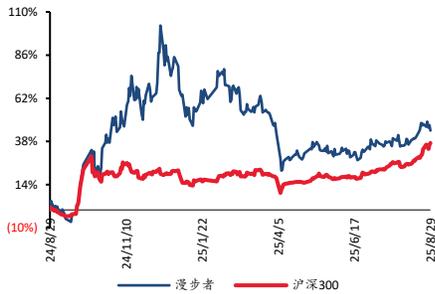


漫步者：2025Q2 收入表现稳健，音响和海外业务实现逆势快增

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.89/5.21
总市值/流通(亿元)	124.47/72.95
12个月内最高/最低价(元)	20.41/9.07

相关研究报告

<<漫步者：2024Q3 利润持续快速增长，新代言人+双11大促有望进一步催化业绩>>--2024-10-27

<<漫步者：2024Q2 业绩双位数增长，毛利率涨幅较为显著>>--2024-08-23

<<漫步者：2024Q1 利润端高增，耳机音响两大核心业务快速增长>>--2024-04-28

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190524020001

证券分析师：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190525040001

研究助理：金桐羽

电话: 021-58502206
E-MAIL: jinty@tpyzq.com
一般证券业务登记编号: S1190124030010

事件：2025年8月28日，漫步者发布2025年半年报。2025H1公司实现营收13.53亿元(-1.95%)，归母净利润2.00亿元(-9.07%)，扣非归母净利润1.88亿元(-12.01%)。

2025Q2 公司收入表现平稳业绩承压，2025H1 音响和境外收入实现逆势快速增长。1)分季度看：2025Q2 公司实现营业收入6.94亿元(-0.90%)，表现较为平稳；归母净利润达0.98亿元(-11.59%)，出现双位数下滑或系股权激励费用增加所致。2)分业务看：2025H1 公司耳机/音响/汽车音响收入分别为7.90亿元(-10.85%)、5.08亿元(+17.40%)、0.05亿元(-10.29%)，耳机业务短期承压，音响营收实现逆势快速增长。3)分地区看：2025H1 公司境内/境外收入分别为10.43亿元(-5.93%)、3.10亿元(+14.30%)，海外业务在国际电商渠道快速扩张、用户口碑稳步提升的助力下实现双位数增长。

2025Q2 毛净利率短期承压，销售费用率控制合理。1)毛利率：2025Q2 公司毛利率达39.80%(-2.56pct)，盈利能力短期承压。2)净利率：2025Q2 公司净利率达到15.42%(-1.96pct)，跌幅略小于毛利率或系投资收益增加所致。3)费用端：2025Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为+13.23%/+3.51%/+7.27%/-0.92%，分别同比-0.99%/+0.68%/+0.47%/+0.05%；其中销售费用率控制合理，财务费用率小幅上涨主因利息收入减少。

投资建议：行业端，在AI大模型的赋能下，耳机品类或将迎来增长新机会，同时OWS耳机行业规模有望持续扩张。公司端，TWS耳机业务有望通过卡位中端实现市占率的提升，AI耳机和OWS耳机有望为公司收入业绩贡献新增量；同时员工持股计划的推出有望进一步激发员工积极性，进而提升公司的核心竞争力。我们预计，2025-2027年公司归母净利润分别为5.19/6.03/7.03亿元，对应EPS分别为0.58/0.68/0.79元，当前股价对应PE分别为23.97/20.64/17.72倍。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格和人工成本上涨、经营规模扩大带来的管理风险、汇率波动、技术和市场风险等。

漫步者：2025Q2 收入表现稳健，音响和海外业务实现逆势快增

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,943	3,190	3,580	3,993
营业收入增长率(%)	9.27%	8.37%	12.24%	11.52%
归母净利润（百万元）	449	519	603	703
净利润增长率(%)	7.06%	15.58%	16.15%	16.51%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.58	0.68	0.79
市盈率（PE）	32.35	23.97	20.64	17.72

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,566	605	850	1,207	1,626
应收和预付款项	206	264	286	321	358
存货	501	492	521	577	639
其他流动资产	492	1,572	1,573	1,573	1,574
流动资产合计	2,764	2,933	3,230	3,678	4,196
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	45	0	18	33	45
固定资产	380	392	350	336	322
在建工程	0	1	1	2	2
无形资产开发支出	49	44	40	36	34
长期待摊费用	7	6	6	6	6
其他非流动资产	2,810	3,091	3,455	3,904	4,423
资产总计	3,290	3,533	3,869	4,316	4,831
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	481	470	481	550	627
长期借款	4	4	4	4	4
其他负债	177	196	205	222	241
负债合计	662	670	689	776	872
股本	889	889	889	889	889
资本公积	463	434	434	434	434
留存收益	1,174	1,446	1,713	2,018	2,373
归母公司股东权益	2,542	2,787	3,055	3,359	3,714
少数股东权益	86	77	125	181	245
股东权益合计	2,628	2,864	3,180	3,540	3,959
负债和股东权益	3,290	3,533	3,869	4,316	4,831

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	510	437	597	680	783
投资性现金流	-164	-1,178	-99	-25	-16
融资性现金流	-212	-272	-257	-298	-348
现金增加额	138	-1,010	245	357	419

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,694	2,943	3,190	3,580	3,993
营业成本	1,688	1,756	1,861	2,061	2,281
营业税金及附加	21	23	24	26	29
销售费用	289	380	399	438	480
管理费用	88	86	99	108	120
财务费用	-34	-27	-15	5	9
资产减值损失	-17	-10	0	-3	0
投资收益	38	8	23	29	32
公允价值变动	3	16	0	0	0
营业利润	510	566	640	739	856
其他非经营损益	0	-2	-1	-1	-1
利润总额	510	564	639	738	854
所得税	50	68	71	79	87
净利润	459	497	568	658	767
少数股东损益	40	47	49	55	64
归母股东净利润	420	449	519	603	703

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.33%	40.35%	41.67%	42.42%	42.87%
销售净利率	15.58%	15.26%	16.28%	16.84%	17.60%
销售收入增长率	21.64%	9.27%	8.37%	12.24%	11.52%
EBIT 增长率	57.99%	17.84%	21.09%	19.12%	16.14%
净利润增长率	70.17%	7.06%	15.58%	16.15%	16.51%
ROE	16.51%	16.12%	17.00%	17.95%	18.92%
ROA	14.94%	14.56%	15.35%	16.09%	16.77%
ROIC	14.92%	15.77%	17.38%	18.68%	19.52%
EPS (X)	0.47	0.51	0.58	0.68	0.79
PE (X)	37.60	32.35	23.97	20.64	17.72
PB (X)	6.18	5.26	4.07	3.71	3.35
PS (X)	5.83	4.98	3.90	3.48	3.12
EV/EBITDA (X)	29.04	24.93	16.45	14.16	11.88

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。