

漫步者在 TWS 市场的市占率持续提升

漫步者 (002351.SZ) 跟踪点评

证券研究报告

2022年03月04日

● 核心结论

耳机业务占比持续提升，漫步者在TWS市场市占率持续提升。2019-2021年前三季度，公司的耳机产品营收占比分别达到55%、62%和65%，耳机业务线的快速发展抵消了传统音响业务线的下滑，不断为公司业绩的增长做出贡献。根据阿里线上数据显示，2021年全年漫步者销售额的市场份额为7.9%，2022年1月已经达到9.9%，市场份额持续提升，一方面表现出安卓品牌TWS耳机市场的持续增长，另一方面体现了漫步者在激烈的TWS竞争中能够保持一定的市场优势。

受益耳机业务的发展，业务线不断推出新品，公司盈利能力增强。公司2月16日发布21年业绩快报，预计21年实现营收23.11亿元，同比+19.50%，归母净利润3.15亿元，同比+14.18%。主要得益于21年上半年推出新产品fitpods和lollipop pro及下半年推出S3，带动TWS业务增长，公司盈利能力持续提升。

整体市场需求有所上升，漫步者月度增长好于大盘。1) 根据阿里线上数据显示，22年1月，阿里平台TWS耳机销售额同比+36.90%，漫步者同比+69.21%；Q4单季度阿里大盘销售额同比-40.97%，漫步者销售额同比-24.77%，表现优于大盘，主要原因在于漫步者持续对TWS耳机产品的探索，从lollipop MIC降噪到lollipop pro主动降噪，打通成本优势，改善产品结构，我们预计未来TWS耳机将会占到公司营收的70%以上。2) 安卓品牌化逻辑得到进一步验证。根据阿里线上数据显示，22年1月，阿里平台华为、漫步者、小米累计销售份额分别为11.1%、9.9%、3.5%。

投资建议：我们预计公司21-23年营收分别为23.11、26.97、31.10亿元，归母净利润分别为3.15、4.10、4.69亿元，对应EPS为0.35、0.46、0.53元，维持买入评级。

风险提示：TWS芯片供应不及预期；同类竞争者进入；下游客户变化。

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,243	1,934	2,311	2,697	3,110
增长率	41.1%	55.6%	19.5%	16.7%	15.3%
归母净利润 (百万元)	123	276	315	410	469
增长率	130.0%	124.8%	14.1%	30.1%	14.3%
每股收益 (EPS)	0.14	0.31	0.35	0.46	0.53
市盈率 (P/E)	78.0	34.7	30.4	23.4	20.4
市净率 (P/B)	3.4	4.7	4.4	3.9	3.5

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

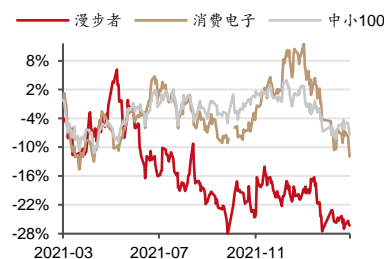
评级变动

维持

当前价格

10.77

近一年股价走势



分析师



邢开允 S0800519070001



13072123839



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

联系人



赵宇阳



zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

漫步者：漫步者业绩超预期，看好 TWS 耳机产品表现—漫步者 (002351.SZ) 2021 中报业绩点评 2021-08-26

漫步者：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 2021-06-23

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

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	276	495	779	营业收入	1,243	1,934	2,311	2,697	3,110
应收款项	185	227	268	298	298	营业成本	804	1,293	1,572	1,807	2,053
存货净额	459	575	770	882	989	营业税金及附加	10	15	16	16	19
其他流动资产	889	956	956	956	956	销售费用	101	129	143	164	187
流动资产合计	1,669	2,020	2,270	2,631	3,021	管理费用	141	186	207	229	255
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)	(11)	(6)	1
无形资产	66	62	57	52	48	营业利润	156	327	386	490	605
其他非流动资产	53	113	67	77	85	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	547	580	513	497	470	利润总额	156	326	386	490	604
资产总计	2,217	2,600	2,782	3,127	3,492	所得税费用	34	35	74	84	140
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	122	291	312	406	464
应付款项	315	472	535	644	717	少数股东损益	(1)	15	(3)	(4)	(5)
其他流动负债	0	7	2	3	4	归属于母公司净利润	123	276	315	410	469
流动负债合计	315	479	537	647	721	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%	14.8%	17.7%	18.2%
长期负债合计	26	51	33	40	44	毛利率	35.3%	33.2%	32.0%	33.0%	34.0%
负债合计	341	531	570	687	765	营业利润率	12.6%	16.9%	16.7%	18.2%	19.4%
股本	593	889	889	889	889	销售净利率	9.8%	15.1%	13.5%	15.0%	14.9%
股东权益	1,876	2,069	2,212	2,440	2,726	成长能力					
负债和股东权益总计	2,217	2,600	2,782	3,127	3,492	营业收入增长率	41.1%	55.6%	19.5%	16.7%	15.3%
						营业利润增长率	151.0%	109.0%	18.3%	26.9%	23.3%
						归母净利润增长率	130.0%	124.8%	14.1%	30.1%	14.3%
						偿债能力					
						资产负债率	15.4%	20.4%	20.5%	22.0%	21.9%
						流动比	5.30	4.22	4.22	4.06	4.19
						速动比	3.84	3.01	2.79	2.70	2.82
						每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
						每股指标					
						EPS	0.14	0.31	0.35	0.46	0.53
						BVPS	2.10	2.31	2.47	2.73	3.06
						估值					
						P/E	78.0	34.7	30.4	23.4	20.4
						P/B	3.4	4.7	4.4	3.9	3.5
						P/S	7.7	5.0	4.1	3.6	3.1
现金流量表 (百万元)											
净利润	122	291	312	406	464						
折旧摊销	34	40	32	33	33						
营运资金变动	(2)	(2)	(2)	(4)	(8)						
其他	(94)	(41)	(214)	(67)	(66)						
经营活动现金流	61	288	127	367	423						
资本支出	(36)	20	(10)	(7)	2						
其他	28	(121)	67	30	26						
投资活动现金流	(8)	(101)	57	23	28						
债务融资	3	6	2	6	10						
权益融资	(73)	(160)	(172)	(177)	(177)						
其它	(2)	67	0	0	0						
筹资活动现金流	(73)	(87)	(170)	(171)	(167)						
汇率变动											
现金净增加额	(20)	100	14	219	284						

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，需在允许的范围内使用，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。