

国产耳机龙头，OWS+AI 打造增长新动力

漫步者(002351)

深耕声学技术，国产音频厂商引领者

漫步者：公司创立于 1996 年，2010 年于深交所上市。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，产品涵盖家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等若干品类数百种型号。依托于自身强大的产品研发设计能力，优秀的制造能力和精准的产品定位，漫步者在国内市场销量多年稳步增长，逐渐成长为行业领导品牌。

► 耳机市场持续扩容，OWS+AI 刺激新需求

增长驱动#1：OWS 耳机新形态，提升用户使用体验。据洛图科技，2024 年上半年中国耳机/耳麦市场的线上市场销量为 4295 万副。其中，开放式耳机线上销量同比增长 165%，在线上渠道销量占比达 20.9%，同比+12.7pct。随着定向音频技术的不断突破以及主动降噪等功能的不断融合，OWS 耳机出货有望保持高增速。

增长驱动#2：AI 技术赋能，助力耳机应用场景丰富。2024 年以来已有多款 AI 耳机陆续上市，AI 技术的引入助力耳机实现智能交互（语音助手）、实时翻译、音质提升（降噪处理）等功能，提高用户使用体验的同时，驱动耳机实现从传统的音频输出设备向全面的智能生活助手转变。据洛图科技预测，2024 年中国 AI 耳机线上电商市场销量有望突破 20 万副，同比+488.7%。随着端侧 AI 技术的日益成熟，AI 耳机有望持续拓展和深化场景应用，为耳机市场带来新的增长驱动力。

漫步者：借助行业东风，打造新的业绩增长点。公司持续加码 OWS 耳机和 AI 耳机。截至目前，公司已全面布局耳挂式、后挂式、耳夹式各产品形态，并且已上市型号达 11 款。与此同时，公司的“漫步者摘要提取算法”、“漫步者机器翻译算法”已完成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。

► 产品+品牌+渠道，构建核心竞争力

产品布局：公司产品矩阵丰富，覆盖不同领域客户的多样化需求。针对细分市场，漫步者陆续推出“XemaI 声迈”、“Volona”、“HECATE”、“STAX SPIRIT”品牌，与主品牌“漫步者”相辅相成，充分挖掘细分市场潜力。

品牌战略：加强自主品牌建设，打造带有互联网基因的品牌。公司通过社交媒体营销、IP 联名合作和明星代言等策略强化品牌建设，有效扩大用户触达圈层，提升品牌影响力。

渠道拓展：寻求互联网营销新渠道，积极拓展海外市场。针对国

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	16.17
股票代码：	002351
52 周最高价/最低价：	20.41/9.07
总市值(亿)	143.77
自由流通市值(亿)	84.25
自由流通股数(百万)	521.03



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO：S1120524120004

联系电话：

联系人：陈天然

邮箱：chentn1@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

相关研究

内市场，公司一方面大力发展传统线上渠道，在京东、天猫等国内头部线上平台的销售额领先，另一方面持续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。针对海外市场，公司持续开拓线上直营渠道，全面覆盖亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商平台，同时通过积极运营品牌独立站、以及 Instagram、Youtube、Facebook、TikTok 等海外社交媒体的官方账号，实现收入的快速增长。

投资建议

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 31.27、36.22、41.73 亿元，同比+16.10%、+15.82%、+15.20%；归母净利润分别为 5.00、6.01、7.01 亿元，同比+19.22%、+20.13%、+16.62%；EPS 分别为 0.56、0.68、0.79 元。2025 年 3 月 19 日股价为 16.17 元，对应 PE 分别为 28.74x、23.92x、20.52x。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期，新产品推广进度不及预期，行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,214	2,694	3,127	3,622	4,173
YoY (%)	-3.9%	21.6%	16.1%	15.8%	15.2%
归母净利润(百万元)	247	420	500	601	701
YoY (%)	-21.9%	70.2%	19.2%	20.1%	16.6%
毛利率 (%)	33.0%	38.2%	42.0%	42.3%	42.5%
每股收益 (元)	0.28	0.47	0.56	0.68	0.79
ROE	10.7%	16.5%	18.1%	19.3%	19.9%
市盈率	57.75	34.40	28.74	23.92	20.52

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 漫步者：深耕声学技术，国产音频厂商引领者.....	4
1.1. 公司概况：秉工匠精神，以声音赋能.....	4
1.2. 股权结构：股权集中稳定，员工持股助力长期发展.....	4
1.3. 业务布局：产品多元布局，覆盖不同细分场景.....	6
1.4. 财务分析：业绩稳步增长，盈利能力持续优化.....	6
2. 行业：耳机市场持续扩容，OWS+AI 刺激新需求.....	8
2.1. 增长驱动#1：OWS 耳机新形态，提升用户使用体验.....	9
2.2. 增长驱动#2：AI 技术赋能应用，助力耳机应用场景丰富.....	11
3. 公司：产品+品牌+渠道，构建核心竞争力.....	12
3.1. 产品布局：布局多元化产品矩阵，进军音频领域新赛道.....	12
3.2. 品牌战略：强化自主品牌战略，王一博代言点燃消费热情.....	15
3.3. 渠道拓展：寻求互联网营销新渠道，积极拓展海外市场.....	16
4. 盈利预测与估值.....	17
4.1. 盈利预测.....	17
4.2. 相对估值.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

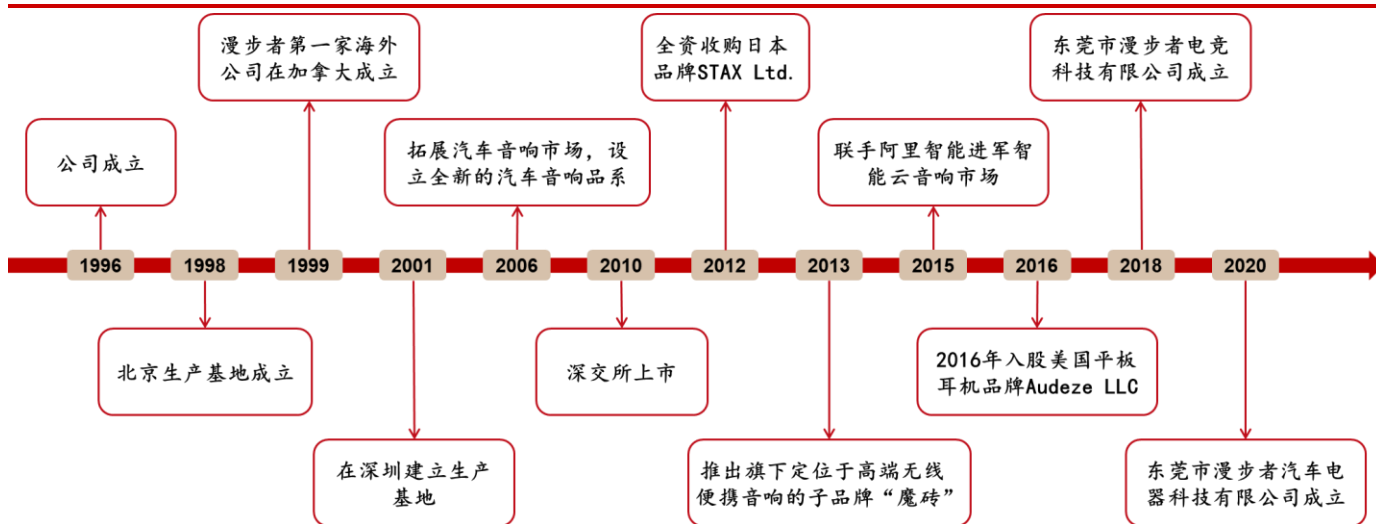
图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司股权结构图（截至 24Q3）.....	5
图 3 公司业务布局.....	6
图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）.....	7
图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）.....	7
图 6 公司分业务营业收入（百万元）.....	7
图 7 公司分业务营业收入占比（%）.....	7
图 8 公司毛利率和净利率（%）.....	7
图 9 公司分业务毛利率（%）.....	7
图 10 公司期间费用率（%）.....	8
图 11 公司销售费用及销售费用率（百万元，%）.....	8
图 12 全球耳机市场规模（亿美元）.....	8
图 13 耳机发展形态演变.....	9
图 14 OWS 耳机结构.....	10
图 15 中国耳机线上市场产品结构（按销量，%）.....	10
图 16 24Q2 全球开放式耳机市场竞争格局（按销量，%）.....	11
图 17 中国开放式耳机线上市场分价格段结构（按销量，%）.....	11
图 18 Ola Friend 耳机.....	11
图 19 漫步者各耳机子品牌布局.....	13
图 20 中国耳机各品牌线上市场产品结构（按销量，%）.....	14
图 21 漫步者耳机与 IP 联名合作.....	15
图 22 漫步者耳机与电影联名合作.....	15
图 23 漫步者品牌代言人.....	16
图 24 漫步者国内外收入占比（%）.....	17
图 25 漫步者国内外收入毛利率（%）.....	17
表 1 公司高管团队.....	5
表 2 员工持股计划解锁期目标.....	5
表 3 2024 年主要的 AI 耳机.....	12
表 3 各品牌 OWS 耳机参数对比.....	14

1. 漫步者：深耕声学技术，国产音频厂商引领者

1.1. 公司概况：秉工匠精神，以声音赋能

漫步者：深耕电声行业近三十年，国产自主品牌音频厂商。公司创立于 1996 年，2010 年于深交所上市。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，目前拥有从产品创意到工业设计、产品研发、规模化生产、自主营销的专业团队，产品涵盖家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等若干品类数百种型号。依托于自身强大的新产品、新技术研发设计能力，全面而优秀的制造能力和精准的产品定位，公司旗下“EDIFIER 漫步者”品牌的多款产品屡获“红点设计奖”、“IF 产品设计奖”、“CES 产品设计与创新奖”等国际奖项，国内市场销量多年稳步增长。

图 1 公司发展历程

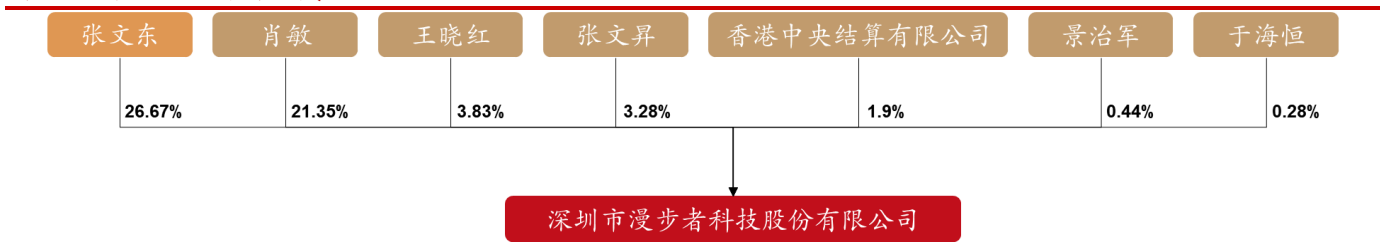


资料来源：漫步者公司官网，漫步者 2016 年年报，华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中稳定，员工持股助力长期发展

股权结构稳定集中，实控人持股 26.67%。截至 24Q3，公司创始人张文东直接持有公司 26.67% 股份，现任深圳市漫步者科技股份有限公司董事长，总裁。公司管理团队架构稳定，核心管理团队中多名成员任职时间超过十年。与此同时，公司积极选拔和吸纳优秀管理人才和专业人才加入到管理团队，面对移动互联、AI 时代智能硬件技术更新快、产品迭代周期短、用户需求日益多样化的趋势，打造了一支专业化、国际化、兼具经验与活力的高效率、高素质团队，持续推动公司业务的健康快速发展。

图 2 公司股权结构图（截至 24Q3）



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 公司高管团队

姓名	出生年份	职务	任职日期
张文东	1967 年	董事长、总裁	2007-10-26
李晓东	1967 年	董秘、副总裁	2007-10-26
肖敏	1971 年	副总裁	2007-10-26
张文昇	1970 年	董事、副总裁	2013-03-28
温煜	1983 年	副总裁，研发部经理	2017-01-06
秦昌峰	1979 年	副总裁，市场部总监	2021-08-17
沈定坤	1982 年	副总裁	2021-08-17
刘红波	1968 年	副总裁，运营本部总经理	2021-08-17
张霖	1984 年	副总裁	2024-04-24
王红蓉	1972 年	副总裁，财务总监	2012-07-17

资料来源：Wind，华西证券研究所

发布员工持股计划，助力公司长期发展。2024 年 10 月 18 日公司发布员工持股计划，受让的股份总数合计不超过 510.00 万股，约占公司股本总额 88,910.70 万股的 0.57%。本次员工持股计划的参加对象不超过 133 人，包括对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术/业务骨干。本次员工持股计划有利于完善公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心团队的积极性，促进公司的可持续发展，提升公司核心竞争力。

表 2 员工持股计划解锁期目标

解锁期	净利润增长率 (A)	
	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个解锁期	A1 ≥ 15%; 或 A1+A2 ≥ 43%; 或 A1+A2+A3 ≥ 83%	A1 ≥ 10%; 或 A1+A2 ≥ 30%; 或 A1+A2+A3 ≥ 60%
第二个解锁期	A2 ≥ 28%; 或 A1+A2 ≥ 43%; 或 A1+A2+A3 ≥ 83%	A2 ≥ 20%; 或 A1+A2 ≥ 30%; 或 A1+A2+A3 ≥ 60%
第三个解锁期	A3 ≥ 40%; 或 A1+A2+A3 ≥ 83%	A3 ≥ 30%; 或 A1+A2+A3 ≥ 60%

资料来源：深圳市漫步者科技股份有限公司《2024 年员工持股计划管理办法》，华西证券研究所

注：上述“A1”指 2024 年度净利润较 2023 年增长率；“A2”指 2025 年度净利润较 2023 年增长率；“A3”指 2026 年度净利润较 2023 年增长率。

1.3. 业务布局：产品多元布局，覆盖不同细分场景

多品牌多产品布局，覆盖多元化使用场景。公司以音响业务起家，逐步拓展至汽车音响、耳机等产品，现已涵盖家用音响、专业音响、汽车音响、耳机及麦克风等若干品类数百种型号。与此同时，公司陆续推出“Xema | 声迈”、“HECATE”、“花再”、“AIRPULSE”以及“STAX SPIRIT”品牌，覆盖不同领域客户的多样化需求。

图 3 公司业务布局

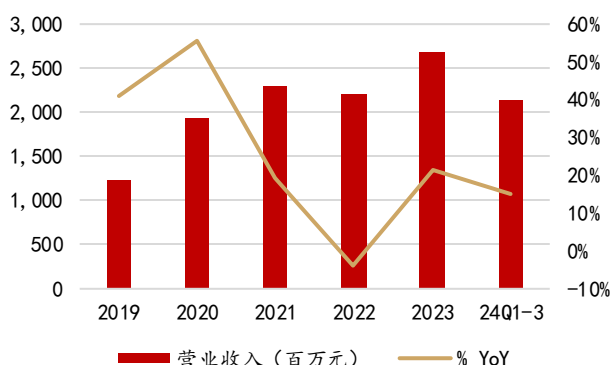


资料来源：漫步者公司官网，华西证券研究所

1.4. 财务分析：业绩稳步增长，盈利能力持续优化

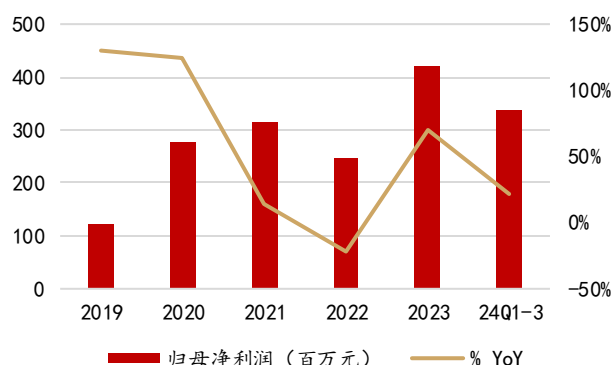
近年业绩保持稳步增长。2019-23 年公司营业收入 CAGR 为 21.33%，归母净利润 CAGR 为 35.96%。24 年前三季度公司实现营业收入 21.46 亿元，同比+15.22%；归母净利润 3.38 亿元，同比+21.91%。后续随着公司产品线的丰富叠加产品结构的优化，公司产品销量有望持续提升，带动业绩增长。分业务看，耳机+音响为公司主营业务。24H1 公司耳机、音响、汽车音响、其他占比分别为 64.25%、31.38%、0.42%、3.94%。

图 4 公司营业收入及同比增速（百万元，%）



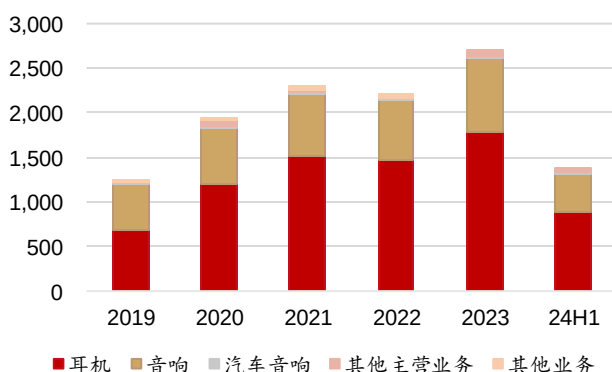
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）



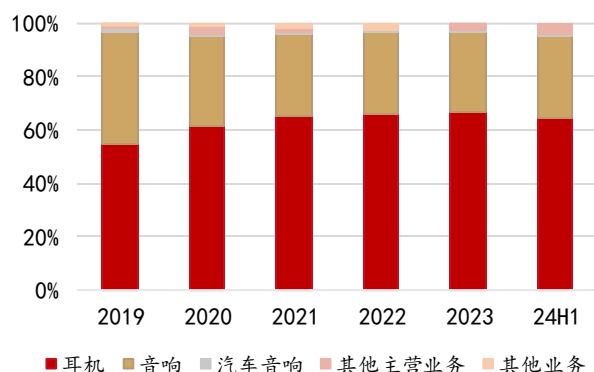
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司分业务营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

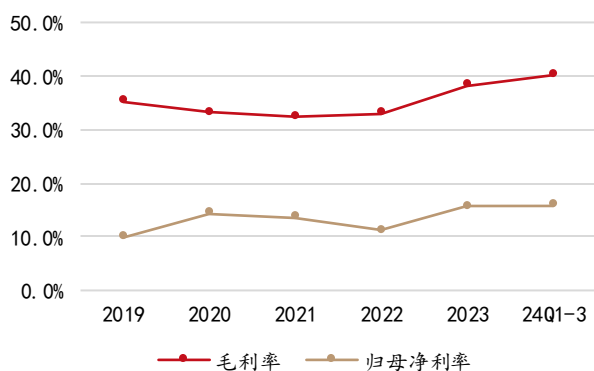
图 7 公司分业务营业收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

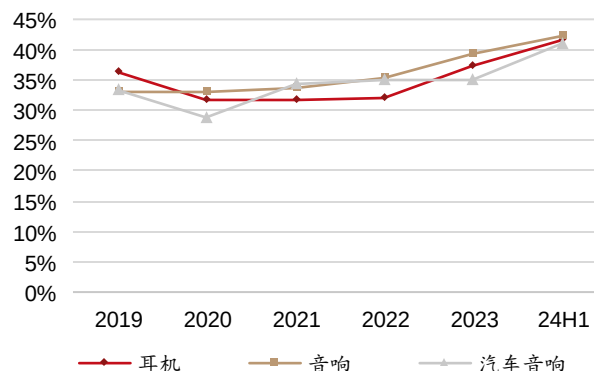
产品结构优化，毛利率持续提升。24 年前三季度公司毛利率为 40.18%，同比 +3.15pct。主要得益于公司品牌力提升叠加产品结构的优化，各个产品线的毛利率均小幅提升。24H1 公司耳机、音响、汽车音响毛利率分别为 41.56%、42.24%、40.98%。

图 8 公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

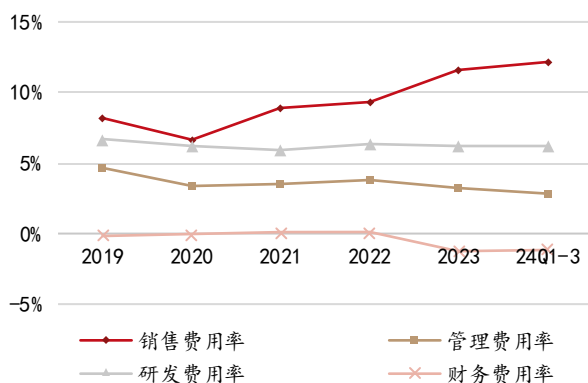
图 9 公司分业务毛利率（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

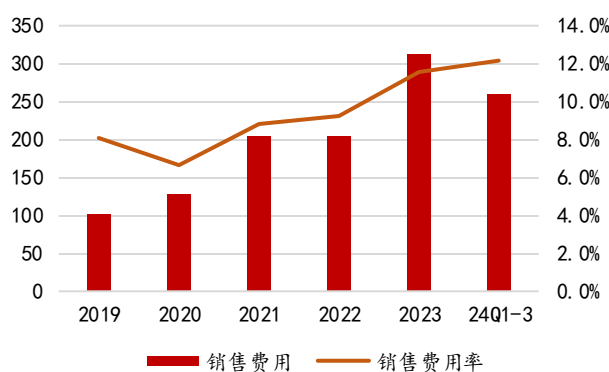
期间费用率小幅提升，持续加大销售费用提升品牌影响力。24 年前三季度公司期间费用率为 20.03%，同比+2.47pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.16%、2.83%、6.14%、-1.10%，同比+2.05pct、-0.17pct、+0.58pct、+0.01pct。其中，24 年前三季度销售费用为 2.61 亿元，同比+38.55%，主要系公司积极加强市场推广，扩大用户触达圈层，提升品牌影响力。

图 10 公司期间费用率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 公司销售费用及销售费用率 (百万元, %)

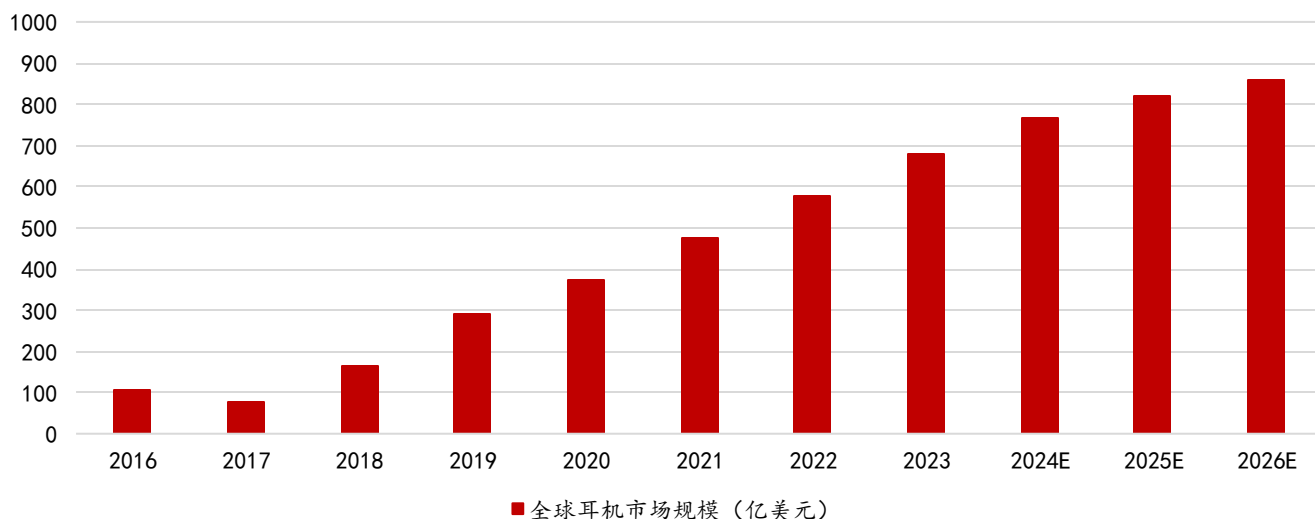


资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 行业：耳机市场持续扩容，OWS+AI 刺激新需求

耳机市场规模持续扩容。据《2023 消费电子出海白皮书》数据，2022 年全球耳机市场规模为 620 亿美元，预计 2026 年有望增长至 896 亿美元，2022-26 年 CAGR 为 9.64%。随着新形态的不断涌现以及技术的持续迭代，耳机市场有望保持持续增长。

图 12 全球耳机市场规模 (亿美元)



资料来源：飞书点跃《2023 消费电子出海白皮书》，华西证券研究所

2.1. 增长驱动#1：OWS 耳机新形态，提升用户使用体验

耳机形态持续迭代升级，提升用户体验。早期的耳机多为有线连接，用于电话接线和电影观看等场景。1999 年蓝牙技术诞生，耳机开始摆脱线缆束缚。然而早期的蓝牙耳机受限于技术因素，只能使语音进行单声道传播，故主要针对通话需求而设计。2008 年蓝牙 A2DP 协议开始普及，立体声（双耳）蓝牙耳机出现。2016 年苹果发布 AirPods，“真无线”蓝牙智能耳机迎来爆发期。2021 年起，OWS 耳机概念兴起，凭借更舒适的佩戴体验、更有利于保护耳道健康等优势获得市场认可。

图 13 耳机发展形态演变



资料来源：冷热风评测，京东，券研究所

OWS (Open Wearable Stereo, 开放穿戴式立体声耳机)：与传统入耳式或封闭式耳机不同，OWS 耳机在佩戴时无需深入耳道，通过气传导/骨传导的方式，实现高质量的音频输出。相比传统入耳式耳机，OWS 耳机在使用时不直接与耳道接触，减少了对耳道的压迫和异物感，降低了细菌滋生和耳部感染几率；与此同时，开放式聆听使得用户佩戴耳机时也能实时感知环境声音，从而提升安全性，更适合长时间佩戴或户外运动场景下使用。

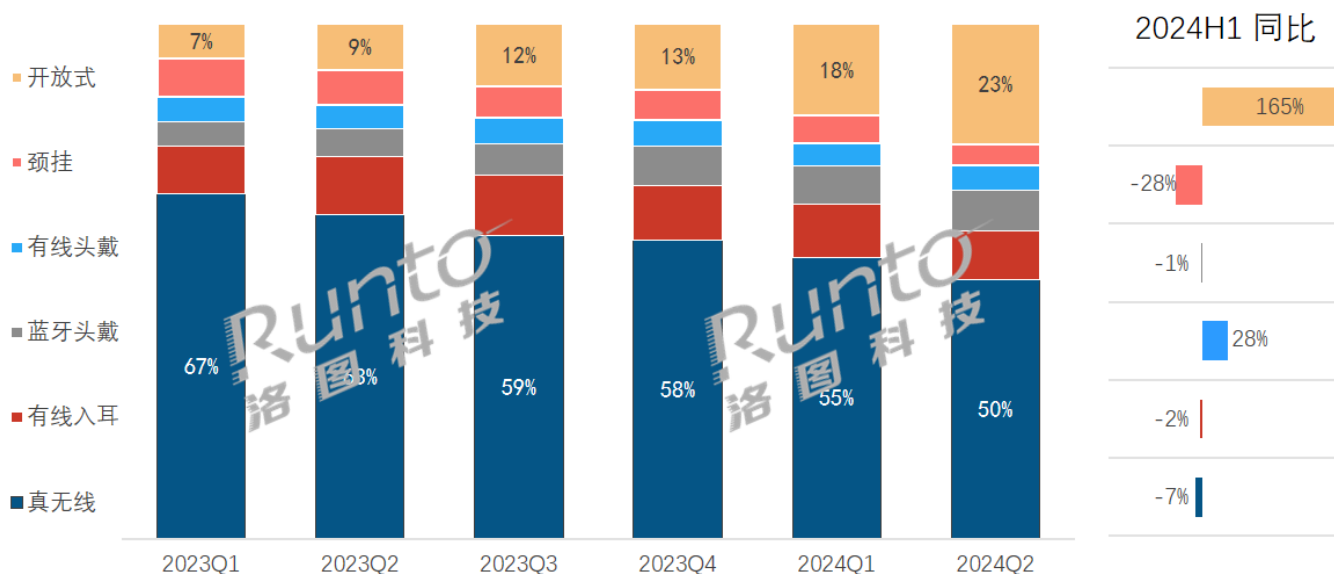
图 14 OWS 耳机结构



资料来源：我爱音频网，华西证券研究所

OWS 耳机销量快速增长，技术升级拉动市场需求。据洛图科技（RUNTO）数据，2024 年上半年中国耳机/耳麦市场的线上市场销量为 4295 万副。其中，开放式耳机线上销量同比增长 165%，在线上渠道销量占比达 20.9%，同比+12.7pct。随着定向音频技术的不断突破以及主动降噪等功能的不断融合，OWS 耳机出货有望保持高增速。

图 15 中国耳机线上市场产品结构（按销量，%）



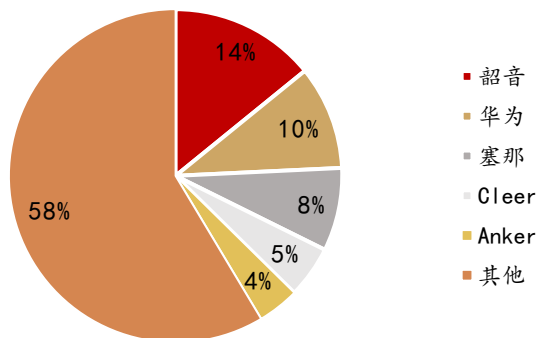
资料来源：洛图科技微信公众号，华西证券研究所

OWS 耳机格局分散，现以低价产品为主。据洛图科技（RUNTO）数据，2024 年上半年开放式耳机线上市场中 300+元的市场份额为 9.3%，同比+3.9pct。而 200 元以内的低端产品销量占比超过 80%，但此类低价的 OWS 产品缺少空气定向传音技术，存在

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

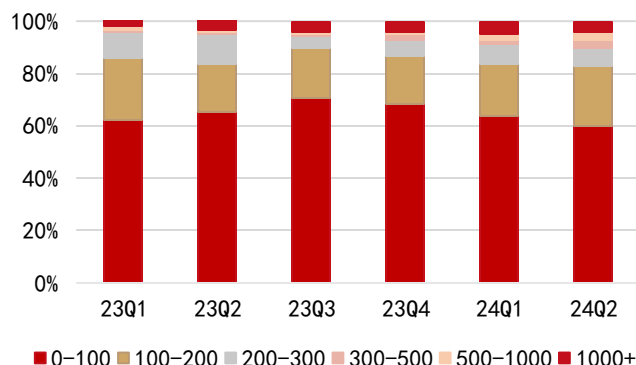
漏音严重、音质低劣、佩戴舒适度较差等问题，无法提供给消费者更好的使用体验。与此同时，据 CanaIys 数据，24Q2 全球开放式耳机市场中 CR5 仅为 42%，开放式耳机竞争格局仍较为分散。我们认为，随着品牌厂商的陆续加入，有望领导行业持续研发迭代品质更好、使用体验更佳的产品，满足消费者在音质、通话和佩戴舒适度等高品质的使用需求，推动产品升级进程加速，同时带动竞争格局实现进一步集中。

图 16 24Q2 全球开放式耳机市场竞争格局（按销量，%）



资料来源：CanaIys，华西证券研究所

图 17 中国开放式耳机线上市场分价格段结构（按销量，%）



资料来源：洛图科技微信公众号，华西证券研究所

2.2. 增长驱动#2：AI 技术赋能应用，助力耳机应用场景丰富

2024 年 10 月 10 日，字节旗下的豆包发布首款 AI 智能体耳机，于 10 月 17 日正式发售，售价 1199 元。Ola Friend 以 OWS 开放式耳机为硬件载体，单耳重量 6.6g，可基本实现“无感佩戴”；与此同时该产品还接入了豆包大模型的 Seed ASR（语音识别）技术模型并与豆包 APP 深度结合，用户无需打开手机即可通过语音与豆包进行互动，能够在信息查询、旅游出行、英语学习及情感交流等场景为用户提供帮助。

图 18 Ola Friend 耳机



资料来源：IT 之家，Ola friend 官网，华西证券研究所

AI 技术赋能，助力耳机应用场景丰富。2024 年以来已有多款 AI 耳机陆续上市，AI 技术的引入助力耳机实现智能交互（语音助手）、实时翻译、音质提升（降噪处理）等功能，提高用户的使用体验的同时，驱动耳机实现从传统的音频输出设备向全面的智能生活助手的转变。据洛图科技（RUNTO）数据，2024 年 8 月中国 AI 耳机的线上

电商市场销售额占比仅为 1.4%，但销量同比增长 763.3%，销售额增长 1447.2%；预计 2024 年中国 AI 耳机的线上电商市场销量有望突破 20 万副，同比增速预计可达 488.7%。随着端侧 AI 技术的日益成熟，AI 耳机有望持续拓展和深化场景应用，为耳机市场带来新的增长驱动力。

表 3 2024 年主要的 AI 耳机

品牌	机型	佩戴方式	AI 功能				
			语音助手	实时翻译	会议转写	提升音质	健康监测
iKKO	ActiveBuds	入耳式		√	√		
Cleer	ARC 3	开放式				√	√（运动）
飞利浦	“8 号” AI 会议降噪耳机	入耳式			√	√	
科大讯飞	iFLYBUDS Nano+	入耳式			√		
魅族	LIVE AI 耳机	入耳式				√	
声智科技	FairyClipG1	耳夹式		√	√	√	
Galaxy	Buds3 Pro	入耳式		√		√	
小米	Buds5	入耳式				√	
Google	Pixel Buds Pro2	入耳式	√			√	
Timekettle	时空壶旗舰 AI 同传翻译耳机 W4 Pro	开放式	√	√		√	
字节跳动	OlaFriend	挂耳式	√	√			
华为	FreeBuds Pro 4	入耳式	√	√		√	
Beats	Powerbeats Pro 2	入耳式				√	√

资料来源：与非网，各品牌官网，华西证券研究所

3. 公司：产品+品牌+渠道，构建核心竞争力

3.1. 产品布局：布局多元化产品矩阵，进军音频领域新赛道

多元品牌矩阵布局，定位高性价比，打造核心竞争力。针对耳机细分市场，漫步者陆续推出面向年轻消费群体的“花再”、主打高性价比的“XemaI 声迈”、面向女性消费市场的“Volona”、面向电竞爱好者的“HECATE”以及定位小众高端的“STAX SPIRIT”，与主品牌“漫步者”相辅相成，充分挖掘细分市场潜力。与此同时，公司产品价格线丰富，覆盖低、中、高端市场的同时，实现行业领先的性价比优势，构筑强大的市场竞争力。其中，公司中低端产品定价多在 500 元以下，充分覆盖中低端耳机主力市场；除小众高端线 STAX 之外，旗舰产品定价多在千元左右，符合当下消费升级的行业趋势，价格优势显著。

图 19 漫步者各耳机子品牌布局

漫步者	 W830NB 限定色薄荷绿头戴式主动降噪蓝牙耳机  LolliClip绿色云梯智能耳夹  Comfo Clip 开放式真无线蓝牙耳机	核心品牌	• LolliPods: 198-499元 • W: 399-499元 • TWS: 249-698元 • Comfo: 349-699元 • DreamPods: 498-799元 • NeoBuds: 699-1199元 • LolliClip: 799元 • 有线耳机: 59-215元 • 颈挂耳机: 129-899元 • 头戴耳机: 199-799元
花再	 Halo Space 头戴式三频主动降噪蓝牙耳机  Evo Air 真无线蓝牙耳机  Evo open 空气耳机	面向年轻消费群体	• 真无线耳机: 129-399元 • 开放式耳机: 529-799元 • 头戴式耳机: 448-969元
XEMAL	 X Fit 开放式真无线蓝牙耳机  X3 Plus 真无线蓝牙耳机  X5 Pro 真无线主动降噪蓝牙耳机	面向高性价比大众市场	• 真无线耳机: 109-399元 • 开放式耳机: 499元
Volona	 VO8 真无线蓝牙耳机  VO6 真无线蓝牙耳机  VO2---TWS真无线蓝牙耳机	面向女性消费群体	• VO2: 209元 • VO6: 319元 • VO8: 599元
STAX	 SRX-X1000 系列  SRX1 系列  SRX-X000 系列	高端品牌	• Sprit S10: 1999元 • Sprit S5: 2980元 • Sprit S3: 1780元
HECATE	 G2无线版 2.4G无线游戏耳机  G2 PRO 双声卡7.1声道式游戏耳机  G3 USB声卡7.1声道式游戏耳机	电竞品牌	• GT: 149-399元 • GM: 199-599元 • GX: 399-999元 • 头戴耳机: 119-799元 • 颈挂耳机: 329元 • 开放耳机: 399元 • 有线耳机: 119-249元 • 声卡: 59-259元

资料来源：漫步者官网，华西证券研究所

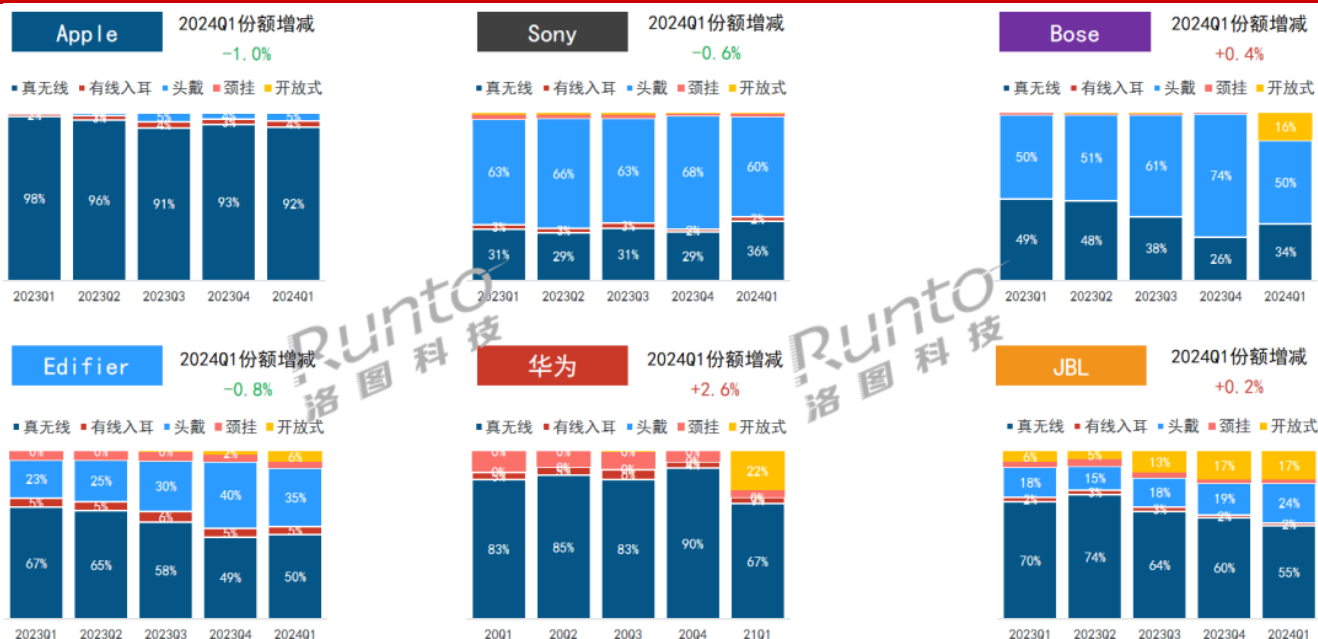
持续加码 OWS 耳机，助力业绩实现加速。2023 年 10 月，漫步者推出了首款后挂式 OWS 耳机 Comfo Run；次月又推出了首款耳挂式 OWS 耳机 Comfo Fit；2024 年 7 月，漫步者再次推出首款耳夹式 OWS 耳机 Comfo Clip。据公司 2025 年 2 月调研活动信息，截至目前，漫步者已全面布局耳挂式、后挂式、耳夹式各产品形态，并且已上市型号达 11 款。公司 OWS 耳机产品定价集中在 349-799 元价位段，相较友商性价比优势突出。据洛图科技（RUNTO）数据，24Q1 漫步者 OWS 耳机占比达 6%，环比+4pct。展望未来，随着公司对 OWS 耳机持续进行多样化、系列化拓展，该产品收入占比有望持续提升，拉动公司业绩实现加速增长。

表 4 各品牌 OWS 耳机参数对比

品牌	漫步者		韶音	Oladance	Cleer	Soundcore	华为
	Comfo Fit II	Comfo Clip	OPENFIT	OWS 2	ARC 3 运动版	C30i	FreeClip
产品图							
耳机形态	耳挂式	耳夹式	耳挂式	耳挂式	耳挂式	耳夹式	耳夹式
售价	599 元	359 元	1298 元	1099 元	1399 元	349 元	1199 元
动圈单元直径	18×11mm	12mm	18×11mm	16.5mm	16.2mm	17×12mm	10.8mm
单只重量	9.8g	5.8g	8.3g	12.8g	12g	5.7g	5.6g
蓝牙版本	V5.3	V5.4	V5.2	V5.3	V5.4	V5.3	V5.3
有效距离	10m	10m		10m			
耳机续航时间	10h	7h	7h	19h	10h	10h	8h
搭配充电舱续航时间	40h	28h	28h	114h	50h	30h	36h
降噪功能	双 MIC ENC 通话降噪	AI 通话降噪	AI 通话降噪		ARC 3 AI 声境恒听技术	双麦通话降噪	多通道深度神经网络 (DNN) 通话降噪

资料来源：各公司官网，天猫，京东，华西证券研究所

图 20 中国耳机各品牌线上市场产品结构（按销量，%）



资料来源：洛图科技微信公众号，华西证券研究所

加强前沿技术研发，加速布局 AI 耳机。在前沿技术的研发和应用上，漫步者始终紧跟人工智能技术的发展步伐，不断加强相关技术的研发储备。据公司 2024 年 11 月调研活动信息，2020 年公司推出内置 AI 骨传导通话降噪算法的 DreamPods 系列 TWS 耳机；2021 年发布搭载小度助手的 Lollipop 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”已完成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。

3.2. 品牌战略：强化自主品牌战略，王一博代言点燃消费热情

加强自主品牌建设，打造带有互联网基因的品牌。漫步者通过社交媒体营销、在线互动等手段，加强与消费群体的联系，打造独特的品牌特性。一方面，公司借助抖音、双微等热门社交平台传递品牌和产品的声音，通过创意内容传播和提升品牌活性。另一方面，公司还利用“Edifier Connect”APP 搭建线上社群，加强用户互动，倾听用户声音。除此之外，公司还加强跨界合作提升产品的多样性，目前公司拥有与著名歌手薛之谦 DSP 品牌合作的 DSP 系列产品，并与电影《流浪地球 2》、环球影画（“小黄人”）、优扬动漫（皮卡丘）、加菲猫等 IP 合作推出系列联名产品，获得了年轻消费者的广泛关注，提升品牌知名度。

图 21 漫步者耳机与 IP 联名合作



资料来源：漫步者微信公众号，华西证券研究所

图 22 漫步者耳机与电影联名合作



资料来源：漫步者微信公众号，华西证券研究所

王一博携手漫步者，新代言点燃消费热潮。2024 年 9 月 25 日，漫步者正式宣布青年偶像王一博成为其品牌代言人。官宣当日，线上各平台上的多款同款产品迅速售罄；首 72 小时电商全平台直播间销量环比增长 410.43%；微博话题#王一博漫步者品牌代言人#总阅读量 4.1 亿，互动量 1700 万+；官宣 72 小时心动值突破 4400 万+。我们认为，通过签约王一博，公司有望进一步拓展年轻消费市场，提升品牌影响力。

图 23 漫步者品牌代言人



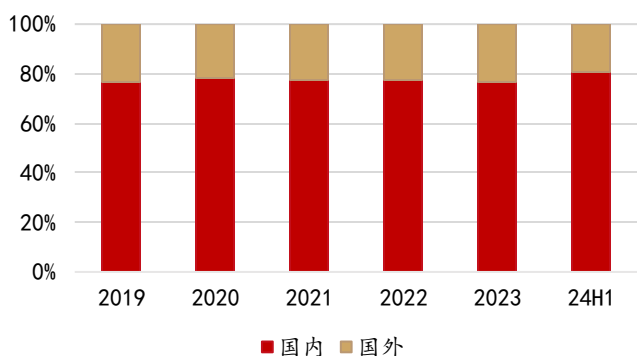
资料来源：漫步者官网，华西证券研究所

3.3. 渠道拓展：寻求互联网营销新渠道，积极拓展海外市场

根植国内市场，线上线下并行发展。对于国内市场，公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式，在中国境内已拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域。在持续拓展实体营销渠道的同时，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。目前公司不仅实现在京东、天猫等国内头部线上平台的销售额领先，同时持续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。

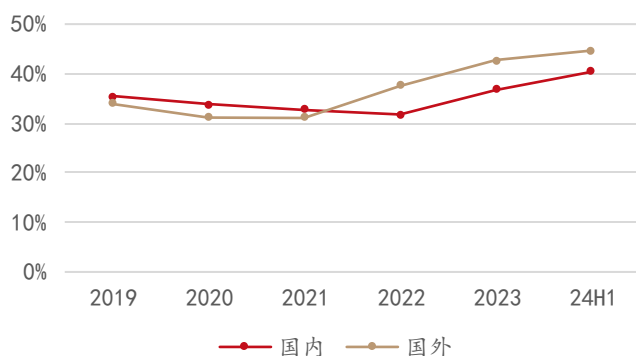
积极拓展海外市场，多策略发力提升国际影响力。对于海外市场，公司采取了全面而深入的策略。公司已经在德国、英国、法国、意大利、美国、加拿大、日本、澳大利亚、俄罗斯、墨西哥等超过 80 个国家和地区注册了国际商标，并组建了来自不同国家的产品研发和销售团队，成功搭建了覆盖全球的营销网络。与此同时，公司积极拥抱网销全球化的浪潮，持续开拓线上直营渠道，全面覆盖亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商平台，同时通过积极运营品牌独立站、以及 Instagram、Youtube、Facebook、TikTok 等海外社交媒体的官方账号，提高在全球年轻购买群体的品牌影响力，实现收入的快速增长。

图 24 漫步者国内外收入占比 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 漫步者国内外收入毛利率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

基本假设：

1、耳机：考虑到 OWS 耳机创新+AI 技术赋能，耳机行业有望持续扩容。公司持续加码 OWS 耳机，截至目前已全面布局耳挂式、后挂式、耳夹式各产品形态，并且已上市型号达 11 款。展望未来，随着公司对 OWS 耳机持续进行多样化、系列化拓展，OWS 耳机收入占比有望持续提升，拉动公司业绩实现加速增长。与此同时，公司搭载 AI 相关功能的各类新产品正在开发中，未来产品放量后或有望贡献显著的业绩增量。因此，我们假设公司耳机产品 2024-26 年营业收入分别为 20.48、23.52、27.13 亿元，同比+14.38%、14.84%、15.34%。与此同时，公司持续提升品牌力拓展中高端市场，伴随产品结构的优化，耳机业务毛利率也有望实现逐年提升。因此，我们假设公司耳机产品 2024-26 年毛利率分别为 41.50%、41.80%、42.00%。

2、音响：国补政策下公司音响产品有望实现放量，与此同时，公司积极拓展海外市场。展望未来，随着公司产品的迭代和品牌力的提升，公司该板块业务有望保持稳定增长，毛利率也有望实现稳步提升。因此，我们假设公司音响产品 2024-26 年营业收入分别为 9.93、11.72、13.48 亿元，同比+20.00%、+18.00%、+15.00%；毛利率分别为 42.50%、42.80%、43.00%。

3、汽车音响：随着汽车智能化的发展，叠加公司自身技术的迭代和品牌影响力的提升。公司该板块业务有望保持稳定增长，毛利率也有望实现逐年提升。因此，我们假设公司汽车音响产品 2024-26 年营业收入分别为 0.12、0.14、0.15 亿元，同比+10.00%、+10.00%、+10.00%；毛利率分别为 41.00%、41.50%、42.00%。

盈利预测结果：综上所述，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 31.27、36.22、41.73 亿元，同比+16.10%、+15.82%、+15.20%。毛利率分别为 42.01%、42.31%、42.51%。

表 5 公司主营业务拆分

百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1243.15	1934.18	2303.67	2214.40	2693.64	3127.31	3622.22	4172.76
yoy		55.59%	19.10%	-3.88%	21.64%	16.10%	15.83%	15.20%
毛利率	35.30%	33.17%	32.41%	33.00%	38.16%	42.01%	42.31%	42.51%
耳机产品	684.04	1196.06	1507.02	1462.33	1791.03	2048.49	2352.40	2713.14
yoy		74.85%	26.00%	-2.97%	22.48%	14.38%	14.84%	15.34%
毛利率	36.16%	31.70%	31.84%	31.94%	37.30%	41.50%	41.80%	42.00%
音响产品	516.24	641.76	709.72	686.15	827.81	993.37	1172.18	1348.01
yoy		24.31%	10.59%	-3.32%	20.65%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	33.03%	33.10%	33.57%	35.40%	39.28%	42.50%	42.80%	43.00%
汽车音响产品	20.05	19.05	20.38	10.12	11.32	12.45	13.70	15.07
yoy		-4.97%	6.96%	-50.36%	11.90%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.29%	28.81%	34.17%	34.86%	35.15%	41.00%	41.50%	42.00%
其他	14.37	53.40	20.92	55.80	63.48	73.00	83.95	96.54
yoy		271.68%	-60.81%	166.68%	13.75%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	60.93%	57.41%	41.55%	30.98%	48.47%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取音频硬件相关公司天键股份、国光电子、安克创新作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 25.43x。我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 31.27、36.22、41.73 亿元，同比+16.10%、+15.82%、+15.20%；归母净利润分别为 5.00、6.01、7.01 亿元，同比+19.22%、+20.13%、+16.62%；EPS 分别为 0.56、0.68、0.79 元。2025 年 3 月 19 日股价为 16.17 元，对应 PE 分别为 28.74x、23.92x、20.52x。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6 可比公司 Wind 一致预期

公司	代码	股价	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
天键股份	301383.SZ	52.88	1.31	1.74	2.35	40.34	30.38	22.46
国光电器	002045.SZ	18.72	0.57	0.78	0.95	32.76	24.06	19.67
安克创新	300866.SZ	103.09	3.85	4.72	5.66	26.81	21.85	18.20
平均						33.30	25.43	20.11
漫步者	002351.SZ	16.17	0.56	0.68	0.79	28.74	23.92	20.52

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司选用 Wind 一致预期，股价截至 2025 年 3 月 19 日

5. 风险提示

下游需求不及预期，新产品推广进度不及预期，行业竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,694	3,127	3,622	4,173	净利润	459	536	644	750
YoY (%)	21.6%	16.1%	15.8%	15.2%	折旧和摊销	50	48	50	48
营业成本	1,666	1,813	2,090	2,399	营运资金变动	32	-245	23	-8
营业税金及附加	21	25	29	33	经营活动现金流	510	330	688	754
销售费用	312	438	507	584	资本开支	-14	-26	-20	-16
管理费用	88	94	109	125	投资	34	0	0	0
财务费用	-34	0	0	0	投资活动现金流	-164	-36	27	38
研发费用	168	188	217	250	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-30	-15	-15	债务募资	-2	2	1	-2
投资收益	38	44	51	58	筹资活动现金流	-212	-278	-254	-298
营业利润	510	596	716	835	现金净流量	138	19	461	494
营业外收支	0	-1	-1	-1	主要财务指标				
利润总额	510	595	715	834	成长能力				
所得税	50	60	72	83	营业收入增长率	21.6%	16.1%	15.8%	15.2%
净利润	459	536	644	750	净利润增长率	70.2%	19.2%	20.1%	16.6%
归属于母公司净利润	420	500	601	701	盈利能力				
YoY (%)	70.2%	19.2%	20.1%	16.6%	毛利率	38.2%	42.0%	42.3%	42.5%
每股收益	0.47	0.56	0.68	0.79	净利率	15.6%	16.0%	16.6%	16.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	14.9%	15.8%	17.2%	17.5%
货币资金	1,566	1,585	2,046	2,540	净资产收益率 ROE	16.5%	18.1%	19.3%	19.9%
预付款项	3	6	6	6	偿债能力				
存货	501	580	632	708	流动比率	4.44	5.25	5.11	5.07
其他流动资产	695	757	782	818	速动比率	3.22	3.75	3.79	3.86
流动资产合计	2,764	2,927	3,466	4,073	现金比率	2.52	2.84	3.02	3.16
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	20.1%	17.1%	18.0%	18.4%
固定资产	380	364	342	317	经营效率				
无形资产	49	44	40	35	总资产周转率	0.88	0.92	0.97	0.97
非流动资产合计	526	558	531	502	每股指标 (元)				
资产合计	3,290	3,485	3,997	4,574	每股收益	0.47	0.56	0.68	0.79
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.86	3.11	3.50	3.96
应付账款及票据	481	394	491	592	每股经营现金流	0.57	0.37	0.77	0.85
其他流动负债	142	163	188	211	每股股利	0.20	0.24	0.29	0.33
流动负债合计	622	557	678	803	估值分析				
长期借款	4	4	4	4	PE	34.40	28.74	23.92	20.52
其他长期负债	36	35	35	34	PB	6.18	5.19	4.62	4.09
非流动负债合计	40	39	40	38					
负债合计	662	596	718	841					
股本	889	889	889	889					
少数股东权益	86	122	165	214					
股东权益合计	2,628	2,889	3,279	3,733					
负债和股东权益合计	3,290	3,485	3,997	4,574					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。