

始于敢想，打造全球领先智能影像品牌

C 影石 (688775)

全球领先的智能影像解决方案提供商

公司成立于 2015 年，2025 年于上交所上市。自成立以来，公司一直专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，是以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商。目前公司主要产品包括消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品等，满足消费者在不同场景下的影像需求，并为各行业提供先进的智能影像解决方案。

智能影像设备市场空间广阔，本土厂商市占领先

全景相机：全景相机作为创新型视频拍照工具，能够拍摄全景视频并实现智能剪辑，且内容适配于手机登各类智能终端，可轻松分享至各大社交平台，因此受到广大短视频爱好者的喜爱。与此同时，全景相机逐步在影视制作、房地产、远程医疗、智慧城市等专业领域不断渗透。据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球全景相机市场规模为 50.3 亿元，预计 2027 年增长至 78.5 亿元，2023-27 年 CAGR 为 11.8%。目前全球消费级全景相机领域领先企业包括中国的影石创新、日本的理光以及美国的 GoPro，2023 年全球市场占有率分别为 67.2%、12.4%和 9.2%。

运动相机：随着户外运动者数量的增多及社交网络视频分享的普及，消费者拍摄视频的意愿不断增强，从而推动运动相机市场规模持续提升。除此之外，随着功能升级性能提升，运动相机还可应用在真人秀节目拍摄、赛事直播等领域，进一步推动了运动相机市场的发展。据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球运动相机市场规模达 314.4 亿元，预计 2027 年增长至 513.5 亿元，2023-27 年 CAGR 为 13.0%。全球头部运动相机品牌玩家为 GoPro、影石 Insta360、DJI、深圳塞纳、sjcam 等，全球 CR5 超过 70%。

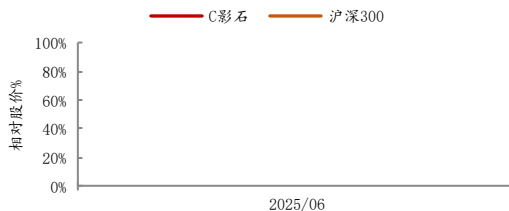
技术+产品+渠道+品牌，构建影石核心护城河

技术优势：打造多维度研发体系，技术优势领先。公司设立了以研究院、产品中心和技术中心为主的多维度研发体系，并设立了品牌中心、行业应用中心、供应链中心助力技术落地和商业化。目前，公司通过自主研发形成了全景图像采集拼接技术、防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术、软件开发技术框架、模块化防水相机设计技术、音频处理技术和框架等智能影像设备关键领域的核心技术。

产品优势：洞察用户需求，推出创新领先产品。公司将自主研发的全景技术、防抖技术、AI 影像技术等应用至各系列产品，创新性地实现了 AI 智能剪辑、“自拍杆隐形”、智能追踪、“子弹时间”等功能，相关技术及功能的实现具有行业前瞻性。与此同时，公司硬件产品不断丰富，全景相机 ONE X 系列持续迭代，巩

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	177
股票代码：	688775
52 周最高价/最低价：	187.99/165.11
总市值(亿)	709.77
自由流通市值(亿)	53.99
自由流通股数(百万)	30.50



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120004
联系电话：

分析师：陈天然

邮箱：chentn1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525060001
联系电话：

相关研究

固龙头地位；新产品线例如运动相机 Ace 系列、云台 Flow/Link 系列、视频会议一体机 Connect 系列有望逐步放量助力营收增长。此外，公司 2025 年推出云服务，有望贡献显著业绩增量。

渠道优势：全球化布局，打造立体销售矩阵。公司产品通过线上+线下渠道相结合的方式销往全球，充分覆盖潜在目标消费者。与此同时，公司在巩固美国、日本和欧洲等优势市场的基础上，逐步拓展亚太等市场，进一步提升全球市场份额。

品牌优势：树立创新品牌形象，提升品牌影响力。凭借创新的产品设计、先进的产品技术和丰富的产品功能，公司在行业内的知名度及品牌优势不断提升。与此同时，公司持续加强品牌推广，依靠线上营销宣传和线下展会活动相结合的方式，通过新闻媒体报道、垂直行业 KOL 推荐、社交媒体广告和国内外知名展会等渠道，触达终端用户，加强品牌渗透，提高品牌影响力。

投资建议

我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 80.44、111.08、146.76 亿元，同比+44.31%、+38.09%、+32.12%；归母净利润分别为 11.44、16.15、23.27 亿元，同比+14.96%、+41.19%、+44.12%；EPS 分别为 2.85、4.03、5.80 元。2025 年 6 月 11 日收盘价为 177.00 元，对应 PE 分别为 62.07x、43.96x、30.50x。考虑到影石创新在智能影像设备赛道具有绝佳卡位和品牌稀缺性，有望持续引领行业技术创新，业绩具备高增长弹性，故给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，新品迭代不及预期，中美贸易摩擦风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,636	5,574	8,044	11,108	14,676
YoY (%)	78.2%	53.3%	44.3%	38.1%	32.1%
归母净利润(百万元)	830	995	1,144	1,615	2,327
YoY (%)	103.7%	19.9%	15.0%	41.2%	44.1%
毛利率 (%)	56.0%	52.2%	52.0%	52.0%	52.1%
每股收益 (元)	2.30	2.76	2.85	4.03	5.80
ROE	38.0%	31.3%	26.4%	27.2%	28.2%
市盈率	76.96	64.13	62.07	43.96	30.50

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 影石创新：全球领先的智能影像解决方案提供商.....	5
1.1. 公司概况：深耕智能影像领域，打造一流智能影像品牌.....	5
1.2. 股权结构：创始人为实控人，核心团队研发能力突出.....	5
1.3. 业务布局：智能影像技术为基，产品系列持续迭代出新.....	7
1.4. 财务分析：业绩保持高速增长，持续加大研发投入.....	8
1.5. 募集资金：拟募集资金 4.64 亿元用于产能扩张和研发投入.....	10
2. 行业：智慧影像设备市场空间广阔，本土厂商市占领先.....	11
2.1. 智能影像设备：新兴技术助推智能影像设备行业加速发展.....	11
2.2. 全景相机：持续拓展新兴领域，市场空间进一步扩大.....	12
2.3. 运动相机：小型便携成为新趋势，市场规模持续增长.....	15
3. 公司：技术+产品+渠道+品牌，构建核心护城河.....	16
3.1. 技术优势：多维研发架构，产品技术优势显著.....	16
3.2. 产品优势：洞察用户需求，推出创新领先产品.....	17
3.3. 渠道优势：全球化布局，打造立体销售矩阵.....	19
3.4. 品牌优势：树立创新品牌形象，提升品牌影响力.....	20
4. 盈利预测与估值.....	21
4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 相对估值.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

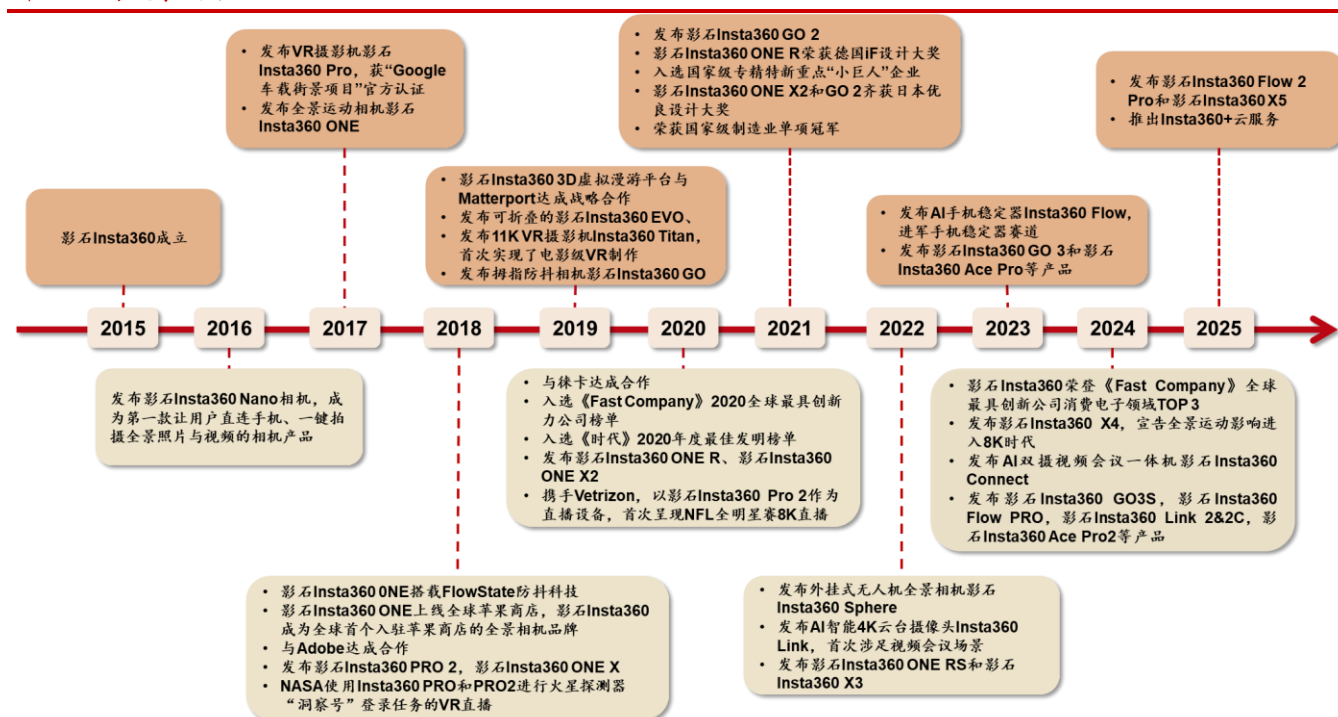
图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司股权结构.....	6
图 3 公司业务布局.....	8
图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）.....	9
图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）.....	9
图 6 公司分业务收入（百万元）.....	9
图 7 公司分业务收入占比（%）.....	9
图 8 公司毛利率和净利率（%）.....	10
图 9 公司分业务毛利率（%）.....	10
图 10 公司期间费用率（%）.....	10
图 11 公司研发费用及研发费用率（百万元，%）.....	10
图 12 影像设备分类.....	11
图 13 全球手持智能影像设备市场规模（亿元，%）.....	12
图 14 全球手持智能影像设备出货量（万台，%）.....	12
图 15 智能影像设备产业链.....	12
图 16 全景相机拍摄效果.....	13
图 17 我国短视频行业活跃用户数（亿人）.....	14
图 18 全景相机在企业端的应用.....	14
图 19 全球全景相机市场规模（亿元，%）.....	14
图 20 全球全景相机出货量（万台，%）.....	14
图 21 全球消费级全景相机竞争格局（2023 年）.....	14
图 22 全球专业级全景相机竞争格局（2023 年）.....	14
图 23 运动相机使用场景（部分）.....	15
图 24 全球户外运动爱好者人数（亿人）.....	15
图 25 全球运动相机市场规模（亿元，%）.....	16
图 26 全球运动相机出货量（万台，%）.....	16
图 27 消费级产品系列收入（百万元）.....	19
图 28 专业级产品系列收入（百万元）.....	19
图 29 分地区收入（百万元）.....	20
图 30 分地区收入占比（%）.....	20
图 31 影石入选 2024 全球最具创新力公司榜单.....	20
表 1 公司核心团队.....	6
表 2 公司 IPO 募集资金用途.....	11
表 3 全景相机分类.....	13
表 4 运动相机与传统数码相机的性能对比.....	15
表 5 公司核心技术积累.....	16
表 6 消费级智能影像设备产品对比.....	17
表 7 专业级智能影像设备产品对比.....	18
表 8 公司各渠道收入（万元，%）.....	19
表 9 公司主营业务拆分.....	21
表 10 可比公司估值.....	22

1. 影石创新：全球领先的智能影像解决方案提供商

1.1. 公司概况：深耕智能影像领域，打造一流智能影像品牌

影石创新：全球领先的智能影像解决方案提供商。公司成立于2015年，2025年于上交所上市。自成立以来，公司一直专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，是以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商。目前公司主要产品包括消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品等，覆盖全景新闻直播、国防军事、政法警务、全景街景地图、VR看房、全景视频会议等领域，满足消费者在不同场景下的影像需求，并为各行业提供先进的智能影像解决方案。

图1 公司发展历程

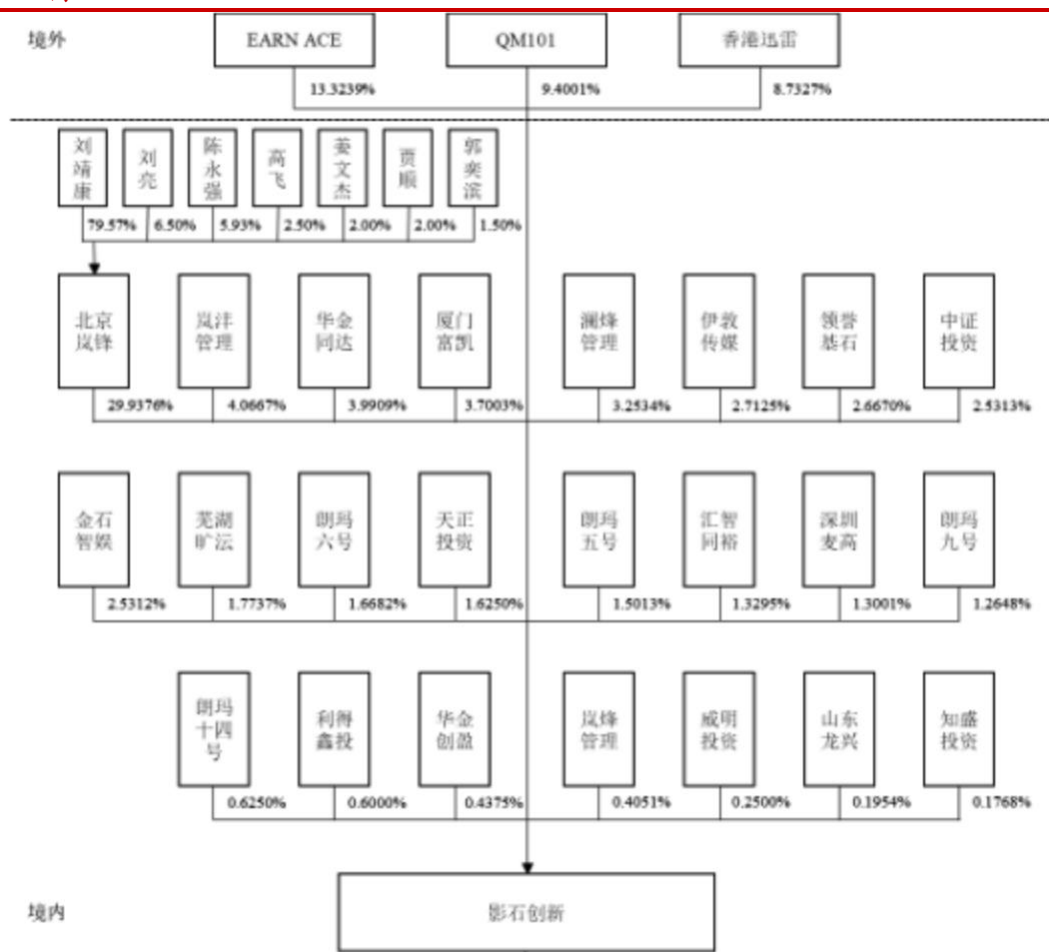


资料来源：影石创新官网，华西证券研究所

1.2. 股权结构：创始人为实控人，核心团队研发能力突出

创始人刘靖康为公司实际控制人。截至2025年6月6日，创始人刘靖康通过北京岚锋、岚洋管理、澜烽管理、岚烽管理、厦门富凯、汇智同裕、深圳麦高间接持有公司29.8891%的股份，系公司实际控制人。刘靖康配偶、一致行动人潘瑶通过厦门富凯、汇智同裕和深圳麦高间接持有公司0.00022%的股份。综上，公司实际控制人刘靖康及其一致行动人潘瑶合计间接持有公司29.8893%的股份。核心团队研发能力突出，创始人刘靖康作为带头人，拥有多项国内外专利，曾获“中国青年创业奖”及广东省科技进步奖。

图 2 公司股权结构



资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

表 1 公司核心团队

	出生年份	职位	学历	履历
刘靖康	1991 年	董事长	南京大学软件工程学士	2015 年 7 月创立公司，历任执行董事兼经理、董事长并担任法定代表人至今； 2016 年获得第二届中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军； 2019 年，作为当代创业青年的优秀代表被共青团中央、人力资源社会保障部授予第十届“中国青年创业奖”，并获得“广东特支计划—科技创业领军人才”称号； 2020 年，获得“深圳市高层次人才”称号； 2021 年，作为第一完成人获得广东省科技进步奖二等奖；2022 年，作为发明人 所发明的专利获得广东专利优秀奖； 2024 年，入选“2024 福布斯中国·出海领军人物 TOP30”榜单
刘亮	1989 年	总经理	南京农业大学金融专业学士	2011 年联合创立“开吃吧” 2014 年担任“点我吧”合伙人、副总裁，并联合创建即时物流行业的独角兽企业“点我达”，先后获阿里巴巴集团、蚂蚁金服、菜鸟物流等企业超过 5 亿美金投资； 2016 年至 2020 年 1 月，历任公司总裁、首席执行官； 2018 年 10 月，担任公司董事； 2020 年 1 月至今，担任公司总经理

贾顺	1992 年	董事长	南京大学软件工程学士	2015 年 7 月开始，担任公司软件研发总监； 2020 年 3 月至今，兼任公司行业应用中心总监； 2018 年 10 月至今，担任公司董事。
姜文杰	1993 年	监事会主席	南京大学软件工程学士	2015 年 7 月开始，担任公司研究院负责人至今； 2018 年 9 月-2020 年 1 月，担任公司监事； 2020 年 1 月至今，担任公司监事会主席。
肖龙报	1986 年	研究院工程总监	华中科技大学生命科学与技术学院生物医学工程专业学士	2011 年 12 月-2014 年 9 月，担任华为技术有限公司 MCU 研发工程师、小组组长； 2014 年 11 月-2015 年 8 月，担任融创天下科技有限公司视频会议开发工程师； 2015 年 9 月加入公司，现任公司研究院工程总监

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

1.3. 业务布局：智能影像技术为基，产品系列持续迭代出新

公司产品包括消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品。

- **消费级智能影像设备：**主要包括 ONE X 系列、Ace 系列、GO 系列、ONE R 系列、瞳 Sphere 系列、Link 系列、Flow 系列、Nano 系列的消费级全景相机、运动相机、手持摄影设备及网络摄像头等产品。
- **专业级智能影像设备：**主要包括 Pro 系列和 TITAN 等专业 VR 全景相机及 Connect 系列 AI 视频会议一体机。其中，专业 VR 全景相机主要用于专业 VR 内容制作、直播、全景照片拍摄和制作，应用场景包括 VR 电影、广告、新闻、赛事直播和 VR 全景看房、国防军事、政法警务、VR 街景等；AI 视频会议一体机则主要用于商务会议场景。
- **配件及其他产品：**主要包括适配公司相机的自拍杆、电池、保护壳、三脚架和蓝牙遥控器等，以及滑雪套餐、摩托车套餐、宠物套餐等多种配件组合，满足用户在不同场景下的拍摄需求。

图3 公司业务布局

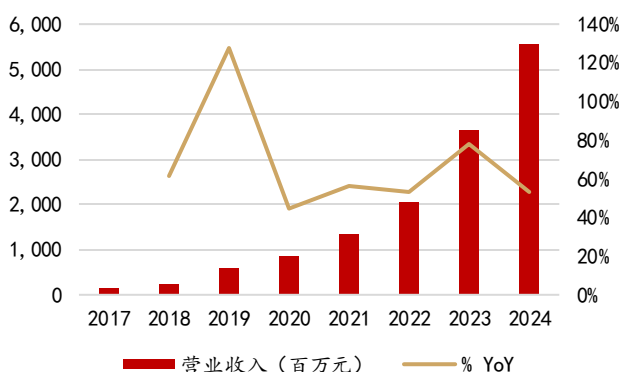


资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

1.4. 财务分析：业绩保持高速增长，持续加大研发投入

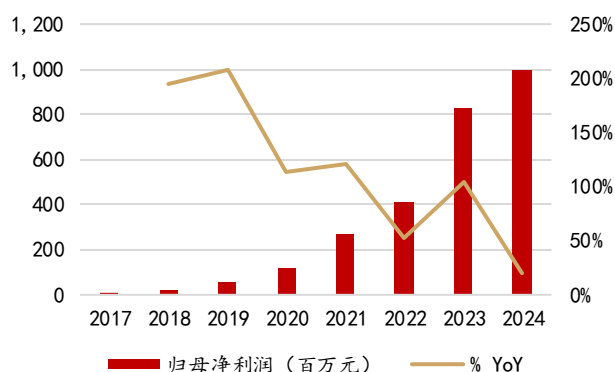
业绩保持高速增长。2017-24 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 66.15%/106.51%。2024 年公司实现营业收入 55.74 亿元，同比+53.29%；归母净利润为 9.95 亿元，同比+19.91%。据公司招股说明书，25H1 公司预计实现营业收入 32.14-38.15 亿元，同比+32.38%-57.10%；实现净利润 4.94-5.83 亿元，同比-4.65%-12.49%。净利润增速低于营收增速主要系：1) 为进一步提升品牌影响力，将产品的垂直领域优势向更为广阔的大众消费场景渗透，公司加大了在线上营销宣传、线下展会活动及线下直营店等方面的市场推广投入，导致 25H1 销售费用同比增加；2) 公司持续推进全新产品线开发、关键技术升级及技术版图拓展，研发投入持续加大，导致 25H1 研发费用同比增加。

图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

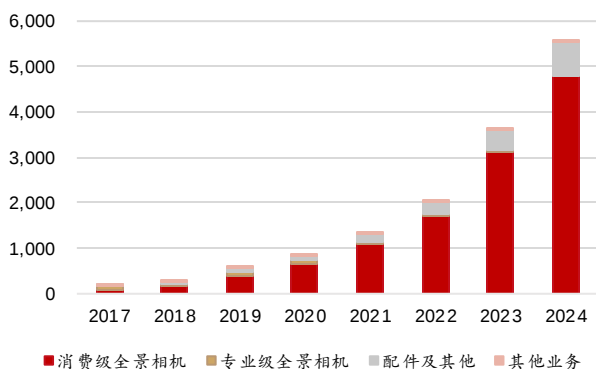
图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

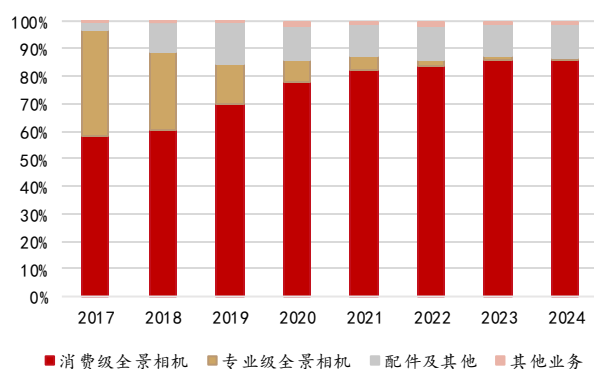
分业务看，公司打造消费级产品、专业级产品和配件产品相结合的战略布局，以消费端智能影像产品为核心，同时把握企业端垂直行业的发展机会，根据市场需求结合技术积累不断创新，实现各产品线的迭代升级。2024 年消费级全景相机、专业级全景相机、配件及其他的收入分别为 47.89、0.24、7.18 亿元，占比分别为 85.91%、0.42%、12.88%。

图 6 公司分业务收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

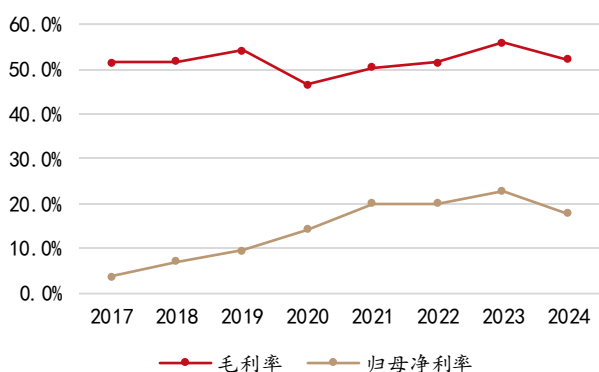
图 7 公司分业务收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

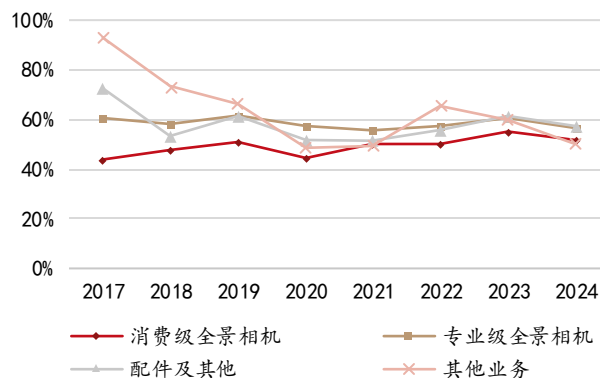
毛利率维持高位水平。自 2017 年以来，公司毛利率始终维持在 45%以上的高位水平。2024 年公司毛利率为 52.20%，同比-3.75pct。毛利率小幅下滑，一方面是由于产品结构变化，毛利率较低的 Ace 系列产品占比提升；另一方面是由于 24H1 新产品 ONE X4 处于量产初期，受规模效应等因素影响毛利率阶段性较低。

图 8 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

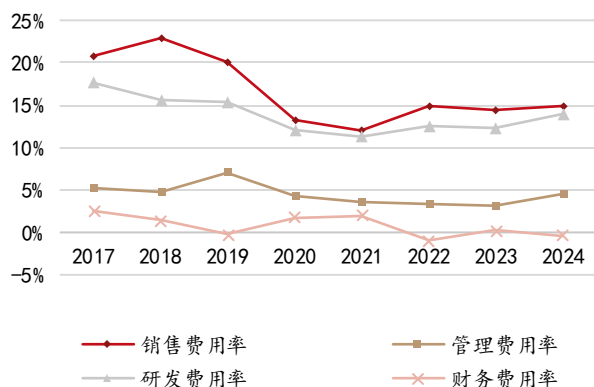
图 9 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

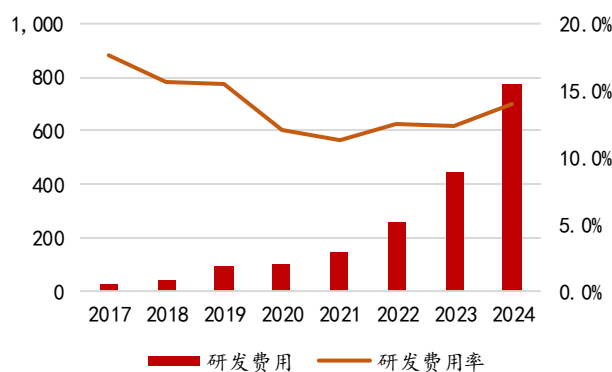
费用管控能力持续提升，加大研发投入力度。2024 年公司期间费用率为 32.95%，相较于 2017 年降低 13.17pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.81%、4.55%、13.93%、-0.34%。公司持续加大研发投入，推进产品研发及升级迭代，扩大市场占有率。2024 年公司研发费用为 7.77 亿元，同比+73.47%。

图 10 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 公司研发费用及研发费用率 (百万元, %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.5. 募集资金：拟募集资金 4.64 亿元用于产能扩张和研发投入

公司拟募集资金 4.64 亿元，用于产能扩张和研发投入。其中 1.95 亿元用于“智能影像设备生产基地建设项目”；2.68 亿元用于“影石创新深圳研发中心建设项目”。

1) 智能影像设备生产基地建设项目：随着智能影像设备行业持续增长，公司业务规模扩大，为保障生产及产品供应的稳定性，公司计划建设自有生产基地。公司已在珠海购置土地，计划构建组装生产厂房，其中主要建设内容包括智能影像设备生产车间和智能仓库。本项目达产后可有效提高公司生产经营的稳定性，有利于保护公司的核心技术，同时也能提高公司对市场的快速响应能力。

2) 影石创新深圳研发中心建设项目：为了满足公司未来业务的发展和规模的扩张，公司拟通过引进先进研发设备以及优秀研发人才，扩充和提升公司研发团队，进一步提高公司的研发能力和自主创新能力，对行业相关技术课题进行前瞻性技术研发，

在保证公司行业技术先进性的同时不断扩充和完善公司产品结构，巩固并强化公司行业地位和市场份额。

表 2 公司 IPO 募集资金用途

序号	项目名称	总投资规模 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	智能影像设备生产基地建设项目	19,543.30	19,543.30
2	影石创新深圳研发中心建设项目	26,834.23	26,834.23
	合计	46,377.53	46,377.53

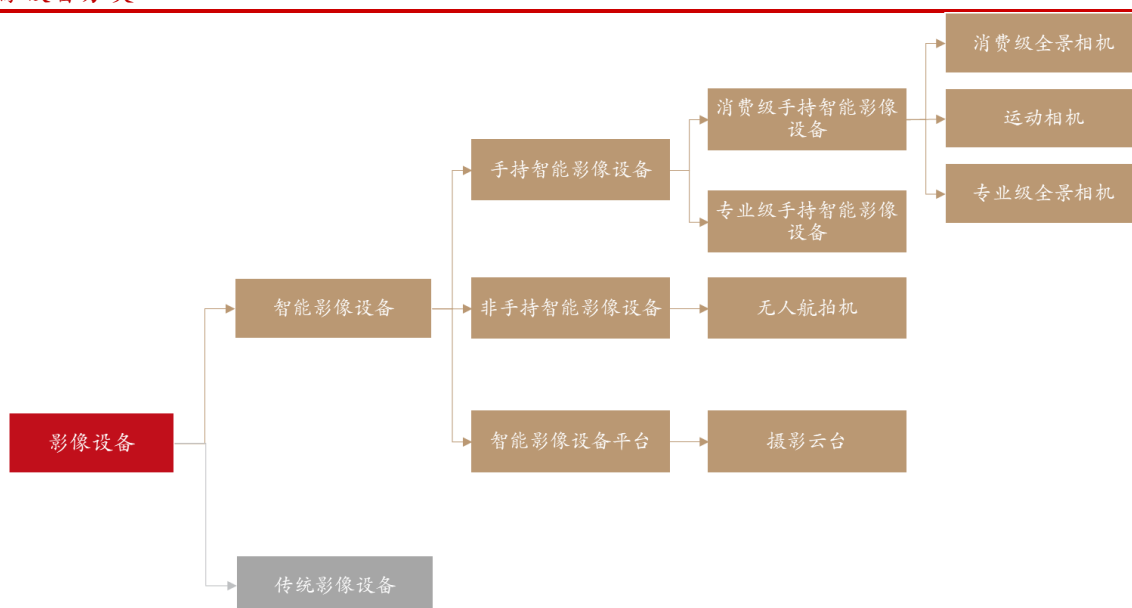
资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

2. 行业：智慧影像设备市场空间广阔，本土厂商市占领先

2.1. 智能影像设备：新兴技术助推智能影像设备行业加速发展

智能影像设备加速发展。相较于传统的影像设备，智能影像设备是指具备计算处理能力的影像设备，是传统影像设备与计算机技术、数据处理技术、传感器技术、网络通信技术、电力电子技术等结合的产物，主要包括航拍无人机、全景相机、运动相机、可穿戴摄影设备等。依托创新设计和计算处理能力，智能影像设备在产品形态、拍摄灵活性、后期处理便捷性等多维度均有显著提升。

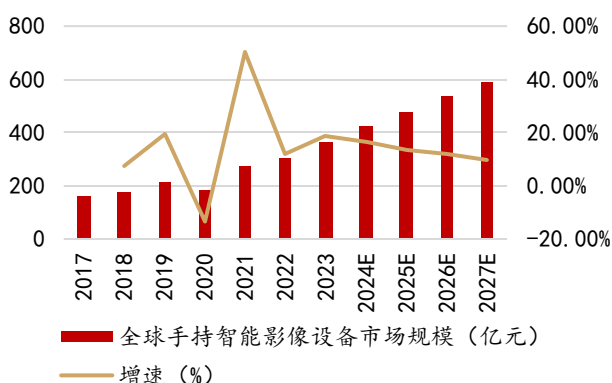
图 12 影像设备分类



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

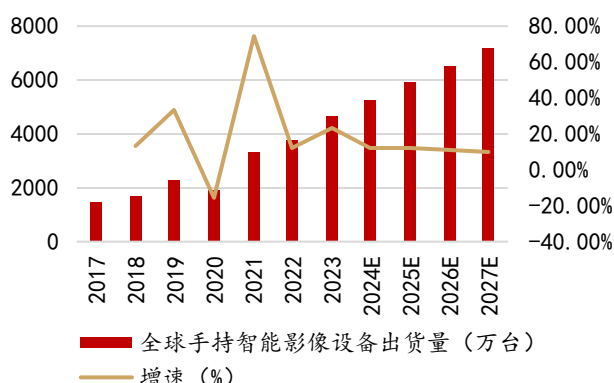
新兴技术助推智能影像设备市场规模持续扩张。随着全景技术、AI 技术、传感器技术的突破发展，智能影像设备逐渐替代胶片相机的市场地位，摄影录像变得更加高效便捷，智能影像设备市场规模实现加速发展。其中，据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球手持智能影像设备市场规模为 364.7 亿元，预计 2027 年有望增长至 592.0 亿元，2023-27 年 CAGR 为 12.9%；2023 年全球手持智能影像设备出货量为 4657.0 万台，预计 2027 年有望增长至 7223.3 万台，2023-27 年 CAGR 为 11.6%。

图 13 全球手持智能影像设备市场规模（亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

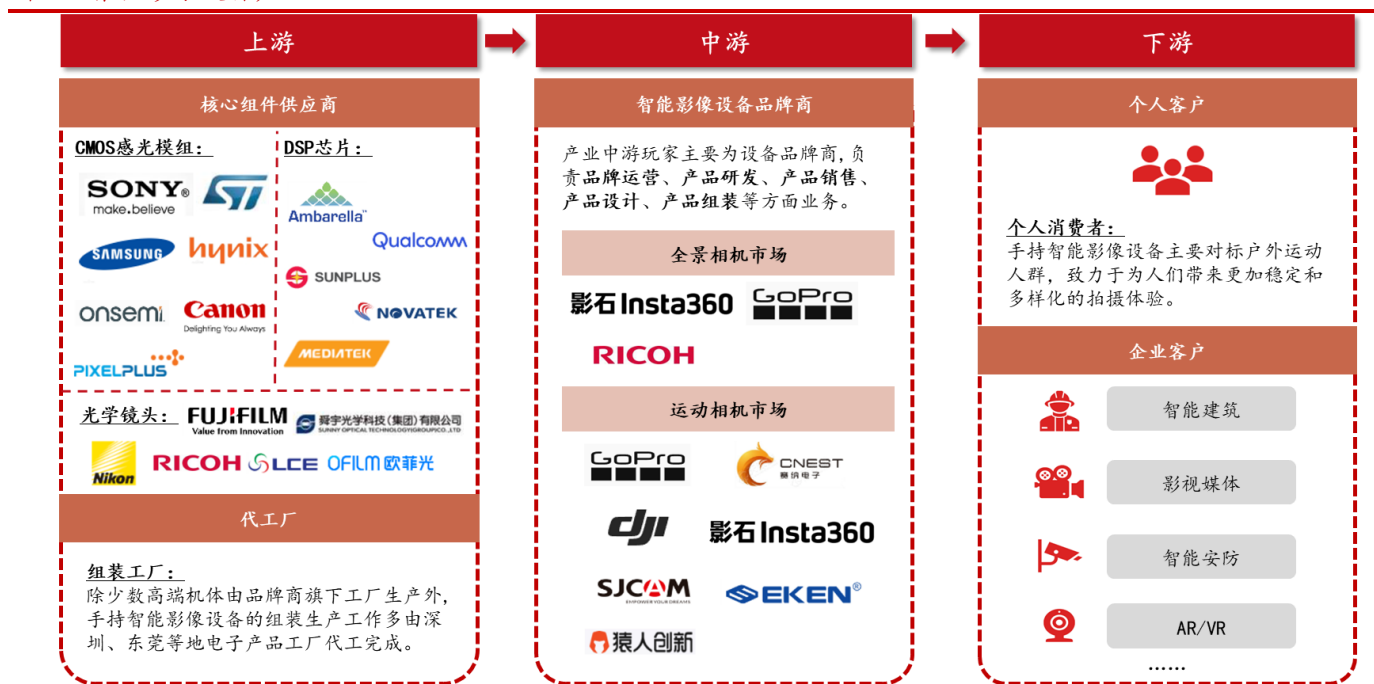
图 14 全球手持智能影像设备出货量（万台，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

产业链：上游包括芯片、镜头模组、结构件、连接器、包材和电池等结构件；产业链中游为各大智能影像设备品牌商；下游则包括个人客户和企业客户。

图 15 智能影像设备产业链

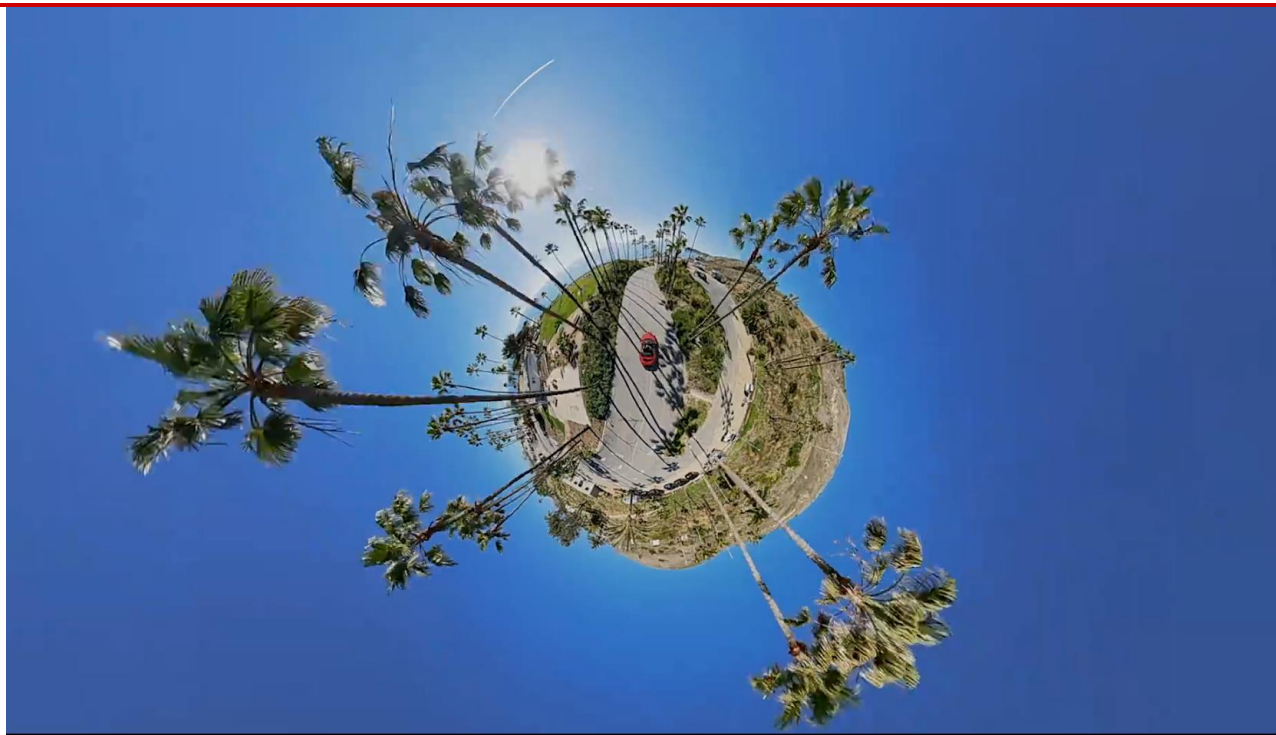


资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

2.2. 全景相机：持续拓展新兴领域，市场空间进一步扩大

全景相机是基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，并通过算法自动拼接出 360° 全景图片或视频的智能影像设备。全景拍摄技术可将二维平面图模拟为三维立体空间，从而将真实场景映射成全景图像，实现虚拟现实浏览，具有全方位、真实性、三维性的特点。根据功能特性、适用场景以及价格，可以将全景相机分为 360° 全景相机和 VR 全景相机。

图 16 全景相机拍摄效果



资料来源：影石创新官网，华西证券研究所

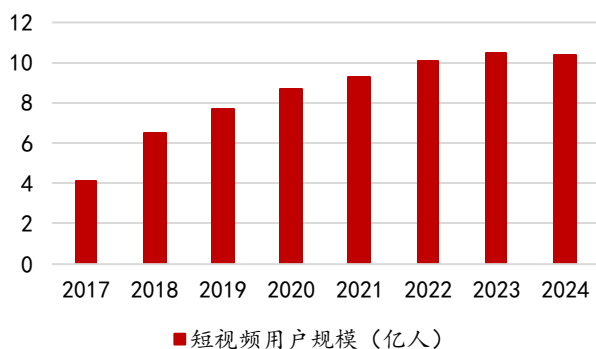
表 3 全景相机分类

类型	定义	应用领域	产品优势
360° 全景相机	主要用于拍摄平面全景画面	主要应用于消费者日常生活、运动、娱乐场景	满足消费者对像素、稳定性等方面的基本需求，体积较小，价格相对较低
VR 全景相机	可用于拍摄立体的全景 VR 画面，具有 3D 景深效果	主要服务于媒体、影视、科技等领域的专业人员	在分辨率、高帧率、参数设定和图像处理效果等方面更为优越，体积较大，价格相对较高

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

市场规模：1) 消费端，全景相机作为创新型视频拍照工具，能够拍摄全景视频并实现智能剪辑，且内容适配于手机登各类智能终端，可轻松分享至各大社交平台，因此受到广大短视频爱好者的喜爱。2) 企业端：全景相机逐步在影视制作、房地产、远程医疗、智慧城市等专业领域不断渗透。因此，全景相机市场有望实现进一步扩大。据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球全景相机市场规模为 50.3 亿元，预计 2027 年增长至 78.5 亿元，2023-27 年 CAGR 为 11.8%；2023 年全球全景相机出货量为 196.0 万台，预计 2027 年增长至 316.0 万台，2023-27 年 CAGR 为 12.7%。

图 17 我国短视频行业活跃用户数（亿人）



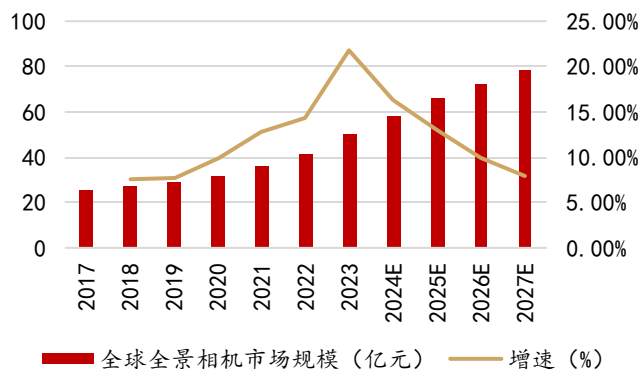
资料来源：中国互联网络信息中心，华西证券研究所

图 18 全景相机在企业端的应用



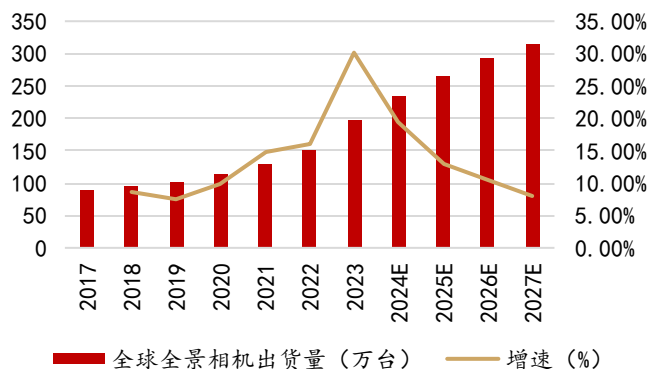
资料来源：影石创新官网，华西证券研究所

图 19 全球全景相机市场规模（亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

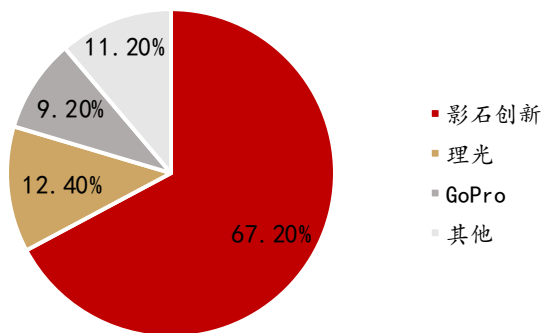
图 20 全球全景相机出货量（万台，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

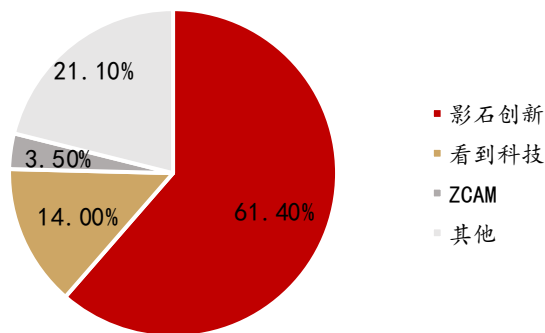
竞争格局：据弗若斯特沙利文数据，目前全球消费级全景相机领域领先企业包括中国的影石创新、日本的理光以及美国的 GoPro，2023 年全球市场占有率分别为 67.2%、12.4%和 9.2%。专业级的 VR 全景相机市场则主要由影石创新和看到科技有限公司主导。2023 年影石创新、看到科技、ZCAM 市占率分别为 61.4%、14.0%、3.5%。

图 21 全球消费级全景相机竞争格局（2023 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 22 全球专业级全景相机竞争格局（2023 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

2.3. 运动相机：小型便携成为新趋势，市场规模持续增长

运动相机是一种记录运动过程的专用相机。运动相机通常以第一人称视角进行拍摄，可固定于自拍杆、身体部位或运动器械上，多用于滑雪、冲浪、跳伞、攀岩、极限运动等运动场景，并且能满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求。相较于传统摄像机，其视角范围更广阔，且体积小巧便携，具备防水、防尘、耐热、耐摔等特性，尤其在防抖性能上表现卓越，十分契合户外运动场景需求。近年来，伴随着全景技术在运动相机领域的应用，运动相机产品也从开始的相机矩阵模仿全景效果演变出现了全景+运动双元素共存的产品方案。

表 4 运动相机与传统数码相机的性能对比

类型	运动相机	传统数码相机
拍摄视角	主要用于自拍，多为第一视角，运动者可以是拍摄主体，也可以是拍摄客体；视角范围宽阔	主要用于他拍，拍摄者很难同时进行其他动作；视角范围较窄，有角度限制
外形	体积小，重量轻，外形简单，便于携带和安装	体积和重量较大，外形较复杂，需要专门空间存放
使用场景	用于滑雪、冲浪、跳伞、攀岩等运动场景	使用场景通常为静态
拍摄效果	满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求	高质量，追求美感与品质
性能	防水、防震、防尘、耐热、耐摔，还自带 WIFI、蓝牙、GPS、社交分享等功能	以拍摄质量为核心，其他功能基本没有，不能入水，不经摔
配件	配件数量众多，可按拍摄场景灵活搭配，可以固定在人、物体或者动物身上	传统配件：三脚架、摄影包、快门线等，种类较少

资料来源：弗若斯特沙利文，弘景光电招股说明书，华西证券研究所

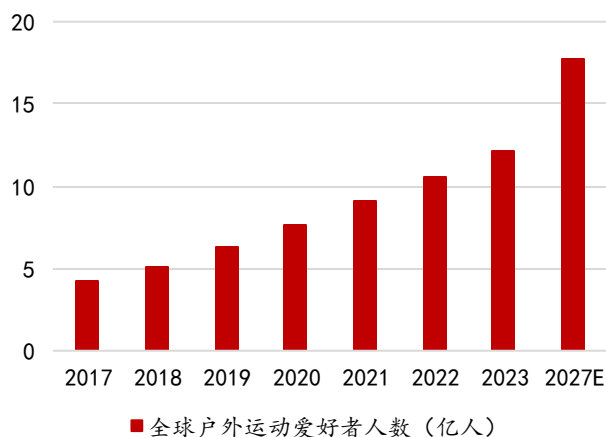
市场规模：随着户外运动者数量的增多及社交网络视频分享的普及，消费者拍摄视频的意愿不断增强，从而推动运动相机市场规模持续提升。除此之外，随着功能升级性能提升，运动相机还可应用在真人秀节目拍摄、赛事直播等领域。例如，中国多档真人秀综艺节目、美国 CBS 电视台、国家地理频道已在节目制作时使用运动相机进行全程拍摄。进一步推动了运动相机市场的发展。据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球运动相机市场规模达 314.4 亿元，预计 2027 年增长至 513.5 亿元，2023-27 年 CAGR 为 13.0%；2023 年全球运动相机出货量为 4461.0 万台，预计 2027 年增长至 6907.3 万台，2023-27 年 CAGR 为 11.5%。

图 23 运动相机使用场景（部分）



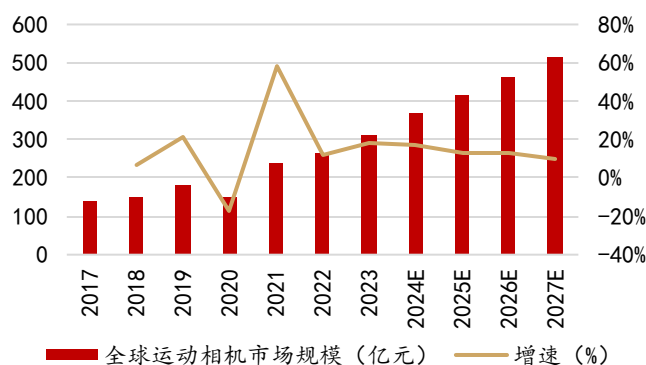
资料来源：影石创新官网，华西证券研究所

图 24 全球户外运动爱好者人数（亿人）



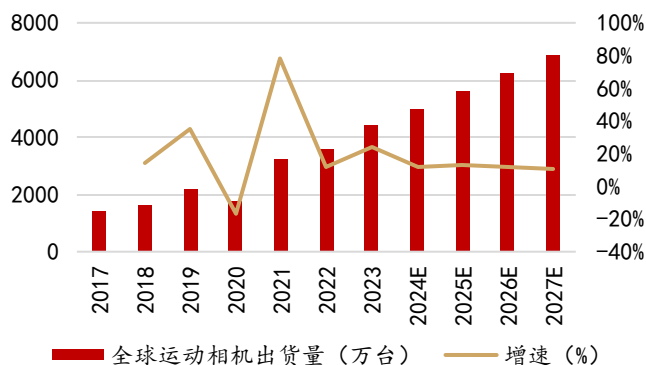
资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 25 全球运动相机市场规模（亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 26 全球运动相机出货量（万台，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

竞争格局：运动相机市场相对集中。全球头部运动相机品牌玩家为 GoPro、影石 Insta360、DJI、深圳塞纳、sjcam 等，据弗若斯特沙利文数据，全球 CR5 超过 70%。

3. 公司：技术+产品+渠道+品牌，构建核心护城河

3.1. 技术优势：多维研发架构，产品技术优势显著

打造多维度研发体系，技术优势领先。公司设立了以研究院、产品中心和技术中心为主的多维度研发体系。其中：1）研究院主要负责计算机视觉、图像技术储备和算法加速等核心技术研究；2）产品中心主要负责完成产品的需求设计、交互设计等；3）技术中心主要负责技术、原理及电路板设计等。此外，公司还设立了品牌中心、行业应用中心、供应链中心，在交互设计、行业及竞品分析以及研发制造工艺等方面提供支持，助力技术落地和商业化。目前，公司通过自主研发形成了全景图像采集拼接技术、防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术、软件开发技术框架、模块化防水相机设计技术、音频处理技术和框架等智能影像设备关键领域的核心技术。

表 5 公司核心技术积累

技术名称	细分技术	主要用途
全景图像采集拼接技术	全景图像采集技术	用于双目或者多目架构全景相机的数据采集，通过自主研发的硬件同步方案，确保所有摄像头曝光时刻差距在 1ms 以内、3A 参数一致
	全景图像拼接技术	用于对输入的鱼眼图像进行拼接，在保证实时性和稳定性的同时，优化拼接处的重影和色差现象，从而输出高质量的全景图像
	全景立体图像拼接技术	用于对输入的鱼眼图像进行全景立体拼接，优化视差合成算法，提高视差还原准确性，输出符合人眼视觉观感的高质量全景立体图像
防抖技术	/	用于对全景、广角视频进行防抖优化，消除拍摄过程不同因素带来的图像、画面抖动，输出具有平滑稳定观感的视频成片
AI 影像处理技术	AI 剪辑技术	通过大量图像数据的学习与训练，AI 算法自动提取视频的精彩片段，并结合丰富的转场效果，搭配合适的音乐与特效，一键生成精美的视频短片，帮助无剪辑经验的用户迅速准确出片
	AI 调色技术	用于对用户拍摄的视频或者图片进行调色，AI 分析画面内容后，可感知场景信息智能调整出动态范围宽广，色彩丰富鲜明且符合用户审美偏好的视频或图片结果，解决了传统滤镜、调色效果在多变的拍摄环境中无法满足用户需求的问题
	AI 追踪技术	用于对全景视频中的物体进行目标检测与追踪，将画面中心始终聚焦在目标物体，实现视频画面对目标主体自动构图的效果
	AI 全景自动拍摄技术	通过 AI 对全景图像序列进行智能分析，找到目标兴趣点和运动轨迹，通过路径规划技术在 3D 空间不断链接不同时序上的兴趣点轨迹，为用户自动生成全景的自动拍摄视频
	AI 低光视频画质增强技术	通过端到端的深度神经网络，降低画面噪点的同时保留更多细节，还可以减少画面的运动模糊，提升暗光下画面的稳定性

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

计算摄影技术	图像消紫边技术	用于消除鱼眼图像中的紫边，节省硬件成本，提升用户观感
	单帧 HDR 技术	用于对用户拍摄的视频和图片内容进行自动处理以实现提升画面动态范围的效果。通过对用户拍摄内容的灰度、色彩分布等信息进行全面分析，自动调整曝光值和对比度，仅使用一帧图像即可实现媲美多帧 HDR 拍摄的画面效果
	单帧超级夜景技术	利用了相机拍摄的 RAW 文件保留信息丰富的特点，对用户至极暗、大光比环境下拍摄的 RAW 文件进行智能调整，精准地对提亮欠曝区域并消除在过程中产生的画面噪点，在画面细节的同时对画面高光区域进行，使用小尺寸传感器进行拍摄也可实现接近人眼所见的自然视觉体验
	视频多帧堆叠降噪技术	用于优化暗光环境下视频噪声、颗粒感严重等问题，提升视频信噪比，输出更加柔和纯净的视频
	水下色彩还原技术	用于对用户在水下拍摄的视频进行色彩信息的重新平衡，实现更真实的色彩观感。通过对拍摄素材的色彩信息进行分析，重新调整画面的白平衡以及色彩饱和度比例，对水中物体进行色彩还原同时水体可保持清澈的视觉观感
	视频插帧技术	用于优化视频中运动物体因帧率不足引起的运动不连续现象，使视觉观看效果更流畅
软件开发技术框架	智能设备通信技术	用于解决各平台客户端通过各种通信介质和相机之间进行高效率实时通信的问题
	跨平台多媒体框架技术	提供平台化的技术框架，实现在各计算平台对多媒体内容的后期剪辑处理。主要包括音视频编解码，全景的拼接、防抖、重新取景，视频添加贴纸和滤镜、转场动画、裁剪、倍速调节，全景声渲染等
模块化防水相机设计技术	/	用于实现多模块复用以及产品的灵活升级。同一个主机可以实现全景、广角、大尺寸模组等不同场景需求。给用户带来更灵活、更方便、更具性价比体验
音频处理技术和框架	/	提供语音、音频信号处理的技术框架，通过自主研发的方案，在相机平台上实现拾音降噪、音效和语音控制，包括 AI 降噪、降噪、立体声音效、人声增强、指向增强、命令词控制等功能

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

3.2. 产品优势：洞察用户需求，推出创新领先产品

公司凭借先进的技术优势深入挖掘用户需求，充分延伸产品功能，为消费者提供技术先进、功能优越的产品。

在产品方面：公司 2016 年发布了 Nano 全景相机，首度实现了全景相机在移动端即插即用的功能；2017 年发布的 Pro 系列产品成为首款谷歌官方推荐的专业车载街景认证产品；2019 年发布的穿戴式运动相机 GO 以 18.3 克重量、拇指大小尺寸的物理设计并结合防抖技术功能，为影像设备的微型化、可穿戴化提供了新的想象空间；2020 年发布的 ONE R 模块化运动相机首度实现了在一台相机中全景、广角、徠卡等多款镜头便捷切换的功能。

在产品技术方面：公司将自主研发的全景技术、防抖技术、AI 影像技术等应用至各系列产品，创新性地实现了 AI 智能剪辑、“自拍杆隐形”、智能追踪、“子弹时间”等功能，相关技术及功能的实现具有行业前瞻性。

表 6 消费级智能影像设备产品对比

项目	Insta360 ONE R (全景版)	Insta360 X5	Insta360 Ace Pro 2	GoPro Max	GoPro Hero12	GoPro Hero13	Ricoh ThetaV	DJI OSMO Action 4	DJI OSMO Action 5 Pro
类型	全景运动相机	全景运动相机	运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机
发布零售价 (元)	2,798	3,798	2,698	3,998	2,876	3,298	3,499	2,598	2,598
传感器最大尺寸	1/2.3"	1/1.28"	1/1.3"	1/2.3"	1/1.9"	1/1.9"	1/2.3"	1/1.3"	1/1.3"
视频最高规格	5.7K@30fps	8K@30fps 5.7K@60fps 4K@120fps	8K@30fps 4K@120fps	5.6K@30fps	5.3K@60fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	4K@30fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最	5.7K	12K	8K	5.6K	5.6K	5.6K	5.3K	3.6K	8K

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

高规格									
电池容量	1190mAh	2400mAh	1800mAh	1600mAh	1720mAh	1900mAh	1220mAh	1770mAh	1950mAh
高续航电池容量	2380mAh	×	×	×	×	×	×	×	×
续航时间	70 分钟	88 分钟	180 分钟	78 分钟	70 分钟	79 分钟	80 分钟	160 分钟	240 分钟
存储容量	支持 1TB 存储卡	支持 1TB 存储卡	支持 1TB 存储卡	支持 256GB 存储卡	支持 1TB 存储卡	支持 1TB 存储卡	内置存储 19GB 不支持存储卡扩展	支持 512G 存储卡	内置存储 64GB 支持 1TB 存储卡

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

表 7 专业级智能影像设备产品对比

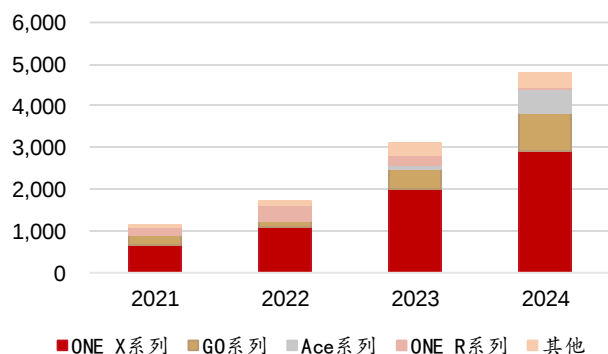
项目	Insta360 Pro	Insta360 Pro2	Insta360 TITAN	Kandao Obsidian R	Kandao Obsidian Pro	ZCam V1Pro
发布零售价(元)	24,888	32,999	99,888	27,999	159,000	268,880
镜头个数	6	6	8	6	8	9
传感器最大尺寸	1/2.3"	1/2.3"	4/3"	1/2.3"	APS-C	4/3"
全景 2D 视频最高规格	8K@30fps	8K@60fps	11K@30fps	8K@30fps	12K@60fps	8K@30fps
全景 3D 视频最高规格	6K@30fps	8K@30fps	10K@30fps	8K@30fps	12K@60fps	7K@30fps
照片最高规格	8K3D	8K3D	11K3D	8K3D	12K3D	8K3D
电池容量	5100mAh	5100mAh	10000mAh	6000mAh		通过电源供电
续航时间	75 分钟	50 分钟	70 分钟	42 分钟	90 分钟	
存储容量	256GB×1 卡槽	512GB×7 卡槽	512GB×9 卡槽	128GB×6 卡槽	2TB×8 卡槽	128GB×9 卡槽

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

在产品迭代方面：公司坚持消费级产品、专业级产品和配件产品相结合的战略布局，以消费端智能影像产品为核心，同时把握企业端垂直行业中 VR 看房、全景新闻直播、全景安防、视频会议和机器人全景视觉等应用领域的发展机会，根据市场需求结合技术积累不断创新，实现各产品线的迭代升级，并拓展智能影像产品范围。

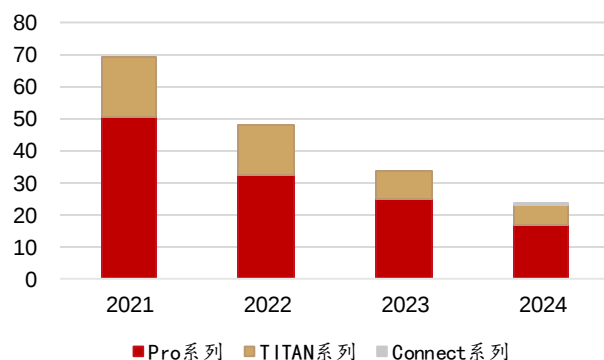
- **消费级产品：**
 - 1) ONE X 系列：**X1-X4 分别于 2018 年 10 月、2020 年 10 月、2022 年 9 月、2024 年 4 月推出，2021-24 年收入分别为 6.88、10.92、20.09、29.16 亿元，占比为 52.43%、54.36%、55.92%、52.74%。
 - 2) GO 系列：**第一代到第三代产品分别于 2019 年 8 月、2021 年 3 月和 2023 年 6 月推出，并于 2024 年 6 月推出 GO 3S。2021-24 年收入分别为 2.38、1.27、4.62、9.01 亿元，占比为 18.14%、6.33%、12.87%、16.30%。
 - 3) ONE R 系列：**该系列于 2020 年 1 月推出，2022 年 3 月推出 ONE RS。2021-24 年收入分别为 1.55、4.18、2.78、0.74 亿元，占比为 11.79%、20.82%、7.74%、1.34%。
 - 4) Ace 系列：**2023 年 11 月推出第一代，2024 年 10 月推出 Ace Pro 2，2023-24 年收入分别为 0.97、5.77 亿元，占比 2.69%、10.44%。
- **专业级产品：**
 - 1) Pro 系列：**第一代和第二代产品分别于 2017 和 2018 年推出。2021-24 年收入分别为 0.51、0.32、0.25、0.17 亿元，占比为 3.85%、1.60%、0.70%、0.30%。
 - 2) TITAN 系列：**该系列于 2019 年 1 月推出。2021-24 年收入分别为 0.19、0.16、0.09、0.06 亿元，占比为 1.43%、0.78%、0.24%、0.12%。
 - 3) Connect 系列：**该系列于 2024 年 12 月推出，2024 年收入为 51.10 万元。

图 27 消费级产品系列收入（百万元）



资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

图 28 专业级产品系列收入（百万元）



资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

3.3. 渠道优势：全球化布局，打造立体销售矩阵

全渠道布局，线上线下并行发展。公司产品通过线上、线下渠道相结合的方式销往全球。线上主要通过影石官方商城及亚马逊、天猫、京东等知名电商平台进行销售；线下则通过遍布全球 60 多个国家的销售网络，包括 Apple Store 零售店、BestBuy、B&H、顺电、JB Hi-Fi、Media Markt、Sam's Club、Costco、Argos、Yodobashi Camera、Bic Camera 等知名渠道进行销售。

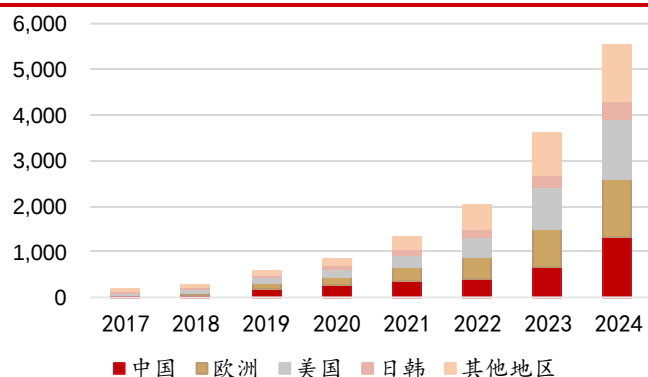
表 8 公司各渠道收入（万元，%）

模式		2021		2022		2023		2024	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上销售	公司官方商城	31,729.53	24.18%	49,578.07	24.67%	62,373.07	17.36%	104,037.24	18.81%
	第三方电商平台	25,782.66	19.65%	44,183.88	21.98%	93,531.46	26.04%	134,906.61	24.39%
	电商平台入仓	6,801.99	5.18%	6,231.22	3.10%	12,608.14	3.51%	26,234.06	4.74%
	小计	64,314.18	49.01%	99,993.17	49.75%	168,512.67	46.91%	265,177.91	47.95%
线下销售	线下经销	63,978.89	48.76%	93,954.40	46.75%	172,249.39	47.95%	245,383.81	44.37%
	大型商超或专业销售渠道	1,264.51	0.96%	5,444.65	2.71%	16,687.06	4.65%	31,558.30	5.71%
	线下直销	1,664.13	1.27%	1,582.85	0.79%	1,754.83	0.49%	10,899.80	1.97%
	小计	66,907.53	50.99%	100,981.90	50.25%	190,691.28	53.09%	287,841.91	52.05%
合计		131,221.71	100.00%	200,975.07	100.00%	359,203.95	100.00%	553,019.82	100.00%

资料来源：影石创新招股说明书，华西证券研究所

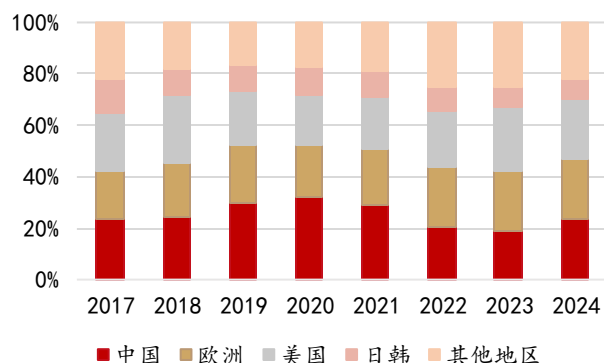
全球化布局，积极拓展海外市场。2024 年公司海外收入占比超过 70%，主要系美国、日本和欧洲等消费能力较强的发达国家和地区。与此同时，公司产品在亚太地区的销量及市场影响力也在快速增长。通过建立全面的销售体系，公司可充分覆盖潜在目标消费者，顺应各时期消费者购买习惯，提高产品销售效率及销售稳定性。据公司招股说明书，公司将继续夯实国内市场占有率，同时加强海外市场业务拓展，继续在美国、日本、德国、英国、中国香港等国家和地区深入挖掘当地用户影像消费需求，并重点针对西班牙、法国、意大利等欧洲国家完成新市场推广与销售渠道建设，进一步提升海外市场份额。

图 29 分地区收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 分地区收入占比（%）



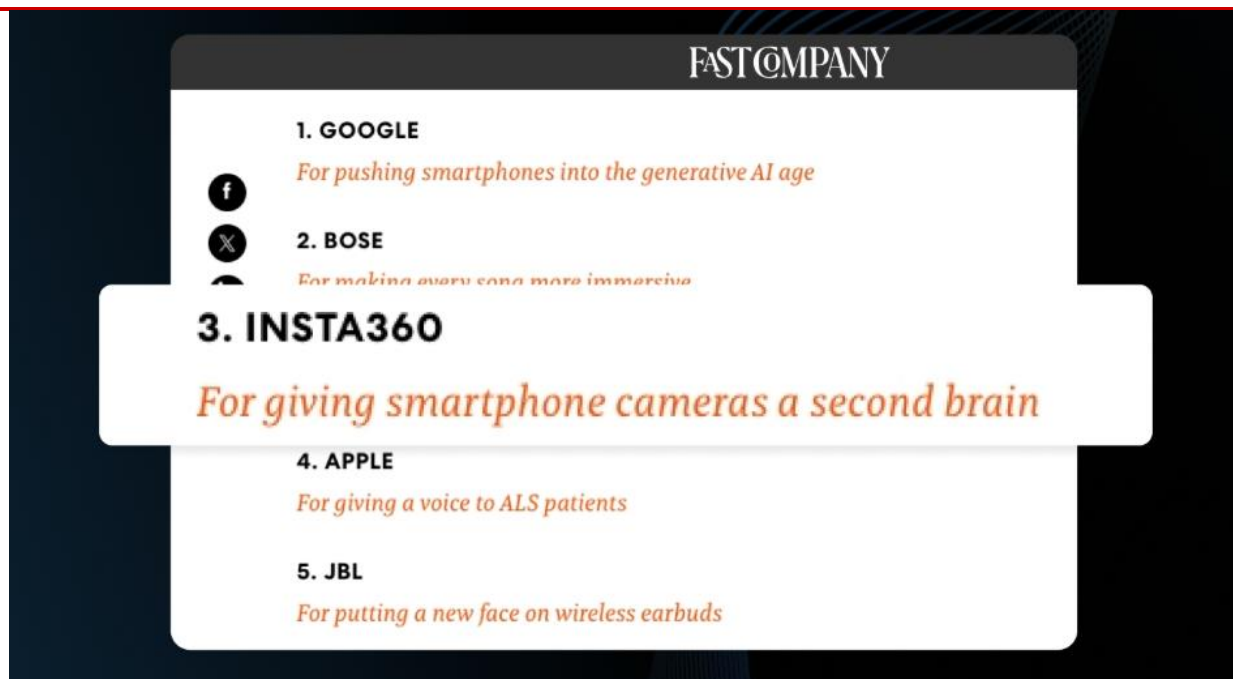
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 品牌优势：树立创新品牌形象，提升品牌影响力

凭借创新的产品设计、先进的产品技术和丰富的产品功能，公司在行业内的知名度及品牌优势不断提升。截至目前，公司“Insta360 影石”品牌产品荣获国内外多项荣誉奖项，包括美国 CES 创新金奖、美国 CES 创新奖、德国红点设计奖、德国 iF 设计奖、日本 Good Design 设计奖等。2024 年，公司获得《Fast Company》评选的“2024 全球最具创新力公司”消费电子榜单第三名、谷歌（Google）&凯度（Kantar）评选的“中国全球化品牌 50 强”。

与此同时，公司打造多样化的全球市场推广渠道，提升品牌影响力。公司依靠线上营销宣传和线下展会活动相结合的方式，通过新闻媒体报道、垂直行业 KOL 推荐、社交媒体广告和国内外知名展会等渠道，触达终端用户，加强品牌渗透。

图 31 影石入选 2024 全球最具创新力公司榜单



资料来源：影石创新官网，华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

基本假设：

1、消费级全景相机：主要包括 ONE X 系列、Ace 系列、GO 系列、ONE R 系列、瞳 Sphere 系列、Link 系列、Flow 系列、Nano 系列的消费级全景相机、运动相机、手持摄影设备及网络摄像头等产品。伴随着公司的核心产品线 ONE X 系列新品持续迭代，叠加 ACE、GO 系列产品的加速拓展，公司消费级全景相机业务有望保持持续增长。因此，我们假设公司消费级全景相机业务 2025-27 年营业收入分别为 67.46、91.20、116.65 亿元，同比+40.88%、+35.19%、+27.90%。毛利率方面，由于公司运动相机、云台等新品类市场竞争相对较大，该板块毛利率或将小幅下滑。因此，我们假设该板块 2025-27 年毛利率分别为 51.0%、50.8%、50.5%。

2、专业级全景相机：主要包括 Pro 系列和 TITAN 等专业 VR 全景相机及 Connect 系列 AI 视频会议一体机。其中，Connect 系列为 2024 年 12 月新推出的产品线，有望成为专业级设备的新增长点。因此，我们假设公司专业级全景相机业务 2025-27 年营业收入分别为 1.01、1.20、1.39 亿元，同比+327.65%、+18.82%、+15.88%。毛利率方面，考虑到 Connect 系列新品占比提升，该板块毛利率或将有所提升。因此，我们假设该板块 2025-27 年毛利率分别为 57.0%、57.0%、57.0%。

3、配件及其他产品：主要包括适配公司相机的自拍杆、电池、保护壳、三脚架和蓝牙遥控器等，以及滑雪套餐、摩托车套餐、宠物套餐等多种配件组合。公司不断丰富设备相关配件产品，预计配件业务有望持续增长。同时 2025 年公司新推出云服务，软件付费业务有望带来新的业绩增量。因此，我们假设配件及其他业务 2025-27 年营业收入分别为 11.49、18.15、28.13 亿元，同比+60.00%、+58.00%、+55.00%。毛利率方面，考虑到新品放量叠加软件收入占比提升，该板块毛利率有望维持在较高水平。因此，我们假设该板块 2025-27 年毛利率分别为 57.5%、58.0%、58.5%。

盈利预测结果：综上所述，我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 80.44、111.08、146.76 亿元，同比+44.31%、+38.09%、+32.12%；毛利率分别为 52.00%、52.04%、52.09%。

表 9 公司主营业务拆分

百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	849.92	1328.32	2041.13	3636.39	5574.13	8044.14	11107.95	14675.53
yoy		56.29%	53.66%	78.16%	53.29%	44.31%	38.09%	32.12%
毛利率	46.59%	50.41%	51.49%	55.95%	52.20%	52.00%	52.04%	52.09%
消费级全景相机	662.59	1089.01	1704.38	3131.53	4788.61	6746.21	9119.89	11664.76
yoy		64.36%	56.51%	83.73%	52.92%	40.88%	35.19%	27.90%
毛利率	44.60%	49.94%	50.45%	55.14%	51.42%	51.00%	50.80%	50.50%
专业级全景相机	69.90	69.32	47.74	33.95	23.56	100.74	119.70	138.72
yoy		-0.84%	-31.12%	-28.90%	-30.61%	327.65%	18.82%	15.88%
毛利率	57.18%	55.62%	57.07%	60.55%	56.53%	57.00%	57.00%	57.00%
配件及其他	104.70	153.89	257.63	426.56	718.05	1148.87	1815.22	2813.59
yoy		46.97%	67.41%	65.57%	68.33%	60.00%	58.00%	55.00%
毛利率	51.87%	51.44%	55.63%	61.10%	57.32%	57.50%	58.00%	58.50%
其他	12.72	16.10	31.38	44.35	43.92	48.31	53.14	58.45
yoy		26.56%	94.91%	41.33%	-0.98%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	48.58%	49.66%	65.57%	60.11%	50.50%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取消费电子相关公司小米集团、安克创新、绿联科技、石头科技作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 28.73x。我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 80.44、111.08、146.76 亿元，同比+44.31%、+38.09%、+32.12%；归母净利润分别为 11.44、16.15、23.27 亿元，同比+14.96%、+41.19%、+44.12%；EPS 分别为 2.85、4.03、5.80 元。2025 年 6 月 11 日收盘价为 177.00 元，对应 PE 分别为 62.07x、43.96x、30.50x。考虑到影石创新在智能影像设备赛道具有绝佳卡位和品牌稀缺性，有望持续引领行业技术创新，业绩具备高增长弹性，故给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小米集团	1810.HK	54.10	1.47	1.92	2.43	36.80	28.24	22.22
安克创新	300866.SZ	112.37	4.84	6.07	7.50	23.22	18.50	14.97
绿联科技	301606.SZ	53.81	1.54	1.98	2.44	34.86	27.17	22.02
石头科技	688169.SH	217.85	10.87	13.67	16.66	20.04	15.93	13.07
平均						28.73	22.46	18.07
影石创新	688775.SH	177.00	2.85	4.03	5.80	62.07	43.96	30.50

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 6 月 11 日

5. 风险提示

下游需求不及预期，新品迭代不及预期，中美贸易摩擦风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,574	8,044	11,108	14,676	净利润	995	1,144	1,615	2,327
YoY (%)	53.3%	44.3%	38.1%	32.1%	折旧和摊销	49	64	56	57
营业成本	2,665	3,861	5,327	7,031	营运资金变动	184	151	196	321
营业税金及附加	46	67	93	122	经营活动现金流	1,172	1,367	1,868	2,687
销售费用	826	1,368	1,888	2,348	资本开支	-150	-163	-137	-141
管理费用	253	362	500	660	投资	-1,563	0	0	0
财务费用	-19	-3	-22	-49	投资活动现金流	-1,694	-155	-72	-56
研发费用	777	1,207	1,666	2,201	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-35	-50	-50	-50	债务募资	0	0	0	0
投资收益	33	44	65	84	筹资活动现金流	-18	1	-1	-1
营业利润	1,058	1,239	1,760	2,511	现金净流量	-545	1,213	1,795	2,630
营业外收支	0	-1	-1	0	主要财务指标				
利润总额	1,059	1,238	1,760	2,511	成长能力				
所得税	64	95	145	184	营业收入增长率	53.3%	44.3%	38.1%	32.1%
净利润	995	1,144	1,615	2,327	净利润增长率	19.9%	15.0%	41.2%	44.1%
归属于母公司净利润	995	1,144	1,615	2,327	盈利能力				
YoY (%)	19.9%	15.0%	41.2%	44.1%	毛利率	52.2%	52.0%	52.0%	52.1%
每股收益	2.76	2.85	4.03	5.80	净利率	17.8%	14.2%	14.5%	15.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	24.7%	19.6%	20.5%	21.4%
货币资金	280	1,493	3,288	5,918	净资产收益率 ROE	31.3%	26.4%	27.2%	28.2%
预付款项	20	27	35	49	偿债能力				
存货	1,000	1,287	1,729	2,345	流动比率	2.24	2.42	2.52	2.62
其他流动资产	2,704	2,721	2,862	3,032	速动比率	0.83	1.17	1.47	1.71
流动资产合计	4,004	5,529	7,915	11,345	现金比率	0.16	0.65	1.05	1.37
长期股权投资	10	10	10	10	资产负债率	36.6%	35.0%	34.9%	34.6%
固定资产	176	224	239	257	经营效率				
无形资产	15	10	4	0	总资产周转率	1.38	1.38	1.41	1.35
非流动资产合计	1,017	1,130	1,211	1,294	每股指标 (元)				
资产合计	5,021	6,658	9,125	12,639	每股收益	2.76	2.85	4.03	5.80
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.84	10.78	14.81	20.61
应付账款及票据	1,197	1,457	2,004	2,819	每股经营现金流	3.26	3.41	4.66	6.70
其他流动负债	594	826	1,131	1,503	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,791	2,283	3,135	4,322	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	64.13	62.07	43.96	30.50
其他长期负债	49	51	51	51	PB	0.00	16.41	11.95	8.59
非流动负债合计	49	51	51	51					
负债合计	1,840	2,334	3,186	4,373					
股本	360	360	360	360					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,181	4,324	5,939	8,266					
负债和股东权益合计	5,021	6,658	9,125	12,639					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。