

2025 年 07 月 25 日

影石创新 (688775. SH)

投资评级：增持（首次）

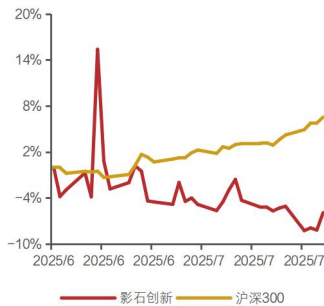
——智能影像设备龙头，持续引领行业发展

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 07 月 24 日
收盘价 (元)	166.51
一年内最高/最低 (元)	204.22/161.06
总市值 (百万元)	66,770.51
流通市值 (百万元)	5,078.82
总股本 (百万股)	401.00
资产负债率 (%)	33.23
每股净资产 (元/股)	9.33

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **智能影像设备行业：全球市场规模超 400 亿元并保持增长，影石占据全景相机超 60% 市场份额。**据 Frost & Sullivan 数据,2024 年全球手持智能影像设备市场规模约 425 亿元,2019-2024 年 CAGR15.1%, 2027 年空间有望接近 600 亿元。市场增长来源于户外运动及短视频社交兴起,而全景/运动相机凭借“智能、便捷、低操作门槛”的优势满足了用户的快速出片需求。具体来看,2024 年全球全景相机市场规模约 59 亿元,影石市占率达 67.2% (2023 年);运动相机规模约 368 亿元,GoPro、影石、大疆为头部参与者,国产厂商份额不断提升。
- **影石创新：全球智能影像赛道龙头，管理团队年轻且稳定，业绩保持高增长。**公司于 2015 年在深圳成立,创始人刘靖康毕业于南京大学,技术背景深厚,创业经验丰富;高管多为 90 后,且团队长期保持稳定。公司主营产品为消费级影像设备,包括全景相机、运动相机等。2024 年公司实现营收 55.7 亿元、归母净利润 9.9 亿元,2022-2024 年营收 CAGR 达 65.3%,归母净利润 CAGR 达 56.3%。
- **竞争优势：行业处于高速成长期，需求与场景快速拓展，产品尚未成熟，影石需求洞察能力强、产品迭代快、品牌、渠道布局早，有望持续领跑市场。**1) **需求洞察力强，产品迭代快：**相比于手机、家电等成熟且标准化的产品,全景/运动相机的场景正在从运动向日常生活拓展,玩法也在快速丰富,因此迅速挖掘细分场景的痛点并保持高效迭代,是企业胜出的关键。公司高度重视人才,研发人员占比超 50%,产品线保持快速迭代,首创“隐形自拍杆”等方案持续引领行业发展。2) **渠道拓展早，线下布局广：**公司以“生而全球化”为发展战略,海外收入占比超 70%,线下渠道已覆盖 60 多个国家和地区、超 1 万家门店,已覆盖包括 Apple Store、Best Buy 等海外重要渠道,先发优势明显。3) **坚持“Think Bold (始于敢想)”的品牌文化，高端形象已建立：**影石坚持打造直面挑战、大胆尝试的品牌文化,长期与科技/摄影/运动领域的知名 KOL 合作,品牌势能不断积累,高端形象已树立。基于影石在产品、渠道、品牌方面的竞争优势,我们认为虽然市场竞争可能趋向激烈,但影石依然有望保持行业领先地位。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.8/16.8/22.5 亿元,同比增速分别为 18.6%/42.3%/34.1%,截至 2025 年 7 月 24 日价格对应 PE 分别为 57/40/30 倍。我们选择极米科技、九号公司、安克创新作为可比公司,考虑到全球智能影像行业稳步增长,公司有望保持领先地位,内外销均有望保持高成长。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示。核心零部件外购风险，技术人才流失风险，国际贸易摩擦及关税风险，市场竞争风险，市场空间测算偏差的风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,636	5,574	8,208	11,253	14,687
同比增长率 (%)	78.16%	53.29%	47.26%	37.10%	30.51%
归母净利润 (百万元)	830	995	1,180	1,679	2,250
同比增长率 (%)	103.66%	19.91%	18.60%	42.28%	34.06%
每股收益 (元/股)	2.07	2.48	2.94	4.19	5.61
ROE (%)	37.95%	31.27%	18.73%	21.04%	22.00%
市盈率 (P/E)	80.49	67.12	56.60	39.78	29.67

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.8/16.8/22.5 亿元，同比增速分别为 18.6%/42.3%/34.1%，截至 2025 年 7 月 24 日价格对应 PE 分别为 57/40/30 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

1、收入端：全球智能影像设备渗透率仍然较低，随着户外运动人数增加及短视频社交兴起，行业有望保持高速增长。而影石需求洞察能力强、产品迭代快、渠道拓展早、高端品牌形象已建立，有望持续领跑市场，因此预计 25-27 年公司收入端均有望保持高速增长。

2、利润端：智能影像设备赛道仍在高速增长阶段，产品尚未标准化，需求场景与玩法仍在快速拓展，因此研发创新可以持续转化为产品的快速迭代与价格提升，行业龙头有望保持较高利润率水平。考虑到行业的快速增长也会带来市场竞争加剧，因此预计未来 25-27 年公司整体毛利率有所降低，但仍有望保持在较高水平。

投资逻辑要点

全球智能影像行业保持成长，影石产品持续引领行业发展，渠道布局领先，品牌积累深厚，有望保持市场领先地位。短期看，公司产品不断迭代升级，国内、海外市场继续拓展，业绩有望保持高速增长。中长期看，智能影像设备行业空间广阔，公司产品矩阵有望不断丰富，逐步打开成长天花板；同时上游产业链有望逐步实现国产替代，公司作为下游龙头，有望受益国产替代带来的成本降低，盈利能力有望保持较高水平。

核心风险提示

核心零部件外购风险，技术人才流失风险，国际贸易摩擦及关税风险，市场竞争风险，市场空间测算偏差的风险。

内容目录

1. 智能影像设备：行业规模超 400 亿元，稳步增长	7
1.1. 产品：兼具便携、智能优势，降低影像内容创作门槛	7
1.2. 市场空间：27 年有望接近 600 亿元，亚洲市场成为核心增长点	9
1.3. 竞争格局：全景相机影石领先，运动相机仍处于混战	11
1.4. 产业链：当下竞争关键是中游的软件和算法实力	14
2. 公司简介：全球智能影像龙头，团队年轻且专注	16
2.1. 发展历程：从中国走向世界，从全景拓展到运动	16
2.2. 主营业务：聚焦消费级影像设备，年出货量超 220 万台	17
2.3. 管理团队：以 90 后年轻高管为主，团队长期保持稳定	19
3. 竞争优势：产品迭代高效，渠道、品牌占据先机	21
3.1. 产品：需求洞察强，产品迭代速度快，持续引领行业发展	21
3.2. 渠道：海外市场布局早，重要渠道已覆盖	24
3.3. 品牌：坚持“Think Bold（始于敢想）”的品牌文化，高端形象已建立	26
4. 市场空间及盈利预测	29
4.1. 行业与公司长期空间测算	29
4.2. 公司盈利预测	31
4.3. 首次覆盖给予“增持”评级	31
5. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 影像设备产品分类及示例	7
图表 2: 全景/运动相机、传统相机、智能手机在拍摄、传输、剪辑各环节对比	7
图表 3: 运动相机示意图（以影石 Ace Pro 2 为例）	8
图表 4: 运动相机使用效果图（以影石 Ace Pro 2 为例）	8
图表 5: 全景相机示意图（以 Insta360 X5 为例）	8
图表 6: 全景相机拍摄效果（以 Insta360 X5 为例）	8
图表 7: 我国运动相机用户年龄多为 20-29 岁（TGI 指数）	9
图表 8: 我国运动相机用户 TOP10 兴趣标签（TGI 指数）	9
图表 9: 全球手持智能影像设备市场规模（亿元）	9
图表 10: 全球手持智能影像设备出货量（万台）	9
图表 11: 全球户外运动爱好者人数（亿人）	10
图表 12: 美国户外运动人数及渗透率	10
图表 13: 全球 TikTok 用户数量（百万）	10
图表 14: 美国用户日均观看社交视频内容的时间（分钟）	10
图表 15: 国内短视频应用用户数超 10 亿（亿人）	10
图表 16: 国内各网络视听应用人均单日使用时长（分钟）	10
图表 17: 智能影像设备分地区销售额占比	11
图表 18: 2017-2023 年分地区市场零售额 CAGR	11
图表 19: 专业级产品应用效果图	11
图表 20: 全球消费级全景相机市场竞争格局	12
图表 21: 中国消费级全景相机市场竞争格局	12
图表 22: 全球运动相机市场主要参与者：23 年 CR5 约为 74%，其中四家为国产品牌	12
图表 23: 美国亚马逊运动相机 Best Sellers 榜单：GoPro/大疆/影石分别占据 4/2/2 席	12
图表 24: 自 2015 年以来，GoPro 运动相机历年新品迭代幅度较小	13
图表 25: 影石与 GoPro 销量对比（万台）	13
图表 26: GoPro 股价自 2014 年冲高后大幅下跌（美元/股）	13
图表 27: 影石与 GoPro 收入增速对比	13
图表 28: 影石与 GoPro 毛利率/毛销差对比	13
图表 29: Insta360 APP 全球全系统月下载量已超过 GoPro Quik（万次/月）	14

图表 30: 智能影像设备产业链	14
图表 31: 智能影像设备行业平均成本结构 (2023 年)	15
图表 32: 主流供应商芯片参数对比	15
图表 33: 影石 X5 全景相机的夜景优化算法效果 vs. 其他品牌相机	15
图表 34: 公司主要产品包括消费级和专业级智能影像设备	16
图表 35: 公司发展历程图	17
图表 36: 公司 2022-2024 年营业收入复合增速达 65.3%	17
图表 37: 公司 2022-2024 年归母净利润复合增速达 56.3%	17
图表 38: 消费级智能影像设备是收入核心来源 (亿元)	18
图表 39: GO、Ace 系列产品的收入占比持续提升	18
图表 40: 2024 年中美欧市场收入各占约 1/4 (亿元)	18
图表 41: 近年境内外均保持高增长, 24 年境内增速亮眼	18
图表 42: 线上与线下渠道均保持高速发展	19
图表 43: 线下经销仍是公司最大的销售渠道 (亿元)	19
图表 44: 毛利率中枢稳定, 近年净利率、毛销差下降	19
图表 45: 2022 年至今公司加大销售和研发投入	19
图表 46: 北京岚锋 (创始团队核心持股平台) 的股东构成及持股比例	20
图表 47: 公司股权架构	20
图表 48: 公司核心成员呈 “年轻化+创业系” 特质	21
图表 49: 影石通过需求洞察与解决, 产品较 GoPro、大疆形成差异化竞争优势 (以 Ace 为例)	22
图表 50: 影石、大疆、GoPro 手持智能影像设备产品迭代速度对比	22
图表 51: 影石新品推出后高效转化为当年及次年的收入	23
图表 52: 2022-2024 年公司累计研发费用占三年合计营收比例达 13.2%	23
图表 53: 公司研发人员占比持续提高	23
图表 54: 影石人均薪酬快速提升 (万元)	24
图表 55: 影石高学历人才占比持续提升	24
图表 56: 截至 2024 年末, 公司在研项目包含已有产品线更新和新品类拓展 (如智能影像机器人、全景安防相机、智能数码相机)	24
图表 57: 公司渠道覆盖均衡全面	25
图表 58: 公司线上/线下渠道占比趋于均衡	25
图表 59: 2024 年北美家用电器各销售渠道销售额占比	25

图表 60: 影石 Best Buy 收入占比快速提升	25
图表 61: 公司主要销售市场渠道分布	26
图表 62: 品牌宣传侧重应用场景, 塑造敢想敢做的品牌形象	27
图表 63: 影石实现全领域 KOL 广泛覆盖, KOL 影响力超竞争对手	27
图表 64: 社媒平台 UGC 营销与个人品牌大使计划	28
图表 65: 影石内容挑战赛与奖励机制	28
图表 66: Google Trends 搜索指数显示 Insta360 逐步逼近 GoPro	28
图表 67: 全球目标用户规模测算	29
图表 68: 稳态更新阶段, 全球年出货量测算	30
图表 69: 行业和公司长期空间测算	30
图表 70: 公司收入拆分简表	31
图表 71: 可比公司估值表	32

1. 智能影像设备：行业规模超 400 亿元，稳步增长

1.1. 产品：兼具便携、智能优势，降低影像内容创作门槛

智能影像设备（全景相机、运动相机等）兼具便携与智能优势，大幅降低了影像内容创作门槛。相比传统影像设备（单反相机、摄影机），智能影像设备如全景相机、运动相机，在硬件上更轻巧便携，质量一般不超过 200g；在软件上更智能，可实现“先拍摄，再构图”、防抖、动态跟拍、自动剪辑等功能，降低了从拍摄到剪辑的全流程门槛，解决了传统影像设备笨重、操作复杂等痛点，因此得以快速普及。

图表 1：影像设备产品分类及示例



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》、影石创新官网、大疆创新官网等，华源证券研究所

图表 2：全景/运动相机、传统相机、智能手机在拍摄、传输、剪辑各环节对比

	拍摄环节	传输导入环节	剪辑及导出环节
全景/运动相机	较相机便携，较手机画质更佳，拍摄视角更广。同时具有AI防抖、动态跟拍、防水防尘防热等功能	较快，支持WIFI传输	搭配免费AI剪辑软件实现自动剪辑；全景视频具有多种剪辑视角和新兴剪辑效果，支持一键快速导出
传统相机	满足特定场景专业化拍摄需求，旨在实现拍摄质量最优化，但往往不便携带	较快，一般支持WIFI传输，但由于视频体积更大，传输时间更久	需传输至其他设备剪辑
智能手机	满足日常拍摄需求	无需传输	手机软件实现同样效果需付费，剪辑输出样式较全景相机更单一

资料来源：影石创新招股说明书，华源证券研究所

- **运动相机**可通过配件固定在身体部位或运动器械上，实现第一视角拍摄，广泛应用于骑行、滑雪、冲浪、跳伞等运动场景。与传统相机或手机相比，其优势在于：一是小巧轻便、携带方便；二是具备优异的画质与色彩还原能力；三是拥有广角镜头与强环境适应性，如防抖、防水、抗震、耐摔等方面优势明显。

图表 3：运动相机示意图（以影石 Ace Pro 2 为例）



资料来源：影石创新官网，华源证券研究所

图表 4：运动相机使用效果图（以影石 Ace Pro 2 为例）



资料来源：影石创新官网，华源证券研究所

- **全景相机**通过多镜头采集与算法拼接，实现 360° 全景成像，导出时支持自由切换视角。其核心优势在于“先拍摄后取景”、无需构图，实现全方位、高质量的影像记录，大幅增强视频内容的沉浸感与表现力。按功能划分，全景相机分为：1) 消费级产品：轻量化设计，满足日常生活与运动娱乐需求；2) 专业级 VR 产品：性能强大，主要服务于媒体制作、影视内容等专业领域。

图表 5：全景相机示意图（以 Insta360 X5 为例）



资料来源：影石创新官网，华源证券研究所

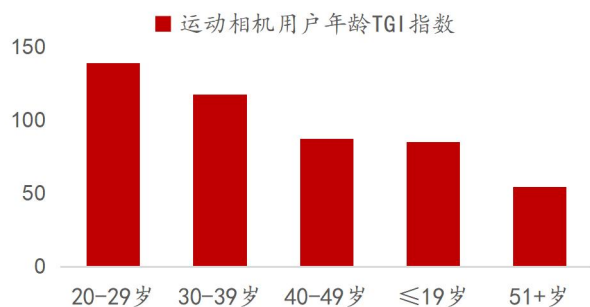
图表 6：全景相机拍摄效果（以 Insta360 X5 为例）



资料来源：影石创新官网，华源证券研究所

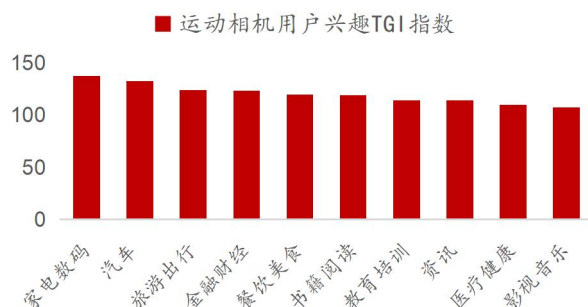
用户画像：追求科技与时尚的年轻群体，使用场景正从户外运动向日常记录拓展。据 Frost & Sullivan 发布的《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，全球运动及全景相机用户以 25-35 岁年轻群体为主，偏好运动拍摄与数码科技。根据百度搜索指数，国内用户年龄集中在 20-29 岁区间，多为家电数码、汽车及旅游爱好者。随着社交媒体内容创作需求提升，运动相机的使用场景正从骑行、滑雪等传统运动记录，拓展至旅行 Vlog、通勤记录及家庭日常等多元化场景。

图表 7：我国运动相机用户年龄多为 20-29 岁（TGI 指数）



资料来源：百度搜索指数，华源证券研究所。注：TGI (Target Group Index, 目标群体指数) = (目标群体中具有特定行为的比例 ÷ 总体群体中具有相同行为的比例) × 100, 数值越高代表偏好越显著。

图表 8：我国运动相机用户 TOP10 兴趣标签（TGI 指数）

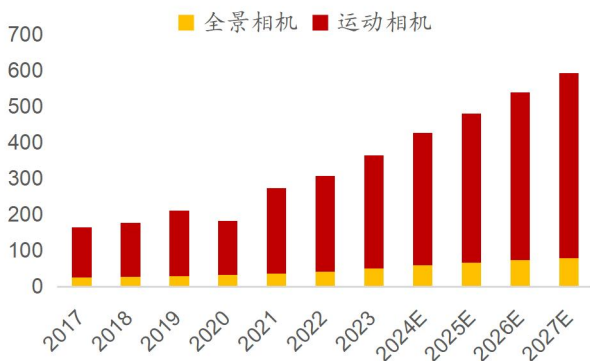


资料来源：百度搜索指数，华源证券研究所。注：TGI (Target Group Index, 目标群体指数) = (目标群体中具有特定行为的比例 ÷ 总体群体中具有相同行为的比例) × 100, 数值越高代表偏好越显著。

1.2. 市场空间：27 年有望接近 600 亿元，亚洲市场成为核心增长点

全球市场持续高增长，2024 年市场规模超 400 亿元，预计 2027 年接近 600 亿元。据 Frost & Sullivan 数据，2024 年全球手持智能影像设备市场预计达 424.5 亿元，2019-2024 年 CAGR 达 15.1%，全年出货量预估达 5232 万台，2019-2024 年 CAGR 达 18.2%。其中，运动相机为主力品类，24 年市场规模预估达 368 亿元，出货量 4998 万台（均价 736 元）；全景相机达 58.5 亿元，出货量 234 万台（均价 2496 元）。

图表 9：全球手持智能影像设备市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan 《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

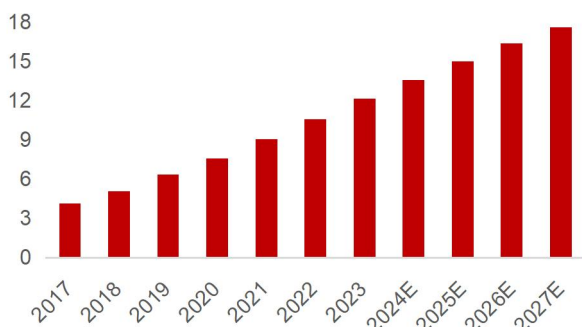
图表 10：全球手持智能影像设备出货量（万台）



资料来源：Frost & Sullivan 《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

增长动力主要来自户外运动兴起与短视频创作需求提升。一方面，骑行/慢跑/徒步/滑雪/水上活动等户外运动迅速兴起，全球户外运动爱好者人数持续增长，运动、全景相机能够便捷的记录运动精彩时刻，成为户外场景拍摄记录的首选设备。另一方面，随着全球短视频社交兴起，全景/运动相机能更便捷地拍摄、剪辑和分享视频，让普通消费者也可以轻松创作高质量的视频内容，因此逐渐成为旅拍及日常 Vlog 博主的生产力工具。

图表 11：全球户外运动爱好者人数（亿人）



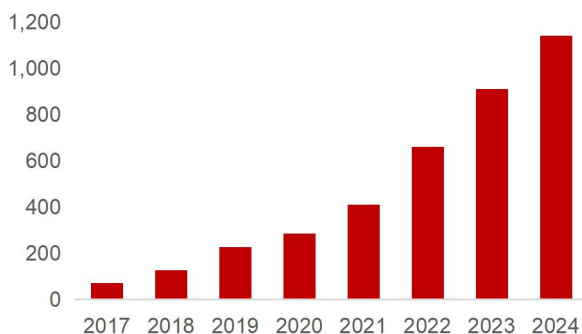
资料来源：Frost & Sullivan，华源证券研究所

图表 12：美国户外运动人数及渗透率



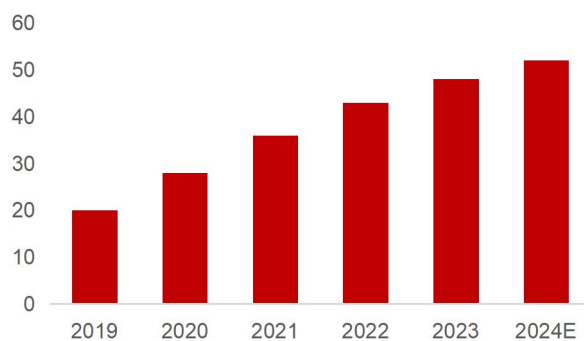
资料来源：美国户外行业协会，华源证券研究所

图表 13：全球 TikTok 用户数量（百万）



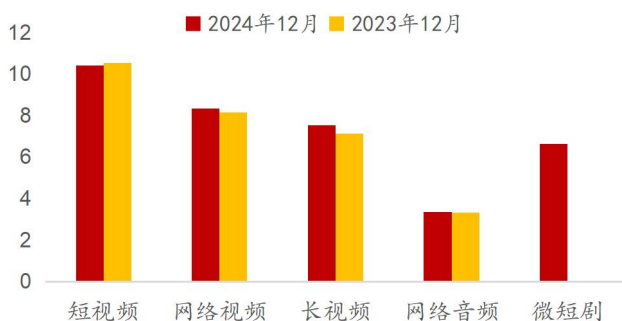
资料来源：Statista，华源证券研究所

图表 14：美国用户日均观看社交视频内容的时间（分钟）



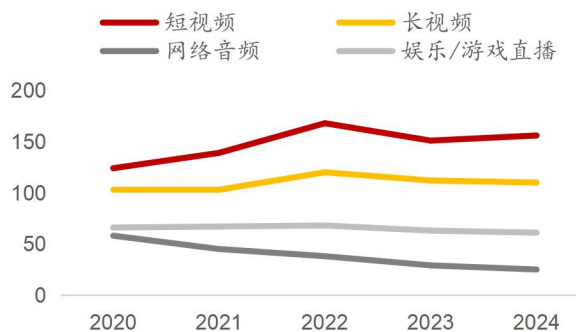
资料来源：Statista，华源证券研究所

图表 15：国内短视频应用用户数超 10 亿（亿人）



资料来源：中国网络视听协会《中国网络视听发展研究报告》，华源证券研究所

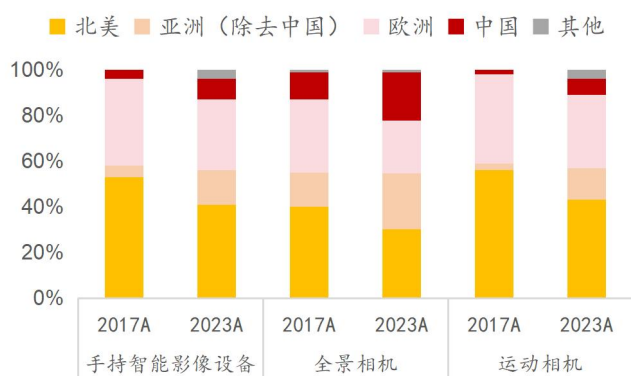
图表 16：国内各网络视听应用人均单日使用时长（分钟）



资料来源：中国网络视听协会《中国网络视听发展研究报告》，华源证券研究所

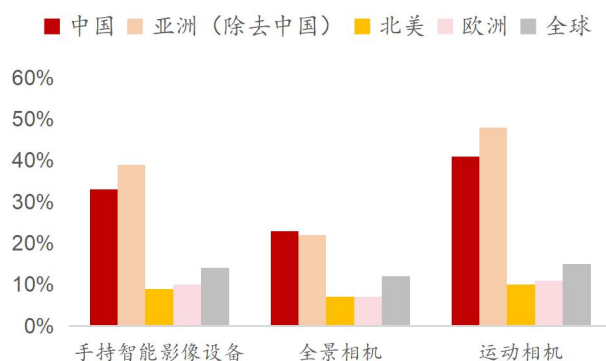
分地区来看，欧美仍是主要市场，亚洲市场增速较快。参考 Frost & Sullivan 数据，北美与欧洲仍为主要市场，2023 年占全球份额超 70%。亚洲市场仍在渗透初期，增速领先于其他区域，占比从 2017 年的 9% 快速提升至 2023 年的 24%。分产品类型看：全景相机市场中，中国、亚洲（除去中国）的规模已接近欧美；运动相机市场中，中国、亚洲（除去中国）规模仍远低于欧美，但保持较快增长。

图表 17：智能影像设备分地区销售额占比



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

图表 18：2017-2023 年分地区市场零售额 CAGR



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

除了消费级产品之外，专业级智能影像设备的应用场景也在持续扩展，涵盖 VR 全景相机和 AI 视频会议一体机两大方向。前者多用于 VR 看房、城市监测、赛事及影视内容制作等场景；后者在远程会议、在线教育、虚拟协作等领域需求保持增长。

图表 19：专业级产品应用效果图



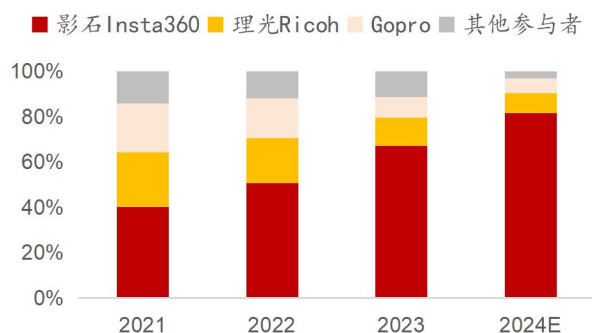
资料来源：影石创新招股说明书，华源证券研究所

1.3. 竞争格局：全景相机影石领先，运动相机仍处于混战

整体来看，智能影像设备行业正在洗牌，国货正在出海抢占全球份额。以影石 Insta360、大疆为代表的中国头部企业已进入全球第一阵营，在全景相机、运动相机两大细分领域持续抢占美国 GoPro、日本理光等传统巨头的份额。

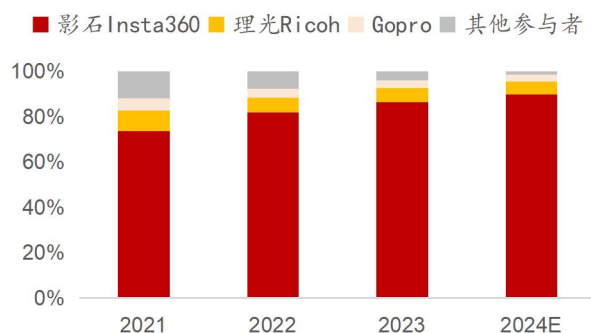
全景相机领域：单极格局，影石有望保持龙头地位。据 Frost & Sullivan 数据，影石 Insta360 全球销售额份额自 2021 年的 40.2% 快速提升至 2023 年的 67.2%。国内市场，影石同样占据绝对优势，2023 年国内份额达 86.5%。随着行业发展，预计全景相机竞争也会趋向激烈，但影石凭借高效的产品迭代，以及技术、品牌、渠道方面的积累，有望保持龙头地位。

图表 20：全球消费级全景相机市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所。注：按销售额口径。

图表 21：中国消费级全景相机市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所。注：按销售额口径。

运动相机领域：传统龙头份额逐步瓦解，国产品牌加速替代。据 Frost & Sullivan 数据，按销售额统计，全球头部运动相机品牌分别为 GoPro、影石 Insta360、DJI、AKASO、速影 SJCAM 等，2023 年 CR5 约 74%，其中除 GoPro 外均为国产品牌。从美国亚马逊 Best Sellers 榜单前十来看，截至 2025 年 7 月 22 日，GoPro/影石/大疆在前十榜单中的商品数量分别为 4/2/2 款，且影石产品售价高于 GoPro。

图表 22：全球运动相机市场主要参与者：23 年 CR5 约为 74%，其中四家为国产品牌

市占率排名	品牌	介绍	旗舰机
1	GoPro	GoPro 成立于 2002 年，2014 年在美国纳斯达克上市。是运动相机的领先制造商以及移动应用程序和视频编辑软件的开发商。根据 GoPro 年报数据，2023/2024 年 GoPro 营收分别为 10 亿美元/8 亿美元（运动相机 Hero 系列为营收主要贡献），为全球运动相机市场的头部品牌厂商。	
2	影石 Insta360	Insta360 成立于 2015 年，公司主要聚焦于全景相机、运动相机等消费级手持智能影像设备的研发、生产和销售。自 2018 年成为全球全景相机出货量最大的品牌以来，Insta360 发展迅猛。目前已成为全球全景相机市占率第一/运动相机市占率第二名的行业龙头。	
3	DJI	大疆作为全球著名无人机生产商已经开始涉足运动相机产业，得益于无人机摄像头方面的技术储备，DJI 运动相机产品在防抖、图像编辑、图片传输等技术方面有着很强的优势。未来大疆的介入或将给行业新的挑战 and 机遇，但大疆运动相机品牌在产品技术创新和市场铺开方面的突破还需时间检验。	
4	AKASO	AKASO 运动相机产品采用安霸处理芯片，专注于运动相机领域，年销量超过 50 万台。AKASO 在狼人等运动相机厂商亚马逊封号事件后迅速补位中价市场获得了一定量的市场增长，品牌优势进一步加强。	
5	SJCAM	SJCAM 速影运动相机主打入门级运动相机，以高性价比、产品可靠为卖点。产品矩阵较为丰富，拥有潜水防摔、骑行防抖、滑雪拍摄等多类运动相机和拇指相机系列产品。	

资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》、影石创新招股说明书等，华源证券研究所

图表 23：美国亚马逊运动相机 Best Sellers 榜单：GoPro/大疆/影石分别占据 4/2/2 席

品牌	型号	排名	售价 (美元)	品牌所属国家
GoPro	HERO13 Black	2	399	美国
	HERO13 Black Accessory Bundle	3	479	美国
	HERO12 Black	4	279	美国
	HERO13 Black Action Bundle	5	499	美国
DJI	DJI Osmo Action 5 Pro Adventure Combo	6	449	中国
	DJI Osmo Action 4 Standard Combo	8	289	中国
Insta360	Insta X5	7	549	中国
	Insta360 X5 Essentials Bundle	10	659.99	中国
AKASO	EK7000 Black	1	69.99	中国
Sixmou	i3 4K Thumb Action Camera	9	69.99	中国

资料来源：美国亚马逊，华源证券研究所。注：数据截至 25 年 7 月 22 日

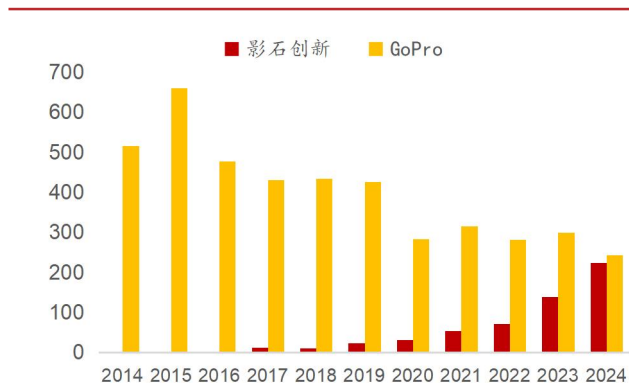
GoPro 发展复盘：因产品创新不足、多元化失败等自身内部问题，叠加影石、大疆等新进入者导致外部竞争更加激烈，市场份额持续下降。GoPro 成立于 2002 年，在行业起步阶段引领市场发展，2010-2015 年收入 CAGR 高达 91%，一度成为全球消费者心中运动相机的代名词。但自 2015 年开始，产品迭代速度放缓，新机型创新功能较少。同时，智能手机的相机性能提升，以及智能影像设备新参与者加入导致竞争加剧，GoPro 产品销量大幅下滑。面对压力，GoPro 虽然尝试转型，例如打造用户内容分享平台、进军无人机市场，但都未能成功；且产品在软件优化、剪辑等方面性能逐步落后于同行。因此，GoPro 销量持续萎缩，出现股价与业绩的双杀。

图表 24：自 2015 年以来，GoPro 运动相机历年新品迭代幅度较小

Hero系列产品	发布时间	视频最大规格	传感器有效像素	麦克风数量	触摸屏	防水	电池	新增功能
GoPro Hero 4	2014	4k@30fps 1080p@120fps 720p@240fps	12MP	1	×	×	1160mAh	4K30fps视频录制； WiFi传输；40米防水 套装
GoPro Hero 5	2016	4k@30fps 1080p@120fps 720p@240fps	12MP	3	LCD触摸屏	10m	1220mAh	防抖；全球GPS； HDMI端口
GoPro Hero 6	2017	4k@60fps 1080p@240fps 720p@60fps	12MP	3	LCD触摸屏	10m	1220mAh	防抖提升；语音控制拓 展
GoPro Hero 7	2018	4k@60fps 1080p@240fps 720p@60fps	12MP	3	LCD触摸屏	10m	1220mAh	HyperSmooth防抖； Protune 控制功能
GoPro Hero 8	2019	4k@60fps 1080p@240fps	12MP	3	LCD触摸屏	10m	1220mAh	HyperSmooth 2.0； 外观升级；TimeWarp 移动延时等
GoPro Hero 9	2020	5k@30fps 4k@60fps 1080p@240fps	23.6MP	3	LCD触摸屏	10m	1720mAh	传感器升级；电池升 级；HyperSmooth 3.0防抖；1080P直播
GoPro Hero 10	2021	5.3k@60fps 4k@120fps 1080p@240fps	23.6MP	3	前后LCD触摸屏	10m	1720mAh	HyperSmooth 4.0防 抖；3D降噪
GoPro Hero 11	2022	5.3k@60fps 4k@120fps 1080p@240fps	27.6MP	3	前后LCD触摸屏 (大小不变)	10m	1720mAh	HyperSmooth 5.0； 地平线锁定；星轨、光 绘等
GoPro Hero 12	2023	5.3k@60fps 4k@120fps 1080p@240fps	27.6MP	3	前后LCD触摸屏 (大小不变)	10m	1720mAh	HyperSmooth 6.0； HDR视频
GoPro Hero 13	2024	5.3k@60fps 4k@120fps 1080p@240fps	27.6MP	3	前后LCD触摸屏 (大小不变)	10m	1900mAh	WiFi6传输；新增GPS 定位；连拍慢动作；模 组配件增多

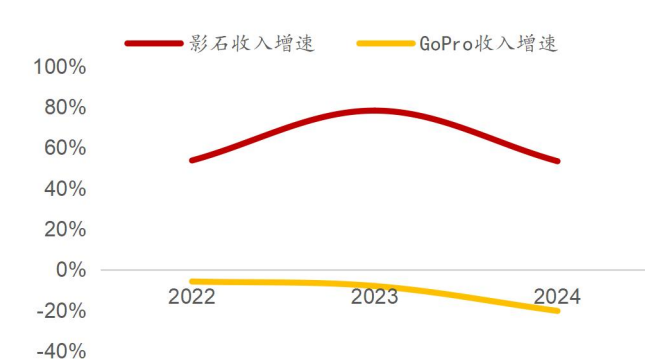
资料来源：GoPro 官网、Shotkit、Un-sponsored，华源证券研究所。注：加粗表示较前一代有更新。

图表 25：影石与 GoPro 销量对比（万台）



资料来源：影石创新公司公告、GoPro 年报，华源证券研究所

图表 27：影石与 GoPro 收入增速对比



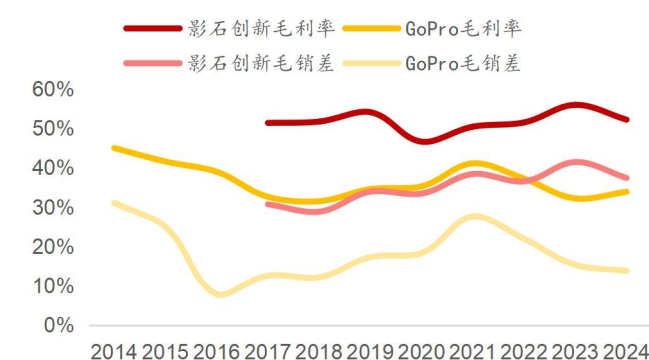
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 26：GoPro 股价自 2014 年冲高后大幅下跌（美元/股）



资料来源：Wind、BBC news、Best Buy 等，华源证券研究所

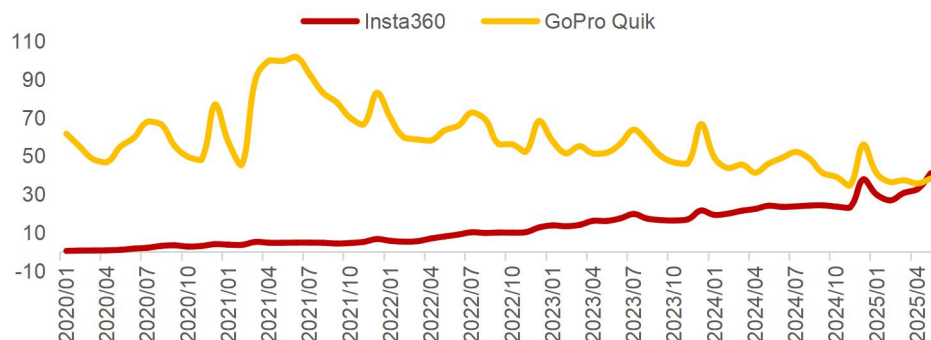
图表 28：影石与 GoPro 毛利率/毛销差对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

展望未来，国产智能影像设备龙头有望继续抢占份额。从全系统 APP 下载量看，目前影石 Insta360 APP 全球月下载量已超过 GoPro Quik，并保持快速增长趋势。随着渠道逐步拓展，品牌积累逐步深厚，产品保持快速迭代，国内龙头未来有望巩固并扩大领先优势。

图表 29：Insta360 APP 全球全系统月下载量已超过 GoPro Quik（万次/月）

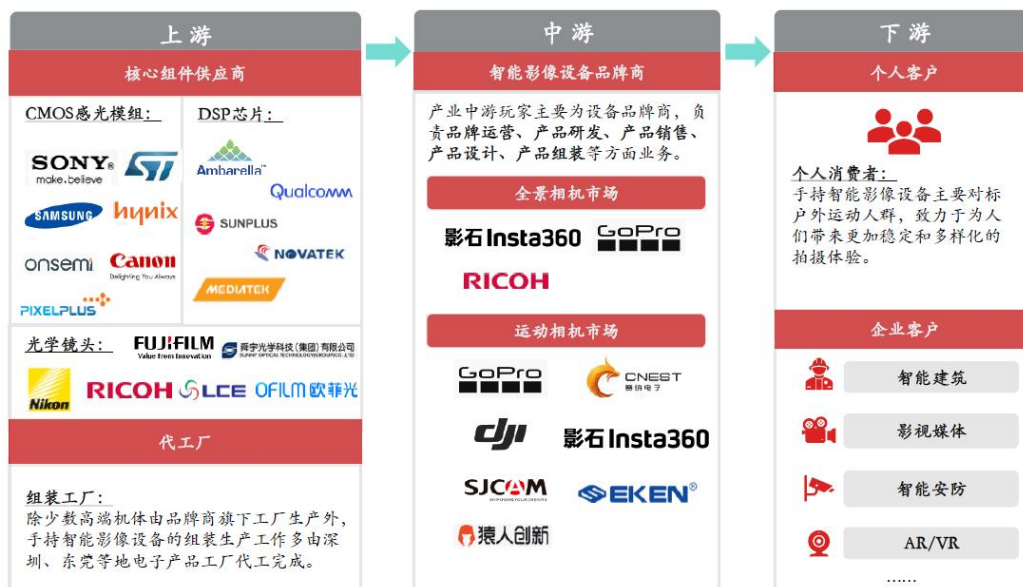


资料来源：Sensor Tower，华源证券研究所

1.4. 产业链：当下竞争关键是中游的软件和算法实力

产业链分工高度专业化，上游核心组件和中游品牌商的进入壁垒较高。智能影像设备产业链上游包括摄像头模组、结构件、配件、包材和电池，其中摄像头模组中的光学镜头、图像传感器（CMOS）、图像处理芯片（DSP 芯片）为核心零部件；产业链中游为各大智能影像设备品牌商，主要负责产品研发设计与组装、生产、销售；下游为个人消费者及企业用户。

图表 30：智能影像设备产业链

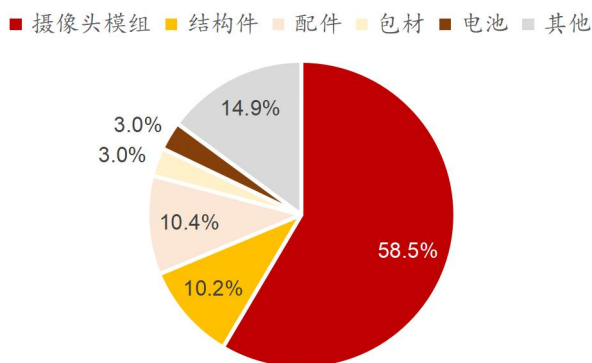


资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

上游：摄像头模组的成本占比过半，由三部分核心组件构成，按照国产化程度排序：光学镜头 > CMOS 传感器 > DSP 芯片。其中：

- **(1) 光学镜头：**早期被富士胶片、尼康等日本企业垄断，目前舜宇光学、联创电子、弘景光电等光学镜头生产商已实现国产替代。
- **(2) CMOS 传感器：**主要影响光线感知和图像质量，核心供应商为索尼、三星等海外企业。近年韦尔股份旗下的豪威科技在高端图像传感器技术上实现突破，未来 CMOS 传感器的国产替代率有望大幅提升。
- **(3) DSP 芯片：**用于快速实现数字信号的处理，直接影响运动影像捕捉能力和拍摄画面成像质量。据 Frost & Sullivan，DSP 芯片在智能影像设备总成本中的占比近 30%，是影响产品效果的重要零部件。截至 25 年，除 GoPro 采用自研芯片外，多数主流厂商均采购自国际 IC 供应商。如影石采用安霸芯片、理光采用高通芯片；其他国产影像设备厂商如 SJCAM 速影、EKEN 等采用安霸与凌阳/联咏结合的方案。

图表 31：智能影像设备行业平均成本结构（2023 年）



资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，华源证券研究所

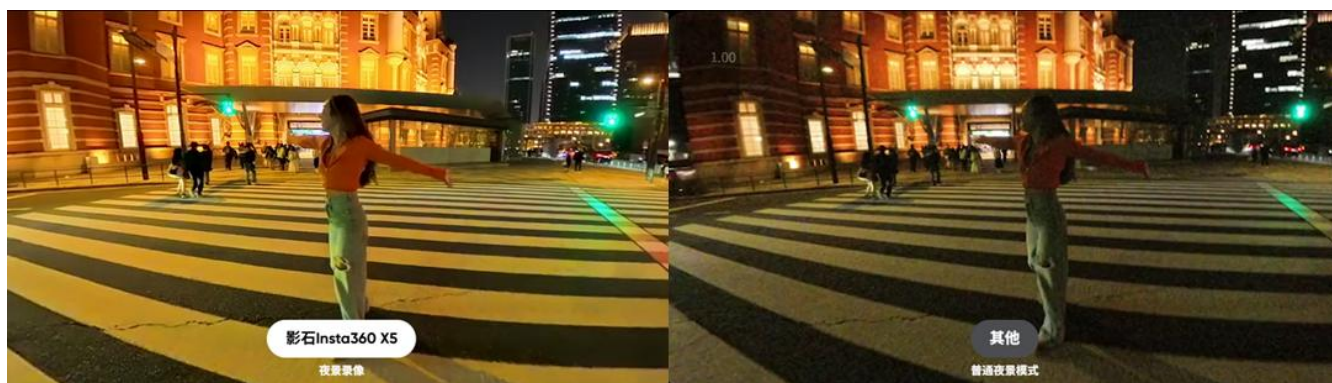
图表 32：主流供应商芯片参数对比

智能影像设备品牌	芯片供应商	代表型号	制程	处理分辨率	AI 算力
影石	安霸	CV5	5nm	8k 60fps	大于 16T
理光	高通	QCS605	10nm	4k 60fps	2.1T
SJCAM、EKEN 等	凌阳/联咏（部分）	NT98566	未披露	1080P 30fps	0.7T
GoPro	-	GP2（自研）	12nm	5.3k 60fps	未披露

资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》、安霸官网、高通官网、GoPro 官网、星宸科技招股说明书等，华源证券研究所

中游：软件算法是未来厂商竞争的关键环节。智能影像设备的软件算法技术包括全景拼接、防抖和 AI 影像处理技术等。例如，影石的 AI 低光视频增强技术可在弱光环境下录制出亮度更高、细节更丰富的 4K 视频，而传统算法在夜间拍摄存在噪点多、画面糊等问题。

图表 33：影石 X5 全景相机的夜景优化算法效果 vs. 其他品牌相机



资料来源：影石创新官网，华源证券研究所

2. 公司简介：全球智能影像龙头，团队年轻且专注

影石创新是全球领先的智能影像解决方案提供商，自 2015 年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。公司以全景技术为核心，产品矩阵覆盖消费级全景相机、运动相机、手持云台及网络摄像头、专业级的 VR 全景相机和 AI 视频会议一体机等。据 Frost & Sullivan 数据，公司在全景相机领域的市占率位居全球第一，在运动相机领域的市占率位居全球第二。

图表 34：公司主要产品包括消费级和专业级智能影像设备



资料来源：公司官网，华源证券研究所

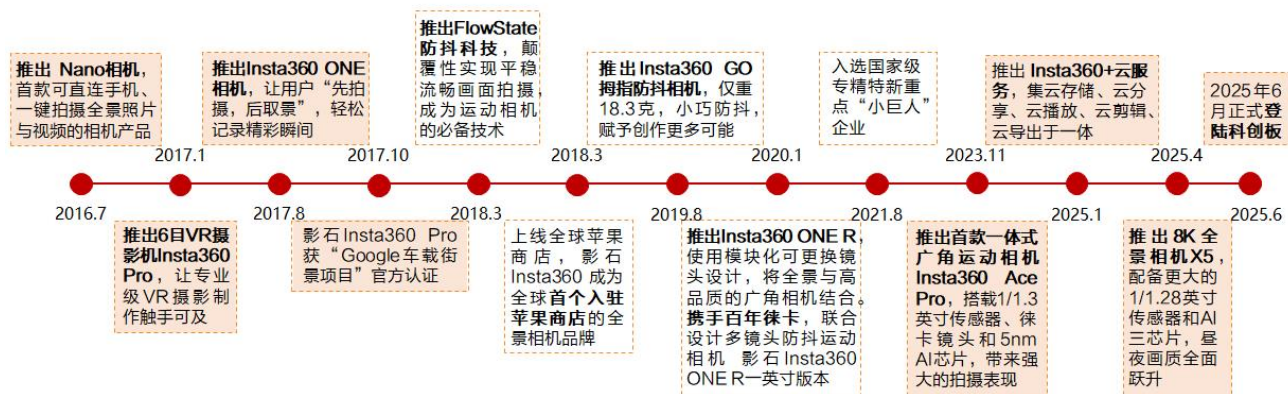
2.1. 发展历程：从中国走向世界，从全景拓展到运动

2015-2017 年：公司聚焦全景相机赛道，完成从消费级到专业级的产品布局。公司成立于 2015 年，抓住 VR 消费化初期窗口，2016 年推出首款消费级全景相机 Nano，主打手机直连和即时分享，降低使用门槛。2017 年先后发布专业级 VR 摄影机 Pro 与全景运动相机 ONE，业务从 TO C 拓展到 TO B 领域。

2018-2021 年：短视频驱动内容创作需求，公司以防抖技术与平台共创实现品牌破圈。在短视频高速发展期，公司通过自研 FlowState 防抖算法和轻量化剪辑工具降低创作门槛，并与谷歌、Adobe、Matterport 等建立内容合作生态。同时，公司成为首个入驻苹果直营店的全景相机品牌，逐步确立高端定位。

2022 年至今：户外经济兴起拉动运动摄影的需求，公司持续推出引领市场的新品，收入快速增长。2022 年推出全景相机 X3，首创“隐形自拍杆”功能；期间陆续发布 Ace/GO 系列多款产品，2025 年上线“Insta360+云服务”平台，启动生态化布局；随后发布 X5 机型，率先搭载 AI 三芯架构，昼夜画质全面跃升。

图表 35：公司发展历程图

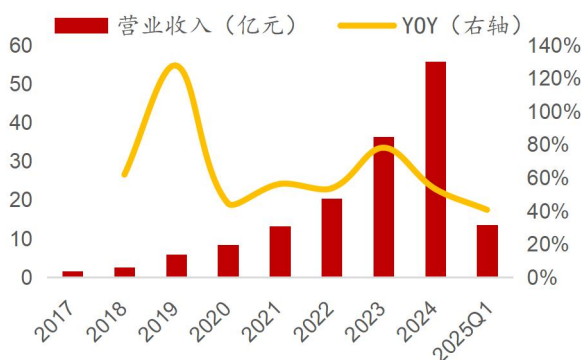


资料来源：公司官网，华源证券研究所

2.2. 主营业务：聚焦消费级影像设备，年出货量超 220 万台

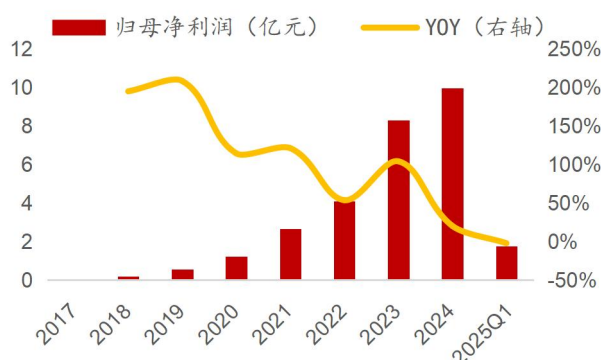
收入利润保持高速增长，近三年归母净利润 CAGR 超 50%。收入方面，2024 年公司实现营业收入 55.7 亿元，同比增长 53.3%，2022-2024 年公司收入复合增速达 65.3%，增长驱动力主要来自行业增长和自身份额提升。利润方面，2024 年公司实现归母净利润 9.9 亿元，同比增长 19.9%，2022-2024 年归母净利润复合增速达 56.3%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 40.7%，归母净利润 1.8 亿元，同比下降 2.5%，主要系公司加大营销和研发的费用投入力度。

图表 36：公司 2022-2024 年营业收入复合增速达 65.3%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 37：公司 2022-2024 年归母净利润复合增速达 56.3%

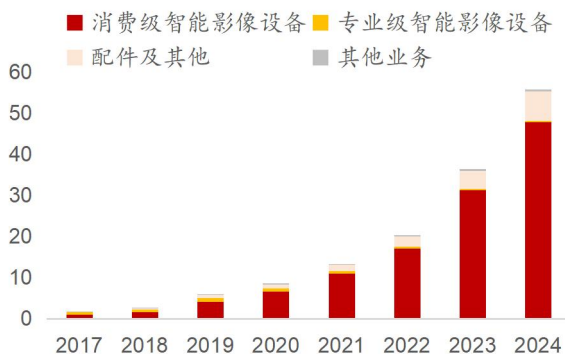


资料来源：Wind，华源证券研究所

从全景相机到运动相机，产品矩阵逐步丰富。1) 2024 年消费级智能影像产品收入达 47.89 亿元，同比增长 52.9%，贡献 85.9% 的营收。具体来看，2024 年主力产品 ONE X 系列全景运动相机占消费级收入的 60.9%；GO 系列拇指相机和 Ace 系列运动相机收入占比逐年提升，

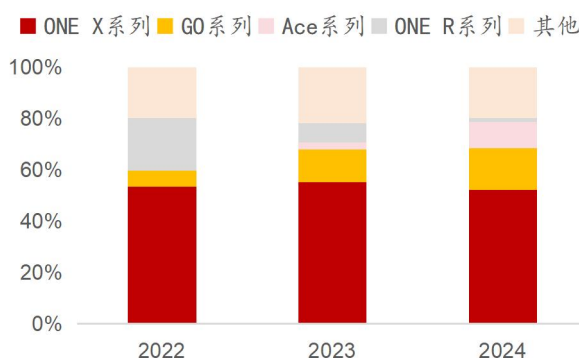
2024 年占消费级产品收入比例分别为 18.8%和 12.0%。2) 专业级产品受行业需求波动影响，2024 年占比降至 0.4%。3) 配件业务伴随主机销量增长而同步增长，占比为 12.9%，2022-2024 年复合增速达 66.8%，其产品主要包括自拍杆、支架、防护&收纳等，可满足用户差异化场景需求。

图表 38：消费级智能影像设备是收入核心来源（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

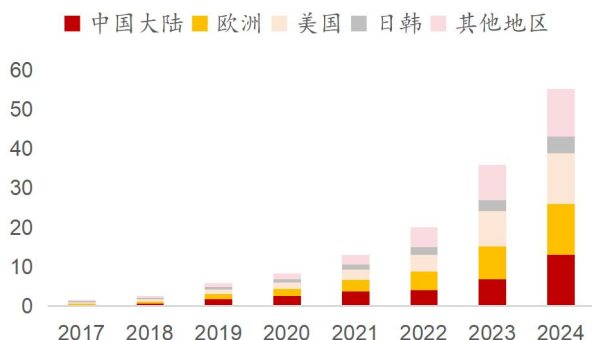
图表 39：G0、Ace 系列产品的收入占比持续提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

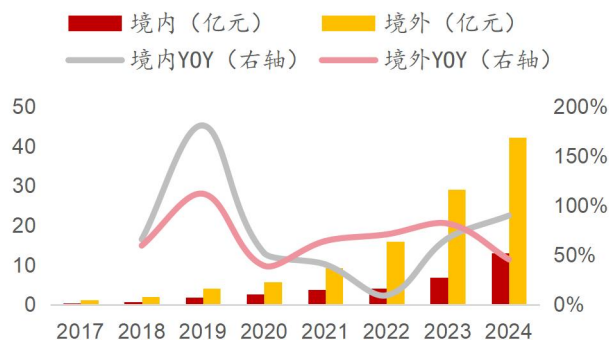
分区域看，境外收入占比超 70%，欧美为主要市场。1) 境外：2024 年实现境外收入 42.2 亿元，占全部营收的比例为 76.4%，同比增长 45.5%。公司境外收入占比基本稳定在 70%-80% 之间，其中美国（23.4%）、欧洲（23.4%）、日韩（7.8%）为境外前三大市场。2) 境内：2024 年实现收入 13.1 亿元，占比 23.6%，同比增速高达 89.8%。得益于智能影像设备的渗透率提升，未来境内市场有望保持高增长。

图表 40：2024 年中美欧市场收入各占约 1/4（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

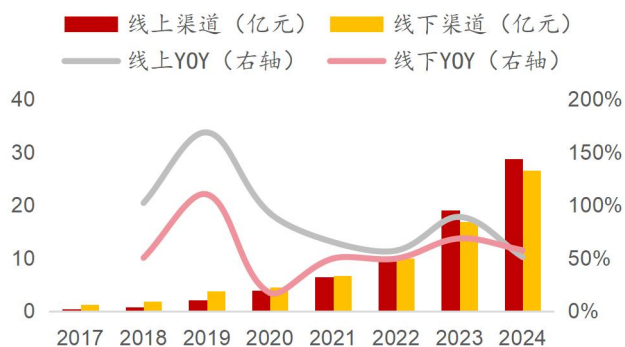
图表 41：近年境内外均保持高增长，24 年境内增速亮眼



资料来源：Wind，华源证券研究所

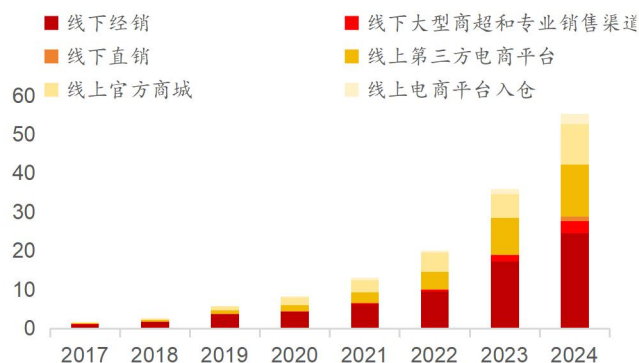
渠道布局完善，线上线下占比均衡。1) 线上收入从 2022 年的 10.1 亿元增长至 2024 年的 28.8 亿元，CAGR 为 68.8%。近年公司线上收入占比趋势上行，2024 年占比达 52.0%，由于线上渠道毛利率较高（2024 年线上毛利率 54.96%，高出线下渠道近 5pct），带动公司毛利率中枢提升。2) 线下以经销渠道为主导，2024 年线下经销渠道占整体收入的 44.4%。公司已实现对全球 10000 多家零售门店的覆盖，并与 Apple Store 零售店、Best Buy、B&H、顺电等头部渠道商建立长期合作。

图表 42：线上与线下渠道均保持高速发展



资料来源：公司公告，华源证券研究所

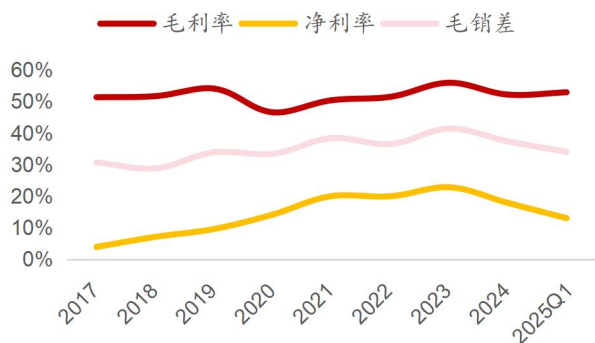
图表 43：线下经销仍是公司最大的销售渠道（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

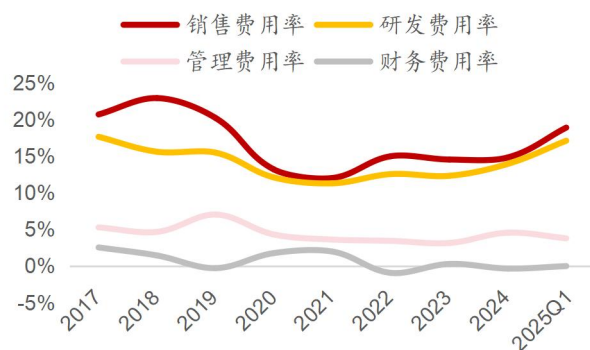
盈利能力领先同行，近年费用投放加大导致净利率有所下滑。近年公司毛利率中枢基本位于 50%-55% 之间，2024 年毛利率同比下降 3.8pct 至 52.2%，主要因为均价和毛利率较低的 Ace 系列产品收入占比有所提高，及新产品 ONE X4 在量产初期，毛利率阶段性较低。费用端，2022 年以来公司加大销售及研发投入力度，对净利率有所影响。

图表 44：毛利率中枢稳定，近年净利率、毛销差下降



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 45：2022 年至今公司加大销售和研发投入



资料来源：Wind，华源证券研究所

2.3. 管理团队：以 90 后年轻高管为主，团队长期保持稳定

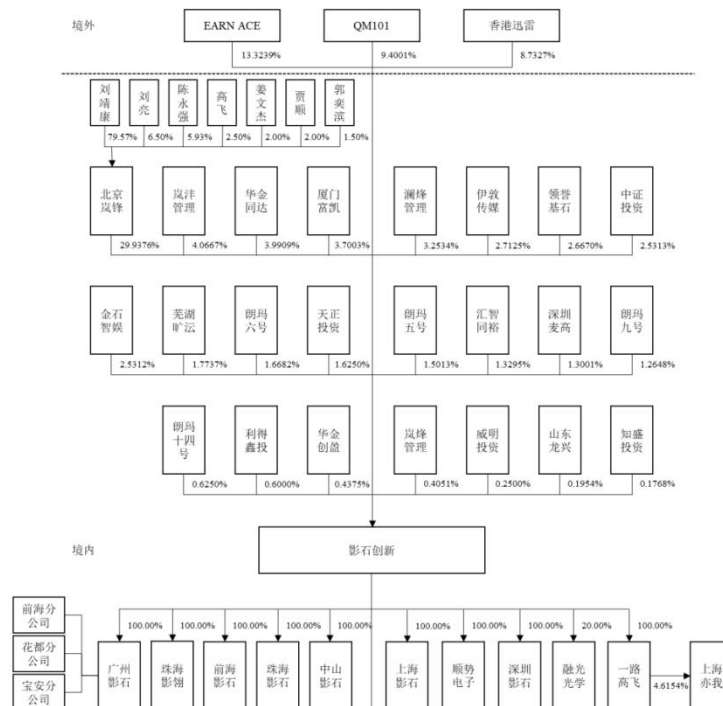
公司股权结构清晰，实控人为董事长刘靖康。公司控股股东为北京岚锋，为核心管理团队持股平台。截至 2025 年 6 月 6 日，公司创始人、董事长刘靖康间接持股比例 29.9%，为公司实控人，控制 34% 表决权。同时多名董监高成员及核心技术人员通过北京岚锋、岚沣管理等五个员工持股平台间接持有公司股份。

图表 46：北京崑鋒（创始团队核心持股平台）的股东构成及持股比例

序号	股东姓名	任职情况	持股比例 (%)
1	刘靖康	董事长、产品中心及技术中心负责人	79.57%
2	刘亮	董事、总经理	6.50%
3	陈永强	董事、首席行政官	5.93%
4	高飞	资深硬件研发总监	2.50%
5	贾顺	董事、软件研发总监、行业应用中心总监	2.00%
6	姜文杰	监事会主席、研究院负责人	2.00%
7	郭奕滨	资深嵌入式研发总监	1.50%

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所（截至 2025 年 6 月 6 日）

图表 47：公司股权架构



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所（截至 2024 年 12 月 31 日）

公司高管多为 90 后，创业经验丰富，团队保持长期稳定。创始人刘靖康出生于 1991 年，毕业于南京大学，软件工程专业背景，创业经验丰富。刘亮、贾顺、陈永强等高管年龄均在 35 岁左右，伴随公司创业至今，团队保持稳定。

图表 48：公司核心成员呈“年轻化+创业系”特质

姓名	职务	简介	出生年份
刘靖康	董事长、董事、产品中心及技术中心负责人	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；2019年，作为当代创业青年的优秀代表被共青团中央、人力资源社会保障部授予第十届“中国青年创业奖”，并获得“广东特支计划—科技创业领军人才”称号；2020年，获得“深圳市高层次人才”称号；2021年，作为第一完成人获得广东省科技进步奖二等奖；2024年，入选“2024福布斯中国·出海领军人物TOP30”榜单。	1991年
刘亮	总经理、董事	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	1989年
贾顺	董事、软件研发总监、行业应用中心总监	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。组建软件研发和测试团队，公司成立早期，建立公司双鱼眼拼接模型，带领研发移动端软件、桌面端软件、移动端模块化App框架，搭建跨平台的平台化组件，开拓了国内VR看房市场。	1992年
陈永强	董事、首席行政官	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”。	1991年
姜文杰	监事会主席、研究院负责人	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。组建五十人左右的算法团队，负责研究院部门的技术管理，负责AI算法、自动剪辑系统、图像处理和增强。	1993年
黄蔚	财务负责人	厦门大学会计学学士。2005年7月至2014年1月，任德勤华永会计师事务所审计部经理；2015年6月至2019年5月，任汤臣倍健股份有限公司会计机构负责人； 2020年1月至今，担任公司财务负责人 。	1983年
厉扬	董事会秘书	中山大学法学学士、美国圣路易斯华盛顿大学知识产权与技术法硕士。2012年10月至2014年7月，任广东敬海律师事务所律师；2015年7月至2016年7月，任招商国际信息技术有限公司法务负责人，2016年7月至2018年1月任丝路亿商信息技术有限公司总经理助理、法务负责人；2018年3月至今，担任公司法务总监； 2020年1月至今，担任公司董事会秘书 。	1989年
肖龙报	研究院工程总监	华中科技大学生命科学与技术学院生物医学工程专业学士。2011年12月至2014年9月，担任华为技术有限公司MCU研发工程师、小组组长；2014年11月至2015年8月，担任融创天下科技有限公司视频会议开发工程师； 2015年9月加入公司 ，现任公司研究院工程总监。组建高性能开发团队，负责Pro/Pro2/TITAN相机机内软件开发，负责移动端、桌面端、嵌入式端算法性能优化。	1986年

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

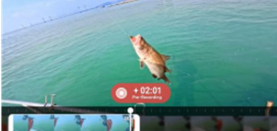
3. 竞争优势：产品迭代高效，渠道、品牌占据先机

3.1. 产品：需求洞察强，产品迭代速度快，持续引领行业发展

相比于手机、家电等相对成熟、标准化的产品，全景/运动相机的使用场景、玩法仍在快速拓展，因此快速挖掘细分场景的需求与痛点，是产品保持领先的关键。

复盘影石产品发展历程，公司创新的推出了一系列实用功能，满足了全景/运动相机不同场景的细分需求。如：1）骑行“防风帘”：为了保留快速骑行的引擎声，同时消除风噪，公司开发了骑行防风帘结构，并叠加 AI 算法，可有效过滤风声；2）“隐形自拍杆”：为了防止自拍杆破坏画面，公司创新开发了自拍杆隐形算法，并很快成为行业主流。

图表 49：影石通过需求洞察与解决，产品较 GoPro、大疆形成差异化竞争优势（以 Ace 为例）

需求	描述	影石解决方案	图示
骑行场景的风噪收音	在摩托车和自行车骑行等运动相机渗透率最高的场景下，用户希望听到快速骑行的引擎声、山地车的链条碰撞声等，但这些声音均被风噪盖过	增设“防风帘”结构，叠加AI算法，有效过滤了风声，并更好保留了特定频率的声音，解决收音痛点	
钓鱼/滑板场景的高光时刻回溯	传统运动相机最多仅支持30秒预录，如在钓鱼场景下，难以覆盖“咬钩、拉起、收杆”全过程，关键的高光时刻极易错过。用户需要更长的预录窗口	将预录时间延长至原先的两倍，以完整记录鱼上钩后的全程内容，确保用户不错过关键时刻	
街拍场景的设备动作及外观（隐性需求）	经系统性调研和观察，发现部分客户会将硬件进行DIY“免笼改造”	发布AcePro2街拍套装，硬件上有高级感外观、快门震动和声音反馈；软件上为成片增加莱卡水印，满足社交分享需求。4月刚上市即断货	
多数运动场景的第三人称跟拍（隐性需求）	在推出“隐形自拍杆”功能前，并无自拍杆相关投诉。但传统自拍杆在运动场景中的隐性痛点是在记录第三人称视角时容易破坏画面，无法实现“专业跟拍”式自由运镜	业内首创自拍杆隐形算法，“隐形自拍杆”很快成为户外运动爱好者的主流玩法	
日常驾驶场景的行车记录（隐性需求）	传统运动相机并没有专用的行车记录拍摄模式，影石发现部分用户将相机作为高端行车记录仪使用	业内首创行车记录模式，循环录制保存最新画面。打开普通用户的增量场景	

资料来源：公司官网、晚点LatePost 微信公众号等，华源证券研究所。注：以上仅列举部分差异。

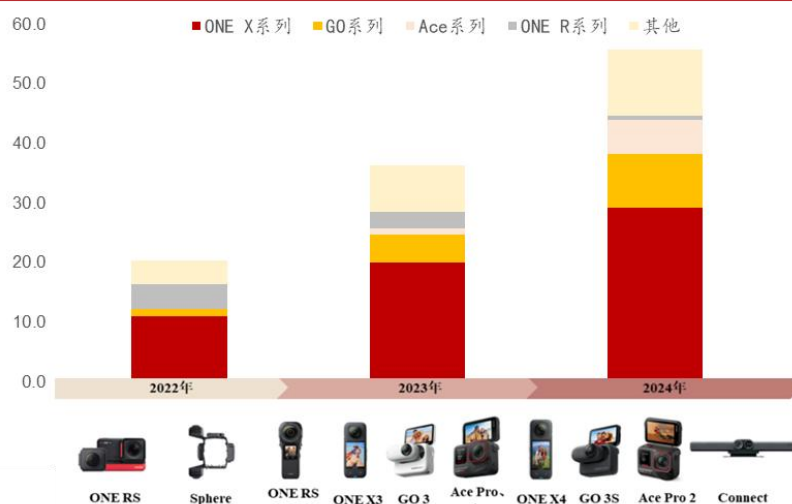
影石不仅在功能创新方面引领行业，产品线迭代速度同样领先市场。影石年均推出 3-5 款核心产品，23/24/25H1 分别更新 3/5/2 款，迭代速度领先友商。同时，新品推出后可以高效转化为当年及次年的收入，持续贡献收入增长动力。以 Ace 系列为例，第一代产品于 23 年 11 月推出，第二代产品 Ace Pro2 于 2024 年 10 月推出，2023 年、2024 年该系列分别实现收入 0.97 亿元、5.77 亿，收入占比从 2.7%迅速提升至 10.4%。

图表 50：影石、大疆、GoPro 手持智能影像设备产品迭代速度对比

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
影石	全景运动相机	One X		One X2		One X3		One X4	One X5
	模块化全景/运动相机			One R		One RS			
	拇指运动相机		GO		GO 2		GO 3	GO 3S	
	运动相机						Ace/Ace Pro	Ace Pro 2	
	AI手机稳定器云台						Flow	Flow Pro	Flow 2/Flow 2 Pro
大疆	AI云台摄像头					Link		Link2/Link2C	
	运动相机		Action		Action 2	Osmo Action 3	Osmo Action 4	Osmo Action 5 Pro	
	云台运动相机	Pocket		Pocket 2			Osmo Pocket 3		
	手机云台	Osmo Mobile 2	Osmo Mobile 3	Osmo Mobile 4	Osmo Mobile 5	Osmo Mobile 6/SE			Osmo Mobile 7/7P
GoPro	运动相机	Hero 7 Black	Hero 8 Black	Hero 9 Black	Hero 10 Black	Hero 11 Black	Hero 12 Black	Hero 13 Black	
	轻量运动相机							HERO	
	全景相机		GoPro MAX						GoPro MAX 2025

资料来源：各品牌官网，华源证券研究所

图表 51：影石新品推出后高效转化为当年及次年的收入

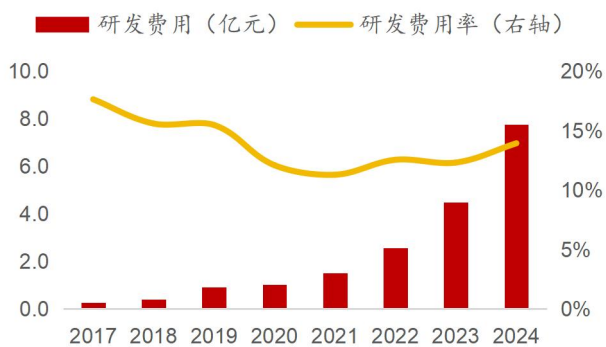


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

快速挖掘用户需求并解决痛点、迭代产品，背后反映的是公司产品、研发、生产部门的高效，其更深层基础是公司坚持高强度的研发投入，并建立了优秀的人才培养、激励机制。

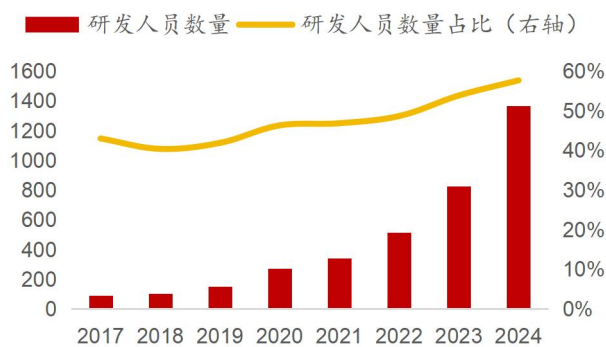
1) 持续高强度的研发投入：2022-2024 年公司累计研发费用 14.8 亿元，占三年合计营收的比例为 13.2%。截至 2024 年末，公司研发、技术人员共计 1367 人，占公司员工总数的 57.7%。通过长期研发投入，公司已形成以全景图像采集拼接技术、防抖技术、AI 影像处理技术、计算摄影技术等为核心的技术体系，设立以研究院、产品中心和技术中心为主的多维度研发体系，形成 900 项国内外授权专利，其中发明专利 189 项。

图表 52：2022-2024 年公司累计研发费用占三年合计营收比例达 13.2%



资料来源：Wind，华源证券研究所

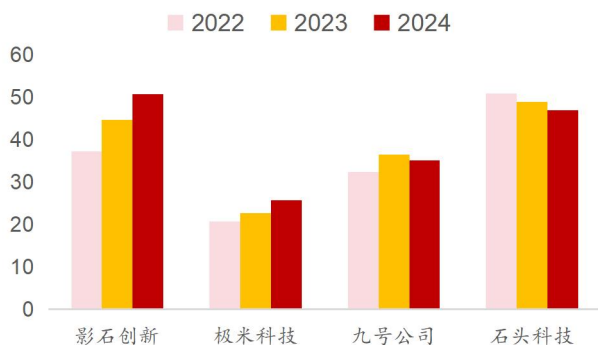
图表 53：公司研发人员占比持续提高



资料来源：公司公告，华源证券研究所

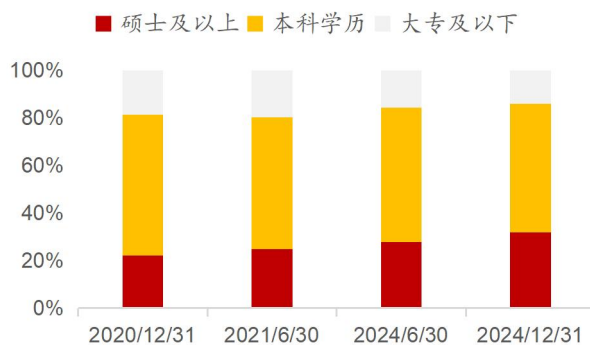
2) 优秀的人才激励机制：公司人均薪酬水平保持快速增长，2024 年人均薪酬超 50 万元，在可比新兴家电企业中处于领先水平。同时公司持续引进高学历人才，2024 年硕士及以上学历员工比例提升至 32%，人员结构不断优化。

图表 54：影石人均薪酬快速提升（万元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 55：影石高学历人才占比持续提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

长期来看，公司在研项目充足，产品矩阵有望继续拓展。目前公司在研项目充足，尤其是跨领域技术研发储备丰富，拥有机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术等储备。凭借对用户需求的敏锐洞察，以及技术和供应链的多年积累，公司产品矩阵有望不断丰富，逐步打开成长天花板。

图表 56：截至 2024 年末，公司在研项目包含已有产品线更新和新品类拓展（如智能影像机器人、全景安防相机、智能数码相机）

项目名称	内容与目标	研发方式	项目进展
基于云计算的视频管理和剪辑技术	包括云端数据存储与管理、云端智能分析处理、移动端 APP 和高效率低带宽多媒体内容传输协议，提高传输效率	自主研发	开发阶段
基于多传感器融合的感知避障导航系统	融合相机影像、IMU、超声、激光雷达、GPS 等信息，感知系统周围的三维信息，使智能影像机器人在飞行或者移动时能自动避开动态障碍物到达指定位置	自主研发	测试阶段
基于全景的安防相机	结合全景采集、全景拼接、全景自由取景、AI 技术和流媒体传输的技术，开发全景安防类产品	自主研发	开发阶段
新一代运动相机	基于 AI 影像处理技术的旗舰运动相机，提升超高清拍摄性能和图像表现能力；进一步优化防抖技术	自主研发	开发阶段
新一代一体化全景相机	基于 AI 影像处理技术以及硬件升级，进一步提升旗舰款全景相机的内容规格、画质、音质	自主研发	开发阶段
新一代手机云台	基于手机强大算力，将目标识别、跟踪、分析的 AI 能力赋予更多的用户使用场景	自主研发	开发阶段
智能数码相机	让用户在小尺寸的数码相机上，获得超高的画质和拍摄体验。通过赋予更多 AI 能力，相机可以主动匹配用户场景和行为，提升用户的创作效率	自主研发	预研阶段
新一代穿戴式相机	通过优化相机结构进一步拓展相机的可使用场景和提升相机实用性。充电盒同时承担外部电源、预览屏幕、远程控制等扩展功能，使相机放入时整体可以成为一个运动相机的形态使用，有充足的续航保障和散热能力	自主研发	开发阶段

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

3.2. 渠道：海外市场布局早，重要渠道已覆盖

影石全球化战略起步早，海外市场是主要收入来源。公司自成立起即坚持“生而全球化”发展战略，22-24 年海外收入占比稳定超过 70%，渠道已覆盖全球 200 多个国家和地区。

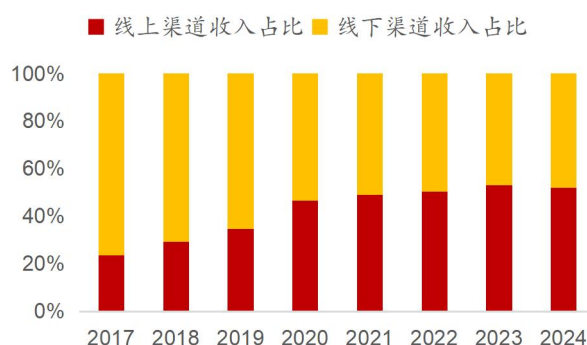
线下覆盖超 1 万家零售网点，线上占比逐步提升。公司早期在海外以线下渠道为主，目前在全球已拥有 1 万多家零售网点。近年来，公司线上渠道快速发展，24 年线上渠道收入占比达 52%，主要来自线上独立站和 Amazon 等电商平台。

图表 57：公司渠道覆盖均衡全面



资料来源：公司招股说明书、各公司官网等，华源证券研究所（收入占比为 2024 年全年数据）

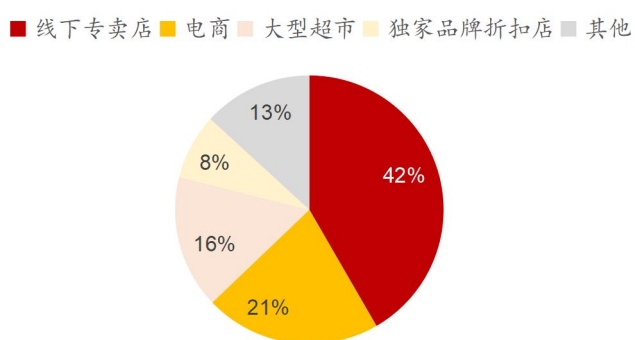
图表 58：公司线上/线下渠道占比趋于均衡



资料来源：Wind，华源证券研究所

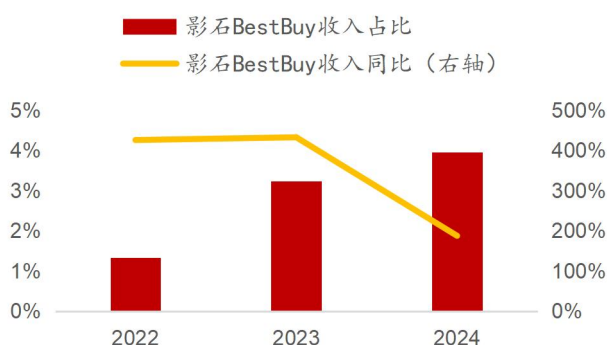
Best Buy 等线下重要渠道占比逐步提升，是公司建立先发优势的重要抓手。不同于国内市场，海外消费者往往倾向于通过专营店、大型商超等线下渠道购买家电/数码产品，据 Grand View，24 年北美家电在电商渠道销售占比仅 21%。而公司自 18 年起即与 Apple Store 店深度绑定，成为全球首个入驻 Apple Store 的全景相机品牌，也是目前唯一在 Apple Store 同时拥有全景相机和运动相机类目的品牌。22 年起，公司开始与 Best Buy、Sam's Club 等大型商超深度合作，23-24 年 Best Buy 渠道收入快速提升，在公司总收入中的占比分别达 3.2%、4.0%。

图表 59：2024 年北美家用电器各销售渠道销售额占比



资料来源：Grand View，华源证券研究所

图表 60：影石 Best Buy 收入占比快速提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

分区域看，国内线上线下渠道均衡发展，美国线下渠道增长显著，日本、德国线上渠道仍是主要收入来源。具体来看：

境内市场：线上/线下渠道相对均衡。24 年境内收入 13.1 亿元，线上、线下收入各占 50%。

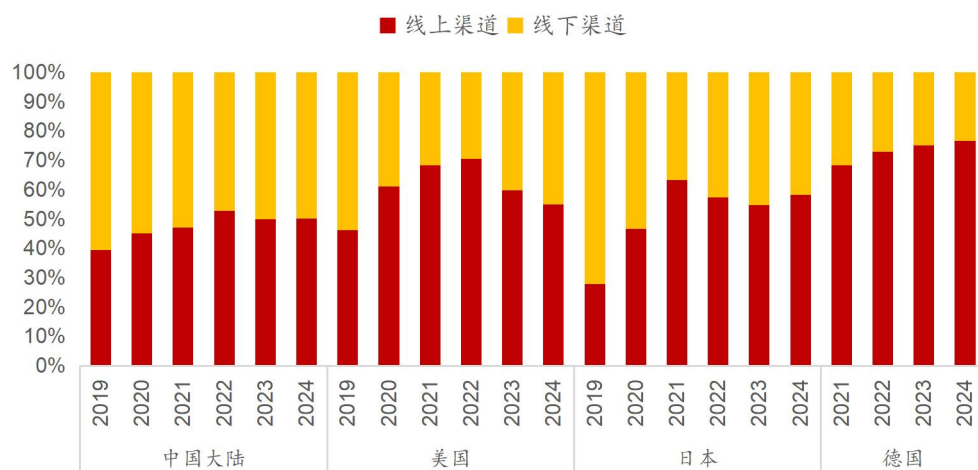
1) 线上：京东、天猫、抖音为主要渠道，其中京东自营平台增速亮眼，自 22 年的 0.6 亿元增长至 24 年的 2.6 亿元。2) 线下：自 23 年重点新增下沉城市经销商，23-24 年境内线下经销渠道增速为 80.4%、65.8%。

美国市场：线上第三方电商占比较高，线下专业渠道的增速较快。24 年美国市场收入 12.9 亿元，线上、线下收入占比为 54.9%、45.1%。Best Buy、Sam's club 等线下重要渠道快速推进，22-24 年线下大商渠道收入占比快速提升，分别达 6.5%、14.3%、19.0%。

日本市场：线上独立站增速亮眼，线下持续开拓。作为第三大销售国家，日本市场 24 年收入 3.2 亿元，线上、线下收入占比为 58.3%、41.7%。1) 线上：初期以第三方电商为主，包括入驻日本本土的乐天平台。随着公司品牌宣传和消费者触及初现成效，线上独立站收入占比快速提升，从 23 年的 0.3 亿元提升至 24 年的 0.7 亿元（yoy+134%），占比从 14%提升至 21%。2) 线下：与本土强势的经销商 ASK Corporation、ARCHISITE 深度合作以快速铺开，24 年线下经销收入占比达 41.7%。

未来渠道增量：1) 内销：线上、线下渠道建设仍有较大空间，公司正在积极推进线下经销渠道的建设。2) 外销：美国亚马逊平台仍在持续增长，同时线下大 KA 渠道的收入贡献有望继续提升；日本、德国等市场的线上独立站有望快速放量，线下渠道开拓空间可期。

图表 61：公司主要销售市场渠道分布



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. 品牌：坚持“Think Bold（始于敢想）”的品牌文化，高端形象已建立

坚持“Think Bold（始于敢想）”的品牌文化，不仅是销售产品，而是打造冒险、勇敢的生活方式。公司品牌 Slogan 为“Think Bold（始于敢想）”，坚持直面挑战、大胆尝试的品牌文化。具体来看，在品牌打造方面：1) 公司长期与运动/户外/科技领域的知名 KOL 合作，树立高端、冒险、潮流的品牌形象。2) 公司并不过分强调自身产品参数，而是主要宣传产品的使用场景与使用体验，以唤醒用户内心深处对冒险、勇敢生活的渴望，以及对创作、分享的热情。

图表 62：品牌宣传侧重应用场景，塑造敢想敢做的品牌形象



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 63：影石实现全领域 KOL 广泛覆盖，KOL 影响力超竞争对手

品牌	签约 KOL 姓名	领域	简介	Tiktok 粉丝数量	Tiktok 累计点赞
Insta360	Fabio Wibmer	自行车	2016 年奥地利速降山地自行车锦标赛冠军	2.1M	36.1M
	Marc Márquez	摩托车	MotoGP 世界锦标赛六冠王	1.9M	18.5M
	Sammy Marques	摩托车	知名海外骑行内容创作博主	1.5M	17.9M
	Mark Harrison	旅行	知名海外环游世界博主	1.2M	36.8M
	Weger Brothers	极限运动	知名极限运动博主	614.6K	27.4M
GoPro	Thomas Müller	足球	拜仁慕尼黑前职业足球运动员	5.0M	46.1M
	Sam Pilgrim	自行车	2013 年 FMB 世界巡回赛总冠军	533.9K	6.7M
	Jamie O'Brien	冲浪	21 岁获冲浪顶尖赛事 Pipeline Masters 冠军	488.6K	15.1M
	Danny MacAskill	自行车	专业街头试骑和山地自行车骑手	468.0K	4.1M
	Rémy Mètailler	自行车	累计四届红牛狂暴赛的运动员	109.9K	1.8M

资料来源：各公司官网、Tiktok，华源证券研究所。注：各公司选取 Tiktok 粉丝数量前 5 名的 KOL 进行对比，数据截至 2025 年 7 月 15 日。

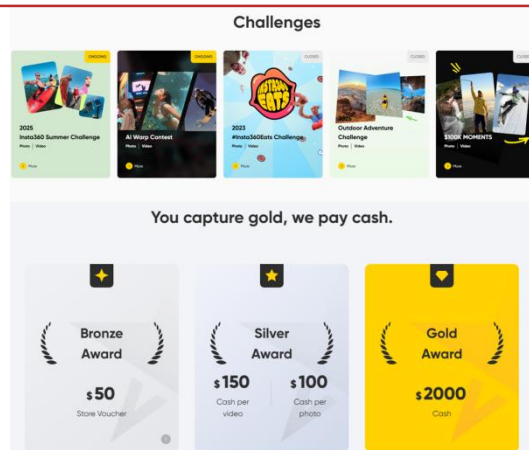
多元激励机制助力营销裂变，推动用户从消费者向品牌共创者转化。1) UGC 内容挑战赛：定期限时发起“高光时刻挑战赛”、“世界探险大玩家”等主题挑战，优秀作品可获得平台曝光、现金奖励或新品试用资格。2) THINK BOLD 挑战基金：鼓励用户提出富有创意的拍摄构想，如将相机安装在老鹰身上进行高空航拍，投稿入选后将获得高额现金奖励以及曝光展示。3) 个人推广联盟：用户可以申请成为推广大使，成功推广商品可获得 5% 的销售返佣，形成“分享-转化-收益”链条。

图表 64：社媒平台 UGC 营销与个人品牌大使计划



资料来源：公司官网、Instagram，华源证券研究所

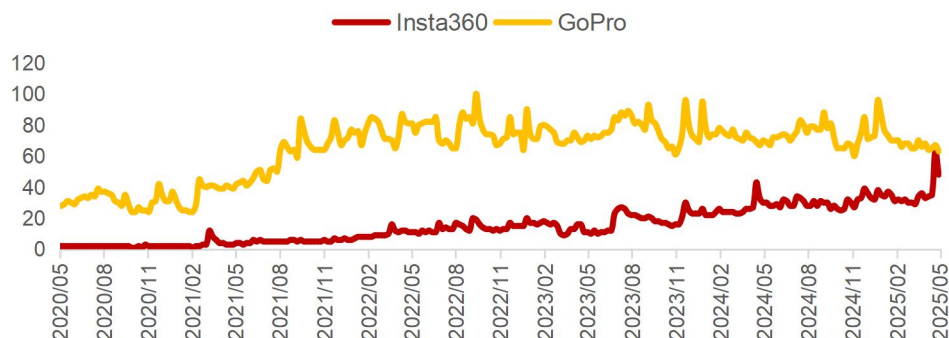
图表 65：影石内容挑战赛与奖励机制



资料来源：公司官网，华源证券研究所

影石品牌力稳步积累，影响力逐步提升。截至 2025 年 7 月，影石 Insta360 在全球主流社交平台已积累超 600 万粉丝，且保持快速增长，Google Trends 搜索指数于 25 年 4 月末逼近 GoPro。同时，23-25 年公司已连续三年入选谷歌、凯度评选的“中国全球化品牌 50 强”，25 年位列榜单第 24 位，较 24 年提升 3 位，品牌力稳步提升。

图表 66：Google Trends 搜索指数显示 Insta360 逐步逼近 GoPro



资料来源：Google Trends，华源证券研究所

4. 市场空间及盈利预测

4.1. 行业与公司长期空间测算

目前全景/运动相机核心用户主要是户外运动爱好者与户外/旅行类 Vlog 博主。但随着产品使用门槛继续降低，以及短视频社交的快速发展，长期来看户外运动参与者均是全景/运动相机的目标客群。由于全球不同区域市场的消费习惯存在差异，我们将分别假设户外运动参与者比例和产品渗透率。

根据世界银行数据显示 2023 年全球人口总数约 81.4 亿人，其中美国/中国/欧盟人口数分别为 3.4/14.1/4.5 亿人，假设人口规模保持稳定。1) 美国：参考户外运动协会，23 年居民户外运动参与率约 52%，预计远期可达到 60%左右。2) 中国：参考体育总局发布的《户外运动产业规划(2022-2025 年)》数据，截至 2021 年底我国户外运动参与率约 29%，预计远期可达到 32%左右。3) 欧盟：数据来自于 Outdoor Foundation，居民户外运动参与率超 50%，预计远期可达到 55%左右。

行业长期出货量空间测算：参考全球各区域户外运动参与者比例，我们估算全景/运动相机的目标用户全球户外运动参与者超 16 亿，假设北美/亚太/欧洲/其他地区的运动相机在户外运动参与者中的稳态渗透率分别为 35%/15%/20%/7%，更新周期按照 5 年估算，预估行业稳态年出货量达 5304 万台。

图表 67：全球目标用户规模测算

	人口总数（亿）	户外运动参与率	户外运动人数（亿）
全球合计	81.4	20%	16.0
北美	3.8	57%	2.2
——美国	3.4	60%	2.0
——其他地区	0.4	30%	0.1
东亚与太平洋	23.9	25%	6.0
——中国	14.1	32%	4.5
——其他地区	9.8	15%	1.5
欧洲与中亚	9.3	37%	3.4
——欧盟	4.5	55%	2.5
——其他地区	4.8	20%	1.0
其他地区	44.4	10%	4.4

资料来源：世界银行、美国户外行业协会、国家体育总局、观潮新消费，华源证券研究所预测

图表 68：稳态更新阶段，全球年出货量测算

更新周期	3 年	5 年	7 年	更新周期	3 年	5 年	7 年
北美稳态渗透率	北美出货量（万台）			亚太稳态渗透率	亚太出货量（万台）		
25%	1804	1082	773	5%	996	598	427
30%	2165	1299	928	10%	1993	1196	854
35%	2526	1515	1082	15%	2989	1793	1281
40%	2886	1732	1237	20%	3985	2391	1708
45%	3247	1948	1392	25%	4982	2989	2135
更新周期	3 年	5 年	7 年	更新周期	3 年	5 年	7 年
欧洲稳态渗透率	欧洲出货量（万台）			其他地区稳态渗透率	其他地区出货量（万台）		
10%	1144	687	490	5%	741	444	317
15%	1716	1030	736	6%	889	533	381
20%	2288	1373	981	7%	1037	622	444
25%	2860	1716	1226	8%	1185	711	508
30%	3433	2060	1471	9%	1333	800	571

资料来源：华源证券研究所预测

行业长期市场规模测算：1) 全景相机：参考目前全景相机在智能影像设备总出货量中的占比，假设稳态下，占据行业 10% 的出货量，假设行业年出货量 530 万台，均价约 2500 元。2) 运动相机：假设占据行业 90% 的出货量，稳态状态下假设年出货量 4773 万台，均价约 1000 元。

影石长期空间测算：公司作为智能影像设备龙头，有望保持市场领先地位，假设全景相机、运动相机稳态市场份额分别为 80%、35%。由于公司定位较高端，假设全景、运动相机产品稳态均价分别为 2500、1500 元（高于行业）。基于以上假设，估算公司消费级智能影像设备远期收入有望达 357 亿元，其中全景相机/运动相机收入分别为 106 亿元/251 亿元。

图表 69：行业和公司长期空间测算

行业	行业稳态全球出货量（万台/年）	5304
	——按 10% 渗透率，全景相机出货量	530
	——运动相机出货量	4773
	行业稳态均价（元）	1150
	——全景相机	2500
	——运动相机	1000
	长期空间测算（亿元）	610
	——全景相机	133
	——运动相机	477
影石	销量口径下，公司长期市占率（%）	40%
	——全景相机	80%
	——运动相机	35%
	稳态下，公司产品均价（元）	1703
	——全景相机（X 系列等）	2500
	——运动相机（ACE/GO 系列等）	1500
	公司远期收入空间（亿元）	357
	——全景相机	106
	——运动相机	251

资料来源：华源证券研究所预测

4.2. 公司盈利预测

基本假设：

(1) 收入端：全球智能影像设备渗透率仍然较低，随着户外运动人数增加及短视频社交兴起，行业有望保持高速增长。而影石需求洞察能力强、产品迭代快、渠道拓展早，有望持续领跑市场，因此预计 25-27 年公司收入端均有望保持高增长。

(2) 利润端：智能影像设备赛道仍在高速增长阶段，产品尚未标准化，需求场景与玩法仍在快速拓展，因此研发创新可以持续转化为产品的快速迭代与价格提升，行业龙头有望保较高利润率水平。考虑到行业的快速增长也会带来市场竞争加剧，因此预计未来 25-27 年公司整体毛利率有所降低，仍有望保持在较高水平。

图表 70：公司收入拆分简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
1. 消费级智能影像设备：收入增速	53%	51%	39%	32%
1) One X系列				
出货量（万台）	110	160	216	281
收入增速	45%	57%	42%	34%
2) GO 系列				
出货量（万台）	42	64	86	112
收入增速	95%	47%	35%	30%
3) Ace 系列				
出货量（万台）	27	40	56	73
收入增速	498%	59%	40%	30%
4) 其他消费级产品：收入增速	-30%	3%	19%	15%
2. 专业级智能影像设备：收入增速	-31%	-28%	-27%	95%
3. 配件及其他产品：收入增速	68%	30%	25%	20%
核心指标				
毛利率	52.2%	51.8%	51.4%	51.3%
净利率	17.8%	14.4%	14.9%	15.3%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

4.3. 首次覆盖给予“增持”评级

影石创新的产品持续引领行业发展，渠道布局领先，品牌积累深厚，有望保持市场领先地位。短期看，公司产品不断迭代升级，国内、海外市场继续拓展，业绩有望保持高增长。中长期看，智能影像设备行业空间广阔，公司产品矩阵有望不断丰富，逐步打开成长天花板；同时上游产业链有望逐步实现国产替代，公司作为下游龙头，盈利能力有望保持较高水平。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.8/16.8/22.5 亿元，同比增速分别为 18.6%/42.3%/34.1%，截至 2025 年 7 月 24 日价格对应 PE 分别为 57/40/30 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 71：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
		2025/7/24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
688775.SH	影石创新	166.51	2.94	4.19	5.61	57	40	30
688696.SH	极米科技	106.32	5.15	6.66	7.74	21	16	14
689009.SH	九号公司	59.20	23.93	32.17	43.37	24	18	13
300866.SZ	安克创新	121.97	4.83	6.08	7.51	25	20	16
可比公司均值						23	18	14

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，影石创新盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

核心零部件外购风险：公司部分核心部件需要向境外供应商采购，若主要供应商供应中断或价格大幅波动，公司可能面临成本上升、产品交付延迟等风险。

技术人才流失风险：公司所在行业属于技术密集型行业，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。

国际贸易摩擦及关税风险：公司海外业务规模较大，若因国际市场产品设计理念、关税摩擦等因素导致市场不确定性增强，公司业绩可能受损。

市场竞争风险：随着行业增长，若参与者数量增加，厂商竞争或趋于激烈，公司市场份额、盈利能力均可能受到影响。

市场空间测算偏差的风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	280	3,168	4,316	6,008
应收票据及账款	203	292	370	443
预付账款	20	22	31	40
其他应收款	91	112	170	241
存货	1,000	1,410	1,871	2,353
其他流动资产	2,410	2,240	2,735	3,293
流动资产总计	4,004	7,244	9,493	12,379
长期股权投资	10	310	710	1,209
固定资产	206	326	454	498
在建工程	191	224	89	25
无形资产	15	18	30	50
长期待摊费用	14	19	20	15
其他非流动资产	581	586	591	596
非流动资产合计	1,017	1,484	1,893	2,394
资产总计	5,021	8,729	11,385	14,773
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,197	1,518	2,171	2,941
其他流动负债	594	863	1,189	1,555
流动负债合计	1,791	2,381	3,359	4,496
长期借款	15	15	15	15
其他非流动负债	34	34	34	34
非流动负债合计	49	49	49	49
负债合计	1,840	2,430	3,408	4,545
股本	360	401	401	401
资本公积	191	2,088	2,088	2,088
留存收益	2,630	3,810	5,488	7,738
归属母公司权益	3,181	6,299	7,977	10,228
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,181	6,299	7,977	10,228
负债和股东权益合计	5,021	8,729	11,385	14,773

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	995	1,113	1,612	2,184
折旧与摊销	49	53	76	94
财务费用	-19	-47	-102	-141
投资损失	-33	-28	-28	-28
营运资金变动	183	236	-121	-57
其他经营现金流	-3	71	71	71
经营性现金净流量	1,172	1,399	1,508	2,122
投资性现金净流量	-1,694	-496	-461	-571
筹资性现金净流量	-18	1,985	102	141
现金流量净额	-545	2,887	1,148	1,692

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,574	8,208	11,253	14,687
营业成本	2,665	3,959	5,464	7,157
税金及附加	46	68	93	122
销售费用	826	1,428	1,902	2,438
管理费用	253	328	450	587
研发费用	777	1,280	1,722	2,188
财务费用	-19	-47	-102	-141
资产减值损失	-35	-4	-6	-7
信用减值损失	-10	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	33	28	28	28
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	42	42	42	42
营业利润	1,058	1,257	1,788	2,398
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	5	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,059	1,258	1,789	2,399
所得税	64	78	111	149
净利润	995	1,180	1,679	2,250
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	995	1,180	1,679	2,250
EPS(元)	2.48	2.94	4.19	5.61

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	53.29%	47.26%	37.10%	30.51%
营业利润增长率		18.75%	42.31%	34.08%
归母净利润增长率	19.91%	18.60%	42.28%	34.06%
经营现金流增长率	53.77%	19.35%	7.81%	40.77%
盈利能力				
毛利率	52.20%	51.77%	51.44%	51.27%
净利率	17.85%	14.37%	14.92%	15.32%
ROE	31.27%	18.73%	21.04%	22.00%
ROA	19.81%	13.52%	14.74%	15.23%
估值倍数				
P/E	67.12	56.60	39.78	29.67
P/S	11.98	8.13	5.93	4.55
P/B	20.99	10.60	8.37	6.53
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	60	50	35	26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

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

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。