

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

证券研究报告

2020年12月09日

● 核心结论

事件：漫步者近期发布了TWS NB2 Pro真无线降噪蓝牙耳机，这款产品的最大降噪深度提升至-38dB，新支持全景声环绕音效功能，采用全新的通话降噪算法，支持AAC音频编码，还增加了快充功能。

国产芯片厂商助力，TWS耳机出货量有望进一步增长。1) 根据旭日大数据，2019苹果无线耳机出货量大概6000w，安卓品牌TWS耳机2000w，白牌1.8亿，2021年苹果、安卓品牌和白牌将达到1.2、1和3.8亿，市场将翻倍增长。2) ANC、ENC逐渐成熟，安卓品牌未来渗透率会进一步提升，未来TWS市场容量近10倍，漫步者作为一线品牌将会充分受益。

苹果不再提供有线耳机，推动Airpods及其他TWS耳机出货量。2020年漫步者不断推出新产品，ANC的NB2/NB2 pro系列为国内销售最佳产品，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虽然工艺需完善，但仍为全世界仅次于苹果、谷歌之后的第三家应用的公司。

漫步者深耕安卓机市场，耳机业务毛利率市场领先。公司公布2020三季度报告，公司前三季度共实现营收12.7亿元，同比+61.1%，归母净利润1.85亿元，同比+130.03%。公司自有品牌全面布局销售渠道，营销投入高于同行，下游客户以渠道商为主，对比同行有较强议价能力，预计未来公司耳机业绩进一步向好发展。

投资建议：我们预计公司未来三年营收分别为19.30、27.55、37.99亿元，EPS分别为0.30、0.43、0.56元/股，对应PE54.8X/38.5X/29.6X，目标价25.54元，维持买入评级。

风险提示：TWS芯片供应不及预期；下游客户发生变化；竞争者数量增多。

● 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	881	1,243	1,930	2,755	3,799
增长率	-2.2%	41.1%	55.3%	42.7%	37.9%
归母净利润 (百万元)	53	123	269	383	499
增长率	-54.2%	130.0%	119.2%	42.4%	30.1%
每股收益 (EPS)	0.06	0.14	0.30	0.43	0.56
市盈率 (P/E)	276.1	120.1	54.8	38.5	29.6
市净率 (P/B)	5.5	5.3	5.1	4.9	4.7

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

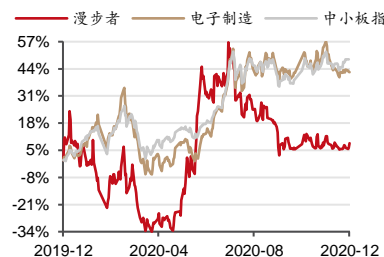
评级变动

维持

当前价格

16.58

近一年股价走势



分析师



邢开允 S0800519070001



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

相关研究

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

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)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	171	136	230	260	290	营业收入	881	1,243	1,930	2,755	3,799
应收款项	115	185	147	159	159	营业成本	605	804	1,188	1,749	2,415
存货净额	281	459	665	988	1,364	营业税金及附加	9	10	16	23	31
其他流动资产	910	889	889	889	889	销售费用	90	101	135	138	190
流动资产合计	1,478	1,669	1,931	2,296	2,703	管理费用	122	141	203	275	399
固定资产及在建工程	398	429	429	424	420	财务费用	1	(2)	2	7	10
长期股权投资	19	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(7)	32	42	68	110
无形资产	66	66	61	57	52	营业利润	62	156	345	494	644
其他非流动资产	28	53	43	47	52	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	511	547	533	528	524	利润总额	61	156	344	493	643
资产总计	1,989	2,217	2,464	2,824	3,227	所得税费用	15	34	77	114	149
短期借款	0	0	123	235	288	净利润	46	122	267	380	494
应付款项	182	315	410	586	837	少数股东损益	(7)	(1)	(3)	(4)	(5)
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	53	123	269	383	499
流动负债合计	182	315	533	820	1,125	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	8	9	9	8	8	盈利能力					
其他长期负债	3	16	8	9	11	ROE	3.0%	6.7%	14.2%	19.7%	24.5%
长期负债合计	12	26	16	18	20	毛利率	31.3%	35.3%	38.5%	36.5%	36.4%
负债合计	194	341	549	838	1,144	营业利润率	7.1%	12.6%	17.8%	17.9%	16.9%
股本	595	593	593	593	593	销售净利率	5.2%	9.8%	13.8%	13.8%	13.0%
股东权益	1,795	1,876	1,915	1,986	2,083	成长能力					
负债和股东权益总计	1,989	2,217	2,464	2,824	3,227	营业收入增长率	-2.2%	41.1%	55.3%	42.7%	37.9%
						营业利润增长率	-57.3%	151.0%	120.5%	43.4%	30.2%
						归母净利润增长率	-54.2%	130.0%	119.2%	42.4%	30.1%
						偿债能力					
						资产负债率	9.8%	15.4%	22.3%	29.7%	35.5%
						流动比	8.10	3.63	3.63	2.80	2.40
						速动比	6.56	3.84	2.38	1.59	1.19
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.06	0.14	0.30	0.43	0.56
						BVPS	2.01	2.10	2.15	2.23	2.35
						估值					
						P/E	276.1	120.1	54.8	38.5	29.6
						P/B	5.5	5.3	5.1	4.9	4.7
						P/S	16.7	11.9	7.6	5.4	3.9

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。