

漫步者 (002351.SZ)

新代言人强化品牌建设，OWS 耳机与 AI 有望打开新成长空间

事件：公司发布 2024 年三季报。单 Q3 实现营业收入 7.66 亿元，同比增长 13.76%，单 Q3 实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 14.60%。单 Q3 毛利率为 38.27%，同比下降 0.14pct。费用方面单 Q3 公司销售费用率 10.78%，同比下降 0.13pct、管理费用率 2.86%，同比增加 0.05pct，研发费用率 5.74%，同比增加 0.04pct。

强化品牌建设，签约新代言人。2024 年 9 月 25 日，漫步者官宣王一博成为漫步者品牌代言人，旗下多款产品推出王一博语音包。漫步者官方与王一博共创微博评论条数超 100 万，点赞数超 1000 万。我们认为新代言人为公司带来的品牌效应显著，有望进一步推动公司产品销量。

开放式耳机不断丰富，紧跟前沿 AI 技术。在产品创新方面，据公司公告：1) 开放式耳机市场处于快速增长阶段，是公司今年大力投入的方向之一。公司全面布局了开放式耳机的各种形态，包括耳挂式、后挂式、耳夹式，截至目前已上市的型号达到 10 款，未来覆盖不同产品形态、不同定价范围、不同集团品牌的开放式耳机将陆续上市。2) 在前沿技术上公司紧密跟随 AI 技术的发展，不断加强相关的研发储备。目前公司的“漫步者摘要提取算法”、“漫步者机器翻译算法”已经完成了国家互联网信息办公室关于深度合成服务算法的备案，搭载 AI 相关功能的各类新产品正在开发中。

发布员工持股计划，考核目标彰显长期信心。10 月 18 日公司发布 2024 年员工持股计划，涉及股票规模不超过 510.00 万股，约占计划草案公告时公司股本总额 0.57%。公司层面以基于 2023 年的净利润增长率作为业绩考核目标，分三批解锁，第一个解锁期触发 80%归属比例的条件为：2024-2026 年增长率分别达到 10%/20%/30%，或 2024-2025 年增长率之和达到 30%，或 2024-2026 年净利润增长率之和达到 60%及以上。第一个解锁期触发 100%归属比例的条件为：2024-2026 年增长率分别达到 15%/28%/40%，或 2024-2025 年增长率之和达到 43%，或 2024-2026 年净利润增长率之和达到 83%及以上。

维持“增持”评级。公司持续在产品创新和品牌建设上发力，同时耳机作为重要智能终端有望受益于生成式 AI 发展。我们预测公司 2024-2026 年营业收入为 31.35/36.00/41.35 亿，归母净利润 5.14/6.01/7.02 亿，维持“增持”评级。

风险提示：AI 技术推进不及预期风险；原材料价格和人工成本上涨风险；行业竞争加剧风险；宏观经济风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,214	2,694	3,135	3,600	4,135
增长率 yoy (%)	-3.9	21.6	16.4	14.9	14.9
归母净利润（百万元）	247	420	514	601	702
增长率 yoy (%)	-21.9	70.2	22.6	16.9	16.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.28	0.47	0.58	0.68	0.79
净资产收益率 (%)	11.3	17.5	18.3	18.5	18.7
P/E（倍）	53.9	31.7	25.9	22.1	19.0
P/B（倍）	5.8	5.2	4.6	4.0	3.5

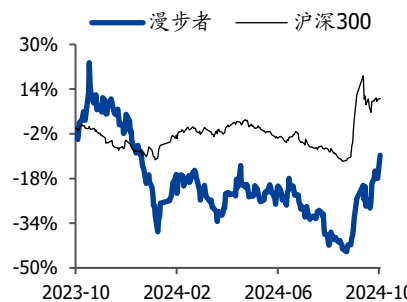
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	消费电子
前次评级	增持
10 月 28 日收盘价（元）	14.96
总市值（百万元）	13,301.04
总股本（百万股）	889.11
其中自由流通股（%）	58.60
30 日日均成交量（百万股）	37.40

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

相关研究

- 《漫步者（002351.SZ）：半年报业绩稳健增长，毛利率显著提升》 2024-08-26
- 《漫步者（002351.SZ）：Q1 业绩表现优秀，积极推进 AI 等产品创新》 2024-04-27
- 《漫步者（002351.SZ）：品牌建设驱动增长，积极进军新领域》 2024-02-07

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2286	2764	2984	3642	4107
现金	1293	1566	1618	2207	2469
应收票据及应收账款	190	203	254	271	332
其他应收款	3	4	4	5	6
预付账款	5	3	7	4	8
存货	498	501	613	666	803
其他流动资产	297	488	488	488	488
非流动资产	573	526	578	615	658
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	406	380	441	489	540
无形资产	53	49	41	32	24
其他非流动资产	114	97	96	93	94
资产总计	2859	3290	3562	4257	4765
流动负债	429	622	523	749	673
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	295	481	384	609	532
其他流动负债	134	142	139	140	142
非流动负债	63	40	39	39	38
长期借款	5	4	4	3	3
其他非流动负债	58	36	36	36	36
负债合计	492	662	563	788	712
少数股东权益	66	86	121	163	218
股本	889	889	889	889	889
资本公积	469	463	463	463	463
留存收益	933	1174	1408	1693	2020
归属母公司股东权益	2301	2542	2878	3306	3836
负债和股东权益	2859	3290	3562	4257	4765

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	408	510	276	793	468
净利润	267	459	549	643	757
折旧摊销	47	45	39	46	51
财务费用	2	-34	-32	-40	-50
投资损失	-12	-38	-17	-14	-11
营运资金变动	150	159	-263	157	-278
其他经营现金流	-46	-82	0	0	0
投资活动现金流	685	-164	-74	-70	-83
资本支出	28	14	52	37	43
长期投资	0	34	0	0	0
其他投资现金流	713	-116	-22	-32	-39
筹资活动现金流	-171	-212	-150	-134	-123
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-3	-1	0	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-3	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-165	-205	-150	-134	-122
现金净增加额	924	138	52	589	262

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2214	2694	3135	3600	4135
营业成本	1484	1666	1857	2133	2450
营业税金及附加	19	21	24	28	32
营业费用	205	312	408	450	496
管理费用	83	88	102	117	134
研发费用	140	168	196	225	258
财务费用	2	-34	-32	-40	-50
资产减值损失	-14	-17	-20	-23	-27
其他收益	6	13	7	8	8
公允价值变动收益	17	3	0	0	0
投资净收益	12	38	17	14	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	304	510	624	732	860
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	303	510	624	731	860
所得税	37	50	75	88	103
净利润	267	459	549	643	757
少数股东损益	20	40	34	42	55
归属母公司净利润	247	420	514	601	702
EBITDA	312	508	615	720	840
EPS (元)	0.28	0.47	0.58	0.68	0.79

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	21.6	16.4	14.9	14.9
营业利润(%)	-21.1	67.9	22.4	17.2	17.6
归属于母公司净利润(%)	-21.9	70.2	22.6	16.9	16.7
获利能力					
毛利率(%)	33.0	38.2	40.8	40.8	40.7
净利率(%)	11.1	15.6	16.4	16.7	17.0
ROE(%)	11.3	17.5	18.3	18.5	18.7
ROIC(%)	10.0	16.3	17.5	17.8	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	17.2	20.1	15.8	18.5	14.9
净负债比率(%)	-53.0	-58.6	-53.2	-63.0	-60.4
流动比率	5.3	4.4	5.7	4.9	6.1
速动比率	4.1	3.2	4.0	3.6	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	10.7	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	5.4	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.47	0.58	0.68	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.57	0.31	0.89	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.86	3.24	3.72	4.31
估值比率					
P/E	53.9	31.7	25.9	22.1	19.0
P/B	5.8	5.2	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	37.9	22.9	18.8	15.3	12.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com