



Research and
Development Center

跨品类+历史复盘视角，展望影石远期空间

—影石创新(688775)公司深度报告

2025 年 08 月 18 日

姜文镒	龚轶之
新消费行业首席分析师	新消费行业分析师
S1500524120004	S1500525030005
jiangwenqiang@cindasc.com	gongyizhi@cindasc.com

相关研究

1. 影石创新：无人机品牌影翎发布，品类创新打开增量市场
2. 影石创新：Ace Pro2 联名款发布，618 销售表现靓丽
3. 智能影像设备龙头，技术为基品牌为翼

证券研究报告

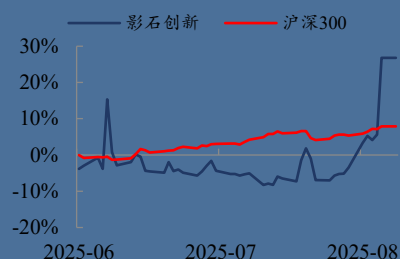
公司研究

公司深度报告

影石创新 (688775)

投资评级 增持

上次评级 增持



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	224.42
52 周内股价波动区间 (元)	162.38-224.42
最近一月涨跌幅 (%)	33.20
总股本 (亿股)	4.01
流通 A 股比例 (%)	7.61
总市值 (亿元)	899.92

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦

B 座

邮编：100031

跨品类+历史复盘视角，展望影石远期空间

2025 年 08 月 18 日

本期内容提要：

◆**跨品类对比视角，如何看待未来市场增长？**运动相机更多是“以供给创造需求”而非单纯的结构性替代现有产品的存量市场，广泛拓展潜在使用场景&人群是行业成长核心驱动因素。截至 2024 年全球 Vlog 群体、户外运动群体分别接近 2.8 亿人、5.7 亿人，合计约 8.5 亿人。我们预计 2024-2030 年运动相机渗透率提升节奏类似 2017-2024 年的新能源车，到 2030 年全球运动相机销量有望达到 5004 万台、市场规模约 1137 亿元，期间销量、市场规模预计复合增速分别为 14.7%、17.0%。

◆**他山之石可以攻玉，回顾 GoPro 成败经验。**GoPro 作为行业开创者在过去 20 年经历了一轮兴衰，我们认为在品类、品牌竞争加剧的当下研究其兴衰规律能提供对未来格局演绎的指引：①成功的上半场：2010 年 GoPro 推出爆款 Hero HD 撬动全球市场，也塑造了行业“科技+消费”的运营模型，维持 10%+研发投入迭代产品拓宽客群，并绑定 KOL 贴近消费者塑造品牌。②失落的下半场：2015-2018 年 GoPro 盲目进军媒体业、无人机产品导致业绩承压，为减亏而裁员进一步削弱技术优势、错失时机。2019 年起影石创新、大疆创新等强势竞品发布加大竞争，GoPro 逐步掉队丢失市场份额。

◆**品类&品牌开启混战，本土公司主导竞争，龙头份额仍可提升。**行业国产替代已完成，未来由中国品牌主导市场竞争。①竞争趋势：品类层面，广角&全景相机内部以及无人机/手机/智能眼镜或争夺“影像主导权”。品牌层面，影石创新、大疆创新官宣无人机、全景相机新品后亦进入混业竞争。②远期推演：我们结合价格、利润率、市场份额分情景推演未来表现：我们预计 2024-2030 年价格年化增速 0-2%、净利率中枢落在 10-12%，则运动相机行业整体利润或在 122 至 165 亿元；市场份额方面参考手机/游戏机/无人机等消费电子产品类，行业 CR5 因技术壁垒均在 80%左右，龙头公司份额 20-40%之间，类比来看当前运动相机头部公司市占率尚有提升空间，以此推算影石创新 2030 年净利润可能在 24-66 亿元。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.6/15.9/23.8 亿元，同比增速分别为 6.9%/49.3%/49.9%。公司作为智能影像设备行业稀缺标的，兼具“科技+消费”属性，以核心技术带动产品创新，技术研发和品牌营销壁垒显著，充分享受市场扩容红利，全景相机/运动相机/无人机产品矩阵完备、平台化布局下有望加速增长，维持“增持”评级。

◆**风险因素：**产品及技术研发风险、市场竞争加剧风险、技术人才流失风险、境外经营风险、短期内股价波动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,636	5,574	8,105	12,000	17,273
增长率 YoY %	78.2%	53.3%	45.4%	48.0%	43.9%
归属母公司净利润(百万元)	830	995	1,063	1,588	2,379
增长率 YoY%	103.7%	19.9%	6.9%	49.3%	49.9%
毛利率%	56.0%	52.2%	51.9%	51.7%	51.6%
净资产收益率ROE%	38.0%	31.3%	18.1%	21.7%	25.2%
EPS(摊薄)(元)	2.07	2.48	2.65	3.96	5.93
市盈率 P/E(倍)	108.48	90.47	84.65	56.69	37.83
市净率 P/B(倍)	41.17	28.29	15.29	12.30	9.52

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

1、行业：跨品类对比视角，如何看待未来市场增长？	5
1.1、品类对比：存量替换+需求开拓并存，展望渗透率提升节奏	5
1.2、空间测算：基于人群测算空间，2030 年规模或达 1377 亿元	8
2、竞争：拾遗 GoPro 经验，推算影石创新发展机遇	10
2.1、向后看：他山之石可以攻玉，回顾 GoPro 成败经验	10
2.1.1、成功的上半场：创新产品撬动全球市场，塑造运动相机运营模型	10
2.1.2、失落的下半场：两度错误决策错失时机，竞争加剧丢失领先优势	13
2.2、向前看：品类&品牌开启混战，本土公司主导竞争，龙头份额仍可提升	15
2.2.1、本土品牌占主导，跨品类混战日趋激烈	15
2.2.2、分情景远期推演，影石平台化布局渐成	16
3、投资建议	19
3.1、投资规律	19
3.2、盈利预测	19
3.3、投资建议	20
4、风险提示	22

图目录

图 1：运动相机下游使用场景	5
图 2：全球相机分类型销量（百万台）	6
图 3：数码相机渗透率（%）	6
图 4：中国及全球智能手机渗透率（%）	7
图 5：中国新能源车渗透率（%）	7
图 6：大疆首款无人机产品 Phantom 1	7
图 7：民用无人机下游使用场景不断拓展	7
图 8：全球无人机渗透率（%）	8
图 9：中国无人机线上销量及增速（%）	8
图 10：中国投影仪线上销量及增速（%）	8
图 11：中国洗地机线上销量及增速（%）	8
图 12：全球 Vlog 群体规模（亿人）	9
图 13：全球户外运动群体规模（亿人）	9
图 14：全球运动相机渗透率预测（%）	9
图 15：各品类创新品类渗透率提升节奏对比（%）	9
图 16：全球运动相机销量预测（亿台）	10
图 17：全球运动相机销量预测（亿元）	10
图 18：GoPro 创始人 Nick Woodman	11
图 19：GoPro 标志性意义的 HD Hero 产品	11
图 20：GoPro 全球总销量及增速	11
图 21：GoPro 收入及增速	11
图 22：GoPro 研发费用率（%）	12
图 23：GoPro 产品矩阵	12
图 24：GoPro 主推的下游消费场景	12
图 25：GoPro 销售费用率（%）	13
图 26：GoPro 营销活动	13
图 27：GoPro 归母净利润（亿美元）	13
图 28：GoPro 无人机 Karma 研发失败	13
图 29：2018-2019 年运动相机市场强势竞品涌现	14
图 30：GoPro 持续裁员影响了产品竞争力（人）	14
图 31：GoPro 现金流画像（亿美元）	14
图 32：GoPro 面临较大资金压力（亿美元）	14
图 33：2023 年全球全景相机市场结构（%）	15
图 34：2024 年全球运动相机市场结构（%）	15
图 35：影像设备竞争局势图	16
图 36：影石创新&大疆创新运动相机产品发布对比	16
图 37：运动相机行业整体利润推演	17
图 38：可比品类 2025H1 线上市场格局（%）	17
图 39：影石创新推出无人机子品牌	18
图 40：影石创新申请全景无人机专利	18
图 41：影石创新 Insta360+云服务功能	19
图 42：影石创新 app 功能持续升级	19

图 43: 公司收入拆分及预测	20
图 44: 可比公司估值表	21

近年来随着运动相机赛道在全球用户渗透率提升背景下持续火热，国内外市场均保持良好增长态势。以影石创新、大疆创新为代表的核心参与者亦引领了本轮产品创新周期，推出新产品、加码市场营销享受行业增长红利。但作为典型成长型资产，未来发展尚具有较大不确定性，我们试图从历史复盘、跨品类对比的角度回答两个关键问题：①广义运动相机（含运动相机、全景相机）的未来空间有多大？②行业竞争格局如何演绎？

1、行业：跨品类对比视角，如何看待未来市场增长？

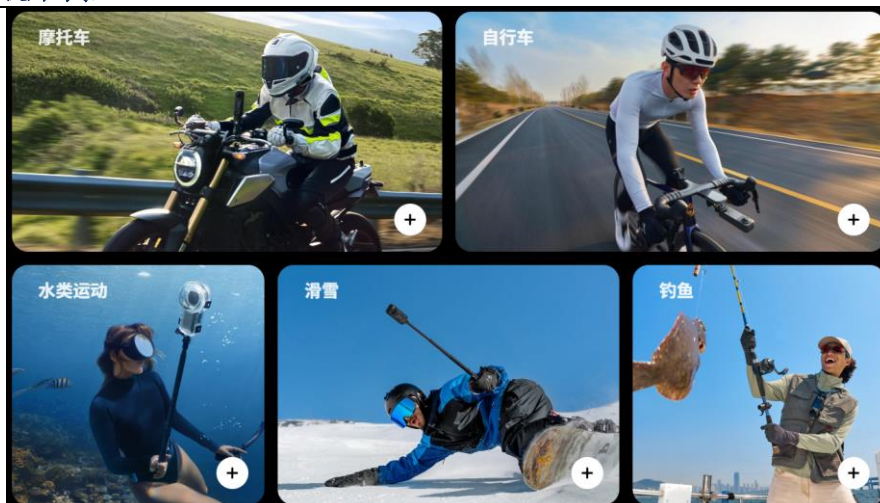
1.1、品类对比：存量替换+需求开拓并存，展望渗透率提升节奏

广义运动相机作为 2010 年代前后才成型的新型产品，作为影像设备阵营中的新兴面孔以其在产品功能、形态、拓展性上的丰富打开新兴市场需求，尤其针对运动场景（例如摩托车骑行、自行车骑行、潜水、滑雪等）做了大量针对性创新并因其广泛配件而更具备可玩性。我们认为目前广义运动相机（含运动相机、全景相机）所解决的消费者核心痛点包括：

1. 运动记录：运动群体作为目前最主要的下游客户，本身有记录运动表现的诉求，不仅追求对速度、地理坐标、运动姿态、行进路线等信息的记录，也需要跨设备联动从而记录包括心率、血氧等指标在内的综合状态。从这个角度看，运动相机作为集成化的信息终端起到类似于“随身教练”的作用。
2. 安全记录：由于运动群体往往在户外场景活动并且往往追求更高、更快、更强的自我突破，容易出现意外情况导致的安全事故，因此运动相机也可以起到类似于“安全记录仪”的作用，进一步增强了消费者购买的意愿。
3. 创意分享：除了产品本身的功能性使用需求，创意视角和精彩时刻的记录、剪辑、分享也是购买运动相机产品的重要原因之一。运动相机产品通过生成精彩视频并获得其他浏览者点赞评论等方式为用户间接提供情绪价值。在当前的新消费崛起时代，户外、露营、Citywalk 等活动热度持续提升，无论是 C 端个人用户还是偏 B 端视频博主均有影像摄制需求，运动相机在新的消费模式中扮演着“卖水人”的角色。

长期来看，我们认为运动相机更多是“以供给创造需求”而非单纯的结构性替代现有产品的存量市场，并且由于消费者未被满足的需求确定性存在、并非是一时跟风的冲动消费。目前仍在广泛拓展的使用场景&人群是行业成长的核心驱动因素，远期品类渗透率对行业空间具备决定性影响，也是目前市场关注的核心。

图 1：运动相机下游使用场景



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在产品渗透率提升的拆解上,我们认为近年来运动相机销量快速增长一方面是源自对存量产品市场的替代,另一部分则是全新的需求创造,二者兼而有之。但是**两种路径在市场扩容速度、潜在天花板方面存在较大差异**:

■ 存量替代: 节奏快、上限高, 但需要显著性能优势

数码相机珠玉在前, 存量替代更快、上限更高。回顾影像设备赛道发展历史, 上一轮以产品创新所驱动的存量替代是发生在 2000 年代的由数码相机替代胶卷相机。传统胶片相机拍摄过程依赖于底片, 并且拍摄完成后相片无法直接与电脑连接进行导出, 此外从经济角度看消费者不仅需要购买底片还需要承担冲洗费用及相纸成本。相反数码相机作为融合现代科技的产品具备诸多突出优势: 1) 拍摄量极大, 无需携带繁多胶卷; 2) 智能化水平更高, 后期图片编辑、存储更为便捷; 3) 使用成本大幅下降。

在产品力的显著提升下, 数码相机对胶片相机不仅实现了快速替代, 也因为使用效率提升和成本下降带动行业销量逆势增长。1999-2008 年仅仅十年间数码相机渗透率从约 13% 开始达到 100%, 同期全球相机产品销量也从 39.0 百万台上升至 119.8 百万台、期间复合增速约 13.3%。

从数码相机的案例中可以看到, 若走存量替代路线:

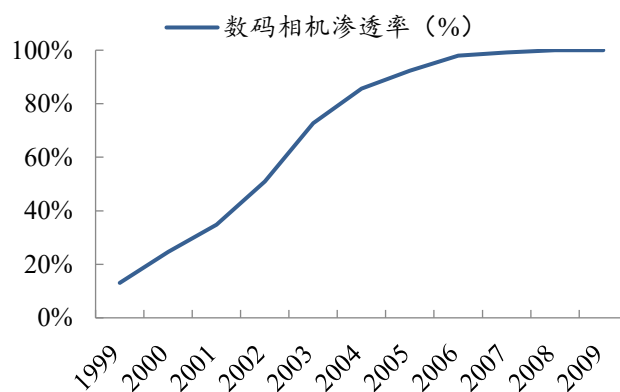
1. 渗透率节奏较快。在消费者初步教育完成、渠道搭建完成的情况下, 新型产品可以快速利用原有业务基本盘实现替代, 因此可以以更快的速度兑现成长。
2. 渗透率上限更高。一方面存量市场本身可以被承接, 接近 100% 替代的较高渗透率上限。此外由产品创新解锁的新兴需求也会带动行业二次增长, 进一步扩大市场。

图 2: 全球相机分类型销量 (百万台)



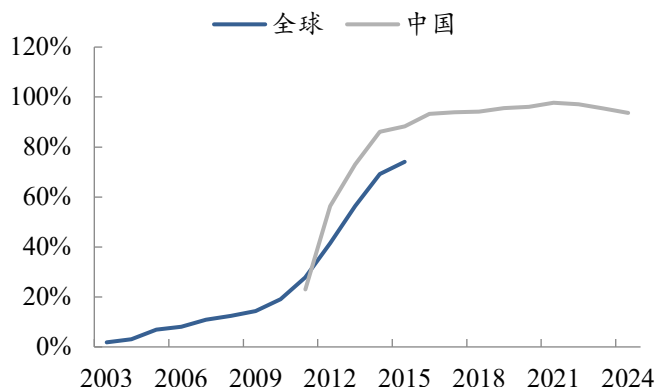
资料来源: CIPA, 信达证券研发中心

图 3: 数码相机渗透率 (%)



资料来源: CIPA, 信达证券研发中心

走存量替代逻辑需要产品力大幅提升。无独有偶, 以产品性能大幅提升来替代原有成熟解决方案的创新型产品大多会经历快速的渗透率提升过程。以智能手机和新能源汽车为例, 分别替代了功能机和燃油车, 2003-2016 年的 13 年间智能手机达到 90% 以上的渗透率, 新能源汽车自 2017 年开始快速增长也在 8 年间达到 40% 以上的渗透率。但我们认为要走此类增长路线, 前提条件是在核心使用功能方面的产品力有大幅提升。

图 4：中国及全球智能手机渗透率（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：中国新能源车渗透率（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

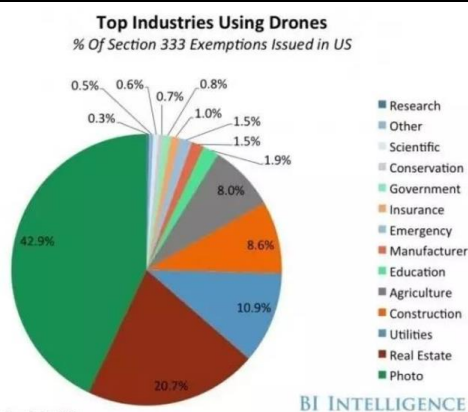
■ 需求开拓：想象空间更大、放量速度稍慢、不确定性更高

全新产品想象空间更大，但品类发育时间更长。另一类产品创新更具开创性，以创造出全新的产品来打开市场，无人机就是典型案例。自大疆 2012 年推出首款无人机产品 Phantom1，将原来军事用途技术向民用产品迁移应用，民用无人机行业开始进入快速发展轨道。但相比于在存量市场的创新，一方面全新产品往往产品形态还处于持续变革阶段，不存在“摸着石头过河”的基础，研发需要投入更多时间。另一方面由于新产品刚刚面世，在商业化应用和具体场景上亦需要更多时间摸索。例如截至 2015 年，拍摄、房地产、研究、建筑是最主要的使用无人机的下游行业，而到了 2022 年能源、农业行业也开始大规模使用无人机。

但新兴产品的优势在于潜在空间更大，由于之前并未有成熟产品可供参考不会受限于窠臼，此外产品形态、功能创新以及场景扩散都可能带来新兴市场机会。并且由于新市场的不断拓展，传统的渗透率指标可能较难描述行业发展趋势，主要在于“分母端”新市场的销量、销售额、人群等市场拓展上限不断打开。

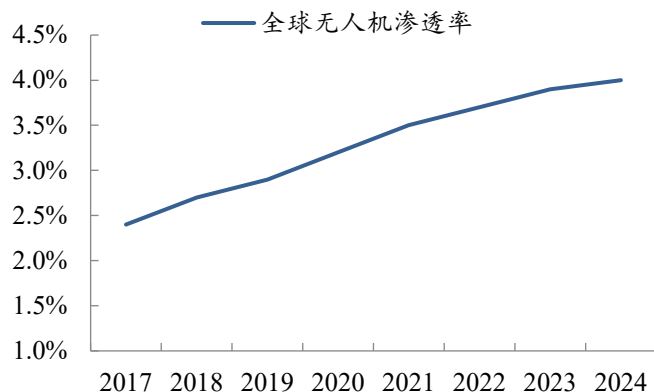
图 6：大疆首款无人机产品 Phantom 1


资料来源：DJI 官方商城，信达证券研发中心

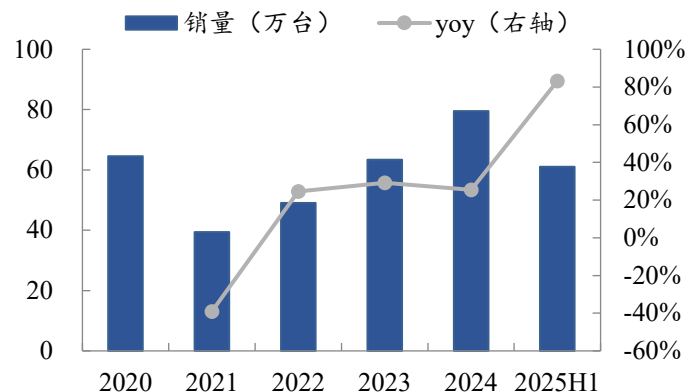
图 7：民用无人机下游使用场景不断拓展


资料来源：BI Intelligence，信达证券研发中心

以无人机为例，全球无人机渗透率在 2017-2024 年由 2.4%提升至 4.0%，提升幅度 1.6pct 但绝对值依然处于较低水平，可能与新市场不断打开有关。同时在新产品和应用场景探索定型的过程中销售表现可能会有波折，很难一蹴而就的实现增长。例如中国线上无人机在 2020 年达到 64.6 万台的阶段性高点随即在 2021 年回落至 39.4 万台，此后才再次进入持续增长阶段。

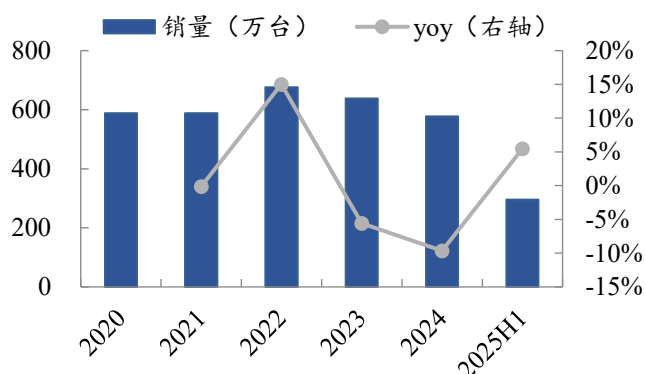
图 8：全球无人机渗透率（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

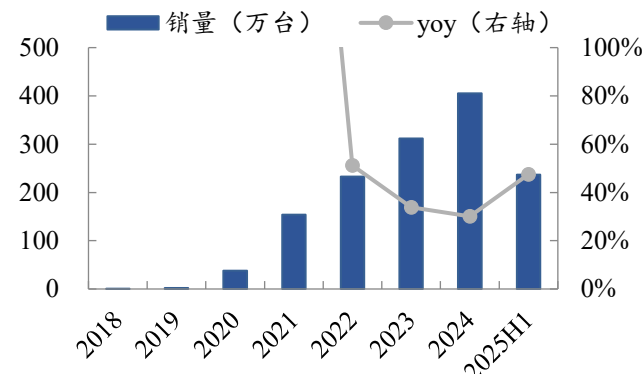
图 9：中国无人机线上销量及增速（%）


资料来源：久谦，信达证券研发中心

新兴产品发展不确定性高，成败往往只能后验判断。因为科技创新天然带有较大不确定性，新产品是否能创造出需求、是否有其他替代路线、产品经济性是否可接受都会影响新品类最终的成败。回顾上一轮新消费创新中代表性的智能投影仪、洗地机品类，最后的表现存在较大分化。前者的销量基本在 2020 年后就保持稳定，2020-2024 年平均约 614 万台/年；洗地机则继续处于增长通道，2025H1 销量达到约 237 万台、同比增长 47.5%。

图 10：中国投影仪线上销量及增速（%）


资料来源：久谦，信达证券研发中心

图 11：中国洗地机线上销量及增速（%）


资料来源：Wind，奥维云网，信达证券研发中心

1.2、空间测算：基于人群测算空间，2030 年规模或达 1377 亿元

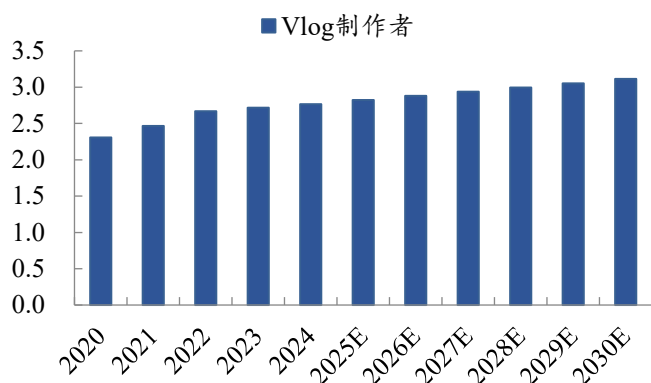
渗透率思维依然有效，以目标人群为测算基础。综合来看，我们认为广义运动相机的增长逻辑既有存量替代也有新品创新，渗透率分析框架依然能提供未来发展的指引。首先从“分母端”来看，我们认为不断增长的 Vlog 制造者和户外运动群体是运动相机产品发展的基础，在户外场景下的视频内容录制需求是运动相机需要解决的核心诉求。从测算逻辑上看：

- **Vlog 制作者：**主要伴随移动互联网技术普及、短视频平台兴起等时代趋势快速扩容，我们以全球互联网用户规模 X Vlog 观看比例得到 Vlog 受众群体，再按照活跃、非活跃制作者比例大致框算 Vlog 制作者规模。
- **户外运动群体：**过去以欧美为主的海外市场由于经济相对发达、体育运动更流行因此户外运动群体占比较高。近年来中国本土市场随着消费者追求自我价值、健康生活也开始大量参与户外运动，带动相关行业发展。我们参考了运动相机主要市场，区分欧美、中国、日韩地区分别进行人群测算。大致以总人口 X 体育运动参与率 X 户外运动占比得

到户外运动群体规模。

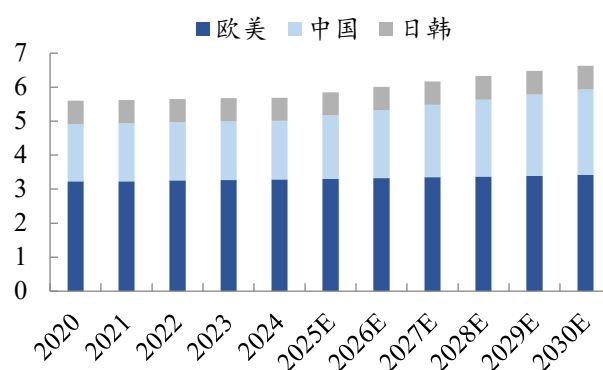
综合来看，我们判断截至 2024 年 Vlog 群体、户外运动群体分别接近 2.8 亿人、5.7 亿人，合计约 8.5 亿人。庞大的潜在目标客户，是运动相机行业具备成长潜力的基础。

图 12：全球 Vlog 群体规模（亿人）



资料来源：Statista，哔哩哔哩，ExplodingTopics，IT 之家，信达证券研发中心测算

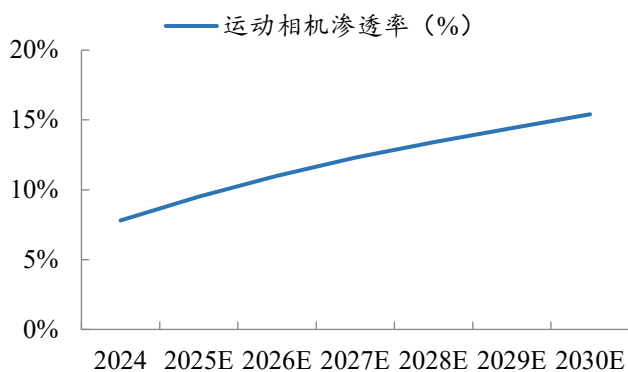
图 13：全球户外运动群体规模（亿人）



资料来源：公司招股书，中国政府网，MRE PRESS（论文名称：Changes in physical activity trends and the health status in south Korean adult males before and during the COVID-19 pandemic；作者：Su Yeon Roh, Kyu Jin Jin, Ik Young Chang），OIA，statista，世界银行，信达证券研发中心测算

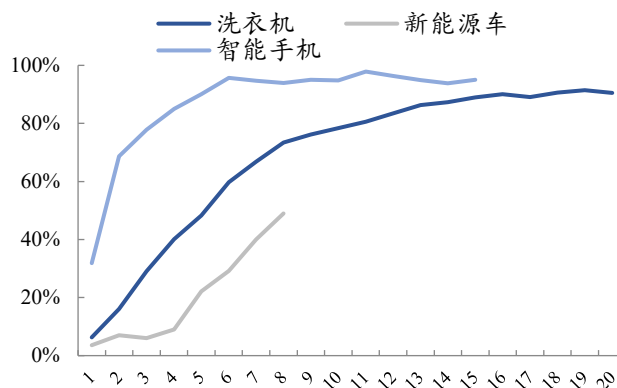
产品上行周期驱动渗透率提升，2030 年销量有望破亿台。我们结合历史数据推算 2024 年全球运动相机渗透率约为 7.8%，并且随着产品走向成熟、新玩家的加入将开启快速增长。我们预测到 2030 年全球运动相机渗透率有望接近 15.4%。若都以渗透率开启快速提升的时点为 T=1 进行横向对比，我们判断未来几年运动相机渗透率处于快速提升阶段。

图 14：全球运动相机渗透率预测（%）



资料来源：Statista，哔哩哔哩，ExplodingTopics，公司招股书，中国政府网，MRE PRESS（论文名称：Changes in physical activity trends and the health status in south Korean adult males before and during the COVID-19 pandemic；作者：Su Yeon Roh, Kyu Jin Jin, Ik Young Chang），OIA，信达证券研发中心测算

图 15：各品类创新品类渗透率提升节奏对比（%）

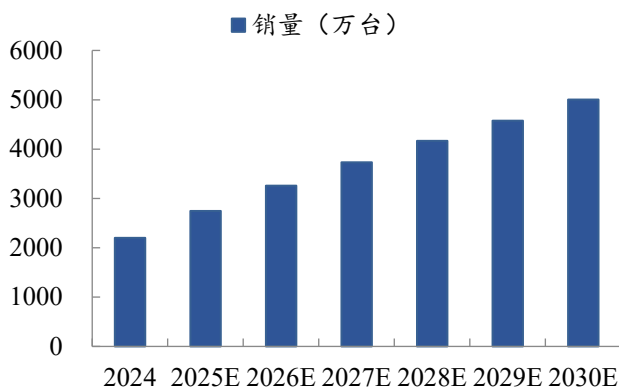


资料来源：Wind，信达证券研发中心（注 1：横轴为产品渗透率开始快速提升后的节点，T=年数；注：洗衣机、新能源车、智能手机起点分别为 1981 年、2017 年、2011 年）

随着核心人群渗透率的不断提升，我们预计 2024-2030 年运动相机销量复合增速约为 14.7%，到 2030 年全球总销量接近 5004 万台。价格方面若假设行业均价没有因市场竞争加剧出现下行而是保持与通胀相近的提价节奏，则在理想情况下到 2030 年全球运动相机市场规模约 1377 亿元，2024-2030 年复合增速约为 17.0%。

我们相信持续增长的市场将为运动相机品牌带来成长机遇、并有望孕育千亿市值公司。假定行业净利率中枢保持在 10%，则到 2030 年全行业利润约 138 亿元，当然这还受限干一些远期关键假设：

1. 消费需求能否维持？规模庞大的潜在破圈人群是高成长的基础，但消费需求的退坡可能减少客户基础，进而影响远期市场空间。
2. 渗透率终点有多高？作为创新驱动的品类，当前无法准确预知未来行业渗透率的高度，有待持续跟踪产品升级进程、竞品发展节奏等因素。
3. 市场竞争会否加剧？除了销量增长的假设，我们也预期价格稳定小幅增长，但市场竞争加大尤其是“卷价格”可能会压缩市场规模和利润空间。

图 16：全球运动相机销量预测（亿台）


资料来源：Statista，哔哩哔哩，ExplodingTopics，公司招股书，中国政府网，MRE PRESS（论文名称：Changes in physical activity trends and the health status in south Korean adult males before and during the COVID-19 pandemic；作者：Su Yeon Roh, Kyu Jin Jin, Ik Young Chang），OIA，信达证券研发中心测算

图 17：全球运动相机销量预测（亿元）


资料来源：Statista，哔哩哔哩，ExplodingTopics，公司招股书，中国政府网，MRE PRESS（论文名称：Changes in physical activity trends and the health status in south Korean adult males before and during the COVID-19 pandemic；作者：Su Yeon Roh, Kyu Jin Jin, Ik Young Chang），OIA，信达证券研发中心测算

2、竞争：拾遗 GoPro 经验，推算影石创新发展机遇

2.1、向后看：他山之石可以攻玉，回顾 GoPro 成败经验

运动相机赛道中不容忽视的公司案例即为品类开创者 GoPro，在其发展的上半场因其强大的创新能力领跑市场并实现快速增长，而在品类、公司竞争加剧的下半场则因错误决策逐步沉寂。其兴也勃焉而其亡也忽焉，我们相信回顾 GoPro 的发展历史并汲取成败经验有助于判断智能影像设备未来的竞争态势演绎，尤其是在快速变化的行业中逻辑判断可能比边际数据更具前瞻指引意义。

2.1.1、成功的上半场：创新产品撬动全球市场，塑造运动相机运营模型

公司自 2002 年在创始人 Nick Woodman 带领下开始创业，并在 2004 年推出首款商业化运动相机“Hero”。此后 GoPro 进入产品快速迭代期奠定了品类功能形态，2005 年 GoPro 推出的“Digital Hero”让运动相机实现数码化转型。直至 2010 年首款支持 1080P 视频录制的标杆性产品“HD Hero”发布，以小巧机身+丰富的配件+299 美元的售价引爆市场，真正使得运动相机品类开始扩圈。

图 18: GoPro 创始人 Nick Woodman



资料来源: Straatosphere, 信达证券研发中心

图 19: GoPro 标志性意义的 HD Hero 产品



资料来源: VFX Camera Database, 信达证券研发中心

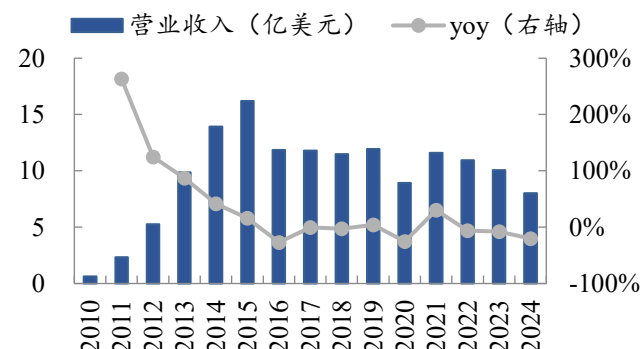
作为产品驱动型公司，HD Hero 的成功让 GoPro 进入快速增长通道。在“几乎没有竞争对手+产品持续迭代升级+全球市场渗透”的市场环境下公司成长性凸显，并于 2014 年在纳斯达克成功上市。2011-2015 年，GoPro 全球总销量由 115 万台上升至 658 万台的历史高点，期间复合增速约 54.9%；同期公司收入由 2.3 亿美元上升至 16.2 亿美元，期间复合增速约 62.2%。

图 20: GoPro 全球总销量及增速



资料来源: GoPro 年报、招股书, 信达证券研发中心

图 21: GoPro 收入及增速



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

GoPro 不仅创造了运动相机品类，也塑造了行业“科技+消费”的运营模型。GoPro 不仅是运动相机品类的创造者，将其作为“科技消费品”进行经营的运营模型也是 GoPro 的首创，在后来者身上仍能看到相似痕迹。以领先产品力为基础、贴近用户的营销为助力，公司搭建了不断强化的增长模型。

■ 科技：注重研发投入，搭建“主机+配件+云服务”产品组合

产品创新是 GoPro 取得成功的关键，因此在后续经营中公司也始终保持着研发投入的习惯，研发费用率在 2014 年首次突破 10% 后始终保持双位数水平，体现出作为科技企业的特征。在具体研发流程上，公司设置了产品团队、硬件团队、软件团队，分别负责产品设计和需求采集、工程实现及算法开发、软件及云端服务。在研发费用的构成上，包括基本薪资和股权在内的人力成本占大头，富有创造力和开发经验的工程师是公司的重要竞争壁垒。

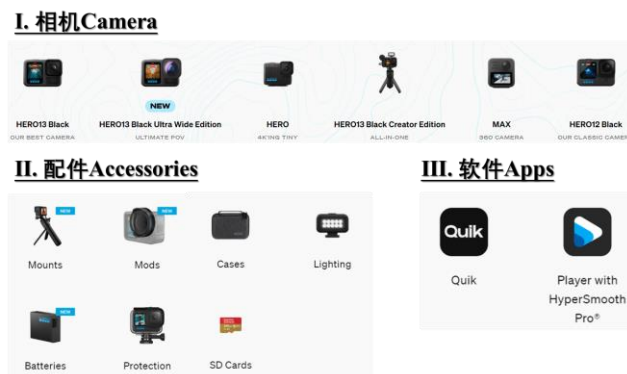
在这样的架构下，GoPro 准确把握了市场需求，并围绕消费者对影像录制的需求搭建了完善的产品线。从运动相机主机起步，公司开发了大量配件产品（支架、组件、保护壳等）以增强功能和使用场景，并更进一步覆盖从前期摄制到后期剪辑流程的专属 app。

图 22: GoPro 研发费用率 (%)



资料来源: GoPro 年报、信达证券研发中心

图 23: GoPro 产品矩阵



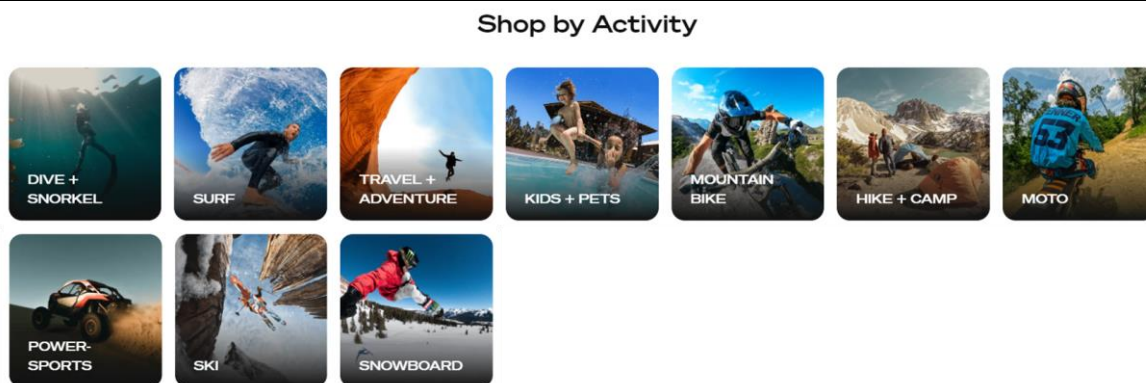
资料来源: GoPro 官网、信达证券研发中心

■ 消费: 深度绑定 KOL 提高触达效率, 贴近消费者传播

GoPro 的另一创举在于围绕核心消费者进行营销, 从最初的冲浪场景逐步扩散到例如山地车、摩托、滑雪、露营等其他极限运动, 但始终聚焦于少数追求自由和与众不同的客户搭建起品牌认同和用户圈层, 这也是公司“Be A Hero”价值观的体现。

基于庞大的用户基础, 公司可以收集需求反馈改进升级产品, 并借助用户使用 GoPro 所录制视频内容的传播触达更多消费者, 形成不断强化“营销飞轮”, 贴近消费者的营销策略也是公司带动运动相机产品渗透率提升的重要手段。

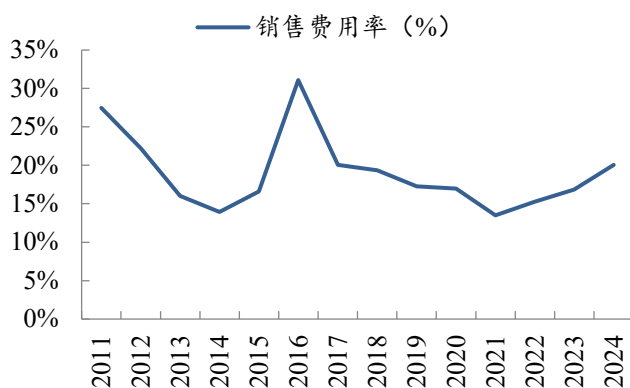
图 24: GoPro 主推的下游消费场景



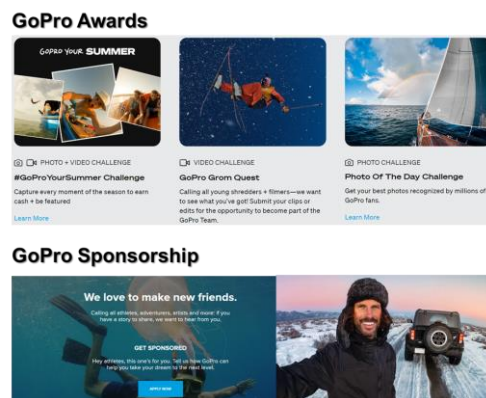
资料来源: GoPro 官网、信达证券研发中心整理

GoPro 在 2011-2024 年的历史平均销售费用率约 19.0%, 持续投入品牌建设, 具体采取了两大营销打法:

1. 用户营销 (Consumer Marketing): 公司非常重视用户在社交媒体上传、分享利用 GoPro 设备录制的视频所带来的传播效应, 因此在费用投放上不同于传统消费品大规模邀请明星代言和进行广告投放, GoPro 更重视对用户的直接投入。例如公司常态化的举办 GoPro Awards 活动鼓励用户上传图片、视频, 激发创作热情以产生更多用户生成内容 (UGC)。截至 2024 年, GoPro 全平台关注量已达到 5360 万人, Youtube 播放量达到 47 亿人次。
2. 生活方式营销 (Lifestyle Marketing): 公司同样观察到在目标客群中存在影响力较大的 KOL (包括运动员、娱乐博主等), 对细分领域的用户激发有显著作用。因此公司也会选择与其合作共创产品及内容以强化 GoPro 品牌知名度。在 GoPro Sponsorship 项目中公司大量招募符合要求的 KOL, 作为营销的重要助力放大品牌声量。

图 25: GoPro 销售费用率 (%)


资料来源: GoPro 年报、信达证券研发中心

图 26: GoPro 营销活动


资料来源: GoPro 官网、信达证券研发中心

2.1.2、失落的下半场：两度错误决策错失时机，竞争加剧丢失领先优势

两度错误战略决策，GoPro 开始走下坡路。GoPro 的高光时刻在 2014 年，2015 年尽管公司销量、收入均创下历史新高，但盲目的多元化扩张导致公司开始走下坡路。财务表现上看，公司 2015 年归母净利润同比下滑 67.6%，2016 年则录得 2010 年以来的首次亏损 4.2 亿美元。在此期间公司主要出现两次战略决策失误：

1. **进军媒体业：**2014 年上市后公司为了应对开始加剧的竞争，选择大幅投入线上媒体增强品牌势能。但过于激进的投入并未带来预期的增量收入和对硬件设备的销售带动作用，费用大幅上升不仅影响了利润也占用了研发投入资源，导致领先的产品优势开始出现松动。
2. **布局无人机：**在媒体业务失败后公司又试图通过进入新品类挽救颓势，2016 年 9 月推出了无人机产品 Karma。但产品尚未打磨完善的情况下，Karma 无人机频繁出现“炸机”事故，客户口碑不佳，很快就在 2018 年 1 月宣布停产。此次业务拓展的再次失败进一步加剧了公司的业绩压力，并促使 GoPro 为了减少亏损启动降薪、裁员，进一步削弱了公司的市场竞争力。

图 27: GoPro 归母净利润 (亿美元)


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 28: GoPro 无人机 Karma 研发失败


资料来源: GoPro 官网、信达证券研发中心

市场竞争加剧，未能保持产品力领先。2016-2019 年 GoPro 经过战略调整、员工缩减后亏损已有显著收窄，但在此期间公司研发人员流失、产品迭代更新放缓，在市场竞争进一步加剧过程中错失了时机。

2019 年 GoPro 发布了新一代广角相机 Hero 8 Black、全景相机 Hero Max，但 2019 年大

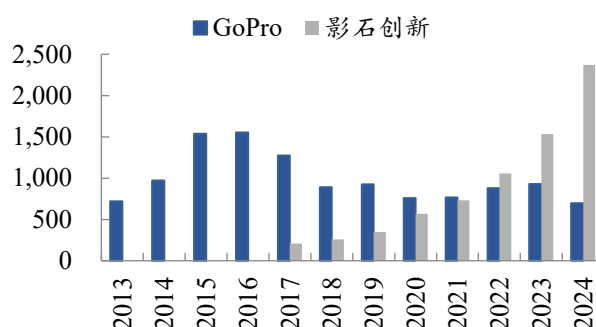
疆创新 Action 一代、影石创新 GO 一代也已发布，全景方面影石创新开创性的 ONE X1 在 2018 年底已推出、日本理光也更新了 Theta Z1 产品。面对不断涌现的新对手，GoPro 市场份额受到挤压，全年销量由 2016-2019 年平均 442 万台的平台开始下滑，到 2024 年仅剩 243 万台的规模。

从另一个角度来看，作为底色是“创新”的科技消费品企业，研发团队才是公司的核心资产。而在 2016-2020 年 GoPro 员工数量从 1552 人下降到 758 人，同期中国竞争对手影石创新则不断扩张至 568 人并在 2022 年实现超越。考虑到运动相机新品研发还需要 1-2 年左右的研发周期，一旦产品技术落伍且经营势能下行丧失领先地位后较难再次实现反超。我们认为运动相机因其产品定位而具有“科技+消费”的特殊属性，但偏向科技的产品力才是公司持久经营的基础，GoPro 在下半场的落寞或许主要在于盲目扩张和减少研发投入而失去了创新的“基因”。

图 29: 2018-2019 年运动相机市场强势竞品涌现



图 30: GoPro 持续裁员影响了产品竞争力 (人)



资料来源: Broadcastnow, 影石创新官网, 中关村在线, 环球网, 信达证券研发中心整理

2024 年 GoPro 收入 8.01 亿美元、同比下降 20.3%; 归母净利润-4.32 亿美元, 亏损同比扩大 712.87%, 经营势能处于下行通道。并且从现金流角度看, 由于主业亏损经营性现金流亦持续流出, 公司账面可支配资金亦不断消耗。截至 2025Q1 公司现金及现金等价物余额 0.7 亿美元, 按照历史经验推断可能将面临较大资金压力。然而 GoPro 的落寞恰恰意味着本土品牌的崛起, 在智能影像设备持续扩容的过程中, 中国厂商正快速蚕食 GoPro 的市场份额。

图 31: GoPro 现金流画像 (亿美元)

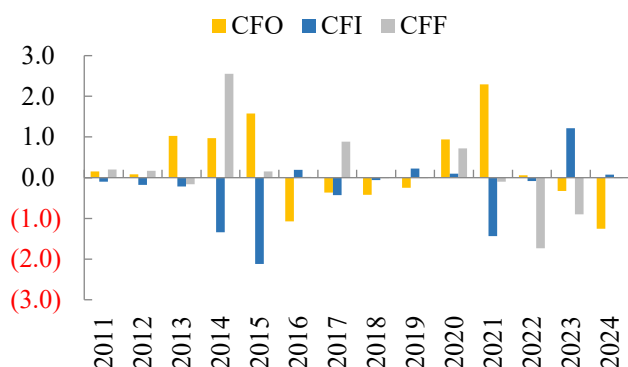
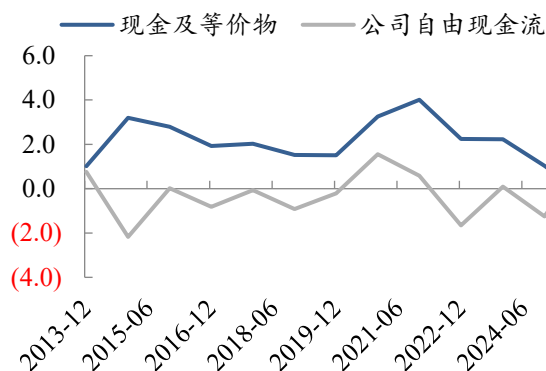


图 32: GoPro 面临较大资金压力 (亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2、向前看：品类&品牌开启混战，本土公司主导竞争，龙头份额仍可提升

2.2.1、本土品牌占主导，跨品类混战日趋激烈

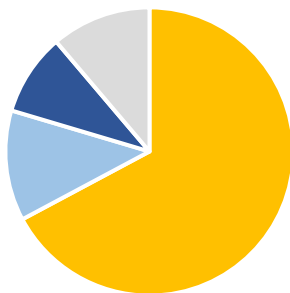
国产替代趋势明确，本土品牌双雄逐鹿。影响公司发展的另一关键因素在于市场竞争，从行业历史发展而言，以 2010 年 GoPro 推出首款 Hero HD 运动相机、2013 年日本理光推出第一款全景相机作为起点，影石创新、大疆创新分别在 2018 年、2019 年推出各自的首款标杆产品，过去约 6 年时间中国本土品牌已经完成了第一轮国产替代。而随着本土品牌对海外品牌实现产品力的全方面追平和超越，下一步以影石创新、大疆创新为首的中国品牌的市场策略、价格策略将影响行业未来走向。

分市场来看，**影石创新、大疆创新分别在各自重点发力的全景相机、广角相机赛道快速成长，基本稳居行业头部地位：**

1. **全景相机：**2023 年影石创新全景相机全球市占率接近 67.2%，远超日本理光（12.4%）、GoPro（9.2%），主要凭借公司的科技创新基因不断提升产品力，叠加对用户的深刻洞察，经过 ONE X 系列 5 代产品的迭代基本奠定市场领先地位。并且由于全景产品图形算法处理相对更复杂，头部集中效应也较为显著，2023 年 CR3 达到 88.8%。
2. **广角相机：**GoPro 作为行业开创者依然有较为显著的领先地位，但其自 2020 年开始即进入下行区间，我们测算截至 2024 年市场份额约为 11.3%。紧随其后的大疆创新、影石创新分别约为 7.9%、3.5%，二者合计市占率已达到 11.4%超越 GoPro，我们预计在当前发展趋势下大概率将快速完成单一品牌的份额超越。但相比于全景相机，广角相机由于产品同质化相对更高，因此头部集中度稍低，2024 年 CR3 约为 22.7%。除此之外 AKASO、DRIFT、SJCAM 等其他同样诞生在深圳的国产品牌也在积极运营，争夺以欧美为主的海外市场。

图 33：2023 年全球全景相机市场结构（%）

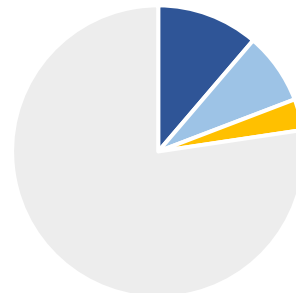
■ Insta360 ■ Ricoh ■ GoPro ■ 其他



资料来源：影石创新招股书，信达证券研发中心

图 34：2024 年全球运动相机市场结构（%）

■ GoPro ■ DJI ■ Insta360 ■ 其他



资料来源：影石创新招股书，GoPro 年报，久谦，信达证券研发中心测算

从各表一枝到混业竞争，关注未来演绎方向。随着本土品牌的快速成长和产品迭代升级，过去相对泾渭分明的全景相机、广角相机赛道大概率会发生交叉，品类、品牌之间的竞争都在日益加剧：

1. **品类竞争：**全景相机和广角相机在功能上的重叠日益显著，尽管广角相机无法实现对全景视频的拍摄，但二者最终大多通过平面视频的方式进行到处分享。因此对于消费者而言，势必会需要在二者之间选择一个适合自己的产品。此外其他画质、续航、防抖、降噪、AI 识别等方面的能力其实底层都是共通的，尤其是当全景相机采用单镜头模式使用时与广角相机的功能定位则更加相似。我们认为不可避免的两类产品会在广义运动

相机内部形成技术路线之争，但更值得关注的是视野之外的潜在竞争，无人机、手机、智能眼镜乃至更传统的数码相机都还是强有力的对手，对“影像主导权”的争夺刚刚开始。

图 35：影像设备竞争局势图



资料来源：影石创新官网，大疆创新官网，佳能官网，雷鸟官网，苹果官网，信达证券研发中心整理

2. **品牌竞争：**从公司维度来看，也并不需要局限于单一品类。虽然过去发展中影石创新擅长全景相机、大疆创新在广角相机领先，但以影石创新推出 Go、Ace Pro 系列的动作来看混业竞争早已开始，最终会回到两大品牌之间的竞争。大疆创新已宣布于 2025 年 7 月 31 日发布其首款全景相机产品，反向进攻过去影石创新占据的基本盘市场，我们判断这将标志着市场竞争的进一步提升。

图 36：影石创新&大疆创新运动相机产品发布对比

品牌	产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
大疆 DJI	Osmo Action系列 运动相机		5月-Action 1 售价2499		10月-Action 2 售价2799	9月-Action 3 售价2299	8月-Action 4 售价2598	9月-Action 5 Pro 售价2598	
	Osmo Pocket系列 口袋云台相机	11月-Pocket 1 售价2499		10月-Pocket 2 售价2499	7月-Pocket 2 云基白限定款 售价2999（套装）		10月-Pocket 3 售价3499		
	Osmo 360系列 全景相机								7月-Osmo360 售价待定
	Go系列 拇指运动相机		8月-GO1 售价1288		3月-GO2 售价1798		6月-GO3 售价2298	3月-GO3S 售价2498	
影石 Insta360	Ace Pro系列 运动相机						11月-Ace Pro 售价2998	10月-Ace Pro2 售价2798	
	ONE X系列 全景相机	10月-X1 售价2498		10月-X2 售价2798		9月-X3 售价2998		4月-X4 售价3499	4月-X5 售价3798

资料来源：环球网，机情社，CNMO 宅秘，爱搞机，大疆创新官网，极果，影石创新官网，影像中国，IT 之家，热点科技，南方都市报，影石 Insta360、大疆公众号，信达证券研发中心整理

2.2.2、分情景远期推演，影石平台化布局渐成

关注三大指标，分场景远期推演。站在当前时点，由于未知因素较多我们无法准确判断具体走向，但可以大概勾勒行业远期发展的潜在可能。我们相信运动相机赛道本身将保持渗透率增长的态势，暂不考虑行业层面渗透率不及预期以及其他品类带来跨业竞争的压力。单就运动相机赛道内部而言，我们认为市场竞争方面重点可关注三大指标：

1. **价格：**价格战是企业竞争中的常用手段，如果销量保持增长但价格持续下行（例如家电类产品）则行业规模依然会面临较大压力，进而影响整体收入进而影响利润。我们中性假设运动相机均价将以接近 2% 目标通胀率的水平增长，但适度上下调整幅度观察影响。
2. **利润率：**市场竞争的另一体现在于提高费用率，无论是直接给消费者的折扣还是给渠道商的返点让利等，最终会通过毛利率下降或费用率上升反映到利润率层面。我们同样以 10% 作为基准水平，讨论分场景表现。
3. **市场份额：**竞争的最终结果即为企业市场份额，市场集中度往往与产品同质化程度、头部公司竞争壁垒相关。在判断出行业因市场竞争发生的变化外，还要考虑目标公司最终得到的行业生态位。

■ 运动相机业务展望：竞争压力或可控，市场份额仍可提升

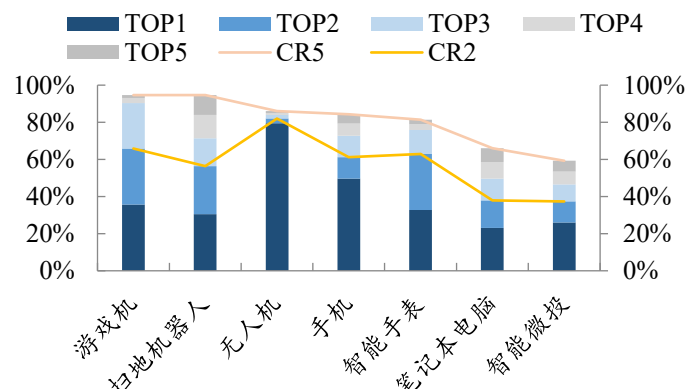
结合价格&利润率，我们大致推算了 2030 年不同条件组合下的行业发展情况，行业整体利润可能在 34 至 278 亿元之间波动。但考虑到目前的情况，我们预计运动相机价格因产品有技术壁垒、头部公司降价意愿不强，可能会在 0-2% 区间波动。此外在利润率方面，确实因为市场竞争加剧营销和研发相关费用大概率都会上行，行业更“卷”的情况下净利率可能会较过去有所下移，我们预计可能在 10-12% 之间。**综合来看，我们判断 2030 年行业整体利润可能在 122 至 165 亿元。**

对应到具体公司层面，我们参考了产品属性类似的手机、游戏机、扫地机、无人机等众多科技消费品，以中国市场 2025H1 线上数据为基础，得到的共同规律是：①由于技术壁垒的存在，CR5 会保持在接近 80% 的水平，即便是最分散的智能微投在 2025H1 也达到了 59.3%；②行业头部公司依然会有显著的优势，平均市占率分别为 39.6%、18.1%，合计占有超过一半的市场。在部分头部效应显著、其他竞争对手偏弱的品类龙头公司优势可能会更明显，例如无人机市场中大疆创新占比 79.4%。**由此推断，若影石创新未来继续保持行业头部地位则市占率可能在 20-40% 之间，结合上文推算的行业整体利润区间，我们预计 2030 年公司净利润可能在 24-66 亿元。**

图 37：运动相机行业整体利润推演

净利率 价格	16%	14%	12%	10%	8%	6%	4%
6%	278	243	208	173	139	104	69
4%	248	217	186	155	124	93	62
2%	220	193	165	138	110	83	55
0%	196	171	147	122	98	73	49
-2%	173	152	130	108	87	65	43
-4%	153	134	115	96	77	57	38
-6%	135	118	101	84	67	51	34

图 38：可比品类 2025H1 线上市场格局（%）



资料来源：Statista，哔哩哔哩，ExplodingTopics，公司招股书，中国政府网，MRE PRESS（论文名称：Changes in physical activity trends and the health status in south Korean adult males before and during the COVID-19 pandemic；作者：Su Yeon Roh, Kyu Jin Jin, Ik Young Chang），OIA，世界银行，信达证券研发中心测算

资料来源：久谦，信达证券研发中心

■ 新兴品类业务展望：无人机全新登场，搭建 AI+影像设备平台

我们判断未来智能影像设备的发展大概率是朝着多品类齐头并进的方向演绎，不同形态、技术路线的产品共同满足消费者的不同需求，因此围绕核心技术推出多种产品可能是更理性的战略选择。目前我们看到影石创新已经在积极拓宽产品线，叠加云端 AI 能力的打通赋能，AI+影像设备平台格局初现。

影翎 Antigravity 品牌发布，引领“飞行革命”。2025 年 7 月 28 日，影石创新宣布推出与第三方共同孵化的无人机子品牌“影翎 Antigravity”，正式进军无人机市场。产品开发理念志在重构无人机产品启动“飞行革命”，提升包括现场沉浸感、简化飞控操作、全景摄像在内的用户综合拍摄体验。目前已公开的全球首款全景无人机内置了 8K 全景摄像头，支持实时数据传输和拍摄参数调整。公司计划 8 月启动公测招募计划，邀请用户共创功能。

影石创新 2022 年 5 月已推出支持 5.7K 外挂式无人机全景相机产品“瞳 Sphere”探索无人机市场，此次新品牌更进一步升级推出内置镜头的 8K 全景无人机，将是对现有影像设备的有力补充。根据公司 2025 年 5 月取得的新专利推测，公司全景无人机产品形态为上下放置 2 颗鱼眼镜头的设计

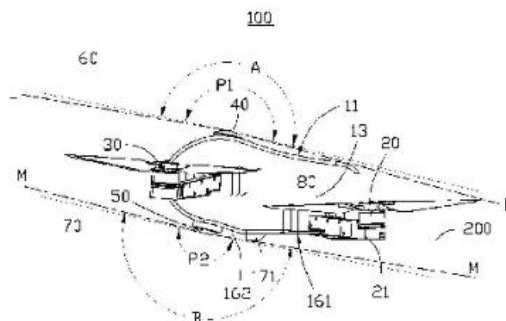
强势切入蓝海市场，有望带来较大业绩增量。2023 年全球航拍无人机市场规模已达 71 亿美元，Valuates Report 预计到 2030 年将进一步提升至 122 亿美元，复合增速约 8.0%。其中大疆创新由于布局较早、技术领先占据主要市场，2024 年市占率超过 70%。但影石创新在创新能力以及图像算法、AI 剪辑等方面的优势或使其成为强有力的竞争者，有望依托产品创新撬动更多使用场景，并带来较大业绩增量。以 2023 年数据计算，若未来影石创新无人机产品市占率能达到 10%/20%/30%，对应增量收入约 50/99/149 亿元。

图 39：影石创新推出无人机子品牌



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 40：影石创新申请全景无人机专利



资料来源：国家知识产权局，信达证券研发中心

加速建设云服务，强化 AI 应用赋能。影石创新于 2025 年 1 月 23 日上线了“Insta360+”云服务，包括云存储、云分享、云播放、云剪辑、云导出功能，率先支持 Insta360 X3/X4/X5 全景相机产品。目前年度订阅分为基础版 200GB/进阶版 1TB/高级版 2TB，折扣后定价分别为 199/599/799 元。

从用户需求来看，加强云端服务能大幅提升使用体验，并将公司在软件算法上的优势进一步提升。一方面全景相机本身录制视频文件内存占用更大，云端存储可以提升图像录制时长，也更便于保存和分享。更重要的是云端视频剪辑的算力可以大幅强化，将用户从繁琐的视频剪辑中“解放”出来并融合 AI 技术的剪辑功能和模板，未来还可增加语音交互等创新功能。

从更长期角度看，公司的智能影像设备产品主要解决前端拍摄问题，而 Insta360 app、

Insta360+云服务则可以解决后端图形存储、剪辑的需求。以核心硬件技术+软件算法为基础、不断扩充的硬件产品为抓手，影石创新平台化布局已初现雏形。

图 41：影石创新 Insta360+云服务功能



资料来源：公司官网，信达证券研发中心测算

图 42：影石创新 app 功能持续升级



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

3、投资建议

3.1、投资规律

我们认为影石创新是代表性的“科技+消费”型成长类资产，类似的还有石头科技、安克创新、绿联科技等。均以出色的产品创新为基础，通过不断打开新客群、新场景实现增长。从商业模式上看，创新产品往往具有较高毛利率，并且只要公司持续投入研发、销售费用并保持 ROI 稳定有望维持较高增速，这也支撑了此类资产较大的想象空间和更高的估值。

但由于成长型资产的收益取决于公司未来表现，并且由于高频数据或预期波动可能导致远期业绩表现的预期大幅波动，我们认为在投资节奏把握上，可能需要关注以下几点：

1. **高频跟踪量价表现：**影石创新的底层逻辑是领先性创新产品的破圈，若销量增速走弱可能代表市场需求提前见顶或有其他替代产品出现，亦或是公司自身产品力落后导致销售开始承压。此外价格变动同样值得关注，市场竞争加剧可能带来价格战，呈现“量增价减”的特征。综合来看，量价跟踪决定了公司底层逻辑是否持续。
2. **费用和成本管控：**作为“科技品”需要公司持续投入研发，作为“消费品”的一面则需要公司不断投入市场和品牌营销教育消费者、建立品牌形象。但若过度追求增长或市场竞争加剧可能导致费用居高不下，进而使利润承压，因此也需关注公司经营战略对业绩的影响。
3. **产品力是否持续：**产品型公司最重要的保证产品力领先并得到消费者认可，在一个增长行业中决定了公司的市场份额。因此从终端消费者角度把握公司产品力高低和经营势能同样重要，可能领先于经营数据发生变化。

3.2、盈利预测

公司主要业务预测如下：

消费级智能影像设备：①**全景及运动相机：**公司聚焦消费级产品研发创新，以全景拼接技术、防抖技术为核心不断探索新产品、新系列并加快了推新节奏。我们预计公司 ONE X 系列全景相机仍将保持市场领先优势、GO & Ace Pro 系列运动相机保持增长势能、潜在新产品推

出则带来增量。全球智能影像设备渗透率提升是最大的增长机遇，此外公司在渠道、市场上的进一步完善也将有助于其享受市场红利。②**无人机**：2025年7月公司已官宣“影翎”品牌无人机产品线，尽管当前发售时间尚未确定，但我们预计2026年可能会开始贡献收入，并且凭借公司较强的创新能力和全景&图像剪辑技术迁移应用有望复刻切入运动相机的成功。我们预计2025-2027年消费级智能影像设备收入增速分别为45.3%/46.4%/41.9%，毛利率分别为51.5%/51.3%/51.1%。

专业级智能影像设备：公司在VR全景相机等专业级产品方面具备深厚技术储备，Pro、Titan具有先发优势，未来市场应用场景有待继续探索，业务规模止跌企稳。公司近年来亦推出以Connect系列为代表的会议场景产品，有望带来增量。我们预计2025-2027年专业级智能影像设备收入增速分别为-19.5%/-3.4%/-0.9%，毛利率分别为55.5%/55.4%/55.3%。

配件及其他产品&云服务：①**配件及其他产品**：此块业务受公司智能影像设备连带销售影响较大，且由于品牌溢价具有更高的毛利率。我们预计在公司的用户基数提升、创意配件扩容背景下配件及其他产品收入依然将保持较快增长。②**云服务**：2025年初公司推出“Insta360+云相册”服务，目前主要支持全景相机产品，但后续将向其他产品线开放。基于云服务对释放相机内存压力、更强剪辑算力、便于视频分享等用户体验的提升，我们预计云服务也将在未来带来业务增量。我们预计2025-2027年配件及其他产品&云服务收入增速分别为50.3%/61.6%/57.7%，毛利率分别为54.5%/53.8%/54.2%。

图 43：公司收入拆分及预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	3636.39	5574.13	8105.17	11999.66	17273.27
yoy（%）	78.16%	53.29%	45.41%	48.05%	43.95%
公司整体毛利率（%）	55.95%	52.20%	51.88%	51.67%	51.57%
分产品预测					
1) 消费级智能影像设备					
收入（百万元）	3,131.53	4,788.61	6,958.55	10,184.52	14,447.48
yoy（%）	83.73%	52.92%	45.31%	46.36%	41.86%
毛利率（%）	55.14%	51.42%	51.50%	51.34%	51.13%
2) 专业级智能影像设备					
收入（百万元）	33.95	23.56	18.98	18.33	18.17
yoy（%）	-28.90%	-30.61%	-19.45%	-3.39%	-0.89%
毛利率（%）	60.55%	56.53%	55.50%	55.40%	55.30%
3) 配件及其他产品&云服务					
收入（百万元）	426.56	718.05	1,079.33	1,743.67	2,749.16
yoy（%）	65.57%	68.33%	50.31%	61.55%	57.67%
毛利率（%）	61.10%	57.32%	54.50%	53.82%	54.15%

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心测算

3.3、投资建议

我们预计公司2025-2027年收入分别为81.1/120.0/172.7亿元，同比增速分别为45.4%/48.0%/43.9%；归母净利润分别为10.6/15.9/23.8亿元，同比增速分别为6.9%/49.3%/49.9%。

公司主要从事智能影像设备行业，我们选择消费电子龙头绿联科技、小米集团、安克创新作为可比公司，平均PE 2025E约34.3X。

影石创新作为智能影像设备行业稀缺标的，兼具“科技+消费”属性，以核心技术带动产品创新，技术研发和品牌营销壁垒显著，充分享受市场扩容红利，全景相机/运动相机/无人机产品矩阵完备、平台化布局下有望加速增长，维持“增持”评级。

图 44: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
绿联科技	301606.SZ	283.5	4.6	6.7	8.5	10.7	33.9	42.6	33.3	26.5
小米集团	1810.HK	12,523.5	236.6	404.8	538.3	659.7	33.9	30.9	23.3	19.0
安克创新	300866.SZ	755.8	21.1	25.7	32.5	40.1	24.5	29.4	23.3	18.9
平均								34.3	26.6	21.4
影石创新	688775.SH	899.9	9.9	11.9	16.7	23.3	90.5	75.6	53.9	38.6

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注 1: 可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期; 注 2: 数据截至 2025/8/15)

4、风险提示

- **产品及技术研发风险：**若公司对未来市场趋势预判失误，或新技术、新产品未达预期，将对公司的业绩增长带来不利影响。
- **市场竞争加剧风险：**若行业竞争加剧或压缩整体利润空间，对公司业绩造成较大不利影响。
- **技术人才流失风险：**公司所在行业属于技术密集型行业，产品的技术进步和创新依赖行业经验丰富、结构稳定的研发团队。若未来核心技术人员大量流失，可能削弱公司竞争力。
- **境外经营风险：**公司海外业务规模较大，若因国际市场产品设计理念、关税摩擦等因素导致市场不确定性增强，公司业绩可能受损。
- **短期内股价波动风险：**该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,794	4,004	7,305	9,586	12,733	
货币资金	825	280	547	477	585	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	95	203	278	405	573	
预付账款	8	20	31	46	67	
存货	494	1,000	1,368	1,962	2,725	
其他	371	2,501	5,080	6,695	8,783	
非流动资产	1,253	1,017	1,242	1,654	2,358	
长期股权投资	0	10	10	10	10	
固定资产（合计）	146	176	330	512	734	
无形资产	12	15	12	10	16	
其他	1,095	816	891	1,122	1,598	
资产总计	3,047	5,021	8,547	11,240	15,091	
流动负债	828	1,791	2,608	3,867	5,568	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	69	87	129	186	
应付账款	484	1,128	1,658	2,465	3,555	
其他	344	594	864	1,273	1,827	
非流动负债	32	49	54	59	68	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	32	49	54	59	68	
负债合计	861	1,840	2,661	3,926	5,636	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,186	3,181	5,885	7,314	9,455	
负债和股东权益	3,047	5,021	8,547	11,240	15,091	

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,636	5,574	8,105	12,000	17,273
同比(%)	78.2%	53.3%	45.4%	48.0%	43.9%
归属母公司净利润	830	995	1,063	1,588	2,379
同比(%)	103.7%	19.9%	6.9%	49.3%	49.9%
毛利率(%)	56.0%	52.2%	51.9%	51.7%	51.6%
ROE%	38.0%	31.3%	18.1%	21.7%	25.2%
EPS(摊薄)(元)	2.07	2.48	2.65	3.96	5.93
P/E	108.48	90.47	84.65	56.69	37.83
P/B	41.17	28.29	15.29	12.30	9.52
EV/EBITDA	-0.84	-0.23	73.78	50.30	33.74

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,636	5,574	8,105	12,000	17,273	
营业成本	1,602	2,665	3,900	5,800	8,365	
营业税金及附加	31	46	65	96	138	
销售费用	528	826	1,540	2,256	3,196	
管理费用	114	253	349	516	725	
研发费用	448	777	1,175	1,728	2,436	
财务费用	10	-19	-3	-6	-5	
减值损失合计	-29	-35	-40	-60	-80	
投资净收益	22	33	49	72	104	
其他	38	33	50	76	103	
营业利润	934	1,058	1,138	1,698	2,545	
营业外收支	-2	0	-1	-1	-1	
利润总额	933	1,059	1,137	1,698	2,545	
所得税	103	64	74	110	165	
净利润	830	995	1,063	1,588	2,379	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	830	995	1,063	1,588	2,379	
EBITDA	952	1,053	1,213	1,781	2,652	
EPS (当年)(元)	2.30	2.76	2.65	3.96	5.93	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	762	1,172	899	1,615	2,452
净利润	830	995	1,063	1,588	2,379
折旧摊销	30	49	78	89	112
财务费用	-7	-14	2	2	2
投资损失	-22	-33	-49	-72	-104
营运资金变动	-81	184	-237	-72	-53
其它	13	-8	41	81	116
投资活动现金流	-389	-1,694	-2,277	-1,529	-2,114
资本支出	-117	-150	-176	-282	-388
长期投资	-275	-1,563	-2,100	-1,300	-1,800
其他	2	19	-1	52	74
筹资活动现金流	-12	-18	1,644	-156	-231
吸收投资	0	0	1,748	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	0	-108	-161	-240
现金流净增加额	368	-545	267	-70	108



研究团队简介

姜文镮，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。