

漫步者(002351)/电子

品牌扩张下费用增加，长期趋势和格局未变

评级：买入(维持)

市场价格：22.61

:

分析师：张欣

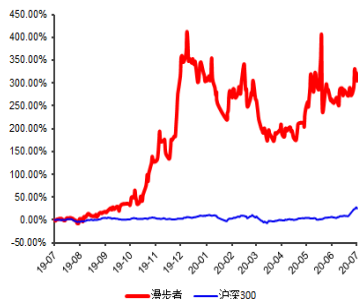
执业证书编号：S0740518070001

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	8.89
流通股本(亿股)	4.57
市价(元)	22.61
市值(亿元)	201
流通市值(亿元)	103

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《TWS 研发兑现利润，2020 年看产品升级》 2020-04-29

《TWS 驱动 Q1 淡季不淡，Q2 旺季值得期待》 2020-04-14

《业绩符合预期，继续看好 TWS 品牌稀缺标的》 2020-02-27

《漫步者首次覆盖：布局 TWS 耳机迎戴维斯双击》 2019-11-03

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	881	1,243	2,522	3,476	4,851
增长率 yoy%	-2.21%	41.13%	102.87%	37.84%	39.55%
归母净利润(百万元)	53	123	422.33	650.33	938.12
增长率 oy%	-54.19%	130.01%	243.94%	53.99%	44.25%
每股收益(元)	0.06	0.14	0.47	0.73	1.06
每股现金流量	0.06	0.07	0.21	0.51	0.60
净资产收益率	2.99%	6.57%	17.78%	24.08%	29.60%
P/E	376.57	163.72	47.60	30.91	21.43
PEG	2.67	1.69	0.89	0.22	0.22
P/B	11.26	10.76	8.46	7.45	6.34

投资要点

■ **事件：**公司于 2020 年 7 月 10 日晚发布 2020 上半年业绩预告，预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润 1.03 亿元至 1.09 亿元，同比增长 70%至 80%。

点评如下：

■ **Q2 受益 618 耳机放量，品牌扩张带来费用增加。**公司于 2020 年 7 月 10 日晚发布 2020 上半年业绩预告，预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润 1.03-1.09 亿元，同比增长 70%-80%，分拆看 Q2 归母净利润中值预测为 0.57 亿，同比增加 73%，环比增加 16%，利润大幅增加主要源于 TWS 耳机 Q2 “618 电商活动”等贡献。作为消费品属性公司，品牌&流量是最大的竞争及壁垒所在，**公司值此 618 旺季品牌扩张重点发力营销和研发投入：(1) 营销端**，聘请了潘粤明（内地实力男演员）为漫步者新品 DreamPods 首席体验官、聘请王晰（内地流行乐男低音歌手）为漫步者品牌大使，营销费用同比大幅增加；**(2) 研发端**，公司今年重点研发并发布了中高端骨传导 DreamPods（部分 7 月份上市）、中高端主动降噪 NB-2、中端 Lolipod（女性版）以及声迈子品牌 x3、新拓展场景 K6500 英语模考耳机等。营收端受部分品牌处于市场推广和认知阶段，我们预计下半年随着品牌效应的渗透、海外市场的开拓、中高考模考耳机放量营收端将受益 TWS 高速放量。

■ **TWS 中端品牌爆发元年，漫步者性价比改善格局。**TWS 耳机 2018 年双 11 以来先后经历了苹果 airpods、山寨等高低端耳机爆发，2020 年我们认为将迎来国内中端安卓系品牌的元年，产业链调研华强北山寨 TWS 耳机销售及芯片代工环比下降明显，且苹果 H2 取消有线耳机配送预计将进一步加速安卓 tws 耳机品牌的渗透，根据我们去年《从智能手机看 TWS 品牌和 ODM 格局演绎》报告中对智能手机复盘，未来 TWS 耳机市场将为 100-300 元中端市场品牌，我们看好以漫步者为代表的定位中端消费群体且主打性价比的国产品牌。从格局看，从 618 京东不完全数据统计，漫步者单日销售额超过小米等品牌排名前列，我们认为同等性价比下，消费者更看重质量多于价格，第三方品牌占优。

■ **盈利预测：**综上我们调整公司 2020-2021 年归母净利润分别 4.22（相比 Q1 点评上调幅度 31%）、6.50（相比 Q1 点评上调幅度 55%）亿元，分别同比增长 244%、54%，对应 2020-2021 年 PE 分别为 47、31；综合考虑 Tws 低渗透率、成长性、稀缺性以及 2021 年可比公司估值，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**TWS 销量不及预期；市场竞争风险，系统性风险

图表 1: 公司业务拆分预测及假设

	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	核心假设情况
一、耳机业务收入比例(%)	31.34%	40.61%	55.02%	75.45%	82.58%	87.15%	1、tws耳机和海外市场陆续放量； 2、tws高于行业，随着竞争优势下降，2022年增速同步行业； 3、中高考听力下半年加速释放
收入(百万)	282.34	357.63	684.04	1,902.97	2,870.84	4,227.90	
同比增长(%)	86.96%	26.67%	91.27%	178.20%	50.86%	47.27%	
成本(百万)	185.21	239.33	436.70	1,141.73	1,760.44	2,652.84	
毛利率(%)	34.40%	33.08%	36.16%	40.00%	38.68%	37.25%	
二、多媒体音箱 营收占比	58.83%	53.25%	40.23%	20.43%	15.26%	11.27%	Wi-Fi音箱跟随智能家居成长，今年疫情影响，2021年恢复增长
营收(百万)	529.97	468.96	500.16	515.16	530.62	546.54	
同比增长(%)	3.35%	-11.51%	6.65%	3.00%	3.00%	3.00%	
成本(百万)	360.97	334.67	335.31	347.73	356.57	366.18	
毛利率(%)	31.89%	28.64%	32.96%	32.50%	32.80%	33.00%	
三、汽车音响	23.02	19.56	20.05	20.45	21.47	22.55	汽车后装市场放量
同比增长(%)	45.88%	-15.03%	2.51%	2.00%	5.00%	5.00%	
成本(百万)	14.44	12.62	13.38	14.11	15.03	15.78	
毛利率(%)	37.27%	35.48%	33.29%	31.00%	30.00%	30.00%	
四、专业音响	11.49	14.51	16.09	12.87	15.44	17.76	歌舞厅、卡拉OK厅等专业娱乐场所，受疫情可能影响，2021年恢复增长
同比增长(%)	41.68%	26.28%	10.87%	-20.00%	20.00%	15.00%	
成本(百万)	693.00%	833.00%	10.39	8.75	10.66	12.43	
毛利率(%)	39.69%	42.59%	35.44%	32.00%	31.00%	30.00%	
五、空气净化器等(百万)	51.47	14.10	13.00	58.80	23.92	19.52	2020年口罩业务快速放量
同比增长(%)	37.88%	-72.61%	-7.80%	352.31%	-59.32%	-18.38%	
毛利率(%)	59.02%	54.18%	55.00%	70.00%	55.00%	55.00%	
六、其他业务(百万)	2.50	5.88	9.81	11.78	14.13	16.96	厂房租金+材料收入等
同比增长(%)	119.30%	135.20%	66.91%	20.00%	20.00%	20.00%	
成本(百万)	1.62	3.62	2.67	5.89	7.07	8.48	
毛利率(%)	35.20%	38.44%	72.84%	50.00%	50.00%	50.00%	

来源：中泰证券研究所

图表 2: 可比公司估值表

公司名称	证券代码	收盘价 (07-12)	EPS			PE			目前市值 (亿)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
立讯精密	002475.SZ	56.17	0.88	0.95	1.26	64	59	44	3,923
歌尔股份	002241.SZ	32.31	0.40	0.61	0.83	81	53	39	1,048
共达电声	002655.SZ	13.35	0.09	0.27	0.44	148	49	30	48
佳禾智能	300793.SZ	30.07	0.92	0.75	1.08	33	40	28	80
平均值		32.98	0.57	0.64	0.90	81	51	35	1,275

来源：中泰证券研究所

图表 3：盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	881	1,243	2,522	3,476	4,851	货币资金	171	136	398	528	598
增长率	-2.2%	41.1%	102.9%	37.8%	39.5%	应收款项	94	180	241	338	470
营业成本	-605	-804	-1,536	-2,161	-3,064	存货	281	459	736	944	1,439
%销售收入	68.7%	64.7%	60.9%	62.1%	63.2%	其他流动资产	931	895	906	904	920
毛利	276	439	986	1,316	1,787	流动资产	1,478	1,669	2,282	2,715	3,427
%销售收入	31.3%	35.3%	39.1%	37.9%	36.8%	%总资产	74.3%	75.3%	80.8%	83.6%	86.8%
营业税金及附加	-9	-10	-20	-26	-34	长期投资	26	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	381	419	429	427	422
营业费用	-90	-101	-182	-195	-252	%总资产	19.2%	18.9%	15.2%	13.1%	10.7%
%销售收入	10.2%	8.1%	7.2%	5.6%	5.2%	无形资产	66	66	61	55	50
管理费用	-61	-58	-272	-316	-374	非流动资产	511	547	541	532	522
%销售收入	6.9%	4.7%	10.8%	9.1%	7.7%	%总资产	25.7%	24.7%	19.2%	16.4%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	117	270	512	779	1,127	资产总计	1,989	2,217	2,823	3,247	3,949
%销售收入	13.3%	21.7%	20.3%	22.4%	23.2%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	-1	2	-4	-4	-4	应付款项	136	238	346	451	693
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	其他流动负债	47	77	77	77	77
资产减值损失	39	-65	12	8	6	流动负债	182	315	423	529	771
公允价值变动收益	0	9	0	0	0	长期贷款	8	9	9	9	9
投资收益	43	28	33	40	45	其他长期负债	3	16	16	16	16
%税前利润	21.5%	11.7%	6.0%	4.9%	3.8%	负债	194	341	449	554	796
营业利润	199	244	553	823	1,174	普通股股东权益	1,786	1,869	2,375	2,700	3,169
营业利润率	22.5%	19.6%	21.9%	23.7%	24.2%	少数股东权益	9	7	-1	-8	-17
营业外收支	-1	-1	-5	-2	-1	负债股东权益合计	1,989	2,217	2,823	3,247	3,949
税前利润	198	243	548	821	1,173						
利润率	22.4%	19.5%	21.7%	23.6%	24.2%						
所得税	-15	-34	-110	-161	-232						
所得税率	7.8%	13.8%	20.1%	19.6%	19.8%						
净利润	46	122	414	644	929						
少数股东损益	-7	-1	-8	-6	-9						
归属于母公司的净利润	53	123	422	650	938						
净利率	6.1%	9.9%	16.7%	18.7%	19.3%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	46	122	414	644	929	每股指标					
加: 折旧和摊销	31	34	34	37	39	每股收益 (元)	0.06	0.14	0.47	0.73	1.06
资产减值准备	39	70	12	8	6	每股净资产 (元)	2.01	2.10	2.67	3.04	3.56
公允价值变动损失	0	-9	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.06	0.07	0.21	0.51	0.60
财务费用	12	2	4	4	4	每股股利 (元)	0.07	0.07	0.24	0.37	0.53
投资收益	-43	-28	-33	-40	-45	回报率					
少数股东损益	-7	-1	-8	-6	-9	净资产收益率	2.99%	6.57%	17.78%	24.08%	29.60%
营运资金的变动	-56	778	-240	-196	-400	总资产收益率	2.31%	5.50%	14.67%	19.83%	23.52%
经营活动现金净流	55	61	191	456	533	投入资本收益率	2.90%	7.52%	51.48%	61.47%	74.87%
固定资本投资	-17	-31	-30	-30	-30	增长率					
投资活动现金净流	9	-8	3	10	15	营业总收入增长率	-2.21%	41.13%	102.87%	37.84%	39.55%
股利分配	-59	-59	-211	-325	-469	EBIT增长率	-15.13%	209.05%	43.21%	52.11%	43.81%
其他	35	-13	279	-12	-10	净利润增长率	-54.19%	130.01%	243.94%	53.99%	44.25%
筹资活动现金净流	-24	-73	68	-337	-479	总资产增长率	-1.05%	11.43%	27.34%	15.02%	21.62%
现金净流量	39	-20	262	130	70	资产管理能力					
						应收账款周转天数	36.4	39.6	30.0	30.0	30.0
						存货周转天数	125.9	107.1	85.3	87.0	88.4
						应付账款周转天数	70.2	68.1	50.0	50.0	50.0
						固定资产周转天数	154.1	115.8	60.5	44.3	31.5
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-7.04%	-20.65%	-21.79%	-21.80%	-35.24%
						EBIT利息保障倍数	217.5	-187.8	133.3	202.7	291.5
						资产负债率	9.76%	15.36%	15.91%	17.07%	20.17%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。