



全景相机增收不增利，无人机被给予厚望

2025年08月28日

核心观点

- 公司公告：**2025年上半年，公司实现营收36.7亿元，同比+51.2%，归母净利润5.2亿元，同比+0.3%。其中，25Q2实现营收23.2亿元，同比+58.1%，归母净利润3.4亿元，同比+1.7%。
- 中国市场增长更快：**1) 25H1，公司消费级全景相机实现收入31.6亿元，同比+53.8%；专业级全景相机实现收入0.11亿元，同比-14.5%，延续颓势；配件及其他实现收入4.6亿元，同比+36.4%。2) 上半年的重要新品是GO Ultra，延续GO系列轻量化、模块化的设计思路，但明显区别于此前的3S型号，追求了更高的配置和性能，牺牲了部分轻量化，同时价格也更贵。3) 25H1，内销/美国/欧洲/日韩/其他地区分别实现收入10/8.6/7.7/2.8/7.3亿元，分别同比+77.5%/+55.2%/+31.2%/+51.9%/+39.4%。公司IPO，在中国市场带来品牌宣传效应，流量明显增加，中国市场销售因此受益。
- 费用率提升导致利润率下降：**1) 25H1，公司归母净利润14.7%，同比下降7.2pct，主要是毛利率下降与费用率提升共同作用。2) 25H1，公司实现毛利率51.2%，同比-2.2pct，销售费用率达到17.1%，同比+2.4pct，主要是因为公司加大产品推广力度并增加销售人员薪酬；研发费用率达到15.3%，同比+3.8pct，当期主要投入多传感器感知避障导航系统、新一代一体化全景相机、新一代穿戴式相机及智能飞行机器人等在研项目。
- 全景无人机被给予厚望：**1) 大疆是影石主要竞争对手，虽然大疆在全景相机方面明显弱于影石，但大疆在Vlogger用户使用的运动相机方面具备明显优势。2) 影石计划推出全景无人机，将全景拍摄技术引入无人机拍摄方案实现创新，实现先飞行捕捉全景视野、再构图自由截取理想视角，同传统消费级无人机形成差异化竞争。3) 公司当前高估值已超过全景相机、运动相机业务。由于市场缺乏消费级无人机标的，影石特色的全景无人机开发计划被市场给予厚望。
- 投资建议：**我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入分别为81.7/112.3/149.5亿元，分别同比+46.5%/+37.5%/+33.1%，归母净利润11.8/16.2/22.8亿元，分别同比+18.5%/+37.2%/+41.1%，EPS分别为2.94/4.03/5.69元每股，当前股价对应119.7x/87.3x/61.8x P/E，维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**涉美337调查及相关诉讼的风险；新品开发不及预期风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,574	8,168	11,228	14,947
收入增长率%	53.3	46.5	37.5	33.1
归母净利润(百万元)	995	1,179	1,618	2,283
利润增长率%	19.9	18.5	37.2	41.1
摊薄EPS(元)	2.48	2.94	4.03	5.69
PE	141.90	119.73	87.25	61.83

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

影石创新（股票代码：688775）

谨慎推荐 维持评级

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

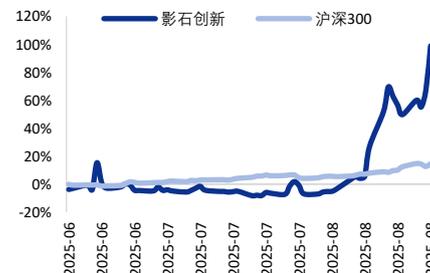
市场数据

2025年08月28日

股票代码	688775
A股收盘价(元)	352.00
上证指数	3,843.60
总股本(万股)	40,100
实际流通A股(万股)	3,050
流通A股市值(亿元)	107

相对沪深300表现图

2025年08月28日



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

25H1, 公司实现营业收入 36.7 亿元, 同比+51.2%。

分产品来看, 25H1 消费级全景相机/专业级全景相机/配件及其他分别实现收入 31.6/0.1/4.6 亿元, 分别同比+53.8%/-14.5%/+36.4%。

分区域来看, 25H1 中国/美国/欧洲/日韩/其他地区分别实现收入 10/8.6/7.7/2.8/7.3 亿元, 分别同比+77.5%/+55.2%/+31.2%/+51.9%/+39.4%。

表1: 公司营业收入拆分

		2022	2023	2024	2025H1
按产品	营业收入 (百万元)	2,041	3,636	5,574	3,671
	消费级全景相机	1,704	3,132	4,789	3,159
	专业级全景相机	48	34	24	11
	配件及其他	258	427	718	464
	其他业务	31	44	44	37
	营业收入 YOY	53.7%	78.2%	53.3%	51.2%
	消费级全景相机	56.5%	83.7%	52.9%	53.8%
	专业级全景相机	-31.1%	-28.9%	-30.6%	-14.5%
	配件及其他	67.4%	65.6%	68.3%	36.4%
	其他业务	94.9%	41.3%	-1.0%	76.5%
	毛利率	51.5%	56.0%	52.2%	51.2%
	消费级全景相机	50.5%	55.1%	51.4%	49.9%
	专业级全景相机	57.1%	60.6%	56.5%	62.1%
	配件及其他	55.6%	61.1%	57.3%	59.1%
其他业务	65.6%	60.1%	50.5%	64.3%	
按区域	营业收入 (百万元)	2,041	3,636	5,574	3,671
	中国	413	689	1,308	1,004
	美国地区	431	903	1,293	856
	欧洲地区	465	832	1,292	765
	日韩地区	188	272	429	280
	其他地区	512	895	1,209	728
	其他业务	31	44	44	37
	营业收入 YOY	53.7%	78.2%	53.3%	51.2%
	中国	9.3%	66.5%	89.9%	77.5%
	美国地区	62.5%	109.5%	43.1%	55.2%
	欧洲地区	62.4%	78.8%	55.2%	31.2%
	日韩地区	38.7%	45.0%	57.5%	51.9%
	其他地区	107.8%	75.0%	35.0%	39.4%
	其他业务	94.9%	41.3%	-1.0%	76.5%
	毛利率	51.5%	56.0%	52.2%	51.2%
	中国				49.1%
	美国地区				53.7%
欧洲地区				52.0%	
日韩地区				48.7%	

其他地区				50.8%
其他业务	65.6%	60.1%	50.5%	64.3%

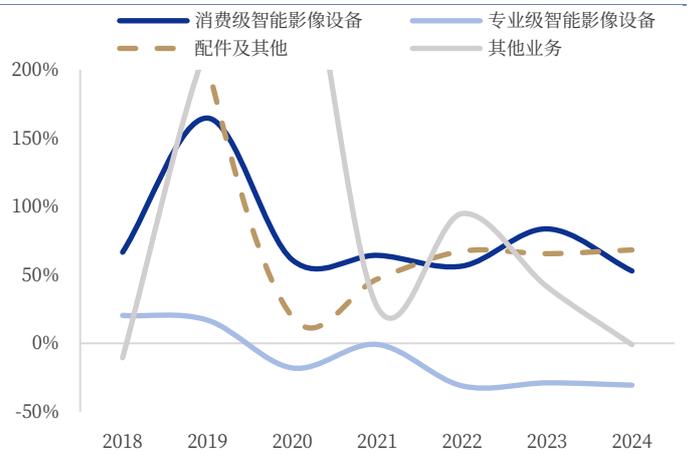
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：公司营业收入拆分（年度，按产品）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入拆分 YOY（年度，按产品）



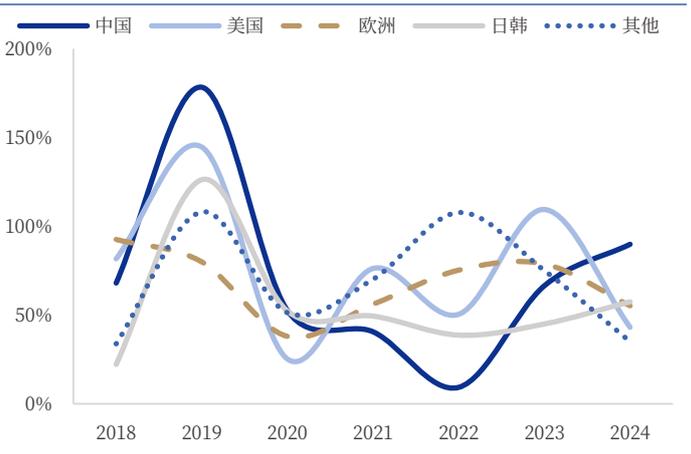
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司主营业务收入拆分（年度，按区域）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司主营业务收入拆分 YOY（年度，按区域）

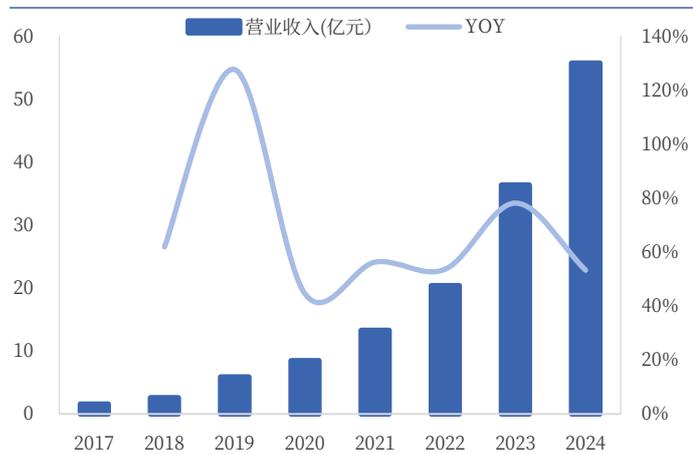


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 公司主要财务

公司业绩实现高速增长。受益于行业成长性，以及公司产品持续迭代创新，在市场中不断积累竞争优势，公司业绩保持高速增长态势。2024 年，公司实现营业收入 55.7 亿元，同比+53.3%，2017~2024 CAGR 为 66.2%；归母净利润 9.9 亿元，同比+19.9%，2017~2024 CAGR 为 106.5%。

图1：公司营业收入（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

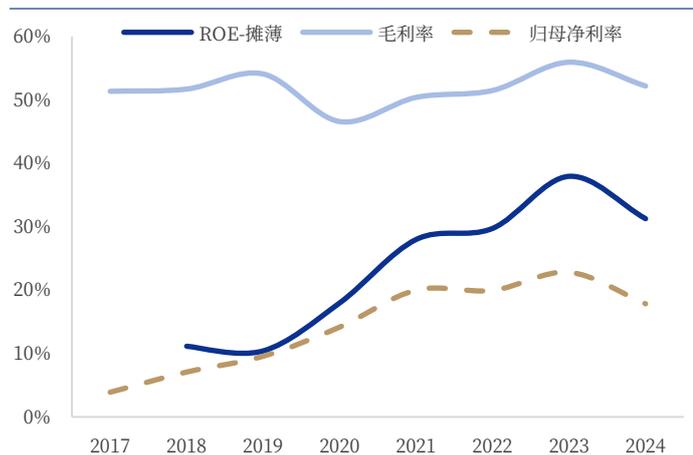
图2：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

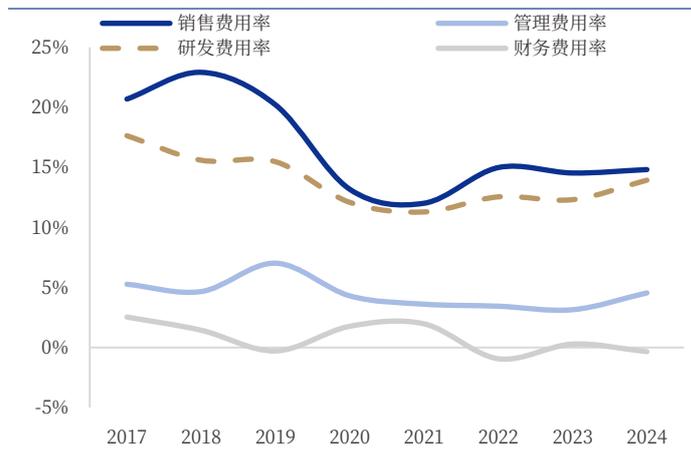
公司毛利率维持高位，归母净利率 2024 年有所下降。整体来看，公司持续推进产品创新迭代，毛利率维持在 50% 左右，2024 年为 52.2%；归母净利率和 ROE 在前期业务快速扩张的过程中，伴随规模效应释放而提升，但 2024 年受毛利率波动及费用率提升的影响而有所下降，2024 年公司归母净利率和 ROE-摊薄分别为 17.8%、31.3%。

图3：公司 ROE、毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

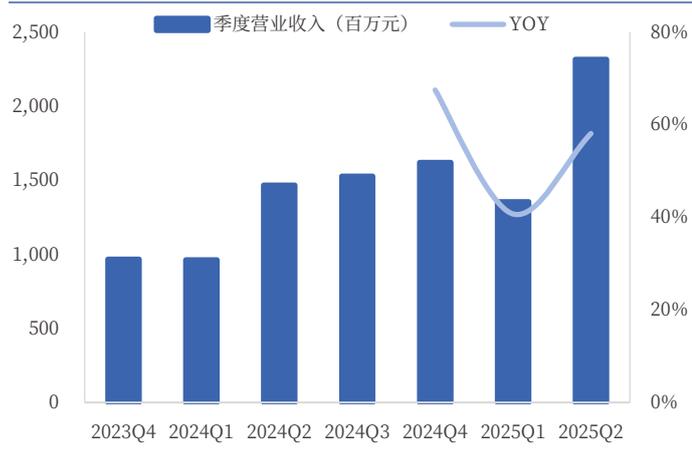
图4：公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

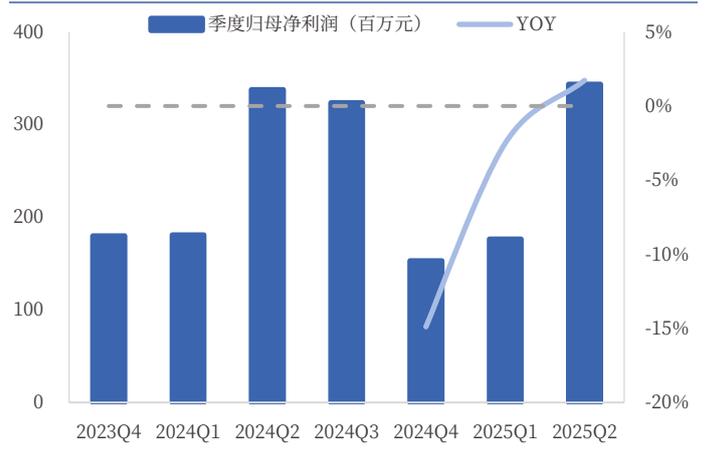
25H1，公司实现营业收入 36.7 亿元，同比+51.2%；归母净利润 5.2 亿元，同比+0.3%。公司于 25Q1/25Q2 分别实现营业收入 13.6/23.2 亿元，分别同比+40.7%/+58.1%；归母净利润 1.8/3.4 亿元，分别同比-2.5%/+1.7%。

图5: 公司营业收入 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图6: 公司归母净利润 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

二、投资建议

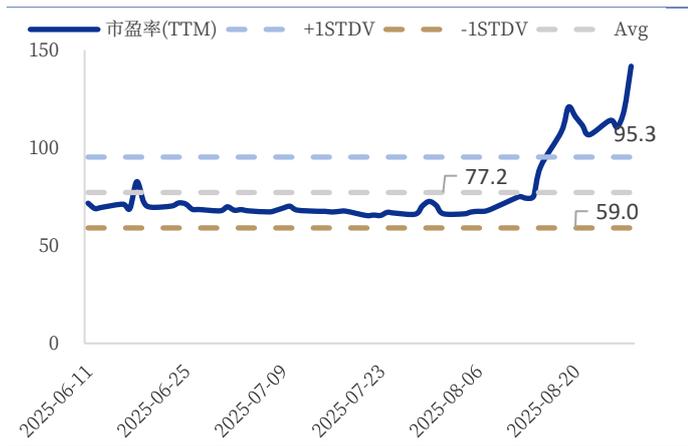
我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 81.7/112.3/149.5 亿元，分别同比 +46.5%/+37.5%/+33.1%，归母净利润 11.8/16.2/22.8 亿元，分别同比 +18.5%/+37.2%/+41.1%，EPS 分别为 2.94 /4.03/5.69 元每股，当前股价对应 119.7x/87.3x/61.8x P/E，维持“谨慎推荐”评级。

表2: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,574	8,168	11,228	14,947
收入增长率%	53.3	46.5	37.5	33.1
归母净利润(百万元)	995	1,179	1,618	2,283
利润增速%	19.9	18.5	37.2	41.1
完全摊薄 EPS(元)	2.48	2.94	4.03	5.69
PE	141.90	119.73	87.25	61.83

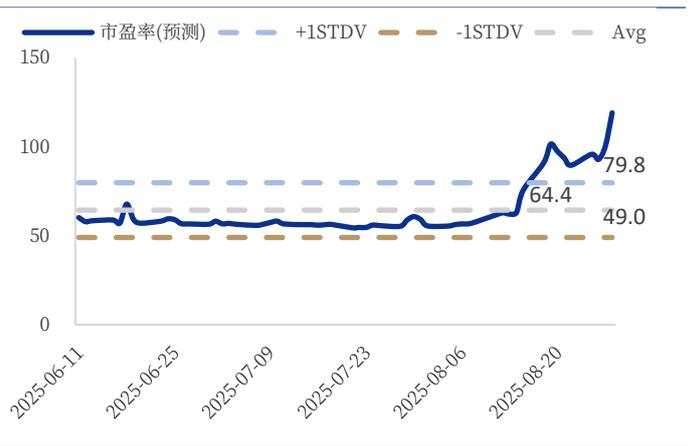
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图7: 公司历史估值区间 (市盈率 TTM)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图8: 公司历史估值区间 (市盈率 预测)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

三、风险提示

国际贸易风险；涉美 337 调查及相关诉讼的风险；市场竞争加剧的风险。

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,004	7,510	9,946	13,434
现金	280	3,935	5,714	8,298
应收账款	203	219	334	463
其它应收款	91	76	117	180
预付账款	20	28	36	51
存货	1,000	1,375	1,867	2,564
其他	2,410	1,877	1,877	1,877
非流动资产	1,017	1,073	1,116	1,150
长期投资	11	11	11	11
固定资产	176	294	366	412
无形资产	15	25	34	43
其他	815	743	705	685
资产总计	5,021	8,583	11,063	14,584
流动负债	1,791	2,412	3,274	4,513
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,128	1,464	1,983	2,786
其他	663	948	1,291	1,727
非流动负债	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0
其他	49	49	49	49
负债总计	1,840	2,461	3,323	4,561
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,181	6,122	7,740	10,023
负债和股东权益	5,021	8,583	11,063	14,584

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,172	1,410	1,808	2,591
净利润	995	1,179	1,618	2,283
折旧摊销	49	38	49	59
财务费用	-14	0	0	0
投资损失	-33	-44	-66	-86
营运资金变动	183	187	167	308
其他	-7	50	40	26
投资活动现金流	-1,694	483	-28	-8
资本支出	-150	-94	-94	-93
长期投资	-1,563	0	0	0
其他	19	577	66	86
筹资活动现金流	-18	1,762	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-18	1,762	0	0
现金净增加额	-545	3,654	1,780	2,583

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,574	8,168	11,228	14,947
营业成本	2,665	3,971	5,437	7,225
税金及附加	46	68	93	124
销售费用	826	1,307	1,830	2,436
管理费用	253	412	589	754
研发费用	777	1,260	1,766	2,277
财务费用	-19	-6	-79	-114
资产减值损失	-35	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益及其他	65	123	173	218
营业利润	1,058	1,277	1,764	2,463
营业外收入	6	3	4	4
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	1,059	1,277	1,763	2,463
所得税	64	98	145	180
净利润	995	1,179	1,618	2,283
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	995	1,179	1,618	2,283
EBITDA	1,089	1,309	1,734	2,408
EPS (元)	2.48	2.94	4.03	5.69

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	53.3%	46.5%	37.5%	33.1%
营业利润增长率	13.3%	20.7%	38.1%	39.7%
归母净利润增长率	19.9%	18.5%	37.2%	41.1%
毛利率	52.2%	51.4%	51.6%	51.7%
净利率	17.8%	14.4%	14.4%	15.3%
ROE	31.3%	19.3%	20.9%	22.8%
ROIC	30.4%	19.1%	19.9%	21.6%
资产负债率	36.6%	28.7%	30.0%	31.3%
净资产负债率	57.8%	40.2%	42.9%	45.5%
流动比率	2.24	3.11	3.04	2.98
速动比率	0.83	2.13	2.16	2.18
总资产周转率	1.38	1.20	1.14	1.17
应收账款周转率	37.42	38.74	40.57	37.48
应付账款周转率	3.30	3.06	3.15	3.03
每股收益	2.48	2.94	4.03	5.69
每股经营现金流	2.92	3.52	4.51	6.46
每股净资产	7.93	15.27	19.30	24.99
P/E	141.90	119.73	87.25	61.83
P/B	44.37	23.06	18.24	14.08
EV/EBITDA	129.43	104.86	78.13	55.18
PS	25.32	17.28	12.57	9.44

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

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。

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。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

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	超配：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：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_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：	陆韵如 021-60387901 luyunru_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		