



## AI 助力产品升级，海外成长性更佳

2026 年 04 月 11 日

### 核心观点

- 公司公告：**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年，公司实现营业收入 59.0 亿元，同比+8.4%；归母净利润 5.7 亿元，同比+12.4%。2025Q4，公司实现营收 16.1 亿元，同比+8.7%，归母净利润 1.4 亿元，同比+11.7%；2026Q1，公司实现营收 14.1 亿元，同比+2.4%，归母净利润 1.8 亿元，同比+32.3%，盈利表现亮眼。
- 业务结构升级，毛利率持续提升：**1) 2025 年，公司实现销售毛利率 44.2%，同比+2.1 pct；2026Q1 进一步提升至 50.5%，同比+7.9 pct。2) 公司产品结构升级，智能家居摄像机、智能入户推出高毛利新品，2025 年毛利率分别为 39.3%/47.4%，分别同比+2.1/+4.9 pct。3) 智能入户和云平台服务，以及外销和线上渠道毛利率均高于整体水平，占比提升对毛利率有正向作用。
- 智能家居摄像机稳健增长，智能入户、云平台服务贡献增量：**1) 公司持续拓展智能摄像机细分应用场景及细分人群，推出多款室内外 4G 电池摄像机覆盖便携监控+消费类场景，2025 年销售智能家居摄像机 31.8 亿元，同比+7.9%。2) 公司引领智能入户行业发展，推动智能锁向人脸锁、AI 智能锁迭代升级，并针对海外消费特点推出智能门铃、别墅门铃及开门机，2025 年销售智能入户产品 9.4 亿元，同比+25.3%。3) 物联网平台持续拓展，2025 年云平台服务实现收入 12.0 亿元，同比+14.5%，C 端/B 端年度累计付费用户数分别同比+51.4%/+26.1%，C 端/B 端云服务收入分别同比+2.6%/+26.0%，B 端云平台服务表现更优。4) 其余业务仍处于培育中，2025 年表现承压，智能穿戴数码、智能服务机器人将在 2026 年及之后陆续发布新品。
- 外销、线上近年来表现亮眼：**1) 2025 年，公司内销/外销分别实现收入 35.3/23.4 亿元，分别同比+1.2%/22.3%；线上/线下分别实现收入 17.6/41.1 亿元，分别同比+20.8%/+4.2%。其中，外销近 4 年增长超 20%，线上近 3 年增长维持在 20%左右。2) 智能家居产品销售中，经销商/电商平台/专业客户分别实现收入 32.2/12.3/2.1 亿元，分别同比+4.5%/+30.8%/-34.8%。3) 内销线上以货架电商、内容电商双轮驱动，截至 2025 年 12 月 31 日，境内智能家居摄像机、智能门锁等主流销售产品通过线上电商触达消费者的出货额占比提升至 55%以上（不考虑专业客户渠道）；外销线上加强头部跨境电商平台和本地电商业务布局，实现较快增长。
- 投资建议：**我们预计公司 2026~2028 年营业收入分别为 65.1/71.2/77.6 亿元，分别同比+10.2%/+9.5%/+9.0%，归母净利润 6.6/7.7/8.9 亿元，分别同比+17.0%/+16.2%/+15.1%，EPS 分别为 0.84/0.98/1.13 元每股，当前股价对应 32.4/27.9/24.2x P/E，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**新业务发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料涨价的风险。

**萤石网络**（股票代码：688475）**推荐** 维持评级

### 分析师

吴砚靖

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

刘立思

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

何伟

✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

邹文倩

✉: zouwenqian@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519060003

### 市场数据

2026 年 04 月 10 日

股票代码	688475
A 股收盘价(元)	27.26
上证指数	3,986.22
总股本(万股)	78,750
实际流通 A 股(万股)	78,750
流通 A 股市值(亿元)	215

### 相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 10 日



资料来源: 中国银河证券研究院

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,901	6,506	7,121	7,760
收入增长率%	8.44	10.24	9.46	8.97
归母净利润(百万元)	567	663	770	887
利润增长率%	12.43	16.99	16.17	15.14
摊薄 EPS(元)	0.72	0.84	0.98	1.13
PE	37.89	32.39	27.88	24.21

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 一、主要财务

2025 年，公司实现营业收入 59.0 亿元，同比+8.4%；归母净利润 5.7 亿元，同比+12.4%。2025Q4，公司实现营收 16.1 亿元，同比+8.7%，归母净利润 1.4 亿元，同比+11.7%；2026Q1，公司实现营收 14.1 亿元，同比+2.4%，归母净利润 1.8 亿元，同比+32.3%，盈利表现亮眼。

业务结构升级，毛利率持续提升：1) 2025 年，公司实现销售毛利率 44.2%，同比+2.1 pct；2026Q1 进一步提升至 50.5%，同比+7.9 pct。2) 公司产品结构升级，智能家居摄像机、智能入户推出高毛利新品，2025 年毛利率分别为 39.3%/47.4%，分别同比+2.1/+4.9 pct。3) 智能入户和云平台服务，以及外销和线上渠道毛利率均高于整体水平，占比提升对毛利率有正向作用。

表1: 公司财务数据分析 (百万元)

	2023	2024	2025	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
	合并	合并	合并	合并	合并	合并	合并	合并
营业总收入	4,840	5,442	5,901	1,380	1,447	1,465	1,608	1,413
营业收入	4,840	5,442	5,901	1,380	1,447	1,465	1,608	1,413
YOY	12.4%	12.4%	8.4%	11.6%	7.5%	6.2%	8.7%	2.4%
其他业务收入 (金融类)	-	-	-	-	-	-	-	-
营业总成本	4,322	4,970	5,360	1,223	1,289	1,381	1,466	1,229
减: 营业成本	2,766	3,152	3,294	793	802	825	874	700
销售毛利率	42.9%	42.1%	44.2%	42.5%	44.6%	43.7%	45.7%	50.5%
减: 其他业务成本 (金融类)	-	-	-	-	-	-	-	-
减: 税金及附加	30	28	48	10	11	13	13	14
减: 销售费用	697	858	994	197	247	259	291	224
YOY	28.4%	26.7%	15.8%	8.3%	29.6%	13.5%	13.0%	13.9%
销售费用率	14.4%	15.8%	16.8%	14.3%	17.1%	17.6%	18.1%	15.9%
减: 管理费用	161	177	230	42	52	73	63	57
YOY	9.3%	9.3%	29.9%	-0.4%	20.4%	30.7%	75.5%	34.7%
管理费用率	3.3%	3.3%	3.9%	3.1%	3.6%	5.0%	3.9%	4.0%
减: 研发费用	731	814	862	204	219	225	214	217
YOY	21.2%	11.4%	6.0%	-1.9%	2.0%	14.6%	10.0%	6.6%
研发费用率	15.1%	15.0%	14.6%	14.8%	15.1%	15.4%	13.3%	15.4%
减: 财务费用	-61	-59	-68	-23	-41	-14	10	17
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-1.6%	-2.9%	-0.9%	0.6%	1.2%
期间费用率	31.5%	32.9%	34.2%	30.5%	32.9%	37.1%	36.0%	36.5%
其他经营收益	54	68	85	0	18	38	29	16
营业利润	572	539	626	157	176	122	171	200
YOY	72.8%	-5.7%	16.1%	6.4%	6.4%	23.3%	34.3%	26.9%
营业利润率	11.8%	9.9%	10.6%	11.4%	12.1%	8.3%	10.7%	14.1%
加: 营业外收支	-4	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	568	539	626	158	176	122	171	199
减: 所得税	5	35	60	20	12	2	27	17
所得税率	0.8%	6.6%	9.5%	12.4%	6.5%	1.4%	15.7%	8.4%
净利润	563	504	567	138	164	120	144	183
YOY	68.8%	-10.5%	12.4%	10.4%	5.0%	28.7%	11.7%	32.3%
销售净利率	11.6%	9.3%	9.6%	10.0%	11.4%	8.2%	9.0%	12.9%
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

归母净利润	563	504	567	138	164	120	144	183
YOY	68.8%	-10.5%	12.4%	10.4%	5.0%	28.7%	11.7%	32.3%
归母净利率	11.6%	9.3%	9.6%	10.0%	11.4%	8.2%	9.0%	12.9%

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

注：绝对数为合并报表公布值，YOY为当期合并公布值同去年同期合并调整可比口径（如有）计算得到

## 二、业务拆分

**智能家居摄像机稳健增长，智能入户、云平台服务贡献增量：**1) 公司持续拓展智能摄像机细分应用场景及细分人群，推出多款室内外 4G 电池摄像机覆盖便携监控+消费类场景，2025 年销售智能家居摄像机 31.8 亿元，同比+7.9%。2) 公司引领智能入户行业发展，推动智能锁向人脸锁、AI 智能锁迭代升级，并针对海外消费特点推出智能门铃、别墅门铃及开门机，2025 年销售智能入户产品 9.4 亿元，同比+25.3%。3) 物联网平台持续拓展，2025 年云平台服务实现收入 12.0 亿元，同比+14.5%，C 端/B 端年度累计付费用户数分别同比+51.4%/+26.1%，C 端/B 端云服务收入分别同比+2.6%/+26.0%，B 端云平台服务表现更优。4) 其余业务仍处于培育中，2025 年表现承压，智能穿戴数码、智能服务机器人将在 2026 年及之后陆续发布新品。

**外销、线上近年来表现亮眼：**1) 2025 年，公司内销/外销分别实现收入 35.3/23.4 亿元，分别同比+1.2%/22.3%；线上/线下分别实现收入 17.6/41.1 亿元，分别同比+20.8%/+4.2%。其中，外销近 4 年增长超 20%，线上近 3 年增长维持在 20%左右。2) 智能家居产品销售中，经销商/电商平台/专业客户分别实现收入 32.2/12.3/2.1 亿元，分别同比+4.5%/+30.8%/-34.8%。3) 内销线上以货架电商、内容电商双轮驱动，截至 2025 年 12 月 31 日，境内智能家居摄像机、智能门锁等主流销售产品通过线上电商触达消费者的出货额占比提升至 55%以上（不考虑专业客户渠道）；外销线上加强头部跨境电商平台和本地电商业务布局，实现较快增长。

表2：公司营业收入拆分

	2023 调整	2024	2025	2024H1 调整	2024H2 调整	2025H1	2025H2
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>4,841</b>	<b>5,442</b>	<b>5,901</b>	<b>2,583</b>	<b>2,859</b>	<b>2,827</b>	<b>3,074</b>
<b>分产品</b>							
智能家居产品	3,960	4,347	4,663	2,072	2,275	2,256	2,407
智能家居摄像机	2,990	2,948	3,180	1,444	1,505	1,548	1,632
智能入户	506	748	936	328	419	436	500
智能服务机器人	45	166	114	55	111	60	54
其他智能家居产品	152	101	72	55	46	32	40
配件产品	267	384	361	190	194	180	181
云平台服务	856	1,052	1,205	495	558	555	650
其他业务	25	43	33	17	26	17	17
<b>分区域</b>							
国内	3,304	3,487	3,530				
国外	1,512	1,912	2,338				
其他业务	25	43	33				
<b>分渠道</b>							
线上	1,218	1,457	1,761				
线下	3,598	3,941	4,107				
其他业务	25	43	33				
<b>营业收入 YOY</b>		<b>12.4%</b>	<b>8.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>7.5%</b>

<b>分产品</b>							
智能家居产品		9.8%	7.3%	9.4%	10.1%	8.9%	5.8%
智能家居摄像机		-1.4%	7.9%	-4.4%	1.7%	7.2%	8.5%
智能入户		47.9%	25.3%	69.0%	34.7%	33.0%	19.2%
智能服务机器人		265.1%	-31.5%	273.3%	261.2%	9.4%	-51.6%
其他智能家居产品		-33.7%	-28.6%	-29.4%	-38.3%	-42.4%	-11.9%
配件产品		43.7%	-6.0%	98.8%	13.1%	-5.3%	-6.8%
云平台服务		22.9%	14.5%	30.0%	17.2%	12.2%	16.6%
其他业务		74.3%	-23.2%	50.7%	93.8%	-2.0%	-36.9%
<b>分区域</b>							
国内		5.5%	1.2%				
国外		26.4%	22.3%				
其他业务		74.3%	-23.2%				
<b>分渠道</b>							
线上		19.6%	20.8%				
线下		9.5%	4.2%				
其他业务		74.3%	-23.2%				
<b>毛利率</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.1%</b>	<b>44.2%</b>	<b>43.2%</b>	<b>41.1%</b>	<b>43.6%</b>	<b>44.7%</b>
<b>分产品</b>							
智能家居产品	35.4%	34.0%	37.4%	35.5%	32.7%	36.8%	38.0%
智能家居摄像机	38.2%	37.2%	39.3%	39.2%	35.3%	39.1%	39.6%
智能入户	33.5%	42.5%	47.4%	41.2%	43.5%	46.3%	48.3%
智能服务机器人	15.1%	14.6%	8.7%	22.5%	10.7%	20.0%	-4.0%
其他智能家居产品	23.1%	21.0%	29.8%	23.0%	18.6%	25.4%	33.4%
配件产品	18.2%	4.9%	5.2%	4.6%	5.2%	1.5%	8.9%
云平台服务	76.1%	76.2%	71.1%	76.1%	76.2%	72.1%	70.2%
其他业务	14.0%	22.9%	19.3%	20.2%	24.7%	17.0%	21.5%
<b>分区域</b>							
国内	41.5%	41.0%	43.1%				
国外	45.0%	44.5%	46.2%				
其他业务	14.0%	22.9%	19.3%				
<b>分渠道</b>							
线上	57.6%	55.5%	53.4%				
线下	37.5%	37.3%	40.4%				
其他业务	14.0%	22.9%	19.3%				

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2024 年中报调整了合并范围；2024 年年报会计政策变更影响了营业成本

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,368	6,874	7,590	8,431
现金	4,484	4,856	5,401	6,065
应收账款	1,035	1,138	1,246	1,359
其它应收款	12	13	14	15
预付账款	39	41	44	48
存货	757	784	843	903
其他	41	41	42	42
非流动资产	2,691	2,741	2,705	2,590
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,306	2,362	2,330	2,220
无形资产	219	215	211	206
其他	166	164	163	163
资产总计	9,059	9,615	10,295	11,021
流动负债	2,836	3,029	3,310	3,581
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,585	1,692	1,850	2,015
其他	1,251	1,337	1,460	1,565
非流动负债	433	433	433	433
长期借款	0	0	0	0
其他	433	433	433	433
负债总计	3,269	3,462	3,743	4,013
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5,790	6,153	6,552	7,007
负债和股东权益	9,059	9,615	10,295	11,021

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,120	1,071	1,260	1,389
净利润	567	663	770	887
折旧摊销	141	348	381	409
财务费用	-4	0	0	0
投资损失	1	0	-1	-1
营运资金变动	197	41	81	65
其他	220	20	29	30
投资活动现金流	-299	-399	-345	-293
资本支出	-298	-399	-345	-294
长期投资	-1	0	0	0
其他	0	0	1	1
筹资活动现金流	-283	-317	-371	-431
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-283	-317	-371	-431
现金净增加额	543	355	544	664

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,901	6,506	7,121	7,760
营业成本	3,294	3,457	3,717	3,982
税金及附加	48	52	57	62
销售费用	994	1,204	1,321	1,443
管理费用	230	286	328	372
研发费用	862	963	1,054	1,148
财务费用	-68	-90	-97	-108
资产减值损失	-15	-11	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	100	115	127	139
营业利润	626	738	857	986
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	2	3	2
利润总额	626	737	856	985
所得税	60	74	86	99
净利润	567	663	770	887
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	567	663	770	887
EBITDA	699	995	1,139	1,286
EPS (元)	0.72	0.84	0.98	1.13

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	8.4%	10.2%	9.5%	9.0%
营业利润增长率	16.1%	17.8%	16.2%	15.0%
归母净利润增长率	12.4%	17.0%	16.2%	15.1%
毛利率	44.2%	46.9%	47.8%	48.7%
净利率	9.6%	10.2%	10.8%	11.4%
ROE	9.8%	10.8%	11.8%	12.7%
ROIC	8.7%	9.5%	10.4%	11.3%
资产负债率	36.1%	36.0%	36.4%	36.4%
净资产负债率	56.5%	56.3%	57.1%	57.3%
流动比率	2.25	2.27	2.29	2.35
速动比率	1.95	1.98	2.01	2.08
总资产周转率	0.68	0.70	0.72	0.73
应收账款周转率	5.58	5.99	5.97	5.96
应付账款周转率	2.15	2.11	2.10	2.06
每股收益(元)	0.72	0.84	0.98	1.13
每股经营现金流(元)	1.42	1.36	1.60	1.76
每股净资产(元)	7.35	7.81	8.32	8.90
P/E	37.89	32.39	27.88	24.21
P/B	3.71	3.49	3.28	3.06
EV/EBITDA	24.30	16.70	14.11	11.98
PS	3.64	3.30	3.01	2.77

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴砚靖 TMT/科创板研究负责人。**北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

**何伟，研究所副所长、大消费组组长。**上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

**邹文倩 计算机/科创板团队分析师；刘立思，家电行业分析师。**

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		