



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入（首次）

行业： 电子

日期： 2025年07月17日

分析师： 颜枫

Tel:

E-mail: yanfeng@shzq.com

SAC 编号: S0870525030001

分析师： 梁瑞

Tel: 021-53686409

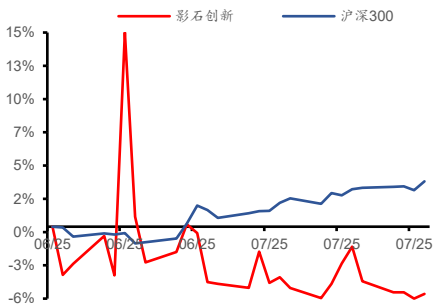
E-mail: liangrui@shzq.com

SAC 编号: S0870523110001

### 基本数据

最新收盘价（元）	167.58
12mth A 股价格区间（元）	166.92-204.22
总股本（百万股）	401.00
无限售 A 股/总股本	7.61%
流通市值（亿元）	51.11

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

## 智能影像蓝海市场，创新驱动龙头成长

### ■ 投资摘要

#### 影石创新：全景相机和运动相机贡献主要收入

公司自成立以来一直专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，2024年公司营收达到55.74亿元（同比+53.29%）、归母净利润达到9.95亿元（同比+19.91%）2017-2024年CAGR增速分别达到66.22%和107.54%。公司从消费级全景相机产品切入，目前已将产品线拓展至专业VR全景相机、运动相机等领域，2024年公司消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品收入占比分别为86.59%、0.43%、12.98%。分产品看，ONE X系列（全景运动相机）2024年占总收入比重52.74%，Go系列（可穿戴运动相机）占总收入比重为16.30%，Ace系列（运动相机）占总收入比重为10.44%。

#### 全景相机应用场景持续丰富，公司市占率领先

全景相机应用范围广泛，包括日常拍摄与分享、新闻播报、赛事直播、影视内容制作、游戏内容制作等领域，并且户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域中不断渗透。根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球全景相机市场规模达到50.3亿元，2017-2023年CAGR增速为12.3%；2027年预计将达到78.5亿元，2023-2027年CAGR为11.8%。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。根据Frost & Sullivan的数据，2023年全球消费级全景相机市场份额（按销售额）前三位分别为影石创新、日本理光（Ricoh）、GoPro，市场占有率分别为67.2%、12.4%和9.2%。

#### “硬软”结合打造智能影像核心价值，公司产品创新能力强

智能影像设备的核心价值是同时体现在设备对于运像捕捉的硬件性能和实时图像增益算法先进性上的。**硬件端**，IC和镜头模组原材料成本中占比较高，随着业务规模持续扩大，采购数量增长，逐渐形成了规模效应，原材料平均价格总体呈下降趋势。**软件端**，随着影像设备的智能化发展，影像处理、编辑和特效等基于算法的软件技术重要性不断提高。**公司产品创新与定义能力强，解决用户痛点。**公司通过深入调研市场需求和用户偏好，凭借专业研发团队不断创新，设计并研发出功能先进、质量优异的创新型产品。在产品技术方面，公司将自主研发的全景技术、防抖技术、AI影像技术等应用至各系列产品，创新性地实现了AI智能剪辑、“自拍杆隐形”、智能追踪、“子弹时间”等功能。

#### 公司全球市场拓展，销售网络广泛

**销售渠道看**，2024年公司线下渠道收入占比为52.05%，公司产品的销售网络已覆盖全球的10,000多家零售门店和90多座海内外机场，并与Apple Store零售店、Best Buy等知名渠道进行长期合作。公司线上销售渠道包括公司官方商城、第三方电商平台（天猫和亚马逊等）以及电商平台入仓（京东自营及亚马逊自营等）。**销售区域看**，境外销售收入占比超75%，以欧美、日韩等发达国家（地区）为主。此外，公司产品在亚太地区的销量及市场影响力也在快速增长。

## ■ 投资建议

我们预计2025-2027年实现营收分别为81/112/145亿元，同比增速分别为44.6%/39.1%/29.0%；归母净利润分别为12/17/23亿元，同比增速分别为18.8%/42.2%/37.4%。对应2025年7月17日收盘价PE为57/40/29倍。我们认为智能影像设备行业景气度高，应用场景持续拓展。公司全景相机和运动相机市占率领先，在产品创新、渠道和品牌端优势壁垒强，业绩具备持续高增的可能，给予一定的估值溢价。首次覆盖，“买入”评级。

## ■ 风险提示

国际贸易摩擦及关税风险；产品及技术研发风险；技术人才流失风险；产品迭代不及预期导致业绩增速放缓甚至下滑的风险等。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5574	8059	11213	14462
年增长率	53.3%	44.6%	39.1%	29.0%
归母净利润	995	1182	1681	2310
年增长率	19.9%	18.8%	42.2%	37.4%
每股收益（元）	2.48	2.95	4.19	5.76
市盈率（X）	67.55	56.85	39.98	29.09
市净率（X）	21.12	11.00	8.62	6.65

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年07月17日收盘价）

## 目 录

<b>1 影石创新：全球智能影像设备龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 专注智能影像设备，产品矩阵丰富.....	5
1.2 实控人为创始人刘靖康，股权结构集中.....	7
1.3 业绩持续高增，盈利能力强.....	7
<b>2 智能影像市场加速渗透，市场集中度高</b> .....	<b>9</b>
2.1 行业规模快速增长，公司市占率领先.....	9
2.1.1 全景相机：应用场景持续拓展，公司市占率第一.....	10
2.1.2 运动相机：满足运动场景，公司市占率前三.....	12
2.2 产业链：规模效应下硬件成本优化，智能化软件加强壁垒.....	13
2.2.1 硬件：IC 和镜头模组成本占比高，外协生产为主.....	14
2.2.2 软件技术将成为智能影像设备厂商必争之地.....	16
<b>3 产品创新能力卓越，国际化销售网络布局广泛</b> .....	<b>17</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议.....	20
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图

图 1：公司消费级主要产品一览.....	5
图 2：公司产品收入构成.....	6
图 3：公司收入分产品系列.....	6
图 4：公司股权结构（截至 20241231）.....	7
图 5：公司营收及增速（百万元）.....	8
图 6：公司归母净利润及增速（百万元）.....	8
图 7：公司毛利率、净利率.....	9
图 8：公司分产品毛利率.....	9
图 9：公司费用率.....	9
图 10：影像设备分类示意图.....	10
图 11：全球全景相机零售市场规模.....	11
图 12：全球全景相机出货量规模.....	11
图 13：全球消费级全景相机市场格局（按销售额）.....	11
图 14：中国消费级全景相机市场格局（按销售额）.....	11
图 15：全球专业级全景相机市场格局（按销售额）.....	11
图 16：全球运动相机零售市场规模.....	12
图 17：全球运动相机出货量.....	12
图 18：2023 年全球运动相机市场格局（按销售额）.....	13
图 19：智能影像设备工作流程图.....	14
图 20：影像设备产业链.....	14
图 21：2024 年影石营业成本构成.....	15
图 22：2024 年影石主要原材料采购金额占比.....	15
图 23：2024 年公司主要加工厂商的加工费占比.....	16

图 24：普通多路拼接存在重影问题 ..... 17

图 25：公司全景图像光流拼接效果图 ..... 17

图 26：公司新品推出与收入情况..... 17

图 27：公司线上线下收入占比 ..... 18

图 28：公司分渠道收入占比..... 18

图 29：公司分地区收入占比..... 18

表

表 1：主要产品及应用场景 ..... 5

表 2：公司主要原材料采购价格（平均单价）变动情况（个/套，元） ..... 15

表 3：公司收入拆分（按产品） ..... 19

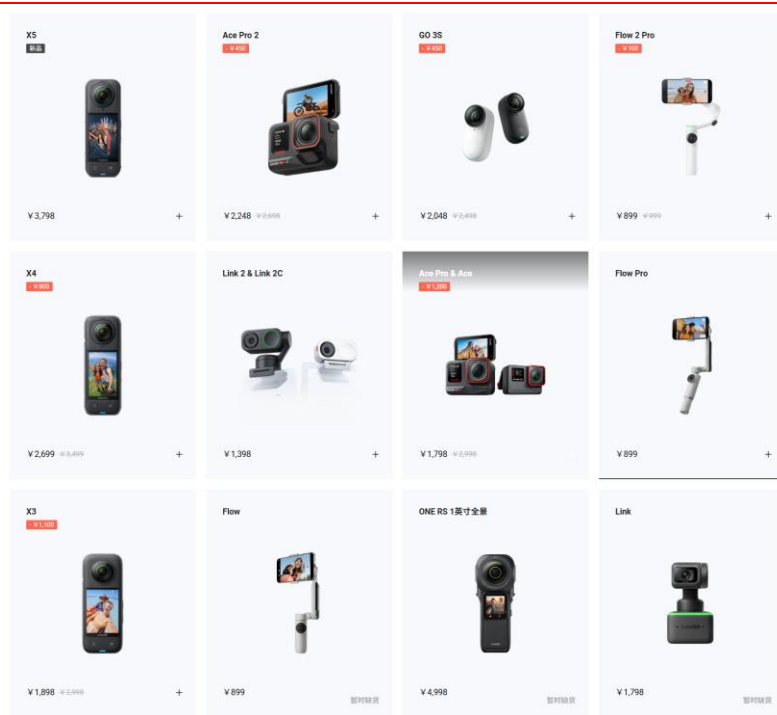
表 4：可比公司估值..... 20

## 1 影石创新：全球智能影像设备龙头

### 1.1 专注智能影像设备，产品矩阵丰富

公司自成立以来一直专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售，是以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商，发展形成了由全景技术、防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术等为核心的技术体系。公司通过自主研发和技术创新满足消费者在不同场景下的影像需求，并为各行业提供先进的智能影像解决方案。

图 1：公司消费级主要产品一览



资料来源：公司官方商城，上海证券研究所

公司产品品类丰富。从消费级的全景相机产品切入，目前已将产品线拓展至专业 VR 全景相机、运动相机领域，并提供全景新闻直播、全景街景地图、VR 看房、视频会议等行业解决方案。公司主要产品包括消费级、专业级智能影像设备、配件及其他产品，2024 年收入占比分别为 86.59%、0.43%、12.98%。

表 1：主要产品及应用场景

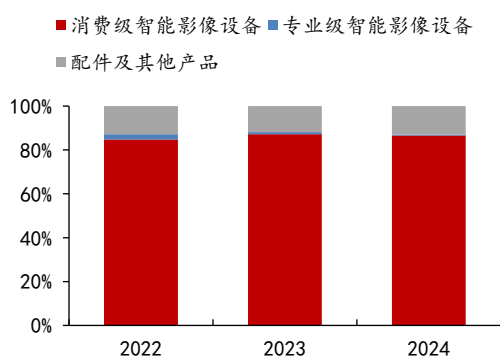
产品类别	功能属性	应用领域	产品系列
消费级智能影像设备	运动相机	适用于高强度运动状态下拍摄，应用场景包括国防军事、政法警务、户外运动、日常生活娱乐、旅游以及电视节目户外拍摄等场景的内容拍摄	Ace 系列、GO 系列
	全景相机	360° 全景拍摄，用于国防军事、政法警务、日常生活娱乐、旅游、户外运动以及 VR 看房等场景的全景内容拍摄	瞳 Sphere 系列、Nano 系列

	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	ONE X 系列、ONE R 系列
	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	Link 系列、Flow 系列
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	Pro 系列、TITAN 系列
	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	Connect 系列

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

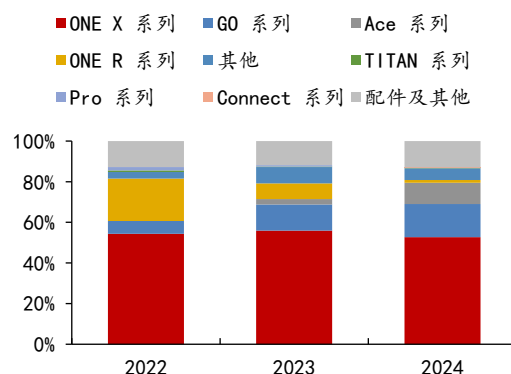
**全景相机和运动相机是公司主要收入来源。**公司消费级智能影像设备包括全景相机、运动相机、手持摄影设备及网络摄像头等，应用场景包括国防军事、政法警务、户外运动、日常生活娱乐等。全景相机是能通过鱼眼等广角镜头实现 360° 全景拍摄的相机；运动相机是外形小巧、具有较强防抖功能、能适用于高强度运动状态下拍摄的相机。公司消费级智能影像设备产品主要包括 ONE X 系列、Ace 系列、GO 系列、ONE R 系列、瞳 Sphere、Link 系列、Flow 系列、Nano 系列等。其中 ONE X 系列（全景运动相机）2024 年占总收入比重 52.74%，Go 系列（可穿戴运动相机）占总收入比重为 16.30%，Ace 系列（运动相机）占总收入比重为 10.44%。

图 2：公司产品收入构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 3：公司收入分产品系列



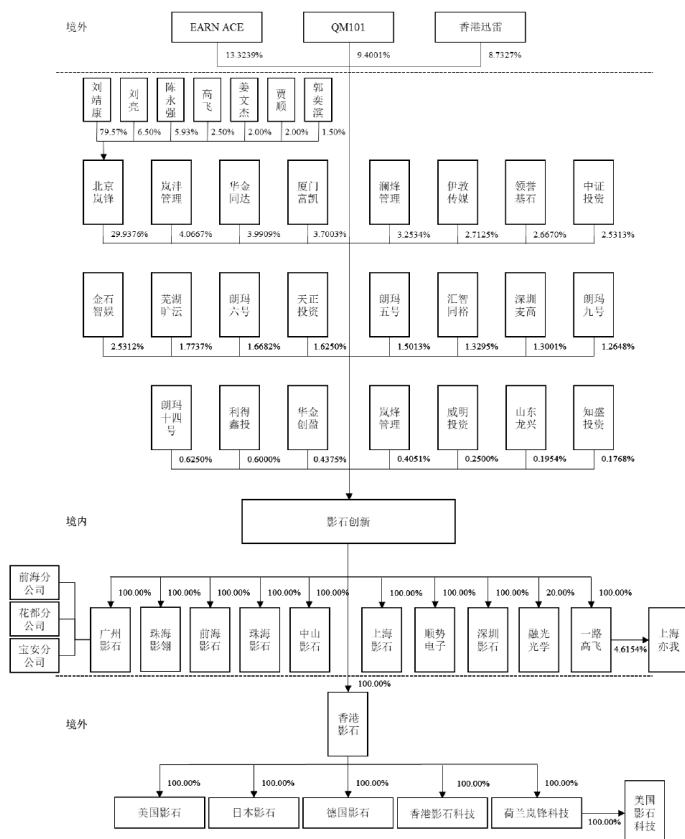
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

公司专业级智能影像设备主要有 Pro 系列和 TITAN 等专业 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。以及 Connect 系列 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。

## 1.2 实控人为创始人刘靖康，股权结构集中

刘靖康通过北京岚锋、岚洋管理、澜烽管理、岚烽管理、厦门富凯、汇智同裕、深圳麦高间接持有公司 29.8891%的股份，系公司实际控制人。刘靖康配偶、一致行动人潘瑶通过厦门富凯、汇智同裕和深圳麦高间接持有公司 0.00022%的股份。公司实际控制人刘靖康及其一致行动人潘瑶合计间接持有公司 29.8893%的股份。

图 4：公司股权结构（截至 20241231）



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

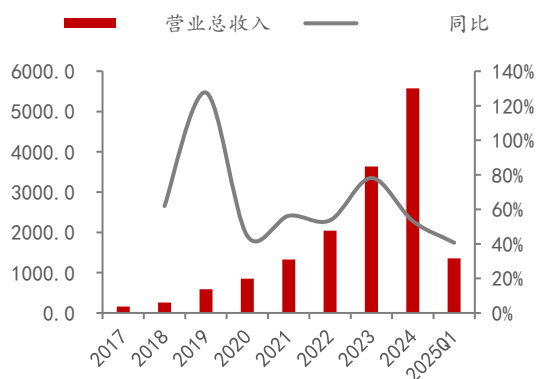
## 1.3 业绩持续高增，盈利能力强

公司业绩保持高速增长，2025 年加大研发和销售投入。2024 年公司营收达到 55.74 亿元（同比+53.29%）、归母净利润达到 9.95 亿元（同比+19.91%），2017-2024 年 CAGR 增速分别达到 66.22%和 107.54%。2025Q1 公司营收为 13.55 亿元，同比+40.70%，归母净利润 1.76 亿元，同比-2.50%，主要系：1）公司持续推进全新产品线开发、关键技术升级及技术版图拓展，研发投入持续加大，使得 2025 年 1-3 月研发费用率较上年同期上升了 3.21 个百分点；2）为进一步提升品牌影响力，将产品的垂直领域



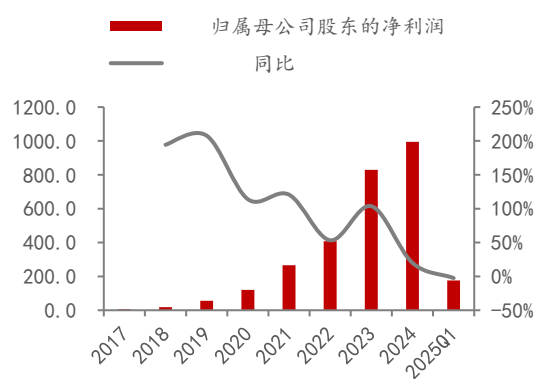
优势向更为广阔的大众消费场景渗透，公司加大了在线上营销宣传、线下展会活动及线下直营店等方面的市场推广投入，使得2025年1-3月销售费用率较上年同期上升了3.18个百分点。公司预计2025H1实现营收32.14~38.15亿元，同比+32.38%~57.10%，预计实现净利润4.94亿元~5.83亿元，同比-4.65%~12.49%，主要系公司研发费用和销售费用的增长。

图 5：公司营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速（百万元）



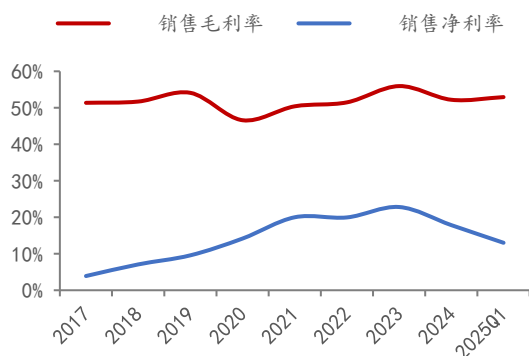
资料来源：Wind，上海证券研究所

公司毛利率保持较高水平，产品结构变动带来毛利率波动。公司毛利率总体保持在50%以上的较高水平，受公司产品结构变化影响，总体毛利率有所波动。2024年公司毛利率为52.20%，同比下降，主要原因系产品结构变动。2024年，一方面毛利率较低的Ace系列产品收入占比有所提高，另一方面阶段性毛利率较低的ONE X4产品收入占比有所提高。新产品ONE X4由于性能升级较大，芯片等成本上涨较多导致成本有所提升，且2024年上半年该产品处于量产初期，受规模效应等因素影响毛利率阶段性较低。

2024年公司净利率为17.85%，较2023年同比下滑，主要受（1）2024年，为应对337调查及加州中区法院诉讼公司聘请了律师等中介机构，公司管理费用率同比增长1.40个百分点。（2）公司研发费用率同比增长1.62个百分点。

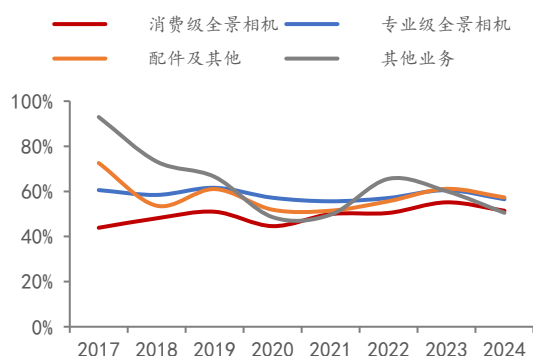


图 7：公司毛利率、净利率



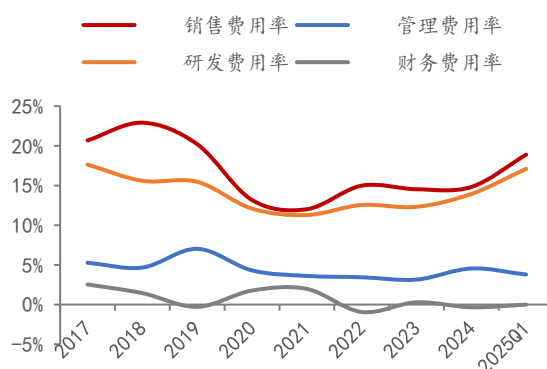
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：公司费用率



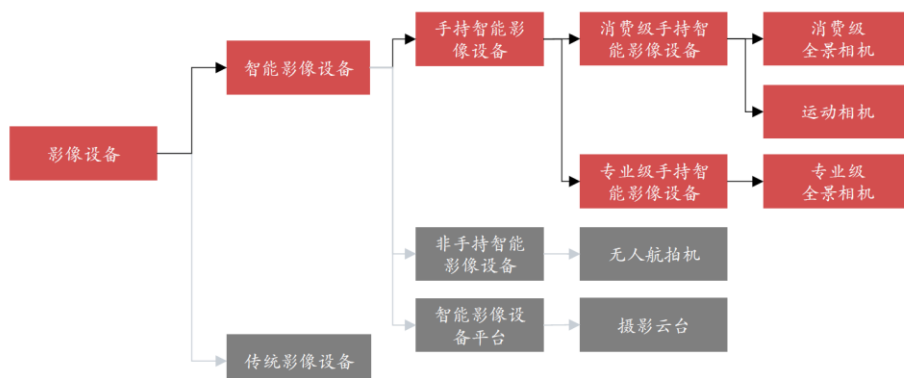
资料来源：wind，上海证券研究所

## 2 智能影像市场加速渗透，市场集中度高

### 2.1 行业规模快速增长，公司市占率领先

智能影像设备在产品形态、拍摄灵活性以及后期处理便捷性上较传统影像设备均有显著提升。智能影像设备是指具备计算处理能力的影像设备，系由传统影像设备演变而来，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、电力电子技术等结合的产物，主要包括航拍无人机、全景相机、运动相机、可穿戴摄影设备等。依托创新设计和计算处理能力，智能影像设备在产品形态、拍摄灵活性以及后期处理便捷性上较传统影像设备均有显著提升。

图 10：影像设备分类示意图



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

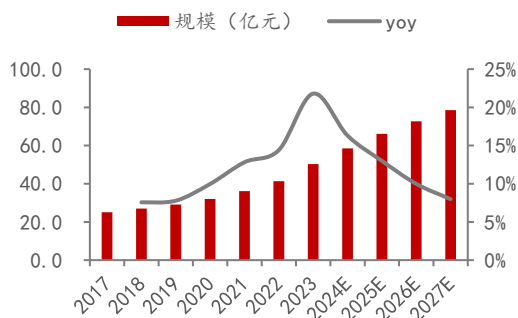
### 2.1.1 全景相机：应用场景持续拓展，公司市占率第一

全景相机基于全景技术，拍摄可获得  $360^\circ$  的视角，带来三维立体的观感，提升用户体验，增强情绪价值。全景相机是基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出  $360^\circ$  全景图片或视频的智能影像设备。全景拍摄技术是指利用科学技术、专业设备将整个真实的场景映射成全景图像，从而将二维的平面图模拟为三维立体空间，实现虚拟现实浏览，浏览者可以在全景空间里对视角进行自由切换，全景拍摄具有全方位、真实性、三维性特点。全景相机通过真实照片获得三维立体的观感，与一般图片和三维建模成像相比具有明显优势。一般图片的视角范围有限且无立体感，全景相机拍摄可获得  $360^\circ$  的视角，亦可以带来三维立体的观感。消费级全景相机  $360^\circ$  影像功能的实现依赖于两个高精度鱼镜头同时交互拍摄，并需要通过图像拼接技术，生成全景图像。除特殊的全景拍摄功能以外，消费级全景相机还具备方便携带、操作简单等优点，通常被用于人们的日常出行旅游记录、极限运动拍摄、创意视角拍摄等领域。

全景相机使用场景不断渗透，逐渐从日常娱乐使用拓展到专业领域。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球全景相机市场规模达到 50.3 亿元，2017-2023 年 CAGR 增速为 12.3%；2027 年预计将达到 78.5 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 11.8%。从出货量来看，2023 年全球全景相机出货量为 196.0 万台，2017-2023 年 CAGR 增速达 14.2%；预计 2027 年出货量达到 316 万台，2023-2027 年 CAGR 达到 12.7%。分地区看，欧美为全景相机的主要消费市场，出货量占整体一半左右。全景相机应用范围广泛，包括日常拍摄与分享、新闻播报、赛事直播、影视内容制作、游戏内容制作等领域，预计随着全景相机在户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域中不断渗透，未来全景相机市场规模也将进

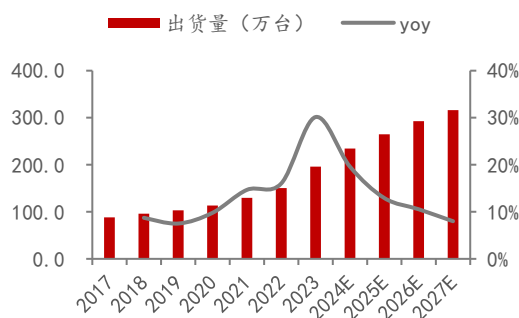
一步扩大。

图 11：全球全景相机零售市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

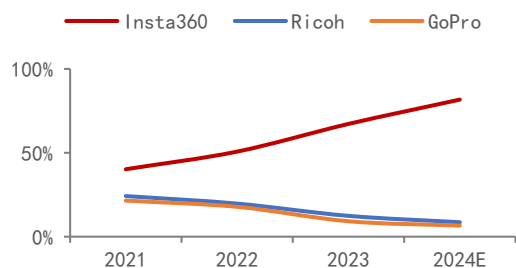
图 12：全球全景相机出货量规模



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

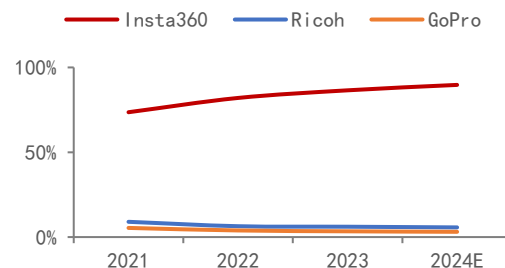
行业格局集中，公司全景相机市占率第一。近年来随着行业技术不断成熟，市场的竞争格局由多家参与逐步向头部企业聚拢，影石创新等国内企业凭借图像处理技术优势在全景相机行业中逐步抢占市场份额。目前全球消费级全景相机领域领先企业包括中国的影石创新、日本的理光以及美国的 GoPro。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年全球消费级全景相机市场份额（销售额占全球消费级全景相机市场的比重）前三位分别为影石创新、日本理光（Ricoh）、GoPro，市场占有率分别为 67.2%、12.4%和 9.2%。专业级的 VR 全景相机市场则主要由影石创新和深圳看到科技有限公司主导。

图 13：全球消费级全景相机市场格局（按销售额）



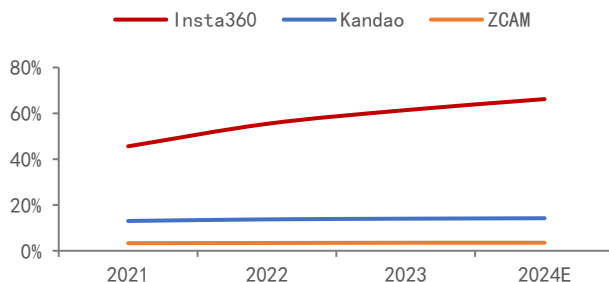
资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 14：中国消费级全景相机市场格局（按销售额）



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 15：全球专业级全景相机市场格局（按销售额）



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

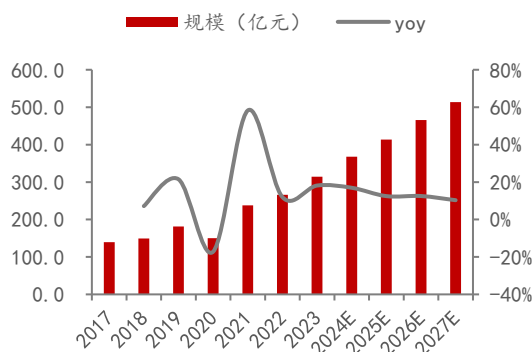
请务必阅读尾页重要声明

### 2.1.2 运动相机：满足运动场景，公司市占率前三

运动相机较传统相机使用更便捷，抗震、防水等性能更高，满足运动场景需求。运动相机是一种用于记录运动过程的相机，通常以第一人称视角进行拍摄，可通过配件固定在自拍杆或身体某部位、头盔、滑板、自行车把手上，多用于滑雪、冲浪、跳伞、攀岩、极限运动等运动场景，并且能满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求。相比于传统相机，运动相机的视角范围更宽阔，而且具有更强的抗震、防水、防尘、耐热、耐摔等性能。运动相机一般体积相对较小、重量轻且外形简单，便于携带和安装。近年来，伴随着全景技术在运动相机领域的应用，运动相机产品也从开始的相机矩阵模仿全景效果演变出现了全景+运动双元素共存的产品方案。

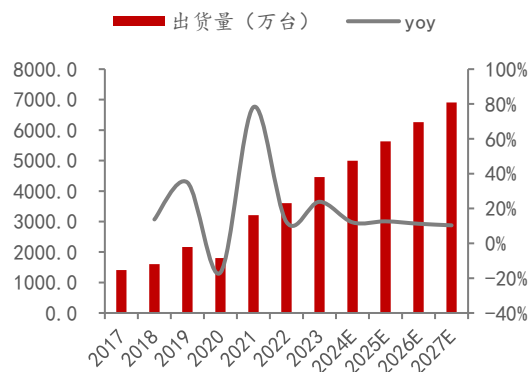
随着户外运动者数量的增多及社交网络视频分享的普及，人们对于拍摄视频的意愿不断增强，从而推动了运动相机市场规模的增长。根据 Frost & Sullivan 的数据，全球运动相机零售市场规模从 2017 年的 139.3 亿元增长至 2023 年的 314.4 亿元，复合增长率达到 14.5%；预计 2027 年达到 513.5 亿元，2023-2027 复合增速为 13%。全球运动相机的出货量从 2017 年的 1,410.5 万台增加至 2023 年的 4,461 万台，复合增速达到 21.2%。预计 2027 年出货量达到 6907.3 万台，复合增速 11.5%。分地区看，北美地区 2023 年出货量达 1875.7 万台，欧洲出货量达 1422.9 万台，占比分别为 42%和 32%。

图 16：全球运动相机零售市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 17：全球运动相机出货量

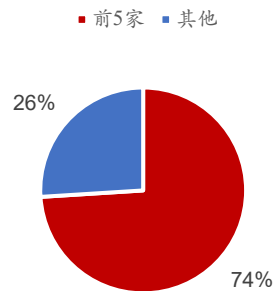


资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

运动相机整体市场较为分散，公司市占率排名前三。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。在高端市场，国产运动&全景相机品牌如 Insta360、大疆创新、AKASO（塞纳）等凭借自身技术优势对 GoPro 等欧美产品逐渐形成替代趋势。在入门级产品中，中国运动相机品牌依靠其产品性价比占据着大半市场份额。根据 Frost & Sullivan 的数据，按照销售额，2023 年全球主要头部运动相机品牌玩家为 GoPro、影石 Insta360、DJI、深圳塞纳、sjcam 和 EKEN，其中前五企业所占市场份额约 74%。GoPro 作为运动相机老牌厂商，其销售额趋于稳定，而影石创新等新晋级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 18：2023 年全球运动相机市场格局（按销售额）**

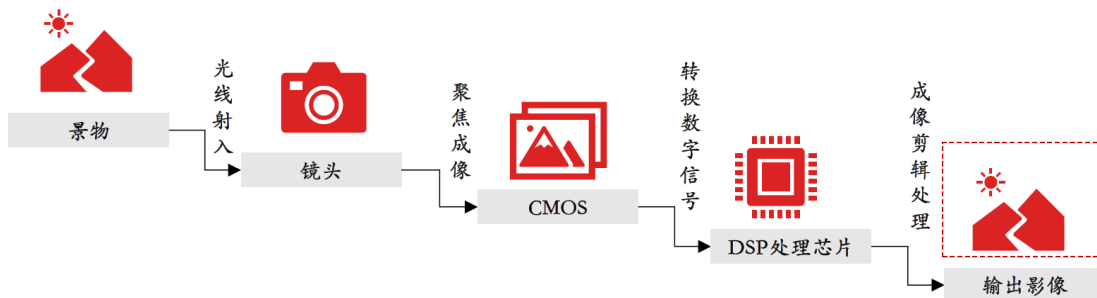


资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

## 2.2 产业链：规模效应下硬件成本优化，智能化软件加强壁垒

“硬软”结合打造智能影像设备的核心价值。传统高性能单反相机是通过高精密度光学器械实现极高成像精度的硬件仪器，而智能影像设备是通过高性能图像传感器实现对于运动影像的快速捕捉，并通过高效控制芯片和软件算法实现对于复杂图像数据的运动补正、曝光调整、图像剪辑和多图像拼接等复杂处理工作的。因此，智能影像设备的核心价值是同时体现在设备对于运像捕捉的硬件性能和实时图像增益算法先进性上的。

图 19：智能影像设备工作流程图

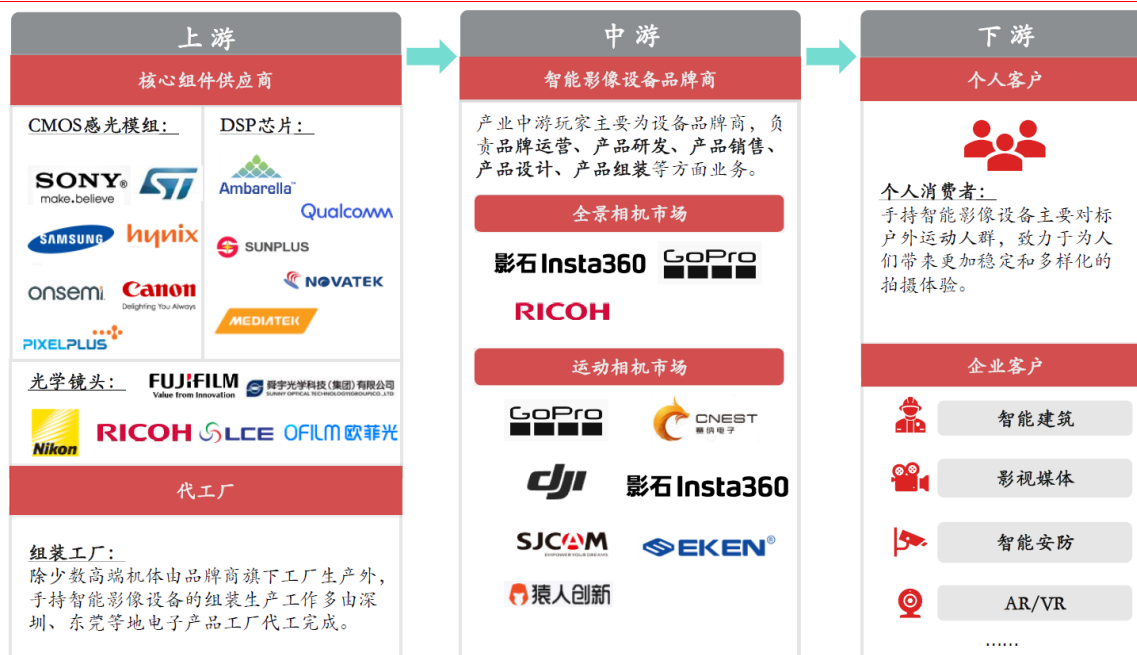


资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

### 2.2.1 硬件：IC 和镜头模组成本占比高，外协生产为主

从产业链角度看，手持智能影像设备主要通过代工厂进行生产，产业链上游包括芯片、镜头模组、结构件、连接器、包材和电池；产业链中游为各大智能影像设备品牌商；下游则包括个人客户和企业客户。

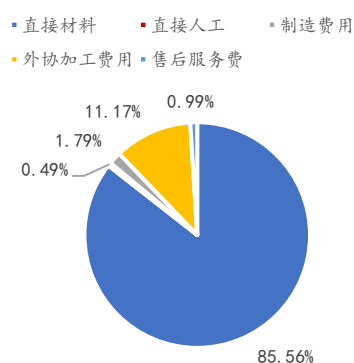
图 20：影像设备产业链



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

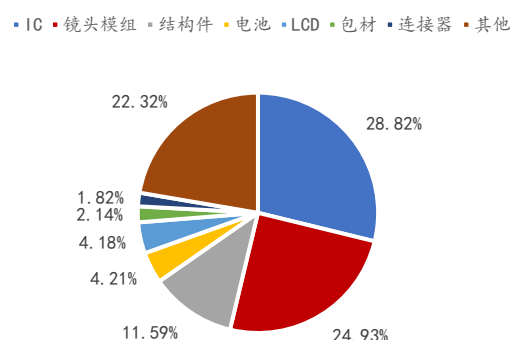
IC 和镜头模组原材料成本中占比较高。根据影石创新招股书，2024 年公司营业成本中 85.56% 是直接材料费用。从采购金额看，IC 和镜头模组占比较高，分别达到 28.82% 和 24.93%。

图 21：2024 年影石营业成本构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 22：2024 年影石主要原材料采购金额占比



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

规模优势下，总体镜头模组和 IC 芯片等主要原材料采购成本优化。随着公司业务规模持续扩大，采购数量增长，形成了规模效应，公司 IC、结构件、连接器、包材等原材料平均价格总体呈下降趋势。公司镜头模组供应商主要是弘景光电和舜宇光学，2023 年开始随着 ONE X3、ONE X4 等运动相机的生产采购逐步形成规模效应，镜头模组采购占比有所下降。公司的核心芯片主要是采购索尼、安霸等国际品牌。公司 IC 芯片采购单价随采购数量上升而下降，且随着公司产品不断升级，功能结构更加复杂，音频、存储和电源芯片的需求量增加，该等芯片单价较低，拉低了 IC 平均单价。2024 年公司芯片采购平均单价有所上升，主要系公司新品采用升级的主芯片，其采购单价较高，我们预计随着新产品销量的逐步提升，规模效应将会逐渐显现。

表 2：公司主要原材料采购价格（平均单价）变动情况（个/套，元）

	2022	2023	2024
IC	7.55	5.63	5.89
镜头模组	210.88	199.83	175.97
结构件	2.82	2.05	1.97
电池	29.42	25.72	30.63
LCD	47.31	45.26	41.73
包材	0.98	0.86	0.76
连接器	0.96	0.73	0.68

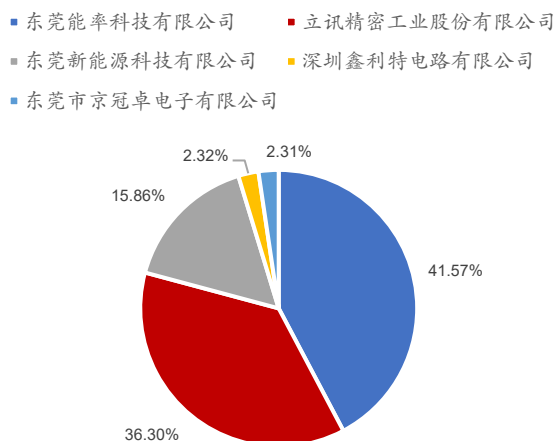
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

聚焦于技术研发、产品设计与销售等高价值产业环节，外协生产为主，产能供应充足。公司独立完成产品方案设计，包括核心算法、软件及硬件设计、工艺设计及测试软件等，在生产环节主要通过加工厂商合作的模式进行外协生产，由委外厂商负责镜头模组加工、SMT 贴片、电池等零部件加工、半成品及成品的组装测试等工序。公司消费级智能影像设备主要通过外协加工生



产，专业级智能影像设备主要为自主生产。公司主要合作的外协加工厂商包括东莞能率科技、立讯精密、东莞新能源科技等，占2024年外协采购金额的比重分别为41.57%、36.30%、15.86%。2023年以来公司逐步加深与立讯精密的合作，Flow系列主要由立讯精密进行加工，并进一步增加了ONE X系列、Ace系列的合作机型。

**图 23：2024 年公司主要加工厂商的加工费占比**



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

### 2.2.2 软件技术将成为智能影像设备厂商必争之地

软件重要性不断提升，预计成为差异化竞争的关键要素之一。传统的影像设备主要侧重于光学镜头、传感器等物理层面的相关技术，随着影像设备的智能化发展，影像处理、编辑和特效等基于算法的软件技术重要性不断提高。智能影像设备结合专属视频处理插件，可以实现快速剪辑的功能。此外，随着影像处理技术不断成熟，智能影像设备可通过内置软件便捷高效地实现防抖、色彩强化、渲染等功能，大大缩短后期防抖处理、剪辑、调色、加特效等繁琐的过程。内置软件和外置软件技术发挥着越来越重要的作用，将成为智能影像设备厂商的必争之地。

公司自主研发多种基于软件算法的核心技术，产品智能化效果好。在算法、软件开发方面，公司通过自主研发形成了全景图像采集拼接技术、防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术以及软件开发技术框架等基于算法、软件的核心技术，该等技术是实现最终产品智能化效果的关键。如为优化全景图像拼接算法，达到最佳的拼接效果，公司研发了动态拼接算法、消色差融合算法和光流拼接算法，实现了实时稳定的高精度场景自适应拼接。

图 24：普通多路拼接存在重影问题



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 25：公司全景图像光流拼接效果图

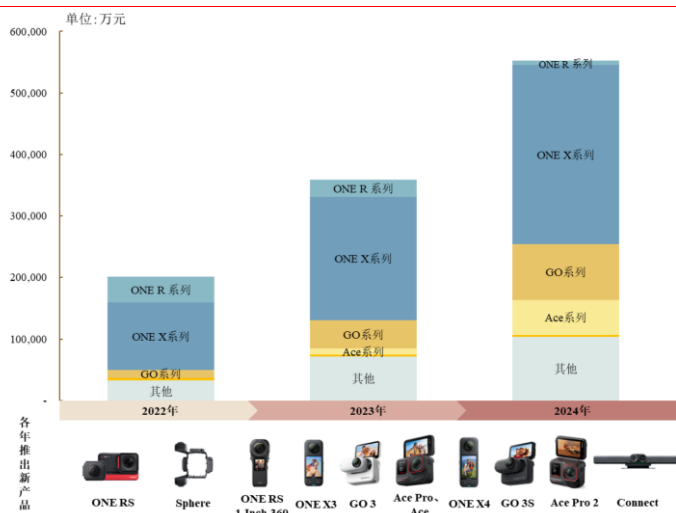


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

### 3 产品创新能力卓越，国际化销售网络布局广泛

**产品创新与定义能力强，解决用户痛点。**公司通过深入调研市场需求和用户偏好，凭借专业研发团队不断创新，设计并研发出功能先进、质量优异的创新型产品。公司在产品方面的核心优势在于创新技术运用及先进的产品定义能力。如在产品设计方面，公司 2016 年发布了 Nano 全景相机，首度实现了全景相机在移动端即插即用的功能；2019 年发布的穿戴式运动相机 GO 以 18.3 克重量、拇指大小尺寸的物理设计并结合防抖技术功能，为影像设备的微型化、可穿戴化提供了新的想象空间；2025 年公司推出了推出「Insta360+云服务」，集云存储、云分享、云播放、云剪辑、云导出于一体，全面提升全景相机使用体验。

图 26：公司新品推出与收入情况

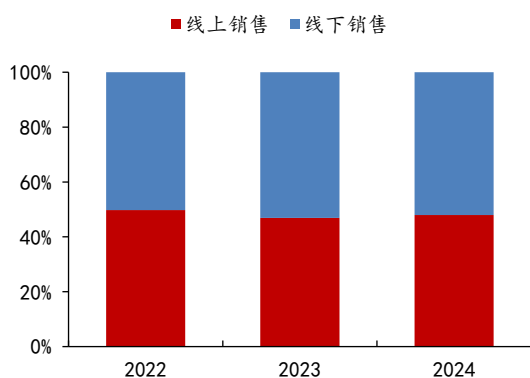


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

**积极拓展线上+线下多渠道，销售网络广泛。**公司建立了广泛的销售网络和多样化的销售模式。2024 年公司线下渠道收入占比请务必阅读尾页重要声明

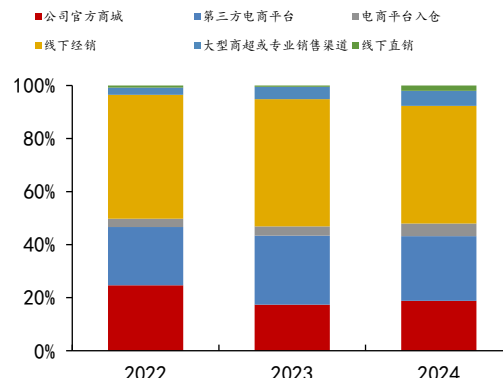
为 52.05%，公司产品的销售网络已覆盖全球的 10,000 多家零售门店和 90 多座海内外机场，并与 Apple Store 零售店、Best Buy 等知名渠道进行长期合作。近年来，公司充分借助互联网电商平台优势，拓展线上销售渠道。公司线上销售渠道包括公司官方商城、第三方电商平台（天猫和亚马逊等）以及电商平台入仓（京东自营及亚马逊自营等）。

图 27：公司线上线下收入占比



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

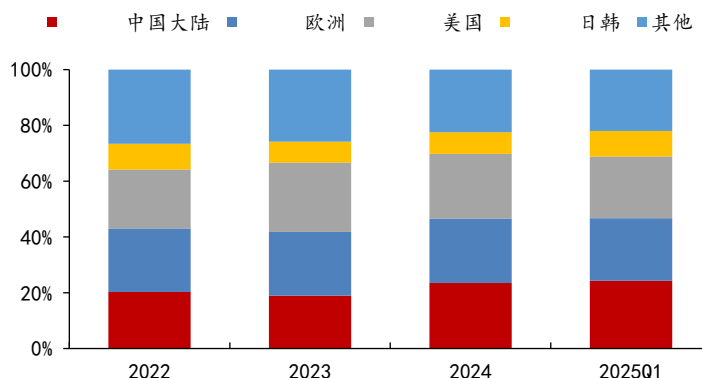
图 28：公司分渠道收入占比



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

境外销售收入占比超 75%，以欧美、日韩等发达国家（地区）为主。2022-2024 年公司境外销售收入占比分别为 79.43%、80.83% 和 76.35%。公司境外销售收入主要来自美国、欧洲、日韩等市场成熟、经济发达、消费力强的国家和地区，这些国家和地区依靠其较高水平的互联网普及率和居民消费能力，是公司的主要目标市场和核心收入来源。此外，公司产品在亚太地区的销量及市场影响力也在快速增长。通过建立全面的销售体系，公司可充分覆盖潜在目标消费者，顺应各时期消费者购买习惯，提高产品销售效率及销售稳定性。

图 29：公司分地区收入占比



资料来源：Wind，公司招股书，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

1.消费级影像设备：公司的主要收入来源（2024 年占比 86.59%），预计未来仍保持较快的增速。其中（1）**ONE X 系列（全景运动相机）** 2024 年占营业收入比重 52.74%，产品不断迭代，2025 年新一代产品上市，预计持续放量。（2）**Go 系列（可穿戴运动相机）** 2024 年占营业收入比重为 16.30%，产品拇指大小，创新式的可穿戴运动相机，预计在日常出行、亲子、宠物等多场景中实现高增。（3）**Ace 系列（运动相机）** 2024 占营业收入比重 10.44%，第一代产品于 2023 年 11 月推出，2024 年开始该系列产品快速放量，预计渗透率不断提升。（4）**ONE R 系列（全景相机/模块化运动相机）**，我们预计随着公司 ONE X 系列等更多新系列推出，收入占比持续下降。（5）其他产品包括公司 **Flow（AI 云台摄像头）** 和 **Link 系列（AI 手机稳定器）** 等产品，提升手机拍摄体验，有望成为新增长点。

2. 专业级智能影像设备、配件及其他业务占公司总体收入的比重较小。预计总体专业级设备市场相对稳定；配件及其他业务包括自拍杆、电池、防水壳、三脚架和蓝牙遥控器等产品，随着公司消费级产品的销量增长有望保持较快增速。

表 3：公司收入拆分（按产品）

（单位：百万元，CNY、%）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,041	3,636	5,574	8,059	11,213	14,462
yoy	54%	78%	53%	45%	39%	29%
消费级智能影像设备	1,704	3,132	4,789	7,018	9,891	12,909
yoy		83.73%	52.92%	46.55%	40.95%	30.51%
ONE X 系列（全景运动相机）	1,092	2,009	2,916	4,462	6,144	7,834
yoy		83.86%	45.20%	53.00%	37.70%	27.50%
GO 系列（穿戴运动相机）	127	462	901	1,590	2,361	3,131
yoy (%)		263.24%	95.03%	76.40%	48.50%	32.60%
Ace 系列（运动相机）	-	97	577	905	1,330	1,890
yoy (%)			497.68%	56.80%	47.00%	42.10%
ONE R 系列（全景/运动相机）	418	278	74	61	56	54
yoy		-33.54%	-73.27%	-18.40%	-8.20%	-3.10%
其他	66	286	319	332	359	409
yoy (%)		331.36%	11.58%	4.00%	8.00%	14.00%
专业级智能影像设备	48	34	24	21	22	25
yoy (%)		-28.90%	-30.61%	-9.61%	3.42%	12.94%
TITAN 系列（专业 VR 全景相机）	16	9	6	6	6	6
yoy		-43.59%	-27.24%	-9.10%	-4.05%	-1.02%
Pro 系列（专业 VR 全景相机）	32	25	17	14	13	13
yoy (%)		-21.77%	-33.82%	-13.30%	-8.20%	-3.10%

请务必阅读尾页重要声明

Connect 系列 (AI 视频会议一体机)	-	-	0.51	1.04	3.19	6.51
yoy (%)				104.00%	206.00%	104.00%
配件及其他	258	427	718	1,020	1,300	1,529
yoy		65.57%	68.33%	42.10%	27.40%	17.60%

资料来源: Wind, 公司招股书, 上海证券研究所

## 4.2 投资建议

我们预计 2025-2027 年实现营收分别为 81/112/145 亿元, 同比增速分别为 44.6%/39.1%/29.0%; 归母净利润分别为 12/17/23 亿元, 同比增速分别为 18.8%/42.2%/37.4%。对应 2025 年 7 月 17 日收盘价 PE 为 57/40/29 倍。我们认为智能影像设备行业景气度高, 应用场景持续拓展。公司全景相机和运动相机市占率领先, 在产品创新、渠道和品牌端优势壁垒强, 业绩具备持续高增的可能, 给予一定的估值溢价。首次覆盖, “买入”评级。

表 4: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1810.HK	小米集团-W	14,573	393.29	519.57	643.53	34	26	21
300866.SZ	安克创新	653	25.65	32.32	39.93	25	20	16
688696.SH	极米科技	79	3.60	4.66	5.42	22	17	15
688475.SH	萤石网络	263	6.64	8.19	9.93	40	32	26
平均						30	24	20
688775.SH	影石创新	672	11.82	16.81	23.10	57	40	29

资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 港股以港元计价; 可比公司业绩预测和 PE 来自 wind 一致预期, 时间 20250717

## 5 风险提示

### 1、国际贸易摩擦及关税风险

公司境外收入占比高, 2022-2024 年境外收入占主营业务收入比例分别为 79.43%、80.83%和 76.35%。2025 年以来美国关税政策变化频繁, 公司难以预测未来美国关税变化及关税水平。该等关税政策将对全球贸易、经济环境以及消费需求产生潜在不利影响, 从而影响公司的业务发展及经营状况。如果境外国家持续加大实施对公司出口明显不利的贸易、关税等政策, 公司存在无法维持境外销售高速增长的风险甚至由此导致业绩下滑的风险。

### 2、产品及技术研发风险

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、技术人才流失风险

公司所在行业属于技术密集型行业，产品的技术进步和创新依赖行业经验丰富、结构稳定的研发团队，高水平研发人才是公司技术研究、产品开发上取得成功的关键。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。

### 4、产品迭代不及预期导致业绩增速放缓甚至下滑的风险

消费电子行业存在产品迭代速度快及消费者需求不断提升的特点。公司及市场主流消费电子产品品牌厂商推出新品的周期通常在半年至一年左右。公司陆续推出了 Nano 系列、ONE 系列、ONE X 系列、ONE R 系列、GO 系列和 Ace 系列等消费级智能影像设备主要产品以及 Pro 系列、TITAN 系列、Connect 系列等专业级智能影像设备主要产品。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。未来如果公司不能持续推出功能优异的创新型智能影像设备进行产品迭代，或不能持续满足市场及消费者不断提升的需求，则可能面临公司业绩增速放缓甚至下滑的风险。



## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	280	3102	4739	6982
应收票据及应收账款	203	241	352	459
存货	1000	1379	1944	2542
其他流动资产	2521	2763	3099	3477
流动资产合计	4004	7484	10134	13460
<b>长期股权投资</b>	10	15	19	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	176	198	218	228
在建工程	191	234	275	315
<b>无形资产</b>	15	16	13	19
<b>其他非流动资产</b>	625	591	542	504
非流动资产合计	1017	1053	1067	1090
资产总计	5021	8538	11201	14550
短期借款	0	0	0	0
<b>应付票据及应付账款</b>	1197	1533	2182	2878
合同负债	88	138	181	237
其他流动负债	506	704	994	1281
<b>流动负债合计</b>	1791	2376	3357	4396
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
<b>其他非流动负债</b>	49	51	52	53
非流动负债合计	49	51	52	53
<b>负债合计</b>	1840	2427	3409	4449
股本	360	401	401	401
资本公积	191	1898	1898	1898
留存收益	2644	3826	5507	7817
归属母公司股东权益	3181	6111	7792	10101
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	3181	6111	7792	10101
<b>负债和股东权益合计</b>	5021	8538	11201	14550

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流量</b>	1172	1161	1668	2258
净利润	995	1182	1681	2310
折旧摊销	49	56	59	49
营运资金变动	184	-38	-30	-43
其他	-56	-39	-42	-58
<b>投资活动现金流量</b>	-1694	-89	-31	-15
资本支出	-150	-134	-134	-134
投资变动	-1563	40	40	40
<b>其他</b>	19	5	63	79
筹资活动现金流量	-18	1749	0	0
债权融资	0	0	1	1
股权融资	0	1748	0	0
其他	-18	1	-1	-1
<b>现金净流量</b>	-545	2822	1637	2243

利润表 (单位: 百万元)

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5574	8059	11213	14462
营业成本	2665	3944	5532	7164
<b>营业税金及附加</b>	46	67	94	121
销售费用	826	1285	1796	2249
管理费用	253	380	499	581
研发费用	777	1197	1669	2123
财务费用	-19	-5	-61	-94
<b>资产减值损失</b>	-35	-21	-24	-26
投资收益	33	46	66	85
<b>公允价值变动损益</b>	2	1	1	1
营业利润	1058	1281	1822	2495
<b>营业外收支净额</b>	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	1059	1280	1821	2495
所得税	64	98	140	185
净利润	995	1182	1681	2310
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	995	1182	1681	2310

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	52.2%	51.1%	50.7%	50.5%
净利率	17.8%	14.7%	15.0%	16.0%
<b>净资产收益率</b>	31.3%	19.3%	21.6%	22.9%
资产回报率	24.7%	17.4%	17.0%	17.9%
投资回报率	29.4%	19.2%	20.8%	21.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	53.3%	44.6%	39.1%	29.0%
<b>EBIT 增长率</b>	8.9%	27.0%	38.0%	36.4%
归母净利润增长率	19.9%	18.8%	42.2%	37.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.48	2.95	4.19	5.76
每股净资产	7.93	15.24	19.43	25.19
<b>每股经营现金流</b>	2.92	2.90	4.16	5.63
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.38	1.19	1.14	1.12
<b>应收账款周转率</b>	37.42	36.34	37.80	35.64
存货周转率	3.57	3.32	3.33	3.19
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	36.6%	28.4%	30.4%	30.6%
<b>流动比率</b>	2.24	3.15	3.02	3.06
速动比率	0.83	1.83	1.83	1.94
<b>估值指标</b>				
P/E	67.55	56.85	39.98	29.09
P/B	21.12	11.00	8.62	6.65
EV/EBITDA	-0.23	48.18	34.36	24.59



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。