

漫步者 (002351.SZ)

业绩持续高增，海外、智能助理驱动，有望成为 AI 应用利润占比高标的

事件：公司发布 2023 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 27,293.15-28,608.55 万元，同比增长 58.95%-66.61%，实现扣非净利润 26,517.95-27,732.61 万元，同比增长 77.97-86.12%。三季度预计实现归母净利润 9,865.47-11,180.87 万元，同比增长 50%-70%，实现扣非净利润 9,717.28-10,931.94 万元，同比增长 60%-80%。

品牌建设加持市场景气拐点，全年有望再创新高。公司把握音箱与 TWS 耳机时代浪潮，成为国内音频行业领军企业，品牌为主战略积累良好口碑。国内消费趋势偏向性价比，主营产品价位在千元下市场兼具品牌力和性价比优势。2) 公司持续加大新产品的研发投入和品牌力建设，面向运动户外、游戏电竞、辅听助听、女性用户等细分场景推出多款产品，新品牌“花再”与电竞品牌“漫步者 HECATE”均有巨大潜力。参考往年公司四季度收入占比较高，考虑到四季度双十一、元旦、春节下游提前备货，以及公司有望推出智能助理产品带动收入，全年业绩有望再创新高。

海外市场拓展潜力巨大。公司约 20% 收入来自于出口，比例较低有较大提升空间。2021 年公司面向东南亚在 Lazada 电商平台半年即实现月销售额增长百万元人民币，此前因外部条件影响出海业务受阻，未来公司海外市场拓展速度有望大幅加快，海外业务收入增加的同时占比提高有利于毛利率提升。

智能助理市场初步成型，有望极快受益。目前会议摘要耳机市场已经打开，综合智能助理市场正在出现。2023 年 7 月 19 日，公司在投资者互动平台称已与阿里下属人工智能公司签署了合作开发智能耳机的协议。公司的品牌与渠道有望使得智能助理为公司产品提升需求量和终端价值量，参考目前其耳机价格有较大价值提升空间，潜在利润率抬升有望快速成为 AI 应用利润占比高标的。

维持“增持”评级。我们认为公司未来有望成为智能助理浪潮中的核心玩家，能大幅享受 AI 发展红利，开启音箱和耳机后的第三波成长曲线，我们上调公司 2023-2025 年业绩预测至营业收入 27.75/33.77/39.97 亿元，归母净利润 4.49/5.97/7.68 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：AI 技术推进不及预期风险；原材料价格和人工成本上涨风险；行业竞争加剧风险；宏观经济风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,304	2,214	2,775	3,377	3,997
增长率 yoy (%)	19.1	-3.9	25.3	21.7	18.4
归母净利润(百万元)	316	247	449	597	768
增长率 yoy (%)	14.3	-21.9	82.0	33.0	28.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	0.28	0.50	0.67	0.86
净资产收益率(%)	14.6	11.3	17.6	20.1	21.5
P/E(倍)	49.3	63.1	34.7	26.1	20.3
P/B(倍)	7.1	6.8	6.0	5.2	4.3

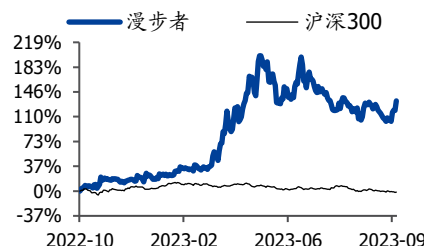
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 10 月 11 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	消费电子
前次评级	增持
10月11日收盘价(元)	17.50
总市值(百万元)	15,559.37
总股本(百万股)	889.11
其中自由流通股(%)	56.25
30日日均成交量(百万股)	16.21

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

- 1、《漫步者(002351.SZ): 业务迎来景气拐点, 智能助理有望开启第三波成长曲线》2023-07-11



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2091	2286	2538	2951	3588	营业收入	2304	2214	2775	3377	3997
现金	301	1293	1091	1619	1812	营业成本	1557	1484	1797	2101	2386
应收票据及应收账款	223	190	327	302	443	营业税金及附加	17	19	22	27	32
其他应收款	4	3	5	5	7	营业费用	204	205	228	279	346
预付账款	8	5	12	9	15	管理费用	81	83	106	122	147
存货	579	498	807	719	1014	研发费用	136	140	174	208	247
其他流动资产	976	297	297	297	297	财务费用	2	2	-17	-13	-14
非流动资产	585	570	681	771	845	资产减值损失	-20	-14	-34	-32	-39
长期投资	0	0	-1	-1	-2	其他收益	5	6	4	5	5
固定资产	421	406	524	623	705	公允价值变动收益	11	17	10	11	12
无形资产	58	53	46	39	31	投资净收益	24	12	23	21	20
其他非流动资产	106	111	112	110	111	资产处置收益	60	0	15	19	24
资产总计	2676	2856	3219	3722	4432	营业利润	385	304	550	741	953
流动负债	387	429	501	538	610	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	2	0	1	1	1
应付票据及应付账款	255	295	371	408	477	利润总额	383	303	549	740	952
其他流动负债	131	134	130	130	133	所得税	56	37	82	111	143
非流动负债	54	61	61	61	60	净利润	327	267	467	629	809
长期借款	8	5	6	5	5	少数股东损益	12	20	18	32	41
其他非流动负债	46	56	56	56	56	归属母公司净利润	316	247	449	597	768
负债合计	441	489	563	599	670	EBITDA	419	312	554	750	958
少数股东权益	39	66	84	116	157	EPS (元)	0.35	0.28	0.50	0.67	0.86
股本	889	889	889	889	889	主要财务比率					
资本公积	472	469	469	469	469	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	846	933	1096	1329	1631	成长能力					
归属母公司股东权益	2196	2301	2572	3007	3606	营业收入(%)	19.1	-3.9	25.3	21.7	18.4
负债和股东权益	2676	2856	3219	3722	4432	营业利润(%)	17.9	-21.1	81.1	34.6	28.7
						归属于母公司净利润(%)	14.3	-21.9	82.0	33.0	28.7
						获利能力					
						毛利率(%)	32.4	33.0	35.2	37.8	40.3
						净利率(%)	13.7	11.1	16.2	17.7	19.2
						ROE(%)	14.6	11.3	17.6	20.1	21.5
						ROIC(%)	14.4	10.0	16.8	19.6	21.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	16.5	17.1	17.5	16.1	15.1
						净负债比率(%)	-12.0	-53.0	-39.8	-50.8	-47.3
						流动比率	5.4	5.3	5.1	5.5	5.9
						速动比率	3.9	4.1	3.4	4.1	4.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	10.4	10.7	10.7	10.7	10.7
						应付账款周转率	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.28	0.50	0.67	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.46	0.07	0.86	0.48
						每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.59	2.89	3.38	4.06
						估值比率					
						P/E	49.3	63.1	34.7	26.1	20.3
						P/B	7.1	6.8	6.0	5.2	4.3
						EV/EBITDA	34.3	45.1	25.8	18.4	14.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 10 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	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 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	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