

漫步者 (002351)

证券研究报告
2024年12月24日

音频龙头地位夯实，品牌矩阵驱动成长

秉持工匠精神，打造音频行业领先企业

公司创立于1996年，一直专注于音频技术的研究开发与产品应用，公司业务以耳机为核心，持续创新产品挖掘细分领域需求、开拓海内外市场。我们认为伴随消费电子整体市场2020-2022年一轮从高景气到逐步去库存的阶段性周期结束，行业有望迎来产品迭代升级、第二耳机需求兴起、AI模型快速发展趋势。漫步者产品矩阵丰富，贴合当下性价比消费趋势，在千元以下耳机市场综合实力突出，公司近两年增势强劲，收入业绩创新高。

TWS耳机加快普及，OWS耳机崛起

TWS耳机市场稳步增长，即使在2021年、2022年也克服了消费电子类产品整体较为低迷的出货预期，实现了稳定增幅，2023年全球TWS耳机出货3.9亿只，5年CAGR达53%。随着TWS耳机在运动、学习、驾驶、通勤等多元化场景应用的推广，以及AI耳机新品种带来的硬件换机潮，TWS渗透空间有望进一步提升。OWS耳机因佩戴时不用入耳，长时间佩戴体验更优，自22年以来就展现出了强劲的增长势头，据洛图科技的报告，24Q1OWS耳机在线上耳机市场销量同比大幅增长148%，是整体耳机市场的主要增量，洛图预计国内OWS开放式耳机的占比或将超过20%。漫步者全面拥抱OWS耳机浪潮，布局了包括耳挂式、后挂式、耳夹式在内的各种OWS耳机形态，截至目前已上市的型号达到8款。

多元品牌矩阵驱动发展，高性价比产品紧贴消费者需求

公司的耳机产品充分满足了消费者不同使用场景下的消费需求，同时根据品类的细分差异化而打造多达6个品牌的多元矩阵，构筑了强大的市场竞争力。在消费趋向理性的背景下，公司产品兼具品牌力和性价比，其TWS耳机定价大多在500元以下，很好地对中高端市场进行覆盖。公司已构建强大的线上线下销售网络，擅长通过社交媒体运营能力带动销售额增长；我们认为公司深挖年轻人的喜好，积极与流行电影、动画和明星进行联名合作；公司官网在全球享有高访问量，利用不同社媒的特性，在海外实行精准的网红营销和多平台运营策略，品牌知名度大幅提升。

投资建议：漫步者是国内消费电子领军品牌，持续挖掘细分市场、发力产品创新和品牌建设，积极把握性价比消费趋势开拓海内外市场，并有望依托大模型落地AI耳机应用实现新的增长点。我们预计公司24-26年归母净利润为5.07/5.96/6.78亿元，结合可比公司估值，再考虑到公司耳机音箱业务的较高成长性以及在海外的较大成长空间，临近估值切换时点，我们给予公司2025年30倍PE，目标价20.1元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：技术和市场风险；原材料价格和人工成本上涨风险；管理风险；汇率波动风险；测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,214.40	2,693.64	3,119.50	3,588.40	4,030.75
增长率(%)	(3.88)	21.64	15.81	15.03	12.33
EBITDA(百万元)	510.09	708.49	646.88	766.32	875.59
归属母公司净利润(百万元)	246.55	419.60	506.87	595.75	677.68
增长率(%)	(21.87)	70.19	20.80	17.54	13.75
EPS(元/股)	0.28	0.47	0.57	0.67	0.76
市盈率(P/E)	62.28	36.59	30.29	25.77	22.66
市净率(P/B)	6.67	6.04	5.56	5.08	4.58
市销率(P/S)	6.93	5.70	4.92	4.28	3.81
EV/EBITDA	12.33	19.64	21.28	16.94	15.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/消费电子
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	17.27元
目标价格	20.1元

基本数据

A股总股本(百万股)	889.11
流通A股股本(百万股)	521.05
A股总市值(百万元)	15,354.88
流通A股市值(百万元)	8,998.52
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	20.54
一年内最高/最低(元)	20.41/9.07

作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号: S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC执业证书编号: S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 漫步者：音频行业龙头企业	4
1.1. “秉工匠精神，以声音赋能”，扎根行业数十载	4
1.2. 业务布局完善，海外市场潜力较大	5
1.3. 经营稳步向上，盈利能力优异	6
2. TWS 耳机稳定增长，OWS 耳机潜力十足	7
2.1. TWS 耳机或迎新增长点	7
2.2. OWS 耳机崛起，对其他产品形成替代	8
2.3. 竞争格局较为集中，公司跻身国内头部企业	10
3. 品牌力、性价比和差异化，构筑细分市场壁垒	11
3.1. 产品端：深挖细分需求，性价比优势凸显	11
3.1.1. 品牌矩阵丰富，差异化新品迭出	11
3.1.2. 消费者偏爱低价产品，公司性价比产品紧贴当下需求	15
3.2. 营销端：产品营销紧跟潮流，销售渠道全面覆盖	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构集中稳定（截至 2024 年 3 季报）	5
图 3：近五年公司收入结构（按产品）	5
图 4：公司海外收入占比较低	6
图 5：公司海外收入快速增长（亿元，%）	6
图 6：公司 2019-2024Q1-Q3 营收及增速	6
图 7：公司 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速	6
图 8：公司毛利率和净利率变化情况	7
图 9：公司四费率变化情况	7
图 10：2018-2023 全球 TWS 耳机出货量走势（亿台）	8
图 11：TWS 耳机中国市场规模	8
图 12：2023 年真无线耳塞十大购买驱动因素	9
图 13：自 2022 年以来，开放式耳机展现出了强劲的增长势头	9
图 14：2022-2023 年中国耳机市场按销量产品结构	10
图 15：23Q1-24Q2 全球 TWS 耳机头部厂商市场份额	10
图 16：23Q1-24Q2 国内 TWS 耳机头部厂商市场份额	10
图 17：漫步者旗下品牌丰富	11
图 18：HECATE 电竞耳机外形设计具有未来感	11

图 19: 市面上部分头戴式无线电竞耳机参数对比	12
图 20: 辅听耳机介于健康耳机和专业助听器之间	12
图 21: 漫步者公推出了三款消费级辅听耳机	13
图 22: 公司所推出的助听器产品参数对比	13
图 23: 公司两款代表性 OWS 耳机	14
图 24: 蓝牙耳机强意愿用户预计购买预算 (2022 年)	15
图 25: 1000 元以下蓝牙耳机强意愿用户意向品牌 TOP5 (2022 年)	15
图 26: 漫步者耳机性价比优势凸显 (元)	16
图 27: 漫步者抖音渠道销额逐年攀升 (元)	16
图 28: 漫步者与多个大 IP 联名合作	17
图 29: 公司海外 youtube 视频点击量过万	17
图 30: 公司收入及毛利率拆分	18
图 31: 可比公司估值情况 (截至 24/12/23, 单位: 亿元)	18

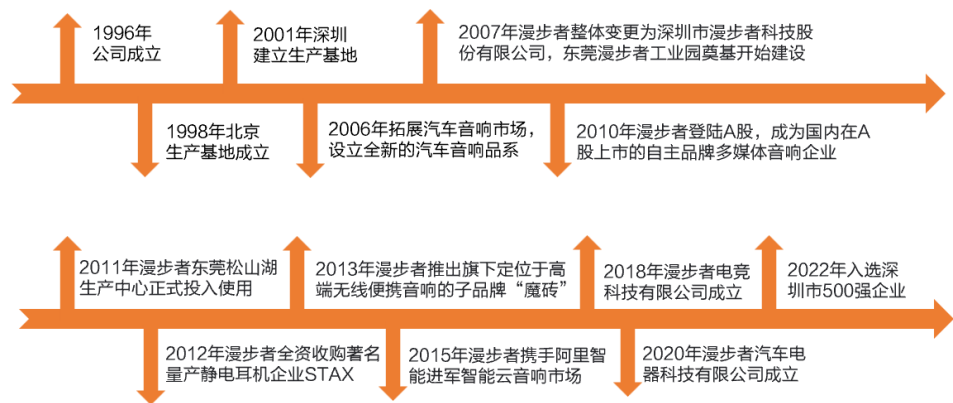
1. 漫步者：音频行业龙头企业

1.1. “秉工匠精神，以声音赋能”，扎根行业数十载

公司深耕音频领域多年，已成为行业领导品牌。漫步者创立于 1996 年，是一家集产品创意、工业设计、技术研发、规模化生产、自主营销于一体的专业化音频设备企业，产品覆盖家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等，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，目前已发展成为闻名业界的高新技术企业和行业领导品牌。

公司创立之初推出全木质、全防磁音箱，并推出双路立体声输入、动态高音提升技术；2001 年，漫步者在深圳建立生产基地，国内市场占有量直线攀升；2006 年，漫步者凭借深厚的音频底蕴，拓展汽车音响市场，主推无损换装概念，为广大车友提供更为简便的汽车音响升级之道；2010 年漫步者成功登陆 A 股，成为国内在 A 股上市的自主品牌多媒体音响企业；2012 年漫步者全资收购著名静电耳机企业 STAX，在理解和尊重 STAX 品牌价值的基础上，漫步者为这家具近 80 年历史的日本品牌注入新的活力；2015 年漫步者携手阿里进军智能云音响市场，发布 MA 系列三款产品，迈出音频产业转型的新步伐。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定集中，管理团队产业经验丰富。张文东为漫步者创始人之一，目前为公司实际控制人，现任董事长及总经理，截至 2024 年 3 季报，持股比例为 26.7%；公司前十大股东持股合计占比 59.06%，股权结构较为集中。公司前两大股东张文东、肖敏均为公司发起人，二人均毕业于北京理工大学，拥有资深技术背景。公司核心管理团队中的多名成员在本公司的任职时间超过十年，拥有丰富的产业经验，在一众优秀管理人才的带动下，公司快速健康发展。

图 2：公司股权结构集中稳定（截至 2024 年 3 季报）

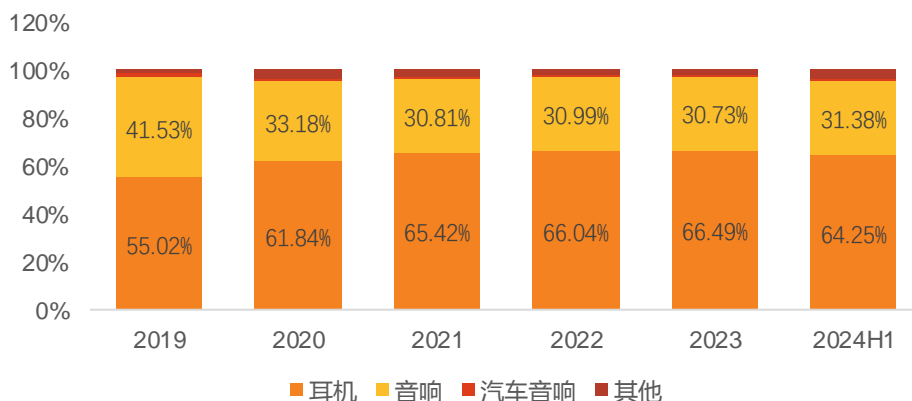


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 业务布局完善，海外市场潜力较大

公司业务可以分为耳机、音响、汽车音响等，其中耳机是公司最为核心的品类。公司于 2018 年首次推出了旗下第一款 TWS 真无线蓝牙耳机，及时抓住 TWS 耳机市场兴起的浪潮，拉动整个耳机业务营收快速增长。近五年来，公司耳机产品的营收由 2019 年的 6.8 亿元增长至 24H1 的 8.9 亿元，营收占比则由 2019 年的 55.0% 增长至 24H1 的 64.3%，成为公司收入的主要来源。公司第二大品类为音响，24H1 实现营收 4.3 亿元，同比增长 20.7%，同样表现亮眼。

图 3：近五年公司收入结构（按产品）

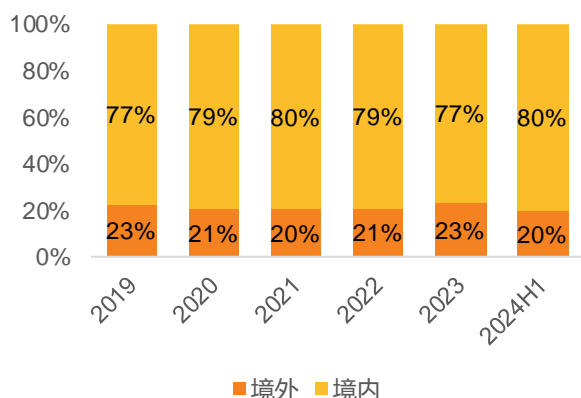


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司海外收入近几年快速增长，但收入占比较低，仍有较大提升空间。近几年公司大力拓展海外市场，且伴随公司品牌力的逐步提升，海外收入得以快速增长，由 2019 年的 2.81 亿元增长至 2023 年的 6.21 亿元，CAGR 达 21.93%。尽管收入增速较快，但据 2024 年中报

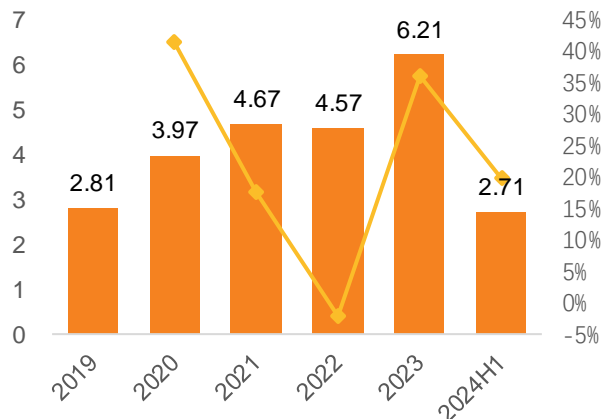
显示，公司海外收入占比仅 20%，仍有较大的增长空间。

图 4：公司海外收入占比较低



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司海外收入快速增长（亿元，%）

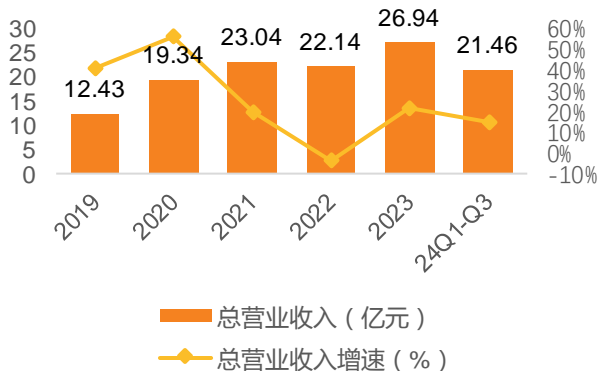


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 经营稳步向上，盈利能力优异

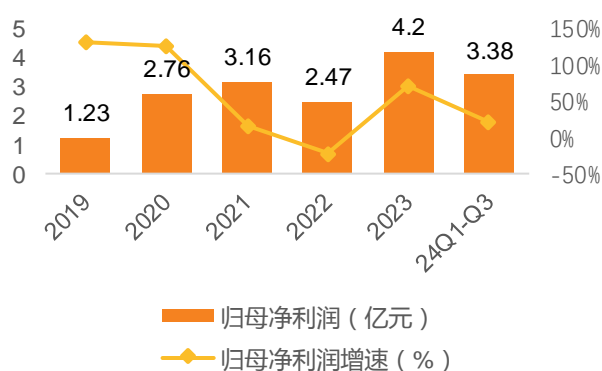
公司近年来收入业绩连创新高。2019 到 2021 年，公司总营业收入由 12.43 亿元快速增长至 23.04 亿元，归母净利润由 1.23 亿元翻番增长至 3.16 亿元。2022 年由于国内和国际环境的不稳定，收入业绩同比下滑，23 年经营迎来拐点，总营业收入/归母净利润分别增长 21.6%/70.2%至 26.9/4.2 亿元，24Q1-Q3 仍保持较高增速。我们认为消费电子整体市场 2020-2022 年已经经历了一轮从高景气到逐步去库存的阶段性周期，且 TWS 市场的增长预期较为乐观，加之公司产品矩阵丰富，性价比优势突出，未来仍有望保持较高增长。

图 6：公司 2019-2024Q1-Q3 营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

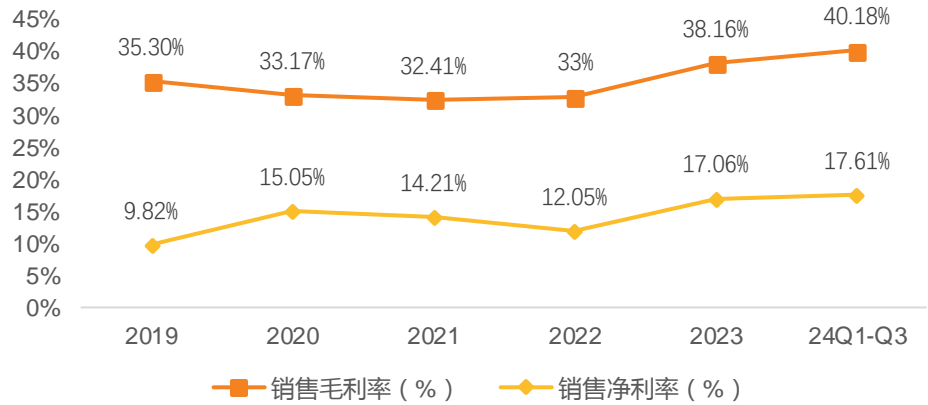
图 7：公司 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

公司盈利水平稳中有升，盈利质量优异。随着公司高毛利的海外业务占比提升、运营能力加强、品牌力深化以及规模效应显现，公司毛利率和净利率均呈现波动上升态势，24Q1-Q3 公司毛利率和净利率分别达 40.2%和 17.6%，在行业中处于较优水平。

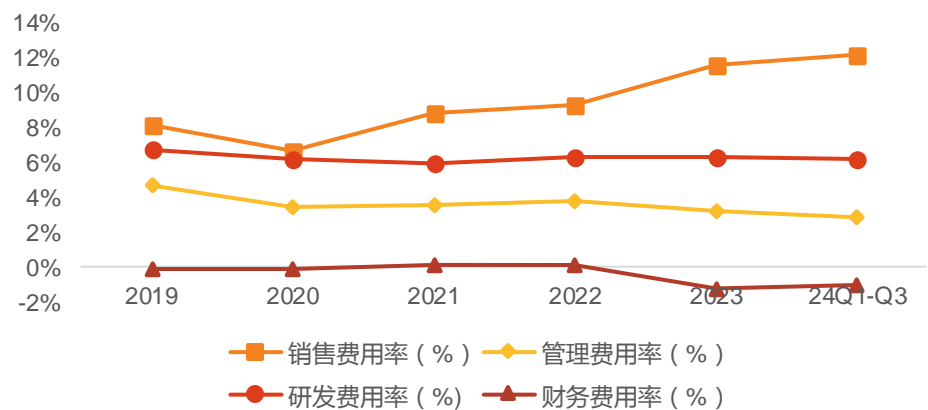
图 8：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司四费基本保持稳定，销售费用率微增。近五年来，公司的研发费用率、管理费用率以及财务费用率基本保持稳定，22 至 24Q1-Q3 期间的销售费用率提升主要由广告投入和人工成本增加所导致。

图 9：公司四费率变化情况



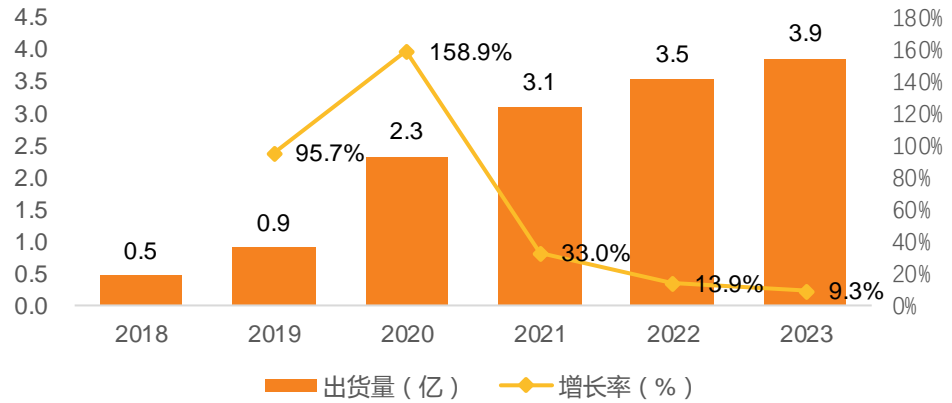
资料来源：wind，天风证券研究所

2. TWS 耳机稳定增长，OWS 耳机潜力十足

2.1. TWS 耳机或迎新增长点

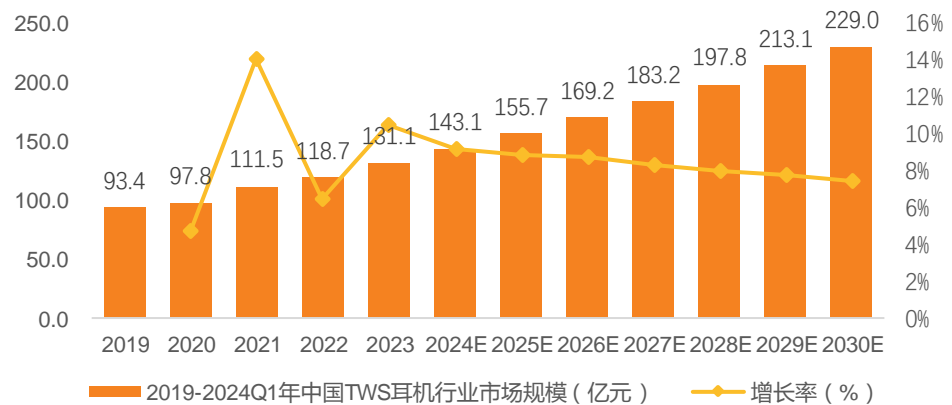
TWS 市场未来几年仍将保持增长趋势。根据公开调研数据，全球 TWS 耳机近几年的出货量逐年递增，在 2021 年、2022 年克服了消费电子类产品整体较为低迷的出货情况，实现了稳定增幅，2023 年全球 TWS 耳机出货量约为 3.86 亿台，同比增长 9.35%，预计未来几年仍将保持增长趋势。具体到中国市场，智研瞻预测 2024 年全年中国 TWS 耳机市场规模将达到 143.06 亿元，同比+9.14%，至 2030 年，中国 TWS 耳机市场规模增速或将保持在 7%以上。

图 10：2018-2023 全球 TWS 耳机出货量走势（亿台）



资料来源：我爱音频网，天风证券研究所

图 11：TWS 耳机中国市场规模



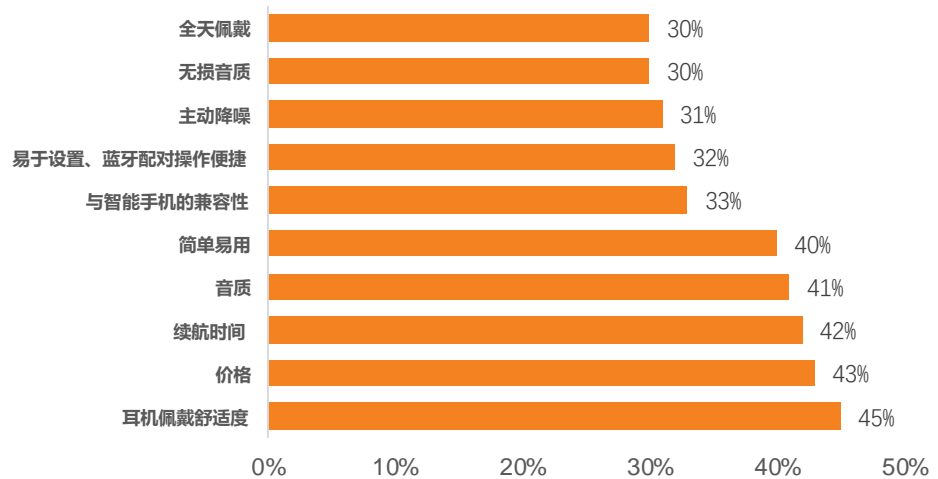
资料来源：智研瞻公众号，天风证券研究所

我们认为推动 TWS 耳机增长的因素包括：1) 用户换机时间节点到达。TWS 耳机行业的发展历程可以追溯到 2016 年，当时苹果公司推出了第一代 AirPods，标志着 TWS 耳机市场的正式起步，到了 2019 年，TWS 耳机市场呈现出快速增长。距离第三代 Airpods 发布已有三年时间，许多用户的耳机陆续到达换机时间节点。2) 用户对耳机的期望不断提高。近年以来，空间音频、高解析度音频、主动降噪等功能的发展迭代，间接提高了用户对耳机功能的期望，为市场增长提供基本动能。3) “第二耳机”需求的兴起是无线蓝牙耳机的新增长点。在较通用的 TWS 耳机普及以后，用户对特定场景，例如运动、办公、游戏竞技时使用耳机的需求提升，使得满足于特定场景的“第二耳机”开始兴起。

2.2. OWS 耳机崛起，对其他产品形成替代

针对全球消费类音频设备的用户行为报告《音频产品使用现状调研报告 2023》指出，人们在购买耳机时，“耳机佩戴舒适度”是最先考虑的购买驱动因素，而 OWS 耳机因佩戴时不用入耳，在长时间佩戴体验上有优势，在部分运动户外、通勤驾驶、以及室内不需要物理隔音的商务和学习等若干场景中，与耳塞式和头戴式耳机形成了良好的互补，迅速受到消费者的追捧。

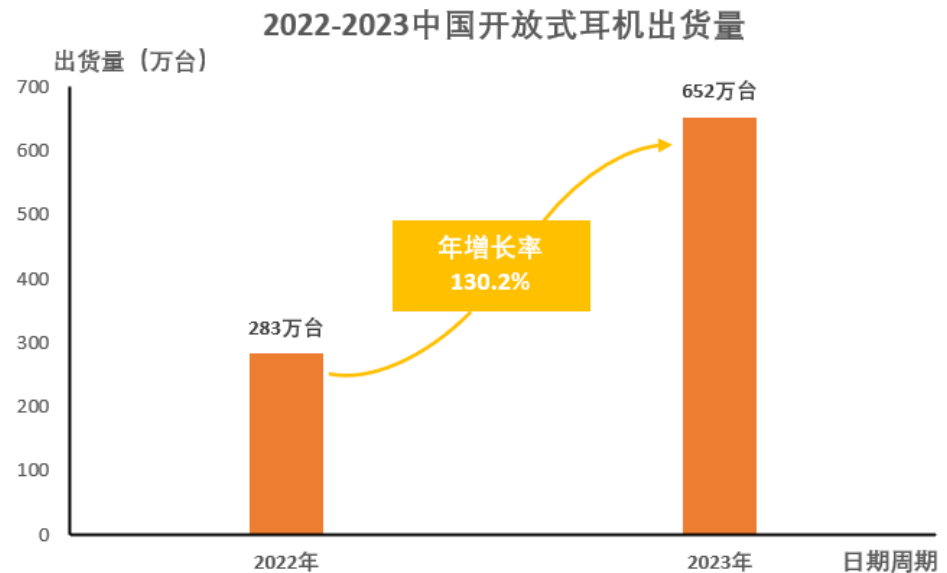
图 12：2023 年真无线耳塞十大购买驱动因素



资料来源：我爱音频网公众号，天风证券研究所

OWS 耳机增速迅猛，成为整体耳机市场的主要增量。根据洛图科技（RUNTO）的报告，2024 年第一季度，中国线上蓝牙耳机市场的销量达到 1757 万副，同比增长了 15%，其中，OWS 开放式耳机在线上耳机市场的份额为 14.4%，较去年同期增长了 7.7pct，销量同比大幅增长 148%，是整体耳机市场的主要增量。自 2022 年以来，OWS 开放式耳机就展现出了强劲的增长势头，进入 2023 年，随着定向音频技术的不断发展与突破，不入耳设计的 OWS 耳机迅速受到市场欢迎。

图 13：自 2022 年以来，开放式耳机展现出了强劲的增长势头

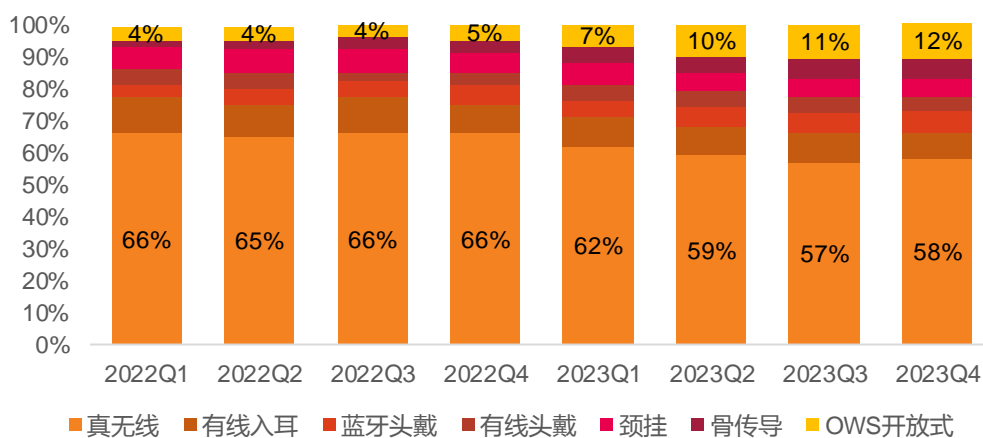


资料来源：我爱音频网公众号，天风证券研究所

OWS 耳机替换 TWS 耳机的趋势明显，OWS 耳机份额或快速提升。2024 年第一季度，TWS 耳机在线上市场的份额仍超过半数但同比减少，市场一定程度上出现了 OWS 替换 TWS 的趋势，OWS 耳机正在成为市场大盘以及品牌增长的主要动力。未来，OWS 耳机将与 TWS 耳机中的空间音频、主动降噪、健康监测等主要功能不断融合，具备 TWS 功能特点的 OWS 耳机将进一步成为市场主流产品。洛图科技（RUNTO）预计，到 2024 年中国耳机市场中，

OWS 开放式耳机的占比或将超过 20%。

图 14：2022-2023 年中国耳机市场按销量产品结构

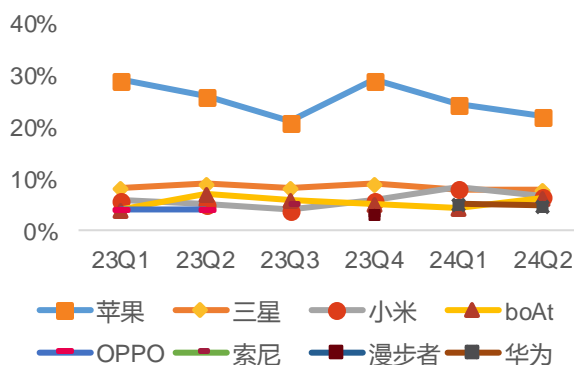


资料来源：Runto 洛图科技公众号，天风证券研究所

2.3. 竞争格局较为集中，公司跻身国内头部企业

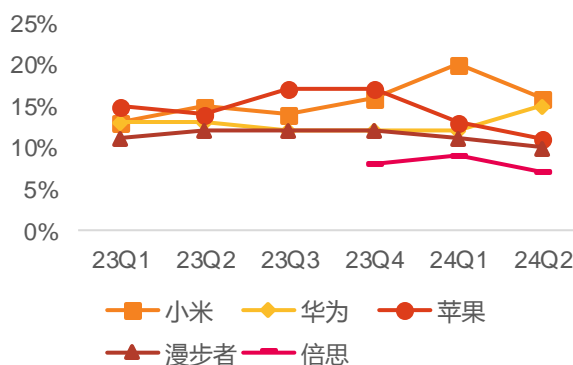
TWS 耳机行业市场集中度较高，中国厂商位列头部阵营。 1) 全球市场：据 Canalys 24Q2 数据，TWS 耳机品牌出货量 CR5 为 47.2%，市场集中度较高，中国 TWS 耳机厂商占据两席，已跻身头部品牌阵营。其中，苹果以 21.9% 的市场份额稳居第一，但同比下滑 4.2pct；小米通过进军中低端市场，推出售价低至 15 美元的产品迅速占据市场，其市场份额同比增长 1.3pct 来到了 6.5%；另外一家中国品牌华为排名第五，市场份额为 4.8%，同比增长 1.4pct。 2) 国内市场：据 Canalys 数据，24Q2 TWS 出货量前五分别为小米（16%）、华为（15%）、苹果（11%）、漫步者（10%）以及倍思（7%），CR5 为 59%，趋势来看，苹果市占率下滑较为明显，漫步者表现基本稳定。

图 15：23Q1-24Q2 全球 TWS 耳机头部厂商市场份额



资料来源：Canalys，IT 之家，动点科技等，天风证券研究所

图 16：23Q1-24Q2 国内 TWS 耳机头部厂商市场份额



资料来源：Canalys，IT 之家，动点科技等，天风证券研究所

公司全面拥抱 OWS 耳机浪潮，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 8 款。公司将持续发挥工业设计、研发能力、品质控制、多品牌运营等优势，将“开放式耳机”产品进行多样化、系列化的拓展，为消费者提供更加丰富的选择。

3. 品牌力、性价比和差异化，构筑细分市场壁垒

3.1. 产品端：深挖细分需求，性价比优势凸显

3.1.1. 品牌矩阵丰富，差异化新品迭出

漫步者旗下品牌矩阵多元化发展，充分满足不同消费者及场景需求。1) 品类来看，根据使用场景的不同，公司的耳机产品大致可以分为 TWS 耳机、OWS 耳机、辅听耳机、教育类产品耳机、电竞耳机等，充分满足了消费者不同使用场景下的使用需求，也一定程度上避免了和原厂耳机的正面竞争。2) 品牌来看，2012 年漫步者全资收购享誉全球的静电耳机品牌 STAX，同时，漫步者根植音频行业，不断拓展市场空间，陆续推出了“Xemal 声迈”品牌、“HECATE”品牌、“花再”品牌、“AIRPULSE”等品牌。公司根据耳机音箱品类的细分差异化而打造的多元品牌矩阵构筑了强大的市场竞争力。

图 17：漫步者旗下品牌丰富

品牌	主要产品	品牌定位
HECATE	游戏耳机、音响、电竞外设	专为游戏玩家打造的高性能产品
花再	耳机、音响、麦克风	面向新一代年轻人的音频科技品牌
声迈	耳机	外形别致、前卫，产品定位独特
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	享誉全球的静电耳机品牌
Airpulse	音响	专门从事家用音箱，专业音响，乐器音响的研发、生产

资料来源：品牌官网，我爱音频网，公司公告，天风证券研究所

1) HECATE 电竞耳机

2024 年 1-6 月，中国电子竞技用户规模约为 4.9 亿，庞大的电子竞技爱好者带动了电竞耳机的需求。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、开放式耳机及有线耳机五种类型。

图 18：HECATE 电竞耳机外形设计具有未来感



资料来源：公司官网，天风证券研究所

HECATE G2 系列累计销量超过 100 万台，京东头戴耳机（有线类）销量第一。HECATE G2 采用全新的 FlashSpeed 闪连技术，给用户带来稳定的零感延时，超低功耗的持久续航和专属通道超清语音，其更高兼容性能让用户在电脑以及其他游戏设备之间随意连接切换使用。无线类方面，对比市面上同类型其它品牌的头戴式电竞耳机，漫步者具有重量轻、电池续

航时间久、价格便宜等优势。

图 19：市面上部分头戴式无线电竞耳机参数对比

型号	HECATE G2无线版	雷蛇旋风黑鲨V2专业版	ROG 棱镜S 无线版	Sony INZONE H5
麦克风	可插拔+高灵敏度+全指向麦克风-32dB灵敏度 70dB信噪比 免驱AI降噪算法	可拆卸型 Razer™ HyperClear 灵晰技术超宽频带麦克风	数位 (波束成形)	双指向性高清麦克风 +AI DNN
音效	音乐/游戏双模音效	THX Spatial Audio 空间音效		空间音效
连接方式	2.4G/蓝牙5.4/USB声卡	无线: Razer™ HyperSpeed Wireless 无线技术 (2.4 GHz) + 蓝牙 5.2	2.4 GHz (USB-C®/ USB-A*) 蓝牙®	2.4GHz 有线: 3.5mm
电池续航时间	蓝牙模式: 开灯108h/关灯247h 2.4G模式: 开灯83h/关灯146h 有线模式: 支持边充边玩	长达约 70 小时	25小时	约28小时 有线模式: 支持边充边玩
重量	252g	320 克	318 克	260克
价格	249元	794元	1110	1099元

资料来源：各品牌官网，淘宝，天风证券研究所

*价格信息截至 2024 年 12 月 16 日

2) 辅听耳机、助听器

辅听耳机是一种声音特别增强型耳机，介于健康耳机和专业助听器之间，目标人群是轻度听损者，同时可辐射面向大众的健康耳机市场。根据世卫组织数据显示，中国大约 1.5 亿人存在听力障碍，60 岁以上老年人患听力障碍的比例高达 11%，我们认为辅听耳机这一细分赛道在国内具有较好的发展前景。

图 20：辅听耳机介于健康耳机和专业助听器之间



资料来源：我爱音频网公众号，天风证券研究所

漫步者共推出了辅听 1 号、辅听 1 号 2 和辅听 3 号三款消费级辅听耳机。漫步者辅听 3 号可以根据用户实际听力损失进行调试，就像配眼镜时需要检查视力一样，能够更加精细化提高用户的听力，避免过高刺激耳膜、过低听不清的情况，可有效保护用户的听力。芯片是辅听耳机的核心技术，芯片与算法的完美结合能带来更适配的性能和更优的聆听体验。漫步者辅听 3 号兼具 32 段 EQ 精细补偿+单边 16 通道 WDRC 技术，多频段独立适配增益补偿更精细，人声更清晰。啸叫抑制算法+光感啸叫抑制设计可以实时判断二级佩戴状态，

抑制啸叫，保护佩戴者听力，自适应降噪算法+多场景自由切换模式则可以实现四种聆听场景，同时阻隔爆破音等瞬间高分贝声音输入带来的冲击，避免突发极端情况对耳朵带来的伤害。

图 21：漫步者公推出了三款消费级辅听耳机



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司推出的助听器已经获得医疗器械认证，增益效果适合中/重听损人群，目前在京东开设有漫步者助听器旗舰店，共有三款产品，专为老年人设计。公司自研自产的风聆助听器为48通道听损补偿，包括16个可调通道WDRC和32个智能EO精细调节，产品重量仅为48g，采用无感悬挂设计，深受消费者喜爱。

图 22：公司所推出的助听器产品参数对比

			
产品名称	漫步者风聆助听器老人专用 正品重度耳聋耳背高级高端 隐形老年人	漫步者风聆 X 助听器老人用 耳聋耳背轻中度无线蓝牙 自主验配正品	漫步者助听器老人专用正品 耳聋耳背隐形年轻人老年人 声音放大
价格	¥ 1299	¥ 1699	¥ 499
型号	EDF800008	EDF800011、EDF800012	EDF800001
医疗器械产品名称	助听器	风聆 X 助听器	助听器
助听器类别	耳内式	挂脖式	挂脖式
适用人群	不限	不限	不限
增值服务	功能讲解	功能讲解	功能讲解
疾病	听力下降 听力障碍	听力下降 听力障碍	听力下降 听力障碍
选购热点	操作简单	USB 充电 操作简单 挂脖式、 防丢失	USB 充电 操作简单 挂脖式、 防丢失
症状	听力下降 听力障碍	听力下降 听力障碍	听力下降 听力障碍
颜色分类	【白色】 中重度听损 48 通道 【黑色】 中重度听损 48 通道	墨羽黑 云雾白	古月金+挂脖设计防丢失+16 通道 星夜银+挂脖设计防丢 失
音量	30 分贝-117 分贝	45 分贝	56 分贝
重量	58g	48g	47.4g
系统	48 通道	48 通道	16 通道
防尘防水	IP54 防尘防水	IP54 防尘防水	无
APP 自主验配	是	是	是
双芯驱动	是	是	否
亮点	2.6 毫秒无感延迟技术超快识别声音，毫秒级啸叫抑制；进口受话器，4 麦阵列收音，识别声音更准确。	双麦阵列精准拾音定位，可适用于 90 分贝重度听损用户；抗菌率>99%佩戴舒适。	AI 智能补偿，增强人声清晰度；抑制啸叫，有效保护佩戴者残余听力。

资料来源：京东漫步者助听器旗舰店，天风证券研究所

3) OWS 耳机

OWS 耳机可分为气传导和骨传导两种，声波经过耳道空气传导比经过颅骨的损失要少得多，因此气传导耳机的音质要优于骨传导耳机。漫步者品牌推出的开放式耳机 ComfoRun 采用空气传导定向音频技术，加持特殊设计的声学腔体，引导声音定向传导，很好地抑制了声音的外扩，隐私性更强。漫步者 OWS 耳机设计轻巧舒适、功能丰富，以公司的畅销产品 ComfoRun 为例，产品通过了 IP55 级防尘防水专业防护认证，选用镍钛合金丝柔性耳挂和后挂，稳固舒适，除此之外，耳机附带的计步功能搭配上专属 APP，可以完整记录每天的运动量。

图 23：公司两款代表性 OWS 耳机

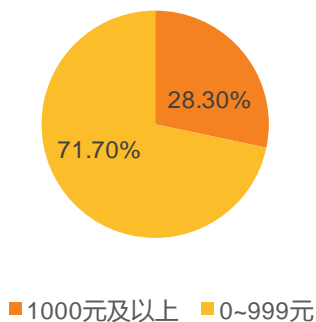


资料来源：漫步者官网，天风证券研究所

3.1.2. 消费者偏爱低价产品，公司性价比产品紧贴当下需求

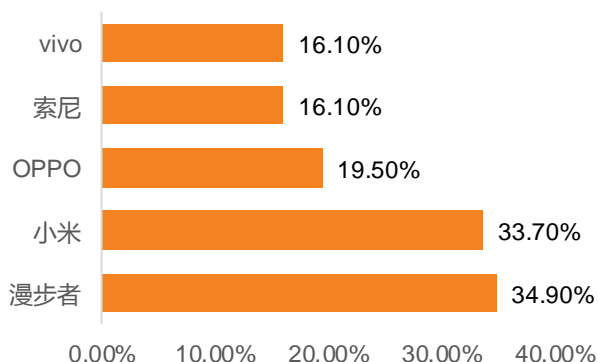
消费者偏爱低价产品，公司产品售价定位迎合市场需求。根据 HCR 慧辰股份公众号数据显示，超七成强意愿用户购买蓝牙耳机的预算在 1000 元以下，愿意掏 1000 元及以上价格购买蓝牙耳机的强意愿用户占比仅为 28.3%。在低于 1000 元的价位段，可供选择的品牌相对较多，品牌分化现象明显。其中，漫步者是最受强意愿用户欢迎的品牌，选择该品牌的强意愿用户占比为 34.9%，其次是小米，占比 33.7%。

图 24：蓝牙耳机强意愿用户预计购买预算（2022 年）



资料来源：HCR 慧辰股份公众号，天风证券研究所

图 25：1000 元以下蓝牙耳机强意愿用户意向品牌 TOP5（2022 年）



资料来源：HCR 慧辰股份公众号，天风证券研究所

公司产品兼具品牌力和性价比，竞争优势凸显。公司 TWS 耳机定价大多在 500 元以下，很好地对中低端市场进行覆盖，大牌品牌例如苹果、华为，其 TWS 耳机客单价均高于公司，公司在中低价位段的竞争对手主要是白牌，竞争优势明显。同时，公司也对高端市场进行了覆盖，旗舰产品 Neobuds 系列耳机在高端市场同样具备性价比优势。

图 26：漫步者耳机性价比优势凸显（元）

漫步者	发售价	华为	发售价	苹果	发售价
Air X	149	FreeBuds SE 2	199	AirPods Pro 2	1899
TWS1 ANC	249	FreeBuds 5	899起	AirPods 4	999/1399（主动降噪款）
Lolli Pro 3	399	FreeBuds Pro 2	1299起		
NeoBuds Evo	699	FreeBuds Pro 3	1499起		

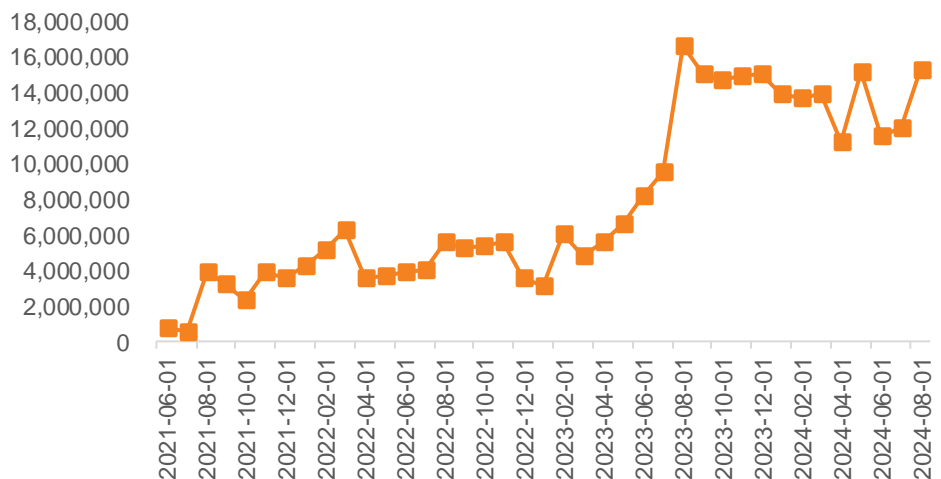
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3.2. 营销端：产品营销紧跟潮流，销售渠道全面覆盖

公司在国内线下采用“区域独家总经销商制”的营销模式，同时积极拓展海外市场。1) 国内市场：公司采用该营销模式，在中国境内已拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍布中国大陆所有区域。2) 海外市场：公司积极拓展，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，组建了来自不同国家的产品研发和销售团队，搭建了将产品成功销售到全球的营销网络。公司始终坚持与各地经销商共同成长，多年来形成了极为稳定、紧密的合作关系。

线上方面，公司在国内通过社交媒体运营能力带动销售额增长，海外与知名国际电商渠道合作扩大品牌影响力。1) 国内市场：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，抖音、小红书等平台的销售额也在稳步增长。2) 海外市场：在境外电商销售方面，公司在亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 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极大的扩展。

图 27：漫步者抖音渠道销售额逐年攀升（元）



资料来源：datayes，天风证券研究所

与多个大 IP 联名合作，打开营销新思路。为加强跨界合作提升产品的多样性，公司与著名歌手薛之谦 DSP 品牌合作的 DSP 系列产品、与环球影画合作的“小黄人”音箱耳机系列产品以及与优扬动漫合作的皮卡丘系列产品均获得了年轻人的广泛关注，和《流浪地球 2》的合作更是收获了大批粉丝。我们认为公司深挖年轻人的喜好，积极与年轻人所喜爱的电

影、动画和明星联名合作，帮助漫步者占领年轻消费者心智。

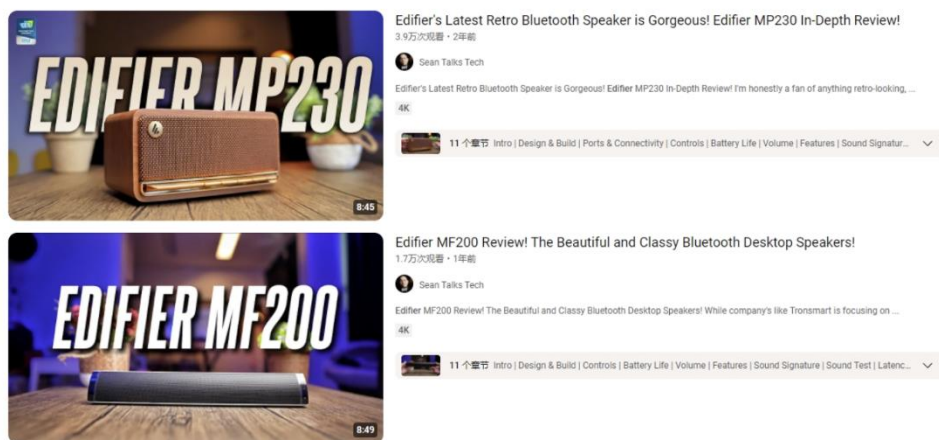
图 28：漫步者与多个大 IP 联名合作



资料来源：漫步者官网，天风证券研究所

精准的海外网红营销和多平台运营策略驱动漫步者海外知名度大幅提升。根据 similarweb 的数据分析，公司官网在全球享有高访问量，公司利用不同社媒的特性，制定了细分化的内容策略。公司在 Facebook 上建立群组，吸引私域流量；在 YouTube 上发布产品教程，提升用户黏性；在 Instagram 上，通过展示产品的独特设计吸引目标群体；在 TikTok 上，公司通过创造话题和与网红合作，极大地提升了品牌的可见度和互动率。我们认为网红营销和多平台运营策略不仅增强了品牌形象，也实现了销售的有效转化。

图 29：公司海外 youtube 视频点击量过万



资料来源：映马传媒，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

漫步者作为国内音频行业的龙头企业，我们将业务拆分为耳机、音响、汽车音响及其他共四大类。

耳机产品：耳机业务为公司的核心业务，考虑到未来 TWS 耳机以及 OWS 耳机的快速增长，我们预计 24-26 年耳机收入增速分别为 14%/15%/12%，对应收入分别为 20.4/23.4/26.3 亿元；考虑到公司海外耳机业务收入增长潜力较大，且海外耳机业务的毛利率更高，伴随公司产品力增强、品牌溢价提升，我们认为毛利率将微增并保持在较高水平，预计 24-26 年该业务毛利率分别为 42.3%/42.5%/42.6%。

音响产品：公司以音响业务起家，随着公司该业务产品技术的更新迭代，我们认为该业务将维持较为稳定的增长，预计 24-26 年音响收入增速分别为 20%/16%/13%，对应收入分别

为 9.9/11.5/13.0 亿元；该业务较为成熟，毛利率稳中有升，预计 24-26 年该业务毛利率分别为 42.4%/42.7%/42.9%。

汽车音响：该业务在公司营收占比极小，影响较小，近几年处于缓慢回升阶段，我们预计 24-26 年汽车音响收入增速分别为 4%/10%/8%，对应收入分别为 0.1/0.1/0.1 亿元；伴随收入回升，预计毛利率同样有所回暖，预计 24-26 年毛利率分别为 41.9%/42.0%/42.2%。

综上，我们预测公司 2024-2026 年总营收增速分别为 15.8%/15.0%/12.3%，营收分别为 31.2/35.9/40.3 亿元，毛利率分别为 42.0%/42.4%/42.6%。

图 30：公司收入及毛利率拆分

收入 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
耳机产品收入	17.91	20.42	23.42	26.30
YOY	22.5%	14.0%	14.7%	12.3%
毛利率	37.3%	42.3%	42.5%	42.6%
音响产品收入	8.28	9.92	11.50	12.95
YOY	20.6%	19.8%	16.0%	12.6%
毛利率	39.3%	42.4%	42.7%	42.9%
汽车音响产品收入	0.11	0.12	0.13	0.14
YOY	11.9%	3.7%	10.0%	8.0%
毛利率	35.1%	41.9%	42.0%	42.2%
其他业务收入	0.63	0.74	0.83	0.91
YOY	13.8%	17.0%	12.0%	10.0%
收入总计	26.94	31.19	35.88	40.31
YOY	21.6%	15.8%	15.0%	12.3%
毛利率	38.2%	42.0%	42.4%	42.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 投资建议

漫步者是国内消费电子领军品牌，持续挖掘细分市场、发力产品创新和品牌建设，积极把握性价比消费趋势开拓海内外市场，并有望依托大模型落地 AI 耳机应用实现新的增长点，预计公司 24-26 年归母净利润为 5.07/5.96/6.78 亿元。我们选取三家主营业务与音频硬件生产或消费电子销售相关的企业作为可比公司，包括国光电器、安克创新以及佳禾智能。结合公司耳机业务的较高成长性以及公司在海外的较大成长空间，临近估值切换时点，我们给予公司 2025 年 30 倍 PE，目标价 20.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 31：可比公司估值情况（截至 24/12/23，单位：亿元）

上市公司	市值 (截至 24/12/23)	营业收入				归母净利润				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
国光电器	129亿	59.3	77.2	90.2	105.3	3.6	3.3	4.1	5.3	21.6	40.5	32.1	24.2
安克创新	501亿	175.1	235.9	289.3	344.0	16.1	20.3	24.9	29.8	22.3	24.6	20.1	16.8
佳禾智能	76亿	23.8	26.4	28.8	31.2	1.3	1.0	1.6	2.1	55.4	73.0	46.7	36.7
平均值										33.1	46.0	33.0	25.9

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

技术和市场风险：目前全球经济环境的不确定性因素和潜在风险依然存在，公司产品订单量、销售价格及毛利率均存在一定的市场风险。此外，消费类电子产品竞争激烈，行业内新技术、新产品不断涌现，用户消费偏好变化迅速，导致产品的生命周期普遍缩短。尽管公司在研发、设计、生产、管理能力等方面不断进步，但是技术及产品的快速更新换代可能使公司应用现有技术生产的产品受到冲击，若公司不能紧跟最新科技的发展，及时利用新技术，开发出引导市场潮流的新产品，现有的产品和技术将有竞争力下降的风险。

原材料价格和人工成本上涨风险：公司生产所需主要原材料包括集成块、变压器、扬声器硬件、线材、塑胶原料、中密度板、纸箱、防震材料等。原材料价格以及人工成本的上涨，将会导致公司产品生产成本上升。公司一方面强化了采购管理办法和业务操作流程，通过审慎选择供应商，在保证原材料和零部件供应的及时、经济、高质和高效的同时，扩大批次采购规模获得较优的采购价格；另一方面，公司通过对生产实行精细化管理提高劳动生产率、提高原材料和能源利用效率、产品适时适度提价，以减轻成本上升对公司的影响。2024年若原材料价格和人工成本持续上涨，产品生产成本上升将对公司利润造成不利影响。

管理风险：公司经过多年持续、健康发展，培养了一批视野开阔、具有先进理念和丰富管理经验的管理型人才，同时建立了较为完善的组织管理体系。目前公司资产规模、人员规模、管理机构都将不断扩大，组织架构和管理体系亦将趋于复杂。如果公司管理层素质及管理水平不能适应公司规模扩张及业务发展的需要，组织模式和管理制度未能随着公司发展战略而及时调整、完善，将影响公司的应变能力和发展活力，公司因而面临一定的管理风险。

汇率波动风险：公司出口产品全部以美元进行计价。若人民币升值，在美元销售价格不变的情况下，以人民币折算的销售收入减少，最终将造成产品毛利率降低。若人民币对美元升值幅度持续扩大，将对公司净利润及出口业务造成一定的影响。

测算具有主观性风险：本文涉及对公司各品类的收入及利润等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,292.82	1,565.97	1,406.59	2,214.17	1,992.76	营业收入	2,214.40	2,693.64	3,119.50	3,588.40	4,030.75
应收票据及应收账款	189.98	203.15	341.64	264.76	393.02	营业成本	1,483.62	1,665.70	1,808.14	2,067.33	2,314.95
预付账款	5.40	2.74	10.79	3.99	11.07	营业税金及附加	19.20	20.88	24.96	28.71	32.25
存货	497.87	500.80	745.14	643.23	869.36	销售费用	205.44	311.57	418.01	462.90	511.91
其他	300.02	491.80	330.61	358.17	395.08	管理费用	82.89	87.57	96.70	111.24	124.95
流动资产合计	2,286.09	2,764.45	2,834.78	3,484.31	3,661.29	研发费用	140.02	168.20	209.01	236.83	262.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.65	(33.55)	(33.56)	(24.96)	(14.35)
固定资产	405.73	379.89	372.11	362.83	352.05	资产/信用减值损失	(12.36)	(16.87)	(16.73)	(15.32)	(16.31)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	17.03	2.76	0.00	0.00	0.00
无形资产	53.37	48.50	43.43	38.36	33.29	投资净收益	11.63	37.64	24.36	24.54	28.85
其他	111.18	97.44	102.15	99.01	94.90	其他	(38.46)	(60.18)	(15.67)	(13.42)	(17.71)
非流动资产合计	570.28	525.83	517.69	500.20	480.24	营业利润	303.75	509.92	619.53	728.98	828.71
资产总计	2,856.36	3,290.28	3,352.47	3,984.52	4,141.53	营业外收入	0.02	0.12	0.06	0.07	0.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.31	0.50	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	295.15	480.54	250.69	604.48	386.13	利润总额	303.46	509.53	619.59	729.04	828.79
其他	111.85	118.66	152.38	146.66	162.70	所得税	36.65	50.11	63.82	75.09	84.08
流动负债合计	407.00	599.20	403.07	751.14	548.82	净利润	266.81	459.42	555.78	653.95	744.71
长期借款	5.07	4.13	35.61	30.00	30.00	少数股东损益	20.26	39.82	48.91	58.20	67.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	246.55	419.60	506.87	595.75	677.68
其他	55.57	35.51	45.86	45.65	42.34	每股收益(元)	0.28	0.47	0.57	0.67	0.76
非流动负债合计	60.64	39.64	81.47	75.65	72.34						
负债合计	489.47	662.07	484.54	826.79	621.16	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65.51	86.41	108.39	133.71	166.37	成长能力					
股本	889.11	889.11	889.11	889.11	889.11	营业收入	-3.88%	21.64%	15.81%	15.03%	12.33%
资本公积	469.07	463.30	463.30	463.30	463.30	营业利润	-21.13%	67.87%	21.50%	17.67%	13.68%
留存收益	932.61	1,174.43	1,402.27	1,661.46	1,991.61	归属于母公司净利润	-21.87%	70.19%	20.80%	17.54%	13.75%
其他	10.60	14.96	4.86	10.14	9.99	获利能力					
股东权益合计	2,366.90	2,628.21	2,867.93	3,157.72	3,520.37	毛利率	33.00%	38.16%	42.04%	42.39%	42.57%
负债和股东权益总计	2,856.36	3,290.28	3,352.47	3,984.52	4,141.53	净利率	11.13%	15.58%	16.25%	16.60%	16.81%
						ROE	10.71%	16.51%	18.37%	19.70%	20.21%
						ROIC	30.51%	61.88%	70.67%	53.93%	112.49%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	17.14%	20.12%	14.45%	20.75%	15.00%
净利润	266.81	459.42	506.87	595.75	677.68	净负债率	-54.09%	-59.22%	-47.57%	-68.96%	-55.58%
折旧摊销	47.02	45.34	42.85	44.35	45.85	流动比率	5.33	4.44	7.03	4.64	6.67
财务费用	0.44	(2.93)	(33.56)	(24.96)	(14.35)	速动比率	4.17	3.64	5.18	3.78	5.09
投资损失	(11.63)	(37.64)	(24.36)	(24.54)	(28.85)	营运能力					
营运资金变动	154.82	(81.11)	(444.88)	509.34	(599.62)	应收账款周转率	10.73	13.70	11.45	11.84	12.26
其它	(49.30)	127.01	48.91	58.20	67.02	存货周转率	4.11	5.39	5.01	5.17	5.33
经营活动现金流	408.17	510.09	95.83	1,158.14	147.74	总资产周转率	0.80	0.88	0.94	0.98	0.99
资本支出	14.05	32.19	19.65	30.21	33.31	每股指标(元)					
长期投资	(0.27)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.47	0.57	0.67	0.76
其他	671.27	(196.07)	(25.29)	(35.67)	(34.46)	每股经营现金流	0.46	0.57	0.11	1.30	0.17
投资活动现金流	685.06	(163.88)	(5.64)	(5.46)	(1.15)	每股净资产	2.59	2.86	3.10	3.40	3.77
债权融资	(4.92)	30.60	66.49	19.05	14.07	估值比率					
股权融资	(159.21)	(178.93)	(316.06)	(364.16)	(382.06)	市盈率	62.28	36.59	30.29	25.77	22.66
其他	(6.48)	(63.33)	0.00	0.00	0.00	市净率	6.67	6.04	5.56	5.08	4.58
筹资活动现金流	(170.61)	(211.66)	(249.56)	(345.11)	(368.00)	EV/EBITDA	12.33	19.64	21.28	16.94	15.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.50	20.90	22.79	17.98	15.96
现金净增加额	922.62	134.56	(159.37)	807.57	(221.41)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com