

➤ **公司作为国内领军的综合音频品牌厂商，以耳机为核心打造音频交互产品矩阵。** 经过 23 年的行业深耕，公司已形成针对于不同细分市场的品牌布局，构筑起了强大的市场竞争壁垒与核心竞争力。公司产品分为耳机，多媒体及家用音响，汽车音响，麦克风，电竞外设五大类，涵盖大部分音频设备的使用场景，构建了上百种型号的产品体系，全方位满足用户需求。截至 2023 上半年公司 TWS 耳机国内市占率达 12%。其余耳机类产品涵盖教育类产品耳机，电竞耳机等。

➤ **耳机有望成为大模型时代战略地位提升显著的终端，公司卡位优势突出。** 我们认为大模型走向终端趋势已经明确显现，耳机作为终端应用落地的重要载体战略地位空前提升。耳机作为人工智能终端具有广泛普及性和适应自然语言处理的优势。我们对耳机升级路径预判：蓝牙配件-WiFi 联网-移动信号联网，最终成为随时随地可以使用的独立的智能助理。

➤ **AI 原生耳机作为新品类或将带来新一轮硬件更新潮，从而打开利润空间。** 基于 AI 及大模型终端化的演变逻辑，TWS 耳机下一步的硬件迭代必然需要更新相应的计算或通讯单元，以满足软件部分的需要。由此，TWS 耳机的售价预计将有较大幅度的上调。同时 AI 原生耳机作为全新品类，在各家厂商竞争尚不充分，且作为首代产品推出时，市场热情及需求将较为乐观，耳机品牌拥有较强的定价权，从而借势扩大自身的利润空间。

➤ **耳机业务未来或成为边缘 AI 终端硬件平台。** 公司积极拥抱 AI，或成为智能终端布局的 AI 公司 AI 应用落地的首选标的。公司已经协同互联网平台推出搭载 AI 语音助手的 TWS 耳机，目前有多项产品开发已使用或将要使用相关 AI 技术，公司将积极关注人工智能领域的发展与应用，并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。作为国内 TWS 耳机市占率最高的第三方耳机厂商，用户数量优势显著，是各个无智能终端布局的 AI 公司的优选合作厂商，公司有望成为“海纳百川”的边缘 AI 终端平台型公司。

➤ **投资建议：** 耳机有望成为大模型时代战略地位提升显著的终端，公司卡位优势突出。AI 原生耳机作为新品类或将带来新一轮硬件更新潮，从而打开利润空间。公司核心业务为 TWS 耳机产品，受益于品类更迭带来的用户集中升级换新的时机，以及通过品牌运营带来的利润空间提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.50 亿、5.85 亿和 6.92 亿元，EPS 分别为 0.51、0.66、0.78 元，对当前股价 PE 分别为 34、26、22 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 公司产品研发受阻；行业竞争加剧风险；技术路线变革不及预期。

**推荐**

维持评级

当前价格：

17.05 元


**分析师** **吕伟**

执业证书: S0100521110003

电话: 021-80508288

邮箱: lvwei\_yj@mszq.com


**分析师** **方竞**

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

**分析师** **金郁欣**

执业证书: S0100523060001

邮箱: jinyuxin@mszq.com

## 相关研究

1. 电子行业深度报告：边缘域 AI 的“寒武大爆发” -2023/08/07

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,214	2,802	3,433	4,058
增长率 (%)	-3.9	26.5	22.5	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	247	450	585	692
增长率 (%)	-21.9	82.5	30.0	18.3
每股收益 (元)	0.28	0.51	0.66	0.78
PE	61	34	26	22
PB	6.6	5.9	5.3	4.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 22 日收盘价）

# 目录

<b>1 公司概述</b> .....	<b>3</b>
1.1 国内领军耳机及音频设备综合厂商 .....	3
1.2 业绩及财务情况 .....	7
<b>2 耳机：大模型时代战略地位提升显著终端</b> .....	<b>9</b>
2.1 耳机智能化发展趋势 .....	9
2.2 智能耳机市场规模增速快速上涨 .....	10
2.3 竞争格局 .....	11
<b>3 聚焦公司：AI 耳机平台蓄势待发</b> .....	<b>14</b>
3.1 漫步者竞争优势显著 .....	14
3.2 漫步者 AI 耳机战略拐点已现 .....	22
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>24</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	24
4.2 估值分析与投资建议 .....	26
<b>5 风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>29</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>29</b>

# 1 公司概述

## 1.1 国内领军耳机及音频设备综合厂商

漫步者是国内领军耳机厂商，据 Canalys 数据，截至 2023Q2 公司 TWS 耳机的国内市占率达到 12%。1996 年，公司在北京中关村成立；1999 年，在加拿大成立第一家海外公司；2004 年，经典产品迭出，其中设计风格独特享的 e 系列以及音响大师菲尔琼斯先生主持设计的 2.0 音响 S2000 享誉业界；2010 年，公司成功登陆 A 股，成为国内首家在 A 股上市的自主品牌多媒体音响企业；2012，公司全资收购全球顶级且唯一量产静电耳机的品牌 STAX，进军 HIFI 耳机领域；2018 年，东莞市漫步者电竞科技有限公司成立；2020 年，东莞市漫步者汽车电器科技有限公司成立；2022 年，公司入选深圳市 500 强企业，公司多款产品荣获 IF 设计、CES 创新、日本 VGP 等大奖。经过 23 年的行业深耕，公司已形成针对于不同细分市场的品牌布局，构筑起了强大的市场竞争壁垒与核心竞争力，形成了耳机、多媒体及家用音响、汽车音响、专业音响等上百种型号的产品体系。

图1：公司发展历程



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

公司股权结构稳定，核心管理层持股超 55%。截至 2023 年三季报，公司前十大股东中核心管理层（董事长张文东、董事肖敏、董事王晓红、董事张文昇）持股达到 55.13%，公司股权结构较为稳定。截至 2023 年三季报，公司拥有全资子公司 6 家，控股子公司 6 家，全资孙公司 1 家，控股孙公司 4 家。

表1：漫步者前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	张文东	237,138,069	26.67	38.42
2	肖敏	189,792,100	21.35	30.75
3	王晓红	34,032,390	3.83	5.51
4	张文昇	29,140,000	3.28	4.72
5	香港中央结算有限公司	13,170,262	1.48	2.13
6	章志坚	12,420,609	1.40	2.01
7	金鹰	8,246,500	0.93	1.34
8	全国社保基金 602 组合	5,609,609	0.63	0.91
9	吴伟彬	5,500,000	0.62	0.89
10	景治军	4,046,700	0.46	0.66
合 计		539,096,239	60.65	87.33

资料来源：Wind，民生证券研究院（数据截至 2023 年 9 月 30 日）

公司产品可以分为耳机，音响，汽车音响，麦克风，电竞外设五大类，涵盖大部分音频设备的使用场景。其中各条产品线中又以耳机为核心，衍生出覆盖不同场景的系列产品，全方位满足用户需求。

### 1) 耳机产品

按照不同需求场景，公司的耳机产品可以分为：教育类产品耳机，HECATE 电竞耳机，花再耳机等。**教育类产品耳机**包括专业考试耳机，专业语音耳机，单边话务耳机，覆盖专业声乐考试，专业考试，网课学习，英语听说练习等多个使用场景。

**图2：适用不同使用场景的教育类耳机**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

**HECATE 电竞耳机**是公司专门为游戏爱好者推出的专业游戏耳机，包括真无线耳机，头戴式耳机，颈挂式耳机，有线耳机四种类型。HECATE 系列耳机具备 2.4GHz 超低延迟传输技术，7.1 环绕立体音效，三腔体音频技术，主动降噪，双模无线连接，人体工学设计等一项或多项专门针对游戏场景的技术优化。

**图3：科技感十足的 HECATE 电竞耳机**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

**花再耳机**是公司针对年轻消费者群体推出的系列，包括真无线耳机，头戴式耳机两种类型。花再系列耳机注重美学与人体工学结合，具备多种降噪模式，超级快充，耳机定位，APP 交互，专业防尘防水等一项或多项功能。

**图4：具备美感的花再耳机**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

**智能耳机**是公司进一步发展的战略重点。2021 年 9 月，公司和小度联合推出 LolliPods 小度版真无线智能耳机，该耳机集小度助手的 AI 技术能力与公司的耳机制造工艺于一身，是公司自身产品与 AI 技术结合落地的体现。2023 年 7 月 19

日，公司在互动平台表示近期与阿里集团下属人工智能公司签署了合作开发智能耳机的协议书，相关产品已在研发中。

**图5：搭载小度助手的 Lollipods**

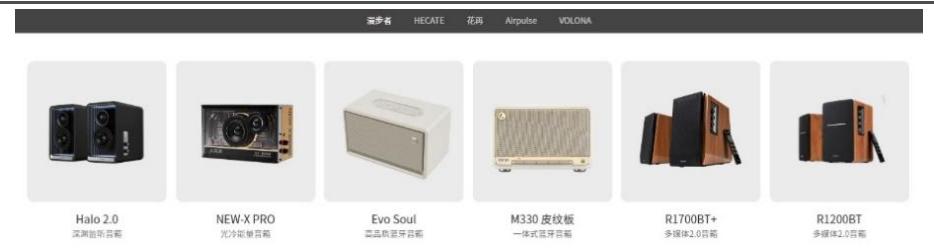


资料来源：新浪，民生证券研究院

## 2) 音响产品

公司的音响产品按照不同类型可以分为：多媒体音箱，便携音箱，户外音箱，电视音响，监听音箱，家庭影院系列，扩音器。针对不同消费需求，公司音响产品演化出漫步者，HECATE，花再，Airpulse，VOLONA 等系列。

**图6：覆盖多种应用场景的音响产品**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

公司汽车音响产品可以分为：无损系列，快装系列，改装系列，隔音系列四类，涵盖了对汽车音响系统多个组成部分的升级，包括换套装喇叭，同轴音箱，无损功放以及相关的隔音材料等。

**图7：品类齐全的汽车音响产品**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

公司的麦克风产品按照不同使用场景可以分为：有线麦克风，无线麦克风，头

戴式麦克风，领夹式麦克风，车载麦克风。部分产品配备专业电容咪芯，多种拾音模式等技术。

**图8：性能卓越的麦克风产品**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

### 3) 电竞外设

公司的电竞外设包括：鼠标，键盘，手机散热器，针对游戏电竞玩家不同需求提供多种可供选择的产品。

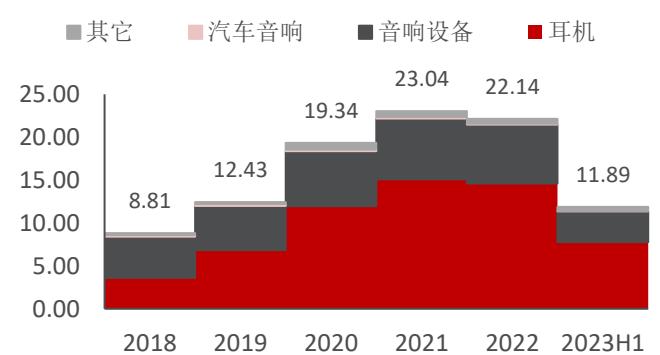
**图9：具备未来感的电竞外设**



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

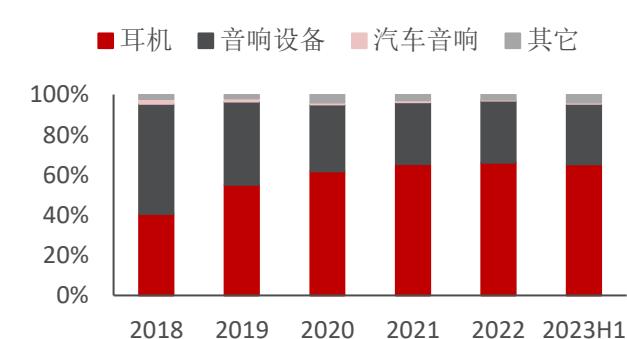
**公司收入结构逐渐稳定，耳机产品的营收已成为公司收入主要来源。**2018年-2021年，公司耳机产品的营业收入逐年大幅提升，2022年受市场需求放缓的影响营收基本保持稳定。耳机产品的收入占比从2018年的40%逐步提升到近三年来的60%以上。

**图10：2018-2023H1 公司各产品线营收情况 (亿元)**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图11：2018-2023H1 公司收入占比 (单位：亿元)**

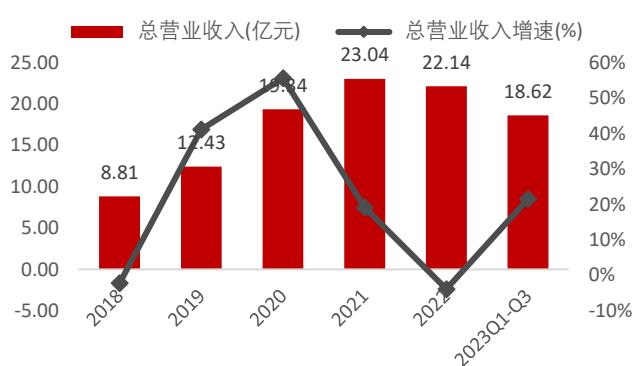


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 业绩及财务情况

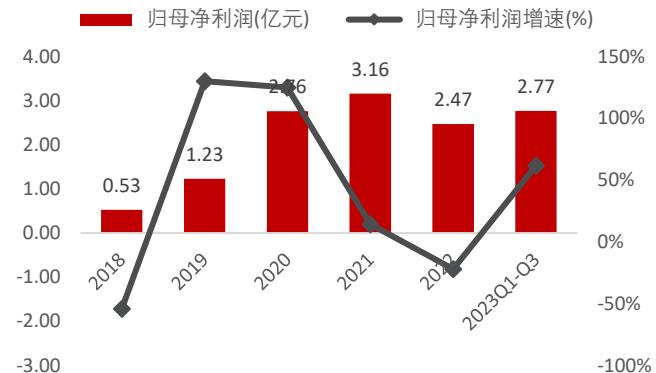
**业绩增速或迎来拐点。**公司总营业收入由 2018 年的 8.81 亿元上升至 2021 年的 23.04 亿元，2022 年小幅下滑至 22.14 亿元。公司归母净利润由 2018 年的 0.53 亿元上升至 2021 年的 3.16 亿元，2022 年下滑至 2.47 亿元，我们预计 2023 年重启大幅增长，主要系公司耳机多个销量突出驱动。公司耳机产品线非常丰富且性价比高，今年更是推出多款受欢迎产品，在天猫、京东等线上平台同品类产品中销量排名靠前，具备较高的市场占有率，加之今年 TWS 耳机市场在经历过 2022 年的低迷后重新复苏，在多方利好因素助力下公司耳机产品销量高增。

图12：公司 2018-2023Q1-Q3 收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

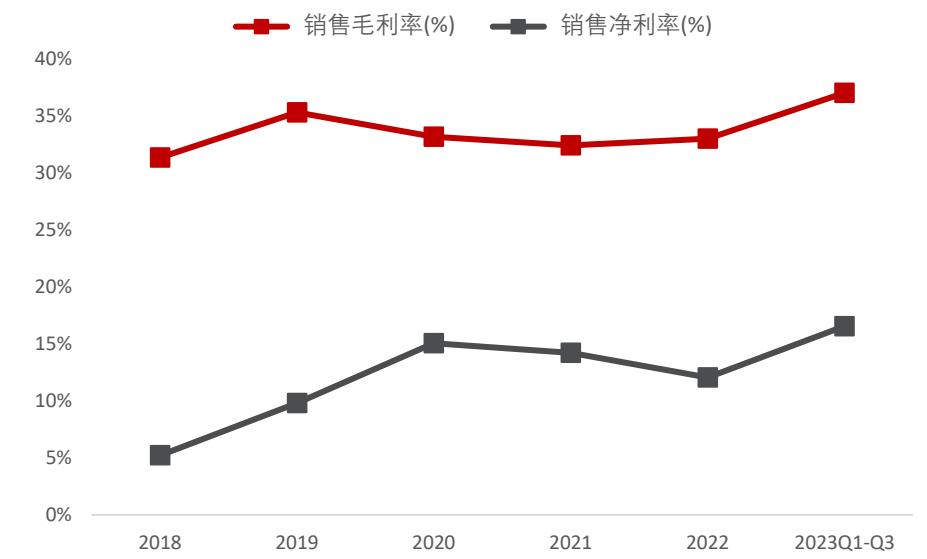
图13：公司 2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

**公司利润率水平开始提升。**2018 年-2022 年公司毛利率基本保持稳定在 32% 左右，2023 年公司毛利显著提升主要系公司采购的半成品增加，带来的原材料增加而人工等成本减少，公司供应链能力提升，产业链议价能力强以及随着品牌形象不断积累产品开始迈向高端市场，价格得以适当提升。

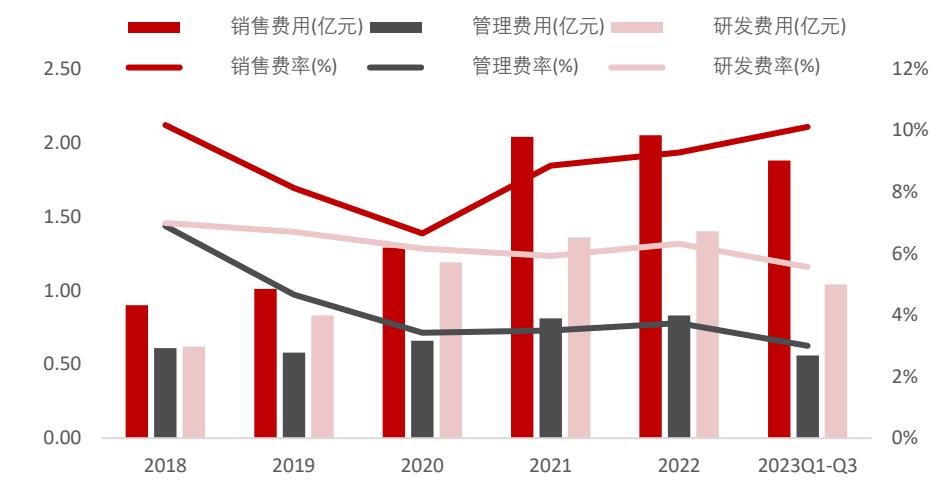
图14：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

公司三费费率基本保持稳定，研发费率保持 5.5%以上。近五年来，公司管理费率、销售费率和研发费率基本保持稳定，研发费率保持 5.5%以上，体现出公司良好的经营管理水平。

图15：公司三费及三费率变化情况



资料来源：wind, 民生证券研究院

## 2 耳机：大模型时代战略地位提升显著终端

### 2.1 耳机智能化发展趋势

我们认为大模型走向终端是必然趋势，耳机作为终端应用落地的重要载体战略地位空前提升。回顾人机交互的历史，传统的交互设备如台式电脑、笔记本电脑和智能手机等，用户通过键入/触控等方式进行交互，由于其硬件的物理形态的限制，在一定程度上强化了设备硬件与用户之间的分隔；智能手表/手环等设备尽管为我们提供了方便的健康监测和信息获取手段，但在功能的全面性和独立性方面仍有所欠缺；AR 和 VR 设备同样终究未能完全摆脱屏幕的局限。

从台式机、便携式计算机，到智能手机，再到可穿戴智能设备，各类硬件在物理空间上与人越来越近，技术的无形化趋势正在逐渐成为主流。语音交互是人机交互最为自然的方式，依托耳机载体是实现 AI 终端化浪潮最优的路径之一。

图16：人机交互范式的历史转变



资料来源：Apple 官网，威尔克通信实验室，民生证券研究院（注：耳机产品图为 DALL-E3 生成）

**耳机作为人工智能终端具有广泛普及性和适应自然语言处理的优势。**2023 年 5 月 24 日，科大讯飞发布新款智能耳机 nano 系列，2023 年 6 月 29 日印象 AI 录音转写会议耳机发布，AI 耳机发布已成燎原之势。复盘移动互联时代苹果的成长轨迹，苹果手机直接与用户交互，坐拥海量交互数据，以此为基础打造 Appstore 应用平台，最终演变为苹果生态。2023 年 10 月 25 日，高通面向耳机、扬声器和移动计算平台，推出了全新的 S7 和 S7 Pro-Gen 1 音频芯片，该芯片具有设备端人工智能功能，可实现更好的音频个性化，还支持 Qualcomm Seamless，以实现更好的跨设备连接。AI 可穿戴设备作为无感、无线的终端，能够帮助我们接触信息并享受便利。耳机通过听觉让人工智能与世界交互，相比传统的屏幕触控等方式，强调更自然的人机交互方式，特别是自然语言交互。

**“AI+耳机”可以自由切换接入不同的大模型。**根据高通《混合 AI 白皮书》，边缘终端在起到传统交互入口的作用之外，正在转变为直接运行轻量化大模型成为真正的边缘 AI 平台，实现边缘终端不但能自由切换接入不同的大模型，还可以使用自有大模型自成平台。边缘 AI 终端中，相比手机和音箱，耳机便携性优势凸

显，或成为当前阶段发展最快的边缘 AI 终端。耳机作为载体能够连接不同终端和模型，并逐渐适应个人需求，成为最适合这种功能的设备。

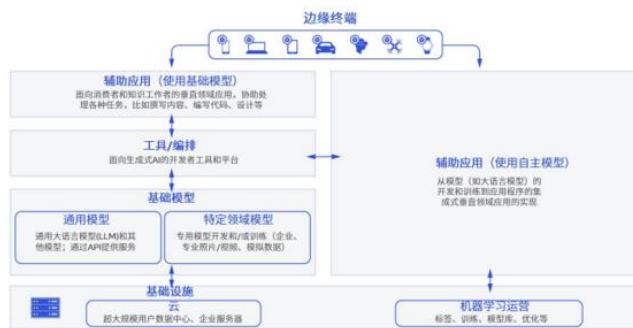
**表2：近期发布的“AI+耳机”相关产品的功能**

公司	产品	发布时间	AI 相关功能
科大讯飞	iFLYBUDS Nano 系列会议耳机	2023 年 5 月 24 日	实时转录、多语言转写、文本处理
印象笔记	印象 AI 录音转写会议耳机	2023 年 6 月 29 日	实时转写、会议记录、实时字幕
高通	S7、S7 Pro-Gen 1 音频芯片	2023 年 10 月 25 日	音频个性化、跨设备连接

资料来源：36 氪，IT 之家，印象笔记，民生证券研究院

**我们对耳机升级路径预判：蓝牙配件—WiFi 联网—移动信号联网，最终成为随时随地可以使用的独立的智能助理。**目前，耳机主要通过蓝牙连接，这意味着它们必须通过手机或电脑连接到云端，然后才能进行人工智能和人类之间的交互。未来，耳机可能会向 WiFi 连接发展，最终走向移动互联网方向。如果实现了 WiFi 功能，耳机将能够直接连接到大模型，使我们能够随时随地访问大模型。在将云端大模型导入终端设备的过程中，手机和电脑相对容易处理，因为它们的体积较大，对芯片的能耗要求不高。然而，如果要在耳机上承载大模型，就需要高算力且低能耗的芯片。此外，数据存储也是耳机未来发展中需要考虑的一个重要问题。

**图17：高通预计边缘终端在混合 AI 时代扮演重要角色**



资料来源：高通《混合 AI 白皮书》，民生证券研究院

**图18：高通 S7、S7 Pro-Gen 1 音频芯片功能**



资料来源：IT 之家，民生证券研究院

## 2.2 智能耳机市场规模增速快速上涨

**IDC 数据显示，2016-2021 年我国智能耳机出货量大幅上升。**2020 年上半年受疫情影响，我国智能耳机出货量略微下滑，但下半年很快反弹，2020 年全年智能耳机出货量为 9610 万台，2021 年智能耳机出货量达 13000 万台，较 2018 年已提高两倍以上。据前瞻产业研究院，近年来中国耳机市场迅猛发展，智能耳机是主要推动力之一。一方面手机厂商纷纷推出具有语音助手功能的耳机以搭配其手机产品，另一方面各大电子厂商为迎合市场智能化趋势，纷纷为耳机产品配备语音助手激活功能。据前瞻产业研究院估计，2021-2027 年间全球智能手机出货量增长率仍将保持在 20% 左右，2025 年出货量将超过 10 亿台，2027 年出货量有望达到 15 亿台左右。

## 2.3 竞争格局

**我国耳机市场竞争格局较为分散，整体竞争较为激烈。**截至 2023 年 Q3，中国大陆耳机市场 CR4 为 29%，属于低集中寡占型市场。其中苹果占比 12%；漫步者占比 6%；华为占比 6%；索尼占比 5%，整体而言行业格局较分散，头部企业无绝对的市占率优势。耳机热销产品以 TWS 耳机为主，漫步者、华为是 TWS 耳机的国内头部品牌。CR10 的平均 GMV 为 23%，表示耳机行业整体处于扩张阶段，未来竞争或将进一步加剧。

表3：2023Q3 中国大陆地区主要耳机厂商份额

品牌	市场份额	GMV 同比增速	热销产品
Apple/苹果	12%	3%	TWS 耳机
Edifier/漫步者	6%	13%	TWS 耳机
Huawei/华为	6%	18%	TWS 耳机
Sony/索尼	5%	28%	头戴耳机
Amoi/夏新	3%	439%	骨传导
BASEUS/倍思	3%	53%	TWS 耳机
Xiaomi/小米	3%	23%	TWS 耳机
AfterShokz/韶音	2%	85%	骨传导
JBL	2%	37%	TWS 耳机
Beats	2%	-10%	TWS 耳机
CR10	43%	23%	

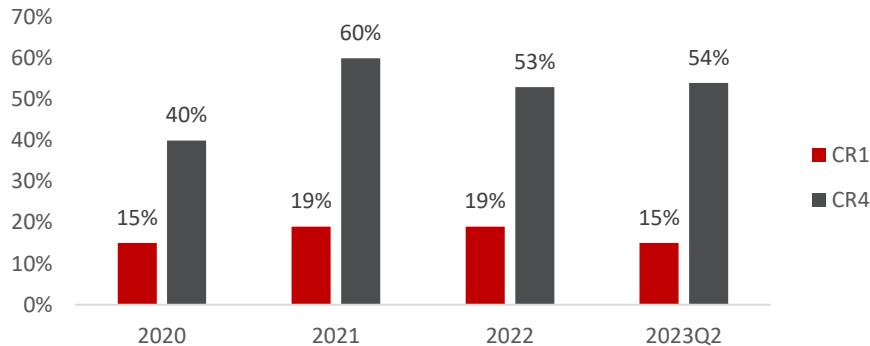
资料来源：燃数科技，民生证券研究院

**具体到 TWS 耳机品类，尚未出现绝对领先厂商。**TWS 耳机的主流厂商的市占率较为接近，截至 2023 年 Q2，我国 TWS 耳机厂商市场份额占比情况为小米 15%，苹果 14%，华为 13%，漫步者 12%，其中一、二线手机品牌厂商在 TWS 耳机行业市场份额占比较大。2023 年 Q2 TWS 行业 CR1 有所回落，小米超越苹果跃居市场份额首位，行业龙头地位或将重新洗牌。作为市占率前五中唯一一家非手机厂商，漫步者依靠其丰富的 TWS 耳机产品线及广泛的价格区间分布在竞争激烈的市场中占有一席之地。在 AI 原生时代占据先机对于各家厂商的下一阶段竞争非常关键。漫步者在 AI 原生耳机领域提早布局，2021 年便与小度合作推出搭载小度助手的 LolliPods 耳机，积累了相关产品经验。

表4：2023Q2 中国 TWS 耳机市场份额

品牌	市场份额
Xiaomi/小米	15%
Apple/苹果	14%
Huawei/华为	13%
Edifier/漫步者	12%
OPPO	8%

资料来源：Canalys，民生证券研究院

**图19：中国TWS耳机厂商市场集中度 (2020-2023Q2)**


资料来源：Canalys, 民生证券研究院

从行业竞品来看，华为耳机的定位覆盖低中高端，价格区间从 199 至 1499 元不等；小米耳机偏向于走性价比的低价路线，其提供的 Xiaomi air 2 SE 产品作为一款 TWS 产品售价仅为 89 元；索尼的主打产品定位偏中高端，与小米的主流产品售价区间有明显区别。

**表5：华为耳机产品矩阵**

产品名称	主要特点	价格 (元)
FreeBuds SE2	40 小时长续航；快速充电	199
FreeLace	13mm 超大动圈	269
FreeBuds 4E	开放主动降噪 2.0	699
FreeBuds5	超级快充；半入耳降噪	899
FreeBuds5i	Hi-Res 高解析音质；43dB 多模式降噪	599
FreeBuds Pro2	超感知原声双单元；静谧通话	1299
FreeBuds Pro3	超 CD 级无损音质 智慧动态降噪；静谧通话	1499

资料来源：华为官网, 民生证券研究院

**表6：小米耳机产品矩阵**

产品名称	主要特点	价格 (元)
Xiaomi air 2 SE	大尺寸动圈单元；通话降噪	89
Redmi Buds 3	半入耳；通话降噪	129
Redmi Buds 4	35dB 主动降噪；通话降噪	179
Xiaomi air 3 SE	24 小时长续航；低音增强	249
Redmi Buds 4 Pro	43dB 宽频降噪；HiFi 高保真音质	319
Xiaomi 真无线降噪耳机 3 Pro	40dB 自适应降噪 HiFi 高保真音质	399
Xiaomi Buds 4	半入耳降噪；HiFi 音质 独立空间音频	649

资料来源：小米官网, 民生证券研究院

表7：索尼耳机产品矩阵

产品名称	主要特点	价格 (元)
WF-C500	IPX4 防水防汗 DSEE 数字声音增强引擎	379
LinkBuds	新型环形驱动单元 精准语音拾取技术	769
LinkBuds S	主动降噪；无线高解析度音质	799
INZONE Buds	360 游戏空间音响；主动降噪 2.4GHZ 低延迟链接	1499
WF-1000XM5	双芯驱动；8.4mm 驱动单元 头部姿势控制	1699

资料来源：索尼官网，民生证券研究院

### 3 聚焦公司：AI 耳机平台蓄势待发

#### 3.1 漫步者竞争优势显著

##### 3.1.1 强势新品向音频领域新赛道进军

###### 1) 蓝牙助听、辅听耳机

根据世卫组织《世界听力报告》显示，到 2050 年，全世界近 25 亿人（即四分之一的人）将有某种程度的听力问题。如果不采取行动，其中至少有 7 亿人将需要获得耳科和听力保健以及其他康复服务。助听器作为一个声音放大装置能够有效地放大外界的声音，提高听力障碍人群的听觉能力。因此，助听器具有较大的市场潜力和受众人群。

漫步者公司此前已研发出了辅听 1 号、辅听 1 号 2 和辅听 3 号三款消费级辅听耳机。辅听器系列产品内置智能辅听芯片、集成多种听力辅助算法补偿声音。结合 APP 辅听验配的听阈曲线，精确生成个人听损补偿方案。辅听 3 号具备啸叫抑制算法和光感啸叫抑制设计双重啸叫抑制手段，实时判断耳机佩戴状态，抑制啸叫，保护佩戴者听力。漫步者也在近期获得了 NMPA（国家药品监督管理局）颁发的二类医疗器械证，并且已于漫步者医疗器械京东自营旗舰店上架了两款医疗器械级的蓝牙助听器产品。秉承漫步者在蓝牙耳机上深厚的技术积累，其蓝牙助听器产品在 **音质解析力、续航** 等方面相较市面上相近价位的产品均具备优势。

图20：漫步者辅听 1 号



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

图21：漫步者辅听 3 号



资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

表8：市面上部分 1000-2000 元价位蓝牙助听器、辅听器对比

科大讯飞智能助听器尊享版	左点助听器	漫步者耳内式助听器	漫步者围脖式助听器	科大讯飞智能助听器优享版	漫步者辅听 3 号
价格 (元)	2199	2299	2499	1099	999
医疗器械类别	II类 19	II类 19	II类 19	II类 19	/
医疗器械名称	耳内式助听器	耳内式助听器	耳内式助听器	助听器	耳内式助听器
规格	入耳式	入耳式	入耳式	围脖式	入耳式
型号	HB-03	POCO XA601	EDF800009	EDF800002	HB-02
					EDF800003

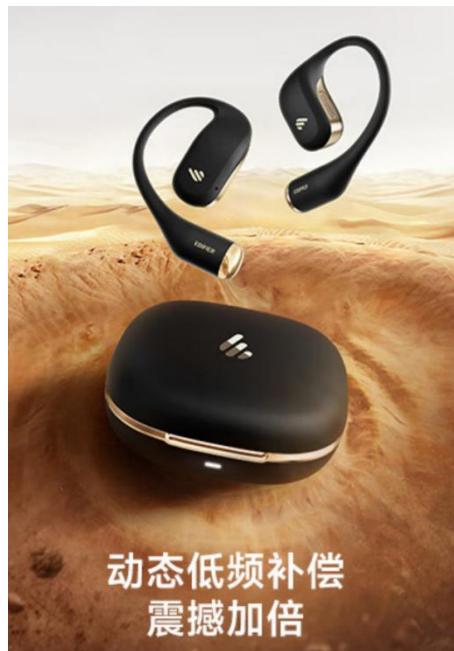
适用人群	80 分贝以内中重度听损人群	117 分贝以内中重度听损人群	适合 90 分贝以内中重度听损人群	/	35 分贝以内轻度听损人群	90 分贝以内
<b>场景自识别智能降噪</b>	支持	支持	支持	支持	支持	/
<b>拾音麦克</b>	双麦	/	<b>4 麦阵列(双耳机)</b>	/	/	双麦
<b>通道</b>	16 个可调通道和 16 个均衡器调节通道	包含 18 个可调节通道+16 个系统智能算法匹配通道	<b>48 通道, 其中可调 16 通道</b>	/	8 个可调通道和 8 个均衡器调节通道	单边 16 通道 WDRC,
<b>app 自主验配</b>	支持	支持	支持	支持	支持	支持
<b>延迟</b>	3ms	3ms	2.6ms	/	6ms	2.6ms
<b>其它功能</b>	字幕助听, 蓝牙耳机	LED 电量显示, 蓝牙耳机	蓝牙耳机, 助听器 查找, 高解析楼氏动铁单元	蓝牙耳机	蓝牙耳机	蓝牙耳机, 高解析 楼氏进口全频动铁 单体, IP54 级防 尘防水
<b>啸叫抑制</b>	AI Clear 啼叫抑制 算法, 配有耳检测 传感器	瞬时强声柔化	采用啸叫抑制算 法; 氟橡胶管材质 +红外入耳检测	啸叫抑制算法	AI Clear 啼叫抑制 算法, 配有耳检测 传感器	啸叫抑制算法+光 感啸叫抑制设计
<b>耳塞抗菌</b>	0.999	/	0.999	/	0.999	0.998
<b>续航</b>	单次 10h, 配合充 电盒 28h	单次续航 6h, 充电 盒能充 4 次	<b>单次 15h, 配合充 电盒 60h</b>	助听模式 36h, 蓝牙模式 20h	单次 14h, 配合充 电盒 50h	辅听模式 15h, 配合充电盒 52h, 蓝牙模式 6h, 配合充电盒 21h

资料来源：各品牌的京东自营官方旗舰店，民生证券研究院整理（注：信息统计日期为 2023 年 12 月 22 日）

## 2) 开放式耳机

开放式耳机 (OWS)，即 Open Wearable Stereo 的缩写，意思是开放式可穿戴立体声系统。这类耳机由于不入侵耳道，更适合在健身运动中使用，还可以应对更多的户外场景，例如 City Walk、外出爬山、夜跑等。近年兴起的骨传导耳机就是一种开放式耳机。2023 年十月下旬，漫步者发布了 Comfo Fit (无限翼) 和 Comfo Run (活力圈) 两款耳机，是该品牌首次推出开放式耳机类产品。

Comfo Fit (无限翼) 和 Comfo Run (活力圈) 两款产品都是气传导耳机。不同于骨传导耳机通过振动颞骨，不经过鼓膜，直接将声音传递到耳内，气传导是将传统的空气传播方式加入波束成型技术来实现定向传音。与骨传导相比，气传导采用定向传声，传输的音质更清晰、自然，不容易漏音。同时也区别于骨传导蓝牙耳机，没有久戴震麻酥痒的疼痛感。久戴更舒适，无压力。

**图22: Comfo Fit 开放式耳机**


资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

**图23: Comfo Run 开放式耳机**


资料来源：漫步者官网，民生证券研究院

**表9: Comfo Fit、Comfo Run 与韶音 (SHOKZ) 两款相近价位骨传导耳机的基本参数对比**

	Comfo Fit 无限翼	Comfo Run 活力圈	SHOKZOpenMove 骨传导蓝牙耳机	SHOKZOpenRun
传导方式	气传导	气传导	骨传导	骨传导
耳机形态	分体式设计	一体式设计	一体式设计	一体式设计
价格 (元)	599	599	598	698
重量	单耳约 8.8g	约 33.2g	29g	26g
耳挂材质	液态硅胶+记忆镍钛合金丝	一体式包胶+记忆镍钛合金丝	后挂钛合金	硅胶覆盖，钛合金后挂、耳挂
蓝牙版本	V5.3	V5.3	V5.1	V5.1
音频解码	SBC	SBC,AAC	SBC	SBC
音频单元	18*11mm 跑道型单元，PU+纤维纸复合振膜，动态低频补偿	16.2mmPU+羊毛纸大动圈，动态低频补偿	自研声学技术 PremiumPitchTM2.0，	自研声学技术 PremiumPitchTM2.0+
通话降噪	双 MIC ENC 通话降噪	双 MIC ENC 通话降噪	Qualcomm QCC3024 芯片，CVC 算法智能识别环境音	双硅降噪麦克风 CVC 算法
最低时延	0.08s	0.08s	/	/
防水防尘	IP54	IP55	IP55	IP67
充电方式	Type-C	磁吸	Type-C	USB
续航	45 小时 (耳机 9 小时+耳机仓 36 小时)	17 小时	6 小时	8 小时

资料来源：漫步者官网，韶音京东自营官方旗舰店，民生证券研究院（注：信息统计日期为 2023 年 12 月 22 日）

相比于更常见的骨传导类型的开放式耳机，气传导由于和传统入耳式耳机使用相同的声音传导方式，在各种功能实现如发声、通话上和可以使用和传统耳机近似的技术。而漫步者在传统耳机深耕多年，选择气传导的技术路线作为开放式耳机的切入点，有利于发挥自身原有的技术优势，形成自身产品的竞争力。

### 3.1.2 个性化与多元化的品牌构建

#### 1) 产品多元化，子品牌多样化发展

漫步者针对耳机音箱细分市场推出了差异化产品，形成了多元品牌矩阵。陆续推出“Xemal 声迈”品牌、“HECATE”品牌、“Volona”品牌、“花再”品牌以及定位于专业 Hi-Fi 音响的“AIRPULSE”品牌。2012 年漫步者全资收购日本 STAX Ltd.，将享誉全球的耳机品牌 STAX 揽入麾下。2016 年，EDIFIER 漫步者入股美国知名平板耳机品牌 AudezeLLC。不同定位的品牌组合，构筑了强大的市场竞争力。

表10：漫步者子品牌的情况简介

品牌	主要产品	品牌定位
HECATE	游戏耳机、音响、电竞外设	追求声音定位精准、炫酷造型、舒适的佩戴体验
花再	耳机、音响、麦克风	面向新一代年轻群体，主打舒适体验和时尚设计
声迈	耳机	主要针对 100-300 元价位 TWS 耳机市场，主打性价比
VOLONA	耳机、音响	女性化设计风格的 TWS 耳机和便携蓝牙音箱
STAX	耳机	顶级静电耳机品牌，被收购后漫步者结合 stax 技术推出了高端头戴式平板蓝牙耳机 stax sprit s3
Airpulse	音响	高端家用音响，专业音响，乐器音响产品

资料来源：漫步者官网，民生证券研究院整理

#### 2) 拥抱互联网，个性化营销提升品牌知名度

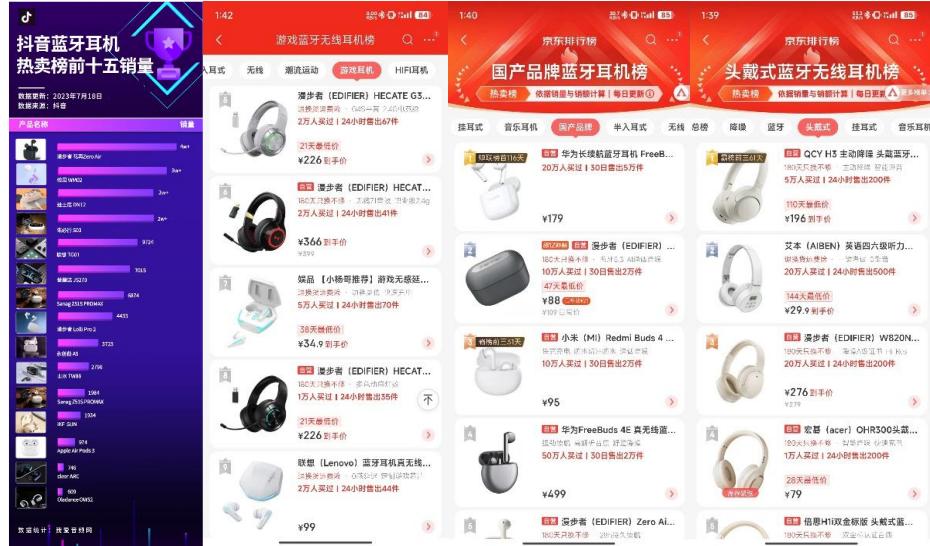
在 2022 年报中，漫步者提出要顺应互联网时代的发展趋势，将漫步者逐步打造成带有互联网基因的品牌。漫步者通过双微等主流社交平台积极传递品牌和产品的个性，通过趣味内容促进传播和提升品牌活性。塑造品牌个性的一个具体的手段就是加强跨界合作提升产品的多样性，同时达到吸引流量的目的。漫步者目前拥有与著名歌手薛之谦 DSP 品牌合作的 DSP 系列产品，与环球影画合作的“小黄人”音箱、耳机系列产品，与优扬动漫合作的皮卡丘系列产品等均获得了年轻人的广泛关注，2022 年初和《流浪地球 2》的合作更是收获了大批粉丝。通过年轻人喜闻乐见的电影、动画、游戏 IP，漫步者的品牌个性得以在这些目标群体心中建立。同时也借助这些 IP 的影响力提高了品牌知名度。

**图24：漫步者耳机与部分电影、游戏IP的联名合作**


资料来源：漫步者微信公众号，民生证券研究院

### 3) 线上线下齐发力，依托渠道优势扩大品牌影响力

漫步者重视品牌产品的渠道构建，为影响力扩张提供坚实支撑。国内市场，漫步者公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式，在中国境内已拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域；在持续拓展实体营销渠道的同时，顺应移动互联时代大趋势，漫步者也大力建设线上销售通路、不断提升社交媒体运营能力。历经多年的努力与积累，漫步者实现了在京东、天猫等中国头部线上平台上的销售额领先。

**图25：漫步者多款耳机进入国内平台热卖榜**


资料来源：我爱音频网，京东 app，民生证券研究院

中国以外，漫步者也积极拓展海外市场，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，搭建了将产品成功销售到全球的营销网络。在境外电商销售方面，漫步者在亚马逊等国际电商渠道取得了业务快速增长、用户口碑稳步提升的成绩。当前，EDIFIER 漫步者的品牌影响力在全球年轻购买群体中得到了较大的扩展。

以东南亚为例，2020 年 9 月，Edifier 选择 Lazada 作为首次出海的电商平

台，其初次出海并未出现水土不服，半年即实现月销售额增长百万元人民币，此外在越南站 Bday 大促首日，支付总金额在同类目当中排名第四。在 Lazada 2022 年“9.9 大促”当天，漫步者首发新品便拿下了单站点 Audio 全类目跨境第三名，无线耳机类目跨境第二名，店内多款产品销量突出。在 2023 年“11.11 大促”中，漫步者在 Lazada 跨境泰国站点销售额同比增长了 80%，越南、菲律宾站点都同比增长了 300%。漫步者已成为出海东南亚的标杆品牌。

**图26：2020 年越南站 Bday 大促首日支付总金额在同类目当中排名第四**



资料来源：Lazada 东南亚电商微信公众号，民生证券研究院整理

#### 4) 依托品牌用户群体，横向拓展产品品类

漫步者除了在自己传统中强势的声学邻域拓展版图，也以多年来积累的用户群体作为优势横向拓展产品品类。2013 年漫步者创立了电竞品牌 HECATE 系列。音频大厂出身的 HECATE 先从自身优势的音频领域出发，凭借游戏耳机、游戏音箱被大众所知，积累了一批电竞爱好者用户。而如今 HECATE 已在游戏鼠标、游戏键盘、手游散热器等外设产品进行全面布局，打造了完整、独具个性的电竞外设品牌风格，拓展了品牌的外延。除了电竞外设，漫步者还陆续推出了 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。

**图27：漫步者 HECATE 的部分产品以及和电竞战队的合作**



资料来源：漫步者微信公众号，民生证券研究院

**公司产品价格优势显著，性价比行业领先。**公司中低端产品定价大多 500 元以下，能够充分覆盖中低端耳机百元级主力市场，同时公司面向高端市场的旗舰产品 NeoBuds pro 系列价格不到千元，性价比较高。而竞品科大讯飞的耳机产品

iFLYBUDS 系列定价均在 700 元以上，难以做到用户类别的充分覆盖。漫步者 AI 耳机战略拐点已现。

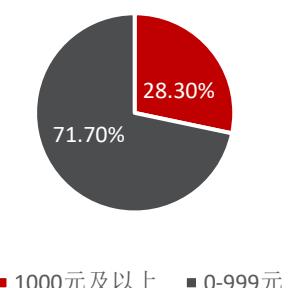
**表11：漫步者与科大讯飞部分 TWS 耳机价格对比**

漫步者	发售价	科大讯飞	发售价
A1	108 元	iFLYBUDS Air SE	759 元
TWS1 air	218 元	iFLYBUDS pro	799 元
Lolli pro 2	349 元	iFLYBUDS lite	799 元
Lolli3 ANC	399 元	iFLYBUDS Air	899 元
NeoBudsS	898 元	iFLYBUDS Nano	1090 元

资料来源：漫步者官网，科大讯飞官网，民生证券研究院

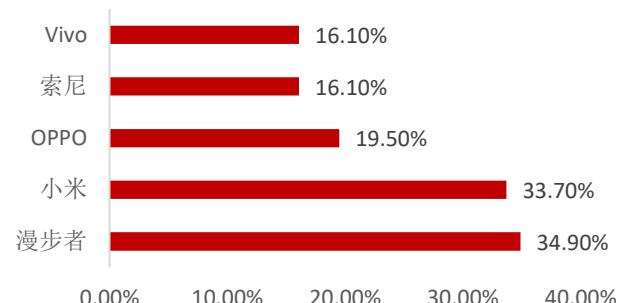
**消费降级趋势凸显，性价比定位为王。**据每日经济新闻于 2022 年 9 月发布的蓝牙耳机消费趋势数据报告，超七成强购买意愿用户预算在 1000 元以下，预算在 1000 元及以上的用户占比仅为 28.3%。在千元价位以下的耳机品牌中，漫步者是最受强意愿用户欢迎的品牌，有 34.9% 的强意愿用户表示愿意选择，略高于小米的 33.7%，远高于其他品牌。

**图28：TWS 耳机强意愿用户预算分布 (2022 年 9 月)**



资料来源：每日经济新闻，民生证券研究院

**图29：千元以下耳机品牌选择偏好 (2022 年 9 月)**



资料来源：每日经济新闻，民生证券研究院

**公司产品价格线丰富，覆盖市场广。**公司产品覆盖低、中、高端市场，产品价格线丰富，并且不断有更新迭代产品推出，仅 TWS 耳机就推出了 W, X, TWS, LolliPods 等系列，功能完备，品类齐全，整体价格多数集中在 500 元以内，同时公司旗舰产品 Neobuds 系列耳机在高端市场同样具备竞争力。

**表12：漫步者 tws 耳机主要系列及价格**

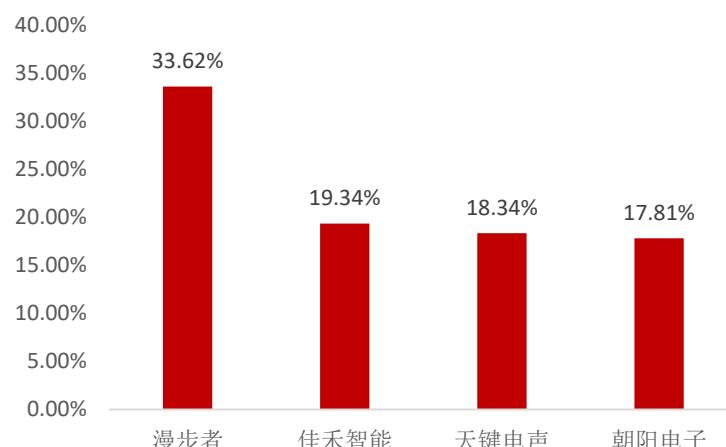
品牌	产品系列	产品名称	价格 (元人民币)
漫步者	W 系列	W2	179
		W3	229
	LolliPods 系列	LolliPods	198
	TWS 系列	Lollipods plus	279
		Lollipods pro	369
	TWS 系列	TWS1 pro	249
		TWS NB2 pro	469

	TWS NB3	598
X 系列	X3	109
	X6	209
NeoBuds 系列	NeoBuds pro	898
	NeoBuds S	898
	NeoBuds pro 2	999

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司产品成本优势明显，盈利能力较强。**截至 2023 年 6 月，公司耳机业务毛利率为 33.62%，相比同行业其他公司成本优势明显。与手机厂商相比，漫步者的音箱和耳机产品主要以自研自产为主，而其他厂商则以 ODM 或者 OEM 的形式为主，而漫步者自研自产的方式，为漫步者节省了加工费用。另外，从原材料的角度来看，目前漫步者实现了发声单元（扬声器）的自产，而发声单元为耳机的核心部件。根据公司 2022 年财报，在成本结构中，直接材料成本占比高达 87%，自研自产发声单元的漫步者，比其他厂商更容易做到原材料的成本控制，节省直接材料成本。

**图30：2023 年 H1 A 股主要耳机厂商耳机业务毛利率**



资料来源：Wind，民生证券研究院

**公司营销渠道稳固，不断向外扩展。**根植国内市场，公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式，在中国境内已拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域；在持续拓展实体营销渠道的同时，顺应移动互联时代大趋势，公司大力建设线上销售通路、不断提升社交媒体运营能力。历经多年的努力与积累，公司实现了在京东、天猫等中国头部线上平台上的销售额领先。

公司积极拓展海外市场，已经在德国、英国、法国等八十多个国家和地区注册了国际商标，组建了来自不同国家的产品研发和销售团队，在境外电商销售方面，公司在亚马逊等国际电商渠道取得了业务快速增长、用户口碑稳步提升的成绩。当前，EDIFIER 漫步者的品牌影响力在全球年轻购买群体中得到了较大的扩展。

### 3.2 漫步者 AI 耳机战略拐点已现

**公司重视研发投入，成效已逐步显现。**公司近年来不断加大研发投入，升级产品结构，推出的产品在国际顶级工业设计中屡获大奖，体现出公司扎实的研发实力和业界领先的工业设计水平。2022年，公司旗舰产品 NeoBuds Pro 荣获美国 CES 创新奖、日本音元出版社 2022VGP 金奖并获得中国电子音响行业协会和中国电子音像行业协会颁发的无线耳机降噪能力测试证书-A 级，“漫步者”荣获电子音响行业协会 2022 年度中国十大耳机品牌、2022 年深圳市 500 强企业，获中小投资者关系互动奖、最佳新媒体运营奖。

**公司具备较强技术人才基础。**公司拥有四百多名技术、研发人员。这些技术研发人员均具有声学、电子或机械方面的高等教育背景及较强的国际客户沟通能力，长期在一线从事产品电路设计、造型设计、结构设计、材料工艺研究、零部件开发等工作，具有较为丰富的实践经验。全面稳定的核心技术研发团队，将为 AI 与耳机结合构建核心竞争力。

**公司已为 AI 与耳机结合做足准备。**在耳机产品线，公司持续将前沿技术应用于新产品中，满足消费者对主动降噪、AI 通话降噪等技术的基本需求；在国内外更新多款智能音箱，并协同互联网平台推出搭载 AI 语音助手的 TWS 耳机；针对助听设备小型化及智能化趋势，推出了全新形态、具备“AI 听损智能补偿”技术的助听设备以及相应的自主验配 APP。

漫步者贯彻“秉工匠精神 以声音赋能”的企业使命，自成立以来，漫步者始终专注于在声学领域所积淀的研发成果融入产品，专注于音频技术的应用和实践。旗下多款产品屡次荣获“红点设计奖”、“iF 产品设计奖”、“CES 产品设计与创新奖”、“日本工业设计协会优良设计奖”等多项国际大奖，为中国品牌赢得国际声誉。

漫步者通过技术自研获得多项国家专利证书和评估证书，同时注重品牌生态建设，包括 Edifier Connect 自营 APP、私域流量商城和私域用户社区等。使用者可以通过 Edifier Connect APP 关联耳机、音箱等功能，在社区中发表评测、分享和反馈。

**表13：漫步者 AI 耳机战略拐点**

新闻或技术	代表产品	发布时间	内容
漫步者抢占国际化制高点 “霸榜”北美权威媒体	S1000MKII 音箱	2020 年 12 月 6 日	Consumer Reports 在详细的报告中对漫步者的产品给予了很高的评价：凭借其经典的立体声布局，漫步者带来一种令人心悦诚服的听觉体验：仿佛那些音乐家们正与你共处一室。想亲自体验这种感觉吗？请试试在漫步者音箱上聆听平克·弗洛伊德那史诗般的专辑《月之暗面》吧
漫步者 TWS NB2 PRO 斩 获红点设计大奖	TWS NB2 PRO 耳机	2021 年 4 月 29 日	漫步者 TWS NB2 Pro 凭借 Hybrid 复合降噪技术以及双麦克风组合对于噪音的精准捕捉，达成-38dB 的降噪深度。此外，TWS NB2 Pro 突破声学想象，创新采用全景声三维声场技术，

			呈现出更具临场感的沉浸式音效。
漫步者新品发布会 开启真 无线耳机高保真时代	NeoBuds Pro 真无线圈 铁降噪耳机、STAX Spirit S3 头戴式耳机	2021 年 5 月 27 日	Neo Buds Pro 斩获了真无线耳机首个 Hi-Res 认证，采用三麦克风通话降噪技术，辅以 AI 智能拾音算法，大大提高声音清晰度和保真度。STAX Spirit S3 头戴式耳机成功将平板技术与无线技术相结合，带来随时随地的高保真高解析聆听享受。
“圈铁声学架构+数字分 频”技术 专利申请号: 202120916079.8	NeoBuds Pro、 NeoBuds Pro2 耳机	2021 年 5 月 27 日	通过电子分频精准指挥各发声单元在各自擅长的频高精准还原，让三频衔接更平滑，细节表现更精确，声音层次感更丰富 尽享感受音乐与生俱来的纯正美妙。
AI 骨传通话降噪	DreamPods2、 DreamPods Pro 耳机	2021 年 6 月 9 日	内置 Elevoc Vocplus® .AI 骨传通话降噪技术，利用音频加速传感器，通过骨振动传导佩戴人的语音信号，高效融合优化骨振动信号和麦克风信号，利用深度神经网络强大的建模能力，智能识别分离人声和背景噪声，有效隔绝周围人声和环境噪声。
漫步者荣获“国检中心” 应用场景 ANC 综合降噪 A 级评估证书	NeoBuds Pro、TWS NB2 耳机	2021 年 12 月 29 日	“AI 国检中心”发布《智能降噪耳机与通话降噪耳麦多场景性能测评研究报告》，聚焦 TWS 耳机的主动降噪性能。漫步者 NeoBuds Pro、TWS NB2 两款耳机在测评中综合表现优异，获智能降噪耳机产品应用场景 ANC 综合降噪 A 级评估证书
漫步者 APP 重磅升级 社区 功能惊喜上线	Edifier Connect APP	2022 年 8 月 2 日	Edifier Connect APP 涵盖了产品选购、专业音频调试、产品知识解答等多项内容。本次升级围绕“粉丝互动”推出了社区版块，集用户交流区、官方活动、新品发布预告、知识分享、产品答疑”等多种形式内容，提供了音频交流及学习平台。
漫步者“音生万象”新品 发布会即将开启！	NeoBuds Pro2 四驱降 噪旗舰耳机	2023 年 5 月 19 日	NeoBuds Pro2 不仅通过了 96K/24bit 的 Hi-Res Wireless 金标认证，还通过了更高级别的 192K/24bit 母带级音质认证——QQ 音乐臻品音质认证，该产品还具备了前沿性的创新降噪技术，为用户带来优质的音乐体验。
EDIFIER WIDE-BAND MULTI-CHANNEL ANC 超 宽频主动降噪技术 专利申请号: 202210891939.6	NeoBuds Pro2 四驱降 噪旗舰耳机	2023 年 5 月 19 日	让圈铁同时发挥降噪能力，效果犹如四驱引擎动力，综合降噪深度超过 50dB，降噪宽度达到 5KHz，对周围的人声、键盘声、喇叭声、油烟机声、婴儿啼哭声、鼾声等有效降噪，不再被喧嚣困扰，安静享受心灵之旅。

资料来源：漫步者官网，民生证券研究院整理

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

将漫步者各条产品线根据业务的相关性及未来的潜在成长性进行归并和划分，分为耳机、音响（包含音响设备、专业音响、多媒体音箱三部分）、汽车音响，以及其他（包含空气净化器以及其他业务）共四大类。公司作为国内领军的以耳机产品为核心的音频产品制造商，根据年报及审计报告披露，我们对漫步者涉及的不同业务作出如下假设与预测：

耳机产品：我们认为 AI 原生耳机将引领耳机业务的发展，原因主要为产品售价的提升以及毛利率的提高。AI 原生耳机的硬件迭代必然需要更新相应的计算或通讯单元，以满足软件部分的需要。由此，相应耳机产品的售价预计将有较大幅度的上调。同时 AI 原生耳机作为全新品类，在各家厂商竞争尚不充分，且作为首代产品推出时，市场热情及需求将较为乐观，公司拥有较强的定价权，从而借势扩大自身的利润空间。预计 2023-2025 年耳机产品收入增速分别为 27%、24%、20%。预计 2023-2025 年该业务收入分别为 18.57、23.03、27.63 亿元；品牌溢价对于毛利率有提升作用，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 36%、37%、37%。

**表14：耳机产品业务盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
耳机产品收入	1,462.33	1857.16	2302.88	2763.46
YOY	-2.97%	27.00%	24.00%	20.00%
成本	995.25	1188.59	1450.82	1740.98
毛利	467.09	668.58	852.07	1022.48
毛利率	31.94%	36.00%	37.00%	37.00%
收入占比	66.04%	66.27%	67.07%	68.10%
毛利占比	63.92%	64.12%	64.60%	65.56%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

音响产品：本部分具体包含音响设备、专业音响、多媒体音箱三部分业务，由于业务相关性较高，且过去公司在三部分业务中的营收变化较大，因此合并后进行预测。音响产品业务将随公司本身技术能力及品牌效应的增强，维持较为稳定的增长率。预计 2023-2025 年音响产品收入增速分别为 22%、16%、12%。预计 2023-2025 年该业务收入分别为 8.37、9.71、10.88 亿元；该业务较为成熟，毛利率趋于稳定，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 39.5%、40%、40%。

**表15：音响产品（音响设备、专业音响、多媒体音箱）业务盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
音响产品收入	686.15	837.10	971.04	1087.56
YOY	-3.32%	22.00%	16.00%	12.00%
成本	443.26	506.45	582.62	652.54
毛利	242.88	330.65	388.41	435.02
毛利率	35.40%	39.50%	40.00%	40.00%

收入占比	30.99%	29.87%	28.28%	26.80%
毛利占比	33.24%	31.71%	29.45%	27.89%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

**汽车音响产品：**公司汽车音响业务预计在未来三年内持续高速增长，厚积薄发。2023年半年报中该业务已展示出30%的增长率，此外已取得多项领域的行业大奖，结合公司本身技术力以及品牌影响力的提升，预计本业务将有较高速的增长。预计2023-2025年汽车音响产品收入增速分别为30%、30%、30%。预计2023-2025年该业务收入分别为0.13、0.17、0.22亿元；该业务较为成熟，毛利率趋于稳定，预计2023-2025年该业务毛利率分别为34.86%、34.86%、34.86%。

**表16：汽车音响业务盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车音响产品收入	10.12	13.15	17.10	22.22
YOY	-50.36%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	6.59	8.57	11.14	14.48
毛利	3.53	4.58	5.96	7.75
毛利率	34.86%	34.86%	34.86%	34.86%
收入占比	0.46%	0.47%	0.50%	0.55%
毛利占比	0.48%	0.44%	0.45%	0.50%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

**其他产品及业务：**本部分包含空气净化器以及其他业务。公司积极扩展其他业务领域，2023年半年报中其他业务已展示出70%的增长率，我们认为将继续大幅增长。预计2023-2025年其他业务收入增速分别为70%、50%、30%。预计2023-2025年其他业务收入分别为0.95、1.42、1.85亿元；2019-2020年其他业务毛利率平均为60%左右，随后由于业务扩张降至2021-2022年的31%左右。而随着空气净化器等业务的逐步成熟，预计总体毛利率将回升至50%的水平。2023-2025年该业务毛利率分别为40.98%、50.98%、50.98%。

**表17：其他业务（包含空气净化器以及其他业务）盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
其他业务收入	55.80	94.86	142.29	184.98
YOY	-16.15%	70.00%	50.00%	30.00%
成本	38.52	55.99	69.76	90.69
毛利	17.28	38.87	72.53	94.30
毛利率	30.98%	40.98%	50.98%	50.98%
收入占比	2.52%	3.39%	4.14%	4.56%
毛利占比	2.37%	3.73%	5.50%	6.05%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上，我们预测公司2023-2025年总营收增速分别为26.55%、22.52%、18.20%。预计2023-2025年营收分别为28.02、34.33、40.58亿元；预计2023-2025年业务毛利率分别为37.21%、38.42%、38.43%。

**表18：公司收入及毛利率拆分**

收入 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
耳机产品收入	1,462.33	1857.16	2302.88	2763.46
YOY	-2.97%	27.00%	24.00%	20.00%
毛利率	31.94%	36.00%	37.00%	37.00%
音响产品收入	686.15	837.10	971.04	1087.56
YOY	-3.32%	22.00%	16.00%	12.00%
毛利率	35.40%	39.50%	40.00%	40.00%
汽车音响产品收入	10.12	13.15	17.10	22.22
YOY	-50.36%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	34.86%	34.86%	34.86%	34.86%
其他业务收入	55.80	94.86	142.29	184.98
YOY	-16.15%	70.00%	50.00%	30.00%
收入总计	2,214.40	2802.28	3433.31	4058.23
YOY	-3.88%	26.55%	22.52%	18.20%
毛利率	33.00%	37.21%	38.42%	38.43%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

## 4.2 估值分析与投资建议

我们选取国内 A 股中于漫步者业务相关性较高的音响、耳机等消费电子企业，包括国光电器、佳禾智能、传音控股三家作为可比公司。其中国光电器为全球知名的电声制造厂商，佳禾智能为专注于智能电声产品的制造商，具备较强可比性；传音控股主要产品为以手机为核心的智能终端品类，漫步者作为消费电子品牌企业，并切入了智能终端的赛道，因此与之具备一定可比性。2023-2025 年三家可比公司平均 PE 分别为 28X、22X、17X。对于漫步者而言，公司估值高于可比公司均值水平，但考虑到公司作为预计在 AI 时代具备更显著技术门槛的消费电子品牌，应当具备更高的估值溢价。具体原因包括（1）耳机有望成为大模型时代战略地位提升显著终端，公司卡位优势突出（2）AI 原生耳机作为新品类或将带来新一轮硬件更新潮，从而打开利润空间（3）公司核心业务为 TWS 耳机产品，受益于品类更迭带来的用户集中升级换新的时机，以及通过品牌运营带来的利润空间提升。我们预计漫步者 2023-2025 年净利润分别为 4.50、5.85、6.92 亿元，对应市盈率 34X、26X、22X，维持“推荐”评级。

**表19：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				CAGR (2022-2025)	PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
002045.SZ	国光电器	15.20	0.38	0.41	0.55	0.76	26%	33	37	28	20
300793.SZ	佳禾智能	19.29	0.51	0.70	0.90	1.13	30%	33	27	21	17
688036.SH	传音控股	129.58	3.09	6.30	7.57	9.13	43%	26	21	17	14
平均值							33%	31	28	22	17
002351.SZ	漫步者	17.05	0.28	0.51	0.66	0.78	41%	61	34	26	22

资料来源：wind，民生证券研究院预测。注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 12 月 22 日

## 5 风险提示

**1) 公司产品研发受阻。**公司潜在新品的研发进度及发布时间受限于 AI 终端化技术的落地进展,若相关技术进展缓慢则会影响到公司相应产品的推出,导致业绩增长期的延后。

**2) 行业竞争加剧的风险。**目前各家厂商均开始了在智能化耳机业务上的布局,若公司不能及时开发出相应的产品并推向市场,占据先机,则可能会影响公司在细分市场的领先地位,从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑,公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**3) 技术路线变革或不及预期。**目前 AI 的终端化技术仍面临一些挑战,例如为满足终端部署的需求,大模型需经过轻量化处理,并且终端具备相应端侧算力等。技术路线变革的速度和实际落地情况存在不确定性。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2,214</b>	<b>2,802</b>	<b>3,433</b>	<b>4,058</b>
营业成本	1,484	1,760	2,114	2,499
营业税金及附加	19	23	28	33
销售费用	205	244	299	353
管理费用	83	101	124	147
研发费用	140	173	212	250
EBIT	277	509	665	787
财务费用	2	-15	-18	-21
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	12	24	29	34
<b>营业利润</b>	<b>304</b>	<b>548</b>	<b>712</b>	<b>842</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>548</b>	<b>712</b>	<b>842</b>
所得税	37	69	90	107
净利润	267	478	621	735
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>247</b>	<b>450</b>	<b>585</b>	<b>692</b>
EBITDA	329	564	721	842

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,293	1,516	1,785	2,093
应收账款及票据	190	263	323	381
预付款项	5	7	9	11
存货	498	590	652	702
其他流动资产	300	297	298	299
<b>流动资产合计</b>	<b>2,286</b>	<b>2,674</b>	<b>3,067</b>	<b>3,486</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	406	404	404	404
无形资产	53	53	53	53
<b>非流动资产合计</b>	<b>570</b>	<b>570</b>	<b>568</b>	<b>570</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,856</b>	<b>3,244</b>	<b>3,635</b>	<b>4,056</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	295	346	416	492
其他流动负债	134	167	191	223
<b>流动负债合计</b>	<b>429</b>	<b>513</b>	<b>607</b>	<b>715</b>
长期借款	5	4	4	4
其他长期负债	56	52	52	52
<b>非流动负债合计</b>	<b>61</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
<b>负债合计</b>	<b>489</b>	<b>568</b>	<b>663</b>	<b>770</b>
股本	889	889	889	889
少数股东权益	66	94	130	173
<b>股东权益合计</b>	<b>2,367</b>	<b>2,676</b>	<b>2,973</b>	<b>3,286</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,856</b>	<b>3,244</b>	<b>3,635</b>	<b>4,056</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.88	26.55	22.52	18.20
EBIT 增长率	-5.41	83.99	30.67	18.28
净利润增长率	-21.87	82.53	29.98	18.28
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.00	37.21	38.42	38.43
净利润率	11.13	16.06	17.04	17.05
总资产收益率 ROA	8.63	13.87	16.09	17.06
净资产收益率 ROE	10.71	17.43	20.58	22.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.33	5.22	5.05	4.88
速动比率	4.13	4.03	3.95	3.87
现金比率	3.01	2.96	2.94	2.93
资产负债率 (%)	17.14	17.52	18.23	18.99
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	31.18	34.03	34.03	34.03
存货周转天数	122.49	122.49	112.49	102.49
总资产周转率	0.80	0.92	1.00	1.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.28	0.51	0.66	0.78
每股净资产	2.59	2.90	3.20	3.50
每股经营现金流	0.46	0.48	0.71	0.85
每股股利	0.20	0.37	0.47	0.56
<b>估值分析</b>				
PE	61	34	26	22
PB	6.6	5.9	5.3	4.9
EV/EBITDA	41.04	23.92	18.69	16.02
股息收益率 (%)	1.17	2.14	2.78	3.29
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	267	478	621	735
折旧和摊销	52	55	56	55
营运资金变动	102	-80	-23	-4
<b>经营活动现金流</b>	<b>408</b>	<b>425</b>	<b>627</b>	<b>753</b>
资本开支	-28	-47	-50	-51
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>-23</b>	<b>-21</b>	<b>-17</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-3	-2	-6	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-171</b>	<b>-180</b>	<b>-336</b>	<b>-427</b>
<b>现金净流量</b>	<b>924</b>	<b>223</b>	<b>270</b>	<b>308</b>

## 插图目录

图 1: 公司发展历程 .....	3
图 2: 适用不同使用场景的教育类耳机 .....	4
图 3: 科技感十足的 HECATE 电竞耳机 .....	4
图 4: 具备美感的花再耳机 .....	4
图 5: 搭载小度助手的 LolliPods .....	5
图 6: 覆盖多种应用场景的音响产品 .....	5
图 7: 品类齐全的汽车音响产品 .....	5
图 8: 性能卓越的麦克风产品 .....	6
图 9: 具备未来感的电竞外设 .....	6
图 10: 2018-2023H1 公司各产品线营收情况 (亿元) .....	6
图 11: 2018-2023H1 公司收入占比 (单位: 亿元) .....	6
图 12: 公司 2018-2023Q1-Q3 收入及增速 .....	7
图 13: 公司 2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速 .....	7
图 14: 公司毛利率和净利率变化情况 .....	7
图 15: 公司三费及三费率变化情况 .....	8
图 16: 人机交互范式的历史转变 .....	9
图 17: 高通预计边缘终端在混合 AI 时代扮演重要角色 .....	10
图 18: 高通 S7、S7 Pro-Gen 1 音频芯片功能 .....	10
图 19: 中国 TWS 耳机厂商市场集中度 (2020-2023Q2) .....	12
图 20: 漫步者辅听 1 号 .....	14
图 21: 漫步者辅听 3 号 .....	14
图 22: Comfo Fit 开放式耳机 .....	16
图 23: Comfo Run 开放式耳机 .....	16
图 24: 漫步者耳机与部分电影、游戏 IP 的联名合作 .....	18
图 25: 漫步者多款耳机进入国内平台热卖榜 .....	18
图 26: 2020 年越南站 Bday 大促首日支付总金额在同类目当中排名第四 .....	19
图 27: 漫步者 HECATE 的部分产品以及和电竞战队的合作 .....	19
图 28: TWS 耳机强意愿用户预算分布 (2022 年 9 月) .....	20
图 29: 千元以下耳机品牌选择偏好 (2022 年 9 月) .....	20
图 30: 2023 年 H1 A 股主要耳机厂商耳机业务毛利率 .....	21

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 漫步者前十大股东明细 .....	3
表 2: 近期发布的“AI+耳机”相关产品的功能 .....	10
表 3: 2023Q3 中国大陆地区主要耳机厂商份额 .....	11
表 4: 2023Q2 中国 TWS 耳机市场份额 .....	11
表 5: 华为耳机产品矩阵 .....	12
表 6: 小米耳机产品矩阵 .....	12
表 7: 索尼耳机产品矩阵 .....	13
表 8: 市面上部分 1000-2000 元价位蓝牙助听器、辅听器对比 .....	14
表 9: Comfo Fit、Comfo Run 与韶音 (SHOKZ) 两款相近价位骨传导耳机的基本参数对比 .....	16
表 10: 漫步者子品牌的情况简介 .....	17
表 11: 漫步者与科大讯飞部分 TWS 耳机价格对比 .....	20
表 12: 漫步者 tws 耳机主要系列及价格 .....	20
表 13: 漫步者 AI 耳机战略拐点 .....	22
表 14: 耳机产品业务盈利预测 .....	24
表 15: 音响产品 (音响设备、专业音响、多媒体音箱) 业务盈利预测 .....	24
表 16: 汽车音响业务盈利预测 .....	25

---

表 17: 其他业务 (包含空气净化器以及其他业务) 盈利预测.....	25
表 18: 公司收入及毛利率拆分 .....	26
表 19: 可比公司 PE 数据对比 .....	26
公司财务报表数据预测汇总.....	28

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026