证券研究报告

公司研究·调研报告

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

家用电器

产品创新毛利高，静待出口回暖

推荐（首次）

奋达科技（002681）调研报告

风险评级：一般风险

2012 年 9 月 12 日

蒋孟钢
SAC 执业证书编号：S0340109121961
电话：0769-22110785
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

投资要点：

✧ **公司业务逆势增长：**公司逆势增长的原因主要是由于公司对客户开发力度加大，海外客户的粘性、扩展性较强:历史上，公司以单一产品来拓展新客户，以 imation 公司为例，它旗下有三个子品牌，公司先从一个较为低端的子品牌开始做起，然后覆盖到其所有音箱品牌所有产品进行全面合作。这种渐进的稳步合作方式，使得海外客户对公司 ODM 产品粘性较强。技术上来说，除了公司现有的 docking 等苹果配套技术市场，使用与苹果配套的蓝牙、WIFI 技术未来音箱的成长空间，仍然很大。

✧ **内销方面主要看点：**看点在公司未来将线上销售上加大投入(多媒体音箱)，目前已进入淘宝商城、京东商城，未来存在较大发展空间。

✧ **以条形音箱为代表的创新能力不断加强：**公司未来发展战略将以 Sound Bar 音箱系列产品打入家具产品市场，未来有可能与 ikea 这样的家具厂商进行合作，也有计划与 TCL、步步高等其他家电厂商合作配套推广。

✧ **未来手机配套无线音箱增长方面，大有可为：**研发能力、品质是苹果等欧美手机厂商最为关注的要素，公司恰恰在研发能力及品质上较同行业来说优势明显，也确保公司未来的盈利能力有望继续加强，公司在苹果、安卓、windows phone 的产业链中地位也逐步得到提升。

✧ **给予推荐评级。**我们预计 2012 下半年随着 iphone5 新品的推出，公司音响产品将迎来销量的恢复，我们预测 2012-2014 年营收增长率为 8.2%、7.62%、37.79%；综合毛利率分别为 24.43%，24.46%、24.58%。预测公司 2012-14 年的收入分别为 8.88 亿、9.61 亿和 10.34 亿元；归属于母公司的净利润分别为 1.12 亿、1.20 亿和 1.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.75 元、0.80 元和 0.76 元。

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	809.37	887.96	960.77	1,033.98
同比%	22.25	9.71	8.20	7.62
归属母公司净利润(百万元)	94.43	111.84	120.31	113.92
同比%	7.67	18.44	7.57	-5.31
毛利率%	24.10	24.43	24.46	24.58
ROE%	22.83	24.89	20.90	17.08
每股收益(元)	0.84	0.75	0.80	0.76
每股净资产(元)	3.67	3.00	3.84	4.45
市盈率(倍)	13.80	15.53	14.44	15.25
市净率(倍)	3.16	3.87	3.02	2.61

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

主要数据	2012 年 9 月 04 日
收盘价(元)	11.58
总市值（亿元）	17.37
总股本(百万股)	150
流通股本(百万股)	38
ROE（TTM）	10.87%
12 月最高价(元)	12.47
12 月最低价(元)	9.32

股价走势

资料来源：东莞证券研究所，wind

相关报告

奋达科技（002681）新股分析报告：双主业稳步推进，美发小家电出口第一股

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

1. 外销从 ODM 到 OBM 稳步调整结构

公司 2012 年上半年收入增速放缓主要受多媒体音箱业务拖累。报告期内，公司的同比增长 2.91%，增速大幅 回落。构成公司收入半壁江山的多媒体音箱收入比去年同期下降 16.45%，一方面是公司主动淘汰了一些低毛利的客户，毛利率比去年同期提升 1.38%，另 外公司在营销渠道方面进行了一系列调整也对上半年的音箱销量产生了一些影响。

一般来说公司出口营销模式未来的发展重点在于在发展中国家中发展 ODM，OBM。美发小家电前十大品牌都在欧美，客户品牌忠诚度较高。目前进入发达国家 OBM,成本较高，公司自有品牌主动进入市场时机不太成熟。发展中国家 OBM 由于内生增长度较高，进入门槛较低，OBM 将带来较高的利润空间(音箱为主)。

从销售区域来看，美洲地区是公司销售的传统领地，销售占比为 57.23%，在美洲地区不景气的经济背景下仍然实现了 2.38%的同比增长；来自亚洲的地区的销售收入同比下滑 16.69%，主要受国内销售同比减少所致；欧洲地区在公司的大力拓展之下同期增长 45.76%。

公司逆势增长的原因主要是由于公司对客户开发力度加大，海外客户的粘性、扩展性较强:历史上，公司以单一产品来拓展新客户，以 imation 公司为例，它旗下有三个子品牌，公司先从一个较为低端的子品牌开始做起，然后覆盖到其所有品牌所有产品（包括音响、美发小家电）进行全面合作。这种渐进的稳步合作方式，使得海外客户对公司 ODM 产品粘性较强。

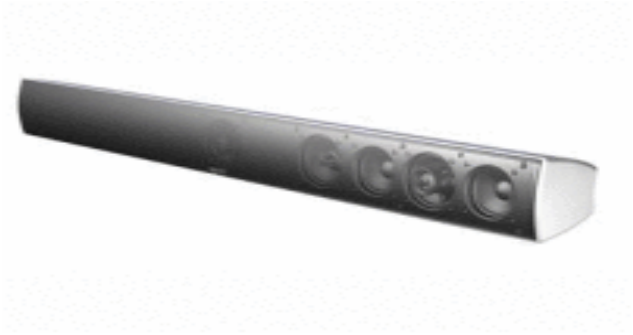
技术上来说，除了公司现有的 docking 等苹果配套技术市场，使用与苹果配套的蓝牙、WIFI 技术未来音箱的成长空间，仍然很大。

2.内销方面主要看点

内销这块，看点在公司未来将线上销售上加大投入(多媒体音箱)，目前已进入淘宝商城、京东商城，未来在线上销售这块存在较大发展空间。

内销音箱创新产品：

图 1：sound bar 音响图示



资料来源：东莞证券研究所

所谓的‘条形音箱’(soundbar)是一个豪华、纤薄、时髦的音箱，通常直接放在平面电视下方，可显著改善消费者的音响体验，如果使用 wifi、蓝牙与电视配套话，将没有整个家庭剧院装置涉及的悬挂式环绕声扬声器、布线等复杂事宜。

公司未来发展战略将以 Sound Bar 音箱系列产品打入家具产品市场，未来有可能与 ikea 这样的家具厂商进行合作，也有计划与 TCL、步步高等其他家电厂商合作配套推广。

未来手机配套音箱增长方面，大有可为

音箱产品以电子移动产品配套为主旋律：公司今年来紧跟苹果等电子移动产品的发展趋势，苹果配套音响比重快速提升从 09 年的收入占比的 5.2%提升至 11 年的 14.6%；2011 年，中国多媒体音箱销售额接近 100 亿元，同比增速略有下降，但仍在接近 25%的高水平。2011 年，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。同时基于蓝牙、WiFI 等传输技术，公司在无线音频音响的开发上也占有一席之地，并进行了多项创新性电声新产品，微型扬声器、2.4G 无线耳机、降噪耳机等的技术开发，逐步形成新的产品梯队。

与上游芯片厂商直接合作，拥有无线传输知识产权：公司与上游芯片厂如高通等直接合作，进行深度定制，自主研发属于奋达自家的无线芯片。与市面上 由第三方厂商提供无线芯片甚至完全外包无线解决方案的音频厂商，奋达无线音频具有无可比拟的优势：从最底层最核心的无线芯片便拥有自主技术，从而可针对不同产品、不同方案进行最佳的调整，这样设计出来的音频产品兼容性出色、匹配度高、信号稳定，简单而言，将于 ipad、iphone，android 等主流移动设备完美匹配。

公司在产品研发、品质上优势明显：欧美主流欧美主流电子采购商进行配套采购的体系对产品的评测标准，以苹果为例说明，苹果对新产品进行询价，询价考核因素主要有主要有一下家电 1 价格占考核分 10-15%, 2 研发能力=20%, 3 工程能力，交付能力(15%)、4 物流配合，5 采购，服务、品质(20%)。其中价格因素占比仅为 10-15%, 而研发能力、品质是苹果最为关注的要素，公司恰恰在研发能力及品质上较同行业来说优势明显，也确保公司未来的盈利能力有望继续加强，公司在苹果、安卓、windows phone 的产业链中地位也逐步得到提升。

未来客户储备充足公司按照过去两年的市场开发进度，每年都会新增 3-5 家客户，

储备超过 5 家以上的意向客户，目前未来潜在客户包括飞利浦、日本厂商 tescom，都已经跟踪了 2 年。预计第一年下单大约为 300-500 万美元。polk audio 将会与今年 10 月份下单，预计一年 2000-3000 万将有人民币的销售额。

未来公司财务稳健，音箱业务盈利能力行业领先

公司半年报毛利率、费用率环比改善。2012 年 2 季度毛利率同比、环比分别提升 0.2、2.5 个百分 点。2 季度销售费用率环比改善 0.25 个百分点，财务费用率环比改善 1 个百分点。由于毛利率、费用率环比改善显著，公司 2 季度的净利率环比提升 3.3 个百 分点。预计改善趋势有望延续至全年。

从公司了解到，现阶段，公司音响销售 80%都是出口给品牌商、老款产品销售毛利在 18-20%,无线 WIFI、蓝牙音响销售毛利在 30%以上,新产品可以占当年销量的 30%。

公司与台资、港资的电子公司在出口市场上相竞争，但公司不需要找台资、港资进行技术嫁接，而公司比台资、港资的管理费用率低很多，在技术储备充分，研发能力更有深度，导致产品更有竞争力。

同行业的国光、三诺韩国(音响)从他们的财务报表来看，普遍面临低毛利率及财务管理较弱，产品竞争力低的问题。

美发用品行业，奋达科技是国内行业龙头

美发用品行业，奋达科技是行业老大，在美发行业，国内第二名的产值大约是奋达科技的七分之一到十分之一。公司上半年美发产品毛利率比去年下降 2 个左右百分点，主要是由于上半年出口产品中低毛利的电吹风销量获得了较大增长。

我们看好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,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。

强大的开发团队

IPD 的核心在于跨团队合作， 这就要求团队员工需要更高的技术及综合素质。奋达公司现有数百名工程师在进行产品与解决方案的研究开发、工程工艺与生产改良，并与丹麦顶尖扬声器设计师 Peter Larsen 团队展开技术上的开发与合作。奋达技术研发团队正着力通过以应用为核心，进行技术集成创新，培养产品设计能力、研发能力，推动产业的更新换 代，提升整个行业科技水平。创新技术的应用不仅提升了公司旗下产品的附加值与市场竞争能力，也给消费者和客户带来了使用上的快乐体验，同时也为社会节约了 资源。

维持推荐评级

公司在声学领域的深度和专注性使得公司未来存在通过并购资产向上游毛利率更高的声学零器件领域进军的可能性。

我们预计2012下半年随着iphone5新品的推出，公司音响产品将迎来销量的恢复，我们预测2012-2014年营收增长率为8.2%、7.62%、37.79%；综合毛利率分别为24.43%，24.46%、24.58%。预测公司2012-14年的收入分别为8.88亿、9.61亿和10.34亿元；归属于母公司的净利润分别为1.12亿、1.20亿和1.14亿元，对应EPS分别为0.75元、0.80元和0.76元。预测如下表：

表 1：分业务预测结果

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
多媒体音响						
销量（万台）	337.66	460.55	539.77	583.1	626.44	669.77
增长率（%）		36.39%	17.20%	8.03%	7.43%	6.92%
平均售价（元/台）	80.26	80.92	82.11	83	83.2	83.5
收入（万元）	27100.59	37267.70	44320.51	48397.3	52119.81	55925.80
增长率		**37.52%**	**18.92%**	**9.20%**	**7.69%**	**7.30%**
毛利率（%）	25.93%	20.77%	18.32%	18.80%	18.80%	18.80%
毛利（万元）	7027.18	7740.50	8119.52	9098.69	9798.52	10514.05
增长率（%）		**10.15%**	**4.90%**	**12.06%**	**7.69%**	**7.30%**
美发小家电产品						
销量（万台）	288.22	398.76	512.16	558.83	605.5	652.16
增长率						
平均售价（元/台）	75.04	74.92	71.21	72	72.3	72.5
收入（万元）	216.28	298.75	364.71	402.36	437.78	472.82
增长率		**38.13%**	**22.08%**	**10.32%**	**8.80%**	**8.00%**
毛利率（%）	37.73%	34.55%	31.67%	31.20%	31.20%	31.20%
毛利（万元）	81.60	103.22	115.50	125.54	136.59	147.52
增长率（%）		**26.49%**	**11.90%**	**8.69%**	**8.80%**	**8.00%**
合计收入（万元）	**48728.62**	**67142.81**	**80791.43**	**88633.06**	**95897.46**	**103207.40**
增长率（%）	**37.79%**	**20.33%**	**9.71%**	**8.20%**	**7.62%**	**37.79%**
综合毛利率（%）	**31.17%**	**26.90%**	**24.35%**	**24.43%**	**24.46%**	**24.58%**

数据来源：聚源资讯、东莞证券研究所

在业绩驱动因素上看，由于公司在美发产品，以及出口无线多媒体音箱的产品上拥有无人能及的性能及品质优势，公司基数在全行业较小，考虑到出口方面的业绩也基本可以确定，我们维持公司评级，给予推荐评级。

表 2：利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**662.05**	**809.37**	**887.96**	**960.77**	**1033.98**
营业总成本	**567.65**	**711.59**	**769.90**	**833.22**	**914.01**

营业成本	485.13	614.35	671.04	725.76	779.83
营业税金及附加	2.57	5.52	3.55	3.84	4.14
销售费用	25.44	32.17	34.63	37.47	39.29
管理费用	43.62	47.13	53.28	57.65	59.97
财务费用	8.38	10.32	4.74	5.62	27.68
资产减值损失	2.50	2.10	2.66	2.88	3.10
其他经营收益	**1.86**	**2.06**	**2.27**	**2.50**	**2.74**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.86	2.06	2.27	2.50	2.74
其中　对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**96.26**	**99.84**	**120.33**	**130.04**	**122.72**
加 营业外收入	6.12	8.06	8.00	8.00	8.00
减 营业外支出	2.45	0.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	**99.93**	**107.74**	**128.33**	**138.04**	**130.72**
减 所得税	12.52	13.85	16.49	17.74	16.80
实际所得税率	**96.26**	**99.84**	**120.33**	**130.04**	**122.59**
净利润	**87.41**	**93.89**	**111.84**	**120.31**	**113.92**
减 少数股东损益	-0.29	-0.54	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	87.70	94.43	111.84	120.31	113.92
最新总股本(万股）	**11250.00**	**11250.00**	**15000.00**	**15000.00**	**15000.00**
基本每股收益(元)	0.78	0.84	0.75	0.80	0.76

数据来源：聚源资讯，东莞证券研究所

5.风险提示

（1）家电行业景气度下滑风险；

（2）欧美经济复苏无力；

（3）新产品推广进度低于预期；

（4）原材料价格上涨风险。

（5）人民升值及汇率波动风险

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。本报告清晰准确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