

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

证券研究报告

2021 年 05 月 06 日

● 核心结论

公司继续深耕安卓耳机领域，2020 全年业绩超预期。1) 公司 2020 年实现营收 19.34 亿元，同比+55.59%，超过此前预期，2021 年 Q1 实现营收 5.26 亿元，同比+71.25%，符合预期；2021 年 Q1 归母净利润实现 0.78 亿元，同比+58.68%，盈利能力得到持续改善。2) 从各业务营收占比变化来看，耳机业务占比持续提升，2020 年营收占比达到 61.84%，同比+6.82pct，实现营收 11.96 亿元，同比+74.85%。

重视产品研发和销售网络布局，公司盈利能力持续提升。1) 2021 年 Q1 公司销售费用在期间费用占比达到 47.18%，同比+2.09pct；2021 年 Q1 研发费用在期间费用占比达到 36.08%，同比+3.22pct；2020 年公司净利率 15.05%，同比+5.24pct。2) 公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式。目前，公司在中国境内拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域。3) 公司拥有四百多名技术、研发人员。这些技术研发人员均具有相关专业教育背景及较强的国际客户沟通能力，具有较为丰富的实践经验，2020 年公司研发人员 431 人，同比+17.12%。

安卓 TWS 耳机行业拐点已至，漫步者受益于自身技术和销售渠道的优势。

1) 短期看，漫步者深耕安卓 TWS 耳机市场，随着产业链成熟和整体价格下降，会进一步得到市场认可；产品布局高端市场，我们认为漫步者有望在行业、技术和渠道的优势之下，占领一定的市场份额。2) 长期看，安卓 TWS 耳机技术、供给、需求三端发力，有望进一步提升安卓 TWS 耳机的渗透率，未来市场容量可到 10 倍以上，2021 年总市场空间将达到 6 亿。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年营收分别达到 27.55、37.98、48.16 亿元，归母净利润分别为 3.88、5.55、6.87 亿元，对应 EPS 为 0.44、0.62、0.77 元，维持买入评级。

风险提示：TWS 芯片供应不及预期；竞争者进入；下游客户发生变化。

● 核心数据

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,243 | 1,934 | 2,755 | 3,798 | 4,816 |
| 增长率 | 41.1% | 55.6% | 42.4% | 37.8% | 26.8% |
| 归母净利润 (百万元) | 123 | 276 | 388 | 555 | 687 |
| 增长率 | 130.0% | 124.8% | 40.6% | 42.9% | 23.9% |
| 每股收益 (EPS) | 0.14 | 0.31 | 0.44 | 0.62 | 0.77 |
| 市盈率 (P/E) | 114.5 | 50.9 | 36.2 | 25.4 | 20.5 |
| 市净率 (P/B) | 5.0 | 6.8 | 5.7 | 4.7 | 3.8 |

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

15.82

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：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

漫步者：设计、制造、销售，拉动自有品牌 TWS 耳机突围——漫步者 (002351.SZ) 首次覆盖 2020-06-18

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 一、公司继续深耕安卓耳机领域，2020 全年业绩超预期 | 3 |
| 二、重视产品研发和销售网络布局，公司盈利能力持续提升 | 4 |
| 三、盈利预测 | 6 |
| 四、风险提示 | 6 |

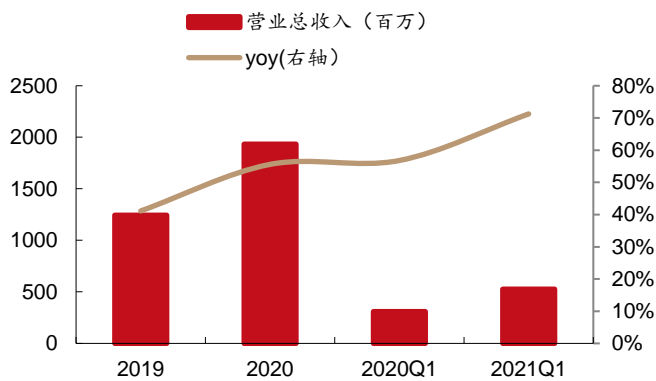
图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：漫步者 2019-2021Q1 营收高速增长 | 3 |
| 图 2：公司 2019-2021Q1 归母净利润高速增长，盈利能力持续改善 | 3 |
| 图 3：漫步者分业务板块收入变化 | 3 |
| 图 4：公司各业务营收占比变化 | 3 |
| 图 5：耳机业务营收变化 | 4 |
| 图 6：阿里平台漫步者 TWS 耳机销量和销售额监控 | 4 |
| 图 7：漫步者 2016-2020 年毛利润较为稳定 | 4 |
| 图 8：漫步者净利润 2018 年来持续增长 | 4 |
| 图 9：漫步者重视销售布局和技术研发 | 5 |
| 图 10：公司各项销售费用率占比情况 | 5 |
| 图 11：漫步者研发费用逐年增长 | 5 |
| 图 12：公司研发人员 2020 年占比+1pct | 5 |
| 图 13：漫步者年度经营活动净现金流持续转好 | 6 |

一、公司继续深耕安卓耳机领域，2020全年业绩超预期

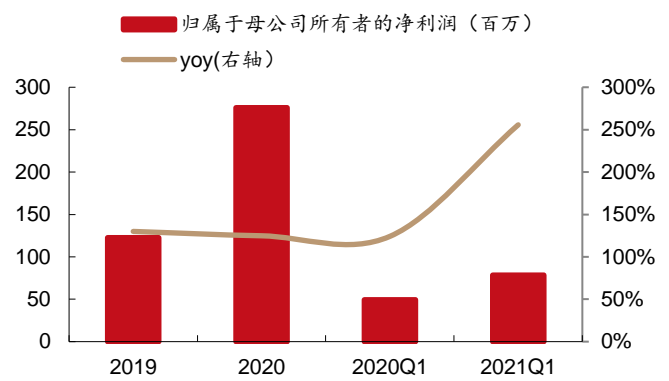
漫步者2020年全年业绩超预期，耳机业务高速增长。1) 公司2020年实现营收19.34亿元，同比+55.59%，超过此前预期，2021年Q1实现营收5.26亿元，同比+71.25%，符合预期；2) 归母净利润2020年实现2.76亿元，同比+124.85%，2021年Q1实现0.78亿元，同比+58.68%，盈利能力得到持续改善。

图1：漫步者2019-2021Q1营收高速增长



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

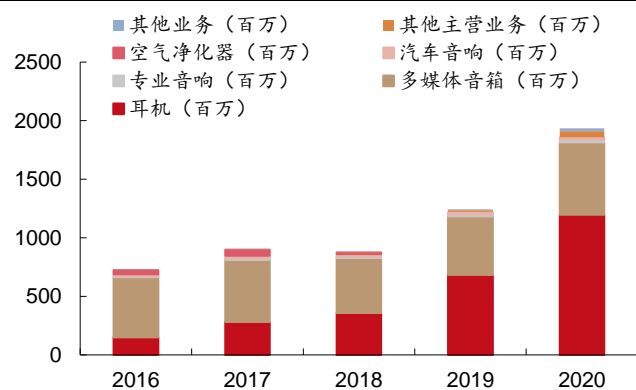
图2：公司2019-2021Q1归母净利润高速增长，盈利能力持续改善



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

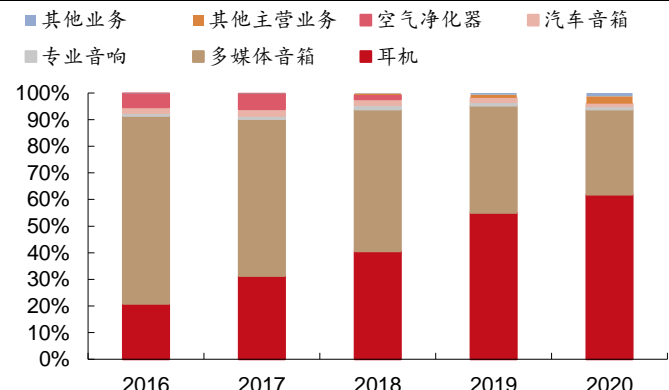
耳机业务营收逐年增长且占比逐渐提升。1) 从各业务营收情况来看，耳机业务增长较为明显，2020年耳机业务实现营收11.96亿元，同比+74.85%；多媒体音箱实现营收6.18亿元，同比+23.45%；专业音响实现0.24亿元，同比+48.25%；汽车音箱实现0.19亿元，同比-4.97%。2) 从各业务营收占比变化来看，公司耳机业务占比持续提升，2020年营收占比达到61.84%，同比+6.82pct。

图3：漫步者分业务板块收入变化



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

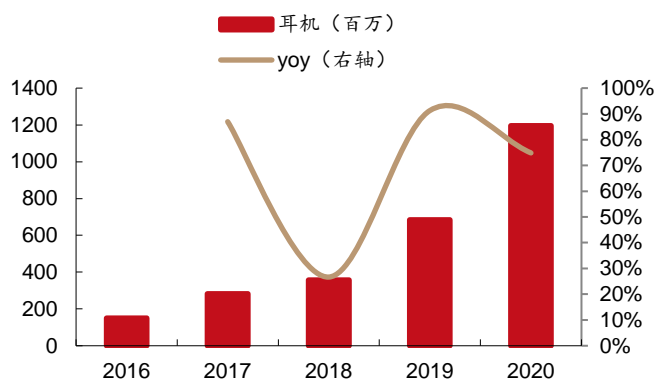
图4：公司各业务营收占比变化



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

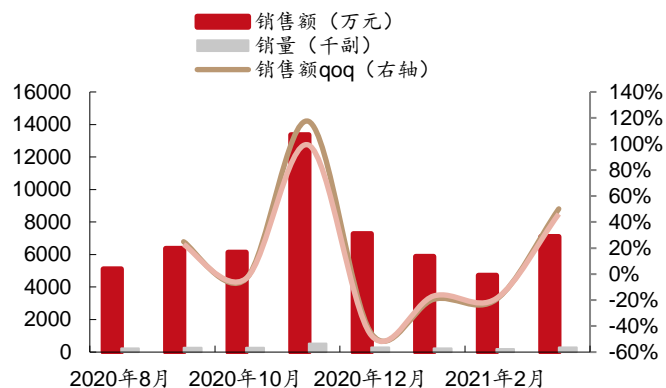
√耳机业务：2020年耳机业务实现营收11.96亿元，同比+74.85%。1) 公司自2019年推出安卓品牌TWS耳机，出货量一直高速增长，同时不断推出新品，ANC的NB2和NB2pro是国内销售最佳产品；2) 2020年，TWS6真无线耳机斩获2020年红点设计大奖；TWS NB2荣获2020年度京东电脑数码最佳C2M产品奖、荣获2020年度中关村在线优秀产品奖；EDIFIER漫步者入驻2020年度京东名品堂、荣获2020年度京东电脑数码最佳用户体验品牌奖、荣获2020年度京东电脑数码十大年度品牌奖。

图 5: 耳机业务营收变化



资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

图 6: 阿里平台漫步者 TWS 耳机销量和销售额监控

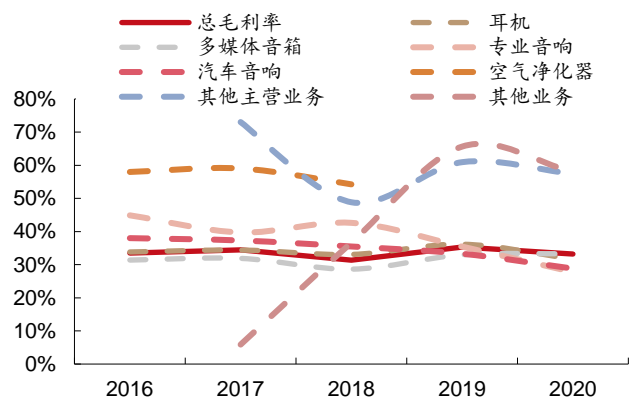


资料来源: 阿里、西部证券研发中心

二、重视产品研发和销售网络布局，公司盈利能力持续提升

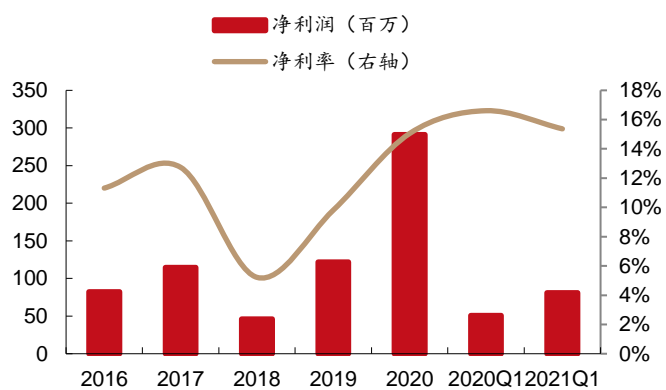
公司毛利率发展较稳定，净利率来看盈利能力在持续提升。 1) 公司整体毛利率 2020 年实现 33.2%，同比-2.1pct；其中耳机业务实现毛利率实现 31.7%，同比-4.5pct；多媒体音响实现毛利率 33.3%，同比+0.3pct；专业音响实现毛利率 27.8%，同比-7.6pct；汽车音响实现毛利率 28.8%，同比-4.5pct。2) 公司净利率有所上升，盈利能力提高，2020 年公司净利率 15.05%，同比+5.24pct；2021 年 Q1 实现净利率 15.37%，同比-1.24pct。

图 7: 漫步者 2016-2020 年毛利润较为稳定



资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

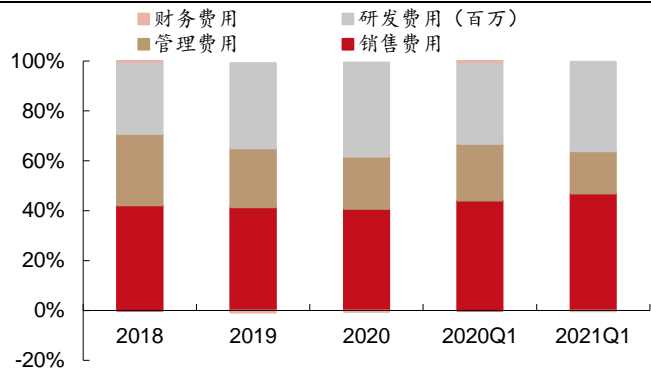
图 8: 漫步者净利润 2018 年来持续增长



资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

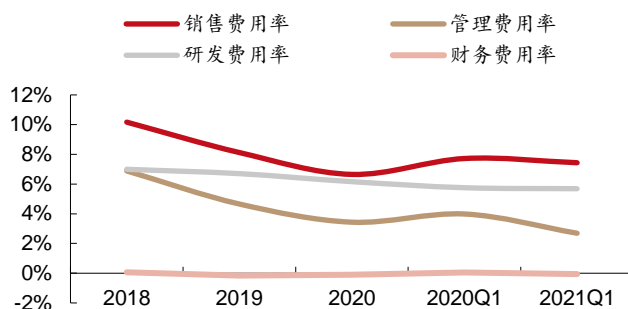
重视产品研发和销售网络布局。 1) 从公司期间费用布局上来看，销售费用和研发费用占据较高比例，2021 年 Q1 销售费用在期间费用占比达到 47.18%，同比+2.09pct；2021 年 Q1 研发费用在期间费用占比达到 36.08%，同比+3.22pct。2) 从费用率角度看，销售费用率 2021 年 Q1 达到 7.44%，同比-0.28pct；研发费用率 2021 年 Q1 达到 5.69%，同比-0.06pct。3) 公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式。目前，公司在中国境内拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域。在持续拓展实体营销渠道的同时，顺应智能互联网时代的大趋势，公司大力建设线上销售通路、提升网销操作水平。历经几年的努力与积累，公司实现了在京东、天猫等中国头部线上平台上的销售额领先。

图 9：漫步者重视销售布局和技术研发



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

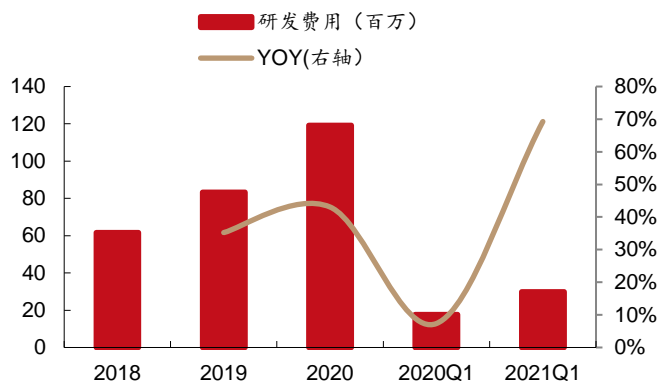
图 10：公司各项销售费用率占比情况



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

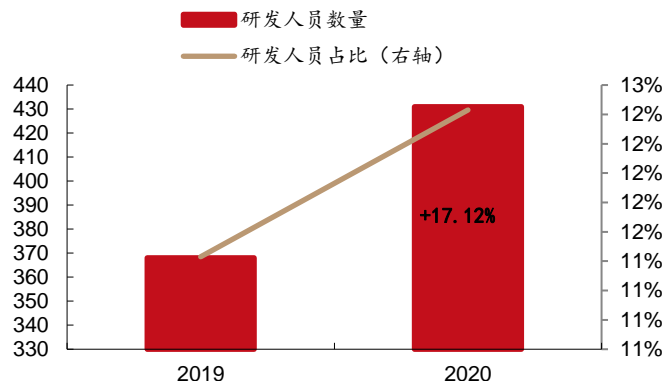
公司增强技术投入，不断推出新品。1) 从研发费用来看，公司研发费用逐年增长，2021年 Q1 研发费用达到 0.30 亿元，同比+69%。2) 公司拥有四百多名技术、研发人员。这些技术研发人员均具有声学、电子或机械方面的高等教育背景及较强的国际客户沟通能力，长期在一线从事产品电路设计、造型设计、结构设计、材料工艺研究、零部件开发等工作，具有较为丰富的实践经验。2020 年公司研发人员 431 人，同比+17.12%。

图 11：漫步者研发费用逐年增长



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

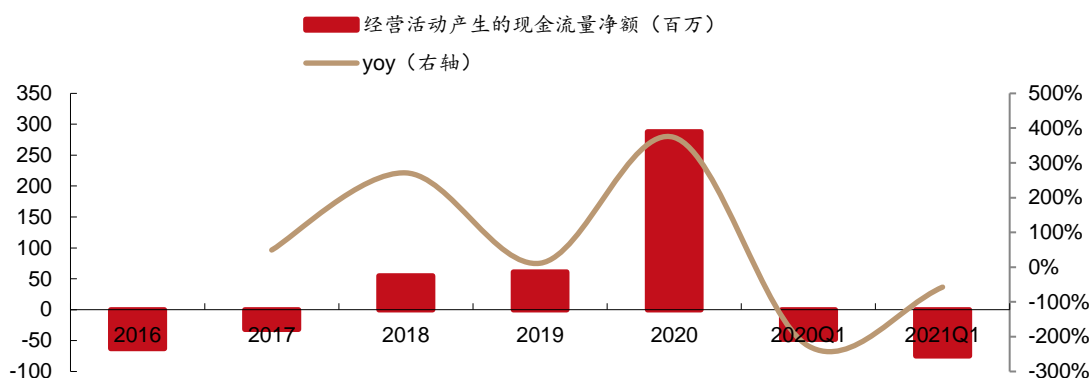
图 12：公司研发人员 2020 年占比+1pct



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

年度经营活动净现金流持续转好。1) 公司年度经营活动净现金流持续转好，2020 年经营活动净现金流达到 2.88 亿元，同比+373.31%，主要得益于公司净利润的高速增长；2) 公司 2021 年 Q1 经营性净现金流为-0.75 亿元，同比-57.23%，主要原因在于期间费用、支付职工现金和各项税费有大幅度增长。

图 13: 漫步者年度经营活动净现金流持续转好



资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

三、盈利预测

安卓 TWS 耳机行业拐点已至，漫步者受益于自身技术和销售渠道的优势。1) 短期看，漫步者深耕安卓 TWS 耳机市场，2020 年不断推出新产品，ANC 的 NB2 和 NB2pro 是国内销售最佳产品，随着产业链成熟和整体价格下降，会进一步得到市场认可；ENC 的 dreamPods 虽然工艺需要完善，仍是全国仅次于苹果、谷歌之后第三家应用的公司；漫步者开始布局高端产品市场，我们认为其有望在行业、技术和渠道的优势之下，占领一定的高端市场份额。2) 长期看，安卓 TWS 耳机技术不断升级、供给端品牌商逐渐切入相关赛道、需求端的认知、消费意愿和能力的提升有望进一步提升安卓 TWS 耳机的渗透率，未来市场容量可到 10 倍以上，2021 年总市场空间将达到 6 亿。

我们预测公司 2021-2023 年营收分别达到 27.55、37.98、48.16 亿元，归母净利润分别为 3.88、5.55、6.87 亿元，对应 EPS 为 0.44、0.62、0.77 元，维持买入评级。

四、风险提示

TWS 芯片供应不及预期；竞争者进入；下游客户发生变化。

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 | 428 | 826 | 1,388 | 营业收入 | 1,243 | 1,934 | 2,755 | 3,798 | 4,816 |
| 应收款项 | 185 | 227 | 318 | 422 | 470 | 营业成本 | 804 | 1,293 | 1,852 | 2,561 | 3,253 |
| 存货净额 | 459 | 575 | 908 | 1,251 | 1,567 | 营业税金及附加 | 10 | 15 | 23 | 31 | 39 |
| 其他流动资产 | 889 | 956 | 956 | 956 | 956 | 销售费用 | 101 | 129 | 165 | 209 | 241 |
| 流动资产合计 | 1,669 | 2,020 | 2,610 | 3,455 | 4,380 | 管理费用 | 141 | 186 | 248 | 334 | 390 |
| 固定资产及在建工程 | 429 | 406 | 388 | 367 | 338 | 财务费用 | (2) | (2) | (3) | (8) | (15) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他费用/(-收入) | 32 | (12) | (6) | 7 | 21 |
| 无形资产 | 66 | 62 | 57 | 52 | 48 | 营业利润 | 156 | 327 | 476 | 663 | 886 |
| 其他非流动资产 | 53 | 113 | 69 | 80 | 90 | 营业外净收支 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 非流动资产合计 | 547 | 580 | 514 | 500 | 476 | 利润总额 | 156 | 326 | 475 | 663 | 886 |
| 资产总计 | 2,217 | 2,600 | 3,124 | 3,955 | 4,856 | 所得税费用 | 34 | 35 | 91 | 114 | 206 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 122 | 291 | 384 | 549 | 680 |
| 应付款项 | 315 | 472 | 627 | 901 | 1,115 | 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 | 388 | 555 | 687 |
| 流动负债合计 | 315 | 479 | 629 | 904 | 1,119 | 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% | 17.2% | 20.3% | 20.5% |
| 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 | 662 | 943 | 1,164 | 营业利润率 | 12.6% | 16.9% | 17.3% | 17.5% | 18.4% |
| 股本 | 593 | 889 | 889 | 889 | 889 | 销售净利率 | 9.8% | 15.1% | 13.9% | 14.5% | 14.1% |
| 股东权益 | 1,876 | 2,069 | 2,462 | 3,012 | 3,692 | 成长能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 2,217 | 2,600 | 3,124 | 3,955 | 4,856 | 营业收入增长率 | 41.1% | 55.6% | 42.4% | 37.8% | 26.8% |
| | | | | | | 营业利润增长率 | 151.0% | 109.0% | 45.8% | 39.3% | 33.6% |
| | | | | | | 归母净利润增长率 | 130.0% | 124.8% | 40.6% | 42.9% | 23.9% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 15.4% | 20.4% | 21.2% | 23.9% | 24.0% |
| | | | | | | 流动比 | 5.30 | 4.15 | 4.15 | 3.82 | 3.91 |
| | | | | | | 速动比 | 3.84 | 3.01 | 2.71 | 2.44 | 2.51 |
| | | | | | | 每股指标与估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| | | | | | | 每股指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS | 0.14 | 0.31 | 0.44 | 0.62 | 0.77 |
| | | | | | | BVPS | 2.10 | 2.31 | 2.76 | 3.38 | 4.15 |
| | | | | | | 估值 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 114.5 | 50.9 | 36.2 | 25.4 | 20.5 |
| | | | | | | P/B | 5.0 | 6.8 | 5.7 | 4.7 | 3.8 |
| | | | | | | P/S | 11.3 | 7.3 | 5.1 | 3.7 | 2.9 |
| | | | | | | | | | | | |

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：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 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。