

影石创新（688775.SH）

全景智能影像设备龙头，技术护航+产品创新驱动成长

2025 年 06 月 27 日

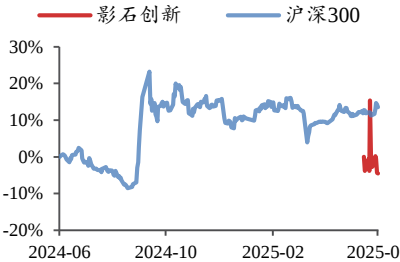
长

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2025/6/27
当前股价(元)	169.00
一年最高最低(元)	204.22/161.80
总市值(亿元)	677.69
流通市值(亿元)	51.55
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.31
近 3 个月换手率(%)	285.54

股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）	骆扬（分析师）
lvming@kysec.cn	luoyang@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790525050002

● **全景智能影像设备龙头，产品持续迭代升级未来可期，维持“买入”评级**

公司为全球智能影像设备龙头，2015 年成立于深圳，通过自研全景技术、防抖技术、AI 影像处理技术，主要发力于全景相机和运动相机领域。2018-2024 年，公司营业收入 CAGR 约 66.9%、归母净利润 CAGR 约 94.7%，在 Insta360 ONE X/GO/Ace 等系列产品持续迭代更新下，公司规模得以快速扩张。我们认为在小型智能化影像设备应用场景不断延伸趋势下，公司凭借深厚研发技术功底及龙头品牌优势，有望承接行业东风、稳固市场领先地位获得快速发展。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 12.01/16.62/23.04 亿元，对应 EPS 为 3.00/4.14/5.75 元，当前股价对应 PE 分别为 56.4/40.8/29.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **智能化影像市场需求旺盛，公司以产品创新巩固市场领先地位**

全景相机及运动相机同属于智能化影像市场，分市场看（1）**全景相机**：2023 年全球市场规模为 50.3 亿元，2017-2023 市场规模 CAGR 为 12.3%，随着全景相机在户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域中不断渗透，未来市场规模有望进一步扩大。（2）**运动相机**：广大全球户外运动爱好者为运动相机市场的坚实基本盘，行业驱动力主要为全球户外运动及社交网络视频普及，2023 年全球市场规模为 314.4 亿元，2017-2023 市场规模 CAGR 为 14.5%。影石创新产品以“全景+运动”融合形成差异化定位，开创“全景运动相机”新品类，并以“先拍摄后取景”的颠覆性体验，解决了传统全景运动相机构图难、后期门槛高的痛点，截至目前公司已连续 7 年登顶全球全景相机市场，运动相机市场保持市场率前三地位。同时公司以智能化算法构建技术护城河，形成全景相机与运动相机产品在极限运动、VR 会议、亲子互动等多场景持续渗透。

● **高研发投入构筑专利壁垒，线下+线上营销增强品牌声量**

（1）**研发端**：截至 2024 年 12 月，公司研发团队规模达 1,367 人（占比 57.68%），同时公司研发投入持续加码，年均研发费用率保持 12%+。截至 2024 年 12 月，公司已获境内外授权专利 900 项，覆盖全景图像拼接、AI 影像处理、防抖算法等核心技术领域，构筑充足专利壁垒。（2）**营销端**：公司以开设产品试用区方式，通过线下体验强化用户对全景拍摄技术和公司品牌的认知教育，同时配合线上 PGC-UGU 内容产出两步走策略，已打造出持续上涨的品牌声量。

● **风险提示**：产品更新迭代不及预期；外贸政策收紧；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,636	5,574	8,166	10,804	14,423
YOY(%)	78.2	53.3	46.5	32.3	33.5
归母净利润(百万元)	830	995	1,201	1,662	2,304
YOY(%)	103.7	19.9	20.8	38.3	38.6
毛利率(%)	56.0	52.2	50.2	51.2	51.5
净利率(%)	22.8	17.8	14.7	15.4	16.0
ROE(%)	38.0	31.3	27.4	27.5	27.6
EPS(摊薄/元)	2.07	2.48	3.00	4.14	5.75
P/E(倍)	81.7	68.1	56.4	40.8	29.4
P/B(倍)	31.0	21.3	15.5	11.2	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 智能影像设备先行者，产品迭代驱动业绩增长	4
1.1、 业务范围遍布国内外，产品矩阵持续扩展	4
1.2、 创始人系公司实控人，核心管理层具备鲜明技术基因	6
1.3、 财务分析：背靠先进技术及产品优势，产品迭代驱动营收快速增长	8
2、 从行业看影石：全景+运动融合实现差异化定位，产品创新巩固市场领先地位	14
2.1、 全景相机：全景智能化技术为下游逐渐赋能，“全景+运动”瞄准定位差异化	14
2.1.1、 行业层面：海外为主，国内增长加速，影石创新逐步占据更大市场份额	14
2.1.2、 影石创新：全景运动融合实现差异化定位，智能化算法构建技术护城河	16
2.2、 运动相机：新品牌凭借创新实力抢占市场，小型化革命重构用户创作场景	18
2.2.1、 行业层面：全球市场稳步增长，新晋品牌加速渗透	18
2.2.2、 影石创新：小型化革命，GO 系列重构用户创作场景	21
3、 从研发、营销看影石：高研发投入构筑专利壁垒，线下+线上营销增强品牌粘性	23
3.1、 研发端：高学历研发人员注入技术基因，高研发投入构筑专利壁垒	23
3.2、 营销端：专注线下消费者认知教育，官媒及 KOL 带动普通用户增大品牌曝光率	25
4、 盈利预测	28
4.1、 关键假设	28
4.2、 相对估值	29
5、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 创始人合计拥有近三分之一股权，系公司实际控制人	7
图 2： 2018-2024 年公司营收增长 CAGR 为 66.86%	8
图 3： 2024 全景相机（ONE 系列）/运动相机（GO&ACE 系列）占比 54.1%/26.7%	9
图 4： 2024 全景相机（ONE 系列）/运动相机（GO&ACE 系列）同比保持增长	9
图 5： 2018-2024 年公司中国大陆/境外营收 CAGR 为 65.6%/67.1%	9
图 6： 2024 年公司中国大陆营收占比 23.6%	9
图 7： 2022-2024 年公司线上/线下渠道营收 CAGR 为 62.8%/68.8%	10
图 8： 线上与线下渠道贡献相近，双轮驱动特征显著	10
图 9： 2020-2024 年公司整体毛利率保持较高水平	11
图 10： 2017-2020 年分产品毛利率维持相对稳定	11
图 11： 2024 年公司线上/线下渠道毛利率分别为 63.25%/56.89%	11
图 12： 2017-2023 年公司费用率整体呈下降趋势,2024 年各项费用加大投入	12
图 13： 2018-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 94.65%	12
图 14： 2024 年费用投放加大下净利率表现阶段承压	12
图 15： 2018-2024 年公司存货周转率保持稳定	13
图 16： 2019-2024 年公司应收票据及应收账款周转率逐年提高	13
图 17： 图 2018-2024 年经营活动现金流增长明显	13
图 18： 2017-2027E 全球市场全景相机区域细分零售市场规模（单位：亿元）	14
图 19： 2017-2027E 全球市场全景相机出货量规模（单位：万台）	14
图 20： 影石（Insta360）市占率逐年上升	15

图 21: 2019 年新中国成立 70 周年阅兵仪式采用全景相机进行了国庆阅兵首次 VR 全景直播.....	16
图 22: 2020 年 2 月, 影石创新携手 CCTV、中国电信和华为对武汉雷神山医院建设现场进行 VR 全景直播	16
图 23: 全系列搭载 FlowState 防抖实现稳定记录	18
图 24: AI 取景实现智能出片	18
图 25: 2017-2027E 全球运动相机市场区域细分零售市场规模 (单位: 亿元)	19
图 26: 2017-2027E 全球运动相机出货量规模 (单位: 万台)	19
图 27: 运动相机市场较为集中	20
图 28: 2023 年全球户外运动爱好者人数 12.2 亿, 2017-2023CAGR 达 19.4%.....	20
图 29: 智能影像设备购买率处于较低水平.....	20
图 30: 影石 Insta360 GO 3S 产品, 机身仅拇指大小.....	23
图 31: 截至 2024 年 12 月, 公司研发团队规模达 1367 人 (占比 57.68%)	24
图 32: 截至 2024 年 12 月, 公司已获境内外授权专利 900 项, 其中发明专利 189 项 (占比 21.0%)	24
图 33: 截至 2024 年 12 月, 公司已获境内外授权专利 900 项, 其中发明专利 189 项 (占比 21.0%)	24
图 34: 公司已有多款产品入驻苹果商店	26
图 35: 影石美国线下门店人流量可观	26
图 36: 与 KOL 合作多角度解说产品功能以及使用方法	27
图 37: Instagram 上关于 Insta360 的帖子达到 231 万	27
图 38: 公司联合徕卡深度研发是唯一一家有徕卡加持的运动相机品牌.....	27
图 39: 与人气 TV 动画《鬼灭之刃》达成品牌合作, 推出联名版全景运动相机.....	27
表 1: 公司步入拓展期, 公司核心竞争力系产品研发设计能力	4
表 2: 公司核心技术多点开花, 全方位落地于产品应用.....	5
表 3: 产品主打消费级智能影像, 持续替代更新.....	6
表 3: 核心管理层具备鲜明技术基因, 多数为 90 后	7
表 4: 2021-2024 公司毛利率高于同行业可比公司	10
表 5: 全景技术在其他行业赋能及应用	15
表 6: 与竞品相比, 影石创新全景运动相机产品性价比和性能兼具	17
表 7: 运动相机和普通相机在多方面性能有所不同.....	18
表 8: 与老牌厂商 GoPro 相比, 影石创新运动相机创新实力及研发技术更加突出.....	21
表 9: 影石创新以“拇指相机”为突破口, 通过 GO 系列重新定义运动相机的便携性边界	22
表 10: 公司专利覆盖全景图像拼接、AI 影像处理、防抖算法等核心技术领域, 构筑充足专利壁垒	25
表 11: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润增速分别为 20.78%/38.34%/38.60% (单位: 亿元)	28
表 12: 2025 年可比公司平均 PE 值为 46.4 倍	29

1、智能影像设备先行者，产品迭代驱动业绩增长

1.1、业务范围遍布国内外，产品矩阵持续扩展

聚焦智能影像设备产品，业务范围遍及国内外。公司于2015年成立，受益于360度敞视视频的广泛传播，三星、理光等相机大厂陆续推出名为全景相机的新品，然而这些产品大多使用门槛高，连接手机使用非常不便，公司在2016年推出了**第一代消费级全景相机 Nano**，并以独特的“直插手机、一键分享社交网络”使用体验迅速走红。2018年，公司研发**FlowState 防抖科技**，这一突破算法技术让创作者无需云台也能拍摄平稳流畅的画面，之后也成为了每款影石相机的必备技术。2022年初至今，影石 Insta360 在产品迭代上继续保持了高频率，先后推出多款新产品和辅助硬件。目前公司产品已不再局限于全景相机与运动相机，基于AI技术的沉淀，公司还推出摄像头和手机稳定器产品，进入了视频会议和更为大众的手机摄影市场。

表1：公司步入拓展期，公司核心竞争力系产品研发设计能力

	市场探索期 (2015-2016)	技术发展期 (2017-2019)	品牌扩张期 (2020-2021)	新产品线拓展期 (2022-至今)
战略	2015年7月公司成立，创始人团队抓住影像技术的市场机遇，聚焦全景相机产品的研发	影石与谷歌和苹果等国际知名品牌达成合作，为全球用户提供多种全景、运动、功能性相机产品，拓宽了产品线并大大提升了品牌知名度	进一步拓展国际市场，与徕卡达成合作，持续深耕技术创新，并获得包括央视在内的重大活动直播支持，提升了品牌形象和市场影响力	影石积极应对市场变化，进入视频会议和智能云台领域，发布了 Insta360 Link、Insta360 Flow 等创新产品。公司在智能硬件和影像处理方面持续研发，为用户提供更丰富的拍摄体验。随着影像技术的进步，公司不断迭代产品，以满足消费者和专业用户的多样化需求。
产品	2016年6月推出 Insta360 Nano，是第一款让用户直连手机、一键拍摄全景照片与视频的相机产品	- 推出 Insta360 Pro/Pro2/Titan 等专业级产品，用于视频制作与VR直播领域 - 推出影石 Insta360 ONE/ONE X 让用户“先拍摄，后取景” 2019年8月推出影石 Insta360 GO，仅重18.3g 2018年3月推出 Flow State 防抖算法让创作者无需云台也能拍摄平稳流畅的画面	2020年1月与徕卡达成合作，推出一英寸专业运动相机 Insta360 ONE R 2020年10月推出影石 Insta360 ONE X2 2021年3月推出影石 Insta GO2	2022年8月推出影石 Insta360 link，进入视频会议领域，并持续更新 2023年3月推出影石 Insta360 Flow，进军手机稳定器赛道，并持续更新 - 持续更新 Insta360 ONE X 系列/GO 系列/ACE PRO 系列

资料来源：公司官网、开源证券研究所

核心技术多点开花，全方位落地于产品应用。公司的核心技术主要包括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、音频处理技术和框架等，均通过自主研发取得。以全景技术为基点，在多领域具有技术研发优势。且公司各项技术大多较好转化为产品落地，防抖技术、AI 成像技术等应用产品收入占比在 2024 年超过 80%。

表2：公司核心技术多点开花，全方位落地于产品应用

技术类型	在产品中的主要作用	应用产品 2024 年收入占比
全景图像采集拼接技术	应用于全景图像的采集和拼接,帮助用户快速、高效地生成高质量的全景图像	54.49%
防抖技术	用于解决视频画面的抖动问题,提升用户的观看体验	81.23%
AI 影像技术	用于对视频做 AI 自动化处理,包括但不限于剪辑、调色、增强、全景自动拍摄等	80.78%
计算摄影技术(应用于全系列相机产品)	用于对图像或视频进行画质增强	87.02%
软件开发框架技术(应用于全系列相机产品)	用于对相机进行控制,对相机拍摄的内容进行回放和剪辑处理,输出成片	87.02%
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	1.34%
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、降噪、立体声音效、人声增强、指向增强、命令词控制等功能	78.11%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

产品主打消费级智能影像，迭代更新周期较短。影石创新产品覆盖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。公司推出新品的周期通常在半年至一年左右，其中：

(1) ONE R 系列及 ONE (X)系列产品关注全景相机市场，2024 年产品合计营收占比 54.0%；

(2) Ace 系列及 GO 系列分别涉及运动相机和穿戴式运动相机市场，2024 年产品营收占比 25.8%；

(3) Pro 系列及 TITAN 系列服务专业级智能影像市场，系公司早期产品，营收占比 0.4%；

(4) 配件及其他产品包括自拍杆、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，营收占比 13.0%。

各产品推出的当年及次年为其主要销售周期，并构成该等年度公司销售收入的重要来源，各产品通常在推出第三年开始被公司新品迭代，销售收入及占比逐渐下降。整体来看，公司产品迭代周期较短，能持续满足市场及消费者不断提升的需求。

表3：产品主打消费级智能影像，持续替代更新

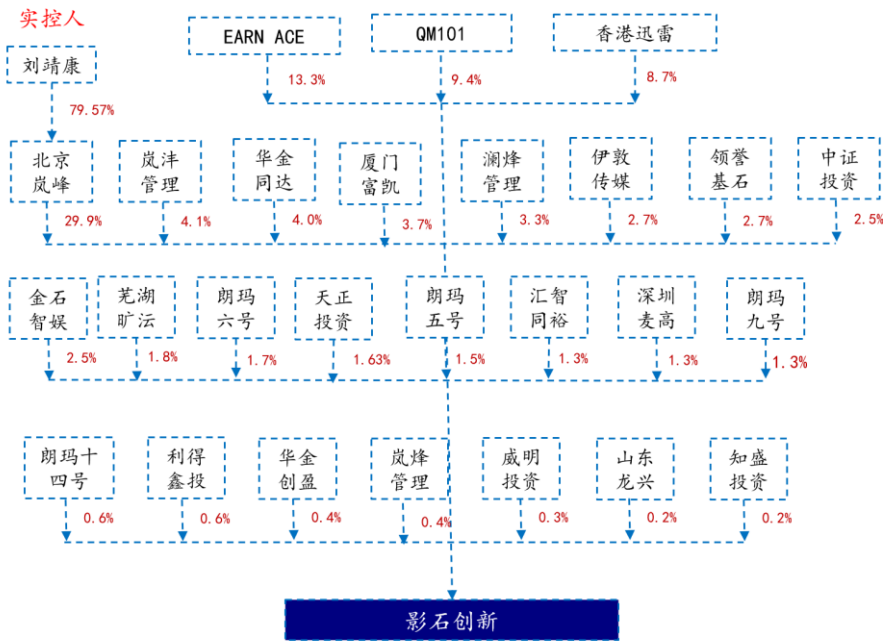
产品类别	产品系列	产品	产品属性	2024 营收占比
消费级智能影像设备	ONE R 系列	过往产品		1.3%
		Insta360 ONE RS	全景相机/模块化运动相机	
	ONE(X)系列	过往产品		52.7%
		Insta360 X4Insta360 X3Insta360 ONE X2		
	Ace 系列	旗舰/过往产品	运动相机	10.4%
		Insta360 Ace Pro 2Insta360 Ace ProInsta360 Ace		
专业级智能影像设备	GO 系列	全新旗舰	穿戴式运动相机	16.3%
		Insta360 GO 3S		
	Pro 系列	旗舰产品	专业 VR 全景相机	0.4%
		Insta360 Pro 2		
	TITAN 系列	旗舰产品		
		Insta360 Titan		
配件及其他产品	-	自拍杆、电池、防水壳、三脚架、蓝牙遥控器及配件套餐	相机配件	13.0%

资料来源：公司招股说明书、公司官网、开源证券研究所

1.2、创始人系公司实控人，核心管理层具备鲜明技术基因

创始人合计拥有近三分之一股权，核心团队人员稳定。刘靖康及其一致行动人潘瑶（配偶）通过北京岚锋、岚沅管理、澜烽管理、岚峰管理、厦门富凯、汇智同裕、深圳麦高间接持有公司 29.89%的股份，系公司实际控制人；其次为 EARN ACE LIMITED，持股比例为 13.32%，公司股权相对集中，有效保障稳健经营。

图1：创始人合计拥有近三分之一股权，系公司实际控制人



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

核心管理层具备鲜明技术基因，多数为 90 后。创始人兼董事长刘靖康作为 90 后连续创业者，毕业于南京大学软件工程专业，持续深度参与产品研发决策；贾顺、姜文杰等核心成员均为创始人南京大学本科同学或校友，年轻化管理层均保持研发一线参与度，“技术出身+产品导向”的团队架构为公司持续创新提供了坚实保障。

表 3：核心管理层具备鲜明技术基因，多数为 90 后

姓名	年龄	职位	履历
刘靖康	33	董事长、产品中心及技术中心负责人	男，1991 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权， 南京大学软件工程学士 ，2015 年 7 月创立公司，历任执行董事兼经理、董事长并担任法定代表人至今；2016 年获得 第二届中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军 ；登上 2017 福布斯亚洲 30 位 30 岁以下精英榜；2021 年，作为第一完成人获得 广东省科技进步奖二等奖 ；2022 年，作为发明人所发明的专利获得 广东专利优秀奖 ；2024 年，入选“2024 福布斯中国·出海领军人物 TOP30”榜单。
刘亮	46	董事、总经理	男，1989 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权， 南京农业大学金融专业学士 。2011 年联合创立“开吃吧”，2014 年担任“点我吧”合伙人、副总裁，并联合创建即时物流行业的独角兽企业“点我达”，先后获阿里巴巴集团、蚂蚁金服、菜鸟物流等企业超过 5 亿美金投资；2016 年至 2020 年 1 月，历任公司总裁、首席执行官；2018 年 10 月，担任公司董事；2020 年 1 月至今，担任公司总经理。
贾顺	32	董事、软件研发总监、行业应用中心总监	男，1992 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权， 南京大学软件工程学士 。2015 年 7 月开始，担任公司软件研发总监；2020 年 3 月至今，兼任公司行业应用中心总监；2018 年 10 月至今，担任公司董事。

姓名	年龄	职位	履历
陈永强	33	董事	男，1991 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学就读于齐齐哈尔铁路学院交通运输系。2015 年 7 月开始，担任公司首席行政官至今；2016 年获得第二届中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军；2017 年登上 2017 福布斯中国 30 位 30 岁以下精英榜；2018 年 10 月开始，担任公司董事；2021 年获得首届“深圳青年五四奖章”。
姜文杰	31	监事会主席、研究院负责人	男，1993 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，南京大学软件工程学士。2015 年 7 月开始，担任公司研究院负责人至今；2018 年 9 月至 2020 年 1 月，担任公司监事；2020 年 1 月至今，担任公司监事会主席。

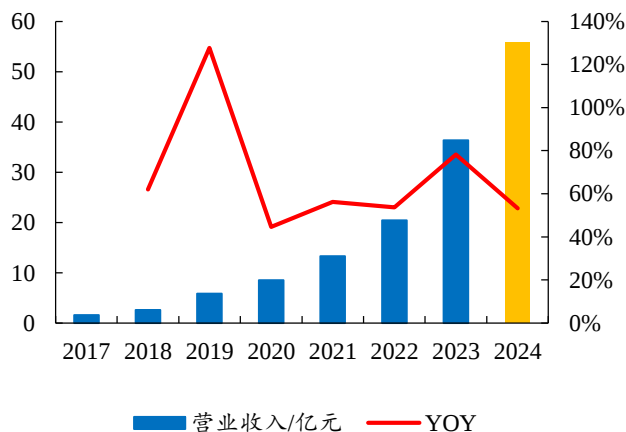
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、财务分析：背靠先进技术及产品优势，产品迭代驱动营收快速增长

持续推出行业爆品，公司营收快速增长。公司营业收入从 2018 年的 2.58 亿元增长至 2024 年的 55.75 亿元，CAGR 为 66.86%。其中，2019 年公司营收较大幅度增长主要系 2018 年底推出的第一代 ONE X 系列产品的爆红，销售主要集中于 2018 年第四季度及 2019 年度。总体来看，依靠公司先进的研发技术及产品优势，随着全景相机、运动相机等新型号迭代推出，我们预计公司收入有望维持较快增长。

公司于 2025 年 6 月 9 日发布招股说明书，披露公司 2025 年一季度实现营业收入 13.55 亿元，同比增长 40.70%；2025 年 1-6 月，预计可实现营业收入 32.14 亿元-38.15 亿元，同比增长 32.38%-57.10%。

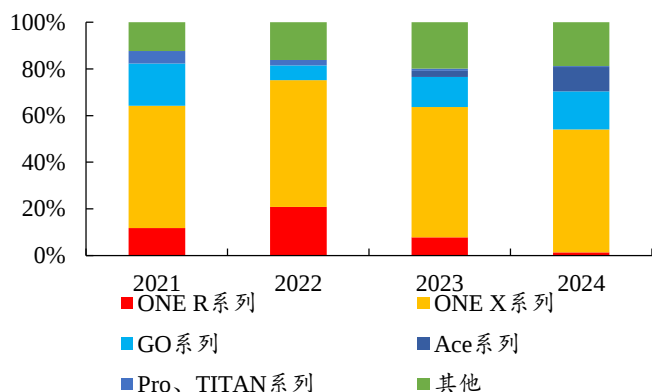
图2：2018-2024 年公司营收增长 CAGR 为 66.86%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

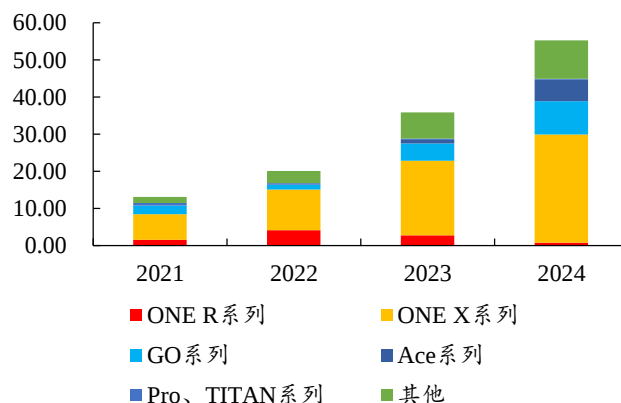
分产品看，全景相机及运动相机为公司营收重要支柱，持续产品迭代助力营收增长。公司的主营业务以消费级智能影像设备为主，其中消费级智能影像设备又可以分为全景相机、运动相机/穿戴式运动相机/外挂式无人机运动相机、AI 云台摄像头、AI 手机稳定器。**2024 全景相机（ONE 系列）/运动相机（GO&ACE 系列）已成为公司最大/第二大营收来源，占比 54.1%/26.7%，且营收仍保持较高增长。**

图3：2024 全景相机（ONE 系列）/运动相机（GO&ACE 系列）占比 54.1%/26.7%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

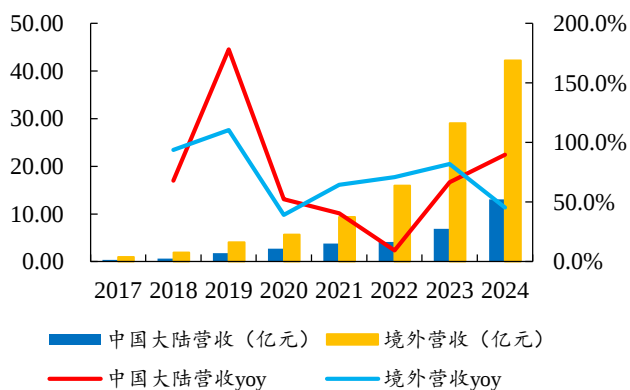
图4：2024 全景相机（ONE 系列）/运动相机（GO&ACE 系列）同比保持增长



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

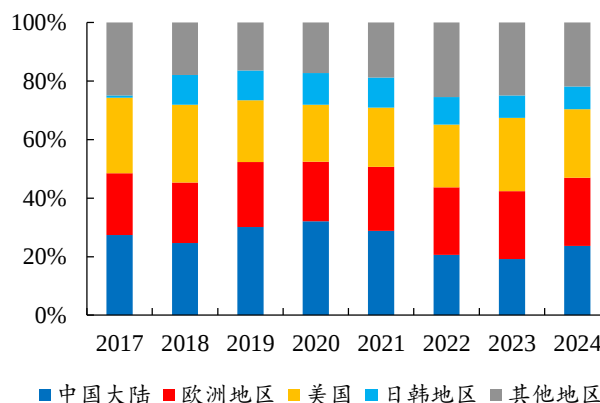
分区域看，国内与国外齐头平进，国际化布局成效凸显。中国大陆/境外营收自2018年0.63/1.94亿元增长至2023年13.08/42.23亿元，CAGR为65.6%/67.1%，境外收入增长较中国大陆增长略快。公司全球化布局成效显著，2024年中国大陆/欧洲地区/美国/日韩地区/其他地区营收占比分别为23.6%/23.4%/23.4%/7.8%/21.9%，公司境外销售收入主要来自美国、欧洲、日韩等成熟、经济发达、消费力强的国家和地区，这些国家和地区有因其较高水平的互联网普及率和居民消费能力，成为公司的主要目标市场和核心收入来源。

图5：2018-2024 年公司中国大陆/境外营收 CAGR 为 65.6%/67.1%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

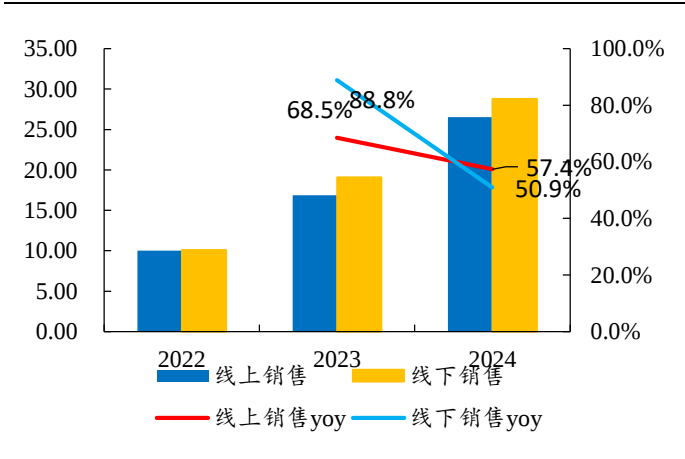
图6：2024 年公司中国大陆营收占比 23.6%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

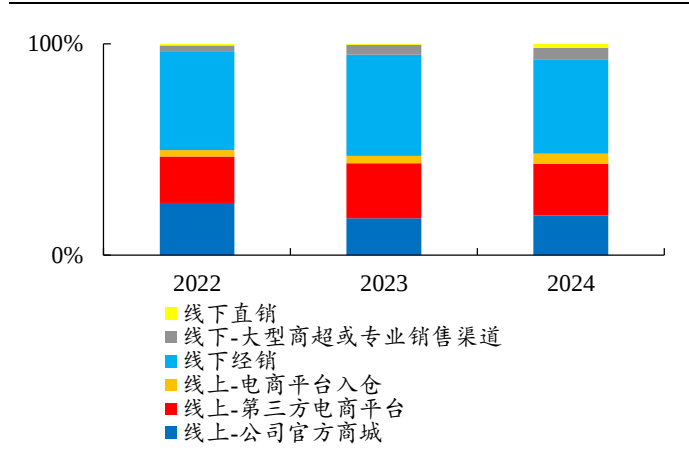
分渠道看，线上与线下渠道贡献相近，双轮驱动特征显著。线上/线下渠道营收自2022年10.0/10.1亿元增长至2024年26.5/28.8亿元，CAGR为62.8%/68.8%。2024年公司线上/线下分别占比50.02%/49.98%，线上与线下渠道贡献相近，双轮驱动特征显著；2024年渠道营收细分看线上公司官方商城/第三方电商平台/电商平台入仓营收占比分别为18.8%/24.4%/4.7%；线下经销/大型商超或专业销售渠道/线下直销营收占比分别为44.4%/5.7%/2.0%。

图7：2022-2024 年公司线上/线下渠道营收 CAGR 为 62.8%/68.8%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图8：线上与线下渠道贡献相近，双轮驱动特征显著



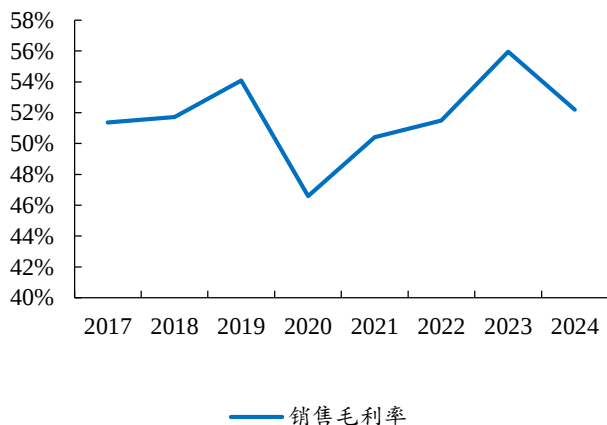
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司整体毛利率高于可比公司均值。2020-2023 年公司整体毛利率处于持续上行通道，2024 年公司毛利率同比下降 3.75pct，主系产品结构变动：一方面毛利率较低 Ace 系列产品收入占比有所提高，另一方面 ONE X4 产品收入占比有所提高，但因其处于量产初期，规模效应未显，成本相较于成熟产品偏高。与可比公司比较看，得益于公司强产品研发设计能力及终端销售定价的强把控力，公司毛利率明显高于行业可比公司毛利率。**分产品来看**，消费级智能影像设备毛利率大体呈现上升趋势；专业级智能影像设备毛利率整体保持稳定高水平。

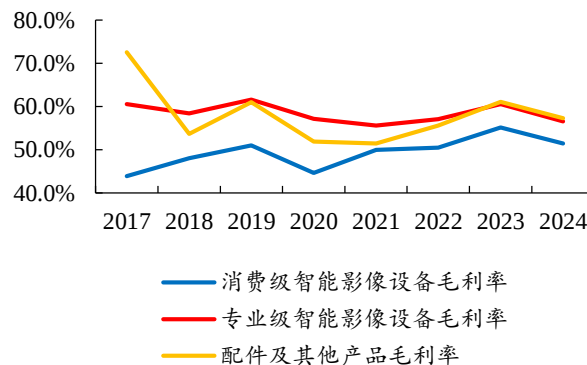
表4：2021-2024 公司毛利率高于同行业可比公司

公司	2021	2022	2023	2024
安克创新	35.72%	38.73%	43.54%	43.67%
佳明公司	58.01%	57.75%	57.48%	58.70%
GoPro	41.09%	37.20%	32.18%	33.85%
可比公司均值	44.94%	44.56%	44.40%	45.41%
影石创新	50.41%	51.49%	55.95%	52.20%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注：安克创新数据来源于招股说明书、上市公司定期报告；佳明公司、GoPro 数据来源于上市公司定期报告）开源证券研究所

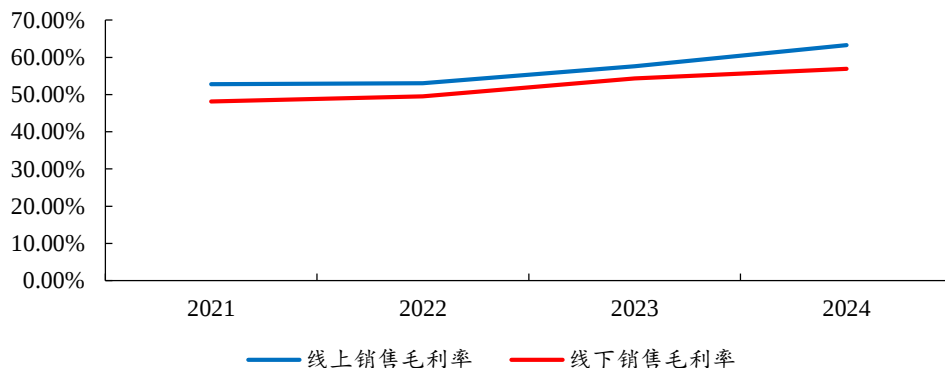
图9：2020-2024 公司整体毛利率保持较高水平


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图10：2017-2020 年分产品毛利率维持相对稳定


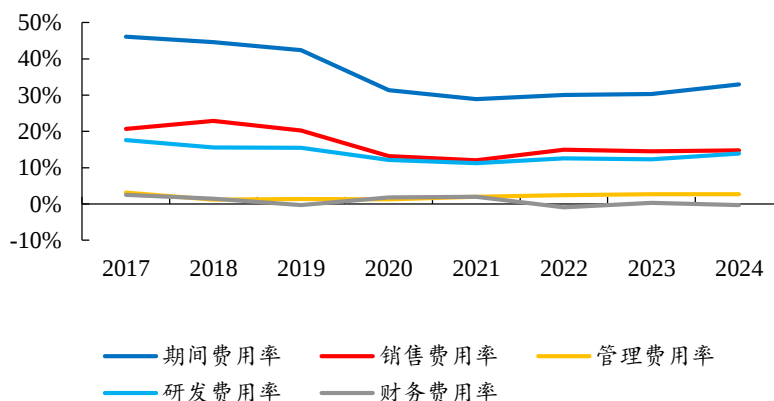
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

分渠道来看，线上毛利率高于线下。公司 2022-2024 年线上毛利率维持在 63% 以上，线下毛利率维持在 56% 以上，成本及产品定价管控平稳。2024 年公司线上/线下渠道毛利率分别为 63.25%/56.89%。线下渠道毛利率较低，主要系线下销售渠道中直接客户大部分为经销商客户，线上主要通过电商平台销售，终端客户销售定价高于线下经销商客户定价毛利率较高。

图11：2024 公司线上/线下渠道毛利率分别为 63.25%/56.89%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

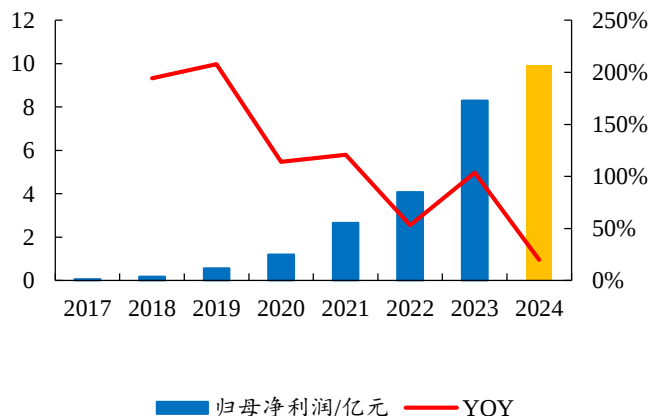
费用管控能力稳步提升，规模效应逐渐显现。公司期间费用率自 2017 年起呈逐年下降趋势至 2020 年达到相对稳定，体现出公司较强的费用管控能力，其中，销售费用由 2017 年的 20.7% 下降至 2020 年的 13.2%；管理费用率由 2017 年的 5.3% 下降至 2020 年的 4.3%。2024 年公司各项费用投入加大，公司期间费用率同比上升 2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.8%/4.5%/13.9%/-0.3%，分别同比 +0.3%/+1.4%/+1.6%/-0.6%。

图12：2017-2023 公司费用率整体呈下降趋势,2024 年各项费用加大投入


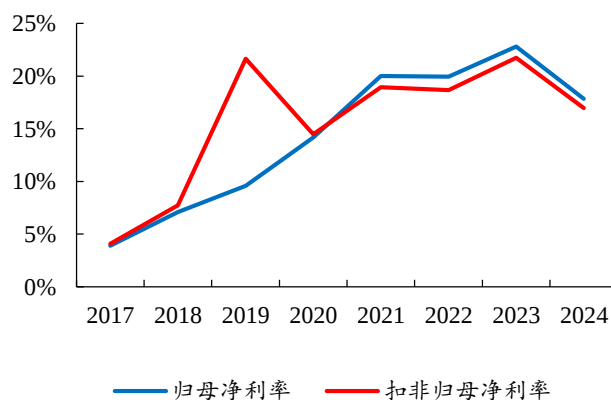
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

归母净利率显著改善，2018-2024 归母净利润复合增速达 94.7%。伴随高于行业的毛利率以及费用管控能力提升，公司销售净利率显著改善，从 2018 年 7.08% 提升至 2024 年 17.85%；叠加公司营收快速增长，归母净利润加速快增，2018-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 94.65%。2024 年公司归母净利润为 9.95 亿元，同比增长 19.9%，销售净利率同比下降 4.97pct，主系公司新品处于量产阶段，成本相较于成熟品类高，且公司加大费用投放，综合影响下净利率阶段性承压。伴随着规模效应逐渐形成，公司产品定价能力和费用管控能力持续提升，我们看好公司净利率恢复爬升。

公司于 2025 年 6 月 9 日发布招股说明书，披露公司 2025 年一季度实现归母净利润为 1.76 亿元，同比小幅下降 2.5%。公司净利润下降主要系研发投入持续加大，2025Q1 同比提升 3.21%。为提升品牌影响力，扩大受众面，公司加大营销力度，2025Q1 销售费用率同比提升 3.18%。同时，预计 2025 年 1-6 月实现净利润 4.94 亿元-5.8 亿元，较去年同期变动约-4.65%~12.49%；扣除非经常性损益后净利润为 4.69 亿元-5.54 亿元，较去年同期变动约-4.64%~12.63%。

图13：2018-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 94.65%


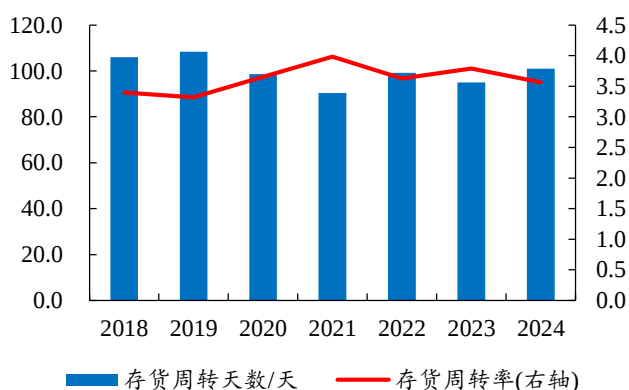
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图14：2024 年费用投放加大下净利率表现阶段承压


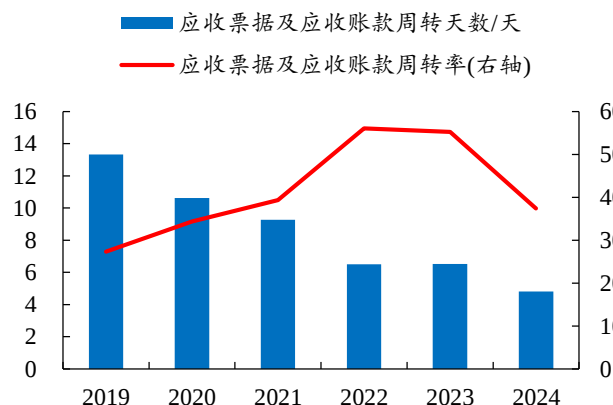
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司存货管理能力稳定，客户回款速率逐年提升。从存货周转效率方面看，2018-2024 公司存货周转天数呈稳定状态，平均为 99.8 天，体现公司提前备货保证合理库存以备生产销售需求；从应收票据及应收账款周转率方面看，2018-2024 公司应收票据及应收账款周转天数逐年下降，主系公司对大部分客户采取先款后货的销售政策，应收账款占收入比例较低。

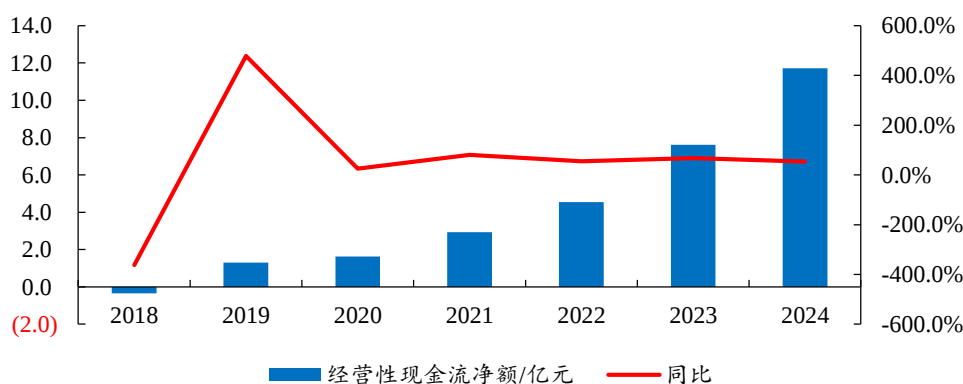
运营能力健康，现金流充裕。从经营业周期方面看，2018-2024 公司净营业周期呈下降趋势，反映公司运营效率稳步提升，主系应收票据及应收账款周转天数下降，反映客户回款速度加快。从现金流方面看，2020-2024 年经营活动现金流增长明显，现金流充裕，主系公司线上电商平台销售及采用先款后货模式交易的经销商销售占比较高，获现能力较强，为后续公司新品研发和推广打下坚实基础。

图15：2018-2024 公司存货周转率保持稳定


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16：2019-2024 公司应收票据及应收账款周转率逐年提高


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图17：图 2018-2024 年经营活动现金流增长明显


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、从行业看影石：全景+运动融合实现差异化定位，产品创新

巩固市场领先地位

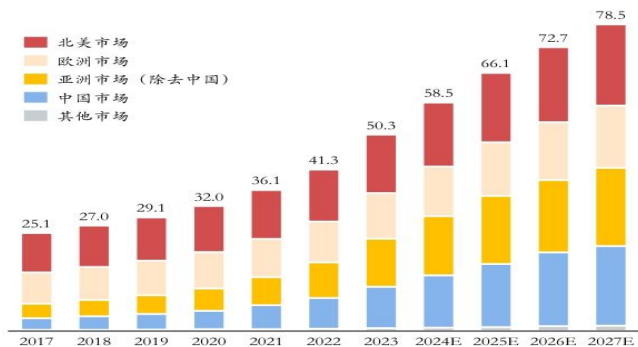
2.1、全景相机：全景智能化技术为下游逐渐赋能，“全景+运动”瞄准定位差异化

2.1.1、行业层面：海外为主，国内增长加速，影石创新逐步占据更大市场份额

全景相机全球市场规模达 50 亿元，2017-2023CAGR 为 12.3%。全景相机作为依托全景技术的智能影像设备，可实现全空间多视角成像并通过算法自动拼接 360° 全景影像，凭借其视角捕捉全面、创意表现多元及终端适配性强等特征，正获得越来越多消费者的关注。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2023 年全球全景相机市场规模已达到 50.3 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 12.3%，2027 年市场规模有望攀升至 78.5 亿元，随着该设备在户外运动场景、远程医疗领域及智慧城市建设等场景的渗透率持续提升，未来市场扩容潜力值得期待。

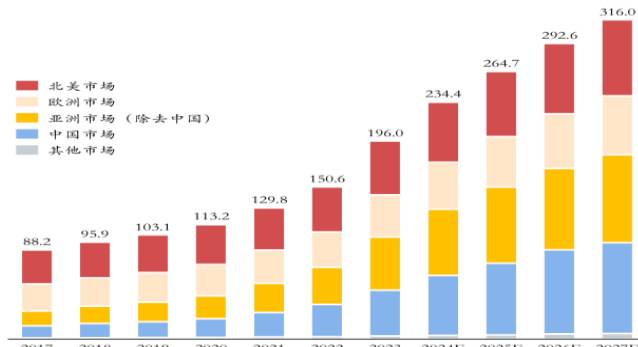
海外市场为主，国内市场增长迅猛。从全球市场区域分布来看，北美市场在全景相机销售份额中占据主导地位，亚洲市场紧随其后位列第二大消费区域。值得关注的是，中国市场呈现出显著的增长动能，当前市场占比约 21% 左右。出货量数据方面，2023 年全球全景相机出货量达 196.0 万台，2017-2023 年出货量 CAGR 达 14.2%，其中欧美市场合计贡献了全球约半数的出货量，持续作为行业主要消费市场存在。

图18：2017-2027E 全球市场全景相机区域细分零售市场规模（单位：亿元）



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

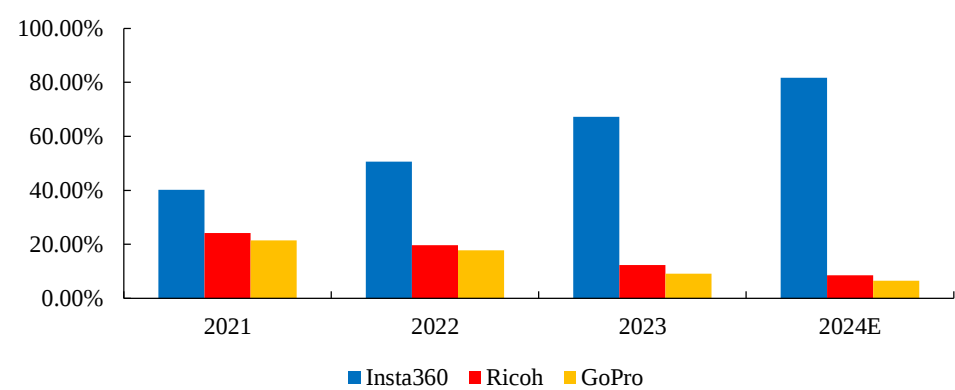
图19：2017-2027E 全球市场全景相机出货量规模（单位：万台）



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

行业集中度高，影石占有全球最大的市场份额。全球全景相机市场头部玩家有影石创新、GoPro、日本理光三家企业。按市场占有率口径分析，2023 年影石创新销售额占全球消费级全景相机市场的 67.2%，考虑目前影石创新在全景相机赛道保有专利和技术优势，推测未来影石创新会继续保持领先优势。

图20：影石（Insta360）市占率逐年上升



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

全景技术应用场景广泛。全景技术目前已广泛应用于房地产、视频会议、街景测绘、智慧安防、机器人视觉及远程医疗等领域，通过沉浸式体验、360°全景采集、AI 动态追踪等功能，显著提升行业效率与用户体验，并推动商业化落地。

基于新生代消费需求的升级和互联网娱乐习惯的形成，在线直播成为人们日常娱乐的一大主流。根据艾媒咨询的数据，2021 年中国在线直播行业用户规模达 6.35 亿人。VR 全景相机在 5G 支持下配合各大主流媒体，已应用于国庆阅兵、两会、春晚、马拉松、NFL 赛事及雷神山医院建设等直播，提供沉浸式体验，未来 5G 与 VR 技术的融合发展将为全景相机等智能影像设备提供更大的发展空间。

表5：全景技术在其他行业赋能及应用

行业分类	赋能方向	应用场景	典型案例	效果
房地产（VR看房）	沉浸式体验、线上获客降本	线上 VR 看房、房源全景展示、远程选房	贝壳找房如视 VR、贝壳如视 Lite	累计使用超 5 亿次，VR 房源超 300 万套，试点区域成交量提升 30%
视频会议	全景采集、AI 动态追踪	多角度会议画面呈现、远程沉浸式协作	影石创新全景会议解决方案	全球视频会议市场规模 2027 年预计达 83.5 亿美元（CAGR 9.6%）；中国市场规模 2023 年 64.9 亿元
街景与测绘	实时道路监测、商业流量入口	车载街景采集、景区/商家全景推广、道路维护管理	谷歌街景（影石 Pro 系列车载认证产品）	谷歌街景覆盖全球超 1000 万英里道路；影石 Pro 系列成为官方车载街景设备
智慧安防	广角覆盖、高分辨率监控	社区/城市安防监控、复杂环境全景布控	8K 全景相机应用于智慧社区系统	支持 8K 直播及超小体积设计，覆盖传统监控盲区，提升社区管理效率
机器人视觉	360°环境建模、消除视觉盲区	服务机器人导航、无人巡检、空间感知	戴森 360Eye 扫地机器人、深圳公安巡逻机器人（影石 One X）	影石技术消除 180°盲区，实现 360°实时监

行业分类	赋能方向	应用场景	典型案例	效果
				控；机器人巡检效率提升 50%+
远程医疗	高清细节还原、无菌化设备适配	手术直播教学、隔离病房远程探视、医疗培训	北京大学肿瘤医院 5G+4K 腹腔镜 VR 手术直播	专业 VR 相机支持 4K 超清缝合细节还原，手术直播误差率低于 0.1%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

基于 VR 融合，应用场景有望进一步扩大。VR 内容生产主要通过全景视频/图像是实现 VR 视觉沉浸，全景 VR 相机作为核心输入设备，已应用于国庆阅兵、两会、春晚、马拉松、NFL 赛事及雷神山医院建设等直播各个领域，提供沉浸式体验。随着 VR 视频需求增长和光学技术成熟，VR 产业将迎来新一轮发展，进一步推动全景 VR 相机市场增长。根据艾媒咨询的数据，2023 年中国 VR 市场规模达 1,126.0 亿元，预计 2028 年可达到 2,125.9 亿元。

图21：2019 年新中国成立 70 周年阅兵仪式采用全景相机进行了国庆阅兵首次 VR 全景直播



资料来源：深圳商报微博

图22：2020 年 2 月，影石创新携手 CCTV、中国电信和华为对武汉雷神山医院建设现场进行 VR 全景直播



资料来源：影石创新公司官网

2.1.2、影石创新：全景运动融合实现差异化定位，智能化算法构建技术护城河

全景相机龙头，产品创新推动市占率提升。影石创新（Insta360）全景相机产品以“全景+运动”融合为差异化定位，开创“全景运动相机”新品类，填补了 GoPro（偏向纯运动场景）与理光 Theta（静态全景记录）之间的市场空白。其核心产品 X 系列通过“隐形自拍杆”“AI 高光助手”等技术，实现了“先拍摄后取景”的颠覆性体验，解决了传统全景运动相机构图难、后期门槛高的痛点。相比之下，传统品牌 GoPro 新品 GoPro Max 2025 款虽新增 1/4 螺口等实用设计，但硬件迭代保守（沿用旧传感器），全景功能仍依附于运动场景；理光 Theta 系列则受限于小尺寸传感器（1/2.3 英寸）与低分辨率（最高 5.3K），性能落后于行业需求。

表6：与竞品相比，影石创新全景运动相机产品性价比和性能兼具

类型	全景运动相机				
公司	影石创新		GoPro	理光	
图片					
型号	Insta360 ONE R	Insta360 ONE RS	Insta360 X4	GoPro Max	Ricoh ThetaV
发布零售 价/元	2798	3498	3499	3998	3499
传感器最 大尺寸	1/2.3"	1/2"	1/2"	1/2.3"	1/2.3"
视频最高 规格	5.7K@30fps	6K@25fps	8K@30fps	5.6K@30fps	5.7K@30fps
		5.7K@30fps	5.7K@60fps		6K@60fps
		4K@60fps			
照片最高 规格	5.3K	8K	12K	5.6K	5.3K
电池容量	1190mAh	1445mAh	2290mAh	1600mAh	1220mAh
高续航电 池容量	2380mAh	2380mAh	×	×	×
续航时间	70 分钟	75 分钟	75 分钟	78 分钟	80 分钟
存储容量	支持 1TB 存储卡	支持 1TB 存储卡	支持 1TB 存储卡	支持 512GB 存储卡	内置存储 19GB，不支持存储卡扩展

资料来源：各公司官方网站、界面新闻、新浪新闻、苏宁易购、开源证券研究所

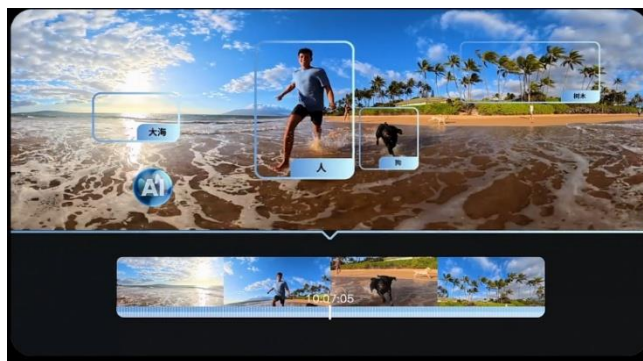
智能化算法构建技术护城河，形成多场景渗透优势。与此同时，公司通过多年的研发积累，在全景算法（如 FlowState 防抖、360° 水平矫正）与 AI 影像处理（如 AI 魔术师特效）上构建了较强算法技术护城河，并通过模块化设计（如 ONE RS 系列应用）兼容专业级画质与消费级产品轻便的需求。相比之下，GoPro 依赖品牌历史积累，主打运动场景的稳定性（如 HyperSmooth 防抖），但全景功能仅为附加模块；理光 Theta 则聚焦轻量化静态记录，缺乏动态场景适配能力。影石通过全景算法和 AI 影像处理结合，进一步拓展产品至极限运动（滑雪、跳伞）、VR 会议等垂直领域，形成多场景渗透优势。

图23：全系列搭载 FlowState 防抖实现稳定记录



资料来源：公司官网

图24：AI 取景实现智能出片



资料来源：公司官网

2.2、运动相机：新品牌凭借创新实力抢占市场，小型化革命重构用户创作场景

2.2.1、行业层面：全球市场稳步增长，新晋品牌加速渗透

运动相机明显区别于普通相机，是一种设计用于捕捉高速运动场景的相机，它通常具有小巧轻便的设计，支持高帧率录制和防抖功能，以便在运动过程中捕捉清晰的画面，运动相机应用范围广泛，包括户外运动、极限运动、消费者日常生活、真人秀节目拍摄、赛事直播等领域。

表7：运动相机和普通相机在多方面性能有所不同

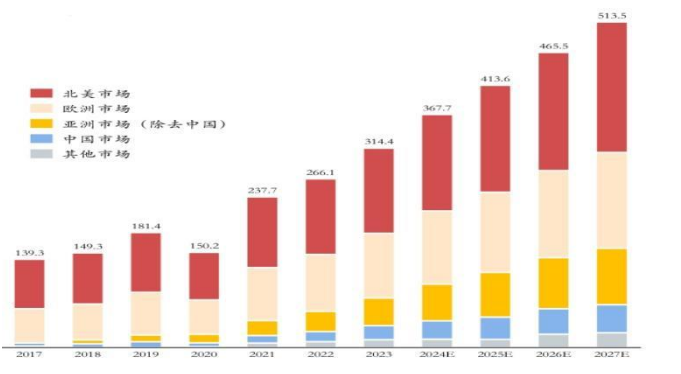
对比维度	运动相机	普通相机（单反/微单）	差异说明
体积重量	轻便(约 100-200g)	较重(300g-1kg 以上)	运动相机便携性强,适合随身携带或固定在设备上
防护性	防水、防尘、防震(IP68)	需额外保护配件	运动相机可直接应对恶劣环境(潜水、沙尘、跌落)
传感器	较小(1/2.3 英寸为主)	较大(APS-C、全画幅)	普通相机传感器更大,低光表现和虚化效果更优
防抖性能	超强电子防抖(算法优化)	光学防抖为主	运动相机防抖适合剧烈运动,普通相机防抖更依赖镜头/机身硬件
防护等级	裸机防水(10 米+)	不防水(需防水壳)	运动相机可直接水下使用,普通相机需额外防护
视频能力	4K/60fps、超广角、慢动作	4K/30fps(主流)、光学变焦	运动相机视角更广,适合动态记录;普通相机变焦和画质更优
电池续航	1-2 小时(可换电池)	500-1000 张照片(不可换)	运动相机耗电快但支持快

对比维度	运动相机	普通相机（单反/微单）	差异说明
			速更换电池
连拍速度	高(30fps+)	中高(10-20fps)	运动相机适合捕捉快速动作
低光性能	较差(小传感器)	优秀(大传感器)	普通相机在暗光环境下噪点控制更好
耐用性	抗摔、耐极端环境	需小心保护	运动相机可承受多次跌落或碰撞

资料来源：新视界影视公众号、开源证券研究所

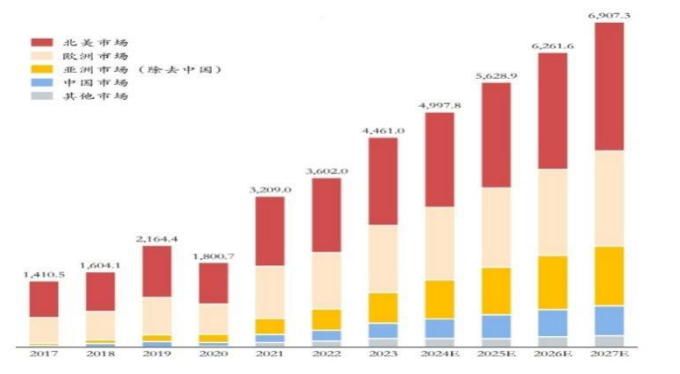
运动相机市场规模持续增长，北美为产品主要市场。在全球户外运动及社交网络视频普及的热度驱动下，运动相机市场规模持续增长。全球运动相机市场中，北美市场仍是主要市场，占据总市场一半的份额，其次为欧洲市场。从市场规模看，根据 Frost & Sullivan 预测全球运动相机的市场规模从 2017 年的 139.3 亿元迅速增长至 2023 年的 314.4 亿元，2017-2023CAGR 为 14.5%；预测到 2027 年北美市场规模可达到 205.7 亿元，欧洲市场可达到 151.1 亿元，中国市场可达到 44.5 亿元。从出货量来看，全球运动相机的出货量从 2017 年的 1410.5 万台增加至 2023 年的 4,461 万台，复合增长率达到 21.2%，其中北美地区 2023 年出货量达 1875.7 万台，欧洲出货量达 1422.9 万台。

图25：2017-2027E 全球运动相机市场区域细分零售市场规模（单位：亿元）



数据来源：Frost & Sullivan

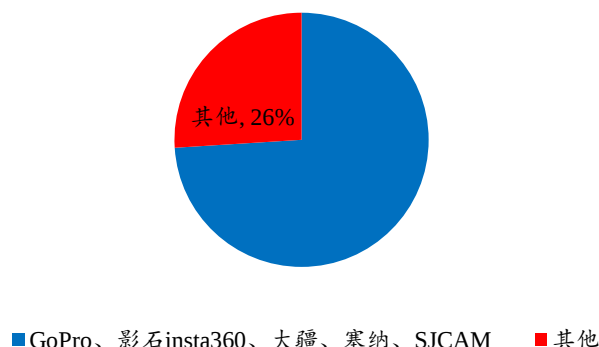
图26：2017-2027E 全球运动相机出货量规模（单位：万台）



数据来源：Frost & Sullivan

创新实力引导行业走向，新晋品牌加速渗透。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。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球运动相机排名前三位的品牌厂商分别为 GoPro、影石创新、大疆，前五企业所占市场份额约 74%。其中，GoPro 作为运动相机老牌厂商，其销售额有下降趋势，而其他各级新晋品牌厂商等凭借创新实力及研发技术迅速抢占市场，销售额增长迅速。

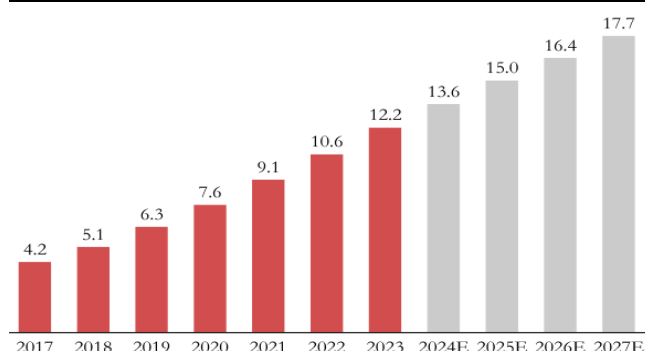
图27：运动相机市场较为集中



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

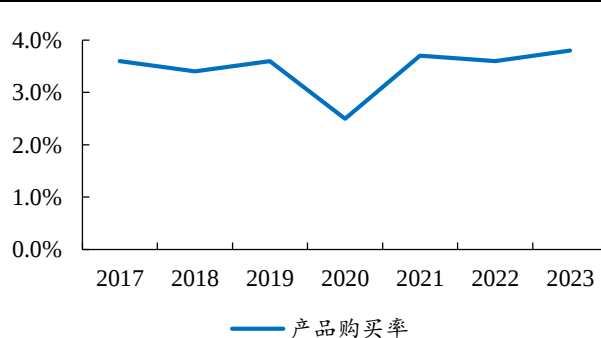
户外运动人群托底行业需求，运动相机市场渗透率提升空间较大。广大全球户外运动爱好者为国内外运动相机市场奠定坚实基础。根据 Frost & Sullivan 数据，截止 2023 年全球户外运动爱好者人数 12.2 亿，2017-2023CAGR 达 19.4%，市场扩张趋势明显，预计该群体人数 2027 年达到 17.7 亿。不同于追求极致画质的单反相机玩家，运动相机玩家主要为追求运动拍摄性能的年轻户外运动爱好者们，且加之目前运动相机的市场渗透率较低（根据 Frost & Sullivan 数据，智能影像设备渗透率低于 4%），我们预计市场渗透率提升将进一步带动市场规模扩大。根据 Frost & Sullivan 调研，中国消费级产品核心消费人群的年龄集中在 25-35 岁区间，欧美集中在 25-50 岁区间，以及一部分价格敏感度较高的青少年群体，且由于各国政府越来越重视国民健康政策和教育，当前整体用户群体存在年轻化的趋势。

图28：2023 年全球户外运动爱好者人数 12.2 亿，2017-2023CAGR 达 19.4%



数据来源：Frost & Sullivan

图29：智能影像设备购买率处于较低水平



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2.2、影石创新：小型化革命，GO 系列重构用户创作场景

产品性能领先竞品，开创“先拍摄后取景”模式。以常规尺寸运动相机为例，影石创新（Insta360 Ace Pro2）影像参数及续航及可扩展性上明显优于竞品，Insta360 Ace Pro 2 视频及照片最高输出规格可达 8K。同时公司开创了“先拍摄后取景”模式，通过 AI 算法实现自拍杆隐形、AI 自动剪辑等功能，大幅降低用户创作门槛。相较之下，GoPro 仍聚焦于传统广角运动相机赛道，依赖配件生态满足多样化需求，但硬件迭代相对保守（如沿用旧传感器），难以覆盖新兴场景需求；大疆（DJI）则依托云台技术优势，强调画面稳定性与专业运镜效果，其 Action 系列通过无人机生态协同抢占市场，但在全景视角创新与用户场景覆盖广度上仍不及影石。

表8：与老牌厂商 GoPro 相比，影石创新运动相机创新实力及研发技术更加突出

类型	运动相机					
公司	影石创新		GoPro		大疆	
图片						
型号	Insta360 Ace Pro 2	Insta360 GO 3S	GoPro Hero12	GoPro Hero13	DJI OSMO Action 4	DJI OSMO Action 5 Pro
发布零售价/元	2698	2498（标准套装）	3,198	3,298	2,898	2,598
传感器最大尺寸	1/1.3"	1/2.3"	1/1.9"	1/1.9"	1/1.3"	1/1.3"
视频最高规格	8K@30fps 4K@120fps	4K@30fps	5.3K@60fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最高规格	8K	4K	5.6K	5.6K	3.6K	8K
电池容量	1800mAh	单机 310mAh / 拓展舱 1250mAh	1720mAh	1900mAh	1770mAh	1950mAh
续航时间	180 分钟	单机 38 分钟 / 拓展舱 140 分钟	70 分钟	90 分钟	160 分钟	240 分钟
存储容量	支持 1TB 存储卡	支持 512GB 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：各公司官网、开源证券研究所

影石创新 GO 系列以“拇指形态”的颠覆性设计，重新定义运动相机的便携性边界。GO 3S 作为公司第四代迭代产品，在 39.1g 超轻量级机身内集成 4K/30fps 专业影像能力与 IPX8 裸机防水性能，其模块化拓展舱设计实现 140 分钟续航与 2.2 英寸交互屏的融合，相较传统运动相机（GoPro HERO 13 Black 159g/大疆 Action 5 Pro 146g）重量缩减超 75%，突破行业微型化极限。值得关注的是，影石首创“硬件+AI”双驱动模式：GO 3S 内置高性能芯片算力提升 50%，结合 App 端“AI 高光助手”实现一键成片，用户创作效率较 GoPro Quik 应用提升 3 倍，不仅填补了穿戴式轻创作设备市场空白，更将运动相机使用场景从专业极限运动延伸至亲子互动、宠物记录等生活化领域。形成与 GoPro “极限运动专用”、大疆“专业运镜工具”的差异化定位。

表9：影石创新以“拇指相机”为突破口，通过 GO 系列重新定义运动相机的便携性边界

参数/功能	影石 GO 3S	GoPro HERO 13 Black	大疆 Action 5 Pro
图片			
重量	单机 39.1g（拓展舱 96.3g）	159g（含电池）	146g
体积	25.6x54.4x24.8mm	71.8x50.8x33.6mm	70.5x44.2x32.8mm
防水性能	单机 IPX8 级（10 米防水）	裸机 10 米防水	裸机 20 米防水
传感器	1/2.3 英寸，1200 万像素	1/1.9 英寸，2700 万像素	1/1.3 英寸 OV50H，4000 万像素（支持 4K 全像素录制）
视频规格	4K/30fps（最高 200fps 慢动作）	5.3K/60fps，4K/120fps（超慢动作 720p/400fps）	4K/120fps（4:3 画幅），支持 HDR 与 D-Log M
防抖技术	FlowState 防抖（自动水平矫正）	HyperSmooth 6.0+360°地平线稳定	地平线增稳+超强增稳（电子裁切更少）
续航时间	单机 38 分钟，搭配拓展舱 140 分钟（1080p）	5.3K 模式下约 1.5 小时	4K/60fps 下 210 分钟
交互设计	磁吸佩戴+拓展舱屏幕（2.2 英寸翻转屏）	2.27 英寸后屏+1.4 英寸前屏，磁吸快拆接口	前 1.46 英寸+后 2.5 英寸 OLED 触控屏（1000 尼特峰值亮度）
差异化功能	间隔录像+AI 自动剪辑、自然广角畸变控制、Apple Find My 追踪	HB 系列镜头（超广角/微距/变形）、GPS 地理标签、专业级 HLG HDR	内置 47GB 存储、压力计（海拔/水深监测）、双 DJI Mic 直连
价格定位	标准套装 2498 元（64GB）	3298 元（国行）	2598 元起（标准套装）
核心场景覆盖	生活化轻创作（62%用户为非运动爱好者）	极限运动专业记录（超慢动作/镜头模组扩展）	专业运镜（无人机生态协同）

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

GO 系列推动影石在非专业用户市场快速扩张。公司与竞品策略差异化明显：GoPro 坚守高端运动场景,但其主力产品 GoPro Hero 13 因过热问题流失一部分用户；大疆通过 Action 5 Pro 强化专业影像性能,却难触达 Vlog 创作群体。影石则依托“穿戴式拍摄”开辟新赛道,主要用于亲子互动、宠物记录等生活场景。

图30：影石 Insta360 GO 3S 产品，机身仅拇指大小



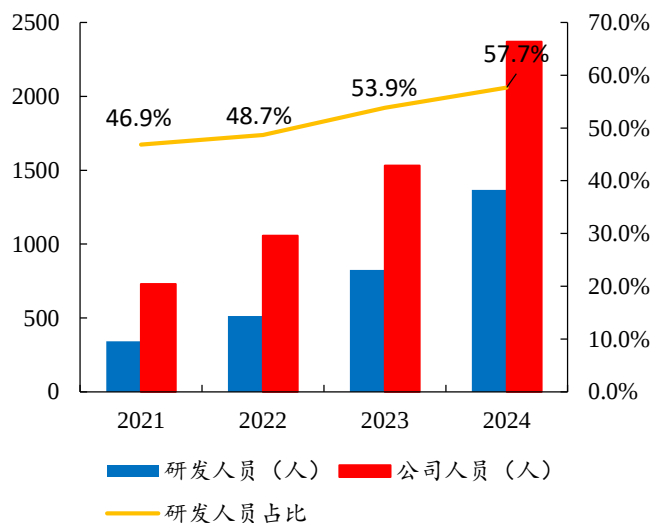
资料来源：影石创新官网

3、从研发、营销看影石：高研发投入构筑专利壁垒，线下+线上营销增强品牌粘性

3.1、研发端：高学历研发人员注入技术基因，高研发投入构筑专利壁垒

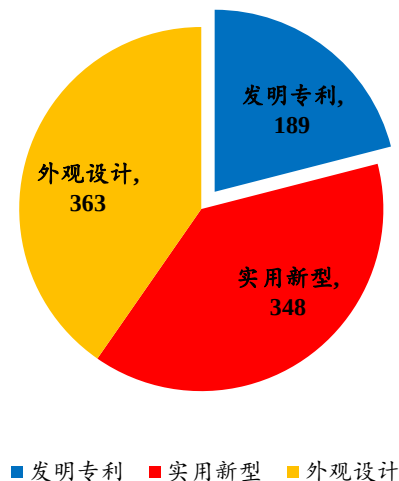
高学历研发人员注入技术基因，研发团队人数占比超过 50%。公司拥有一流的高素质、国际化的研发及管理团队，包括毕业于斯坦福大学、伦敦政经学院、北京大学、清华大学和南京大学等国内外一流学府的优秀人才。截至 2024 年 12 月，公司研发团队规模达 1,367 人（占比 57.68%），由创始人刘靖康领衔，汇集了计算机科学与技术、软件工程、工业设计、图像识别与人工智能等不同学科背景的高层次人才。公司高层具备扎实的技术功底，因此能通过对行业趋势的深入观察，准确地把握行业和公司的发展方向，不断提高公司的行业竞争力。

图31：截至 2024 年 12 月，公司研发团队规模达 1367 人（占比 57.68%）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

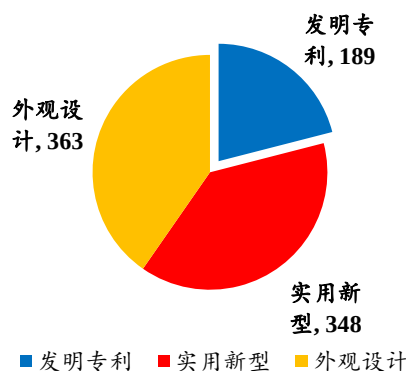
图32：截至 2024 年 12 月，公司已获境内外授权专利 900 项，其中发明专利 189 项（占比 21.0%）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

专利储备充足构筑专利壁垒，有望巩固行业地位。公司研发投入持续加码，近三年累计研发投入超 10 亿元，年均研发费用率保持在 12% 以上。截至 2024 年 12 月，公司已获境内外授权专利 900 项，其中发明专利 189 项（占比 21.0%），覆盖全景图像拼接、AI 影像处理、防抖算法等核心技术领域，构建起从硬件结构到 AI 算法的全链条壁垒。

图33：截至 2024 年 12 月，公司已获境内外授权专利 900 项，其中发明专利 189 项（占比 21.0%）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表10：公司专利覆盖全景图像拼接、AI 影像处理、防抖算法等核心技术领域，构筑充足专利壁垒

技术名称	细分技术	主要用途	技术先进情况	所处阶段
全景图像采集	全景图像采集技术	支持多路镜头同步采集 高分辨率全景素材	实现 11K 2D/10K 3D 采集，多 路曝光同步误差<1ms（行业领 先）	大批量生产
	全景图像拼接技术	鱼眼图像实时拼接与优 化	动态/光流双算法并行，嵌入式 处理速度达 3-6ms/帧	大批量生产
	全景立体图像拼接技术	鱼眼图像全景立体拼接， 提高视差还原准确性	产出高质量的 10K 全景 3D 内容。无需手动调整视差参数 （于行业率先推出）	大批量生产
防抖技术	防抖技术	全景、广角视频防抖优化	实现 PC 端 8K@60fps、移动端 4K@60fps 实时处理，处于行业 先进水平	大批量生产
AI 影像处理技术	AI 剪辑技术	智能精彩片段提取，快速 出片	场景、物体、动作识别准确率 达到 90%；第一人称的识别准 确率达到 84%（于行业率先推 出）	大批量生产
	AI 调色技术	智能场景自适应调色	22ms/帧实时处理	大批量生产
	AI 追踪技术	全景视频目标锁定	神经网络+ReID 追踪（行业率 先推出）	大批量生产
	AI 全景自动拍摄技术	智能轨迹分析与视频生 成	全自动剪辑（行业率先推出）	大批量生产
	AI 低光视频画质增强 技术	夜景视频画质优化	低功耗达成 4K 30 帧/每秒性 能，夜景录像画质显著提高	大批量生产

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、营销端：专注线下消费者认知教育，官媒及 KOL 带动普通用户增大品牌曝光率

以线下渠道起家，通过线下体验强化用户对全景拍摄技术的认知教育。在早期出海阶段，影石通过 CES 等国际展会高频亮相，吸引全球经销商关注并建立合作网络。2018 年 3 月影石成为首个入驻苹果商店的全景相机品牌，借助苹果的背书快速获取零售渠道资源，实现线下渠道的快速扩张。影石创新不仅打破传统消费电子品牌依赖线上起家的路径，更通过线下体验强化用户对全景拍摄技术的认知教育——例如设置产品试用区，让消费者直观感受“隐形自拍杆”“子弹时间”等创新功能。

图34：公司已有多款产品入驻苹果商店



资料来源：公司官网

图35：影石美国线下门店人流量可观



资料来源：公司官网

在线上营销方面，影石 Insta360 主要采取了“两步走”策略：

（1）第一步：通过官方社媒账号以及 KOL 营销产出 PGC（专业生产内容）

影石 Insta360 通过合作运动、时尚、旅游博主的分享展示拍摄效果，触动用户的情绪，引发用户对全景相机的向往；通过科技博主测评展示相机的技术含量，为受众更详细地多角度解说产品功能以及使用方法，以专业度提高用户对产品的认可。比如，影石与 YouTube 博主 Marques Brownlee 合作，博主通过在不同场景下的亲身使用，全方位地展示了 Insta360 相机的强大功能，不仅让观众直观地感受到了产品的优势，也进一步提升了品牌知名度和市场影响力。据 YouTube 统计，该视频在 YouTube 上的浏览量迅速攀升至 321 万次，点赞量也高达 10 万。

（2）第二步：借助普通用户的力量产出 UGC（用户生产内容）

用户不仅是影石的消费者，更是品牌故事的忠实拥护者和传播者，增加品牌曝光度的同时，也吸引更多潜在消费者。影石 Insta360 据不同地区的社媒特性定期组织摄影大赛等活动，以激发用户参与感。比如，影石与马来西亚观光局合作发起了“360Malaysia”品牌活动，邀请 20 名亚太地区的创作者前往兰卡威岛进行为期五天的旅程。在这期间，参与者发布了超 1000 条社交媒体内容，吸引了近 300 万的曝光量。2022 年，影石宣布“Think Bold.挑战基金”正式成立，面向全球用户征集有创意的点子，提供赞助帮助他们完成视频，鼓励用户实现“最大胆的创意想法”。截至 2025 年 6 月 24 日，Instagram 影石 Insta360 的粉丝数已经达到 256 万。

图36：与 KOL 合作多角度解说产品功能以及使用方法



资料来源： YouTube

图37：Instagram 上关于 Insta360 的帖子达到 231 万



资料来源： Instagram

影石积极推进技术合作与 IP 联名，高端赋能与场景破圈双轮驱动。技术端与徕卡深度合作，联合研发模块化相机（如 ACE Pro 2），成为唯一一家有徕卡加持的运动相机品牌，搭载定制光学镜头与 AI 算法，提升动态范围、弱光性能等硬指标，并接入谷歌街景、Adobe 生态强化 B 端场景；IP 端借势顶级流量破圈，推出《鬼灭之刃》联名款、官方合作巴黎奥运会等，将产品植入影视、动漫、体育等泛文化场景，实现从专业工具到大众消费的品牌升维。

图38：公司联合徕卡深度研发是唯一一家有徕卡加持的运动相机品牌



资料来源：公司官网

图39：与人气 TV 动画《鬼灭之刃》达成品牌合作，推出联名版全景运动相机



资料来源：公司官网

4、盈利预测

4.1、关键假设

收入端：长期市场仍有品类渗透率提升逻辑，公司受益于持续稳定的新品迭代，对量价均有一定拉动支撑作用。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 81.66/108.04/144.23 亿元，分别同比增长 46.50%/32.30%/33.50%。关键假设如下：

- (1) **ONE X 系列全景相机：**公司全景相机市占率连续六年全球第一，市场受益于 VR 看房、远程监控等新兴需求处于扩容通道，X 系列于市场上有较高知名度，且其传感器、防抖等方面技术仍在不断迭代升级中，推动系列销售收入增长，我们预计该系列 2025-2027 年收入同比增长 32.5%/20.0%/12.0%。
- (2) **GO 系列穿戴运动相机：**GO 系列以“拇指形态”的颠覆性设计，重新定义运动相机的便携性边界，将运动相机使用场景从专业极限运动延伸至亲子互动、宠物记录等生活化领域。随着人们生活品质提升，对个性化记录的需求日益增长，我们预计该系列收入将呈现较高速增长趋势，我们预计该系列 2025-2027 年收入同比增长 75.0%/30.0%/50.0%。
- (3) **Ace 系列运动相机：**Ace Pro 2 新品推出后市场反响热烈，2024 年该系列收入同比增长 497.7%，系列产品通过防抖、防水等技术加持，能够满足日常出行、极限户外等多元场景。我们预计该系列后续通过新品迭代推出，同样将保持较高增长态势，预计 2025-2027 年收入同比增长 82.0%/80.0%/80.0%。

利润端：公司新品不断推新下，费用投放将加大，且低毛利产品占比有提升趋势，我们预计公司盈利能力阶段性承压，在收入规模显著扩大下，归母净利润呈现稳步扩张趋势。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 12.01/16.62/23.04 亿元，同比分别 20.78%/38.34%/38.60%。

表11：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润增速分别为 20.78%/38.34%/38.60%（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36.36	55.74	81.66	108.04	144.23
YoY	78.16%	53.29%	46.50%	32.30%	33.50%
归母净利润	8.30	9.95	12.01	16.62	23.04
YoY	103.66%	19.91%	20.78%	38.34%	38.60%
归母净利率	22.81%	17.85%	14.71%	15.38%	15.97%
分产品拆分营收					
消费级智能影像设备	31.32	47.89	68.86	90.29	122.02
ONE R 系列	2.78	0.74	0.43	0.29	0.23
ONE X 系列	20.09	29.16	38.64	46.37	51.93
GO 系列(穿戴式运动相机)	4.62	9.01	15.77	20.51	30.76
Ace 系列(运动相机)	0.97	5.77	10.50	18.91	34.03
其他	2.86	3.19	3.51	4.22	5.06

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
专业级智能影像设备	0.34	0.23	0.25	0.28	0.31
TITAN 系列	0.09	0.06	0.07	0.08	0.09
Pro 系列	0.25	0.17	0.18	0.20	0.22
配件及其他产品	4.27	7.18	12.55	17.47	21.91
分产品拆分营收同比					
消费级智能影像设备	83.7%	52.9%	43.8%	31.1%	35.1%
ONE R 系列	-33.5%	-73.3%	-42.5%	-32.0%	-20.0%
ONE X 系列	83.9%	45.2%	32.5%	20.0%	12.0%
GO 系列(穿戴式运动相机)	263.2%	95.0%	75.0%	30.0%	50.0%
Ace 系列(运动相机)		497.7%	82.0%	80.0%	80.0%
其他	331.4%	11.6%	10.0%	20.0%	20.0%
专业级智能影像设备	-28.9%	-32.1%	10.0%	10.0%	10.0%
TITAN 系列	-43.6%	-27.2%	10.0%	10.0%	10.0%
Pro 系列	-21.8%	-33.8%	10.0%	10.0%	10.0%
配件及其他产品	65.6%	68.3%	74.7%	39.2%	25.4%

数据来源：公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

我们认为在小型智能化影像设备应用场景不断延伸趋势下，公司凭借深厚研发技术功底及龙头品牌优势，有望承接行业东风、稳固市场领先地位获得快速发展。我们选取主营业务相似的极米科技、萤石网络、安克创新作为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 为 29.3 倍，考虑到影石创新为智能影像设备稀缺标的，且自身业务成长性高，具备一定估值溢价。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 12.01/16.62/23.04 亿元，对应 EPS 为 3.00/4.14/5.75 元，当前股价对应 PE 分别为 56.4/40.8/29.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：2025 年可比公司平均 PE 值为 46.4 倍

	公司 名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				EPS(元)				PE(倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
688696.SH	极米科技	80.0	1.2	3.6050	4.6615	5.4210	1.8	5.1	6.7	7.7	66.6	22.2	17.2	14.8
688475.SH	萤石网络	246.6	5.0	6.6	8.2	9.9	0.6	0.8	1.0	1.3	48.9	37.1	30.1	24.8
300866.SZ	安克创新	585.9	21.1	20.4200	26.1	38.0	4.0	3.8	4.9	7.1	27.7	28.7	22.5	15.4
	平均										47.7	29.3	23.2	18.3
688775.SH	影石创新	677.7	9.9	12.0	16.6	23.0	2.5	3.0	4.1	5.7	68.1	56.4	40.8	29.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（可比公司安克创新数据为开源证券研究所盈利预测，极米科技、萤石网络数据为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 6 月 27 日）

5、风险提示

（1）全球经济环境变化风险。全球经济复杂多变，中国企业按面临新挑战，贸易摩擦有可能影响到公司营销收入。

（2）市场竞争风险。全景运动相机较多新玩家入局，公司面临市场竞争加剧的风险。

（3）技术迭代风险。AI 有望带来新行业变革，若公司技术迭代速度不及预期，竞争力将出现下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1794	4004	5171	7294	9851
现金	825	280	2218	3212	5579
应收票据及应收账款	95	203	150	366	288
其他应收款	20	91	72	144	145
预付账款	8	20	20	33	37
存货	494	1000	1211	1700	2133
其他流动资产	351	2410	1499	1838	1669
非流动资产	1253	1017	1206	1416	1683
长期投资	0	10	12	14	17
固定资产	146	176	414	602	821
无形资产	12	15	16	16	16
其他非流动资产	1095	816	763	783	829
资产总计	3047	5021	6377	8710	11534
流动负债	828	1791	1946	2617	3137
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	484	1197	1328	1946	2384
其他流动负债	344	594	618	670	753
非流动负债	32	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	49	49	49	49
负债合计	861	1840	1994	2665	3186
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	360	360	360
资本公积	190	191	191	191	191
留存收益	1649	2644	3846	5508	7811
归属母公司股东权益	2186	3181	4383	6045	8348
负债和股东权益	3047	5021	6377	8710	11534

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	762	1172	1854	1492	2517
净利润	830	995	1201	1662	2304
折旧摊销	19	32	23	38	54
财务费用	10	-19	101	55	-27
投资损失	-22	-33	-16	-20	-23
营运资金变动	-81	183	481	-245	199
其他经营现金流	7	14	65	2	10
投资活动现金流	-389	-1694	203	-443	-177
资本支出	117	150	264	235	311
长期投资	-275	-1563	-2	-2	-3
其他投资现金流	2	19	469	-205	137
筹资活动现金流	-12	-18	-119	-55	27
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-19	-119	-55	27
现金净增加额	368	-545	1938	994	2366

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3636	5574	8166	10804	14423
营业成本	1602	2665	4067	5272	6995
营业税金及附加	31	46	56	86	115
营业费用	528	826	1147	1526	2064
管理费用	114	253	409	491	800
研发费用	448	777	1118	1613	2009
财务费用	10	-19	101	55	-27
资产减值损失	-29	-35	0	0	0
其他收益	42	42	30	33	37
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	22	33	16	20	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	934	1058	1303	1801	2509
营业外收入	2	6	3	3	3
营业外支出	3	5	3	4	4
利润总额	933	1059	1303	1801	2508
所得税	103	64	102	139	204
净利润	830	995	1201	1662	2304
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	830	995	1201	1662	2304
EBITDA	927	1082	1309	1774	2446
EPS(元)	2.07	2.48	3.00	4.14	5.75

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	78.2	53.3	46.5	32.3	33.5
营业利润(%)	115.5	13.3	23.2	38.2	39.3
归属于母公司净利润(%)	103.7	19.9	20.8	38.3	38.6
获利能力					
毛利率(%)	56.0	52.2	50.2	51.2	51.5
净利率(%)	22.8	17.8	14.7	15.4	16.0
ROE(%)	38.0	31.3	27.4	27.5	27.6
ROIC(%)	36.7	30.8	27.1	26.5	26.3
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	36.6	31.3	30.6	27.6
净负债比率(%)	-37.1	-8.2	-50.6	-53.1	-66.8
流动比率	2.2	2.2	2.7	2.8	3.1
速动比率	1.1	0.8	1.5	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	55.2	37.4	46.3	41.9	44.1
应付账款周转率	3.7	3.3	3.5	3.4	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.07	2.48	3.00	4.14	5.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	2.92	4.62	3.72	6.28
每股净资产(最新摊薄)	5.45	7.93	10.93	15.07	20.82
估值比率					
P/E	81.7	68.1	56.4	40.8	29.4
P/B	31.0	21.3	15.5	11.2	8.1
EV/EBITDA	64.8	55.1	44.4	32.1	22.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn