

2025年10月22日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

数据日期	2025/10/22
收盘价	30.70
总股本(万股)	78,750
流通A股/B股(万股)	40,950/0
资产负债率(%)	33.85%
市净率(倍)	4.28
净资产收益率(加权)	7.56
12个月内最高/最低价	44.29/27.39



相关研究

《萤石网络（688475）：深耕AIoT赛道，加强海外布局——公司简评报告》2025.08.05

萤石网络（688475）：业绩增长，关注后续境外拓展与品类升级

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司2025年前三季度实现营收42.93亿元，同比+8.33%，实现归母净利润4.22亿元，同比+12.68%。公司2025Q3实现营收14.65亿元，同比+6.25%；实现归母净利润1.20亿元，同比+28.73%。业绩基本符合预期。
- **因地制宜，持续拓展境外业务。**产品方面，公司基于不同区域的特点，逐步由单一摄像头品类迈向多品类布局，如推广门铃、猫眼等智能入户产品，构建更均衡的收入结构。渠道方面，公司依托本地化的营销团队，在建立线下多元渠道的基础上，持续推进线上跨境电商和本地电商的布局，通过社交媒体加强品牌推广。10月萤石品牌亮相位于迪拜的GITEX GLOBAL 2025展会，展示4G电池摄像机、全系AI智能门锁、智能可视别墅门铃等新品。
- **培育第二增长曲线，智能锁产品升级。**萤石品牌智能入户产品在视觉、AI交互等方面持续迭代。公司上半年发布以蓝海大模型为底座的智能锁Y5000FVX；9月发布三屏双摄AI智能锁Y5000FVX Ultra，提供多种解锁方式、个性化的AI智能体、全新AI算法商店以供选择，丰富中高端产品线。随着智能锁产品力增强、结构优化、降本推进，规模效应逐步显现。
- **夯实云平台服务能力。**2025年7月，萤石云上线企业AI对话智能体，可为企业提供向量知识库，帮助开发者高效地打造属于自己企业的硬件AI智能体。2025年9月，萤石云开放平台亮相阿里云栖大会，推出覆盖零售、养老、彩票站、宠物服务等多行业的AI解决方案。从构成上看，公司物联网云平台收入，包括设备接入及运维支持服务、云增值及开放平台服务、广告推广服务等。其中，增值服务及开放平台服务，根据合同约定，在提供服务的期限内按照直线法确认收入或按照订单约定的套餐及服务的使用情况确认收入。
- **毛利率提升，经营活动现金流显著增长。**2025年前三季度公司毛利率同比+0.75pct至43.63%。前三季度销售/管理/研发费用分别为7.03/1.67/6.48亿元，同比均有增长；财务费用为负。费用率方面，销售费用率为16.37%，同比提升较明显，国内外市场拓展和渠道建设仍处于投入期。综合看，销售净利率同比+0.38pct至9.84%。现金流方面，前三季度经营活动产生的现金流量净额达5.10亿元，去年同期则为1.31亿元。
- **投资建议：**公司核心家用摄像机产品地位稳固，同时在境内配合销售节点发力货架电商、内容电商，境外逐步推进多品类拓展，智能入户等产品起量有利于收入结构更加稳健。公司仍在推进新品探索，展望长期，期待爱可途等子品牌孵化情况。我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为5.80/6.91/8.51亿元，预计EPS为0.74/0.88/1.08元，对应PE为42X/35X/28X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、技术迭代风险、供应链成本波动风险、海外贸易环境变动风险。

盈利预测与估值简表

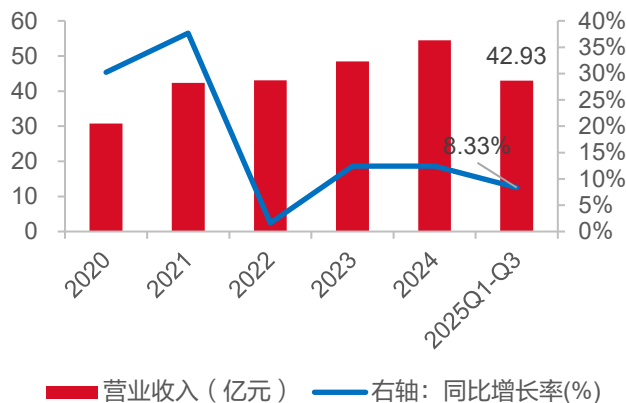
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,442	6,028	6,817	7,841
同比增速(%)	12.41%	10.77%	13.09%	15.01%
归母净利润(百万元)	504	580	691	851
同比增速(%)	-10.52%	15.12%	19.06%	23.28%
EPS摊薄(元)	0.64	0.74	0.88	1.08
市盈率（P/E）	47.98	41.68	35.00	28.39

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年10月22日盘后）

1. 财务表现

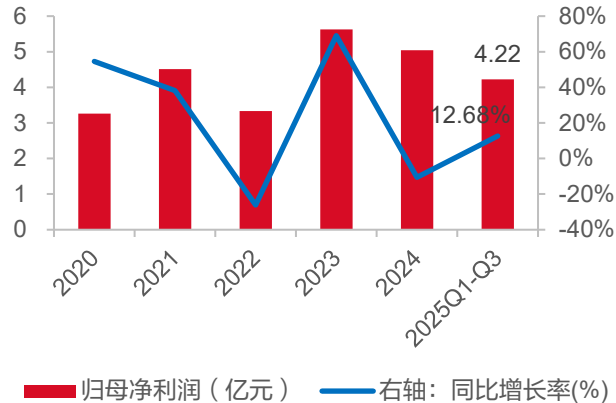
事件：公司 2025 年前三季度实现营收 42.93 亿元，同比+8.33%，实现归母净利润 4.22 亿元，同比+12.68%。公司 2025Q3 实现营收 14.65 亿元，同比+6.25%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比+28.73%。业绩基本符合预期。

图1 2025 年前三季度公司营业收入同比增长 8.33%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

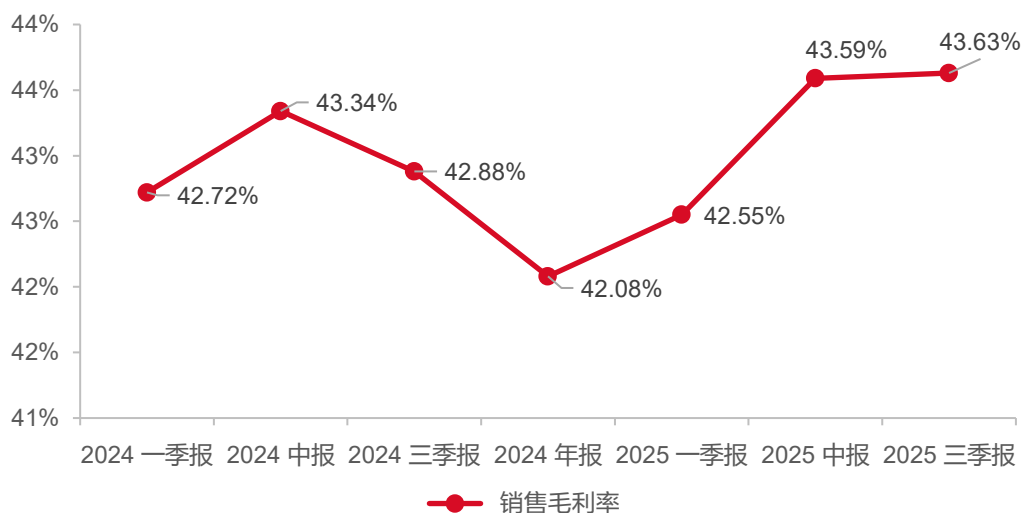
图2 2025 年前三季度公司归母净利润同比增长 12.68%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

毛利率提升，销售费用率增长较明显。由于产品力提升、产品及渠道结构优化、规模效应等因素，2025 年前三季度公司毛利率同比+0.75pct 至 43.63%。前三季度销售/管理/研发费用分别为 7.03/1.67/6.48 亿元，同比均有增长；财务费用为负。费用率方面，销售费用率同比提升至 16.37%，国内外市场拓展和渠道建设仍处于投入期；研发费用率为 15.09%，保持一定规模的研发资金投入，是为公司长期的产品力发展构筑基石。综合看，公司归母净利率为 9.84%，同比+0.38pct。

图3 2025 年三季报公司毛利率同比提升至 43.63%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

经营活动现金流显著增长。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额达 5.10 亿元，去年同期则为 1.31 亿元。净利润现金含量达到 120.79%，盈利质量较高。投资活动产生的现金流量净额为-2.53 亿元，流出金额较去年同期收窄。在建工程较 2024 年末显著

减少，主要系重庆基地项目完工转入固定资产。期末货币资金为 39.20 亿元，占总资产的 45.95%。

2.业务情况

因地制宜，持续拓展境外业务。产品方面，公司基于不同区域的特点，逐步由单一摄像头品类迈向多品类布局，如推广门铃、猫眼等智能入户产品，构建更均衡的收入结构。渠道方面，公司依托本地化的营销团队，在建立线下多元渠道的基础上，持续推进线上跨境电商和本地电商的布局，通过社交媒体加强品牌推广。10 月萤石品牌亮相位于迪拜的 GITEX GLOBAL 2025 展会，展示 4G 电池摄像机、全系 AI 智能门锁、智能可视别墅门铃等新品。

培育第二增长曲线，智能锁旗舰产品升级。从行业情况看，境内智能门锁市场呈现出结构升级趋势。据奥维云网线上监测数据，2025H1 传统电商智能门锁 1500 元及以上价格段，零售量/额占比分别为 23.1%/48.0%，同比提升 2.8pct/4.2pct；其中，2000 元及以上高端市场的零售量/额规模同比增长均超过 40%。萤石网络方面，以智能锁为代表的智能入户产品在视觉、AI 交互等方面持续迭代。公司上半年发布以自研蓝海大模型为底座的智能锁 Y5000FVX；9 月发布三屏双摄 AI 智能锁 Y5000FVX Ultra，此款新品提供多种解锁方式、个性化的 AI 智能体、全新 AI 算法商店以供选择，采用集成萤石 3D 人脸识别技术及自研算法的视觉模组 4.0，丰富了中高端产品矩阵。随着智能锁产品研发实力增强、结构优化、降本推进，规模效应逐步显现。

图4 萤石品牌多款产品亮相 GITEX GLOBAL 2025 展会



资料来源：萤石安全智能生活公众号，东海证券研究所

图5 萤石品牌三屏双摄 AI 智能锁新品 Y5000FVX Ultra



资料来源：萤石智能家居公众号，东海证券研究所

表1 萤石品牌智能门锁代表产品

所属系列	代表产品
DL20 系列	Y2000F 指纹人脸锁、DL20FV 指纹人脸视频锁、DL20FVS 指纹人脸掌静脉锁，折后到手价 849-1359 元
Y3000 系列	Y3000F 极光人脸锁、Y3000FVS Plus 人脸掌静脉大屏视频锁、Y3000FVX Plus 人脸掌静脉大屏视频锁双摄版、Y3000FVP Plus 指纹人脸掌静脉大屏视频锁，折后到手价 1019-1954 元
启明 Y5000 系列	Y5000FVS 人脸视频锁双屏双锂电、Y5000FVX 人脸掌静脉视频锁双屏双摄双锂电、Y5000FVP Pro 指纹人脸大屏锁双屏双摄双锂电、Y5000FVX Ultra 全功能 AI 人脸智能锁三屏双摄双锂电，折后到手价 1954-3399 元
DL50/60 系列	DL50FVS 大屏 3D 人脸视频锁、DL50FVX 全自动推拉锁、DL60FVX Pro 三摄人脸视频锁，折后到手价 1954-3994 元

资料来源：天猫萤石官方旗舰店，东海证券研究所（数据截取日期：2025 年 10 月 22 日）

夯实云平台服务能力。公司持续优化产品服务，围绕云接入、音视频、AI 服务等进行功能升级。此外，2025 年 7 月，萤石云上线企业 AI 对话智能体，可为企业提供向量知识库，帮助开发者高效地打造属于自己企业的硬件 AI 智能体。2025 年 9 月，萤石云开放平台亮相阿里云栖大会，推出覆盖零售、养老、彩票站、宠物服务等多行业的 AI 解决方案。从构成上看，公司物联网云平台收入，包括设备接入及运维支持服务、云增值及开放平台服务、广告推广服务等。其中，增值服务及开放平台服务，根据合同约定，在提供服务的期限内按照直线法确认收入或按照订单约定的套餐及服务的使用情况确认收入。结合 2025 年半年报附注来看，今年公司其他非流动负债较 2024 年末显著增长，主要系一年以上尚未履约完毕的云增值及开放平台服务增加所致。

3.投资建议

公司核心家用摄像机产品地位稳固，随着后续运营商渠道压力缓和，以及 AI 功能升级带来的产品力提升，该业务有望维持稳步发展。公司在境内配合销售节点发力货架电商、内容电商，境外逐步推进多品类拓展，智能入户等产品起量有利于收入结构更加稳健。公司仍在推进新品探索，展望长期，期待爱可途等子品牌孵化情况。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.80/6.91/8.51 亿元，预计 EPS 为 0.74/0.88/1.08 元，对应 PE 为 42X/35X/28X，维持“买入”评级。

4.风险提示

市场竞争加剧。近年来，多类企业积极布局智能家居行业，如果公司未来在激烈的市场竞争中，不能及时根据市场需求推出有竞争力的产品及服务，公司经营业绩可能会受到不利影响。

技术迭代风险。智能家居企业需要不断创新，如果公司不能及时研发出新技术、新工艺，或者公司对市场需求的趋势判断失误，会对公司的业绩带来不利影响。

供应链成本波动风险。公司智能家居产品所需的主要原材料包括集成电路产品、机电器件、塑胶结构件、五金结构件、光学器件等，其中集成电路产品为智能家居产品的核心零部件之一。如果集成电路等原材料价格异常波动，或将对公司的经营业绩产生不利影响。

海外贸易环境变动风险。公司业务覆盖全球多个国家和地区，并设有多家境外子公司。如果未来贸易政策发生变化，公司在部分国家与地区的经营可能受到影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3958	4137	4728	5629
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1093	1098	1319	1562
存货	772	795	947	1098
预付款项	29	31	35	39
其他流动资产	126	130	145	150
流动资产合计	5978	6191	7174	8479
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	824	2380	2217	1978
无形资产	225	224	223	221
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	137	147	147	147
其他非流动资产	1190	67	18	16
资产总计	8354	9008	9779	10840
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1674	1842	2081	2426
其他流动负债	885	976	1106	1268
流动负债合计	2559	2818	3187	3694
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	301	409	411	405
非流动负债合计	301	409	411	405
负债合计	2860	3226	3598	4099
归属于母公司的所有者权益	5493	5782	6181	6741
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	5493	5782	6181	6741
负债及股东权益总计	8354	9008	9779	10840

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	548	1170	1054	1341
投资	1	3	3	1
资本性支出	-612	-803	-173	-141
其他	0	-2	-3	-2
投资活动现金流净额	-611	-802	-174	-142
融资	-320	-3	2	-6
支付股利及利息	-292	-292	-292	-292
其他	-29	108	0	0
筹资活动现金流净额	-642	-187	-290	-298
现金净流量	-705	179	591	901

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5442	6028	6817	7841
营业成本	3152	3471	3919	4454
营业税金及附加	28	32	35	40
销售费用	858	964	1070	1227
管理费用	177	196	222	254
研发费用	814	880	985	1129
财务费用	-59	-51	-54	-61
投资收益	1	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他经营损益	67	85	100	112
营业利润	539	621	739	912
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	539	621	740	912
所得税费用	35	41	49	60
净利润	504	580	691	851
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	504	580	691	851
EPS(元)	0.64	0.74	0.88	1.08

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入增长率	12.4%	10.8%	13.1%	15.0%
EBIT增长率	-6.2%	19.0%	20.4%	24.0%
归母净利润增长率	-10.5%	15.1%	19.1%	23.3%
总资产增长率	1.8%	7.8%	8.6%	10.9%
盈利能力				
毛利率	42.1%	42.4%	42.5%	43.2%
合并报表净利率	9.3%	9.6%	10.1%	10.9%
净资产收益率	9.2%	10.0%	11.2%	12.6%
总资产收益率	6.1%	6.7%	7.4%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	35.8%	36.8%	37.8%
流动比率	2.3	2.2	2.3	2.3
速动比率	2.0	1.9	1.9	2.0
估值比率				
PE	48.0	41.7	35.0	28.4
PB	4.4	4.2	3.9	3.6

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年10月22日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089