

当前扩大规模为主，费用投放明显增多

2025 年 10 月 27 日

核心观点

- **公司公告：**2025 年前三季度，公司实现营收 66.1 亿元，同比+67.2%，归母净利润 7.9 亿元，同比-6.0%。其中，2025Q3 实现营收 29.4 亿元，同比+92.6%，归母净利润 2.7 亿元，同比-15.9%。公司营业收入超市场预期，净利润低于市场预期。公司 25Q1、Q2、Q3 归母净利润率 13.0%、14.8%、9.2%，分别同比-5.8pct、-8.2pct、-11.9pct，大幅下降，主要原因是公司执行规模扩张策略，导致毛利率下降，销售费用率大幅提升；同时公司明显加强研发力度，研发费用率提升；随着规模的快速增长，管理费用被摊薄，管理费用率下降。
- **产品迭代创新，收入维持高增：**1) 公司维持较高频率的新品发布节奏，2025 年以来陆续发布 X5 全景相机、GO Ultra 口袋相机、Flow 2 手机云台、全景无人机等新品。2) 新品放量带动公司收入高增，叠加公司上市带来的品牌曝光度提升，2025Q1 / Q2 / Q3 分别实现收入 13.6 / 23.2 / 29.4 亿元，分别同比+40.7% / +58.1% / +92.6%，呈现收入增长提速。
- **销售费用高投放，25Q3 市场竞争加剧：**1) 2025 年以来公司执行规模扩张为优先的策略。25Q1、Q2、Q3 销售费用增长率明显高于营业收入增长率，销售费用率分别达到 18.9%、16.1%、17.1%，分别同比+3.2pct、+2.0pct、+4.0pct，其中第三季度费用率提升更明显。2) 智能影像市场竞争激烈。大疆和影石互相渗透，大疆发布 Osmo 360 全景相机、Nano 磁吸运动相机，影石发布全景无人机。25Q3 大疆和影石均大幅降价促销，大疆 Osmo Pocket 3 全能套装降价 900 元，Osmo Action 4 标准套装降价 949.8 元；影石 X5 降价 800 元，GO 3S 降价 700 元。对应的，25 Q1、Q2、Q3 毛利率 52.9%、50.2%、47.6%，呈现下降趋势，分别同比-1.5pct、-2.5pct、-6.7pct。
- **研发投入力度明显提升：**1) 25Q1、Q2、Q3 研发费用率分别 17.1%、14.3%、17.8%，分别同比+3.2pct、+4.2pct、+4.9pct。2) 公司为积极抢占市场，2025 年明显提升研发力度，特别是公司为进军无人机市场，公司推出自影翎 Antigravity 全景无人机品牌，影翎 Antigravity 全景无人机公测已进入尾声，有望于 2025Q4 实现部分区域市场的试售。
- **投资建议：**我们上调营业收入，但下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 94.3/132.6/183.7 亿元，分别同比+69.2%/+40.5%/+38.6%，归母净利润 10.4/15.7/21.8 亿元，分别同比+4.7%/+50.7%/+38.9%，EPS 分别为 2.60/3.91/5.43 元每股，当前股价对应 116.6/77.4/55.7 P/E，维持“谨慎推荐”评级。
- **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。

影石创新（股票代码：688775）**谨慎推荐** 维持评级

分析师

何伟✉: 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**✉: lusiuyan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525060001

市场数据

2025 年 10 月 27 日

股票代码	688775
A 股收盘价(元)	302.83
上证指数	3,996.94
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)	92

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 27 日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,574	9,433	13,256	18,368
收入增长率%	53.29	69.22	40.53	38.57
归母净利润(百万元)	995	1,041	1,569	2,179
利润增长率%	19.91	4.67	50.72	38.87
摊薄 EPS(元)	2.48	2.60	3.91	5.43
PE	122.08	116.63	77.38	55.72

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 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%。

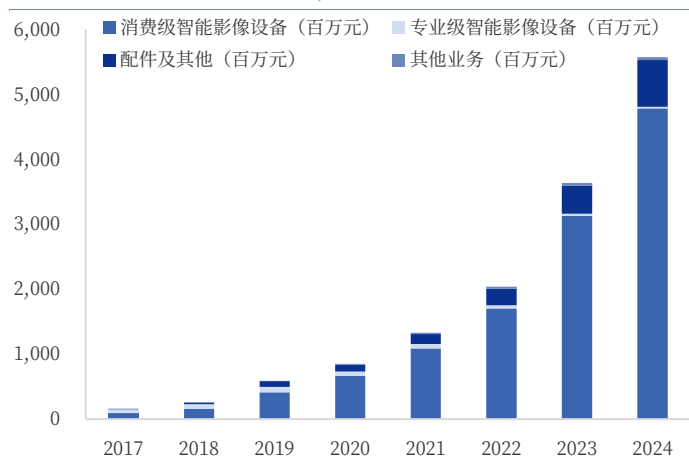
表1: 公司营业收入拆分

		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%

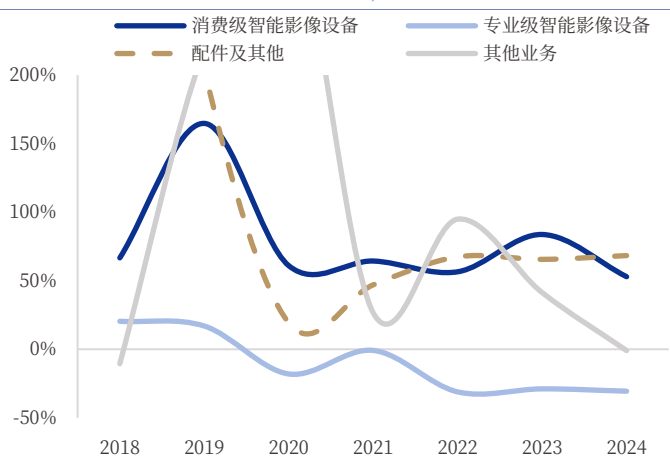
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：公司营业收入拆分（年度，按产品）



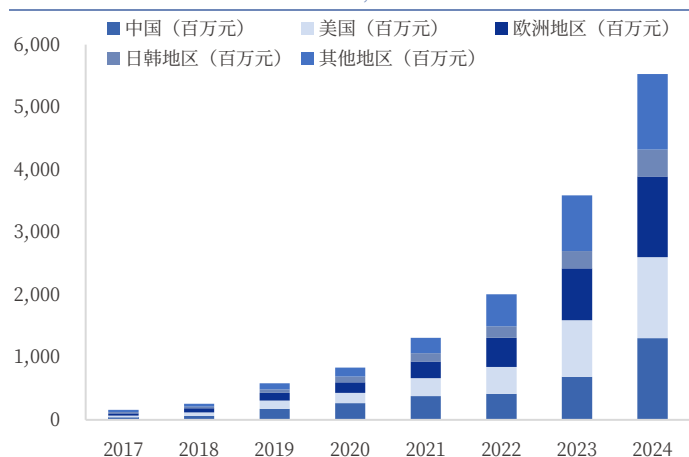
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入拆分 YOY（年度，按产品）



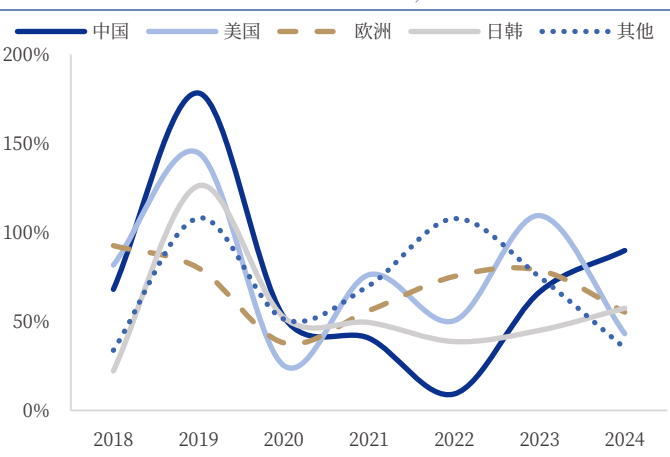
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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）

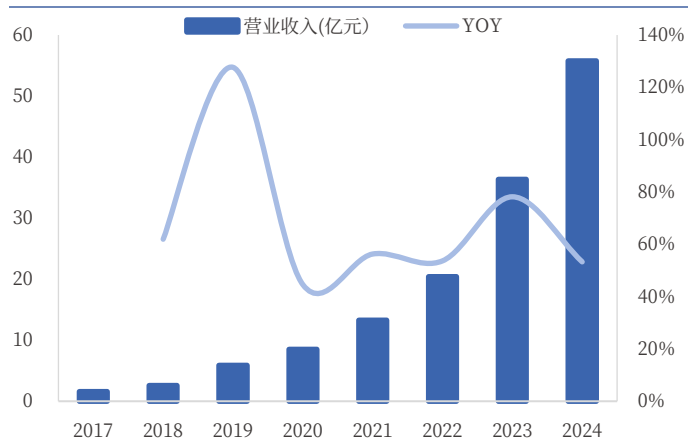


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）主要财务

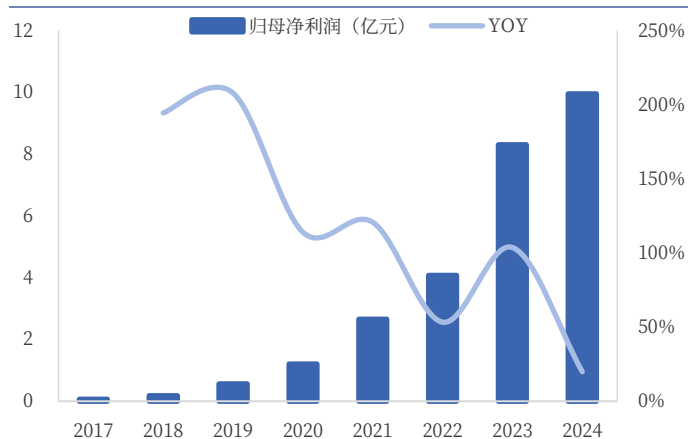
公司业绩实现高速增长。受益于行业成长性，以及公司产品持续迭代创新，在市场中不断积累竞争优势，公司业绩保持高速增长态势。2024 年，公司实现营业收入 55.7 亿元，同比+53.3%，2017~2024 CAGR 为 66.2%；归母净利润 9.9 亿元，同比+19.9%，2017~2024 CAGR 为 106.5%。

图1: 公司营业收入 (年度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

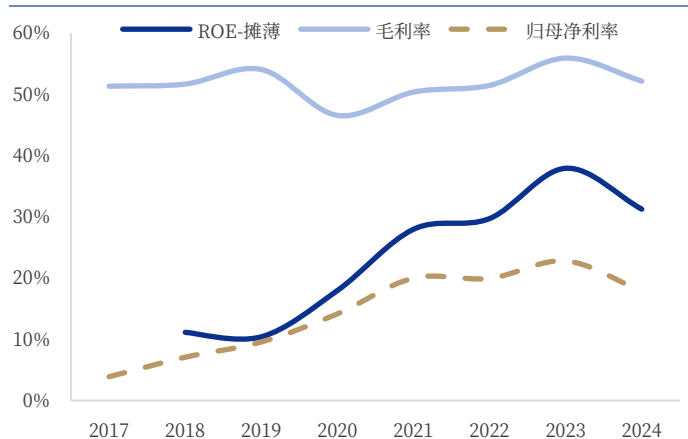
图2: 公司归母净利润 (年度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

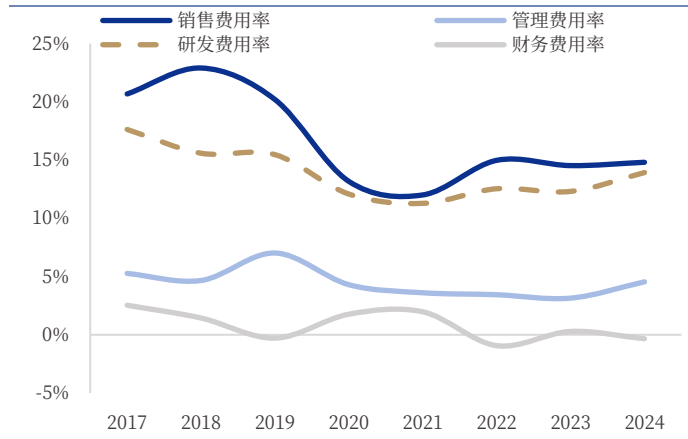
公司毛利率维持高位, 归母净利率 2024 年有所下降。整体来看, 公司持续推进产品创新迭代, 毛利率维持在 50% 左右, 2024 年为 52.2%; 归母净利率和 ROE 在前期业务快速扩张的过程中, 伴随规模效应释放而提升, 但 2024 年受毛利率波动及费用率提升的影响而有所下降, 2024 年公司归母净利率和 ROE-摊薄分别为 17.8%、31.3%。

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

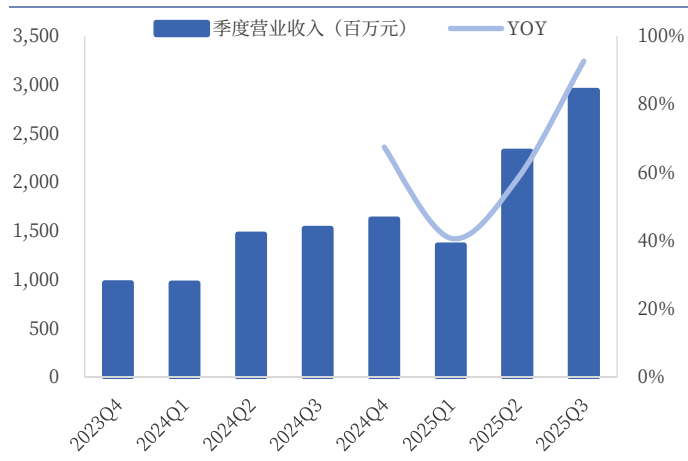
图4: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

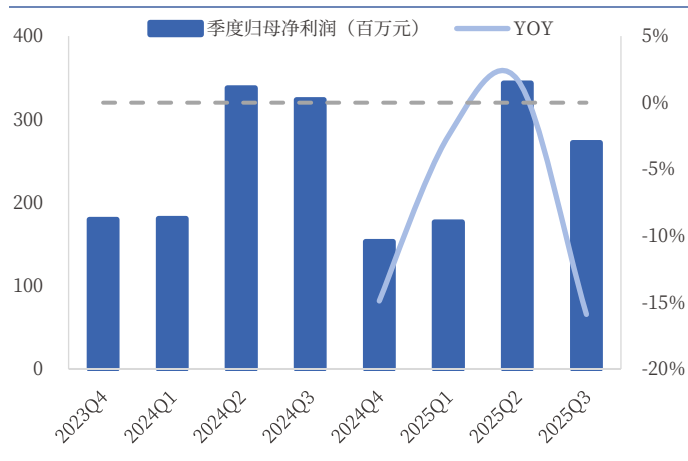
公司于 25Q1/25Q2/25Q3 分别实现营业收入 13.6/23.2/29.4 亿元, 分别同比 +40.7%/+58.1%/+92.6%; 归母净利润 1.8/3.4/2.7 亿元, 分别同比 -2.5%/+1.7%/-15.9%。

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

表2：单季度利润表（百万元）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	963	1,465	1,526	1,620	1,355	2,316	2,940
营业收入	963	1,465	1,526	1,620	1,355	2,316	2,940
营业总成本	758	1,113	1,186	1,489	1,186	1,951	2,683
减：营业成本	438	692	697	837	638	1,153	1,539
减：税金及附加	7	15	13	11	9	12	9
减：销售费用	151	207	200	268	256	372	503
减：管理费用	33	55	77	89	51	82	100
减：研发费用	134	147	198	298	232	330	524
减：财务费用	-5	-1	2	-14	-0	2	9
减：其他业务成本（金融类）	-	-	0	-	-	-	-
其他经营收益	1	22	2	6	6	2	7
加：公允价值变动净收益	-	-	0	2	1	1	1
加：投资净收益	7	7	9	10	11	10	9
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	0	-0	-0	-0	1
加：净敞口套期收益	-	-	-	-	-	-	-
加：汇兑净收益	-	-	-	-	-	-	-
加：资产处置收益	-	-	0	-	1	1	-
加：资产减值损失	-16	5	-15	-9	-19	-14	-10
加：信用减值损失	-1	-3	0	-6	-0	-5	-4
加：其它收益	12	13	7	9	12	10	11
营业利润	206	374	342	136	175	366	264
加：营业外收入	0	2	2	1	1	2	5
减：营业外支出	2	2	1	0	2	2	1
利润总额	205	373	344	137	174	366	268
减：所得税	24	35	20	-16	-2	23	-4
净利润(含少数股东损益)	181	338	323	153	176	343	272
减：少数股东损益	-	-	0	-	-	-	-0
归属于母公司所有者的净利润	181	338	323	153	176	343	272

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

表3：单季度财务指标

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
毛利率	54.5%	52.8%	54.3%	48.3%	52.9%	50.2%	47.6%
期间费用率	32.4%	27.8%	31.2%	39.6%	39.7%	34.0%	38.6%
销售费用率	15.7%	14.1%	13.1%	16.5%	18.9%	16.1%	17.1%
管理费用率	3.4%	3.7%	5.0%	5.5%	3.8%	3.5%	3.4%
研发费用率	13.9%	10.0%	13.0%	18.4%	17.1%	14.3%	17.8%
财务费用率	-0.5%	-0.1%	0.1%	-0.9%	0.0%	0.1%	0.3%
归母净利率	18.8%	23.0%	21.2%	9.4%	13.0%	14.8%	9.2%

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

二、投资建议

我们上调营业收入,但下调盈利预测,预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 94.3/132.6/183.7 亿元,分别同比 +69.2%/+40.5%/+38.6%,归母净利润 10.4/15.7/21.8 亿元,分别同比 +4.7%/+50.7%/+38.9%,EPS 分别为 2.60/3.91/5.43 元每股,当前股价对应 116.6/77.4/55.7 P/E,维持“谨慎推荐”评级。

表4: 收入拆分及预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
中国 (百万元)	1,308	3,008	4,511	6,767
YOY	89.9%	130.0%	50.0%	50.0%
美国 (百万元)	1,293	1,746	2,182	2,727
YOY	43.1%	35.0%	25.0%	25.0%
欧洲 (百万元)	1,292	1,937	2,712	3,526
YOY	55.2%	50.0%	40.0%	30.0%
日韩 (百万元)	429	622	871	1,219
YOY	57.5%	45.0%	40.0%	40.0%
其他地区及其他业务 (百万元)	1,253	2,120	2,979	4,128
YOY	33.3%	45.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院预测

注: 黄色区域为预测值

表5: 盈利能力预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	52.2%	48.8%	48.4%	48.2%
销售费用率	14.8%	17.3%	17.0%	17.0%
管理费用率	4.5%	3.5%	3.3%	3.1%
研发费用率	13.9%	17.0%	16.0%	16.0%
财务费用率	-0.3%	-0.1%	-0.6%	-0.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院预测

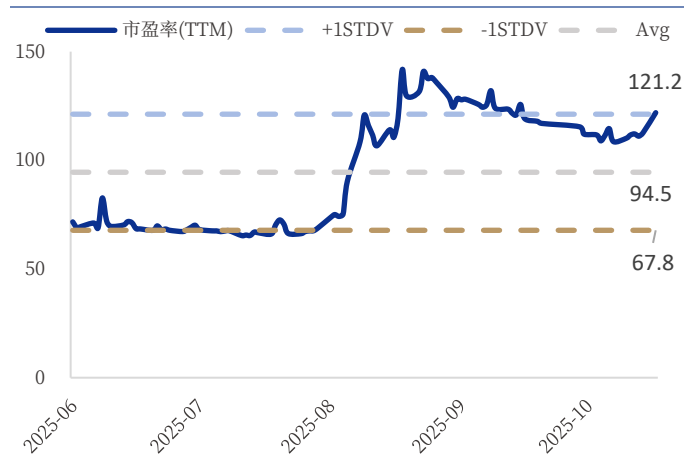
注: 黄色区域为预测值

表6: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,574	9,433	13,256	18,368
收入增长率%	53.29	69.22	40.53	38.57
归母净利润(百万元)	995	1,041	1,569	2,179
利润增长率%	19.91	4.67	50.72	38.87
摊薄 EPS(元)	2.48	2.60	3.91	5.43
PE	122.08	116.63	77.38	55.72

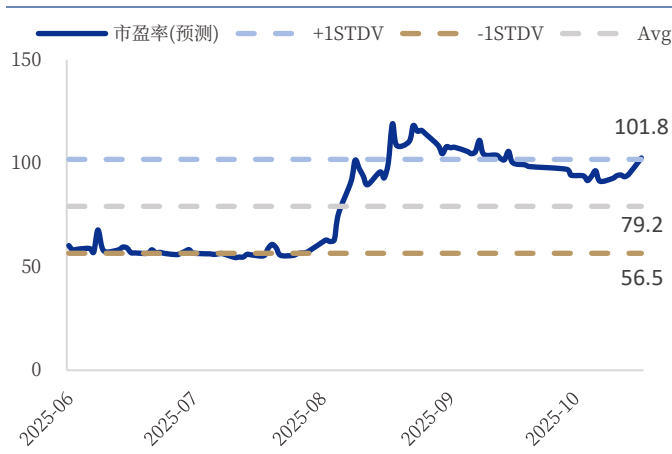
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

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	7,872	10,574	14,527
现金	280	3,948	5,770	8,416
应收账款	203	253	395	569
其它应收款	91	88	138	222
预付账款	20	34	45	67
存货	1,000	1,671	2,348	3,376
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	8,945	11,690	15,678
流动负债	1,791	2,912	4,088	5,896
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,128	1,780	2,495	3,669
其他	663	1,132	1,593	2,228
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	2,960	4,137	5,945
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,181	5,984	7,553	9,733
负债和股东权益	5,021	8,945	11,690	15,678

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,172	1,416	1,838	2,634
净利润	995	1,041	1,569	2,179
折旧摊销	49	38	49	59
财务费用	-14	0	0	0
投资损失	-33	-51	-78	-106
营运资金变动	183	313	239	452
其他	-7	75	58	49
投资活动现金流	-1,694	490	-16	12
资本支出	-150	-94	-94	-93
长期投资	-1,563	0	0	0
其他	19	583	78	106
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	3,668	1,822	2,646

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,574	9,433	13,256	18,368
营业成本	2,665	4,828	6,839	9,513
税金及附加	46	78	110	152
销售费用	826	1,632	2,254	3,123
管理费用	253	330	437	569
研发费用	777	1,604	2,121	2,939
财务费用	-19	-6	-79	-115
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	142	170	234
营业利润	1,058	1,108	1,744	2,422
营业外收入	6	3	4	4
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	1,059	1,108	1,744	2,421
所得税	64	66	174	242
净利润	995	1,041	1,569	2,179
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	995	1,041	1,569	2,179
EBITDA	1,089	1,140	1,714	2,365
EPS（元）	2.48	2.60	3.91	5.43

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	53.3%	69.2%	40.5%	38.6%
营业利润增长率	13.3%	4.7%	57.4%	38.8%
归母净利润增长率	19.9%	4.7%	50.7%	38.9%
毛利率	52.2%	48.8%	48.4%	48.2%
净利率	17.8%	11.0%	11.8%	11.9%
ROE	31.3%	17.4%	20.8%	22.4%
ROIC	30.4%	17.2%	19.7%	21.3%
资产负债率	36.6%	33.1%	35.4%	37.9%
净资产负债率	57.8%	49.5%	54.8%	61.1%
流动比率	2.24	2.70	2.59	2.46
速动比率	0.83	1.78	1.76	1.71
总资产周转率	1.38	1.35	1.28	1.34
应收账款周转率	37.42	41.41	40.93	38.11
应付账款周转率	3.30	3.32	3.20	3.09
每股收益	2.48	2.60	3.91	5.43
每股经营现金流	2.92	3.53	4.58	6.57
每股净资产	7.93	14.92	18.84	24.27
P/E	122.08	116.63	77.38	55.72
P/B	38.17	20.29	16.08	12.48
EV/EBITDA	111.32	103.10	67.50	47.79
PS	21.79	12.87	9.16	6.61

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，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，并不构成对客户的投资咨询建议，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：

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