

电子

2025 年 06 月 04 日

影石创新 (688775)

——极客影像，敢于想象，从极限运动走向日常

发行上市资料：

发行价格 (元)	47.27
发行股数 (万股)	4,100
发行日期	2025-05-30
发行方式	上网定价，法人配售，法人定向配售
主承销商	中信证券股份有限公司
上市日期	-
*首日上市股数-万股	

基础数据(发行前): 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	9.33
总股本/流通 A 股(百万)	401/-
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

《智能影像设备：从户外运动向日常创作渗透——运动相机行业深度》 2025/04/18

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

李天奇 A0230522080001
litq@swsresearch.com
陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com

联系人

杨海晏
(8621)23297818x
yanghy@swsresearch.com

投资要点：

- **影石创新 2015 年成立，引领全景相机技术创新，主要产品全景相机、运动相机、穿戴运动相机荣获多项国际大奖。**One X 系列在全景领域遥遥领先，运动相机 Ace 系列属性性价比之选，影石创新软硬件技术横跨消费与专业级影像。根据 Frost&Sullivan 沙利文咨询机构数据，2023 年“Insta360 影石”全景相机全球市场占有率 67.2%，排名第一；“Insta360 影石”品牌在全球运动相机排名中位列第二。
- **智能影像把握差异化需求，异军突起。**区别于传统影像设备，智能影像产品以防抖、计算摄影技术、AI 影像等为核心技术。运动相机、全景相机、摄影无人机、云台相机、3D 相机等智能影像新品类创新迭起，代表厂商 GoPro、日本理光、大疆创新、影石创新、Garmin。
- **消费级产品从极限运动出圈，渗透进 Vlog、直播、日常影像创作；专业级产品参与好莱坞、央视直播等影视内容制作。**智能影像设备高度适配户外运动场景，滑雪、冲浪等是运动相机、全景相机典型使用场景，受益户外行业蓬勃发展。分区域，欧美区域户外渗透率更高，为智能影像设备的主要市场，中国户外运动仍处于蓬勃发展期。日常影像方面，短视频和直播的崛起，推动室内外智能影像设备需求持续增长。在专业级影像领域，GoPro、DJI、影石创新推出面向电影、直播、VR、会议等场景的高端智能影像产品及方案。
- **手持影像、无人机市场规模维持增长。**根据 Frost&Sullivan，全球手持智能影像设备市场规模由 2017 年 164.3 亿元增至 2023 年 364.7 亿元，CAGR 14.3%，其中全球全景相机市场规模达 50.3 亿元，运动相机市场规模约 314.4 亿元。根据 Statista，全球航拍无人机市场规模从 2017 年 19.2 亿美元增长至 2022 年 48.5 亿美元；2024 年全球无人机出货量达到 819 万台，2018-2024 年 CAGR 为 10.0%，预计 2024-2029 年 CAGR 有望保持 3.1%。
- **盈利预测与估值：**2025-2027 年影石创新营收预测分别为 78/105/144 亿元，归母净利润分别为 11/16/26 亿元。IPO 发行价对应 2025/26 年 PE 为 17/12X，参考 2026 年盈利预测 16.41 亿元，及 2026 年可比公司（极米、小米）平均 PE 22X，给予影石创新目标估值 366 亿元。
- **风险提示：**国际贸易摩擦及关税风险、技术迭代风险、同类产品竞争风险

盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,574	1,355	7,763	10,549	14,413
同比增长率 (%)	53.3	40.7	39.3	35.9	36.6
归母净利润 (百万元)	995	176	1,142	1,641	2,647
同比增长率 (%)	19.9	-2.5	14.8	43.7	61.3
每股收益 (元/股)	2.76	0.49	2.85	4.09	6.60
毛利率 (%)	52.2	52.9	52.0	50.0	50.0
ROE (%)	31.3	5.3	18.2	20.8	25.1
市盈率			-	-	-

财务指标

	2022	2023	2024
流动比率	1.9	2.2	2.2
资产负债率	30.8	28.3	36.6
应收账款周转率	56.1	55.2	37.4
存货周转率	.	.	.



目录

1. 智能影像设备：从极限运动走入寻常百姓家	5
1.1 智能影像逆势崛起，源自差异化影像需求	5
1.2 新生代品牌迭出，拳头产品各有千秋	8
1.3 品类创新、场景拓宽，与新兴消费共振	11
2. 影石创新愿景：成为世界一流的智能影像品牌	14
2.1 以全景技术为基石，建立显著竞争优势	14
2.2 线上线下全渠道结合，打开国际知名度	18
2.3 90 后 IT 极客创业，加速研发新项目	20
2.4 持续升级 CIS、AI 芯片与光学镜头	22
3. 盈利预测与估值	24
4. 风险提示	26

图表目录

图 1：全球数码相机出货量（百万台）	5
图 2：全球智能手机出货量	5
图 3：影像设备分类	5
图 4：智能影像设备产业链	6
图 5：全球全景相机出货量规模（万台）	7
图 6：全球全景相机市场规模（亿元）	7
图 7：全球运动相机出货量规模（万台）	7
图 8：全球运动相机市场规模（亿元）	7
图 9：2024 年全球无人机出货量达到 819 万台	8
图 10：全球无人机市场规模	8
图 11：GoPro 相机出货量（万台）	9
图 12：GoPro 营收及净利润（亿美元，%）	9
图 13：大疆创新手持摄影系列产品	9
图 14：大疆创新营收与净利润（亿元）	9
图 15：影石创新特色的“小行星”效果图	10
图 16：影石创新营收与净利润（亿元）	10
图 17：日本理光全景相机旗舰产品 THETA X	10
图 18：全球户外设备市场规模持续增长	11
图 19：美国户外运动渗透率接近 60%	12
图 20：政策鼓励下中国体育锻炼比例有望持续提升	12
图 21：中国滑雪渗透率仍有较大提升空间	12
图 22：中国滑雪人次快速增加	12
图 23：互联网普及率持续提升	13
图 24：2024 年职业主播数量同比增长 1.5 倍	13
图 25：全景相机行业级应用场景	14
图 26：影石创新主要产品发布时间表	16
图 27：影石创新各产品系列营收（亿元）	17
图 28：影石创新各产品系列销量（万台）	17
图：影石创新消费与专业级产品出货量（万台）	

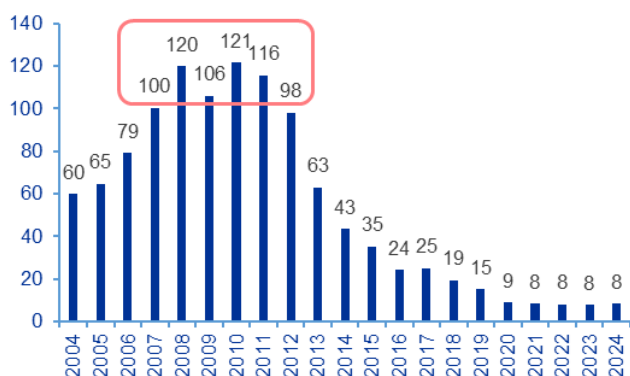
图 30：影石创新消费级与专业级产品营收（亿元）	17
图 31：影石创新销售区域分布（百万元）	18
图 32：影石创新线上线下渠道.....	19
图 33：影石创新分渠道收入占比	19
图 34：影石创新线上渠道毛利率较高	19
图 35：影石创新研发投入及占营收比例.....	22
图 36：影石创新研发技术人员占比 58%	22
图 37：Insta360 X5 传感器与 AI 三芯片	23
图 38：Insta360 Ace Pro 2 业内首配 AI 双芯.....	23
表 1：智能影像设备公司销售规模、产品定位及销售区域对比	8
表 2：全景、运动相机分区域市场规模与增速.....	11
表 3：影石 Insta360 产品系列	15
表 4：影石创新核心技术.....	20
表 5：影石创新主要原材料采购额（亿元）	22
表 6：2024 年弘景光电前五名供应商	23
表 7：影石创新关键假设.....	24
表 8：可比公司估值表	25

1. 智能影像设备：从极限运动走入寻常百姓家

1.1 智能影像逆势崛起，源自差异化影像需求

取代数码相机的产品，是 iPhone 时刻后的智能手机。21 世纪初期，数码相机行业发展如日中天。2007 年，iPhone 重新定义了手机行业，智能手机相较于数码相机而言，更加轻便、操作更简化，同时智能手机是多种应用场景的集成，刚需属性强，且拍照性能也逐步提升，侧面冲击了相机行业。据日本国际相机与影像产品协会统计，2008 年数码相机市场出货量摸高至 1.20 亿台，2009 年短暂回调，2010 年登顶 1.21 亿台，此后销量逐年下滑。**2021-2024 年，全球数码相机年销量约 800 万台，更加聚焦于专业化、高端化的细分应用场景。**

图 1：全球数码相机出货量（百万台）



资料来源：日本国际相机与影像产品协会，申万宏源研究

图 2：全球智能手机出货量

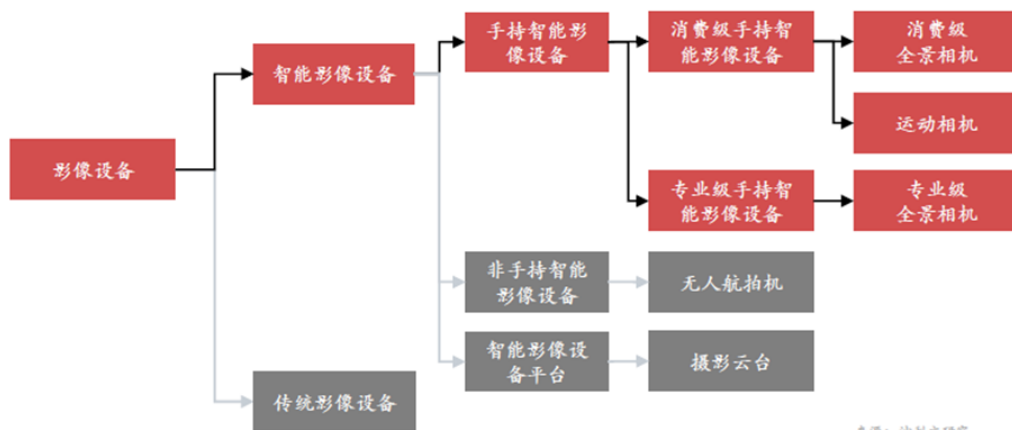


资料来源：Wind，申万宏源研究

智能影像设备崛起，源于差异化的影像需求。随着功能手机、智能手机的普及，专业影像产品市场整体走向衰落。传统影像设备制造商已经将研发重心的方向从单反产品转向了轻便的微单无反产品，根据 CIPA 数据，2019 年微单相机的销量占传统影像设备销量的比重达到 48% 左右。另一方面，**运动相机、全景相机、摄影无人机、云台相机、3D 相机**等智能影像新品类创新迭起。展望未来，以 Rayban Meta 为引领的 AI 拍照眼镜，可能成为第一人称视角影像设备的有力补充。

2010 年以来，智能影像代表性产品陆续问世：2010 年，GoPro Hero HD 摄像机问世，实现用极小的机身完成 1080P 视频拍摄，运动相机开始受到广泛关注和规模化生产；2014 年，大疆推出第一代消费级**航拍无人机** Phantom 2 Vision，消费级航拍无人机逐渐形成规模；2013 年，日本理光推出了第一款**全景相机**；从 2017 年开始，Insta360 影石、三星、尼康等多个品牌纷纷推出全景相机，推动全景相机市场快速发展。

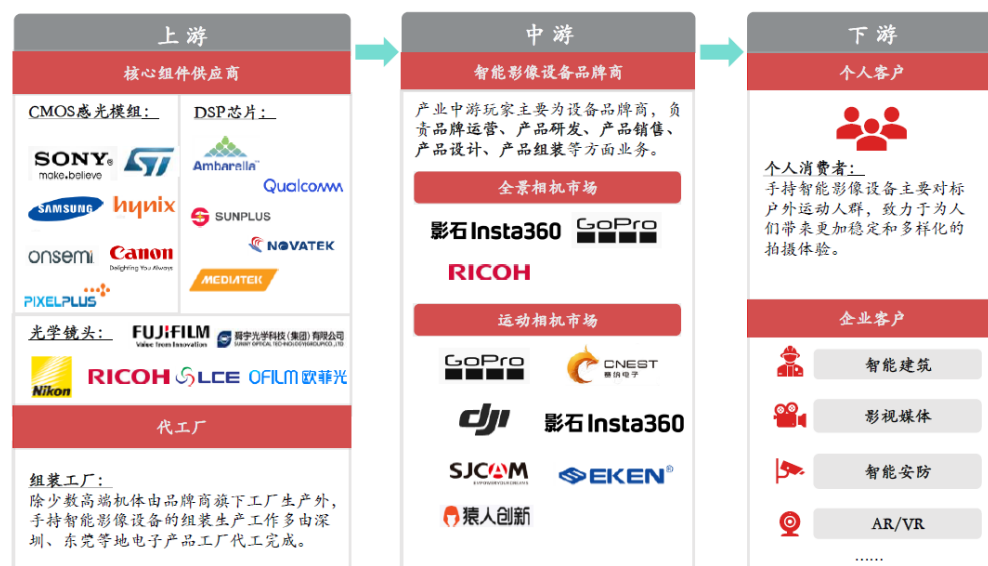
图 3：影像设备分类



来源：沙利文研究

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 4：智能影像设备产业链



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

根据 Frost&Sullivan，全球手持智能影像设备市场规模由 2017 年 164.3 亿元增长到 2023 年 364.7 亿元，CAGR 达到 14.3%，其中全球全景相机市场规模达 50.3 亿元，运动相机市场规模约 314.4 亿元。

全景相机是基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出 360° 全景图片或视频的智能影像设备。全景相机可广泛应用于全景新闻直播、国防军事、政法警务、VR 街景、VR 看房、全景视频会议等领域。根据 Frost&Sullivan，2023 年全球全景相机市场规模 50.3 亿元，同比增长 21.79%，预计 2027 年市场规模将达 78.5 亿元，2023-2027E CAGR 为 11.8%。2023 年全球全景相机出货量规模为 196 万台，预计 2027 年增长至 316 万台，2023-2027E CAGR 为 12.7%。

运动相机是一种用于记录运动过程的相机，通常以第一人称视角进行拍摄，可通过配件固定在自拍杆或身体某部位、头盔、滑板、自行车把手上，多用于滑雪、冲浪、跳伞、

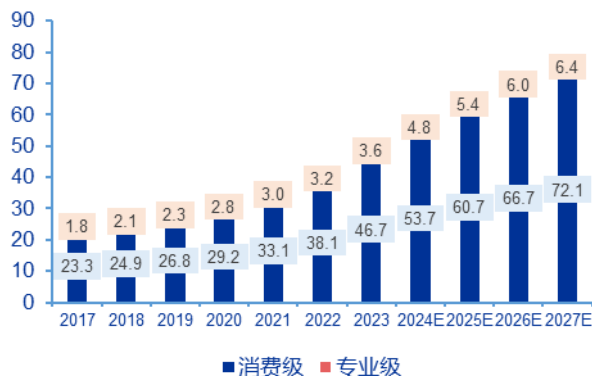
攀岩、极限运动等运动场景，并且能满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求。相比于传统相机，运动相机的视角范围更宽阔，而且具有更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能。根据 Frost&Sullivan，2023 年全球运动相机市场规模为 314.4 亿元，预计 2027 年增长至 513.5 亿元，2023-2027E CAGR 为 13.0%。2023 年全球运动相机出货量 4,461 万台，2027 年预计增至 6907 万台，CAGR 为 11.5%，其中中国市场 CAGR 为 17.9%，高于全球市场增速。

图 5：全球全景相机出货量规模（万台）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 6：全球全景相机市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 7：全球运动相机出货量规模（万台）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 8：全球运动相机市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

航拍无人机从空中提供全新摄影视角。航拍无人机通过无线电遥控设备或机载计算机程控系统进行操控，具有高清晰、大比例尺、小面积、高现势性的特征。航拍无人机+全景技术协同使用，全景航拍无人机给消费者带来全新的现场感、交互式的拍摄体验，亦逐步应用于三维电子商务、房地产楼盘全景展示、旅游景区全景展示、城市全景展示、工业园区全景展示等领域。

根据咨询机构 Statista 统计，全球航拍无人机的市场规模从 2017 年的 19.2 亿美元增长至 2022 年的 48.5 亿美元；2024 年全球无人机出货量达到 819 万台，2018-2024 年 CAGR 为 10.0%，预计 2024-2029 年仍有望保持 3.1% 的复合增速。

根据 Modor Intelligence 咨询数据，无人机市场规模 2024 年为 173.1 亿美元，预计到 2029 年将达到 329.5 亿美元，预测 2024-2029 复合年增长率为 13.74%。

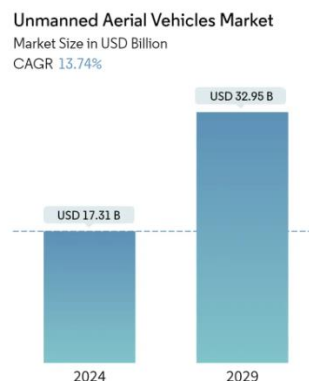
根据 Valuates Report 咨询数据，2023 年全球航拍无人机市场规模约为 71 亿美元，预计到 2030 年将达到 122 亿美元。

图 9：2024 年全球无人机出货量达到 819 万台



资料来源：Statista，申万宏源研究

图 10：全球无人机市场规模



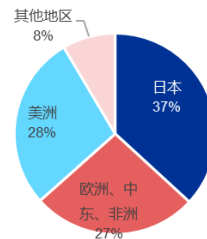
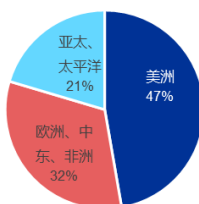
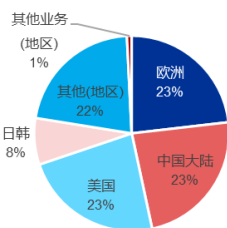
资料来源：Modor Intelligence，申万宏源研究

1.2 新生代品牌迭出，拳头产品各有千秋

全景/运动相机/航拍无人机代表厂商有 GoPro、日本理光、大疆创新、影石创新、Garmin。目前智能影像设备行业市场竞争主要集中在影石创新、理光、GoPro 等厂商，且除日本理光外暂无其他传统数码相机品牌厂商进入行业前列。

表 1：智能影像设备公司销售规模、产品定位及销售区域对比

	影石创新	GoPro	日本理光	大疆
公司定位	知名全景相机、运动相机提供商	知名运动相机提供商	办公设备及光学机器综合制造商	全球领先的无人机厂商
成立时间	2015 年	2004 年	1936 年	2006 年
2024 营收	55.74 亿元	57.58 亿元	1260.42 亿元 (截止 2025/3/31)	2017 年营收 175.7 亿元
2024 净利润	9.95 亿元	-31.06 亿元	22.79 亿元	-
主要影像产品	入门级、中高端全景相机和运动相机，适用于运动、旅行等场景，服务于运动、影像爱好者等；专业 VR 全景相机，应用于媒体、影视等领域	运动相机和相关配件、日常装备；用于拍摄精彩生活、分享体验、传递快乐	影像产品主要为高画质小型数码相机；在全景相机领域推出了 THETA 系列 360°全景相机	推出了航拍无人机、消费级云台相机、专业级云台相机、手持摄影设备

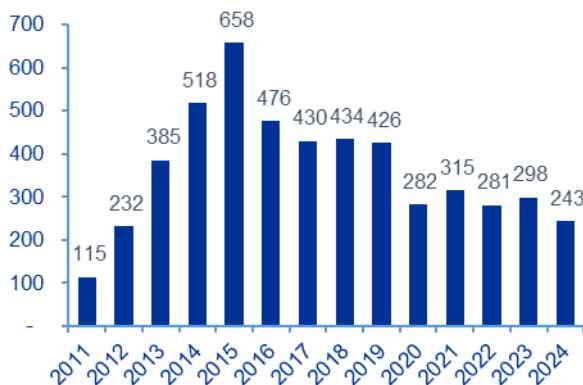
2024 年销售
区域及营收分
布

全球销售，设有日本、美国、欧洲等海外分公司

资料来源：影石创新招股说明书，Wind，申万宏源研究

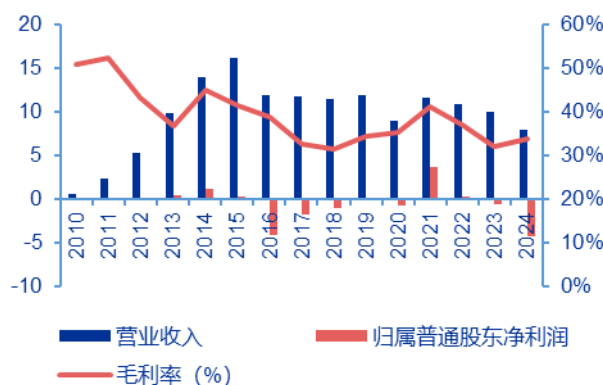
GoPro：全球知名运动相机品牌，成立于 2004 年，2014 年在美国纳斯达克上市（GPRO），主要产品为运动相机、全景相机等智能影像设备。GoPro 相机广泛运用于冲浪、滑雪、极限自行车及跳伞等极限运动场景，于 2015 年实现 658 万台销量，创下运动相机品牌销量最高记录。

图 11：GoPro 相机出货量（万台）



资料来源：GoPro 财报，申万宏源研究

图 12：GoPro 营收及净利润（亿美元，%）



资料来源：GoPro 财报，申万宏源研究

大疆创新：全球领先的无人飞行器控制系统及无人机解决方案的研发和生产商，成立于 2006 年，总部位于中国深圳，2017 年营业收入 175.7 亿元。大疆创新主营业务包括航拍无人机、手持摄影设备、商用产品及方案，代表性产品有御 Mavic 系列、精灵 Phantom 系列、灵眸 Osmo 系列、Ronin 系列。近年来，大疆陆续推出了云台相机、手持云台、运动相机等，丰富了影像产品线。

图 13：大疆创新手持摄影系列产品

系列		产品	
灵眸系列	Osmo Action 系列	运动相机	Action 5 Pro
	Osmo Pocket 系列	云台相机	Pocket 3
	Osmo Mobile 系列	云台	
如影系列	Ronin 电影机		Ronin 4D
	Ronin 稳定器		
无线收音系统	DJI Mic 系列	无线麦克风	Mic Mini/Mic 2Ro

图 14：大疆创新营收与净利润（亿元）



资料来源：大疆商城，申万宏源研究

资料来源：上海证券报 2018 年报道、中国工商联 2022 民营企业 500 强，申万宏源研究

影石创新：根据 Frost&Sullivan 数据，2023 年“Insta360 影石”全景相机全球市场占有率 67.2%，排名第一；“Insta360 影石”品牌在全球运动相机排名中位列第二。2022-2024 年影石创新营业收入分别为 20.41 亿元、36.36 亿元和 55.74 亿元，保持快速增长态势；归母净利润分别为 4.07 亿元、8.30 亿元和 9.95 亿元。2022-24 年，影石创新毛利率分别为 51.49%、55.95%和 52.20%，在行业内保持较高水平；净利率分别为 20%、23%、18%。

图 15：影石创新特色的“小行星”效果图



资料来源：影石创新，申万宏源研究

图 16：影石创新营收与净利润（亿元）



资料来源：上海证券报 2018 年报道、中国工商联 2022 民营企业 500 强，申万宏源研究

日本理光：作为世界 500 强企业，集团业务板块众多，主要产品包括影印机、传真机、打印机等文仪器以及数码相机产品。其全景相机 Theta 系列属于理光的影像产品体系，在旅游、房产等全景相机应用领域知名度较高，但公司智能影像设备收入占比较小。

图 17：日本理光全景相机旗舰产品 THETA X



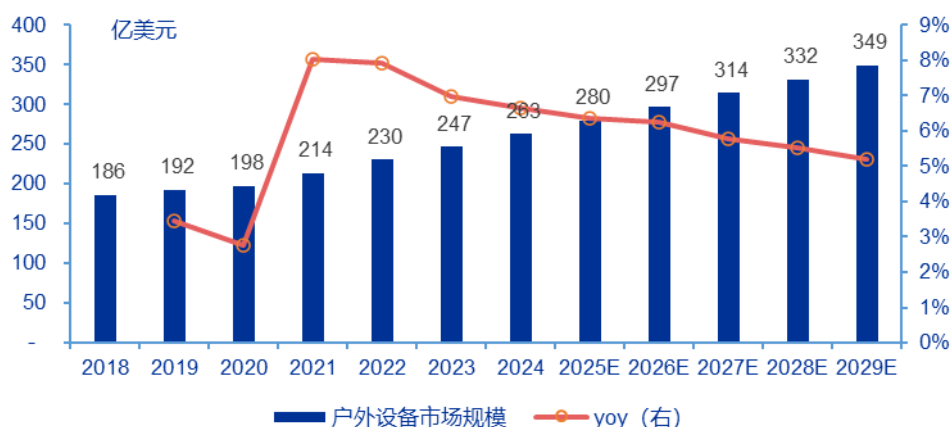
资料来源：理光官网，申万宏源研究

1.3 品类创新、场景拓宽，与新兴消费共振

智能影像设备适配户外运动场景，受益户外行业蓬勃发展。相较于传统影像设备，智能影像设备在产品形态、拍摄灵活性以及后期处理便捷性上均有显著提升。如运动相机通过配件固定在身体、自拍杆或其他物品上，具备第一人称视角优势、代入感更强，防抖性能较好，体积小，续航长，便携方便，视角范围更广阔，且具有更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能，在滑雪、冲浪、跳伞、攀岩、极限运动等运动场景得到广泛应用。

根据 Statista, 2024 年户外设备市场规模 262.9 亿美金, 2018-2024 年 CAGR 为 5.9%, 2021 年以来受居家时间延长和健康生活观念等因素影响, 增长有所提速, 预计 2024-2029 年行业仍能维持 5.8% 的增速。智能影像设备更加适配户外的轻量化、便捷性、续航等需求, 有望受益户外行业的蓬勃发展。

图 18：全球户外设备市场规模持续增长



资料来源：Statista，申万宏源研究

欧美区域户外渗透率更高，为智能影像设备的主要市场，中国户外运动仍处于蓬勃发展期。由于欧美整体消费能力较高，以及对于环保健康生活方式的追求，户外运动渗透率较高，根据美国户外产业协会统计，2023 年美国户外运动参与人数达到 1.76 亿人，占 6 岁以上美国人比例为 57.3%。而中国市场仍处于成长期，2021 年底中国户外运动参与人数超过 4 亿人，占全国人口比例约 28%，经常参与体育锻炼的比例为 37.2%，较美国等国家仍有较大提升空间，目前政策端持续鼓励运动（要求 2025、2030、2035 年经常参与体育锻炼的比例分别达到 38.5%、40% 以上及 45%），有望加速中国户外行业发展。

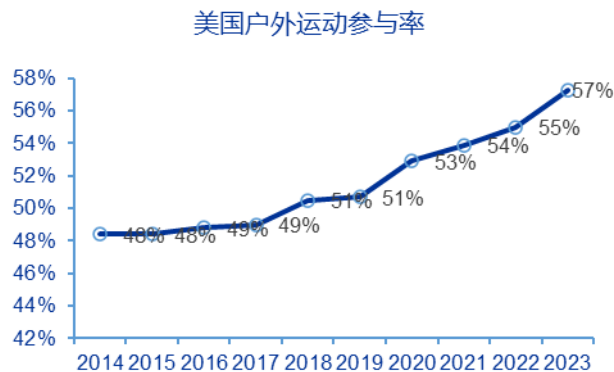
表 2：全景、运动相机分区域市场规模与增速

分区域	运动相机				全景相机			
	2023 年零售规模 (亿元)	占比	2017-2023 CAGR	2023-2027 CAGR	2023 年零售规模 (亿元)	占比	2017-2023 CAGR	2023-2027 CAGR
北美市场	134.2	43%	9.5%	11.8%	15	30%	6.8%	8.6%
欧洲市场	101.8	32%	11.0%	11.2%	11.7	23%	6.5%	8.1%
亚洲市场 (除中国)	.	%	.%	.%	.	%	.%	.%

中国市场 22 7% 41.0% 26.1% 10.6 21% 23.4% 17.8%

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

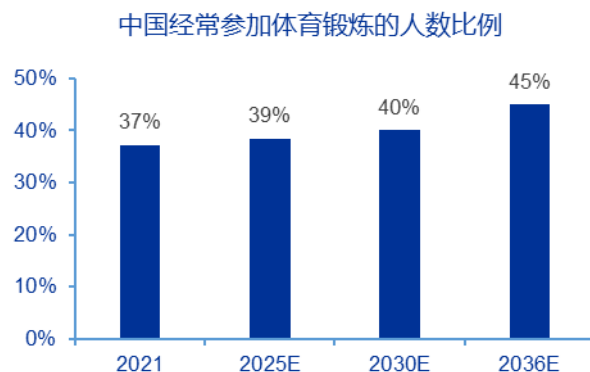
图 19：美国户外运动渗透率接近 60%



资料来源：美国户外产业协会（OIA），申万宏源研究

注：样本统计要求为 6 岁以上，每年至少参加一次户外运动

图 20：政策鼓励下中国体育锻炼比例有望持续提升



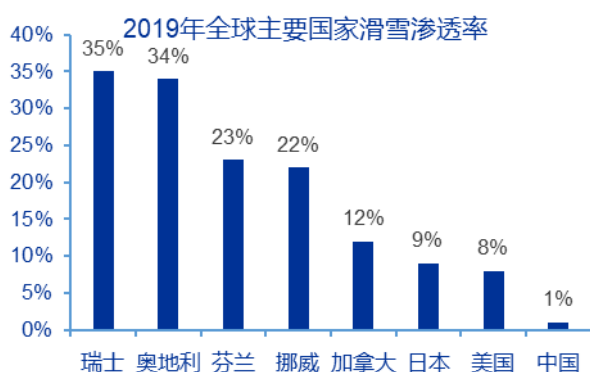
资料来源：国家统计局，国务院，申万宏源研究

滑雪、冲浪等是运动相机、全景相机典型使用场景，中国相关政策催化消费场景渗透率快速提升。智能影像设备可以解放双手，且具备 AI 拍摄、防抖等核心技术，在较为激烈的户外运动中广泛应用，如滑雪、冲浪、跳伞等。中国相关运动在经济发展和政策鼓励的背景下，实现快速增长。

以滑雪运动为例，根据《国际滑雪与高山旅游年度报告（2022 年）》，**2021-2022 年雪季全球滑雪人数约为 1.35 亿人**，其中西欧、美洲、亚太、阿尔卑斯山附近、东欧中东占比分别为 24%、23%、22%、16%、13%，欧美为最主要滑雪者来源国。

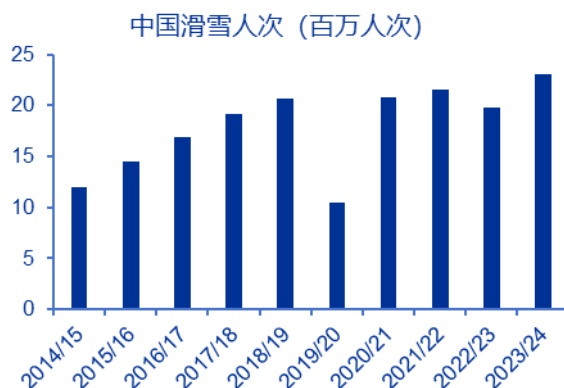
中国滑雪行业仍在快速发展期，华经产业研究院数据显示 2019 年中国滑雪渗透率仅 1%，远低于其他国家，2023/24 年雪季中国滑雪人次达到 2308 万人次，2014/15-2023/24 的复合增速为 7.6%，人均滑雪次数 1.8 次，对应 2023/24 年滑雪人数 1280 万人，按 23 年底中国总人口计算，对应渗透率仍不足 1%，提升空间广阔。

图 21：中国滑雪渗透率仍有较大提升空间



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

图 22：中国滑雪人次快速增加

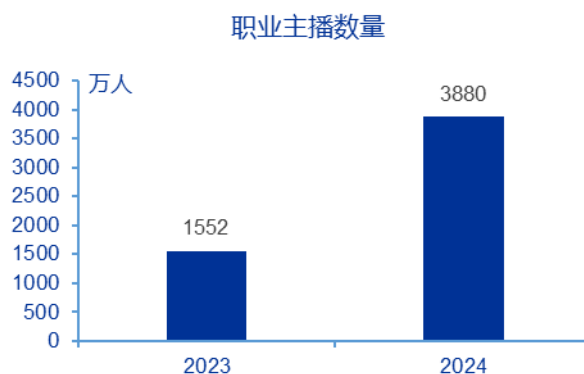


资料来源：《中国滑雪产业白皮书》，申万宏源研究

短视频和直播的崛起，推动室内外智能影像设备需求持续增长。随着互联网普及率的快速提升，居民获取信息的渠道更加多元化便捷化，根据《中国互联网络发展状况统计报告》，2024 年中国网民数量达到 11.08 亿人，普及率为 78.6%，较 2020 年提升 8.2pct。短视频、直播等创作方式迎来爆发式发展，根据《中国网络视听发展研究报告（2024）》统计，**2024 年职业主播规模达 3880 万，同比增长 1.5 倍，短视频账号规模达 16.2 亿个。**智能影像设备作为创新型视频拍摄工具，能够拍摄全景视频并实现智能剪辑和社交平台轻松分享，受到广大内容创作者的喜爱。

图 23：互联网普及率持续提升

资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》，申万宏源研究

图 24：2024 年职业主播数量同比增长 1.5 倍

资料来源：《中国网络视听发展研究报告（2024）》，申万宏源研究

在专业级影像领域，GoPro、DJI、影石创新推出面向电影、直播、VR、会议等场景的高端智能影像产品及方案。全景相机依赖于两个高精度鱼镜头同时交互拍摄，并通过图像拼接技术，生成全景图像。相较于运动相机，全景相机的记录角度更加全面，因此无需刻意调整拍摄角度或者选择拍摄时机，可以提供沉浸式空间回放，也可以弥补人眼的视觉范围限制。

除了传统的拍摄场景外，全景相机也被广泛应用于 VR 虚拟看房、建筑施工监理、全景直播、全景新闻直播、虚拟教育培训、街景还原、国防军事、政法警务、远程医疗、全景视频会议等诸多新场景，想象空间广阔。

影石创新参与大型活动全景直播：

- 2019 年新中国成立 70 周年阅兵仪式直播中，CCTV 和新华社采用“Insta360 影石”的 VR 全景相机首次 VR 全景直播。
- 2019 年两会期间，人民日报、央视新闻、新华社等主流媒体采用 Insta360 Pro 2 专业 VR 全景相机完成首次 5G VR 两会直播。
- 江西春晚，由 6 台 Insta360 Pro 2 组成的多机位解决方案完成。
- 2020 年 1 月，美国最大的移动运营商 Verizon 使用 Insta360 Pro 2 对 NFL（美国职业橄榄球联盟）超级赛事 Pro Bowl 进行了全球首次现场拼接的 NFL 球赛 K VR 直播。

- 2020年2月，影石创新携手 CCTV、中国电信和华为，采用“Insta360 影石”的专业 VR 全景相机对武汉雷神山医院建设现场进行了 VR 全景直播。

图 25：全景相机行业级应用场景



资料来源：影石创新官网，申万宏源研究

2. 影石创新愿景：成为世界一流的智能影像品牌

2.1 以全景技术为基石，建立显著竞争优势

影石创新主营业务为自有品牌的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。主要产品为全景相机、运动相机等智能影像设备，陆续推出了 Nano 系列、ONE 系列、ONE X 系列、ONE R 系列、GO 系列、Ace 系列、瞳 Sphere、Link 系列、Flow 系列、Nano 系列等消费级智能影像设备主要产品以及 Pro 系列、TITAN 系列、Connect 系列等专业级智能影像设备主要产品。

- ONE R 系列旗舰产品结合模块化技术，可便捷更换镜头，与此同时还具备 5 米裸机防水功能，可实现智能跟拍、“子弹时间”、“隐形自拍杆”等特效。“子弹时间”是使用在电影、电视广告或电脑游戏中，用计算机辅助的摄影技术模拟变速特效，可呈现强化慢镜头、时间静止等效果。“隐形自拍杆”是通过图像处理技术将拍摄画面中的自拍杆消除，以得到更纯粹的拍摄画面。
- ONE (X) 系列结合了全景拍摄和 FlowState 防抖科技，可拍摄最高 5.7K 的全景视频，影像画面保留更多细节，可一次性、全方位拍摄，后期再自由取景构图。配件丰富多元，搭配不同的配件可实现不同的创意效果。该系列新一代产品 ONE X2 设有高清触控屏可实时预览拍摄画面，并支持 10 米裸机防水。
- GO 是一款拇指大小的单镜头防抖相机，采用 18.3 克的轻量化设计，可拍摄最高 1080P 平面视频，可实现第一视角及创意视角拍摄、倍速移动延时摄影和 AI 智能一键剪辑等特效。该系列第二代产品 GO 2 在拍摄和防水性能方面进一步提升，支持 HDR 拍摄模式，可拍摄 1440P 高清视频，并实现 4 米防水。

- EVO 是一款折叠式全景裸眼 3D 相机。折叠模式下的 EVO 相机可以拍摄 360°全景画面；展开模式下的 EVO 相机可拍摄 180°3D VR 视频，配合 HoloFrame 裸眼 3D 手机壳即可在手机上观看裸眼 3D 视频。
- Nano 和 Air 是公司早期推出的 360°全景相机产品，该系列产品可结合手机即插即用。
- Pro 系列，专业 VR 全景相机。机身配置 6 个镜头，可拍摄 8K 3D VR 视频，体型小巧便携，防抖性能优越。从 VR 拍摄、拼接、监看到后期剪辑、播出形成一体化工作流程，为 VR 摄影师提供了高效的影像解决方案。
- TITAN 系列，专业 VR 全景相机。搭载 8 个 M4/3 传感器，10bit 色彩采样格式，可拍摄 11K 分辨率影像，图像质量、动态范围、低光表现和色彩深度得到提升，且内置九轴陀螺仪，无需外置稳定器或云台设备即可拍出平稳画面。
- Connect 系列，AI 视频会议一体机。搭载 4K 广角+云台长焦双摄，1/1.3 英寸广角镜头可呈现 110°宽广视角，4800 像素云台长焦镜头可实现灵活移动和切换。通过 AI 超分辨率算法，清晰呈现发言人特写。智能取景功能可根据参会者人数自动调整画面，多模态发言人跟踪集多种识别技术，可实现人声合一、精准跟踪。搭载 14 麦阵列，可实现 10 米无差别拾音，提供身临其境的线上会议体验。支持多种会议模式及会议软件，以及一键开会、智能白板等创新功能。

表 3：影石 Insta360 产品系列

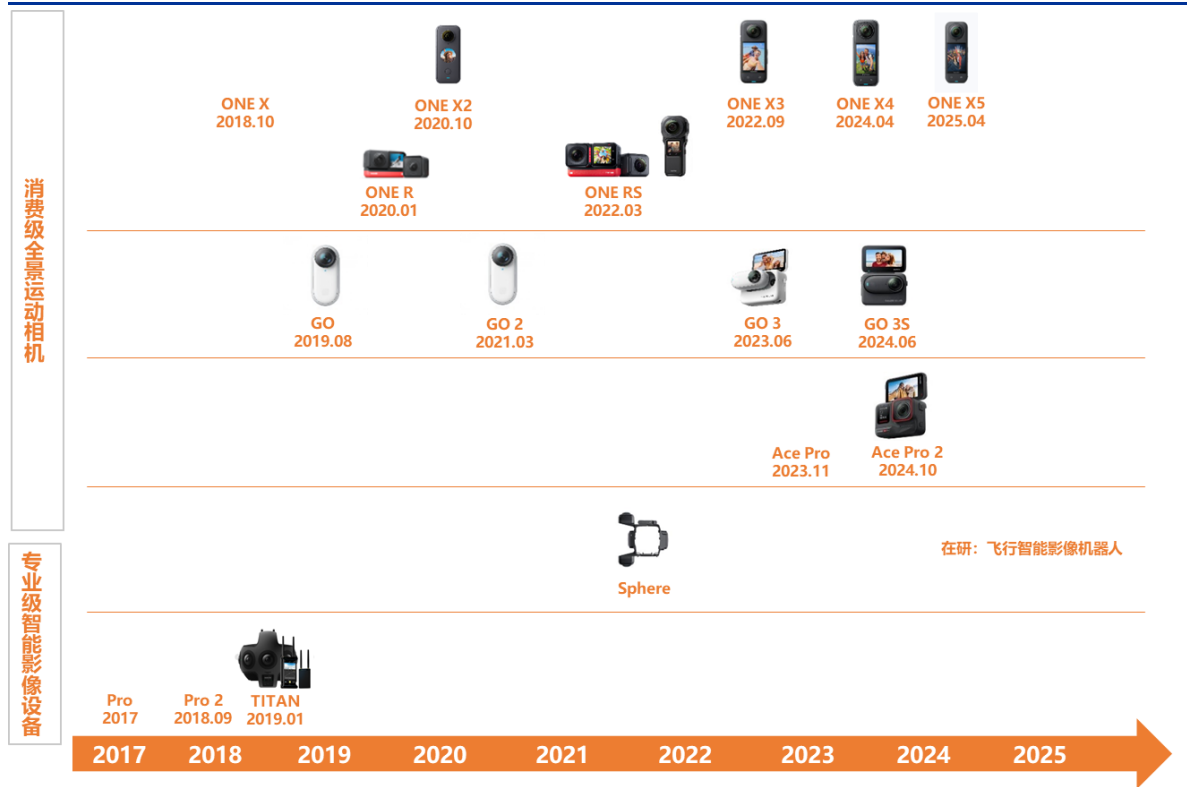
消费级产品	视频会议	专业级产品
ONE (X)系列 全景相机/运动相机	Link 系列 AI 云台/4K 直播摄像头	TITAN 系列
X5	Link 2 & Link 2C	
X4	Link	Pro 系列
X3		Pro 2
X2		Pro
ONE R 系列 全景相机/模块化运动相机	Connect AI 双摄视频会议一体机	
ONE RS 一英寸全景		
Ace 系列 运动相机		
Ace Pro 2		
Ace Pro & Ace		
GO 系列 穿戴式运动相机		
GO 3S & GO 3		
GO 2		
GO		
Flow 系列 AI 手机稳定器		
Flow 2 Pro		
Flow Pro & Flow		

瞳 Sphere 系列：外挂式无人机全景相机

资料来源：insta360 官网，申万宏源研究

在未来产品规划方面，影石创新一方面将持续迭代升级各产品线，另一方面将拓展智能影像产品范围，创造融合专业全景技术、AI 技术、机械控制技术和视觉感知技术、飞行控制技术的**新型智能影像机器人产品**。

图 26：影石创新主要产品发布时间表



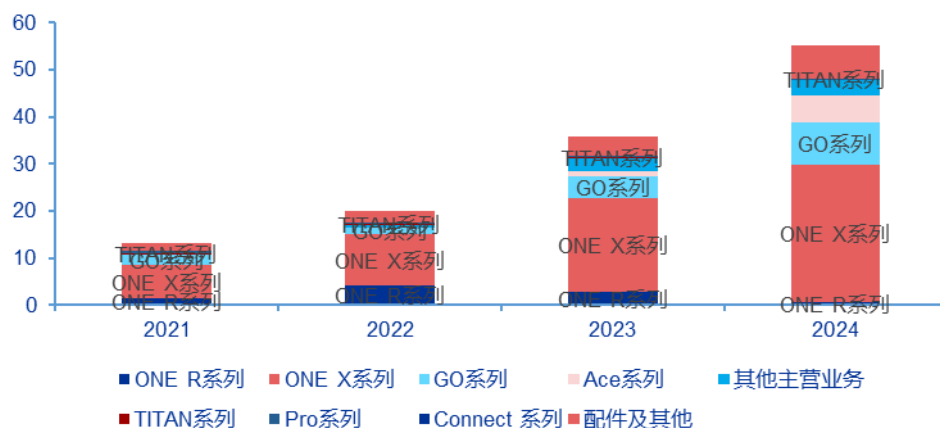
资料来源：影石创新招股说明书、商城，申万宏源研究

智能影像新品迭代周期约 0.5-1 年，生命周期约 1-3 年。据影石创新招股说明书，智能影像市场主流品牌厂商推出新品的周期通常在半年至一年左右。各产品推出的当年及次年为其主要销售周期，并构成该等年度公司销售收入的重要来源，各产品通常在推出第 3 年开始被公司新品迭代，销售收入及占比逐渐下降。专业级智能影像设备整体生命周期较消费级产品长。

影石创新历年热销产品型号：

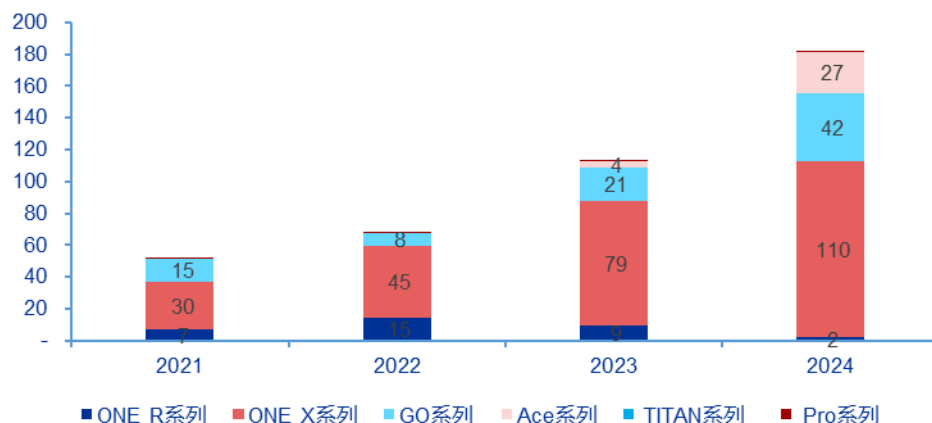
- 2022 年，热销产品为 ONE RS、ONE X2 及 X3；
- 2023 年，热销产品为 ONE RS、ONE X3 及 GO 3；
- 2024 年，热销产品为 ONE X3 及 X4、GO 3 及 3S 产品、Ace Pro 系列产品和 Flow Pro 系列产品。
- 2025 年，发布新品 X5 全景相机。

图 27：影石创新各产品系列营收（亿元）



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

图 28：影石创新各产品系列销量（万台）



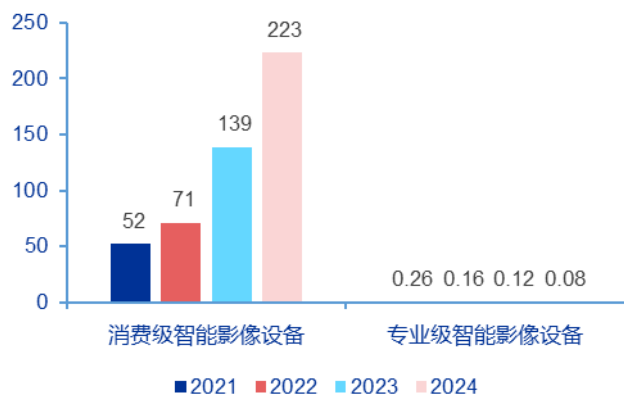
资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

影石创新消费级产品主要用于记录聚会、运动、出游、亲子等生活重要时刻，亦支持 Twitter、微博等平台的全景直播；**专业级产品**主要应用场景包括 VR 电影、广告、新闻、赛事直播等。

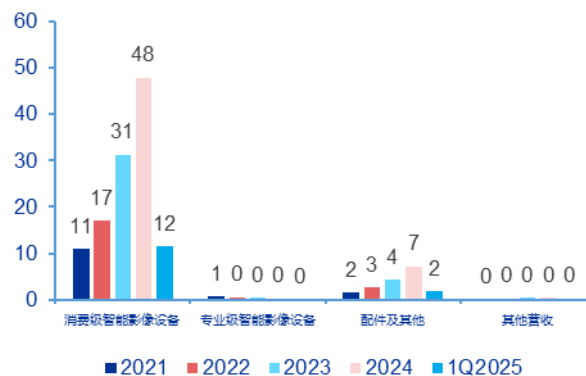
2022-2024 年，**消费级智能影像设备**收入分别为 17.04 亿元、31.32 亿元、47.89 亿元；**专业级智能影像设备**收入分别为 4,774.32 万元、3,394.72 万元、2,355.69 万元；**配件及其他产品**收入分别为 2.58 亿元、4.27 亿元、7.18 亿元；**其他业务**主要为维修收入，营收分别为 3,138.30 万元、4,435.28 万元、4,391.69 万元。

图 29：影石创新消费与专业级产品出货量（万台）

图 30：影石创新消费级与专业级产品营收（亿元）



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

2.2 线上线下全渠道结合，打开国际知名度

影石创新产品从美国 CES 获奖伊始，陆续揽获美国、德国、日本等一众国际大奖，打开国际知名度。公司 2019 年推出的穿戴式运动相机 GO 荣获美国 CES 创新奖；2020 年推出的模块化运动相机 ONE R 荣获由 Design Zentrum Nordrhein Westfalen 设计协会颁发的 2020 年德国红点设计奖。影石产品获评美国时代周刊“2020 年度最佳发明”称号、纽约时报 2022 年最佳运动相机奖、美国 Popular Science 最佳新发明奖、美国 CES 创新奖、英国 Stuff 最佳五颗星评价、纽约时报“The Best 360-Degree Camera”称号、德国 iF Design Award 设计奖、日本 Good Design 设计奖、美国 Inverse 最佳创意产品奖、美国《时代》杂志 2024 年度最佳发明等国际性工业、消费电子产品设计大奖。

经济发达市场率先认可 Insta360 的产品。公司境外销售收入主要来自美国、欧洲、日韩等市场成熟、经济发达、消费力强的国家和地区，这些国家和地区依靠其较高水平的互联网普及率和居民消费能力，是公司的主要目标市场和核心收入来源。**2022-2024 年，美国、中国大陆、日本、德国及英国为影石产品主要销售国家及地区，合计收入占比分别为 58.58%、60.03%和 62.22%。**

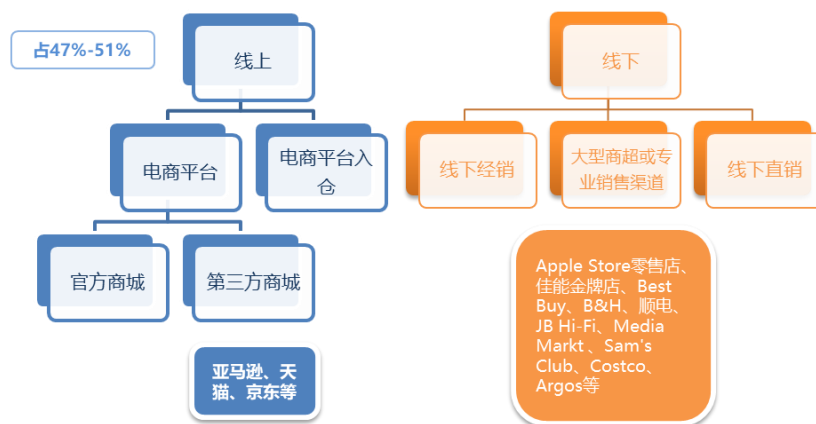
图 31：影石创新销售区域分布（百万元）



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

“Insta360 影石”品牌产品通过线上、线下渠道相结合的方式销往全球各地。线上主要通过公司官方商城、亚马逊、天猫、京东等渠道进行销售；线下则通过遍布全球 60 多个国家和地区的销售网络，包括 Apple Store 零售店、Best Buy、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。

图 32：影石创新线上线下渠道



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

线上销售收入占比较高，接近 50%。近年来，公司充分借助互联网电商拓展线上销售渠道，主要由公司官方商城、第三方电商平台和电商平台入仓构成。2018-2020 年期间，线上销售占比稳步提升；2022-2024 年，线上销售收入分别为 10.00 亿元、16.85 亿元和 26.52 亿元，占比分别为 49.75%、46.91%和 47.95%。

线上电商平台销售“高毛利率、高费用率”。由于线上主要通过电商平台销售，电商平台主要客户群体为自然人终端客户，终端客户销售定价高于线下经销商客户定价，因此线上渠道综合毛利率较高。

线下销售收入占比略多于线上销售收入。线下销售收入主要由经销、大型商超或专业销售渠道和直销客户构成。2022-24 年，公司线下收入分别为 10.10 亿元、19.07 亿元和 28.78 亿元。

图 33：影石创新分渠道收入占比

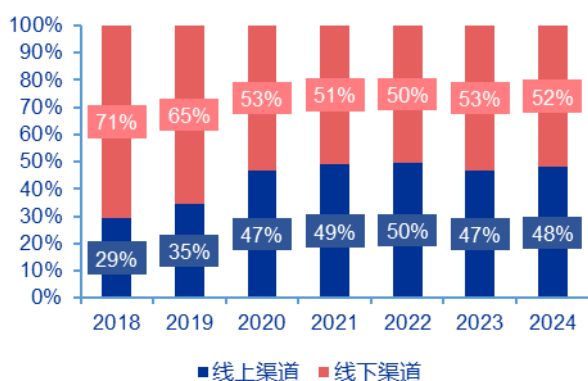
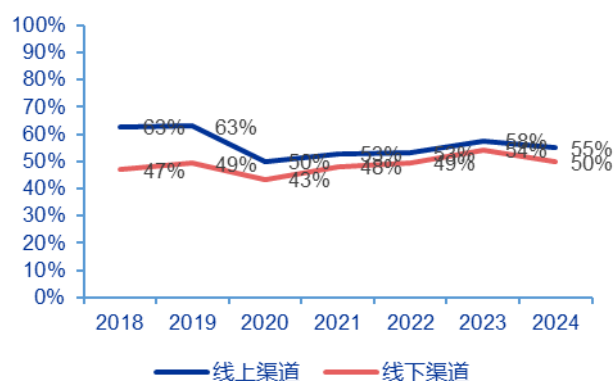


图 34：影石创新线上渠道毛利率较高



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

2.3 90 后 IT 极客创业，加速研发新项目

影石创新由极客团队创办，并担任核心技术人员。截至 2024 年末，公司共有 4 名核心技术人员：

- 刘靖康，董事长、核心技术人员，1991 年 7 月出生，南京大学软件工程学士，在大学期间的技术专业能力和创业经历，为创立影石创新奠定了基础。刘靖康 2015 年 7 月创立影石创新，2016 年获得第二届中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军；登上 2017 福布斯亚洲 30 位 30 岁以下精英榜；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。在影石创新发展过程中，作为影石核心技术人员，组建了研究院、技术中心、产品中心等一级核心研发部门，主导研究包括但不限于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、软件开发技术框架等，其为发明人的授权专利共 331 项。
- 贾顺，董事、核心技术人员。1992 年 9 月出生，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。
- 姜文杰，1993 年 11 月出生，南京大学软件工程学士。2015 年 7 月至今，担任公司研究院负责人。
- 肖龙报，1986 年出生，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 月至 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 月至 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副总监。

影石目前具有的核心技术包括全景技术、防抖、AI 影像、计算摄影技术等，储备机械控制、机器视觉感知和飞行控制技术。截至 2024 年末，影石创新已获得授权专利 900 项，其中发明专利 189 项，覆盖全景技术、防抖技术、AI 技术等行业核心技术领域。在技术研发方面，影石创新将继续围绕智能影像设备，在光学影像、人工智能、机械自动化等领域加大研发投入，不断加强全景技术、防抖技术、AI 技术和机械自动化等核心技术，**储备机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术**，持续吸引和培养研发人才，巩固公司技术优势。

表 4：影石创新核心技术

序号	技术名称	细分技术	主要用途
1	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
2	防抖技术	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
3	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
4	计算摄影技术	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
		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
5	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
6	模块化防水相机设计技术	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
7	音频处理技术和框架	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、降风噪、立体声音效、人声

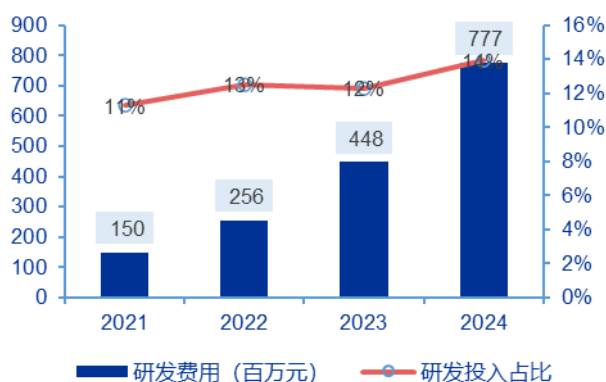
增强、指向增强、命令词控制等功能

资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

影石创新 2022-2024 年研发投入加速，研发人员快速增长。2022-2024 年，影石创新研发费用分别为 2.56 亿元、4.48 亿元和 7.77 亿元，占营收比例分别为 12.54%、12.31% 和 13.93%。研发费用主要包括职工薪酬、股份支付费用、材料领用费、技术服务费等，其中，研发人员职工薪酬是主要组成部分，2022-24 年占研发费用的比例分别为 76.23%、81.78%和 84.32%。

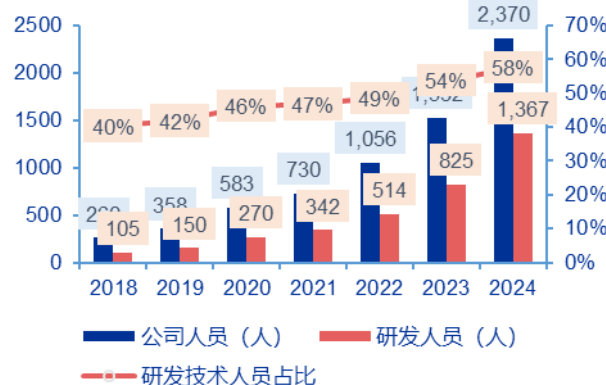
2022-2024 年，影石创新研发人员规模均迅速扩张，研发人员从 514 人增至 1367 人，占员工人数 57.68%。其中，**2024 年单年新增 542 位研发人员，为历年之最，意味着公司正在加速新品研发。**

图 35：影石创新研发投入及占营收比例



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

图 36：影石创新研发技术人员占比 58%



资料来源：影石创新招股说明书，申万宏源研究

2.4 持续升级 CIS、AI 芯片与光学镜头

影石创新的主要原材料包括 IC 芯片 (29%)、镜头模组(25%)、结构件 (12%)、连接器、包材和电池。通常，一台消费级全景相机需配置 2 颗摄像模组，而专业级全景相机需配置 6-10 颗摄像模组，影石创新全景相机产品热销，因此公司摄像头模组采购量多于整机销量。

表 5：影石创新主要原材料采购额（亿元）

采购类别	2024 年		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
IC	8.23	28.82%	3.70	23.2%	2.36	23.7%	1.48	24.8%
镜头模组	7.12	24.93%	4.87	30.5%	3.53	35.4%	1.96	32.7%
结构件	3.31	11.59%	1.78	11.1%	0.92	9.3%	0.70	11.7%
LCD	1.19	4.18%	0.72	4.5%	0.39	4.0%	0.22	3.6%
电池	1.20	4.21%	0.65	4.1%	0.35	3.5%	0.20	3.3%
包材	.	.%	.	.%	.	.%	.	.%

连接器	0.52	1.82%	0.29	1.8%	0.18	1.8%	0.11	1.8%
合计	22.18	77.68%	12.38	77.5%	7.94	79.7%	4.79	80.1%

资料来源：影石创新招股意向书，申万宏源研究

影石创新原材料不依赖单一供应商，主要供应商包括文晔科技股份有限公司、广东弘景光电科技股份有限公司等。

- **光学传感器，各系列产品每代 CMOS 图像传感器（CIS）均有升级。**影石 X4 全景相机使用双 1/2 英寸传感器，而 2025 款新品 X5 则搭载双 1/1.28 英寸的传感器（索尼 LYT-818，5000 万像素，1.22μm），面积是 X4 的 2.44 倍，13.5 挡 HDR 动态范围，F2.0 光圈。
- **主控芯片、影像芯片，与光学传感器同步升级。**Ace Pro 使用 5nm AI 芯片，Ace Pro 2 则配备 AI 双芯片；X5 则采用 5nm AI 芯片+双影像芯片，较 X4 新增了 2 块专业影像芯片。
- **光学镜头，标配超广角。**运动/全景相机为了实现超大视野+免对焦，通常采用 140 度以上的超广角/鱼镜头。影石 Ace Pro2 采用 F2.6 大光圈并提升至 157°超广视场角，进一步优化最短对焦距离；全景相机 X5 外镜采用了光学超硬金刚膜，抗掉落性能比 X4 提升了 100%。影石创新的镜头模组供应商为弘景光电、舜宇智能光学、光宝科技、联创电子。
- **外协成本占比约 10%，供应格局分散。**组装环节供应商包括东莞能率科技有限公司、东莞新能源科技有限公司、深圳市凯木金科技有限公司等。2022 年度立讯精密工业股份有限公司、深圳鑫利特电路有限公司成为前五大加工厂商，主要系公司 ONE RS、ONE X3、Link 等新产品电子硬件结构更加丰富，工艺难度提升。其中，专业级产品 TITAN 由影石自产：TITAN 于 2019 年发布，自 2021 年开始公司专业级产品 TITAN 的组装生产环节进行自产。

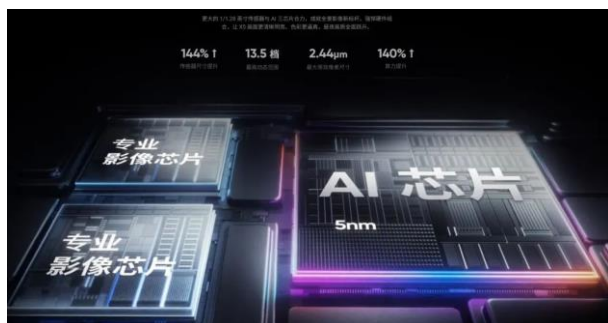
表 6：2024 年弘景光电前五名供应商

公司名称	采购内容	采购额（万元）	占采购比例
1 文晔科技股份有限公司	IC	56,612.41	20.44%
2 广东弘景光电科技股份有限公司	镜头模组	52,725.15	19.04%
3 余姚舜宇智能光学技术有限公司	镜头模组	14,311.42	5.17%
4 东莞精熙光机有限公司	配件、结构件	7,947.74	2.87%
5 诠鼎科技股份有限公司	IC	6,262.16	2.26%

资料来源：影石创新招股意向书，申万宏源研究

图 37：Insta360 X5 传感器与 AI 三芯片

图 38：Insta360 Ace Pro 2 业内首配 AI 双芯



资料来源：影石创新官网，申万宏源研究



资料来源：影石创新官网，申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

预计影石创新未来 3 年仍以 ONE R、ONE X、GO、Ace 系列等消费级智能影像产品为主力产品。虽然在研新产品亦有可能成为新看点，目前能见度尚低，因此暂不作假设。

关键假设：

- 1) X 系列全景相机 2021-2024 年出货量 CAGR 54%，2024 年出货量 110 万台，离行业天花板 GoPro Hero 系列出货量尚远，假设 X 系列 2025-27 年出货量增速分别为 40%、30%、30%。由于 X 系列光学及芯片配置不断强化、BOM 成本提高，假设 2025-27 年价格延续历史微增趋势，分别为 2,700/2,750/2,800 元。
- 2) GO 系列穿戴运动相机 2021-2024 年出货量 CAGR 43%，2024 年出货量 42 万台，同比增长 106%，GO 系列呈现破圈之势。假设 2025-27 年 GO 系列出货量维持 50% 增长，价格维持 2124 元不变。
- 3) Ace 系列于 2024 年市场知名度显著提升，出货量 26.6 万台，同比增长 5.5 倍。假设 2025-27 年 Ace 系列出货量维持 50% 增长，价格维持 2169 元不变。
- 4) 考虑未来成本上升以及产品面临的市场竞争，假设 2025-27 年毛利率分别为 52%、50%、50%。

表 7：影石创新关键假设

营收（亿元）		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
消费级智能影像设备	ONE R 系列	1.55	4.18	2.78	0.74	0.65	0.65	0.65
	ONE X 系列	6.88	10.92	20.09	29.16	41.73	55.26	73.14
	GO 系列	2.38	1.27	4.62	9.01	13.52	20.28	30.41
	Ace 系列	-	-	0.97	5.77	8.66	12.99	19.48
	其他		0.66	2.86	3.19	3.51	3.86	4.25
专业级智能影像设备	TITAN 系列	0.19	0.16	0.09	0.06	0.06	0.06	0.06
	Pro 系列	0.51	0.32	0.25	0.17	0.17	0.17	0.17
	Connect 系列				0.01	0.01	0.10	0.20
配件及其他		.	.	.	.	.	.	.

总计	13.12	20.1	35.92	55.3	77.63	105.49	144.13
----	-------	------	-------	------	-------	--------	--------

平均价格 (元/台)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
消费级智能影像设备	ONE R 系列	2,881	3,008	3,225	3,225	3,225	3,225
	ONE X 系列	2,427	2,550	2,642	2,700	2,750	2,800
	GO 系列	1,577	2,248	2,124	2,124	2,124	2,124
	Ace 系列		2,361	2,169	2,169	2,169	2,169
	其他						
专业级智能影像设备	TITAN 系列	77,589	77,851	79,022			
	Pro 系列	23,211	23,116	23,847			
	Connect 系列			10,019			

系列出货量 (万台)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
消费级智能影像设备	ONE R 系列	6.6	14.52	9.24	2.3	2.00	2.00
	ONE X 系列	30.44	45.01	78.76	110.4	154.56	200.93
	GO 系列	14.51	8.07	20.55	42.43	63.64	95.46
	Ace 系列			4.09	26.61	39.92	59.88
	其他						
专业级智能影像设备	TITAN 系列	0.02	0.02	0.01	0.01		
	Pro 系列	0.23	0.14	0.11	0.07		
	Connect 系列				0.01		

资料来源：Wind，申万宏源研究

影石创新是智能影像产品品牌企业，主营影像设备，并提供配套软件服务。可比公司选择业态类似的消费电子品牌企业：

1) 极米科技

国内投影设备行业代表企业，主营智能投影产品的研发、生产及销售，同时向消费者提供围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务。公司专注于智能投影领域，构建了以整机、算法及软件系统为核心的战略发展模式。

2) 小米集团

消费电子知名品牌，主营智能手机、物联网(IoT)和生活消费产品、EV。

综上，预计 2025-2027 年影石创新营收分别为 78/105/144 亿元，归母净利润分别为 11/16/26 亿元，IPO 发行价对应 2025/26 年 PE 为 17/12X。由于 2024H2 至 2025 年影石处于加速研发期，呈现出费用率较高、净利润率下行的财务特征，随着 2026 年营收规模进一步增长，期间费用率下行，公司净利率有望修复。建议参考 2026 年影石创新归母净利润预测 16.41 亿元，及 2026 年可比公司平均 PE 22X，给予影石创新目标估值 366 亿元。

表 8：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	总市值	归母净利润 (百万元)			PE		
		2025/6/3	(亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688696.SH	极米科技	118.25	83	338	447	543	24	19	15
1810.HK	小米集团-W	48.94	12,647	42,719	48,365	58,649	30	26	22
平均							27	22	18
688775.SH	影石创新	47.27	190	1,142	1,641	2,647	17	12	7

资料来源: Wind, 申万宏源研究

极米科技、小米集团 Non-IFRS 归母净利润为自主预测, 小米集团股价与市值以 0.92 港元汇率折合人民币。

4. 风险提示

1. 涉美 337 调查及相关诉讼的风险

2024 年 3 月 29 日 (美国时间), GoPro 依据《美国 1930 年关税法》第 337 节规定向美国国际贸易委员会提出 337 调查申请, 指控影石创新及美国子公司美国影石相关产品及配件、照相系统侵犯其在美知识产权; 2024 年 5 月 1 日 (美国时间), 美国国际贸易委员会正式启动了本次 337 调查。2024 年 4 月 5 日 (美国时间), 美国影石收到美国加利福尼亚中区联邦地区法院送达的民事诉讼传票及起诉状等诉讼材料, GoPro 起诉影石创新及美国影石的相关产品、照相系统侵犯其在美知识产权。2025 年 1 月 13 日至 2025 年 1 月 17 日 (美国时间), ITC 行政法官组织了开庭听证程序。337 调查事项仍在进行中, 加州中区法院诉讼案件处于中止审理状态。

若最终 337 调查结果对公司不利, 公司声誉将受到负面影响, 相关涉案产品可能无法继续在美国销售。虽然公司涉案产品均为通用产品, 可面向全球市场客户进行销售, 在涉案产品在美国被禁售的极端情形下可将涉案产品向非美国地区销售, 但公司涉案产品在美国禁售仍可能会对公司经营业绩产生不利影响。

2. 国际贸易摩擦及关税风险

2018 年以来, 国际贸易及海外商业环境的不确定性风险上升。2025 年 2 月 1 日, 美国政府宣布对进口自中国的商品加征 10% 的关税; 2025 年 3 月 4 日, 美国对进口自中国的商品再次加征 10% 的关税; 2025 年 4 月 2 日, 美国总统签署行政令, 宣布对所有贸易伙伴征收最低为 10% 的关税, 并在后续对部分贸易伙伴征收税率更高的关税, 中国大陆及中国香港面临被加征 34% “对等关税” 等更严厉的关税政策; 2025 年 5 月 12 日, 美国修改 4 月 2 日行政令对中国商品 (包括中国香港和中国澳门商品) 加征的 34% “对等关税”, 将其中的 24% 在初始的 90 天内暂停实施, 保留加征剩余 10% 的关税。

2022-2024 年, 公司境外销售收入分别为 159,625.70 万元、290,337.71 万元和 422,258.03 万元, 占主营业务收入比例分别为 **79.43%**、**80.83%**和 **76.35%**。

3. 重要原材料供应中断风险

公司采购的原材料主要包括 IC 芯片、镜头模组、结构件等，因直接材料在公司主营业务成本中占比较高，产品成本受原材料价格波动影响较大。此外，芯片作为公司重要原材料，构成公司产品的核心零部件。2022-2024 年，公司芯片采购金额分别为 23,630.03 万元、36,975.06 万元和 82,287.24 万元，占原材料采购总额的比例分别为 23.72%、23.15% 和 28.82%。公司的核心芯片主要是采购**索尼**、**安霸**等国际品牌，并且可替代性较差，未来如因特殊贸易原因或全球芯片短缺导致相关国外供应商停止向公司出口芯片或供货周期增长，将会对公司的生产经营产生不利影响。

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,636	5,574	7,763	10,549	14,413
营业收入	3,636	5,574	7,763	10,549	14,413
营业总成本	2,734	4,547	6,602	8,834	11,629
营业成本	1,602	2,665	3,726	5,274	7,206
税金及附加	31	46	64	88	120
销售费用	528	826	1,147	1,551	2,128
管理费用	114	253	400	500	600
研发费用	448	777	1,300	1,500	1,700
财务费用	10	-19	-36	-79	-125
其他收益	42	42	42	42	42
投资收益	22	33	33	33	33
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
资产处置收益			0	0	0
信用减值损失	-4	-10	0	0	0
资产减值损失	-29	-35	0	0	0
营业利润	934	1,058	1,237	1,790	2,859
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	933	1,059	1,237	1,790	2,859
所得税	103	64	95	149	212
净利润	830	995	1,142	1,641	2,647
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	830	995	1,142	1,641	2,647

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,794	4,004	7,107	9,454	13,198
现金及等价物	825	1,185	4,008	5,840	8,839
应收款项	124	314	314	314	314
存货净额	494	1,000	1,281	1,795	2,540
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	351	1,505	1,505	1,505	1,505
长期投资	873	481	481	481	481
固定资产	285	367	639	692	734
无形资产及其他资产	95	170	170	170	170
资产总计	3,047	5,021	8,397	10,796	14,582
流动负债	828	1,791	2,087	2,845	3,985
短期借款	12	18	10	0	0
应付款项	695	1,545	1,849	2,618	3,757
其它流动负债	122	228	228	228	228
非流动负债	32	49	49	49	49
负债合计	861	1,840	2,136	2,894	4,033
股本	360	360	401	401	401
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	190	191	2,088	2,088	2,088
其他综合收益	-14	-14	-14	-14	-14
盈余公积	182	182	182	182	182
未分配利润	1,467	2,462	3,604	5,245	7,892
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,186	3,181	6,261	7,903	10,549
负债和股东权益合计	3,047	5,021	8,397	10,796	14,582

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	830	995	1,142	1,641	2,647
加：折旧摊销减值	52	77	28	48	58
财务费用	-7	-14	-36	-79	-125
非经营损失	-42	-86	-33	-33	-33
营运资本变动	-81	183	23	254	394
其它	15	28	0	0	0
经营活动现金流	762	1,172	1,124	1,830	2,940
资本开支	117	150	300	100	100
其它投资现金流	-273	-1,544	-871	-871	-871
投资活动现金流	-389	-1,694	-1,171	-971	-971
吸收投资	0	0	1,938	0	0
负债净变化	0	0	-8	-10	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	-12	-18	36	79	125
融资活动现金流	-12	-18	1,966	69	125
净现金流	368	-545	1,918	928	2,094

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。