



户外运动新消费，全景相机科技新贵

—— 影石创新深度报告

研究所副所长、大消费负责人、家电首席分析师：何伟

家电分析师：刘立思，陆思源，杨策



户外运动新消费，全景相机科技新贵

2025 年 06 月 22 日

核心观点

- 全景相机市场品牌即品类：**影石创新成立于 2015 年，是全景相机、运动相机等智能影像设备龙头，“Insta360 影石”品牌产品畅销全球，特别是全景相机品牌即品类。2024 年，公司营收 55.7 亿元，22-24 CAGR 65.3%。2024 年公司营收接近 GoPro（2024 年 8.0 亿美元，折合 57.6 亿元），2025Q1 超过 GoPro。除全景相机外，期待公司未来在 Vlogger 用户市场，中低端运动相机市场、无人机市场提升竞争力。公司优秀的表现，上市即大幅上涨，当前高估值已经充分考虑了公司的发展潜力，给予了溢价。
- 新消费应用场景的智能影像设备需求多元：**1)户外运动（骑行、滑雪、潜水、冲浪等）、Vlogger（生活记录、旅拍、创作者等）对智能影像设备需求快速增长。全景相机/运动相机弥补手机、相机不足，具有防抖性好，视角宽阔，抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能。2)GoPro 创始人是冲浪爱好者，从需求出发，2004 年推出运动相机新品，一度是市场垄断者。但 GoPro 缺乏技术优势，全景相机产品力弱，运动相机缺乏产业链优势。3)全景相机在运动场景有独特优势，运动爱好者需要专注于运动本身，无法分心取景拍摄。全景相机“先拍摄后取景”功能解决这一痛点。4) Vlogger 用户需求与户外运动不同。大疆的 Pocket 系列相机是市场爆款，具有灵敏的云台功能。大疆是公司的重要竞争对手，除 Pocket 外，大疆在无人机航拍方面具有优势。无人机一般自带摄像头，无人机品牌龙头亦是无人机航拍市场龙头。大疆的 DJI Neo、DJI Flip 系列无人机创新的针对 Vlogger 用户无人机跟拍需求，产品市场具有创新性。5)智能影像设备还包括可穿戴摄影设备（AI 眼镜）、智能摄像头、无人机航拍、宠物移动监测摄像头、视频会议等。2B 领域，智能影像模组被广泛应用于各类产品，如智能汽车、无人机、扫地机、无边框割草机器人、智能大屏、具身智能机器人等。
- 影石是消费级全景相机垄断者：**1) Frost & Sullivan 数据，2023 年全球全景相机市场规模 50.3 亿元/196 万台，2017~2023 CAGR 12.3%/14.2%；预计 2027 年市场规模 78.5 亿元/316 万台，2023~2027CAGR 11.8%/12.7%。2)全景相机技术壁垒高，市场集中度高。2023 年“Insta360 影石”全景相机全球市场占有率 67.2%，排名第一。ONE X 系列全景相机是影石主销产品，2024 年销量 110.4 万台，收入占总收入 52.3%，销售均价 2642 元/台。从产品力看，ONE X 系列相比 GoPro 具有质价比，爆款 ONE X4 无需额外搭配稳定设备即可拍摄平稳的 5.7K 全景视频，亦可拍摄“子弹时间”、“隐形自拍杆”、“小行星视角”等特殊效果画面。3)网络视听、VR 行业发展产生专业全景相机需求，但目前高质量的 VR 视频采用多镜头 Rig+后期拼接的多机组合方案，专业全景相机技术还有待提升。2023 年全球专业级全景相机市场仅 3.6 亿元（Frost & Sullivan），市场规模尚小。
- 运动相机高端龙头，份额有待提升：**1) Frost & Sullivan 数据，2023 年全球运动相机市场规模 314 亿元/4461 万台，2017~2023 CAGR 14.5%/21.2%，预计 2027 年市场规模 514 亿元/6907 万台，2023~2027CAGR 13.0%/11.5%。2)运动相机和消费级全景相机都应用于户外运动视频记录，但要求更低。该市场集中度很低，产品定价区间波动大。公司 2023 年全球运动相机排名第二，

影石创新（股票代码：688775）**谨慎推荐** 首次评级

分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

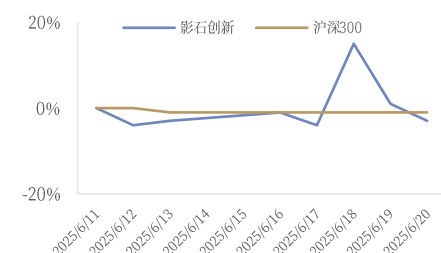
市场数据

2025 年 06 月 20 日

股票代码	688775
A 股收盘价(元)	172.00
上证指数	3,359.90
总股本	401
实际流通 A 股(万股)	31
流通 A 股市值(亿元)	52.46

相对沪深 300 表现图

2025 年 06 月 20 日



资料来源：中国银河证券研究院

定位高端。2024 年公司运动相机销量不超过 110 万台（按系列累加），全市场销量占比不高，估计不足 3%。如需整合这一分散的市场，提升产业链效率，进入价格段更低的市场是必要的，除非放弃中低端市场。3) GO 系列穿戴式运动相机、Ace 系列运动相机是主销产品，2024 年销量 42.4、26.6 万台，收入分别占总收入 16.2%、10.4%，销售均价 2124、2169 元/台。GO 3 穿戴式运动相机作为拇指相机突破性地支持 4K 超清分辨率，支持自然广角 FOV，可减少画面边缘畸变，视频观感更真实自然。

- **公司业务拆分：**1) 分区域看，中国、美国、欧洲、日韩是四大市场，2024 年分别占主营业务收入 23.6%、23.4%、23.4%、7.8%。全球线上、线下渠道覆盖广泛，2024 年主营业务收入中线上、线下占 48%、52%。2) 产品以消费级为主，2024 年消费级、专业级、配件分别占总收入 85.9%、0.4%、12.9%。消费级智能影像设备销量 223 万台，均价 2148 元/台。3) 从产品系列看，ONE X 系列、GO 系列、Ace 系列是公司畅销产品，占总收入的比例分别为 52.3%、16.2%、10.4%。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.8/16.2/22.8 亿元，2024-2027 CAGR 31.9%；EPS 分别为 2.94/4.03/5.69 元。截至 2025 年 6 月 20 日，AH 上市的可比公司 2025 年平均 PE 为 26 倍；公司当前股价对应 2025 年 PE 59 倍，明显高于可比公司。公司过去归母净利润高增长，21-24 CAGR 55.3%，目前估值接近过去三年归母净利润复合增速线性外推 1 倍 PEG。考虑到公司的细分赛道具有稀缺性，IPO 刚上市流动性不足也会带来溢价，**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**
- **风险提示：**国际贸易风险；涉美 337 调查及相关诉讼的风险；市场竞争加剧的风险。

公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,574	8,168	11,228	14,947
收入增长率%	53.3	46.5	37.5	33.1
归母净利润(百万元)	995	1,179	1,618	2,283
利润增长率%	19.9	18.5	37.2	41.1
摊薄 EPS(元)	2.48	2.94	4.03	5.69
PE	69.3	58.5	42.6	30.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 影石创新：全景相机市场品牌即品类	5
二、 智能影像设备多元化，运动/全景相机快速增长	7
（一） 智能影像设备应用丰富	7
（二） 户外运动场景需求增长，利好运动相机、消费级全景相机	8
（三） 全景相机以消费场景为主，市场集中度高，影石为绝对龙头	9
（四） 运动相机全球销量规模大，市场非常分散	12
（五） Vlogger 用户需求	14
三、 公司全景相机竞争优势明显	17
（一） 公司主销全景相机和高端运动相机	17
（二） 公司产品全球化销售，品牌具有国际影响力	21
（三） 公司在手持影音设备软件研发方面具有优势	24
（四） 影石相比 GoPro 优势明显	28
四、 盈利预测及估值	31
（一） 盈利预测	31
（二） 杜邦分析	31
（三） 可比公司估值	32
五、 风险提示	33

一、影石创新：全景相机市场品牌即品类

公司于 2015 年在深圳创立，自成立以来专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，以线上、线下渠道结合的方式远销全球 200 余个国家和地区，累计用户创作超 1.34 亿。当前，公司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。

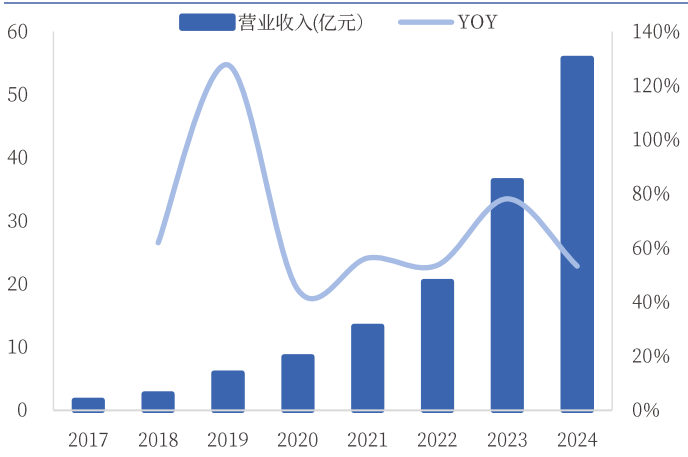
表1：公司产品分类及应用情况

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，应用场景包括国防军事、政法警务、户外运动、日常生活娱乐、旅游以及电视节目户外拍摄等场景的内容拍摄
	全景相机	360°全景拍摄，用于国防军事、政法警务、日常生活娱乐、旅游、户外运动以及 VR 看房等场景的全景内容拍摄
	全景运动相机	可拍摄 360°全景影像，并适用于高强度运动状态，结合了全景相机及运动相机的功能与场景
	手持摄影设备及网络摄像头	功能高度集成、操作便捷简单的 AI 手机稳定器，用于优化手机拍摄的效果和体验；高清智能的 AI 云台摄像头用于直播、视频会议、内容创作、在线课堂等场景
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，应用场景包括国防军事、政法警务、VR 街景、VR 电影、广告、新闻、赛事直播和 VR 看房等
	AI 视频会议一体机	适用于中小型会议室的专业 AI 视频会议一体机，主要用于商务会议场景

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

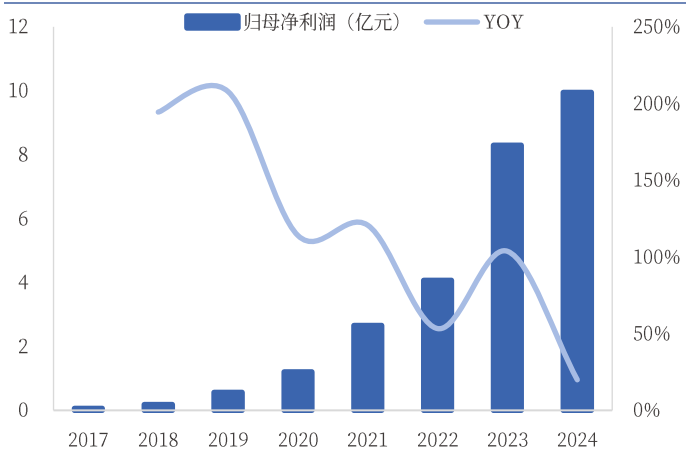
公司业绩实现高速增长。受益于行业成长性，以及公司产品持续迭代创新，在市场中不断积累竞争优势，公司业绩保持高速增长态势。2024 年，公司实现营业收入 55.7 亿元，同比+53.3%，2017~2024 CAGR 为 66.2%；归母净利润 9.9 亿元，同比+19.9%，2017~2024 CAGR 为 106.5%。

图1：公司营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

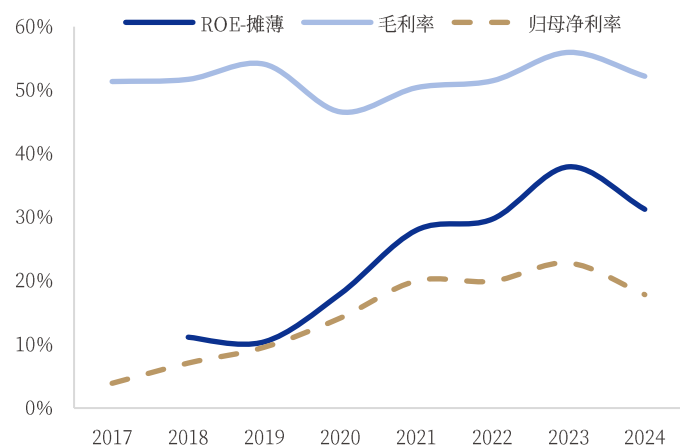
图2：公司归母净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

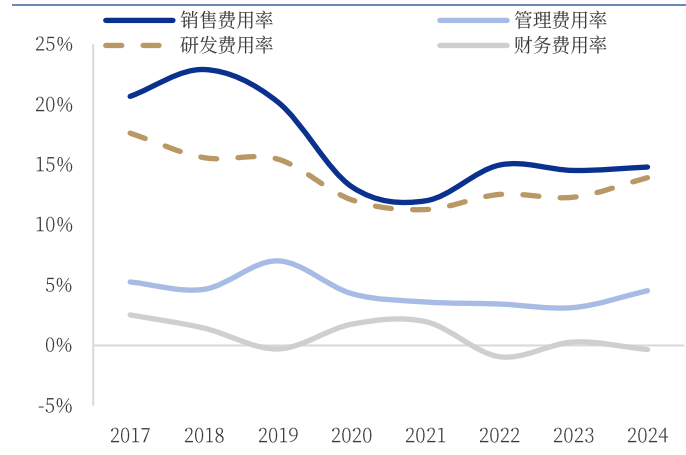
公司毛利率维持高位，归母净利率 2024 年有所下降。整体来看，公司持续推进产品创新迭代，毛利率维持在 50% 左右，2024 年为 52.2%；归母净利率和 ROE 在前期业务快速扩张的过程中，伴随规模效应释放而提升，但 2024 年受毛利率波动及费用率提升的影响而有所下降，2024 年公司归母净利率和 ROE-摊薄分别为 17.8%、31.3%。

图3：公司 ROE、毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

图4：公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

二、智能影像设备多元化，运动/全景相机快速增长

（一）智能影像设备应用丰富

智能影像设备包括全景相机、运动相机、航拍无人机、可穿戴摄影设备（智能 AI 眼镜）、智能摄像头、宠物移动监测摄像头、视频会议等。广角和全景相机作为配件被广泛应用于智能汽车、无人机、扫地机、无边框割草机器人、智能大屏视频以及当前在发展的各类具身智能。

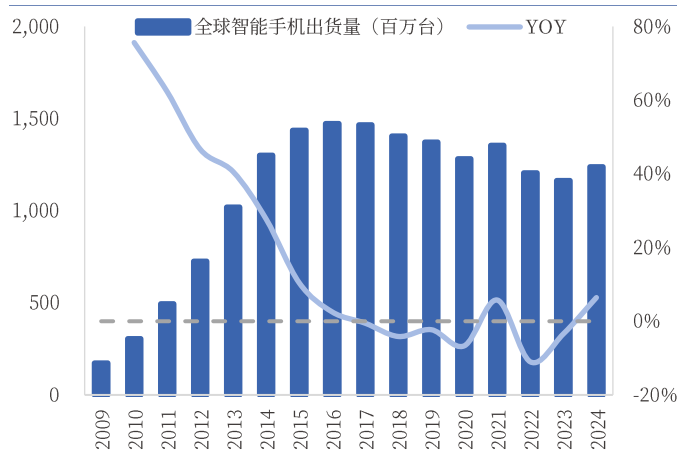
图5：影像设备分类



资料来源：Frost & Sullivan，淘宝，百度百科，大疆官网，曼富图官网，宇树科技官网，特斯拉官网，苹果官网，华为官网，中国银河证券研究院

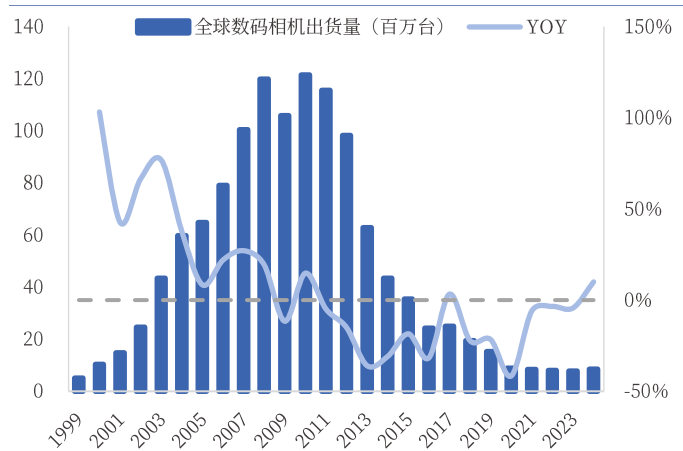
传统影像设备以手机为主，相机市场规模大幅收缩。据 CIPA 数据，2024 年全球数码相机出货量为 849 万台，同比+10.0%，但较 2010 年高点的 1.21 亿台已大幅收缩。而据 IDC 数据，2024 年全球智能手机出货量达到 12.4 亿台，同比+6.4%，出货量远高于数码相机。

图6：全球智能手机出货量



资料来源：IDC，statista，中国银河证券研究院

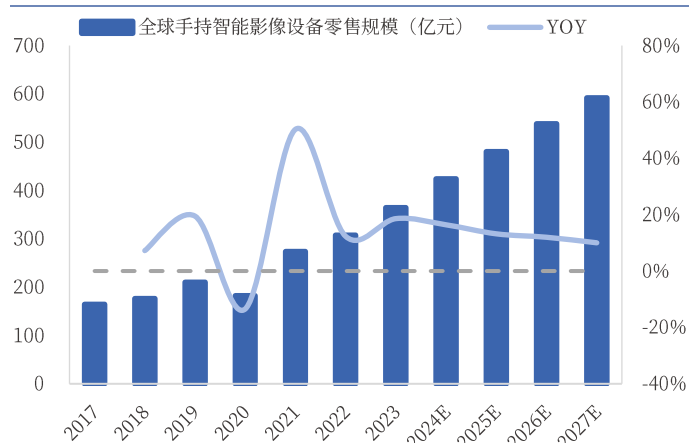
图7：全球数码相机出货量



资料来源：CIPA，statista，中国银河证券研究院

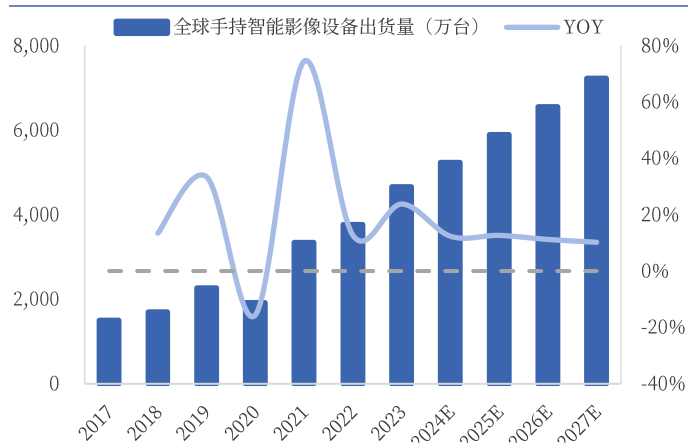
智能影像设备各细分赛道快速增长，包括**手持智能影像设备**（全景相机、运动相机）。智能影像设备凭借自身大体积的 CMOS 和广角镜头拍摄能力，在成像精度和质感方面远胜手机镜头，在较多领域保持着不可替代性，包括细分领域的专业级应用，以及对摄影体验有一定要求的消费需求。据 Frost & Sullivan，2023 年全球手持智能影像设备零售规模为 365 亿元，同比+18.6%，销量为 4657 万台，同比+23.8%；预计 2023~2027CAGR 分别为 12.9%、11.6%，保持稳健增长。

图8：全球手持智能影像设备市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

图9：全球手持智能影像设备出货量

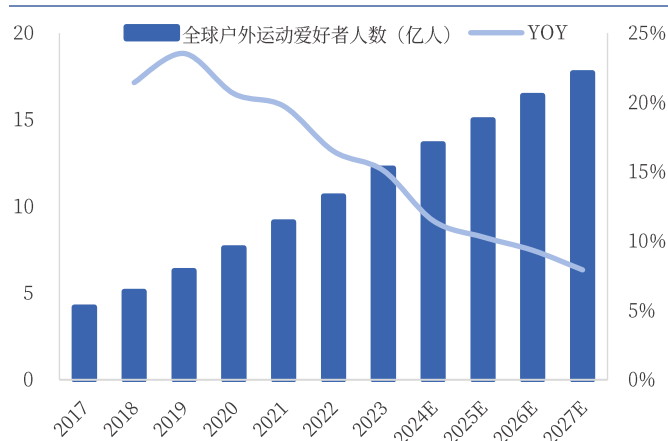


资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

（二）户外运动场景需求增长，利好运动相机、消费级全景相机

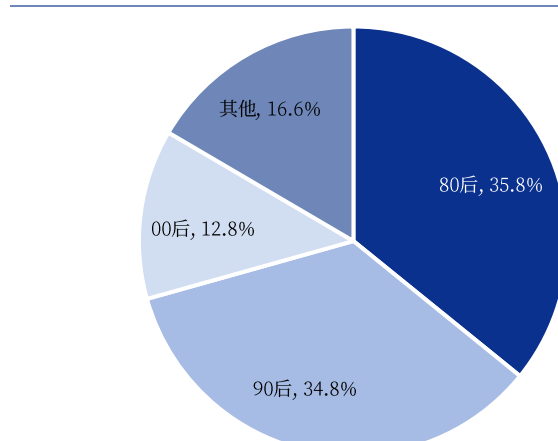
户外运动人群数量增加。根据 Frost & Sullivan，2023 年全球户外运动爱好者人数达到 12.2 亿人，同比+15.1%，预计未来将以 9.7% 的 CAGR 继续增长，并于 2027 年达到 17.7 亿人。据国家体育总局发布的《中国户外运动产业发展报告（2023—2024）》显示，中国户外运动消费订单快速增长，同程旅行 2023 年户外运动相关订单人次较 2019 年增长 15%，2024 年上半年同比增长 60%。“80 后”、“90 后”为户外运动主要人群，2024 年上半年合计占比约为 70%，且与数码产品及社交媒体的主要使用群体高度重合。

图10：全球户外运动爱好者人数规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

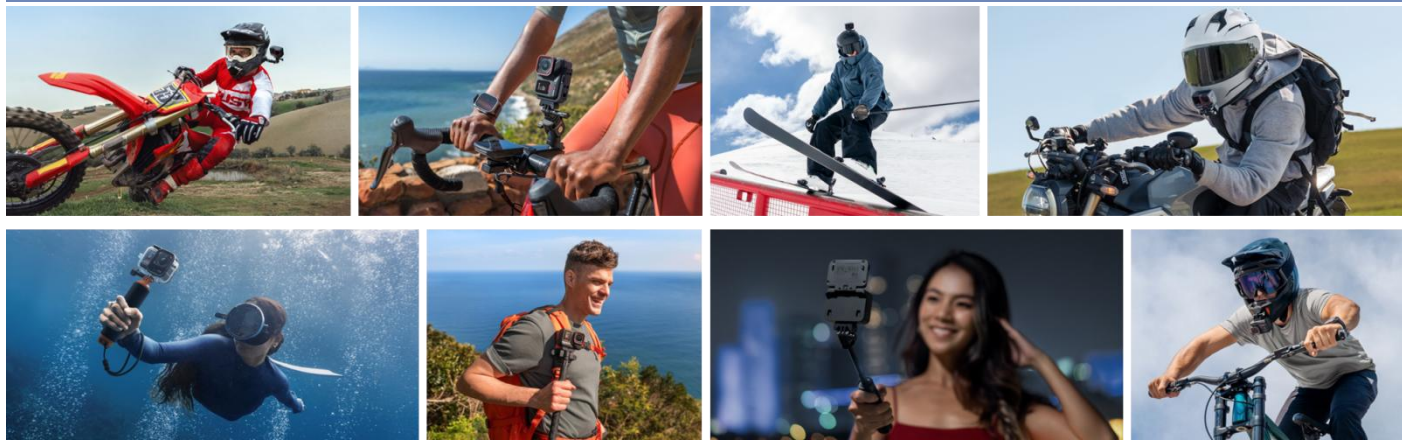
图11：户外运动爱好者年龄结构（2024H1）



资料来源：国家体育总局，中国银河证券研究院

运动相机起源于户外运动。GoPro 创始人在冲浪旅行中发现传统防水相机存在体积过大、易起雾、固定不稳等痛点，以“腕带固定小型防水相机”的创新方案实现第一视角运动记录，由此开创了运动相机新品类。运动相机针对户外运动开发出便携、防抖、抗震等特定功能，同样也适用于日常生活的记录，并且根据镜头的差异可被分为广角和全景两类产品，均被广泛用于户外运动和日常生活 Vlog 的拍摄。

图12：运动相机部分应用场景

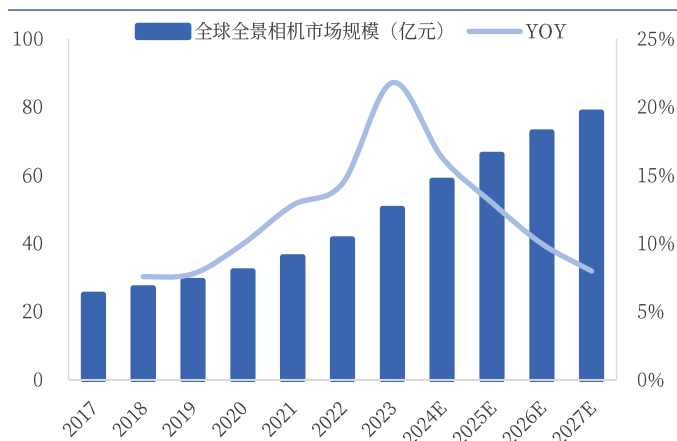


资料来源：影石官网，中国银河证券研究院

（三）全景相机以消费场景为主，市场集中度高，影石为绝对龙头

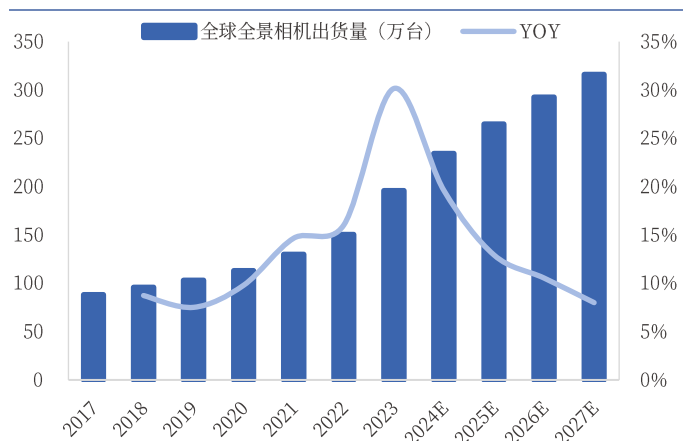
全球全景相机市场规模持续扩容。据 Frost & Sullivan，2023 年全球全景相机市场规模达到 50.3 亿元，同比+21.8%，2017~2023 CAGR 为 12.3%，出货量为 196 万台，同比+30.1%，2017~2023 CAGR 为 14.2%；预计 2027 年市场规模、出货量将分别达到 78.5 亿元、316 万台，2023~2027CAGR 分别为 11.8%、12.7%。

图13：全球全景相机市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

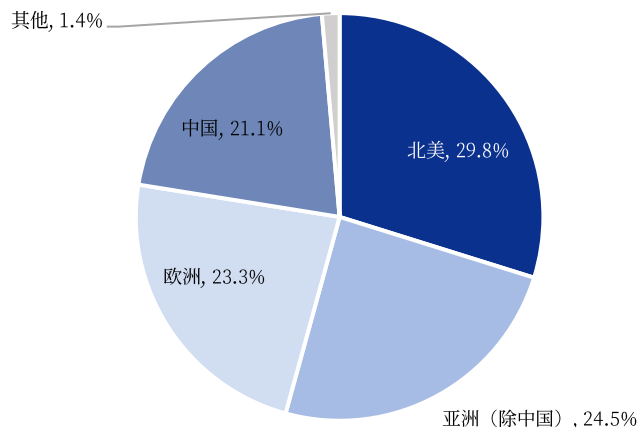
图14：全球全景相机出货量



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

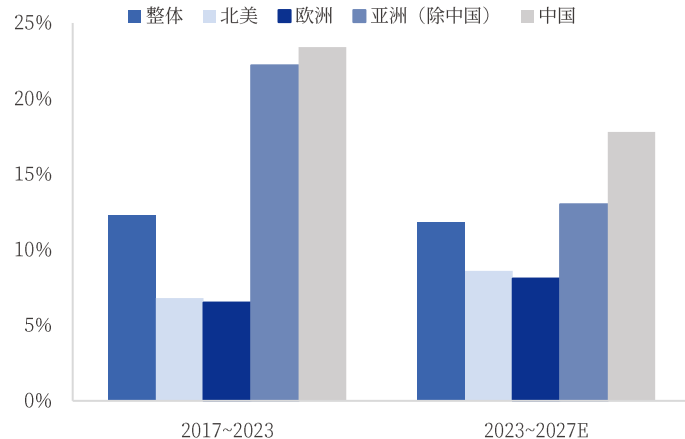
全球全景相机区域分布均衡，中国市场保持快速增长。据 Frost & Sullivan，2023 年，全球全景相机市场中，北美、亚洲（除中国）、欧洲及中国份额较为均衡，分别占比全球全景相机市场规模 29.8%、24.5%、23.3%、21.1%；预计未来中国市场规模将以更快的速度成长，2023~2027 CAGR 有望达到 17.8%，高于全球整体市场的 11.8%。

图15：全球全景相机市场区域结构（2023 年，按金额）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

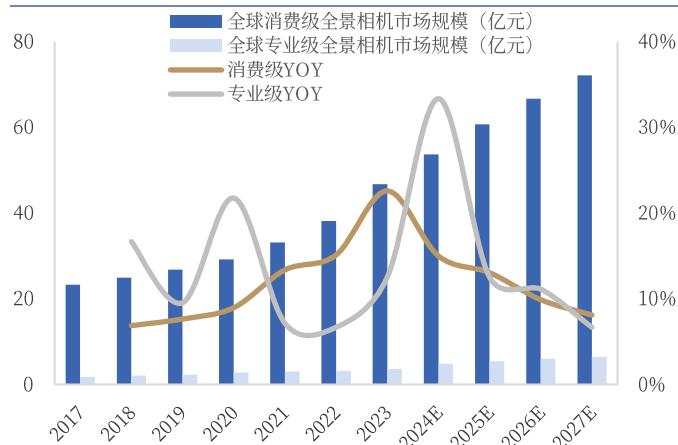
图16：全球全景相机市场规模分区域 CAGR



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

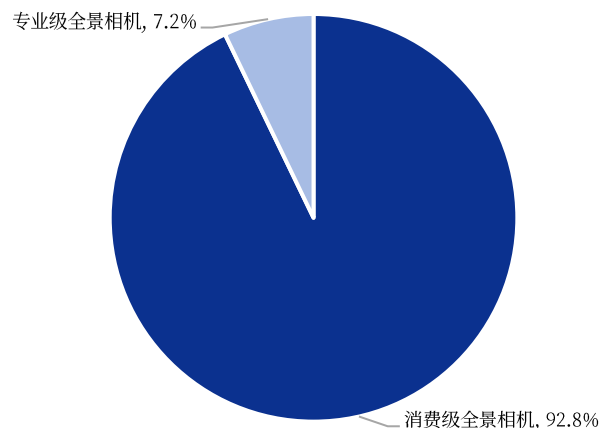
全景相机可分为消费级和专业级，消费级应用占比超 90%。消费级全景相机主要被用于用户日常出行旅游记录、极限运动拍摄、创意视角拍摄等领域；专业级全景相机具备更高的分辨率和自动化程度，主要应用于企业客户大型发布会、演唱会、赛事、演讲等现场的直播或录制等场景。市场结构来看，据 Frost & Sullivan，当前全球全景相机市场中以消费级产品为主，2023 年全球消费级全景相机占比达到 92.8%，专业级产品仅占 7.2%。

图17：全球消费级、专业级全景相机市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

图18：全球全景相机应用结构（2023 年，按金额）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

专业级全景相机方案较多机组合方案仍有差距。全景视频拍摄通常采用多个相机、多个镜头，在同一时间、同一位置分别拍摄不同角度有部分重叠的画面，然后将采集到的多角度图像进行拼接以得到完整的 360°全景画面。目前主要包括多机组合拍摄方案和专业级全景相机拍摄方案，多机组合方案可使用高质量相机组合拍摄出更加优质的内容，而专业级全景相机相对更加简单方便，且成本更低，但内容质量上存在较大差距。

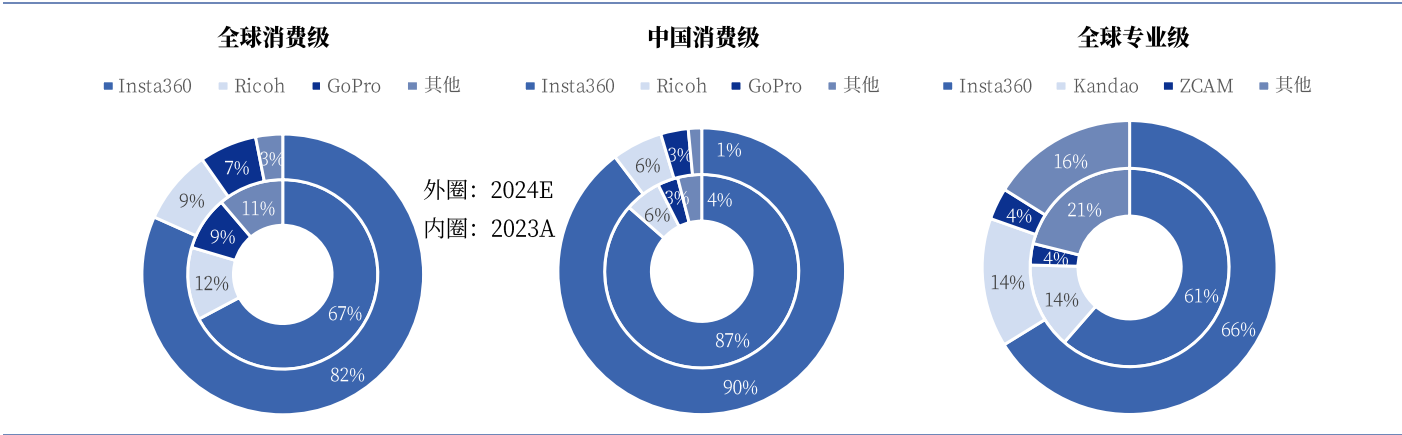
表2：专业级全景相机方案、多机组合拍摄方案对比

	专业级全景相机	多机组合方案
定义	由多个高性能图像传感器组成，提供更高分辨率和动态范围	多个摄像机以一定的结构排布，拍摄中每个摄像机采集一定视角范围的图像，后期通过缝合技术完成画面拼接。
示意图		
优点	系统整合度高，可配合各种轨道、吊索、无人机等进行拍摄，兼顾现场操作便捷性与后期/直播制作需求。	使用了多个具备较高参数的摄像机采集图像，传感器尺寸可达到 Super35 或更高，获得的图像具有较高的分辨率、动态范围和彩色量化深度。
缺点	受集成度限制，图像传感器小，成像质量一般，对环境光线要求高。目前性能最好的专业级一体化全景相机可拍摄（拼接后能达到）最高 8K 10bit 30fps、8K 8bit 60fps 或 11K 8bit 30fps 的全景视频。	造价较高，且方案执行更加繁琐。对场地、移动要求较高；拍摄前需匹配调整各摄像机、镜头等；后期还需时间码对齐、调色及画面拼接等。
适用场景	可用于不要求极致画面质量的直播、影视制作、商业展示等场景。	对图像质量有很高要求、能够承受后期复杂制作流程的应用场景。

资料来源：国家广播电视总局科技司，《5G 高新视频—沉浸式视频技术白皮书（2020）》，公司公告，中国银河证券研究院

影石为全球全景相机绝对龙头。据 Frost & Sullivan，2023 年，影石在全球消费级全景相机市场中份额达到 67.2%，在中国消费级全景相机市场中份额达到 86.5%，在全球专业级全景相机市场中份额达到 61.4%。

图19：全景相机市场竞争格局（按金额）



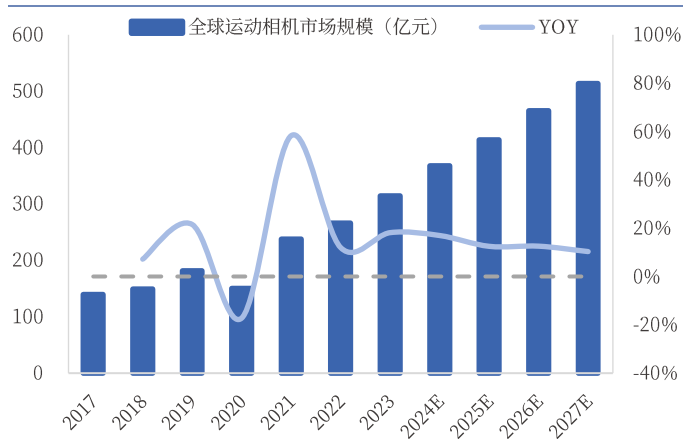
资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

（四）运动相机全球销量规模大，市场非常分散

户外运动对拍摄的需求，最简单的由手机满足，难度最高的一部分由全景相机满足，在此中间的运动相机。相比于全景相机的高技术壁垒，运动相机技术壁垒低，参与企业众多，市场定价差异大，大量定价便宜的运动相机也能满足消费者需求。目前影石定位高端市场。

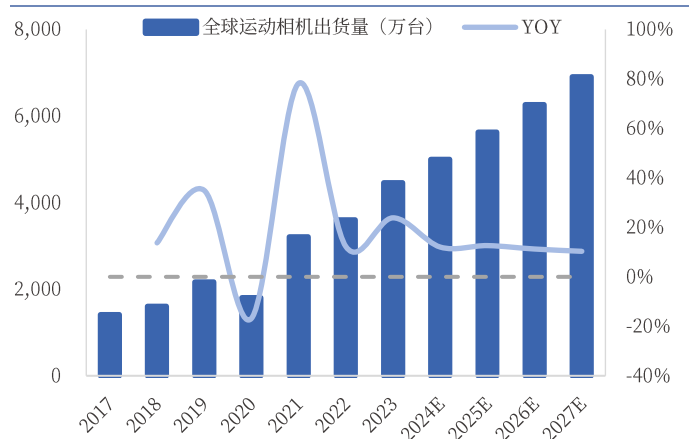
全球运动相机市场规模稳健增长。据 Frost & Sullivan，2023 年全球运动相机市场规模为 314 亿元，同比+18.2%，2017~2023 CAGR 为 14.5%；预计 2027 年将达到 514 亿元，2023~2027 CAGR 为 13.0%。2023 年，全球运动相机出货量达到 4461 万台，同比+23.8%，2017~2023 CAGR 为 21.2%；预计 2027 年将达到 6907 万台，2023~2027 CAGR 为 11.5%。

图20：全球运动相机市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

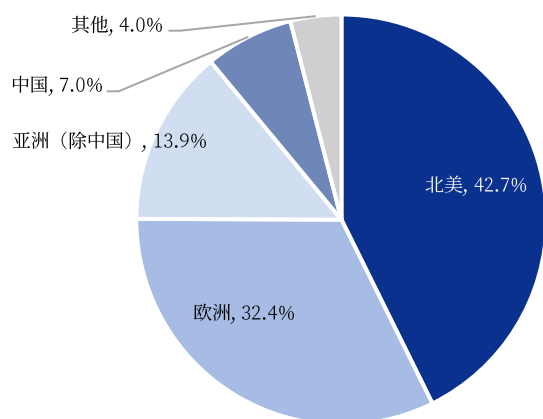
图21：全球运动相机出货量



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

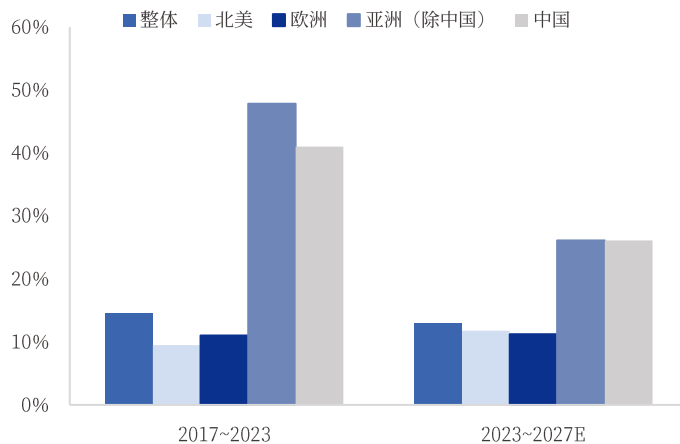
北美和欧洲为全球运动相机主要市场，但新兴市场快速发展。据 Frost & Sullivan，受益于良好的户外运动氛围和习惯，北美和欧洲占据主要市场地位，2023 年市场规模分别占比全球 42.7%、32.4%。包括中国在内的新兴市场虽然在全球的市场份额相对较低，2023 年亚洲（除中国）、中国市场规模分别占比全球 13.9%、7.0%，但近年来较美欧实现更快成长，2017~2023 CAGR 均超 40%（北美、欧洲约 10%），预计 2023~2027 年 CAGR 仍将达到 26%（北美、欧洲约 11%）。

图22：全球运动相机市场区域结构（2023 年，按金额）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

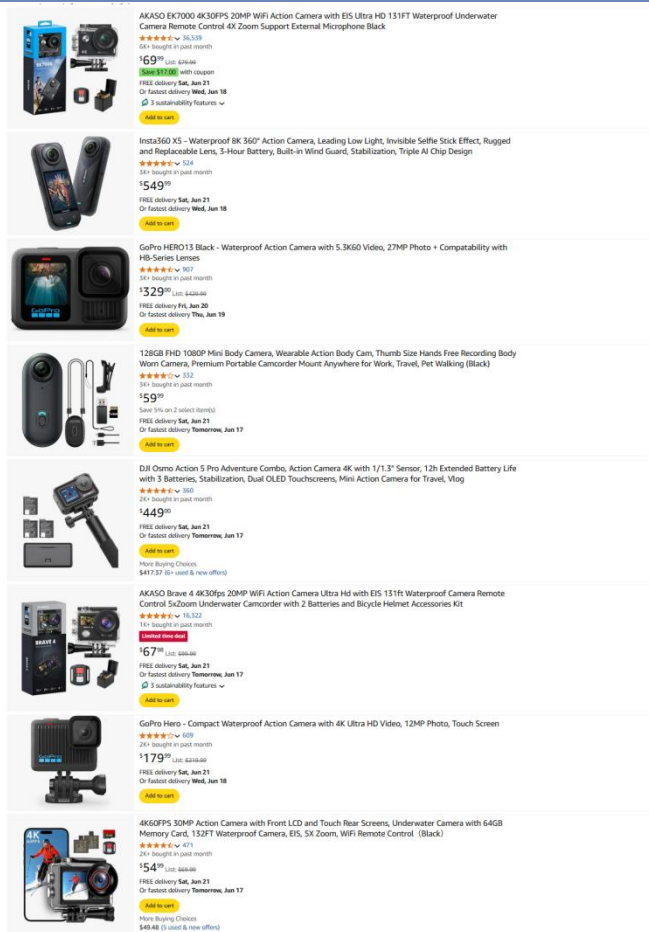
图23：全球运动相机市场规模分区域 CAGR



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

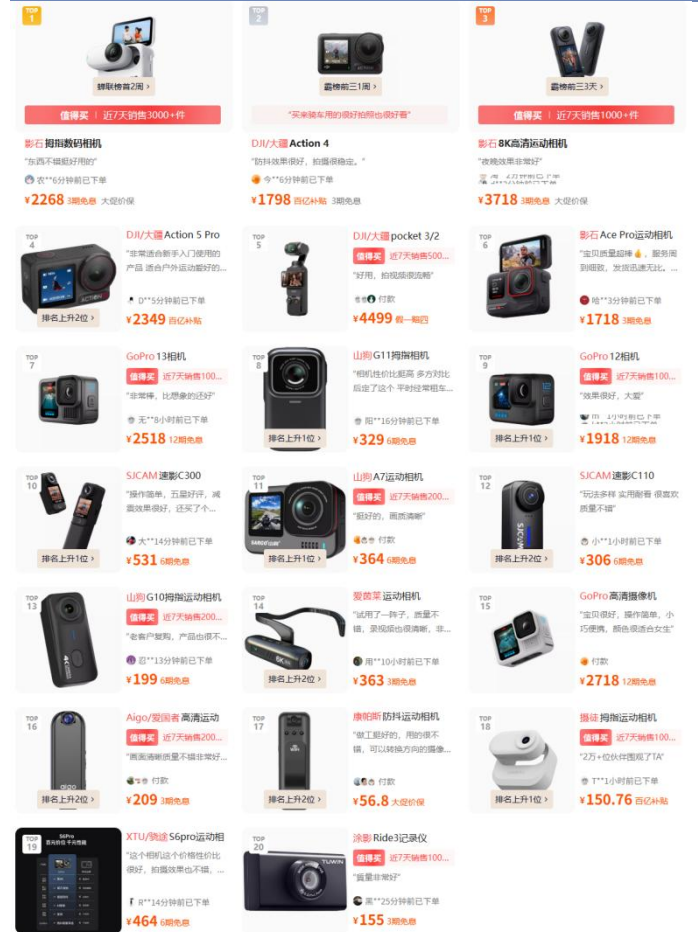
运动相机产品丰富，价格差距较大。美国亚马逊销量最高的运动相机为 AKASO 的 EK7000，售价仅为 69.99 美元，而第二名的影石 X5 全景相机售价 549.99 美元，第三名的 GoPro HERO13 Black 产品售价为 329 美元。同时，参考淘宝的运动相机热销榜单前 20 名，价格超过 1500 元的高端产品在前 9 名中占据 8 位，而其余主要为几十元到几百元的低端产品，如山狗 G11 拇指相机（329 元）、SJCAM 速影 C300（531 元）。

图24：亚马逊美国站 Action Camera 搜索按 Best Sellers 排序



资料来源：亚马逊，中国银河证券研究院

图25：淘宝运动相机热销榜



资料来源：天猫榜单，中国银河证券研究院

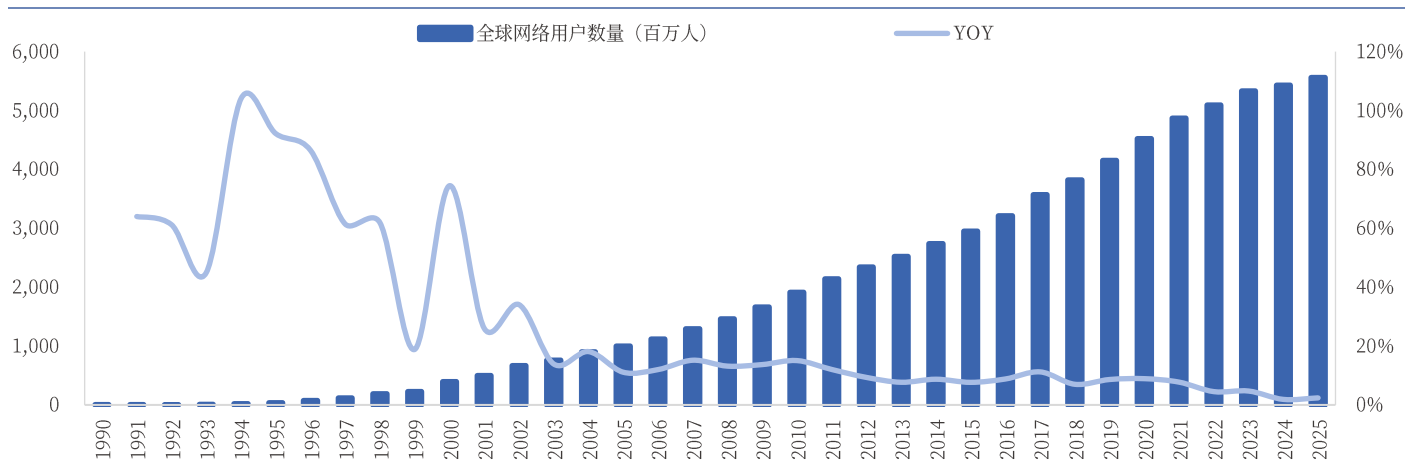
注：近7日销量与成交金额排序，更新于6月17日9点

（五）Vlogger 用户需求

随着全球互联网用户增多，以及视频内容增加，全球 Vlogger 用户大量增长。

全球互联网持续渗透，网络视听为用户重要需求。据 Data Reportal，2025 年 2 月全球互联网用户已达到 55.6 亿人，占全球人口比例为 67.9%，其中全球社交媒体用户为 52.4 亿人，占全球人口比例为 63.9%。根据调查，观看视频、电视节目和电影是上网的第四大动机，占比达 54.7%，且更年轻的群体对该需求的重视程度越高。据 CNNIC、QuestMobile，网络视听为中国互联网第一大应用类别，2023 年全国网络视听用户数量为 10.74 亿人，网民使用率为 98.3%。其中短视频为用户平均单日使用时间最长的细分应用，人均单日使用时长为 151 分钟。

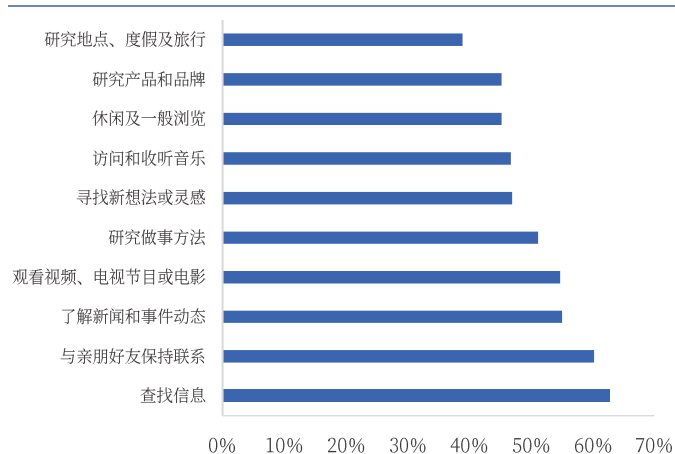
图26：全球网络用户数量



资料来源：Data Reportal，中国银河证券研究院

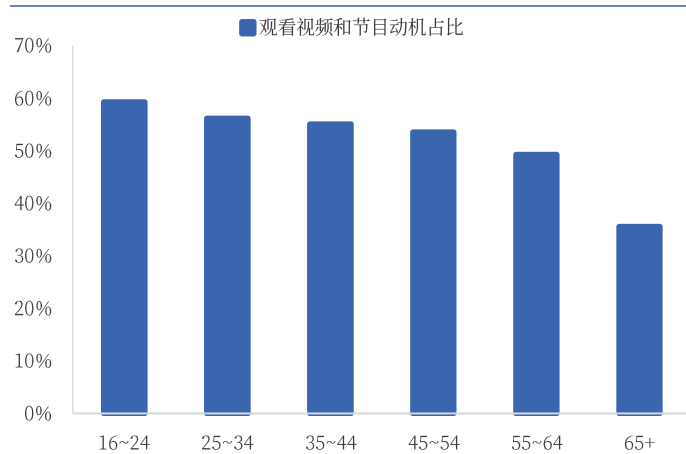
注：2025 年数据为 2 月统计数据

图27：全球网络用户上网动机（2025 年 2 月）



资料来源：Data Reportal，中国银河证券研究院

图28：不同年龄网络用户观看视频和节目的动机占比



资料来源：Data Reportal，中国银河证券研究院

虽然 Vlogger 用户大量采用传统影音设备创作内容，但针对 Vlogger 用户需求特点设计的运动相机被很多 Vlogger 用户追捧。例如大疆开发的 Pocket 系列运动相机定位为 Vlogger 用户，而不是户外运动用户，受到 Vlogger 用户的欢迎。Pocket 系列增加了云平台，让拍摄更加平稳。

图29：大疆 OSMO Pocket 3 产品



资料来源：大疆官网，中国银河证券研究院

图30：淘宝、京东消费者对大疆 OSMO Pocket 3 的评价



资料来源：淘宝，京东，中国银河证券研究院

大疆亦在积极探索针对 Vlogger 的 Vlog 无人机跟拍方案

大疆相继推出 DJI Neo、DJI Flip 系列无人机，主要针对 Vlogger 用户，是无人机应用的重大创新，可以满足 Vlogger 用户用无人机跟拍的诉求。这一产品和普通的无人机航拍有明显不同，目前产品虽然不是很完美，还有很多需要改进的地方，但在这一市场大疆具有明显的领先优势。

- 1) DJI Neo：发布于 2024 年 9 月 5 日，定位“掌上 Vlog 无人机”；是大疆迄今最轻、最小的无人机，仅重 135 克；无需遥控器即可掌上起降；具备智能跟拍、一键成片，4K 超强增稳视频等功能。
- 2) DJI Flip：发布于 2025 年 1 月 14 日，定位“全能 Vlog 航拍机”，较 DJI Neo 进阶，在影像系统、飞行续航及拍摄功能等方面实现全面升级。

表3：大疆 Vlog 航拍机方案产品参数

	DJI Neo	DJI Flip
定位	掌上 Vlog 无人机（轻便随拍）	全能 Vlog 航拍机（进阶创作）
发布时间	2024 年 9 月 5 日	2025 年 1 月 14 日
起售价	1299 元	2788 元
最长飞行时间/续航里程	约 18 分钟/7 公里	31 分钟/14 公里
影像传感器	1/2 英寸影像传感器	1/1.3 英寸影像传感器
最大照片尺寸	1200 万像素照片	4800 万像素照片
录像分辨率	电子增稳关闭下 4K（4：3）：3840×2880@30fps 1080p（4：3）：1440×1080@60/50/30fps	4K：3840×2160@24/25/30/48/50/60/100fps FHD：1920×1080@24/25/30/48/50/60/100fps
色彩模式	普通模式	普通模式/D-Log M
云台稳定系统	单机机械云台（俯仰轴）	三轴机械云台（俯仰、横滚、偏航）

资料来源：大疆官网，爱搞机，中国银河证券研究院

图31：大疆 DJI Neo 产品图



资料来源：大疆官网，中国银河证券研究院

图32：大疆 DJI Flip 产品图



资料来源：大疆官网，中国银河证券研究院

三、公司全景相机竞争优势明显

(一) 公司主销全景相机和高端运动相机

公司以消费级系列产品为主，主要销售全景相机和高端运动相机。2024 年，ONE X 系列全景相机贡献了公司 52.7% 的主营业务收入，平均售价为 2642 元；ACE 系列、GO 系列运动相机分别贡献 10.4%、16.3% 的主营业务收入，且均为旗舰高端产品，平均售价超过 2100 元。

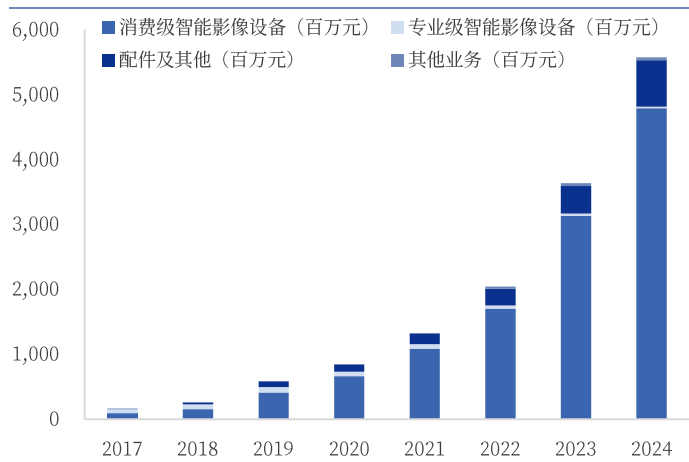
图33：公司产品系列概述

	产品系列	产品定位	产品介绍	产品图	2024产品收入（万元）	主营业务收入占比	2024均价（元）	2024销量（万台）
消费级系列产品	ONE X系列	全景相机	全景运动相机，搭载自主FlowState防抖，无需稳定器。为旗舰机型且销量表现最好		291,637	52.7%	2,642	110
	ONE R系列	模块化运动相机	模块化设计，搭配不同镜头可以充当广角运动相机，超广角运动相机，全景相机等。部分镜头与徕卡合作。长期销量稳定		7,432	1.3%	3,225	2
	Ace 系列	运动相机	旗舰运动相机，专为运动人群专业拍摄设计，影像表现较好		57,712	10.4%	2,169	27
	GO系列	穿戴式运动相机	入门级运动相机，面向大众消费者，具有较高性价比。销量表现良好		90,134	16.3%	2,124	42
	Link 系列	AI云台摄像头	面向专业、商务和高需求用户。主打AI追踪、画质与专业应用，对标主流高端PC摄像头品牌		31,946	5.8%	775	41
	Flow 系列	AI 手机稳定器	三轴防抖，支持三脚架和自拍杆，适用于多场景1拍摄					
	Nano系列	全景相机	iphone配件，专为入门级用户设计					
	Sphere 系列	外挂式无人机全景相机	一体化设计，可以与无人机适配，获得360°全景影像					
	EVO 系列	全景相机	可折叠的双模全景/ 3D 相机，属于尝鲜和小众市场的探索机型					
专业级影像设备	Pro 系列	专业 VR 全景相机	旗舰级、专业级全景相机，面向高端影像创作与行业应用		1,665	0.3%	23,847	0.1
	TITAN 系列	专业 VR 全景相机	超旗舰级、专业电影级全景相机，服务超高端VR影像和电影制作等顶级专业领域		640	0.1%	79,022	0.01
	Connect系列	视频会议一体机	适用于智能会议、混合办公、在线协作、远程沟通等现代企业场景		51	0.01%	10,019	0.01
其他配件		相机配件	自拍杆、电池、防水壳、三脚架和蓝牙遥控器等。亦提供滑雪、摩托车、潜水、宠物等场景下的配件套餐		71,805	13.0%	142	506

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

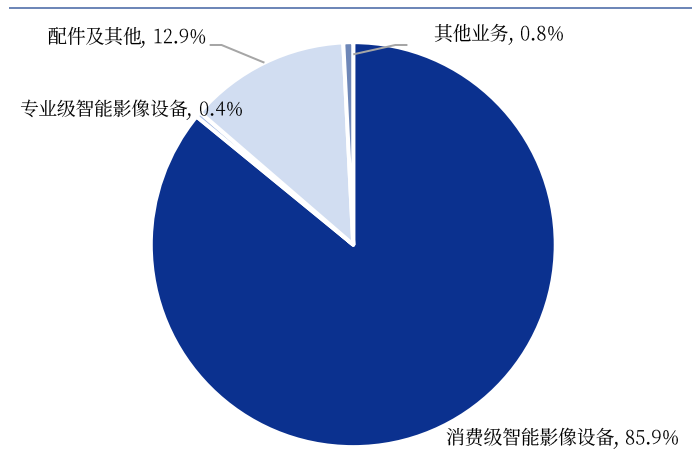
消费级智能影像设备贡献主要营收，营收占比超 80%。2018 年以来，消费级产品收入快速爆发，营收占比快速提升，2021 年以来维持在 80% 以上。而专业级产品业务规模逐步收缩。2024 年，公司消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他收入分别实现收入 47.9、0.2、7.2 亿元，分别占比营业收入 85.9%、0.4%、12.9%。

图34：公司历年营业收入（按产品拆分）



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

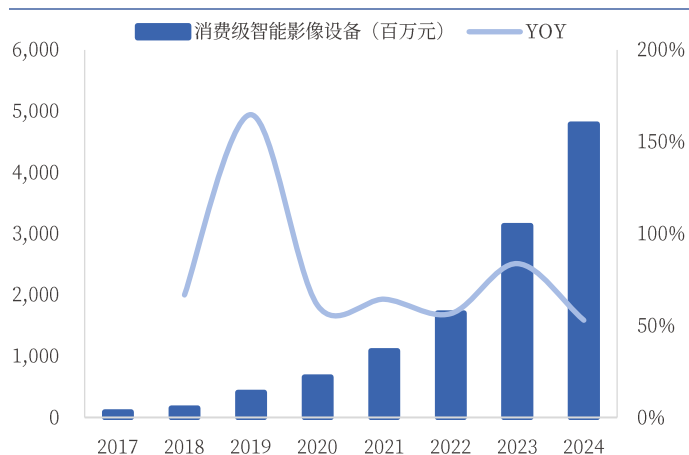
图35：公司营业收入产品结构（2024 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

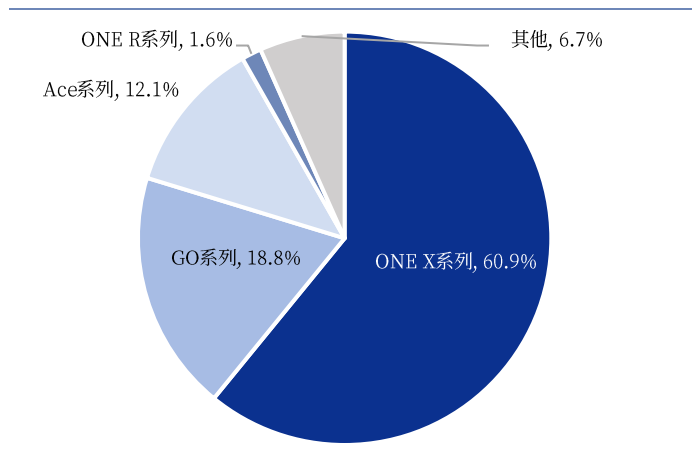
消费级智能影像设备快速成长，ONE X 系列为核心产品。2024 年，公司消费级智能影像设备实现收入 47.9 亿元，同比+52.9%，2017~2024 CAGR 为 75.5%。其中，ONE X 系列、GO 系列、Ace 系列分别实现收入 29.2、9.0、5.8 亿元，分别同比+45.2%、+95.0%、+497.7%，占消费级智能影像设备收入比例 60.9%、18.8%、12.1%。

图36：公司消费级智能影像设备收入规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图37：公司消费级智能影像设备产品结构（2024 年）



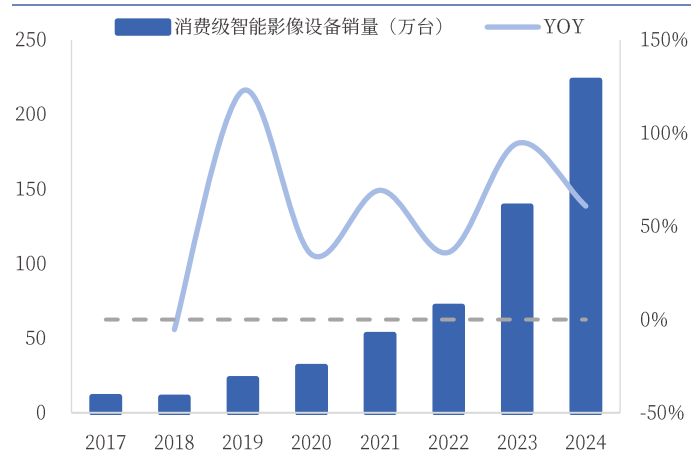
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

消费级智能影像设备销量维持高增，近两年平均售价受产品结构影响而有所下降。

销量方面，公司各系列产品不断迭代推新，带动销量快速成长。2024 年，公司共销售消费级智能影像设备 223 万台，同比+60.9%，2018~2024 CAGR 为 67.0%。

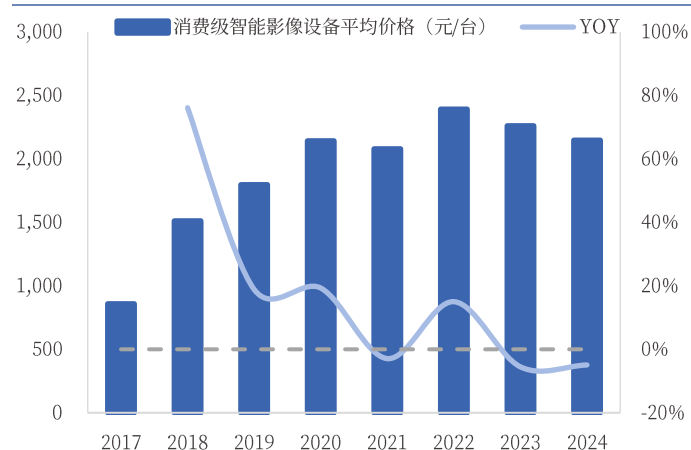
2020 年以来，公司消费级智能影像设备平均售价维持在 2000 元以上，但呈现小幅波动态势。2022 年公司新推出 ONE RS、瞳 Sphere 系列产品及 ONE X 第三代产品带动平均单价提升，而 2023 年、2024 年分别推出 GO 系列第三代产品、Flow PRO 系列产品，导致平均单价小幅下降。

图38：公司消费级智能影像设备销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图39：公司消费级智能影像设备平均价格



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表4：公司主要产品系列销售额、销量及平均单价拆分

		销售额 (万元)			销量 (万台)			平均单价 (元/台)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
消费级智能影像设备	ONE X 系列	109,243	200,850	291,637	45	79	110	2,427	2,550	2,642
	GO 系列	12,723	46,214	90,134	8	21	42	1,577	2,248	2,124
	Ace 系列		9,656	57,712		4	27		2,361	2,169
	ONE R 系列	41,835	27,802	7,432	15	9	2	2,881	3,008	3,225
	其他	6,637	28,630	31,946	4	26	41	1,809	1,103	775
	小计	170,438	313,153	478,861	71	139	223	2,391	2,259	2,148
专业级智能影像设备	TITAN 系列	1,560	880	640	0.02	0.01	0.01	77,589	77,851	79,022
	Pro 系列	3,215	2,515	1,665	0.14	0.11	0.07	23,211	23,116	23,847
	Connect 系列			51			0.01			10,019
	小计	4,774	3,395	2,356	0.16	0.12	0.08	30,103	28,266	28,382

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司全景运动相机具备明显优势，运动相机领先但相对有限。

全景运动相机方面，同 GoPro Max、Ricoh ThetaV 对比，公司 ONE R（全景版）同等配置下价格明显更低，而 X5 则在相同价格情况下在视像规格、电池及存储容量等方面实现了明显领先。

运动相机方面，公司 Ace Pro2 同竞品价格相近，较大疆 OSMO Action 5 Pro 产品视频最高规格更优，但续航时间更短，且发布零售价贵 100 元；同 Go Pro 产品相比视像最高规格更优，传感器最大尺寸更大，且价格更低。

表5：公司产品对比

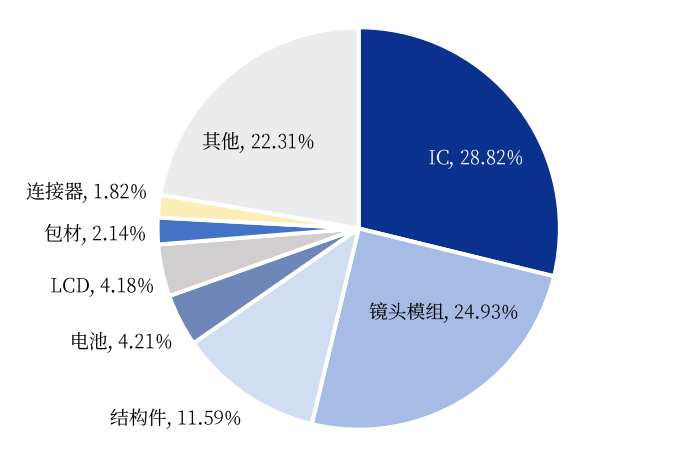
品牌	Insta360	Insta360	Gopro	Ricoh	Insta360	GoPro	GoPro	DJI	DJI
型号	ONER (全景版)	X5	Max	ThetaV	Ace Pro 2	Hero12	Hero13	OSMO Action 4	OSMO Action 5 Pro
类型	全景运动相机	全景运动相机	全景运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机	运动相机	运动相机	运动相机
发布零售价（元）	2,798	3,798	3,998	3,499	2,698	2,876	3,298	2,598	2,598
传感器最大尺寸	1/2.3"	1/1.28"	1/2.3'	1/2.3"	1/1.3"	1/1.9"	1/1.9"	1/1.3"	1/1.3"
视频最高规格	5.7K@30fps	8K@30fps 5.7K@60fps 4K@120 fps	5.6K@30fps	4K@30fps	8K@30fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最高规格	5.7K	12K	5.6K	5.3K	8K	5.6K	5.6K	3.6K	8K
电池容量	1190mAh	2400mAh	1600mAh	1220mAh	1800mAh	1720mAh	1900mAh	1770mAh	1950mAh
高续航电池容量	2380mAh	×	×	×	×	×	×	×	×
续航时间	70分钟	88分钟	78分钟	80分钟	180分钟	70分钟	79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256GB存储卡	内置存储19GB，不支持存储卡扩展	支持1TB存储卡	支持1TB存储卡	支持1TB存储卡	支持512GB存储卡	内置存储64GB，支持1TB存储卡

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：Ace Pro2、OSMO Action 4、OSMO Action 5 Pro 未公布最高规格下续航时间，续航时间为 1080P@24fps 条件下续航。

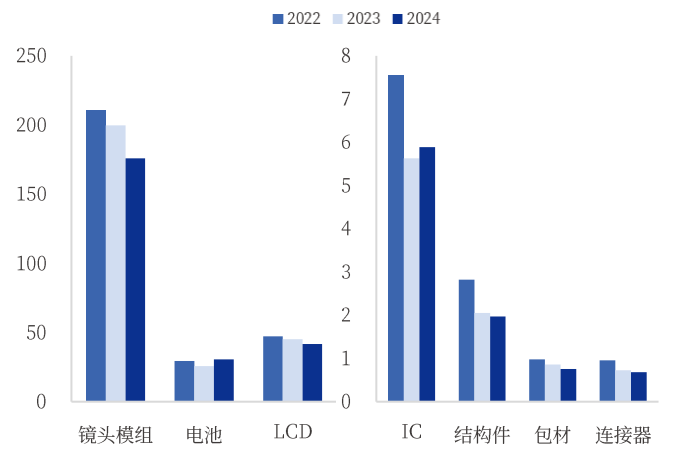
规模化带动采购价格下降，成本优势赋予产品性价比。公司采购原材料主要包括 IC 芯片、镜头模组、结构件、电池和 LCD 等，2024 年占原材料采购比例分别为 28.8%、24.9%、11.6%、4.2%、4.2%。伴随公司业务规模高速扩张，原材料采购数量同步增长，规模效应凸显，原材料采购价格呈现明显的下降趋势；部分原材料因产品升级而导致采购结构发生变化，价格有所上升。

图40：公司原材料采购结构（2024 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图41：原材料采购均价（元）

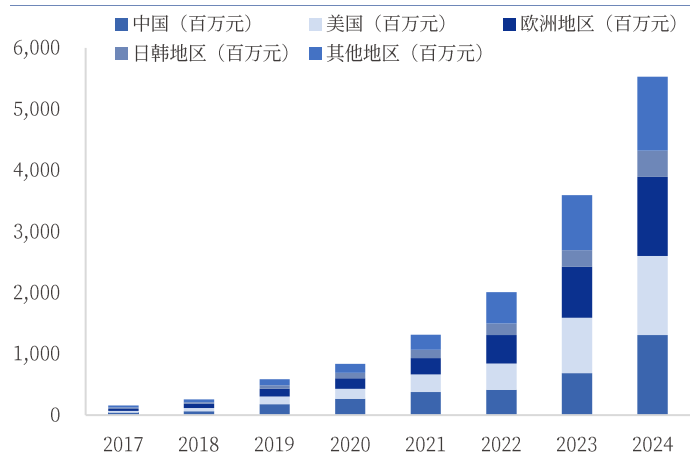


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 公司产品全球化销售，品牌具有国际影响力

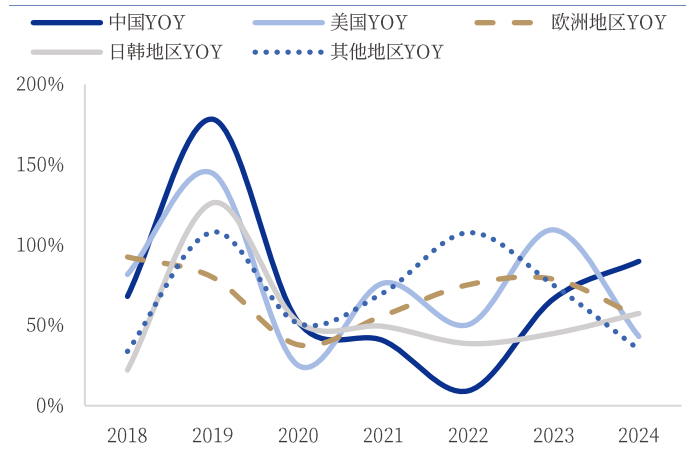
公司产品以外销为主, 区域分布相对均衡。2024 年, 公司分别实现内销 13.1 亿元, 同比+89.9%, 占主营业务收入比例为 23.6%; 外销 42.2 亿元, 同比+45.4%, 占主营业务收入比例为 76.4%。外销中, 美国、欧洲、日韩及其他地区分别占主营业务收入比例为 23.4%、23.4%、7.8%、21.9%, 2024 年收入增速分别为 43.1%、55.2%、57.5%、35.0%。

图42: 公司主营业务收入 (按区域拆分)



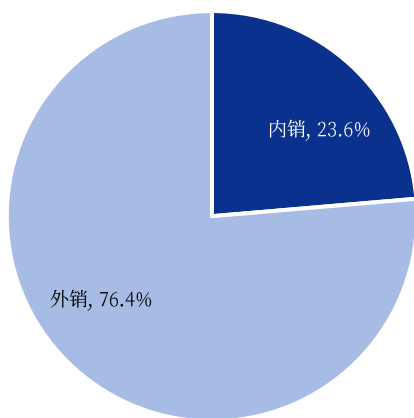
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图43: 公司各区域收入同比增速



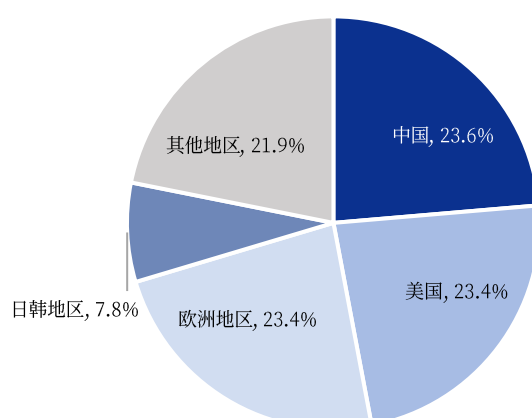
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图44: 公司主营业务收入内外销结构 (2024 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

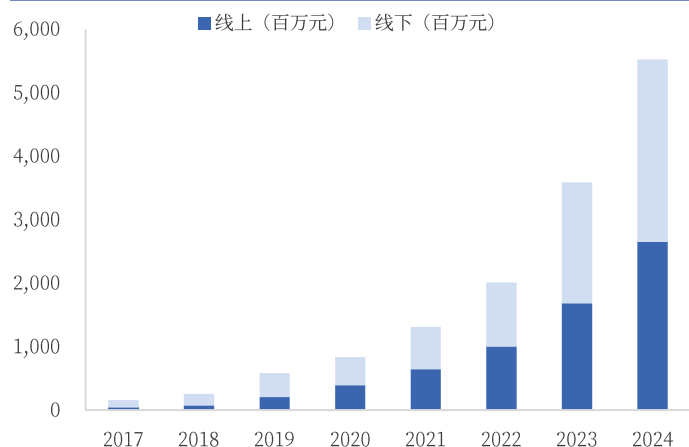
图45: 公司主营业务收入区域结构 (2024 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

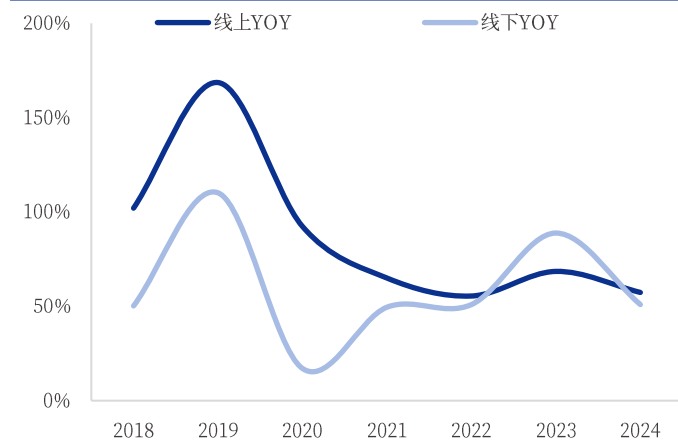
线上、线下均维持快速增长, 二者比例维持在 50%左右。2024 年, 公司线上、线下分别实现收入 26.5、28.8 亿元, 分别同比+57.4%、+50.9%, 2017~2024 年 CAGR 分别为 83.9%、57.3%。公司采用线上和线下、直销和经销相结合的方式实现全球化销售, 线上借助官方商城和国内外头部电商平台实现快速发展, 线下产品的销售网络已覆盖全球的 10,000 多家零售门店, 并与 Apple Store 零售店、Best Buy、B&H、顺电等知名渠道建立了长期合作关系。

图46：公司主营业务收入（按渠道拆分）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：公司线上、线下收入同比增速

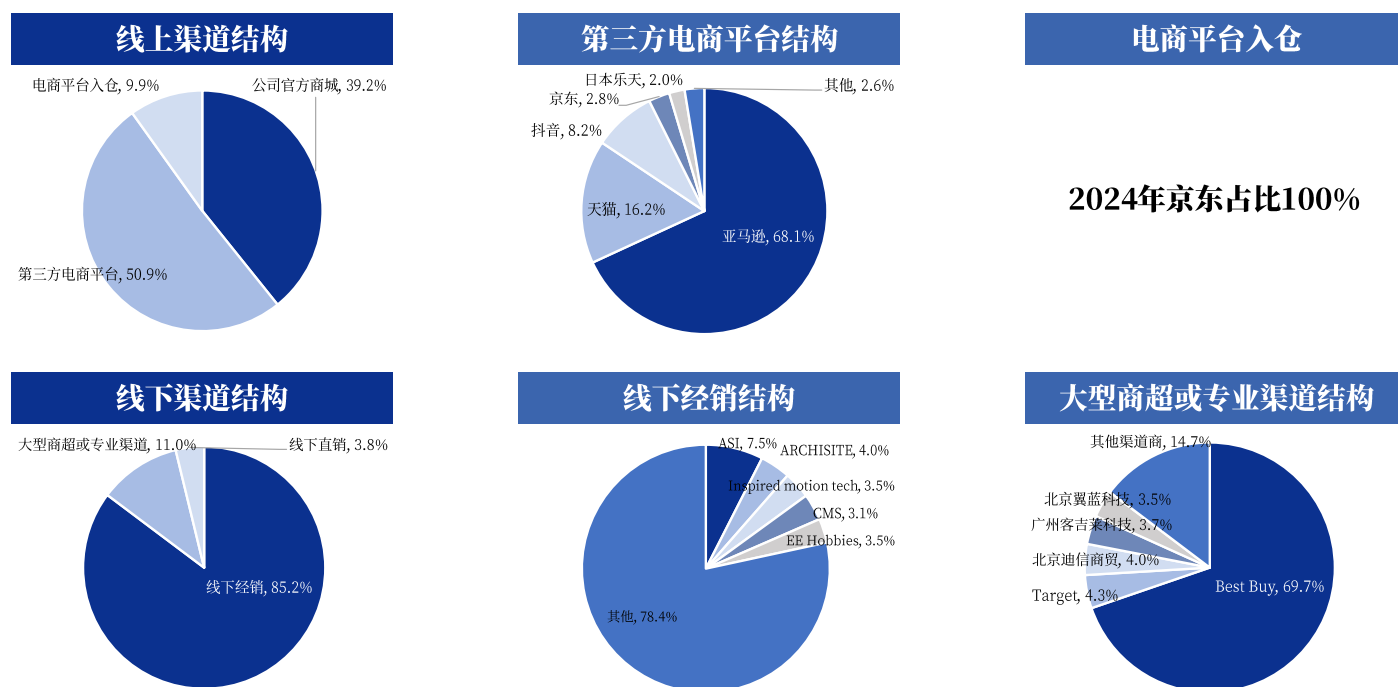


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

线上渠道以官方商城和第三方电商平台为主。2024年，公司线上渠道中官方商城、第三方电商平台、电商平台入仓分别占比39.2%、50.9%、9.9%。其中，第三方电商平台中亚马逊、天猫、抖音分别占比68.1%、16.2%、8.2%；电商平台入仓2024年则全部同京东自营合作。

线下渠道以经销模式为核心。2024年公司线下渠道数据显示，经销模式占比85.2%，大型商超或专业渠道占比11.0%。经销商方面，公司同境外各地区头部经销商达成合作，包括美国知名IT硬件和软件产品经销商ASI、日本大型电子产品经销商ARCHISITE、苹果公司代理商CMS等，且单个经销商占比控制在个位数水平；大型商超及专业渠道方面，Best Buy为公司的主要合作伙伴，在公司该渠道中占比达到69.7%。

图48：公司线上、线下渠道结构拆分（2024年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司针对不同市场采取差异化的竞争策略。

渠道方面，2024 年，中国市场同京东自营达成合作，电商平台入仓占比达 20%；美国市场同 Best Buy 达成合作，大型商超或专业渠道占比 19%；公司官方商城则主要面向海外销售。

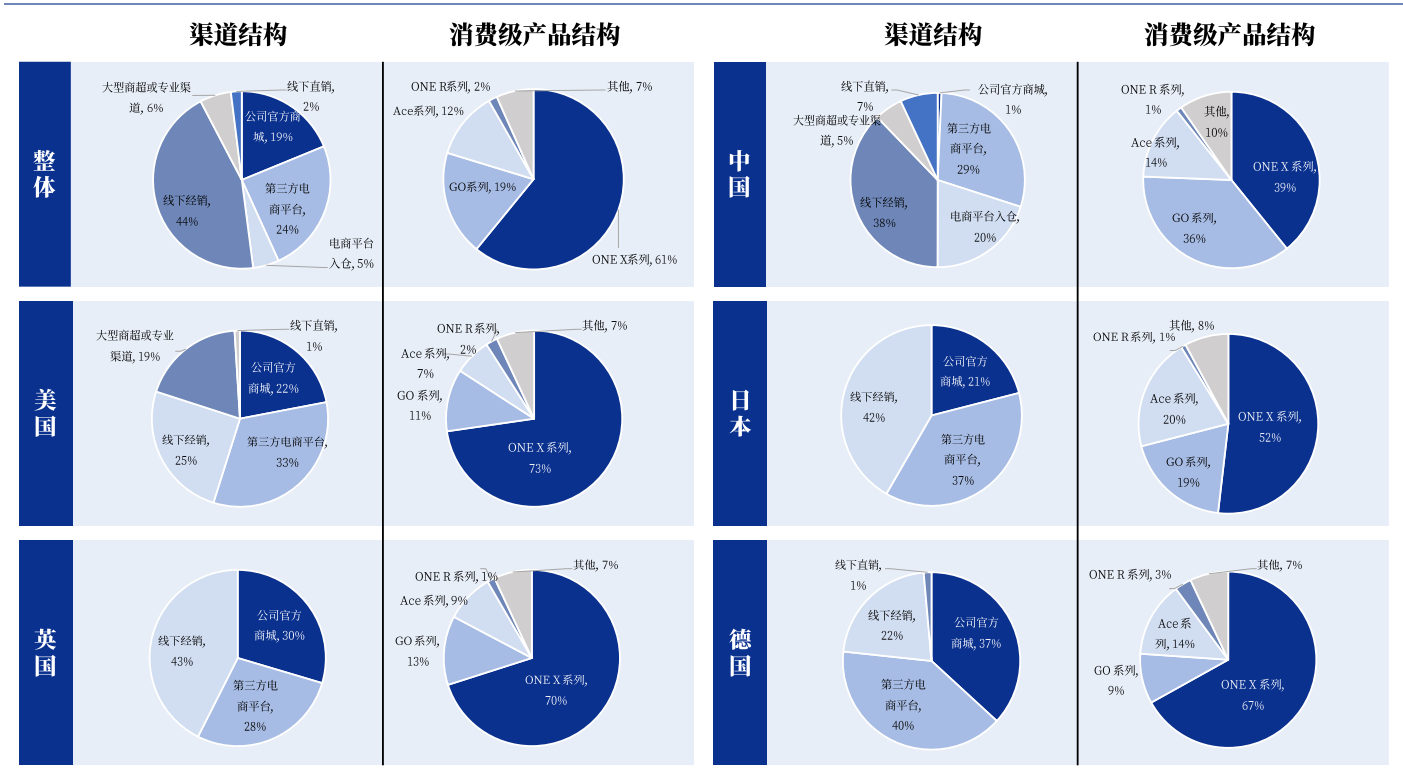
产品方面，2024 年，ONE X 系列全景相机均为各市场主要产品，在欧美区域占比更高，占消费级产品的比例在 70%左右；而 GO 系列、Ace 系列等运动相机在中国及日本市场中占据一定的比例，合计占消费级产品的比例可达约 40%~50%。

表6：各区域收入结构（2024 年）

主要地区	主要渠道比例	消费级产品系列比例		
		ONE X	GO	Ace
中国	第三方电商平台 29%；电商平台入仓 20%；线下经销 38%	39%	36%	14%
美国	公司官方商城 22%；第三方电商平台 33%；线下经销 25%；大型商超或专业渠道 19%	73%	11%	7%
日本	公司官方商城 21%；第三方电商平台 37%；线下经销 42%	52%	19%	20%
英国	公司官方商城 30%；第三方电商平台 28%；线下经销 43%	70%	13%	9%
德国	公司官方商城 37%；第三方电商平台 40%；线下经销 22%	67%	9%	14%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图49：公司不同区域渠道结构、消费级产品结构（2024 年）

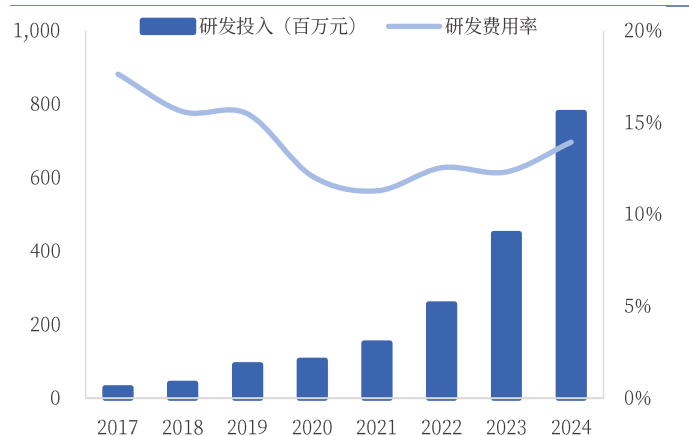


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）公司在手持影音设备软件研发方面具有优势

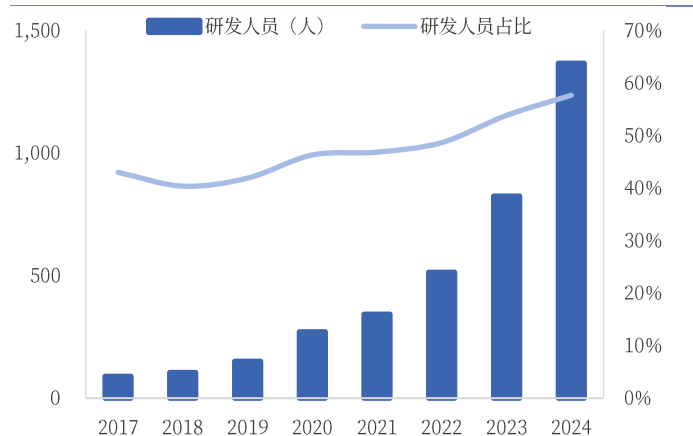
研发保持高投入，研发实力优秀。公司重视研发投入，保持每年 11% 以上的研发费用率投入，构建了一流的高素质、国际化研发及管理团队，核心成员毕业于北京大学、清华大学、南京大学等国内外一流学府。2024 年，公司共投入研发 7.8 亿元，同比+73.5%，研发费用率 13.9%；研发人员数量 1367 人，占公司员工总数的 58%；研发人员中本科占 59%，硕士及以上占 32%。

图50：公司研发投入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图51：公司研发人员数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

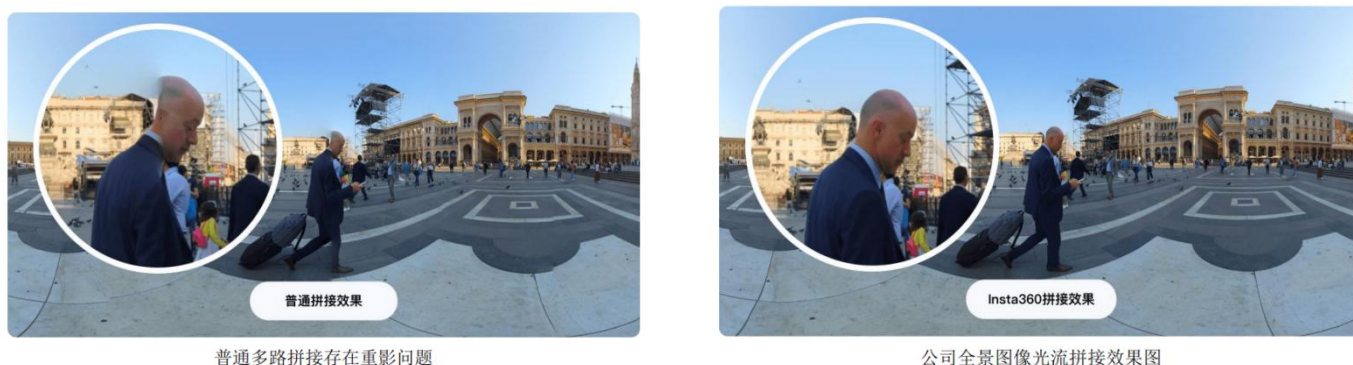
自主研发全景图像采集拼接技术，有效解决拼接重影问题。采集方面，凭借自主研发的硬件同步模块，可精确到每帧同步扫描，同步精度达到<1ms。拼接方面，公司研发动态拼接、消色差融合、光流拼接三大核心算法，实现了实时稳定的高精度场景自适应拼接。此外，公司将拼接技术同 AI 结合，深度估计算法在 ECCV（欧洲计算机视觉国际会议）的 Robust Vision Challenge 2022 全球大赛中获得双目立体匹配榜单第二名。

表7：公司全景图像采集拼接技术情况

细分技术	主要用途	先进情况
全景图像采集	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	为行业先进水平
全景图像拼接	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。升级 AI 全景拼接技术可直接将多路镜头所拍摄的画面输入神经网络，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	
全景立体图像拼接	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	于行业率先推出

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：公司全景影像光流拼接同普通拼接效果对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

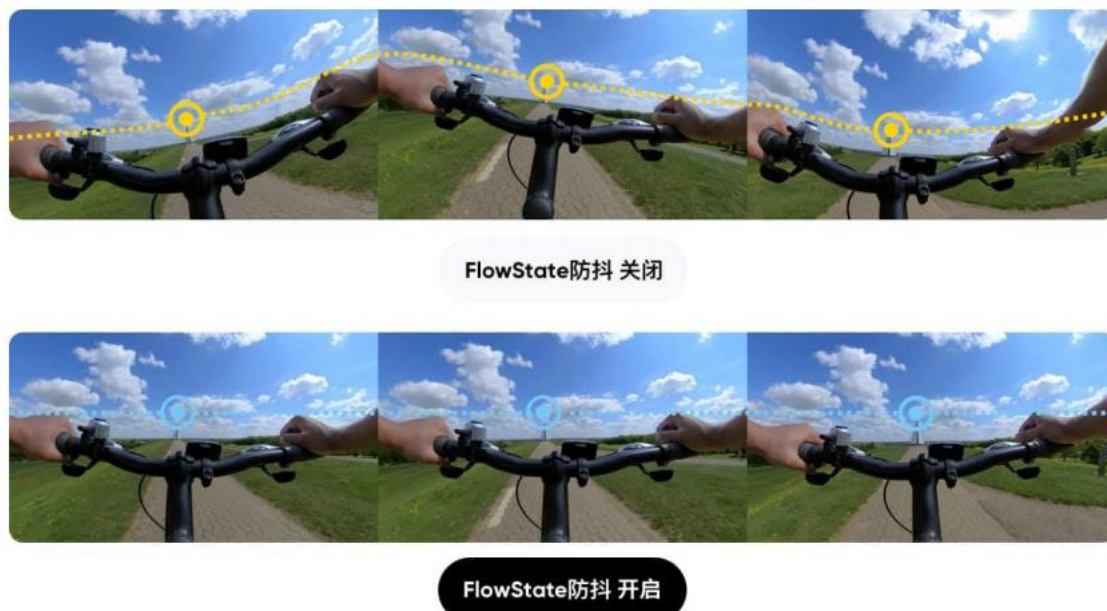
率先推出全息影像防抖技术，多传感器融合实现最优效果。公司自主研发的防抖技术通过建立精确的相机运动模型，平滑相机运动，补偿生成平稳的防抖视频。同时，公司采用包括陀螺仪、加速度计、磁力计、图像视觉等在内的多传感器融合方案，并通过场景识别技术，采用智能平滑策略，可在跑步、骑行、滑雪以及各种极限运动场景下拍摄生成平滑稳定的视频。

表8：公司防抖技术情况

细分技术	主要用途	先进情况
防抖	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	于行业率先推出全景影像的防抖技术。该技术支持的分辨率和帧率处于行业先进水平

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图53：防抖技术效果对比图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

AI 影像技术实现多维度突破，提升用户影像处理效率。

AI 剪辑技术：基于海量摄像数据训练模型，自动提取视频精彩片段并搭配合适的音乐与特效，一键生成精美视频，解决传统软件操作复杂、成品风格单调问题，并明显提升剪辑效率。

AI 调色算法：通过深度学习生成调色映射表，对原高分辨率图像进行调色，移动设备经 GPU 加速后实时处理运行速度可达 22ms/帧，输出画面动态范围宽广、色彩丰富鲜明，消除传统调色的颜色抖动与伪影。

AI 追踪技术：采用端到端深度学习网络，融合高低层特征实现精准定位，在复杂场景下"灵活适应目标尺度和视角变化"，克服传统方法在多目标环境中的准确度缺陷。

AI 全景自动拍摄技术：智能分析兴趣点和运动轨迹，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。

表9：公司 AI 影像处理技术情况

细分技术	主要用途	先进情况
AI 剪辑	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	于行业率先推出
AI 调色	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	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	于行业率先推出，同行业公司大多通过图像相关滤波进行跟踪，目标相对容易丢失。
AI 全景自动拍摄	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	于行业率先推出，目前未有同行业公司推出使用 AI 自动拍摄技术的全景相机产品
AI 低光视频画质增强	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	创新性地在全景相机中搭载了 AI 低光视频增强技术

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图54：AI 影像处理技术对比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

计算摄影技术优化用户摄影体验。公司自主研发的计算摄影技术可以处理生成内容更丰富、视觉效果更强烈的图像，且具有较高的稳定性和实时性，能够满足多终端的实时性能需求，主要包括图像消紫边技术、单帧 HDR 技术、单帧超级夜景技术、视频多帧堆叠降噪技术、水下色彩还原技术和视频插帧技术。

表10：公司计算摄影技术情况

细分技术	主要用途	先进情况
图像消紫边	用于消除鱼眼图像中的紫边，节省硬件成本，提升用户观感	于行业率先推出。相比同行业公司，该技术无需在电脑端操作，操作更加便捷快速，亦降低了硬件成本
单帧 HDR	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	同行业通常是通过让用户手动选择滤镜来增强图像画质。该技术可自动调节曝光、对比度及饱和度
单帧超级夜景	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	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	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	相比同行业公司，该技术处理的水下视频画面前景物体色彩更加自然和丰富，观感提升明显
视频插帧	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	率先在全景相机推出视频插帧技术

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图55：超级夜景图像技术效果对比图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图56：水下色彩还原技术效果对比图

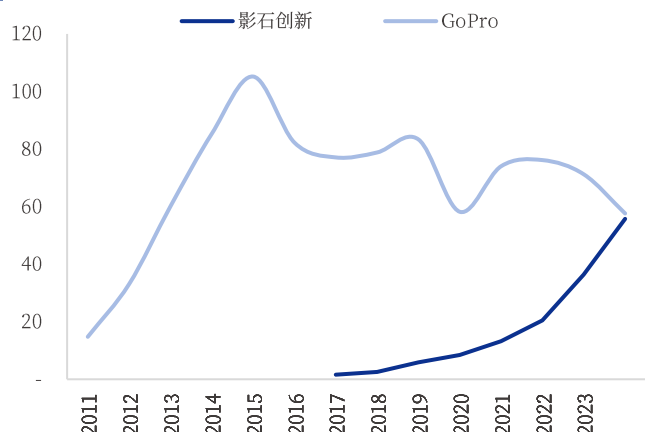


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 影石相比 GoPro 优势明显

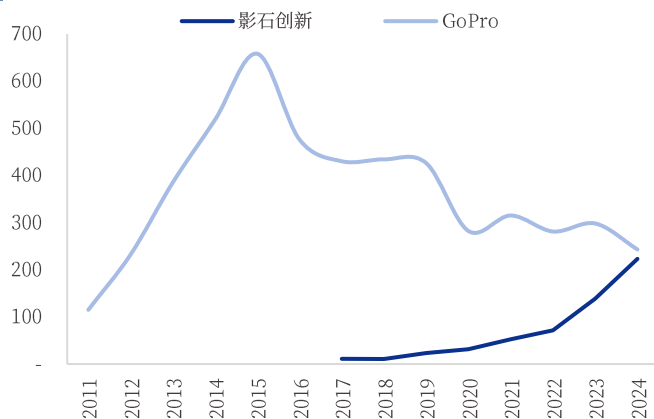
公司业务规模快速攀升，即将超越 GoPro。公司自 2017 年以来业务规模维持快速成长，而 GoPro 同期波动下行。2024 年，公司实现营收 55.7 亿元，2017~2024 年 CAGR 为 66.2%，相机产品销量 223 万台，同比+60.8%；GoPro 实现营收 57.61 亿元，2015~2024 年 CAGR 为-6.5%，相机产品销量 243 万台，同比-18.5%，主要源于市场竞争加剧及全景相机新品延迟推出。

图57：影石创新、GoPro 营业总收入（亿元，CNY）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图58：影石创新、GoPro 相机销量（万台）



资料来源：影石创新、GoPro 公司公告，中国银河证券研究院（注：影石创新相机销量指消费级+专业级智能影像设备，不含配件及其他产品）

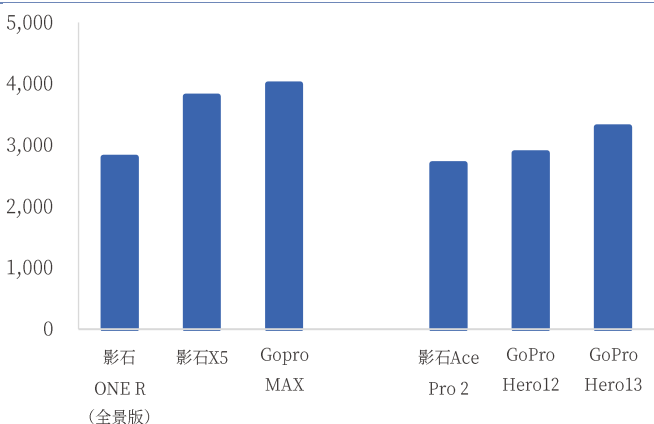
影石相比 GoPro 优势明显：1) 2021 年~2024 年影石的产品出货均价低于 GoPro，2024 年二者分别为 2158、2371 元/台。同时，从二者最新的代表产品来看，影石的全景相机和运动相机发布零售价均低于 GoPro。考虑到影石、GoPro 产品结构不同，GoPro 以运动相机为主，影石全景相机占比高，我们估计 GoPro 为了弥补产业链效率劣势，相似配置的产品出货价格高于影石。2) 从财务指标看，GoPro 的毛利率低于影石，费用率高于影石，导致盈利能力差，反应了 GoPro 的产业链劣势。特别是在研发效率方面，虽然 GoPro 投入更多研发费用，但在中国的研发优势下，GoPro 较影石的研发劣势明显。3) 从收入区域看，影石全球收入来源均衡，GoPro 以欧美为主。当前，GoPro 还是受益于过去在欧美市场的品牌和渠道影响力，但类似 iRobot，这种影响力未来将持续衰弱。

图59：影石创新、GoPro 产品出货均价（元/台，CNY）



资料来源：影石创新、GoPro 公司公告，中国银河证券研究院

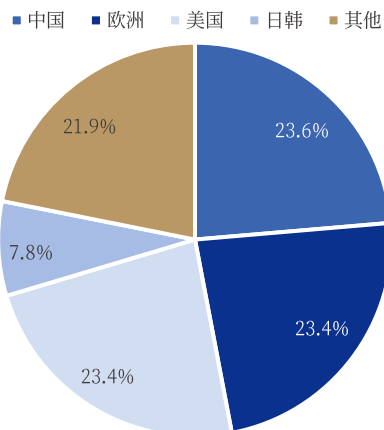
图60：影石创新、GoPro 代表型号发布零售价（元/台，CNY）



资料来源：影石 IPO 招股说明书，中国银河证券研究院

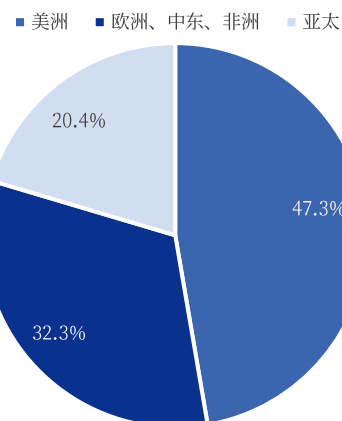
影石业务全球分布均衡，GoPro 以美洲市场为主。2024 年，影石营业收入中，中国、欧洲、美国、日韩及其他分别占比 23.6%、23.4%、23.4%、7.8%、21.9%；GoPro 营业收入中美洲占比 47.3%，欧洲、中东、非洲合计占比 32.3%，亚太占比 20.4%。

图61：影石创新主营业务收入区域结构（2024 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

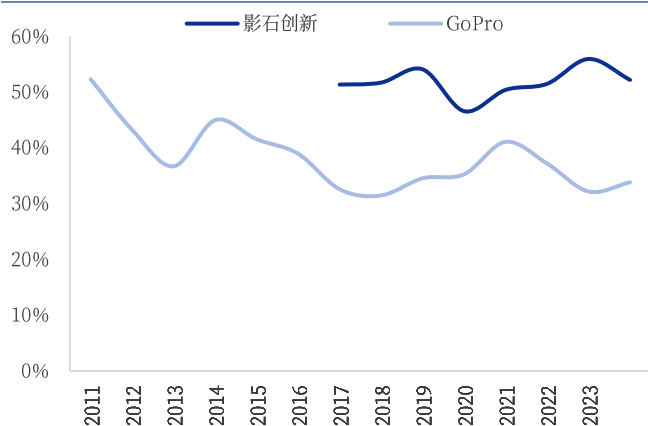
图62：GoPro 营业总收入分区域结构（2024 年）



资料来源：GoPro 公司公告，中国银河证券研究院

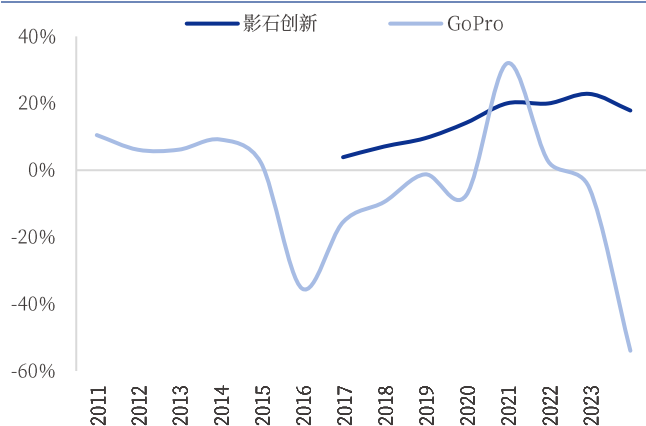
影石毛利率明显更高，GoPro 2024 年陷入亏损。影石毛利率平均维持在 50%以上（除 2020 年 46.6%），而 GoPro 毛利率在 30%+，低于影石约 10~20 pct。此外，GoPro 2024 年归母净利润率为 -53.9%，同期影石归母净利润率为 17.8%。费用率大幅提升导致 GoPro 2024 年大幅亏损，主要是源于业务规模下降导致规模效应减弱，以及重组带来费用增加。

图63：影石创新、GoPro 毛利率



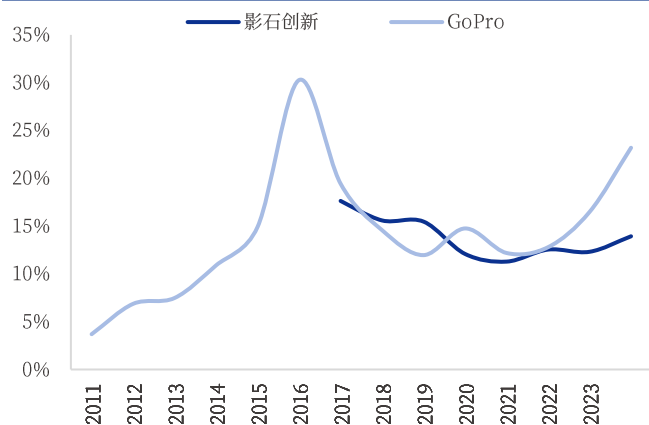
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图64：影石创新、GoPro 归母净利润率



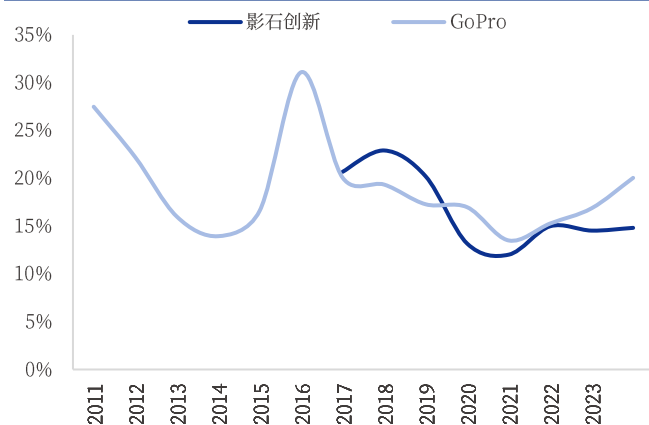
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图65: 影石创新、GoPro 研发费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图66: 影石创新、GoPro 销售费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司中国收入分别同比+55%/+45%/+40%，美国收入分别同比+35%/+25%/+25%，欧洲收入分别同比+50%/+40%/+30%，日韩收入分别同比+45%/+40%/+40%，其他地区收入分别同比+45%/+40%/+40%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 81.7/112.3/149.5 亿元，分别同比+46.5%/+37.5%/+33.1%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.8/16.2/22.8 亿元，分别同比+18.5%/+37.2%/+41.1%。

表11：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,574	8,168	11,228	14,947
收入增速	53.3%	46.5%	37.5%	33.1%
归母净利润（百万元）	995	1,179	1,618	2,283
利润增速	19.9%	18.5%	37.2%	41.1%
摊薄 EPS(元)	2.48	2.94	4.03	5.69
PE	69.3	58.5	42.6	30.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2025 年 6 月 20 日）

(二) 杜邦分析

参考公司，我们选取的可比公司分两类：1) 智能影像公司如 GoPro，理光集团、佳明（导航公司）、萤石网络（非手持式智能影像龙头）。2) A、H 股中的科技消费股小米集团、石头科技、安克创新、极米科技。3) 公司最主要的竞争对手大疆未上市，我们暂时无法进行财务和估值比较。

公司 ROE 处于较高水平。2024 年，公司 ROE 为 37.1%，明显高于可比公司水平。拆分来看，公司归母净利率处于较高水平，主要源于较高的毛利率；资产周转率同样较高，2024 年达到 1.4 次；权益系数相对偏低，2024 年仅为 1.5。

图67：可比公司杜邦分析（2024 年）

		ROE	=	归母净利率	×	资产周转率（次）	×	权益系数
688775.SH	影石创新	37.1%		17.8%		1.4		1.5
GPRO.O	GoPro	-122.2%		-53.9%		1.1		2.1
7752.T	理光集团	0.7%		1.3%		0.2		2.2
688169.SH	石头科技	16.3%		16.5%		0.7		1.3
300866.SZ	安克创新	24.9%		8.9%		1.7		1.7
688696.SH	极米科技	4.0%		3.5%		0.6		1.8
GRMN.N	佳明	19.0%		22.4%		0.7		1.2
1810.HK	小米集团	13.4%		6.4%		1.0		2.1
688475.SH	萤石网络	9.4%		9.3%		0.7		1.5
		毛利率		研发费用率		管理费用率		销售费用率
688775.SH	影石创新	52.2%		13.9%		4.5%		14.8%
GPRO.O	GoPro	33.8%		23.2%		7.5%		20.0%
7752.T	理光集团	-		-		-		-
688169.SH	石头科技	50.1%		8.1%		2.9%		24.8%
300866.SZ	安克创新	43.7%		8.5%		3.5%		22.5%
688696.SH	极米科技	31.2%		10.8%		3.4%		17.6%
GRMN.N	佳明	58.7%		15.8%		-		-
1810.HK	小米集团	20.9%		6.8%		1.5%		6.9%
688475.SH	萤石网络	42.1%		15.0%		3.3%		15.8%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院（理光集团 2024 财年为 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日）

(三) 可比公司估值

截至 2025 年 6 月 20 日，AH 上市的可比公司 2025 年平均 PE 为 26 倍；公司当前估值明显高于可比公司。目前，按照 Wind 市场一致预期，公司 2025 年估值对应 PE 56 倍，PS 8.7 倍；按照我们的盈利预测，公司 2025 年估值对应 PE 59 倍，PS 8.4 倍。公司过去归母净利润高增长，21-24 CAGR 55.3%，目前估值接近过去三年归母净利润复合增速线性外推 1 倍 PEG。

我们认为公司的细分赛道具有稀缺性，流动性不足也会带来溢价，**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

表12：可比公司估值表

	公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE		PS	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
海外	GoPro	GPRO.O	USD	1	143	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	佳明	GRMN.N	USD	200	38,510	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	理光集团	7752.T	JPY	1,310	746,350	130,488	134,005	3,789	4,251	9.7	8.7	0.3	0.3
A/H	石头科技	688169.SH	CNY	209	38,549	16,595	20,581	2,010	2,528	19.2	15.2	2.3	1.9
	安克创新	300866.SZ	CNY	108	57,236	31,464	39,158	2,573	3,229	22.2	17.7	1.8	1.5
	极米科技	688696.SH	CNY	113	7,904	4,026	4,649	360	466	21.9	17.0	2.0	1.7
	小米集团	1810.HK	HKD	54	1,402,553	489,689	611,435	38,668	50,514	33.1	25.4	2.9	2.3
	萤石网络	688475.SH	CNY	30	23,625	6,340	7,366	664	819	35.6	28.8	3.7	3.2
	A/H 平均					109,623	136,638	8,855	11,511	26.4	20.8	2.5	2.1
	影石创新	688775.SH	CNY	172	68,972	7,930	10,648	1,226	1,670	56.3	41.3	8.7	6.5
	影石创新	688775.SH	CNY	172	68,972	8,168	11,228	1,179	1,618	58.5	42.6	8.4	6.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测

（注：收盘价为 2025 年 6 月 20 日，灰色行为中国银河证券研究院预测，其他行上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期，理光集团财年周期为当年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日）

五、风险提示

国际贸易风险。2024 年，公司外销占主营业务收入比例为 76.4%，美国占主营业务收入比例为 23.4%。如果美国或其他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，则将对公司海外业务造成影响。

涉美 337 调查及相关诉讼的风险。GoPro 依据《美国 1930 年关税法》第 33 节规定向美国国际贸易委员会提出 337 调查申请，指控公司及公司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。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。

市场竞争加剧的风险。公司在全景相机领域处于绝对龙头的地位，若未来有新的竞争者加入，或现有竞争者改变竞争策略，而导致市场竞争加剧，则将对公司产品销量、售价及盈利能力等产生负面影响。

图表目录

图 1: 公司营业收入.....	5
图 2: 公司归母净利润.....	5
图 3: 公司 ROE、毛利率、归母净利率.....	6
图 4: 公司销售、管理、研发、财务费用率.....	6
图 5: 影像设备分类.....	7
图 6: 全球智能手机出货量.....	7
图 7: 全球数码相机出货量.....	7
图 8: 全球手持智能影像设备市场规模.....	8
图 9: 全球手持智能影像设备出货量.....	8
图 10: 全球户外运动爱好者人数规模.....	8
图 11: 户外运动爱好者年龄结构 (2024H1).....	8
图 12: 运动相机部分应用场景.....	9
图 13: 全球全景相机市场规模.....	9
图 14: 全球全景相机出货量.....	9
图 15: 全球全景相机市场区域结构 (2023 年, 按金额).....	10
图 16: 全球全景相机市场规模分区域 CAGR.....	10
图 17: 全球消费级、专业级全景相机市场规模.....	10
图 18: 全球全景相机应用结构 (2023 年, 按金额).....	10
图 19: 全景相机市场竞争格局 (按金额).....	11
图 20: 全球运动相机市场规模.....	12
图 21: 全球运动相机出货量.....	12
图 22: 全球运动相机市场区域结构 (2023 年, 按金额).....	12
图 23: 全球运动相机市场规模分区域 CAGR.....	12
图 24: 亚马逊美国站 Action Camera 搜索按 Best Sellers 排序.....	13
图 25: 淘宝运动相机热销榜.....	13
图 26: 全球网络用户数量.....	14
图 27: 全球网络用户上网动机 (2025 年 2 月).....	14
图 28: 不同年龄网络用户观看视频和节目的动机占比.....	14
图 29: 大疆 OSMO Pocket 3 产品.....	15
图 30: 淘宝、京东消费者对大疆 OSMO Pocket 3 的评价.....	15
图 31: 大疆 DJI Neo 产品图.....	16
图 32: 大疆 DJI Flip 产品图.....	16
图 33: 公司产品系列概述.....	17
图 34: 公司历年营业收入 (按产品拆分).....	18
图 35: 公司营业收入产品结构 (2024 年).....	18
图 36: 公司消费级智能影像设备收入规模.....	18

图 37: 公司消费级智能影像设备产品结构 (2024 年)	18
图 38: 公司消费级智能影像设备销量	19
图 39: 公司消费级智能影像设备平均价格	19
图 40: 公司原材料采购结构 (2024 年)	20
图 41: 原材料采购均价 (元)	20
图 42: 公司主营业务收入 (按区域拆分)	21
图 43: 公司各区域收入同比增速	21
图 44: 公司主营业务收入内外销结构 (2024 年)	21
图 45: 公司主营业务收入区域结构 (2024 年)	21
图 46: 公司主营业务收入 (按渠道拆分)	22
图 47: 公司线上、线下收入同比增速	22
图 48: 公司线上、线下渠道结构拆分 (2024 年)	22
图 49: 公司不同区域渠道结构、消费级产品结构 (2024 年)	23
图 50: 公司研发投入	24
图 51: 公司研发人员数量	24
图 52: 公司全景影像光流拼接同普通拼接效果对比	25
图 53: 防抖技术效果对比图	25
图 54: AI 影像处理技术对比情况	26
图 55: 超级夜景图像技术效果对比图	27
图 56: 水下色彩还原技术效果对比图	27
图 57: 影石创新、GoPro 营业总收入 (亿元, CNY)	28
图 58: 影石创新、GoPro 相机销量 (万台)	28
图 59: 影石创新、GoPro 产品出货均价 (元/台, CNY)	28
图 60: 影石创新、GoPro 代表型号发布零售价 (元/台, CNY)	28
图 61: 影石创新主营业务收入区域结构 (2024 年)	29
图 62: GoPro 营业总收入分区域结构 (2024 年)	29
图 63: 影石创新、GoPro 毛利率	29
图 64: 影石创新、GoPro 归母净利率	29
图 65: 影石创新、GoPro 研发费用率	30
图 66: 影石创新、GoPro 销售费用率	30
图 67: 可比公司杜邦分析 (2024 年)	31
表 1: 公司产品分类及应用情况	5
表 2: 专业级全景相机方案、多机组合拍摄方案对比	11
表 3: 大疆 Vlog 航拍机方案产品参数	15
表 4: 公司主要产品系列销售额、销量及平均单价拆分	19

表 5： 公司产品对比..... 20

表 6： 各区域收入结构（2024 年） 23

表 7： 公司全景图像采集拼接技术情况 24

表 8： 公司防抖技术情况..... 25

表 9： 公司 AI 影像处理技术情况 26

表 10： 公司计算摄影技术情况..... 27

表 11： 公司盈利预测主要指标..... 31

表 12： 可比公司估值表..... 32

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,004	7,510	9,946	13,434
现金	280	3,935	5,714	8,298
应收账款	203	219	334	463
其它应收款	91	76	117	180
预付账款	20	28	36	51
存货	1,000	1,375	1,867	2,564
其他	2,410	1,877	1,877	1,877
非流动资产	1,017	1,073	1,116	1,150
长期投资	11	11	11	11
固定资产	176	294	366	412
无形资产	15	25	34	43
其他	815	743	705	685
资产总计	5,021	8,583	11,063	14,584
流动负债	1,791	2,412	3,274	4,513
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,128	1,464	1,983	2,786
其他	663	948	1,291	1,727
非流动负债	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0
其他	49	49	49	49
负债总计	1,840	2,461	3,323	4,561
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,181	6,122	7,740	10,023
负债和股东权益	5,021	8,583	11,063	14,584

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,172	1,410	1,808	2,591
净利润	995	1,179	1,618	2,283
折旧摊销	49	38	49	59
财务费用	-14	0	0	0
投资损失	-33	-44	-66	-86
营运资金变动	183	187	167	308
其他	-7	50	40	26
投资活动现金流	-1,694	483	-28	-8
资本支出	-150	-94	-94	-93
长期投资	-1,563	0	0	0
其他	19	577	66	86
筹资活动现金流	-18	1,762	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-18	1,762	0	0
现金净增加额	-545	3,654	1,780	2,583

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,574	8,168	11,228	14,947
营业成本	2,665	3,971	5,437	7,225
税金及附加	46	68	93	124
销售费用	826	1,307	1,830	2,436
管理费用	253	412	589	754
研发费用	777	1,260	1,766	2,277
财务费用	-19	-6	-79	-114
资产减值损失	-35	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益及其他	65	123	173	218
营业利润	1,058	1,277	1,764	2,463
营业外收入	6	3	4	4
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	1,059	1,277	1,763	2,463
所得税	64	98	145	180
净利润	995	1,179	1,618	2,283
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	995	1,179	1,618	2,283
EBITDA	1,089	1,309	1,734	2,408
EPS (元)	2.48	2.94	4.03	5.69

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	53.3%	46.5%	37.5%	33.1%
营业利润增长率	13.3%	20.7%	38.1%	39.7%
归母净利润增长率	19.9%	18.5%	37.2%	41.1%
毛利率	52.2%	51.4%	51.6%	51.7%
净利率	17.8%	14.4%	14.4%	15.3%
ROE	31.3%	19.3%	20.9%	22.8%
ROIC	30.4%	19.1%	19.9%	21.6%
资产负债率	36.6%	28.7%	30.0%	31.3%
净资产负债率	57.8%	40.2%	42.9%	45.5%
流动比率	2.24	3.11	3.04	2.98
速动比率	0.83	2.13	2.16	2.18
总资产周转率	1.38	1.20	1.14	1.17
应收账款周转率	37.42	38.74	40.57	37.48
应付账款周转率	3.30	3.06	3.15	3.03
每股收益	2.48	2.94	4.03	5.69
每股经营现金流	2.92	3.52	4.51	6.46
每股净资产	7.93	15.27	19.30	24.99
P/E	69.34	58.50	42.64	30.21
P/B	21.68	11.27	8.91	6.88
EV/EBITDA	63.13	49.72	36.50	25.21
PS	12.37	8.44	6.14	4.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电和轻工行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	超配：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn