长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨

联合研究丨公司深度丨影石创新（688775.SH）

影石创新：始于敢想，差异突围

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

公司在十年时间内取得快速规模成长和份额突破，已成长为全球全景相机和运动相机龙头。其背后是公司高度年轻化以及极具活力的组织体系，公司持续挖潜用户需求和应用场景，并持续以高效的研发投入实现产品差异化突围。公司积极出海打造全方位渠道体系，已然形成优异的品牌认知。公司有望受益于全景相机&运动相机赛道的持续增长，并基于全景等技术维度深厚积淀实现品类矩阵扩容以及应用场景延展。

分析师及联系人

陈亮

SAC：S0490517070017

SFC：BUW408

李锦

SAC：S0490514080004

SFC：BUV258

杨洋

SAC：S0490517070012

SFC：BUW100

| 证券研究报告 |

2025-08-10

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

影石创新（688775.SH）

影石创新：始于敢想，差异突围

影石创新：全景相机龙头，持续高速增长

近年来户外运动人群以及视频拍摄人群持续扩容，手持智能影像设备凭借更优的成像精度与质感实现规模持续增长，预计 2017-2024 年/2024-2027 年行业规模复合增速分别达 15%/12%。公司成立于 2015 年，凭借更优秀的技术迭代和产品设计能力，当前已快速成长为以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商，2023 年于全景相机全球销额市占率排名第一，达 67.2%；于运动相机全球市占率排名第二。公司在充分挖潜需求的基础上持续推出差异化领先的产品，取得规模快速突破的同时已搭建全面渠道体系以及积淀优秀品牌认知，对应 2017-2024 年公司营收 CAGR 高达 66%，扣非归母净利润 CAGR 高达 106%。

突围：挖潜用户需求，技术积淀深厚

当前公司已形成以研究院、产品中心和技术中心为主的多维度研发体系，且以季度为观测期基于员工创新结果实施激励，2024 年公司研发人员/30 岁以下人员占比均超过 50%，组织年轻且极具活力。组织赋能下，公司持续挖潜用户需求并以高效研发投入实现差异化突围，技术维度上于全景技术积淀深厚，且在关键技术的推出上基本领先同行业玩家 8 个月及以上（对应产品周期有一代领先）；产品维度率先将全景技术应用到运动相机品类，并开发出子弹时间、隐藏自拍杆等一系列玩法，对应公司规模快速增长的同时毛利率中枢维持在 50%左右。在产品持续领先的基础上，公司当前已搭建海内外全方位渠道体系，积淀优异品牌认知，2025 年 2-4 月官方访问量已超过 GoPro。

展望：坦然应对竞争，积极寻求增量

基于现有品类基础与技术积淀，大疆/影石有望拓展产品矩阵，构成潜在竞争。两者核心客群与能力或存在一定错位，影石客群更加偏向 Z 世代创作者、Vlogger 等，产品在拍摄技术简化、AI 自动剪辑等维度实现赋能；大疆或主要基于无人机基本盘展开拓展，用户偏向极客、无人机用户等，在性价比、硬件生态协同上更具优势。同时影石仍有望通过持续挖掘用户痛点实现差异化竞争。此外，影石亦有望基于全景技术等方面的深厚积淀，实现产品矩阵以及应用场景的拓宽，近年来已实现于手机云台、视频会议摄像头等影像垂类系统的突破，未来或有望延展至新型智能影像机器人产品等维度。

投资建议：始于敢想，差异突围

公司在过往十年时间内取得快速规模成长和份额突破，已成长为全球全景相机和运动相机龙头。其背后是公司高度年轻化以及极具活力的组织体系，公司持续挖潜用户需求和应用场景，并持续以高效的研发投入实现产品差异化突围。在此基础上，公司积极出海打造全方位渠道体系，已然形成优异的品牌认知。展望来看，公司有望受益于全景相机&运动相机赛道的持续增长，并基于全景等技术维度深厚积淀实现品类矩阵扩容以及应用场景延展。基于上述，我们预计公司 2025 年至 2027 年归母净利润分别达 12.17、17.46、24.87 亿元，对应公司 PE 分别为 56.32、39.27 和 27.56 倍，给予买入评级。

风险提示

1、产品迭代不及预期风险；2、市场竞争加剧风险；

3、国际贸易摩擦及关税风险；4、重要原材料供应中断风险；

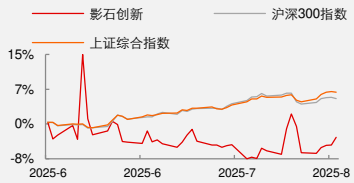
5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	170.92
总股本(万股)	40,100
流通A股/B股(万股)	3,050/0
每股净资产(元)	9.33
近12月最高/最低价(元)	204.22/161.06

注：股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

影石创新：全景相机龙头，持续高速增长.....6
行业：赛道持续扩容，成长空间广阔.....6
影石：全景相机龙头，增长势能优异.....9
突围：挖潜用户需求，技术积淀深厚.....13
底层：深挖用户需求，技术身位领先.....13
积淀：渠道体系完善，品牌心智优秀.....19
展望：坦然应对竞争，积极寻求增量.....24
攻守：客群&优势错位，持续差异竞争.....24
拓展：软件硬件协同，品类矩阵延展.....25
投资建议：始于敢想，差异突围.....27
风险提示.....28

图表目录

图 1：影像设备分类示意图.....6
图 2：2023 年全球手持智能影像设备零售市场规模达 364.7 亿元.....7
图 3：2023 年全球手持智能影像设备出货量规模达 4657 万台.....7
图 4：2023 年全球户外运动爱好者人数规模达 12.2 亿人.....7
图 5：2023 年全球手持智能影像设备产品购买率仅 3.8%.....7
图 6：2023 年全球运动相机零售市场规模达 314.4 亿元.....8
图 7：2023 年全球运动相机出货量规模达 4461 万台.....8
图 8：2023 年全球全景相机零售市场规模达 50.3 亿元.....8
图 9：2023 年全球全景相机出货量达 196 万台.....8
图 10：影石持续攫取全景相机市场份额（销额口径）.....9
图 11：凭借优质全景技术，影石运动相机市场份额稳步攀升（销额口径）.....9
图 12：公司 2017 年至 2024 年营收 CAGR 高达 66%.....10
图 13：公司 2017 年至 2024 年扣非归母净利润 CAGR 高达 106%.....10
图 14：公司发展历程或可分为三个阶段.....11
图 15：2024 年公司营收 86%来自于消费级智能影像设备.....12
图 16：分产品系列来看，ONE X 系列 2024 年营收占比超 50%.....12
图 17：分区域看，公司产品销售分布较为均衡.....12
图 18：分渠道看，线下经销渠道占比较高，.....12
图 19：公司整体毛利率多年在 50%以上.....13
图 20：公司 2024A&2025Q1 于销售和研发维度费率投放力度加大.....13
图 21：公司具体研发流程.....14
图 22：公司研发人员数量（人）及占比情况.....14
图 23：公司研发费用（亿元）及研发费率表现.....14
图 24：截至 2024 年年末公司市场销售人员/产品技术人员分别占比 24.89%/57.68%.....15
图 25：截至 2024 年年末公司 18-29 岁/30-39 岁人员分别占比 55.44%/40.63%.....15

图 26：公司在全景技术及智能影像设备创新方面进行持续的研发投入，并取得丰富研发成果 16
图 27：公司在全景图像采集拼接领域推出关键技术的时间点领先于行业内其他公司 16
图 28：公司与竞对消费级智能影像设备比较 17
图 29：公司产品推出节奏明显快于日本理光和 GoPro 17
图 30：以 Insta360 Nano 为例，其实现全景相片的“即拍即得” 18
图 31：同期 GoPro Omni 产品需要将文件通过读卡器等传输到电脑 18
图 32：公司推出产品均围绕一定的用户痛点进行展开 19
图 33：手持智能影像设备原材料成本中，摄像头模组占比 58.5% 19
图 34：拆分产品类型，2018-2024 年公司毛利率亦保持在较高水平 19
图 35：公司当前已建立起广泛销售网络和多样化销售模式 20
图 36：公司营收分渠道拆分占比 20
图 37：公司营收分渠道增速表现 20
图 38：公司线上分渠道毛利率情况 20
图 39：公司线下分渠道毛利率情况 20
图 40：公司全景相机在近地轨道卫星上拍摄地球 21
图 41：BBC 将 Insta360 ONE X 放在鹰的后背拍摄纪录片 21
图 42：公司销售费率近三年维持在 15%左右 22
图 43：公司销售费用结构 22
图 44：公司与苹果、谷歌、华为等头部厂商均展开合作，具备较强品牌背书 23
图 45：公司位列《Fast Company》2024 全球最具创新力公司榜单消费电子领域前三强 23
图 46：Google 和凯度评选出的 2024 中国全球化品牌 50 强中，公司 Inst360 排在第 27 位，领先石头、美的、科沃斯等 23
图 47：2025 年 2-4 月官网总访问量上，公司已经超过 GoPro，且社交媒体引流效果较好 24
图 48：2024 H1 中国跨境电商品牌影响力榜单中 Insta 360 排名第 7 24
图 49：相较大疆，公司在全景技术维度的专利数量（图中单位：个）更加领先 25
图 50：以公司 Insta Ace Pro 2 为例，该产品在夜景拍摄以及防风噪方面表现更优 25
图 51：截至 2024 年 12 月 31 日，公司在研项目情况 26
图 52：全景技术本身具备较多的拓展方向和较大的延拓空间 26
图 53：影石 Insta360 于 2025 年全新推出 Insta360+云服务 27
图 54：对标 GoPro，其订阅服务费近年来保持较好增长趋势 27

表 1：公司主要产品类别及相关介绍 10
表 2：公司各销售渠道的具体推广方式 21
表 3：公司与大疆、GoPro 的定位区分 24
表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元） 28

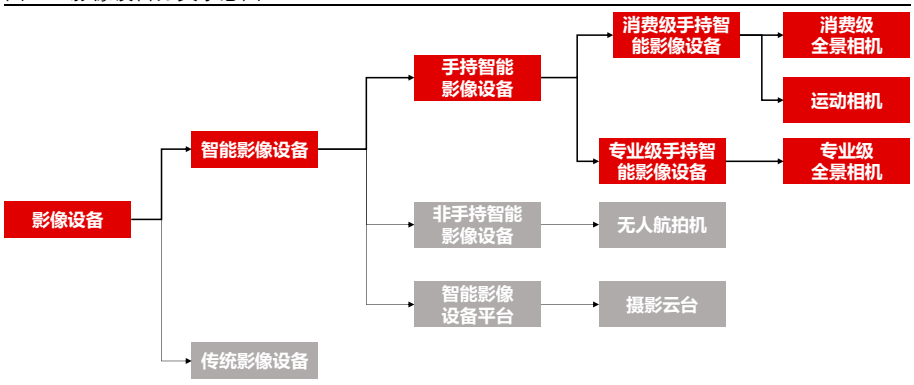
影石创新：全景相机龙头，持续高速增长

行业：赛道持续扩容，成长空间广阔

得益于更优的成像精度与质感，智能影像设备市场规模持续增长，产品面向客群年轻化且不断扩容。虽然本世纪传统相机行业受到了手机载体摄影崛起的影响，但影像设备，尤其是智能影像设备仍在许多领域保持着不可替代性。其受益于大体积 CMOS 和广角镜头拍摄能力，智能影像设备在成像精度和质感都远胜手机镜头。因此，智能影像设备的定位逐渐从日常拍摄记录工具转变为工业领域特化高精影像设备（专业级智能影像设备）或专注于提升人们生活摄影体验、满足特殊人群摄影需求的高级消费品（消费级智能影像设备）两种。据调研，中国消费级产品核心人消费人群年龄集中在 25-35 岁区间，欧美玩家集中于 25-50 岁。对应群体多同时为数码爱好者，对数码产品的技术更新和迭代有着很强的兴趣。而入门级运动相机产品除以上人群外，还会加入一部分价格敏感较高的青少年人群。整体用户群体存在年轻化趋势且呈现逐年上涨态势。

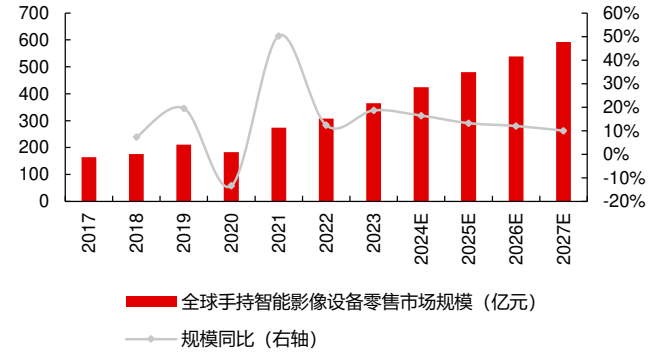
2023 年全球手持智能影像设备市场规模为 364.7 亿元，2017 年至 2023 年销额 CAGR 达 14.3%，预计当前产品已初步铺开市场，2023 年至 2027 年预计复合增速有望达 12.9%。在 GoPro、Insta360 等品牌营销的带动下，消费级手持智能影像设备市场近年市场规模持续增长。据 Frost & Sullivan，至 2023 年，全球手持智能影像设备市场规模由 2017 年的 164.3 亿元增长到 2023 年 364.7 亿元，复合年增长率（CAGR）高达 14.3%。如今，消费级手持智能影像设备已初步铺开市场，预期行业将进入高速增长期。

图 1：影像设备分类示意图



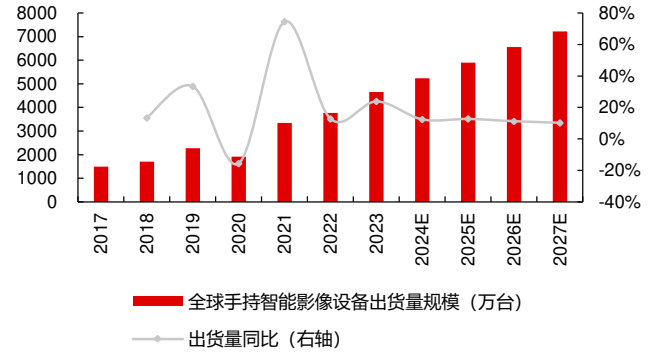
资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

图 2：2023 年全球手持智能影像设备零售市场规模达 364.7 亿元



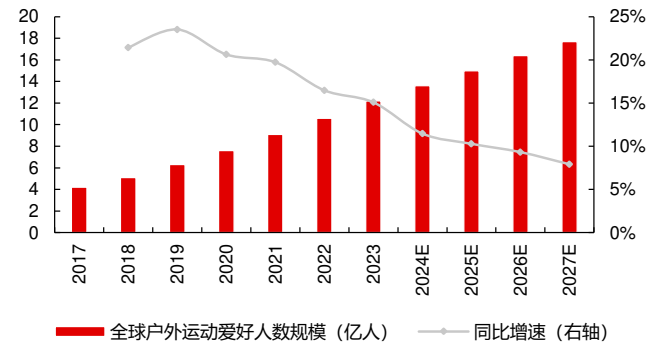
资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

图 3：2023 年全球手持智能影像设备出货量规模达 4657 万台



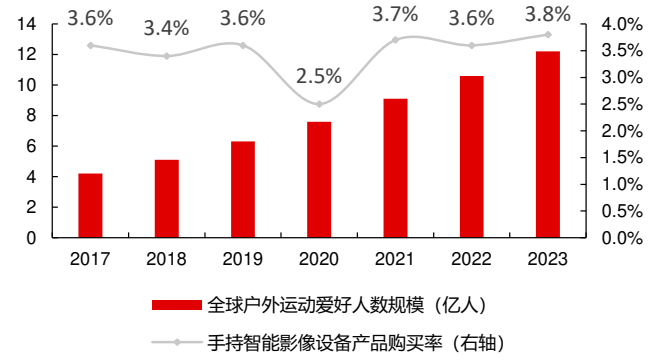
资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

图 4：2023 年全球户外运动爱好者人数规模达 12.2 亿人



资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

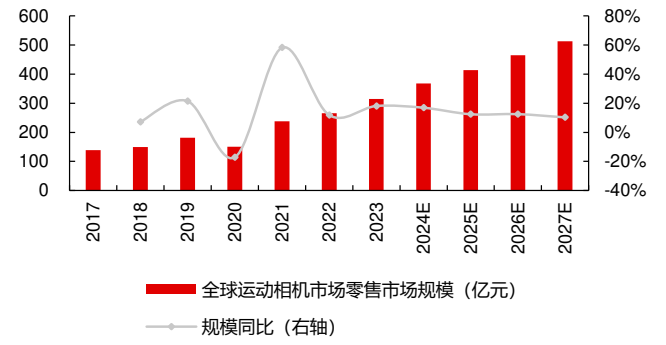
图 5：2023 年全球手持智能影像设备产品购买率仅 3.8%



资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

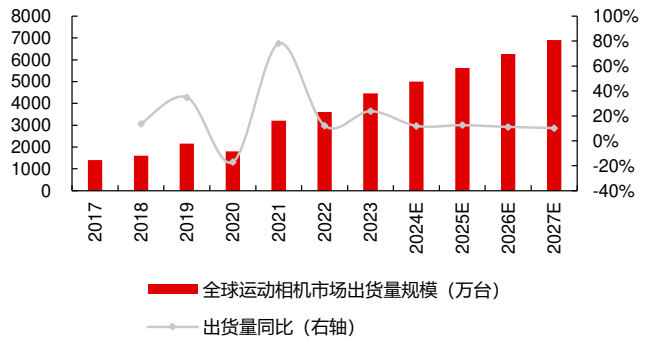
1）运动相机：户外运动日渐普及叠加社交网络视频高速发展，推动运动相机市场规模持续增长，2023 年全球市场规模达 314.4 亿元，2023 年至 2027 年复合增速预达 13.0%。运动相机是一种用于记录运动过程的相机，通常以第一人称视角进行拍摄，可通过配件固定在自拍杆或身体某部位、头盔、滑板、自行车把手上，多用于滑雪、冲浪、跳伞、攀岩、极限运动等运动场景，并且能满足“画面清晰，色彩保真”的基本要求。随着户外运动者数量的增多及社交网络视频分享的普及，人们对于拍摄视频的意愿不断增强，从而推动了运动相机市场规模的增长。2023 年全球运动相机市场规模达 314.4 亿元，北美市场占据一半份额，预计 2023 年至 2027 年全球市场复合增速达 13.0%。预计 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，中国市场可以达到 44.5 亿元。从出货量来看，2023 年全球运动相机出货量为 4461.0 万台，预计 2023 年至 2027 年全球出货量复合增速达 11.5%。

图 6：2023 年全球运动相机零售市场规模达 314.4 亿元



资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

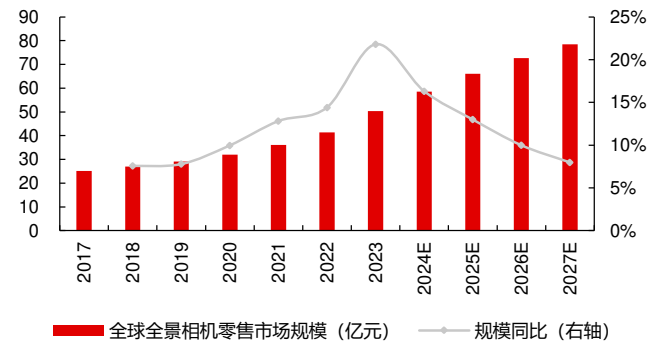
图 7：2023 年全球运动相机出货量规模达 4461 万台



资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

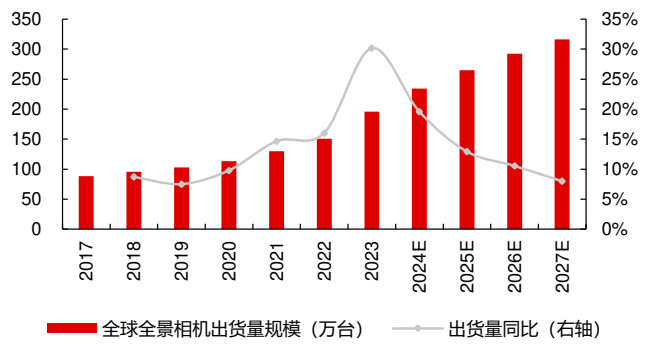
2）全景相机：C 端和 B 端共振，推动全景相机市场规模持续成长，2023 年全球全景相机市场规模达 50.3 亿，2023 年至 2027 年复合增速预计达 11.8%。全景相机是基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出 360°全景图片或视频的智能影像设备。C 端来看，一方面，短视频拍摄及分享日益普及，用户内容创作热情不断提高，据艾媒咨询，2022 年中国短视频行业市场规模由 2018 年 467.10 亿元增长至 3765.2 亿元。全景相机作为创新型视频拍摄工具，能够拍摄全景视频并实现智能剪辑和社交平台轻松分享的便捷，有望受益于短视频行业的快速增长；此外，在线直播成为人们日常娱乐的主要方式，据《中国网络视听发展研究报告（2024）》，2023 年我国短视频用户规模已达到 10.74 亿。B 端来看，全景相机及相关技术亦可应用于电视台节目及赛事直播、VR 看房、全景街景、智能安防、机器人全景视觉等，下游场景不断发展与拓宽，亦带动行业规模持续成长。2023 年全球全景相机市场规模达 50.3 亿元，北美市场销售份额占比最大。其次为亚洲市场，预计 2023 年至 2027 年全球市场复合增速达 11.8%。从出货量来看，2023 年全球全景相机出货量为 196.0 万台，预计 2023 年至 2027 年全球出货量复合增速达 12.7%。

图 8：2023 年全球全景相机零售市场规模达 50.3 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》，长江证券研究所

图 9：2023 年全球全景相机出货量达 196 万台

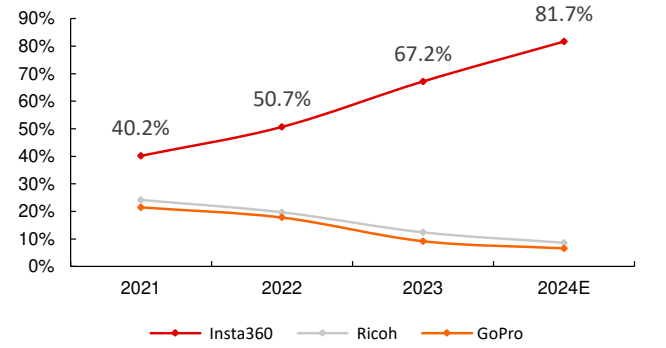


资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，长江证券研究所

格局维度，全景相机市场来看，影石持续攫取市场份额，2023 年于全球消费级全景相机销额份额达 67.2%。与之相对应的，日本理光和 GoPro 的市场份额在 2021 年至 2023

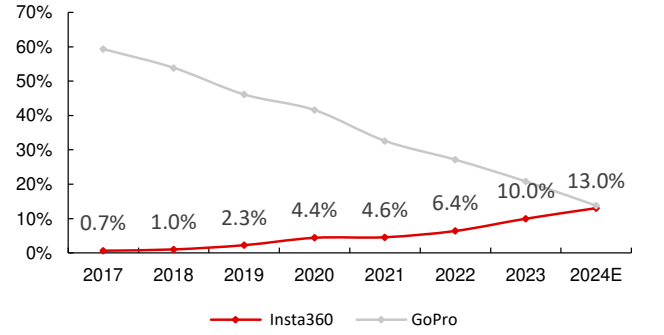
年则呈现持续下滑趋势。**运动相机市场竞争格局则相对分散，据 Frost & Sullivan，2023 年影石于全球运动相机市场份额排名第二，测算来看，2024 年 GoPro/影石于运动相机市场份额分别达 13.8%/13.0%。**影石以优质全景技术赋能运动相机，不断实现市场份额的提升，龙头 GoPro 的市场份额则呈现明显下降态势。

图 10：影石持续攫取全景相机市场份额（销额口径）



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

图 11：凭借优质全景技术，影石运动相机市场份额稳步攀升（销额口径）



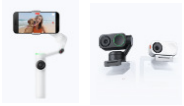
资料来源：Frost & Sullivan《全球智能手持影像设备市场发展白皮书》，公司公告，长江证券研究所（注：结合第三方给出市场规模及影石营收表现测算[1]，仅供参考）

影石：全景相机龙头，增长势能优异

影石创新成立于 2015 年，专注于全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、 生产和销售，历经接近十年发展，公司已快速成长为以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商。公司当前已形成由全景技术、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，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，主要产品包括消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品。其中消费级智能影像设备包括消费级的全景相机、运动相机、手持摄影设备及网络摄像头等，专业级智能影像设备包括专业级的 VR 全景相机和 AI 视频会议一体机。**据 Frost & Sullivan，2023 年 Insta360 于全景相机全球市占率达 67.2%，排名第一；于运动相机全球市占率排名第二。2017-2024 年，公司营收 CAGR 高达 66%，扣非归母净利润 CAGR 高达 106%。**

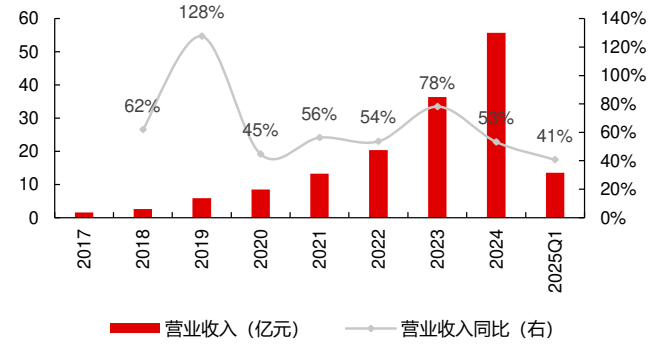
[1] GoPro2020 年及之前数据采用整体营收，2021 年及之后数据剔除订阅服务费，美元兑人民币汇率按 7 折算；影石采用消费级智能影像设备营收口径，有一定高估。

表 1：公司主要产品类别及相关介绍

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

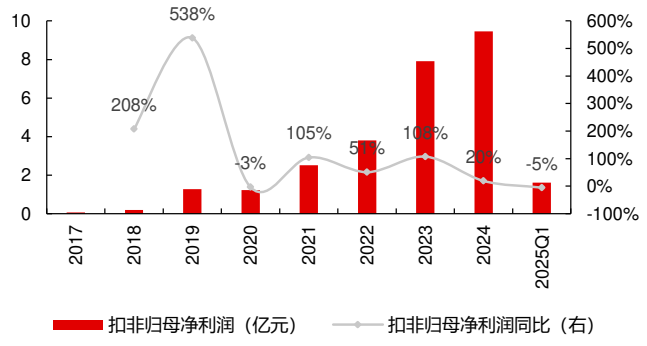
资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 12：公司 2017 年至 2024 年营收 CAGR 高达 66%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 13：公司 2017 年至 2024 年扣非归母净利润 CAGR 高达 106%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

我们认为，公司发展历程或可分为三个阶段：1）初创阶段（2015 年 7 月-2017 年 8 月），公司产品以全景相机为主，公司发现彼时市面主要产品采用 Wi-Fi 传输路线传输较慢的用户痛点，推出 Nano 产品率先实现在移动端即插即用，加大缩短传输时间，实现销售的爆发式增长；**2）突破阶段**（2017 年 8 月至 2020 年 5 月），公司观察到全景相机在

运动等场景中的应用空间，率先将全景技术应用到运动相机，推出 ONE、ONE X 等系列，通过差异化竞争取得快速份额突破，2018 年即成为全球全景相机行业龙一；**3）深化拓展阶段**（2020 年 5 月至今），公司于全景运动相机不断迭代的同时，应用场景不断拓宽，如应用到房产拍摄、视频侦察等；产品矩阵不断丰富，2023 年公司推出自身首款广角运动相机 Ace 系列在运动相机领域直面竞争，此外还推出手机稳定器 Flow 系列、会议视频 Link 系列和 Connect 系列等。

图 14：公司发展历程或可分为三个阶段

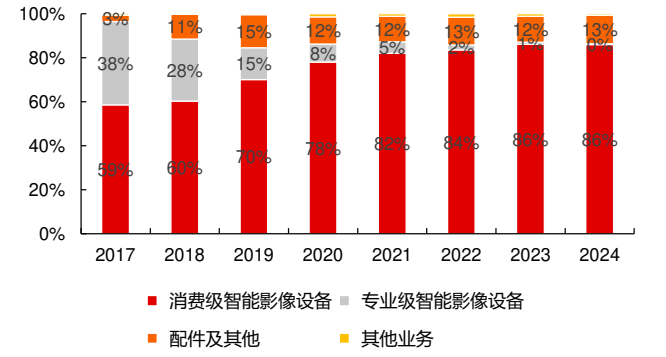
阶段划分		代表性事件
初创产品以全景相机为主	2015年7月	公司正式成立
	2016年7月	发布首款苹果MFi认证适配iPhone的360°VR相机Nano，**首度实现了全景相机在移动端即插即用**
	2017年4月	Insta360 Pro 8K专业级3D VR全景相机正式以24888元价格开启预购，**极大地降低专业VR影像的制作门槛**
突破以全景技术赋能运动相机	2017年8月	正式发布全新 360° 全景运动相机“Insta360 ONE”，**率先将全景技术引入运动相机，具备“子弹时间”新技能、六轴陀螺仪防抖技术、自动隐藏自拍杆或辅助线等功能**
	2018年3月	**Insta360 ONE 全新套装正式入驻苹果全球直营店（Apple Store）及官方网站（Apple.com）进行展示和销售**
	2018年10月	次世代防抖运动相机Insta360 ONE X正式发布，**搭载FlowState超强防抖技术**
	2019年1月	**11K 电影级 VR 摄影机** Insta360 Titan 在全球范围内开启预售
	2019年3月	Insta360 EVO 上市，**致力于打造“人人都能用的 3D VR 相机”**
	2019年8月	发布拇指防抖相机Insta360 GO，**产品重量仅为18.3克**，搭载最新FlowState防抖科技，创新加入AI剪辑一键出片功能，可配合多样配件
	2020年1月	发布多镜头防抖运动相机ONE R，采用了组合式设计，可自由更换镜头与机身，一英寸版本由Insta360影石与徕卡联合设计
拓展丰富应用场景&产品矩阵	2020年5月	Insta360影石正式推出Nano S房产套装，**用于VR房产拍摄，并与安居客、720yun.com、123看房等头部房产信息平台达成战略合作**
	2020年9月	**国内领先的视频侦查装备与解决方案提供商美亚大千与Insta360影石合作**
	2020年10月	发布口袋全景防抖相机ONE X2，AI创意升级，配件生态更丰富
	2020年11月	ONE X行业版正式发布。**为全景看房、测绘、街景、建筑管理等多个领域提供了专业的全景解决方案，进一步拓宽行业应用**
	2021年3月	推出GO 2相机，拇指大小，仅重26.5克，搭配FlowState防抖科技，相较1代在画质、续航（散热）、防水三要素有具体提升
	2022年3月	发布多镜头防抖运动相机Insta360 ONE RS，切换镜头即可满足多种场景下的拍摄需求，实现多镜头随心换，多场景随意拍
	2022年5月	发布外挂式无人机全景相机瞳Sphere，**可实现5.7K全景拍摄，使无人机在360°画面中完全“隐形”**
	2022年8月	发布AI网络摄像头Link，主打4K高清画质和丰富AI功能，**以满足当下日益增长的视频会议以及直播需求**
	2022年9月	发布新一代旗舰全景运动相机X3，带来“自动取景”全新功能，一段全景视频素材，自此可以完全交由AI进行智能分析与识别，选取拍摄对象，捕捉精彩画面
	2023年3月	推出首款AI手机稳定器Flow，**基于沉淀多年的AI图像技术，面向更大众的手机摄影市场，开启手机稳定器的智能新篇章**
	2023年11月	首款一体式广角运动相机Ace Pro全球上市发售，**徕卡的赋能使得Ace Pro达到了更加专业的拍摄表现，如夜景录像模式等；也是市面上首款配备翻转屏的运动相机**
	2024年4月	新一代旗舰全景相机X4上市发售，突破画质“天花板”，可拍摄8K 30帧+5.7K 60帧超高清全景视频、7200万像素照片
	2024年6月	GO 3S 不仅延续了「GO系列」的小巧体形，还全新升级至4K超高清画质，可随时随地穿戴在身上
	2024年7月	Flow Pro为**全球首款接入苹果DockKit技术的AI手机稳定器**，可直接在iPhone原生相机和200+主流 iOS APP内实现人脸自动追踪
	2024年9月	发布新一代 AI 智能 4K 网络摄像头Link 2系列，**为直播、内容创作、会议等多元场景提供更高性价比的专业级拍摄方案**
	2024年12月	发布智能双摄视频会议一体机 Connect，**集 4K 双摄、14 阵列麦克风和扬声器于一体，专业的音视频和 AI 算法能力，为6-14人的中小型会议和教育场景提供领先的解决方案**
	2025年1月	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**
	2025年4月	发布新一代旗舰8K全景相机 X5，新增“动态跟拍”模式，无需后期编辑，拍完直出平面视频，同时保留原始全景素材；“AI视角”等多项AI功能助力自动成片，让全景创作变得更轻松

资料来源：公司官网，长江证券研究所

产品维度拆分来看，2024 年产品类别中公司营收约 86%来自消费级智能影像设备，产品系列中约 52%来自 ONE X 系列。目前公司主要产品类型包括消费级智能影像设备、

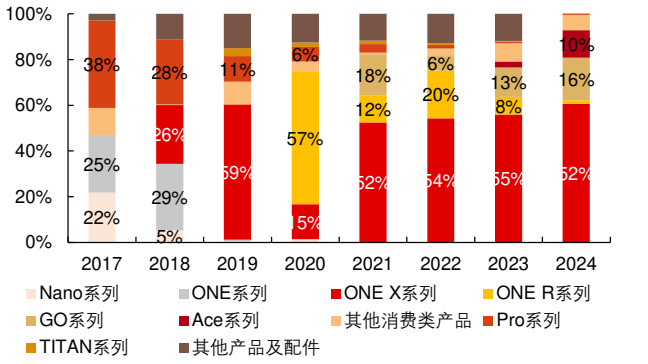
专业级智能影像设备、配件及其他产品等，其中 2024 年消费级智能影像设备销额占比约为 86%，专业级智能影像设备近年来占比持续收缩，而配件及其他占比则相对稳定。产品系列维度来看，全景运动相机 ONE X 系列自 2021 年以来稳定贡献公司 50%以上营收。

图 15：2024 年公司营收 86%来自于消费级智能影像设备



资料来源：iFinD，长江证券研究所

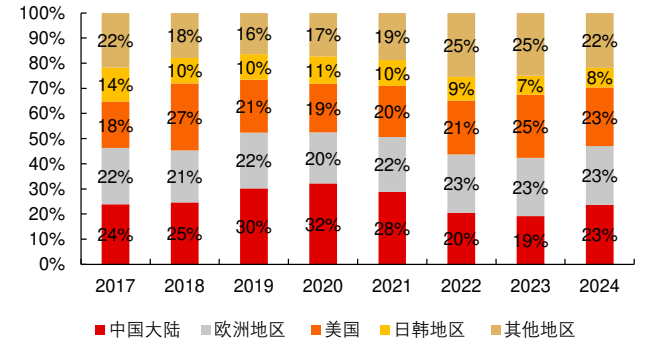
图 16：分产品系列来看，ONE X 系列 2024 年营收占比超 50%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

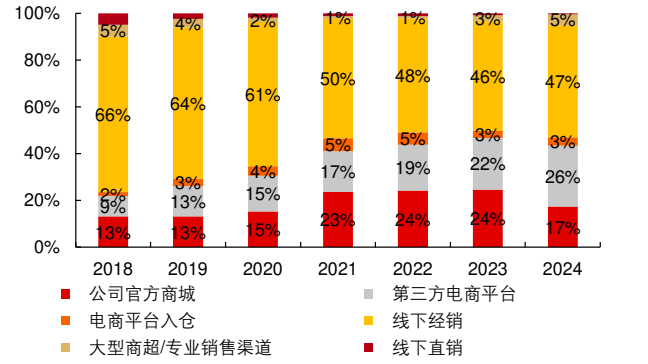
区域维度拆分来看，公司销额全球分布相对均衡，2024 年海外营收占比超 75%；分渠道来看，线下经销占比相对较高，伴随公司品牌知名度提升，公司官方商城及第三方电商平台营收占比于 2019-2021 年迎来中枢性抬升。公司在发展较早期即积极出海，凭借产品差异化等能力较快取得市场突破，2024 年销额分布来看，中国大陆/欧洲地区/美国/日韩地区/其他地区分别贡献公司营收 23%/23%/23%/8%/22%，较为均衡。渠道维度，公司产品通过线上、线下渠道相结合的方式销往全球各地，其中线下经销占比较高，2024 年占比约 47%，公司官方商城及第三方电商平台占比自 2019 年至 2021 年迎来中枢性抬升，2024 年分别占比 17%/26%。

图 17：分区域看，公司产品销售分布较为均衡



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：分渠道看，线下经销渠道占比较高，

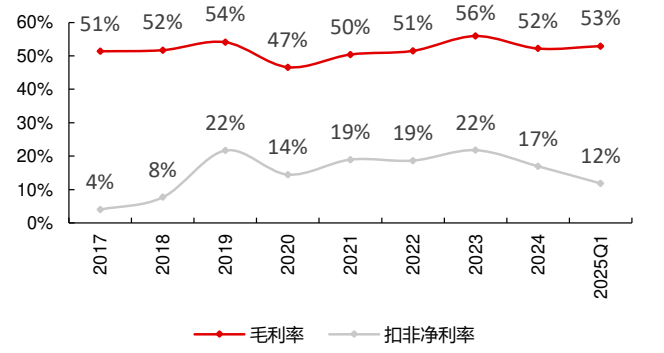


资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利维度来看，公司毛利率多年维持在 50%以上，2024A&2025Q1 公司销售及研发方面投放力度较大。除 2020 年明确积极拓展阶段公司毛利率下滑至 47%，公司毛利率多年维持在 50%及以上水平。2024 年及 2025 年一季度，公司于销售及研发维度加大投放力度，对应费率迎来明显抬升。对应来看，2024 年全年公司研发投入共 7.49 亿元，

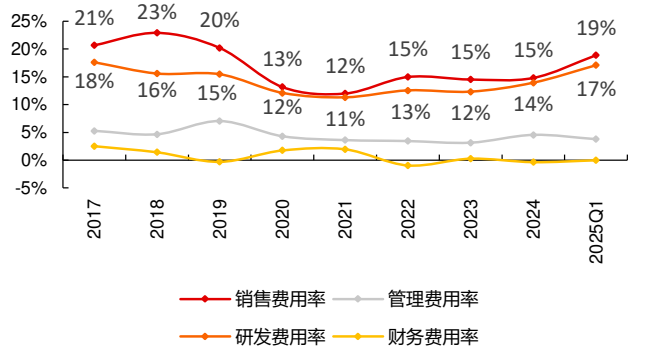
其中 5.81 亿元投入到新技术、新产品等方面，预计公司积极优化产品矩阵，寻求更多增长。

图 19：公司整体毛利率多年在 50%以上



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 20：公司 2024A&2025Q1 于销售和研发维度费率投放力度加大



资料来源：iFinD，长江证券研究所

突围：挖潜用户需求，技术积淀深厚

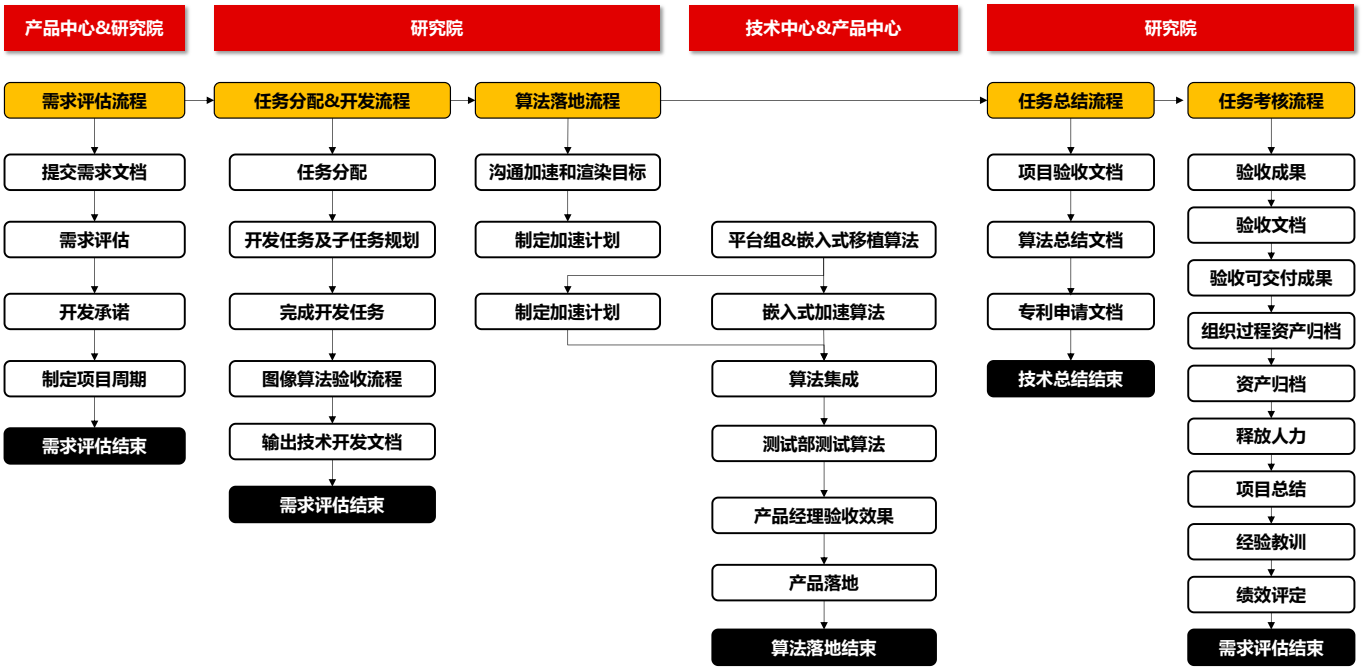
底层：深挖用户需求，技术身位领先

组织极具活力，注重研发投入

公司股权较为集中，创始人即实控人技术出身，话语权相对突出。公司创始人、董事长刘靖康是技术型创业人才，拥有多项国内外专利，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”，作为第一完成人获得广东省科技进步奖二等奖，并作为发明人所发明的专利获得广东专利优秀奖，并获得“广东特支计划-科技创业领军人才”、“深圳市高层次人才”称号。股权架构维度，截至 2025 年 6 月 11 日，公司实际控制人刘靖康持有公司 26.83%的股份，话语权相对突出。

公司设立以研究院、产品中心和技术中心为主的多维度研发体系，以季度为观测期，注重对员工创新成果的激励。研发体系上，公司研究院主要负责计算机视觉、图像技术储备和算法加速等核心技术研究；产品中心主要负责完成产品的需求设计、交互设计等；技术中心主要负责技术、原理及电路板设计等。凭借多维度研发体系实现技术对于满足用户需求的赋能。此外，品牌中心、行业应用中心、供应链中心亦在交互设计、行业及竞品分析以及研发制造工艺等方面提供支持。公司内部实行季度绩效考核，并将创新成果作为研发人员绩效考核的重要指标，针对绩效优秀的创新人员提供每年 1-2 次加薪通道，并针对项目重大创新贡献者提供奖励。此外公司还建立《专利管理与奖励办法》，通过专利奖励进一步鼓励研发技术人员的创新创造。

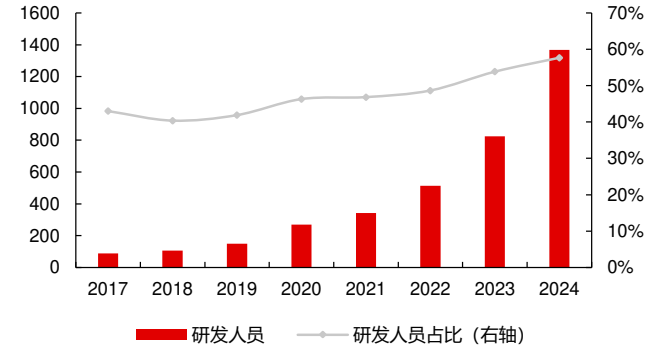
图 21：公司具体研发流程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

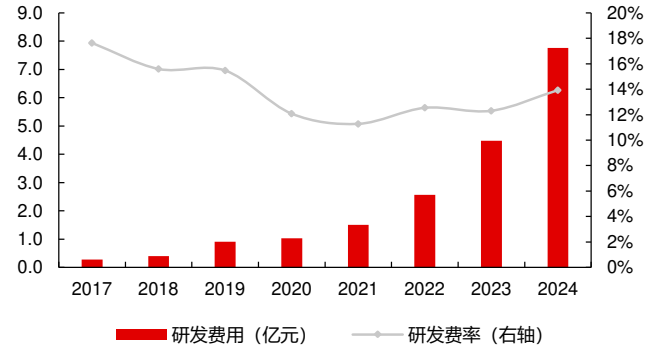
团队注重研发且相对年轻、极具活力，对应从员工构成维度来看，2024 年公司研发人员占比达 58%，30 岁以下员工占比达 55%。从人员架构来看，公司注重研发团队的建设以及研发维度的投入，2024 年公司研发人员占比达 58%，且 2024 年公司研发人员/研发投入分别同比增长 66%/73%。同时公司整体团队十分年轻化，截至 2024 年年末公司 18-29 岁/30-39 岁人员分别占比 55.44%/40.63%。

图 22：公司研发人员数量（人）及占比情况



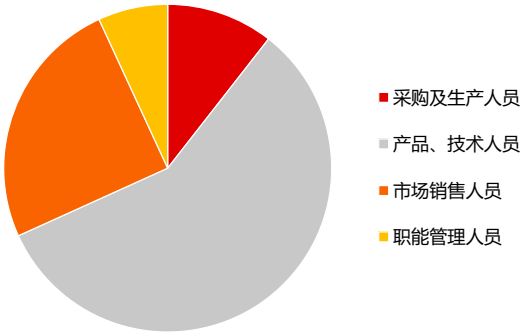
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：公司研发费用（亿元）及研发费率表现



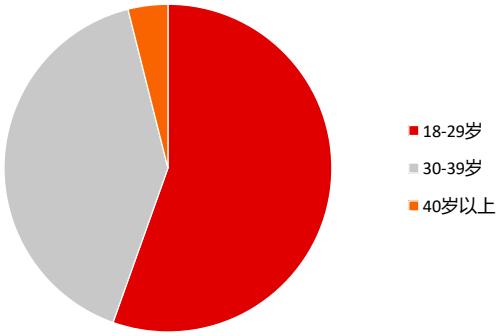
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 24：截至 2024 年年末公司市场销售人员/产品技术人员分别占比 24.89%/57.68%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：截至 2024 年年末公司 18-29 岁/30-39 岁人员分别占比 55.44%/40.63%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

对应到技术维度，公司积淀深厚垂类技术经验，在全景相机的关键技术上布局身位明显领先。当前公司通过自主研发已形成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智能影像设备关键领域的核心技术。在全景相机相关的关键技术上，公司推出的时间节点基本领先于其他厂商 8 个月及以上，而公司及市场主要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，技术身位的持续领先助力公司持续抢占市场份额。

图 26：公司在全景技术及智能影像设备创新方面进行持续的研发投入，并取得丰富研发成果

技术名称	部分技术	主要用途
全景图像采集拼接技术	全景图像采集技术	用于双目或者多目架构全景相机的数据采集，通过自主研发的硬件同步方案，确保所有摄像头曝光时刻差距在1ms以内、3A参数一致
	全景图像拼接技术	用于对输入的鱼眼图像进行拼接，在保证实时性和稳定性的同时，优化拼缝处的重影和色差现象，从而输出高质量的全景图像
	全景立体图像拼接技术	用于对输入的鱼眼图像进行全景立体拼接，优化视差合成算法，提高视差还原准确性，输出符合人眼视觉观感的高质量全景立体图像
防抖技术	防抖技术	用于对全景、广角视频进行防抖优化，消除拍摄过程不同因素带来的图像、画面抖动，输出具有平滑稳定观感的视频成片
AI影像处理技术	AI剪辑技术	通过大量图像数据的学习与训练，AI算法自动提取视频的精彩片段，并结合丰富的转场效果，搭配合适的音乐与特效，一键生成精美的视频短片，帮助无剪辑经验的用户迅速准确出片
	AI调色技术	用于对用户拍摄的视频或者图片进行调色，AI分析画面内容后，可感知场景信息智能调整出动态范围宽广，色彩丰富鲜明且符合用户审美偏好的视频或图片结果，解决了传统滤镜、调色效果在多变的拍摄环境中无法满足用户需求的问题
	AI追踪技术	用于对全景视频中的物体进行目标检测与追踪，将画面中心始终聚焦在目标物体，实现视频画面对目标主体自动构图的效果
	AI全景自动拍摄技术	通过AI对全景图像序列进行智能分析，找到目标兴趣点和运动轨迹，通过路径规划技术在3D空间不断链接不同时序上的兴趣点轨迹，为用户自动生成全景的自动拍摄视频
	AI低光视频画质增强技术	通过端到端的深度神经网络，降低画面噪点的同时保留更多细节，还可以减少画面的运动模糊，提升暗光下画面的稳定性
计算摄影技术	图像消紫边技术	用于消除鱼眼图像中的紫边，节省硬件成本，提升用户观感
	单帧HDR技术	用于对用户拍摄的视频和图片内容进行自动处理以实现提升画面动态范围的效果。通过对用户拍摄内容的灰度、色彩分布等信息进行全面分析，自动调整曝光值和对比度，仅使用一帧图像即可实现媲美多帧HDR拍摄的画面效果
	单帧超级夜景技术	利用了相机拍摄的RAW文件保留信息丰富的特点，对用户在极暗、大光比环境下拍摄的RAW文件进行智能调整，精准地对提亮欠曝区域并消除在过程中产生的画面噪点，在保留画面细节的同时对画面高光区域进行修复，使用小尺寸传感器进行拍摄也可实现接近人眼所见的自然视觉体验
	视频多帧堆叠降噪技术	用于优化暗光环境下视频噪声大、颗粒感严重等问题，提升视频信噪比，输出更加柔和纯净的视频
	水下色彩还原技术	用于对用户在水下拍摄的视频进行色彩信息的重新平衡，实现更真实的色彩观感。通过对拍摄素材的色彩信息进行分析，重新调整画面的白平衡以及色彩饱和度比例，对水中物体进行色彩还原同时水体可保持清澈的视觉观感
	视频插帧技术	用于优化视频中运动物体因帧率不足引起的运动不连续现象，使视觉观看效果更流畅
软件开发技术框架	智能设备通信技术	用于解决各平台客户端通过各种通信介质和相机之间进行高效率实时通信的问题
	跨平台多媒体框架技术	提供平台化的技术框架，实现在各计算平台对多媒体内容的后期剪辑处理。主要包括音视频编解码，全景的拼接、防抖、重新取景，视频添加贴纸和滤镜、转场动画、裁剪、倍速调节，全景声渲染等
模块化防水相机设计技术	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
音频处理技术和框架	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、降风噪、立体声音效、人声增强、指向增强、命令词控制等功能

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：公司在全景图像采集拼接领域推出关键技术的时间点领先于行业内其他公司

技术功能	定义	公司首次推出时间	同行业公司推出时间
全景视频实时拼接预览	可直连手机实现相机预览视频流的实时播放，帮助用户取景，帧率达到30fps且延迟在1s以内	Nano：2016年7月	理光Theta V：2017年8月；GoPro Fusion：2017年11月；Kandao Qoocam：2018年5月
专业级相机全景视频光流拼接	利用光流算法对多目鱼眼全景视频进行拼接并较大程度消除拼接缝和重影	Pro：2017年1月	Kandao Obsidian R：2017年9月
8K 3D高分辨全景图像拼接	实现3D立体全景图像的拼接且分辨率达到8K	Pro：2017年1月	Kandao Obsidian R：2017年9月
全景视频水平矫正	实现在高强度运动状态下，拍摄的全景视频画面始终保持水平	Nano：2016年7月	Kandao Obsidian R:2017年9月；GoPro Fusion：2017年11月
全景视频防抖	有效降低拍摄过程多因素带来的画面抖动，平滑相机运动轨迹，输出稳定的影像作品	Pro: 2017年1月	Kandao Obsidian R: 2017年9月；GoPro Fusion: 2017年11月

资料来源：公司公告，长江证券研究所

对应到产品维度，公司产品具备强竞争力，且产品迭代速度相对领先。一方面，产品的性能参数上，公司消费级产品 ONE R（全景版）在拍摄画面分辨率、流畅性方面可达到 5.7K@30fps，X5 可达到 8K@30fps、5.7K@60fps 或 4K@120fps，Ace Pro 2 可达 8K@30fps 或 4K@120fps，在市场可比同类产品中具有竞争力；公司消费级产品 ONE R（全景版）、X5、Ace Pro 2 续航时间分别为 70 分钟、88 分钟、180 分钟，与市场可比同类产品相当。另一方面，产品的迭代速度上，公司明显领先于 GoPro 以及日本理光等竞争对手。

图 28：公司与竞对消费级智能影像设备比较

产品	Insta360 ONE R（全景版）	Insta360 X5	Insta360 Ace Pro 2	Gopro Max	GoPro Hero12	GoPro Hero13	Ricoh ThetaV	DJI OSMO Action4	DJI OSMO Action 5 Pro
图示									
产品类型	全景运动相机	全景运动相机	运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机	全景运动相机	运动相机	运动相机
发布零售价（元）	2,798	3,798	2,698	3,998	2,876	3,298	3,499	1,798	2,598
传感器最大尺寸	1/2.3"	1/1.28"	1/1.3"	1/2.3"	1/1.9"	1/1.9"	1/2.3"	1/1.3"	1/1.3"
视频最高规格	5.7K@30fps	8K@30fps 5.7K@60fps 4K@120 fps	8K@30fps 4K@120fps	5.6K@30fps	5.3K@60fps 4K@120fps	5.3K@60fps 4K@120fps	4K@30fps	4K@120fps	4K@120fps
照片最高规格	5.7K	12K	8K	5.6K	5.6K	5.6K	5.3K	3.6K	8K
电池容量	1190mAh	2400mAh	1800mAh	1600mAh	1720mAh	1900mAh	1220mAh	1770mAh	1950mAh
高续航电池容量	2380mAh	×	×	×	×	×	×	×	×
续航时间	70分钟	88分钟	180分钟	78分钟	70分钟	79分钟	80分钟	160分钟	240分钟
存储容量	支持1TB存储卡	支持1TB存储卡	支持1TB存储卡	支持256GB存储卡	支持1TB存储卡	支持1TB存储卡	内置存储19GB，不支持存储卡扩展	支持512GB存储卡	内置存储64GB，支持1TB储存卡

资料来源：公司公告，各公司官网，长江证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月）

图 29：公司产品推出节奏明显快于日本理光和 GoPro

时间	影石	理光（日本）	GoPro（美国）
2015年	12月，发布Insta360 4Kbeta	9月，发布球面全景相机RICOH THETA S	7月，发布GoPro Hero 4 Black
2016年	7月，发布Insta360 Nano		4月，发布GoPro OmniVR全景相机 9月，GoPro发布 Hero5 Black运动相机&Karma无人机
2017年	1月，发布Insta360 Pro 7月，发布Insta360 ONE	9月，发布RICOH THETA V	9月，发布GoPro HERO 6 Black
2018年	8月，发布Insta360 Pro2 10月，发布Insta360 ONE X		9月，发布GoPro HERO 7系列
2019年	3月，发布Insta360 EVO 6月 发布Insta360 Titan 8月，发布Insta360 GO	2月，发布RICOH THETA Z1 360全景相机	10月，发布GoPro HERO 8 Black
2020年	1月，发布Insta360 ONE R 10月，发布Insta360 ONEX2		9月，发布GoPro HERO 9 Black
2021年	3月，发布Insta360 GO 2		9月，发布GoPro Hero 10 Black
2022年	3月，发布Insta360 ONE RS 5月，发布发布Insta360 Sphere 8月，发布Insta360 Link 9月，发布Insta360 X3	1月，发布RICOH THETAX360°全景相机	9月，GoPro发布HERO 11 Black和 HERO11 Black mini
2023年	3月，发布Insta360 Flow 6月，发布发布Insta360 GO 3 11月，发布Insta360 Ace Pro		9月，GoPro发布HERO 12 Black
2024年	4月，发布Insta360 X4 6月，发布发布Insta360 GO 3S 7月，发布Insta360 Flow Pro 9月，发布Insta360 Link2系列 10月，发布Insta360 Ace Pro 2 12月，发布Insta360 Connect		9月，GoPro发布Hero 13 Black

资料来源：公司官网，观潮新消费公众号，长江证券研究所（注：数据截至 2024 年年末）

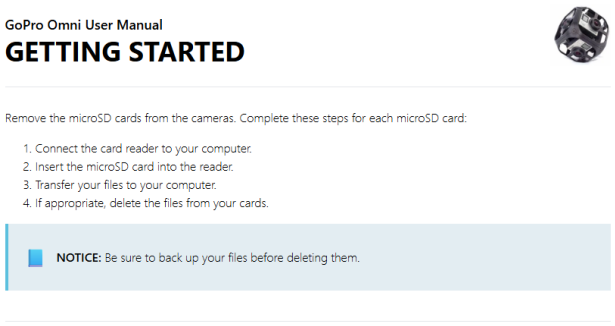
深度挖掘需求，实现差异突围

公司早期的突围经验使得公司充分认识到 1）找到并解决一个品类的痛点；2）找好目标客户场景的重要性。公司首款爆品 Insta 360 Nano，即解决传统全景相机无法“即拍即得”的痛点，单月销额即突破 2000 万元人民币。2016 年 7 月，公司推出 Insta360 Nano 相机，成为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。而当时传统全景相机产品大多依赖复杂的后期拼接，从拍摄到成片需要等待数个小时。对应 Nano 在 2016 年 CES 展出即获得极高关注度，首月销额突破 2000 万元。

图 30：以 Insta360 Nano 为例，其实现全景相片的“即拍即得”

资料来源： 公司官网，长江证券研究所

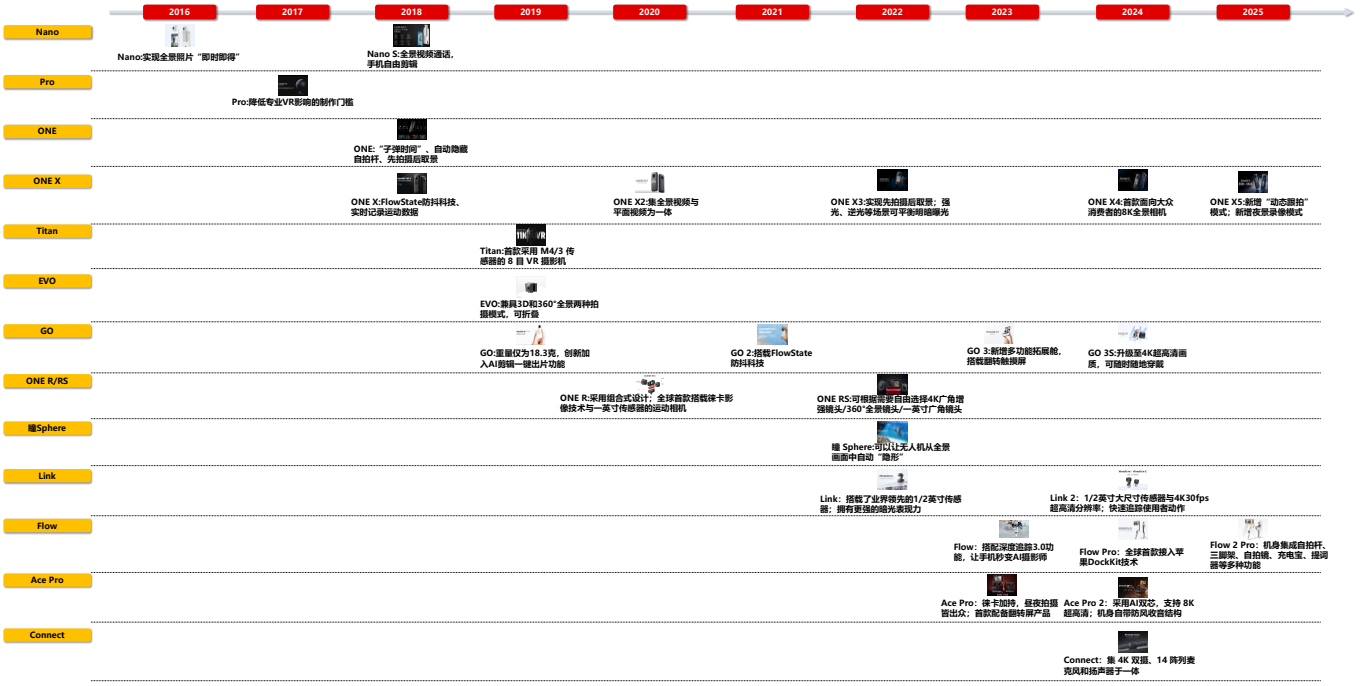
图 31：同期 GoPro Omni 产品需要将文件通过读卡器等传输到电脑



资料来源： GoPro 官网，长江证券研究所

公司 ONE 系列的推出，实现全景技术在运动相机维度的赋能，明确目标用户及目标客群之后，实现差异化突围。后续在保持产品高速迭代的同时，公司产品持续体现对用户需求的充分挖掘与满足。消费者缺乏对全景相机的认知，使得 Nano 爆火之后销售表现下滑明显，公司通过 Facebook 粉丝群，发现不少用户会在滑雪、骑山地车或速降时拍摄全景视频，公司即开始从全景技术运用到运动相机，如 Insta360 ONE 等系列产品，可以说公司开拓了全景运动相机对应的细分市场。差异化突围使得公司实现快速突破，2018 年于全球全景相机市场份额即排名第一。后续如公司产品还推出水滴时间、隐藏自拍杆等新奇玩法，围绕夜间拍摄、风噪等使用场景和使用痛点提供解决方案，对应实现差异化突围，不断攫取市场份额。

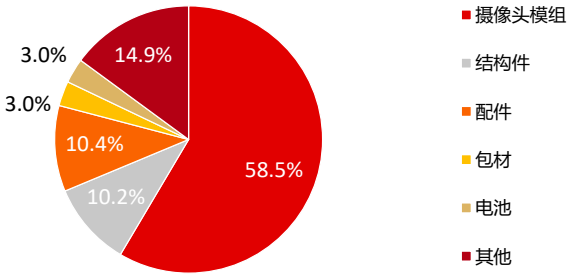
图 32：公司推出产品均围绕一定的用户痛点进行展开



资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月 13 日）

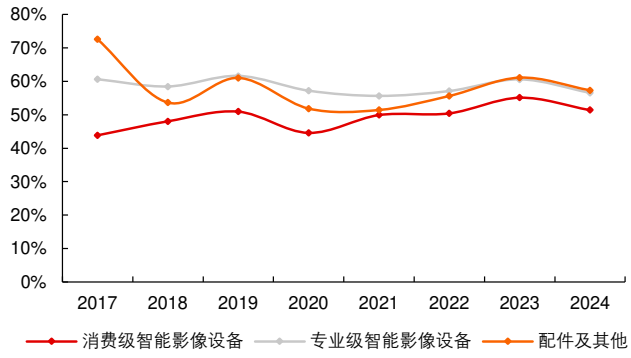
得益于公司持续且充分挖掘并满足用户需求，在行业产品更新周期较快且上游摄像头模组占比 58.8%的情况下，公司毛利率亦保持较高水平。从结果来看，尽管行业本身变革发展相对较快，且上游摄像头模组成本占比超过 58.5%，公司仍然实现了相对较高的毛利率，对应 2018 年至 2024 年公司消费级智能影像设备/专业级智能影像设备/配件及其他毛利率均值分别为 50%/58%/56%。

图 33：手持智能影像设备原材料成本中，摄像头模组占比 58.5%



资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究所

图 34：拆分产品类型，2018-2024 年公司毛利率亦保持在较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

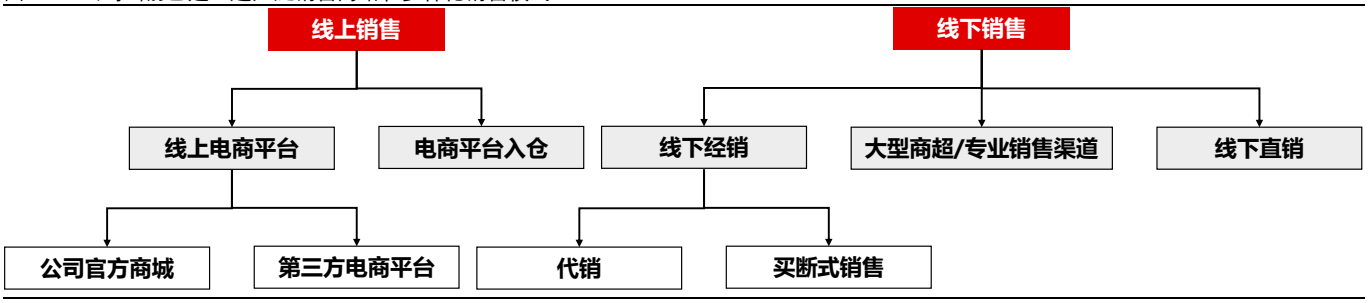
积淀：渠道体系完善，品牌心智优秀

渠道体系完善，营销运营造势

凭借足够优秀的产品差异化以及技术先发优势，公司已进驻全球多家高知名度渠道，已

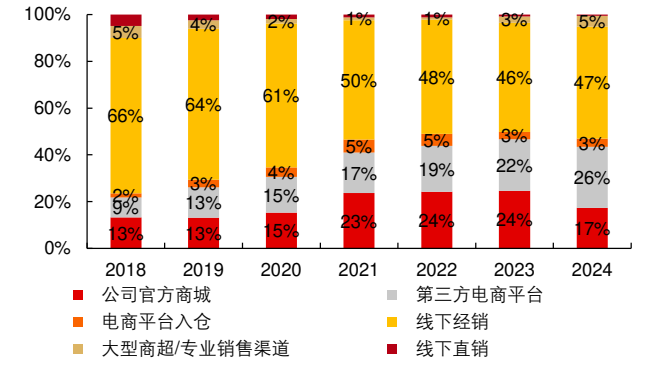
搭建其全面的销售体系，其中线下经销占比约 50%，公司官方商城以及第三方电商平台保持较高增速。公司已建立广泛的销售网络和多样化的销售模式，据公司招股书，公司产品销售网络已覆盖全球的 10000 多家零售门店，并与 Apple Store 零售店、佳能金牌店、Best Buy、B&H、顺电、JB Hi-Fi、Media Markt、Sam's Club、Costco、Argos 等知名渠道建立了长期合作关系。公司主要客户包括北京京东世纪贸易有限公司、Inspired motion tech、Best Buy 等。渠道结构维度来看，线下经销占比接近 50%，伴随着线上占比的逐步提升，中枢由 60%以上下滑至 40%以上；随着品牌知名度提升，公司线上渠道营收快速增长，尤其是公司官方商城以及第三方电商平台，对应线上销售占比中枢性提升。

图 35：公司当前已建立起广泛销售网络和多样化销售模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：公司营收分渠道拆分占比



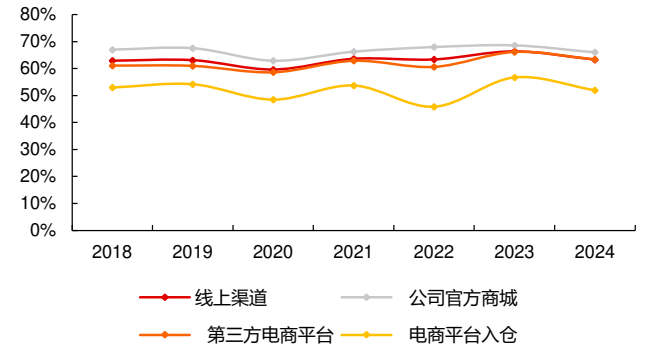
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：公司营收分渠道增速表现

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
公司官方商城	62%	164%	122%	60%	56%	26%	67%
第三方电商平台	146%	167%	62%	77%	71%	112%	44%
电商平台入仓	190%	193%	95%	47%	-8%	102%	108%
线下经销	58%	117%	19%	50%	47%	83%	42%
大型商超/专业销售渠道	18%	15%	-9%	25%	331%	206%	89%
线下直销	-20%	82%	-12%	69%	-5%	11%	521%

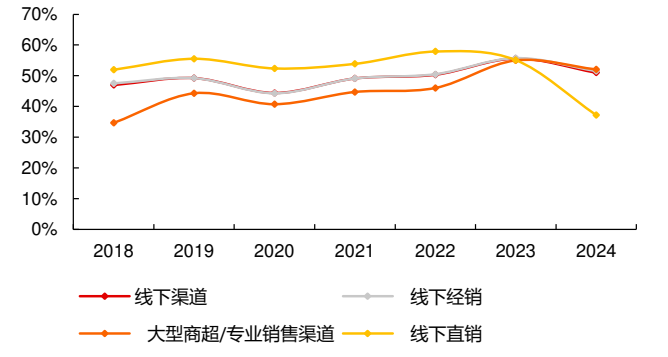
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：公司线上分渠道毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：公司线下分渠道毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

凭借创新产品，公司获得海内外著名新闻媒体报道及众多垂直领域 KOL 推荐，在此基础上，公司建立包括新闻媒体报道、垂直行业 KOL 推荐、社交媒体广告以及国内外知名展会等的多样化全球市场推广渠道，迅速提升公司品牌影响力。公司凭借创新的产品被《人民日报》《新华社》和《福布斯》等海内外著名新闻媒体报道，并受到众多科技、摄影、运动等不同领域的 KOL 推荐，在美国拉斯维加斯国际消费类电子产品展、德国柏林国际电子消费品展览会和北京国际广播电影电视展览会等活动展会上受到消费者好评，通过全球社交网络营销广告、搜索引擎营销广告以及视频广告触达终端客户，拉动销售增长。

表 2：公司各销售渠道的具体推广方式

主要销售模式	销售渠道	推广方式
线上	公司官方商城	在知名社交平台及搜索引擎投放广告； 品牌视频宣传活动、垂直行业 KOL 推荐等其他站内或者站外导流
	第三方电商平台	第三方电商平台投放广告； 品牌视频宣传活动、垂直行业 KOL 推荐等其他站内或者站外导流
	电商平台入仓	客户主动咨询合作
线下	线下经销	展会/活动现场推广，如参加 CES，IFA 等全球性的展会； 远程网络形式推广，包括利用网络搜索工具、社交媒体进行潜在客户的收集和开发； 客户主动咨询合作； 通过招聘有业内客户资源的销售人员进行推广
	大型商超或专业销售渠道	
	线下直销（含直营店）	客户主动咨询合作； 2023 年开始，公司通过在深圳、广州、南京等城市重点商圈开设线下直营店，为消费者提供沉浸式的产品体验和品牌服务

资料来源：公司公告，长江证券研究所

契合公司品牌口号“Think Bold”，公司全景相机产品被应用到近地卫星、鹰背等极限场景进行拍摄，更加突出品牌调性。公司 Insta360 全景相机被应用于各项极限场景，如搭载在距地面 500 公里的地球近地轨道卫星上，通过全景镜头回望地球，沉浸式体验“卫星第一视角”；如安装在老鹰的后背以及经过特殊设计的机械野兔身上，拍摄老鹰视角的画面以及前所未有的老鹰捕猎震撼场景。颇具震撼的极限场景拍摄，亦推动公司品牌势能爆发。

图 40：公司全景相机在近地轨道卫星上拍摄地球

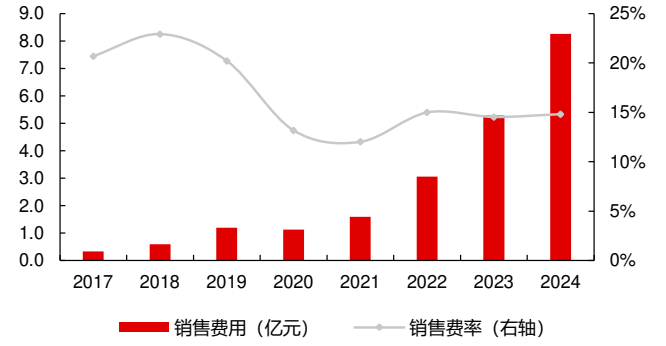
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 41：BBC 将 Insta360 ONE X 放在鹰的后背拍摄纪录片

资料来源：公司官网，长江证券研究所

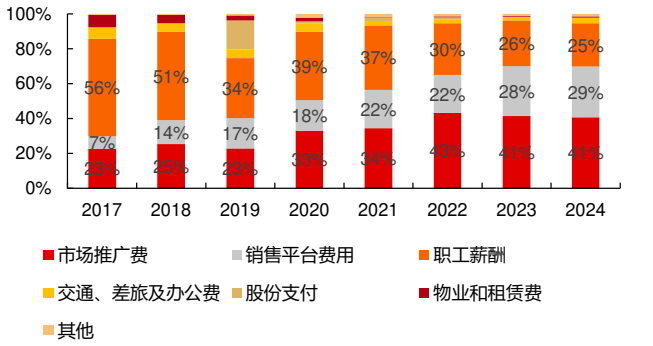
销售费用维度，公司近三年销售费率维持在 15%左右。伴随公司营收规模快速增长，公司销售费用增长相对明确。费率结构维度，2024 年市场推广费/销售平台费用/职工薪酬分别占比销售费用 41%/29%/25%。

图 42：公司销售费率近三年维持在 15%左右



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 43：公司销售费用结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：将售后服务费和物流成本统一计入营业成本）

多方合作背书，品牌质地优秀

凭借在全景技术上相对领先的技术身位和产品差异化，公司同多维度的头部企业展开合作，产品被应用于国内春晚、海外超级碗等重大节目的 VR 直播，具备优异的品牌背书。基于公司具备优质差异化的产品矩阵，公司同头部软硬件企业展开积极合作，2025 年 6 月，苹果在其全球开发者大会上宣布，Vision Pro 原生系统将支持公司旗舰产品——全景相机 X5 和运动相机 Ace Pro 2 拍摄素材的导入。公司产品亦被应用于国内春晚、海外超级碗等高认可度节目的 VR 直播。此外，全景技术在 VR 旅游、VR 看房等领域亦可充分赋能，公司与对应赛道的头部亦有合作。

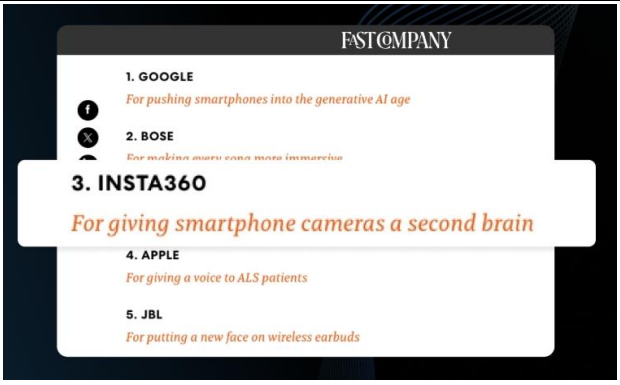
图 44：公司与苹果、谷歌、华为等头部厂商均展开合作，具备较强品牌背书

时间点	合作/背书
2016年8月	Uber X Insta360 Nano：360度无死角记录，呼叫冰淇淋全过程
2016年10月	Insta360 Nano成为Facebook官方主推的VR全景相机
2016年11月	全景相机品牌Insta360宣布与途牛旅游网于VR旅游方面达成战略合作
2017年6月	Insta360联手努比亚推出VR全景相机NeoAir
2017年6月	华为联手深圳岚锋创视推出荣耀VR全景相机
2017年6月	Insta360 联手 Facebook 共推360度全景直播功能
2017年6月	Insta360与海航生态科技集团正式宣布建立战略合作，重点合作内容包括VR景区地图
2017年7月	央视采用Insta360全景直播中美元首2017首次会晤
2017年7月	微博联手Insta360共推VR全景直播
2017年7月	Insta360成Google合作伙伴，共推360°街景计划
2017年7月	Insta360与虎牙直播达成VR全景直播战略合作伙伴关系
2017年7月	Facebook上线Live 360 Ready、计划，Insta360成为全线产品入选的VR全景相机品牌
2017年10月	Google 街景再度重磅推荐 Insta360 Pro 作为其车载街景项目的认证产品
2018年3月	Insta360 成为入驻苹果全球直营店的全景影像品牌
2019年2月	美国3D虚拟漫游平台Matterport与Insta360达成战略合作
2019年2月	Insta360助力春晚，带来VR全景新观感
2019年3月	Insta360 全景相机已经连续四年被用于两会 VR 报道中
2019年3月	Insta360与HTC达成合作，推动VR拍摄观看一体化
2020年2月	央视频深入雷神山医院建设最前线开设24小时不间断VR全景直播，中国电信、华为与Insta360影石提供技术支持
2020年2月	Verizon选择Insta360影石Pro 2作为VR直播设备全球首次5G 8K VR直播NFL赛事
2020年5月	影石Nano S房产套装上线，与安居客、720yun.com、123看房等头部房产信息平台达成战略合作
2020年9月	国内领先的视频侦查装备与解决方案提供商美亚大千与Insta360影石合作
2021年2月	NASA"毅力号"成功登陆火星，NASA使用Insta360 Pro 2在YouTube上对总部控制室现场进行VR全景直播
2021年7月	Insta360影石与微信完成技术打通，拇指防抖相机GO 2正式上线视频号直播功能
2023年2月	影石Insta360与抖音、PICO达成深度合作，作为唯一影像合作伙伴助力"PICO X 抖音 VR全景创作计划"
2025年6月	苹果影石合作再深化：Vision Pro增强支持X5及Ace Pro 2素材导入

资料来源：公司官网，长江证券研究所

多个维度来看，公司已形成优异品牌认知。《Fast Company》作为美国最权威和最具影响力的商业杂志之一，每年会在全球范围内深入发掘各领域中推动行业进步的公司，2024 年公司 Insta360 作为中国科技公司代表登上榜单，位列消费电子领域前三强，仅次于 Google 和 Bose。在 Google 和凯度评选出的 2024 中国全球化品牌 50 强中，公司 Inst360 排在第 27 位，领先石头（第 32 位）、美的（第 35 位）、科沃斯（第 38 位）等家电龙头企业。从 2025 年 2-4 月官网的总访问量来看，公司表现已超过 GoPro，且社交媒体引流占比 12%，明显高于理光和 GoPro 等品牌。

图 45：公司位列《Fast Company》2024 全球最具创新力公司榜单消费电子领域前三强



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 46：Google 和凯度评选出的 2024 中国全球化品牌 50 强中，公司 Inst360 排在第 27 位，领先石头、美的、科沃斯等

资料来源：Google，凯度，长江证券研究所

图 47：2025 年 2-4 月官网总访问量上，公司已经超过 GoPro，且社交媒体引流效果较好

品牌	总访问量（万）	直接访问量占比	自然搜索占比	付费搜索占比	社交媒体占比
ricoh.com	2866	43%	39%	1%	0%
Insta360.com	1138	37%	39%	8%	12%
gopro.com	1059	41%	47%	6%	4%
yitechnology.com	51.2	43%	48%	0%	5%
kandaovr.com	20.6	32%	44%	16%	4%

资料来源：品牌亿观公众号，长江证券研究所

图 48：2024 H1 中国跨境电商品牌影响力榜单中 Insta 360 排名第 7

序号	品牌	品类	搜索热度	独立站自然流量（K）	亚马逊搜索量（UV）
1	SHEIN	服装	179388.53	93252.01	17652.07
2	ANKER	数码	14380.39	3252.57	73577.48
3	Eufy	数码	7545.91	1231.55	25471.33
4	Amazfit	数码	7170.93	587.4	15502.32
5	Roborock	家电	5950.02	440.19	15831.23
6	Soundcore	数码	5671.84	1300.21	11989.9
7	Insta360	数码	5119.72	1967.58	9759.87
8	VEVOR	设备工具	4999.33	2874.59	7577.18
9	Worx	工具	4511.6	386.33	3597.75
10	Halara	服装	4380.94	1348.46	18218.63
11	Creality	数码	4238.89	1211.02	6593.88
12	Dreame	家电	4028	712.03	2243.83
13	Ecoflow	光伏储能	3783.8	1855.98	19230.97
14	Baseus	数码	3300.05	295.54	4211.8
15	Tineco	家电	2750.29	256.89	15205.67
16	EDIFIER	数码	2631.75	26.69	2612.05
17	GOVEE	家具家居	2589.88	750.05	53245.37
18	Ezviz	数码	2400.89	989.5	1416.98
19	Cupshe	服装	2251.84	1986.12	28192.8
20	Ugreen	数码	2171.73	583.71	9717.2

资料来源：《每日经济新闻》，深圳易势科技，长江证券研究所

展望：坦然应对竞争，积极寻求增量

攻守：客群&优势错位，持续差异竞争

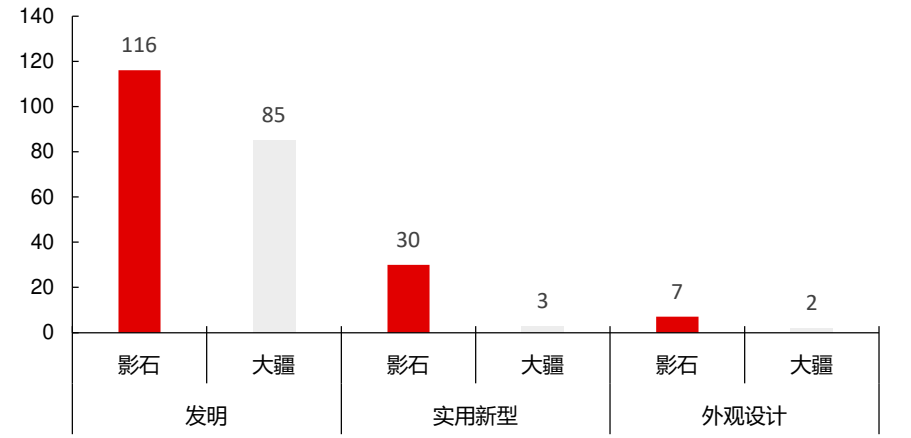
公司核心客群画像与核心优势和主要竞争对手存在一定区分，相同产品线的竞争影响或相对可控。潜在竞争维度，基于现有品类基础和技术积淀，智能影像龙头企业均有望扩充产品矩阵，如大疆或对全景及便携品类展开拓展，或造成一定的格局扰动。而从当前公司与竞对的核心客群画像来看，公司的客群更加偏向 Z 世代创作者、Vlogger 等，公司产品更好的在技术简化、AI 自动剪辑等维度实现赋能，而大疆则或主要基于无人机基本盘展开拓展，用户偏向极客、无人机用户等，在性价比、硬件生态协同上更加具备优势。从技术维度来看，公司在全景技术上的积淀或更加深厚，据 cnipa 专利检索系统，截至 2025 年 6 月 16 日，公司在全景维度的发明/实用新型/外观设计专利数量分别达 116/30/7 个，均领先于大疆。

表 3：公司与大疆、GoPro 的定位区分

	影石创新	大疆	GoPro
公司定位	知名全景相机、运动相机提供商	领先的无人机提供商	知名运动相机提供商
主要影像产品定位	入门级、中高端全景相机和运动相机，适用于运动、旅行等场景，服务于运动、影像爱好者等； 专业 VR 全景相机，应用于媒体、影视等领域	运动相机和相关配件、日常装备；用于拍摄精彩生活、分享体验、传递快乐	推出了航拍无人机、消费级云台相机、专业级云台相机、手持摄影设备
核心受众	Z 世代创作者、Vlogger	极限运动爱好者	科技极客、无人机用户
价值主张	用户自定义视角(可玩性)	第一人称视角(沉浸式)	第三人称视角(上帝视野)
使用场景	旅行打卡、多机位拍摄	滑雪、冲浪、极限运动记录	日常防抖拍拍摄
关键任务	技术简化、AI 自动剪辑	硬件防抖优化	无人机生态延伸
消费动机	社交传播、低门槛创作	品牌情怀、硬件可靠	性价比、硬件生态协同

资料来源：公司公告，兴远咨询，长江证券研究所

图 49：相较大疆，公司在全景技术维度的专利数量（图中单位：个）更加领先



资料来源：cnipa 专利检索系统，长江证券研究所（注：数据截至 2025 年 7 月 15 日）

公司产品注重对于用户需求的挖掘和满足，进而实现一定差异化。以公司运动相机产品 Insta Ace Pro 2 为例，其在夜景拍摄、防风噪以及预录时长方面均具备相对优势，满足了摩托车、自行车骑行用户以及钓鱼用户在实际体验中的痛点。对应来看，公司于 2023 年 11 月发布首款 Ace 系列产品，2024 年全年 Ace 系列已实现营收 5.8 亿元，占比公司整体营收 10%。

图 50：以公司 Insta Ace Pro 2 为例，该产品在夜景拍摄以及防风噪方面表现更优

资料来源：公司官网，长江证券研究所

拓展：软件硬件协同，品类矩阵延展

公司以全景技术为基点，产品矩阵不断丰富，未来亦有望进一步拓展。公司当前已形成了由全景技术、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，底层关键技术具有独创性和先进性，有望拓宽产品矩阵。近年来公司已然拓展手机云台、视频会议摄像头等多个影像垂类系统，如 2022 年公司会议视频摄像头产品在北美市场以远高于行业均价（行业均价 30+美元，公司产品均价 300+美元）的情况下一度实现销量前三。展望来看，从截至 2024 年年末的公司在研项目来看，公司亦有望拓展智能影像产品范围，创造融合专业全景技术、AI 技术、机械控制技术和视觉感知技术、飞行控制技术的新型智能影像机器人产品。

图 51：截至 2024 年 12 月 31 日，公司在研项目情况

项目名称	内容与目标
基于云计算的视频管理和剪辑技术	包括云端数据存储和管理、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； 目标是通过云端存储帮助用户管理拍摄的素材，降低对手机或者电脑的存储需求。通过云计算平台对视频进行更全面的智能分析，更智能化的辅助用户剪辑，降低用户后期处理的门槛，提高出片效率；通过高效率低带宽的多媒体内容传输协议，旨在将全景的传输带宽降低80%，实现5.7K视频的流畅在线点播、剪辑和导出；结合5G的传输带宽，旨在实现8K视频的流畅在线点播、剪辑和导出
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及定位系统的位置和朝向，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
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，实现4G/5G实时全景画面监控，超长时间录制(超过4h)；产品符合GB28181等主流标准，被广泛应用于公共安全，智慧城市等领域
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，输出平滑稳定的图像内容；搭载AI剪辑技术，形成自动化的剪辑工作流，提高影像处理效率
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。相机具有 HDR、机内拼接、AI 识别与自动剪辑等功能
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。搭配自研的新一代超级防抖算法，新一代手机云台，可以有效的降低用户使用门槛
智能数码相机	基于强大的芯片算力和影石长期的影像处理技术积累，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。通过赋予更多的 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
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

资料来源：公司公告，长江证券研究所

近年来，全景技术开始由全景相机不断渗透应用于 VR、安防、教育培训、影视制作、智慧交通、房地产等各个行业，具备广阔想象空间。公司推出的智能影像设备产品也与各行业加速融合，覆盖全景新闻直播、国防军事、政法警务、全景街景地图、VR 看房等领域，通过满足多场景应用为行业赋能，对于公司而言也有望持续打开增长空间。

图 52：全景技术本身具备较多的拓展方向和较大的延拓空间

应用领域	应用方向	需求景气度	公司相关布局
VR看房	通过全景技术为用户提供沉浸式的VR看房体验。用户进入 VR看房场景后，可以自由移动观察各个房间，而且能看到房间里的任何一个角落，实现全景覆盖。	根据贝壳网数据显示，贝壳找房如视 VR累计用户使用已超过5亿次，累计VR房源超过300万套，贝壳如视Lite试点区域的成交量高于普通房源 30%。	2020年5月，公司即正式推出Nano S房产套装，用于VR房产拍摄，并与安居客、720yun.com、123看房等头部房产信息平台达成战略合作。
视频会议	通过采用智能影像设备进行画面采集并结合全景技术，可实现单一设备实时采集并呈现360°全景画面，会议场景画面呈现度更高。此外，结合AI识别技术及麦克风拾音技术还可实现动态追踪发言人画面，让会议参与者在远程也能感受到沉浸式会议体验。	根据 Verified Market Research 数据，2020 年全球视频会议市场规模42.1亿美元，预计到2027年将达到83.5亿美元，2020-2027年均复合增速约为9.6%。根据IDC数据，2023年中国视频会议市场规模约64.9亿元。	2024年9月，公司即发布新一代 AI 智能 4K 网络摄像头Link 2系列，为直播、内容创作、会议等多元场景提供更高性价比的专业级拍摄方案
全景街景	全景形式呈现的街景以及便捷拍摄方案的出现，为商业品牌的推广及营销方式提供新的启发。商家、景区、社区等，可通过街景平台及时创建和展现街景与内景，获得更广泛更深层的曝光，吸引潜在用户。	/	2017 年，谷歌车载街景地图项目中，公司 Pro 系列成为首款官方推荐的专业车载街景认证产品。
智慧安防	全景相机拍摄的画面角度广、配合 VR 技术可以得到相较于传统监控更全面的图像，为智慧社区的建设带来重要价值。	2023年中国智能安防市场规模突破1000亿元，预计2024年中国智能安防市场规模将达1295亿元。	2020年9月，国内领先的视频侦查装备与解决方案提供商美亚大千与Insta360影石合作
机器人全景视觉	全景相机与传统的机器人视觉模块相机相比，可视角度更大，能实现 360°全视野覆盖。	2023年全球机器人行业市场规模超660亿美元，五年行业复合增速为11.27%。初步估算，2024年全球机器人行业市场规模超过770亿美元。	影石创新的 One X 全景相机已应用于深圳公安智能巡逻机器人作为视觉模块，通过采用全景视觉模块，机器人控制终端可实时监控到360°全景画面，并实现机器人无人巡检、环境监控、温度检测防疫监控的功能。
远程医疗	目前全景拍摄在医疗领域的运用主要包括病房远程探视和远程手术直播，均要求拍摄画质清晰、信号传播速度快、器材可做无菌处理。目前，个别全景相机产品机身可实现全密闭设计，可经过高标准的消毒处理，又能隔绝病毒、细菌、灰尘。	我国远程医疗行业发展迅猛，产业规模呈现加速扩容态势。数据显示，2023年我国远程医疗市场规模已增长至770.5亿元。	在 Titan 相机的加持下，2022年12月厦门大学附属心血管病医院启用了全国首个“5G + VR心血管介入手术教学平台”，将5G、VR技术与现代手术室建设进行了有效整合。

资料来源：公司公告，智研咨询，前瞻产业研究院，公司官网，长江证券研究所

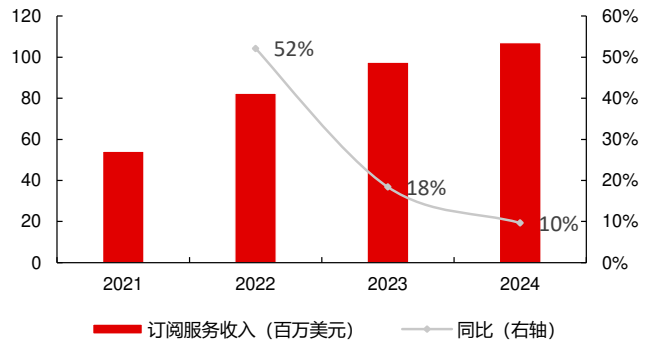
此外，2025 年公司推出云服务，有望进一步增强用户粘性&拓展业务增量。2025 年 1 月，公司推出“Insta360+云服务”的付费订阅服务，包括云存储、云分享、云播放、云

剪辑、云导出等功能，且订阅用户还可享受坏机更换、免费延保、优先配送等权益。当前该项服务仅目前仅支持 Insta360 X5、X4 和 X3，月费收费标准下，基础版（200GB）/进阶版（1TB）/高级版（2TB）分别收费 15/53/69.9 元，未来有望支持更多产品。对标 GoPro 来看，近年来尽管 GoPro 在自身产品迭代偏慢以及国内厂商带来的竞争压力影响下份额持续回落，但其订阅服务费仍然保持了较好的增长增速，2022、2023、2024 年营收同比增速分别达 52%/18%/10%，2024 年对应营收达 1.07 亿美元，营收占比超过 10%。预计公司推出云服务后亦有望进一步增强用户粘性并拓展规模增量。

图 53：影石 Insta360 于 2025 年全新推出 Insta360+云服务

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 54：对标 GoPro，其订阅服务费近年来保持较好增长趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：始于敢想，差异突围

公司在过往十年时间内取得快速规模成长和份额突破，已成长为全球全景相机和运动相机龙头。其背后是公司高度年轻化以及极具活力的组织体系，公司持续挖潜用户需求和应用场景，并持续以高效的研发投入实现产品差异化突围。在此基础上，公司积极出海打造全方位渠道体系，已然形成优异的品牌认知。展望来看，公司有望受益于全景相机&运动相机赛道的持续增长，并基于全景等技术维度深厚积淀实现品类矩阵扩容以及应用场景延展。基于上述，我们预计公司 2025 年至 2027 年归母净利润分别达 12.17、17.46、24.87 亿元，对应公司 PE 分别为 56.32、39.27 和 27.56 倍，给予买入评级。

风险提示

1、**产品迭代不及预期风险。**未来若行业内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，则可能面临业绩增速放缓甚至下滑的风险。

2、**市场竞争加剧风险。**若行业内公司在复杂的市场环境和激烈的市场竞争中不能在技术创新、产品开发、市场开拓等方面持续提升，将导致其在细分市场竞争时处于不利地位，面临市场份额减少、盈利能力下降甚至核心竞争优势丧失的风险。

3、**国际贸易摩擦及关税风险。**由于美国关税政策变化频繁，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，从而影响行业内公司的业务发展及经营状况。

4、**重要原材料供应中断风险。**产品核心芯片主要是采购索尼、安霸等国际品牌，并且可替代性较差，未来如因特殊贸易原因或全球芯片短缺导致相关国外供应商停止出口芯片或供货周期增长，将会对行业内公司生产经营产生不利影响。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。由于外部环境的不确定性，原材料价格变动和竞争形势带来的影响无法准确评估，则可能对毛利率的变动假设不成立或者不及预期，则可能带来公司整体盈利预测跟最终实际情况存在较大差异的可能。

表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	55.74	84.03	119.71	166.00	55.74	83.07	118.37	161.21
yoy	53.29%	50.74%	42.47%	38.67%	53.29%	49.03%	42.50%	36.19%
毛利率	52.20%	50.12%	49.41%	49.62%	52.20%	49.70%	49.42%	49.66%
归母净利润	9.95	12.17	17.46	24.87	9.95	11.71	17.27	24.23
yoy	19.91%	22.34%	43.43%	42.46%	19.91%	17.68%	47.49%	40.32%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**5574**	**8403**	**11971**	**16600**
营业成本	2665	4191	6056	8364
毛利	**2910**	**4212**	**5915**	**8236**
%营业收入	52%	50%	49%	50%
营业税金及附加	46	70	99	138
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	826	1344	1915	2656
%营业收入	15%	16%	16%	16%
管理费用	253	312	455	631
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	777	1260	1796	2490
%营业收入	14%	15%	15%	15%
财务费用	-19	-7	-105	-169
%营业收入	0%	0%	-1%	-1%
加：资产减值损失	-35	-30	-33	-36
信用减值损失	-10	-10	-10	-10
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	33	46	65	90
营业利润	**1058**	**1319**	**1891**	**2694**
%营业收入	19%	16%	16%	16%
营业外收支	0	-1	-1	-1
利润总额	**1059**	**1318**	**1890**	**2693**
%营业收入	19%	16%	16%	16%
所得税费用	64	101	145	206
净利润	995	1217	1746	2487
归属于母公司所有者的净利润	**995**	**1217**	**1746**	**2487**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元）	**2.76**	**3.03**	**4.35**	**6.20**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**1172**	**1491**	**2073**	**2853**
取得投资收益收回现金	19	46	65	90
长期股权投资	-10	0	0	0
资本性支出	-150	-1	-1	-1
其他	-1554	-36	0	0
投资活动现金流净额	**-1694**	**9**	**64**	**90**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	1748	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	0	-1	-1	-1
其他	-18	1	0	0
筹资活动现金流净额	**-18**	**1748**	**-1**	**-1**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-540**	**3248**	**2136**	**2941**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	280	3528	5664	8606
交易性金融资产	905	905	905	905
应收账款	203	215	301	415
存货	1000	1421	2033	2796
预付账款	20	30	43	60
其他流动资产	1596	1658	1707	1771
流动资产合计	**4004**	**7756**	**10653**	**14552**
长期股权投资	10	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	176	171	162	150
无形资产	15	7	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	104	118	118	118
其他非流动资产	712	669	646	631
资产总计	**5021**	**8730**	**11589**	**15460**
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	1128	1545	2233	3084
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	283	403	582	804
应交税费	65	118	168	232
其他流动负债	315	468	665	912
流动负债合计	**1791**	**2534**	**3647**	**5032**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	49	51	51	51
负债合计	**1840**	**2585**	**3698**	**5083**
归属于母公司所有者权益	3181	6146	7891	10378
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**3181**	**6146**	**7891**	**10378**
负债及股东权益	**5021**	**8730**	**11589**	**15460**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.76	3.03	4.35	6.20
每股经营现金流	3.26	3.72	5.17	7.11
市盈率	—	56.32	39.27	27.56
市净率	—	11.15	8.69	6.60
EV/EBITDA	—	47.55	34.49	23.50
总资产收益率	24.7%	17.7%	17.2%	18.4%
净资产收益率	31.3%	19.8%	22.1%	24.0%
净利率	17.8%	14.5%	14.6%	15.0%
资产负债率	36.6%	29.6%	31.9%	32.9%
总资产周转率	1.38	1.22	1.18	1.23

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。