公司研究

公司首次覆盖

证券研究报告

影石创新（688775.SH）

（暂不评级）

深度系列（1）：天生的创新者——深度解析全景运动相机的壁垒

➢ **全景相机系公司核心品类，贡献半成以上营收。**公司成立于 2015 年，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。公司营收基本由消费级智能影像设备及配件贡献（2024 消费级产品营收贡献约 87%，配件及其他贡献约 13%），其中消费级智能影像设备主要产品包括全景运动相机（包括 ONE X 系列、ONE R 系列，代表产品如 ONE X5）和非全景运动相机（包括 Ace 系列、GO 系列，代表产品如 Ace Pro2 和 GO 3S），2024 年公司全景运动相机（ONE 系列）营收约 30 亿元，占主营比重约 54%，非全景运动相机（Ace 系列+GO 系列）营收约 15 亿元，占主营比重约 27%。

➢ **全景运动相机的壁垒几何？智能影像设备的用户体验由硬件产品及软件算法等决定。硬件端：**公司采取核心零部件外采+外协生产为主的形式，核心零部件包括 IC 芯片、镜头模组、结构件、连接器、包材和电池等，公司核心芯片主要是采购安霸等国际品牌，24 年公司采购芯片的金额占原材料采购总额比重约 29%。**软件技术端：**公司精力与资源更好地聚焦于技术研发、产品设计与销售等高附加值产业环节。研发是公司的核心，24 年公司研发技术人员数量达 1367 人，占比高达 58%，汇聚计算机科学、软件工程、工业设计、图像识别与人工智能等不同背景的技术人才。公司深耕全景领域，目前自主研发掌握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、模块化防水相机设计技术等。

➢ **公司积极迭代产品，硬件软件双端持续升级。**硬件维度：产品迭代升级主要包括传感器尺寸、芯片、屏幕、续航时间等：以 Ace 系列为例，相比于 Ace Pro 第一代，Ace Pro2 搭载新一代 1/1.3 英寸 8K 传感器，且在 5nm 芯片的基础上新增专业影像芯片，算力（较 Ace Pro）提升 100%，视频最高分频率及帧率实现至 8K@30fps（Ace Pro 最高是 8K@24fps），夜景细节亦明显提升，续航时间亦有所延长。软件维度：公司持续迭代更新软件，其中 23 年 11 月公司软件 insta360 APP 版本更新，支持 AI 高光助手（相机内识别的高光片段可在 APP 查看、编辑、导出），持续新增 AI 创意库内的功能等，优化用户后期剪辑体验。目前公司产品尤其是全景相机产品与同行业可比公司同类产品相机在价格、分辨率、续航、流畅性方面的性能比较中具有较强的综合竞争力。

➢ **全球领先的智能影像设备供应商。**凭借先进的研发技术及产品优势，23 年公司品牌“Insta360 影石”在全球全景相机市场占有率达到 67%，稳居行业第一，在运动相机领域打破欧美、日本品牌的垄断，份额跻身全球第二。公司经营表现持续亮眼，2017 年-2024 年期间营收保持高速增长，以 66%的复合增速扩张至 55.7 亿元；盈利能力方面，受益于产品的升级与规模效应带来的费率的下调，公司归母净利润增速表现更为优异，2017-2024 年以 107%的复合增速至 9.95 亿元，24 年公司归母净利率 17.8%。

➢ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 84.96、123.56、175.12 亿元，同比分别+52%、+45%、+42%，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.05、18.09、25.85 亿元，同比分别+21%、+50%、+43%。我们认为公司在全景领域绝对领先地位突出，且有望更受益于品类需求的高景气，但考虑新股上市股价波动较大，首次覆盖，暂不给予评级。

➢ **风险提示：**新品表现不及预期，行业竞争加剧风险，国际贸易摩擦及关税风险，涉美 337 调查及相关诉讼的风险，汇率波动风险，宏观经济不及预期风险。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,636	5,574	8,496	12,356	17,512
增长率	78%	53%	52%	45%	42%
净利润（百万元）	830	995	1,205	1,809	2,585
增长率	104%	20%	21%	50%	43%
EPS（元/股）	2.07	2.48	3.01	4.51	6.45
市盈率（P/E）	85.6	71.4	58.9	39.2	27.5
市净率（P/B）	32.5	22.3	11.5	9.0	6.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-06-11
收盘价：	177.00 元
总股本/流通股本(百万股)	401.00/30.50
流通 A 股市值(百万元)	5,398.78
每股净资产(元)	9.33
资产负债率(%)	33.23
一年内最高/最低价(元)	187.99/47.27

团队成员

分析师： **谢丽媛(S0210524040004)**
xly30495@hfzq.com.cn
研究助理： **贺虹萍(S0210524050010)**
hhp30553@hfzq.com.cn

相关报告

华福证券

正文目录

1. 全景运动相机的壁垒为何？.....4
1.1 什么是运动/全景运动相机？.....4
1.2 硬件维度：画质与便携的较量.....6
1.3 软件技术维度：全景相机的核心壁垒.....8
1.4 主流产品对比分析：公司产品具备突出性能配置.....11
1.5 影石的研发基因：天生的创新者.....12
1.6 下一个创新方向？.....15
2. 基本经营情况分析：全球龙头，持续高增.....16
2.1 股权结构：实控人及一致行动人合计控股约 29.89%股权.....17
2.2 分地区：中国大陆、欧洲、美国为公司主要销售国家及地区.....18
2.3 分产品：消费级智能影像设备为核心收入来源.....19
3. 募集资金用途.....20
4. 盈利预测与估值.....21
5. 风险提示.....23

图表目录

图表 1： 2021-2024 年公司主要产品营收（亿元）.....4
图表 2： 2024 年公司 ONE X 系列营收贡献约 53%.....4
图表 3： 影石 Insta360 目前天猫旗舰店热销产品.....4
图表 4： 运动相机 VS 全景相机.....5
图表 5： 影石 Insta360 X4 全景相机可以 360°记录空间.....5
图表 6： 两颗鱼眼镜头各自拍摄一侧超 180°的画面.....5
图表 7： 智能影像设备工作流程图.....6
图表 8： 2024 年公司营业成本里直接材料占约 86%.....7
图表 9： 2024 年公司主要原材料采购金额占比.....7
图表 10： 2024 年公司原材料采购前五名供应商.....7
图表 11： 24H1 弘景光电约 47%收入源自影石创新.....7
图表 12： 公司外协生产流程.....8
图表 13： 公司主要合作的外协加工厂及采购金额.....8
图表 14： 公司掌握全景图像采集等多项核心技术.....9
图表 15： 公司全景图像光流拼接效果图.....10
图表 16： 普通多路拼接存在重影问题.....10
图表 17： 公司 AI 自动剪辑.....10
图表 18： 公司 insta360 APP 支持一键成片剪辑.....11
图表 19： 公司 insta360 APP 支持全景视频视角直出.....11
图表 20： 公司核心系列产品与主要竞对产品比较.....12
图表 21： 公司核心技术人员.....13
图表 22： 影石创新等研发人数及平均薪酬.....13
图表 23： 影石创新与石头科技核心技术人员薪酬.....13
图表 24： 公司核心系列产品持续迭代升级.....14
图表 25： inst360 APP 持续优化软件用户体检.....14
图表 26： 公司消费级智能影像设备及主要系列产品均价（元）走势.....15
图表 27： 公司在研项目及相关情况.....16
图表 28： 2017-2024 年公司营收复合+66%.....17
图表 29： 2017-2024 年公司归母净利润复合+107%.....17
图表 30： 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....18
图表 31： 2017-2024 年公司主营收入按地区占比.....19
图表 32： 2018-2024 年公司主营收入分地区增速.....19
图表 33： 2017 年和 2024 年公司分地区营收占比.....19
图表 34： 2024 年公司主要地区营收规模及复合增速.....19

华福证券

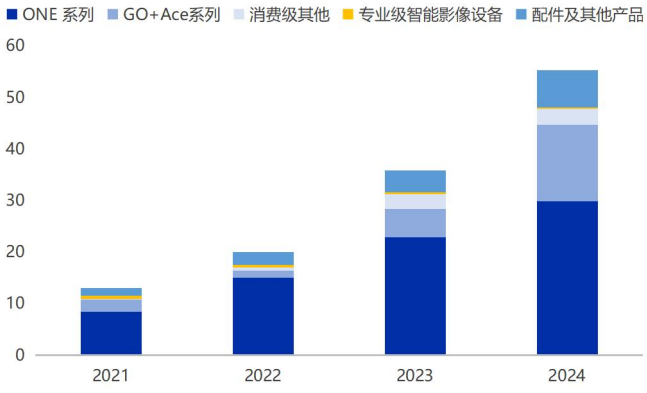
图表 35： 2017-2024 年公司分业务营收（亿元）.....20
图表 36： 2017-2024 年公司分业务毛利率趋势.....20
图表 37： 公司本次募集资金投资项目计划.....21
图表 38： 影石创新业务营收拆分（百万元）.....22
图表 39： 主要可比公司估值.....22
图表 40： 财务预测摘要.....24

1. 全景运动相机的壁垒为何？

影石 insta360 主要专注全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，其中影石在全球全景相机领域占据绝对优势地位（2023 年：份额 67%）。

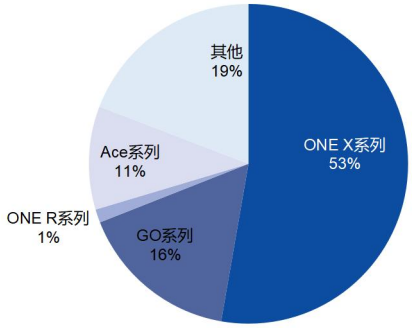
公司营收基本由消费级智能影像设备及配件贡献（2024 消费级产品营收贡献约 87%，配件及其他贡献约 13%），其中消费级智能影像设备主要产品包括全景运动相机（包括 ONE X 系列、ONE R 系列，代表产品如 ONE X5）和非全景运动相机（包括 Ace 系列、GO 系列，代表产品如 Ace Pro2 和 GO 3S），2024 年公司全景运动相机（ONE 系列）营收约 30 亿元，占主营比重约 54%，非全景运动相机（Ace 系列+GO 系列）营收约 15 亿元，占主营比重约 27%。

图表 1：2021-2024 年公司主要产品营收（亿元）



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 2：2024 年公司 ONE X 系列营收贡献约 53%



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3：影石 Insta360 目前天猫旗舰店热销产品

来源：影石 Insta360 天猫旗舰店，华福证券研究所

1.1 什么是运动/全景运动相机？

公司产品主要包括全景运动相机和非全景运动相机，那么何为全景运动相机？

图表 4：运动相机 VS 全景相机

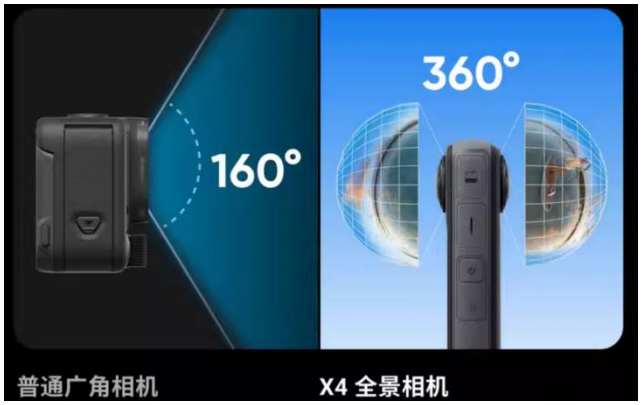
品类	特征	代表产品		
运动相机	运动相机是一种用于记录运动过程的相机，通常以第一人称视角进行拍摄， 可通过配件固定在自拍杆或身体某部位、头盔、滑板、自行车把手上，多用于滑雪、冲浪、跳伞、攀岩、极限运动等运动场景，并且能满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求。相比于传统相机，运动相机的视角范围更宽阔，而且具有更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能。运动相机一般体积相对较小、 重量轻且外形简单，便于携带和安装。	影石insta360 Ace Pro2	大疆Action 5 Pro	GoPro HERO13 Black
全景相机	全景相机是基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出360°全景图片或视频的智能影像设备。全景拍摄技术是指利用科学技术、专业设备将整个真实的场景映射成全景图像，从而将二维的平面图模拟为三维立体空间，实现虚拟现实浏览，浏览者可以在全景空间里对视角进行自由切换，全景拍摄具有全方位、真实性、三维性特点。一般图片的视角范围有限且无立体感，全景相机拍摄可获得360°的视角，亦可以带来三维立体的观感。	影石Insta360 X4全景运动	GoPro MAX全景运动相机	

来源：公司公告，华福证券研究所

运动相机：用于记录运动过程的相机。相比于传统相机，运动相机的视角范围更宽阔，且具备更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能。

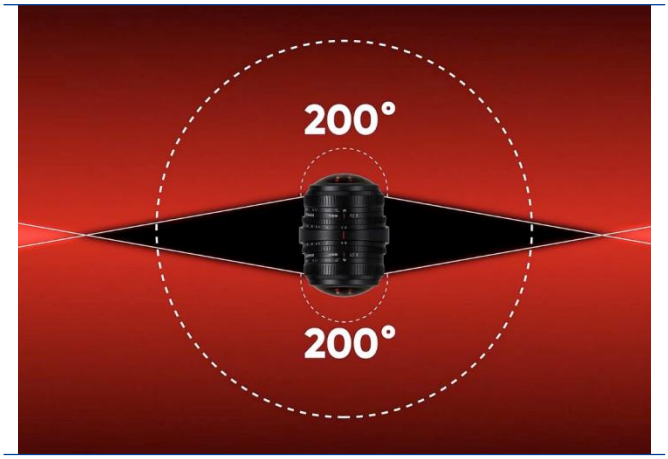
全景运动相机：<u>**传统运动相机只能拍摄平面图像/视频，最大视角普遍在 160°左右，而全景运动相机可以捕捉到 360°的画面范围**</u>。以 insta360 的 X4 为例，其在前后方向分别设置两颗鱼眼镜头，可以同时捕捉前后方向的画面，再通过算法拼接合成以相机为中心可以全方位观看的 360°全景画面，因此只需要通过后期取景的方式就可以获取任意视角的画面。相比于普通运动相机，全景运动相机可记录三维立体空间，浏览者可以在全景空间对视角进行自由切换，实现“先拍摄、后构图”，尽可能保留多数精彩瞬间。

图表 5：影石 Insta360 X4 全景相机可以 360°记录空间



来源：影石 insta360 天猫旗舰店，华福证券研究所

图表 6：两颗鱼眼镜头各自拍摄一侧超 180°的画面



来源：影石 insta360 官网，华福证券研究所

华福证券

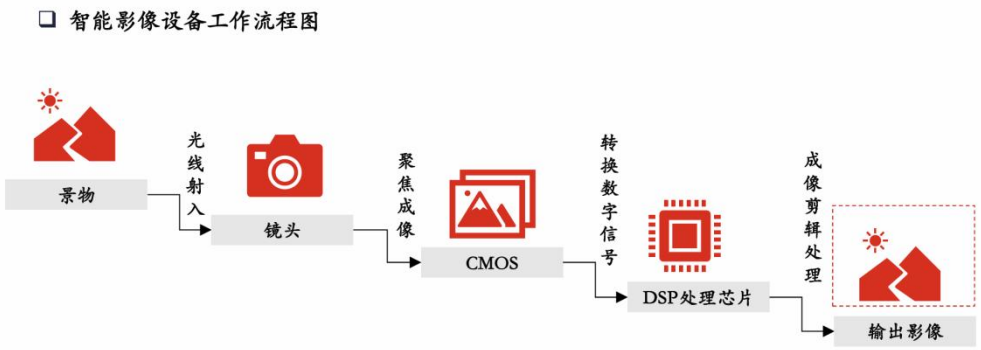
智能影像设备是通过高性能图像传感器实现对影像的快速捕捉，并通过高效控制芯片和软件算法实现对于复杂图像数据的运动补正、曝光调整、图像剪辑和多图像拼接等复杂处理工作的。**智能影像设备的用户体验由硬件产品及软件算法等决定。**

1.2 硬件维度：画质与便携的较量

对于全景相机与运动相机等便携智能影像设备而言，硬件的难点在于画质与便携的兼得。公司需通过精密光学设计实现同时具备优异的画质和轻巧的体积，还需具备可接受的续航能力。同时，通过软件能力优化画质表现也是重要竞争力。

硬件维度：智能影像设备通过镜头采集的光线经过图像处理器转换成数字图像信号输出到数字信号处理器加工处理，最终输出视频影像。硬件核心零部件包括：镜头模组（含镜头、图像传感器等）、处理芯片、结构件、连接器、包材和电池等。

图表 7：智能影像设备工作流程图

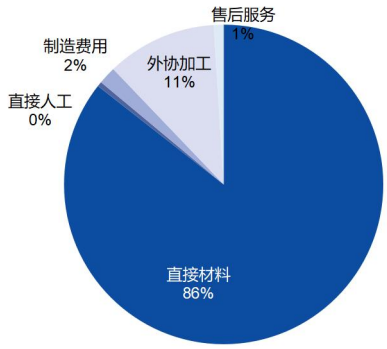


来源：Frost&Sullivan 全球智能手持影像设备市场发展白皮书，华福证券研究所

公司智能影像设备的主要原材料包括 IC 芯片、镜头模组、结构件、连接器、包材和电池，公司产品主通过与加工厂商合作的模式进行外协生产，主要原材料由公司采购，部分生产辅料如贴片工序辅料由外协加工厂商采购。

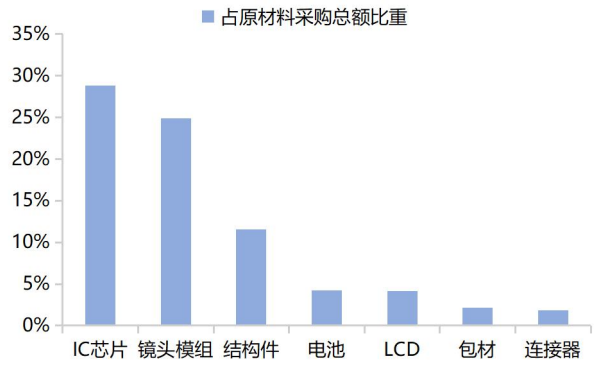
根据招股说明书数据显示，2024 年公司营业成本内的直接材料约 20.6 亿元，原材料采购金额约 28.6 亿元，其中主要零部件 IC 芯片、镜头模组、结构件的采购金额占原材料采购总额的比重分别为 29%、25%和 12%。

图表 8：2024 年公司营业成本里直接材料占约 86%



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：2024 年公司主要原材料采购金额占比



来源：公司公告，华福证券研究所

IC 芯片：芯片作为公司重要原材料，构成公司产品的核心零部件。公司的核心芯片主要是采购安霸等国际品牌，并且可替代性较差。24 年公司采购芯片的金额占原材料采购总额比重约 29%。

镜头模组：公司镜头模组供应商主要是弘景光电与舜宇智能光学，占镜头模组采购总额的比重分别为 74%和 20%。公司在镜头模组采购中具备一定议价能力，2023 年、2024 年公司镜头模组采购平均单价有所下降，主要系随着公司业务规模增长，采购的规模效应逐步显现，采购单价有所下降。根据弘景光电的招股书显示其提供的全景相机的摄像模组内包含 CMOS 图像传感器，而弘景光电采购索尼图像传感器主要系影石创新指定。

图表 10：2024 年公司原材料采购前五名供应商

单位：万元

年度	序号	公司名称	采购内容	采购额	占采购比例
2024 年度	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%
	小计		-	**137,858.88**	**49.78%**

来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11：24H1 弘景光电约 47%收入源自影石创新

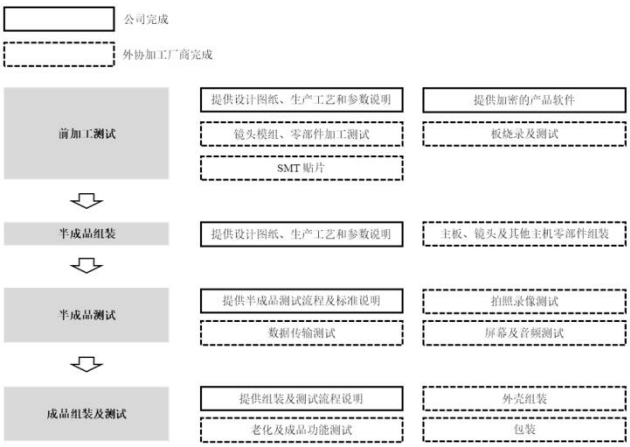
单位：万元，%

2024 年 1-6 月				
序号	公司名称	主要销售内容	销售收入	占营业收入的比例
1	影石创新	新兴消费摄像模组	21,132.89	46.94
2	AZTECH	新兴消费光学镜头	8,023.46	17.82
3	华勤技术	新兴消费光学镜头	2,602.14	5.78
4	海康威视	智能汽车光学镜头	2,034.85	4.52
5	工业富联	新兴消费光学镜头	1,519.13	3.37
合计			**35,312.47**	**78.43**

来源：弘景光电公司公告，华福证券研究所

生产模式：外协生产为主。公司与外协加工厂商的合作过程里，公司独立完成产品方案设计，包括核心算法、软件及硬件设计、工艺设计及测试软件等；加工厂商根据公司产品的设计及生产需求进行生产；待产品生产完成，在品质控制部门完成检测后产品方可入库。公司外协加工厂商总体稳定，主要合作的外协加工厂商包括东莞能率科技有限公司、立讯精密工业股份有限公司等，其中 22-24 年公司向东莞能率科技有限公司外协采购的金额占整体外协采购的比重分别为 56%、53%、42%。

图表 12：公司外协生产流程



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13：公司主要合作的外协加工厂及采购金额

2024 年度		
名称	金额（万元）	占比
东莞能率科技有限公司	14,535.07	41.57%
立讯精密工业股份有限公司	12,689.88	36.30%
东莞新能源科技有限公司	5,544.14	15.86%
深圳鑫利特电路有限公司	812.14	2.32%
东莞市京冠卓电子有限公司	809.17	2.31%
合计	**34,390.40**	**98.36%**
2023 年度		
名称	金额（万元）	占比
东莞能率科技有限公司	12,774.84	53.40%
东莞新能源科技有限公司	3,912.64	16.35%
立讯精密工业股份有限公司	3,419.45	14.29%
深圳鑫利特电路有限公司	1,226.59	5.13%
光宝科技(上海)有限公司	726.09	3.03%
合计	**22,059.61**	**92.20%**

来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 软件技术维度：全景相机的核心壁垒

对于全景相机而言，软件构筑了更核心的技术壁垒和难点。

全景相机的软件技术难点主要体现在以下几个方面：

（1） 全景图像拼接是较大的技术难点；

（2） 运动级别的防抖和防水等对于没有运动相机产品经验的公司也是一大难点，尤其在颠簸、水下等苛刻环境下依然要保证清晰连贯的画质表现；

（3） 通过计算摄影技术来对既定传感器尺寸下的画质表现进行进一步优化升级，以及在快速运动的情境下保证画质的稳定性和连贯性等（例如插帧技术）；

（4） 后期剪辑软件的易操作性、软件内素材的丰富程度等直接会影响消费者持续使用产品的意愿；

（5） 其他方面，例如快速运动中音频风噪的消除等等。

对应以上几个方面，影石创新主要通过如下技术突破实现优异的产品表现。

技术维度：公司深耕全景技术研发，自主研发掌握多项核心技术。公司成立之初便深耕全景领域，目前已通过自主研发掌握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、模块化防水相机设计技术等，且在相关技术领域获得多项专利。截至 2024 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有的境内外专利达 900 项，其中境内专利 729 项（发明专利 115 项、实用新型 347 项、外观设计 267 项），境外专利 171 项（发明专利 74 项、实用新型 1 项、外观设计 96 项）。

图表 14：公司掌握全景图像采集等多项核心技术

技术名称	细分技术	主要用途
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，优化拼缝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
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
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
计算摄影技术	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， 对用户在极暗、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，在保留画面细节的同时对画面高光区域进行修复，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大、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
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
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
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

来源：公司公告，华福证券研究所

全景图像拼接技术：公司研发了动态拼接算法、消色差融合算法和光流拼接算法，实现了实时稳定的高精度场景自适应拼接。公司 AI 全景拼接技术直接将多路镜头所拍摄的画面输入神经网络，经过训练的神经网络模型能在理解画面内容的基础上，直接生成视角中心位于全景相机物理中心的新视角无缝全景视频，并且也可同时生成具有真实视差的立体全景视频，解决了传统拼接技术难以处理的物体前后遮挡问题，进一步提升全景拼接效果。

图表 15：公司全景图像光流拼接效果图

来源：公司公告，华福证券研究所

图表 16：普通多路拼接存在重影问题

来源：公司公告，华福证券研究所

AI 剪辑技术：公司 AI 剪辑技术通过大量图像数据的学习与训练，使得 AI 模型能够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，帮助用户迅速准确出片。公司 AI 剪辑技术能解决用户手动选择视频片段、调整拼接视频导致剪辑效率低下的痛点，算法全自动地完成视频的剪辑与拼接，为用户一键导出精彩且个性化的视频。

图表 17：公司 AI 自动剪辑

来源：公司公告，华福证券研究所

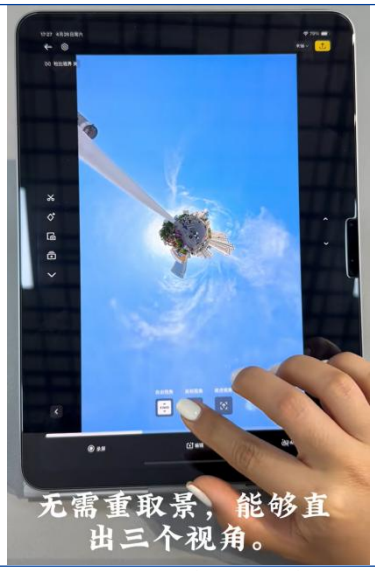
华福证券

公司推出 insta360 APP，帮助用户剪辑视频。公司产品主要包括全景运动相机和传统运动相机（广角，非全景），其中传统运动相机记录的是平面视频，而全景运动相机记录的是 360°全景视频，目前影石的全景视频存储格式为 insv，市场鲜有第三方软件支持全景视频的剪辑，但公司自己推出的 insta360 APP 可帮助处理全景视频，且支持一键成片、高光识别等，降低用户的剪辑门槛、帮助用户迅速准确出片。

图表 18：公司 insta360 APP 支持一键成片剪辑

来源：insta360 APP，华福证券研究所

图表 19：公司 insta360 APP 支持全景视频视角直出



来源：无锡百脑汇影石 insta360 小红书，华福证券研究所

1.4 主流产品对比分析：公司产品具备突出性能配置

公司产品具备突出性能配置。公司产品与同行业可比公司同类产品相机在价格、分辨率、续航、流畅性方面的性能比较中具有较强的综合竞争力。

全景相机领域：影石 ONE X 系列产品已经迭代至第五代，视频规格可达到 8K@30fps 或 5.7K@60fps，且在夜景画质、智能剪辑等维度性能优异，而大疆暂未布局全景相机产品，GoPro 的全景相机则系 2019 年推出的老款产品，在视频规格等性能配置上较为落后。

非全景相机领域：影石的 Ace Pro 2 可达 8K@30fps 或 4K@120fps，与大疆的 Action5 Pro 等同类产品性能、价格相当。

图表 20：公司核心系列产品与主要竞对产品比较

产品	Insta360 X5	Insta360 X4	Insta360 Ace PRO2	Insta360 GO3S	DJI Action5 Pro	DJI Action4	DJI Pocket 3	GoPro HERO13 Black	GoPro MAX
上市时间	2025年4月	2024年4月	2024年10月	2024年6月	2024年9月	2023年8月	2023年10月	2024年9月	2019年
类型	全景运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机	运动相机	运动相机	VLOG相机	运动相机	全景运动相机
价格	3418	2429	2113	1843	2198	1798	3499	1987	1987
传感器尺寸	1/1.28''	1/2''	1/1.3''	1/2.3''	1/1.3''	1/1.3''	1''	1/1.9''	1/2.3''
视频最高规格	8K@30fps 5.7K@60fps	8K@30fps 5.7K@60fps	8K@30fps 4K@120fps	4K@30fps	4K@120fps	4K@120fps	4K@120fps	5.3K@60fps	5.6K@30fps
照片最高规格	72MP	72MP	50MP	12MP	40MP	10MP		27MP	18MP
防抖技术	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState防抖	电子增稳	电子增稳	——	HyperSmooth 超强防抖	HyperSmooth防抖
智能剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	一键成片	一键成片	一键成片	一键剪辑	一键剪辑
防水	裸机15m	裸机10m	裸机12m	裸机10m	裸机20m	裸机18m	×	裸机10m	裸机5m
HDR	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓	×
屏幕大小	2.5''	2.5''	2.5''	2.2''	2.5''	2.25''	2.0''	2.27''	
触屏功能	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏		触屏
电池容量	2400mAh	2290mAh	1800mAh	单相机：310mAh 拓展舱：1270mAh	1950mAh	1770mAh	1300mAh	1900mAh	1600mAh
充电时间	35min	55min	47min（快充）	单相机：35min 拓展舱：65min	53min	49min	32min		
续航时间	135 分钟 - 5.7K30fps	135 分钟 - 5.7K30fps	112 分钟 - 4K30fps	单相机：38 分钟 - 1080p30fps	240min-1080p/24fps	160min-1080p/24fps	166min-1080p/24fps		
环境温度	-20℃至40℃	-20℃至40℃	-20℃至45℃	-20℃至40℃	-20℃至45℃	-20℃至45℃	0℃至40℃	-10℃至35℃	
重量	200g	203g	177g	单相机：39.1g 拓展舱：96.3g	146g	145g	179g	159g	
语音控制	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
手势控制	✓	✓	✓	✓	×	×	×	×	×

来源：公司公告，各品牌天猫旗舰店，各品牌官网，华福证券研究所

1.5 影石的研发基因：天生的创新者

公司的 slogan 是“Think Bold（始于感想）”，从公司极具创新性的历代产品也能有所体现（one 系列全景相机、go 系列拇指相机、算法隐藏自拍杆等等），而这一切也是出于其背后从用户需求出发、以研发创新为核心的文化基因。

以研发为主导，股权绑定核心技术人员。研发是公司的核心，2024 年公司研发技术人员数量达 1367 人，占比高达 58%，汇聚计算机科学、软件工程、工业设计、图像识别与人工智能等不同背景的技术人才，其中创始人及董事长刘靖康为公司核心技术人员，在大学期间已具备在图形图像方面的专业技术能力，主导数十项全景相机产品核心技术的研发和设计，掌握 331 项授权专利。另外公司的三位核心技术人员通过北京岚锋或澜烽管理间接持有公司股份，以股权深度绑定核心技术人员利益，有望保障人员稳定性及调动工作积极性。

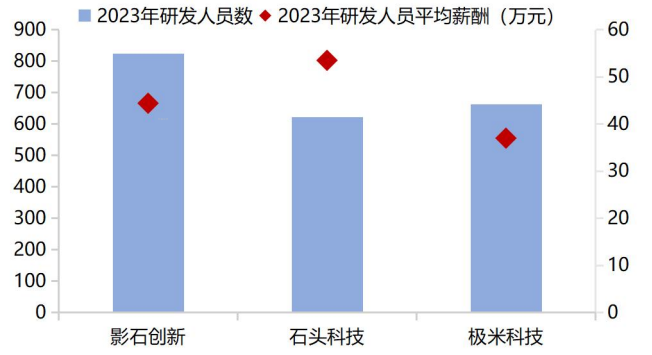
图表 21：公司核心技术人员

姓名	背景
刘靖康	产品中心及技术中心负责人，南京大学软件工程学士，荣获中国青年创业奖、广东特支计划人才科技创新奖、深圳市高层次人才、深圳市青年科技奖、宝安区高层次人才；曾带领团队获得中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军、中国创新创业大赛三等奖；331项授权专利，其中中国发明专利24项
贾顺	软件研发总监、行业应用中心总监，南京大学软件工程学士。组建软件研发和测试团队，建立双鱼眼拼接模型，负责移动端和桌面端软件；带领团队开拓国内VR看房市场；4项授权专利，其中中国发明专利 1 项
姜文杰	研究院负责人，南京大学软件工程学士。组建五十人左右的算法团队，成员多来自华科、南大、中科院等院校的硕博士，负责AI算法、自动剪辑系统、图像处理和增强等；42项授权专利，其中中国发明专利23项
肖龙报	研究院工程副总监，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。组建高性能开发团队，主管团队成员招聘、培养、框架搭建、技术方向研究；1项授权专利，其中中国发明专利1项

来源：公司公告，华福证券研究所

公司研发人员平均薪酬超过 40 万。2023 年公司研发技术人员 825 人，人数超过同样注重软件技术投入的石头科技和极米科技；2023 年公司研发人员平均薪酬超 44 万元，且主要核心技术人员年均薪酬均超过百万元。

图表 22：影石创新等研发人数及平均薪酬



来源：各公司公告，华福证券研究所

图表 23：影石创新与石头科技核心技术人员薪酬

影石创新		
姓名	职务	23年度薪酬（万元）
刘靖康	董事长、核心技术人员	292
贾顺	董事、核心技术人员	189
姜文杰	监事会主席、核心技术人员	246
肖龙报	核心技术人员	132

石头科技		
姓名	职务	23年度薪酬（万元）
昌敬	董事长、总经理	300
罗晗	核心技术人员	99
张磊	核心技术人员	104
谢濠键	监事会主席、职工监事、核心技术人员	240
王华火	核心技术人员	117
田佳	核心技术人员	87
赵百年	核心技术人员	150
王征	核心技术人员	96

来源：wind，公司公告，华福证券研究所

产品迭代周期：公司消费级智能影像设备产品更新迭代周期基本在 1-1.5 年左右。ONE X 系列（全景运动相机）：ONE X 第一代、第二代、第三代、第四代、第五代产品分别于 2018 年 10 月、2020 年 10 月、2022 年 9 月、2024 年 4 月及 2025 年 4 月推出，首发价格分别为 2498 元、2798 元、2998 元、3499 元和 3798 元；**GO 系列（运动相机）：**第一代、第二代、第三代产品分别于 2019 年 8 月、2021 年 3 月和 2023 年 6 月推出，并于 2024 年 6 月推出 GO 3S；**Ace 系列（运动相机）：**第一代、第二代产品分别于 2023 年 11 月和 2024 年 10 月推出。

产品迭代方向：硬件维度：产品迭代升级主要包括传感器尺寸、芯片、屏幕、续航时间等：以 Ace 系列为例，相比于 Ace Pro 第一代，Ace Pro2 搭载新一代 1/1.3 英寸 8K 传感器，且在 5nm 芯片的基础上新增专业影像芯片，算力（较 Ace Pro）提

升 100%，视频最高分频率及帧率实现至 8K@30fps（Ace Pro 最高是 8K@24fps），夜景细节亦明显提升，续航时间亦有所延长。**软件维度：**公司持续迭代更新软件，其中 23 年 11 月公司软件 insta360 APP 版本更新，支持 AI 高光助手（相机内识别的高光片段可在 APP 查看、编辑、导出），持续新增 AI 创意库内的功能等，优化用户后期剪辑体验。

图表 24：公司核心系列产品持续迭代升级

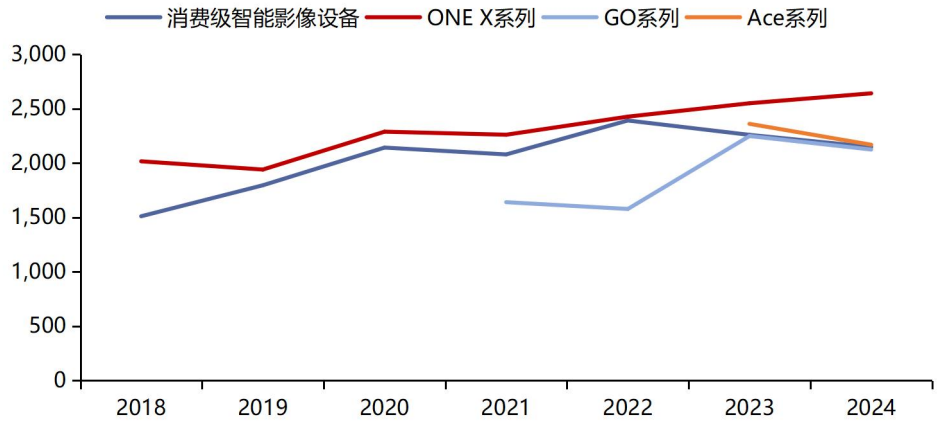
产品	Insta360 X5	Insta360 X4	Insta360 X3	Insta360 X2	Insta360 Ace PRO2	Insta360 Ace PRO	Insta360 GO3S	Insta360 GO3
上市时间	2025年4月	2024年4月	2022年9月	2020年10月	2024年10月	2023年11月	2024年6月	2023年6月
类型	全景运动相机	全景运动相机	全景运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机	运动相机	运动相机
首发价	3798	3499	2998	2798	2698	2998	2498	2298
传感器尺寸	1/1.28''	1/2''	1/2''	1/2.3''	1/1.3''	1/1.3''	1/2.3''	1/2.3''
视频最高规格	8K@30fps 5.7K@60fps	8K@30fps 5.7K@60fps	5.7K@30fps	5.7K@30fps	8K@30fps 4K@120fps	8K@24fps 4K@120fps	4K@30fps	2.7K@30fps
照片最高规格	72MP	72MP	72MP	18MP	50MP	48MP	12MP	7MP
防抖技术	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState 防抖	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState防抖	FlowState防抖
智能剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	AI剪辑	
防水	裸机15m	裸机10m	裸机10m	裸机10m	裸机12m	裸机10m	裸机10m	裸机5m
运动HDR	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	
屏幕大小	2.5''	2.5''	2.29''	小圆触摸屏	2.5''	2.4''	2.2''	2.2''
触屏功能	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏	触屏
电池容量	2400mAh	2290mAh	1800mAh	1630mAh	1800mAh	1650mAh	单相机：310mAh 拓展舱：1270mAh	单相机：310mAh 拓展舱：1270mAh
充电时间	35min	55min	90min	85min	47min（快充）	46min（快充）	单相机：35min 拓展舱：65min	单相机：35min 拓展舱：65min
续航时间	135 分钟 - 5.7K30fps	135 分钟 - 5.7K30fps	81 分钟 - 5.7K30fps	80 分钟 - 5.7K30fps	112 分钟 - 4K30fps	100 分钟 - 4K30fps	单相机：38 分钟 - 1080p30fps	单相机：45 分钟 - 1080p30fps
环境温度	-20℃至40℃	-20℃至40℃	-20℃至40℃	-20℃ 至 40℃	-20℃至45℃	-20℃ 至 40℃	-20℃至40℃	-20℃至40℃
重量	200g	203g	180g	149g	177g	180g	单相机：39.1g 拓展舱：96.3g	单相机：35.5g 拓展舱：96.3g
语音控制	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
手势控制	✓	✓	×	×	✓	✓	✓	×

来源：公司公告，公司官网，天猫影石 Insta360 旗舰店，华福证券研究所

图表 25：inst360 APP 持续优化软件用户体检

来源：七麦数据，华福证券研究所

图表 26：公司消费级智能影像设备及主要系列产品均价（元）走势



来源：公司公告，华福证券研究所

1.6 下一个创新方向？

公司在技术研发方面，在加强全景技术、防抖技术、AI 技术和机械自动化等核心技术的同时，也储备了机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术等。招股书显示截至 2024 年底公司在研项目包括基于云计算的视频管理和剪辑技术、基于多传感器融合的感知避障导航系统、基于全景的安防相机等 8 项，其中基于多传感器融合的感知避障导航系统主要为实现智能影像机器人在飞行或移动时能自动避开动态障碍物到达指定位置。**公司丰富的在研项目进一步体现了公司持续创新基因，亦为后续公司持续发展奠定较好的技术与产品基础。**

图表 27：公司在研项目及相关情况

项目名称	内容与目标	研发方式	项目进展
基于云计算的视频管理和剪辑技术	包括云端数据存储和管理、云端智能分析处理、移动端APP和高效率低带宽多媒体内容传输协议； 目标是通过云端存储帮助用户管理拍摄的素材，降低对手机或者电脑的存储需求。通过云计算平台对视频进行更全面的智能分析，更智能化的辅助用户剪辑，降低用户后期处理的门槛，提高出片效率；通过高效率低带宽的多媒体内容传输协议，旨在将全景的传输带宽降低 80%，实现5.7K视频的流畅在线点播、剪辑和导出；结合5G的传输带宽，旨在实现8K视频的流畅在线点播、剪辑和导出	自主研发	开发阶段
基于多传感器融合的感知避障导航系统	融合相机影像、IMU、超声、激光雷达、GPS等信息，感知系统周围的三维信息及定位系统的位置和朝向，使智能影像机器人在飞行或者移动时能自动避开动态障碍物到达指定位置	自主研发	测试阶段
基于全景的安防相机	结合全景采集、全景拼接、全景自由取景、AI技术和流媒体传输的技术，开发全景安防类产品，实现 4G/5G实时全景画面监控，超长时间录制(超过4h)；产品符合 GB28181 等主流标准，被广泛应用于公共安全，智慧城市等领域	自主研发	开发阶段
新一代运动相机	基于AI影像处理技术的旗舰运动相机，提升超高清拍摄性能和图像表现能力；进一步优化防抖技术，输出平滑稳定的图像内容；搭载 AI剪辑技术，形成自动化的剪辑工作流，提高影像处理效率	自主研发	开发阶段
新一代一体化全景相机	基于AI影像处理技术以及硬件升级，进一步提升旗舰款全景相机的内容规格、画质、音质。相机具有 HDR、机内拼接、AI 识别与自动剪辑等功能	自主研发	开发阶段
新一代手机云台	基于手机强大算力，将目标识别、跟踪、分析的 AI 能力赋予更多的用户使用场景。搭配自研的新一代超级防抖算法，新一代手机云台，可以有效的降低用户使用门槛	自主研发	开发阶段
智能数码相机	基于强大的芯片算力和影石长期的影像处理技术积累，让用户在小尺寸的数码相机上，获得超高的画质和拍摄体验。通过赋予更多的 AI 能力，相机可以主动匹配用户场景和行为，提升用户的创作效率	自主研发	预研阶段
新一代穿戴式相机	通过优化相机结构进一步拓展相机的可使用场景和提升相机实用性。充电盒同时承担外部电源、预览屏幕、远程控制等扩展功能，使相机放入时整体可以成为一个运动相机的形态使用，有充足的续航保障和散热能力	自主研发	开发阶段

来源：公司公告，华福证券研究所

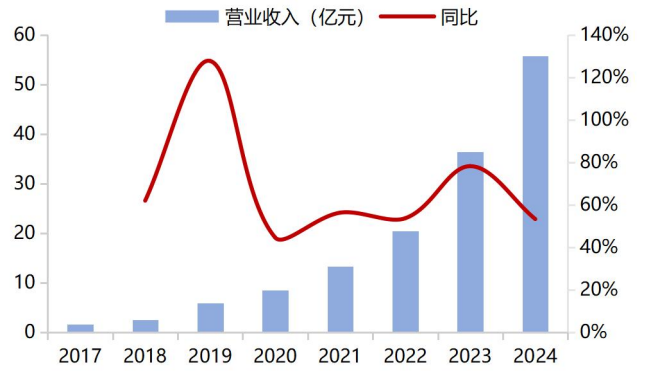
2. 基本经营情况分析：全球龙头，持续高增

经营保持高速增长，盈利能力持续提升。公司成立之初便专注于智能影像设备布局，凭借优质创新产品的热销，2017 年-2024 年期间营收保持高速增长，以 66%的复合增速扩张至 55.7 亿元；盈利能力方面，受益于产品的升级与规模效应带来的费率的下调，公司归母净利润增速表现更为优异，2017-2024 年期间以 107%的复合增速增长至 9.95 亿元，24 年公司归母净利率 17.8%。

25 年以来公司经营表现依旧较为靓丽，25Q1 实现营收 13.6 亿元，同比+41%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比-2.5%，归母净利率约 13.0%，同比-6pct，主要系：公司持续推进全新产品线开发、关键技术升级等推动研发费率持续提升(同比+3pct)，以及公司将产品向更为广阔的大众消费场景渗透加大线上营销及线下直营店等市场推广投入，销售费率亦同比提升 3pct。

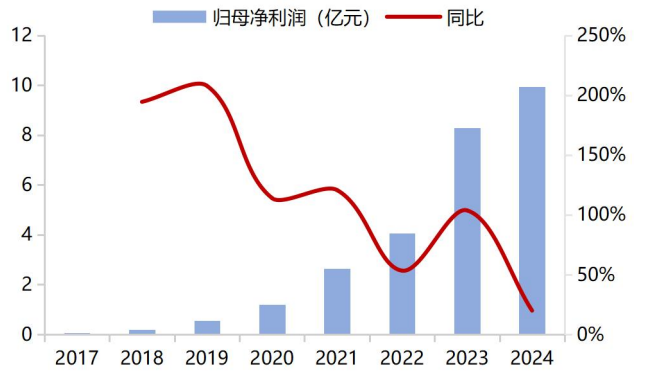
2025 年 1-6 月公司预计可实现营业收入 32.1 亿元~38.1 亿元，同比增长 32.38%~57.10%；预计实现净利润 4.9 亿元~5.8 亿元，同比-4.65%~+12.49%。

图表 28：2017-2024 年公司营收复合+66%



来源：公司公告，wind，华福证券研究所

图表 29：2017-2024 年公司归母净利润复合+107%



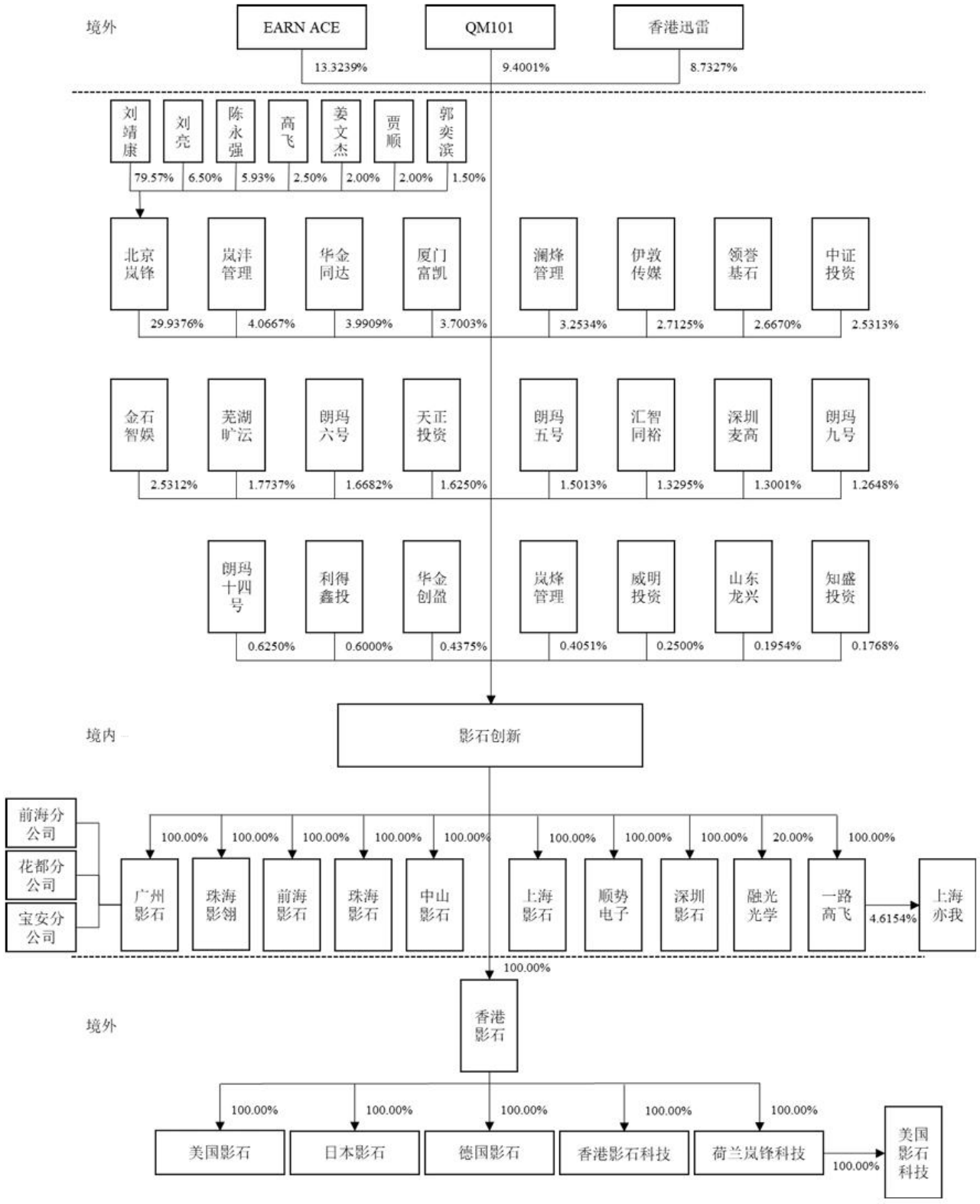
来源：公司公告，wind，华福证券研究所

2.1 股权结构：实控人及一致行动人合计控股约 29.89%股权

截至公司最新招股说明书签署日，本次发行前，北京岚锋直接持有公司 29.9376%的股份，系公司控股股东，岚沣管理直接持有公司 4.0667%的股份，其与北京岚锋同为刘靖康控制的企业，系公司控股股东一致行动人。

具体来看，公司董事长刘靖康通过北京岚锋、岚沣管理、澜烽管理、岚烽管理、厦门富凯、汇智同裕、深圳麦高间接持有公司 29.8891%的股份，系公司实际控制人。刘靖康配偶、一致行动人潘瑶通过厦门富凯、汇智同裕和深圳麦高间接持有公司 0.00022%的股份。综上，公司实际控制人刘靖康及其一致行动人潘瑶合计间接持有公司 29.8893%的股份。其他股东股权较为分散，公司股东 EARN ACE 持股 13.3239%（EARN ACE 由 IDG 100%持股）、QM101 持股 9.4001%，香港迅雷持股 8.7327%。

图表 30：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



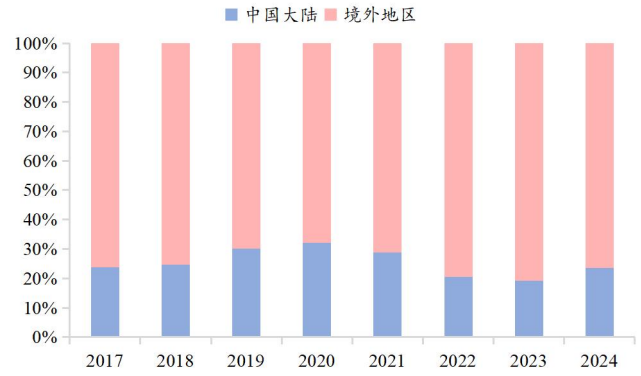
来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 分地区：中国大陆、欧洲、美国为公司主要销售国家及地区

公司产品主要在中国大陆、欧洲、美国等国家及地区销售，其中**中国大陆市场：**17-24 年中国大陆收入复合增长 66%，中国大陆市场营收贡献相对稳定，近年占主营收入比重保持在 20%~25%左右；**境外地区：**境外贡献公司主要营收，17-24 年公司

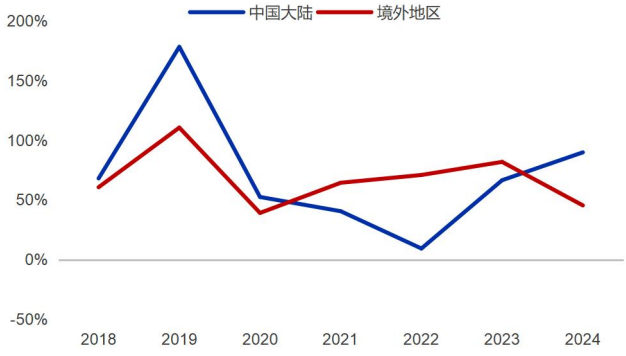
境外地区收入复合增长 66%，2024 年占主营业务收入比重约 76%。另外美国和欧洲等市场互联网普及与居民消费能力较高，是公司产品主要销售地区，24 年公司美国和欧洲市场收入占比 23%和 23%，具体来看，美国、日本、英国、德国 24 年收入占比分别是 23%、6%、4%、5%，21-24 年收入复合增速分别是 70%、46%、55%、76%。

图表 31：2017-2024 年公司主营收入按地区占比



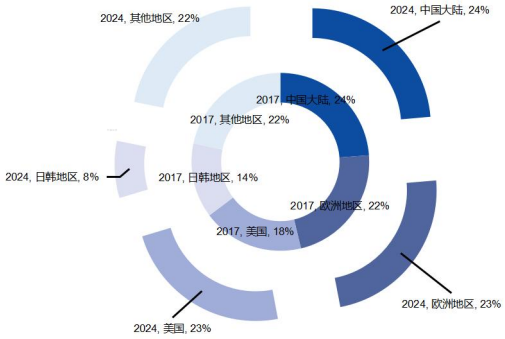
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 32：2018-2024 年公司主营收入分地区增速



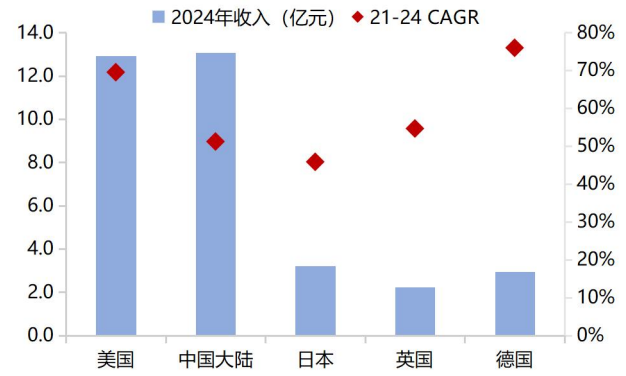
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 33：2017 年和 2024 年公司分地区营收占比



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：2024 年公司主要地区营收规模及复合增速



来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 分产品：消费级智能影像设备为核心收入来源

公司主营业务主要包括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，其中：

- ✓ **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，2017-2024 年收入以 76%的复合增速扩张至 47.9 亿元，2024 年收入占比约 86.6%，为公司核心收入来源；
- ✓ **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，2024 年专业级产品主营业务收入比重约 0.4%；
- ✓ **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

华福证券

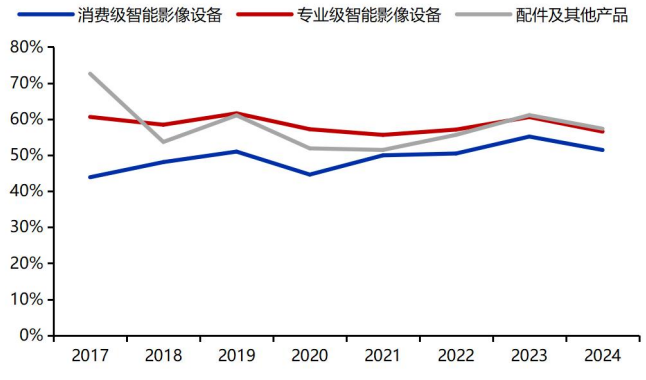
遥控器等。随着公司主机产品销量提升及产品配件品类增多，公司配件及其他产品销量逐年上涨，2017-2024 年收入复合+106%，2024 年占比约 13.0%。

毛利率方面，2020 年公司主要业务毛利率均有所下降，主要系疫情及新收入准则影响；2024 年整体毛利率达 52.2%，同比-3.8pct，其中消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品毛利率分别为 51.4%、61.3%、57.3%，同比分别-3.7pct、-4.0pct、-3.8pct，主要系产品结构变动，毛利率较低 Ace 系列产品收入占比有所提高，及阶段性毛利率较低的 ONE X4 产品收入占比有所提高。

图表 35：2017-2024 年公司分业务营收（亿元）

来源：公司公告，华福证券研究所

图表 36：2017-2024 年公司分业务毛利率趋势



来源：公司公告，华福证券研究所

3. 募集资金用途

公司本次募集资金主要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，以上项目合计投资规模约 4.64 亿元，拟投入的募集资金为 4.64 亿元，具体来看：

- ✓ 智能影像设备生产基地建设项目：预计总投资 1.95 亿元，建设周期 2 年。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。项目达产后公司生产经营稳定性将进一步提高，有利于保护公司核心技术，同时提高公司对市场的快速响应能力。

- ✓ 影石创新深圳研发中心建设项目：预计总投资 2.68 亿元，建设周期 1 年，影石创新深圳研发中心建设项目尚未开始实施（截至 2025 年 5 月 22 日公司上市招股意向书）。该项目有助于进一步提升公司的研发能力和自主创新能力，保证公司行业技术先进性的同时不断扩充和完善公司产品结构，巩固并强化公司行业地位和市场份额。

图表 37：公司本次募集资金投资项目计划

项目名称	总投资规模（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设周期
智能影像设备生产基地建设项目	19,543.30	19,543.30	2年
影石创新深圳研发中心建设项目	26,834.23	26,834.23	1年
合计	46,377.53	46,377.53	

来源：公司公告，华福证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 84.96、123.56、175.12 亿元，同比分别增长 52%、45%和 42%。

分业务来看：

消费级智能影像设备：全景相机及运动相机品类仍处于发展初期，且公司持续迭代 ONE X 系列、GO 系列、Ace 系列等核心的消费级智能影像设备产品，后续仍有望保持高增趋势，预计 25-27 年公司消费级智能影像设备营收分别同比+53%、+46%、+42%；毛利率维度，25 年受产品结构及市场竞争影响或略有下降，但随着规模效应的显现及考虑竞争环境，预计 26-27 年公司消费级智能影像设备的毛利率有望保持相对稳定的态势。

专业智能影像设备：公司专业级产品消费者主要为企业客户，该类客户业务受经济环境影响较为严重且相关产品更新需求较少，近年来公司专业级智能影像设备业务总体呈下降趋势，24 年底公司推出新品 connect 系列，预计公司专业智能影像设备业务有望保持平稳态势，预计 25-27 年该业务营收增速分别同比+10%、+1%和+1%；毛利率维度，专业级产品预计规模仍相对较小，考虑竞争环境等预计 25-27 年专业级智能影像设备的毛利率延续小幅下降的趋势。

配件及其他：公司在对智能影像设备主机进行更新迭代的过程中，不断丰富相关配件产品，推出了适用于不同场景下的配件套餐，实现了不同的创意效果并且满足用户在不同场景下的拍摄需求。预计公司配件及其他业务营收有望跟随消费级智能影像设备业务增长，我们预计 25-27 年公司配件及其他业务营收同比分别+50%、+45%和+43%。毛利率维度，配件产品种类较多，考虑竞争等因素，预计 25 年-27 年毛利率延续小幅下降趋势。

图表 38：影石创新业务营收拆分（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3636	5574	8496	12356	17512
同比	*78%*	*53%*	*52%*	*45%*	*42%*
毛利率	56.0%	52.2%	51.3%	51.1%	50.9%
消费级智能影像设备	**3132**	**4789**	**7350**	**10724**	**15209**
同比	*84%*	*53%*	*53%*	*46%*	*42%*
毛利率	55.1%	51.4%	50.6%	50.5%	50.4%
——ONE X系列	**2,009**	**2,916**	**4,459**	**6,594**	**9,524**
同比	*84%*	*45%*	*53%*	*48%*	*44%*
——GO系列	**462**	**901**	**1,442**	**2,235**	**3,241**
同比	*263%*	*95%*	*60%*	*55%*	*45%*
——Ace系列	**97**	**577**	**1,042**	**1,465**	**1,990**
同比		*498%*	*81%*	*41%*	*36%*
——ONE R系列	**278**	**74**	**49**	**34**	**23**
同比	*-34%*	*-73%*	*-34%*	*-31%*	*-31%*
——消费-其他系列	**286**	**319**	**358**	**395**	**430**
同比		*12%*	*12%*	*11%*	*9%*
专业级智能影像设备	**34**	**24**	**26**	**26**	**27**
同比	*-29%*	*-31%*	*10%*	*1%*	*1%*
毛利率	60.6%	56.5%	54.5%	52.5%	50.5%
配件及其他	**427**	**718**	**1077**	**1562**	**2233**
同比	*66%*	*68%*	*50%*	*45%*	*43%*
毛利率	61.1%	57.3%	56.3%	55.3%	54.3%
其他业务	**44**	**44**	**44**	**44**	**44**
同比	*41%*	*-1%*	*0%*	*0%*	*0%*
毛利率	60.1%	50.5%	50.5%	50.5%	50.5%

来源：公司公告，华福证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 84.96、123.56、175.12 亿元，同比分别+52%、+45%、+42%，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.05、18.09、25.85 亿元，同比分别+21%、+50%、+43%。选取 GoPro 及与公司在生产模式上具备较强相似性的安克创新、极米科技作为可比公司，24 年/25 年主要可比公司（剔除极值 GoPro）PE 均值为 49x/23x。公司在全景领域绝对领先地位突出，且有望更受益于品类需求的高景气，但考虑到新股上市股价波动较大，首次覆盖，暂不给予评级。

图表 39：主要可比公司估值

公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（X）			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
安克创新	106.60	567	21	26	32	40	27	22	18	14
极米科技	123.31	86	1	4	5	6	72	24	18	16
GoPro	0.88	1.4	-4	-1	-1					
平均							49	23	18	15
影石创新			**9.9**	**12.1**	**18.1**	**25.8**				

来源：wind，彭博，华福证券研究所；备注：收盘价以 2025/6/9 计，安克创新/极米科技盈利预测来源万得一致预期；GoPro 收盘价/总市值/归母净利润单位均为美元口径，GoPro 盈利预测来源于彭博，其中考虑到 GoPro 净利润为负，未计算其 PE，可比公司 PE 均值计算剔除极值 GoPro

华福证券

5. 风险提示

新品表现不及预期：智能影像设备每年保持快速上新节奏且对新品依赖度较强，存在新品表现不及预期影响公司经营表现的风险；

行业竞争加剧风险：智能影像设备尚处发展初期，后续存在行业竞争加剧风险；

国际贸易摩擦及关税风险：由于美国关税政策变化频繁，关税政策将对全球贸易、经济环境以及消费需求产生潜在不利影响，从而影响公司的业务发展及经营状况；

涉美 337 调查及相关诉讼的风险：截至招股说明书签署日（2025 年 6 月 6 日），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。若加州中区法院诉讼中公司败诉，则需要对 GoPro 进行经济赔偿并承担 GoPr 为此诉讼支付的律师费和案件费等支出，进而对公司业绩造成不利影响；

汇率波动风险：公司境外销售占比较高，若未来人民币对美元等外汇的汇率波动幅度加大，可能对公司业绩产生一定影响；

宏观经济不及预期风险：智能影像设备属于相对可选消费产品，若宏观经济波动可能影响行业需求释放，进而导致公司经营表现不及预期。

华福证券

图表 40：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	280	2,610	3,636	5,094
应收票据及账款	203	312	356	457
预付账款	20	30	44	63
存货	1,000	1,475	2,154	3,067
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,501	3,338	4,443	5,920
流动资产合计	4,004	7,765	10,633	14,600
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	176	352	554	589
在建工程	191	211	61	11
无形资产	15	20	25	31
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	625	627	629	631
非流动资产合计	1,017	1,220	1,279	1,272
资产合计	**5,021**	**8,985**	**11,913**	**15,872**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,197	1,858	2,714	3,864
预收款项	0	0	0	0
合同负债	88	134	195	276
其他应付款	138	138	138	138
其他流动负债	368	558	760	1,022
流动负债合计	1,791	2,689	3,808	5,301
长期借款	0	100	200	202
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	149	249	251
负债合计	**1,840**	**2,837**	**4,056**	**5,551**
归属母公司所有者权益	3,181	6,148	7,857	10,321
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,181**	**6,148**	**7,857**	**10,321**
负债和股东权益	**5,021**	**8,985**	**11,913**	**15,872**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**1,172**	**1,051**	**1,569**	**2,247**
现金收益	1,008	1,223	1,820	2,621
存货影响	-506	-475	-680	-912
经营性应收影响	-84	-94	-27	-92
经营性应付影响	780	661	856	1,150
其他影响	-27	-264	-401	-519
投资活动现金流	**-1,694**	**-580**	**-584**	**-717**
资本支出	-118	-229	-110	-72
股权投资	-10	0	0	0
其他长期资产变化	-1,566	-351	-474	-645
融资活动现金流	**-18**	**1,859**	**41**	**-73**
借款增加	6	100	100	2
股利及利息支付	0	-103	-129	-164
股东融资	0	1,748	0	0
其他影响	-24	114	71	90

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,574	8,496	12,356	17,512
营业成本	2,665	4,137	6,043	8,602
税金及附加	46	59	98	139
销售费用	826	1,428	2,028	2,839
管理费用	253	412	587	814
研发费用	777	1,235	1,758	2,457
财务费用	-19	-11	-42	-45
信用减值损失	-10	-5	-7	-6
资产减值损失	-35	-26	-30	-28
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	33	33	33	33
其他收益	42	42	42	42
营业利润	**1,058**	**1,282**	**1,923**	**2,748**
营业外收入	6	6	7	8
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	**1,059**	**1,283**	**1,925**	**2,751**
所得税	64	77	116	166
净利润	**995**	**1,205**	**1,809**	**2,585**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**995**	**1,205**	**1,809**	**2,585**
EPS（按最新股本摊薄）	2.48	3.01	4.51	6.45

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	53.3%	52.4%	45.4%	41.7%
EBIT 增长率	10.2%	22.3%	48.1%	43.7%
归母公司净利润增长率	19.9%	21.2%	50.1%	42.9%
获利能力				
毛利率	52.2%	51.3%	51.1%	50.9%
净利率	17.8%	14.2%	14.6%	14.8%
ROE	31.3%	19.6%	23.0%	25.0%
ROIC	104.9%	34.6%	37.8%	40.0%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	31.6%	34.0%	35.0%
流动比率	2.2	2.9	2.8	2.8
速动比率	1.7	2.3	2.2	2.2
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	10	11	10	8
存货周转天数	101	108	108	109
每股指标（元）				
每股收益	2.48	3.01	4.51	6.45
每股经营现金流	2.92	2.62	3.91	5.60
每股净资产	7.93	15.33	19.59	25.74
估值比率				
P/E	71	59	39	27
P/B	22	12	9	7
EV/EBITDA	193	159	107	74

数据来源：公司报告、华福证券研究所

华福证券

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn