



华米科技 (ZEPP.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入保持较快增长,看好自主品牌发展

业绩简评

2025 年 11 月 5 日公司发布 2025 年三季度业绩, Q3 实现收入 7579 万美元, 同比增长 78.5%; 归母净亏损 162 万美元, 同比收窄 1164 万美元; Non-GAAP 经营利润 36 万美元, 扭亏为盈; Non-GAAP 归母净亏损 67 万美元。

经营分析

25Q3 收入位于指引上限, 新品驱动收入高增。 25Q3 公司总收入 7579 万美元, 同比增长 78.5%, 贴近此前指引 (7200~7600 万美元, 同比增长 70~79%) 上限。25Q1 以来公司收入全部由自主品牌业务贡献, 如果剔除去年同期的小米业务部分, Q3 自主品牌业务收入同比增速为 86%, 保持强劲势头, 虽然部分受到了供应短缺 (存储芯片紧张+Q3 末华南台风影响) 的负面影响。Q3 自主品牌收入增长主要由新产品发布驱动, 包括 Q3 发布的 T-Rex 3 pro 户外手表、Q2 发布的 Balance 2 运动手表和 Helio Strap 无屏手环以及入门级手表 Bip 6 和 Active 2 (25Q1 发布) 持续畅销所推动。展望 Q4, 由于适逢海外黑五大促和圣诞季, 预计将迎来全年收入最高峰, 公司指引 Q4 收入 8200~8600 万美元, 同比增长 38~45%。我们认为公司品牌势能处于上升期, 需求端表现强劲, 随着供应问题的缓解以及产品和渠道扩张, 有望进一步获得市场份额。

毛利率稳步提升, 费用控制良好, Q3 Non-GAAP 经营利润转正。

25Q3 公司毛利率 38.2%, 环比提升 2ppt, 主要得益于产品结构优化 (高毛利产品比重提升); 销售费用 1201 万美元, 同比增长 0.9%, 环比持平, 销售费用率 15.8%, 同比下降 12.2ppt; 管理费用 700 万美元, 同比持平, 环比增长约 260 万美元主要由于外汇波动, 管理费用率 9.2%, 同比下降 7.3ppt; 研发费用 1080 万美元, 同比持平, 环比微降 3.2%, 研发费用率 14.3%, 同比下降 11.3ppt。Q3 Non-GAAP 经营利润 36 万美元, 实现扭亏, 我们预计随着销售的增长以及产品结构的优化, 旺季 Q4 利润有望进一步扩张。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年营收 2.57/3.52/4.56 亿美元, 归母净利润-2548/1671/5600 万美元, 当前股价对应 2026/2027 年 PE 分别为 32 倍、10 倍, 维持买入评级。

风险提示

市场竞争加剧, 新品销售不及预期, 费用投入超预期, 关税政策波动。

海外和传媒互联网组

分析师: 易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师: 徐熠雯 (执业 S1130525030005)

xuyiwen@gjzq.com.cn

市价 (美元): 37.07 元

相关报告:

1. 《华米科技公司深度研究: 全球化运动穿戴, 自主品牌冉冉升起》, 2025.9.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	352	183	257	352	456
营业收入增长率	-40.8%	-48.2%	40.9%	36.8%	29.5%
归母净利润(百万元)	-30	-76	-25	17	56
归母净利润增长率	27.7%	-152.9%	66.4%	165.6%	235.2%
P/E	/	/	/	31.88	9.51
P/B	0.06	0.15	2.36	2.19	1.78

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：报表预测摘要

利润表						单位：美元(百万)
项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	595	352	183	257	352	456
营业成本	480	259	112	161	199	238
毛利	115	93	70	97	153	218
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	66	44	46	51	56	62
管理费用	34	27	25	25	25	27
研发费用	74	51	46	45	50	58
营业利润	-59	-29	-47	-25	22	71
利息收入	2	3	4	4	4	4
利息支出	8	7	6	5	5	5
权益性投资损益	3	1	-4	0	0	0
其他非经营性损益	12	-1	-9	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	-51	-32	-62	-25	21	70
所得税	-9	-2	14	0	4	14
净利润（含少数股东损益）	-41	-30	-76	-25	17	56
少数股东损益	-0	-0	-0	0	0	0
净利润	-41	-30	-76	-25	17	56
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-41	-30	-76	-25	17	56

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究