

2023年11月19日

漫步者 (002351.SZ)

音频行业知名品牌，积极拓展海外市场

◆ **专注于音频技术的研究开发与产品应用：** 公司以“秉工匠精神，以声音赋能”为企业使命，多年来专注于音频技术的研究开发与产品应用，目前已发展成为以音箱、耳机为核心产品，以精湛的电声技术、知名品牌、精细化管理、精良的制造工艺和产品品质而闻名业界的高新技术企业和行业领导品牌，公司拥有从产品创意到工业设计、产品研发、规模化生产、自主营销的专业团队，产品涵盖家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等若干品类数百种型号。依托于企业强大的新产品、新技术研发设计能力，全面而优秀的制造能力和精准的产品定位，公司旗下的“EDIFIER 漫步者”品牌的多款产品屡次荣获“红点设计奖”（Red Dot Design Awards）、“IF 产品设计奖”（iF Design Award）、“CES 产品设计与创新奖”（CES Design and Engineering Award），“EDIFIER 漫步者”品牌已成为优质音响及耳机的代名词，国内市场销量多年来遥遥领先，在业内有着极高的知名度和良好口碑。近几年，可穿戴市场发展呈现出几个趋势：（1）伴随着大数据服务的逐步成熟，健康检测类设备的使用体验在逐步提升，相应的用户数量也在不断增长；（2）人机交互作为重点突破方向，在体感交互、语音交互、眼球追踪交互、触觉交互等方面在快速发展；（3）伴随着技术的发展，可穿戴设备的品类也在快速扩容。公司作为知名音频品牌厂商，将有望受益于未来终端硬件持续创新带来的市场机遇。

◆ **公司积极拓展海外市场，以中国自主品牌的形象走向世界：** 如今，“漫步者”及“EDIFIER”商标已经在德国、英国、法国、意大利、美国、加拿大、日本、澳大利亚、俄罗斯、墨西哥等八十多个国家和地区注册了国际商标。公司组建了来自不同国家的产品研发、销售团队，搭建了一个将产品成功销售到全球的营销网络，产品销售已跻身全球同行业前列。本公司在发展音频领域的同时，积极开拓其他新兴领域。2015年与 Lifa Air Limited 及 Oy Lifa Air Ltd 共同投资设立的控股子公司东莞市利发爱尔空气净化系统有限公司正式成立，该公司主要从事空气净化系统及其相关产品的研究、开发、生产和销售，自成立至今公司陆续推出了 LA 系列空气净化器、车载净化器、新风机、消毒机、加湿器和口罩等产品，逐步丰富了产品线。立足“自主品牌”的基本战略，持续加强品牌建设，适度扩大品牌的市场投入力度，增加市场份额。根据公司 2023 年 05 月 16 日发布的投资者调研纪要显示，公司一直密切关注高新技术和新科技的发展，在人工智能领域方面，未来法律政策允许的情况下，公司将依托自身在电子及声学领域的技术，持续探索与公司产品的融合。面对移动互联、AIoT 时代智能硬件技术更新快、产品迭代周期短、用户需求日益多样化的趋势，公司打造了一支专业化、国际化、兼具经验与活力的年轻研发团队，年轻管理者的理念及接受新科技的能力和反应速度都推动了公司的加速发展。

◆ **投资建议：** 我们预测公司 2023 年至 2025 年营收分别为 27.34 亿元、33.04 亿元、37.72 亿元，同比增速分别为 23.5%、20.8%、14.2%，归母净利润分别为 4.18 亿元、5.41 亿元、6.05 亿元，同比增速分别为 69.4%、29.5%、11.9%，对应的 PE 分别为 40.4 倍、31.2 倍、27.9 倍。考虑到在当下 AI 不断往端侧下沉的产业背景

公司快报

电子 | 消费电子组件III

投资评级

增持-A(首次)

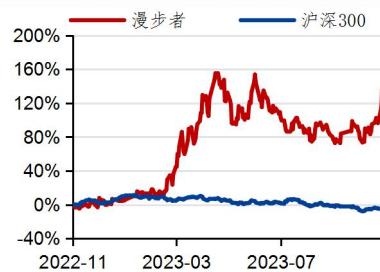
股价(2023-11-17)

18.99 元

交易数据

总市值 (百万元)	16,884.14
流通市值 (百万元)	9,497.28
总股本 (百万股)	889.11
流通股本 (百万股)	500.12
12 个月价格区间	21.67/8.60

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.06	21.5	121.55
绝对收益	14.88	15.79	115.41

分析师

孙远峰

SAC 执业证书编号: S0910522120001
sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王臣复

SAC 执业证书编号: S0910523020006
wangchenfu@huajinsc.cn

相关报告



下，终端硬件有望迎来新一轮发展机遇，公司是音频知名的终端品牌，同时也在持续开拓海外市场，首次覆盖，给予增持-A建议。

◆ **风险提示：**下游需求不景气、同业竞争加剧、新品研发不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,304	2,214	2,734	3,304	3,772
YoY(%)	19.1	-3.9	23.5	20.8	14.2
净利润(百万元)	316	247	418	541	605
YoY(%)	14.3	-21.9	69.4	29.5	11.9
毛利率(%)	32.4	33.0	36.3	34.9	32.7
EPS(摊薄/元)	0.35	0.28	0.47	0.61	0.68
ROE(%)	14.6	11.3	16.6	18.8	18.2
P/E(倍)	53.5	68.5	40.4	31.2	27.9
P/B(倍)	7.7	7.3	6.6	5.8	5.0
净利率(%)	13.7	11.1	15.3	16.4	16.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、考虑到TWS耳机等市场在经历过2022年的低迷后重新步入增长，公司也持续在增强产品布局。预计公司2023-2025年耳机业务营收同比增速分别为30.00%、25.00%、15.00%，毛利率分别为37.00%、35.00%、32.00%；

2、考虑到音响业务市场相对成熟，预计公司2023-2025年音响业务营收同比增速分别为10.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为35.00%、35.00%、35.00%；

3、考虑到汽车音响业务公司持续推进发展，预计公司2023-2025年该业务营收同比增速分别为10.00%、20.00%、30.00%，毛利率分别为35.00%、35.00%、35.00%；

4、考虑到公司持续拓展产品线，预计公司2023-2025年其他业务营收同比增速分别为20.00%、25.00%、30.00%，毛利率分别为30.00%、30.00%、30.00%。

表1：漫步者业务收入预测（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
耳机	1,196.06	1,507.02	1,462.33	1,901.03	2,376.29	2,732.73
同比 (%)		26.00%	-2.97%	30.00%	25.00%	15.00%
毛利率 (%)	31.70%	31.84%	31.94%	37.00%	35.00%	32.00%
音响	641.76	709.72	686.15	754.77	830.24	913.27
同比 (%)		10.59%	-3.32%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	33.10%	33.57%	35.40%	35.00%	35.00%	35.00%
汽车音响	19.05	20.38	10.12	11.13	13.36	17.37
同比 (%)		6.98%	-50.34%	10.00%	20.00%	30.00%
毛利率 (%)	28.81%	34.17%	34.86%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	77.31	66.55	55.80	66.96	83.70	108.81
同比 (%)		-13.92%	-16.15%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率 (%)	57.57%	32.41%	30.93%	30.00%	30.00%	30.00%
营收合计	1,934.18	2,303.67	2,214.40	2,733.89	3,303.59	3,772.17
同比 (%)		19.10%	-3.88%	23.46%	20.84%	14.18%
综合毛利率 (%)	33.17%	32.41%	33.00%	36.27%	34.87%	32.68%

资料来源：聚源，华金证券研究所

我们选取国内已上市的消费电子公司作为可比公司。传音控股是一家以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产及品牌运营的高新技术企业，业务集中在非洲、南亚、东南亚等新兴市场国家；国光电器是全球知名的电声制造厂商，成立至今一直从事电声、电子产品设计、生产、销售，目前产品覆盖了电声配件、扬声器单元、音响系统、数字功放、聚合物锂电池等；光峰科技是一家拥有原创技术、核心专利、核心器件研发制造能力的全球领先激光显示科技企业，致力于激光显示技术和产品的研究创新。2023-2025年可比公司PE的均值分别为48.7倍、33.3倍、24.2倍，漫步者的PE分别为40.4倍、31.2倍、27.9倍，2023年、2024年漫步者的PE低于可比公司均值。考虑到在当下AI不断往端侧下沉的产业背景下，终端硬件有望迎来新一轮发展机遇，公司是音频知名的终端品牌，同时也在持续开拓海外市场，首次覆盖，给予增持-A建议。

表 2: 可比公司估值 (亿元)

上市公司	总市值	归母净利润			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
传音控股	996	50.9	61.1	73.6	19.6	16.3	13.5
国光电器	75	1.9	2.6	3.5	39.2	29.0	21.2
光峰科技	139	1.6	2.5	3.7	87.3	54.7	37.8
均值					48.7	33.3	24.2
漫步者	169	4.2	5.4	6.1	40.4	31.2	27.9

资料来源: Wind 一致预期, 漫步者盈利预测来自华金证券研究所, 注: 股价为 2023 年 11 月 17 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)							
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2091	2286	2505	2929	3412	营业收入	2304	2214	2734	3304	3772	
现金	301	1293	1105	1527	1639	营业成本	1557	1484	1742	2152	2539	
应收票据及应收账款	223	190	320	296	407	营业税金及附加	17	19	22	20	23	
预付账款	8	5	11	9	14	营业费用	204	205	224	241	245	
存货	579	498	767	795	1049	管理费用	81	83	96	106	109	
其他流动资产	980	300	302	302	303	研发费用	136	140	159	162	170	
非流动资产	585	570	670	753	797	财务费用	2	2	-26	-29	-38	
长期投资	0	0	-1	-1	-2	资产减值损失	-21	-12	-11	-13	-15	
固定资产	421	406	513	606	657	公允价值变动收益	11	17	0	10	10	
无形资产	58	53	46	39	31	投资净收益	24	12	-0	10	15	
其他非流动资产	106	111	111	110	110	营业利润	385	304	506	659	734	
资产总计	2676	2856	3175	3683	4208	营业外收入	0	0	0	0	0	
流动负债	387	429	491	591	650	营业外支出	2	0	1	1	1	
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	383	303	505	658	733	
应付票据及应付账款	255	295	351	447	495	所得税	56	37	71	89	95	
其他流动负债	131	134	139	144	155	税后利润	327	267	435	570	637	
非流动负债	54	61	61	61	60	少数股东损益	12	20	17	29	32	
长期借款	8	5	5	5	4	归属母公司净利润	316	247	418	541	605	
其他非流动负债	46	56	56	56	56	EBITDA	419	312	509	669	741	
负债合计	441	489	552	652	710	主要财务比率						
少数股东权益	39	66	83	112	144	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
股本	889	889	889	889	889	成长能力						
资本公积	472	469	469	469	469	营业收入(%)	19.1	-3.9	23.5	20.8	14.2	
留存收益	846	933	1085	1296	1533	营业利润(%)	17.9	-21.1	66.7	30.2	11.3	
归属母公司股东权益	2196	2301	2541	2919	3355	归属于母公司净利润(%)	14.3	-21.9	69.4	29.5	11.9	
负债和股东权益	2676	2856	3175	3683	4208	获利能力						
现金流表(百万元)						毛利率(%)	32.4	33.0	36.3	34.9	32.7	
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E		净利率(%)	13.7	11.1	15.3	16.4	16.0	
经营活动现金流	281	408	110	668		ROE(%)	14.6	11.3	16.6	18.8	18.2	
净利润	327	267	435	570		ROIC(%)	14.4	10.0	15.7	18.1	17.6	
折旧摊销	44	47	40	49		偿债能力						
财务费用	2	2	-26	-29		资产负债率(%)	16.5	17.1	17.4	17.7	16.9	
投资损失	-24	-12	0	-10		流动比率	5.4	5.3	5.1	5.0	5.2	
营运资金变动	-119	150	-339	98		速动比率	3.9	4.1	3.5	3.6	3.6	
其他经营现金流	50	-46	0	-10		营运能力						
投资活动现金流	22	685	-140	-113		总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	
筹资活动现金流	-184	-171	-157	-133		应收账款周转率	10.4	10.7	10.7	10.7	10.7	
每股指标(元)						应付账款周转率	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4	
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.28	0.47	0.61		估值比率						
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.46	0.12	0.75		P/E	53.5	68.5	40.4	31.2	27.9	
每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.59	2.86	3.28		P/B	7.7	7.3	6.6	5.8	5.0	
						EV/EBITDA	37.5	49.4	30.6	22.8	20.4	

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn