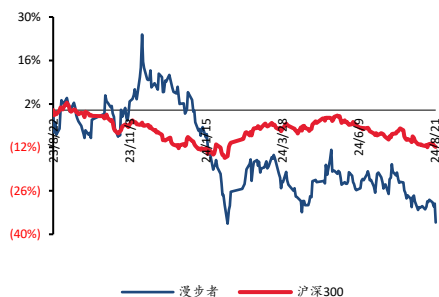


漫步者：2024Q2 业绩双位数增长，毛利率涨幅较为显著

■ 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)	93.27/93.27
12个月内最高/最低价(元)	20.9/10.21

相关研究报告

<<漫步者：2024Q1 利润端高增，耳机音响两大核心业务快速增长>>--2024-04-28

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

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

事件：2024年8月21日，漫步者发布2024年半年报。2024H1公司实现营收13.80亿元(+16.05%)，归母净利润2.20亿元(+26.24%)，扣非归母净利润2.14亿元(+27.30%)。

2024Q2 利润端双位数提升，2024H1 内外销收入快速增长。1) 分季度看：2024Q2 公司实现收入7.01亿元(+8.47%)，归母净利润1.11亿元(+12.88%)，营收端表现稳健，业绩端双位数增速。2) 分产品看，2024H1 公司耳机、音响、汽车音响收入分别为8.86亿元(+14.19%)、4.33亿元(+20.74%)、0.06亿元(-5.11%)，其中耳机品类的增长或受益于产品结构改善和国内外线上线下营销渠道扩展，音响品类在产品矩阵扩张的助力下也实现较快增速。3) 分地区看，2024H1 公司内销、出口收入分别为11.08亿元(+15.19%)、2.71亿元(+19.71%)，均实现快速增长。

2024Q2 毛利率提升显著，销售费用率涨幅较大。1) 毛利率：2024Q2 公司毛利率达42.36%(同比+4.68pct)，主因或系原材料价格下降叠加产品结构优化。2) 净利率：2024Q2 公司净利率达17.38%(同比+0.25pct)，净利率涨幅小于毛利率，或系受到期间费用率涨幅较大的影响。3) 费用端：2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为14.22%/2.83%/6.80%/-0.97%，分别同比+3.37%/-0.41%/+0.99%/+0.28pct，其中销售费用率涨幅明显主因为广告投放和人工成本的增加，研发费用率上涨主系公司实验材料、模具费和人工成本的增加。

OWS 耳机产品矩阵快速丰富，全球销售渠道持续拓展。1) 产品端：2024H1 公司相继推出 Comfo Fit II、Comfo Solo、X Fit、Comfo Clip 等多款 OWS 耳机产品，同时还于2024年5月和7月相继发布了多媒体音箱 N300 和首次将平板单元引入 TWS 领域实现平板单元降噪的高端新品 STAX SPIRIT S10，耳机和音箱品类的产品矩阵持续丰富。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、小红书等新兴渠道销售额稳步增长。b) 海外：公司在亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商渠道业务持续快速拓展。

投资建议：行业端，在 AI 大模型的赋能下，耳机品类或将迎来增长新机会，同时 OWS 耳机行业规模有望持续扩张。**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 年公司归母净利润为 5.01/5.94/6.81 亿元，对应 EPS 为 0.56/0.67/0.77 元，当前股价对应 PE 为 18.60/15.69/13.69 倍。维持“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	3,105	3,534	3,955
营业收入增长率(%)	21.64%	15.27%	13.83%	11.91%
归母净利（百万元）	420	501	594	681
净利润增长率(%)	70.17%	19.52%	18.52%	14.58%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.56	0.67	0.77
市盈率（PE）	37.60	18.60	15.69	13.69

资料来源：携宁，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	2,024	2,668	3,407
应收和预付款项	195	206	237	270	302
存货	498	501	558	630	700
其他流动资产	300	492	492	493	494
流动资产合计	2,286	2,764	3,312	4,061	4,902
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	3,410	4,160	5,000
资产总计	2,859	3,290	3,874	4,599	5,412
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	295	481	536	605	671
长期借款	5	4	4	4	4
其他负债	192	177	193	211	229
负债合计	492	662	732	820	905
股本	889	889	889	889	889
资本公积	469	463	463	463	463
留存收益	933	1,174	1,678	2,272	2,954
归母公司股东权益	2,301	2,542	3,020	3,614	4,295
少数股东权益	66	86	122	164	213
股东权益合计	2,367	2,628	3,142	3,779	4,508
负债和股东权益	2,859	3,290	3,874	4,599	5,412

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	408	510	545	648	738
投资性现金流	685	-164	-62	-4	2
融资性现金流	-171	-212	-27	0	0
现金增加额	924	138	458	643	739

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,214	2,694	3,105	3,534	3,955
营业成本	1,484	1,666	1,857	2,097	2,327
营业税金及附加	19	21	24	27	30
销售费用	205	312	362	407	454
管理费用	83	88	100	112	123
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	593	696	798
其他非经营损益	0	0	-1	-1	-1
利润总额	303	510	592	695	797
所得税	37	50	55	58	68
净利润	267	459	537	637	729
少数股东损益	20	40	36	42	48
归母股东净利润	247	420	501	594	681

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.00%	38.16%	40.20%	40.68%	41.16%
销售净利率	11.13%	15.58%	16.15%	16.82%	17.22%
销售收入增长率	-3.88%	21.64%	15.27%	13.83%	11.91%
EBIT 增长率	-5.41%	57.99%	35.52%	17.75%	14.85%
净利润增长率	-21.86%	70.17%	19.52%	18.52%	14.58%
ROE	10.71%	16.51%	16.61%	16.45%	15.86%
ROA	8.62%	12.75%	12.94%	12.93%	12.58%
ROIC	10.18%	14.92%	17.03%	16.85%	16.21%
EPS (X)	0.28	0.47	0.56	0.67	0.77
PE (X)	31.71	37.60	18.60	15.69	13.69
PB (X)	3.43	6.18	3.09	2.58	2.17
PS (X)	3.57	5.83	3.00	2.64	2.36
EV/EBITDA (X)	20.17	29.04	11.58	9.00	7.03

资料来源：携宁，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。