

安卓品牌化逻辑得到验证，漫步者产品力品牌力持续提升

漫步者 (002351.SZ) 跟踪报告

证券研究报告

2021年06月23日

● 核心结论

现在整个TWS耳机市场格局如何了？品牌TWS耳机份额逐渐抢占白牌TWS耳机份额。1) 品牌化程度大幅度提升，2019年安卓品牌TWS耳机市场份额为8%左右，2020年底安卓品牌TWS耳机市场份额已经达到近25%；2) 预计漫步者618销售额增长50%以上，漫步者等品牌TWS耳机销售额份额大幅上升，同时更多安卓品牌厂商逐渐进入TWS赛道。

漫步者产品结构变化如何？预期差一：主动降噪ANC类耳机已成主力，产品结构变化提升毛利率。1) 主动降噪ANC类耳机销售额目前基本与非降噪类耳机持平，主动降噪ANC类耳机畅销会进一步提升公司的毛利率；2) 若ANC产品渗透率进一步提升，预计有望提升公司毛利率9个百分点。

漫步者渠道拓展如何？预期差二：渠道结构分散化，降低对平台电商依赖同样有助于提高毛利率。1) 漫步者多平台拓展，拼多多、抖音快手、布局私域全渠道营销；2) 若公司渠道不断改善和优化，并假设阿里京东外平台销售额占比20%，我们预计整体毛利率将会提升1个百分点左右。

漫步者为什么能够成功？战略眼光、执行力、研发优先并开始走高端化的路线。1) 公司是唯一成功转型的传统音频厂商，具有较强的战略决策和执行能力，依托中国产业链和工程师红利，在激烈的品牌竞争中脱颖而出；2) 天下武功唯快不破：如推出400元左右价格段的lollipods Pro，率先推动从非降噪耳机到主动降噪耳机的产品结构转换；3) 积极甚至激进地追求技术前瞻：如去年618前推出DreamPods与苹果同样采用ST意法半导体，实现了彻底的环境降噪，是国内第一款采用与Airpods2相同的骨传导降噪方案的耳机，领先大牌友商；4) 产品逐渐高端化：如近期漫步者推出NeoBuds Pro圈铁降噪耳机，全面对标airpods pro，并在电子分频等技术方面实现更好的音色音质，提升产品力、品牌力。

投资建议：我们预计公司21-23年净利润为3.73、5.31、6.59亿元，EPS为0.42、0.60、0.74元，维持买入评级。

风险提示：新品推进不及预期，上游原材料价格变化，潜在竞争者进入。

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,243	1,934	2,636	3,642	4,639
增长率	41.1%	55.6%	36.3%	38.2%	27.4%
归母净利润 (百万元)	123	276	373	531	659
增长率	130.0%	124.8%	35.0%	42.5%	24.1%
每股收益 (EPS)	0.14	0.31	0.42	0.60	0.74
市盈率 (P/E)	99.9	44.4	32.9	23.1	18.6
市净率 (P/B)	4.4	6.0	5.4	4.7	4.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

002351

前次评级

买入

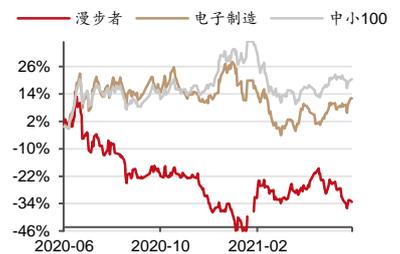
评级变动

维持

当前价格

13.80

近一年股价走势



分析师



邢开允 S0800519070001



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

联系人



赵宇阳



zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

漫步者：业绩符合预期，看好公司安卓 TWS 耳机业务布局—漫步者 (002351.SZ) 2020 年报及 2021 年一季报点评 2021-05-06

漫步者：2020 年业绩符合预期，2021 年继续受益 TWS 耳机品牌化—漫步者 (002351.SZ) 年度业绩快报点评 2021-02-21

漫步者：漫步者继续引领安卓耳机，明年继续受益 TWS 品牌化—漫步者推出新品——TWS NB2 Pro 事件点评 2020-12-09

内容目录

一、现在整个 TWS 耳机市场格局如何了？品牌 TWS 耳机份额逐渐抢占白牌 TWS 耳机份额	3
二、漫步者产品结构变化如何？主动降噪 ANC 类耳机已成主力	5
三、漫步者渠道拓展如何？渠道结构分散化	6
四、漫步者为什么能够成功？战略眼光、执行力、研发优先并开始走高端化的路线	8
五、未来展望	10
六、风险提示	11

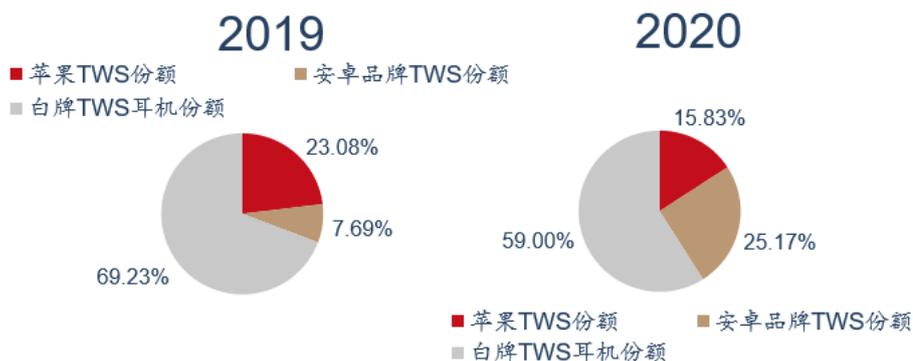
图表目录

图 1：品牌 TWS 洗白牌的逻辑得到进一步验证	3
图 2：某电商平台 TOP 品牌 TWS 耳机销售情况	3
图 3：漫步者耳机产品结构、产品价格以及产品市场份额关系	4
图 4：拼多多&抖音直播&抖音小店	6
图 5：耳机朋友圈话题&漫步者潮牌联名款	7
图 6：AirPods 骨传导方案	9
图 7：大象声科 AI 骨传导通话降噪方案	9
图 8：动铁相对于动圈体积更小	9
图 9：漫步者 NeoBuds Pro 产品图	10
表 1：2021 年以来安卓品牌推出的 TWS 耳机	4
表 2：全球 TWS 耳机出货量预测	5
表 3：lollipods 与 lollipods Pro 对比	5
表 4：主动降噪 ANC 类耳机畅销对漫步者毛利率影响敏感性测试	6
表 5：漫步者渠道分散化对毛利率影响敏感性测试	7
表 6：lollipods Pro 畅销和渠道分散化对漫步者整体毛利率影响	8
表 7：同价格段漫步者竞品对比	8
表 8：TWS 耳机喇叭种类一览	10
表 9：漫步者 Neobuds Pro 与小米 FlipBuds Pro 对比	10

一、现在整个TWS耳机市场格局如何了？品牌TWS耳机份额逐渐抢占白牌TWS耳机份额

品牌 TWS 耳机份额逐渐抢占白牌 TWS 耳机份额。品牌化程度大幅度提升，根据调研和我爱音频网数据显示，2019 年安卓品牌 TWS 耳机市场份额为 8%左右，2020 年底安卓品牌 TWS 耳机市场份额已经达到近 25%。

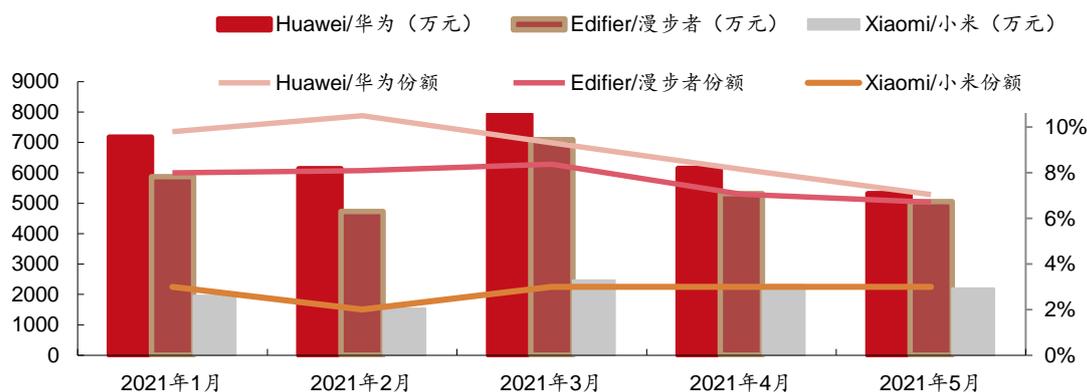
图 1：品牌 TWS 洗白牌的逻辑得到进一步验证



资料来源：调研、我爱音频网、西部证券研发中心

根据某电商平台数据统计，我们预计漫步者 618 销售额增长 50%以上，漫步者等品牌 TWS 耳机销售额份额大幅上升，同时更多安卓品牌厂商逐渐进入 TWS 赛道。根据某电商平台 TOP 品牌 TWS 品牌耳机销售情况来看，品牌 TWS 销售额份额在上升，漫步者份额持续提升，小米有所下降，2021 年 5 月，华为、漫步者、小米销售额份额分别为 7.05%、6.71%、3.00%，1-5 月销售额份额分别为 8.9%、7.6%、2.90%，份额分别同比提升 229.63%、117.14%、20.83%。

图 2：某电商平台 TOP 品牌 TWS 耳机销售情况



资料来源：某电商平台、西部证券研发中心

参考智能手机的市场发展规律，1) 品牌 TWS 耳机技术不断升级，产业链不断成熟，成本持续下降，高技术门槛+产品价格下探促进品牌 TWS 耳机占据更高的市场份额；2) 消费者对品牌 TWS 耳机认知逐渐提升，随着市场需求的打开，届时市场格局会逐渐稳定。品牌厂商凭借产品质量、品牌溢价、规模效应带来产品价格和技术的优势，将抢占白牌的市场份额。

公司点评 | 漫步者

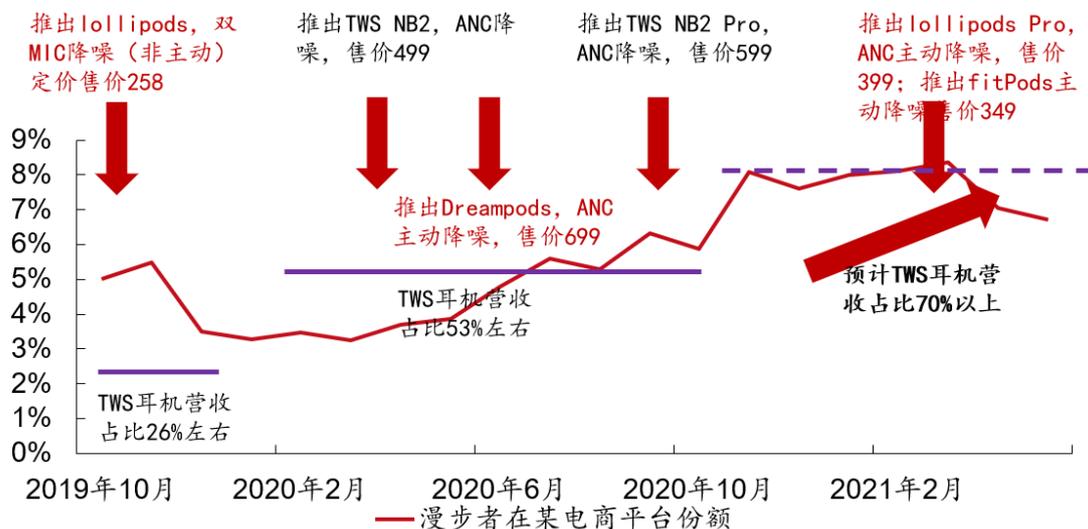
表 1: 2021 年以来安卓品牌推出的 TWS 耳机

品牌	型号	主控芯片	价格 (元)	推出时间
三星	Galaxy Buds Pro 降噪耳机	三星	1299	1月14日
	Enco X 降噪耳机 蓝调版	恒玄 BES2500Y	999	3月19日
OPPO	Enco Air 蓝牙耳机	络达 AB1562M	249	5月6日
	Enco Air 灵动版	恒玄 BES2500IUC	149	5月20日
	OPPO Enco Free2	/	599	5月27日
联想	ThinkBook Pods Pro	/	949	2月23日
华为	华为 FreeBuds 4i 降噪耳机	恒玄 BES2300HPS	499	2月22日
魅族	PoP Pro 降噪耳机	/	499	1月11日
漫步者	FitPods 降噪耳机	/	379	4月20日
	Lollipods Pro 降噪耳机	恒玄 BES2300HP3	349	3月14日
realme	realme Buds Air2 降噪耳机	络达 AB1562F	299	3月31日
Redmi 红米	Redmi Airdots3	高通 QCC3040	199	3月4日
	Redmi Airdots3 Pro	/	349	5月26日
小米	FlipBuds Pro	高通 QCC5151 旗舰芯片	799	5月13日

资料来源: 我爱音频网、西部证券研发中心

漫步者品牌价格下沉逐渐挤压白牌市场份额, TWS 营收占比逐渐提升, 随着 lollipods Pro 产品畅销, 我们认为漫步者凭借产品的规模效应, 对比此前 lollipods 定价, 毛利率会进一步增长。

图 3: 漫步者耳机产品结构、产品价格以及产品市场份额关系



资料来源: 公司财报、西部证券研发中心

预计 2024 年全球安卓 TWS 耳机出货量将达到 8.02 亿副, 其中品牌为 3.30 亿副。 1) 安卓品牌耳机性能不断提升, 用户的认知不断加深, 24 年在安卓 TWS 耳机份额将会接近 50%; 2) 白牌 TWS 耳机功能升级不如品牌, 品牌 TWS 耳机逐渐抢占白牌份额, 整体市场增速较品牌 TWS 耳机出货增速小。根据此前预测, 我们假设未来 3 年安卓 TWS 出货量增速分别为 25%、15%、15%, 漫步者 TWS 耳机出货量增速分别为 50%、48%、47%, 得到 24 年安卓 TWS 耳机出货量为 8.02 亿副, 品牌为 3.30 亿副, 白牌为 4.72 亿副。

表 2: 全球 TWS 耳机出货量预测

安卓 TWS 耳机市场规模测算				
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
品牌 TWS 耳机出货增长率		50%	48%	47%
安卓 TWS 耳机出货量增长率		25%	15%	15%
品牌 TWS 耳机出货量 (亿)	1.01	1.52	2.24	3.30
白牌 TWS 耳机出货量 (亿)	3.84	4.55	4.73	4.72
安卓 TWS 耳机出货量 (亿)	4.85	6.06	6.97	8.02
品牌份额	20.82%	24.99%	32.16%	41.11%
白牌份额	79.18%	75.01%	67.84%	58.89%

资料来源: 调研、西部证券研发中心

PS: 如果明后年苹果推出新款耳机, 这个预测存在更大的上调空间

二、漫步者产品结构变化如何? 主动降噪ANC类耳机已成主力

漫步者 3 月新推出 lollipods Pro, 是 lollipods 类首款主动降噪耳机, 支持 AI 降噪, 其价格 399 元, 从草根调研和电商数据看 lollipods Pro 已经与 lollipods 销售额并驾齐驱, 并在未来有望超越不带降噪的 lollipods 成为最主要的产品类型。

表 3: lollipods 与 lollipods Pro 对比

型号	lollipods Pro	lollipods
主控芯片	恒玄 BES2300HP3	高通 QCC3020
价格 (元)	399	241
推出时间	21 年 3 月 14 日	20 年 6 月
控制调节	敲击	敲击
主动降噪	38db 主动降噪	/
通话降噪	Ai 降噪	双 MIC 降噪
续航	20h	16h
电池容量	30mAh	/
无线充电	不支持	不支持
防护等级	IP54 防水等级	IPX4 防水等级

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

若 ANC 产品渗透率进一步提升, 预计有望提升公司毛利率 9 个百分点。假设多卖一个主动降噪 ANC 类耳机会增加公司 60 元的毛利, 在中性条件下公司耳机营收为 18.45 亿元, 总营收为 24.81 亿元。毛利率将提升 9 个百分点左右。

表 4：主动降噪 ANC 类耳机畅销对漫步者毛利率影响敏感性测试

收入毛利率敏感性测试			
	乐观	中性	谨慎
lollipods Pro 收入占比	59%	53%	46%
lollipods+lollipods Pro 收入（百万）	1656	1584	1513
Lollipop Pro 畅销带来的毛利增长(百万)	266	224	181
耳机营收（百万）	1963	1845	1727
总营收（百万）	2599	2481	2363
lollipods 类业务占耳机收比	84%	86%	88%
lollipods 类业务占总营收比	63.70%	63.86%	64.02%
耳机毛利率将增长	13.57%	12.12%	10.46%
总毛利率将增长	10.25%	9.01%	7.65%

资料来源：公开资料、西部证券研发中心

三、漫步者渠道拓展如何？渠道结构分散化

漫步者多平台拓展，拼多多、抖音快手全渠道营销。漫步者过去大部分销售额来自于京东和淘宝，如今打通拼多多、抖音快手等流量平台进行全域营销，逐渐降低了对电商平台的依赖。

图 4：拼多多&抖音直播&抖音小店



资料来源：拼多多、抖音 APP、西部证券研发中心

拓展私域流量，产品属性决定自带话题 IP，明星潮牌联名进一步提升品牌形象。

图5：耳机朋友圈话题&漫步者潮牌联名款



资料来源：微信、西部证券研发中心

如果漫步者渠道进一步改善，预计会使得公司毛利率提升1个百分点左右，综合ANC类产品渗透率提升带来的影响，漫步者整体毛利率将会提升10个百分点左右。京东阿里是3C类电子产品的主渠道，随着反垄断的深入，电商销售逐渐分散化，加上公司自身的努力优化，我们假设未来20%销售来源其他平台，中性假设条件下出厂价提高5%，得到漫步者毛利率将会提高1个百分点左右，综合lollipods Pro畅销的影响，中性条件下，漫步者毛利率将会提升10个百分点左右。

表5：漫步者渠道分散化对毛利率影响敏感性测试

	乐观	中性	谨慎
其他渠道出厂价提高百分点	2%	5%	10%
其他渠道毛利提升幅度	2%	5%	10%
其他渠道收入提升幅度	2%	5%	10%
其他渠道毛利率提升幅度	1.96%	4.76%	9.09%
其他渠道收入百分比	20%	20%	20%
总毛利率影响幅度	0.39%	0.95%	1.82%

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

表 6: lollipods Pro 畅销和渠道分散化对漫步者整体毛利率影响

收入毛利率敏感性测试			
	乐观	中性	谨慎
lollipods Pro 销售额占比	59%	53%	46%
lollipods Pro 带来的毛利增长 (百万)	266	224	181
总营收 (百万)	2599	2481	2363
lollipods 类业务占总营收比	63.70%	63.86%	64.02%
lollipods Pro 畅销毛利率将增长	10.25%	9.01%	7.65%
其他渠道出厂价提高百分点	2%	5%	10%
其他渠道毛利提升幅度	2%	5%	10%
其他渠道收入提升幅度	2%	5%	10%
其他渠道毛利率提升幅度	1.96%	4.76%	9.09%
其他渠道收入百分比	20%	20%	20%
其他渠道拓展总毛利率将增长	0.39%	0.95%	1.82%
毛利率提升 (总)	10.64%	9.96%	9.46%

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

四、漫步者为什么能够成功? 战略眼光、执行力、研发优先并开始走高端化的路线

1、公司是唯一成功转型的传统音频厂商，具有较强的战略决策和执行能力，依托中国产业链和工程师红利，在激烈的品牌竞争中脱颖而出。漫步者为国内音响领域龙头，抓住了音频产业转型的契机，不断推出满足消费升级需求的新型的音频产品，凭借其在音频技术上的优势大力布局 TWS 耳机。

2、天下武功唯快不破：如推出 400 元左右价格段的 lollipods pro，率先推动从非降噪耳机到主动降噪耳机的产品结构转换。从 TWS NB2 到 lollipods Pro，主动降噪产品率先下探，400 元入门级 ANC 耳机细分市场领先优势显著。1) 漫步者今年推出的新品 lollipods Pro 对比去年 NB2 来说，主要性能参数相差不大，但是价格相比去年 NB2 更加便宜，得益于供应链的优化，原材料成本的下降。2) 对比相同价格段的其他品牌，漫步者在性能和价格上更具备竞争优势。

表 7: 同价格段漫步者竞品对比

品牌	漫步者	漫步者	华为	小米	oppo
型号	Lollipods pro	NB2	FreeBuds4i	Redmi AirDots3 Pro	OPPO Enco Free2
主控芯片	恒玄 BES2300HP3	恒玄 BES2300YP	恒玄 BES2300HPS	/	/
价格 (元)	399	599	449	349	599
推出时间	21 年 3 月 14 日	20 年年 6 月	21 年 2 月 22 日	21 年 5 月 26 日	21 年 5 月 27 日
控制调节	敲击	双击和三击	敲击+语音	敲击+语音	敲击
主动降噪	38db 主动降噪	35db 主动降噪	22db 主动降噪	35db 主动降噪	42db 主动降噪
通话降噪	Ai 降噪	双 MIC 降噪	3 麦克风 骨声纹融合通 话降噪	3MIC 通话降噪	三麦克风通话降噪
续航	20h	32h	22h	28h	30h
电池容量	30mAh	60mAh	55mAh	35mAh 0.135Wh	/
无线充电	不支持	/	不支持	支持	/
防护等级	IP54 防水等级	IP54 级别防水	IP54 防水等级	IPX4 防水等级	IP54 防尘防水

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

8 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

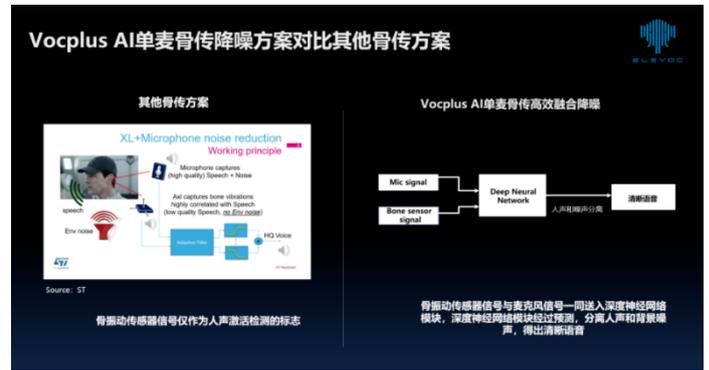
3、积极甚至激进地追求技术前瞻，迅速抢占市场获得先发优势：如 DreamPods 与苹果同样采用 ST 意法半导体，实现了在超低信噪比场景的高清通话。DreamPods 是全球第四、国内第一款采用苹果 airpods2 同样的骨传导降噪方案，并实现彻底的环境降噪的半入耳的 TWS 耳机，技术前瞻性可见一斑。

图 6: AirPods 骨传导方案



资料来源：深圳湾、西部证券研发中心

图 7: 大象声科 AI 骨传导通话降噪方案



资料来源：深圳湾、西部证券研发中心

4、随着用户使用产品的更新换代，消费者对于 TWS 耳机的功能、续航、佩戴舒适度等提出了更高的要求，音质效果首当其冲。品牌端对于用户需求当然也在不断的进行改善，目前可以发现许多品牌为了提升耳机音质效果，开始采用动铁单元，双动铁、圈铁等解决方案来应对消费者对更高音质的需求。

图 8: 动铁相对于动圈体积更小



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

动铁具有体积更小、功耗更小、音色更通透的特点。1) 动铁单元相较于动圈拥有相对更小的体积，应用时更加灵活；2) 动铁单元相对较小的体积加上几乎密闭的空间，仅需要很小的电流即可驱动，拥有非常高的灵敏度，从而也带来了低功耗的优势；3) 在音质表现上，动铁单元拥有更强的解析力，在人声以及乐器声的表现上，细节更为丰富，拥有较强的高频表现。并且相较于动圈单元产品，动铁单元产品音色也相对更加通透。

表 8: TWS 耳机喇叭种类一览

TWS 耳机喇叭种类一览		
类型	优点	缺点
动铁耳机	中高频部分的演绎，解析、瞬态、精细度	低频部分
动圈耳机	低频的弹性方面更为宽松自然，可极大的提高音乐的感染力 声场相比会有些窄，没有那种恢弘大气的场面	
圈铁耳机	结合动铁、动圈优点	各音频段的衔接不畅

资料来源：旭日大数据、西部证券研发中心

产品逐渐高端化：漫步者推出 NeoBuds Pro 圈铁降噪耳机发布，产品力提升。 NeoBuds Pro 是首款获得 Hi-Res 高清音频认证 TWS 耳机。1) NeoBuds Pro 采用动铁加动圈的双单元设计，动铁负责高音，动圈负责低频。动铁采用楼氏单元，具体型号未知，动圈扬声器是漫步者自研自产。2) 搭载混合主动降噪技术，提供了最深-42dB 的旗舰级降噪深度，降噪效果大幅度提升。漫步者在与同类型产品对比，在音质和降噪方面表现更为突出。

图 9: 漫步者 NeoBuds Pro 产品图



资料来源：我爱音频网、西部证券研发中心

表 9: 漫步者 Neobuds Pro 与小米 FlipBuds Pro 对比

耳机型号	漫步者 Neobuds Pro	小米 FlipBuds Pro
价格 (元)	898	799
主控芯片	恒玄 BES2300	高通 QCC5151 旗舰芯片
佩戴方式	入耳式	入耳式
发声原理	圈铁混合耳机	动圈式
降噪功能	42db 混合主动降噪	40dB 的混合降噪
推出时间	2021 年 5 月 27 日	2021 年 5 月 13 日
续航	降噪打开 5h, 降噪关闭 6h	耳机续航 7h, 开启降噪 5h
防护等级	IP54 级防水	/

资料来源：中关村在线、西部证券研发中心

五、未来展望

- 1、品牌洗白牌还有很大发展空间。根据调研和我爱音频网数据显示，2019 年品牌 TWS 耳机市场份额为 30%左右，到了 2020 年底品牌 TWS 耳机市场份额已经达到近 40%，仍然存在很大的发展空间。
- 2、VR、AR 时代，TWS 耳机依然有生存空间。1) 近年来硬件技术和视频技术日益成熟，

5G 助推产业融合发展，VR/AR 产业商业化进程加速，预计 2021 年开始 VR/AR 市场迎来高速增长；2) VR、AR 对于音效要求相对较高，除了需要保证音质，还要确保声音的方向性即空间音效。目前的方案无法通过骨传导来达到空间音效的效果，而作为配件的耳机形式未来或有可能成为 VR、AR 的声学解决方案。

- 3、**智能手表的发展为智能穿戴带来更大增长空间。**1) 当前，智能手表苹果一家独大，非苹果智能手表的主要问题：主控芯片多采用多芯片方案，算力效率差距较大，屏幕流畅度、算力功能、存储空间与苹果差距较大。机会：手表一直保持年 30% 的稳定增长，21 年下半年恒玄有望推出二合一芯片，提升屏幕流畅度和算力功能的公式降低功耗与成本，给非苹果智能手表提供新的发展机遇，进而利好可穿戴厂商；2) 随着包括 TWS、智能手表在内的可穿戴设备硬件创新逐步成熟，以及与智能手机组成的应用生态日趋完善，智能手表受众群体和出货规模不断扩大，行业进入加速发展期。根据速途研究院资料，全球智能手表出货量从 2015 年的 2,080 万台增加至 2019 年约 6,260 万台，年复合增速为 31.7%；3) 我们看好目前在可穿戴领域深耕的龙头企业，未来不断延伸品类，打造更加宽广的可穿戴产品线。

六、风险提示

新品推进不及预期，上游原材料价格发生变化，潜在竞争者进入。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	136	262	262	465	822	营业收入	1,243	1,934	2,636	3,642	4,639
应收款项	185	227	305	405	453	营业成本	804	1,293	1,771	2,455	3,132
存货净额	459	575	868	1,199	1,509	营业税金及附加	10	15	22	30	38
其他流动资产	889	956	956	956	956	销售费用	101	129	158	200	232
流动资产合计	1,669	2,020	2,391	3,025	3,740	管理费用	141	186	237	321	376
固定资产及在建工程	429	406	388	367	338	财务费用	(2)	(2)	(2)	(4)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	32	(12)	(7)	6	19
无形资产	66	62	57	52	48	营业利润	156	327	457	635	850
其他非流动资产	53	113	68	80	89	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	547	580	514	500	475	利润总额	156	326	456	634	849
资产总计	2,217	2,600	2,905	3,525	4,215	所得税费用	34	35	87	109	197
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	122	291	369	526	652
应付款项	315	472	601	865	1,075	少数股东损益	(1)	15	(4)	(5)	(7)
其他流动负债	0	7	2	3	4	归属于母公司净利润	123	276	373	531	659
流动负债合计	315	479	603	868	1,079	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款及应付债券	9	12	13	15	16	盈利能力					
其他长期负债	16	39	20	25	28	ROE	6.7%	14.1%	17.3%	21.8%	23.1%
长期负债合计	26	51	33	40	44	毛利率	35.3%	33.2%	32.8%	32.6%	32.5%
负债合计	341	531	636	907	1,124	营业利润率	12.6%	16.9%	17.3%	17.4%	18.3%
股本	593	889	889	889	889	销售净利率	9.8%	15.1%	14.0%	14.4%	14.1%
股东权益	1,876	2,069	2,269	2,617	3,091	成长能力					
负债和股东权益总计	2,217	2,600	2,905	3,525	4,215	营业收入增长率	41.1%	55.6%	36.3%	38.2%	27.4%
						营业利润增长率	151.0%	109.0%	39.9%	39.0%	33.8%
						归母净利润增长率	130.0%	124.8%	35.0%	42.5%	24.1%
						偿债能力					
						资产负债率	15.4%	20.4%	21.9%	25.7%	26.7%
						流动比	5.30	3.97	3.97	3.49	3.47
						速动比	3.84	3.01	2.53	2.10	2.07
						每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
						每股指标					
						EPS	0.14	0.31	0.42	0.60	0.74
						BVPS	2.10	2.31	2.54	2.94	3.48
						估值					
						P/E	99.9	44.4	32.9	23.1	18.6
						P/B	4.4	6.0	5.4	4.7	4.0
						P/S	9.9	6.3	4.7	3.4	2.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

- 买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。