

萤石网络 (688475.SH)

2025Q3 业绩稳健增长，AI 能力持续提升

2025 年 10 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

骆扬（分析师）

lvming@kysec.cn

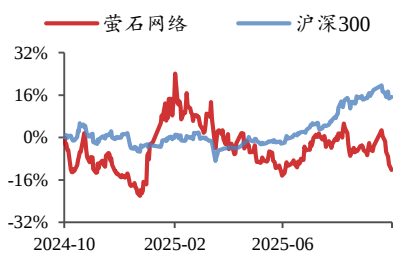
luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790525050002

日期	2025/10/20
当前股价(元)	30.73
一年最高最低(元)	44.29/27.39
总市值(亿元)	242.00
流通市值(亿元)	125.84
总股本(亿股)	7.88
流通股本(亿股)	4.10
近 3 个月换手率(%)	89.1

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《硬件矩阵&软件升级构筑生态化，未来成长逻辑清晰——公司首次覆盖报告》-2025.9.5

● 2025Q1-Q3 收入、利润稳健增长，AI 能力持续升级，维持“买入”评级

2025 年 Q1-Q3 公司实现营收 42.93 亿元（同比+8.33%，下同），归母净利 4.22 亿元（+12.68%），扣非净利润 3.91 亿元（+6.22%）。单季度看，2025Q3 公司实现营收 14.65 亿元（+6.25%），归母净利润 1.20 亿元（+28.73%）。考虑到公司部分业务受收入递延影响，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.75/6.87/8.34 亿元（原值为 6.24/7.10/8.45 亿元），对应 EPS 0.73/0.87/1.06 元，当前股价对应 PE 为 43.1/36.1/29.7 倍，公司各板块成长逻辑清晰，硬件矩阵&软件升级共同构筑生态化，未来业绩有望稳步增长，维持“买入”评级。

● 盈利能力：2025Q1-Q3 毛、净利率提升，费用端控制平稳

毛利率端看，2025Q1-Q3 公司毛利率 43.6%（+0.7pct），我们预计为智能入户业务规模逐步扩大+研发和供应链持续降本下，毛利率得以提升。费用端看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/3.9%/15.1%/-1.8%，同比分别 +0.9/+0.3/-0.5/-0.1pct，费用整体控制平稳，销售费用率提升明显或因国内外渠道加速拓展。综合影响下，公司 2025Q1-Q3 净利率为 9.8%（+0.4pct）。2025Q3 公司毛利率为 43.7%（+1.7pct），2025Q3 年净利率为 8.2%（+1.4pct）。

● 公司亮点：实现 AI 能力全新升级，云平台应用场景不断拓宽

公司 2025 年中正式发布蓝海大模型 2.0，实现 AI 能力全新升级，目前已落地入户安全、老人看护等多个消费类场景，我们看好其赋能公司打造差异化产品，拓展产品应用场景边界。智能家居方面，9 月 22 日公司发布启明 AI 智能锁 Y5000FVX Ultra，搭载了行业首创的水墨屏把手，并深入融合萤石蓝海大模型，进一步丰富 AI 交互功能。云平台方面，2025Q3 公司围绕云接入、音视频、AI 等产品线，累计发布 18 项功能修复和优化体验，同时公司于阿里云栖大会上，发布养宠、零售、彩票站、养老四类 AI 智能体，将云存储、AI、智能提醒等服务融合进行业务拓展。2025Q1-Q3 我们预计公司云平台业务因收入递延确认，业务收入增速放缓，随着用户数增加以及技术进步，我们看好云平台持续快速发展。

● 风险提示：行业销量不及预期，行业竞争恶化，公司产品调整不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,841	5,442	6,197	7,134	8,253
YOY(%)	12.4	12.4	13.9	15.1	15.7
归母净利润(百万元)	563	504	575	687	834
YOY(%)	68.9	-10.5	14.0	19.5	21.4
毛利率(%)	42.5	42.1	42.5	43.0	43.4
净利率(%)	11.6	9.3	9.3	9.6	10.1
ROE(%)	10.7	9.2	9.9	11.0	12.3
EPS(摊薄/元)	0.72	0.64	0.73	0.87	1.06
P/E(倍)	44.0	49.1	43.1	36.1	29.7
P/B(倍)	4.7	4.5	4.3	4.0	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6394	5978	7049	8709	10181
现金	4664	3958	4957	6064	7428
应收票据及应收账款	868	1093	1031	1456	1388
其他应收款	24	38	32	49	45
预付账款	33	29	49	36	64
存货	695	772	878	1011	1157
其他流动资产	111	87	102	94	98
非流动资产	1808	2376	2431	2519	2601
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	157	824	988	1109	1201
无形资产	229	225	265	309	361
其他非流动资产	1423	1327	1178	1102	1039
资产总计	8203	8354	9480	11228	12782
流动负债	2368	2559	3380	4662	5659
短期借款	0	0	845	1444	2560
应付票据及应付账款	1487	1674	1635	2288	2134
其他流动负债	880	885	900	931	965
非流动负债	570	301	308	314	319
长期借款	319	0	7	12	18
其他非流动负债	251	301	301	301	301
负债合计	2938	2860	3688	4976	5978
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	563	788	788	788	788
资本公积	3347	3129	3129	3129	3129
留存收益	1359	1582	1933	2287	2721
归属母公司股东权益	5265	5493	5792	6253	6803
负债和股东权益	8203	8354	9480	11228	12782

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	970	548	588	936	793
净利润	563	504	575	687	834
折旧摊销	58	74	130	168	206
财务费用	-61	-59	-57	-34	-13
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	197	-171	-93	123	-232
其他经营现金流	213	201	33	-7	-1
投资活动现金流	-790	-611	-214	-245	-282
资本支出	791	612	174	237	313
长期投资	0	1	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-41	-8	32
筹资活动现金流	-352	-642	-220	-184	-263
短期借款	-200	0	845	599	1116
长期借款	92	-319	7	6	5
普通股增加	0	225	0	0	0
资本公积增加	10	-218	0	0	0
其他筹资现金流	-253	-330	-1071	-789	-1383
现金净增加额	-170	-705	154	507	248

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4841	5442	6197	7134	8253
营业成本	2785	3152	3561	4067	4673
营业税金及附加	30	28	30	37	44
营业费用	678	858	1010	1127	1246
管理费用	162	177	205	234	271
研发费用	731	814	931	1069	1238
财务费用	-61	-59	-57	-34	-13
资产减值损失	-11	-7	0	0	0
其他收益	68	72	84	76	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	572	539	597	706	865
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	1	2	2	2
利润总额	568	539	596	705	863
所得税	5	35	21	18	29
净利润	563	504	575	687	834
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	563	504	575	687	834
EBITDA	625	599	729	904	1133
EPS(元)	0.72	0.64	0.73	0.87	1.06

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	12.4	13.9	15.1	15.7
营业利润(%)	72.9	-5.7	10.6	18.3	22.5
归属于母公司净利润(%)	68.9	-10.5	14.0	19.5	21.4
获利能力					
毛利率(%)	42.5	42.1	42.5	43.0	43.4
净利率(%)	11.6	9.3	9.3	9.6	10.1
ROE(%)	10.7	9.2	9.9	11.0	12.3
ROIC(%)	9.6	8.5	8.4	9.0	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	34.2	38.9	44.3	46.8
净负债比率(%)	-77.4	-67.0	-66.2	-69.3	-67.2
流动比率	2.7	2.3	2.1	1.9	1.8
速动比率	2.4	2.0	1.8	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.1	5.6	5.9	5.7	5.8
应付账款周转率	2.7	2.3	2.5	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.64	0.73	0.87	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	0.70	0.75	1.19	1.01
每股净资产(最新摊薄)	6.69	6.98	7.36	7.94	8.64
估值比率					
P/E	44.0	49.1	43.1	36.1	29.7
P/B	4.7	4.5	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	33.1	35.2	28.7	22.6	17.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn