

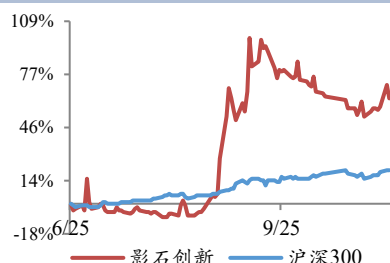
产品迭代加速，终端品牌绽放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元） 288.80
近 12 个月最高/最低（元） 377.77/161.06
总股本（百万股） 401
流通股本（百万股） 31
流通股比例（%） 7.61
总市值（亿元） 1,158
流通市值（亿元） 88

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

相关报告

1. 新兴消费电子时代，终端品牌大有可为 2025-08-15

2. 影石创新：国产科技创新与新兴消费相互促进，全景相机全方位记录多彩美好生活 2025-06-19

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 28 日，影石创新公告 2025 年第三季度报告，公司前三季度实现营业收入 66.11 亿元，同比增长 67.18%，归母净利润 7.92 亿元，同比下降 5.95%，扣非归母净利润 7.42 亿元，同比下降 7.74%。对应 3Q25 单季度营业收入 29.40 亿元，同比增长 92.64%，环比增长 26.98%，单季度归母净利润 2.72 亿元，同比下降 15.90%，环比下降 20.82%，单季度扣非归母净利润 2.50 亿元，同比下降 20.01%，环比下降 24.45%。

● 产品迭代加速，终端品牌绽放

公司 3Q25 营业收入延续快速增长态势，同时公司高度重视研发投入和业务多元化布局，在芯片定制及战略项目的投入金额较大，3Q25 单季度研发费用 5.24 亿元，同比增长 3.26 亿元，环比增长 1.94 亿元，若剔除上述投入因素的影响，公司利润指标同比均实现提升。

公司的产品迭代节奏有所加速，2025 年上半年发布新一代全景相机 x5 之后，2025 年 10 月 28 日发布轻薄便携款式的全景相机产品 X4 Air，裸机重量 165g，产品重量相较 X5 减轻约 35g，给终端消费者更多样化的产品选择。此外，公司无人机产品进展也有所加速，公司计划推出两个无人机品牌，包括公司自有无人机品牌与与第三方共同孵化的影翎 Antigravity 全景无人机品牌。公司无人机品牌业务按既定计划顺利推进，其中影翎 Antigravity 全景无人机公测已进入尾声，初步预计影翎 Antigravity 全景无人机产品有望于 2025 年第四季度实现部分区域市场的试售。

我们持续看好全景相机的成长势头和未来空间，从几个维度来看：

- 1) 产品认知：我们认为全景相机是短视频时代的生产力工具，给创作者提供了更多新奇玩法，在短视频平台有头部博主输出相关内容之后，带动创作者模仿输出同风格的视频，比如大头针打卡视频等等；此外，AI 剪辑还能降低普通创作者制作门槛，低成本输出更多内容。
- 2) 竞争问题：我们认为竞争并不是当前主要矛盾，大疆入局全景相机市场对消费者教育&产品普及有积极作用，市场蛋糕在持续做大的过程中，所有厂商都会受益，比如 19-20 年的 AirPods 销量也没有因为其他 TWS 耳机出现就有所下降。我们看到了全景产品价格的下降，短期可能会对公司毛利率产生一些压力，但对于产品普及可能也会更加有利。
- 3) 市场空间：以产品应用场景测算，全景相机拍摄的视频主要还是分享到视频平台，那我们可以用视频平台的创作者数量 x 渗透率的方式，去估算全景相机潜在的市场量级。海外视频平台 Youtube 用户量约为 27 亿，创作者数量约为 6200 万，频道数量约为 1.1 亿。假设未来全景相机渗透率 15%，整体出货量级有机会接近千万台，以此为分母看全景相机的渗透率还处于较低的阶段。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.0、18.5、24.7 亿元（原预测为 13.1、16.4、22.3 亿元），对应 EPS 为 3.00、4.61、6.16 元/股。对应 2025 年 10 月 28 日股价的 PE 为 96.3、62.6、46.9 倍，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争烈度超预期，关税影响加剧，市场需求不及预期，无人机发售进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5574	9849	14515	19453
收入同比（%）	53.3%	76.7%	47.4%	34.0%
归属母公司净利润	995	1203	1850	2469
净利润同比（%）	19.9%	20.9%	53.8%	33.4%
毛利率（%）	52.2%	48.0%	48.0%	48.0%
ROE（%）	31.3%	19.6%	23.2%	23.6%
每股收益（元）	2.76	3.00	4.61	6.16
P/E	0.00	96.29	62.61	46.91
P/B	0.00	18.89	14.51	11.08
EV/EBITDA	-0.23	85.18	56.17	41.48

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4004	7989	11153	15018	营业收入	5574	9849	14515	19453
现金	280	3385	5458	8176	营业成本	2665	5121	7548	10116
应收账款	203	274	403	540	营业税金及附加	46	79	116	156
其他应收款	91	164	242	324	销售费用	826	1428	2105	2821
预付账款	20	26	38	51	管理费用	253	443	726	973
存货	1000	1565	2306	3091	财务费用	-19	-4	-50	-82
其他流动资产	2410	2575	2705	2835	资产减值损失	-35	0	0	0
非流动资产	1017	1099	1153	1204	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	10	50	80	110	投资净收益	33	33	33	33
固定资产	176	186	194	198	营业利润	1058	1278	1967	2625
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	816	847	864	881	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	5021	9088	12306	16222	利润总额	1059	1279	1968	2626
流动负债	1791	2905	4272	5719	所得税	64	77	118	158
短期借款	0	0	0	0	净利润	995	1203	1850	2469
应付账款	1128	1707	2516	3372	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	663	1198	1756	2347	归属母公司净利润	995	1203	1850	2469
非流动负债	49	52	53	54	EBITDA	1053	1320	1965	2596
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.76	3.00	4.61	6.16
其他非流动负债	49	52	53	54	主要财务比率				
负债合计	1840	2956	4324	5772	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	360	401	401	401	营业收入	53.3%	76.7%	47.4%	34.0%
资本公积	191	1898	1898	1898	营业利润	13.3%	20.8%	53.8%	33.5%
留存收益	2630	3832	5682	8151	归属于母公司净利润	19.9%	20.9%	53.8%	33.4%
归属母公司股东权益	3181	6131	7981	10450	获利能力				
负债和股东权益	5021	9088	12306	16222	毛利率（%）	52.2%	48.0%	48.0%	48.0%
现金流量表					净利率（%）	17.8%	12.2%	12.7%	12.7%
单位:百万元					ROE（%）	31.3%	19.6%	23.2%	23.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	29.4%	19.4%	22.5%	22.8%
经营活动现金流	1172	1519	2190	2836	偿债能力				
净利润	995	1203	1850	2469	资产负债率（%）	36.6%	32.5%	35.1%	35.6%
折旧摊销	49	45	48	51	净负债比率（%）	57.8%	48.2%	54.2%	55.2%
财务费用	-14	0	0	0	流动比率	2.24	2.75	2.61	2.63
投资损失	-33	-33	-33	-33	速动比率	0.83	1.64	1.66	1.77
营运资金变动	184	319	326	350	营运能力				
其他经营现金流	803	868	1523	2118	总资产周转率	1.38	1.40	1.36	1.36
投资活动现金流	-1694	-164	-118	-118	应收账款周转率	37.42	41.36	42.89	41.23
资本支出	-150	-64	-64	-64	应付账款周转率	3.30	3.61	3.57	3.44
长期投资	-1563	-90	-80	-80	每股指标（元）				
其他投资现金流	19	-10	26	26	每股收益	2.76	3.00	4.61	6.16
筹资活动现金流	-18	1750	1	1	每股经营现金流（摊薄）	2.92	3.79	5.46	7.07
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.84	15.29	19.90	26.06
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	41	0	0	P/E	0.00	96.29	62.61	46.91
资本公积增加	1	1707	0	0	P/B	0.00	18.89	14.51	11.08
其他筹资现金流	-19	2	1	1	EV/EBITDA	-0.23	85.18	56.17	41.48
现金净增加额	-545	3105	2073	2718					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

分析师：刘志来，华安证券电子分析师。2020-2021 年曾任职于信达证券，2023 年加入华安证券。5 年电子行业研究经验，兼具买卖方视角。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。