

C 影石（688775）

证券研究报告
2025 年 06 月 15 日

全景影像龙头，技术卡位占据优势

影石创新：全景影像龙头，致力成为全球一流品牌

公司是全球全景影像领域的龙头企业，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与生产。公司凭借高学历研发团队和持续的技术创新，在全球市场占据领先地位，2023 年全景相机全球市场占有率高达 67.2%。其产品分为消费级、专业级和配件三大类，消费级设备是核心收入来源（近三年占比在 85% 左右），主要应用于消费记录、户外运动、影视制作等领域。公司采用全球化布局，2022 年以来，境外收入占比超 70% 以上，并通过“技术创新+产品迭代+品牌全球化”战略，致力于成为世界一流的智能影像品牌。

营收利润快速增长，进一步巩固竞争优势

公司营业收入和利润保持快速增长，2022-2024 年研发费用率维持在 12%-14%，体现其对技术投入的重视。消费级设备 2023 年销售额占比达 86%；公司销售模式以线上（第三方电商平台、自营商城）和线下（经销、直营）结合为主，海外市场（尤其是北美、欧洲）贡献主要收入。未来，公司计划通过产能扩张、研发中心建设及市场拓展进一步巩固竞争优势。

行业前景：市场规模逐年快速增长，公司技术卡位占据优势

智能影像设备行业增长迅速，2017-2023 年全球市场规模复合年增长率达 14.3%，受益于 VR/AR、运动摄影等需求爆发。影石创新在消费级市场（2023 年市占率 67.2%）和专业级市场（市占率领先）均具备显著优势，且行业政策（如国家支持虚拟现实技术发展）为其提供长期利好。未来，随着全景技术在运动相机、影视制作等领域的渗透，公司有望通过技术迭代和全球化布局持续扩大市场份额。

投资建议：预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 13.09/17.55/22.42 亿元，看好终端消费者摄像需求逐步增长，公司因技术卡位优势，我们预计将持续维持市占率，给予公司“增持”评级。

风险提示：竞争加剧风险、技术迭代风险、供应链依赖风险、汇率波动风险、关税壁垒风险、技术人才流失风险、涉美 337 调查及相关诉讼的风险、募投项目实施的风险、股价波动风险

投资评级

行业	电子/消费电子
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	171.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	30.50
A 股总市值(百万元)	68,891.80
流通 A 股市值(百万元)	5,240.17
每股净资产(元)	9.33
资产负债率(%)	33.23
一年内最高/最低(元)	187.99/161.80

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,636.39	5,574.13	7,803.78	9,754.72	12,193.40
增长率(%)	78.16	53.29	40.00	25.00	25.00
EBITDA(百万元)	1,428.42	1,882.96	1,410.91	1,771.73	2,212.97
归属母公司净利润(百万元)	829.58	994.75	1,309.26	1,755.07	2,241.95
增长率(%)	103.66	19.91	31.62	34.05	27.74
EPS(元/股)	2.30	2.76	3.26	4.38	5.59
市盈率(P/E)	74.55	62.17	52.62	39.25	30.73
市净率(P/B)	28.30	19.44	11.04	8.62	6.73
市销率(P/S)			8.83	7.06	5.65
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.85	34.69	26.75

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 影石创新：全景影像龙头，致力成为全球一流品牌	4
1.1. 全景影像领域龙头企业发展历程与股东结构	4
1.2. 高学历研发团队与股权激励驱动的技术创新引擎	4
1.3. 主营业务：多元产品矩阵与强劲增长动力	5
1.4. 公司财务数据：盈利增长、费用结构与运营效率	8
1.5. 募集资金用途	10
1.6. 未来展望：成为世界一流的智能影像品牌，持续提升全球影响力	11
2. 行业分析	11
2.1. 行业整体规模及政策情况	11
2.2. 行业竞争情况：公司市占率全球领先，竞争优势明显	13
3. 投资建议	16
4. 风险提示	16

图表目录

图 1： 公司人员逐年增长（人）	4
图 2： 公司研发人员情况	4
图 3： 公司员工年龄结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	5
图 4： 公司员工学历结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	5
图 5： 公司主要产品	5
图 6： 公司业务收入结构	6
图 7： 公司销售渠道情况（亿元）	7
图 8： 公司营收情况（亿元）	8
图 9： 公司利润情况（亿元）	8
图 10： 公司毛利率净利率情况	9
图 11： 公司各业务毛利率情况（%）	9
图 12： 全球手持智能影像设备行业市场规模	12
图 13： 2023 年全球消费级全景相机市占率	13
图 14： 公司同业竞争对手情况	13
图 15： 公司消费级智能影像设备与其他竞争对手参数比较情况	14
图 16： 公司专业级智能影像设备与其他竞争对手参数比较情况	14
表 1： 公司前十大股东（截止 2025.6.11）	4
表 2： 职能结构人员情况	5
表 3： 公司主要在售产品情况	6
表 4： 主营业务收入结构按产品类别（亿元）	7
表 5： 按地区看公司业务情况	7
表 6： 公司销售模式明细（亿元）	8

表 7：公司费用情况（亿元） 10

表 8：公司重要营运指标 10

表 9：公司 2021-2024H1 存货明细（万元） 10

表 10：公司募集资金用途 10

表 11：公司所处行业受到政策支持 12

表 12：公司营收拆分及预测（亿元） 16

1. 影石创新：全景影像龙头，致力成为全球一流品牌

1.1. 全景影像领域龙头企业发展历程与股东结构

影石创新（Insta360 影石）成立于 2015 年，前身为深圳岚锋创视网络科技有限公司，由刘靖康等核心团队创立，专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发与生产。创始人刘靖康为技术出身，曾获“中国青年创业奖”“广东特支计划科技创业领军人才”等荣誉，团队核心成员来自华为等技术企业，具备深厚的影像技术和软硬件开发经验。

公司品牌“Insta360 影石”在全球市场具有较高的知名度，2023 年其全景相机全球市场占有率为 67.2%，排名第一。

表 1：公司前十大股东（截止 2025.6.11）

序号	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	期末参考市值 (亿元)	持有限售股数量 (股)
1	北京岚锋创视网络科技有限公司	107,775,453	26.88	190.76	107,775,453
2	EARN ACE LIMITED	47,966,179	11.96	84.90	47,966,179
3	QM101 LIMITED	33,840,413	8.44	59.90	33,840,413
4	Xunlei Network Technologies Limited(Hong Kong)	31,437,542	7.84	55.64	31,437,542
5	岚沣管理咨询(深圳)合伙企业(有限合伙)	14,640,237	3.65	25.91	14,640,237
6	珠海华金同达股权投资基金合伙企业(有限合伙)	14,367,094	3.58	25.43	14,367,094
7	厦门富凯创业投资合伙企业(有限合伙)	13,321,116	3.32	23.58	13,321,116
8	岚烽管理咨询(深圳)合伙企业(有限合伙)	11,712,193	2.92	20.73	11,712,193
9	中信证券投资有限公司	10,381,919	2.59	18.38	10,381,919
10	深圳市伊敦传媒投资基金合伙企业(有限合伙)	9,764,985	2.44	17.28	9,764,985
	合 计	295,207,131	73.62	522.52	295,207,131

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司的股权结构以创始人刘靖康为核心，其控制的北京岚锋科技持股 29.94%，可支配公司 34.0043%的表决权，确保公司决策主导权。岚沣管理、澜烽管理等为员工持股平台，绑定核心团队，增强长期发展动力。整体来看，公司股权结构兼顾创始人控制、资本助力和员工激励，有利于稳定发展和创新。

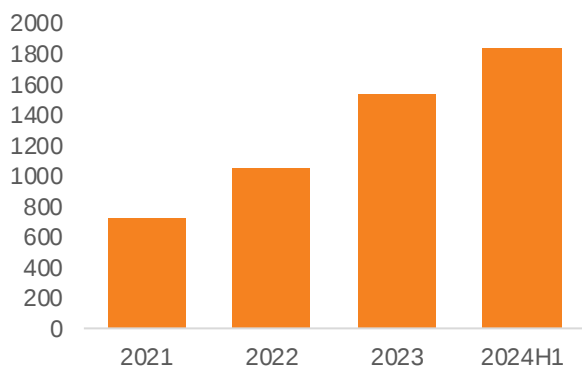
1.2. 高学历研发团队与股权激励驱动的技术创新引擎

公司拥有一支高度专业化且富有创新精神的团队，其核心成员主要来自华为等科技巨头，具备深厚的影像技术和软硬件开发经验。截至 2024 年上半年，公司研发人员占比高达 55.94%，其中硕士及以上学历者占 27.16%，显示出强大的技术实力和人才储备。

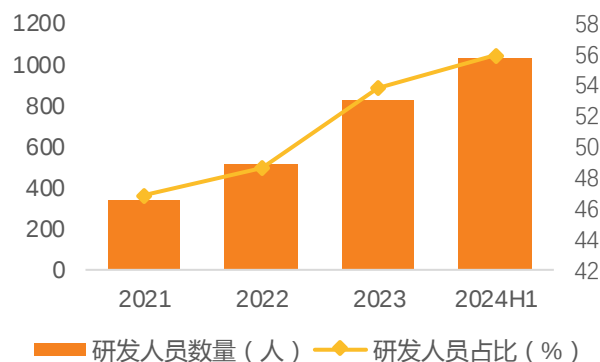
此外，公司通过员工持股平台实施股权激励计划，进一步绑定团队稳定性。这种“高学历、高比例研发人员+股权激励”的人员结构，为公司在智能影像设备领域的持续创新和市场竞争力提供了坚实保障。

图 1：公司人员逐年增长（人）

图 2：公司研发人员情况



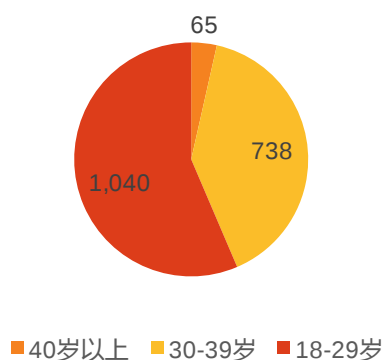
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

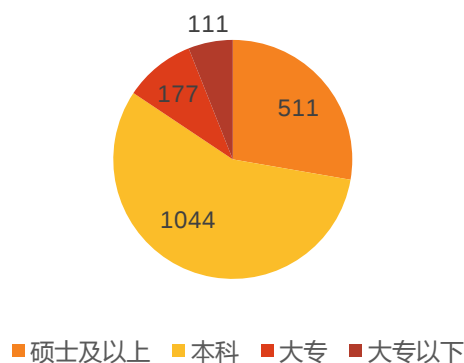
研发投入及技术积累：2020-2024 年公司累计研发投入 17.34 亿元，占营收 12.91%，说明公司高度重视研发积累；截至 2024 年 6 月，拥有境内外专利 800 项（发明专利 155 项）

图 3：公司员工年龄结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 4：公司员工学历结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

截至 2024 年 6 月 30 日，公司员工按人员结构划分如下：

表 2：职能结构人员情况

人员结构	员工数量 (人)	员工占比 (%)
采购、生产人员	204	11.07
产品、技术人员	1,031	55.94
市场、销售人员	480	26.04
职能、管理人员	128	6.95
合计	1,843	100.00

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.3. 主营业务：多元产品矩阵与强劲增长动力

公司专注于智能影像设备研发、生产和销售，主要产品包括全景相机、运动相机等。公司以全景技术为核心，结合防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术等，为消费者和行业用户提供先进的影像解决方案。

图 5：公司主要产品



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

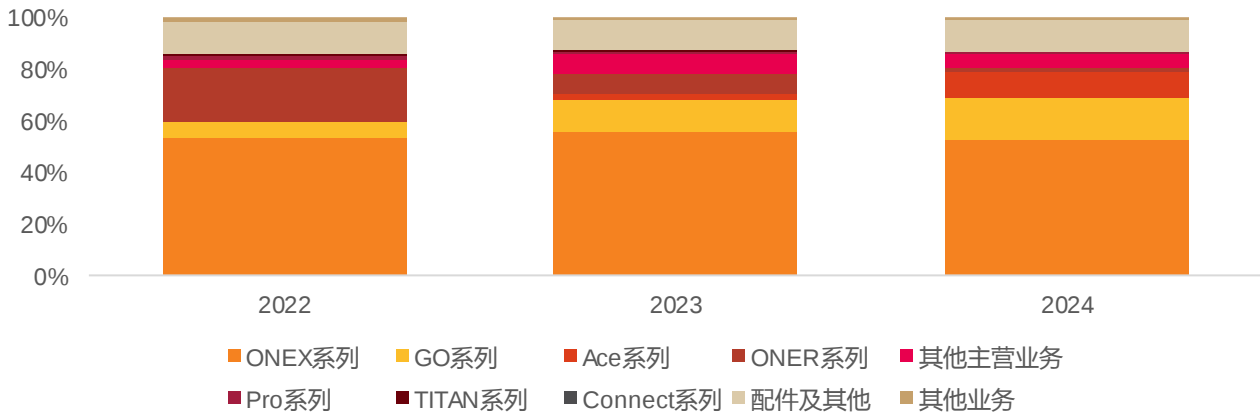
表 3：公司主要在售产品情况

产品类别	功能属性	应用领域
消费级智能影像设备 - 运动相机	可适用于高强度运动状态下拍摄	国防军事、政法警务、户外运动、日常生活娱乐、旅游、电视节目户外拍摄
消费级智能影像设备 - 全景相机	360° 全景拍摄	国防军事、政法警务、日常生活娱乐、旅游、户外运动、VR 看房
消费级智能影像设备 - 全景运动相机	可拍摄 360° 全景影像, 适用于高强度运动状态	融合全景相机及运动相机应用场景, 如国防军事、政法警务、户外运动、日常生活娱乐、旅游、VR 看房等
专业级智能影像设备 - 专业 VR 全景相机	主要用于专业 VR 内容制作、直播、全景照片拍摄和制作	国防军事、政法警务、VR 街景、VR 电影、广告、新闻、赛事直播、VR 看房

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司产品分为三大类：消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他，具体如下：

图 6：公司业务收入结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

1、消费级设备始终是核心收入来源，2022 年占比稳定在 80%-85%，2023 年和 2024 年突破 85%，其中 GO 系列和 Ace 系列增长最快。

2、2023-2024 年，专业级设备占比虽小（<1%），公司 Pro 系列产品已被人民日报、新华社、CNN、BBC 和 Times 等全球知名媒体使用，亦是首款被谷歌街景官方认证开放给第

三方采集街景图像的车载相机，未来有较大潜力。

3、2022-2024 年，配件及其他占比稳定在 13%左右，为硬件销售提供配套支持。主要包括适配公司相机的自拍杆、电池、保护壳、三脚架和蓝牙遥控器等。公司亦推出滑雪套餐、摩托车套餐、宠物套餐等多种配件组合，满足用户在不同场景下的拍摄需求。

表 4：主营业务收入结构按产品类别（亿元）

产品	2024			2023			2022		
	收入	占比（%）	YOY（%）	收入	占比（%）	YOY（%）	收入	占比（%）	YOY（%）
消费级全景相机	47.89	85.91	52.92	31.32	86.12	83.73	17.04	83.50	56.51
专业级全景相机	0.24	0.42	-30.61	0.34	0.93	-28.90	0.48	2.34	-31.12
配件及其他	7.18	12.88	68.33	4.27	11.73	65.57	2.58	12.62	67.41
其他业务	0.44	0.79	-0.98	0.44	1.22	41.33	0.31	1.54	94.91

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司主营业务收入按地区划分，主要分为中国大陆、美国、欧洲、日韩地区和其他地区。从 2021-2024 年的数据可以看出，公司境外收入占比显著高于境内收入，且主要集中在美国和欧洲。欧洲收入占比逐年上升，显示公司在成熟市场的渗透率提高。中国大陆作为境内主要市场，收入占比虽有所波动，但增速较快，尤其在线上渠道方面表现明显。

表 5：按地区看公司业务情况

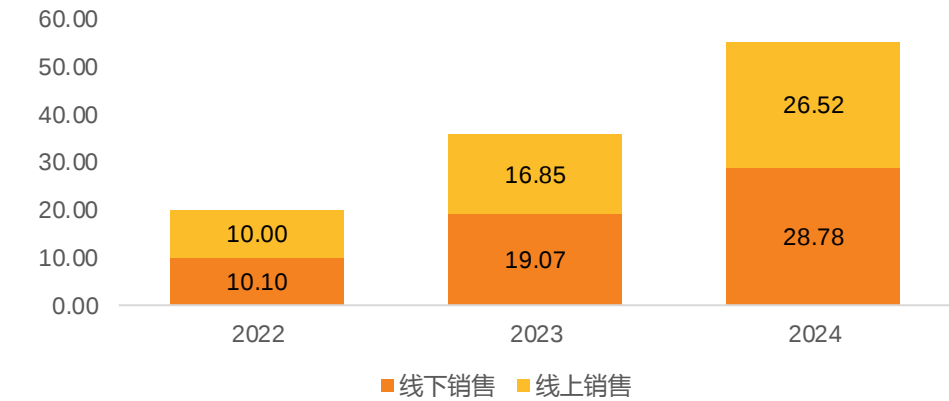
	2022			2023			2024		
	收入（亿元）	占比(%)	YOY(%)	收入（亿元）	占比(%)	YOY(%)	收入（亿元）	占比(%)	YOY(%)
中国大陆	4.13	20.26	9.30	6.89	18.94	66.55	13.08	23.46	89.88
欧洲	4.65	22.80	62.36	8.32	22.88	78.76	12.92	23.17	55.24
美国	4.31	21.13	62.46	9.03	24.85	109.46	12.93	23.20	43.11
日韩	1.88	9.21	38.69	2.72	7.49	44.99	4.29	7.70	57.47
其他	5.12	25.06	107.75	8.95	24.62	75.04	12.09	21.69	35.01
其他业务	0.31	1.54	94.91	0.44	1.22	41.33	0.44	0.79	-0.98

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司收入结构呈现出以消费级产品为核心、境外市场为主力、线上渠道为主要增长动力的特点。未来，公司将加大全球市场推广与销售渠道建设，深入挖掘亚太、北美、欧洲等各主要地区用户的影像需求，持续提升品牌在全球范围的渗透率和影响力。

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。公司整体销售模式如下所示：

图 7：公司销售渠道情况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司建立了广泛的销售网络和多样化的销售模式。公司产品的销售网络已覆盖全球的9,000多家零售门店和90多座海内外机场,并与AppleStore 零售店、佳能金牌店、BestBuy、B&H、顺电、JBHi-Fi、MediaMarkt、Sam's Club、Costco、Argos等知名渠道进行长期合作。

公司线下销售收入 2021-2024H1 占比分别为 50.99%、50.25%、53.09%和 48.77%。公司主营业务收入按销售渠道构成情况如下：

表 6：公司销售模式明细（亿元）

	2024 年 1 - 6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上销售								
公司官方商城	4.72	19.61%	6.24	17.36%	4.96	24.67%	3.17	24.18%
第三方电商平台	6.50	27.00%	9.35	26.04%	4.42	21.98%	2.58	19.65%
电商平台入仓	1.11	4.62%	1.26	3.51%	0.62	3.10%	0.68	5.18%
小计	12.33	51.23%	16.85	46.91%	10.00	49.75%	6.43	49.01%
线下销售								
线下经销	10.24	42.55%	17.22	47.95%	9.40	46.75%	6.40	48.76%
其中：买断式经销	10.19	42.32%	16.87	46.96%	9.24	45.97%	6.17	47.05%
代销	0.06	0.23%	0.36	1.00%	0.16	0.78%	0.22	1.70%
大型商超或专业销售渠道	1.37	5.68%	1.67	4.65%	0.54	2.71%	0.13	0.96%
线下直销	0.13	0.54%	0.18	0.49%	0.16	0.79%	0.17	1.27%
小计	11.74	48.77%	19.07	53.09%	10.10	50.25%	6.69	50.99%
合计	24.07	100.00%	35.92	100.00%	20.10	100.00%	13.12	100.00%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

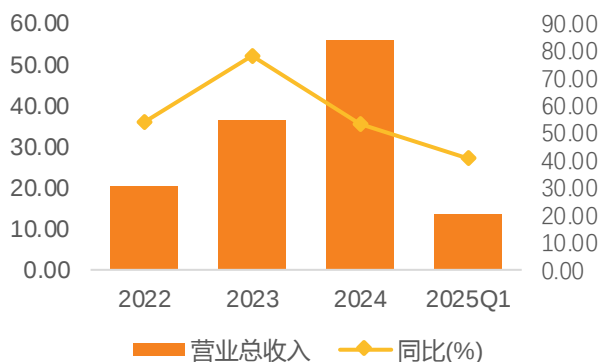
公司采用线上线下、直营经销相结合的销售模式，带来诸多好处。线上渠道凭借互联网的便捷性与广泛覆盖，能快速触达全球消费者，扩大市场范围。同时与等众多知名渠道长期合作，提升了品牌知名度和市场占有率，有助于产品在全球市场的深度渗透，这种多元化销售模式适应不同市场和消费者需求，有效推动了公司业务增长。

1.4. 公司财务数据：盈利增长、费用结构与运营效率

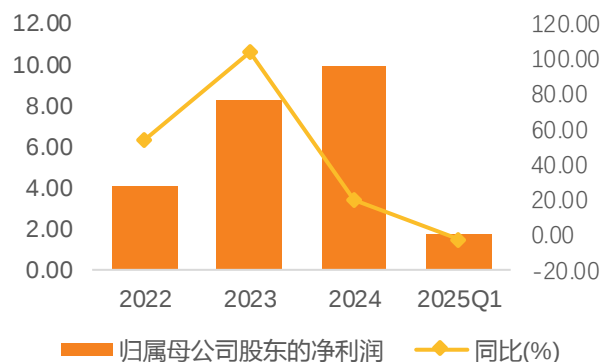
公司营业收入和利润在 2021-2024 均实现快速增长，但增速有所分化，利润增速略慢于收入增速。公司收入变化受到消费级设备主导，占比维持 85%左右。

图 8：公司营收情况（亿元）

图 9：公司利润情况（亿元）



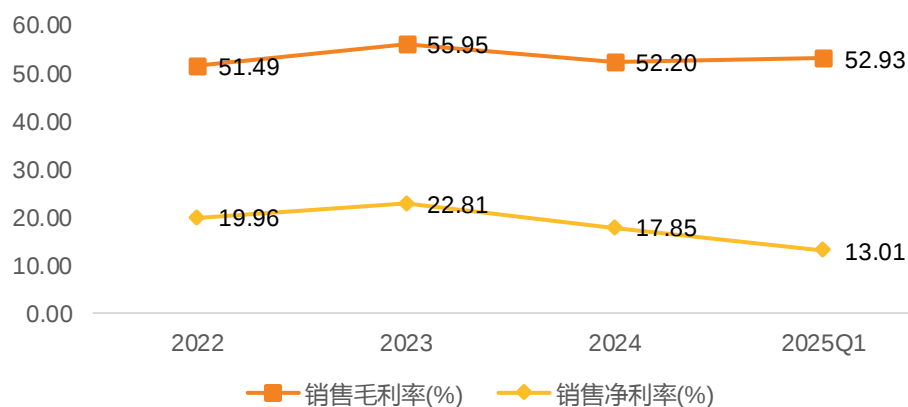
资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

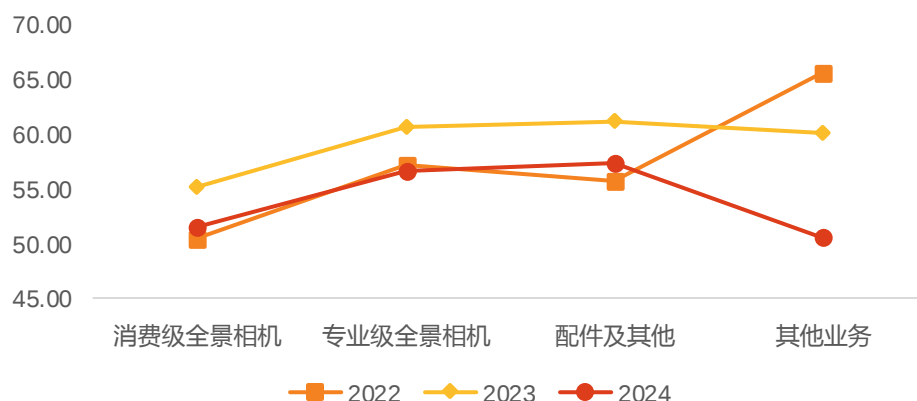
公司毛利率呈现平稳波动的变化，主要受新产品推出、销售模式变化、汇率波动、产品结构、促销策略等多方面因素影响。从产品结构来看，消费级智能影像设备是公司盈利的核心，而专业级产品占比低，贡献有限。

图 10：公司毛利率净利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：公司各业务毛利率情况 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司在 2022 - 2024 年期间，各项费用呈现出不同态势。销售费用持续增长，助力公司拓展全球市场，提升品牌知名度与产品销量。研发费用增长显著，2022 - 2024 年分别为 2.56 亿元、4.48 亿元、7.77 亿元，占收入比维持在 12% - 14%，公司高度重视研发创新，大量投入资金用于核心技术研发、人才培养及设备购置，以巩固技术优势。总体来看，公

司费用投入与业务发展紧密相关，在市场拓展、内部管理、技术创新等方面合理分配资源，为公司持续发展提供支撑。

表 7：公司费用情况（亿元）

	2022		2023		2024	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	3.06	14.99%	5.28	14.52%	8.26	14.82%
管理费用	0.70	3.43%	1.14	3.14%	2.53	4.54%
研发费用	2.56	12.54%	4.48	12.32%	7.77	13.94%
财务费用	-0.19	-0.93%	0.10	0.28%	-0.19	-0.34%
合计	6.13	30.03%	11	30.26%	18.37	32.96%

资料来源：Wind、天风证券研究所

1、应收账款整体占营业收入的比例较低，主要原因系公司产品主要通过线上渠道及线下经销商销售，公司对线上渠道客户及大部分经销商客户均采取先款后货的销售政策，仅对长期合作的少量经销商客户以及部分大型商超客户给予一定的信用期。

2、存货随收入规模提升而提升，存货周转率维持稳定；公司存货主要包括原材料、委托加工物资、库存商品及发出商品。原材料主要包括 IC 芯片、镜头模组、LCD、结构件、连接器、包材和电池等。

表 8：公司重要营运指标

	2024	2023	2022
营业周期(天)	110.57	101.51	105.64
存货周转天数(天)	100.95	94.99	99.22
应收账款周转天数(天)	9.62	6.52	6.42
存货周转率(Wind 计算)	3.57	3.79	3.63
存货周转率(公布值)	3.34	3.54	3.43
应收账款周转率(Wind 计算)	37.42	55.21	56.07
应收账款周转率(公布值)	35.14	51.54	52.06

资料来源：Wind、天风证券研究所

以下是公司存货明细及其占比情况的表格：

表 9：公司 2021-2024H1 存货明细（万元）

存货项目	2024H1	占比	2023	占比	2022	占比	2021	占比
原材料	3,696.56	6.33%	3,445.62	6.97%	6,562.81	18.70%	2,918.63	14.98%
委托加工物资	20,123.71	34.47%	18,419.44	37.26%	14,183.37	40.42%	10,280.84	52.75%
库存商品	26,900.56	46.07%	22,789.44	46.10%	12,601.77	35.91%	4,706.95	24.15%
发出商品	7,664.54	13.13%	4,780.99	9.67%	1,741.08	4.96%	1,582.02	8.12%
合计	58,385.37	100.00%	49,435.49	100.00%	35,089.03	100.00%	19,488.44	100.00%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.5. 募集资金用途

公司作为一家以技术创新驱动的智能影像设备企业，本次 ipo 实际募资 19.38 亿元，将分别投向智能影像设备生产基地建设项目和影石创新深圳研发中心建设项目。

表 10：公司募集资金用途

序号	项目名称	实施主体	总投资规模（万元）	拟投入募集资金（万元）
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

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1、智能影像设备生产基地建设项目：该项目旨在提高公司生产经营的稳定性，保障生产及产品供应的稳定，计划在珠海市高新区建设智能影像设备生产车间和智能仓库。

随着智能影像设备行业持续增长，公司业务规模扩大，为保障生产及产品供应的稳定性，公司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，其中主要建设内容包括智能影像设备生产车间和智能仓库。

2、影石创新深圳研发中心建设项目：该项目旨在提升公司的研发能力和自主创新能力，通过引进先进研发设备和优秀人才，进一步完善产品结构，巩固行业地位。

公司专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的自主研发、生产及销售该领域的前沿创新性较强，产品更新迭代速度快。

为了满足公司未来业务的发展和规模的扩张，公司拟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，对行业相关技术课题进行前瞻性技术研发，在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。

1.6. 未来展望：成为世界一流的智能影像品牌，持续提升全球影响力

未来，公司将秉持“成为世界一流的智能影像品牌”愿景，持续深耕智能影像领域，不断深化实施技术创新战略、产品规划战略和全球化品牌战略。

在技术创新方面，公司将继续围绕智能影像设备，不断加强全景技术、防抖技术、AI技术等核心技术，储备机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术，持续培养和吸引创新型技术人才，巩固公司技术优势；

在产品规划方面，公司将根据市场需求结合技术积累不断创新，实现各产品线的迭代升级，并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；

在全球化品牌方面，公司将继续打造具有创新活力的全球化品牌形象，夯实国内市场并加强海外业务拓展加大全球市场推广与销售渠道建设，深入挖掘亚太、北美、欧洲等各主要地区用户的影像需求，持续提升品牌在全球范围的渗透率和影响力。

2. 行业分析

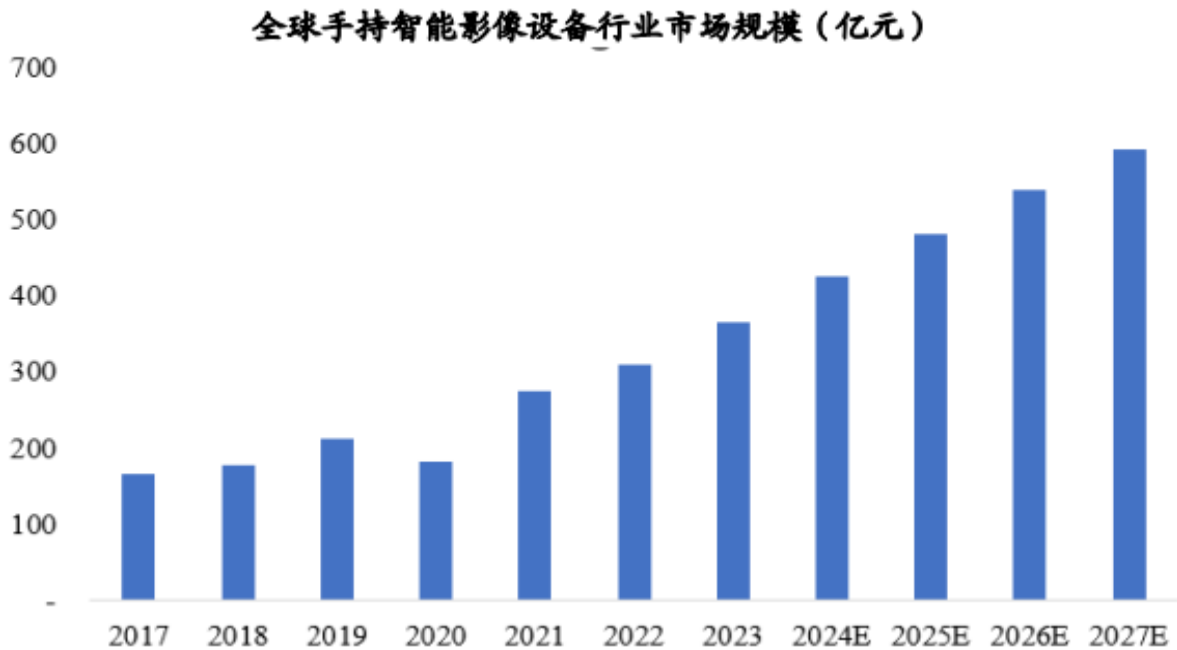
2.1. 行业整体规模及政策情况

公司所处行业为智能影像设备，具备计算处理能力的影像设备，是传统影像设备与计算机技术、数据处理技术、传感器技术、网络通信技术等结合的产物。主要包括：

- 1、全景相机
- 2、运动相机
- 3、航拍无人机
- 4、可穿戴摄影设备

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 12：全球手持智能影像设备行业市场规模



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司所处行业受到国家政策支持，下为近年来与智能影像设备行业密切相关的重要政策。这些政策表明，国家高度重视智能影像设备行业的发展，并将其视为推动数字经济、智能制造和文化科技融合的重要组成部分。

表 11：公司所处行业受到政策支持

序号	政策法规	发布时间	主要内容
1	国务院《电子信息产业调整和振兴规划》	2009 年 4 月	加快 4C 融合，促进数字家庭产品和新型消费电子产品发展
2	工信部、知识产权局等《关于加强战略性新兴产业知识产权工作的若干意见》	2012 年 4 月	到 2020 年，战略性新兴产业知识产权创造、运用、保护和管理水平显著提高
3	国务院《十二五国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年 7 月	新一代信息技术产业销售收入年均增长 20%以上
4	国家发改委《“十三五”国家科技创新规划》	2016 年 8 月	突破虚拟现实关键技术，形成高性能核心设备
5	文化部《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》	2017 年 4 月	运用数字、人工智能、虚拟现实等技术提升文化科技水平
6	国务院《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	2017 年 8 月	重点发展虚拟现实、智能网联汽车、智能服务机器人等前沿信息产品
7	工信部《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》	2018 年 12 月	加快动作捕捉、全景相机等内容采集制作设备的研发和产业化
8	国家发改委、工信部、证监会等《加快培育新型消费实施方案》	2021 年 3 月	发展超高清视频、虚拟现实等新型信息产品，推动 5G+4K/8K、VR/AR 技术产品融合应用
9	工信部、教育部等《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》	2022 年 10 月	推进 8K 分辨率及以上、高动态范围、宽色域、高帧率全景拍摄等关键技术研发
10	国家发改委、商务部等《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	2024 年 6 月	探索利用人工智能大模型、虚拟现实（VR）全景和数字人等技术，拓展电商直播场景

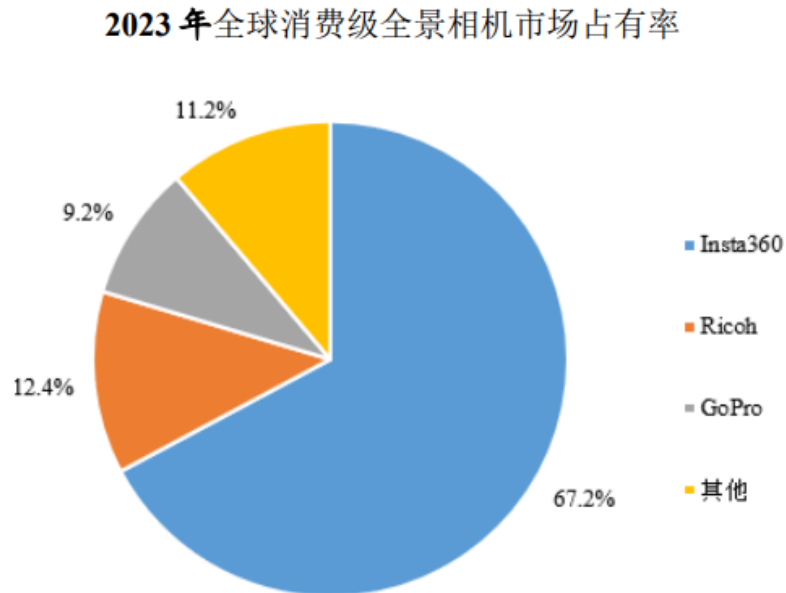
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.2. 行业竞争情况：公司市占率全球领先，竞争优势明显

目前全球消费级全景相机领域领先企业包括中国的影石创新、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影石创新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影石创新、日本理光、GoPro,市场占有率分别为67.2%、12.4%和9.2%

图 13：2023 年全球消费级全景相机市占率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

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影石创新、大疆、AKASO、SJCAM等，整体市场较为分散。根据Fros & ullivan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、影石创新、大疆。GoPro作为运动相机老牌厂商，其销售额趋于稳定，而影石创新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。

未来，随着全景技术在运动相机的应用加速渗透，影石创新等厂商有望凭借先进的全景技术、防抖技术及AI技术在运动相机领域占领更多市场份额。

图 14：公司同业竞争对手情况

项目	影石创新	GoPro	日本理光	大疆
2023 年营业收入	36.36 亿元	71.21 亿元	1,103.22 亿元	-
2023 年净利润	8.30 亿元	-3.77 亿元	28.10 亿元	-
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	领先的无人机提供商
主要影像产品定位	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
销售区域及营收占比	2023 年营收分布情况 中国境内：19.17% 美国：25.15% 欧洲：23.16% 日韩：7.59% 其他：24.93%	2023 年营收分布情况 美洲：约 47% 亚太、太平洋：约 24% 欧洲、中东、非洲：约 29%	2023 年营收分布情况 日本：约 38% 美洲：约 28% 欧洲、中东、非洲：约 26% 其他地区：约 9%	全球销售，设有日本、美国、欧洲等海外分公司

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司相关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。

图 15：公司消费级智能影像设备与其他竞争对手参数比较情况

项目	Insta360 ONE R (全景版)	Insta360 ONE RS (双镜头版)	Insta360 X4	Insta360 Ace Pro 2	GoPro Max	GoPro Hero12	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	全景运动相机	运动相机	全景运动相机	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	3,498	3,499	2,698	3,998	2,876	3,298	3,499	2,598	2,598
传感器最大尺寸	1/2.3"	1/2"	1/2"	1/1.3"	1/2.3"	1/1.9"	1/1.9"	1/2.3"	1/1.3"	1/1.3"
视频最高规格 ^[1]	5.7K@30fps	6K@25fps 5.7K@30fps 4K@60fps	8K@30fps 5.7K@60fps	8K@30fps 4K@120fps	5.6K@30fps	5.3K@60fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	4K@30fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最高规格	5.7K	8K	12K	8K	5.6K	5.6K	5.6K	5.3K	3.6K	8K
电池容量	1190mAh	1445mAh	2290mAh	1800mAh	1600mAh	1720mAh	1900mAh	1220mAh	1770mAh	1950mAh
高续航电池容量	2380mAh	2380mAh	×	×	×	×	×	×	×	×
续航时间	70分钟	75分钟	75分钟	180分钟 ^[2]	78分钟	70分钟	79分钟	80分钟	160分钟 ^[2]	240分钟 ^[2]
存储容量	支持1TB存储卡	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	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

注 1：fps 指画面每秒传输帧数，每秒帧数越多，画面流畅度越高；

注 2：未公布视频最高规格下的续航时间，其续航时间为 1080P@24fps 条件下续航

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 16：公司专业级智能影像设备与其他竞争对手参数比较情况

项目	Insta360 Pro	Insta360 Pro 2	Insta360 TITAN	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
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

注：fps 指画面每秒传输帧数，每秒钟帧数越多，画面流畅度越高

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司竞争优势：

- 1、**技术优势**：拥有全景图像采集和拼接技术、全景防抖技术、影像处理技术等多项核心技术。
- 2、**市场推广**：通过线上线下结合的方式，建立全球推广渠道，提升品牌影响力。
- 3、**技术壁垒**：拥有全景拼接算法、AI 智能剪辑、防抖技术等核心专利（800 项专利，含 155 项发明专利），持续加大研发投入（2024 年研发费用率 13.93%）。
- 4、**全球化布局**：产品入驻 Apple Store、Best Buy、亚马逊等 50+ 国家渠道，海外收入占比高，降低单一市场风险。

3. 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年预计实现归母净利润 13.09/17.55/22.42 亿元。

表 12：公司营收拆分及预测（亿元）

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
消费级全景相机	营收	17.04	31.32	47.89	66.24	82	101.48
	yoy	57%	84%	53%	38%	24%	24%
	毛利率	50%	55%	51%	51%	51%	51%
专业级全景相机	营收	0.48	0.34	0.24	0.3	0.5	0.75
	yoy	-31%	-29%	-31%	25%	67%	50%
	毛利率	57%	61%	57%	57%	57%	57%
配件及其他	营收	2.58	4.27	7.18	11	14.45	19
	yoy	67%	66%	68%	53%	31%	31%
	毛利率	56%	61%	57%	58%	58%	58%
其他业务	营收	0.31	0.44	0.44	0.5	0.6	0.7
	yoy	95%	41%	-1%	14%	20%	17%
	毛利率	66%	60%	51%	53%	53%	51%
合计	总营收	20.41	36.37	55.75	78.04	97.55	121.93
	总结毛利率	51.49%	55.95%	52.20%	52.02%	52.08%	52.13%

资料来源：Wind、天风证券研究所

看好终端消费者摄像需求逐步增长，公司因技术卡位优势，我们预计将持续维持市占率，给予公司“增持”评级。

4. 风险提示

1、竞争加剧

随着计算机及影像视觉技术的快速发展，智能影像设备行业进入高速发展期，行业内各大厂商间竞争激烈。行业内规模较大的企业凭借技术、品牌和渠道优势，不断丰富产品线，拓展业务范围。如果公司在复杂的市场环境和激烈的市场竞争中不能在技术创新、产品开发、市场开拓等方面持续提升，将导致公司在细分市场竞争时处于不利地位。

2、技术迭代

智能影像设备行业处于消费电子前沿领域，行业内的品牌供应商需要把握市场需求的变化趋势，不断进行技术创新及产品更新迭代，以巩固市场地位和竞争优势。若公司对未来市场趋势预判失误，或新技术、新产品未达预期，将会对公司的业绩增长带来不利影响。

3、供应链依赖：

存在断供风险。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。2021-2024H1 各期，公司芯片采购金额分别为 14,812.18 万元、23,630.03 万元、36,975.06 万元和 29,325.55 万元，占原材料采购总额的比例分别为 24.76%、23.72%、23.15%和 26.90%。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。

4、汇率波动：

公司近三年外销占比均在 70%以上，美元贬值或影响利润率。随着公司出口业务的增长，如果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。

5、关税壁垒：

美国加征关税可能影响北美市场利润。国际贸易摩擦对中国企业开展海外市场业务造成了一定阻力，国际贸易及海外商业环境的不确定性风险上升。

6、技术人才流失风险：

未来在业务发展过程中，若公司核心技术人员大量流失且未有合适替代者，则可能会削弱公司的市场竞争力，对公司生产经营产生不利影响。

7、涉美 337 调查及相关诉讼的风险：

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。

8、募投项目实施的风险：

本次发行募集资金拟投资项目的可行性分析系基于当前正常的市场环境及公司充足的技术储备，并在市场需求、技术发展、市场价格、原材料供应等方面未发生重大不利变化的假设前提下作出的。若在项目实施过程中，外部环境出现重大变化，将会导致募投项目不能如期实施，或实施效果与预期值产生偏离的风险。

9、股价波动风险：

公司股价可能因竞争、技术迭代、相关诉讼、关税等风险存在波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	824.64	280.24	3,482.16	5,373.07	7,792.19
应收票据及应收账款	95.25	202.69	144.15	316.49	293.18
预付账款	8.45	19.53	19.99	26.76	31.61
存货	494.35	1,000.08	1,080.06	1,516.86	1,725.90
其他	370.98	2,501.01	2,243.35	2,065.03	2,028.07
流动资产合计	1,793.67	4,003.56	6,969.70	9,298.21	11,870.96
长期股权投资	0.00	9.78	9.78	9.78	9.78
固定资产	146.08	176.11	252.64	317.02	418.95
在建工程	138.60	190.64	184.92	166.42	83.21
无形资产	11.52	15.44	7.17	4.17	2.17
其他	956.64	625.30	751.46	773.24	708.47
非流动资产合计	1,252.84	1,017.26	1,205.96	1,270.63	1,222.58
资产总计	3,046.52	5,020.81	8,175.67	10,568.84	13,093.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	484.24	1,196.83	1,299.34	1,816.97	2,074.35
其他	344.12	594.33	583.46	702.04	721.93
流动负债合计	828.36	1,791.16	1,882.80	2,519.01	2,796.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.35	48.58	50.00	55.00	60.00
非流动负债合计	32.35	48.58	50.00	55.00	60.00
负债合计	860.71	1,839.74	1,932.80	2,574.01	2,856.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	190.36	191.10	1,897.87	1,897.87	1,897.87
留存收益	1,649.39	2,644.14	3,953.40	5,708.47	7,950.42
其他	(13.94)	(14.16)	(9.40)	(12.50)	(12.02)
股东权益合计	2,185.81	3,181.07	6,242.87	7,994.83	10,237.26
负债和股东权益总计	3,046.52	5,020.81	8,175.67	10,568.84	13,093.54

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	829.58	994.75	1,309.26	1,755.07	2,241.95
折旧摊销	18.93	32.20	37.45	37.11	43.27
财务费用	(6.88)	(14.37)	(92.65)	(218.07)	(324.20)
投资损失	(22.45)	(33.26)	(26.00)	(29.00)	0.00
营运资金变动	(330.89)	222.85	(30.60)	81.83	93.42
其它	273.79	(30.31)	(4.55)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	762.09	1,171.85	1,192.91	1,626.95	2,054.44
资本支出	101.91	108.60	98.58	75.00	55.00
长期投资	0.00	9.78	0.00	0.00	0.00
其他	(491.36)	(1,812.44)	68.71	(26.00)	(15.00)
投资活动现金流	(389.45)	(1,694.06)	167.29	49.00	40.00
债权融资	(4.85)	25.48	89.18	218.07	324.20
股权融资	(13.38)	0.52	1,752.53	(3.10)	0.48
其他	6.13	(43.76)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(12.10)	(17.76)	1,841.71	214.96	324.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	360.54	(539.98)	3201.91	1890.91	2419.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,636.39	5,574.13	7,803.78	9,754.72	12,193.40
营业成本	1,601.74	2,664.56	3,744.25	4,674.46	5,836.98
营业税金及附加	31.45	46.25	62.43	78.04	97.55
销售费用	528.28	825.67	1,170.57	1,511.98	1,853.40
管理费用	114.47	253.49	397.99	487.74	609.67
研发费用	447.68	776.59	1,092.53	1,316.89	1,646.11
财务费用	10.39	(19.07)	(92.65)	(218.07)	(324.20)
资产/信用减值损失	(32.67)	(45.00)	(31.00)	(30.00)	(42.00)
公允价值变动收益	0.00	1.72	(4.55)	0.00	0.00
投资净收益	22.45	33.26	26.00	29.00	0.00
其他	42.16	41.67	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	934.32	1,058.29	1,419.11	1,902.68	2,431.90
营业外收入	1.73	5.78	5.00	5.00	5.00
营业外支出	3.38	5.46	1.00	0.00	0.00
利润总额	932.67	1,058.61	1,423.11	1,907.68	2,436.90
所得税	103.10	63.86	113.85	152.61	194.95
净利润	829.58	994.75	1,309.26	1,755.07	2,241.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	829.58	994.75	1,309.26	1,755.07	2,241.95
每股收益（元）	2.30	2.76	3.26	4.38	5.59

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	78.16%	53.29%	40.00%	25.00%	25.00%
营业利润	115.55%	13.27%	34.09%	34.08%	27.81%
归属于母公司净利润	103.66%	19.91%	31.62%	34.05%	27.74%
获利能力					
毛利率	55.95%	52.20%	52.02%	52.08%	52.13%
净利率	22.81%	17.85%	16.78%	17.99%	18.39%
ROE	37.95%	31.27%	20.97%	21.95%	21.90%
ROIC	335.72%	252.62%	185.67%	248.27%	344.10%
偿债能力					
资产负债率	28.25%	36.64%	23.64%	24.35%	21.81%
净负债率	-37.18%	-8.23%	-55.54%	-67.02%	-75.97%
流动比率	2.17	2.24	3.70	3.69	4.25
速动比率	1.57	1.68	3.13	3.09	3.63
营运能力					
应收账款周转率	55.21	37.42	45.00	42.35	40.00
存货周转率	8.60	7.46	7.50	7.51	7.52
总资产周转率	1.45	1.38	1.18	1.04	1.03
每股指标（元）					
每股收益	2.30	2.76	3.26	4.38	5.59
每股经营现金流	#DIV/0!	#DIV/0!	2.97	4.06	5.12
每股净资产	6.07	8.84	15.57	19.94	25.53
估值比率					
市盈率	74.55	62.17	52.62	39.25	30.73
市净率	28.30	19.44	11.04	8.62	6.73
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.85	34.69	26.75
EV/EBIT	0.00	0.00	46.07	35.43	27.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com