

漫步者 (002351.SZ)

专注音频领域二十余年, TWS 耳机迎来收获期

核心观点:

- **TWS 耳机持续高增长, 众品牌百花齐放。**Counterpoint 估计 2019 年全球 TWS 耳机销量约 1.29 亿部 (不含白牌), 同比增长 160%, 2020 年有望达到 2.3 亿部, 同比增长 92%; 我们认为, 随着降噪等功能升级推动 TWS 耳机应用场景多元化, 维持高增长; 从竞争格局来看, AirPods 成为苹果最畅销配件, 以漫步者、索尼为代表的音频公司在降噪、音质和操控方面占有优势, 尤其是漫步者的成长明显。根据近期产业链了解到的情况, 今年四季度 iPhone 较大概率取消有线耳机的标配, 我们看好苹果的引领效应, 有望带动其他手机厂商加速推广 TWS 耳机。
- **漫步者: 深耕音频领域二十余年, TWS 耳机迎来收获期。**漫步者创立于 1996 年, 深耕音频领域二十余年, TWS 耳机的产品线价格集中在百元级的价位段, 子品牌包括声迈系列和 VOLONA 系列, 以及漫步者 TWS1~TWS5 系等, 我们认为, 在千元价位段苹果的 AirPods 几乎处于垄断地位, 与其强大的性能和“果粉”的购买力有关, 但 1000 元以下的百元级耳机的用户群更看重 TWS 的性价比, 因此传统电声品牌漫步者的竞争力较强, TWS 耳机有望迎来收获期。
- **盈利预测与评级。**我们看好漫步者的 TWS 耳机迎来收获期, 预计公司 20~22 年 EPS 分别为 0.60/0.90/1.21 元/股, 对应 PE 为 35/23/17 倍。对比当前同行业公司估值水平, 再考虑到预计公司 2020~2021 年连续两年的高增速, 我们给予公司 2020 年 42X 的 PE 估值, 对应合理价值为 25.12 元/股, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**TWS 耳机渗透率不及预期; 产品价格下滑的风险; 新技术渗透不及预期的风险; 产品市场接受度不及预期的风险。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	881	1,243	2,845	3,977	5,367
增长率 (%)	-2.2	41.1	128.9	39.8	34.9
EBITDA (百万元)	87	221	667	983	1,337
归母净利润 (百万元)	53	123	532	801	1,075
增长率 (%)	-54.2	130.0	333.1	50.6	34.2
EPS (元/股)	0.09	0.21	0.60	0.90	1.21
市盈率 (P/E)	55.09	108.62	34.86	23.15	17.24
市净率 (P/B)	1.65	7.14	6.90	5.32	4.06
EV/EBITDA	32.03	59.89	27.24	17.87	12.54

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

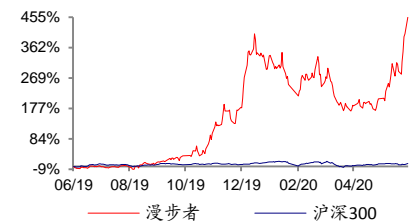
公司评级

公司评级	买入
当前价格	20.85 元
合理价值	25.12 元
报告日期	2020-06-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	889.15/456.92
总市值/流通市值 (百万元)	18538.73/9526.71
一年内最高/最低 (元)	28.55/5.17
30 日日均成交量/成交额 (百万)	44.58/959.27
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	56.20/98.38

相对市场表现



分析师:



许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:



王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-60750632

分析师:



彭雾



SAC 执证号: S0260519030001



021-60750604



pengwu@gf.com.cn

请注意, 许兴军、彭雾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、TWS 耳机持续高增长，众品牌百花齐放.....	4
（一）AIRPODS 引领潮流，TWS 耳机高增长.....	4
（二）降噪和防水等功能升级推动 TWS 耳机应用场景多元化。.....	5
（三）手机品牌和独立电声品牌各具优势，国内独立电声品牌漫步者成长明显	7
二、漫步者：深耕音频领域二十余年，TWS 耳机布局迎来收获期.....	10
（一）漫步者：深耕音频领域二十余年，行业领先企业.....	10
（二）传统音频经验丰富，TWS 耳机各产品线齐发力.....	11
（三）其他产品：英语模考耳机先发迈入教育市场	13
三、盈利预测与投资建议.....	13
四、风险提示	15

图表索引

图 1: AirPods Pro 与 iOS 无缝配对.....	4
图 2: 2019 年单季度 TWS 耳机出货量 (万部)	4
图 3: 2019 年单季度 TWS 耳机市场规模和 ASP	4
图 4: 安卓 TWS 出货量 (百万台) 有望持续增加	5
图 5: 全球 TWS 耳机出货量 (万台)	5
图 6: TWS 耳机应用场景	5
图 7: 主动降噪的工作原理	6
图 8: 汗水和雨水会对耳机造成损耗	6
图 9: 真无线耳机功能趋势	7
图 10: 降噪市场同比高速增长	7
图 11: 4Q2019TWS 耳机市占率分布 (按出货量)	7
图 12: 4Q2019TWS 耳机市占率分布 (按销售额)	7
图 13: 全球 TWS 耳机 3 月出货量	7
图 14: 三星 TWS 耳机市占率保持在 TOP3	8
图 15: 知名品牌 TWS 耳机报价区间数量 (个)	9
图 16: 2015-2020Q1 漫步者营收和归母净利润	10
图 17: 2010-2019 年漫步者营收结构占比变化	10
图 18: 漫步者研发费用占主营的比例	11
图 19: 漫步者在音频领域的优势	11
图 20: 漫步者产品品类	12
图 21: 漫步者 TWS NB2	12
图 22: 漫步者英语模考耳机	13
表 1: 蓝牙 5.0 与蓝牙 4.0 和 WIFI 对比	4
表 2: 三星 TWS 耳机产品	8
表 3: 华为 Freebuds 系列产品	8
表 4: 小米主要 TWS 耳机产品	8
表 5: 独立电声品牌部分主流 TWS 耳机	9
表 6: 漫步者营收拆分 (百万元)	14
表 7: 漫步者 2020 年净利润对于耳机增速和毛利率的敏感性分析 (金额单位: 百万元)	14
表 8: 可比公司估值表	15

一、TWS 耳机持续高增长，众品牌百花齐放

（一）Airpods 引领潮流，TWS 耳机高增长

TWS (True Wireless Stereo) 即真正无线立体声，实现对传统有线耳机的颠覆。无线化是音频终端的发展趋势，从技术上来说，TWS是指手机通过连接主耳机，再由主耳机通过蓝牙连接至副耳机组成的立体声系统，实现真正的蓝牙左右声道无线分离使用。TWS耳机的左右两只耳塞无需线缆连接即可独立工作，并且配有的充电盒子使得其在使用便利性和续航方面有了极大提升。

蓝牙技术5.0普及、无孔化大趋势及无缝配对交互体验进一步提升用户无线体验，助推TWS耳机成为爆品。随着旗舰手机逐渐取消3.5mm接口以便实现轻薄化的趋势，续航、传输、音质、价格等痛点得到了改善。再加上专业的声学拾音技术、智能降噪技术&AI算法降噪技术和智能语音交互服务等，可提供多场景下的完美用户体验，对整个TWS耳机市场的放量带来了巨大的成长空间。

表1: 蓝牙5.0与蓝牙4.0和WIFI对比

产品	蓝牙4.0	WIFI	蓝牙5.0
频段/GHz	2.4	2.4	2.4
通讯范围/公尺	20-40	20-200	20-300
发射功率	低	高	低
待机功耗	低	高	低
传输速度/Mbps	1	11-150	2
安全性	高	低	高
相互干扰	低	高	低
成本	低	高	低
主要应用范围	中	广	广

数据来源: EEfocus, 广发证券发展研究中心

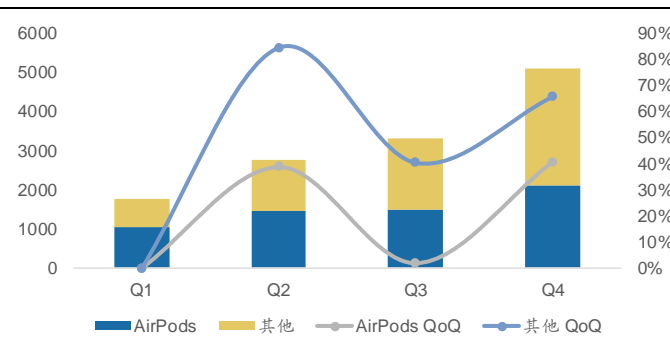
图 1: AirPods Pro与iOS无缝配对



数据来源: 苹果官网, 广发证券发展研究中心

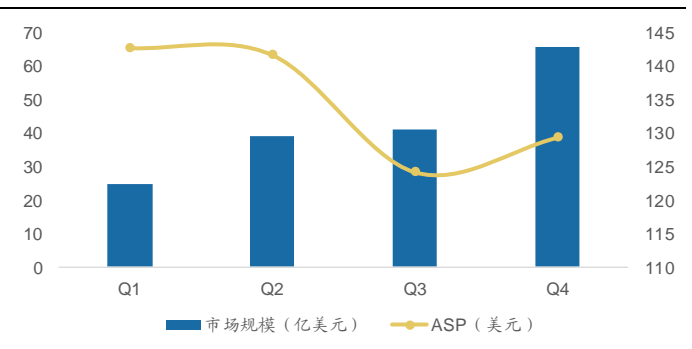
Airpods成为苹果最畅销配件，保持市场领先地位。Counterpoint估计2019年全球TWS耳机销量约1.29亿部（不含白牌），同比增长160%，其中AirPods销量约6000万，市场份额稳定在50%左右，与其最接近的竞争对手三星和小米分别占有不到10%的份额；单季度来看，随着2019年3月份AirPods 2的发布，出货量提升明显，AirPods Pro的发布则带动四季度出货量再次站上新台阶。

图 2: 2019年单季度TWS耳机出货量（万部）



数据来源: Counterpoint, 广发证券发展研究中心

图 3: 2019年单季度TWS耳机市场规模和ASP

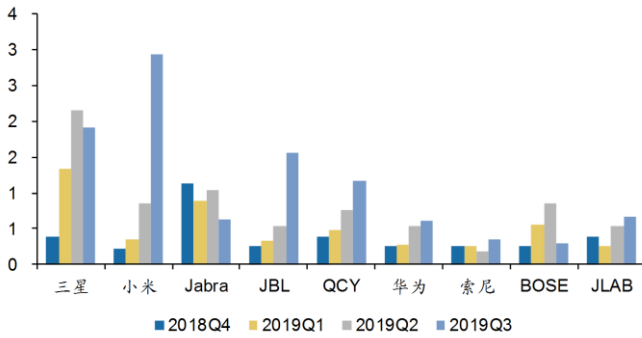


数据来源: Counterpoint, 广发证券发展研究中心

中长期安卓端出货量有望全面提升。随着安卓系在价格上的优势与体验度上的提升，

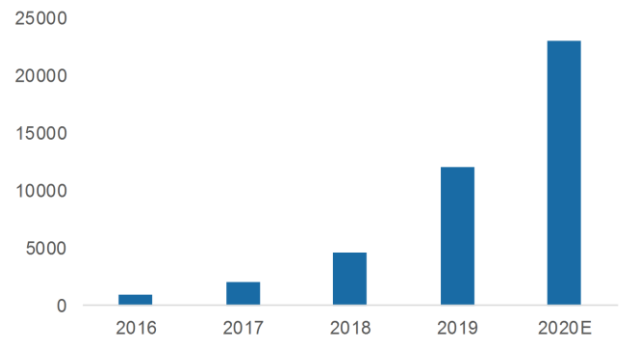
凭借其更大的市场基数和产品层级优势，其出货量将迎来快速增长。根据 Counterpoint 的预测，2020 年全球 TWS 耳机销量有望达到 2.3 亿部，同比增长 92%；中长期维度而言，我们认为随着安卓系 TWS 耳机有望通过搭配销售、协同降价等方式，匹配率随之提高，按照华为、小米、OPPO 和 Vivo 每年出货量约 6 亿部进行测算，我们假设匹配度达到 50%（参考 AirPods 2020 年接近 50% 的匹配度，约 1.9 亿部 iPhone 和 9000 万套 AirPods），则对应 TWS 耳机为 3 亿部。

图 4：安卓 TWS 出货量（百万台）有望持续增加



数据来源：Counterpoint，广发证券发展研究中心

图 5：全球 TWS 耳机出货量（万台）



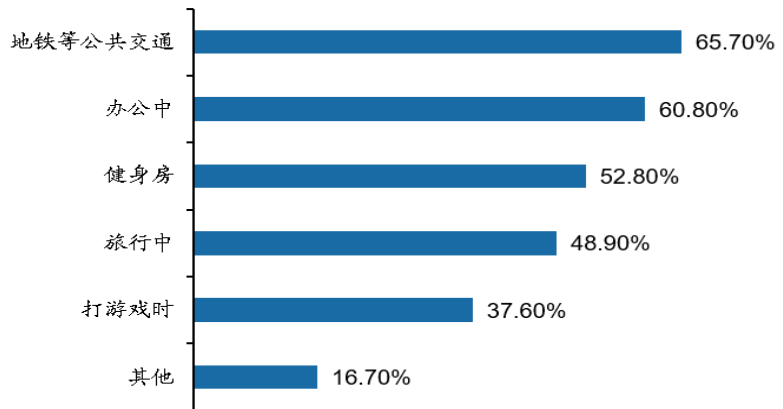
数据来源：Counterpoint，广发证券发展研究中心

（二）降噪和防水等功能升级推动 TWS 耳机应用场景多元化

1. 引入主动降噪功能，用户体验优化

消费者在选择 TWS 耳机时考虑的重要因素之一是耳机的降噪功能。更智能的降噪设计能使耳机使用者在如公交地铁、办公场所、健身房等常见应用场景中免受噪音干扰，享受更优质的通话和音乐质量，让使用者拥有更好的体验。

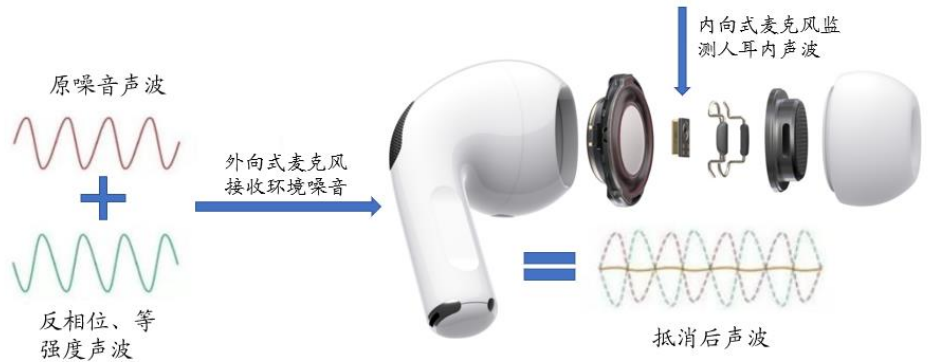
图 6：TWS 耳机应用场景



数据来源：速途研究院，广发证券发展研究中心

引入主动降噪功能，用户体验优化。被动式降噪主要通过包围耳朵形成封闭空间，或者采用硅胶耳塞等隔音材料来阻挡外界噪声。通俗点讲，一般头戴式耳机或者入耳式耳塞都有被动降噪功能。主动降噪功能就是通过硬件降噪系统产生与外界噪音相等的反向声波，将噪音中和，从而实现降噪的效果。此外，高通 CSR 芯片具有软件降噪技术，也叫 CVC 降噪，利用蓝牙耳机内部的芯片，把通话麦克风接收到的信号进行滤波处理，把外界的风噪等降低，主要在打电话的时候起作用。

图 7: 主动降噪的工作原理



数据来源: 旭日大数据, 广发证券发展研究中心

2. 防水功能满足了TWS消费者的户外佩戴需求, 减少雨水和汗水对耳机的损耗

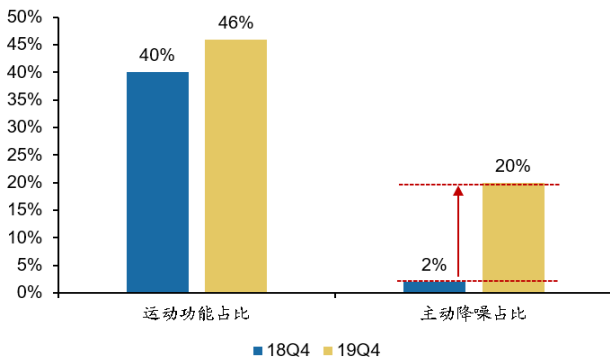
TWS耳机实现了真正的耳机无线化, 大幅拓宽了耳机的应用场景。TWS的设计更加贴合耳形, 耳机即使在高强度运动下也不容易掉落。另外, 耳机的重量也在减轻, 使用者佩戴耳机的时间延长。TWS应用场景的多元化对耳机的防汗防水功能提出了更高的要求。目前部分中高端TWS耳机会采用IPX4或IPX5的防水等级。IPX4防水级别可以保证液体由任何方向泼到耳机不造成伤害影响, 而IPX5防水等级可以保证耳机用水冲洗无任何伤害。有了IPX5防水, 佩戴者可以放心在雨天出行, 或者佩戴耳机跑步、健身也不会对耳机造成侵蚀。

图 8: 汗水和雨水会对耳机造成损耗



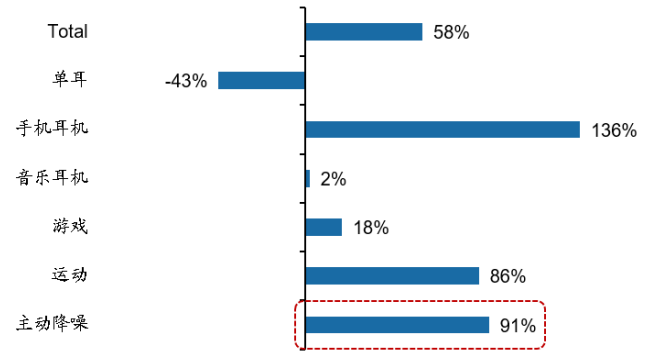
数据来源: ZOL, 广发证券发展研究中心

图 9：真无线耳机功能趋势



数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

图 10：降噪市场同比高速增长

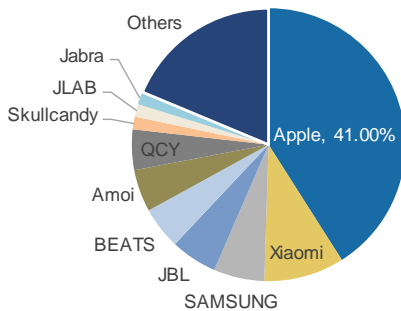


数据来源：GFK，广发证券发展研究中心

（三）手机品牌和独立电声品牌各具优势，国内独立电声品牌漫步者成长明显

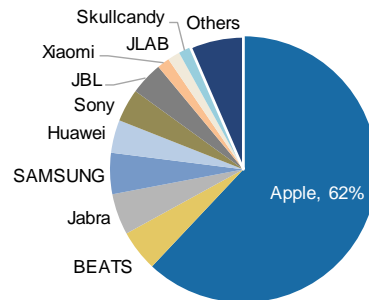
Airpods成为苹果最畅销配件，国内独立电声品牌漫步者成长明显。Counterpoint估计2019年全球TWS耳机销量约1.29亿部（不含白牌），同比增长160%，其中AirPods销量约6000万，市场份额稳定在50%左右；从旭日大数据公布的2020年3月销量来看，漫步者成长为全球份额第六的TWS耳机品牌，单月出货占比达到4%。

图 11：4Q2019TWS耳机市占率分布（按出货量）



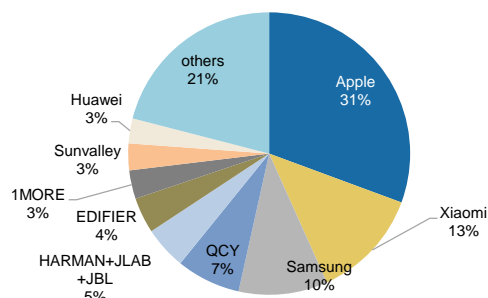
数据来源：Counterpoint，广发证券发展研究中心

图 12：4Q2019TWS耳机市占率分布（按销售额）



数据来源：Counterpoint，广发证券发展研究中心

图 13：全球TWS耳机3月出货量



数据来源：旭日大数据，广发证券发展研究中心




安卓品牌TWS耳机价格下沉，渗透率持续提升。安卓系手机厂商已逐步克服蓝牙连接、功耗问题，TWS耳机价格下沉至千元以下，从2019年单季度的出货情况来看，三星、小米、华为等终端厂的出货量环比提升明显。

表2: 三星TWS耳机产品

型号	Gear IconX	Gear IconX 2018	Galaxy buds
外观			
发布时间	2016年6月	2017年10月	2019年2月
价格	1300元	1299元	880元
蓝牙	4.2	4.2	5
单只耳机重量	6.3g	8g	5.6g
单次充电通话时长	1.6h	5h	6h
配合充电仓使用通话时长	5h	12h	12h

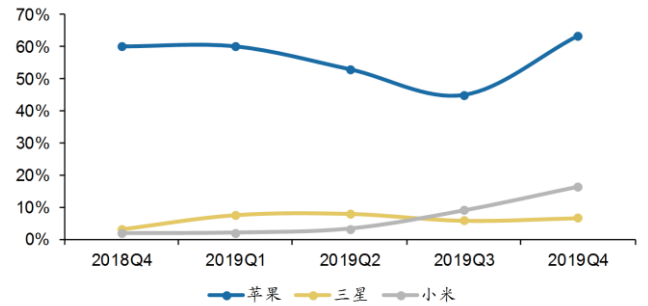
数据来源: 三星官网, 广发证券发展研究中心

表3: 华为Freebuds系列产品

	FreeBuds	FreeBuds 2 Pro	FreeBuds 3
产品外观			
发布时间	2018.04	2018.12	2019.09
官方售价	799元	999元	1199元
技术规格	蓝牙 4.2	蓝牙 5.0	蓝牙 5.1
亮点	双击控制, 召唤语音助手 动圈+动铁声学设计 采用 ENC 环境降噪	骨声纹 ID 识别 智能触摸控制 无线充电	自研麒麟A1芯片 骨声纹 ID 识别 智能触摸控制 无线充电
单次充电通话时长	3h	2.5h	4h
配合充电仓使用通话时长	10h	15h	20h

数据来源: 华为官网, 广发证券发展研究中心

图 14: 三星TWS耳机市占率保持在TOP3



数据来源: Counterpoint, 广发证券发展研究中心

表4: 小米主要TWS耳机产品

	Airdots 青春版	小米 Air	小米 Air 2
发布时间	2018.11	2019.01	2019.09
官方售价	199元	399元	399元
技术规格	蓝牙 5.0	蓝牙 4.2	蓝牙 5.0
单只耳机重量	4.2g	5.8g	4.6g
亮点	自动连接配对 内置触控面板 双声道立体通话降噪	左右耳机可自由切换; 自动感应, 一摘即停	KWS有限语音命令方案 双麦SVE降噪技术 LHDC高清音质
单次充电通话时长	4h	3h	4h
配合充电仓使用通话时长	12h	12h	14h

数据来源: 小米官网, 广发证券发展研究中心

以索尼、漫步者为代表的音频公司在降噪、音质和操控方面占有优势。以索尼、海森海塞尔和万魔为代表的传统音频厂商, 拥有十分深厚的技术底蕴。索尼作为全能型发展典范, 每一款TWS耳机都消费群体目标明确。索尼WF-SP900支持最高规格的防水、索尼WF-SP700则主打运动、索尼WF-1000X主打降噪, 而且索尼更是推出了Xperia EarDuo探索性产品。小鸟TRACK Air+的降噪采用了独立的专业ADAU1787数字降噪芯片, 有出色外观设计和小巧体积, 在连接速度、稳定性、延时表现等方面都和WF-1000XM3处于同一水平, 支持无线充电和IPX4级防水, 使用体验更佳。

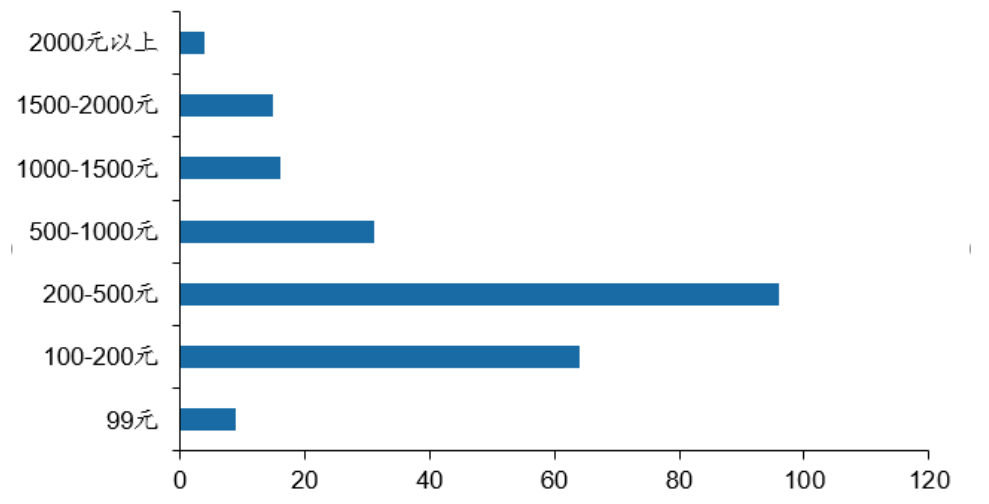
表5: 独立电声品牌部分主流TWS耳机

品牌	Jabra	Beats	JBL	1MORE	漫步者
产品外观					
耳机名称	Elite 65t	Powerbeats Pro	T280TWS	Stylish	LolliPods
芯片方案	/	Apple H1	/	高通 QCC3020	高通 QCC3020
蓝牙	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
续航时间	5h	9h	4H	6.5h	6h
有效距离	10m	/	/	10m	10m
防水性能	IPX6	/	IPX5	/	IPX4
售价/元	899	898	598	499	188

数据来源: ZOL, 广发证券发展研究中心

百元以上千元以内的TWS耳机产品百花齐放。苹果AirPods售价超过1200元, 华为、小米等厂商的TWS耳机价格已实现 100-1000元价格区间的全覆盖。根据我们对ZOL网站上235个TWS耳机报价统计, 100-500元区间的 TWS 耳机型号达160余款, 占比高达68%。价格的下降使得不少消费者开始尝鲜TWS蓝牙耳机, 对整个市场放量带来了重大利好。其中平价电声品牌漫步者表现亮眼。漫步者的 LolliPods、TWS1、TWS2等TWS耳机类别产品在京东、淘宝、拼多多等电商App上的销量都持续靠前, 凭借较高的性价比、具有设计感的外形等因素深受消费者喜爱。

图 15: 知名品牌TWS耳机报价区间数量 (个)



数据来源: ZOL, 广发证券发展研究中心

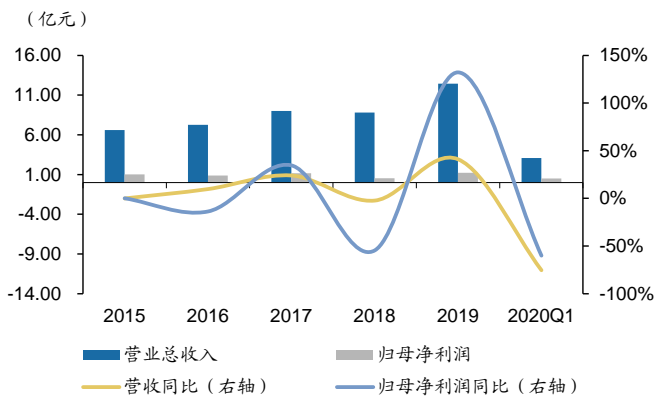
二、漫步者：深耕音频领域二十余年，TWS 耳机布局迎来收获期

（一）漫步者：深耕音频领域二十余年，行业领先企业

漫步者创立于1996年，在2010年于深交所上市。其产品涵盖多媒体音箱、耳机、汽车音响、专业音响等四大品类上百种型号。漫步者以“秉工匠精神，以声音赋能”为企业使命，深耕传统电声领域，已在多媒体音箱品牌中处于领军地位。另外，漫步者已经布局TWS耳机业务多年，利用其研发优势，迅速开发数款新产品，及时抓住了TWS耳机爆发增长的机遇。

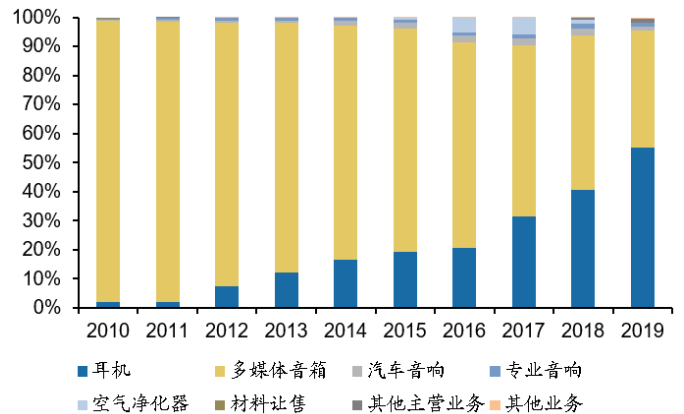
漫步者主营耳机和多媒体音箱，多年来“EDIFIER漫步者”品牌已成为优质多媒体音箱及耳机的代名词，国内市场销量遥遥领先。漫步者正在逐年提高业务中毛利率较高的耳机产品的比例，耳机业务的营收占总体从2010年的2%逐步提升到2019年的55%，推动漫步者的净利润迅速提升，2019年归母净利润同比增长130%。其中，TWS耳机业务给漫步者带来了6.8亿元的营业总收入，同比增长91.27%。

图 16: 2015-2020Q1 漫步者营收和归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

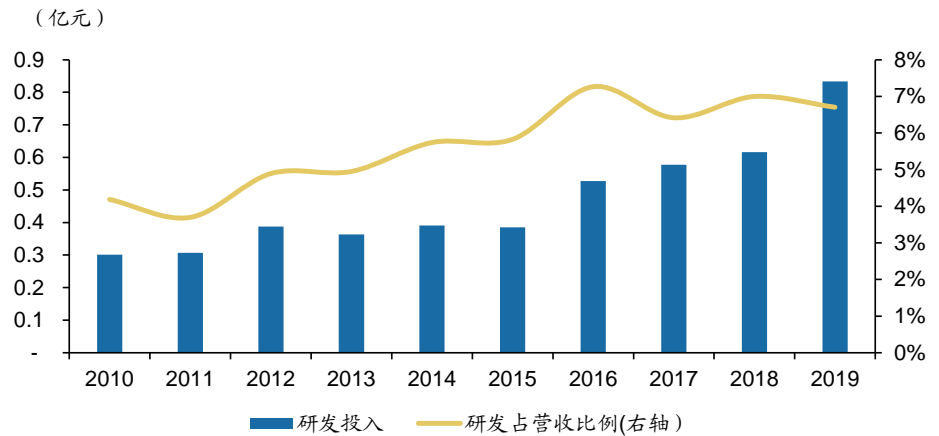
图 17: 2010-2019年漫步者营收结构占比变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

漫步者拥有较强的研发、技术和工业设计能力，主打高性价比的高品质音频产品。自上市以来，漫步者的研发支出和研发占营收比例稳步提高，2019年研发投入总额8,331万元，占营收的6.7%，相较于2018年增加2,170万元，增幅35%。研发支出主要用于智能云音响、智能语音耳机、TWS耳机和教育耳机的研发，成效显著。截止2019年12月31日，漫步者已拥有有效授权专利184个，技术积累深厚。

图 18: 漫步者研发费用占主营的比例



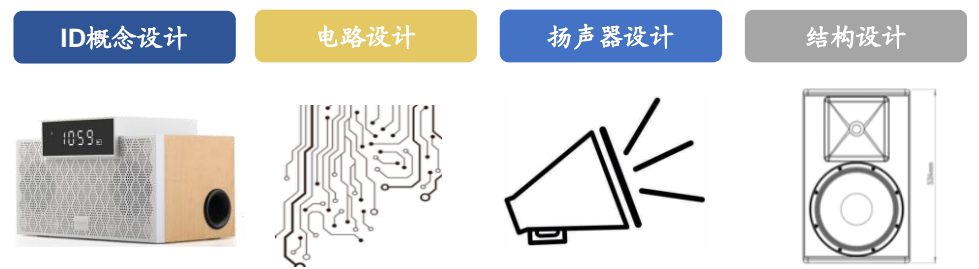
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 传统音频经验丰富, TWS 耳机各产品线齐发力

1. 传统音频经验丰富, 为TWS耳机产品提供助力

漫步者拥有较强的设计研发能力, 传统电声领域丰富的经验有望复制至TWS耳机产品。目前中国已成为世界最大的电声设备生产国与出口国, 但是国内的电声企业主要为国外电声企业提供OEM, 在产品自主研发设计方面比较薄弱, 具有核心品牌以及设计研发能力的公司较少。漫步者专注重音频产品开发已形成包含产品ID概念设计、电路设计、扬声器设计、结构设计等较为全面稳定的核心研发团队, 通过多年积累已形成了一套能够把ID概念设计的艺术化造型与声学系统有机结合、功放电路与扬声器合力调校匹配、性价比较高的产品最优化技术方案。

图 19: 漫步者在音频领域的优势

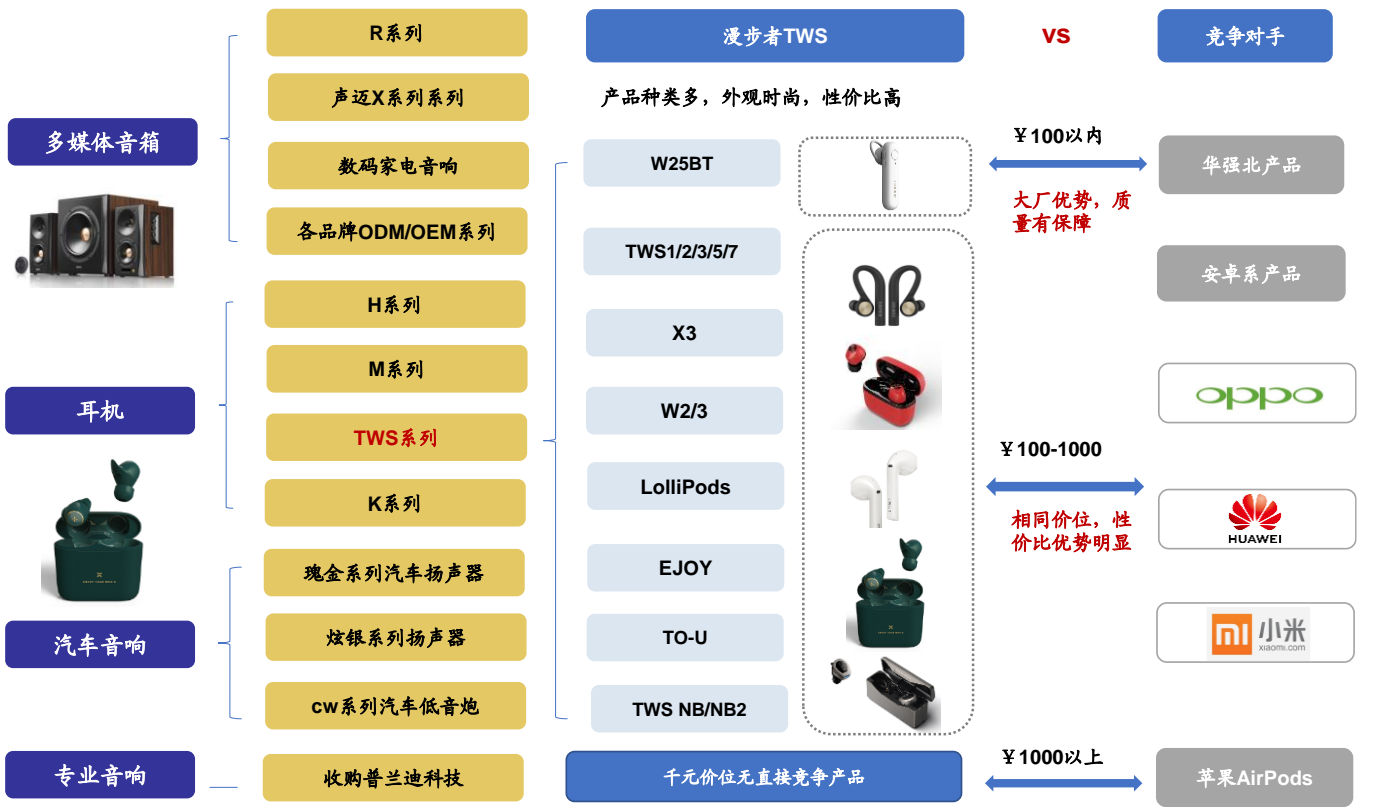


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2. 产品品类齐全, 性价比高, 在各价格段竞争力强

漫步者TWS耳机产品线齐全, 在各价格段竞争力强。漫步者推出了多款TWS高性价比产品如TWS NB1、LolliPods、TWS1、TWS5等, 例如公司的声迈系列类似红米的概念, 主打低端强调性价比, 价格段在49-499元; VOLONA系列属于中性偏女性的时尚品牌, 价格段在99-999元; 以及漫步者的TWS1~TWS5系列, X系列真无线音乐耳机等。我们认为, 在千元价位段苹果的AirPods几乎处于垄断地位, 与其强大的性能和“果粉”的购买力有关, 但1000元以下的百元级耳机的用户群主要更看重TWS的性价比, 因此传统电声品牌漫步者的竞争力较强。

图 20: 漫步者产品品类



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

漫步者在此次6.18发布新产品TWS NB2，百元耳机的价格做到了千元耳机的体验。TWS NB2的预售价格499元，外形上，TWS NB2采用三点固定支撑结构、倾斜入耳方式，使耳塞完美贴合耳廓，不易掉落；音质上，TWS NB2采用高品质10mm动圈驱动单元，来达到二级最优目标听音曲线；设计上，耳机在耳柄内嵌入红外光感，佩戴者摘下耳机自动停止播放；防水防尘方面，IPX5级抵抗汗水和雨水的侵蚀。

图 21: 漫步者TWS NB2



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3. 从国内强势拓展到海外市场

商标注册：“漫步者”、“EDIFIER”商标注册八十多个国家，包括德国、英国、法

国、意大利、美国、加拿大、日本、澳大利亚、俄罗斯、墨西哥等。

销售：中国以外，漫步者在欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲、非洲及亚洲等其他区域构建了销售渠道，共有50家境外区域独家总经销商。迄今为止，覆盖全面并且不断延展的国际销售网略已使公司产品渗透至50多个国家和地区。公司始终坚持与各地经销商共同成长，多年来形成了较为稳定、紧密的合作关系。

（三）其他产品：英语模考耳机先发迈入教育市场

英语模考耳机需求应运而生。不同于现场授课的无干扰环境，学生在家视频学习的环境往往被各种噪声干扰，漫步者耳机给学生保障了学生专注的学习状态，提高了学生学习的质量和效率。目前广东、江苏等十二省市的中高考英语考试中使用的耳机设备是漫步者K3000，而K6500完全复刻了K3000的录音系统和声音重放系统。于是在选择耳机时，家长和学生有购买K6500来准备英语考试的偏好。

图 22：漫步者英语模考耳机

多模切换 一机多用



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

漫步者的主营业务分5大类，其中“耳机”业务贡献主要业绩。

1. 耳机：

- (1) 随着TWS耳机行业的增长，公司陆续推出新款TWS耳机，包括主动降噪等新功能，占比提升带来公司TWS耳机业务增速高于行业增长，我们预计公司20~22年的TWS耳机业务快速增长，同时由于高毛利率的TWS耳机业务的占比提升，拉动耳机板块整体毛利率提升；
- (2) 由于去年公司的TWS耳机是从Q3开始放量，而其他业务增长缓慢，因此公司Q4的收入环比增量主要来自于TWS耳机，但由于受到疫情影响Q1的增速有所放缓，但同时我们看到3月份开始国内TWS耳机销量重回高增长，因此预计耳机业务全年实现营收约22亿元。

2. 多媒体音箱、汽车音响、专业音响：公司相对成熟的业务，每年维持约10%的增长，毛利率维持不变；

表6: 漫步者营收拆分 (百万元)

Million RMB	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	726	901	881	1,243	2,845	3,977	5,367
YoY	10%	24%	-2%	41%	129%	40%	35%
营业成本	483	590	605	804	1,742	2,358	3,168
毛利率	33%	34%	31%	35%	38.8%	40.7%	41.0%
耳机	151	282	358	684	2,230	3,300	4620
YoY	18%	87%	27%	91%	226%	48%	40%
营业成本	100	185	240	437	1,338	1,914	2,680
毛利率	34%	34%	33%	36%	40%	42%	42%
多媒体音箱	513	530	469	500	550	605	666
YoY	1%	3%	-12%	7%	10%	10%	10%
营业成本	352	361	335	335	369	406	446
毛利率	31%	32%	29%	33%	33%	33%	33%
汽车音响	16	23	20	20	20	20	20
YoY	23%	44%	-13%	0%	0%	0%	0%
营业成本	10	14	13	13	13	13	13
毛利率	38%	37%	35%	33%	33%	33%	33%
专业音响	8	11	15	16	18	19	21
YoY	14%	38%	36%	7%	10%	10%	10%
营业成本	4	7	9	10	11	12	14
毛利率	45%	40%	43%	35%	35%	35%	35%
其他业务	38	55	19	23	28	33	40
YoY	850%	45%	-65%	21%	20%	20%	20%
营业成本	17	23	9	9	10	13	15
毛利率	56%	57%	52%	62%	62%	62%	62%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们进一步针对公司2020年净利润对于耳机业务的增速和毛利率做了敏感性分析, 当2020年耳机业务的增速在180%-220%之间, 毛利率在36%-44%之间时, 公司2020年净利润有望在3.93亿元-6.78亿元之间波动。

表7: 漫步者2020年净利润对于耳机增速和毛利率的敏感性分析 (金额单位: 百万元)

2020 净利润的敏感性分析		耳机增速				
		180.0%	200.0%	220.0%	240.0%	260.0%
耳机毛利率	36.0%	393	415	437	459	481
	38.0%	432	456	481	506	530
	40.0%	470	497	525	552	579
	42.0%	508	538	569	599	629
	44.0%	547	579	612	645	678

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

我们看好漫步者的TWS耳机迎来收获期, 预计公司20~22年EPS分别为0.60/0.90/1.21元/股, 对应PE为35/23/17倍。对比当前同行业公司估值水平: 立讯精密和歌尔股份为TWS ODM厂商, 平均估值在38X, 今明两年的利润增速在30%~40%之间, 兆易创新为TWS存储芯片供应商, TWS 驱动 Nor flash 周期上行, 今年业绩对应88X; 考虑到预计漫步者2020~2021年连续两年的高增速, 我们给予公司2020年42X的PE估值, 对应合理价值为25.12元/股, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
立讯精密	002475.SZ	2574.2	47.9	66.4	88.3	53.7	38.7	29.1
歌尔股份	002241.SZ	741.2	12.8	19.6	26.3	57.9	37.8	28.2
兆易创新	603986.SH	927.4	6.1	10.6	14.0	152.8	87.8	66.0
平均						88.1	54.8	41.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: Wind一致盈利预测, 更新至2020.6.1

四、风险提示

TWS耳机渗透率不及预期; 产品价格下滑的风险; 新技术渗透不及预期的风险; 产品市场接受度不及预期的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,478	1,669	2,634	3,612	5,015	经营活动现金流	55	61	239	568	775
货币资金	171	136	569	1,131	1,979	净利润	46	122	532	801	1,075
应收及预付	99	183	313	441	593	折旧摊销	31	34	30	31	31
存货	281	459	830	1,111	1,498	营运资金变动	-27	-131	-356	-301	-389
其他流动资产	926	892	921	929	945	其它	4	36	33	37	57
非流动资产	511	547	537	527	515	投资活动现金流	9	-8	31	30	30
长期股权投资	19	0	0	0	0	资本支出	-45	-71	30	30	30
固定资产	381	419	399	378	357	投资变动	0	-10	0	0	0
在建工程	17	10	20	30	40	其他	53	73	1	0	0
无形资产	66	66	66	66	66	筹资活动现金流	-24	-73	163	-36	43
其他长期资产	28	53	53	53	53	银行借款	-2	1	178	-28	50
资产总计	1,989	2,217	3,171	4,139	5,530	股权融资	37	0	0	0	0
流动负债	182	315	648	765	1,032	其他	-60	-73	-15	-7	-7
短期借款	0	0	78	0	0	现金净增加额	39	-20	433	562	848
应付及预收	98	222	353	477	641	期初现金余额	58	96	136	569	1,131
其他流动负债	85	93	217	288	390	期末现金余额	96	77	569	1,131	1,979
非流动负债	12	26	126	176	226						
长期借款	8	9	109	159	209						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	3	16	16	16	16						
负债合计	194	341	774	940	1,257						
股本	595	593	889	889	889						
资本公积	761	754	754	754	754						
留存收益	457	521	1,053	1,854	2,929						
归属母公司股东权益	1,786	1,869	2,686	3,487	4,562						
少数股东权益	9	7	7	7	7						
负债和股东权益	1,989	2,217	3,171	4,139	5,530						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-2.2%	41.1%	128.9%	39.8%	34.9%
营业利润增长	-57.3%	151.0%	257.9%	54.7%	36.2%
归母净利润增长	-54.2%	130.0%	333.1%	50.6%	34.2%
获利能力					
毛利率	31.3%	35.3%	38.8%	40.7%	41.0%
净利率	5.2%	9.8%	18.7%	20.1%	20.0%
ROE	3.0%	6.6%	19.8%	23.0%	23.6%
ROIC	2.6%	16.8%	38.8%	50.8%	59.5%
偿债能力					
资产负债率	9.8%	15.4%	24.4%	22.7%	22.7%
净负债比率	0.5%	0.5%	6.0%	3.9%	3.8%
流动比率	8.10	5.30	4.06	4.72	4.86
速动比率	6.52	3.83	2.76	3.25	3.39
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.59	1.06	1.09	1.11
应收账款周转率	10.15	9.22	9.51	9.41	9.44
存货周转率	1.96	2.17	2.10	2.12	2.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.09	0.21	0.60	0.90	1.21
每股经营现金流	0.09	0.10	0.27	0.64	0.87
每股净资产	3.00	3.15	3.02	3.92	5.13
估值比率					
P/E	55.09	108.62	34.86	23.15	17.24
P/B	1.65	7.14	6.90	5.32	4.06
EV/EBITDA	32.03	59.89	27.24	17.87	12.54

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	881	1,243	2,845	3,977	5,367
营业成本	605	804	1,742	2,358	3,168
营业税金及附加	9	10	26	35	47
销售费用	90	101	199	293	389
管理费用	61	58	100	139	188
研发费用	62	83	142	199	268
财务费用	1	-2	4	7	27
资产减值损失	39	65	-80	-80	-100
公允价值变动收益	0	9	0	0	0
投资净收益	43	28	1	0	0
营业利润	62	156	559	865	1,179
营业外收支	-1	-1	50	50	50
利润总额	61	156	609	915	1,229
所得税	15	34	77	114	154
净利润	46	122	532	801	1,075
少数股东损益	-7	-1	0	0	0
归属母公司净利润	53	123	532	801	1,075
EBITDA	87	221	667	983	1,337
EPS (元)	0.09	0.21	0.60	0.90	1.21

广发证券电子元器件和半导体研究小组

许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富电子行业第一名。

王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。

余高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与歌尔股份(002241)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。