

影石创新 (688775.SH)

增持 (维持)

收入大幅增长创新高，战略性加大投入换取长期健康发展

TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 200.21 元

影石创新是稀缺的智能影像龙头品牌，公司近期发布 25 年报及 26Q1 季报，利润因战略性加大投入下滑明显，而我们认为当下更应该关注公司收入增速，尽管自去年 Q3 以来面临全面竞争，但收入仍实现大幅增长，我们判断未来伴随公司新品上市，前期投入将转为收入，推动利润逐渐释放，继续看好稀缺智能影像龙头品牌的长期成长价值（附录：致投资人信——影石 Insta360 创始人刘靖康）。

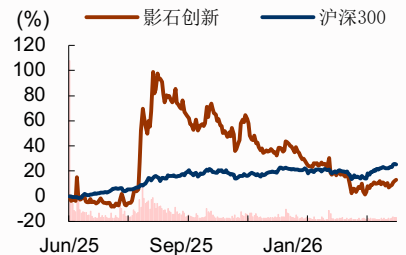
基础数据

总股本 (百万股)	401
已上市流通股 (百万股)	33
总市值 (十亿元)	80.3
流通市值 (十亿元)	6.6
每股净资产 (MRQ)	14.5
ROE (TTM)	14.4
资产负债率	45.7%
主要股东	北京岚锋创视网络科技有限公司
主要股东持股比例	26.88%

□ 尽管面临全面竞争，但 2025 年及 26Q1 收入仍实现大幅增长，且更多是因为市场扩容所致。2025 年收入 97.4 亿同比+74.8%，收入创历史新高，26Q1 收入 24.8 亿同比+83.1%，收入创一季度新高，在去年 Q3 迎来全面竞争后，公司季度营收依然保持超过 80% 的高速增长。我们判断公司收入高速增长，并非通过降价而换取（从公司 2025 年消费级设备单价仍有小幅增长可看出），更多是市场规模扩容（IDC 显示 2025 年全球手持智能相机市场出货量 1665 万台同比大幅增长 83%，销售额 461 亿同比大幅增长 86%），而公司保持全景相机 66% 和拇指相机 57% 的市场份额领先。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-30	324
相对表现	3	-34	297



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 2025 年及 26Q1 利润有明显下滑，主要系战略性加大前置投入为后续新品放量做准备。2025 年归母净利 9.3 亿同比-6.6%，毛利率 45.7% 同比-6.5pcts，净利率 9.1% 同比-8.7pcts，26Q1 归母净利 0.8 亿同比-52.0% 环比-38.3%，毛利率 45.2% 同比-7.7pcts 环比+7.7pcts，净利率 1.3% 同比-11.7pcts 环比-1.7pcts。2025 年及 26Q1 利润下滑明显，主要系战略性加大投入，旨在换取长期业绩和健康发展。费用端，研发投入 2025 年全年超过 2022~2024 三年总和，26Q1 延续超 18% 高研发费用率；销/管/财费用率 2025 年/26Q1 亦有增长，合计同比+2.5/2.2pcts，其中销售费用增加主要系线下门店、线上营销等市场推广投入。毛利率 2025 年及 26Q1 同比均有下降，主要系存储等原材料成本增加、芯片升级带动成本上升、新老机型迭代和部份产品调价导致价格有小幅下降。

相关报告

- 1、《影石创新深度报告 (688775) —— 稀缺的智能影像龙头品牌，从手持设备向无人机进军》2025-12-05
- 2、《影石创新 (688775) 新股分析——产品创新、技术引领，打造世界一流智能影像品牌》2025-06-10

□ 研发主要投向无人机、云台相机、无线领夹麦克风和其他三个新品类和定制开发三款芯片。公司在原有业务（全景相机、拇指相机、运动相机等）以外，还战略投入研发两款无人机（含影翎全景无人机）、云台相机、无线领夹麦克风和其他三个新品类，同时还定制开发三款芯片，公司 2025 全年及 26Q1 上述口径的战略投入金额分别为 7.62 亿元及 2.62 亿元，投入金额约为同期归母净利润的 80% 和 300%，影石之所以持续大幅增加研发投入，是因为公司看到广泛且远未被满足的客户需求，例如如今超过 60% 的营收来自 7、8 年前公司大胆布局的原创细分品类。

鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
涂银山 S1090525040004  
tukunshan@cmschina.com.cn

□ 展望后续，继续看好稀缺智能影像龙头品牌的长期成长价值。影石过去六年，围绕“摄影机器人”方向持续进行底层能力建设，通过不同相机品类的迭代，逐步积累光学模组、传感器与影像算法等核心技术，以打造摄影机器人的“眼睛”；同时，公司布局无人机与云台技术，强化设备在空间中的移动与取景能力，构建其“躯干”；并自六年前开始投入自动剪辑、全景飞行仿真、全景深度预测等技术研发，持续提升用户导出率至接近 50%，逐步补齐摄影机器人的“大脑”。如我们此前观点，当前公司业绩更应该关注收入增速，短

期利润下滑更多是战略性加大投入，我们继续看好影石的长期成长价值，其深耕影像赛道具有稀缺属性，有望稳固全景相机龙头优势的同时，打开运动相机、穿戴相机、云台相机等智能影像设备和无人机业务的成长天花板，对应市场从几十亿的全景相机市场迈向各几百亿的运动相机和无人机市场，再叠加 AI 及软件业务一体化布局，及更长远的摄影机器人前瞻布局，对应市场需求及规模有望持续扩容。

- **投资建议：**影石创新是稀缺的智能影像龙头品牌，从全景相机向运动相机、穿戴相机、云台等产品线延拓，且开始进军无人机市场，对应市场从几十亿的全景相机市场迈向各几百亿的运动相机和无人机市场，再叠加 AI 及软件业务一体化布局，及更长远的摄影机器人前瞻布局，对应市场有望持续扩容。我们最新预测公司 2026-2028 年营收为 150.1/203.1/264.5 亿，归母净利为 10.1/14.3/20.0 亿，对应 PE 为 79.4/56.3/40.1 倍，我们看好公司在智能影像设备领域的核心卡位、产品创新、技术引领和长线空间，维持“增持”评级，建议持续关注。
- **风险提示：**国际贸易摩擦及关税、产品迭代不及预期、产品及技术研发不及预期、技术人才流失、汇率变动、原材料价格波动。

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5574	9741	15011	20311	26450
同比增长	53%	75%	54%	35%	30%
营业利润(百万元)	1058	842	952	1345	1890
同比增长	13%	-20%	13%	41%	40%
归母净利润(百万元)	995	929	1011	1427	2004
同比增长	20%	-7%	9%	41%	40%
每股收益(元)	2.48	2.32	2.52	3.56	5.00
PE	80.7	86.4	79.4	56.3	40.1
PB	25.2	13.8	12.2	10.4	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

**附录：致投资人信——影石 Insta360 创始人刘靖康**

**致影石创新的投资者与所有关心我们的朋友：**

影石即将迎来自己的 11 岁生日，这是我第一次面向投资者写信，零 AI 纯手搓，表达不畅请海涵。

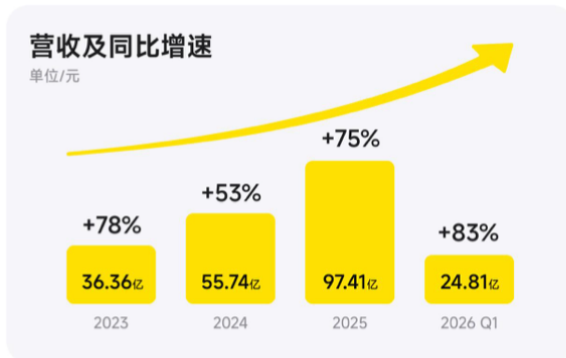
影石创新的使命是帮助人们更好地记录和分享生活，2025 年是影石成立以来，能力增长最快、最全面的一年。

这一年极为特殊：2025 年 6 月科创板上市，开启新的征程；年底推出全景无人机，与行业巨头错位成长；今年初与运动相机鼻祖历时 2 年的诉讼案圆满解决。风浪从未缺席，但我们一路乘风破浪。

财务上，一方面，我们 2025 年财报迎来史上最高的营收 97.41 亿，同比增长 74.76%。全景相机全球市场份额 66%，拇指相机全球市场份额 57%，2026 年一季度增长势头延续，营收 24.81 亿元，同比增长 83.11%，另一方面，2025 年归母净利润下滑至 9.29 亿元，2026 年一季度降至 8462 万元。

为什么收入上升利润反而下降？我将以此为切入点，带大家了解影石创新是一家怎样的公司。

图 1：影石创新的营收及同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

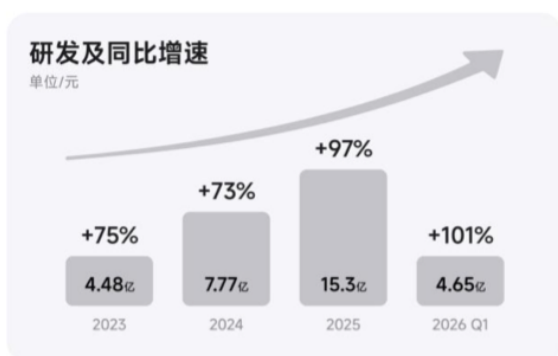
### 一、影像市场大小由技术产品创新驱动，摄影机器人是其中一个未来

2025 年全年和 2026 年 Q1 收入增长均在 70% 以上，而研发费用同比增长均超 95%，公司在原有业务（全景相机、拇指相机、运动相机等）以外，还战略投入研发两款无人机（含影翎全景无人机）、云台相机、无线领夹麦克风和其他三个新品类，同时还定制开发三款芯片，公司 2025 全年及今年 Q1 上述口径的战略投入金额分别为 7.62 亿元及 2.62 亿元，这个投入金额约为同期归母净利润的 80% 和 300%，高强度的战略投入支撑公司长期发展布局，也导致公司短期相关利润指标下降。

影石为什么如此“激进”地增加研发投入？

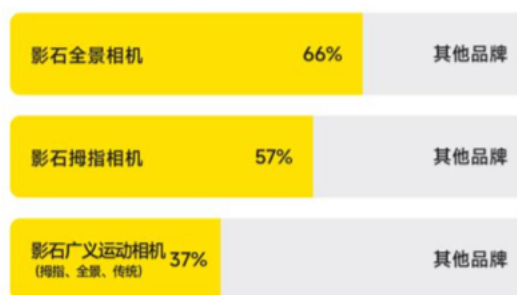
因为我们看到了广泛且远未被满足的客户需求。如今，影石原创的细分品类收入占整体营收超 60%，今天的主营业务来自于我们 7、8 年前勇敢的尝试。

图 2：影石创新的研发及同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：产品全球市场占有率



\*原创品类营收占比指由影石创造的新品类如全景相机及拇指相机等原创品类的主营业务收入占公司营收总额的比例。  
\*\*数据来源：国际权威咨询机构 IDC。

资料来源：公司公告，IDC，招商证券

影像市场是一个靠产品定义和技术创新驱动增长的市场：2017 年 GoPro 的销量已经开始下滑，但我们通过全景技术，很好地解决了运动相机在滑雪、潜水等运动场景下取景构图难、画面抖动、自拍杆入画等痛点，通过全景运动相机开创了“先拍摄后取景”的体验革命。2019 年我们推出拇指相机系列，解决了运动相机在骑行、跑步、旅行等场景下佩戴困难和过重的问题。2023 年底我们推出带

翻转屏功能的 Ace 系列运动相机，把运动相机从拍运动带到了 Vlog 和扫街等场景。

上述三个品类我们并没有靠“性价比”去做存量博弈，而是不断通过挖掘客户需求和技术创新，兼顾市场扩容和自身的高速增长，从零做到了年销量超 300 万台。我们行业里的巨头也靠云台相机硬生生开创出一个累计销量达千万台的市场。

同样，我们在无人机、云台相机、领夹麦克风等已经看似成熟的品类中，在全球范围内看到了大量未被满足的客户需求和技术创新空间。虽然作为“second mover”，但我们充满信心，这些品类可以像运动相机市场那样，在给公司增长提供动力的同时实现市场扩容。

影像市场的天花板在哪里？

市场大小由每个客户愿意支付的价值总和决定，每个客户愿意支付的价值由我们创造的用户价值决定，用户价值通过实现用户未被满足的需求决定。

拥有性能再好的相机，很多人拍摄完后仍然不懂得怎么剪辑和修图；很多人不知道怎样构图把另一半拍好看；很多家庭出去旅行的时候拍照，照片里不是没有爸爸就是没有妈妈，因为需要一个人给另外两个人拍照；很多两三岁的宝宝说了一些很搞笑的话，父母正要掏手机去记录的时候，宝宝不说第二遍了；去到美丽的风景点、看到绚烂的烟花时，我们的目光盯着手机屏幕记录，并期待拍照发朋友圈，焦虑于没有完美定格此刻，却没有尽情享受这稍瞬即逝的美好。

以上这些都是广泛且未被满足的需求，将来是否有一种可能，人们都有一个便携的“摄影机器人”，就像你旅行团建时雇佣的专业摄影师一样，自动地在空间中移动、找角度、抓拍下那些精彩的瞬间，而你，只需尽情地享受当下。

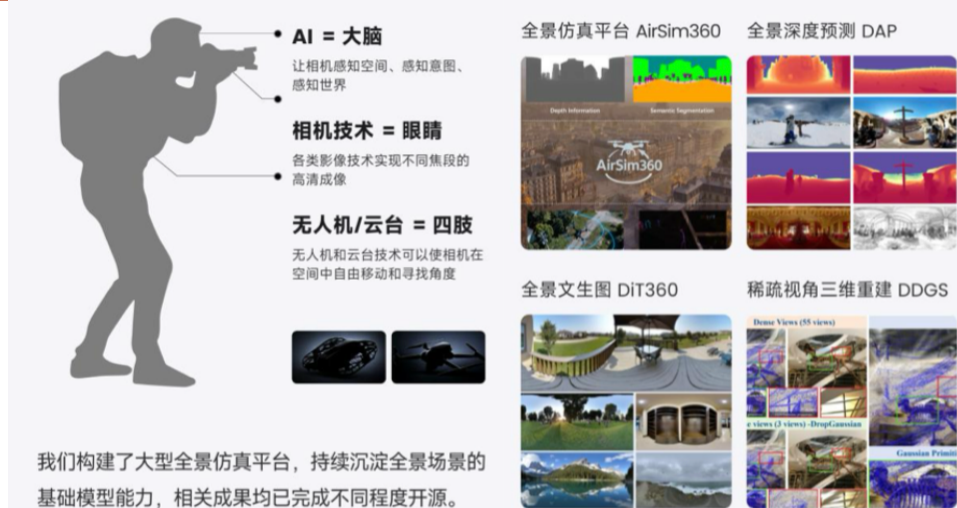
我们早在 6 年多前就有这个想法，并一直朝这个目标努力。

过去 6 年，我们通过不同的相机品类不断积累迭代各类光学模组、传感器、影像算法等技术，就是为了造好摄影机器人的“眼睛”；我们做了两类无人机和云台技术，是为了实现摄影机器人能在空间中自由移动和找角度的“躯干”；我们从 6 年前开始研发自动剪辑技术，客户导出率逐年提高至接近 50%，我们开发并不同程度开源了全景飞行仿真、全景深度预测等技术，是为了实现摄影机器人最后一块拼图——“大脑”。我们同时也在为具身机器人公司提供相机产品实现全景数据采集，帮助具身智能模型的开发。这是我们未来几年努力的方向，量变在为质变积累。

朝着“摄影机器人”努力，并不是一个“憋大招”的过程，我们积累下来的各种技术也同时演变成了各种可商业化的产品和功能，通过市场化验证技术和工程效率，这些最终都流向用户可感知的地方：过去，AI 主要用来优化画质、防抖、美颜等功能；现在，AI 已经能自主完成构图、内容生成和自动剪辑。

我们的相机不再只是拍下画面，而是能感知场景、理解内容、辅助创作。未来，拍摄和剪辑将深度融合，行业比拼的不再是单纯的硬件，而是“硬件+软件+数据”的整体能力。

图 4: 影石 Cameraman (摄影机器人) 正在加速拼上最后一块拼图--AI 大脑



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 二、通过竞争牵引全面能力建设和效率提升, AI 对于组织既是机会也是危机

与巨头竞争是每个公司无法忽略的成长路径。影像市场在人群、场景、和需求上具有高度多样性, 叠加我们创新的持续追求, 让我们在与巨头的竞争中拥有充分的差异化创新空间, 我们持续的差异化创新和巨头的降价, 也都共同扩容了市场。

同时, 在“备战”和竞争的过程中, 我们暴露出了一些短板, 但也为公司的全面进步找到了清晰的指引。得益于各方面持续“看齐、补短、超越”, 公司的经营效率也在不断提升并反映在规模上: 我们线下专卖店从去年初 36 家到现在近 300 家, 同期单店销售额同比提升近五成。

同时, 我们全球每台主机的单台营销费用(市场推广费+销售平台费用, 再除以销量), 2026 年 Q1 较 2025 年 Q1 同比下降约 10%。在去年 Q3 迎来全面竞争后, 公司季度营收依然保持超过 80% 的高速增长。

但我们仍有很多需要提升效率的地方。公司在过去几年内部“矩阵化”和集成 IPD、IPMS 的过程中, 面临协作链条长、效率降低、瓶颈能力建设缓慢等问题。研发投入高并不代表研发效率高。过去组织架构设计多以工种划分, 未来的组织将越来越以“业务目的”和“模块”来设计, 降低耦合, 提高内聚, 系统性地建设能力平台, 提高不同产品线间的能力复用, 减少“重复造轮子”。同时, 我们也会更注重长期的产品、平台和器件的规划复用性, 注重从设计到制造工艺的端到端优化, 以及供应商分级优化, 以实现系统性成本降低。

AI 正深刻重塑我们的组织。通过在研发、市场、供应链、用满等各环节引入 AI Agent, 我们持续提升组织协作效率, 推动组织从“人工驱动”向“人机协同”升级。2026 年 Q1, 公司 43% 代码由 AI 生成, 研发效率的持续提升, 带来了盈利韧性与增长动能。2025 年, 线上客户服务量超 50% 由 AI 承接, 为公司节省超千万元。

但请注意, 这既是巨大的机会, 也是巨大的危机。AI 会全面重新定义很多科技公司的组织架构、岗位技能、人才的选、育、用、留和激励设计等, 进而极大地影响公司的组织效率。“公司”会越来越像一个“产品”, 能否深刻理解 AI 和组织设计, 并将两者融合好, 不仅决定科技公司的上限, 也会决定公司的生死。

### 三、短期利润既有多重压力也有多重缓冲，旨在换取长期业绩和健康发展

我们对短期存储成本感到一定的压力，未来可能进一步上升，影响公司毛利率。几颗定制芯片仍然需要投入，以保障公司未来的发展和竞争力，此外，AI 和组织的深度融合需要我们在 IT 和数据基建方面增投，这些都是短期利润承压的部分。

但如上述所说，研发、营销效率的提升、产品设计和供应链整合会带来巨大的成本节约。更重要的是，云台相机、麦克风、无人机等三大新品类，有望在未来一年内上市，从原来的“投入”转为“收入”，提升利润。

作为公司的管理层，我们面上在经营着公司的业绩，但实质经营的有三：

- 一是客户价值的挖掘和交付，及效率；
- 二是公司核心能力栈的变宽和变深；
- 三是核心人才的培养和梯队建设；

以上三点是业绩的因，种因得果。因此以上三点的投入优先于短期利润之上，换取长期的业绩和健康发展。

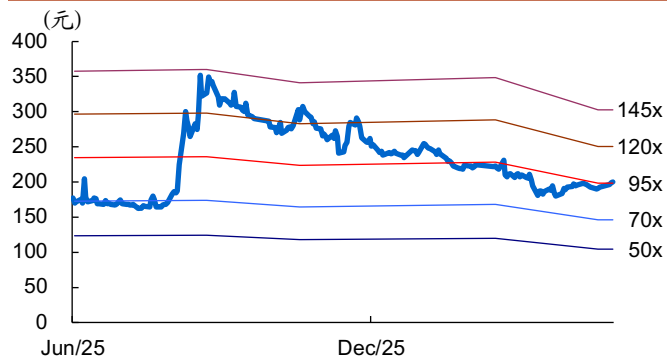
不求我们一帆风顺，但愿我们乘风破浪。

刘靖康

影石 Insta360 创始人

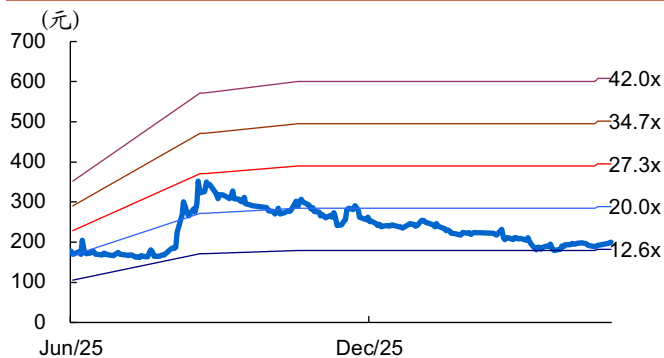
2026 年 4 月 27 日

图 5: 影石创新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 影石创新历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	4004	9782	12658	15590	19253
现金	280	1470	1583	1900	2513
交易性投资	905	3601	3601	3601	3601
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	203	319	492	665	866
其它应收款	91	85	130	176	230
存货	1000	2919	4709	6349	8268
其他	1525	1388	2143	2899	3775
<b>非流动资产</b>	1017	1354	1546	1691	1800
长期股权投资	10	18	18	18	18
固定资产	176	446	649	803	919
无形资产商誉	15	34	31	28	25
其他	816	856	848	842	837
<b>资产总计</b>	<b>5021</b>	<b>11135</b>	<b>14204</b>	<b>17281</b>	<b>21053</b>
<b>流动负债</b>	1791	4672	6968	8920	11115
短期借款	0	123	248	175	0
应付账款	1197	3251	5244	7070	9207
预收账款	88	342	552	745	970
其他	506	956	924	930	938
<b>长期负债</b>	49	615	615	615	615
长期借款	0	0	0	0	0
其他	49	615	615	615	615
<b>负债合计</b>	<b>1840</b>	<b>5286</b>	<b>7583</b>	<b>9535</b>	<b>11729</b>
股本	360	401	401	401	401
资本公积金	191	1845	1845	1845	1845
留存收益	2630	3555	4326	5450	7025
少数股东权益	0	47	48	50	52
归属于母公司所有者权益	3181	5802	6572	7696	9272
<b>负债及权益合计</b>	<b>5021</b>	<b>11135</b>	<b>14204</b>	<b>17281</b>	<b>21053</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1172	1386	584	1136	1734
净利润	995	886	1012	1429	2006
折旧摊销	32	68	120	168	204
财务费用	(14)	2	85	210	285
投资收益	(33)	(50)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	244	612	(553)	(591)	(680)
其它	(51)	(134)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1694)	(2547)	(233)	(233)	(233)
资本支出	(150)	(320)	(313)	(313)	(313)
其他投资	(1544)	(2226)	80	80	80
<b>筹资活动现金流</b>	(18)	2331	(239)	(586)	(888)
借款变动	252	268	87	(73)	(175)
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	1	1654	0	0	0
股利分配	(306)	(144)	(241)	(303)	(428)
其他	36	511	(85)	(210)	(285)
<b>现金净增加额</b>	<b>(540)</b>	<b>1170</b>	<b>113</b>	<b>317</b>	<b>614</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	5574	9741	15011	20311	26450
营业成本	2665	5286	8527	11496	14971
营业税金及附加	46	48	74	100	130
营业费用	826	1679	2552	3351	4232
管理费用	253	362	525	711	926
研发费用	777	1530	2327	3128	4047
财务费用	(19)	53	85	210	285
资产减值损失	(45)	(68)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	2	15	10	10	10
其他收益	42	60	40	40	40
投资收益	33	50	30	30	30
<b>营业利润</b>	1058	842	952	1345	1890
营业外收入	6	12	10	10	10
营业外支出	5	15	5	5	5
<b>利润总额</b>	1059	840	957	1350	1895
所得税	64	(47)	(55)	(78)	(111)
少数股东损益	0	(42)	1	1	2
<b>归属于母公司净利润</b>	995	929	1011	1427	2004

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	53%	75%	54%	35%	30%
营业利润	13%	-20%	13%	41%	40%
归母净利润	20%	-7%	9%	41%	40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.2%	45.7%	43.2%	43.4%	43.4%
净利率	17.8%	9.5%	6.7%	7.0%	7.6%
ROE	37.1%	20.7%	16.3%	20.0%	23.6%
ROIC	36.1%	20.6%	17.1%	22.3%	26.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.6%	47.5%	53.4%	55.2%	55.7%
净负债比率	0.4%	1.4%	1.7%	1.0%	0.0%
流动比率	2.2	2.1	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.7	1.5	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4
存货周转率	3.6	2.7	2.2	2.1	2.0
应收账款周转率	37.4	37.3	37.0	35.1	34.5
应付账款周转率	3.2	2.4	2.0	1.9	1.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.48	2.32	2.52	3.56	5.00
每股经营净现金	2.92	3.46	1.46	2.83	4.32
每股净资产	7.93	14.47	16.39	19.19	23.12
每股股利	0.36	0.60	0.76	1.07	1.50
<b>估值比率</b>					
PE	80.7	86.4	79.4	56.3	40.1
PB	25.2	13.8	12.2	10.4	8.7
EV/EBITDA	81.4	92.0	74.6	50.1	36.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。