率难以提升，或者有所下滑，公司的利润端将受到影响。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

吕育儒

家电行业分析师，西南财经大学经济学硕士，专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、科技消费（运动相机/AI 眼镜/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）等领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk