

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

漫步者(002351)

品牌影响力逐步提升，新产品加速导入

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.24
总股本/流通股本(亿股)	8.89 / 5.21
总市值/流通市值(亿元)	144 / 85
52周内最高/最低价	20.04 / 9.24
资产负债率(%)	20.1%
市盈率	34.55
第一大股东	张文东

研究所

分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com

● 投资要点

**渠道加速建设，品牌影响力积极推进。**针对国内市场，公司一方面大力发展传统线上渠道，巩固了京东和天猫商城的优势地位；另一方面加大在抖音和小红书等内容型社交电商渠道的投入，进一步提升销售额。海外市场方面，公司在保留以前区域独家总经销商制的基础上，继续开拓线上直营渠道，提升在亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商平台的影响力，结合海外 Instagram、Youtube、Facebook 等社交媒体运营，实现收入的快速增长。公司在提升产品力的同时持续提升品牌力，2024年9月25日官宣漫步者首位品牌代言人王一博，并推出 LolliClip、NeoBudsEvo、M230 等多款联名或同款产品，官宣当日线上全平台多款同款产品售罄。充分利用不同媒介进行全方位、多覆盖、立体化品牌宣传，线上线下联动打造漫步者品牌年轻化、个性化、活力化形象。而在海外市场，漫步者的国际化战略也始终在向前推进，2024年8月通过签约两位 NBA 球员唐特·迪温琴佐和贾里德·麦凯恩，加速品牌的全球化布局。

**新产品积极导入，技术持续迭代。**在新产品系列方面，开放式耳机 (OWS) 市场处于快速增长阶段，是公司今年大力投入的方向之一。开放式耳机在部分运动户外、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，长时间佩戴舒适性是该类产品的突出特点。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 11 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。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。在前沿技术的研发和应用方面，公司紧密跟随人工智能技术的发展，不断加强相关的研发储备。2015年公司携手阿里智能进军智能云音响市场，发布了 MA 系列智能云音箱；2020年公司推出了内置 AI 骨传导通话降噪算法的 DreamPods 系列 TWS 耳机；2021年发布搭载了小度助手的 LolliPods 智能耳机。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。

● 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 5.1/6.0/7.0 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

产品研发及技术创新不及预期；原材料价格上涨；行业竞争格局加剧风险；国际贸易摩擦风险；产品推广不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2694	3105	3512	4003
增长率(%)	21.64	15.25	13.14	13.98
EBITDA (百万元)	487.46	629.74	747.64	850.57
归属母公司净利润 (百万元)	419.60	507.78	599.25	695.08
增长率(%)	70.17	21.01	18.01	15.99
EPS(元/股)	0.47	0.57	0.67	0.78
市盈率 (P/E)	34.41	28.44	24.10	20.77
市净率 (P/B)	5.68	4.74	3.96	3.33
EV/EBITDA	29.04	20.00	16.00	13.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2694	3105	3512	4003	营业收入	21.6%	15.3%	13.1%	14.0%
营业成本	1666	1860	2102	2395	营业利润	67.9%	21.4%	18.0%	15.9%
税金及附加	21	25	28	32	归属于母公司净利润	70.2%	21.0%	18.0%	16.0%
销售费用	312	385	404	460	<b>获利能力</b>				
管理费用	88	102	116	132	毛利率	38.2%	40.1%	40.2%	40.2%
研发费用	168	202	218	248	净利率	15.6%	16.4%	17.1%	17.4%
财务费用	-34	-31	-27	-40	ROE	16.5%	16.7%	16.4%	16.0%
资产减值损失	-17	0	0	0	ROIC	14.9%	14.1%	12.5%	11.8%
<b>营业利润</b>	<b>510</b>	<b>619</b>	<b>731</b>	<b>847</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	20.1%	26.6%	33.1%	33.7%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	4.44	4.16	3.57	3.41
<b>利润总额</b>	<b>510</b>	<b>619</b>	<b>731</b>	<b>847</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	50	70	80	92	应收账款周转率	13.86	13.72	13.18	13.40
<b>净利润</b>	<b>459</b>	<b>549</b>	<b>651</b>	<b>755</b>	存货周转率	3.34	3.37	3.31	3.35
<b>归母净利润</b>	<b>420</b>	<b>508</b>	<b>599</b>	<b>695</b>	总资产周转率	0.88	0.82	0.70	0.63
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>0.67</b>	<b>0.78</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.47	0.57	0.67	0.78
货币资金	1566	2361	3644	4674	每股净资产	2.86	3.43	4.10	4.88
交易性金融资产	233	283	333	383	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	203	256	283	322	PE	34.41	28.44	24.10	20.77
预付款项	3	5	5	6	PB	5.68	4.74	3.96	3.33
存货	501	603	669	760	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2764</b>	<b>3768</b>	<b>5194</b>	<b>6406</b>	净利润	459	549	651	755
固定资产	380	362	341	319	折旧和摊销	50	42	44	44
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	32	-176	4	-28
无形资产	49	44	39	35	其他	-32	-35	-8	5
<b>非流动资产合计</b>	<b>526</b>	<b>555</b>	<b>527</b>	<b>498</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>510</b>	<b>379</b>	<b>691</b>	<b>775</b>
<b>资产总计</b>	<b>3290</b>	<b>4323</b>	<b>5722</b>	<b>6904</b>	资本开支	-14	-5	-7	-4
短期借款	0	300	750	1075	其他	-150	-69	-13	-6
应付票据及应付账款	481	442	522	602	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-164</b>	<b>-74</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>
其他流动负债	142	163	181	203	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>622</b>	<b>905</b>	<b>1453</b>	<b>1881</b>	债务融资	-2	507	650	325
其他	40	243	443	443	其他	-209	-19	-38	-60
<b>非流动负债合计</b>	<b>40</b>	<b>243</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-212</b>	<b>487</b>	<b>612</b>	<b>265</b>
<b>负债合计</b>	<b>662</b>	<b>1149</b>	<b>1897</b>	<b>2324</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>138</b>	<b>795</b>	<b>1282</b>	<b>1030</b>
股本	889	889	889	889					
资本公积金	463	463	463	463					
未分配利润	1014	1449	1958	2549					
少数股东权益	86	127	179	238					
其他	175	246	336	440					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2628</b>	<b>3174</b>	<b>3825</b>	<b>4579</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>3290</b>	<b>4323</b>	<b>5722</b>	<b>6904</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048