

# 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

### 核心结论

**国内知名声学制造商，耳机业务崛起。**漫步者是国内声学制造商，公司创立于1996年，专注音频技术的研发与产品应用。公司受益于TWS耳机行业发展，盈利与运营指标全方向向好，公司2019年实现营业收入12.4亿元，同比增长41.1%，归母净利润1.2亿元，同比增长130.0%；营业周期由218.9天缩短至204.6天，营运效率提升；收现比达到103.4%，超越同行的95.0%。

**TWS耳机高端性能价格不断下沉，公司深耕安卓系市场。**漫步者TWS耳机与同价位产品相比配置极具竞争力，产品设计紧跟龙头厂商步伐，定价仅为龙头厂商的一半；公司明星产品Lollipop自推出以来维持高客户粘性，月销量留存率超过七成。此外，互联网厂商瞄准耳机生态，加速渗透五千亿流量市场，将推动TWS耳机逐步摆脱手机连接，成为新的智能终端，公司携手互联网厂商卡位声学入口，坐阵TWS厂商第三极。

**打造自有品牌，形成设计、制造、销售一体化布局。**公司设计多次取得国际知名奖项，打造南方生产制造基地；与同行相比，漫步者产品线布局全面，低、中、高端品牌配套完善，价格区间覆盖百元至千元以上；公司已形成自有销售渠道，积极推广经销商模式，打通线上销售平台，核心平台占利润比重逾三成。前后道一体化布局下，公司耳机业务毛利率领先同行8pct。

**盈利预测与投资建议：**我们预测公司2020-2022年营业收入分别为44.1/65.1/86.2亿元，归属母公司股东的净利润分别为4.5/6.4/7.7亿元，同比增速分别为267.2%/42.0%/20.2%。考虑到公司是国内自有TWS耳机品牌厂商，能够享受行业飞速发展期的红利，给予0.6倍PEG，目标价为25.20元，对应2021年35倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情影响TWS耳机需求、TWS耳机渗透率提升不及预期、TWS耳机行业竞争格局加剧、产品更迭速度加快导致公司出货量不及预期

### 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	881	1,243	4,408	6,509	8,623
增长率	-2.2%	41.1%	254.6%	47.7%	32.5%
归母净利润 (百万元)	53	123	451	640	770
增长率	-54.2%	130.0%	267.2%	42.0%	20.2%
每股收益 (EPS)	0.06	0.14	0.51	0.72	0.87
市盈率 (P/E)	328.8	142.9	38.9	27.4	22.8
市净率 (P/B)	6.6	6.3	5.6	4.8	4.2

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	
评级变动	首次
当前价格	19.58

### 近一年股价走势



### 分析师

邢开允 S0800519070001  
xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

### 联系人

林承瑜 S0800119080018  
linchengyu@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
漫步者核心指标概览 .....	6
一、国内知名声学制造商，耳机业务崛起 .....	7
1.1 公司是国内知名声学制造商 .....	7
1.2 财务分析：耳机业务推动盈利与运营指标全方向向好 .....	8
1.2.1 耳机业务带动营业收入及归母净利润上行 .....	8
1.2.2 耳机业务步入红利期，成为公司毛利主要来源 .....	8
1.2.3 自建团队打造完善销售体系，销售费用高于同行 .....	9
1.2.4 耳机业务盘活资产，缩短营业周期 .....	10
1.2.5 公司自有品牌带来更强的议价能力，现金流回收状况优于同行 .....	10
二、高端性能价格下沉，享受 TWS 耳机高渗透红利.....	11
2.1 TWS 耳机进入高速渗透期，空间可看 400 亿 .....	11
2.2 海外品牌已占一席之地，竞争激烈倒逼国内厂商加速发力 .....	12
2.3 国内专业耳机制造商成功突围，明星产品熠熠生辉 .....	14
2.4 携手互联网厂商卡位声学入口，坐阵 TWS 厂商第三极 .....	15
三、打造自有品牌，形成设计、制造、销售一体化.....	17
3.1 设计、制造、销售，三驾马车拉动漫步者 .....	17
3.2 打造自有品牌，定位核心客户群 .....	20
3.3 卡位 3C 市场，扩大品牌影响力 .....	21
四、盈利预测与估值建议 .....	22
4.1 盈利预测 .....	22
4.2 估值与投资建议 .....	23
五、风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1：漫步者核心指标概览图 .....	6
图 2：漫步者发展历程.....	7
图 3：漫步者股权结构图 .....	7
图 4：漫步者现有产品涉及三大品类 .....	8

图 5: 2019 年 TWS 耳机业务拉动营业收入同比增长 37.8% .....	8
图 6: 2019 年 TWS 耳机业务拉动归母净利润增长 130.0%.....	8
图 7: 漫步者 2015-2019 分业务营收占比 (%) .....	9
图 8: 漫步者 2015-2019 分业务毛利占比 (%) .....	9
图 9: 漫步者因自有品牌销售费用率高于传统代工厂商.....	9
图 10: 漫步者管理费用率水平位居行业中游.....	9
图 11: 漫步者研发费用率处于业内领先水平.....	10
图 12: 漫步者财务费用率波动小于同行 .....	10
图 13: 漫步者固定资产周转率逐步企稳回升 .....	10
图 14: 漫步者营业周期缩短 .....	10
图 15: 2017-2019 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) .....	11
图 16: 漫步者 2017-2019 资本支出/研发投入 (%) .....	11
图 17: 2018 年公司耳机业务折旧成本占比 1.4% .....	11
图 18: 2019 年公司耳机业务折旧成本占比为 1.0%.....	11
图 19: 2019 年全球 TWS 耳机厂商呈现百花争鸣 .....	13
图 20: 2020 年 2 月以来线上主流平台 TWS 耳机均价逐月下降.....	13
图 21: 中价位区间销量占比 38.3%.....	13
图 22: 500 元以上区间耳机 CR5 达到 81.1% .....	13
图 23: 100-500 元价格区间 CR5 仅为 31.7%.....	14
图 24: 100 元以下价格区间 CR5 为 50.1% .....	14
图 25: 漫步者 Lollipopods 外形对标龙头厂商.....	15
图 26: 漫步者推出主动降噪耳机.....	15
图 27: Lollipopods 单月留存率达到 76.7% .....	15
图 28: TWS1 单月留存率达到 27.9%.....	15
图 29: TWS 耳机与移动音乐 .....	16
图 30: TWS 耳机与生活服务 .....	16
图 31: 网易 TWS 耳机.....	17
图 32: 爱奇艺 TWS 耳机.....	17
图 33: 漫步者已实现设计、制造、销售一体化布局 .....	18
图 34: 2019 年公司研发人员占比达到 11% .....	18
图 35: 漫步者专利数量.....	18
图 36: 漫步者生产基地布局 .....	19
图 37: 2019 年漫步者资本开支达到 0.72 亿元.....	19
图 38: 漫步者推广经销商模式, 对渠道议价能力高于同行.....	20
图 39: 漫步者自有品牌实现全价位覆盖 .....	20
图 40: 漫步者耳机业务毛利率远超同行 .....	21
图 41: 漫步者线上京东渠道销售贡献占比超过 30%.....	21
图 42: 2019 年公司第一大客户收入占比达到 31.7% .....	21

表 1: 漫步者销售人员数量远高于同行 .....	9
表 2: 2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----中性 .....	12
表 3: 2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----乐观 .....	12
表 4: 2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----谨慎 .....	12
表 5: 2022 年苹果+安卓整体 TWS 耳机市场规模测算 .....	12
表 6: 漫步者明星产品 Lollipods 极具竞争力 .....	14
表 7: 主流应用 App 流量价值达到 3604.9 亿元 .....	16
表 8: 市场主流产品参数对比 .....	17
表 9: 互联网厂商入局 TWS .....	17
表 10: 体现出公司扎实的研发实力和业界领先的工业设计水平 .....	18
表 11: 漫步者产品性价比高 .....	21
表 12: 公司营业收入拆分 (单位: 百万元) .....	22
表 13: 可比公司 2020 年 PE 均值为 37.7 倍 .....	23

## 投资要点

### 关键假设

- 1) 假设 TWS 耳机业务主要有主力机型 Lollipods、TWS1、新品及其他旧款产品四大类型；
- 2) 假设 2020-2022 年主力产品 Lollipods 分别为 600/420/294 万套，对应价格分别为 106/96/86 元，TWS1 的出货量分别为 29/7/2 万套，对应价格分别为 64/51/41 元；
- 3) 假设 2020-2022 年 TWS 耳机行业整体出货量为 3.3/4.2/5.5 亿套，其中公司新品价格区间 300-500 元在出货量中占比分别为 5%/6%/8%，漫步者品牌在该价位区间的市占率分别达到 50%/50%/50%，均价分别为 416/395/375 元，耳机业务毛利率为 37%/37%/37%；
- 4) 假设 2020-2022 年多媒体音箱业务每年保持 8% 的收入增长，毛利率为 33%/32%/31%；
- 5) 假设 2020-2022 年汽车音响业务收入平稳，毛利率分别为 31%/29%/27%；
- 6) 假设 2020-2022 年专业音响、其他业务收入保持平稳毛利率分别维持 35%、60%。

### 区别于市场的观点

市场认为公司定位中价位市场，未来成长受到高价位及低价位 TWS 耳机产品的挤压。

我们认为中价位市场方兴未艾，中价位市场销量占比有提升空间，一方面，低价位机型将传统有线耳机用户转化为 TWS 耳机用户，培育用户使用习惯，主动降噪等功能叠加带动 BOM 成本上行，低价位区间用户将逐步转为中价位用户；另一方面，在高价位耳机市场的性能卓越、创新领先，但其定位在千元以上的新机或难以满足用户体验，第二梯队的耳机制造商将积极跟进龙头厂商的方案，推出性价比更高的方案；由此，高低端用户的迁移将扩充中价位市场空间。

市场认为除了传统耳机制造商及手机制造商的 TWS 耳机，漫步者作为第三方品牌难以突围。

我们认为 TWS 耳机不仅体现电子产品高科技的属性，追求性能，而且还体现消费品的推广、营销属性。漫步者除了制造、设计能力之外，在品牌溢价、产品价格区间定位、销售渠道覆盖范围等多维度都超越国内其他厂商，为公司赢得优势。此外携手互联网巨头展开合作，将推动公司的市占率不断提升，形成除了手机品牌、传统高端耳机制造商之外的第三方阵营。

### 股价上涨催化剂

短期，公司推出紧跟北美龙头厂商主动降噪功能的 TWS 耳机，叠加线上平台数据持续验证公司的销售数据，公司销量超预期；中期，公司与互联网厂商联袂合作取得进展，将互联网流量与购买 TWS 耳机硬件用户相互转换拓展客户群，中价位销量占比上升；长期，公司作为第三方品牌，在该阵营内取得领先的市占率，与手机品牌商、传统耳机制造商媲美。

### 估值与目标价

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 44.1/65.1/86.2 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 4.5/6.4/7.7 亿元，同比增速分别为 267.2%/42.0%/20.2%。考虑到公司是国内自有 TWS 耳机品牌厂商，能够享受行业飞速发展期的红利，给予 0.6 倍 PEG，目标价为 25.20 元，对应 2021 年 35 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

## 漫步者核心指标概览

图 1：漫步者核心指标概览图



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，西部证券研发中心



## 一、国内知名声学制造商，耳机业务崛起

### 1.1 公司是国内知名声学制造商

20 余年积淀，漫步者打造国内声学产品生产商。漫步者是国内声学制造商，公司创立于 1996 年，专注音频技术的研发与产品应用，开拓电声技术、深耕产品设计研发、规模生产、自主营销，产品涵盖多媒体音箱、耳机、汽车音响、专业音响等。公司成立于 1996 年，2006 年公司发展成为国内多媒体音响行业的龙头企业，境内市场占有率达到 22.1%，公司于 2010 年登陆 A 股上市。

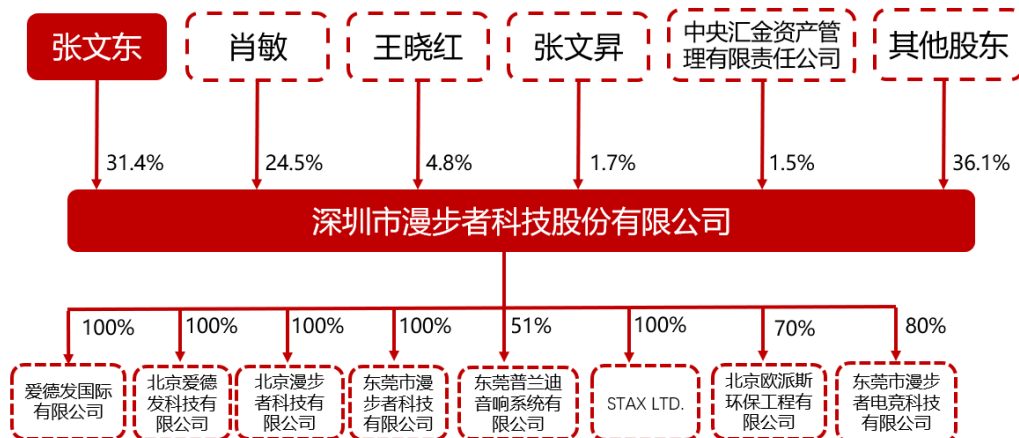
图 2：漫步者发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

公司核心管理层销售及研发出身，股东与公司利益一致。截至 2020 年第一季度，公司前十大股东持股比例高达 67.2%。公司的实际控制人为董事长兼总裁张文东，持有公司 31.4% 的股份，张文东先生早年担任北京理工大学讲师，与肖敏、王九魁发起成立。第二大股东为公司副总裁肖敏，持有公司 24.5% 的股份，曾任硬件工程师，主持研发公司多媒体音箱全系列产品。

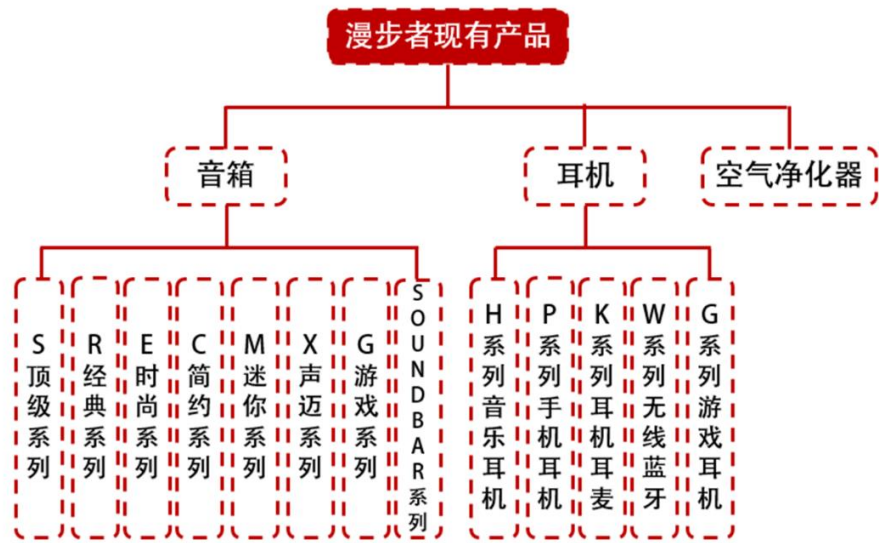
图 3：漫步者股权结构图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

公司打造自有品牌，形成声学产品平台。公司坚持发展自有品牌，注重“漫步者”品牌形象，目前旗下形成音箱、耳机、空气净化器三大产品，每类产品旗下推出多个产品系列，涉及简约、市场、经典、顶级设计；亦或是针对细分市场推出应用产品，例如游戏耳机、手机耳机等。未来公司将充分利用多年音频产品的研发和生产经验，开发中、高端和专业型高附加值产品。

图 4：漫步者现有产品涉及三大品类



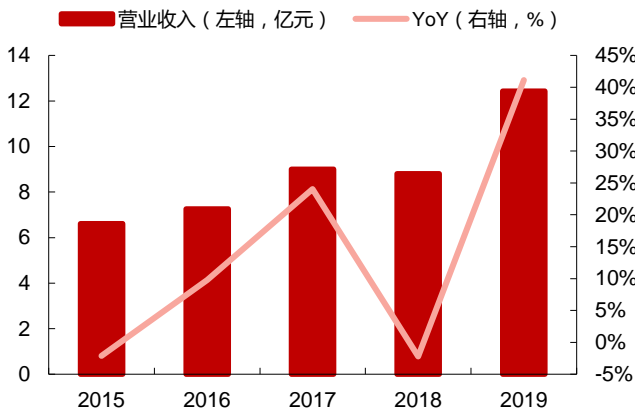
资料来源：漫步者官方旗舰店，西部证券研发中心

## 1.2 财务分析：耳机业务推动盈利与运营指标全方位向好

### 1.2.1 耳机业务带动营业收入及归母净利润上行

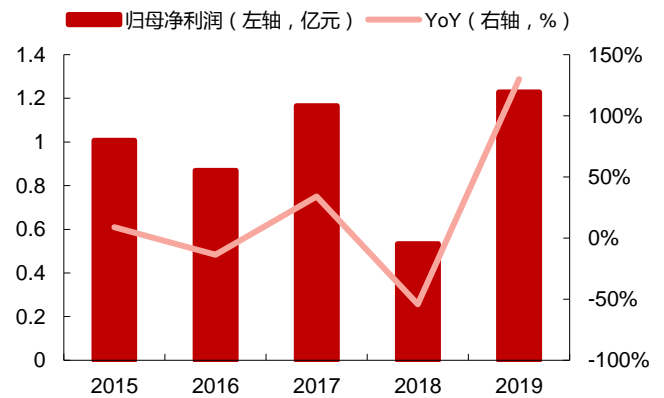
TWS 耳机业务拉动公司营业收入与归母净利润大幅攀升。公司 2019 年实现营业收入 12.4 亿元，同比增长 41.1%，2015-2019 年复合增长率为 17.1%。2020 年第一季度实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 37.9%。公司 2019 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 130.0%，2015-2019 年复合增长率为 5.1%。2020 年第一季度实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 77.7%。

图 5：2019 年 TWS 耳机业务拉动营业收入同比增长 37.8%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：2019 年 TWS 耳机业务拉动归母净利润增长 130.0%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

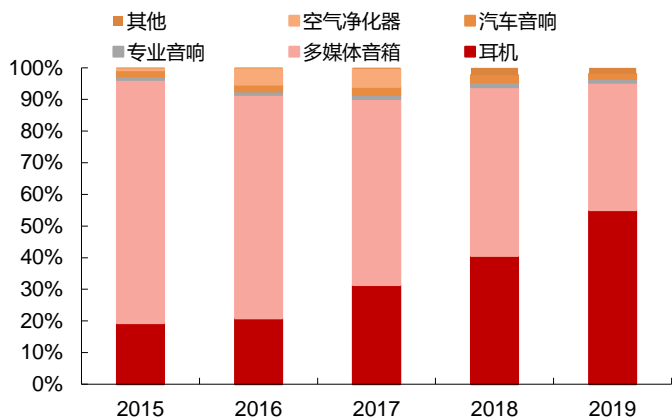
### 1.2.2 耳机业务步入红利期，成为公司毛利主要来源

TWS 耳机步入产品红利期，带动耳机业务公司成长的主要驱动力。公司声学产品线涉及耳机、多媒体音响、专业音响、汽车音响、空气净化器等。从营收占比来看，耳机业务已由 2015 年的 19.4% 增长至 2019 年的 55.0%，赶超多媒体音箱业务。从毛利占比来看，耳机业务由 2015



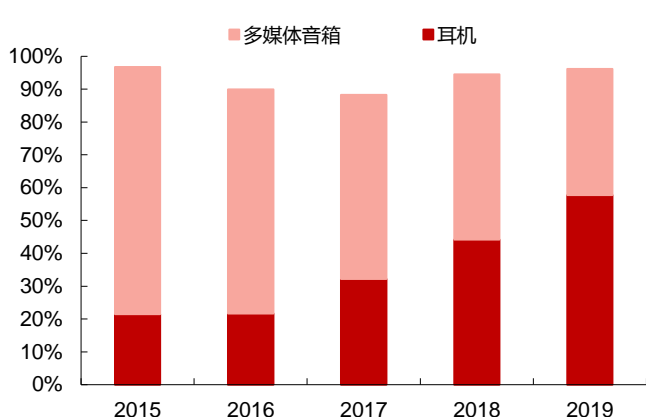
年的 21.5% 增长至 2019 年的 57.7%，已经成为漫步者毛利的主要来源。

图 7：漫步者 2015-2019 分业务营收占比 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：漫步者 2015-2019 分业务毛利占比 (%)

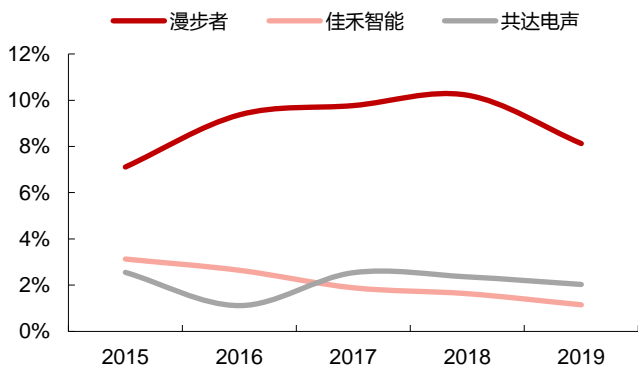


资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 1.2.3 自建团队打造完善销售体系，销售费用高于同行

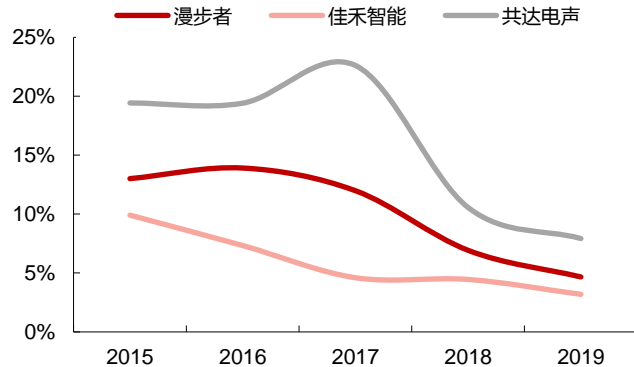
漫步者自有销售渠道带动销售费用高企。从销售费用率来看，漫步者自有的销售渠道涉及线上、线下平台，营销投入高于同行耳机代工厂商，2019 年销售费用率达到 8.1%，高于佳禾智能的 2.0% 及共达电声的 1.2%；公司 TWS 耳机业务在线上平台开始发力，销售人员数量达到 259 人，远高于同行平均 51 人。销售呈现规模效应，销售费用率同比 2018 年 10.2% 下降 2.1 pct。

图 9：漫步者因自有品牌销售费用率高于传统代工厂商



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：漫步者管理费用率水平位居行业中游



资料来源：Wind，西部证券研发中心

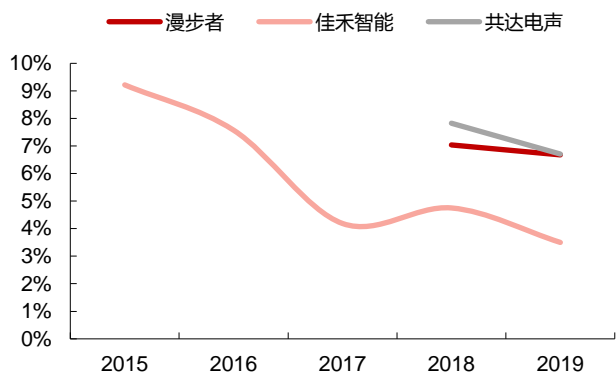
表 1：漫步者销售人员数量远高于同行

	漫步者	共达电声	佳禾智能
生产	2360	1,849	4,690
<b>销售</b>	<b>259</b>	<b>49</b>	<b>53</b>
技术	368	596	281
财务	18	13	31
行政	216	136	418
<b>合计</b>	<b>3221</b>	<b>2643</b>	<b>5473</b>

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

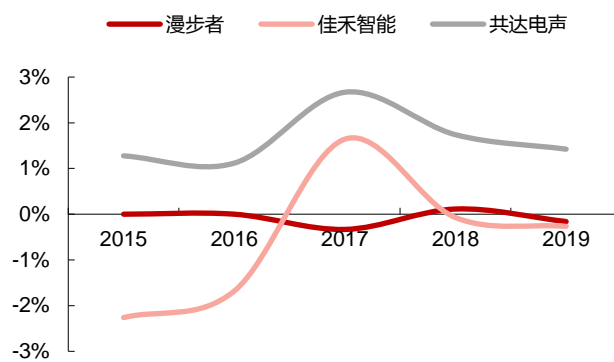
公司研发费用投入追赶同行厂商。2019年漫步者研发费用率达到6.7%，与共达电声持平。公司结合耳机音响的未来发展趋势，加大智能云音响、智能语音耳机、TWS耳机和教育耳机的研发投入。财务费用方面，公司营业收入中有22.6%来自海外地区，受到美元汇率结算影响，2019年财务费用为-0.2%。

图 11：漫步者研发费用率处于业内领先水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：漫步者财务费用率波动小于同行

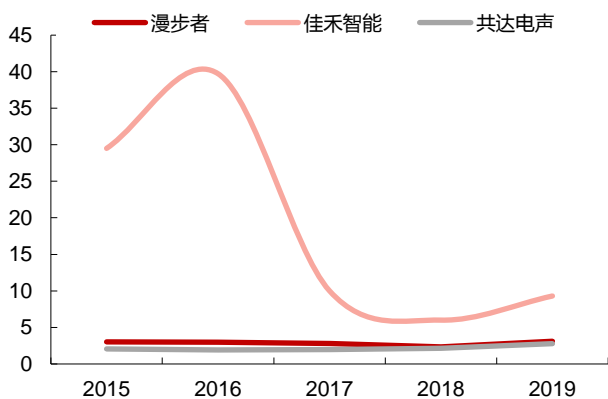


资料来源：Wind，西部证券研发中心

#### 1.2.4 耳机业务盘活资产，缩短营业周期

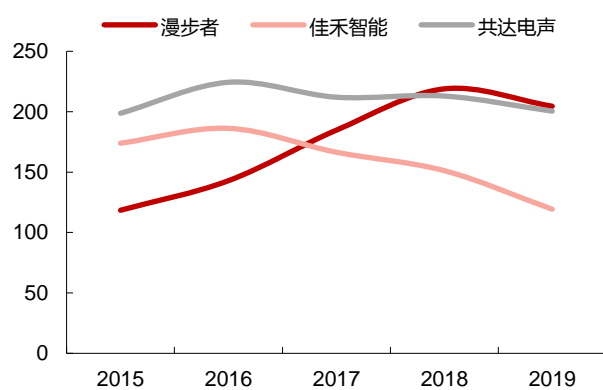
耳机业务盘活公司资产，营业周期缩短。TWS耳机高周转业务模式盘活公司资产，从固定资产周转率来看，漫步者固定资产周转率由2.3次上升至3.1次，与此同时，公司营业周期由218.9天缩短至204.6天，运营效率大幅提升。伴随公司耳机新品快速跟进海外厂商，攻破中价位市场，运营效率有望进一步改善。

图 13：漫步者固定资产周转率逐步企稳回升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：漫步者营业周期缩短



资料来源：Wind，西部证券研发中心

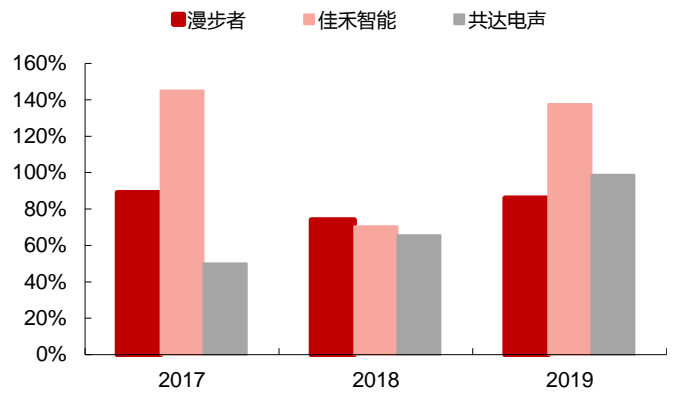
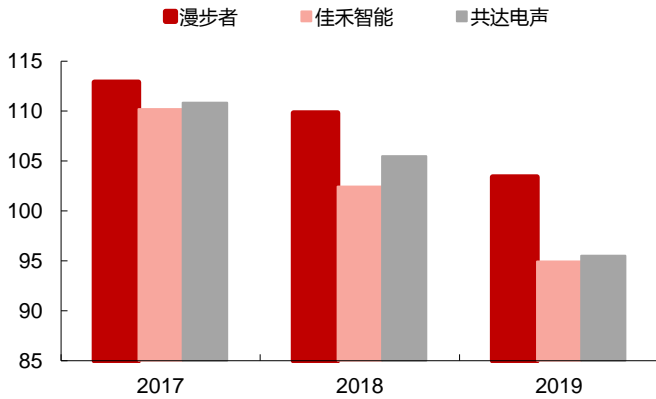
#### 1.2.5 公司自有品牌带来更强的议价能力，现金流回收状况优于同行

从销售商品提供劳务收到的现金/营业收入指标来看，2017-2019年行业公司的营收体量实现跨越式增长，与此同时下游核心客户的支付方式因订单体量上升采用非现金结算的票据等方式，当时行业整体指标呈现下降趋势。漫步者的下游客户以渠道商为主，而非品牌厂商，议价力优于同行，2019年漫步者这一指标达到103.4%，回收现金的能力优于同行的95.5%与95.0%。

从资本支出/研发投入来看，漫步者扩张节奏较稳健，资本支出/研发投入比例为 86.0%，低于同行。

图 15: 2017-2019 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)

图 16: 漫步者 2017-2019 资本支出/研发投入 (%)



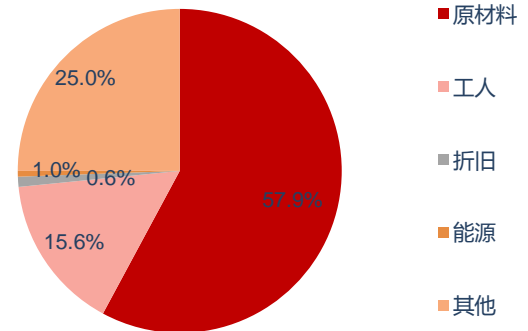
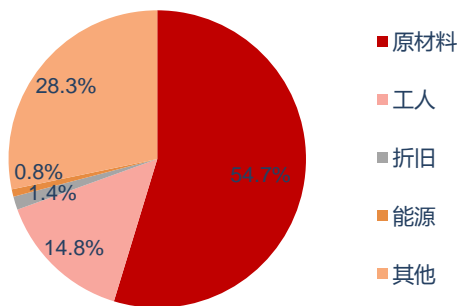
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

公司自有品牌 TWS 耳机步入放量期，生产规模优势尽显。2019 年公司耳机业务营业收入由 3.6 亿元增长至 6.8 亿元，固定成本进一步下降，其中折旧成本占比由 1.4% 下降 0.4 pct 至 1.0%；其他成本占比由 28.3% 降低至 25.0%。

图 17: 2018 年公司耳机业务折旧成本占比 1.4%

图 18: 2019 年公司耳机业务折旧成本占比为 1.0%



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

## 二、高端性能价格下沉，享受TWS耳机高渗透红利

### 2.1 TWS耳机进入高速渗透期，空间可看400亿

我们预计 2020 年安卓 TWS 耳机市场空间将达到 429 亿元。根据我们的互联网统计数据，我们将安卓手机划分为 0-1000 元、1000-2500 元、2500-3500 元、3500-4500 元、4500 元以上这五个价格段，不同价位段手机应该对应不同价格的 TWS 耳机（约为手机价格的 20%），我们认为随着消费者对 TWS 耳机质量要求的提升，明年 TWS 耳机市场产品结构将会调整，高端市场销量少但是渗透率更高，中低端 TWS 耳机渗透率稍低（测算不包含山寨耳机）。

以此为基础，并根据 IDC 全球手机销量预测数据，我们分中性、乐观和谨慎三个层次，分别测算 2020 年安卓市场 TWS 耳机的市场规模，在中性预计下，2020 年安卓 TWS 耳机市场空间

将达到 429 亿元。

表 2：2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----中性

不同价位手机	手机销量比例	渗透率	TWS 销量 (万副)	销售额 (亿元)	总规模 (亿元)
0-1000 元	37.15%	1.00%	468.13	7.02	
1000-2500 元	43.52%	7.00%	3838.68	134.35	
2500-3500 元	8.92%	12.00%	1348.22	80.89	429.13
3500-4500	5.50%	15.00%	1038.84	83.11	
4500 元以上	4.91%	20.00%	1237.58	123.76	

资料来源：阿里平台数据，IDC 数据，西部证券研发中心

表 3：2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----乐观

不同价位手机	手机销量比例	渗透率	TWS 销量 (万副)	销售额 (亿元)	总规模 (亿元)
0-1000 元	37.15%	2.00%	936.26	14.04	
1000-2500 元	43.52%	10.00%	5483.82	191.93	
2500-3500 元	8.92%	15.00%	1685.27	101.12	561.52
3500-4500	5.50%	18.00%	1246.61	99.73	
4500 元以上	4.91%	25.00%	1546.98	154.70	

资料来源：阿里平台数据，IDC 数据，西部证券研发中心

表 4：2020 年安卓 TWS 耳机市场规模测算-----谨慎

不同价位手机	手机销量比例	渗透率	TWS 销量 (万副)	销售额 (亿元)	总规模 (亿元)
0-1000 元	37.15%	1.00%	468.13	7.02	
1000-2500 元	43.52%	5.00%	2741.91	95.97	
2500-3500 元	8.92%	10.00%	1123.51	67.41	335.24
3500-4500	5.50%	13.00%	900.33	72.03	
4500 元以上	4.91%	15.00%	928.19	92.82	

资料来源：阿里平台数据，IDC 数据，西部证券研发中心

2022 年全球 TWS 耳机市场将超过 2000 亿元。随着产业链的不断进步，我们认为苹果 AirPods 的功能将会不断下沉到中低端的安卓耳机，从而推动 TWS 耳机在安卓手机中的渗透率不断提升，TWS 耳机的平均单价也将随之提升，预计 2022 年总体市场规模将达到 2123 亿元。

表 5：2022 年苹果+安卓整体 TWS 耳机市场规模测算

苹果手机出货量 (亿部)	苹果耳机渗透率	苹果 TWS 销量 (万副)	苹果耳机销售额 (亿元)	安卓耳机总规模 (亿元)	苹果+安卓总规模 (亿元)
2.2	50.00%	11000	1320	802.73	2122.73

资料来源：IDC 数据，西部证券研发中心测算

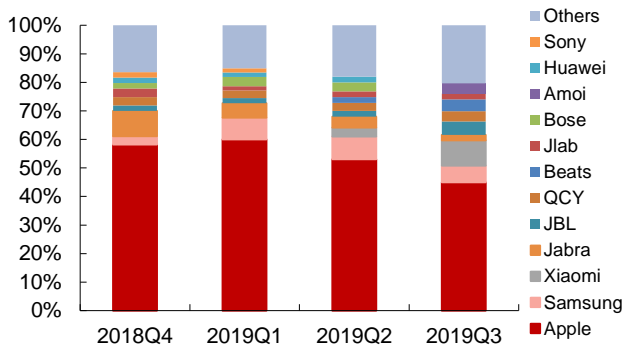
## 2.2 海外品牌已占一席之地，竞争激烈倒逼国内厂商加速发力

TWS 耳机产品百家争鸣，行业面临激烈竞争。2016 年苹果 TWS 耳机首次面世，形成新消费电子终端的创新品类，因其监听专利方案形成了垄断的市场格局，2019 年蓝牙 5.0 方案面市，帮助客户解决双耳传输问题，推动低价 TWS 快速渗透。根据 Counterpoint 数据统计，前五大品牌集中度已有 2018Q4 的 77.1% 下降至 2019Q3 的 68.6%。一方面，手机品牌厂商入局 TWS，如小米、华为及时跟进耳机方案，与手机功能形成良好适配；另一方面，传统老牌耳机制造商如索尼、Beats、JBL 等品牌亦利用自有耳机设计制造优势开展 TWS 业务。在下一代进阶版

健康型及语音识别功能的 TWS 耳机面市前，TWS 耳机的功能停留在主动降噪功能。

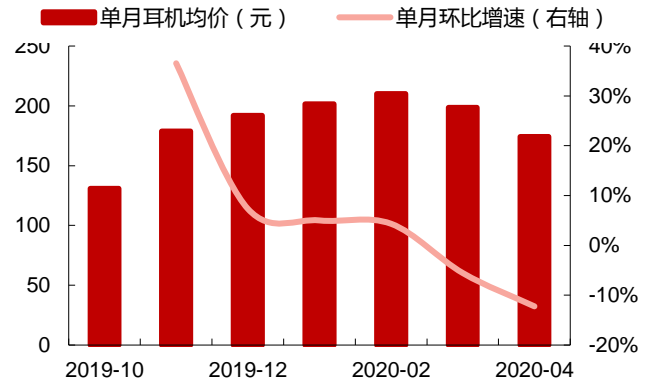
激烈竞争下，耳机呈现降价态势。后疫情时代，TWS 耳机相较于手机更体现消费韧性，国内 3 月销量出现快速反弹；同时 TWS 耳机仍处在用户习惯培育期，价格下沉进一步激发用户需求，结合疫情后消费降级，TWS 均价呈现逐月环比下降趋势。我们跟踪主流平台线上耳机销售数据，平台 TWS 耳机均价已由 2020 年 2 月的 210 元下沉至 4 月的 174 元。

图 19：2019 年全球 TWS 耳机厂商呈现百花争鸣



资料来源：Counterpoint，西部证券研发中心

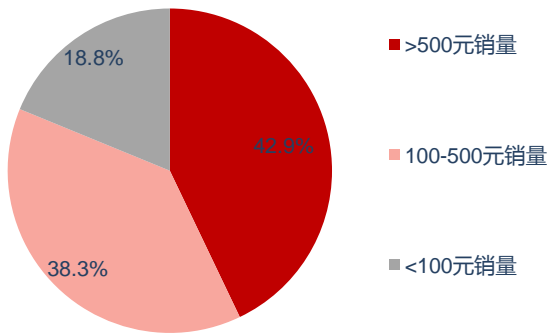
图 20：2020 年 2 月以来线上主流平台 TWS 耳机均价逐月下降



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

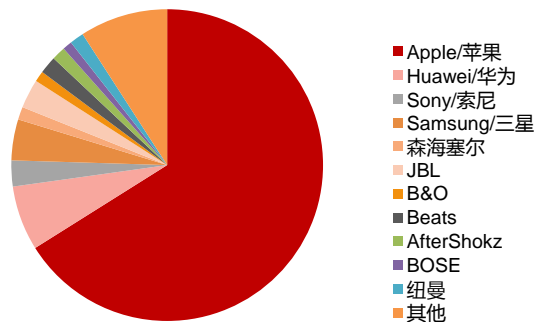
入门级看价格、高端机看品牌，中价位区间方兴未艾。高价位（500 元以上）/中价位（100-500 元）/低价位（100 元以下）区间内 TWS 耳机销量占比分别为 42.9%/38.3%/18.8%，其中高/中/低价位前五大品牌市占率为 81.1%/31.7%/50.1%。高价位区间内，知名手机厂商与海外耳机厂商仍是主力，包括苹果、索尼、Beats、B&O、Bose 等品牌；中价位区间内，以国产专业耳机音响设备设计制造商居多，其中包括漫步者、QCY、ICUUI 等品牌；低价位区间段内，品牌较为分散且多以小厂为主，雅兰仕、夏新、小米等品牌销量居前。低价位机型已解决基本的蓝牙连接及电池续航问题，较低的体验门槛将传统有线耳机用户转化为 TWS 耳机用户，培育用户使用习惯，产品价格下沉激发用户需求；高价位耳机市场，手机品牌厂商以高性能产品巩固市场份额，消费者为产品附加值买单，未来手机品牌厂的手机 UI 系统亦将更好地服务于 TWS 耳机功能，增强目标客户粘性，从而推动产品附加值及市占率提升。中价位区间的竞争格局分散，厂商仍在寻求差异化的路径。

图 21：中价位区间销量占比 38.3%



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

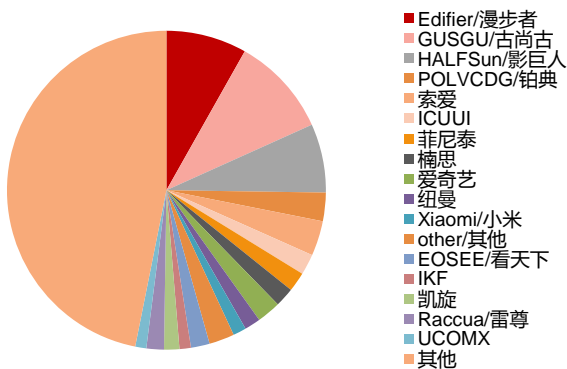
图 22：500 元以上区间耳机 CR5 达到 81.1%



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

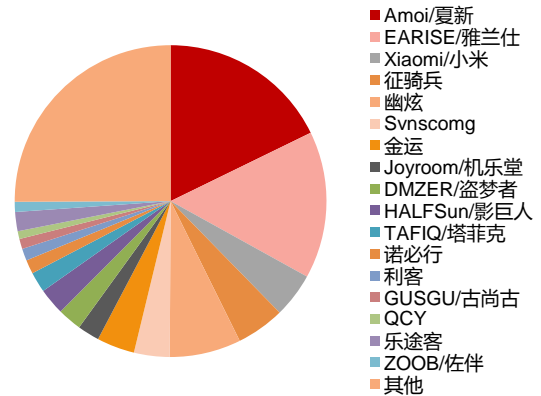


图 23：100-500 元价格区间 CR5 仅为 31.7%



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

图 24：100 元以下价格区间 CR5 为 50.1%



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

行业竞争加剧，倒逼厂商加快 TWS 高端耳机价格下沉步伐。2020 年因疫情影响导致新品推进晚于市场预期，安卓系厂商领先厂商面临价格竞争，倒逼厂商推高附加值产品，中价位市场仍能享受行业红利；另一方面，低价位区间产品已无法满足产品降噪的需求，添加降噪功能带动价格带上移，价格靠近中价位区间。中价位区间 TWS 耳机多以国内耳机制造商为主，品牌溢价低于手机厂商，擅长声学设计及工艺生产制造。将来自市场在下一代功能升级的高附加值产品推出之前，高端品牌的耳机价格下沉。

### 2.3 国内专业耳机制造商成功突围，明星产品熠熠生辉

漫步者作为国内领先的耳机制造商，与同价位产品相比配置极具竞争力。以 2019 年 5 月推出的 Lollipopds 为例，漫步者 Lollipopds 采用高通 QCC3020 芯片，BOM 成本高于络达、瑞昱，而其 258 元的定价低于 ICUUI、铂典、FIIL、小米的同类配置机型 399 元的定价。采用 ENC 降噪方案的 1MORE E1026BT-I 机型价格高达 499 元。

表 6：漫步者明星产品 Lollipopds 极具竞争力

产品型号	品牌	价格	芯片厂商	降噪方案
Lollipopds	EDIFIER/漫步者	258	高通 QCC3020	CVC8.0+双 Mix
8xs	ICUUI	206	杰里 8 系	CVC
Air-Pros	POLVCDG/铂典	329	络达 1536u	CVC
CC	FIIL	399	络达 1536u	ENC+双 Mix
Air2s	Xiaomi/小米	399	BES 恒玄 WT230	ENC
O5	魔浪	399	瑞昱	DSP
W3	EDIFIER/漫步者	399	高通 QCC3020	CVC8.0
AirPro	金运	399	金运 A8	AI 智能降噪
E1026BT- I	1MORE/万魔	499	高通 QCC3020	ENC

资料来源：互联网资料整理，西部证券研发中心

漫步者紧跟龙头厂商设计步伐，而价格下沉尤为明显。Lollipopds 对标龙头厂商 1299 元机型，外形设计相仿，而其定价仅为 258 元；配合平台促销让利活动，推出 TWS 主动降噪耳机，对标龙头厂商 1999 元机型，而其价格将下沉至 500-700 元区间。

图 25：漫步者 Lollipods 外形对标头部厂商



资料来源：京东，西部证券研发中心

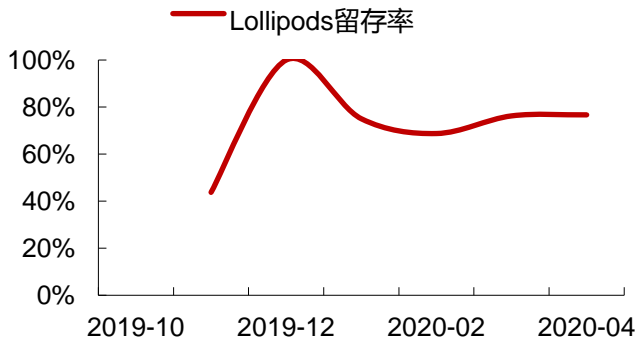
图 26：漫步者推出主动降噪耳机



资料来源：京东，西部证券研发中心

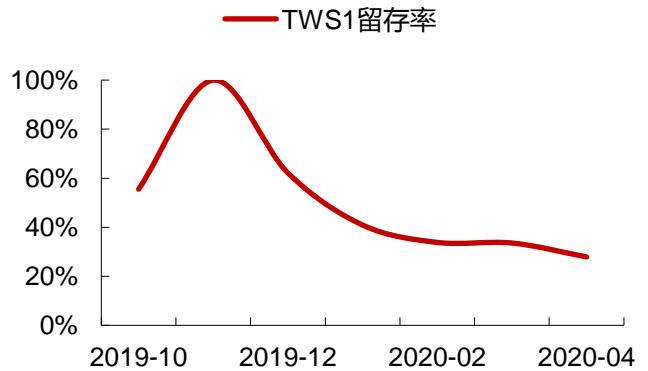
公司明星产品自推出以来维持高客户粘性，代表产品 Lollipods 留存率超过七成。Lollipods 在外形和功能上效仿头部厂商的设计，而其定价不到对手厂商的 1/3，性价比优势凸显；与低价位国产品牌耳机相比，公司良好的线上销售渠道提供售后服务。我们以主流电商平台数据测算，单月最高销售量为分母，计算每月产品留存率，其中 Lollipods 与 TWS1 是目前漫步者出货的主力产品，单月留存率分别达到 76.7%与 27.9%。

图 27：Lollipods 单月留存率达到 76.7%



资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

图 28：TWS1 单月留存率达到 27.9%

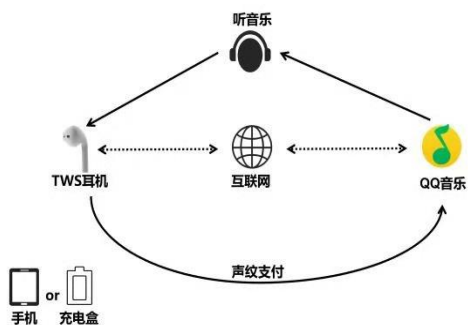


资料来源：主流电商平台，西部证券研发中心整理

## 2.4 携手互联网厂商卡位声学入口，坐阵TWS厂商第三极

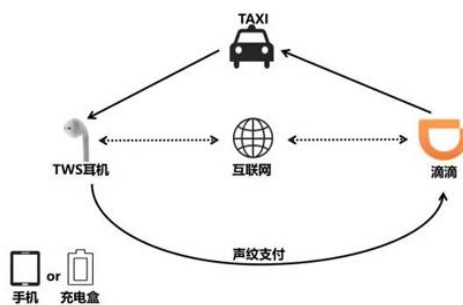
耳机应用将推动 TWS 耳机逐步摆脱手机连接，成为新的智能终端。TWS 耳机有望复制智能手机的应用路径，随着智能手机的发展，越来越多种类的服务被开发以满足客户不断增强的体验感需求。据华为应用市场分类，智能手机服务类型分为：购物、影音娱乐、实用工具、便捷生活等 18 类，解决了智能手机用户在学习生活工作等多方面需求。TWS 耳机加入骨传导声纹技术，可以感应头部骨骼传来的震动并开启 MIC 来响应佩戴者的语音命令。未来声纹支付技术成熟后，TWS 耳机将会运用到各个场景的声纹支付操作中去。随着 TWS 耳机支持的声纹支付为核心的移动支付场景生态圈成型，TWS 耳机形成“用户-耳机-互联网应用-耳机-用户”移动语音交互的闭环。而各类应用场景也将吸引 BAT 等互联网巨头进入 TWS 耳机运营市场。

图 29: TWS 耳机与移动音乐



资料来源：西部证券研发中心

图 30: TWS 耳机与生活服务



资料来源：西部证券研发中心

TWS 耳机应用场景增加，持续渗透国内约五千亿应用场景运营市场。根据开发者服务商极光发布的《2019 年 APP 流量价值评估报告》，国内社交网络、移动购物、搜索引擎、新闻资讯、在线视频、短视频等移动互联网应用的流量价值分别达到 1402/951/474/914/131/364/728 亿元，合计达到 4964 亿元，其中主流应用 App 的流量价值达到 3604.9 亿元。

表 7: 主流应用 App 流量价值达到 3604.9 亿元

产品领域	产品	流量价值 (亿元)
移动社交	微信	738.8
	QQ	397.8
	新浪微博	205.2
移动购物	淘宝	394.3
	拼多多	209.3
	京东	116.3
搜索引擎	手机百度	425.0
	百度极速版	26.7
	搜狗	19.9
新闻资讯	腾讯新闻	146.1
	趣头条	76.4
	一点资讯	54.1
在线视频	腾讯视频	131.2
	爱奇艺	130.3
	优酷	58.5
短视频	抖音	276.2
	快手	198.8
合计		3604.9

资料来源：极光，西部证券研发中心

互联网厂商将瞄准千亿流量市场，卡位 TWS 耳机流量入口。TWS 耳机因其便携性、高渗透率、强用户粘性，是很好的流量入口，而互联网公司作为卡位流量入口，或将介入布局，进一步挖掘客户价值。由于耳机作为体积小、结构精密的声学器件，涉及声学专业设计能力，且对体积重量功耗要求远高于之前互联网公司介入的音响、OTT，制造难度更高；未来引入降噪功能后，

还将结合 ANC 等算法设计，这一门槛将推动互联网公司选择已具备量产经验的自有品牌厂家合作，因此我们认为自有品牌耳机厂商将有一定的议价能力，

表 8：市场主流产品参数对比

	重量	尺寸	供电方式	声学技术	操作方式
TWS 耳机	11g	-	电池供电	CVC 降噪	触控
OTT 机顶盒	145g	95mm*95mm*16mm	电源供电	无	按键遥控、语音遥控
智能音箱	280g	φ 90mm x 102.4mm	电源供电	无	按键、语音

资料来源：京东平台数据，西部证券研发中心

注：以上数据为京东平台销量较大的商品数据，分别为漫步者 TWS5、小米盒子 4、小度智能音箱

互联网厂商寻求传统声学制造商代工，开启耳机无线化时代。例如网易自 2019 年 4 月起陆续设计生产了四款 TWS 耳机，其中一款 TWS1 为漫步者联名款。随着 TWS 市场的发展，漫步者有望继续与更多互联网厂商合作。漫步者依靠自身耳机制造优势，和互联网厂商的流量加持，进一步扩张 TWS 市场份额指日可待。

图 31：网易 TWS 耳机



资料来源：京东，西部证券研发中心

图 32：爱奇艺 TWS 耳机



资料来源：京东，西部证券研发中心

表 9：互联网厂商入局 TWS

主要产品	推出时间	价格	芯片厂商	性能	降噪方案
ME01TWS	2019 年 8 月	219	炬芯 ATS3005	IPX5 防水+蓝牙 5.0	CVC8.0
ME02TWS	2020 年 3 月	229	炬芯 ATS3005	IPX5 防水+蓝牙 5.0	CVC8.0
音乐 π	2019 年 4 月	399	瑞昱	IPX7 防水+蓝牙 5.0	DSP+硅麦降噪
漫步者 TWS1	2019 年 6 月	298	高通 QCC3020	IPX5 防水+蓝牙 5.0	CVC8.0+双 Mic

资料来源：西部证券研发中心

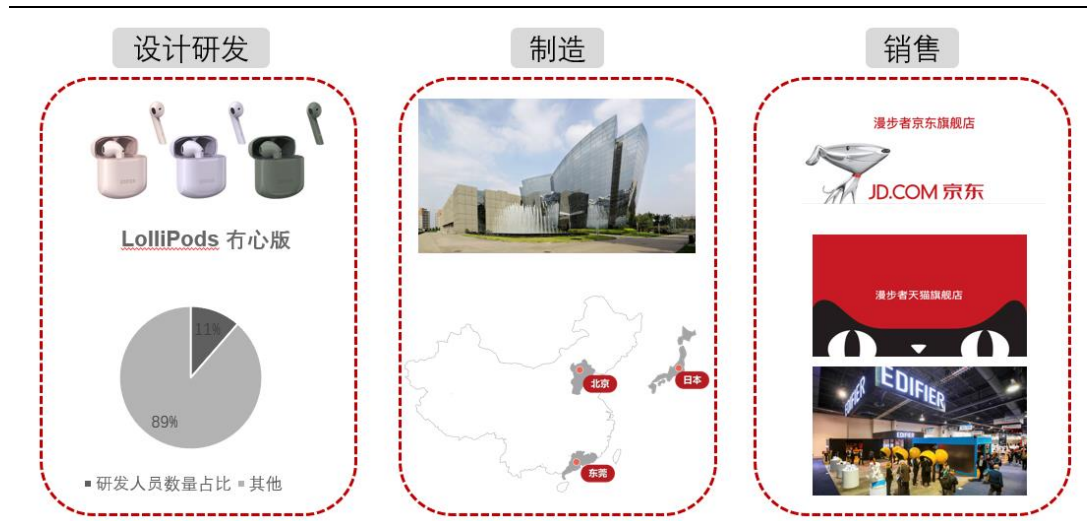
## 三、打造自有品牌，形成设计、制造、销售一体化

### 3.1 设计、制造、销售，三驾马车拉动漫步者

漫步者是一家集产品创意、工业设计、技术研发、规模化生产制造、自主营销于一体的专业化音频设备企业。漫步者针对于不同细分市场的品牌布局，形成了耳机、多媒体及家用音响、汽车音响、专业音响等上百种型号的产品体系。漫步者专注于音频技术的应用和实践，打造漫步

者自有品牌，并且形成从设计研发、制造到销售的一体化布局。

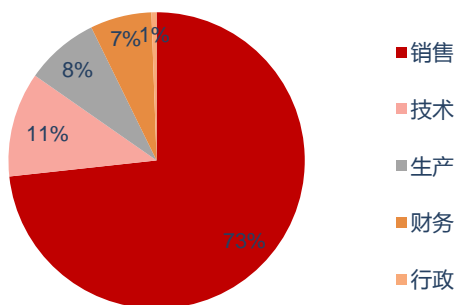
图 33：漫步者已实现设计、制造、销售一体化布局



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

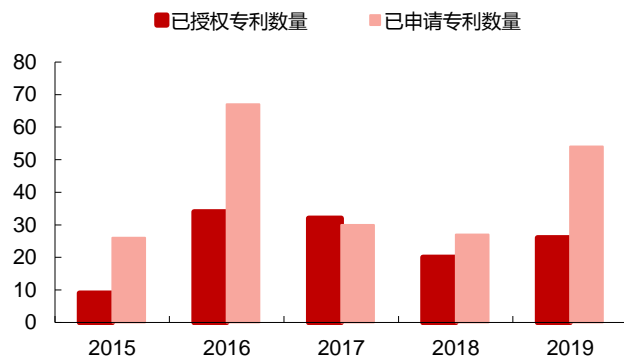
研发方面，公司的产品开发与设计能力已在国际市场占据一席之地。公司专注于音频产品开发，以用户为中心，不断地为用户提供高性价比的高品质音频产品，形成一个包含产品 ID 概念设计、电路设计、扬声器设计、结构设计等较为全面稳定的核心研发团队，2019 年底研发人员占比达到 11%。专利方面，2019 年底已拥有有效授权专利 184 个，其中：中国发明专利 13 个，中国实用新型专利 80 个，中国外观专利 79 个；国际发明专利 3 个，国际外观专利 9 个。2019 年当年，公司取得授权专利 26 个，申请专利 54 个。

图 34：2019 年公司研发人员占比达到 11%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：漫步者专利数量



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

设计方面，公司推出的产品斩获国际大奖。公司近年来不断加大研发投入，升级产品结构，推出的产品在国际顶级工业设计中屡创佳绩，兼顾功能与声学产品外形设计，追赶海外品牌厂商。

表 10：体现出公司扎实的研发实力和业界领先的工业设计水平

年份	声学设计类奖项
2008 年	红外无线功放系统 Ramble 和 e3350 荣获美国 2008 CES 设计和工程创新奖（Innovations 2008 Design and Engineering Award）；红外无线功放系统 Ramble 和 S2.1MKII 荣获德国 iF Product Design Award 工业论坛产品设计奖；M3Plus 荣获日本工业设计协会优良设计奖（JIDPO Good Design Award）。
2009 年	漫步者 e20、M3plus 两款产品获得德国红点设计大奖（Red Dot Design Awards）。
2010 年	漫步者 M500 产品荣获美国 2010 CES 设计和工程创新奖（Innovations 2010 Design and Engineering Award）。



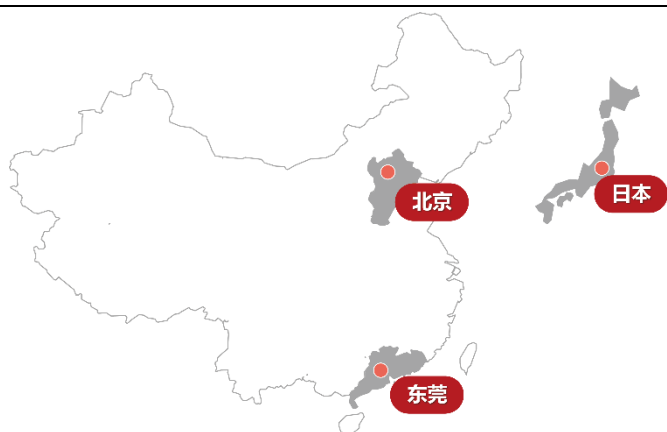
## 公司深度研究 | 漫步者

2011年	漫步者 M16 产品连续揽获 2011 CES 设计和工程创新奖( Innovations 2011 Design and Engineering Award )、德国红点设计大奖( Red Dot Design Awards ) 和 iF 产品设计奖 ( iF Product Design Award ) 三项国际权威大奖，展现了漫步者强大的工业设计研发实力。
2012年	漫步者 e30 荣获 2012 CES 设计和工程创新奖 ( Innovations 2012 Design and Engineering Award )，漫步者 e10 荣获美国 PCMag 编辑选择奖等。
2013年	新品魔砖 M5 荣获 PCHOME 编辑选择奖、三好街最佳性能奖、新京报 2013 年年度热销新品等。
2014年	漫步者 e25 荣获德国 iF 产品设计奖和 Digital Trends ( 数字趋势网 ) 编辑选择奖；耳机产品 STAX 009 荣获德国 STEREOPLAY ( HiFi 音响杂志 ) 读者选择奖；e235 荣获美国 CES 设计与工程创新奖。
2015年	漫步者 M7 便携蓝牙音响荣获 PChome 年度声学设计奖；漫步者 S1000 有源 2.0 音箱荣获 PChome 年度推荐产品奖、大公网年度最佳产品奖；R2000DB 荣获电脑报编辑选择奖；漫步者 S1000iFi 有源 2.0 音箱荣获电脑报中国好产品称号、中关村在线年度优秀产品奖。同时漫步者数码音箱荣获电脑报市场占有率第一品牌、消费者首选品牌的荣誉称号；漫步者也荣获电脑报年轻人最关注品牌的荣誉称号。
2016年	漫步者荣获工业和信息化部赛迪研究院中国电子报社 2016 中国企业网购受欢迎品牌；漫步者 S2000MKII 音箱荣获中国家用电器研究院金奖、智享之选 2016 年度最佳音箱、PChome 卓越产品奖、PConline 年度臻选人气 2.0HiFi 音箱；漫步者 S1000 HiFi 有源 2.0 音箱荣获工业和信息化部赛迪研究院中国电子报社 2016 中国企业网购受欢迎产品、中关村在线年度优秀产品奖；漫步者 M7 便携蓝牙音箱荣获 PConline 年度最佳热门蓝牙音箱；漫步者 W855BT 蓝牙耳机荣获 PChome 优秀音质奖。
2017年	漫步者荣获工业和信息化部赛迪研究院中国电子报社 2017 中国企业网购受欢迎品牌；漫步者 S301 荣获中关村在线 2017 年度优秀产品奖；漫步者 S880 有源音箱和 W360NB 蓝牙耳机荣获 “IT168” 2017 年度产品奖；“EDIFIER 漫步者” 和 “IMMORTAL 音麦图” 荣获 CAMAA 中国汽车改装用品协会金奖推荐品牌。
2018年	漫步者耳机 W800BT 斩获 2018 德国 iF 设计大奖，漫步者耳机 W860NB 和音箱 S3000 荣获中关村在线 “年度优秀产品奖”。
2019年	漫步者 AIRPULSE A100 斩获 2019 德国 iF 设计大奖，漫步者音箱 S1000MKII 和耳机 W380NB 荣获中关村在线 “用户选择奖”，电竞耳机 HECATE G7 荣获中关村在线 “专业选择奖”。2019 年 10 月 12 日,EDIFIER 漫步者 S3000 无线立体声有源音箱、TWS5 真无线蓝牙耳机及 EDIFIER 漫步者旗下电竞品牌 HECATE G7 电竞耳机、G7000 电竞蓝牙音箱四款产品荣获由中国电子音响协会发起的权威奖项—“金耳朵选择”奖。漫步者汽车音响荣获艾斯卡国际汽车音响竞赛联盟 “2019 年度十大品牌” 和 “2019 年度十大加盟品牌”、荣获中国汽车影音网 “2019 年度十强汽车音响品牌” 和 “2019 年度十大网红汽车音响品牌”；漫步者旗下 “音麦图” 荣获艾斯卡国际汽车音响竞赛联盟 “2019 年度金奖竞赛品牌”。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

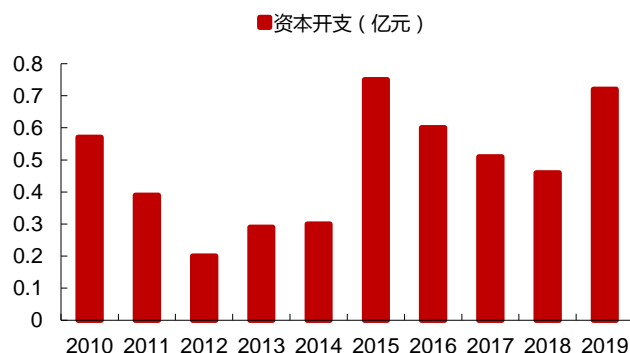
制造方面，漫步者布局自有品牌产品的生产基地。公司核心制造基地坐落于广东东莞，亦是公司上市时募投项目的主要建设和研发主体，2012年3月公司收购日本 STAX 公司的全部股权，获得静电耳机的研发、制造产能。2019年公司资本开支达到 0.72 亿元，接近 2015 年历史最高的资本开支水平。

图 36：漫步者生产基地布局



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 37：2019 年漫步者资本开支达到 0.72 亿元

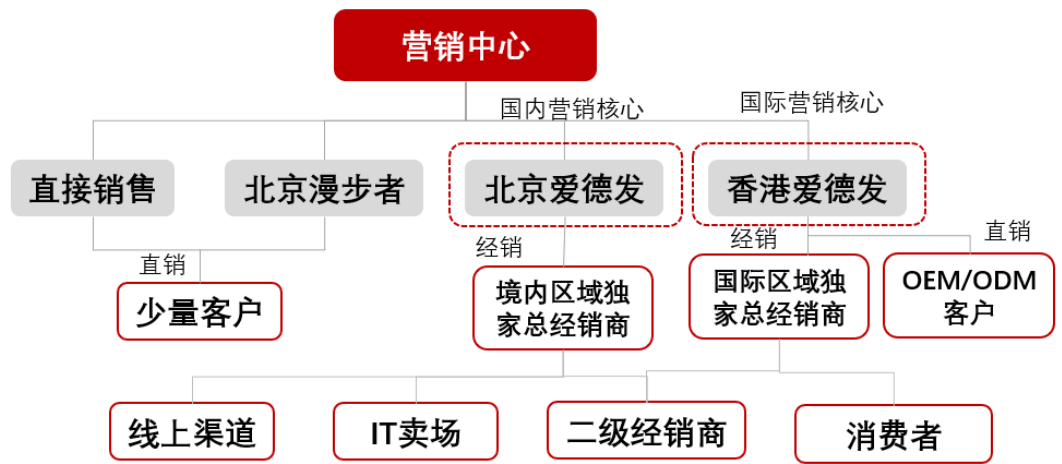


资料来源：Wind，西部证券研发中心

漫步者推广经销商模式，渠道议价力高于同行。在国内外市场，公司均采用区域独家总经销商

模式，与公司合作关系紧密，国内和国际客户均采用先款后货的运营模式。

图 38：漫步者推广经销商模式，对渠道议价能力高于同行



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 3.2 打造自有品牌，定位核心客户群

不同定位的品牌组合助力漫步者开疆拓土。漫步者产品线布局全面，低、中、高端品牌配套完善。音响产品线方面，公司陆续推出“Xemal 声迈”品牌，定位于专业 Hi-Fi 音响的“Air-Pulse”品牌，定位于高端无线便携音响的“魔砖”品牌。2012 年漫步者全资收购日本 STAX Ltd.，将享誉全球的顶级耳机品牌 STAX 揽入麾下。2016 年，EDIFIER 漫步者入股美国知名平板耳机品牌 Audeze LLC。其中，“EDIFIER 漫步者”品牌涉猎最为广泛，主要产品有手机，麦克风，家用多媒体音响及汽车音响等，不同系列的产品从性能，外观，价格等各方面有着较大差异，以满足不同消费者的需求，价格跨度下至 119 元，高至 4999 元，声学产品覆盖全价位区间。

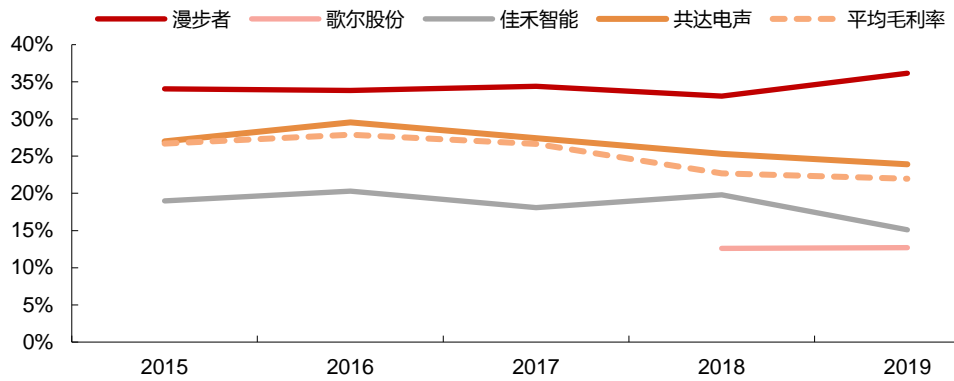
图 39：漫步者自有品牌实现全价位覆盖



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

自有品牌赋予公司更强的定价能力，“设计+制造+销售一体化”带来超越同行的毛利率。同行以组装代工的业务模式介入耳机产品，北美核心客户的代工业务毛利率在个位数，远期考虑产线投资完毕后成熟期的毛利率约在 10%；其余安卓系 TWS 耳机组装厂商毛利率波动范围在 15-25%之间不等，公司 2015-2019 年耳机业务毛利率实现 33.1%-36.2%。

图 40：漫步者耳机业务毛利率远超同行

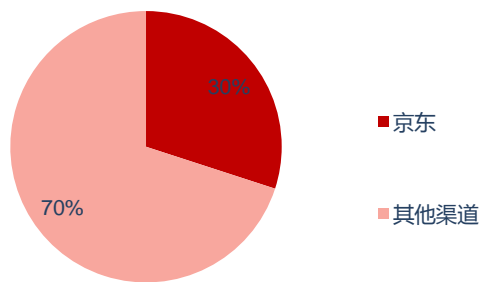


资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 3.3 卡位3C市场，扩大品牌影响力

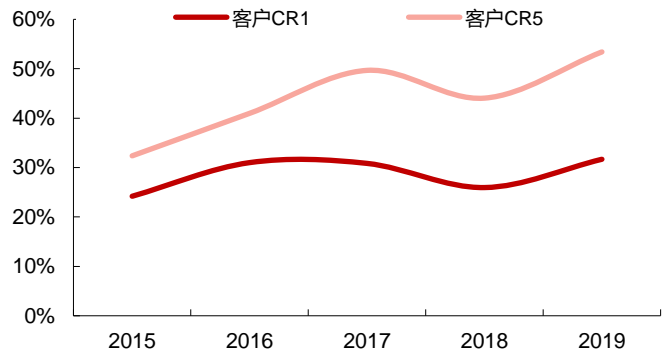
公司 TWS 耳机以线上销售为主要渠道，公司第一大客户占比提升至 31.7%。境内市场，公司打通京东商城渠道，处于业内优势地位，利润贡献占比超过三成；在天猫平台推行 1+N（1 家官方旗舰店+N 家核心授权店铺），将进一步集中优势资源，结合达人带货及直播平台，拓展线上销售范围。公司第一大客户收入占比由 2018 年的 26.0%提高至 2019 年的 31.7%，增长 5.7 pct。

图 41：漫步者线上京东渠道销售贡献占比超过 30%



资料来源：公司调研，西部证券研发中心

图 42：2019 年公司第一大客户收入占比达到 31.7%



资料来源：公司调研，西部证券研发中心

表 11：漫步者产品性价比高

品牌	型号	推出时间	降噪方案	蓝牙连接方案	价格	芯片品牌+型号
EDIFIER/漫步者	W3 小黄人/漫威联名款	2019年1月	CVC8.0	5.0 标准	399	高通 QCC3020
EDIFIER/漫步者	TWS5	2019年3月	CVC8.0	5.0 标准	499	高通 QCC3026
EDIFIER/漫步者	TWS1	2019年5月	CVC8.0	5.0 标准	249	高通 QCC3020
EDIFIER/漫步者	TU-O	2019年8月	CVC8.0	5.0 标准	398	高通 QCC3020
EDIFIER/漫步者	HECATE GM4	2019年9月	MEMS 硅麦降噪	5.0 标准	349	PAU160X
EDIFIER/漫步者	LolliPods	2019年11月	CVC8.0+双 Mic	5.0 标准	256	高通 QCC3020

## 公司深度研究 | 漫步者

EDIFIER/漫步者	LolliPods 冇心联名款	2019年11月	CVC8.0+双 Mic	5.0 标准	399	高通 QCC3020
EDIFIER/漫步者	TWS NB2	2020年5月	Hybrid 复合式数字有源降噪 和支持双 Mic 语音降噪	5.0 标准	499	
POLVCDG/铂典	Air-Pros	2019年11月	CVC	5.0 标准	199	络达 1536
魔浪	O5	2018年7月	DSP	5.0 标准	399	瑞昱
Huawei/华为	FreeBuds 悦享版	2018年3月	EMES 硅麦	4.2 标准	399	BES 恒玄 2000IZ
honor/荣耀	FlyPods 青春版	2018年12月	EMES+双 Mic	4.2 标准	399	BES 恒玄 2000IZ
Motorola/摩托罗拉	VB300	2019年4月	丽音技术	5.0 标准	369	瑞昱 300
酷狗	X5	2019年4月	CVC6.0+物理降噪	5.0 标准	399	高通
JEET	Air Plus	2019年7月	CVC8.0	5.0 标准	399	高通 QCC3020
FIIL	T1 X	2019年8月	DSP	5.0 标准	349	络达
MONSTER/魔声	Clarity102	2019年9月	CVC+双 Mic	5.0 标准	459	络达 1536u
TORRAS/图拉斯	H23	2019年12月	DSP	5.0 标准	358	PAU1623
WRZ	Airpods pro3	2020年2月	被动降噪	5.0 标准	399	络达 1536u
ICUUI	8xs	2020年3月	CVC	5.0 标准	229	杰里 8 系
FIIL	CC	2020年3月	ENC+双 Mic	5.0 标准	329	络达 1536u
Xiaomi/小米	Air2s	2020年4月	ENC	5.0 标准	399	BES 恒玄 WT230

资料来源：互联网，西部证券研发中心整理

## 四、盈利预测与估值建议

### 4.1 盈利预测

公司业务分为耳机、多媒体音箱、汽车音响、专业音响及其他业务。

核心假设如下：

- 1) 假设 TWS 耳机业务主要有主力机型 LolliPods、TWS1、新品及其他旧款产品四大类型；
- 2) 假设 2020-2022 年主力产品 LolliPods 分别为 600/420/294 万套，对应价格分别为 106/96/86 元，TWS1 的出货量分别为 29/7/2 万套，对应价格分别为 64/51/41 元；
- 3) 假设 2020-2022 年 TWS 耳机行业整体出货量为 3.3/4.2/5.5 亿套，其中公司新品价格区间 300-500 元在出货量中占比分别为 5%/6%/8%，漫步者品牌在该价位区间的市占率分别达到 50%/50%/50%，均价分别为 416/395/375 元，耳机业务毛利率为 37%/37%/37%；
- 4) 假设 2020-2022 年多媒体音箱业务每年保持 8% 的收入增长，毛利率为 33%/32%/31%；
- 5) 假设 2020-2022 年汽车音响业务收入平稳，毛利率分别为 31%/29%/27%；
- 6) 假设 2020-2022 年专业音响、其他业务收入保持平稳毛利率分别维持 35%、60%。

表 12：公司营业收入拆分（单位：百万元）

营业收入拆分	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	881	1243	4408	6509	8623
耳机业务收入：	358	684	3814	5872	7940
其中：非 TWS 耳机	358	360	378	397	417

TWS 耳机:		324	3436	5475	7523
Lolipods ( 299 )		130	637	401	253
TWS1 ( 199 )		120	29	7	2
其他老款		74	67	60	54
新款			2703	5007	7214
耳机业务毛利率	33%	36%	37%	37%	37%
多媒体音箱	469	500	533	576	622
多媒体音箱毛利率	29%	33%	33%	32%	31%
汽车音响	20	20	20	20	20
汽车音响毛利率	35%	33%	33%	32%	31%
专业音响	15	16	16	16	16
专业音响毛利率	43%	35%	35%	35%	35%
其他业务	6	23	25	25	25
其他业务毛利率			50%	50%	50%

资料来源: Wind, 公司公告, 西部证券研发中心

**盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 44.1/65.1/86.2 亿元, 同比增长分别为 254.6%/47.7%/32.5%, 归属母公司股东的净利润分别为 4.5/6.4/7.7 亿元, 同比增速分别为 267.2%/42.0%/20.2%。

## 4.2 估值与投资建议

考虑到公司是国内自有 TWS 耳机品牌厂商, 能够享受行业飞速发展期的红利, 我们认为公司的合理估值为 2021 年 35 倍 PE, 目标价为 25.20 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**可比公司 PEG 估值:** 选取 TWS 耳机行业相关公司立讯精密、歌尔股份、佳禾智能为可比公司, 可比公司 2020 年 PE 均值为 37.7 倍, 可比公司 2019-2022 年净利润复合增速为 35.0%, PEG 估值为 1.1 倍, 公司 2019-2022 年净利润复合增速为 83.9%。考虑远期公司份额低于海外龙头厂商, 有一定的估值折价, 应给予 0.6 倍 PEG, 合理估值为 2020 年 50 倍 PE, 目标价为 25.20 元, 对应 2021 年 35 倍 PE。

表 13: 可比公司 2020 年 PE 均值为 37.7 倍

代码	证券简称	收盘价 (元) 2020/6/15	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				净利润增速				PEG	
				19A	20E	21E	22E	PE	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		3年 CAGR
002475.SZ	立讯精密	53.40	2868.8	0.88	1.24	1.64	2.10	56.5	43.1	32.6	25.4	73.1%	40.9%	32.3%	28.0%	33.6%	1.3
002241.SZ	歌尔股份	23.43	760.3	0.39	0.60	0.81	0.99	55.4	39.1	28.9	23.7	47.6%	53.8%	35.0%	22.2%	36.4%	1.1
300793.SZ	佳禾智能	37.00	61.7	0.72	1.19	1.73	N/A	55.4	31.1	21.4	N/A	9.4%	64.8%	45.2%	N/A	N/A	N/A
<b>平均</b>								<b>55.8</b>	<b>37.7</b>	<b>27.6</b>	<b>24.5</b>	<b>43.4%</b>	<b>53.2%</b>	<b>37.5%</b>	<b>25.1%</b>	<b>35.0%</b>	<b>1.1</b>
002351.SZ	漫步者	20.55	182.7	0.14	0.51	0.72	0.87	126.5	39.5	30.2	21.6	130.0%	267.2%	42.0%	20.2%	83.9%	0.5

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

**行业空间估值:** 我们预测 2023 年安卓 TWS 耳机市场空间将达到 802.7 亿, 假设公司市占率能够达到 10.0%, 即耳机业务实现 80.3 亿收入, 其他业务保持平稳, 实现 6.0 亿元收入, 公司净利率维持 10.0%, 对应 2023 年净利润为 8.6 亿元, 予以 25 倍 PE, 对应目标市值 215 亿元, 目标价为 25.30 元。



综合考虑公司 TWS 耳机业务的 PEG 估值及远期市场空间估值方法对应的目标价基本一致，我们认为可比公司的 PEG 估值更能体现公司现阶段 TWS 耳机业务高速发展的情况，且与可比公司的市场估值水平匹配，选取 PEG 估值方法作为依据，我们认为公司的合理估值应为 0.6 倍 PEG，目标价为 25.20 元，对应 2021 年 35 倍 PE。

## 五、风险提示

- 1) 新冠疫情影响 TWS 耳机需求：新冠疫情背景下经济下行压力较大，TWS 耳机作为可选消费，需求可能不及预期。
- 2) TWS 耳机渗透率提升不及预期：部分消费者仍坚持采用有线耳机，导致 TWS 耳机渗透率提升速度不及预期。
- 3) TWS 耳机行业竞争格局加剧：行业竞争者增加，导致竞争格局恶化。
- 4) 产品更迭速度加快导致公司出货量不及预期：头部厂商持续推出高附加值和功能升级新品，公司产品若不能及时跟进最新设计方案，或导致公司出货量不及预期。

## 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	4,408	6,509	8,623
应收款项	115	185	308	264	115	营业成本	605	804	2,784	4,116	5,456
存货净额	281	459	1,559	2,325	3,083	营业税金及附加	9	10	36	53	71
其他流动资产	910	889	889	889	889	销售费用	90	101	331	482	690
<b>流动资产合计</b>	<b>1,478</b>	<b>1,669</b>	<b>2,987</b>	<b>3,739</b>	<b>4,377</b>	管理费用	122	141	489	703	974
固定资产及在建工程	398	429	429	424	420	财务费用	1	(2)	11	23	16
长期股权投资	19	0	0	0	0	其他费用/( -收入)	(7)	32	180	308	423
无形资产	66	66	61	57	52	<b>营业利润</b>	<b>62</b>	<b>156</b>	<b>577</b>	<b>825</b>	<b>993</b>
其他非流动资产	28	53	55	65	74	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产合计</b>	<b>511</b>	<b>547</b>	<b>545</b>	<b>545</b>	<b>546</b>	<b>利润总额</b>	<b>61</b>	<b>156</b>	<b>576</b>	<b>824</b>	<b>992</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,989</b>	<b>2,217</b>	<b>3,531</b>	<b>4,284</b>	<b>4,923</b>	所得税费用	15	34	129	190	230
短期借款	0	0	487	493	251	<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>122</b>	<b>446</b>	<b>634</b>	<b>762</b>
应付款项	182	315	933	1,353	1,867	少数股东损益	(7)	(1)	(4)	(6)	(8)
其他流动负债	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>53</b>	<b>123</b>	<b>451</b>	<b>640</b>	<b>770</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>182</b>	<b>315</b>	<b>1,420</b>	<b>1,846</b>	<b>2,117</b>	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款及应付债券	8	9	9	8	8	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	3	16	8	9	11	ROE	3.0%	6.7%	22.8%	28.4%	29.5%
<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	毛利率	31.3%	35.3%	36.8%	36.8%	36.7%
<b>负债合计</b>	<b>194</b>	<b>341</b>	<b>1,436</b>	<b>1,864</b>	<b>2,137</b>	营业利润率	7.1%	12.6%	13.1%	12.7%	11.5%
股本	595	593	593	593	593	销售净利率	5.2%	9.8%	10.1%	9.7%	8.8%
股东权益	1,795	1,876	2,095	2,421	2,786	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,989</b>	<b>2,217</b>	<b>3,531</b>	<b>4,284</b>	<b>4,923</b>	营业收入增长率	-2.2%	41.1%	254.6%	47.7%	32.5%
						营业利润增长率	-57.3%	151.0%	269.0%	43.1%	20.4%
						归母净利润增长率	-54.2%	130.0%	267.2%	42.0%	20.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	9.8%	15.4%	40.7%	43.5%	43.4%
						流动比	8.10	2.10	2.10	2.03	2.07
						速动比	6.56	3.84	1.01	0.77	0.61
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.06	0.14	0.51	0.72	0.87
						BVPS	2.01	2.10	2.35	2.73	3.15
						<b>估值</b>					
						P/E	328.8	142.9	38.9	27.4	22.8
						P/B	6.6	6.3	5.6	4.8	4.2
						P/S	19.9	14.1	4.0	2.7	2.0

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  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

## 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、转发或以其他任何形式使用，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。