

联合研究 | 公司点评 | 萤石网络（688475.SH）

海外增速相对可观，毛利率同比改善

报告要点

公司发布 2025 年三季报：2025Q3 公司实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 6.25%，前三季度营收累计同比增长 8.33%；单 Q3 公司实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 28.73%，前三季度归母净利润累计同比增长 12.68%；单三季度公司实现扣非归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1.78%，前三季度扣非归母净利润累计同比增长 6.22%。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017
SFC: BUW408



宗建树

SAC: S0490520030004
SFC: BUX668



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUV463

萤石网络 (688475.SH)

2025-10-22

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

海外增速相对可观，毛利率同比改善

事件描述

公司发布 2025 年三季报：2025Q3 公司实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 6.25%，前三季度营收累计同比增长 8.33%；单 Q3 公司实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 28.73%，前三季度归母净利润累计同比增长 12.68%；单三季度公司实现扣非归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1.78%，前三季度扣非归母净利润累计同比增长 6.22%。

事件评论

- **单 Q3 营收维持稳健增长，预计海外增速相对可观。**2025 年前三季度公司营业收入同比增长 8.33%，其中单 Q3 来看公司营收同比增长 6.25%，对应来看内销国补拉动力度趋弱或有一定影响，而外销预计在多品类拓展、线上渠道加码布局以及深化区域市场布局等拉动下实现较优增长，从 2025H1 表现来看，公司内销/外销对应营收分别同比增长 1.63%/25.42%，预计 Q3 公司海外仍保持优秀的增长势能。
- **毛利率同比改善，费率阶段性提升。**2025Q3 公司实现毛利率 43.71%，同比提升 1.70pct，毛销差口径来看亦呈改善趋势，2025Q3 公司毛销差同比+1.10pct，毛利率提升预计系规模效应释放、研发与供应链降本以及产品结构优化等多方面因素驱动。费率方面，单 Q3 来看公司销售/管理/研发费率均有提升，单 Q3 公司销售费率达 17.65%，同比提升 0.60pct，预计系公司持续加码零售渠道，推进境内外线上电商与线下新零售布局；管理费率达 4.98%，同比提升 0.93pct，预计系公司工厂搬迁产生一次性低值易耗品投入与折旧费用增加；研发费率达 15.37%，同比提升 1.13pct，预计与公司研发投入节奏有关。此外单 Q3 公司财务费率达-0.93%，同比下滑 0.69pct。综合上述影响来看，单 Q3 公司归母净利率达 8.18%，同比提升 1.43pct，扣非归母净利率达 6.35%，同比下滑 0.28pct。Q3 非经常性损益主要受到当期政府补助影响。此外公司前三季度经营活动产生现金流同比增长 288.91%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加。
- **与阿里云合作，AI 智能体有望更快更好触达 B 端&C 端用户。**2025 年 9 月 24 日至 26 日云栖大会期间，公司区域销售总监，与阿里云智能集团产品生态发展部总经理共同剪彩。这一合作标志着双方将在技术能力上深度融合，推动云计算、大模型资源的整合，让 AI 智能化更快触达行业客户，为企业数智化转型注入新动能。会上公司还路演展示了养宠 AI 智能体、零售导购 AI 智能体、彩票站 AI 智能体、养老 AI 智能体四类智能体的核心价值，技术落地路径更清晰、更可感。
- **投资建议：**公司当前“智能家居+云平台服务”双主业的“业务正循环”正逐步跑通，新拓业务正处于快速放量阶段。长期看，公司有望以智能硬件为基，乘云平台服务而上，延续智能家居行业市场领先地位。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.84、7.18 和 8.60 亿元，对应 PE 分别达 41.46、33.70 和 28.13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济变化导致市场需求下滑的风险；
- 2、行业竞争加剧及市场集中度提升的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	30.73
总股本(万股)	78,750
流通A股/B股(万股)	40,950/0
每股净资产(元)	7.17
近12月最高/最低价(元)	44.29/27.39

注：股价为 2025 年 10 月 20 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《收入延续较好增长，结构拉动毛利率优化》
2025-08-06
- 《新拓业务放量拉动规模较好增长，费用优化带动 Q1 经营利润实现高增》2025-04-15
- 《营收稳步增长，单季度销售费率达历史高点》
2024-11-12


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、宏观经济变化导致市场需求下滑的风险。公司致力于成为可信赖的智能家居服务商及物联网云平台提供商，面向智能家居场景下的消费者用户，提供以视觉交互为主的智能家居产品及服务，这与居民的可支配收入及消费观念息息相关。居民可支配收入上升和消费观念的升级有利于公司所处行业未来的发展，而居民可支配收入以及消费观念受宏观经济政策和经济运行周期的影响较大。海外部分国家经济增速减缓，各地区经济波动等潜在风险难以消除，国内经济恢复节奏尚需观察，同时处于向新发展模式切换过程中，公司以多品类业务布局分散经营风险，但如果出现全球经济放缓，可能造成市场需求不及预期，导致公司经营业绩下滑的风险。

2、行业竞争加剧及市场集中度提升的风险。近年来，智能家居行业的竞争日趋激烈，大型科技公司、各类智能家居产品的代表性企业、物联网云平台厂商都积极利用各自优势拓展业务。智能家居行业的重要发展趋势是单品之间互联互通，随着不同智能家居和物联网云平台企业产业链的延伸，智能家居行业有望从单品的竞争发展至平台和生态体系的竞争，行业的市场集中度将进一步提升，并将重点竞争物联网云平台的主导权和运营权。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持续提升云平台的设备规模，完善智能家居产品的生态体系，并推出高品质的产品及服务，公司经营业绩可能会受到不利影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5442	6151	7032	8000	货币资金	3958	3788	3763	3652
营业成本	3152	3485	3919	4406	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2290	2665	3113	3595	应收账款	1080	1011	1117	1184
%营业收入	42%	43%	44%	45%	存货	772	716	784	857
营业税金及附加	28	43	49	56	预付账款	29	35	39	35
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	139	123	106	107
销售费用	858	963	1098	1248	流动资产合计	5978	5673	5810	5835
%营业收入	16%	16%	16%	16%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	177	203	231	260	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	824	1690	2934	4319
研发费用	814	916	1048	1192	无形资产	225	267	318	360
%营业收入	15%	15%	15%	15%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-59	-31	-31	-33	递延所得税资产	137	137	137	137
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1190	1690	2290	2990
加: 资产减值损失	-7	-6	-7	-9	资产总计	8354	9458	11489	13641
信用减值损失	0	-3	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1486	1425	1763	1953
投资收益	1	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	539	624	768	920	应付职工薪酬	267	314	369	395
%营业收入	10%	10%	11%	11%	应交税费	35	52	54	60
营业外收支	0	1	0	0	其他流动负债	771	742	916	1012
利润总额	539	624	768	920	流动负债合计	2559	2532	3102	3420
%营业收入	10%	10%	11%	12%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	35	41	50	60	应付债券	0	0	0	0
净利润	504	584	718	860	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	504	584	718	860	其他非流动负债	301	301	301	301
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	2860	2833	3403	3722
EPS (元)	0.64	0.74	0.91	1.09	归属于母公司所有者权益	5493	6625	8085	9919
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5493	6625	8085	9919
经营活动现金流净额	548	769	1195	1113	负债及股东权益	8354	9458	11489	13641
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-663	-440	-620	-526	每股收益	0.64	0.74	0.91	1.09
其他	52	-499	-599	-699	每股经营现金流	0.70	0.98	1.52	1.41
投资活动现金流净额	-611	-939	-1219	-1225	市盈率	47.18	41.46	33.70	28.13
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.33	3.65	2.99	2.44
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	38.56	33.13	27.12	22.59
银行贷款增加 (减少)	-319	0	0	0	总资产收益率	6.0%	6.2%	6.3%	6.3%
筹资成本	-292	0	0	0	净资产收益率	9.2%	8.8%	8.9%	8.7%
其他	-30	0	0	0	净利率	9.3%	9.5%	10.2%	10.8%
筹资活动现金流净额	-642	0	0	0	资产负债率	34.2%	30.0%	29.6%	27.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-704	-170	-25	-112	总资产周转率	0.65	0.65	0.61	0.59

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。