

专业音频龙头，AI 耳机再续产品升级之势

2025 年 10 月 15 日

核心观点

- 漫步者是中国专业品牌音频设备龙头，起步于蓝牙音箱：**1) 公司主业音响、耳机，2024 年音箱设备 10.0 亿元，耳机 18.4 亿元，分别占总收入 33.9%、62.5%；内销 23.1 亿元、海外 6.3 亿元，分别占总收入 78.5%、21.5%。2) RUNTO 数据，2024 年，中国蓝牙音箱全渠道市场销量 2488 万台，同比增长 5.0%；销额 72.0 亿元，同比增长 8.4%。哈曼卡顿、Marshall 引领市场。漫步者主打高性价比的中低端桌面音箱，2024 年依靠带有 RGB 彩灯及屏幕的一体式电竞音箱新品实现份额增长，位列线上市场第三，中国品牌第一。
- 抓住蓝牙耳机发展机会：**1) 2016 年苹果发布 AirPods，TWS（真无线立体声）耳机激活蓝牙耳机市场，后由于消费者的细分需求，市场发展出 OWS（开放式）耳机。2) RUNTO 数据，2024 年中国耳机耳麦市场销量 2.18 亿副，同比增长 7.6%；销额为 428 亿元，同比增长 9.8%。2025H1 中国耳机市场，TWS、OWS、蓝牙头戴分别占市场销售额的 52%、17%和 15%。由于耳机细分市场较多，呈现手机品牌、白牌、第三方品牌三足鼎立之势。2) TWS 市场以苹果、小米、华为等手机企业为主，漫步者产品定价较低。2024 年起，公司侧重 OWS 耳机，OWS 耳机外观适合开发装饰属性，产品均价明显较高。漫步者还推出王一博明星代言、周大生饰品联名等品牌运营。
- 多品牌矩阵协同，国内外并行发展：**1) 公司构建了覆盖不同消费群体的多品牌矩阵。主品牌“EDIFIER 漫步者”品牌在国内市场拥有极高的知名度和用户忠诚度，常年在消费者关注度、音响市场占有率等方面位居前列。此外，还拥有面向 Hi-Fi 发烧友的“AIRPULSE”和“STAX SPIRIT”、专业电竞品牌“HECATE”、时尚生活科技品牌“花再”。2) 公司持续推进国际化业务，产品已销往全球八十多个国家和地区，并在亚马逊等国际电商平台取得快速增长。2025 年，公司签约了泰国顶流明星 Pond Naravit 和日本当红演员山崎贤人作为代言人，切入亚洲重要市场。
- AI+耳机是重要的发展趋势：**1) 智能音箱 AI 功能不足，体验不佳，全球智能音箱持续下滑，不过并未冲击公司蓝牙音箱业务发展。RUNTO 数据，2021-2024 年，中国智能音箱连续下滑 4 年，2024 年销量 1570 万台，不及 2021 年的一半。2) 2024 年以来，AI 耳机快速发展。RUNTO 数据显示，2024 年中国 AI 耳机线上传统电商销量 31.5 万副，销额为 3.4 亿元，分别同比+261%、406%。2023 年的 AI 耳机仅适用于商务会议场景，2024 年渗透了辅听助听、运动健康等场景。2024 年超 15 家企业推出了 20 多款 AI 耳机新品，AI 眼镜（AI 耳机功能为主）也快速发展。2025 年 7 月，公司发布了开放式主动降噪耳夹新品 LolliClip AI，该产品已接入豆包和 DeepSeek 两大模型。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 30.4/34.1/39.3 亿元，分别同比+3.3%/+12.2%/+15.1%，归母净利润分别为 4.5/5.2/6.1 亿元，分别同比+0.9%/+14.9%/+17.8%；EPS 分别为 0.51/0.59/0.69 元，PE 分别为 26.3x /22.8x / 19.4x。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，AI 耳机产品体验不及预期的风险，海外业务风险。

漫步者（股票代码：002351）

推荐 首次评级

分析师

何伟

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525010001

高峰

✉: gaofeng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522040001

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525060001

市场数据

2025 年 10 月 15 日

股票代码	002351
A 股收盘价(元)	13.39
上证指数	3,912.21
总股本(万股)	88,911
实际流通 A 股(万股)	52,106
流通 A 股市值(亿元)	70

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 15 日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,943	3,041	3,412	3,929
收入增长率%	9.3	3.3	12.2	15.1
归母净利润(百万元)	449	453	521	614
利润增长率%	7.1	0.9	14.9	17.8
摊薄 EPS(元)	0.51	0.51	0.59	0.69
PE	26.5	26.3	22.8	19.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、公司概况	4
(一) 漫步者是专业的音频设备品牌	4
(二) 耳机&音响贡献核心收入，内销为主、外销稳增	5
二、耳机市场持续产品升级	7
(一) 耳机市场稳步增长，细分赛道表现亮眼	7
(二) 蓝牙、智能音箱市场表现分化，漫步者在蓝牙音箱优势明显	11
三、OWS+AI 布局驱动公司成长	13
(一) 漫步者是专业音频品牌，具备多品牌布局	13
(二) 全面布局开放式耳机市场，积极探索“AI+耳机”应用	13
(三) 产品迭代创新挖掘音箱业务成长潜力	14
(四) 大力发展海外自主品牌业务	15
四、盈利预测与估值	16
(一) 盈利预测	16
(二) 杜邦分析	16
(三) 可比估值	17
(四) 绝对估值	17
五、风险提示	18

一、公司概况

（一）漫步者是专业的音频设备品牌

漫步者专注于专业化音频设备。公司成立于 1996 年，以多媒体音响业务起家，目前专注于家用音响、耳机、汽车音响等音频产品的研发、生产及销售，致力于为全球用户提供优质的音频解决方案。公司的产品主要包括耳机和音响，构建了丰富的产品矩阵，以满足用户在家庭影音、个人聆听、车载出行、专业音频等多样化场景下的音频使用需求。

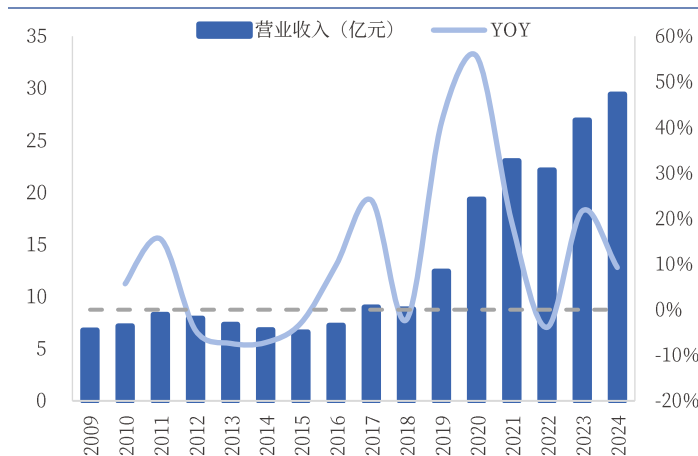
表1：公司核心产品分类及应用情况

产品类别	产品组成	应用情况	代表产品
耳机	有线耳机、无线蓝牙耳机、降噪耳机、游戏耳机等	覆盖个人音乐欣赏、通勤降噪、游戏竞技等多样化个人音频使用场景	Lolli Pro2 降噪耳机、NeoBuds Pro 圈铁耳机、G4S 游戏耳机
家用音响	桌面音响、蓝牙音响、家庭影院音响等	聚焦家庭影音娱乐、日常音乐聆听等场景，提供高品质音频播放体验	M230 蓝牙音响、S70Hi-Res 全景声 Soundbar
汽车音响	车载扬声器、车载功放、车载低音炮等	针对汽车内部音频场景，提升车主车载音乐享受品质	汽车音响改装套装、车载 DSP 功放

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

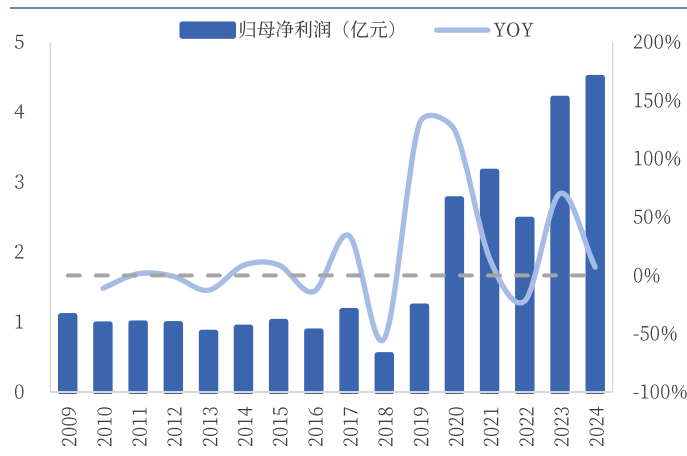
公司业绩呈现稳健成长态势。在音频消费需求升级与技术迭代的背景下，公司凭借产品创新与市场拓展把握行业机遇。2024 年，公司实现营业收入 29.4 亿元，同比+9.3%，2019~2024 年 CAGR 为 18.8%；归母净利润 4.5 亿元，同比+7.1%，2019~2024 年 CAGR 为 29.6%。其中，受益于无线耳机行业爆发，公司业绩在 2019、2020 年实现快速增长。

图1：公司营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

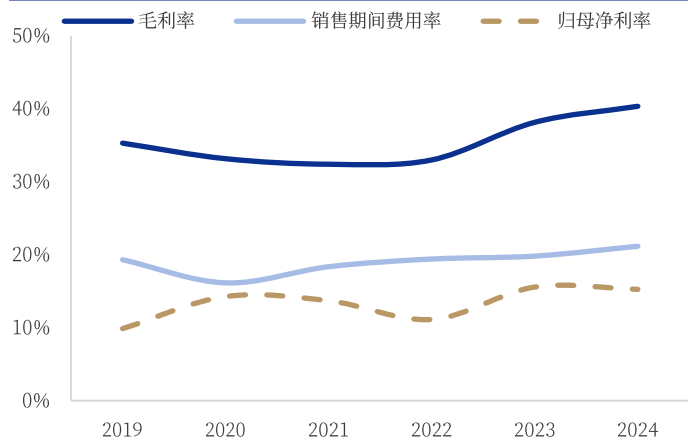
图2：公司归母净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

近几年，毛利率、费用率均提升，归母净利率升至高位。2022 年以来，公司毛利率稳步提升，自 2021 年的 32.4%提升至 2024 年的 40.4%；销售期间费用率不断增加，2024 年达到 21.2%，较 2021 年提升 2.8 pct；归母净利率自 2023 年回升至 15.6%，2024 年仍维持在 15.3%。此外，公司 ROE-摊薄同样得到提升，2024 年为 16.1%。

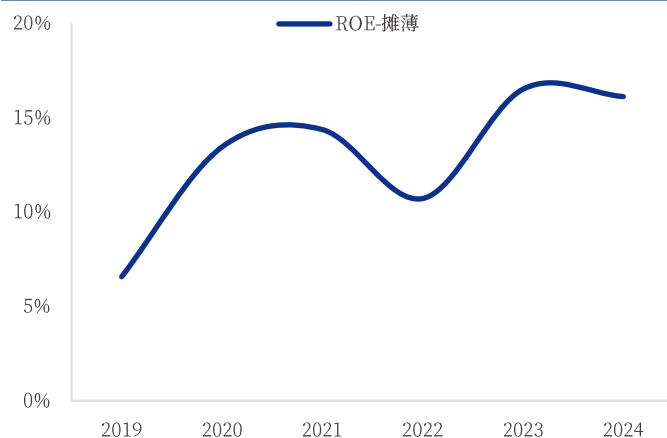
图3：公司毛利率、销售期间费用率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：销售期间费用率为销售、管理、研发、财务费用率之和

图4：公司摊薄 ROE

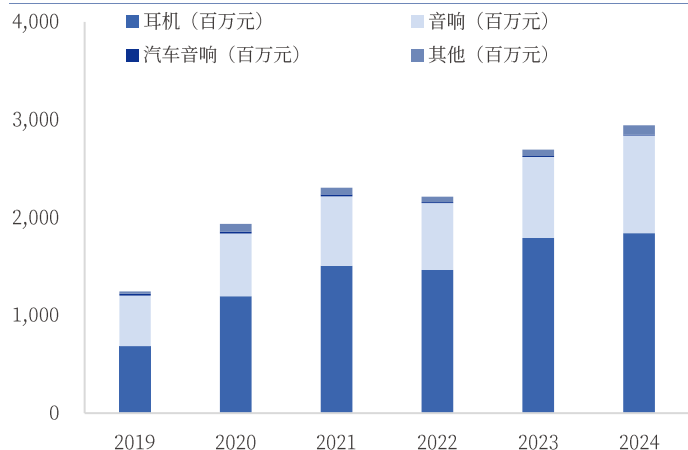


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）耳机&音响贡献核心收入，内销为主、外销稳增

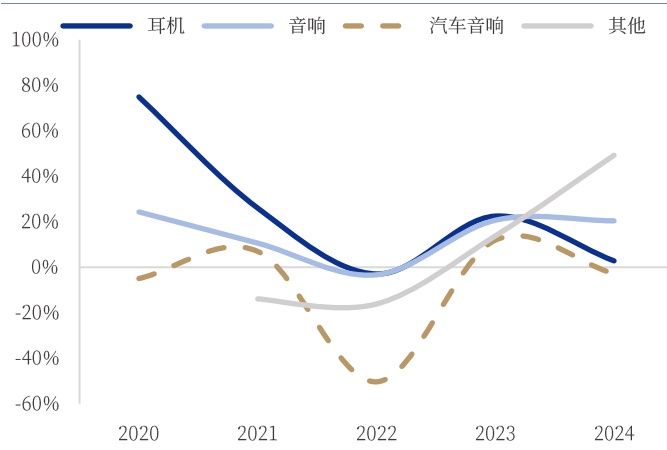
产品结构：耳机&音响贡献核心收入。2024 年，公司耳机/音响/汽车音响/其他类产品分别实现营收 18.4 / 10 / 0.1 / 0.9 亿元，分别同比+2.8% / +20.4% / -2.9% / +49.2%，占营业收入 62.5%、33.9% / 0.4% / 3.2%。耳机业务波动上行，未来将受益于开放式耳机及 AI 耳机结构性机会；音响业务受益于公司持续推出差异化、中高端的 2.0 产品及桌面一体式产品，近两年维持 20%左右增长；汽车音响及其他业务占比维持较低水平。

图5：公司营业收入拆分（按产品）



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

图6：公司各类产品收入 YOY



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

表2：公司营业收入拆分表（按产品）

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入（百万元）/YOY	2,214	2,694	2,943	-3.9%	21.6%	9.3%
耳机	1,462	1,791	1,841	-3.0%	22.5%	2.8%
音响	686	828	997	-3.3%	20.6%	20.4%
汽车音响	10	11	11	-50.4%	11.9%	-2.9%
其他	56	63	95	-16.2%	13.8%	49.2%

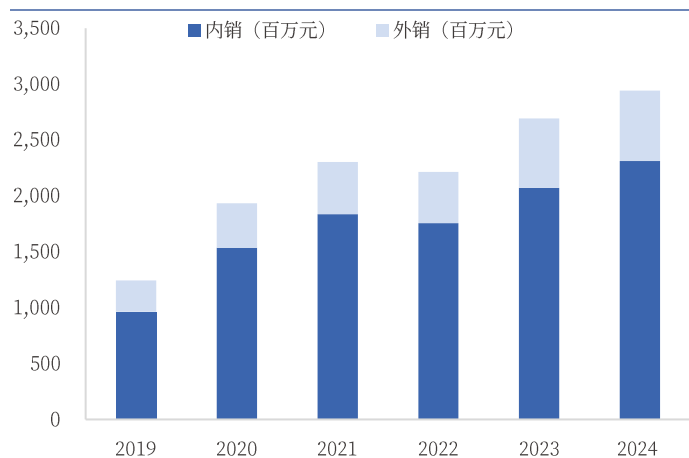
毛利率/YOY	33.0%	38.2%	40.4%	+0.6 pct	+5.2 pct	+2.2 pct
耳机	21.9%	37.3%	39.6%	+0.1 pct	+5.4 pct	+2.3 pct
音响	35.4%	39.3%	41.3%	+1.8 pct	+3.9 pct	+2.0 pct
汽车音响	34.9%	35.2%	39.1%	+0.7 pct	+0.3 pct	+3.9 pct
其他	31.0%	48.5%	44.9%	-1.5 pct	+17.5 pct	-3.6 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2024 年会计准则调整，毛利率 YOY 使用 23、24 年公布值计算得到

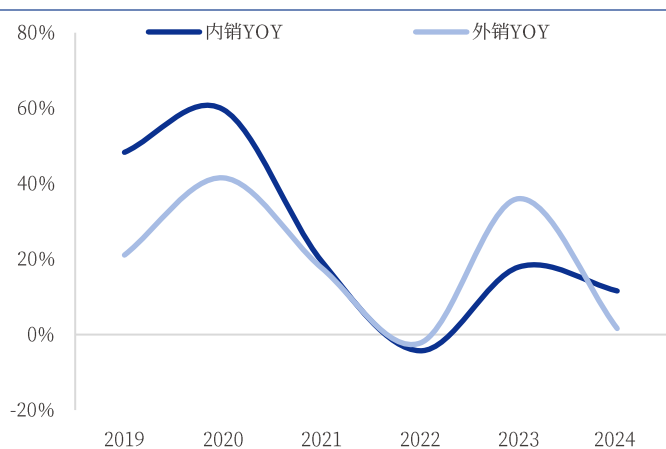
区域结构：内销贡献近 8 成收入，外销持续拓展。2024 年，公司内销/外销收入分别为 23.1/6.3 亿元，分别同比+11.6%/+1.6%，分别占比营收 78.5%/21.5%。内销方面，公司深耕中国市场，在头部线上平台均实现领先，并积极布局抖音、小红书等新兴平台；外销方面，公司积极拓展海外市场，在亚马逊、乐天等线上渠道快速增长，未来有望持续贡献增量。

图7：公司营业收入拆分（按区域）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司内外销收入 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司营业收入拆分表（按区域）

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入（百万元）/YOY	2,214	2,694	2,943	-3.9%	21.6%	9.3%
内销	1,758	2,072	2,312	-4.3%	17.9%	11.6%
外销	457	621	631	-2.2%	36.0%	1.6%
毛利率/YOY	33.0%	38.2%	40.4%	+0.6 pct	+5.2 pct	+2.2 pct
内销	31.8%	36.8%	39.7%	-0.9 pct	+5.0 pct	+2.9 pct
外销	37.7%	42.6%	42.6%	+6.4 pct	+5.0 pct	0.0 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2024 年涉及会计准则调整，毛利率 YOY 使用 23、24 年公布值计算得到

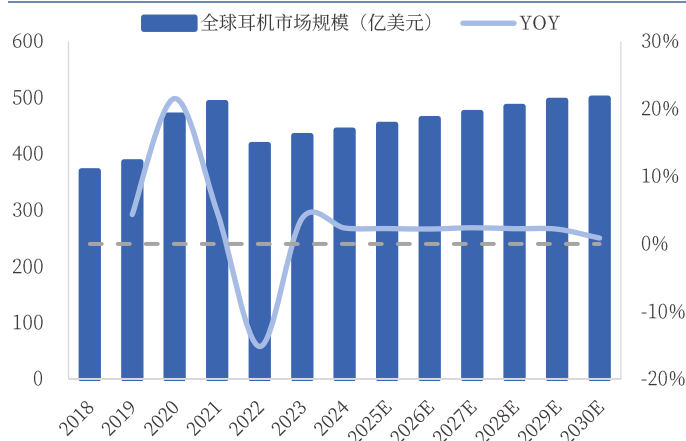
二、耳机市场持续产品升级

（一）耳机市场稳步增长，细分赛道表现亮眼

1. 全球耳机市场趋于成熟，开放式耳机细分方向高景气度

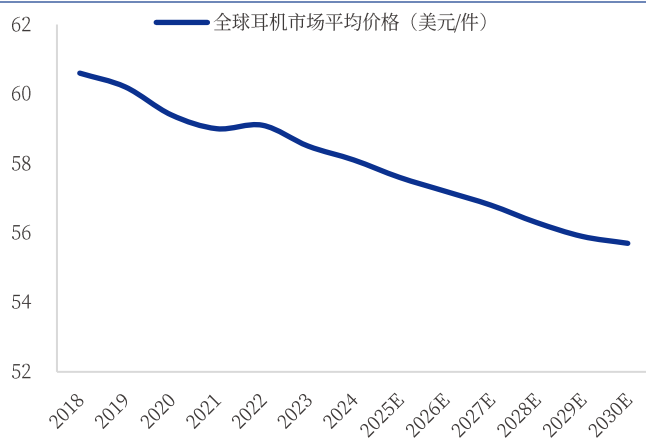
目前全球耳机市场需求平稳略增，产品单价持续下行。据 Statista 数据，2024 年全球耳机市场规模为 443 亿美元，同比+2.4%，预计 2030 年将达到 499 亿美元，2024~2030 年 CAGR 为 2.0%。此外，全球耳机产品平均价格持续下行，2024 年达到 58 美元/件，同比-0.7%，预计 2030 年将降至 56 美元/件。

图9：全球耳机市场规模



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图10：全球耳机市场平均价格

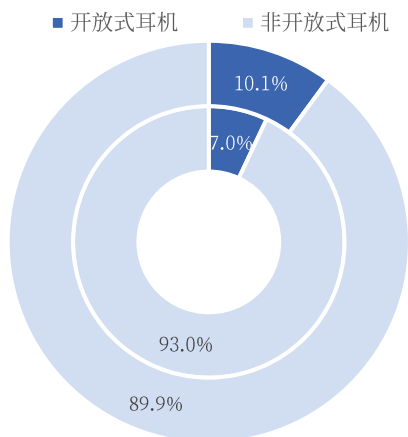


资料来源：Statista，中国银河证券研究院

真无线蓝牙耳机 2016 年开始兴起，当前开放式耳机赛道维持高景气度。2016 年苹果发布 AirPods，TWS（真无线立体声）耳机激活蓝牙耳机市场，后由于消费者的细分需求，市场发展出 OWS（开放式）耳机。OWS 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 TWS 耳机和头戴式耳机形成了良好的互补，并且具备长时间佩戴舒适性的突出特点。

据 IDC 数据，2025H1 全球耳戴市场出货量同比+11.8%，其中非开放式产品占比 90%，同比+8.1%，开放式产品占比 10%，同比+61.1%。开放式产品中，耳夹式/耳挂式/颈挂式产品 25H1 出货量分别同比+89.3%/+78.9%/+6%。

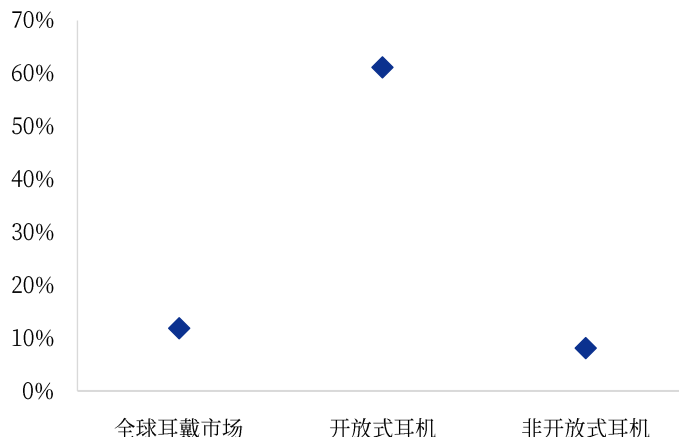
图11: 全球耳戴市场产品结构 (外 25H1, 内 24H1)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

注: 2024H1 数据根据 2025H1 数据反推得到

图12: 全球耳戴市场出货量 YOY (2025H1)



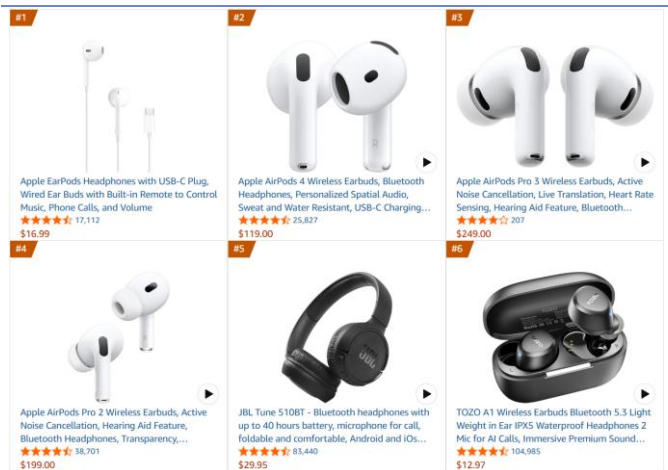
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

苹果是真无线耳机的龙头, 但中国品牌主导开放式耳机市场。TWS 耳机市场由苹果开创, 苹果 TWS 耳机产品力和品牌力突出, 且和苹果 3C 设备存在协同, 持续引领市场发展。Canalys 数据, 2024 年苹果在全球的 TWS 耳机市场中出货量份额达 23%, 较第二名三星超 14 pct。

中国厂商则在全球开放式耳机市场具备主导地位, 主要是韶音在海外表现优秀。华为、韶音等厂商立足高端市场, 华为在耳夹市场引领新风潮, 韶音在全球骨传导和耳挂市场具有主导性地位和先发优势; Soundcore、倍思、塞那等音频厂商逐渐从线上向线下零售渠道渗透。

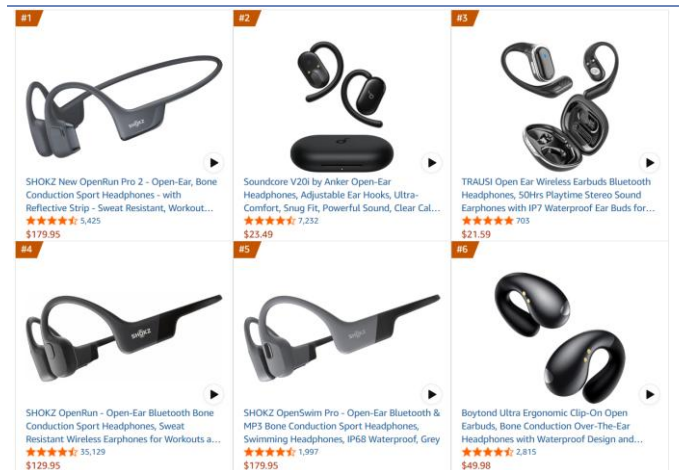
以美国亚马逊为例, 在耳机整体市场中, 苹果占据 Best Seller 前 4 位置; 而韶音在开放式耳机 Best Seller 前六名中占据 3 席, 且品牌溢价和产品定位明显高于其他畅销品。

图13: 美国亚马逊平台耳机畅销榜



资料来源: 亚马逊, 中国银河证券研究院 (注: Best Sellers in Headphones & Earbuds, 2025/9/30)

图14: 美国亚马逊平台开放式耳机畅销榜



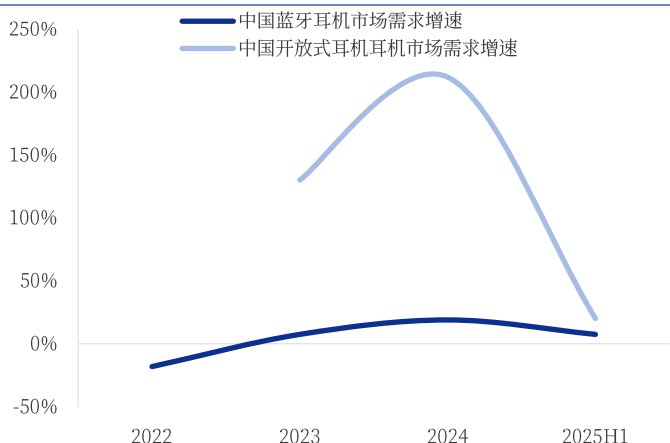
资料来源: 亚马逊, 中国银河证券研究院 (注: Best Sellers in Open-Ear Headphones, 2025/9/30)

2. 中国蓝牙耳机龙头以手机品牌为主, 漫步者作为专业品牌位列第三

2023 年以来中国蓝牙耳机市场维持增长, 开放式耳机赛道快速发展。据 IDC 数据, 中国蓝牙耳机出货量在 2022 年大幅下降 18.1% 后, 近几年持续增长, 24 / 25H1 出货量分别为 11353 / 5998 万台, 分别同比 +19.0% / +7.5%。其中, 开放式耳机市场表现出较强的成长性, 24 / 25H1 出货量

分别达 2492 / 1422 万台，分别同比+212% / +20.1%。

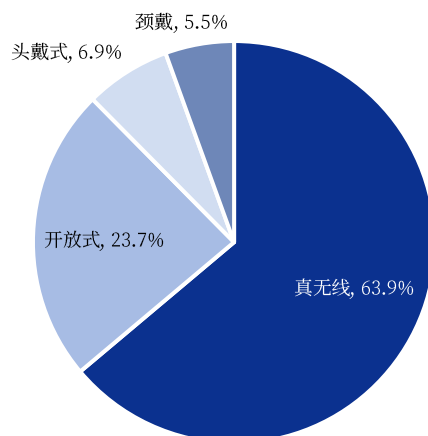
图15：中国蓝牙耳机、开放式耳机市场需求增速



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

注：2023 年为销量口径，其余年份为 YOY 口径

图16：中国蓝牙耳机市场产品结构（2025H1）

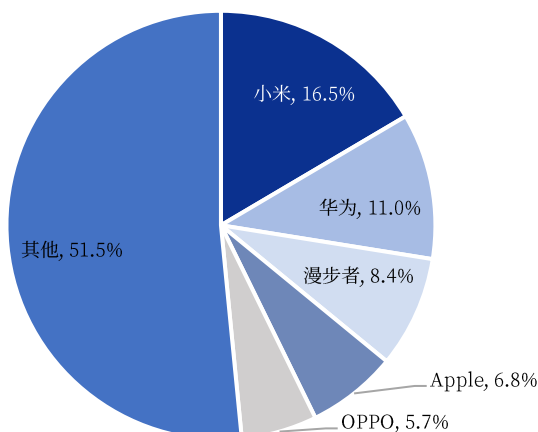


资料来源：IDC，中国银河证券研究院

手机品牌主导了中国蓝牙耳机市场的发展。据 IDC 数据，2025H1，中国蓝牙耳机市场前五名分别为小米/华为/漫步者/Apple/OPPO，出货量份额分别为 16.5%/11%/8.4%/6.8%/5.7%。其中。漫步者是唯一一个专业的音频品牌，其余均是头部手机品牌。此外，手机品牌在真无线市场中的优势更加突出，该阵营份额持续提升，2025H1 合计出货量占比达到 67%，同比+16 pct。

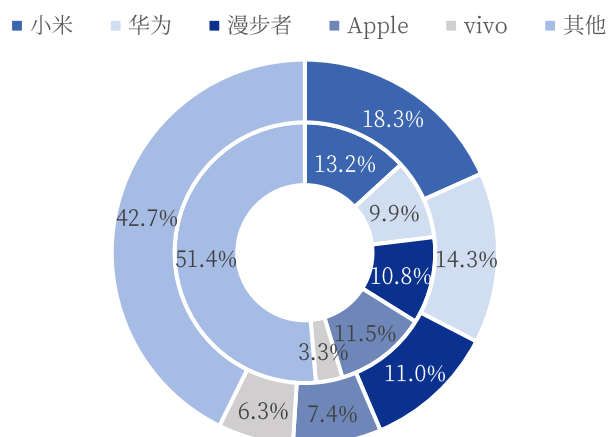
漫步者是专业的音频品牌，在耳机领域同手机品牌形成差异化竞争。漫步者是头部耳机品牌中专业的音频品牌，产品矩阵更为丰富，并且在消费者认知更明确。而小米、华为等手机品牌的耳机产品则更多作为手机配件的角色，更多被持有本品牌手机的用户购买。

图17：中国蓝牙耳机市场份额（按出货量，2025H1）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图18：中国真无线耳机市场份额（按出货量，外 2024，内 2023）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

3.蓝牙耳机同 AI 结合是当前重要发展方向之一

AI 赋能耳机发展。AI 耳机将人工智能技术与传统耳机功能相结合，在播放音频的功能基础上，实现了语音识别、语音助手、智能翻译、降噪优化、健康与运动监测等多种智能化功能。目前参与品牌主要包括科大讯飞、字节跳动等互联网科技公司，华为、小米等手机厂商，漫步者、飞利浦等

音频品牌。同时，AI 耳机在 AI 应用上存在两个主要方向，如讯飞耳机的办公应用或豆包的生活助手应用。

1) 科大讯飞：iFLYBUDS 系列耳机主打办公会议场景，利用 AI 实现转文字、内容分析及同传翻译等功能。①讯飞会议耳机采用先进的降噪算法和语音识别技术，在通话过程中对电话内容录音转写，转写准确率达 98%；②IFLYBUDS 手机 APP 接入 viaim AI 大模型，可依托录音转写内容一键生成摘要总结、待办事项，并可对转写内容进行 AI 问答；③可对 32 种语言进行同传翻译。

2) 字节跳动：字节跳动旗下豆包于 2024 年 10 月 10 日发布首款 AI 耳机——Ola Friend。其主打 AI 助手功能，接入豆包大模型，用户可通过语音指令唤醒豆包进行对话，实现信息查询、旅游出行、英语学习及情感交流等功能。

图19: 科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图



资料来源：京东科大讯飞官方旗舰店，中国银河证券研究院

图20: 豆包 Ola Friend 产品图



资料来源：Ola Friend 官网，中国银河证券研究院

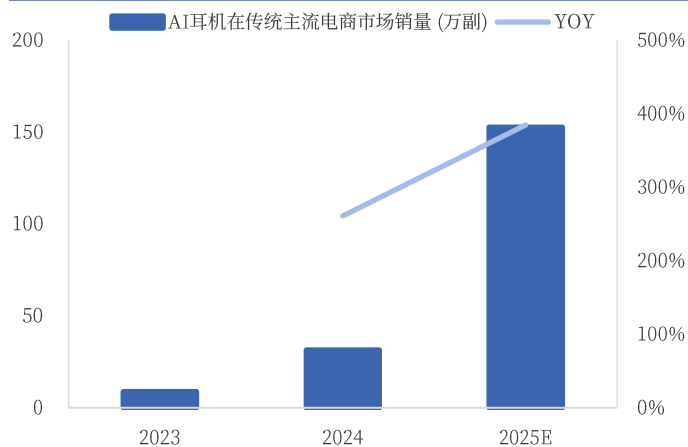
表4: AI 耳机产品梳理

品牌	耳机型号	产品核心功能
科大讯飞	iFLYBUDS Pro2	进化型 AI 会议助理、多场景录音转写、32 种语言同传翻译、即时一键闪录、Hi-Res 金标音质认证、48dB 深度降噪
豆包	Ola Friend	6.6g 超轻薄、卓越音质、通话降噪及潮流外观；AI 助手，随身百事通、英语陪练、旅行导游、音乐 DJ、情绪加油站
华为	FreeBuds Pro 4	2.3 Mbps 无损音质、双向静谧通话、原生智能、深度降噪、空间音频
小米	Xiaomi Buds 5	无感佩戴、无损原声、主动降噪、空间音频、耳机录音转文字
飞利浦	飞利浦 8 号	深度降噪、HiFi 高保真音质、32h 续航、面对面双语谈话、语音翻译、音视频翻译
绿联	S8	AI 智慧助理，搭载豆包大模型，具备 AI 同声传译、AI 现场录音、AI 通话录音、AI 对话翻译等功能
漫步者	LolliClip AI	AI 漫宝智能助手，接入豆包/Deepseek 双大模型，可实现智能助手、实时翻译等功能

资料来源：天猫旗舰店，京东自营旗舰店，华为官网，小米商城，中国银河证券研究院

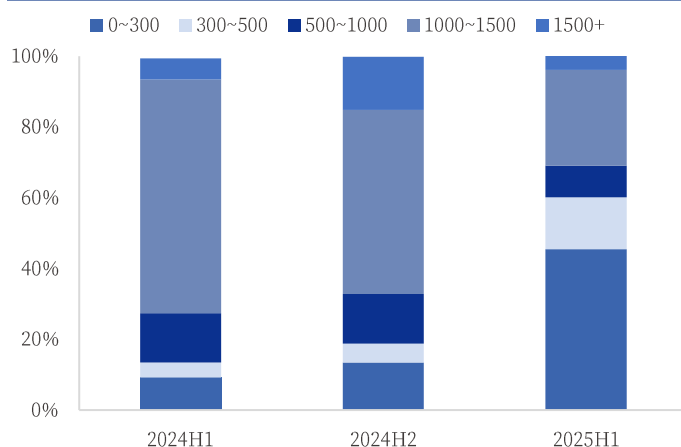
技术普惠带动平价 AI 耳机爆发。据洛图科技数据，2024 年，中国 AI 耳机在线上传统电商市场销量达 31.5 万副，同比+260.9%，销额 3.4 亿元，同比+405.9%，预计 2025 全年销量有望突破 152.7 万副，同比增幅超过 3 倍。此外，随着大模型接入成本持续下降，以及国产中低端 AIoT 芯片与传感器规模化生产的推进，AI 功能得以在低价格段产品实现渗透，低价 AI 耳机份额快速提升。2025H1，300 元以下 AI 耳机销量份额达 45.5%，同比提升 36.3 pct。

图21: 中国 AI 耳机线上传统主流电商销量



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

图22: 中国 AI 耳机线上传统主流电商分价格段销售结构 (按销量)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

(二) 蓝牙、智能音箱市场表现分化, 漫步者在蓝牙音箱优势明显

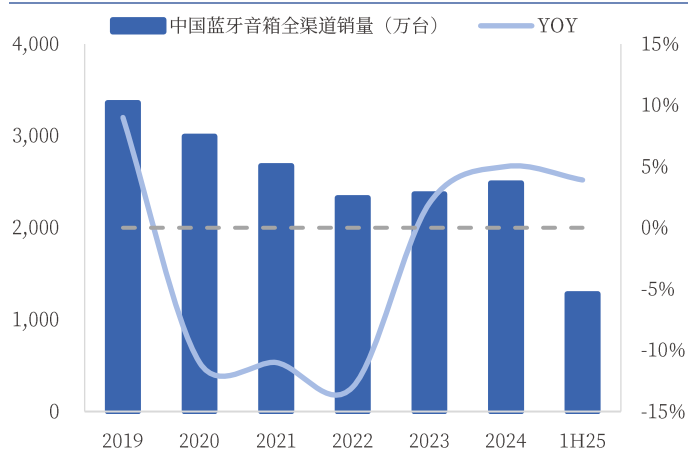
1. 中国蓝牙音箱市场企稳回升, K歌音箱、一体式电脑音箱表现较优

据洛图科技数据, 2024年, 中国蓝牙音箱全渠道销量达2488万台, 同比+5.0%; 销额达72.0亿元, 同比+8.4%; 25H1销量同比+3.9%。

分渠道来看, 线上市场是蓝牙音箱的核心销售阵地, 2024年线上/线下销量分别占比92%/8%, 线上中传统电商/新兴电商销量分别占比74%/26%。

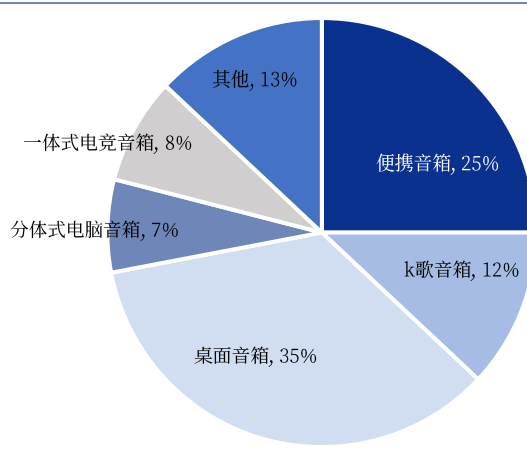
从产品结构看, 传统主流电商平台市场中, 2025H1, 桌面音箱、便携音箱分别以35%、25%的份额占据前二; K歌音箱、一体式电脑音箱表现较优, 份额分别为12%、8%, 分别同比+1 pct、+2 pct; 分体式电脑音箱占比7%, 份额同比-1 pct。

图23: 中国蓝牙音箱全渠道销量



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

图24: 中国蓝牙音箱传统主流电商平台产品结构 (2025H1)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

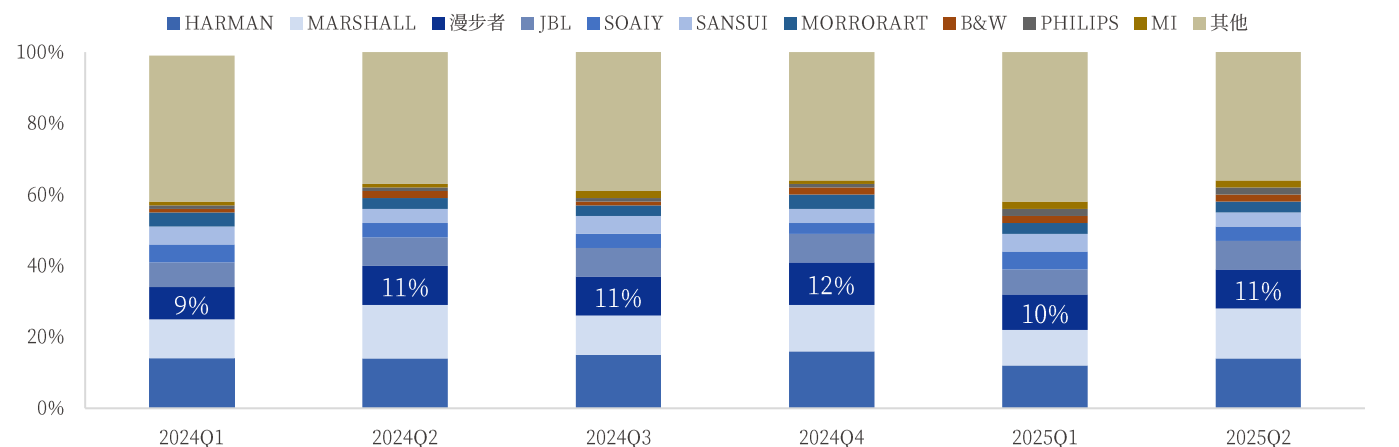
漫步者市场份额排名第三, 是国产品牌的引领者。据洛图科技数据, 2025H1, 哈曼卡顿、马歇尔、漫步者在中国蓝牙音箱传统主流电商平台中销售额市场份额分别为13%、12%、10%。

哈曼卡顿主要以家居式桌面音箱和电脑音箱产品为主, 主打高颜值产品, 多以玻璃为原材料, 琉璃水晶音箱长期位于单品销额第一, 但面临华强北山寨产品的竞争压力。

Marshall 在 2017 年进入中国市场，主打桌面音箱产品，近年来布局便携音箱，凭借独特的复古造型和出色的音质迅速占领市场。

漫步者长期保持国产蓝牙音箱品牌第一，主打高性价比的中低端桌面音箱，近两年凭借各类带有 RGB 彩灯及屏幕的一体式电竞音箱新品实现份额增长。

图25：中国蓝牙音箱线上市场品牌份额（按销售额）

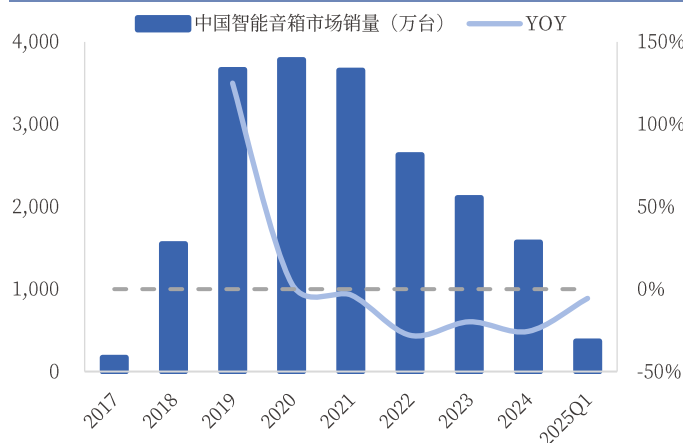


资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

2.中国智能音箱市场连续下滑

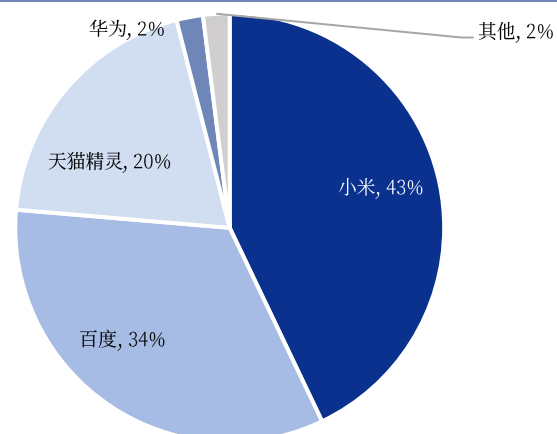
据洛图科技数据，2024 年中国智能音箱市场销量为 1570 万台，同比-25.6%，连续第四年下滑；2024Q4/2025Q1 分别同比-13%/-6%，在国补支撑下降幅收窄。竞争格局方面，小米、百度、天猫精灵三者在中国智能音箱市场销量份额占比超 90%，2024 年分别为 43%、33.5%、19.7%。

图26：中国智能音箱市场销量



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

图27：中国智能音箱市场品牌销量份额



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

三、OWS+AI 布局驱动公司成长

（一）漫步者是专业音频品牌，具备多品牌布局

公司布局多品牌矩阵协同。主品牌“EDIFIER 漫步者”是音频行业的领先品牌，在消费者中形成了较强的品牌认可。此外，公司 2012 年通过收购获得享誉全球的静电耳机品牌 STAX，陆续推出“Xemal 声迈”品牌、“HECATE”品牌、“花再”品牌、“AIRPULSE”品牌以及“STAXSPIRIT”品牌。

表5：公司品牌矩阵

品牌	品牌定位
EDIFIER 漫步者	消费级音频产品
STAX SPIRIT	顶级静电耳机，专为追求极致音质的发烧友和音频专业人士打造。
AIRPULSE	高端家用音响，专注于提供专业级音质和聆听体验
HECATE	专业电竞音频，为玩家设计，强调低延迟、沉浸感及酷炫外观
花再	时尚生活科技品牌，聚焦美学设计、个性化表达和舒适佩戴体验
XEMAL 声迈	普及型音频产品，主打价格在百元左右的耳机产品，满足对音质有一定追求又不满足于白牌低质低价的学生及上班族

资料来源：公司公告，公司品牌官网，中国银河证券研究院

（二）全面布局开放式耳机市场，积极探索“AI+耳机”应用

1.全面布局开放式耳机市场

公司自 2024 年起将开放式耳机（OWS）作为重点发力方向，全面布局了耳挂式、后挂式、耳夹式等多种形态，目前已推出十余款产品，并保持较大的投放力度。公司基于自研的防漏音结构和动态低频增强声学算法，在开放式耳机上应用了定向传声、空间音效等优势技术，云感智能耳夹 Lolli Clip 应用了业内领先的自适应开放式主动降噪技术，以提升在嘈杂环境中的听音体验。

图28：漫步者 LolliClip AI 洛丽耳夹式耳机



资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院

图29：漫步者花再拍拍耳夹



资料来源：漫步者花再公众号，中国银河证券研究院

2.公司积极探索“AI+耳机”

公司持续推进各类 AI 功能在公司的无线耳机产品中应用，主要包括智能交互、实时翻译、AI 降噪等。目前，AI 降噪已在大部分耳机中普遍应用，实时翻译同样在部分机型得到搭载，而智能交

互功能则在少部分型号得到体现。

2025 年上半年，公司已完成“会议语音翻译”相关专利申请，后续将上线语音转文字、会议纪要等功能，以“录音-转写-摘要”的一站式流程为抓手，向更强的可用度与场景化工具持续迭代。7 月，漫步者发布的开放式主动降噪耳夹新品 LolliClip AI 接入豆包和 DeepSeek 双大模型，让耳机成为“会聊天的智能助手”。

表6：漫步者 AI 耳机主要 AI 功能

AI 应用	主要功能
智能交互	AI 语音助手落地，并引入包括豆包、DeepSeek 在内的大模型，支持问答等智能交互。同时，部分耳机配备运动监测功能，AI 应用功能场景多样化。
实时翻译	基于“漫翻译”APP 实现 21 种语言的语音识别 AI 精准识别与同声传译，满足差旅、会议、学习等多场景跨语沟通需求；同时，“漫步者摘要提取算法”、“漫步者机器翻译算法”已完成国家网信办深度合成服务算法备案。
降噪技术	公司采用多麦阵列，结合 AI 智能降噪算法，精准削弱人群等背景噪，实现通话防风噪功能，强风场景下通话依然清晰可懂。

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，中国银河证券研究院

（三）产品迭代创新挖掘音箱业务成长潜力

公司主要是蓝牙音箱业务，是中国市场的龙头之一。音箱市场分为蓝牙音箱和智能音箱，其中蓝牙音箱市场近几年企稳回升，智能音箱连续 4 年下滑，近几个季度虽在国补支撑下有所好转，但仍面临一定的压力。中国智能音箱市场被小米、百度和天猫精灵垄断，漫步者主要经营蓝牙音箱市场，是中国蓝牙音箱的龙头之一。据洛图科技，漫步者在中国蓝牙音箱传统主流电商市场中份额基本维持在 10% 以上，位列第三。

漫步者主打高性价比桌面音箱。漫步者主打高性价比的中低端桌面音箱，2025 年 10 月 10 日漫步者天猫旗舰店音箱产品按销量排序前 10 项价格在 79~329 元区间内，而市场份额前两名哈曼卡顿（899~5899 元）、MARSHALL（1309~5209 元）产品定位明显偏高端化。据 2025 年 10 月 10 日天猫外接式音箱榜单，前六名中漫步者有 2 款产品入围，分别为第 4、5 名。

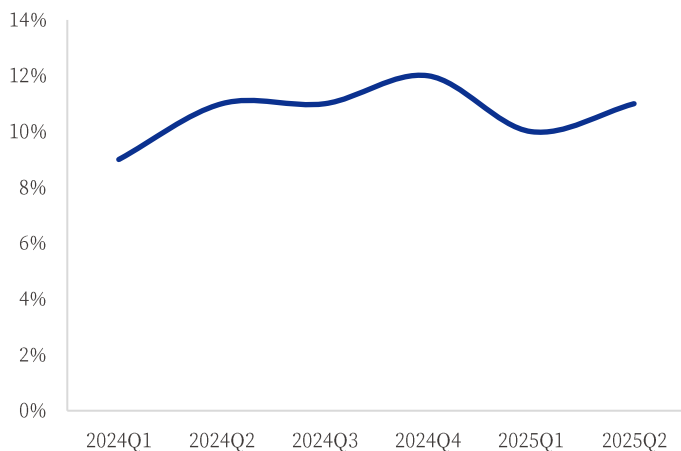
公司通过产品迭代创新深化发展。公司持续推出差异化、中高端的 2.0 音箱及桌面一体式音箱，促进音箱业务收入逆势提升。同时，公司积极跟进汽车后改装音箱市场，为普通家用车提供高性价比、无损或隐藏式安装的音响升级方案，目前已推出针对宝马、别克、五菱宏光等汽车品牌量身定制的改装汽车音箱。

图30：漫步者主要蓝牙音箱产品



资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院

图31：漫步者在中国蓝牙音箱传统主流电商市场销售额份额



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

(四) 大力发展海外自主品牌业务

公司积极拓展海外市场。一方面延续此前区域独家总经销商制度,同当地优质经销商保持稳定、紧密的合作;另一方面,积极开拓线上直营渠道,在亚马逊、乐天、LAZADA 和 SHOPEE 等国际电商渠道实现快速发展。此外,公司结合海外 Instagram、Youtube、Meta 等社交媒体运营,并于 2025 年携手泰国本土顶流明星 Pong Naravit 与日本当红演员山崎贤人,双线代言策略精准触达亚洲核心市场。

从美国亚马逊市场来看,公司的音箱产品在书架式扬声器细分赛道表现亮眼,书架式扬声器 Best seller 前十名中,漫步者占据 3 席,且产品偏中高端化,售价超百美元。

图32: 美国亚马逊平台书架式扬声器畅销榜

Best Sellers in Bookshelf Speakers				
#1  Amazon Echo Dot, Vibrant sounding Alexa speaker, Great for bedrooms, dining rooms and offices, Charcoal ★★★★☆ 172,614 \$34.99	#2  Amazon Echo Pop, Our smallest Alexa speaker, Fits in any room, Charcoal ★★★★☆ 97,496 \$24.99	#3  Amazon Echo Pop Kids (newest model), Designed for kids, with parental controls, Includes 6 months of Amazon Kids+, Disney... ★★★★☆ 3,589 \$24.99	#4  Edifier R1280T Powered Bookshelf Speakers - 2.0 Active Near Field Studio Monitor Speaker - Wooden Enclosure - 42 Watts RMS Power ★★★★☆ 18,821 \$119.99	#5  Edifier R1280DBs Active Bluetooth Bookshelf Speakers - Optical Input - 2.0 Wireless Studio Monitor Speaker - 42W RMS with Subwoofer... ★★★★☆ 4,048 \$179.99
#6  Sony CS Speakers, SS-CS5M2 3-Way 3-Driver Hi-res Bookshelf Speakers (Pair), 2025 Model ★★★★☆ 9,423 \$198.00	#7  Edifier R1280DB Powered Bluetooth Bookshelf Speakers - Optical Input - Wireless Studio Monitors - 4 Inch Near Field Speaker - 42w... ★★★★☆ 4,659 \$189.99	#8  Saiyin Bluetooth Bookshelf Speakers, 40W X 2 Powered TV Speakers with 4 Inch Woofer, Turntable Speakers with Optical/AUX... ★★★★☆ 1,789 \$79.99	#9  Klipsch R-51M Bookshelf Speaker (Pair), Black ★★★★☆ 1,096 \$249.99	#10  Polk Audio T15 Home Theater and Stereo Bookshelf Speakers - Deep Bass Response, Dolby and DTS Surround, Wall-Mountable, P... ★★★★☆ 11,246 \$149.00

资料来源: 亚马逊, 中国银河证券研究院 (注: Best Sellers in Bookshelf Speakers, 2025/10/9)

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

营业收入：我们预计 2025 / 2026 / 2027 年，公司耳机产品收入分别同比-5% / +11% / +16%，音响产品收入分别同比+20% / +15% / +15%。整体来看，我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年营业收入分别为 30.4 / 34.1 / 39.3 亿元，分别同比+3.3% / +12.2% / +15.1%。

盈利能力：我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年毛利率分别为 40.3%/40.5%/40.7%，销售费用率分别为 12.3%/12.3%/12.3%，管理费用率分别为 3.0%/2.9%/2.8%，研发费用率分别为 6.2%/6.2%/6.2%。

归母净利润：我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年归母净利润分别为 4.5 / 5.2 / 6.1 亿元，分别同比+0.9% / +14.9% / +17.8%。

表7：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,943	3,041	3,412	3,929
收入增速	9.3%	3.3%	12.2%	15.1%
归母净利润（百万元）	449	453	521	614
利润增速	7.1%	0.9%	14.9%	17.8%
摊薄 EPS(元)	0.51	0.51	0.59	0.69
PE	26.5	26.3	22.8	19.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2025 年 10 月 15 日）

（二）杜邦分析

我们选取佳禾智能、安克创新、绿联科技、歌尔股份、天键股份、国光电器作为可比公司。

2024 年，漫步者的 ROE 为 16.9%，处于中上水平，低于安克创新（24.9%）、绿联科技（19.9%），但明显高于佳禾智能、歌尔股份、天键股份和国光电器。杜邦分析来看，公司归母净利率排名第一，达到 15.3%，但资产周转率和权益乘数排名均靠后，分别为 0.9 次和 1.3。

图33：2024 年可比公司杜邦分析

		ROE	=	归母净利润率	×	资产周转率（次）	×	权益乘数
002351.SZ	漫步者	16.9%		15.3%		0.9		1.3
300793.SZ	佳禾智能	1.5%		1.7%		0.6		1.4
300866.SZ	安克创新	24.9%		8.6%		1.7		1.7
301606.SZ	绿联科技	19.9%		7.5%		1.9		1.4
002241.SZ	歌尔股份	8.3%		2.6%		1.3		2.4
301383.SZ	天键股份	10.8%		9.6%		0.8		1.4
002045.SZ	国光电器	6.2%		3.2%		1.0		2.0

		毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
002351.SZ	漫步者	40.4%	6.2%	9.2%	12.9%
300793.SZ	佳禾智能	14.9%	5.2%	10.6%	1.0%
300866.SZ	安克创新	43.7%	8.5%	12.0%	22.5%
301606.SZ	绿联科技	37.4%	4.9%	4.2%	19.6%
002241.SZ	歌尔股份	11.1%	4.8%	2.2%	0.6%
301383.SZ	天键股份	18.8%	5.8%	4.6%	0.9%
002045.SZ	国光电器	13.3%	5.8%	4.4%	1.3%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）可比估值

截至 2025 年 10 月 15 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 47 倍。按照我们的盈利预测，公司 2025 年估值对应 PE 26.3 倍。我们认为公司是中国专业品牌音频设备龙头，未来有望充分受益于开放式耳机和 AI 耳机发展机遇，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
佳禾智能	300793.SZ	CNY	16.7	6,340	2,576	2,857	88	146	72.3	43.6
安克创新	300866.SZ	CNY	120.0	64,328	32,394	40,682	2,633	3,321	24.4	19.4
绿联科技	301606.SZ	CNY	62.6	25,969	8,530	11,117	646	882	40.2	29.4
歌尔股份	002241.SZ	CNY	33.4	116,954	101,332	116,625	3,385	4,213	34.6	27.8
天键股份	301383.SZ	CNY	35.5	5,790	2,210	2,573	82	164	70.6	35.3
国光电器	002045.SZ	CNY	17.3	9,742	10,242	13,069	245	333	39.8	29.3
算术平均值					26,214	31,154	1,180	1,510	47.0	30.8
漫步者	002351.SZ	CNY	13.4	11,905	3,041	3,412	453	521	26.3	22.8

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院预测

（注：收盘价为 2025 年 10 月 15 日，除漫步者外，其上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期）

（四）绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 10 月 10 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 8.47%、永续增长率（g）为 1%时，公司合理每股价值为 16.6 元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 16.1~17.2 元。

表9: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.85%	取 2025 年 10 月 15 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	10%	参考沪深 300 历史平均收益率，假设市场预期收益率为 10%
贝塔值(β)	0.81	取公司近 1 年原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	8.47%	通过公式 $WACC = K_d * W_d (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	公司核心子公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	1%	假设公司永续增长率为 1%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表10: WACC 估值敏感性分析表（元/股）

永续增长率	WACC							
	16.62	7.87%	8.07%	8.27%	8.47%	8.67%	8.87%	9.07%
	0.70%	17.52	17.09	16.68	16.29	15.92	15.58	15.24
	0.80%	17.65	17.21	16.79	16.40	16.02	15.67	15.33
	0.90%	17.78	17.33	16.91	16.51	16.13	15.76	15.42
	1.00%	17.92	17.46	17.03	16.62	16.23	15.86	15.51
	1.10%	18.06	17.60	17.15	16.73	16.34	15.96	15.61
	1.20%	18.21	17.73	17.28	16.85	16.45	16.07	15.70
	1.30%	18.36	17.87	17.41	16.97	16.56	16.17	15.80

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

- 市场竞争加剧的风险**，公司所处行业充分竞争，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。
- AI 耳机产品体验不及预期的风险**，AI 耳机目前处于快速发展阶段，但若产品体验不及预期，则将对公司业绩增长造成影响。
- 海外业务风险**，公司海外业务占比超过 20%，若海外市场发生变化，如美国关税政策的不确定性，将影响公司海外产品销售。

图表目录

图 1: 公司营业收入.....	4
图 2: 公司归母净利润.....	4
图 3: 公司毛利率、销售期间费用率、归母净利率.....	5
图 4: 公司摊薄 ROE.....	5
图 5: 公司营业收入拆分（按产品）	5
图 6: 公司各类产品收入 YOY	5
图 7: 公司营业收入拆分（按区域）	6
图 8: 公司内外销收入 YOY.....	6
图 9: 全球耳机市场规模.....	7
图 10: 全球耳机市场平均价格.....	7
图 11: 全球耳戴市场产品结构（外 25H1, 内 24H1）	8
图 12: 全球耳戴市场出货量 YOY（2025H1）	8
图 13: 美国亚马逊平台耳机畅销榜.....	8
图 14: 美国亚马逊平台开放式耳机畅销榜	8
图 15: 中国蓝牙耳机、开放式耳机市场需求增速	9
图 16: 中国蓝牙耳机市场产品结构（2025H1）	9
图 17: 中国蓝牙耳机市场份额（按出货量, 2025H1）	9
图 18: 中国真无线耳机市场份额（按出货量, 外 2024, 内 2023）	9
图 19: 科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图.....	10
图 20: 豆包 Ola Friend 产品图.....	10
图 21: 中国 AI 耳机线上传统主流电商销量	11
图 22: 中国 AI 耳机线上传统主流电商分价格段销售结构（按销量）	11
图 23: 中国蓝牙音箱全渠道销量.....	11
图 24: 中国蓝牙音箱传统主流电商市场产品结构（2025H1）	11
图 25: 中国蓝牙音箱线上市场品牌份额（按销售额）	12
图 26: 中国智能音箱市场销量.....	12
图 27: 中国智能音箱市场品牌销量份额	12
图 28: 漫步者 LolliClip AI 洛丽耳夹式耳机	13
图 29: 漫步者花再拍拍耳夹.....	13
图 30: 漫步者主要蓝牙音箱产品.....	14
图 31: 漫步者在中国蓝牙音箱传统主流电商市场销售额份额.....	14
图 32: 美国亚马逊平台书架式扬声器畅销榜	15
图 33: 2024 年可比公司杜邦分析	17

表 1： 公司核心产品分类及应用情况4

表 2： 公司营业收入拆分表（按产品）5

表 3： 公司营业收入拆分表（按区域）6

表 4： AI 耳机产品梳理..... 10

表 5： 公司品牌矩阵..... 13

表 6： 漫步者 AI 耳机主要 AI 功能..... 14

表 7： 公司盈利预测主要指标 16

表 8： 可比公司估值表..... 17

表 9： FCFF 核心假设 18

表 10： WACC 估值敏感性分析表（元/股） 18

附录：

公司财务预测表

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,933	3,196	3,655	4,170
现金	605	899	1,299	1,717
应收账款	246	246	272	320
其它应收款	4	4	5	6
预付账款	17	9	11	16
存货	492	468	497	540
其他	1,569	1,570	1,571	1,571
非流动资产	601	576	549	520
长期投资	17	17	17	17
固定资产	392	370	347	321
无形资产	44	39	35	30
其他	149	150	151	152
资产总计	3,533	3,773	4,204	4,689
流动负债	633	619	723	817
短期借款	0	0	0	0
应付账款	470	454	543	611
其他	163	164	180	207
非流动负债	36	36	36	36
长期借款	4	4	4	4
其他	33	33	33	33
负债总计	670	655	760	854
少数股东权益	77	124	179	243
归属母公司股东权益	2,787	2,993	3,265	3,592
负债和股东权益	3,533	3,773	4,204	4,689

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	437	563	671	725
净利润	497	501	576	678
折旧摊销	49	51	54	56
财务费用	-3	0	0	0
投资损失	-8	-6	-7	-8
营运资金变动	-51	4	37	-13
其他	-47	13	12	12
投资活动现金流	-1,178	-22	-21	-20
资本支出	-8	-28	-28	-28
长期投资	0	0	0	0
其他	-1,171	6	7	8
筹资活动现金流	-272	-247	-249	-287
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-272	-247	-249	-287
现金净增加额	-1,010	294	401	418

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,943	3,041	3,412	3,929
营业成本	1,756	1,814	2,030	2,332
税金及附加	23	24	27	31
销售费用	380	374	420	483
管理费用	86	91	99	110
研发费用	184	189	212	244
财务费用	-27	-12	-18	-26
资产减值损失	-10	-10	-11	-10
公允价值变动收益	16	0	0	0
投资收益及其他	19	21	24	27
营业利润	566	570	655	772
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	564	569	654	771
所得税	68	68	79	92
净利润	497	501	576	678
少数股东损益	47	48	55	64
归属母公司净利润	449	453	521	614
EBITDA	587	608	690	801
EPS（元）	0.51	0.51	0.59	0.69

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	9.3%	3.3%	12.2%	15.1%
营业利润增长率	11.0%	0.7%	14.9%	17.8%
归母净利润增长率	7.1%	0.9%	14.9%	17.8%
毛利率	40.4%	40.3%	40.5%	40.7%
净利率	16.9%	16.5%	16.9%	17.3%
ROE	16.1%	15.1%	16.0%	17.1%
ROIC	16.4%	15.7%	16.2%	17.0%
资产负债率	19.0%	17.4%	18.1%	18.2%
净资产负债率	23.4%	21.0%	22.1%	22.3%
流动比率	4.63	5.17	5.05	5.10
速动比率	3.32	3.87	3.90	4.02
总资产周转率	0.86	0.83	0.86	0.88
应收账款周转率	13.22	12.37	13.19	13.29
应付账款周转率	3.69	3.92	4.07	4.04
每股收益	0.51	0.51	0.59	0.69
每股经营现金流	0.49	0.63	0.75	0.82
每股净资产	3.13	3.37	3.67	4.04
P/E	26.5	26.3	22.8	19.4
P/B	4.27	3.98	3.65	3.31
EV/EBITDA	19.28	18.11	15.39	12.74
PS	4.04	3.92	3.49	3.03

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者-财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

高峰，电子行业首席分析师。北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2 年电子实业工作经验，7 年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事硬科技方向研究。

家电行业分析师：杨策、刘立思、陆思源。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn