

漫步者 (002351.SZ)

业绩稳健增长，品牌建设与新产品投入加大

事件：公司发布 2024 年报，实现营业收入 29.43 亿元，同比增长 9.27%，实现归母净利润 4.49 亿元，同比增长 7.06%，实现归母扣非净利润 4.29 亿元，同比增长 13.66%。

毛利率持续提升，彰显产品竞争力。2024 年公司整体毛利率为 40.35%，同比增长 2.19%。分产品看，耳机实现营业收入 18.41 亿元，同比增长 2.79%；毛利率 39.61%，同比增长 3.17%。音响设备实现营业收入 9.97 亿元，同比增长 20.39%；毛利率 41.31%，较上年同期增加 2.85%。分地区看，内销营业收入 23.12 亿元，同比增长 11.57%；毛利率 39.73%，同比增长 3.53%。出口营业收入 6.31 亿元，同比增长 1.61%；毛利率 42.62%，同比增长 1.49%。

品牌建设不断强化，销售费用投入加大。2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 12.92%/2.92%/6.24%，同比+1.35pct/-0.33pct/+0pct。销售费用率上升较大，销售费用绝对值同比增长 31.52%，主要因广告费用和人工成本的增加。公司宣传“匠心诚意好声音”理念的同时，借助品牌代言人王一博的号召力将目标用户群体拓展到女性用户。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。

持续投入 AI 与 OWS 产品布局，开启新成长空间。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，功能更丰富的各类 AI 产品在持续开发中。开放式耳机（OWS）市场处于快速增长阶段，是公司自 2024 年起大力投入的方向之一。公司在 2025 年 4 月表示已经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十余款，今年对各式产品形态、各段定价范围、各个子品牌的开放式耳机将继续保持较大的投放力度。

维持“增持”评级。公司业绩稳健增长，同时不断强化品牌建设和布局新产品，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 34.01/39.56/46.27 亿元，归母净利润 5.38/6.22/7.31 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；原材料价格和人工成本上涨风险；宏观经济风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,694	2,943	3,401	3,956	4,627
增长率 yoy（%）	21.6	9.3	15.6	16.3	17.0
归母净利润（百万元）	420	449	538	622	731
增长率 yoy（%）	70.2	7.1	19.8	15.5	17.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.47	0.51	0.61	0.70	0.82
净资产收益率（%）	17.5	17.3	18.0	18.2	18.5
P/E（倍）	26.8	25.0	20.9	18.1	15.4
P/B（倍）	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8

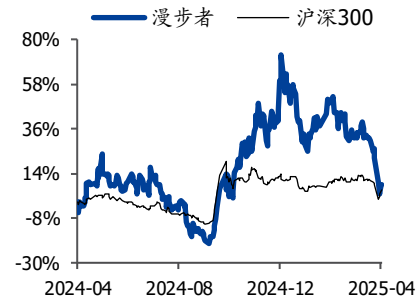
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	消费电子
前次评级	增持
04 月 11 日收盘价（元）	12.64
总市值（百万元）	11,238.31
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）	16.70

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）：新代言人强化品牌建设，OWS 耳机与 AI 有望打开新成长空间》 2024-10-29
- 《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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2764	2933	3413	3889	4646
现金	1566	605	906	1285	1805
应收票据及应收账款	203	247	273	332	376
其他应收款	4	4	5	6	7
预付账款	3	17	6	21	10
存货	501	492	655	678	880
其他流动资产	488	1568	1568	1568	1568
非流动资产	526	601	634	672	720
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	380	392	435	484	541
无形资产	49	44	35	26	18
其他非流动资产	97	165	163	161	161
资产总计	3290	3533	4047	4561	5366
流动负债	622	633	788	810	1007
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	481	470	628	649	844
其他流动负债	142	163	160	161	163
非流动负债	40	36	36	35	35
长期借款	4	4	3	3	2
其他非流动负债	36	33	33	33	33
负债合计	662	670	824	845	1042
少数股东权益	86	77	119	176	243
股本	889	889	889	889	889
资本公积	463	434	434	434	434
留存收益	1174	1446	1715	2024	2423
归属母公司股东权益	2542	2787	3103	3540	4080
负债和股东权益	3290	3533	4047	4561	5366

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	510	437	559	596	745
净利润	459	497	581	678	798
折旧摊销	45	44	41	48	54
财务费用	-34	-27	-33	-45	-61
投资损失	-38	-8	-12	-9	-8
营运资金变动	159	-51	-19	-77	-39
其他经营现金流	-82	-18	0	0	0
投资活动现金流	-164	-1178	-63	-78	-94
资本支出	14	8	33	38	48
长期投资	34	0	0	0	0
其他投资现金流	-116	-1170	-30	-40	-46
筹资活动现金流	-212	-272	-194	-140	-130
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-1	0	0	0	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-205	-242	-194	-139	-130
现金净增加额	138	-1010	302	378	520

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2694	2943	3401	3956	4627
营业成本	1688	1756	2028	2357	2756
营业税金及附加	21	23	27	31	36
营业费用	289	380	439	511	598
管理费用	88	86	99	116	135
研发费用	168	184	212	247	289
财务费用	-34	-27	-33	-45	-61
资产减值损失	-17	-10	-12	-14	-16
其他收益	13	14	9	11	12
公允价值变动收益	3	16	0	0	0
投资净收益	38	8	12	9	8
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	510	566	661	771	908
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	510	564	660	770	907
所得税	50	68	79	92	109
净利润	459	497	581	678	798
少数股东损益	40	47	43	56	68
归属母公司净利润	420	449	538	622	731
EBITDA	508	591	679	785	915
EPS (元)	0.47	0.51	0.61	0.70	0.82

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.6	9.3	15.6	16.3	17.0
营业利润(%)	67.9	11.0	16.8	16.6	17.8
归属于母公司净利润(%)	70.2	7.1	19.8	15.5	17.5
获利能力					
毛利率(%)	37.3	40.4	40.4	40.4	40.4
净利率(%)	15.6	15.3	15.8	15.7	15.8
ROE(%)	17.5	17.3	18.0	18.2	18.5
ROIC(%)	16.3	17.1	18.0	18.2	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.1	19.0	20.4	18.5	19.4
净负债比率(%)	-58.6	-20.4	-27.6	-34.1	-41.4
流动比率	4.4	4.6	4.3	4.8	4.6
速动比率	3.2	3.3	3.1	3.5	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	13.7	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.51	0.61	0.70	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.49	0.63	0.67	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.13	3.49	3.98	4.59
估值比率					
P/E	26.8	25.0	20.9	18.1	15.4
P/B	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.8	16.1	13.6	11.3	9.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 11 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