创新驱动，铸就全球影像设备龙头

华泰研究 首次覆盖

2025 年 8 月 14 日 | 中国内地 消费电子

首次覆盖影石创新，并给予“增持”评级，目标价 197.64 元（对应 26PE 45x）。公司是全球领先的智能影像设备提供商，在全球全景相机和运动相机领域分别位居第一名（23 年份额 67.2%）和第二名。该行业具备显著的“新消费”特性，驱动行业渗透率持续提升。凭借“产品+营销+AI”多维度创新构筑的强大“护城河”，影石市场份额有望不断提升，带动净利润持续高增长。

行业高景气：“新消费”驱动行业“破圈”，打开广阔蓝海市场

运动/全景相机具备显著的“新消费”特性：体验至上、个性化与圈层化、典型 UGC 工具、拥抱 AI 等新技术，这也是其逐步从小众极限运动爱好者向大众用户“破圈”的核心原因。当前运动相机和全景相机的市场渗透率仍处于低位水平，随着渗透率持续提升，有望开启一个广阔的蓝海市场。根据沙利文数据，23 年全球运动相机/全景相机市场规模分别为 314.4 亿元/50.3 亿元，预计 27 年将分别达到 513.5 亿元/78.5 亿元，CAGR 为 13.0%/11.8%。

“产品+营销+AI”多维度创新，铸就全球影像设备龙头

影石不到十年时间即成长为全球智能影像领设备龙头，其秘诀在于“创新”：1）产品创新：影石深刻洞悉用户痛点，重新定义影像工作流、开创新品类以及将 AI 深度融入影像体验，成功将运动/全景相机升级为“智能创意平台”；2）营销创新：影石通过产品即营销、用户即渠道及场景化的品牌叙事，构建了一套与新生代消费者深度共鸣的营销体系；3）“软件+AI+增值云服务”三位一体打造强大用户生态壁垒。未来行业将转向以 AI 体验、软件生态完善度以及差异化创新能力等的多维度竞争，影石有望继续保持领先优势。

我们与市场观点不同之处

市场认为该行业为小众市场，市场竞争核心为硬件参数且硬件均为外采，壁垒较低；影石在品牌、技术及性价比等方面弱于大疆。我们认为：该行业“新消费”特性显著，正处在品类生命周期的加速成长期，成长空间广阔；竞争核心已从硬件参数的“内卷”，全面转向以 AI 算法、软件生态与差异化创新为主导的多维度竞争；影石与大疆并非简单的同质化竞争，两者策略不同，各有优势。大疆更注重硬件性能提升，影石通过软硬件深度协同，优化用户从拍摄到分享的全链路体验，在社媒营销创新上影石优势更为明显。

盈利预测与估值

预计 25-27 年公司归母净利分别为 12.11/17.61/25.99 元（同比+21.76%/45.40%/47.59%）。可比公司 26 年市值加权平均 PE 27x（Wind）。相比可比公司，1）影石具有更高的成长性，25-27 年归母净利 CAGR 高达 37.74%（可比公司平均 CAGR 为 31.05%）；2）影石作为全球全景相机和运动相机领导厂商，凭借强劲的产品及营销创新能力，未来份额有望持续提升；3）公司正积极拓展 AI 视频会议一体机、全景无人机等新品类，打开新的增量市场，未来有望推出更多的新品类。看好公司未来成长潜力，给予 26 年目标 PE45x，目标价 197.64 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：消费增长不及预期；产品迭代不及预期；市场竞争加剧。

投资评级（首评）：	增持
目标价（人民币）：	197.64

谢春生 研究员
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

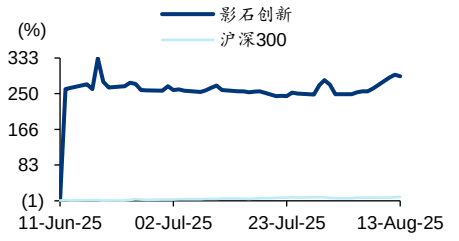
郭雅丽 研究员
SAC No. S0570515060003 guoyali@htsc.com
SFC No. BQB164 +(86) 21 3847 6016

黄礼悦 研究员
SAC No. S0570523070007 andrewhuang@htsc.com
SFC No. BRH099 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价（人民币）	197.64
收盘价（人民币 截至 8 月 13 日）	184.31
市值（人民币百万）	73,908
6 个月平均日成交额（人民币百万）	634.13
52 周价格范围（人民币）	162.38-204.22
BVPS（人民币）	8.37

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度（人民币）	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	5,574	8,255	11,857	16,635
+/-%	53.29	48.09	43.64	40.30
归属母公司净利润（百万）	994.75	1,211	1,761	2,599
+/-%	19.91	21.76	45.40	47.59
EPS（最新摊薄）	2.48	3.02	4.39	6.48
ROE (%)	37.07	25.47	24.42	27.68
PE（倍）	74.30	61.02	41.97	28.43
PB（倍）	23.23	11.68	9.13	6.91
EV EBITDA（倍）	67.24	52.67	35.43	23.04
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,794	4,004	7,585	9,924	13,370
现金	824.64	280.24	2,713	3,734	5,662
应收账款	95.25	202.69	164.18	231.04	280.79
其他应收账款	20.33	91.40	73.69	84.40	81.95
预付账款	8.45	19.53	26.32	32.96	40.97
存货	494.35	1,000	2,124	3,258	4,622
其他流动资产	350.64	2,410	2,483	2,583	2,683
非流动资产	1,253	1,017	1,226	1,385	1,520
长期投资	0.00	9.78	9.48	9.68	10.18
固定投资	146.08	176.11	275.17	350.65	426.61
无形资产	11.52	15.44	12.33	7.56	3.44
其他非流动资产	1,095	815.94	929.07	1,017	1,080
资产总计	3,047	5,021	8,811	11,309	14,891
流动负债	828.36	1,791	2,420	3,147	4,116
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	484.24	1,128	1,661	2,236	3,017
其他流动负债	344.12	662.91	759.24	910.56	1,099
非流动负债	32.35	48.58	59.70	70.70	83.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	32.35	48.58	59.70	70.70	83.70
负债合计	860.71	1,840	2,480	3,218	4,200
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	190.36	191.10	2,088	2,088	2,088
留存公积	1,649	2,644	3,855	5,617	8,216
归属母公司股东权益	2,186	3,181	6,330	8,092	10,691
负债和股东权益	3,047	5,021	8,811	11,309	14,891

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	762.09	1,172	732.79	1,151	2,023
净利润	829.58	994.75	1,211	1,761	2,599
折旧摊销	29.78	49.16	48.90	40.79	50.26
财务费用	10.39	(19.07)	(24.44)	(36.44)	(44.38)
投资损失	(22.45)	(33.26)	(40.00)	(50.20)	(60.50)
营运资金变动	(81.29)	182.86	(421.29)	(515.63)	(474.54)
其他经营现金	(3.91)	(2.58)	(41.62)	(48.29)	(47.05)
投资活动现金	(389.45)	(1,694)	(255.01)	(177.84)	(152.78)
资本支出	(117.03)	(149.65)	(159.58)	(105.97)	(91.96)
长期投资	(274.78)	(1,563)	0.30	(0.20)	(0.50)
其他投资现金	2.36	19.00	(95.73)	(71.66)	(60.33)
筹资活动现金	(12.10)	(17.76)	1,955	47.44	57.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	41.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.47	0.74	1,897	0.00	0.00
其他筹资现金	(12.57)	(18.51)	17.08	47.44	57.38
现金净增加额	367.80	(544.63)	2,433	1,021	1,928

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,636	5,574	8,255	11,857	16,635
营业成本	1,602	2,665	3,905	5,652	7,880
营业税金及附加	31.45	46.25	67.69	96.04	133.08
营业费用	528.28	825.67	1,403	1,980	2,711
管理费用	114.47	253.49	305.42	391.27	499.04
财务费用	10.39	(19.07)	(24.44)	(36.44)	(44.38)
资产减值损失	(28.62)	(34.74)	(41.27)	(47.43)	(66.54)
公允价值变动收益	0.00	1.72	2.00	2.00	2.00
投资净收益	22.45	33.26	40.00	50.20	60.50
营业利润	934.32	1,058	1,317	1,957	2,921
营业外收入	1.73	5.78	2.39	2.79	2.88
营业外支出	3.38	5.46	3.15	3.19	3.50
利润总额	932.67	1,059	1,317	1,957	2,921
所得税	103.10	63.86	105.33	195.69	321.26
净利润	829.58	994.75	1,211	1,761	2,599
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	829.58	994.75	1,211	1,761	2,599
EBITDA	949.46	1,082	1,333	1,949	2,910
EPS (人民币，基本)	2.30	2.76	3.02	4.39	6.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	78.16	53.29	48.09	43.64	40.30
营业利润	115.55	13.27	24.48	48.58	49.25
归属母公司净利润	103.66	19.91	21.76	45.40	47.59
获利能力 (%)					
毛利率	55.95	52.20	52.69	52.33	52.63
净利率	22.81	17.85	14.67	14.85	15.63
ROE	46.67	37.07	25.47	24.42	27.68
ROIC	59.53	48.54	45.40	52.99	66.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.25	36.64	28.15	28.45	28.20
净负债比率 (%)	(37.11)	(8.21)	(42.85)	(46.14)	(52.95)
流动比率	2.17	2.24	3.13	3.15	3.25
速动比率	1.14	0.83	1.63	1.64	1.76
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.38	1.19	1.18	1.27
应收账款周转率	55.21	37.42	45.00	60.00	65.00
应付账款周转率	3.72	3.30	2.80	2.90	3.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.07	2.48	3.02	4.39	6.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	2.92	1.83	2.87	5.05
每股净资产(最新摊薄)	5.45	7.93	15.79	20.18	26.66
估值比率					
PE (倍)	89.09	74.30	61.02	41.97	28.43
PB (倍)	33.81	23.23	11.68	9.13	6.91
EV EBITDA (倍)	76.99	67.24	52.67	35.43	23.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点 **6**

影石创新：高速成长的智能影像设备龙头 **7**

主要产品：消费级全景相机贡献主要营收 8

经营模式：消费电子龙头品牌，线上+线下渠道覆盖全球市场 10

财务数据：营收、利润持续高速增长 11

运动&全景相机：从“小众”市场到广阔蓝海 **13**

发展史：曾经的“小众市场” 13

从“记录工具”到“创意生产力”工具，“新消费”属性打开广阔蓝海市场 18

竞争格局：GoPro、影石、大疆三巨头的角力场 21

运动相机：一家独大到多强争霸 21

全景相机：呈现“一超多强”的格局，影石创新是全球龙头 21

未来趋势：AI、软件生态、差异化创新能力将成为竞争的胜负手 23

影石核心优势：“产品+营销+AI”多维度创新构筑强大“护城河” **25**

产品创新：“体验至上&快速迭代”双轮驱动 25

ONE X 系列：重新定义“创作工作流” 25

GO 系列：开创了“无感记录”的新运动相机品类 25

Ace/Ace Pro 系列：将 AI 深度注入“传统运动相机”形态 25

推出“影翎”全景无人机，勇闯无人机赛道 26

产品的快速迭代，是影石脱颖而出的另一“制胜法宝” 26

营销创新：线上+线下渠道全面布局，社交媒体营销典范 27

产品即营销：打造天生具备社交属性的“内容钩子” 27

场景化的品牌叙事 29

“软件+AI +增值云服务”三位一体，打造强大用户生态壁垒 30

盈利预测与估值 **33**

盈利预测 33

估值 38

风险提示 38

图表目录

图表 1： 影石创新发展历程 7

图表 2： 影石创新股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日） 7

图表 3： 影石创新部分高管人员职务及履历 8

图表 4： 影石创新产品分类 8

图表 5： 2018-2024 年影石创新各产品类别营业收入 9

图表 6： 2018-2024 年影石创新各产品类别营业收入占比 9

图表 7： 公司核心产品及发布时间 9

图表 8： 2024 年影石原材料采购供应商（按金额）.....10
图表 9： 2024 年影石外协加工厂（按金额）.....10
图表 10： 影石创新核心供应商.....10
图表 11： 2024 年公司主营业务收入按销售渠道够成.....11
图表 12： 影石创新历史及预测营业收入及增速.....11
图表 13： 影石创新归母净利润及增速.....11
图表 14： 2018-2024 年影石创新各地区营业收入.....12
图表 15： 2018-2024 年影石创新各地区毛利率水平.....12
图表 16： 2022-2024 年可比公司毛利率.....12
图表 17： 2022-2024 年可比公司研发费用率.....12
图表 18： 2022-2024 年可比公司管理费用率.....12
图表 19： 2022-2024 年可比公司销售费用率.....12
图表 20： 运动相机技术发展及产品迭代历史.....14
图表 21： Gopro 历史股价与市值.....14
图表 22： GoPro 订阅服务.....15
图表 23： GoPro 运动相机销量.....16
图表 24： GoPro 历史营收及同比增速情况.....16
图表 25： GoPro 历史净利润及同比增速情况.....16
图表 26： 全景相机技术发展及产品迭代历史.....17
图表 27： 2017-2023 年全球手持智能影像设备购买率.....18
图表 28： 全球运动相机市场规模.....19
图表 29： 全球全景相机市场规模.....19
图表 30： 全球消费级全景相机市场份额.....21
图表 31： 中国消费级全景相机市场份额.....21
图表 32： 全球专业级全景相机市场份额.....22
图表 33： 大疆 Osmo 360 全景相机特点.....22
图表 34： 大疆 Osmo 360 与影石 Insta360 X5 主要参数对比.....23
图表 35： 影石创新、GoPro、大疆综合对比.....23
图表 36： 运动相机/全景相机硬件技术升级方向.....24
图表 37： 运动相机与全景相机未来竞争核心方向.....24
图表 38： 影石创新、GoPro、大疆、日本理光产品迭代情况（2015-2025）.....27
图表 39： 影石创新的各种挑战活动.....28
图表 40： 影石创新个人推广联盟.....28
图表 41： 影石创新个人推广联盟平均佣金高达 5%.....29
图表 42： 影石创新不同销售渠道收入占比（2024 年年报数据）.....30
图表 43： 影石创新海外社交媒体营销策略.....30
图表 44： 影石创新“Insta360+云服务”权益.....31
图表 45： 影石创新“Insta360+云服务”定价.....32
图表 46： 影石创新盈利预测（单位：百万元）.....33
图表 47： 影石创新消费级智能影像设备业务营收预测.....34

图表 48： 影石创新消费级智能影像设备平均单价及销量同比增速预测 35
图表 49： 影石创新专业级智能影像设备业务营收预测 35
图表 50： 影石创新专业级智能影像设备平均单价及销量同比增速预测 36
图表 51： 影石创新配件及其他业务营收预测 36
图表 52： 影石创新毛利率预测 37
图表 53： 影石创新期间费用率预测 38
图表 54： 可比公司估值 38
图表 55： 影石创新 PE-Bands 38
图表 56： 影石创新 PB-Bands 38

投资要点

影石创新作为全球全景相机龙头（2023 年市场份额高达 67.2%(沙利文数据)）和运动相机市场全球份额第二位，2017-2024 年营收 CAGR 高达 66.15%、归母净利 CAGR 高达 105.5%。**公司业绩高速增长的本质原因在于：**

一是行业处于渗透率快速提升阶段，近几年逐渐从小众的极限运动爱好者的“记录工具”，逐步演变为大众用户的“创意生产力”工具，具备比较典型的“新消费”属性；

二是影石的全方位系统性创新推动公司份额持续提升：以用户体验为核心，以软件算法为引领，驱动硬件形态迭代，并围绕特定用户社群构建内容生态。其创新模式正在并将持续重塑全景相机、运动相机乃至整个消费级智能影像设备市场的格局。

行业破圈：新消费属性开启广阔市场空间

运动/全景相机具备显著的“新消费”特性：体验至上、个性化与圈层化、UGC 内容生态、拥抱 AI 等新技术，这使其成功突破了早期极限运动的狭窄圈层，向更广阔的大众用户市场渗透。根据沙利文数据，当前运动相机和全景相机的市场渗透率仍处于低位水平，随着渗透率持续提升，成长空间广阔。根据沙利文数据，23 年全球运动相机/全景相机市场规模分别为 314.4 亿元/50.3 亿元，预计 27 年将分别达到 513.5 亿元/78.5 亿元，CAGR 分别为 13.0%/11.8%。

展望未来，体验经济的深化和创作者经济的指数级增长，以及智能影像设备有望从“计算摄影”到“计算成像”与“空间叙事”的技术范式转变，将进一步拓宽应用边界，驱动行业渗透率的长期提升。

多维创新体系：构筑影石核心竞争壁垒

影石不到十年时间即成长为全球智能影像领设备龙头，其核心在于构建了多维度的创新体系：

1）产品创新：影石深刻洞悉用户痛点，重新定义影像工作流、开创新品类以及将 AI 深度融入影像体验，成功将运动/全景相机升级为“智能创意平台”；

2）营销创新：影石通过产品即营销、用户即渠道及场景化的品牌叙事，构建了一套与新生代消费者深度共鸣的营销体系；

3）生态壁垒：“软件+AI+增值云服务”三位一体打造强大用户生态壁垒。未来行业将转向以 AI 体验、软件生态完善度以及差异化创新能力等的多维度竞争，影石有望继续保持领先优势。

我们与市场观点不同之处

1）关于市场天花板：市场认为运动相机和全景相机是个小众行业，未来成长天花板有限。我们认为，该行业已展现出明显的“新消费”属性，受益于户外运动风潮及“人人自媒体”趋势，**正处于品类生命周期的加速成长期，市场空间远未饱和。**

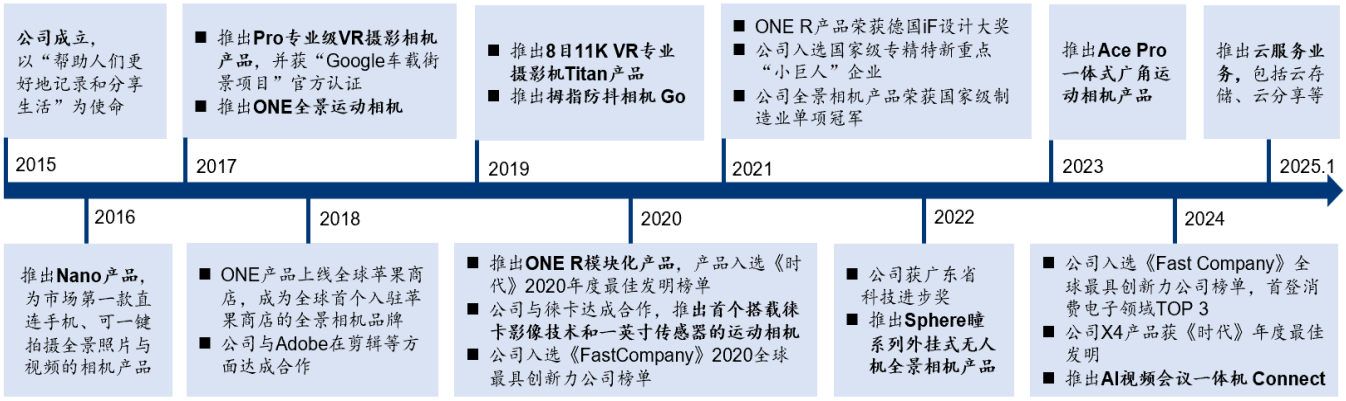
2）关于行业竞争核心：市场认为该行业竞争核心主要在于硬件，而硬件又多是外采，因此该行业壁垒不高。我们认为，**行业竞争已从硬件参数的“军备竞赛”阶段，转向以 AI 算法、软件生态及差异化创新为核心的多维度竞争。**

3）关于影石的竞争力：市场认为影石在品牌、技术及性价比等方面弱于大疆。我们认为，影石和大疆的产品策略不同，两者各有优势：一是大疆更注重硬件性能提升，影石则更侧重于优化用户全链路的影像体验，通过软硬件协同解决用户在拍摄、剪辑与分享环节的痛点；二是在打造体系化营销渠道及社媒营销创新方面，影石优势更为明显。综上，二者在打造核心竞争力上路径不同，各有千秋。

影石创新：高速成长的智能影像设备龙头

全球智能影像设备龙头，近年业绩持续高速增长。自 2015 年成立以来，公司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，当前已成为以全景技术为基点的全球知名智能影像设备提供商。根据 Frost & Sullivan 的数据，2023 年公司品牌“Insta360 影石”全景相机全球市场占有率 67.2%，排名第一，运动相机全球排名第二。从地区分布看，公司产品通过线上、线下渠道相结合的方式销往全球各地，主营业务收入中 70%以上来自境外销售，主要系美国、日本和欧洲等消费能力较强的发达国家和地区。2021-2024 年公司营业收入 CAGR 达 61.30%，归母净利润 CAGR 达 55.27%，呈现高速增长态势。随着行业渗透率提升，凭借独特的产品创新和渠道创新实力，公司市场份额有望不断提升，我们看好公司未来成长前景。

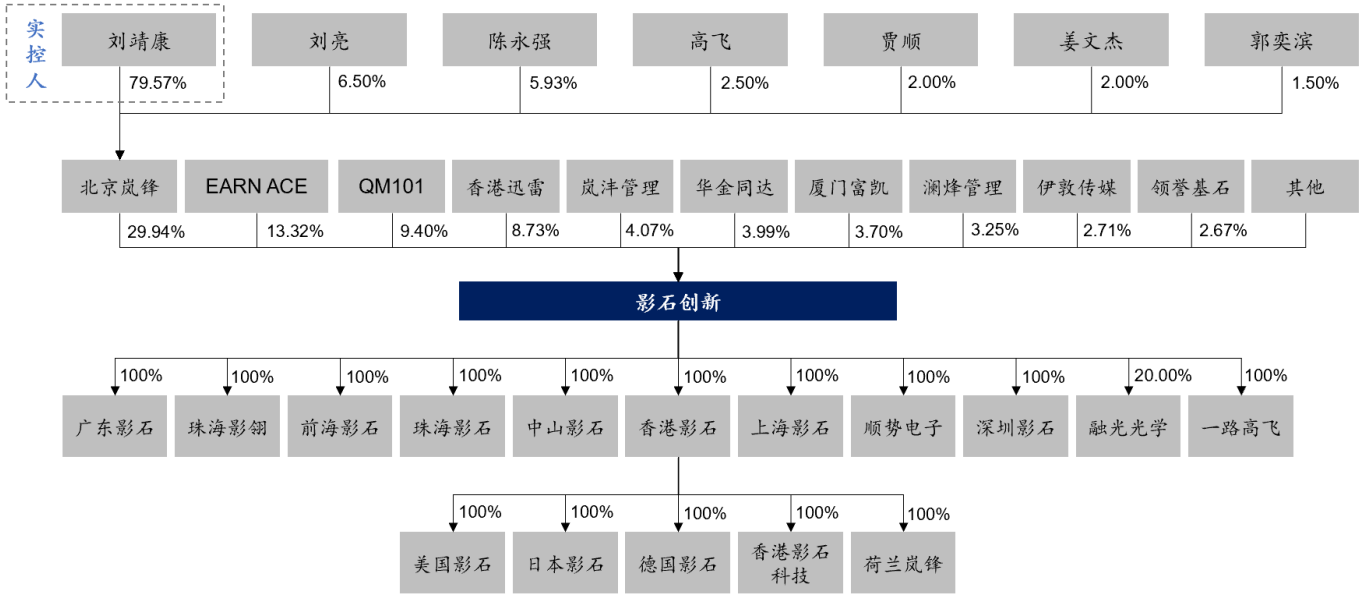
图表1：影石创新发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华泰研究

实控人为公司创始人，合计控制公司 29.89%股权。公司实控人为公司创始人、董事长刘靖康先生，截至 2024 年 12 月 31 日，刘靖康先生通过北京岚锋、岚沣管理、澜烽管理、岚烽管理、厦门富凯、汇智同裕、深圳麦高、其配偶、一致行动人潘瑶共合计间接持有公司 29.89%的股份。此外，公司注重通过股权激励等方式保障核心团队稳定性。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共设立北京岚锋、岚沣管理、岚烽管理、澜烽管理和澜烽一号五个持股平台，合计持有公司 37.66%股权，对公司核心员工实现股权激励覆盖。公司股东还包括 IDG（EARN ACE）、启明创投（QM101）、迅雷（香港迅雷）等知名投资机构。

图表2：影石创新股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

公司高管从业经验较为丰富，人员专业化程度较高。创始人、实控人、董事长刘靖康同时为公司核心技术人员，与同为公司核心技术人员的公司软件研发总监贾顺、研究院负责人姜文杰履历较为相似。总经理、销售副总裁、市场副总裁、北美运营负责人、供应链总监等高管人员均具有较为丰富的从业经验，核心团队人员专业化程度较高。

图表3：影石创新部分高管人员职务及履历

姓名	职务	履历
刘靖康	董事长、产品中心及技术中心负责人、核心技术人员	南京大学软件工程学士。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；2022 年，作为发明人所发明的专利获得广东专利优秀奖；2024 年，入选“2024 福布斯中国·出海领军人物 TOP30”榜单
刘亮	总经理	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
贾顺	董事、软件研发总监、行业应用中心总监、核心技术人员	南京大学软件工程学士。曾获中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军；拥有3项授权专利，其中中国发明专利1项
姜文杰	监事会主席、研究院负责人、核心技术人员	南京大学软件工程学士。曾获中国“互联网+”大学生创新创业大赛亚军；负责的“Insta360 全景视频 AI 智能摄制技术研发项目”获得 2020 年深圳市宝安区文化产业发展资金资助；荣获宝安区高层次人才；第 9 届广东专利优秀奖第二发明人；第 24 届中国专利优秀奖第二发明人；拥有 37 项授权专利，其中中国发明专利 21 项
肖龙报	研究院工程副总监、核心技术人员	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
段优国	销售副总裁	拥有超过 10 年行业经验，曾在华为终端、深圳市普联技术有限公司等公司任职
Richter Maximilian Hardy（德国）	市场副总裁	来自德国；毕业于德国霍恩海姆大学，拥有超过 7 年行业经验，曾任职于费森尤斯医疗
曹宇钦	北美运营负责人	毕业于北京大学，拥有超过 15 年行业经验，曾任德高中国（北京）市场部经理、Forrester Research高级研究经理和高级分析师等岗位
李兆琪	供应链总监	毕业于清华大学材料科学与工程专业，拥有超过 27 年的行业采购及供应链管理经验

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

主要产品：消费级全景相机贡献主要营收

公司产品主要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，各类产品 2024 年在营业收入中的占比分别为 85.91%/0.42%/12.88%。2020 年以来专业级智能影像设备营收同比下降，主要系企业客户需求释放受经济环境影响且产品更新需求较少。

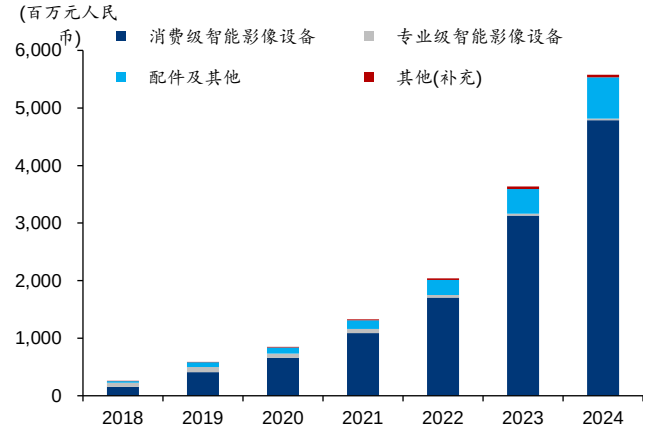
图表4：影石创新产品分类

产品类别	功能属性	应用领域	产品
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	提供清晰的视频会议画面传输与高质量音质的实时通话，同时拥有多模态发言人跟踪功能	
配件及其他产品	适配公司相机产品的相关配件，自拍杆、电池、防水壳、三脚架和蓝牙遥控器等。亦提供滑雪、摩托车、潜水、宠物等场景下的配件套餐		

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

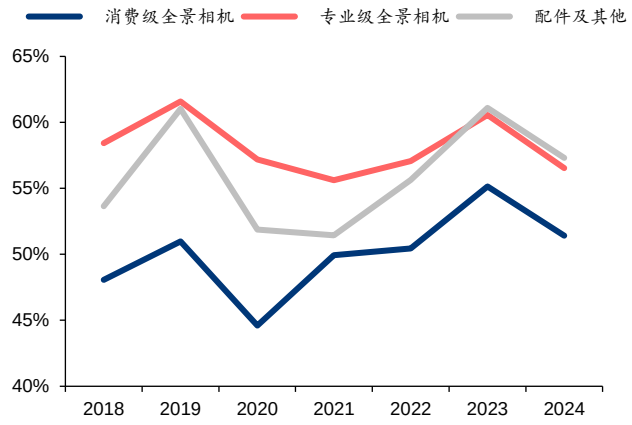
2022-2024 年毛利率保持 50%以上。公司各产品毛利率均高于 40%。2024 年受 Ace 系列、ONE X4 低毛利收入占比提高的影响，毛利率有所下降。

图表5：2018-2024 年影石创新各产品类别营业收入



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

图表6：2018-2024 年影石创新各产品类别营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

公司消费级智能影像设备核心产品包括：

1）**ONE（X）系列：**全景相机核心产品。采用自主研发的 FlowState 防抖科技，结合全景拼接与拍摄技术，无需额外搭配稳定设备即可拍摄平稳全景视频。亦可拍摄“子弹时间”、“隐形自拍杆”、“小行星视角”等特殊效果画面。根据招股说明书，2024 年 ONE（X）系列实现营收为 29.16 亿元，占总营收的比例为 52.74%。

2）**Ace 系列：**广角式运动相机的重要品类，结合 48M 传感器、反转触摸屏、磁吸快拆设计、夜景录像模式下 AI 智能降噪和亮度还原、大光圈、超广角等功能。根据招股说明书，2024 年 Ace 系列实现营收为 5.77 亿元，占比为 10.44%。

3）**Go 系列：**穿戴式运动相机核心产品，产品体积仅约拇指大小，同时重量压缩至几十克，具备较好的便携属性。最新一代 GO 3S 产品同时提供 45 分钟续航和 4K 超清分辨率。根据股说明书，2024 年 GO 系列实现营收为 9.01 亿元，占比为 16.30%。

图表7：公司核心产品及发布时间

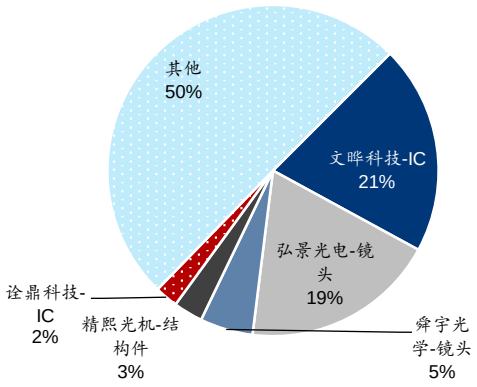
产品品类	产品系列	产品属性	产品名称	发布时间
全景相机	ONE X 系列	全景相机 / 运动相机	ONEX	2018 年 10 月
			ONEX2	2020 年 10 月
			ONEX3	2022 年 9 月
			ONEX4	2024 年 4 月
	ONE R 系列	全景相机 / 模块化运动相机	ONER	2020 年 1 月
			ONERS	2022 年 3 月
	EVO 系列	全景相机	EVO	2019 年 3 月
	Nano 系列	全景相机	Nano	2016 年 7 月
	瞳 Sphere 系列	外挂式无人机全景相机	Sphere	2022 年 5 月
广角相机	GO 系列	穿戴式运动相机	GO	2019 年 8 月
			GO2	2021 年 3 月
			GO3	2023 年 6 月
			GO3S	2024 年 6 月
	Ace 系列	运动相机	Ace	2023 年 11 月
			AcePro	2023 年 11 月
			AcePro2	2024 年 10 月
专业级 VR 相机	Pro 系列	专业 VR 全景相机	Pro	2017 年 1 月
			Pro2	2018 年 8 月
	TITAN 系列	专业 VR 全景相机	TITAN	2019 年 6 月
手持摄影设备	Flow 系列	AI 手机稳定器	Flow	2023 年 3 月
			FlowPro	2024 年 7 月
			Flow2Pro	2025 年 1 月
视频会议	Connect	AI 双摄视频会议一体机	Connect	2024 年 12 月
	Link 系列	AI 云台摄像头	Link	2022 年 8 月
			Link2	2024 年 9 月

资料来源：招股说明书，华泰研究

经营模式：消费电子龙头品牌，线上+线下渠道覆盖全球市场

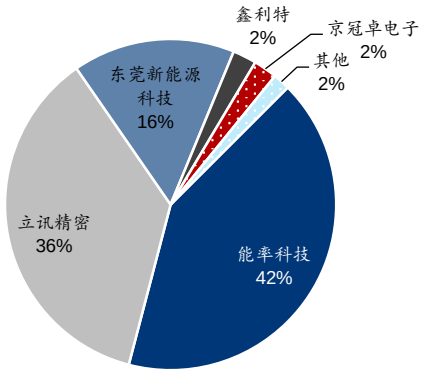
生产模式：以 EMS 代工模式为主。2022-2024 年度，除部分专业级产品外，公司大部分产品采用 EMS 代工模式，即公司完成产品方案设计、完成主要原材料包括 IC 芯片、镜头模组、结构件、LCD、包材和电池的采购，并交付代工厂进行生产。

图表8：2024 年影石原材料采购供应商（按金额）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表9：2024 年影石外协加工厂（按金额）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

核心供应商：安霸、索尼/豪威、弘景光电/舜宇光学科技、立讯精密。

根据公司招股说明书，影石的核心零部件供应商主要包括：

1）DSP（数字信号处理技术）芯片：DSP 芯片的运算处理能力将直接影响到运动影像捕捉能力和拍摄画面成像质量，是全景相机和运动相机的核心部件，影石 DSP 芯片供应商主要为安霸半导体（AMBA.O）；行业内其他主流 DSP 厂商还包括高通(QCOM.O)、凌阳科技（2401.TW）。

2）图像传感器：智能影像设备核心模块之一，主要有两种技术：一是 CCD（电荷耦合）元件，二是 CMOS（互补金属氧化物导体）器件。目前 CCD 技术已基本被行业淘汰，CMOS 是一种光学传感器，对摄像头的光线感知和图像质量起到了关键的影响，相机的成像质量与 CMOS 的体积成正相关的关系，CMOS 越大，同等像素密度下单个像素的面积也就越大，对于暗光场景下提升画面纯净度有重要影响。影石的 CMOS 厂商主要是索尼（SONY.N）（韩国）和豪威科技（603501.SH）。

此外，影石的镜头模组厂商主要是弘景光电（301479.SH）和舜宇光学科技（2382.HK）；代工厂主要包括立讯精密（002475.SZ）、东莞能率（未上市）、东莞新能源（未上市）等。

由上可以看出，公司的核心 DSP 芯片和图像传感器主要以海外厂商为主，但已逐渐启用国产厂商如豪威科技；镜头模组、代工环节主要以国产厂商为主。公司正积极尝试国产零部件，随着国产厂商产品力的持续提升，未来公司核心零部件（尤其是图像传感器和 DSP 芯片）的国产化率有望进一步提升。

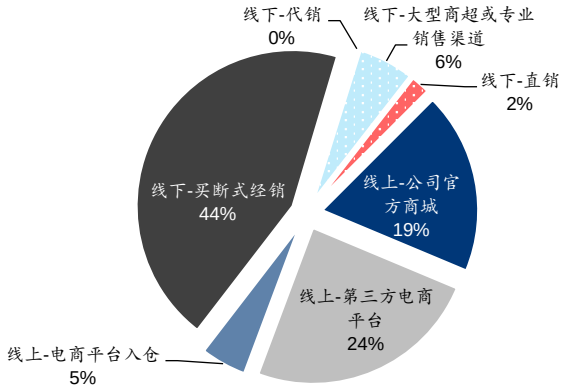
图表10：影石创新核心供应商

核心零部件及环节	公司名称	2023 年采购金额（万元）	2024 年采购金额（万元）
IC 芯片	文晔科技（安霸、索尼）	22,437.69	56,612.41
镜头模组	弘景光电	35,518.16	52,725.15
镜头模组	舜宇智能	-	14,311.42
委托加工	东莞能率	12,774.84	14,535.07
委托加工（Flow 系列、ONE X 系列、Ace 系列产品）	立讯精密	3,419.45	12,689.88
委托加工	东莞新能源	3,912.64	5,544.14

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

销售模式：采用线上和线下、直营和经销相结合的模式实现全球化销售。2024 年公司线上、线下销售占比分别为 47.95%和 52.05%。1）线上销售模式包括线上电商平台模式（产品在自己仓库，包括官方商城，以及亚马逊、天猫商城、京东等电商平台的官方旗舰店）、电商平台入仓模式（存货在电商平台，包括京东自营、苏宁、亚马逊自营等）两类，2）线下销售客户包括大型商超或专业销售渠道（Best Buy、顺电等大型连锁商超、3C 卖场及专业销售渠道）、经销商（除 Apple Store 零售店等大型经销商为代销方式外，主要采取买断式销售）以及直销客户（影像、传媒、VR 看房等行业的企业客户及学校、医院等机构客户，以及公司通过线下直营店实现销售服务的个人消费者）。

图表11：2024 年公司主营业务收入按销售渠道够成

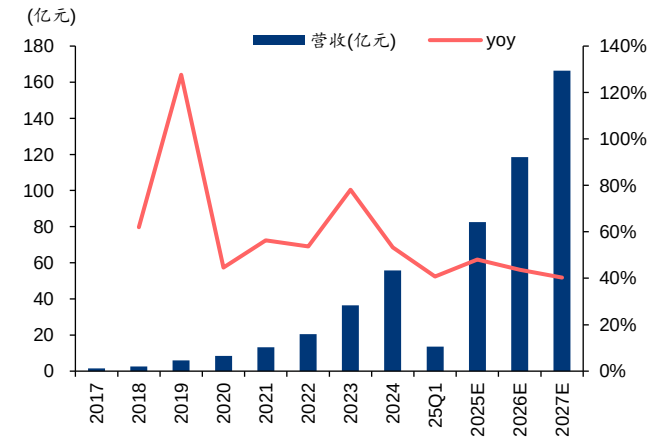


资料来源：招股说明书，华泰研究

财务数据：营收、利润持续高速增长

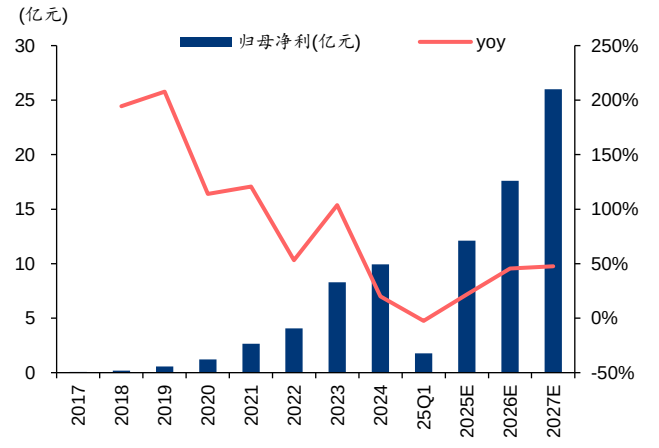
2019-2024 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 57%/78%。2022-2024 年公司营业收入分别为 20.41/36.36/55.74 亿元，同增 53.7%/78.2%/53.3%；归母净利润分别为 4.07/8.30/9.95 亿元，同增 53.3%/103.7%/19.9%。公司抓住行业需求旺盛的市场机遇，持续迭代产品，抢占市场，实现业绩的高速成长。2024 年公司利端增速相对较缓，主要系 2024 年毛利率较低的 Ace 系列和 ONE X4 营收占比提升所致。

图表12：影石创新历史及预测营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

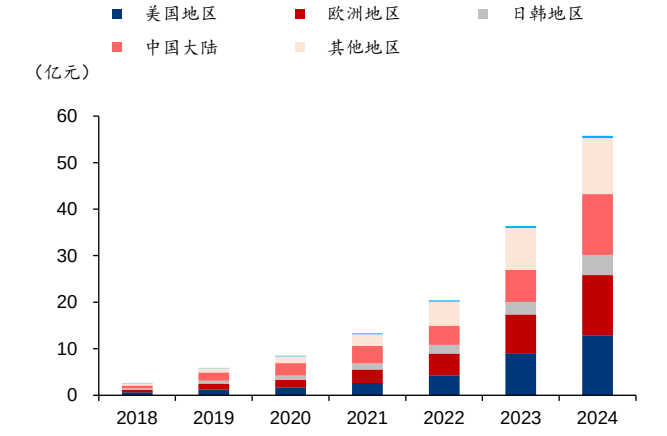
图表13：影石创新归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

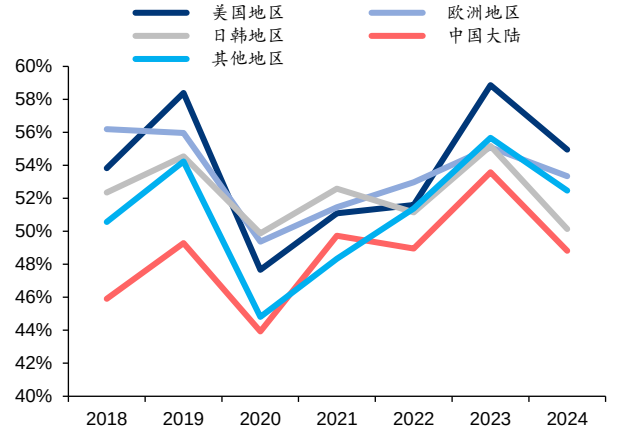
公司整体海外收入占比超过 70%，欧美日韩等各区域收入占比相对均衡。公司主营业务收入中 70%以上来自境外销售，2024 年公司中国大陆、美国、欧洲、日韩和其他地区在营业收入中的占比分别为 23.5%/23.2%/23.2%/7.7%/21.7%。各市场中，美国毛利率较高，中国大陆毛利率偏低。

图表14：2018-2024 年影石创新各地区营业收入



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

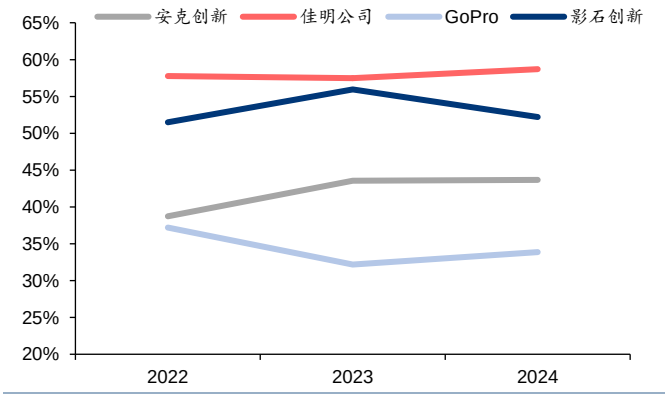
图表15：2018-2024 年影石创新各地区毛利率水平



资料来源：公司招股说明书，Choice，华泰研究

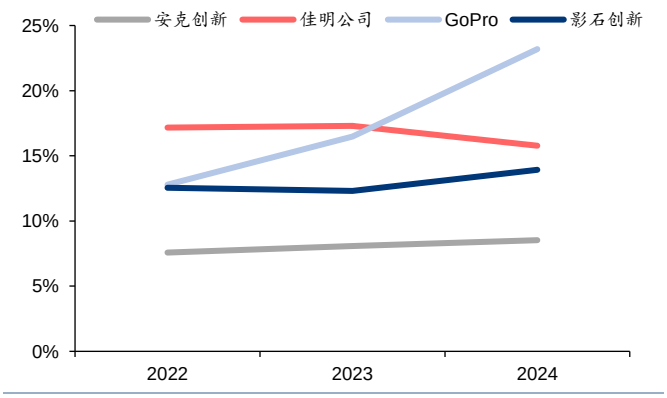
研发与销售高效收入。1）研发方面，公司持续推进产品线开发、关键技术升级及技术版图拓展，2018 年以来研发费用率始终在 11%以上，持续加强研发投入以推动产品迭代、巩固公司产品竞争力。2024 年公司研发费用率为 13.9%，可比公司安克创新、佳明公司、GoPro 研发费用率分别为 8.5%/15.8%/23.2%，平均水平为 15.8%，公司研发费用率与可比公司平均水平相近。**2）销售方面，**公司建立了广泛的销售网络和多样化的销售模式，销售网络覆盖全球 10000 多家零售门店，采取线上和线下、直销和经销相结合的销售模式。2024 年公司销售费用率为 14.81%，可比公司安克创新、GoPro 的销售费用率分别为 22.54% /20.04%，可比公司平均水平为 21.29%（佳明公司的销售费用率仅包含广告费用率，2024 年未披露其广告费用，故 24 年可比公司仅为安克创新和 GoPro），公司销售费用率水平整体低于可比公司。

图表16：2022-2024 年可比公司毛利率



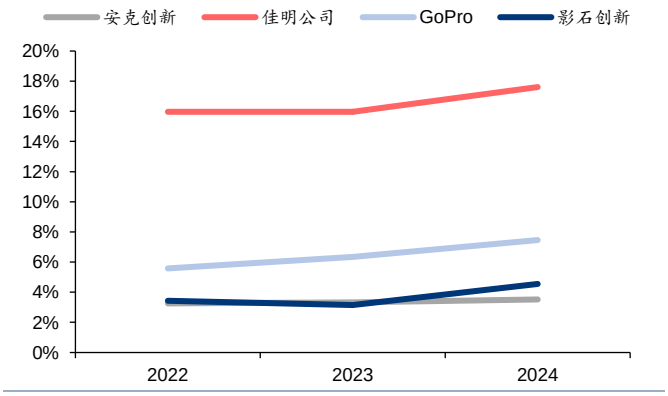
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表17：2022-2024 年可比公司研发费用率



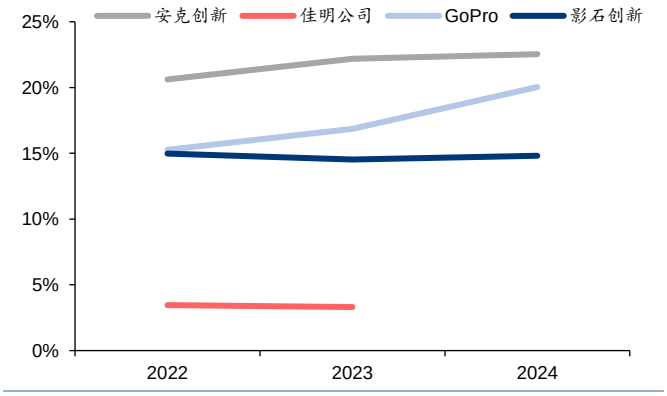
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表18：2022-2024 年可比公司管理费用率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表19：2022-2024 年可比公司销售费用率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究 注：佳明公司 2024 年数据未披露

运动&全景相机：从“小众”市场到广阔蓝海

发展史：曾经的“小众市场”

运动相机发展史

1、GoPro 的崛起：运动相机标准定义者（2002-2011）

2002 年，冲浪爱好者尼克·伍德曼（Nicholas Woodma）创立 Woodman Labs（GoPro 前身）。2004 年，推出了首款商业化的运动相机“Hero”，一款 35mm 胶片的防水相机，专为冲浪设计，售价 20 美元，标志着运动相机作为一个独立品类的诞生。2006 年推出首款 Digital HERO，具备 10 秒视频拍摄能力。**2009 年，GoPro 发布了首款高清运动相机 HD HERO，**实现用非常小的机身完成 1080P 视频录制和内置充电电池。运动相机开始在极限运动、影视制作和体育赛事转播领域获得广泛应用，成为当时的主流设备。

2、技术创新与市场竞争加剧（2011-2018）

2012 年，GoPro HERO3 Black Edition 支持 4K 视频和彩色触摸屏，成为首款年销量超 200 万台的运动相机，公司当年营收金额达到 5.26 亿美元。GoPro 通过成功的营销策略，如赞助极限赛事，迅速提升了品牌知名度和市场占有率，成为运动相机市场的领导者和代名词。

GoPro 的成功吸引了众多竞争者进入市场，推动了运动相机功能的快速演进，画质、防抖、连接性成为竞争焦点。索尼（Sony Action Cam 系列，以画质和防抖见长）、佳明（Garmin VIRB 系列，整合 GPS 和运动数据）等品牌凭借其技术积累和品牌优势加入竞争。Contour 等品牌也曾是 GoPro 的有力竞争者，专注于特定用户体验。

技术及功能升级：1）画质持续提升：2K、4K 分辨率逐渐成为标配；2）**防抖技术不断突破：**电子防抖（EIS）开始普及；**3）无线连接：**Wi-Fi、蓝牙功能使得相机可以与手机 App 连接，实现远程控制、取景和素材传输；**4）内置屏幕：**方便取景和回放；**5）GPS 与传感器：**记录速度、轨迹、海拔等数据，丰富视频内容；6）**裸机防水：**部分产品开始支持不带防水壳的直接防水。

3、中国品牌的崛起与创新多元化（2019 年至今）

中国品牌凭借强大的制造能力、快速的创新和对本土市场的理解，成为运动相机市场的重要力量。**1）大疆 (DJI)的入局 (2019 年推出 Osmo Action)：**凭借其在无人机领域积累的深厚影像技术和云台技术，DJI 的 Osmo Action 系列以其前置彩屏、强大的 RockSteady 防抖、可靠的性能迅速获得市场认可，成为 GoPro 的强劲对手。**2）影石创新 (Insta360) 的颠覆式创新：** Insta360 不仅是运动相机的追随者，更是多个细分领域的开创者和领导者：GO 系列拇指相机以其精致小巧的体积和独特的佩戴方式，开辟了“无感记录”的新场景；模块化相机 ONE R/RS 系列允许用户更换不同镜头模组（运动广角、360° 全景、一英寸感光元件），实现一机多用；传统运动相机 Ace/Ace Pro 系列直接对标高端运动相机市场，在画质、易用性（如翻转屏）和 AI 功能上展现出了强大的竞争力。

图表20：运动相机技术发展及产品迭代历史

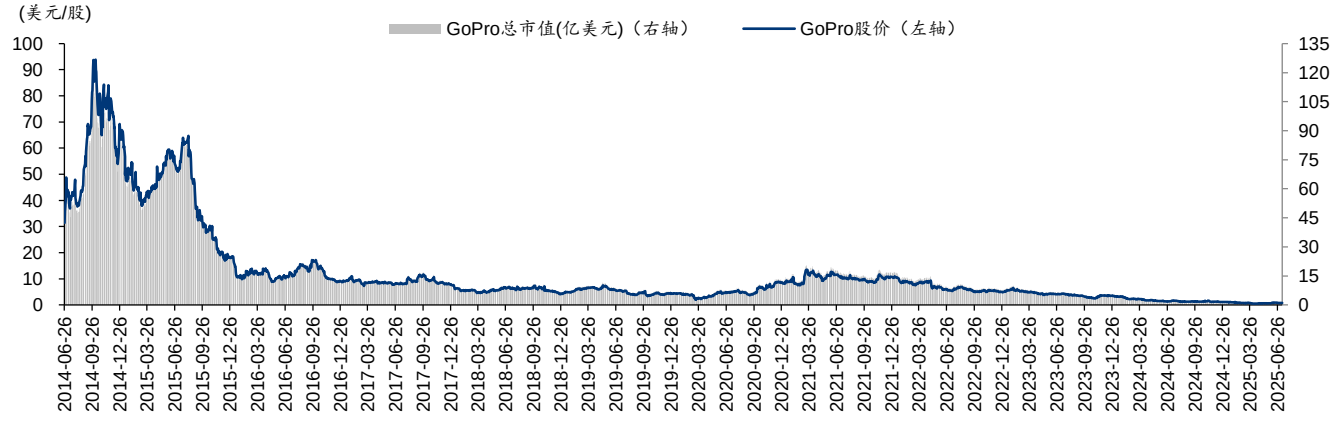
发展阶段	技术关键词	产品推出时间	代表产品	关键特性
市场开创阶段(2004-2010)	坚固耐用与防水、便携性与固定方案、广角镜头	2004	GoPro HERO (35mm)	胶片相机、防水壳、腕带；首创坚固、便携、能以第一人称视角拍摄的相机
		2009	GoPro HD HERO	首次支持高清视频录制，奠定了 GoPro 在运动相机领域的霸主地位
高清化、智能化与市场爆发阶段(2011-2017)）	分辨率革命、帧率持续提升、智能化探索	2012	GoPro HERO3 Black	首次支持 4K 视频录制
		2014	GoPro HERO4 Silver	首次内置了触控屏，简化了操作。Wi-Fi 和蓝牙开始普及，让相机与手机的连接、内容的分享更加便捷
		2016	Sony FDR-X3000	搭载光学防抖技术
防抖技术引领的体验革命 (2018-2022)	GoPro 的“云台级”防抖；大疆入局，创新推出前后双彩屏设计，精准地击中 Vlog 用户痛点。	2018	GoPro HERO7 Black	推出革命性的 HyperSmooth 防抖技术
		2019	DJI Osmo Action	创新的前后双彩屏设计
		2020	Insta360 ONE R	模块化设计，集运动相机与全景相机于一体
		2022	GoPro HERO11 Black	搭载更大的 8:7 画幅传感器，提供更高的创作自由度
运动相机新阶段（2023 年至今）	低光画质深度打磨、AI 全面赋能	2023	GoPro HERO12 Black DJI Osmo Action 4	告别唯分辨率论,低光画质成新战场(增大传感器尺寸),续航与音频体验受重视
			Insta360 Ace Pro	AI 功能深度融合（如 AI 亮点精选、子弹时间、移动延时等酷炫特效）；首次在主流运动相机中引入了 2.4 英寸的翻转触摸屏；
		2024	DJI Osmo Action 5 Pro	延续并优化 1/1.3 英寸的大尺寸 CMOS 传感器，具有卓越的低光表现；内置 48GB 或 64GB 的高速存储空间；采用更大容量的 1950mAh 电池和更节能的 4nm 处理器，实现超长的录制时间（2 小时）；20 米裸机防水；原生无线麦克风支持；AI 主体追踪、AI 剪辑等功能更加成熟
			GoPro HERO 13 Black	最大创新在于可更换镜头系统（提供超宽、电影（25 年发布）、微距镜头）；顶级的视频录制规格(稳定支持 5.3K/60fps 和 4K/120fps 的视频录制，提供高达 2.7K/240fps 的超高速慢动作）；GPS 功能重新回归；全新的 1900mAh Enduro 电池

资料来源：GoPro、影石创新、大疆官网，华泰研究

GoPro 股价复盘

我们对 GoPro 上市以来的股价及市值变化进行复盘可以发现，公司股价走势基本与运动相机行业的发展历史和竞争格局演变一脉相承。

图表21：Gopro 历史股价与市值



资料来源：Wind，华泰研究

GoPro 股价走势大致可以分为五个阶段：

1）上市初期的巅峰与泡沫（2014 中-2015 年中）

GoPro 于 2014 年 6 月 IPO 后，公司股价与市值经历了一波快速上涨，于 2014 年 10 月 7 日达到最高点，股价从上市第一天的 31.34 美元一路上涨到 93.85 美元，彼时市值最高达到 118.04 亿美元。股价上涨的主要原因在于：

一是当时 GoPro 作为运动相机的代名词，市占率很高，是当时最热门的消费电子和可穿戴设备公司之一。

二是市场对于 GoPro 转型为“硬件+平台”的预期。市场对于公司能从一个硬件公司转型为一个内容和媒体平台（公司试图打造一个对标 Youtube 的自有内容平台），利用其庞大的用户群和精彩的 UGC（用户生成内容）实现流量变现，抱有较大预期。

2014 年 10 月至 2015 年 3 月份股价下跌主要系：一是前期股价涨幅较大后的正常回调；二是 2014 年 12 月 23 日的解禁影响；三是竞争的影响：2015 年 1 月，苹果公司获得了一项可穿戴式摄像系统的专利，引发市场对于“苹果要进军运动相机领域”的恐慌；2015 年 3 月，小米公司发布了“小蚁运动相机”，售价仅为 399 元人民币（约合 64 美元），远低于 GoPro 当时的主力产品，市场担心 GoPro 的高定价和高利润模式将受到较大冲击。

此后公司 15Q1\Q2 营收同比高速增长（营收 yoy+54.1%\71.7%），带动公司股价 2015 年 3 月-7 月实现新一轮上涨。

2）股价大幅下跌（2015 年中-2016 年中）

从 2015 年下半年开始，公司股价和市值急转直下，在 2016 年 5 月时股价已跌破 10 美元，较高点跌去近 90%。核心原因在于：

一、营收增长放缓：公司 15Q2-16Q3 单季度营收同比增速分别为 71.7%、43.0%、-31.1%、-49.5%、-47.4%、-39.9%，营收增长明显放缓。

二、产品创新失误：推出的 Hero4 Session 等新产品定价和市场定位不当，销量不及预期；

三、多元化尝试失败：GoPro 寄予厚望的 Karma 无人机因技术问题（高空断电）和召回事件遭遇重大失败。

四、“平台”转型预期破灭：市场认为 GoPro 难以从 UGC 内容中找到有效的商业变现模式，重新将其定位为一个纯硬件公司，估值逻辑发生改变。

3）股价长期低迷及艰难探索期（2017-2020 年中）

在此期间，公司股价长期在 10 美元以下的低位徘徊，市场关注度较低，核心原因在于：

一、竞争格局恶化：大疆（DJI）和影石创新（Insta360）等中国厂商强势崛起，GoPro 的份额被不断侵蚀。公司运动相机销量也从 2015 年高峰的 658 万台下降到 2020 年 282 万台，同期营收和净利润表现不佳（见 GoPro 历史销售、营收、利润图表）

二、GoPro 产品创新乏力：Hero 系列产品虽然在持续更新，但多为渐进式升级，相比大疆（DJI）和影石创新（Insta360），创新力度较小。

三、期间 **GoPro 也在探索新的商业模式，如初步尝试订阅服务。**

4）疫情期间实现反弹 （2020 年中- 2022 年初）

该阶段公司股价出现了一波反弹，原因有二：

一是全球疫情使得户外个人活动和内容创作需求增加，提振了运动相机的销量；

二是在此期间，GoPro 大力推行官网直销和订阅服务，订阅用户数的持续增长带来了高利润率的经常性收入，2022 年公司实现订阅收入 8240 万美元，营收占比 7.54%。

图表22： GoPro 订阅服务

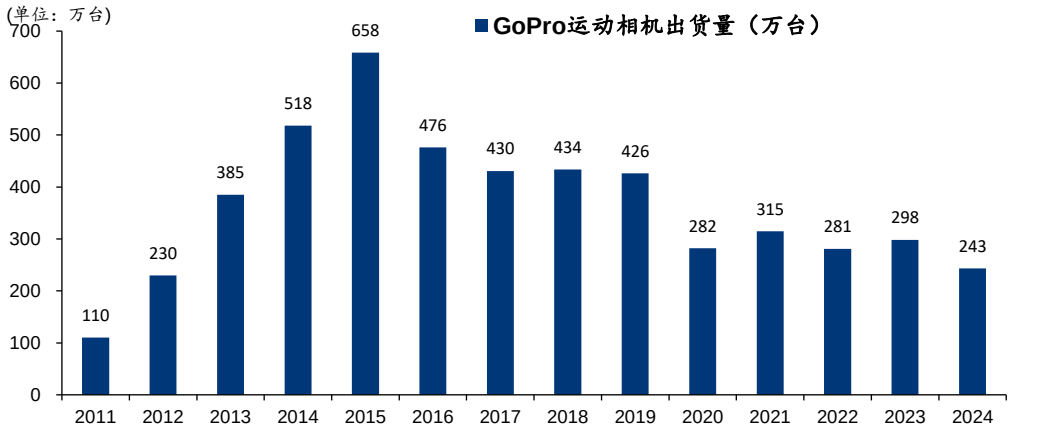
权益	Premium 订阅	Premium+订阅
1	√ 从 GoPro 自动上传到云端	Premium 订阅的各种权益
2	√ GoPro 影像无限量云端存储	√ 非 GoPro 影像享受 500GB 云存储
3	√ 非 GoPro 影像享受 25GB 云端存储	√ HyperSmooth 超强防抖 Pro 视频稳定功能
4	√ 自动生成精彩视频	
5	√ 摄像机更换保证	
6	√ 在 GoPro.com 购买配件可享高达 5 折优惠	
7	√ 购买下一台 GoPro 可享 $100 USD 优惠（每年仅限一台）	
8	√ 视频直播	
订阅价格	24.99 美金/年	99.99 美金/年

资料来源：GoPro 官网，华泰研究

5）股价重回跌势（2022 年初至今）

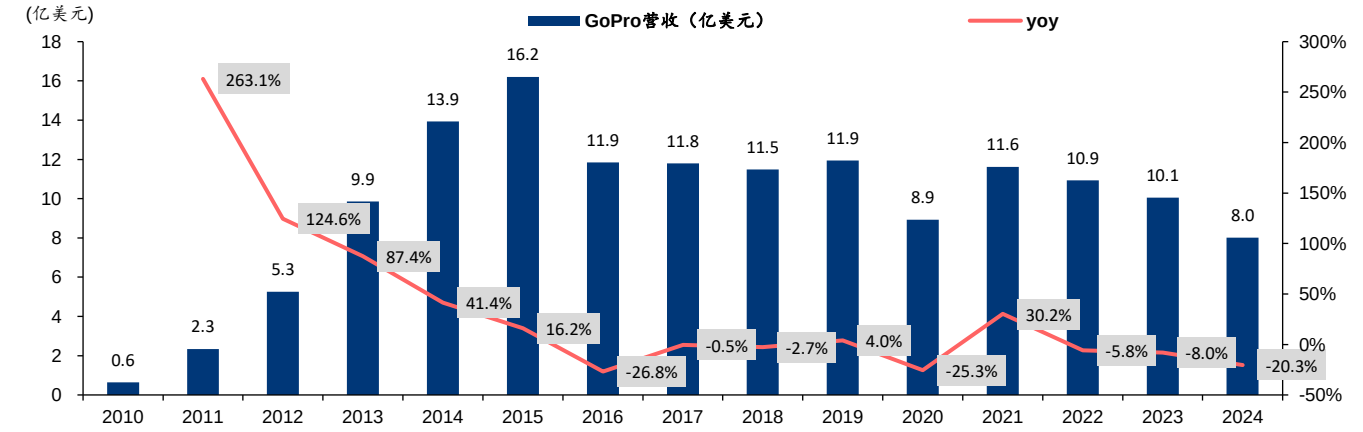
2022 年初至今，GoPro 股价重回下跌通道，主要原因在于：一是竞争压力持续加大，影石和大疆的产品在画质、易用性、AI 功能和差异化创新上持续发力，进一步挤压 GoPro 的市场空间；二是尽管 GoPro 订阅业务在增长，但其核心硬件业务的增长依然面临巨大挑战，全球消费电子市场需求疲软也对公司业绩造成影响。

图表23：GoPro 运动相机销量



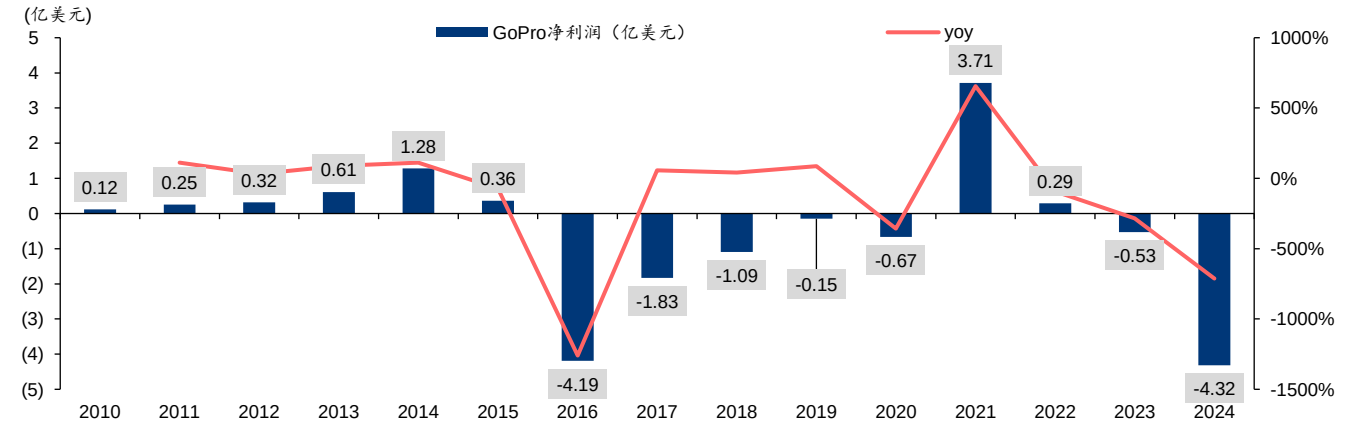
资料来源：GoPro 历年财报，华泰研究

图表24：GoPro 历史营收及同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表25：GoPro 历史净利润及同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

全景相机发展史

全景相机的发展史，是从最初的专业、复杂、小众，走向消费化、智能化、易用化的过程。软件和 AI 算法的进步，在其中扮演了至关重要的角色，使其不再仅仅是一个“看得全”的工具，更成为了一个强大且富有创造力的个人影像解决方案。

2015 年，日本理光发布的第一款 360°全景相机 Theta，全景相机市场正式开启。2017 年开始，Insta360 影石、三星、尼康等多个品牌纷纷推出全景相机。

影石 Insta360 的崛起与“AI+软件”驱动的革新。影石创新（Insta360）的崛起对全景相机市场的发展起到了决定性的推动作用。2017 年，影石凭借发布的一支令人震撼的“老鹰视角”全景视频，成功在互联网上引起了关注。此后，Insta360 通过强大的软件和 AI 算法重新定义了全景相机的使用体验：FlowState 防抖技术、“先拍摄，后取景”、AI 智能编辑、AI 创意模板（如小行星、移动分身等）等成为行业标杆，大幅降低了创作门槛，提升了内容的趣味性和传播性，市场快速增长。在此期间，全景相机的分辨率也从 4K、5.7K 向 8K 甚至更高发展；性能更强的芯片使得机内实时拼接和流畅预览成为可能；App 易用性大幅改善，分享流程更便捷。

图表26：全景相机技术发展及产品迭代历史

时间	代表产品	关键技术/特性
2015	Ricoh Theta	首款消费级 360° 全景相机
2016	Insta360 Nano	通过 Lightning 接口直连 iPhone 的全景相机
2017	Insta360 ONE	搭载 FlowState 防抖，开创“先拍摄，后取景”理念
2018	Insta360 ONE X	5.7K 全景视频，1800 万像素全景照片，搭载 Insta360 FlowState 核心防抖科技，成为爆款产品
2020	Insta360 ONE R	模块化创新设计，实现运动相机与全景相机的物理融合
2022	Insta360 X3	搭载更大的 1/2 英寸传感器和 2.29 英寸触摸屏，可拍摄画质出众的 5.7K 全景运动 HDR 视频和 4K 平面视频
2024	Insta360 X4	首次在消费级全景相机中实现 8K/30fps 视频录制；4K/60fps 单镜头模式；AI 手势控制与语音控制 2.0；5nm AI 芯片加持
2025	Insta360 X5	内置三颗 AI 芯片（两颗专业影像芯片+一颗 5nm AI 芯片），可拍摄 8K 30FPS 全景视频、7200 万像素全景相片，运动 HDR 5.7K 视频帧率提升到 60 帧/秒，新增夜景录像模式和去畸变功能；搭载 FlowState 防抖科技和 360° 水平矫正功能；新增“动态跟拍”模式；含“AI 视角”“AI 魔术师”等功能。

资料来源：影石创新招股书，华泰研究

影石创新做对了什么？对比 GoPro 和影石创新的发展历程，我们认为，影石创新作为后来者，之所以能够快速成长为全景相机领域的全球龙头厂商和运动相机领域的领先厂商，主要在于做对了以下几点：

一、围绕用户痛点，持续进行产品创新。影石重新定义了手持影像设备的新玩法--“先拍摄、后取景”，解决了传统运动相机最大的痛点——构图和取景限制；开创了拇指运动相机（GO 系列）、模块化相机（ONE R/RS 系列）等新的产品形态，将运动相机的使用场景从户外运动拓展到了亲子、宠物场景等家庭休闲场景。

二、以软件为核心，降低创作门槛。影石的产品理念是，用户购买相机不是为了硬件本身，而是为了轻松创作和分享内容，为此影石推出了“AI 智能追踪、自动剪辑、创意模板、AI 消除自拍杆”等多种 AI 功能，让普通用户也能一键生成酷炫、专业的视频。

三、采用了精准、现代化的营销策略。影石擅长利用独特内容驱动社交裂变，深度绑定 KOL/KOC，展示产品的创意玩法，精准触达目标社群。

而 GoPro 则陷入了创新者窘境：1）对用户需求变化的洞察不足，市场早已从极限运动向更广泛的 Vlog、旅行和生活记录拓展，但 GoPro 并没有推出相应的产品或功能去满足新的用户需求；2）公司向无人机等领域的多元化尝试以失败告终，25Q1 公司计划布局智能头盔；3）GoPro 的销售渠道仍以线下为主，营销方式也未能完全跟上社交媒体时代内容营销的快速迭代。

从“记录工具”到“创意生产力”工具，“新消费”属性打开广阔蓝海市场

我们认为，运动相机和全景相机从小众的极限运动爱好者的“记录工具”，逐步演变为大众用户的“创意生产力”工具，具备比较典型的“新消费”属性，持续吸引着追求新奇体验和个性表达的消费者，这也是其能够逐步“破圈”的核心原因。

运动相机和全景相机均具备比较明显的“新消费”特点：

1）体验至上：两者都超越了传统相机的单纯“拍照”功能，更侧重于记录动态的、沉浸式的个人体验（如运动、旅行、Vlog、生活点滴），本身就是“体验经济”的产物。

2）个性化与圈层化：两者均拥有丰富的配件生态，可以根据不同的运动场景（滑雪、潜水、骑行、飞行等）进行个性化装配，围绕特定运动、创意拍摄、Vlog 等形成了专门的用户圈层。

3）内容驱动与社交分享：运动相机和全景相机是典型的 UGC（用户生成内容）工具，用户拍摄的极限运动、旅行 Vlog 等内容在社交平台广泛传播，全景相机还能够产出小行星、水晶球、移动延时等独特视觉效果的内容，驱动了产品的普及和品牌认知。

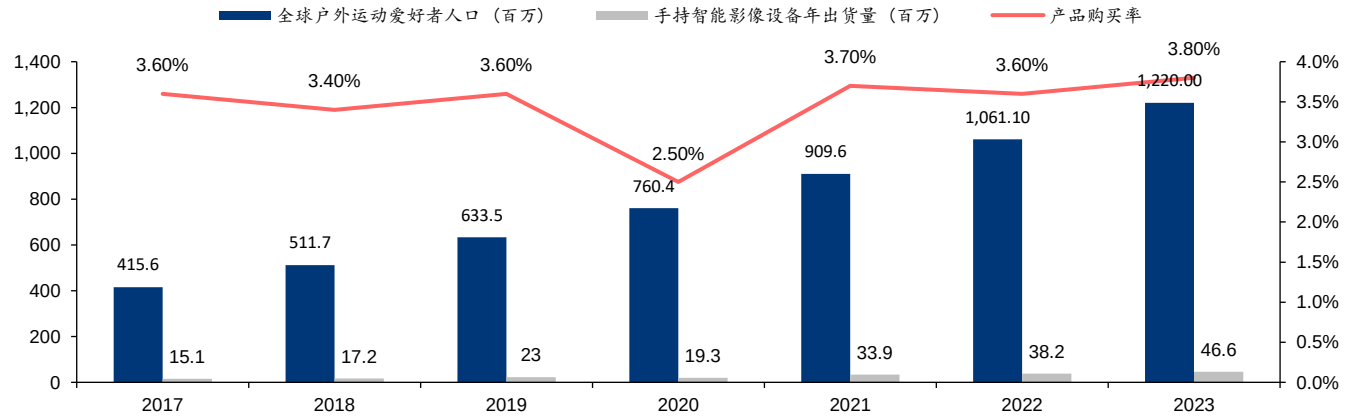
4）不断拥抱 AI 等新技术：不断集成更强的防抖技术（如 HyperSmooth、RockSteady）、更高分辨率和帧率、AI 场景识别、语音控制等智能功能。

5）两者代表着一种积极、探索、乐于分享的生活态度，与新一代消费者的价值观高度契合。

“新消费”属性打开广阔蓝海市场

作为一个新兴行业，当前运动相机和全景相机的市场渗透率仍处于低位水平（根据沙利文的数据，2023 年渗透率为 3.80%），未来随着两者在户外运动用户、Vlog 用户的渗透率持续提升，以运动相机和全景相机为代表的智能影像设备行业将开启一个广阔的蓝海市场。

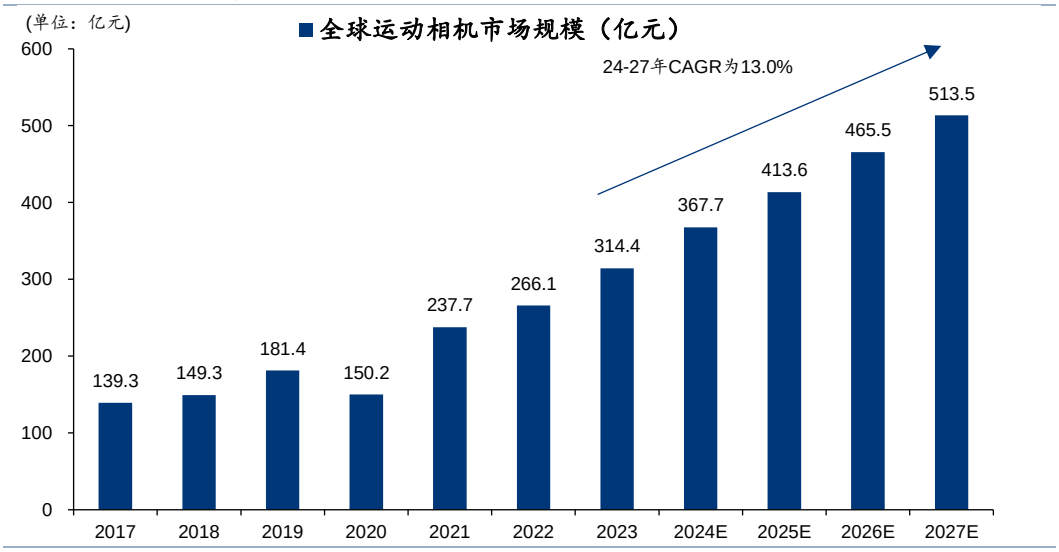
图表27：2017-2023 年全球手持智能影像设备购买率



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》2024.8，华泰研究

根据 Frost & Sullivan 的数据，全球运动相机市场规模从 2017 年的 139.3 亿元增长至 2023 年的 314.4 亿元，CAGR 达到 14.5%，2027 年预计将达到 513.5 亿元，24-27 年 CAGR 为 13.0%。从出货量来看，全球运动相机的出货量从 2017 年的 1410.5 万台增加至 2023 年的 4461 万台，2018-2023 的 CAGR 达到 21.2%，预计 2027 年将增加到 6907.3 万台。

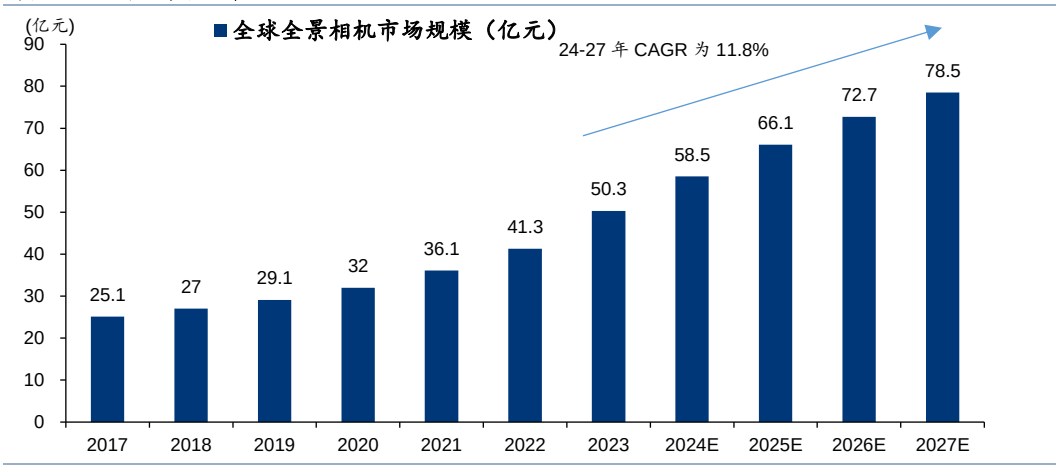
图表28：全球运动相机市场规模



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》2024.8，华泰研究

根据 Frost & Sullivan 的数据，2017 年全球全景相机市场规模为 25.1 亿元，2023 年全球全景相机市场规模达到 50.3 亿元，同比增长 21.79%，2027 年预计将达到 78.5 亿元，23-27 年 CAGR 为 11.8%。从出货量来看，全球全景相机出货量从 2017 年的 88.2 万台增加至 2023 年的 196 万台，2018-2023 的 CAGR 达到 14.2%，预计 2027 年将增加到 316 万台。

图表29：全球全景相机市场规模



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》2024.8，华泰研究

展望更长周期，运动相机和全景相机的渗透率有望加速提升，核心驱动因素在于：

1、需求端：体验经济的深化和创作者经济的指数级增长

体验经济的深化：后疫情时代，全球消费者尤其是千禧一代和 Z 世代，将可支配收入更多地投向了“购买体验”而非“拥有物品”。根据 Research Dive 的预测，全球探险旅游市场规模在 2027 年将接近 1.8 万亿美元。运动/全景相机作为记录这些独特体验（滑雪、潜水、徒步、音乐节）的完美载体，将成为“体验经济”的刚需装备。

创作者经济的指数级增长：人人自媒体时代，视频成为信息传递和个人表达的主流。运动/全景相机凭借其便携性、耐用性和独特视角，将继续作为 Vlogger、直播博主和社交媒体内容创作者不可或缺的生产力工具。AI 的赋能将大幅降低创作门槛，使更多普通人也能轻松制作高质量视频，从而进一步扩大用户基数。

2、供给端：技术范式的转变--从“计算摄影”到“计算成像”与“空间叙事”

端侧 AI 与生成式 AI 的普及：相机将不再只是记录，而是一个“智能导演”。通过分析用户的运动轨迹、环境、心率等生命体征数据，AI 将能自动剪辑出包含“兴奋点”、“平缓过渡”的完整故事线短片，实现“拍完即成片”。未来类似“AI Warp”（AI 特效）和“一键替换背景”等 AI 视频编辑能力将成为相机内置标配，用户可以轻松创造出超现实的视觉作品。

云端工作流：随着 5G/6G 网络的普及，相机将成为一个“云端设备”。影石在 2025 年推出的“Insta360+”云服务预示了这一趋势。未来，视频将自动、实时地上传至云端进行存储、AI 处理和渲染，这将催生基于云的订阅服务，成为硬件厂商新的收入来源。

3D 感知与空间重建技术的下放：类似 Apple Vision Pro 和高端 iPhone 所搭载的激光雷达或飞行时间（ToF）传感器，将可能被集成到旗舰运动/全景相机中。这将使相机不仅能拍照，还能瞬间完成对周围环境的高精度三维扫描，成为 VR/AR 内容的创作源头。NeRF（神经辐射场）技术能通过几张 2D 照片生成一个可 360 度自由漫游的 3D 场景，未来全景相机拍摄的多张照片，可能通过云端 NeRF 算法，快速生成一个可分享的、交互式的“数字记忆空间”，将是一种全新的、颠覆性的照片/视频浏览体验。

未来运动相机和全景相机的衡量标准将不仅是设备出货量，还将包括云存储、AI 处理、内容分发和数字资产创造等带来的高附加值服务收入。

竞争格局：GoPro、影石、大疆三巨头的角力场

运动相机：一家独大到多强争霸

早期 GoPro 主导：在市场发展初期（约 2005-2014 年），GoPro 凭借其先发优势和成功的品牌营销，几乎垄断了运动相机市场，成为行业的代名词。

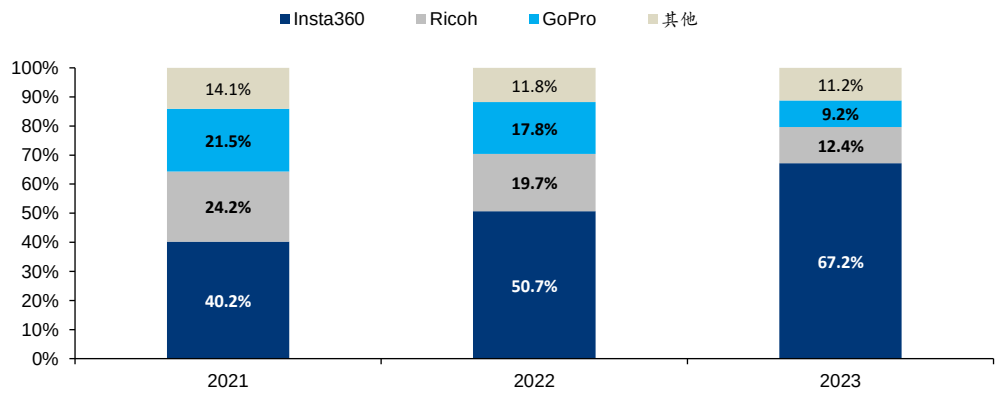
竞争者涌现：随着市场潜力的显现，各大厂商纷纷入局。尤其在 2015 年之后，中国品牌的崛起对 GoPro 构成了显著挑战。大疆（DJI）凭借其在无人机领域积累的影像和防抖技术，于 2019 年发布首款 Osmo Action 运动相机，迅速成为市场的重要参与者。影石创新（Insta360）则以其在全景相机领域的技术积累和创新能力，切入运动相机市场，推出了如 Ace 系列、Go 系列等具有竞争力产品。

根据沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》(2024.8)的数据，按照销售额计算，2023 年全球主要头部运动相机品牌玩家为 GoPro、影石 Insta360、大疆 DJI、深圳塞纳 AKASO、SJCAM（深圳市臻呈科技有限公司）和 EKEN 几家企业，其中前五企业所占市场份额约 74%。

全景相机：呈现“一超多强”的格局，影石创新是全球龙头

目前全球消费级的全景相机厂商包括影石创新、日本理光以及美国 GoPro。根据沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》的数据，2023 年全球消费级全景相机市场份额前三位分别为影石创新 Insta360、日本理光 Ricoh、GoPro（Fusion 和 Max 系列），市场占有率分别为 67.2%、12.4%、9.2%。

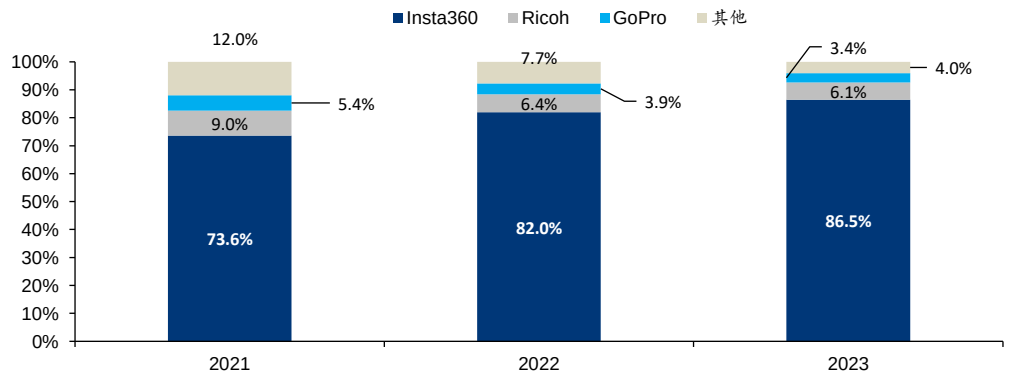
图表30：全球消费级全景相机市场份额



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》，华泰研究

根据沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》的数据，在中国消费级全景市场领域，影石创新的市场份额占比更高，2023 年达到 86.5%。

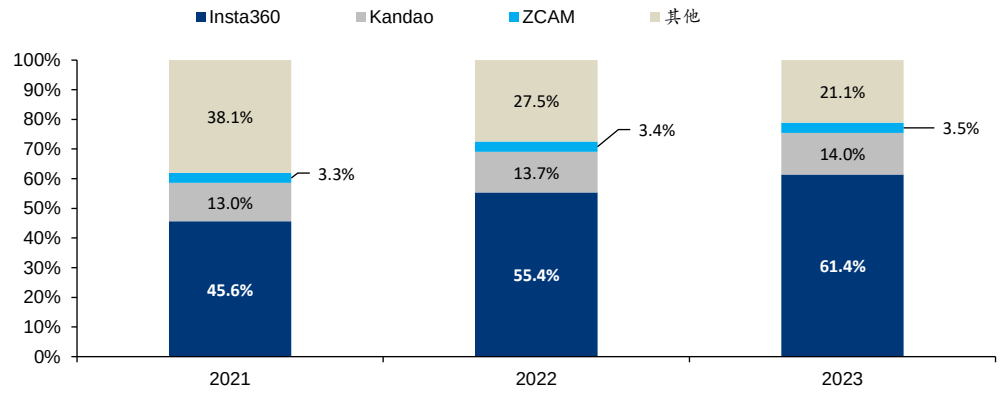
图表31：中国消费级全景相机市场份额



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》，华泰研究

全球专业级全景相机市场玩家多处于起步阶段，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。

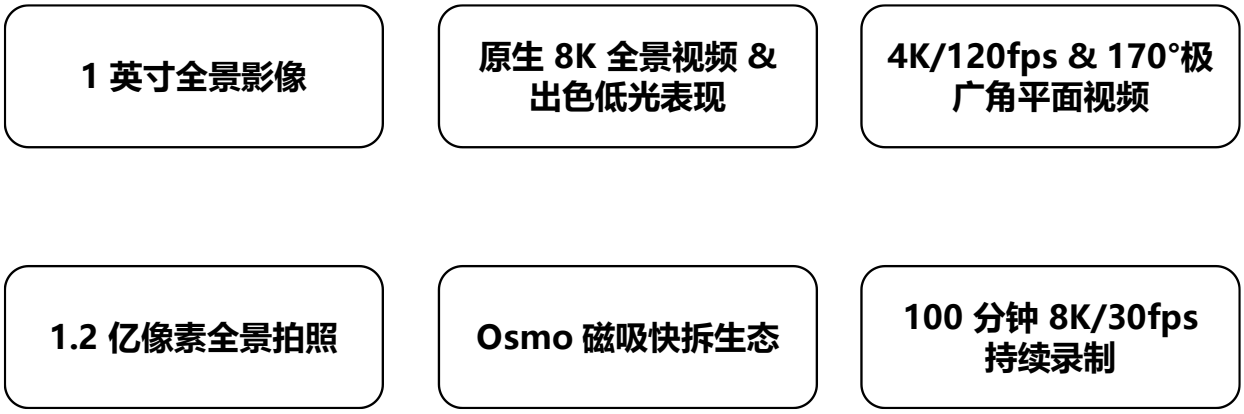
图表32： 全球专业级全景相机市场份额



资料来源：沙利文《全球手持智能影像设备市场发展白皮书》，华泰研究

大疆强势入局全景相机。2025 年 7 月 31 日，DJI 大疆发布全新 8K 超旗舰画质全景相机 Osmo 360，强势入局全景相机领域。Osmo 360 内置专为全景相机设计的全新方形高动态影像传感器，在实现传统 1 英寸传感器的全景像场的基础上，提升 25% 的利用率，不仅显著增强画质表现，还有效降低功耗。

图表33： 大疆 Osmo 360 全景相机特点



资料来源：大疆官网，华泰研究

我们对大疆 Osmo 360 与影石 Insta360 X5 主要参数进行了对比（见下表），整体来看，两家产品各有优势：大疆 Osmo 360 在硬件上堆料更足，画质更优，价格相对 X5 更低；影石 X5 功能更全面，软件功能更丰富、体验成熟、玩法更加多样化。大疆入局全景相机领域，将如何改变全景相机格局，仍有待时间验证。

图表34： 大疆 Osmo 360 与影石 Insta360 X5 主要参数对比

核心参数指标	大疆 DJI Osmo 360	影石 Insta360 X5
品牌与定位	大疆旗下首款独立全景相机，主打“一寸见乾坤”，强调大底高画质。	Insta360 旗舰型号，深耕多年，主打“全能旗舰”，功能全面，生态成熟。
上市时间	2025 年 7 月	2025 年 5 月
传感器尺寸	双 1/1.1 英寸 CMOS (方形传感器)	双 1/1.28 英寸 CMOS
最高全景视频	8K @ 50fps	8K @ 30fps
最高全景照片（分辨率）	1.2 亿像素 (15520 × 7760)（分辨率）	7200 万像素 (11904 × 5952)
单镜头模式	5K @ 60fps (155° 广角)，4K @ 120fps (170° 极广角)	4K @ 60fps (标准)，2.7K @ 120fps (跟拍模式)
防抖技术	RockSteady 3.0 电子增稳 + HorizonSteady 地平线增稳	FlowState 防抖科技 + 360° 水平矫正
色彩模式	10-bit & D-Log M	10-bit & I-Log
控制方式	手势、语音	手势、语音、扭一扭
裸机防水	10 米	15 米
续航能力	100 分钟 (8K/30fps)，电池 1950mAh	185 分钟 (5.7K/24fps，长续航模式)，支持快充。电池 2400mAh
屏幕尺寸	2.0 英寸触摸屏	2.5 英寸触摸屏
重量	183 克	200 克
音频	OsmoAudio™ 双麦克风直连 (可直连 DJI Mic 发射器)	智慧降风噪，立体声，全景声
特色功能	Osmo 磁吸快拆生态、1.2 亿像素超清画质、原生高规格视频	可拆换镜片、内置麦克风防风罩、更丰富的 App 模板和创意玩法
参考起售价	¥2999 元	¥3798 元（限时降价 500 元）
总结	画质优先，硬件堆料足，价格更低，和大疆生态联动（和 Action 系列电池通用）	功能全面，体验成熟，软件功能更丰富，玩法多样

资料来源：影石创新官网，大疆官网，华泰研究

通过对影石、GoPro、大疆的综合对比（见下表）可以看出，影石在产品线丰富度、软件生态及 AI 功能、产品创新力度上都具备相对优势。

图表35： 影石创新、GoPro、大疆综合对比

对比维度	影石创新	GoPro	大疆 (DJI)
产品线广度与细分市场	产品矩阵最丰富，360° 全景相机龙头。 除了传统的运动相机 (Ace Pro)，还拥有拇指大小的 GO 系列、模块化相机，覆盖从轻便记录到专业 VR 的多个细分场景。	产品线比较单一，主要聚焦于旗舰级的 HERO 系列运动相机和一款久未更新的全景相机 MAX。关注后续全景相机 GoPro MAX 2 的发布	此前产品线主要聚焦于运动相机和手持云台。25 年 7 月底推出首款 360° 全景相机 Osmo360，从单一运动相机扩展至“运动+全景”双旗舰。
软件生态与AI功能	以“AI 影像”为核心，后期处理和创意玩法是最大护城河。 其 App 提供“先拍摄，后取景”的 360° 视频自由剪辑、AI 自动剪辑、深度追踪、以及“隐形自拍杆”等大量创意模板	软件功能相对传统，后期处理主要集中在基础剪辑和色彩调整。虽然 Quik 应用在进步，但在 AI 创意玩法和剪辑的便捷性上，与影石存在较大差距。	软件稳定可靠，色彩科学优秀，但在后期创意玩法和 AI 赋能方面相对保守。其优势在于与自家 DJI Mic 等生态产品的无缝联动体验。
产品创新与迭代速度	产品定义大胆，迭代速度快。如针对 Vlog 市场痛点推出带大型翻转屏的 Ace Pro。对市场需求的反应非常迅速。	产品形态非常成熟和经典，但创新趋于保守，近年来多为性能上的“挤牙膏式”升级。	依托其强大的硬件研发实力，产品性能迭代稳健。创新更聚焦于核心影像技术的突破，而非产品形态的多样化。

资料来源：各公司官网，华泰研究

未来趋势：AI、软件生态、差异化创新能力将成为竞争的胜负手

运动相机和全景相机厂商的竞争核心主要以硬件的不断迭代升级为主，未来运动相机和全景相机的硬件技术层面仍将不断迭代。包括传感器技术、影像处理器、连接与传输技术、音频技术、显示与交互技术等。

图表36：运动相机/全景相机硬件技术升级方向

资料来源：华泰研究

但运动相机和全景相机市场均已进入技术和市场快速演变的阶段，**展望未来，我们认为竞争的核心将从以硬件参数竞争为主，转向以 AI 为核心的智能化体验、软件生态的完善度以及差异化创新能力等多维度竞争，纯粹的硬件参数竞争将退居次位。**

图表37：运动相机与全景相机未来竞争核心方向

未来竞争方向	细分领域	竞争要点
AI 能力的深度整合与智能化体验	智能识别与增强	自动场景识别、主体追踪、智能曝光与色彩优化、AI 降噪（风噪、环境音）
	AI 自动化编辑与内容生成	自动剪辑、智能选取高光片段、AI 配乐、一键生成创意短片、AI 辅助叙事（如根据运动数据生成故事线）。这将大幅降低后期门槛，提升用户创作效率和乐趣。
	个性化与预测	基于用户习惯和偏好进行个性化设置推荐，甚至预测拍摄需求。
极致的用户体验 (UX) 和软件生态	易用性	更简洁直观的操作系统、更便捷的无线连接与传输、更流畅的 App 体验
	生态闭环	从拍摄、管理、编辑、分享到云服务、配件的无缝整合，强大的 App 功能、丰富的模板、活跃的社区将是生态构建的核心。
	跨平台兼容性	与手机、电脑、云端甚至 VR/AR 设备的顺畅协作
更好的画质与特殊环境适应性	高分辨率与高帧率	虽然不再是唯一焦点，但仍是基础。8K 在全景相机中对后期裁切有意义，高帧率满足慢动作需求。
	动态范围与色彩优化	超级 HDR 视频/照片效果，提供更精准、更具吸引力的色彩表现
	暗光表现	提升传感器和算法，改善夜景和低照度环境下的拍摄质量
	极限环境可靠性	更强的防水、防尘、防抖、耐寒、耐热性能等
电池续航与功耗管理		在保证性能和小型化的前提下，提供更持久的续航能力，优化功耗，减少发热。
差异化创新		在形态、佩戴方式、交互方式上持续创新
深耕细分市场		针对特定运动（如潜水、滑雪、骑行）、特定人群（Vlogger、旅行者、家庭用户）推出更具针对性的功能和配件

资料来源：华泰研究

影石核心优势："产品+营销+AI"多维度创新构筑强大"护城河"

影石 Insta360 已从全景相机市场的开拓者，成长为全球智能影像领域的关键参与者。**其核心竞争力在于深刻的用户场景洞察、软硬件一体化的前瞻性布局，以及敢于打破传统产品形态的创新勇气。**影石的创新并非单点突破，而是以软件算法为核心，驱动硬件形态迭代，并围绕特定用户社群构建内容生态的系统性创新能力的体现，其创新模式正在重塑全景相机、运动相机乃至整个消费级智能影像设备市场的格局。

产品创新："体验至上&快速迭代"双轮驱动

影石：既有市场的"颠覆者"与"重塑者"

回顾影石的发展史，我们发现，影石进行产品创新的方法论是，选择一个既有市场，然后用全新的产品形态或玩法对其进行改造和颠覆。比如在运动相机这个由 GoPro 定义的成熟市场中，通过模块化、轻量化、AI 赋能等方式，找到了差异化的生存和发展空间。

影石的产品创新始于对用户痛点的深刻洞察。影石不执着于单一硬件参数的领先，而是思考"如何让普通人也能拍出酷炫、有趣的视频"，产品创新的核心思想是围绕用户"创作全流程"进行重构，深刻洞察并解决用户在"拍摄前（焦虑）"、"拍摄中（负担）"和"拍摄后（茫然）"这三大环节中的核心痛点。**通过重定义工作流、开创新品类以及将 AI 深度融入影像体验三大手段，影石成功地将"记录工具"升级为"智能创意平台"。**

ONE X 系列：重新定义"创作工作流"

ONE X 系列全景运动相机是影石奠定市场地位的核心产品，创造了消费级全景运动相机这一新品类，其创新核心在于彻底颠覆了传统的视频创作流程，开创了"先拍摄、后取景"的全新视频创作理念。传统视频创作过程中用户面临的痛点在于好构图和复杂的运镜效果需要专业的设备和高超的技巧。影石 ONE X 系列全景相机创新点：1）开创了"先拍摄、后取景"的先河，通过 360° 全景镜头一次性捕捉所有方向的画面，它将创作的重心从"拍摄现场的精准决策"转移到了"后期剪辑的自由创造"；2）"隐形自拍杆"功能通过算法自动抹除自拍杆，呈现出第三人称"无人机跟拍"视角，创造了一种非常具有辨识度和社交传播力的视觉语言，成为影石的标志性名片；3）影石的 App 提供了一套非常直观的后期编辑工具。用户可以通过"深度追踪"功能锁定主体，让其始终位于画面中心；或通过设置关键帧，在一段素材中轻松实现平移、旋转、视角切换等复杂运镜。

GO 系列：开创了"无感记录"的新运动相机品类

影石的 GO 系列成功地开辟了"生活记录相机"或"无负担 Vlog 相机"这一全新的细分市场，将运动相机应用场景从户外运动延伸到了家庭亲子场景、宠物等日常生活场景。

1）极致的形态创新—"拇指相机"：GO 系列将相机做到了精致小巧轻便，可以像一件配饰一样佩戴在身上。

2）磁吸快拆系统：GO 系列通过巧妙的磁吸设计，搭配各种配件（如简易夹、磁吸挂绳），实现了在任何物体表面（衣服、帽子、宠物项圈、金属表面）的快速固定。

3）"Action Pod"充电仓的演进 (GO 3)：初代 GO 的续航和无屏幕预览是痛点。GO 3 的"Action Pod"巧妙地解决了这个问题：它既是充电仓，延长了续航；又带有一个翻转触摸屏，合体时它是一台功能完整的翻转屏运动相机，分离时子相机又能进行无感拍摄。

Ace/Ace Pro 系列：将 AI 深度注入"传统运动相机"形态

Ace Pro 是在传统运动相机形态下，用 AI 重塑了拍摄与剪辑体验：

1）内置独立 AI 芯片：Ace Pro 是业内首批内置独立 5nm AI 芯片的运动相机，为其强大的端侧 AI 计算能力提供了硬件基础。

2）AI 高光助手：解决"素材筛选"痛点的代表性应用。Ace Pro 相机会在录制时自动识别视频中的精彩瞬间（如关键动作、人物高光表情），并在相册中直接生成"高光集锦"。用户可以一键导出，或直接删除非高光片段，大幅优化了后期剪辑的第一步——素材整理。

3）AI 创意特效 (AI Warp 等)：通过 AI 生成能力，为视频添加各种超现实的特效，进一步降低了创意视频的制作门槛。

4）Ace Pro 配备了一块超大的翻转屏，直接满足了 Vlog 博主的核心需求。

此外，像影石的 ONE RS 系列全景相机的模块化设计，让用户在一台设备上实现了 360°全景、传统运动相机和一英寸画质相机的切换，为用户提供更灵活、“一机多用”的高性价比方案。

推出“影翎”全景无人机，勇闯无人机赛道

经过多年的研发积累，影石于 2025 年 7 月 28 日联合第三方推出了“影翎”全景无人机，目前正在产品公测阶段。

类似于此前选择“挑战”GoPro 这样的运动相机巨头一样，这次影石选择勇闯由大疆主导的无人机赛道。“影翎”全景无人机的产品思路也类似 ONE X 系列全景相机一样，从用户使用无人机的痛点出发（如无人机操控学习门槛较高、受限于单一镜头的构图等），希望能够降低用户使用无人机拍摄的门槛。我们认为，“影翎”全景无人机给用户提供了更多的产品选择和创新的影像体验，我们对其未来的市场表现拭目以待。

产品的快速迭代，是影石脱颖而出的另一“制胜法宝”

通过下表四家主流厂商的产品迭代情况对比，相比 GoPro、日本理光较慢的产品迭代速度和相对单一的产品品类，影石几乎每年均会进行两到三款甚至更多款的产品升级或推出新品。从全景相机配件起家，迅速拓展至独立全景相机（ONE X 系列）、拇指相机（GO 系列）、模块化相机（ONE R 系列）、AI 传统运动相机（Ace Pro 系列）等多个领域，几乎每年都有创新的产品问世，满足不同场景用户的需求，成为影石迅速崛起的另一“制胜法宝”。

图表38：影石创新、GoPro、大疆、日本理光产品迭代情况（2015-2025）

年份	影石 (Insta360)	GoPro	大疆 (DJI)（手持影像设备）	日本理光 (Ricoh Theta)
2015	• 4K Beta (首款产品，工程探索)	• HERO+ LCD • HERO4 Session	•Osmo (首款一体化手持云台相机)	• Theta S (提升画质和功能)
2016	• Nano (首款 iPhone 手机配件式全景相机)	• HERO5 Black (首次加入语音控制、防水) • HERO5 Session • Karma Drone (无人机，后召回)	•Osmo Mobile（首款手机稳定器） •Osmo+（首次在手持设备上探索光学变焦功能）	• Theta SC (经济版)
2017	• ONE (独立使用的消费级全景相机) • Pro (专业级 VR 相机)	• HERO6 Black • Fusion (首款 5.2K 全景相机)	•Osmo Mobile 2	• Theta V (支持 4K 全景视频)
2018	• ONE X (奠定市场地位的标杆产品) • Nano S • Pro 2	• HERO7 Black (搭载 HyperSmooth 防抖技术)	• Osmo Pocket (开创“口袋云台相机”新品类)	-
2019	• GO (开创“拇指相机”品类) • Titan 系列（专业版）	• HERO8 Black • MAX (Fusion 的迭代产品，更易用)	• Osmo Action (首款运动相机，首创前置彩屏)；Osmo Mobile 3 首次引入可折叠设计	• Theta Z1 (旗舰型号，1 英寸传感器) • Theta SC2
2020	• ONE R (开创性模块化相机) • ONE X2 (ONE X 的全面升级)	• HERO9 Black (首次加入前置彩屏)	• Osmo Pocket 2（全面升级画质） • OM 4（革命性的磁吸快拆设计）	-
2021	• GO 2 • ONE R (徕卡 1 英寸版本) • Pro 2 (专业级 VR)	• HERO10 Black (GP2 芯片)	• OM 5 (内置延长杆，功能集成度更高) • Action 2 (模块化运动相机)	-
2022	• ONE RS (ONE R 的升级平台) • ONE X3 • Sphere (无人机全景相机) • Link2	• HERO11 Black • HERO11 Black Mini	• Osmo Action 3 (回归传统形态) • DJI Mic（构建便捷易用的创作者无线音频生态） • OM 6	• Theta X (首次加入触摸屏)
2023	• GO 3 • Flow (AI 手机稳定器) • Ace & Ace Pro (旗舰运动相机)	• HERO12 Black	• Osmo Pocket 3（革命性升级，1 英寸大底+2 英寸旋转屏） • Osmo Action 4：升级 1/1.3 英寸大底传感器	-
2024	• ONE X4 (首款 8K 360°消费级相机) • GO3S • Flow Pro • Link2 • Ace Pro2 • Connet	-• Hero 13 Black	• Osmo Mobile SE • DJI Mic 2 • Osmo Action 5 Pro	-
2025	• ONE X5（全新旗舰全景运动相机）	• Hero 13 的“极地白”限量配色版本	• Osmo Mobile 7	

资料来源：各公司官网，华泰研究

营销创新：线上+线下渠道全面布局，社交媒体营销典范

营销层面，影石是社交媒体营销的典范。影石的成功，不仅源于其颠覆性的产品创新，更在于其构建了一套与新生代消费者深度共鸣的营销体系。影石成功地将营销活动从传统的“品牌-用户”单向广播，转变为“品牌-产品-用户-内容”四位一体、自我驱动的增长飞轮。其核心是将产品本身打造成最强的营销媒介，并赋能用户成为品牌故事的共同创作者与传播者，实现了高效的“品效合一”与用户心智占领。

产品即营销：打造天生具备社交属性的“内容钩子”

影石营销策略的基石，是其产品本身具备非常强的“自传播”属性。其产品功能的设计，天然地为社交媒体传播创造了“内容钩子”，让用户在分享作品时，就能为品牌带来曝光。如“隐形自拍杆”功能创造出的“无人机跟拍”效果，在社交媒体上非常具有视觉冲击力，为影石创造了海量的自然流量和讨论度。“AI 创意库”中的“子弹时间”、“移动分身”、“星空模式”等模板，让普通用户能轻易制作出以往需要复杂后期才能实现的特效视频，这些视频自带“炫技”属性，激发了用户的分享欲。通过打造“自带话题”的产品，影石将每一位用户都变成了潜在的营销节点。

用户即渠道：构建以 UGC 和 KOC 为核心的内容引擎

传统营销依赖付费渠道，而影石构建了一个以用户生成内容 (UGC) 和关键意见消费者 (KOC) 为核心的、成本效益比很高的内容生态系统。

1）UGC 内容飞轮：①激发用户灵感：公司在影石官方 App“社区”板块、官网、社交媒体每日推送全球用户的精彩 UGC，为其他用户提供创作灵感和模仿范本；**②创作赋能：**提供简单易用的软硬件工具链，确保用户能将灵感快速付诸实践；**③奖励机制：**建立官方的奖励机制，如#Insta360Awards 话题挑战、每日/每周精选、年度创作者评选等，给予用户精神荣誉（被官方“翻牌”）和物质奖励；**④正向循环：**被激励的用户产生更强的创作和分享动力，其作品又成为新的灵感来源，吸引更多新用户，形成正向循环。

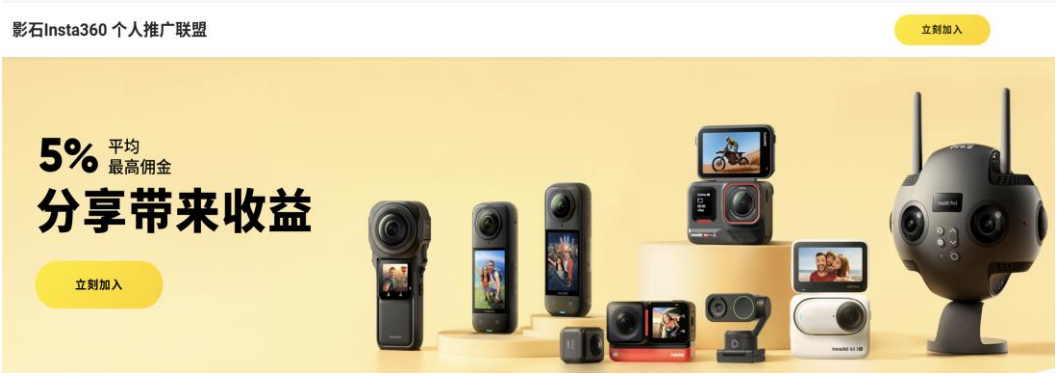
图表39：影石创新的各种挑战活动

资料来源：影石 Insta360 官网，华泰研究

2）KOC 深度参与及高价值转化：影石会通过精准识别并深度链接各个垂直兴趣圈层（如摩托车、滑雪、潜水、旅行 Vlog、房产中介等）中最具真实影响力的 KOC，邀请 KOC 参与产品内测、功能反馈，让他们产生“与品牌共同成长”的归属感。KOC 基于真实体验产出的内容，在各自圈层内拥有非常高的可信度和转化率，实现精准高效的“草根”种草。

影石通过“个人推广联盟”链接撬动创作者生态。影石的联盟营销链接，是一种基于效果付费 (Pay-for-Performance) 的合作模式。影石邀请内容创作者、博主、评测媒体等合作伙伴加入其官方的联盟营销计划。加入后，每一位合作伙伴都会获得一个专属的、可被追踪的推广链接。当合作伙伴在其内容（如 YouTube 视频、博客文章、社交媒体帖子）中推广影石产品并附上这个链接时，如果观众点击该链接并在 30 天内完成了购买，影石的系统就会将这笔销售归功于该合作伙伴，并向其支付平均最高 5%的销售额作为佣金。

图表40：影石创新个人推广联盟



资料来源：影石 Insta360 官网，华泰研究

图表41：影石创新个人推广联盟平均佣金高达 5%

资料来源：影石 Insta360 官网，华泰研究

场景化的品牌叙事

影石营销的灵魂，是通过构建引人入胜的故事和场景，实现与用户的情感共鸣。官方宣传片和社交内容始终聚焦于产品在真实生活场景中的应用，“卖场景，而不是卖参数”。如滑雪时的流畅跟拍、山地骑行的颠簸防抖；城市漫步的移动延时、异国风情的全景记录；记录宠物的第一视角、与家人的欢乐互动等。所有营销内容都围绕“Think Bold(敢想敢为)”的品牌口号展开，传递探索、创造、分享的价值观，吸引目标用户群体的价值认同感。

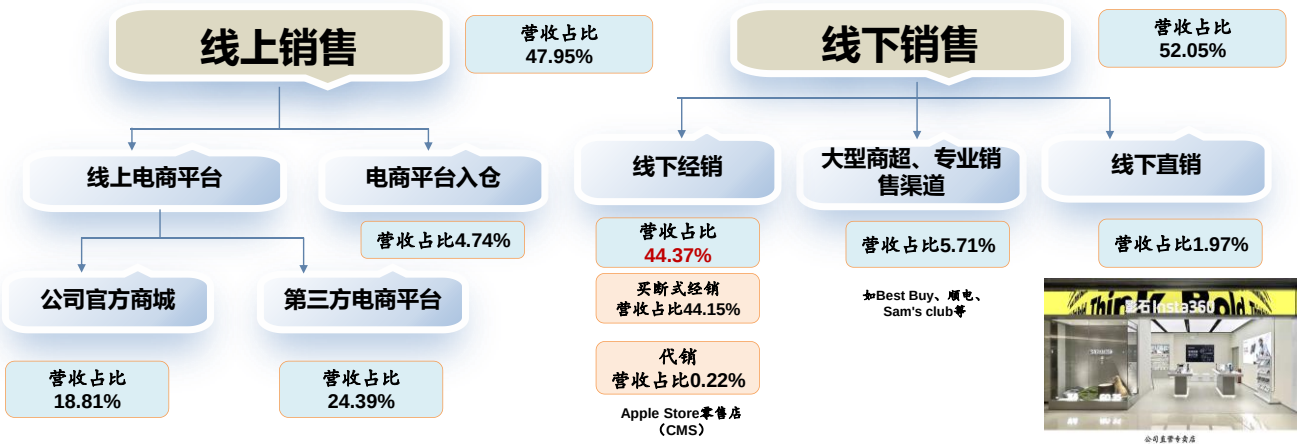
影石创新构建了完善的线上和线下销售渠道矩阵来保障上述营销理念的落地。影石的渠道布局是一个典型的全链路、全漏斗模型，旨在通过不同的渠道组合实现“品牌曝光->用户兴趣->深度互动->购买转化->忠诚分享”的完整闭环。

1）线下渠道：根据公司招股书，影石的线下销售网络已覆盖全球的 9,000 多家零售门店和 90 多座海内外机场，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 等知名渠道进行长期合作。其中，能进驻 Apple Store 零售店，代表着苹果官方对影石的产品设计、质量及创新能力的高度认可。

公司线下直销客户主要包括影像、传媒、VR 看房等行业的企业客户及学校、医院等机构客户。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，用于用户深度体验及品牌形象展示。

2）线上渠道：主要包括公司官方商城以及亚马逊（美国、欧洲和日本）、天猫商城、京东商城等。影石官网商城和亚马逊是公司的重要线上销售渠道，公司在亚马逊平台的欧亚、美亚和日亚站点共设有 7 个线上店铺。

图表42：影石创新不同销售渠道收入占比（2024 年年报数据）



资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究

影石还构建了一支专业的全球化 In-house 营销团队，长期深耕 Facebook、Instagram、YouTube、Twitter 等平台，精准投放内容并维护 KOL 网络，与海内外科技测评博主、极限运动达人深度合作，实现“内容即营销”的高效转化。同时，通过举办挑战赛、主题 UGC 征集等方式构建社区互动闭环，推动用户从买家转化为内容创作者与传播者，强化品牌认同与用户黏性。

图表43：影石创新海外社交媒体营销策略

海外平台	官方账号	订阅人数	主要策略	平台角色
YouTube	@Insta360	116 万	KOL 深度评测/种草引流、详尽的功能教学视频、软件更新讲解、用户 UGC 内容精选等；	用户转化率高，是引导用户购买决策和提供售后价值的关键渠道。影石与全球顶级科技（如 MKBHD）、运动（如 Paddy Cave）、生活方式类 YouTuber 合作，产出长篇深度评测。
Instagram	@insta360	254.2 万	视觉奇观 UGC、KOL 生活方式展示、Reels 短视频	影石品牌调性和生活方式塑造的主阵地，大量发布由产品拍摄的“小行星”、超广角照片和延时摄影等高质量图片。
TikTok	@insta360	180 万	热门挑战、创意模板跟拍、魔性 BGM 等；	通过爆款内容触达更广泛的年轻用户群体，TikTok 是实现低成本、大规模品牌曝光的核心阵地；并通过布局 TikTok 本土达人内容+小店渠道实现商业闭环
Facebook	@Insta360	74 万	用户群组运营、新品发布直播、精准广告投放	用户社群功能强大，是沉淀核心粉丝和进行再营销的重要渠道。
X (Twitter)	@Insta360	7.2 万	对外的公关与资讯发布窗口	

资料来源：各网站 Insta360 账号，华泰研究

影石的社交媒体平台营销转化逻辑：通过 TikTok/Instagram 的有趣内容吸引眼球，感兴趣的用户会去 YouTube 搜索深度评测，被 KOL 或官方视频说服后，通过描述区的链接（个人推广联盟链接）或直接搜索进入官网完成购买。这是一个精心设计的、引导用户在不同渠道间跳转并最终完成转化的漏斗。

“软件+AI +增值云服务”三位一体，打造强大用户生态壁垒

除强大的产品创新和营销创新能力外，影石还通过“软件平台+AI 技术+增值云服务”构建了核心护城河，筑起了坚实的用户生态壁垒。

影石构建了一个跨移动端和桌面端的统一软件平台：

1）Insta360 App (移动端)：影石生态的核心中枢，它不仅是相机的控制器和文件管理器，更是一个集成了 AI 剪辑、创意模板、后期特效和社交分享于一体的强大创作工具。“先拍摄，后取景”能力的实现也是完全依赖于影石强大的软件能力。Insta360 App 更新频率非常高，通过 OTA（空中下载）更新，能持续为老款硬件“解锁”新功能和新玩法。

2）Insta360 Studio (桌面端)：针对专业和准专业用户，Studio 提供了更精细的画质控制、更高码率的导出选项和更复杂的编辑能力。它与 App 形成了互补，满足了从“一键快速出片”到“专业精修”的全方位需求。

当前，影石的 AI 技术主要应用在以下方面：

1）FlowState 防抖&水平锁定技术：是影石自研的基于陀螺仪数据和 AI 运动估计算法的计算摄影技术。AI 能够精准预测和补偿画面的抖动，甚至在相机 360°翻滚时也能保持地平线绝对水平。

2）AI 高光助手：这是其在 Ace Pro 上推出的杀手级应用。

3）AI 自动取景：针对 360°全景视频，AI 能够运用计算机视觉技术，分析画面中的主体和运动轨迹，自动生成一段传统平面视频，并智能地运镜追踪主体。

4）AI 深度追踪算法：用户只需在屏幕上框选一个目标（人、车、宠物等），AI 就能在复杂的运动和遮挡情况下，持续、稳定地锁定该目标，在后期编辑中，可以轻松实现以主体为中心的环绕、跟拍等效果。

5）AI 创意库：这是影石 AI 能力的集大成者和最受用户欢迎的功能。它将大量复杂的视觉特效（如分身、克隆、星空轨迹、盗梦空间等）封装成一个个“AI 模板”。用户只需按照提示拍摄一小段视频，然后将素材导入模板，云端或本地的 AI 就会自动完成所有复杂的计算、抠图、合成和渲染工作，而这些效果以往需要 Adobe After Effects 等专业软件和高超技巧才能实现。

6）AI 魔术棒 (AI Warp)：Ace Pro 上引入的生成式 AI 功能，用户可以通过输入关键词或选择预设风格，让 AI 对视频画面进行重绘，生成动漫、科幻、赛博朋克等超现实风格的视频。

影石的软件平台和 AI 技术：**第一、最大化的降低了用户的创作门槛**，用户一旦习惯了影石 App 的剪辑流程、AI 创意库的模板，并存储了大量由其软件编辑的项目文件，其转换到其他品牌（如 GoPro）的成本将非常高；**第二、是影石区别于其他品牌的差异化价值所在；第三、可以构建数据飞轮。**用户使用影石的 AI 剪辑功能，会产生海量的用户行为数据（如用户偏爱何种模板、如何取景等），这些数据可以反哺影石的 AI 模型进行迭代优化，从而推出更懂用户的 AI 功能，进而吸引更多新用户。

25 年 1 月 23 日，影石全新推出“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。此外，订阅用户还可享受坏机更换、免费延保、优先配送等权益。该功能目前适用于影石 X5、X4、X3 全景运动相机，后续将会陆续覆盖影石旗下所有机型。

图表44：影石创新“Insta360+云服务”权益

资料来源：影石创新官网，华泰研究

图表45：影石创新“Insta360+云服务”定价

套餐等级	存储空间	月度价格 (约/天)	年度价格 (约/天)	包含权益
基础版	200GB	¥15 (¥0.50)	¥135 (¥0.37)	• 免费延长保修 • 优先发货
进阶版	1TB	¥53 (¥1.77)	¥500 (¥1.37)	• 免费延长保修 • 优先发货 • 替换相机 (仅限年度订阅)
高级版	2TB	¥69.90 (¥2.33)	¥699 (¥1.92) (首选推荐)	• 免费延长保修 • 优先发货 • 替换相机 (仅限年度订阅)

资料来源：影石创新官网，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

影石创新收入及归母净利润预测： 公司 2024 实现营收 55.74 亿，同比增长 53.29%；归母净利 9.95 亿，同比增长 19.91%。我们预计 25-27 年营业总收入将分别达到 82.55/118.57/166.35 亿元，分别同比+48.09%/+43.64%/+40.30%；归母净利润分别为 12.11/17.61/25.99 元（同比+21.76%/45.40%/47.59%）。

图表46：影石创新盈利预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	**2041.13**	**3636.39**	**5574.13**	**8254.54**	**11856.59**	**16634.52**
消费级智能影像设备	1704.38	3131.53	4788.61	7053.89	9993.19	13637.34
专业级智能影像设备	47.74	33.95	23.56	21.54	26.13	31.22
配件及其他	257.63	426.56	718.05	1137.39	1791.38	2915.48
其他业务	31.38	44.35	43.92	41.72	45.89	50.48
营收占比						
消费级全景相机	83.50%	86.12%	85.91%	85.45%	84.28%	81.98%
专业级全景相机	2.34%	0.93%	0.42%	0.26%	0.22%	0.19%
配件及其他	12.62%	11.73%	12.88%	13.78%	15.11%	17.53%
其他业务	1.54%	1.22%	0.79%	0.51%	0.39%	0.30%
营业收入增速	**53.66%**	**78.16%**	**53.29%**	**48.09%**	**43.64%**	**40.30%**
消费级智能影像设备		83.73%	52.92%	47.31%	41.67%	36.47%
专业级智能影像设备		-28.89%	-30.60%	-8.57%	21.31%	19.48%
配件及其他		65.57%	68.34%	58.40%	57.50%	62.75%
其他业务		41.33%	-0.97%	-5.01%	10.00%	10.00%
毛利率	**51.49%**	**55.95%**	**52.20%**	**52.69%**	**52.33%**	**52.63%**
消费级智能影像设备	50.45%	55.14%	51.42%	52.00%	51.50%	51.70%
专业级智能影像设备	57.07%	60.55%	56.53%	56.00%	55.00%	54.00%
配件及其他	55.63%	61.10%	57.32%	57.00%	57.00%	57.00%
其他业务	65.57%	60.11%	50.50%	50.00%	50.00%	50.00%
期间费用率	**30.03%**	**30.27%**	**32.95%**	**36.20%**	**35.19%**	**34.33%**
销售费用率	14.98%	14.53%	14.81%	17.00%	16.70%	16.30%
管理费用率	3.44%	3.15%	4.55%	3.70%	3.30%	3.00%
研发费用率	12.54%	12.31%	13.93%	15.80%	15.50%	15.30%
财务费用率	-0.93%	0.29%	-0.34%	-0.30%	-0.31%	-0.27%
净利率	**19.96%**	**22.81%**	**17.85%**	**14.67%**	**14.85%**	**15.63%**
归母净利润	**407.33**	**829.58**	**994.75**	**1211.24**	**1761.18**	**2599.31**
yoy	53.30%	103.66%	19.91%	21.76%	45.40%	47.59%
EPS(摊薄)（元/股）	1.13	2.30	2.76	3.02	4.39	6.48

资料来源：Wind，华泰研究预测

分业务营收预测如下：

1）消费级智能影像设备：

公司消费级智能影像设备包括 ONE X 系列/R 系列（全景运动相机），Go 系列/Ace 系列（运动相机），以及瞳 Sphere 系列（外挂式无人机全景相机）、Link 系列（AI 云台摄像头）、Flow 系列（AI 手机稳定器）、Nano 系列（全景相机）等其他主营业务。

在上述产品系列中，ONE X 全景运动相机是公司收入占比最高的产品系列，22-24 年分别占比 54.36%、55.92%和 52.74%；Ace 系列和 Go 系列则是增速最快的两大产品系列。

影石产品策略的一大核心是不断进行产品迭代升级以及推出新产品系列。

根据公司招股书，公司消费级智能影像设备新品推出周期在半年至一年，整体生命周期约为一年至一年半。新品推出的当年及次年为该产品的主要销售周期，并构成该等年度公司销售收入的重要来源，随后公司进一步推出新品，则此前产品逐渐进入生命周期后端，销售收入及占比逐渐下降。因此每年公司的产品收入结构会因产品推新的节奏、产品所处生命周期阶段以及市场竞争情况而有所不同。

公司现有的产品系列中，ONE X 已更新至第 5 代，Go 系列也升级到第三代，Ace 系列已推出两代产品。影石 2024 年以来推出的新产品包括：4 月推出 ONE X4，6 月推出 GO 3S，10 月推出 Ace Pro 2，25 年 4 月推出了全新一代 X5 全景运动相机。由此我们预计，在现有已推出的产品系列中， X5、Ace Pro2、Go3S、X4 系列产品将会成为 2025 年的重要收入贡献；展望 26、27 年，预计公司将持续迭代省级 X 系列、Go 系列、Ace 系列等主要产品线，加大瞳 Sphere 系列、Link 系列、Flow 系列的推广力度，并有望推出其他新的产品线。

在产品销售策略上，每一代新产品会在第二年进行一些价格折扣或优惠，而当年推出的新产品定价通常会与上一代产品相同或者高于上一代产品（视竞争情况而定）。因此公司招股书披露的每个产品系列的平均单价在不同年份会有所波动。

我们综合考虑了上述所有因素（产品的推新节奏、不同产品的竞争力、产品所处销售阶段等），分别对各个系列产品做了销量和平均单价的预测（见下表）：其中，25 年平均单价微幅下滑主要考虑单价相对 X 系列更低的 Ace Pro2、Go3S 产品进入销售周期的第二年，收入占比预计会有所提升，但价格相比 24 年预计会有优惠。预计 26、27 年平均单价有微幅增长，主要考虑公司的产品更新周期，今年下半年或有新的运动相机产品（Go 系列、Ace 系列）更新迭代（收入预计会更多体现在 2026 年）；26 年预计会有全景运动相机 X 系列新品推出（销售周期主要在 2026 年和 2027 年），X 系列因为产品竞争力更强，价格相对更高。

综上，我们预计 25-27 年公司消费级智能影响设备业务营收分别达到 70.54 亿、99.93 亿、136.37 亿，分别同比增长 47.31%、41.67%、36.47%。

图表47：影石创新消费级智能影像设备业务营收预测

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
消费级智能影像设备营收（百万元）		**1704.38**	**3131.53**	**4788.61**	**7053.89**	**9993.19**	**13637.34**
	yoy		83.73%	52.92%	47.31%	41.67%	36.47%
平均单价（元）		2,391.45	2,259.32	2,147.74	2139.74	2171.7	2199.86
销量(万台)		71.27	138.6	222.96	329.66	460.16	619.92
ONE X 系列营收（百万元）		**1092.43**	**2008.5**	**2916.37**	**4287.06**	**5768.24**	**7873.65**
	yoy		83.86%	45.20%	47.00%	34.55%	36.50%
平均单价（元）		2,427.00	2,550.24	2,641.55	2773.63	2870.7	3014.24
销量(万台)		45.01	78.76	110.4	154.57	200.93	261.22
GO 系列营收（百万元）		**127.23**	**462.14**	**901.34**	**1413.3**	**2225.94**	**3178.64**
	yoy		263.24%	95.03%	56.80%	57.50%	42.80%
平均单价（元）		1,577.35	2,248.48	2,124.41	2081.92	2186.02	2229.74
销量(万台)		8.07	20.55	42.43	67.88	101.83	142.56
Ace 系列营收（百万元）			**96.56**	**577.12**	**986.88**	**1657.95**	**2251.50**
	yoy			497.68%	71.00%	68.00%	35.80%
平均单价（元）		-	2,360.67	2,168.55	2060.12	2163.13	2098.23
销量(万台)			4.09	26.61	47.9	76.65	107.3
ONE R 系列营收（百万元）		**418.35**	**278.02**	**74.32**	**53.59**	**38.63**	**47.75**
	yoy		-33.54%	-73.27%	-27.90%	-27.90%	23.60%
平均单价（元）		2,880.65	3,007.79	3,225.02	3321.77	3421.42	3524.07
销量(万台)		14.52	9.24	2.3	1.61	1.13	1.36
其他主营业务营收（百万元）		**66.37**	**286.3**	**319.46**	**313.07**	**302.43**	**285.79**
	yoy		331.36%	11.58%	-2.00%	-3.40%	-5.50%
平均单价（元）		1,808.82	1,102.85	775.18	542.63	379.84	265.89
销量(万台)		3.67	25.96	41.21	57.7	79.62	107.49

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

图表48：影石创新消费级智能影像设备平均单价及销量同比增速预测

	2023	2024	2025	2026	2027
消费级智能影像设备					
平均单价 yoy	-5.53%	-4.94%	-0.37%	1.49%	1.30%
销量 yoy	94.48%	60.86%	47.86%	39.58%	34.72%
ONE X 系列					
平均单价 yoy	5.08%	3.58%	5.0%	3.5%	5.0%
销量 yoy	74.97%	40.18%	40%	30%	30%
GO 系列					
平均单价 yoy	42.55%	-5.52%	-2%	5%	2%
销量 yoy	154.82%	106.42%	60%	50%	40%
Ace 系列					
平均单价 yoy		-8.14%	-5%	5%	-3%
销量 yoy		550.63%	80%	60%	40%
ONE R 系列					
平均单价 yoy	4.41%	7.22%	3%	3%	3%
销量 yoy	-36.35%	-75.07%	-30%	-30%	20%
其他主营业务					
平均单价 yoy	-39.03%	-29.71%	-30%	-30%	-30%
销量 yoy	607.49%	58.75%	40%	38%	35%

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

2）专业级智能影像设备：公司专业级智能影像设备产品包括 Pro 系列、TITAN 系列专业 VR 全景相机和 Connect 系列 AI 视频会议一体机。其中，Pro 系列第一代产品和第二代产品分别于 2017 年和 2018 年推出；TITAN 系列于 2019 年 1 月推出；Connect 系列产品于 24 年 12 月推出，搭载了 4K 广角+云台长焦双摄，支持多种会议模式及会议软件，以及一键开会、智能白板等创新功能。

与面向 C 端的消费级智能影像设备有所不同，公司专业级智能影像设备主要面向企业级市场，整体生命周期较消费级产品长，因此上述 Pro、TITAN 系列仍处在销售周期内，但整体销量呈现下滑趋势，平均单价略有增长，预计主要与销售客户不同有关。公司最新推出的 Connect 系列产品具有多种创新功能，25 年有望实现快速增长。

综合考虑上述因素（老产品已处于生命周期的后期，销量呈现下滑趋势，单价会因而客户不同而有所波动；新产品预计会有不错的增长），我们分别对各个系列产品做了销量和平均单价的预测（见下表）。综上，我们预计 25-27 年专业级智能影像设备业务营收分别为 2154 万元、2613 万元、3122 万元，同比增速分别为-8.57%、21.31%、19.48%。

图表49：影石创新专业级智能影像设备业务营收预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
专业级智能影像设备营收（百万元）	**47.74**	**33.95**	**23.56**	**21.54**	**26.13**	**31.22**
yoy		-28.90%	-30.61%	-8.57%	21.31%	19.48%
平均单价（元）	30,102.92	28,265.75	28,381.87	21277.63	17542.51	16000.33
销量(万台)	0.16	0.12	0.08	0.1	0.15	0.2
Pro 系列营收（百万元）	**32.15**	**25.15**	**16.65**	**12**	**12.6**	**12.6**
yoy		-21.77%	-33.82%	-27.90%	5.00%	0.00%
平均单价（元）	23,211.38	23,115.86	23,846.94	24562.35	24562.35	24562.35
销量(万台)	0.14	0.11	0.07	0.05	0.05	0.05
TITAN 系列营收（百万元）	**15.6**	**8.8**	**6.4**	**5.17**	**4.7**	**4.99**
yoy		-43.59%	-27.24%	-19.20%	-9.10%	6.05%
平均单价（元）	77,589.42	77,850.56	79,022.42	79812.64	80610.77	81416.88
销量(万台)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Connect 系列营收（百万元）			**0.51**	**4.37**	**8.83**	**13.64**
yoy				755%	102%	55%
平均单价（元）			10019	9518.05	9613.23	9901.63
销量(万台)			0.0051	0.05	0.09	0.14

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

图表50：影石创新专业级智能影像设备平均单价及销量同比增速预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
专业级智能影像设备					
平均单价 yoy	-6.10%	0.41%	-25.03%	-17.55%	-8.79%
销量 yoy	-24.27%	-30.89%	21.98%	47.11%	31.02%
Pro 系列					
平均单价 yoy	-0.41%	3.16%	3%	0%	0%
销量 yoy	-21.44%	-35.85%	-30%	5%	0%
TITAN 系列					
平均单价 yoy	0.34%	1.51%	1%	1%	1%
销量 yoy	-43.78%	-28.32%	-20%	-10%	5%
Connect 系列					
平均单价 yoy			-5%	1%	3%
销量 yoy			800%	100%	50%

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

3）配件及其他业务：公司提供了自拍杆、电池、防水壳、三脚架和蓝牙遥控器以及滑雪、摩托车、潜水、宠物等场景下丰富的配件套餐。

与消费级智能影像设备类似，不同年份的配件营收增长会受到配件类型、单价、不同配件所处生命周期不同等因素影响。但可以预期的是，随着公司产品销量的快速增长，相关的配件收入也有望呈现快速增长态势。我们预计公司 25-27 年配件及其他业务营收分别达到 11.37 亿、17.91 亿、29.15 亿，分别同比增长 58.40%、57.50%、62.75%。

图表51：影石创新配件及其他业务营收预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
配件及其他营收（百万元）	**257.63**	**426.56**	**718.05**	**1137.39**	**1791.38**	**2915.48**
yoy		65.57%	68.33%	58.40%	57.50%	62.75%
平均单价（元）	129.72	144.04	141.96	140.54	147.57	154.95
销量(万台)	198.61	296.14	505.81	809.29	1213.94	1881.61
平均单价 yoy		11.04%	-1.44%	-1%	5%	5%
销量 yoy		49.11%	70.80%	60%	50%	55%

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

4）其他业务收入：主要为维修收入，系产品付费维修收入，不同年度的收入有所波动。我们预计其他业务 25-27 年营收分别为 4172 万元、4589 万元、5048 万元。

毛利率预测

由于公司招股书没有披露不同产品线的毛利率，仅披露了消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他、其他业务四个分项业务的毛利率，因此我们仅对四个分项业务毛利率做综合性预测。

我们在上文阐述过，公司每一代新产品会在第二年进行一些价格折扣或优惠，而当年推出的新产品定价通常会与上一代产品相同或者高于上一代产品（视竞争情况而定），因此当年的毛利率情况会因产品收入结构不同而有所波动。此外，公司毛利率还会受到汇率波动、产品硬件成本等因素影响。但 22-24 年公司综合毛利率均处于 50%以上的较高水平，分别为 51.49%、55.95%、52.20%。

我们分别对四个分项业务的毛利率做了预测（见下表），其中消费级智能影像设备 25-27 年毛利率分别为 52.00%、51.50%、51.70%，消费级智能影像设备的预测逻辑如下：

1、预计 2025 年毛利率相对较高系考虑：1）公司 X5 新品发布（价格较高、毛利率预计也相对更高，X5 在海外热度很高）；2）X4/Ace、Connect 系列等产品的规模效应（通常消费电子产品会随着销量的增加，相关零部件如镜头模组、代工等的单位成本会有所下降）。

2、预计 2026 年毛利率环比 25 年有所降低，系考虑：25 年下半年或有新的运动相机产品（Go 系列、Ace 系列）更新迭代，收入预计会更多体现在 2026 年，运动相机的收入占比或将提升，但因运动相机竞争更为激烈，预计运动相机毛利率相比 X 系列会低一些。

3、预计 2027 年毛利率会有所回升，系考虑到 X 系列的产品更新周期，毛利率更高的 X 系列产品在 2027 年的收入占比相比 2026 年或将更高。

综上，我们预计公司 25-27 年综合毛利率分别为 52.69%、52.33%、52.63%。

图表52：影石创新毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	**51.49%**	**55.95%**	**52.20%**	52.69%	52.33%	52.63%
yoy		4.46%	-3.75%	0.49%	-0.36%	0.30%
消费级智能影像设备	50.45%	55.14%	51.42%	52.00%	51.50%	51.70%
专业级智能影像设备	57.07%	60.55%	56.53%	56.00%	55.00%	54.00%
配件及其他	55.63%	61.10%	57.32%	57.00%	57.00%	57.00%
其他业务	65.57%	60.11%	50.50%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

费用率预测

我们预计公司 25-27 年期间费用率分别为 36.20%、35.19%、34.33%，整体呈现下降趋势。

1、销售费用率：公司的销售费用主要包括工资薪酬、市场推广费、销售平台费用等。其中，销售平台费用会随着公司线上电商平台模式销售收入的不断增长而增长；市场推广费用则跟公司广告投放、线下展会等投入有关。22-24 年公司销售费用率分别为 14.98%、14.53%和 14.81%。根据公司招股书，2025 年，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，25Q1 销售费用率同比增加了 3.18pct。我们预计 25 年公司有望加大营销投入，销售费用率会有所上升。展望 26、27 年，预计销售费用率会随收入规模增加而下降。因此我们假设公司 25-27 年销售费用率分别为 17.00%、16.70%、16.30%。

2、管理费用率：公司管理费用主要包括职工薪酬、股份支付费用、专业服务费、办公费及折旧、摊销及装修费、物业租赁费等。公司管理费用率整体随着公司收入规模增加呈现下降趋势。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，公司管理费用率较 2023 年有所提升。剔除偶发性事项，我们预计公司管理费用率将因收入规模效应呈持续下降趋势。我们预计公司 25-27 年管理费用率分别为 3.70%、3.30%、3.00%。

3、研发费用率：公司研发费用主要包括职工薪酬、股份支付费用、材料领用费、技术服务费（云服务器费用）等。22-24 年公司研发费用率分别为 12.54%、12.31%、13.93%。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，25Q1 研发费用率同比增加了 3.21 个百分点。鉴于公司仍处于高速发展期，会持续加大研发投入、不断进行产品更新换代，且上市后会进行募投项目的投入，我们预计研发费用率会有所上升。假设公司 25-27 年研发费用率分别为 15.80%、15.50%、15.30%。

4、财务费用率：公司财务费用主要包括利息收入、汇兑损益等。2019-2024 年公司财务费用金额变动幅度较大，主要系汇兑损益、利息收入、手续费等的影响。其中，手续费主要为公司线上渠道销售通过境外第三方支付平台收款提现的手续费用；汇兑损益则因公司境外销售及境外原材料采购主要以美元结算，因此持有部分美元资产，会受到美元兑人民币汇率的影响。综合考虑公司募集资金增加带来的利息收入增加、手续费提升、可能的汇兑损益等影响，我们预计 25-27 年财务费用率分别为-0.30%、-0.31%、-0.27%。

图表53：影石创新期间费用率预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期间费用率	42.41%	31.32%	28.88%	30.03%	30.27%	32.95%	36.20%	35.19%	34.33%
销售费用率	20.20%	13.17%	12.01%	14.98%	14.53%	14.81%	17.00%	16.70%	16.30%
管理费用率	7.02%	4.30%	3.61%	3.44%	3.15%	4.55%	3.70%	3.30%	3.00%
研发费用率	15.47%	12.08%	11.28%	12.54%	12.31%	13.93%	15.80%	15.50%	15.30%
财务费用率	-0.29%	1.77%	1.97%	-0.93%	0.29%	-0.34%	-0.30%	-0.31%	-0.27%

资料来源：影石创新招股说明书，华泰研究预测

估值

我们选择具备科技和新消费属性的消费电子类公司（安克创新、萤石网络、石头科技、科沃斯、绿联科技、九号公司、小米集团）作为可比公司。截至 2025/8/13，可比公司 2026 年市值加权平均 PE 为 27x（Wind）。相比可比公司，1）影石创新具有更高的成长性，25-27 年归母净利 CAGR 高达 37.74%（可比公司平均 CAGR 为 31.05%）；2）作为中国科技出海的典范，影石已成长为全球全景相机的龙头和运动相机的领先厂商，且凭借强劲的产品创新和营销创新能力，未来份额有望持续提升；3）公司正积极拓展 AI 视频会议一体机、全景无人机等新品类，打开新的增量市场，未来有望推出更多的新品类。综上，我们看好公司未来成长潜力，因此给予公司 26 年目标 PE45x，对应目标价 197.64 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表54：可比公司估值

				归母净利润（亿元）				PE				25-27
公司名称	证券代码	股价（元/股）	市值(亿元)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	归母净利 CAGR
安克创新	300866 CH	138.99	745	21.14	25.64	32.37	40.08	35	29	23	19	23.76%
萤石网络	688475 CH	34.26	270	5.04	6.37	7.78	9.44	54	42	35	29	23.26%
石头科技	688169 CH	179.34	465	19.77	20.11	25.49	31.14	24	23	18	15	16.36%
科沃斯	603486 CH	89.41	514	8.06	17.47	20.3	23.13	64	29	25	22	42.10%
绿联科技	301606 CH	66.42	276	4.62	6.44	8.27	10.24	60	43	33	27	30.34%
九号公司-WD	689009 CH	61.65	444	10.84	17.21	23.39	31.56	41	26	19	14	42.78%
小米集团-W	1810 HK	53.25	13858	236.58	381.5	497.12	631.67	59	36	28	22	38.73%
市值加权平均值								56	35	27	22	31.05%
影石创新	688775 CH	184.31	739	9.95	12.11	17.61	25.99	74	61	42	28	37.74%

注：可比公司盈利预测数据采用 Wind 一致预期，股价采用 8 月 13 日收盘价
资料来源：Wind，华泰研究

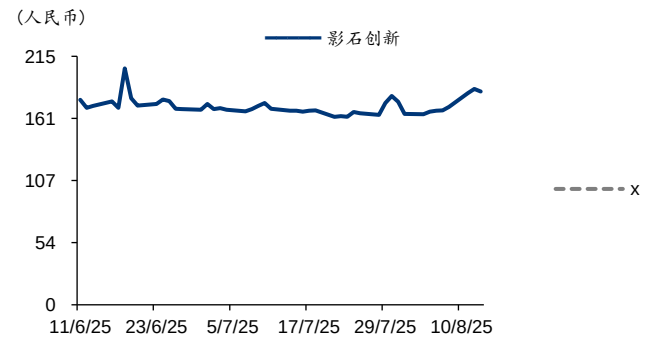
风险提示

1）消费增长不及预期。运动相机和全景相机属于电子消费产品，受到居民消费支出的影响，若消费增长不及预期，则会对影石的产品需求产生负面影响。

2）产品迭代不及预期。快速和创新的产品迭代是运动相机和全景相机行业能够快速增长的重要因素之一，若影石产品迭代不及预期，则会降低用户购买意愿。

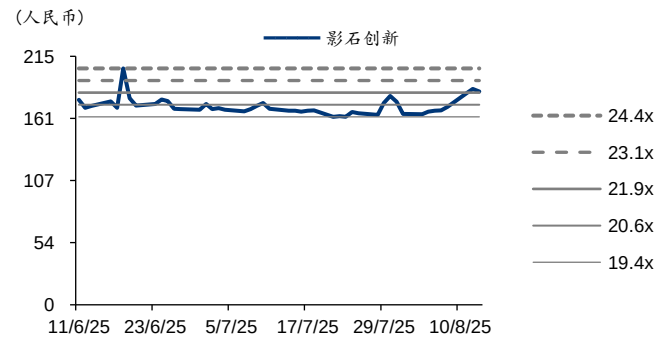
3）市场竞争加剧的风险。市场竞争加剧会对影石毛利率和净利率产生较大影响。

图表55：影石创新 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表56：影石创新 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、樊俊豪、郭雅丽、黄礼悦，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、樊俊豪、郭雅丽、黄礼悦本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司