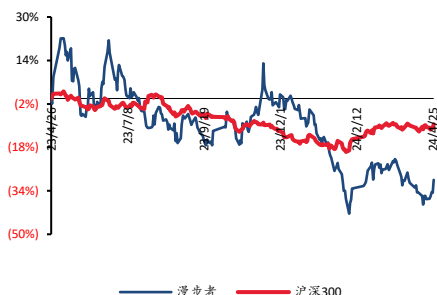


## 漫步者：2024Q1 利润端高增，耳机音响两大核心业务快速增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 8.89/8.89  
总市值/流通(亿元) 114.52/114.52  
12 个月内最高/最低价 23.79/10.21 (元)

### 相关研究报告

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

电话：021-58502206

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

**事件：2024 年 4 月 25 日，漫步者发布 2023 年年报及 2024 年一季度报。**2023 年公司实现营收 26.94 亿元 (+21.64%)，归母净利润 4.20 亿元 (+70.17%)，扣非归母净利润 3.78 亿元 (+70.60%)；2024Q1 实现营收 6.79 亿元 (+25.08%)，归母净利润 1.09 亿元 (+43.44%)，扣非归母净利润 1.07 亿元 (+43.95%)。公司拟以 8.89 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。

**耳机音响两大核心业务增速较快，2023 年外销增速显著快于内销。**

**1) 分品类看**，2023 年公司耳机、音响、汽车音响产品营收分别达 17.91 亿元 (+22.48%)、8.28 亿元 (+20.65%)、0.11 亿元 (+11.90%)，耳机和音响两大核心业务均实现较快增速，汽车音响业务双位数增长。**2) 分地区看**，2023 年公司国内外营收分别达 20.72 亿元 (+17.90%)、6.21 亿元 (+36.02%)，海外收入增速显著快于国内。**3) 分销售模式看**，2023 年公司经销、直销收入分别达 18.12 亿元 (+29.28%)、6.21 亿元 (+7.37%)。经销业务实现快速提升。

**2024Q1 毛净利率双升，销售费用率涨幅显著。****1) 毛利率：**2023Q4/2024Q1 毛利率为 40.71%/40.08%，分别同比+4.62/+5.56pct，主因或系公司产品结构持续改善所致。**2) 净利率：**2023Q4/2024Q1 净利率为 18.16%/18.18%，分别同比+6.57/+2.85pct，净利率在毛利率的带动下显著提升。**3) 费用率：**2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.83% (+3.81pct)、3.81% (+0.17pct)、7.77% (+0.30pct)、-1.54% (-1.13pct)，2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 11.59% (+3.35pct)、2.80% (-0.16pct)、5.91% (+0.82pct)、-1.67% (-0.57pct)，其中销售费用率同比涨幅明显，主因系公司市场宣传费用和人工成本增加；财务费用率下滑主系利息收入增加所致。

**产品端布局开放式耳机新品类，国内外线上线下渠道持续拓展。**

**1) 产品端：**公司于 2023 年先后推出游戏鼠标 G3M PRO、游戏耳机 GX05、运动耳机 X200BT 等新品，并于 2024 年 3 月 28 日推出开放式蓝牙耳机 Comfo Solo，助力产品矩阵进一步扩充。**2) 渠道端：****a) 国内：**线下采用“区域独家总经销商制”，目前全国已有上百家区域独家总经销商；线上在京东、天猫等头部电商平台销售额市场领先，抖音、小红书等新兴趋势销售额也保持快增趋势。**b) 海外：**公司在亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商渠道业务快速增长，用户口碑和品牌影响

力稳步提升。

**投资建议：**行业端，在 AI 大模型的赋能下，智能音箱作为智能家居入口或将恢复增长趋势。公司端，有望凭借硬件音效优势携手软件算法合作方，分享智能音箱行业发展红利；TWS 耳机则业务有望通过卡位中端实现市占率的提升，同时 AI 耳机和 OWS 耳机有望为公司收入业绩贡献新增量。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.31/6.29/7.23 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.71/0.81 元，当前股价对应 PE 为 21.56/18.21/15.84 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格和人工成本上涨、经营规模扩大带来的管理风险、汇率波动、技术和市场风险等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,694	3,202	3,606	4,000
营业收入增长率(%)	21.64%	18.87%	12.63%	10.92%
归母净利（百万元）	420	531	629	723
净利润增长率(%)	70.17%	26.61%	18.38%	14.94%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.60	0.71	0.81
市盈率（PE）	37.60	21.56	18.21	15.84

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

#### 资产负债表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,293	1,566	2,128	2,809	3,594
应收和预付款项	195	206	245	276	306
存货	498	501	582	648	714
其他流动资产	300	492	493	493	494
流动资产合计	2,286	2,764	3,447	4,226	5,108
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	46	45	44	44	43
固定资产	406	380	369	349	329
在建工程	0	0	-1	-1	-2
无形资产开发支出	53	49	44	40	35
长期待摊费用	6	7	7	7	7
其他非流动资产	2,347	2,810	3,495	4,275	5,155
资产总计	2,859	3,290	3,958	4,713	5,567
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	295	481	558	622	685
长期借款	5	4	4	4	4
其他负债	192	177	198	215	232
负债合计	492	662	761	842	922
股本	889	889	889	889	889
资本公积	469	463	463	463	463
留存收益	933	1,174	1,707	2,336	3,058
归母公司股东权益	2,301	2,542	3,073	3,702	4,425
少数股东权益	66	86	124	169	220
股东权益合计	2,367	2,628	3,198	3,871	4,645
负债和股东权益	2,859	3,290	3,958	4,713	5,567

#### 现金流量表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	408	510	574	685	784
投资性现金流	685	-164	-11	-4	2
融资性现金流	-171	-212	-1	0	0
现金增加额	924	138	562	681	785

#### 利润表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,214	2,694	3,202	3,606	4,000
营业成本	1,484	1,666	1,936	2,157	2,375
营业税金及附加	19	21	25	28	30
销售费用	205	312	351	386	419
管理费用	83	88	103	115	125
财务费用	2	-34	0	2	4
资产减值损失	-14	-17	0	0	0
投资收益	12	38	14	16	18
公允价值变动	17	3	0	0	0
营业利润	304	510	624	736	847
其他非经营损益	0	0	-1	-1	-1
利润总额	303	510	623	736	846
所得税	37	50	54	62	72
净利润	267	459	569	674	774
少数股东损益	20	40	38	45	51
归母股东净利润	247	420	531	629	723

#### 预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.00%	38.16%	39.54%	40.20%	40.62%
销售净利率	11.13%	15.58%	16.59%	17.44%	18.07%
销售收入增长率	-3.88%	21.64%	18.87%	12.63%	10.92%
EBIT 增长率	-5.41%	57.99%	42.61%	18.33%	15.20%
净利润增长率	-21.86%	70.17%	26.61%	18.38%	14.94%
ROE	10.71%	16.51%	17.29%	16.99%	16.34%
ROA	8.62%	12.75%	13.42%	13.34%	12.99%
ROIC	10.18%	14.92%	17.73%	17.39%	16.69%
EPS (X)	0.28	0.47	0.60	0.71	0.81
PE (X)	31.71	37.60	21.56	18.21	15.84
PB (X)	3.43	6.18	3.73	3.09	2.59
PS (X)	3.57	5.83	3.58	3.18	2.86
EV/EBITDA (X)	20.17	29.04	14.08	11.07	8.81

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。