

Q1 业绩超预期， 持续拓展自主品牌矩阵

核心观点

公司 2025Q4 及 2026Q1 收入业绩稳健增长，Q1 盈利水平明显改善，主要受益于智能家居需求回暖、云平台规模增长、供应链管理能力提升等因素。展望 2026 年，公司一方面完善摄像头、智能锁、机器人、智能穿戴数码等产品矩阵，推出子品牌睛小豆、爱可途 Akiitu 完善品牌矩阵，另一方面持续开拓海外市场，硬件增速将保持稳健，同时持续布局物联网云平台的 AI 升级，将落地更多 C 端智能化增值服务，以及 B 端服务方案，不断提升云平台的付费率和 ARPU，收入规模及占比将维持上升趋势。

事件

2026 年 4 月 10 日，萤石网络发布 2025 年年度报告及 2026 年第一季度报告。

公司 2025 年实现营业收入 59.01 亿元（+8.44%），归母净利润 5.67 亿元（+12.43%），净利率 9.60%（+0.34pct）；其中，2025Q4 实现营业收入 16.08 亿元（+8.72%），归母净利润 1.44 亿元（+11.70%），净利率 8.97%（+0.24pct）。2026Q1 实现营业收入 14.13 亿元（+2.36%），归母净利润 1.83 亿元（+32.30%），净利率 12.93%（+2.93pct）。

简评

一、收入分析：入户及云平台高增，产品及品牌矩阵完善

1) 智能家居：产品及品牌矩阵完善，入户开始贡献利润。2025 年智能家居产品收入 46.63 亿元（+7.28%），毛利率 37.41%（+3.40pct）。其中摄像头收入 31.80 亿元（+7.87%），毛利率 39.33%（+2.14pct）；智能入户收入 9.36 亿元（+25.25%），毛利率 47.39%（+4.86pct），智能锁业务盈利能力逐步稳健提升；智能服务机器人收入 1.14 亿元（-31.48%），毛利率 8.65%（-5.93pct）；其他智能家居产品收入 0.72 亿元（-28.63%），毛利率 29.84%（+8.81pct）；配件产品收入 3.61 亿元（-6.02%），毛利率 5.21%（+0.32pct）。公司进一步完善产品及品牌矩阵，发布子品牌睛小豆，产品更关注性价比，精准匹配年轻消费者人群，推出智能穿戴数码产品线以及子品牌爱可途 Akiitu，专注于承接公司智能穿戴、智能影像等消费类数码电子产品，新品预计会在 2026 年及以后陆续发布。展望未来，公司产品、品牌、市场、渠道持续开拓，硬件增速将保持稳健，盈利水平提升。

萤石网络 (688475. SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

吕育儒

lyyuru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070012

发布日期：2026 年 04 月 27 日

当前股价：30.12 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
17.15/10.16	-6.69/-5.33	-11.46/-35.23
12 月最高/最低价 (元)		36.90/25.71
总股本 (万股)		78,750.00
流通 A 股 (万股)		78,750.00
总市值 (亿元)		237.20
流通市值 (亿元)		237.20
近 3 月日均成交量 (万)		441.64

主要股东

杭州海康威视数字技术股份有限公司	48.00%
------------------	--------

股价表现



相关研究报告

25.09.16	【中信建投其他家电 II】萤石网络 (688475):智能入户+云平台高增,海外市场持续拓展
----------	--

2) 云平台：用户数及设备接入数持续增长，预计云服务收入高增。2025 年物联网云平台服务收入 12.05 亿元 (+14.51%)，毛利率 71.05% (-5.13pct)。其中 C 端付费用户 +51.36%，ARPU-32.25%，收入 5.29 亿元 (+2.55%)；B 端付费用户 +26.12%，ARPU-0.08%，收入 6.75 亿元 (+26.03%)。公司设备接入数和用户数量持续增加，针对不同的用户群体，精准覆盖宠物看护、养老、儿童守护等细分市场的需求，推出场景定制化 AI 云存储服务，推动云平台订阅和续订率提升，C 端和 B 端服务收入维持高速增长。展望未来，公司持续布局物联网云平台的 AI 升级，将落地更多 C 端智能化增值服务，以及 B 端服务方案，不断提升云平台的付费率和 ARPU，收入规模及占比将维持上升趋势。

二、盈利分析：盈利水平平稳，长期仍有改善空间

1) 毛利率、费用率：毛利率明显提升，Q1 费用率提升

毛利方面，2025 年毛利率为 44.18% (+2.10pct)，其中 Q4 毛利率为 45.65% (+5.70pct)，2026Q1 毛利率为 50.47% (+7.92pct)，主要受益于供应链成本管控、自产比例提升、规模效应显现及地区结构变化等因素的影响。费用方面，2025 年期间费用率同比提升 1.30pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.07/+0.64/-0.34/-0.08pct；其中 Q4 期间费用率同比提升 3.21pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.49/+1.50/+0.16/+0.06pct；2026Q1 期间费用率同比提升 6.05pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.61/+0.97/+0.61/+2.86pct，主要系公司加大产品研发及市场、渠道拓展力度。

2) 净利率：Q1 净利率改善，盈利水平持续优化可期

2025 年净利率为 9.60% (+0.34pct)，其中 Q4 净利率为 8.97% (+0.24pct)，2026Q1 净利率为 12.93% (+2.93pct)。随着规模效应显现及云平台收入占比持续提升，公司净利率水平有望持续提高。

投资建议：双主业商业模式及激励机制推动发展创新，享受 B+C 端需求弹性释放，以经销商为主的渠道布局完善，云平台业务有望持续贡献收入利润。我们预测 2026-2028 年公司实现归母净利润 6.67/7.78/8.99 亿元，对应 EPS 为 0.85/0.99/1.14 元，当前股价对应 PE 为 35.57/30.49/26.39 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,441.94	5,901.16	6,603.72	7,328.90	8,087.77
YoY(%)	12.44	8.44	11.91	10.98	10.35
净利润(百万元)	503.93	566.58	666.86	777.84	898.81
YoY(%)	-10.48	12.43	17.70	16.64	15.55
毛利率(%)	42.08	44.18	45.31	46.33	47.32
净利率(%)	9.26	9.60	10.10	10.61	11.11
ROE(%)	9.17	9.79	10.89	11.94	12.91
EPS(摊薄/元)	0.64	0.72	0.85	0.99	1.14
P/E(倍)	47.07	41.86	35.57	30.49	26.39
P/B(倍)	4.32	4.10	3.87	3.64	3.41

资料来源：iFinD，中信建投

风险分析

1) **需求不及预期**：国内智能摄像头在商用场景中的使用占比更大，参考智能门锁 B 端市场份额超过 50%，同时 C 端需求也会逐渐增加。国内疫情防控措施调整优化后，如果线下消费场景复苏节奏缓慢，或者消费者购买力难以快速恢复，智能摄像头需求较难快速回升。

2) **渠道拓展不及预期**：萤石渠道布局多元化，以线下经销为主。如果境内外经销商拓展速度减缓，或者专业客户减少智能家居业务投入，渠道端可能面临增长困境。

3) **云平台业务开拓不及预期**：萤石云平台的 ARPU 较低，为友商的 30% 左右，同时消费者增值服务占云平台收入的 50% 以上，且云平台贡献 30% 以上的利润。萤石云平台 ARPU 逐年降低，如果付费率难以提升，或者有所下滑，公司的利润端将受到影响。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获证券时报新财富最佳分析师入围、上证报最佳分析师，Wind 金牌分析师，新浪金麒麟最佳分析师等。

吕育儒

家电行业分析师，西南财经大学经济学硕士，专注于大显示（电视/投影仪/激光投影）、动力运动（全地形车/摩托车）、科技消费（运动相机/AI 眼镜/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/集成灶/照明电工）等领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk