2025 年 04 月 24 日

自主品牌战略成效显著，盈利能力持续提升

漫步者(002351)

事件概述

漫步者发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 6.58 亿元，同比-3.04%，环比-17.45%；归母净利润 1.02 亿元，同比-6.53%，环比-7.93%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比-9.67%，环比-6.59%。

业绩符合市场预期

业绩符合市场预期。25Q1 业绩略有下滑，我们认为主要系耳机板块业务增速放缓所致。据漫步者投关活动记录表，公司自 3 月下旬开始，一系列主销价位端的耳机新品集中上市。我们认为有望带动公司后续二三季度耳机板块收入实现放量。

▶ 毛利率持续提升，自主品牌战略成效显著

毛利率：25Q1 年公司毛利率为 40.94%，同比+0.87pct，环比+0.12pct。我们认为主要得益于公司持续提升品牌力拓展中高端市场，产品结构优化带动盈利能力持续优化。

费用率：公司持续加强精细运营，强化费用管控能力。25Q1 公司期间费用率为 20.36%，同比+1.73pct，环比-3.87pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 11.35%、3.13%、6.73%、-0.84%，同比-0.24、+0.32、+0.82、+0.83pct。

▶ 持续加码 OWS+AI 耳机，打造新的业绩增长点

公司持续加码 OWS 耳机和 AI 耳机。据漫步者投关活动记录表，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，目前漫步者 ios 版的同声传译功能已经上线。

▶ 产品+品牌+渠道，构建核心竞争力

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。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	13.01
股票代码：	002351
52 周最高价/最低价：	20.41/9.07
总市值(亿)	115.67
自由流通市值(亿)	67.79
自由流通股数(百万)	521.04

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：chentr1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1.【华西电子】漫步者（002351.SZ）2024 年业绩点评：盈利能力持续改善，OWS+AI 耳机驱动业绩增长

2025.03.29

产品布局：产品矩阵丰富，覆盖不同领域客户的多样化需求。公司多品牌协同运营，陆续推出了面向音乐发烧友的 Hi-Fi 音响品牌“AIRPULSE”、“STAX SPIRIT”耳机品牌，以及专业电竞品牌“HECATE”、专注于时尚生活科技的“花再”品牌等。在品牌矩阵已经初步建立的基础上，公司将全力挖掘并运用产品差异化特质，在全球范围内持续赋能更广大的消费者群体。

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 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

参考 25 年一季报，我们维持公司 2025-27 年盈利预测。预计公司 2025-27 年营业收入分别为 33.69、38.83、45.64 亿元，同比+14.47%、+15.25%、+17.53%。2025-27 年归母净利润为 5.18、6.12、7.25 亿元，同比+15.32%、+18.13%、+18.41%。预计 2025-27 年 EPS 分别为 0.58、0.69、0.81 元。2025 年 4 月 24 日股价为 13.01 元，对应 PE 分别为 22.33x、18.90x、15.96x，维持“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,694	2,943	3,369	3,883	4,564
YoY（%）	21.6%	9.3%	14.5%	15.3%	17.5%
归母净利润(百万元)	420	449	518	612	725
YoY（%）	70.2%	7.1%	15.3%	18.1%	18.4%
毛利率（%）	37.3%	40.4%	41.5%	42.0%	42.5%
每股收益（元）	0.47	0.51	0.58	0.69	0.81
ROE	16.5%	16.1%	15.7%	15.6%	15.6%
市盈率	27.68	25.51	22.33	18.90	15.96

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,943	3,369	3,883	4,564
YoY(%)	9.3%	14.5%	15.3%	17.5%
营业成本	1,756	1,971	2,253	2,625
营业税金及附加	23	27	31	36
销售费用	380	438	505	593
管理费用	86	101	116	137
财务费用	-27	0	0	0
研发费用	184	209	241	283
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
投资收益	8	10	12	14
营业利润	566	634	750	888
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	564	632	748	886
所得税	68	63	75	89
净利润	497	569	673	797
归属于母公司净利润	449	518	612	725
YoY(%)	7.1%	15.3%	18.1%	18.4%
每股收益	0.51	0.58	0.69	0.81

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	605	1,130	1,877	2,655
预付款项	17	10	12	18
存货	492	589	641	738
其他流动资产	1,819	1,843	1,876	1,934
流动资产合计	2,933	3,572	4,406	5,345
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	392	372	352	336
无形资产	44	39	34	29
非流动资产合计	601	573	545	524
资产合计	3,533	4,146	4,951	5,869
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	470	494	603	688
其他流动负债	163	179	203	238
流动负债合计	633	673	806	926
长期借款	4	4	4	4
其他长期负债	33	33	33	33
非流动负债合计	36	36	36	36
负债合计	670	710	842	962
股本	889	889	889	889
少数股东权益	77	127	189	261
股东权益合计	2,864	3,436	4,109	4,906
负债和股东权益合计	3,533	4,146	4,951	5,869

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	497	569	673	797
折旧和摊销	49	58	60	61
营运资金变动	-94	-89	31	-55
经营活动现金流	437	544	769	806
资本开支	-8	-30	-32	-39
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,178	-22	-22	-28
股权募资	26	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-272	0	0	0
现金净流量	-1,010	525	747	779

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	9.3%	14.5%	15.3%	17.5%
净利润增长率	7.1%	15.3%	18.1%	18.4%
盈利能力				
毛利率	40.4%	41.5%	42.0%	42.5%
净利润率	15.3%	15.4%	15.8%	15.9%
总资产收益率 ROA	14.6%	14.8%	14.8%	14.7%
净资产收益率 ROE	16.1%	15.7%	15.6%	15.6%
偿债能力				
流动比率	4.63	5.31	5.47	5.77
速动比率	**3.32**	**3.94**	**4.26**	**4.61**
现金比率	0.95	1.68	2.33	2.87
资产负债率	19.0%	17.1%	17.0%	16.4%
经营效率				
总资产周转率	0.86	0.88	0.85	0.84
每股指标（元）				
每股收益	0.51	0.58	0.69	0.81
每股净资产	3.13	3.72	4.41	5.22
每股经营现金流	0.49	0.61	0.87	0.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	25.51	22.33	18.90	15.96
PB	5.26	3.50	2.95	2.49

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。