

多媒体音箱和美发产品的领先者

合理股价区间 15 -17 元

奋达科技（002681）新股分析报告

风险评级：一般风险

投资要点：

2012年5月17日

- ◇ **公司主要产品是多媒体音箱和美发电器。**公司主营业务是家居及个人护理类小家电产品的研发、生产和销售，主要产品分为多媒体音箱和美发小家电两大类，具体包括电脑数码音箱、便携式音箱、时尚数码音箱、直发器、卷发器、电吹风、电推剪等7类共200多种型号产品，目前美发产品主要销往欧美等发达国家发廊及中高端家用市场（占比75%）。2009-2011年苹果配套音箱占公司音箱产品的比重分别是2.8%、5.6%和8.0%，在自营出口企业中，公司多媒体音箱出口金额全国排名第四，直卷发器出口金额全国排名第一。
- ◇ **针对不同区域采用不同的商业模式。**公司针对不同的市场分别采用ODM和OBM相结合的经营方式。在欧美等发达国家市场，消费者对品牌要求很高，自有品牌进入的壁垒较高，公司针对这部分市场主要采取贴牌生产的ODM模式，将自身的制造成本优势和客户的品牌价值相结合，发挥最大的市场价值，在印度、亚洲等新兴市场，公司大力开拓自有品牌的OBM市场，2009-2011年，公司OBM产品占比分别是27.5%、29.7%和34.2%，增长较快，尤其在印度和中国市场，营业收入增长迅速。我们认为公司采取不同经营模式相结合的方式，对其迅速扩大全球市场占有率有着重要作用。
- ◇ **产品附加值较高，定位高端市场。**公司主要产品多媒体音箱和美发工具实际上属于成熟产品，公司利用自身的研发设计优势，不断提高产品的附加值，改善产品性能，比如在直卷发器产品上，由行业平均的3-4分钟升温时间提升至10秒，极大改善了产品性能，响应了市场的需求，在电吹风机产品上，创新地加入MP3功能，受到了发廊和个人的喜好，也较好地将公司的两种业务结合起来。公司的直卷发器产品售价在100-180美元和50-80美元之间，远高于沙宣、露华浓等同类产品价格，多媒体音箱主要以苹果配套系列产品为主，售价较高，维持了较高的利润空间，根据管理层路演介绍，公司美发工具的最终售价是其制造成本的8-12倍，未来的溢价空间非常大。
- ◇ **技术研发能力和高效管理能力是核心竞争力。**公司的董事长有着25年的电声行业研究和工作经验，对行业的发展有着较深的见解，公司总裁毕业于美国哈佛大学MBA专业，并且在华为有着7年的管理经验，对公司的管理、市场拓展有着深入的了解，公司有着完善的研发体系，包括电路设计、电声设计、软件设计、结构设计、平面设计、样品试制、产品验证、工艺标准化、产品核

研究员：刘卓平
SAC 执业证书编号：
S0340510120003

研究助理：孔令峰
电话：0769-22110619
邮箱：klf@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	
申购日期	5.25
发行股份（万股）	3750
IPO 后总股本（万股）	15000
发行市盈率（倍）	
申购上限（股）	
上限资金（万元）	

价、文书编写等研发小组，实现了新技术和产品、客户需求之间的对接，提高了市场的反应速度。公司也是高通在国内唯一的合作厂商，与 bridge、SMSC、CSR、ARM、Qualcomm、BROADCOM 等无线传输行业领导者建立了深入的合作关系。

公司增长逻辑。我们认为公司的增长逻辑主要体现在两点：第一是公司自有品牌产品在印度、东欧、亚非等新兴市场的增长，公司目前 75%的美发产品销往欧美发达国家，欧美人口占全球 13%，如果公司在中国、印度等人口大国能够实现突破，对业绩的增长动力非常强劲。第二是个人消费市场的增长，公司目前美发产品 85%是销售给发廊等专业机构，随着公司产品 DIY 技术的进展以及个性化的创新诉求点的提升，公司产品未来有望在个人市场获得高速发展。此外，整个多媒体音箱和美发电器市场的集中度很低，公司 2011 年多媒体音箱全球细分市场占有率为 3.81%，在国内多媒体音箱生产自营出口企业中排名第五，公司美发电器 2011 年的全球市场占有率为 2.66%，在直卷发器（占公司美发电器收入比重 90%以上）生产型自营出口企业中位居前三，由此可见，公司的两大业务领域市场集中度非常低，而公司目前的美发电器主要竞争对手以日本、韩国和意大利为主，成本优势明显，未来随着产能的扩张以及新兴市场的开拓，获得行业高市场占有率实现高增长值得期待。

募投项目。2009-2011 年，公司多媒体音箱的产能利用率分别为 84.42%、102.34%和 119.95%，美发小家电的产能利用率分别为 72.06%、99.69 和 128.04%，产销率 2011 年均在 95%以上，公司的产能瓶颈突出，本次募集资金主要目的是解决产能不足瓶颈、扩大市场份额优化产品结构、扩大规模，进一步取得规模优势和成本优势、提升技术开发水平，增强持续创新能力，拟募集资金 26460 万元，其中年新增 380 万套多媒体音箱扩建项目投资额 10660 万元，建设期 18 个月，年新增 420 万套美发小家电扩建项目 12400 万元，建设期 18 个月，奋达技术中心扩建项目投资额 3400 万元，建设期 18 个月，募投项目达产后，多媒体音箱项目的产能由现在的 450 万套增至 830 万套，美发小家电项目产能由现在的 400 万套增至 1650 万套，增幅分别为 84.44%和 105%。

盈利预测。公司对应发行后最新总股本的 2011 年 EPS 为 0.63 元，我们预测公司 2012-2014 年的营业收入分别为 10.5 亿元、13.2 亿元和 16.4 亿元；净利润分别为 1.21 亿元、1.49 亿元和 1.88 亿元；每股收益分别为 0.81 元、1.00 元和 1.25 元。

估值与合理定价。公司属于消费电子和小家电行业，根据公司产品所属行业以及行业的商业模式，我们认为可比公司是漫步者、广州国光、兆驰股份和蒙发利，可比公司 2011 年和 2012 年的平均 PE 分别为 24.96 和 21.17 倍，我们认为公司的合理价格区间应该是 15-17 元，对应 2012 年的 PE 为 18.5-21 倍。

表 1：可比公司盈利预测与估值

名称	股价 (元)	EPS (元)			PE	
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E
漫步者	9.59	0.33	0.41	0.38	29.06	23.39
广州国光	5.28	0.21	0.25	0.42	25.14	20.87
蒙发利	12.00	0.58	0.62	0.74	20.69	19.25
平均值					24.96	21.17

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	809.37	1052.18	1315.22	1644.03
营业总成本	711.59	920.21	1151.29	1437.03
营业成本	614.35	801.76	1003.51	1256.04
营业税金及附加	5.52	5.63	8.00	9.40
销售费用	32.17	41.88	52.35	65.43
管理费用	47.13	65.24	78.91	95.35
财务费用	10.32	2.53	4.39	3.90
资产减值损失	2.10	3.18	4.12	6.90
其他经营收益	2.06	1.35	1.76	1.72
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.06	1.35	1.76	1.72
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.84	133.32	165.69	208.72
加 营业外收入	8.06	6.76	6.98	7.27
减 营业外支出	0.17	0.95	1.19	0.77
利润总额	107.74	139.12	171.48	215.22
减 所得税	13.85	17.95	22.12	27.76
净利润	93.89	121.18	149.36	187.45
减 少数股东损益	-0.54	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	94.43	121.18	149.36	187.45
最新总股本(万股)	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00
基本每股收益(元)	0.63	0.81	1.00	1.25
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430