



影石创新 (688775.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全景相机冠军，运动相机成长可期

公司简介

公司为全景/运动相机行业龙头企业,17-24 年营收 CAGR 达 60%,归母净利润 CAGR 达 70%。25Q1 营收同增 40.70%,归母净利润同降 2.50%,主要系公司推进全新产品线开发、技术升级及拓展,同时加大线上营销、线下展会活动及直营店等方面的市场推广投入,研发销售费用率增长。预计 25H1 营收 32.14-38.15 亿元,同增 32.38%-57.10%;净利润 4.94-5.83 亿元,同比变动-4.65%-12.49%。

投资逻辑:

受益户外运动者数量增多、社交网络视频普及,根据招股说明书及 Frost&Sullivan,运动相机市场规模逐步增长,从 2017 年 139.3 亿美元增长至 2023 年 314.4 亿美元,CAGR 达 13.8%;全景相机凭借捕捉视角全面、创意多变且内容适配于各类终端设备等优势,23 年出货量为 196.0 万台,同比+30.1%,随着在户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域不断渗透,市场规模将进一步扩大。

公司为全景相机全球龙头,运动相机品类加速替代海外品牌。根据招股说明书及 Frost&Sullivan,2023 年公司在消费级全景相机市占率为 67.2%,排名全球第一,运动相机品类加速替代境外供应商,海外龙头 Go pro 由于产品迭代较慢且盈利能力较弱,公司运动相机业务加速追赶。

产品端,公司具备极强的产品洞察及产品定义能力,深度挖掘客户需求,软硬件配合提供领先完整的解决方案,是公司未来最核心的竞争壁垒和护城河。技术端,软硬件全景技术+AI 功能+产品快速迭代,推出差异化功能,包括全景技术、防抖技术、AI 影像处理技术等。渠道端,销售网络已覆盖全球一万多家零售门店和 90 多座海内外机场,24 年线上线下销售比例分别为 48%/52%,同比增长 57%/51%;24 年中国大陆/美国/欧洲/日韩收入占比分别为 24%/23%/23%/8%,同比增长 90%/43%/55%/57%/35%。

公司本次拟发行不超过 4100 万股,拟募集资金投入约 4.6 亿元,用于投资智能影像设备生产基地建设项目、影石创新深圳研发中心建设项目,实际发行价格 47.27 元/股,对应市值 189.55 亿元。

盈利预测、估值和评级

预测 2025-2027 年实现归母净利润 11.15、14.64、17.75 亿元,同增 12.10%、31.28%、21.25%,给予公司 25 年 40 倍 PE,目标市值 446 亿元,目标价格 111 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、终端需求及产品迭代不及预期、出口进展不及预期、研发进展不及预期、关税摩擦加剧的风险。

国金证券研究所

分析师:樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师:丁彦文 (执业 S1130524070002)

dingyanwen@gjzq.com.cn

分析师:赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

发行价 (人民币): 47.27 元

目标价 (人民币): 111 元

公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,636	5,574	8,718	12,269	16,258
营业收入增长率	78.16%	53.29%	56.39%	40.74%	32.51%
归母净利润(百万元)	830	995	1,115	1,464	1,775
归母净利润增长率	103.66%	19.91%	12.10%	31.28%	21.25%
摊薄每股收益(元)	2.304	2.763	2.781	3.651	4.427
每股经营性现金流净额	2.12	3.26	2.97	4.09	4.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.95%	31.27%	23.71%	23.74%	22.35%
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、影石创新：全球化的全景相机龙头.....	5
1.1 智能影像设备龙头，全景相机、运动相机市占率领先.....	5
1.2 营收保持高速增长，海外是主要营收来源.....	8
二、新消费视角下的智能影像终端.....	10
2.1 行业快速增长，兼具 AI 功能及情绪价值的智能终端.....	10
2.1.1 运动相机：欧美为核心市场，国内品牌持续开拓.....	12
2.1.2 全景相机：应用广泛，未来有望持续扩容.....	13
2.2 公司为全景相机全球龙头，积极布局运动相机品类.....	14
2.3 硬件有望规模化效应持续降本，AI 软件算法持续升级.....	16
三、具备超高需求洞察和产品定义能力，提供完整产品解决方案.....	17
3.1 产品端：需求洞察和产品定义能力.....	17
3.2 品牌运营：内容为王+用户共创.....	18
3.3 技术优势：全景技术+AI 能力+快速迭代.....	20
四、盈利预测及估值.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 估值与投资建议.....	22
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：公司销售模式线上线下、直营经销结合.....	6
图表 4：公司线上收入来源主要在官网及电商平台.....	6
图表 5：公司线下销售渠道全面布局.....	6
图表 6：公司线上线下销售占比接近各 50%.....	7
图表 7：公司线上线下销售渠道均有 50%以上增长.....	7
图表 8：X 系列贡献主要智能影像设备业务销售收入（亿元）.....	7
图表 9：公司前五大客户集中度.....	8
图表 10：中国大陆及欧美为公司重要收入来源地域.....	8
图表 11：公司近五年收入高增.....	8
图表 12：公司近五年归母净利润高增.....	8
图表 13：消费级全景相机为公司主要收入贡献.....	8



图表 14:	消费级全景相机为公司主要毛利贡献	8
图表 15:	公司毛利率&净利率维持较高水平	9
图表 16:	公司主营分产品毛利率维持较高水平	9
图表 17:	公司研发费用率提升	9
图表 18:	研发人员数量及其占比持续提升	9
图表 19:	公司期间费用率情况 (%)	9
图表 20:	公司募投计划扩充生产产能&提升研发实力	10
图表 21:	影像设备品类矩阵	10
图表 22:	运动相机相较于传统相机具备多重优势	11
图表 23:	2017-2027E 全球手持智能影像设备零售市场规模	11
图表 24:	2017-2027E 全球手持智能影像设备出货量规模	11
图表 25:	全球户外运动爱好者人数规模(亿)	12
图表 26:	运动相机性能契合多种户外使用场景	12
图表 27:	运动相机市场规模及出货量情况	13
图表 28:	全景相机具备 360 拍摄效果	13
图表 29:	全景相机市场规模&出货量及增速	14
图表 30:	行业内主要企业	14
图表 31:	2021-2024 年全球消费级全景相机市场占比	15
图表 32:	2021-2024 年全球专业级全景相机市场占比	15
图表 33:	Gopro 历年营业收入&归母净利润及增速	15
图表 34:	Gopro 毛利率走弱	15
图表 35:	公司收入增速远远高于 Gopro	16
图表 36:	公司盈利水平远高于 Gopro	16
图表 37:	手持智能影像设备市场产业链	16
图表 38:	IC 及镜头模组为主要成本构成 (2024)	17
图表 39:	各类型镜头的特征对比	17
图表 40:	公司深度挖掘客户需求及提供配套解决方案	18
图表 41:	隐性自拍杆效果	18
图表 42:	子弹时间效果	18
图表 43:	2024 中国全球化品牌 50 强中公司排名 27	18
图表 44:	公司 Nano 具有独特的内容营销	19
图表 45:	公司 THINK BOLD 挑战基金鼓励内容共创	19
图表 46:	各销售渠道具体的推广方式	19
图表 47:	消费级智能影像设备产品对比	20
图表 48:	专业级智能影像产品对比	20



图表 49： 公司分业务营业收入预测（单位：百万元）	21
图表 50： 可比公司估值	22

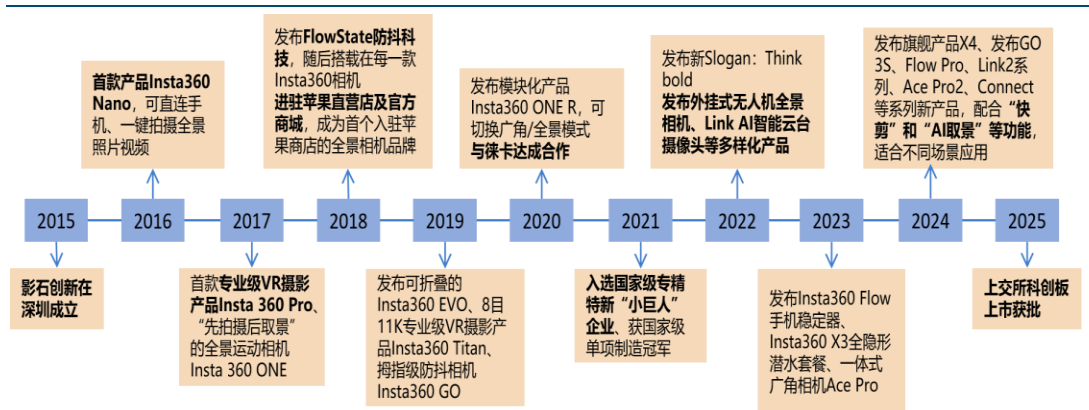


一、影石创新：全球化的全景相机龙头

1.1 智能影像设备龙头，全景相机、运动相机市占率领先

公司是智能影像设备明星企业。公司 2015 年成立于深圳，以“insta 360 影石”品牌为核心，专注于全景相机、运动相机等智能影像设备，是以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商。2016 年推出首款可直连手机、一键拍摄全景照片视频的相机产品 Insta360 Nano 即成为“爆款”，随后不断迭代更新，产品覆盖消费级全景相机/运动相机/专业 VR 全景相机等，产品有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。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

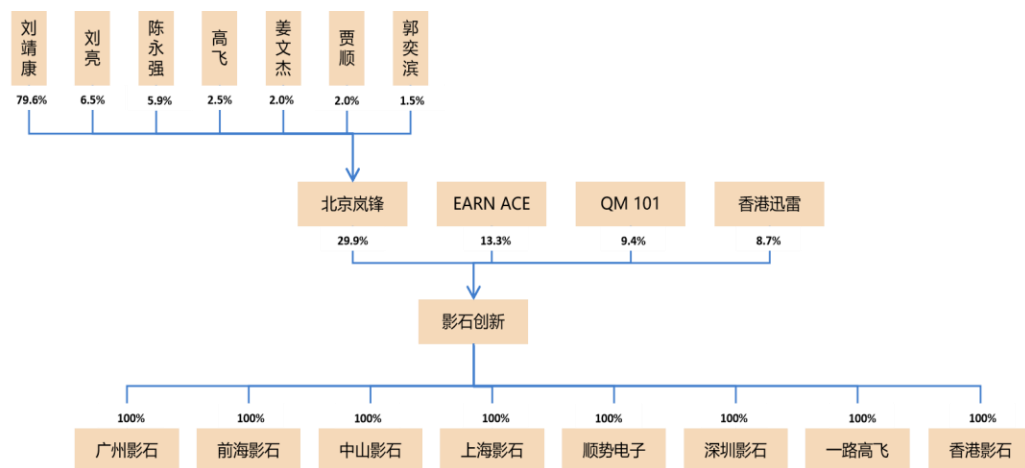
公司是以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商，在技术方面，首创 FlowState 全景防抖算法，实现 360° 无死角稳定拍摄，开发多镜头同步校准技术，攻克 8K 超高清全景实时拼接难题；自主研发的六轴陀螺仪防抖技术结合 AI 运动补偿算法，可适应滑雪、冲浪等极限运动场景；在 AI 影像处理方面，集成深度学习的 AutoFrame 智能构图技术，实现主体追踪与景别自动优化。

满足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。公司推出的智能影像设备产品覆盖新闻直播、国防军事、政法警务、街景地图、VR 看房、全景视频会议等领域，目前主要产品类型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。

公司股权结构稳定，创始人刘靖康是实际控制人，其余各核心技术人员也间接持有公司股份。公司创始人刘靖康及其一致行动人潘瑶合计间接持有公司 29.9% 的股份，是公司的实际控制人。作为核心技术人员之一，主持公司数十项全景相机产品核心技术的研发和设计工作。公司核心技术人员贾顺、姜文杰、肖龙报等人亦间接持有公司股份，形成长效激励机制。



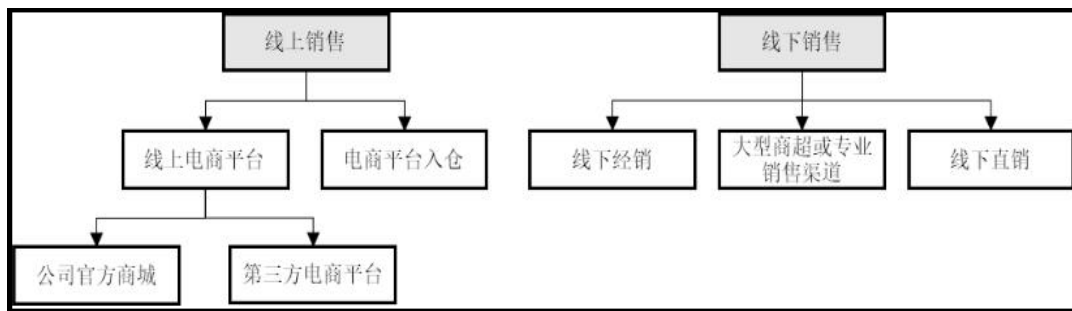
图表2：公司股权结构



来源：公司官网，国金证券研究所

公司产品销售主要采用线上和线下、直营和经销相结合的模式实现全球化销售。公司产品销售网络已覆盖全球的 9000 多家零售门店，并与 Apple Store 零售店、佳能金牌店、Best Buy、B&H、顺电、JB Hi-Fi、Media Markt、Sam's Club、Costco、Argos 等知名渠道建立了长期合作关系。

图表3：公司销售模式线上线下、直营经销结合

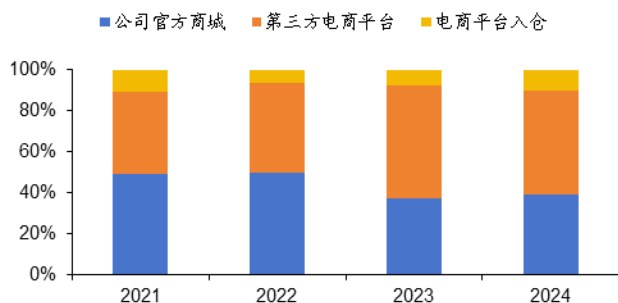


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

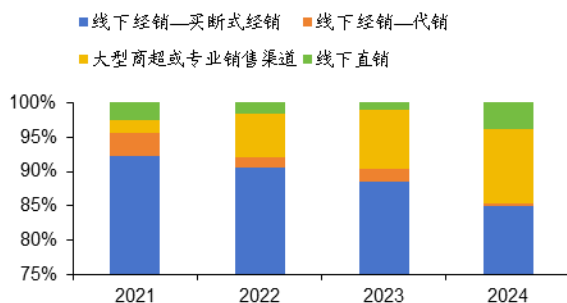
线上销售方面，公司主要通过公司官方商城以及亚马逊、天猫商城、京东等境内外主流的第三方线上电商平台实现全球范围销售。直销渠道销售环节全部由公司独立管理，电商平台渠道通过入仓模式进行产品销售。

线下销售方面，主要通过大型商超或专业销售渠道、经销商以及直销客户，大型连锁商超、3C 卖场及专业销售渠道客户，如 Best Buy、顺电、Sam's club 等；经销商客户主要负责发行人产品在特定区域的市场开拓、分销和零售业务，除 Apple Store 零售店（CMS）等大型经销商为代销方式外，公司对经销商主要采取买断式销售。

图表4：公司线上收入来源主要在官网及电商平台



图表5：公司线下销售渠道全面布局





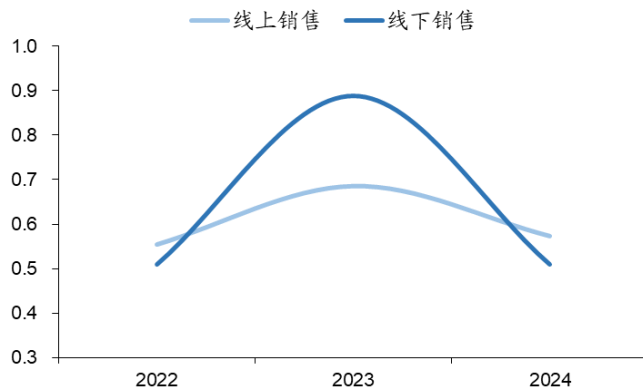
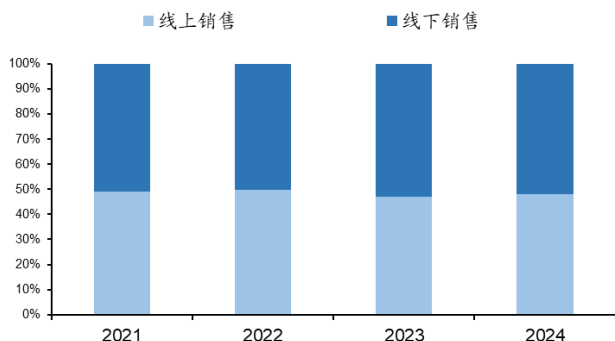
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

销售网络已覆盖全球一万多家零售门店和 90 多座海内外机场，2024 年线上线下销售比例分别为 48%/52%，同比增长 57%/51%，历年来线下销售占比小幅提升。

图表6：公司线上线下销售占比接近各 50%

图表7：公司线上线下销售渠道均有 50%以上增长



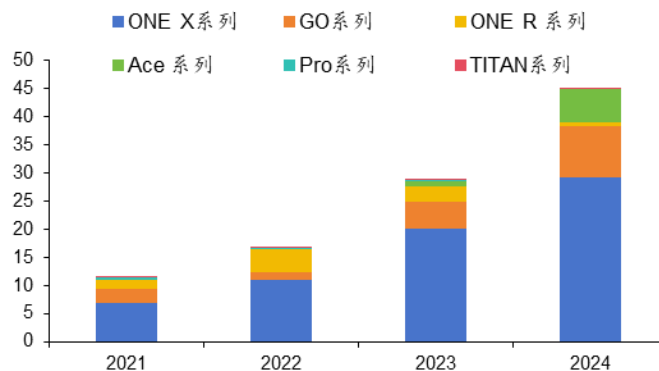
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司及市场主流消费电子产品品牌厂商推出新品的周期通常在半年至一年左右，新品推出的当年及次年为该产品的主要销售周期，并构成该等年度公司销售收入的重要来源，随后公司进一步推出新品，则此前产品逐渐进入生命周期后端，销售收入及占比逐渐下降。

ONE X 系列产品在收入中做出主要贡献，公司于 2018 年 10 月推出第一代产品 ONE X，销售主要集中于 2018 年第四季度及 2019 年度，该系列第二代产品 ONE X2 于 2020 年 10 月推出。在 X 系列的升级方面，公司于 2025 年 4 月 24 日发行了 Insta360 X5，相比于之前的系列，它的升级体现在：1) 新功能与硬件升级：动态摄影模式、加固镜头，使用可拆换镜片以及收音升级，更加适合 vlog 或户外场景。2) 在续航与充电效率方面，续航时间提升至 185 分钟延长拍摄时长，提升使用便利性。

图表8：X 系列贡献主要智能影像设备业务销售收入（亿元）



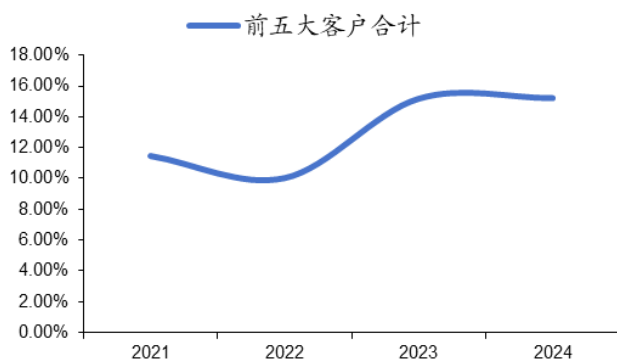
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司前五大客户销售金额总体保持快速增长趋势，全球范围的品牌影响力不断加强，公司产品在各销售渠道市场需求不断提升。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，是公司的主要目标市场和核心收入来源。其中，美国、中国大陆、日本、德国及英国为公司产品主要销售国家及地区。

2022-2024 年美国地区在公司收入占比分别为 21.46%、25.15%、23.38%，2024 年美国地区收入同比增长 43.11%。2025 年 2 月 1 日，美国政府宣布对进口自中国的商品加征 10% 关税；3 月 4 日，再次加征 10% 的关税；4 月 2 日，美国总统签署行政令，中国大陆及中国香港加征 34% 对等关税；5 月 12 日，对等关税中的 34%，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。为应对外部风险，公司积极开拓中国大陆、欧洲及其他非美地区的市场，并积极布局海外产能以满足下游要求。

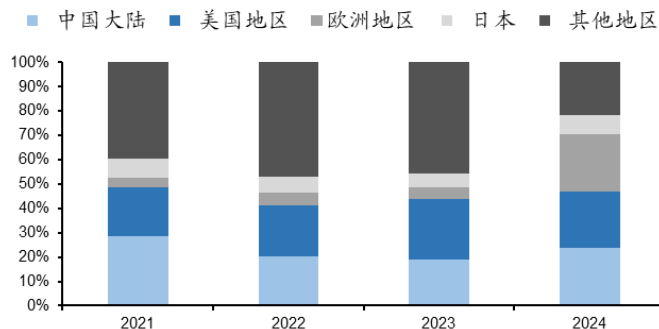


图表9：公司前五大客户集中度



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表10：中国大陆及欧美为公司重要收入来源地域



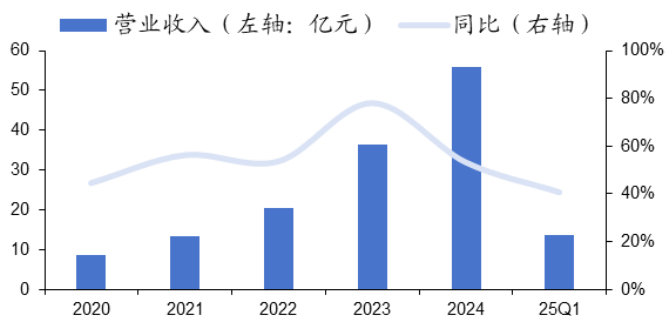
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 营收保持高速增长，海外是主要营收来源

凭借创新优质产品畅销，公司营收和利润保持高速增长。2017-2024 年期间营收高速增长，2024 年营收 55.74 亿元，CAGR 达 60%；2024 年归母净利润 9.95 亿元，归母净利润 CAGR 达 70%。

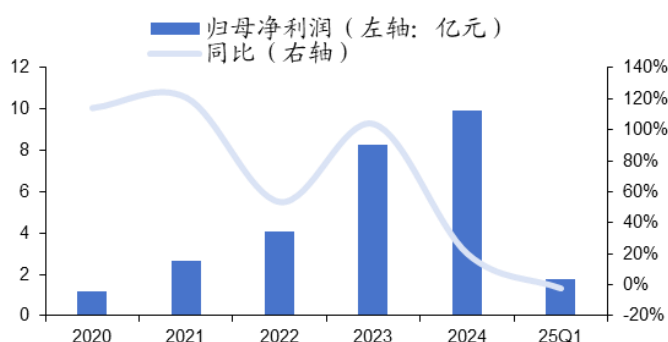
25Q1 公司营收 13.55 亿元，同增 40.70%，实现归母净利润 1.76 亿元，同降 2.50%，根据公司公告，预计公司 25H1 实现营收 32.14-38.15 亿元，同增 32.38%-57.10%；预计实现净利润 4.94-5.83 亿元，同比变动-4.65%-12.49%。

图表11：公司近五年收入高增



来源：Wind，国金证券研究所

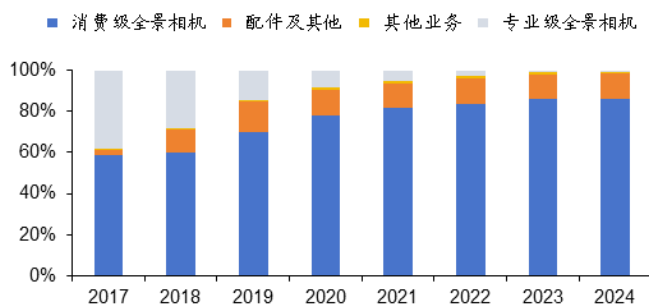
图表12：公司近五年归母净利润高增



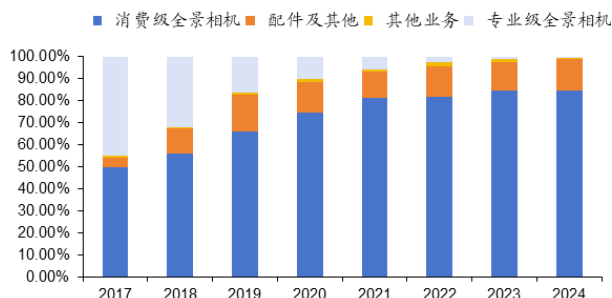
来源：Wind，国金证券研究所

公司主营业务按产品种类可分为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。1) 消费级智能影像设备：主要包括 ONE X 系列（全景运动相机）、ACE 系列（运动相机）、GO 系列（穿戴式运动相机）等，为公司贡献主要营收。2) 专业级智能影像设备：主要包括 Pro 系列和 TITAN 系列等专业 VR 全景相机产品，近年受经济环境及市场需求影响专业级产品规模略有下降。3) 配件及其他产品：主要包括适配相机的自拍杆、电池、保护壳、三脚架和蓝牙遥控器等。随着公司主机产品销量提升及产品配件品类增多，公司配件及其他产品销量逐年上涨。

图表13：消费级全景相机为公司主要收入贡献



图表14：消费级全景相机为公司主要毛利贡献



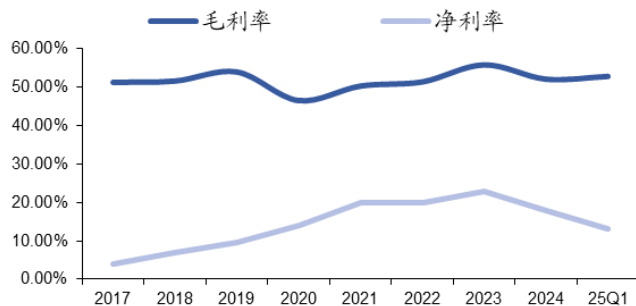


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

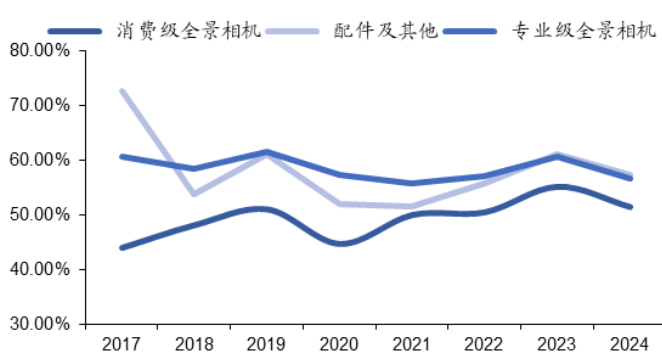
公司毛利率维持在 50% 左右较高水平，销售+研发费用率有所增加。2024 年，公司毛利率下降 3.69pct，主要系产品结构变动，毛利率较低 Ace 系列产品、ONE X4 产品收入占比提高。新产品 ONE X4 由于性能升级较大，芯片等成本上涨，产品处于量产初期，受规模效应等因素影响毛利率阶段性较低。费用率略有增多，主要系 1) 公司持续推进全新产品线开发、关键技术升级及技术版图拓展，研发费用率提升；2) 公司加大了在线上营销宣传、线下展会活动及线下直营店等方面的市场推广投入，销售费用率提升。

图表15：公司毛利率&净利率维持较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

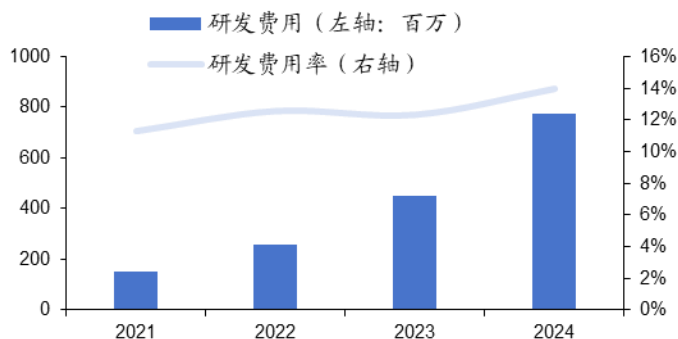
图表16：公司主营分产品毛利率维持较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

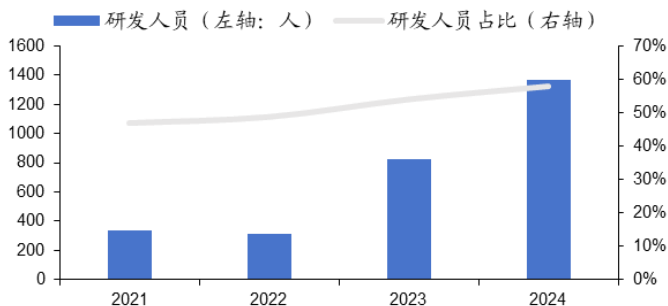
注重技术研发，研发人员占比逐年提升。公司对研发费用的投入逐年增长，产品持续迭代，从 2021-2024 年，公司研发支出分别为 1.49 亿元、2.56 亿元、4.48 亿元和 7.77 亿元，近几年的研发费用率稳步提升。截至 2024 年年底研发人员为 1367 人，研发人员占公司总人数比列为 57.68%，研发人员占比有了大幅度提升。公司对销售费用加以控制且公司规模效应逐步体现，公司实行精益化管理，费用控制持续取得成效。

图表17：公司研发费用率提升



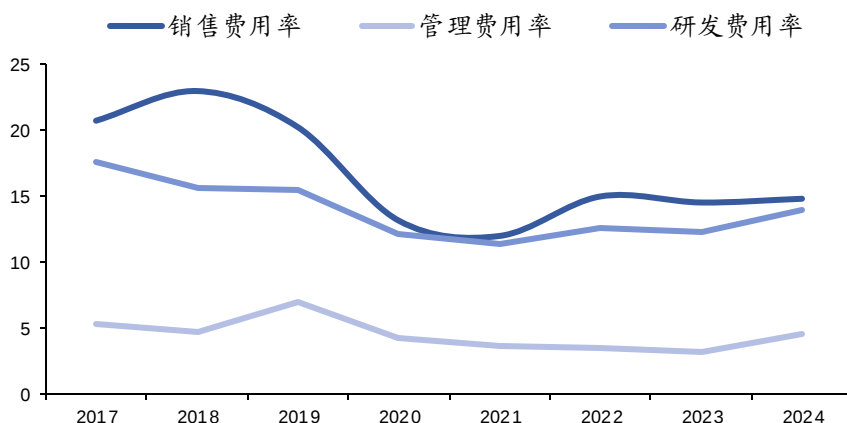
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表18：研发人员数量及其占比持续提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表19：公司期间费用率情况 (%)





来源：Wind，国金证券研究所

公司本次 IPO 公开发行人民币普通股 4,100 万股，包括智能影像设备生产基地建设项目、影石创新深圳研发中心建设项目，拟募集资金投入约 4.6 亿元，实际发行价格为 47.27 元/股。

智能影像设备生产基地建设项目，拟投入 1.95 亿元，为保障生产及产品供应的稳定性，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，主要建设内容包括智能影像设备生产车间和智能仓库。截至 2024 年底，智能影像设备生产基地建设项目已完成基建工程，尚处于装修和设备采购、调试阶段，预计将于 2025 年建设完成并投入使用。

影石创新深圳研发中心建设项目，拟投入 2.68 亿元，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，目前影石创新深圳研发中心建设项目尚未开始实施。

图表20：公司募投计划扩充生产产能&提升研发实力

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

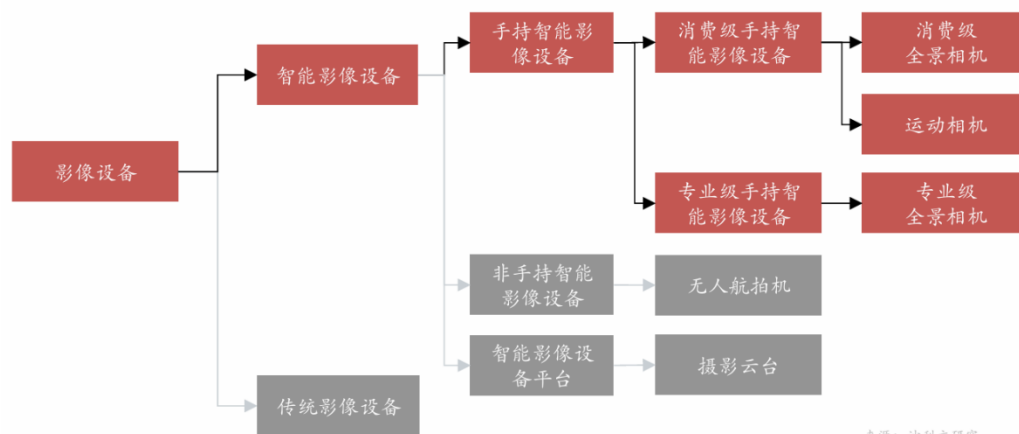
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二、新消费视角下的智能影像终端

2.1 行业快速增长，兼具 AI 功能及情绪价值的智能终端

智能影像设备是指具备计算处理能力的影像设备，主流的智能影像设备包括运动相机、全景相机。运动相机用于记录运动过程，可固定在自拍杆或身体某部位、头盔、滑板、自行车把手上，拍摄第一人称视角运动场景，其相比于传统相机拍摄视角更广，且对于抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能的要求更高。全景相机基于全景技术，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。

图表21：影像设备品类矩阵



来源：沙利文研究

来源：公司招股说明书，沙利文研究，国金证券研究所

从功能角度来看，伴随着消费电子硬件突破&软件升级，影像设备作为重要的视觉记录设备，其应用场景、覆盖功能不断突破。相较于传统相机，全景&运动相机是指具备更广阔视角、计算处理能力的影像设备，综合数据处理、传感器、网络通信等等技术，通过高性能图像传感器实现对于运动影像的快速捕捉，并通过高效控制芯片、软件算法实现对于复杂图像数据的运动补正、调整、图像剪辑、图像拼接等复杂处理工作。

从消费情绪价值来看，全景拍摄为潜在消费者提供愉悦感（炫酷照片）、内心波动（珍贵记忆）、彰显展示（社交价值），除了功能价值之外，情绪价值是全景/运动相机差异化的产品价值。



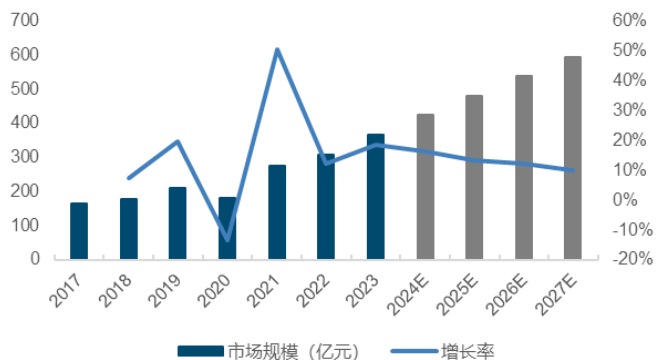
图表22：运动相机相较于传统相机具备多重优势

	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

来源：弘景光电招股说明书，国金证券研究所

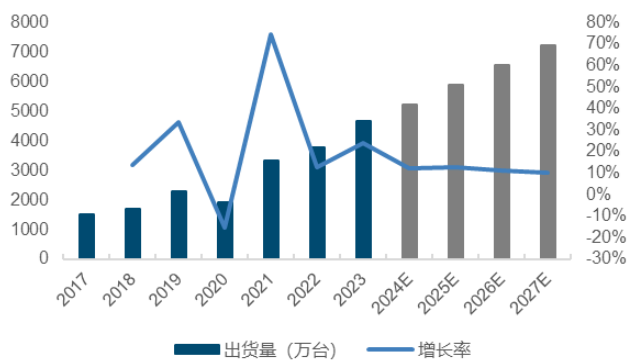
2010 年，GoPro Hero HD 摄像机问世，实现用极小的机身完成 1080P 视频拍摄，运动相机开始受到广泛关注和规模化生产；2014 年，大疆推出第一代消费级航拍无人机 Phantom 2 Vision，消费级航拍无人机逐渐形成规模；2013 年，日本理光推出了第一款全景相机；2017 年开始，Insta360 影石、三星、尼康等多个品牌纷纷推出全景相机，推动全景相机市场快速发展。全球手持智能影像设备市场规模由 2017 年的 164.3 亿元增长到 2023 年 364.7 亿元，复合年增长率达到 14.3%。

图表23：2017-2027E 全球手持智能影像设备零售市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表24：2017-2027E 全球手持智能影像设备出货量规模

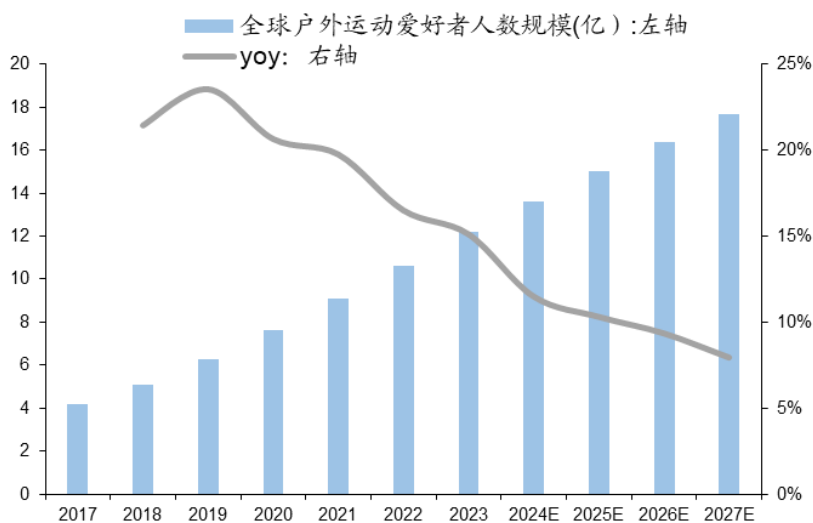


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

不同于追求极致画质的单反相机玩家，消费级智能影像设备玩家主要是追求运动拍摄性能的年轻户外运动爱好者。在应用领域方面，运动相机应用范围广泛，包括户外运动、极限运动、消费者日常生活、真人秀节目拍摄、赛事直播等领域。记录户外运动不同于追求极致画质的单反相机玩家，消费级智能影像设备玩家主要是追求运动拍摄性能的年轻户外运动爱好者。根据 Frost & Sullivan 调研，中国消费级产品核心消费人群的年龄集中在 25-35 岁区间，欧美集中在 25-50 岁区间。2023 年全球户外运动爱好者人数达 12.2 亿，预计 2027 年达到 17.7 亿。



图表25：全球户外运动爱好者人数规模(亿)



来源：沙利文研究，国金证券研究所

2.1.1 运动相机：欧美为核心市场，国内品牌持续开拓

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。运动相机市场起源于欧美，应用范围广泛，包括户外运动、极限运动、消费者日常生活等领域。随着全球对户外运动的热度扩展以及对运动体验记录和分享的需求，运动相机市场扩展到中国、日本等亚洲地区。

相较于传统相机，运动相机防抖性能较好，视角范围更宽阔，且具有更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能，因此在户外运动场景的影像记录通常使用运动相机进行。除此之外，运动相机的小巧、便于携带、防抖防水等多种功能，越来越多的电视台在拍摄综艺节目、纪录片或者赛事直播会选择使用运动相机进行拍摄。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。

图表26：运动相机性能契合多种户外使用场景



来源：公司官网，国金证券研究所

根据 Frost & Sullivan 的数据，全球运动相机的出货量从 2017 年的 1,410.5 万台增加至 2023 年的 4,461 万台，复合增长率达到 21.2%。



图表27：运动相机市场规模及出货量情况



来源：沙利文研究，公司招股说明书，国金证券研究所

2.1.2 全景相机：应用广泛，未来有望持续扩容

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，全景拍摄具有全方位、真实性、三维性特点。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。1) 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。2) VR 全景相机可用于拍摄立体的全景 VR 画面，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，价格更高。

图表28：全景相机具备 360 拍摄效果



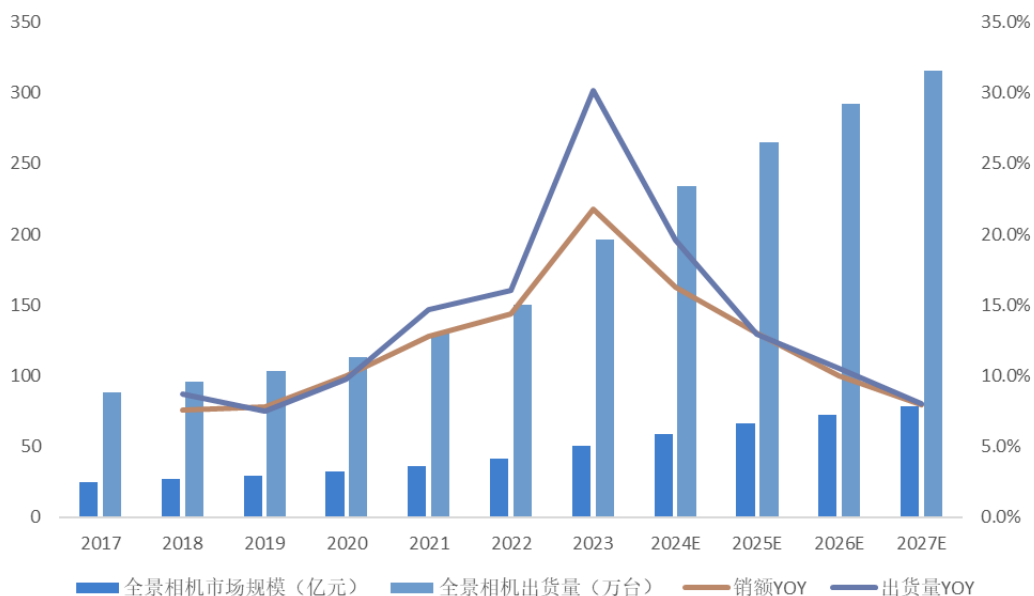
来源：公司官网，国金证券研究所

根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球全景相机出货量为 196.0 万台，同比增长 30.1%，市场规模为 50.3 亿元，同比增长 21.8%；2024 年全球全景相机出货量将达 234.4 万台，市场规模为 58.5 亿元，2025 年出货量将达 264.7 万台，市场规模将增至 66.1 亿



元。随着全景相机在户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域中不断渗透，未来全景相机市场规模也将进一步扩大。

图表29：全景相机市场规模&出货量及增速



来源：沙利文研究，公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 公司为全景相机全球龙头，积极布局运动相机品类

公司凭借图像处理技术优势在全景相机行业中逐步抢占市场份额。目前，运动相机市场领先者为美国的 GoPro，其他主要厂商和品牌包括公司、大疆、AKASO、SJCAM 等，整体市场较为分散。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球运动相机排名前三位的品牌厂商分别为 GoPro、公司、大疆。GoPro 作为运动相机老牌厂商，其销售额趋于稳定，公司等新晋品牌厂商凭借创新实力及研发技术迅速抢占市场，销售额增长迅速。

图表30：行业内主要企业

公司	公司定位	主要产品定位	分地区收入
公司	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。	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。消费级智能影像设备包括消费级的全景相机、运动相机，专业级智能影像设备包括专业级的 VR 全景相机。	
GoPro	主要从事运动相机的研发、生产与销售	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。	



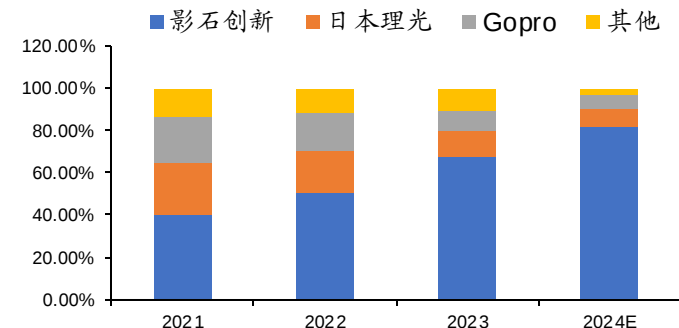
日本理光	办公设备及光学机器制造商	主要产品包括影印机、传真机、打印机等文仪器以及数码相机产品，其全景相机 Theta 系列是理光的影像产品体系的一部分	日本, 38.04% 美国, 21.50% 亚地区, 10.85% 中国, 8.59% 欧洲、中东和非洲, 21.0...
大疆	全球领先的无人飞行器控制系统及无人机解决方案的研发和生产商	近年来，大疆陆续推出了云台相机、手持云台、运动相机等，丰富了影像产品线。大疆的消费级无人机影像产品主要定位于旅游拍摄、旅途、运动场景的航拍等	全球销售。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

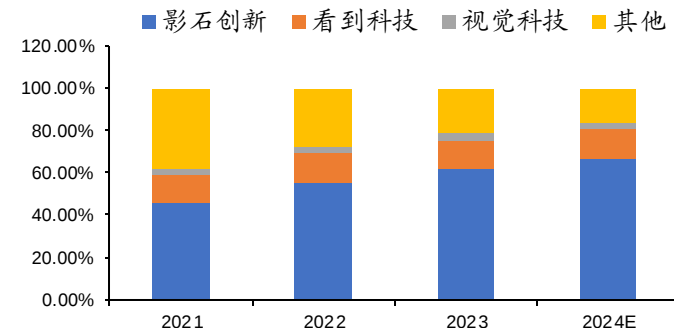
目前全球消费级全景相机领域领先企业包括公司、日本的理光以及美国的 GoPro。专业级的 VR 全景相机市场则主要由公司和深圳看到科技有限公司主导。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球消费级全景相机市场份额前三位分别为公司、日本理光、GoPro，市场占有率分别为 67.2%、12.4%和 9.2%。在专业级全景相机方面，大多数玩家多处于探索阶段。2023 年公司销售额占全球专业级全景相机市场的比重为 61.4%，看到科技、视觉科技销售额占全球专业级全景相机市场的比重分别为 14.0%、3.5%。

图表31：2021-2024 年全球消费级全景相机市场占比

图表32：2021-2024 年全球专业级全景相机市场占比



来源：中商产业研究院，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

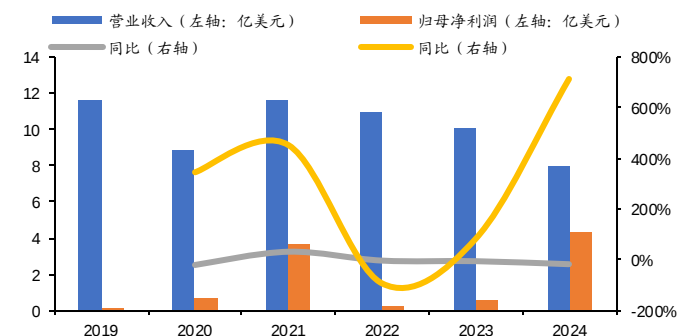


来源：中商产业研究院，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

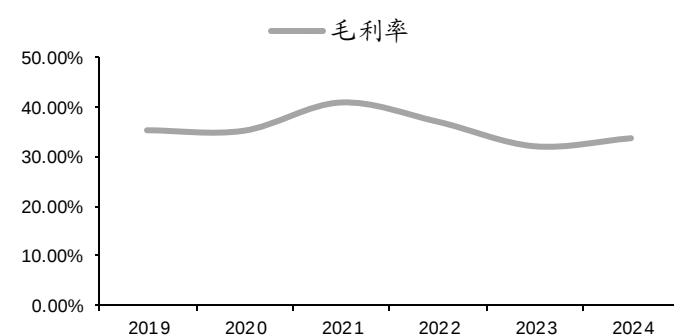
海外龙头 Go pro 由于产品迭代较慢且盈利能力较弱，收入正不断被公司迎头赶上。

图表33：Gopro 历年营业收入&归母净利润及增速

图表34：Gopro 毛利率走弱



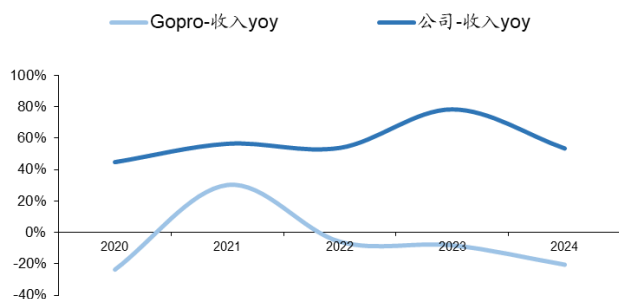
来源：gopro 官网，国金证券研究所



来源：gopro 官网，Wind，国金证券研究所

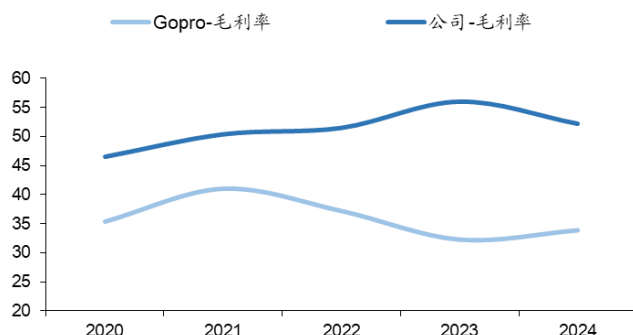


图表35: 公司收入增速远远高于 Gopro



来源: gopro 官网, Wind, 国金证券研究所

图表36: 公司盈利水平远高于 Gopro

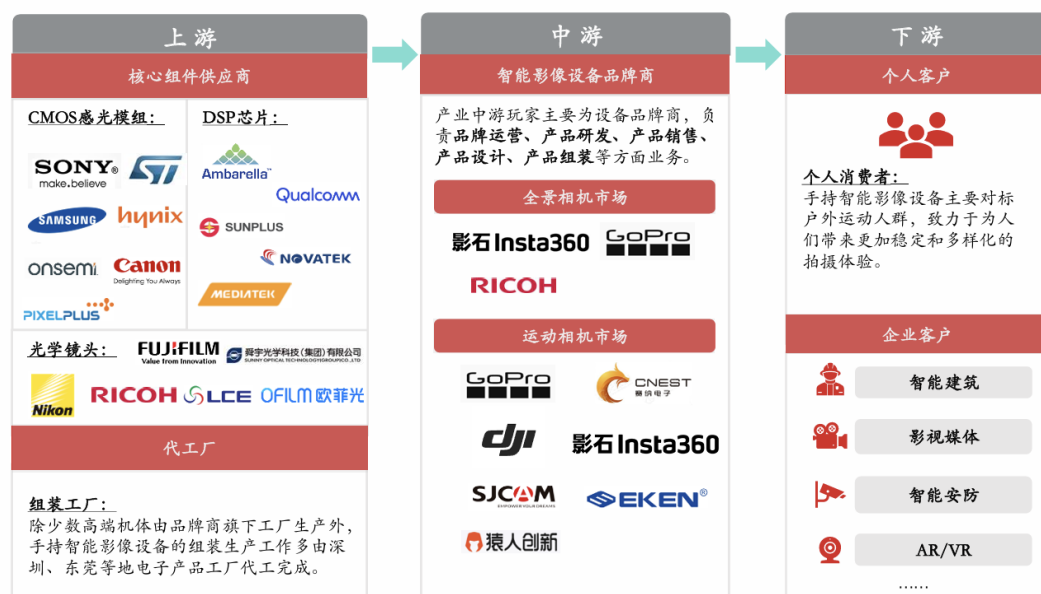


来源: gopro 官网, Wind, 国金证券研究所

2.3 硬件有望规模化效应持续降本, AI 软件算法持续升级

从产业链角度看, 手持智能影像设备产业链上游包括芯片、镜头模组、结构件、连接器、包材和电池; 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。产业链中游为各大智能影像设备品牌商, 全景/运动相机厂商: 公司、GoPro、日本理光、大疆创新、Garmin。

图表37: 手持智能影像设备市场产业链

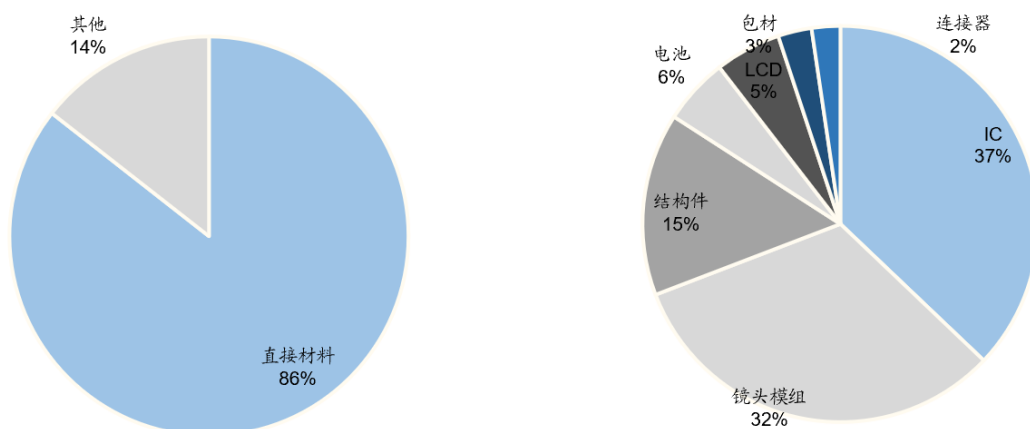


来源: 沙利文研究, 公司招股说明书, 国金证券研究所

作为消费电子类产品, 规模增长往往能带动采购单价的下降。公司营业成本中直接材料成本占比超 80%, 其中大头主要是 IC、镜头模组和结构件。随着公司销量和规模的增长, 部分部件和材料成本呈现出明显的降本曲线。



图表38: IC及镜头模组为主要成本构成 (2024)



来源：公司公告，国金证券研究所

全景相机和传统相机的内部硬件构造类似，主要由镜片、图像传感器、图像处理芯片、滤光片等零部件构成，最核心的部件是图像传感器等核心光学器件。全景相机和传统相机的区别主要在于镜头、传感器和处理器，其中仅有光学镜头实现了完全的国产化替代，其余供给来源集中于欧美、日本和韩国等国。

光学镜头 (Lens) 主要指影像设备内置的光学组件，负责图像的捕捉和聚焦。光学镜头运用透镜折射原理，将景象光线捕捉并透过透镜照射在设备内置感光材料之上，在聚焦平面上形成明晰的图像。

CMOS 方面，智能影像设备制造已全部采用 CMOS 图像传感器技术，行业内主要的 CMOS 芯片制造商有：索尼、三星、海力士、派视尔、意法半导体、安森美、佳能等，其中索尼在高端 CMOS 图像传感器保持技术垄断地位。

图表39: 各类型镜头的特征对比

镜头种类	工艺难度	量产能力	成本	热膨胀系数	透光率	主要应用领域
塑胶镜头	低	高	低	高	低	智能手机、数码相机等
玻璃镜头	高	低	高	低	高	高端安防视频监控、全景/运动相机、车载相机、机器视觉等
玻塑混合镜头	高	低	高	介于前两者之间	介于前两者之间	智能家居摄像机、安防监控摄像机、车载相机等

来源：弘景光电招股说明书，国金证券研究所

三、具备超高需求洞察和产品定义能力，提供完整产品解决方案

3.1 产品端：需求洞察和产品定义能力

从公司推出的产品系列及迭代来看，公司产品端从“记录”这一本质需求入手，结合已有的技术积累，创新产品形态，挖掘用户显性/显性需求，帮用户更好的记录生活。公司具备极强的产品洞察及产品定义能力，深度挖掘客户需求，软硬件配合提供领先、完整的解决方案，是公司未来最核心的竞争壁垒和护城河。

以智能影像终端产品对应的用户需求来看：显性需求包括易用性（剪辑）、基础性能（分辨率&画质、耐用性、续航），可从用户反馈的痛点进行针对提升；隐性需求包括消费者需求边界的开拓，比如隐性自拍杆、先拍摄后取景、创意玩法等等，差异化的产品定义在于真正理解“消费者真正想要的不是相机，而是能快速生成并分享到社交媒体的酷炫内容”。



图表40：公司深度挖掘客户需求及提供配套解决方案

用户需求	解决方案
显性需求：照片传输/拼接过程耗时长	全景相机搭配移动端即插即用
隐性需求：创造自由度，运动相机拍摄过程中取景痛点	开创全景运动新品类，先拍摄后取景，用户可自由截取360°画面中的最佳视角
隐性需求：第三人称视角（跟拍）	隐性自拍杆
显示需求：剪辑简单易上手	AI取景、AI剪辑
隐性需求：可玩性	子弹时间、AI创意库

来源：国金证券研究所

公司差异化的核心卖点包括通过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，实现了 AI 智能剪辑、“自拍杆隐形”、智能追踪、“子弹时间”等创新性体验。

隐性自拍杆：自拍杆在画面中完全消失，没有无人机，也能轻松解锁低空跟拍视角与第三人称视角，仿佛拥有专属跟拍摄影师。

子弹时间：轻松实现好莱坞大片冻结时间特效功能。

图表41：隐性自拍杆效果



来源：公司官网，国金证券研究所

图表42：子弹时间效果



来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 品牌运营：内容为王+用户共创

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、美国露西技术成就奖“Best 360 Camera”、意大利 A' Design Award 产品设计奖、日本 Good Design 设计奖、2019 柏林 IFA 国际电子消费品展最佳产品、“2017 年度中国十大 VR 硬件”称号等。根据 Google 与凯度发布的《Google x Kantar BrandZ 中国全球化品牌 2024》，影石创新的品牌“影石 Insta360”在中国全球化品牌中排名 27 名。

图表43：2024 中国全球化品牌 50 强中公司排名 27

	品牌	品类	品牌力
1	ByteDance	内容娱乐 APP	2791
2	Xiaomi	消费电子	1058
3	SHEIN	线上时尚/电子商务	1032
4	Lenovo	消费电子	1004
5	HUAWEI	消费电子	746
6	AliExpress	电子商务	723
7	Haier	家电	649
8	Temu	电子商务	638
9	OPPO	消费电子	635
10	Hisense	家电	631



	品牌	品类	品牌力
11	TCL	家电	490
12	Tencent	移动游戏	479
13	Vivo	445	445
14	Chery	汽车	425
15	BYD	汽车	417
16	Anker	电子产品附件	416
17	DJI	智能设备	415
18	米哈游	移动游戏	403
19	OnePlus	消费电子	360
20	Kuaishou	内容娱乐 APP	346
21	Realme	消费电子	345
22	GWM	汽车	319
23	TP-Link	电子产品附件	304
24	HONOR	消费电子	289
25	Lynk&Co	汽车	272
26	MAXUS	汽车	269
27	影石 Insta360	智能设备	267
28	WORX	家居园艺	265
29	Lilith	移动游戏	262
30	CenturyGames	移动游戏	262

来源：Google&凯度，国金证券研究所

独特的内容营销模式。公司内容营销逻辑往往不是简单地介绍产品卖点和参数，而是以视频的新奇、大胆、好玩、有趣为目标，追求内容的自传播效应，吸引网友观看、好奇甚至模仿，从而实现“种草”。2017 年公司推出首款消费级产品 Nano 时，创新性地将相机固定在老鹰背部，让观众可以清楚地看到老鹰的头部以及周围 360° 全景景色。

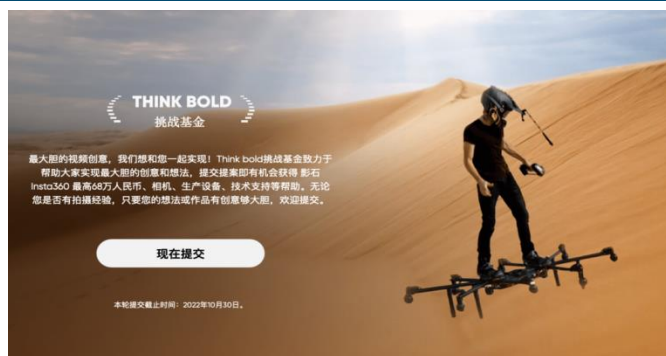
用户共创，建立情感连接和强品牌认知。发起“Think Bold”挑战基金，鼓励用户们去“实现创意、展现自我”，去实现各种大胆的想法，用影石相机记录下那些震撼人心的瞬间。品牌与用户的关系越来越密切，也逐渐塑造了专业性、趣味性、科技感强的品牌认知。

图表44：公司 Nano 具有独特的内容营销



来源：公司官网，国金证券研究所

图表45：公司 THINK BOLD 挑战基金鼓励内容共创



来源：公司官网，国金证券研究所

图表46：各销售渠道具体的推广方式

销售模式	销售渠道	推广方式
线上	公司官方商城	在知名社交平台及搜索引擎投放广告；品牌视频宣传活动、垂直行业 KOL 推荐等其他站内或者站外引流
	第三方电商平台	第三方电商平台投放广告；品牌视频宣传活动、垂直行业 KOL 推荐等其他站内或者站外引流



电商平台入仓	客户主动咨询合作
线下经销	展会/活动现场推广，如参加 CES, IFA 等全球性的展会；远程网络形式推广，包括利用网络搜索工具、大型商超或专业销售
线下销售渠道	社交媒体进行潜在客户的收集和开发；客户主动咨询合作；通过招聘有业内客户资源的销售人员进行推广
线下直销（含直营店）	客户主动咨询合作；2023 年开始，公司通过在深圳、广州、南京等城市重点商圈开设线下直营店，为消费者提供沉浸式的产品体验和品牌服务。

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 技术优势：全景技术+AI 能力+快速迭代

Go Pro 在价格/硬件性能上已无竞争力，公司的全景技术+AI 能力+快速迭代形成极强的产品竞争力持续抢占 Go Pro 份额。消费级智能影像设备领域的产品主要有 GoPro 推出的 GoPro Hero12、GoPro Hero13，大疆推出的 DJI OSMO Action4、DJI OSMO Action 5 Pro 等。

在全景相机方面，目前主要有日本理光推出的 Ricoh Theta V 以及 GoPro 推出的 GoPro Max。公司自有品牌“Insta360 影石”消费级影像设备 ONE R 系列与同类产品价格在价格、分辨率、续航、流畅性等方面的指标等方面具备优势。

图表47：消费级智能影像设备产品对比

	Insta360 ONE R (全景版)	Insta360X5	Insta360 Ace Pro 2	GoPro Max	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	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	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''	1/2.3''	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	4K@30fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最高规格	5.7K	12K	8K	5.6K	5.6K	5.3K	3.6K	8K
电池容量	1190mAh	2400mAh	1800mAh	1600mAh	1900mAh	1220mAh	1770mAh	1950mAh
高续航电池容量	2380mAh	×	×	×	×	×	×	×
续航时间	70 分钟	88 分钟	180 分钟注 2	78 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	内置存储 19GB，不支持 存储卡扩展	支持 512GB 存储卡	内置存储 64GB，支持 1TB 存储卡

来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：专业级智能影像产品对比

项目	Insta360Pro	Insta360 Pro 2	Insta360TITAN	Kandao Obsidian R	Kandao Obsidian Pro	Z Cam V1 Pro
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



项目	Insta360Pro	Insta360 Pro 2	Insta360TITAN	Kandao Obsidian R	Kandao Obsidian Pro	Z Cam V1 Pro
格						
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

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

基于以上分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

消费级智能影像设备：公司消费级产品主要分为 ONE R 系列（全景相机、模块化运动相机）、ONE X 系列（全景相机/运动相机）、GO 系列（穿戴式运动相机）、其他（如 Flow 系列、Link 系列等）。公司的 X 系列产品已经迭代至第五代，采用自主研发的 FlowState 防抖科技，结合全景拼接与拍摄技术继续迭代。Go 系列产品已经迭代至第四款，支持 4K 超清分辨率，支持广角 FOV 等功能，具备较强的产品独特性、创新性。Ace 广角式运动相机是公司在全景相机领先于市场，进一步开拓运动市场重点发力的核心产品线之一。预计公司消费级智能影像设备业务在 2025-2027 年实现营收 75.70、106.89、142.22 亿元。毛利率方面，公司作为龙头具备较强议价能力，考虑到竞争对手持续推进市场及更低价格策略、关税因素，我们预测 2025-2027 年毛利率分别达到 49%、48%、47%。

专业级智能影像设备：公司专业级智能影像设备主要包括 Pro 系列、TITAN 系列以及 Connect 系列 AI 视频会议一体机。公司 Connect 系列具备 AI 追踪、智能白板、智能取景等功能，有效提升视频会议效率与效果，看好 Connect 系列产品进一步放量。我们预计公司专业级智能影像设备在 2025-2027 年将实现营收 24.04、24.21、25.27 亿元。毛利率方面，公司加大研发投入，目前市场拓展顺利，我们预测 2025-2027 年毛利率分别达到 57%、56.5%、56%。

配件及其他：配件收入稳定增长，公司布局包括自拍杆、电池、防水壳、三脚架和蓝牙遥控器等，提供滑雪、摩托车、潜水、宠物等场景下的配件套餐，我们预计公司配件及其他业务 2025-2027 年实现营收达 10.77、15.08、19.60 亿元，毛利率达 57%、56%、55%。

图表49：公司分业务营业收入预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（万元）	2041.13	3636.39	5574.13	8717.64	12269.38	16257.94
成本（万元）	990.08	1601.74	2664.56	4357.45	6256.42	8456.08
毛利（万元）	1051.05	2034.65	2909.56	4360.20	6012.96	7801.85
毛利率	51.49%	55.95%	52.20%	50.02%	49.01%	47.99%
（一）消费级智能影像设备						
收入	1704.38	3131.53	4788.61	7570.42	10688.85	14221.56
成本	844.47	1404.71	2326.14	3860.92	5558.20	7537.43
毛利	859.91	1726.82	2462.47	3709.51	5130.65	6684.13
毛利率	50.45%	55.14%	51.42%	49.00%	48.00%	47.00%
（二）专业级智能影像设备						



	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	47.74	33.95	23.56	24.04	24.21	25.27
成本	20.50	13.39	10.24	10.34	10.53	11.12
毛利	27.25	20.56	13.32	13.70	13.68	14.15
毛利率	57.07%	60.55%	56.53%	57.00%	56.50%	56.00%
(三) 配件及其他产品						
收入	257.63	426.56	718.05	1077.07	1507.90	1960.27
成本	114.31	165.94	306.44	463.14	663.48	882.12
毛利	143.32	260.62	411.60	613.93	844.42	1078.15
毛利率	55.63%	61.10%	57.32%	57.00%	56.00%	55.00%
其他业务收入						
收入	31.38	44.35	43.92	46.11	48.42	50.84
成本	10.81	17.69	21.74	23.06	24.21	25.42
毛利	20.58	26.66	22.18	23.06	24.21	25.42
毛利率	65.57%	60.11%	50.50%	50.00%	50.00%	50.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

费用情况: (1) 公司为保持其技术领先性, 持续加大研发投入, 优化研发流程, 加强研发创新, 不断推出新产品拓展应用领域。我们综合考虑公司新产品研发需求及规模效应影响, 假设 2025-2027 年公司研发费用率为 16.5%、16.5%、16.5%。(2) 随着公司销售规模扩张, 销售费用受规模效应影响, 假设 2025-2027 年公司销售费用率为 15%、15%、15%。(3) 公司业务规模持续扩张, 持续优化管理环节, 控制成本费用, 整体管理效率较高, 假设 2025-2027 年管理费用率为 4.5%、4.6%、4.7%。

4.2 估值与投资建议

预测 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 11.15、14.64、17.75 亿元, 同比+12.10%、31.28%、21.25%, 选取安克创新、小米集团、极米科技、石头科技作为可比公司, 截至 2025 年 6 月 6 日, 可比公司 2025 年市盈率中位数为 25.49 倍, 我们给予公司 2025 年 40 倍 PE 估值, 目标市值 446 亿元, 对应目标价格为 111 元/股, 首次覆盖给予买入评级。

图表50: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS					PE				
				2023A	2024	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
300866.SZ	安克创新	560.35	105.42	3.97	3.99	4.84	6.08	7.51	26.53	26.40	21.77	17.35	14.05
1810.HK	小米集团	12,618	53.10	0.70	0.94	1.48	1.95	2.47	75.86	56.49	35.88	27.23	21.50
688696.SH	极米科技	86.79	123.98	1.72	1.75	5.12	6.60	7.72	72.08	70.85	24.20	18.78	16.05
688169.SH	石头科技	411.67	222.70	15.60	10.70	11.08	13.51	16.48	14.27	20.81	20.09	16.49	13.51
平均数									47.19	43.64	25.49	19.96	16.28
688775.SH	影石创新	-	-	2.30	2.76	2.78	3.65	4.43	-	-	-	-	-

来源: Ifind, 国金证券研究所, 数据截至 2025 年 6 月 6 日, 安克创新、小米集团、极米科技来自 Ifind 一致预期, 石头科技来自于国金证券研究所覆盖预测。

五、风险提示

市场竞争加剧风险: 智能影像技术迭代变化较快, 若竞争对手实现技术突破、或以低价竞争等策略抢占市场, 公司将面临行业竞争加剧导致市场份额下降的风险。

终端需求及产品迭代不及预期: 公司产品持续迭代, 若新产品无法契合终端需求, 销量不及预期, 将给公司业绩增长带来影响。

国际贸易摩擦及关税风险: 如果境外国家持续加大实施对公司出口明显不利的贸易、关税等政策, 存在海外业务拓展受限, 导致业绩下滑的风险。

出海进展不及预期: 公司运动相机加速海外出口, 若出口进展不及预期, 将给公司业绩增长带来影响。



研发不及预期:行业技术迭代变化较快,公司处于产业链中游,若公司研发进展不及预期,将影响公司竞争力,给业绩增长带来带来影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,041	3,636	5,574	8,718	12,269	16,258
增长率		78.2%	53.3%	56.4%	40.7%	32.5%
主营业务成本	-990	-1,602	-2,665	-4,357	-6,256	-8,456
%销售收入	48.5%	44.0%	47.8%	50.0%	51.0%	52.0%
毛利	1,051	2,035	2,910	4,360	6,013	7,802
%销售收入	51.5%	56.0%	52.2%	50.0%	49.0%	48.0%
营业税金及附加	-16	-31	-46	-70	-98	-130
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-306	-528	-826	-1,308	-1,840	-2,439
%销售收入	15.0%	14.5%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-70	-114	-253	-392	-564	-764
%销售收入	3.4%	3.1%	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%
研发费用	-256	-448	-777	-1,438	-2,024	-2,683
%销售收入	12.5%	12.3%	13.9%	16.5%	16.5%	16.5%
息税前利润 (EBIT)	403	913	1,008	1,152	1,486	1,786
%销售收入	19.7%	25.1%	18.1%	13.2%	12.1%	11.0%
财务费用	19	-10	19	35	76	108
%销售收入	-0.9%	0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-17	-33	-45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	8	22	33	25	30	35
%税前利润	2.0%	2.4%	3.1%	2.1%	1.9%	1.8%
营业利润	433	934	1,058	1,212	1,591	1,929
营业利润率	21.2%	25.7%	19.0%	13.9%	13.0%	11.9%
营业外收支	-1	-2	0	0	0	0
税前利润	433	933	1,059	1,212	1,591	1,929
利润率	21.2%	25.6%	19.0%	13.9%	13.0%	11.9%
所得税	-25	-103	-64	-97	-127	-154
所得税率	5.9%	11.1%	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	407	830	995	1,115	1,464	1,775
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	407	830	995	1,115	1,464	1,775
净利率	20.0%	22.8%	17.8%	12.8%	11.9%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	407	830	995	1,115	1,464	1,775
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	62	94	31	44	57
非经营收益	-57	-49	-101	79	-30	-35
营运资金变动	67	-81	184	-35	160	49
经营活动现金净流	454	762	1,172	1,191	1,639	1,846
资本开支	-56	-117	-150	539	-200	-200
投资	-669	-275	-1,563	450	-10	-20
其他	1	2	19	25	30	35
投资活动现金净流	-724	-389	-1,694	1,014	-180	-185
股权募资	0	0	0	406	0	0
债权募资	0	0	0	-18	157	-157
其他	-10	-12	-18	-1	0	0
筹资活动现金净流	-10	-12	-18	387	157	-158
现金净流量	-255	368	-545	2,592	1,615	1,504

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	457	825	280	2,868	4,480	5,982
应收款项	49	116	294	322	487	690
存货	351	494	1,000	1,254	1,885	2,780
其他流动资产	257	359	2,429	1,715	1,732	1,761
流动资产	1,113	1,794	4,004	6,159	8,586	11,214
%总资产	56.2%	58.9%	79.7%	91.1%	91.9%	92.5%
长期投资	612	873	481	11	11	11
固定资产	187	285	367	520	660	789
%总资产	9.4%	9.3%	7.3%	7.7%	7.1%	6.5%
无形资产	16	19	30	47	63	79
非流动资产	867	1,253	1,017	605	761	904
%总资产	43.8%	41.1%	20.3%	8.9%	8.1%	7.5%
资产总计	1,980	3,047	5,021	6,764	9,347	12,118
短期借款	7	12	18	0	0	0
应付款项	411	555	1,335	1,575	2,346	3,284
其他流动负债	174	261	438	458	645	854
流动负债	591	828	1,791	2,033	2,990	4,138
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	32	49	29	190	39
负债	610	861	1,840	2,062	3,180	4,176
普通股股东权益	1,370	2,186	3,181	4,703	6,167	7,942
其中：股本	360	360	360	401	401	401
未分配利润	730	1,467	2,462	3,577	5,041	6,816
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,980	3,047	5,021	6,764	9,347	12,118

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.131	2.304	2.763	2.781	3.651	4.427
每股净资产	3.804	6.072	8.836	11.727	15.378	19.805
每股经营现金净流	1.262	2.117	3.255	2.970	4.086	4.604
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	29.74%	37.95%	31.27%	23.71%	23.74%	22.35%
总资产收益率	20.57%	27.23%	19.81%	16.49%	15.66%	14.65%
投入资本收益率	27.55%	36.94%	29.59%	22.54%	22.16%	20.69%
增长率						
主营业务收入增长率	53.66%	78.16%	53.29%	56.39%	40.74%	32.51%
EBIT 增长率	30.57%	126.58%	10.39%	14.34%	28.94%	20.25%
净利润增长率	53.30%	103.66%	19.91%	12.10%	31.28%	21.25%
总资产增长率	57.03%	53.86%	64.80%	34.73%	38.18%	29.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	6.6	9.8	10.0	11.0	12.0
存货周转天数	100.6	96.3	102.4	105.0	110.0	120.0
应付账款周转天数	102.8	98.1	110.4	115.0	120.0	125.0
固定资产周转天数	24.7	14.7	11.5	10.4	9.2	8.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.88%	-37.18%	-36.66%	-80.22%	-87.33%	-86.71%
EBIT 利息保障倍数	-21.1	87.8	-52.8	-32.9	-19.6	-16.5
资产负债率	30.83%	28.25%	36.64%	30.48%	34.03%	34.46%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究