

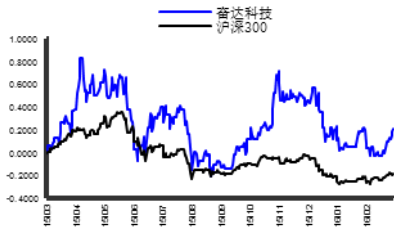
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：李鹿 S0350115070033
18901056681 lis03@ghzq.com.cn

垂直整合产业链，挺进消费电子新蓝海

——奋达科技（002681）深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
奋达科技	-1.5	-17.3	14.6
沪深300	3.5	2.7	-21.8

市场数据

2016-3-25

当前价格(元)	33.55
52周价格区间(元)	22.07-92.99
总市值(百万)	20719.45
流通市值(百万)	7234.96
总股本(万股)	61756.92
流通股(万股)	21564.72
日均成交额(百万)	463.28
近一月换手(%)	93.18

相关报告

(首次覆盖)

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点：

- **软硬云一体化研发，可穿戴龙头显现：**可穿戴设备经过几年发展，产业链已经逐渐趋于成熟，未来将逐渐从培育期进入快速渗透期。奋达作为国内可穿戴产品 ODM 的龙头企业，具备从产品外观设计、硬件结构设计、嵌入式设计、软件 UI 设计到云平台服务的全套设计能力，并且具备选料和生产的配套产能，能够为下游客户提供一站式的 ODM 服务。将是未来可穿戴产品放量的主要受益者。
- **音箱和美发电器行业的引领者，创新不断：**公司音箱业务和美发电器业务在行业中持续保持领先，公司一直保持研发前瞻性，抓住了多媒体音箱向蓝牙、无线转变的趋势，持续保持增长。
- **消费电子金属渐入高潮，设计能力为王：**公司并购的欧朋达是具备 Design-in 级别的结构件以及外观件设计厂商，充分受益于近 3 年金属件在消费电子领域的快速渗透，业绩快速成长。同时公司通过非核心工艺流程的外协，保持着轻资产运营模式。能够很好的根据客户需求，提出新材料新工艺设计方案。
- **产业布局层次清晰：**公司 2016 年将完成奋达科技园二期建设，并围绕奋达科技园打造创新产业孵化基地。在国家鼓励“大众创业，万众创新”的背景下，奋达科技孵化器将助力一批创业创新企业成长，同时也为上市公司外延式增长拓宽标的选择范围。另一方面，公司已经参股了奥图科技、光聚通讯、艾普柯三家公司，在现实增强、大健康、传感器领域完成了布局。
- **给予公司“买入”评级：**公司管理层多年来十分进取，公司大股东志向高远，预计公司 2015-2017 年将实现净利润 2.95、3.91、4.96 亿元，EPS 分别为 0.48、0.63、0.80 元，当前价格对应 2015-2017 年 PE 分别为 70、53、42 倍，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**可穿戴产品市场拓展速度低于预期；金属机壳市场竞争趋于激烈导致毛利低于预期；并购整合不达预期的风险

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1080.46	1729.60	2355.71	3057.71
增长率(%)	2.01%	60.08%	36.20%	29.80%
净利润(百万元)	145.42	295.41	391.40	496.37
增长率(%)	11.27%	103.14%	32.49%	26.82%
摊薄每股收益(元)	0.235	0.478	0.634	0.804
ROE(%)	13.25%	22.54%	24.57%	25.44%

资料来源：公司资料，国海证券研究所

目 录

1. 公司战略清晰，志向高远	2
2. 软硬云一体化研发，可穿戴龙头显现	2
2.1 可穿戴设备：APPLE WATCH 之后，需求证实 OR 需求证伪？	2
2.2 X-LAB: 可穿戴领域持续创新者	5
2.3 穿戴类产品的焦点：用户粘性	6
3. 音箱、美发电器行业趋势的引领者	10
3.1 从有线到无线，音箱事业引领行业趋势	10
3.2 美发电器做精做强，稳定增长可期	11
4. 欧朋达：消费电子金属时代已入高潮，设计能力为王	11
5. 产业发展战略：内生+外延+孵化器，产业布局层次清晰	13
5.1 深圳+东莞产业园，孵化器+高端制造业战略已经初显雏形	13
5.2 纵横延拓，移动健康、可穿戴领域厚积薄发	14
6. 众志成城，公司发展动力充足	17
7. 盈利预测与评级	17
8. 风险提示	17

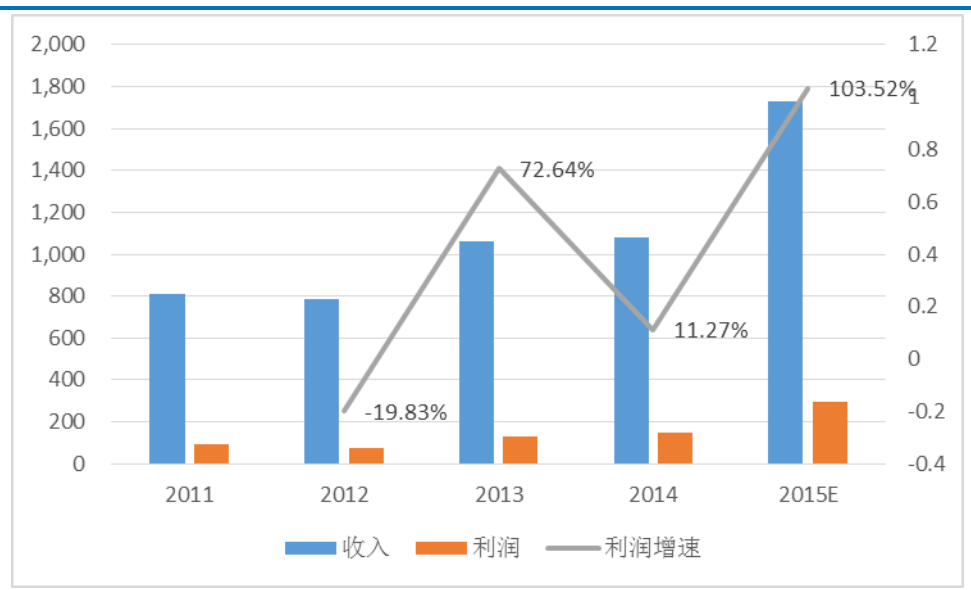
图表目录

图 1: 奋达科技经营情况.....	2
图 2: 元器件对可穿戴产品外观影响.....	3
图 3: 2015 年三季度可穿戴产品出货量.....	4
图 4: 智能手机成长旅程.....	4
图 5: 多样的可穿戴产品.....	5
图 6: 联想 VB10 和华为畅玩手环.....	6
图 7: 红豆慢扣产品.....	6
图 8: 飞利浦 Health Watch.....	7
图 9: AR 与 VR 的对比.....	8
图 10: 2014 年游戏机市场产品销量.....	9
图 11: 智能魔镜产品.....	10
图 12: 奋达科技音频解码芯片.....	11
图 13: CNC 加工流程.....	12
图 14: 中国手机产品价格结构.....	12
图 15: 奥图酷镜.....	15
图 16: 光聚通讯血糖仪.....	16

1. 公司战略清晰，志向高远

奋达科技是一家领先的新型智能硬件一体化解决方案提供商及服务商，是目前少数能提供软硬云一体化服务的智能硬件企业。公司以研发和制造扬声器起步，经过二十多年发展形成了电声、无线、软件、精密制造四大核心能力。公司音箱和美发电器业务稳定成长，并持续加大移动互联网智能终端、移动医疗、云服务等领域研究开发，积极推进“成为持续领先的消费电子产品垂直整合制造与服务的高科技企业”的长期战略。

图 1：奋达科技经营情况（左轴单位：百万）



资料来源：公司资料，国海证券研究所

近年来公司围绕既定的战略目标，持续布局消费电子中的蓝海行业，成立 X-Lab 持续进行可穿戴设备研发，并成功 ODM 了华为畅玩手环、联想 VB10 手环等一系列手环、手表类产品。投资光聚通讯布局移动医疗，并与苏州医工所合作，进一步布局穿戴设备与健康的结合点。向产业链上游看，公司收购了精密制造行业企业欧朋达，并成立子公司开展半导体机器人业务，持续发展高端制造业务。通过近几年的潜心布局，公司垂直整合产业链，拓展消费电子新蓝海的布局已经渐露锋芒。同时，公司深圳园区二期建设、东莞园区均已动工，孵化器战略在 2016 年即将依托石岩奋达科技园全面展开。总体看，2016 年将是公司各项新业务快速发展的一年。

2. 软硬云一体化研发，可穿戴龙头显现

2.1 可穿戴设备：APPLE WATCH 之后，需求证实 OR 需求证伪？

2015 年初是可穿戴市场鼓噪的时期，因为在业内众多企业几年的探索之后，

苹果公司终于入局，推出了 Apple watch。一时间业内认为可穿戴已经进入爆发周期。我们认为从产品形态上看，苹果手表仍缺少高粘性的应用场景，而 Apple watch 销量预测全年基本也一路下修。一时间，可穿戴产品产业链陷入低迷。巨头推进产品也有一个过程，然而历史的车轮不会停止转动。谷歌眼镜停止生产后，市场曾普遍认为智能眼镜已经没有发展前景，然而 Oculus、Vive、Hololens、奥图眼镜、暴风魔镜等等新产品层出不穷，推动 VR、AR 不断发展。

根据 IDC 预计，苹果手表出货将从 2015 年 1300 万台增加至 2019 年 4520 万台。我们的观点是：短期看，苹果的 Apple watch 虽然销量未达市场预期，然而由于苹果在产业链中的地位，苹果手表对上游电子制造产业链的调整起着举足轻重的作用。从 IC 设计到封装、模组，整个产业链都在向着适应更低功耗，更小的体积要求方向发展。之前 Moto 360 由于要集成屏幕驱动模块以及光线传感器，采用了具有争议的黑边设计，使得手表显示区域不能保持圆形，归根结底是产业链上相关元器件尚不能适应可穿戴产品要求的体现。随着可穿戴产品销量快速提升，可以预见未来产品成熟度将快速提高。

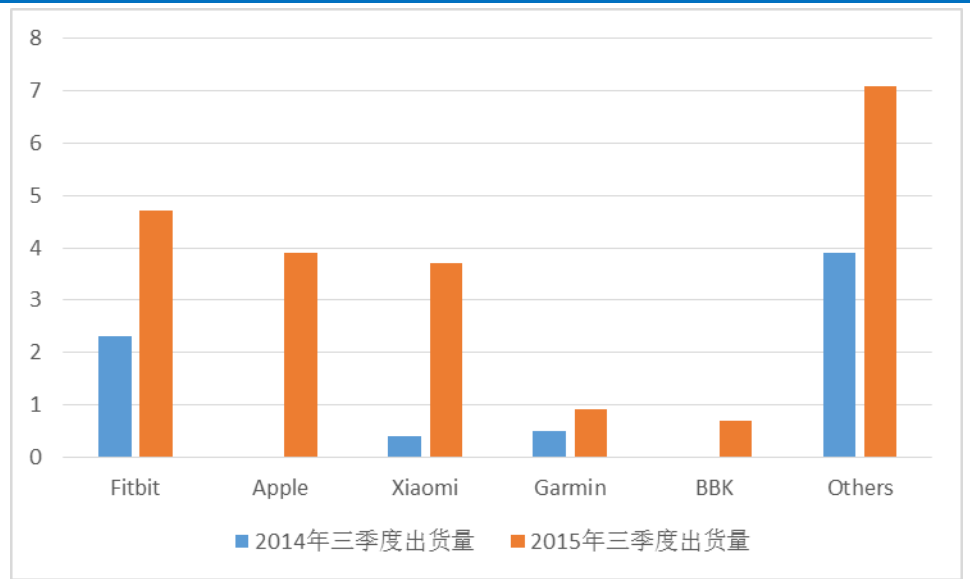
图 2：元器件对可穿戴产品外观影响



资料来源：网络，国海证券研究所

同时我们也可以看到，2015 年三季度全球可穿戴产品出货量已经达到 2100 万台，同比增长 197.6%，IDC 预计 2019 年可穿戴市场出货量将达到 2.146 亿台。值得注意的是，作为可穿戴产品先驱的 Fitbit 出货增速仍旧保持高速增长，三季度出货 470 万台，保持可穿戴设备出货量第一的位置。Fitbit 于 2015 年 6 月在纽交所上市，总市值超过 200 亿人民币，也从一个侧面说明了可穿戴产品市场是能够容纳大体量公司的市场。

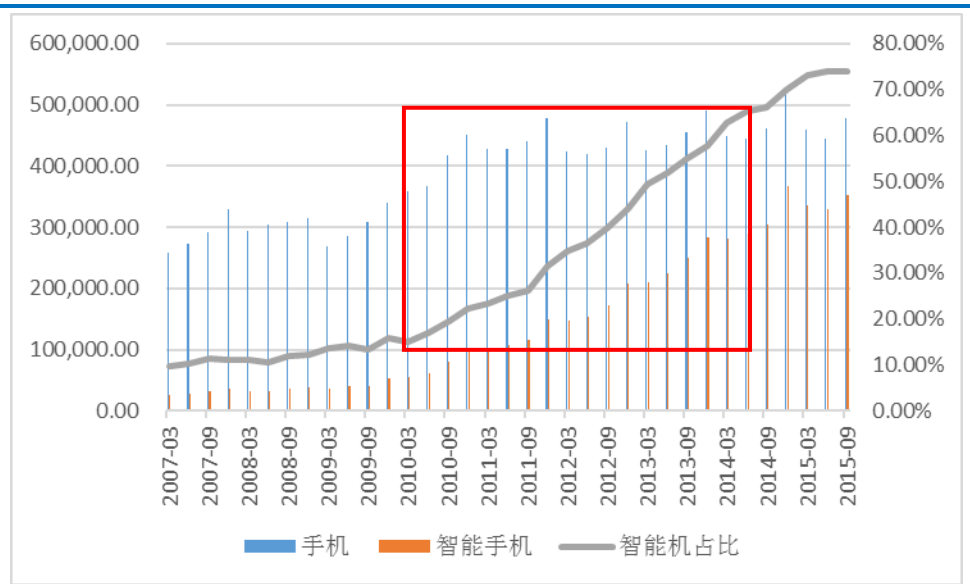
图 3：2015 年三季度可穿戴产品出货量（百万）



资料来源：IDC，国海证券研究所

产品培育期较长，一旦产品进入快速渗透期，需求呈现爆发式增长是消费电子市场的固有属性。以智能手机为例，2003 年智能手机全球销量 957 万部，之后的 6 年间，一直处在一个培育状态，直到 2009 年销量也仅 1.74 亿部。2010 年市场可谓风云突变，销量超过 3 亿部，这也是业界认为真正的智能机元年。从 2010 年到 2014 年 13 亿部智能机，可以看到渗透最快速的阶段大约在渗透率 15%-65%之间，也是在 4 年的时间内智能终端产业链获得了黄金发展时期。按照智能终端销量测算，对于可穿戴产品而言，最甜美的发展阶段即将到来。

图 4：智能手机成长旅程



资料来源：Gartner，国海证券研究所

未来从产业链上讲，限制可穿戴产品发展的功耗问题、交互问题都将随着整个电子制造产业链研发向低功耗、轻薄小型化发展而逐步解决；从应用侧讲，可穿戴产品将呈现多样化的趋势，根据 IDC 预测，未来几年手表、手环仍旧是可穿

戴产品的主力，但包括眼镜、衣服、运动鞋等产品将大幅丰富可穿戴产品市场。

图 5: 多样的可穿戴产品



资料来源：网络，国海证券研究所

2.2 X-LAB: 可穿戴领域持续创新者

奋达科技拥有专门从事消费电子前沿技术研发的 X-Lab 项目部，团队成员超过 100 人，具备从产品 ID 外观设计、硬件结构设计、嵌入式设计、软件 UI 设计到云平台服务的全套设计能力，并且具备选料和生产的配套产能，能够为下游客户提供一站式的 ODM 服务。已经成为我国可穿戴设备 ODM 的龙头企业。

公司成功为华为 ODM 了畅玩手环，为联想 ODM 了 VB10。公司在可穿戴设备领域具有深厚的积累和成熟的产业链，能够适应消费电子短开发周期、短生命周期的产业特征。对于一款手环产品，公司从 ID 设计到生产仅需要两个月就可以完成，快速推出产品大幅提高了客户的市场竞争力，为客户抓住市场机遇争取了宝贵的时间。公司持续布局基于设备的云服务，2015 年 7 月公司和联想签订了智能手环 VB10 产品的云服务开发和维护，全权负责产品的云存储、自有群系统信息推送等多种云服务功能，我们认为这个合作是公司软硬云一体化战略进一步深入推进的标志，也证明了公司在成熟的软硬件实力的基础上，云服务实力已经进入国内领先的行列。

图 6：联想 VB10 和华为畅玩手环



资料来源：网络，国海证券研究所

公司对穿戴设备的理解不止于手表手环，目前已经设计推出了可以在衣物上穿戴的智能硬件产品慢扣，通过对计步情况、GPS 轨迹等综合监测，甄别管理用户有氧运动和无氧运动的时间，我们认为未来公司可穿戴类产品的品种将不断扩充，从鞋子、衣物等多个维度推出新产品。

图 7：红豆慢扣产品



资料来源：网络，国海证券研究所

2015 年 10 月公司投资 1000 万设立深圳市奋达智能技术有限公司，进一步发展智能可穿戴产业，从 X-Lab 项目部到专业化公司运作，可以看到可穿戴设备将是奋达未来几年的核心业务领域，2016 年可穿戴设备正在逐渐步入快速渗透期，在该业务领域的发力将为公司提供长期发展动力。

2.3 穿戴类产品的焦点：用户粘性

回到一开始的话题，智能穿戴产品的用户粘性的问题，这将决定在竞争中何

种形式的可穿戴产品能够被广泛接受。我们认为移动医疗将是可穿戴设备发展的核心立足点之一。事实上，可穿戴产品自从问世以来，健康监测都是其重要的应用场景，理想状态下利用穿戴类设备对个人生理数据进行持续监测，通过云平台进行记录、传输与分析，为医生诊断等场景提供决策依据。然而当前的可穿戴产品大部分监测技术达不到医疗级别的精度要求，导致其价值更多的是体现在记录分享和社交互动中。未来随着传感器技术的不断成熟，医疗将成为重要应用领域。

例如手环和手表中的脉搏监测，一般是由绿光 LED 和光电传感器组成，利用心脏舒张和收缩时，脉搏容积不停变化引起对光的反射的波动的特点，通过对反射光监测得到脉搏。在这个领域，目前行业全球领先的传感器及算法掌握在飞利浦手中，而飞利浦的 Health Watch 的 ODM 合作伙伴正是奋达科技。飞利浦的 Health Watch 产品按照 FDA 认证标准打造，采用了飞利浦专业的算法，对心跳的检测精度远高于一般可穿戴产品。和飞利浦的合作也体现出了奋达在移动医疗级可穿戴设备上的领先地位。

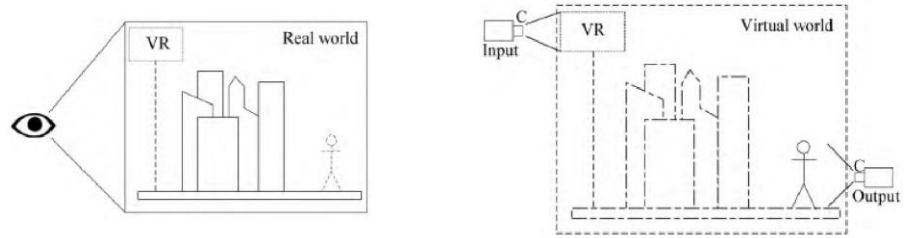
图 8：飞利浦 Health Watch



资料来源：网络，国海证券研究所

第二，虚拟现实产品将成为可穿戴设备的重要部分。虚拟现实技术是指通过建立人工构造的三维虚拟环境，提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟，让使用者如同身历其境一般，以自然的方式与虚拟环境中的物体进行交互。目前虚拟现实产品主要分成虚拟现实式（VR）和现实增强式（AR）两种：虚拟现实式是利用头戴设备，使人完全沉浸入一个虚拟的环境中，并利用手柄等设备实现与虚拟环境的交互；现实增强产品利用头戴或微投等设备，为真实世界增添信息量，提高使用者对真实世界的理解，借助真实场景及实物提高了用户体验感和可信度。

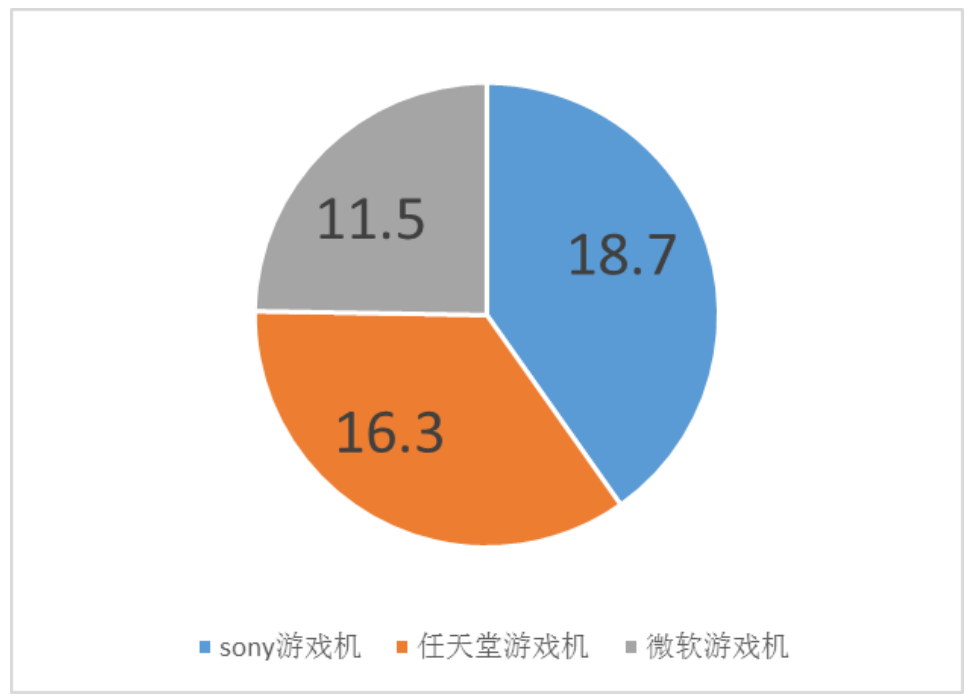
图 9：AR 与 VR 的对比



资料来源：网络，国海证券研究所

虚拟现实产品作为未来云管端中，端这一领域的重要设备，将和其它电子产品遵循类似发展路径：第一阶段是技术提出，研发原型；第二阶段是技术成熟，产品商用，应用将从沉浸式游戏以及视频直播视频交互领域爆发；第三阶段硬件设备渗透率迅速提高，基础设施迅速完善，各行业应用开始纷纷出现；第四阶段是基于虚拟现实的大型互联平台出现，获取绝大部分数据入口，并形成基于虚拟现实的数据运营体系。目前的 VR 主流产品已经能够实现单眼 1200*1080 分辨率，90Hz 刷新频率，实际佩戴无晕眩感，可以说从硬件技术上已经具备了快速发展的条件。2016 年将是产业从第一阶段迈向第二阶段的一年。其第一波渗透将依托游戏市场展开。2014 年游戏机市场产品销量达到 4650 万台，虚拟现实将彻底颠覆游戏体验，充分的沉浸感，将快速在游戏市场进行渗透。紧随其后的是视频直播以及秀场互动的市场，HTC、OCULUS、PSVR 等重度游戏体验产品的初期定价较高，正是给了国内厂商在视频 VR 领域快速发展的契机。奋达科技一向高度重视 VR、AR 类产品，早在 2014 年初就投资了奥图科技，并推出了 AR 产品。考虑到可穿戴设备产业链整体比较接近，而公司在软件、硬件、云服务方面的技术储备都很深厚，我们认为公司有进行 VR、AR 产品设计，未来有望从多个角度快速切入虚拟现实产业。

图 10：2014 年游戏机市场产品销量（百万）



资料来源：GameLook，国海证券研究所

此外，多样化的产品形式也是可穿戴产品发展趋势。可穿戴产品实际并不一定需要穿戴在身上，公司为御泥坊 ODM 的智能魔镜产品是智能穿戴类产品应用范畴拓展的一个很好的方向，产品将环境监测和皮肤监测的功能与便携式化妆镜结合，可以为用户提供肌肤水油情况检查，环境温度、湿度、紫外线强度等指标检查，既可以在智能魔镜上直接读取，也可以通过云平台利用手机 APP 管理历史皮肤数据。近期我们在对不同消费者进行草根调研，感受到游戏爱好者对 VR 的热情，而具有多种检测功能的魔镜明显更加受到女性用户青睐。这个恰恰符合我们的观点，过去数十年，从台式机到笔记本再到智能手机，即使是产品成长期，产品形态仍旧比较统一，进入成熟期后产品形态更是快速趋于一致。对于物联网时代，产品从功能到形态都将更加多样化，电子制造业的核心竞争力从规模效应逐渐向设计能力变迁。在这个变迁过程中，ODM 型企业在产业链上游的地位将得到显著的提高。

图 11：智能魔镜产品



资料来源：网络，国海证券研究所

3. 音箱、美发电器行业趋势的引领者

3.1 从有线到无线，音箱事业引领行业趋势

公司多年深耕多媒体音箱领域，是我国主要的音箱生产企业。公司的音箱业务采取 ODM+OBM 的战略路径，在海外发达国家市场主要采取 ODM 的生产销售模式，客户包括 Harman、JBL、polkaudio、Cyber Acoustics、Imation 等知名企业，在国内以及发展中国家市场则采用了 OBM 与 ODM 结合的模式，近年来拓展了包括创维、长虹、乐视等客户。2010 年公司通过分析准确的判断了音箱市场将向互联网化发展，并开始积极发展蓝牙模块，布局互联网音箱产品。经过几年的培育，公司在 2013 年推出成熟的互联网音箱解决方案，成功抓住了智能终端向家庭渗透的趋势。2013 年 5 月 28 日，公司发布了芯片 IF-5110，成功实现了音频解码芯片的自主化定制化生产，也从中可以让我们看到公司从音响产品到模组再到芯片实现全产业链布局的战略思路。也正是公司从 10 年到 12 年的战略转型和持续培育，造就了 2013 年公司蓝牙音箱产品快速放量。

图 12：奋达科技音频解码芯片



资料来源：网络，国海证券研究所

2015 年 9 月公司 1700 万投资参股南京乐韵瑞信息技术有限公司，占被投资公司 8.06% 股权，进一步加强在无线音频领域的布局。乐韵瑞在 wifi 无线音箱模块具有很深厚的技术积累，并且致力于打造包括云端服务器在内的无线互联网音频整体解决方案。随着音箱独立联网趋势愈演愈烈，参股乐韵瑞有助于进一步保持公司在互联网音箱领域积累的优势。

3.2 美发电器做精做强，稳定增长可期

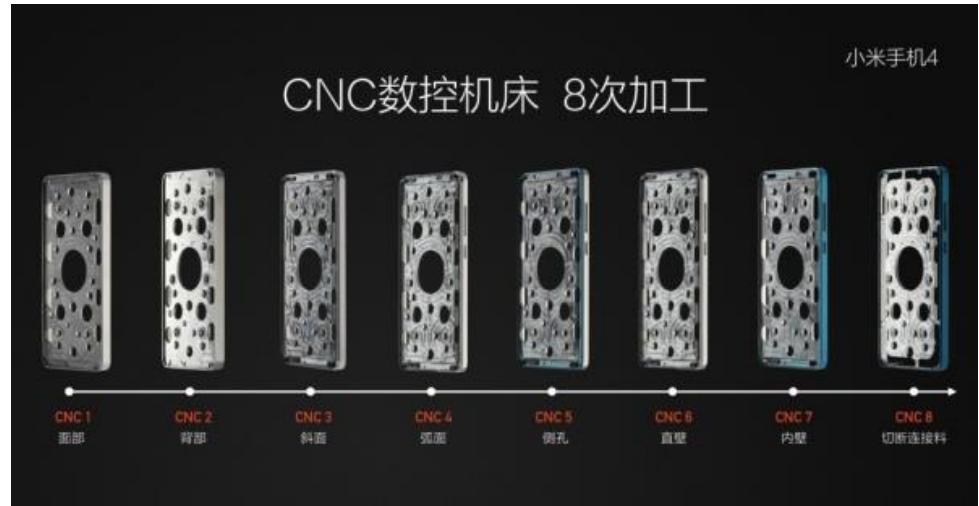
公司美发电器业务主要面向国外高端市场，提供包括直发器、卷发器、电吹风等产品，客户包括 Farouk Systems、Sally Beauty 等知名品牌，美发小家电在欧美等发达地区普及率较高，市场变化相对较小。公司 2015 年 4 月开始着手将全资子公司奋达电器吸收合并，奋达电器 2014 年全年净利润 9547 万，是公司美发电器业务的经营实体。本次吸收合并有利于公司整合优势资源，优化管理架构，降低管理运行成本，提高管理效率。对比公司 2015 年 10 月 1000 万设立深圳市奋达智能技术有限公司，进一步发展智能可穿戴产业，我们可以看到公司清晰的经营思路，对于成熟业务进行集中管理，对于蓝海业务则给予充分的发挥空间。

4. 欧朋达：消费电子金属时代已入高潮，设计能力为王

苹果在 iPhone4 采用了玻璃加金属边框的外观，并在 2012 年底推出的 iPhone5 中采用了铝合金机壳，后续的 iPhone6 仍采用了全金属机身的构造。安卓阵营手机厂商中最早最坚定的金属外观支持者 HTC，随着苹果产品引领的金属风潮，OPPO、VIVO、华为、联想、小米纷纷尝试推出金属机身产品。2014 年应该说是

金属机壳行业地位从塑胶机壳竞品定位转变成塑胶机壳替代品的一年，由于智能终端销量增长放缓，产品技术创新相对不够丰富，各大厂商开始在外观上进行创新。小米在其小米 4 的发布会上给了 CNC 加工浓墨重彩的强调，作为其重要卖点，CNC 在整个安卓阵营中的关注度提升到了一个新高度。

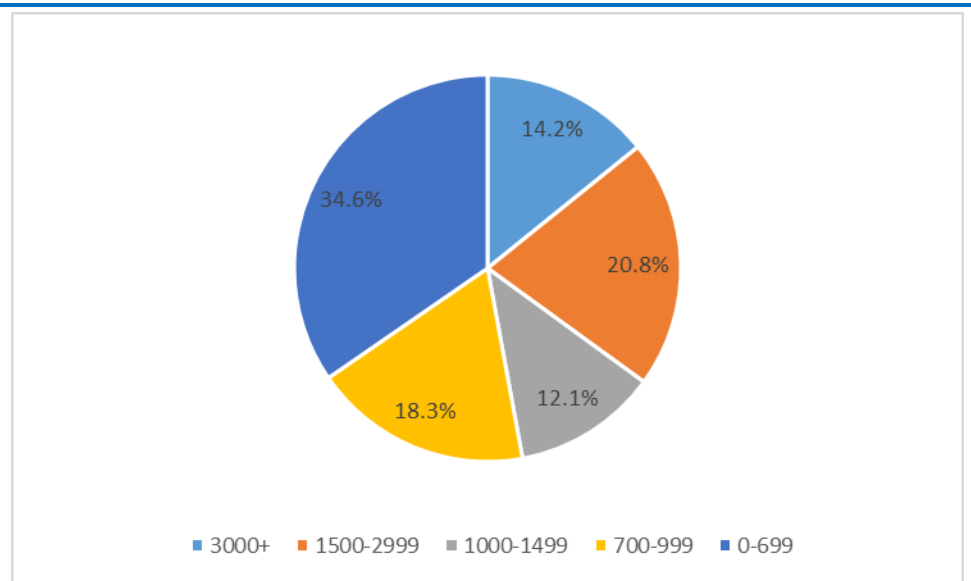
图 13: CNC 加工流程



资料来源：网络，国海证券研究所

2015 年消费电子金属化大潮已经进入到向中端产品渗透的时期。千元级智能终端产品已经开始采用 CNC 工艺的金属机壳。对比 1500-3000 价位段 1500 元的价格区间占据 20% 份额而言，700-1500 元价位段 800 元的价格区间占据了手机市场超过 30% 的份额，在手机市场中占有举足轻重的地位，因此当金属机壳向 1000 元价位段渗透时，金属机壳市场需求处在快速放量周期。展望 2016 年，金属机壳渐入高潮，渗透率可望进一步提高，进一步向 700-1000 价位段产品下沉，部分 500 元价位档的机型也会采用金属机壳，因此总体仍将保持快速增长。

图 14: 中国手机产品价格结构



资料来源：网络，国海证券研究所

奋达科技以 11.18 亿元的对价收购欧朋达，并且已经于 2015 年 2 月并表，承诺 14-16 年净利润不低于 11000 万元、13200 万元、15840 万元。欧朋达主要为高端消费电子产品提供金属及新材料外观件，是摩托罗拉、索尼、VIVO、小米等消费电子厂商的外观件供应商，并且逐步开拓了卡西欧、大疆、华为等新客户。受益于金属化浪潮，公司金属件收入占比大幅提升。但需要强调的是，欧朋达的设计不仅仅限于金属件，公司之前参与开发过摩托罗拉刀锋系列的凯芙拉材料外观件和应用于摩托罗拉 MOTO X 系列的木质材料外观件，具备丰富的外观件和结构件设计能力。

欧朋达的核心能力是其对外观设计的实现能力，实际上在金属时代，产品结构和产品外观设计的紧密度大幅提高，消费电子厂商对产品外观的严苛要求使得包括金属机壳供应商在内的一系列供应商都要在产品阶段就介入到产品开发中，而欧朋达多年来一直奉行 Design-in 的战略，对于介入设计具有丰富的经验。我们已经清晰的看到，单纯就 CNC 机床产能而言门槛并不高，如果不具备设计能力以及精细加工能力，是不能够满足客户工艺需求的。面对这样的市场格局，公司采取了稳健扩产的战略，根据核心工艺需求来确定 CNC 等设备的开支。这也造就了欧朋达轻资产的运营模式。

展望未来，我们认为金属机壳并非没有竞品，陶瓷和玻璃是主要的竞争者，而为了追求差异化竞争，木质机壳、液态金属以及碳纤维材料等等也有望得到一定程度的应用。因此，我们认为金属机壳的渗透率天花板会低于智能手机渗透率。金属化浪潮的本质是消费电子厂家追求消费者体验和差异化需求的过程，那么沿着这个驱动因素看，未来关于智能手机的外观创新将层出不穷，对于手机厂商而言，供应商的核心能力是设计变现能力。另一方面，可穿戴产品对产品造型、结构的要求将更加多样化，结构设计的变现能力将是机壳行业未来数年的核心竞争力所在，而这正是欧朋达的强项。消费电子专业化分工趋势越来越明显，ODM 厂商在供应链上的地位也变得更加重要，未来奋达科技在可穿戴产品 ODM 上的布局有望和欧朋达的外观设计能力实现协同效应，为其提供更大的发展空间。我们认为欧朋达的业绩有望持续超过承诺水平。

5. 产业发展战略：内生+外延+孵化器，产业布局层次清晰

5.1 深圳+东莞产业园，孵化器+高端制造业战略已经初显雏形

公司坐落于深圳市宝安区石岩街道奋达科技园，距离南光高速不足 500 米，距离宝安国际机场仅 15 公里，科技园占地 17 万平方米，目前一期工程已经建成投入使用，包括了一栋研发办公楼，3 栋厂房以及配套设施，已建成面积近 17 万平米，二期工程已经启动施工，预计 2016 年建成面积达到 43 万平方米。未来公司将围绕奋达科技园打造创新产业孵化基地。

近年来，我国对创新创业的支持力度可谓前所未有，2015年3月李克强总理在政府工作报告中提出了“大众创业，万众创新”的转型升级发展思路。目前在顶层设计上提出的资金支持主要包括1200亿的国家集成电路产业基金和400亿的国家新兴产业创业投资引导基金，我们认为，这两个基金的共同点是设立级别高，在重要报告中重点强调，具有风向标意义。集成电路产业基金成立1年多来，取得了另半导体界瞩目的成绩，创投基金无疑也将拉动全社会创业风潮。根据测算，创投基金能够拉动超过10倍的社会投资。国务院办公厅在3月同时发布了《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，提出加快构建众创空间，推广创客空间、创业咖啡、创新工场等新型孵化模式，构建一批低成本、便利化、全要素、开放式的众创空间。发挥政策集成和协同效应，实现孵化与投资相结合，到2020年形成一批有效满足大众创新创业需求、具有较强专业化服务能力的众创空间等新型创业服务平台。可以说相关政策的出台已经充分说明孵化器战略是我国战略转型、产业升级的一个重要着力点。

奋达科技产业园孵化器战略并非无源之水，事实上，公司2011年上市时为解决历史遗留问题，将西乡三围奋达科技工业园出售给大股东旗下的奋达投资，当时该园区主要用于出租。经过奋达投资几年的经营，如今已经成为西乡三围奋达创新园，园区占地面积约1.92万平方米，建筑面积约5万平方米，接收33户中小微企业入园孵化。因此，公司实际上在做创业孵化器方面具有深厚的经验，我们认为，在国家政策大力支持的背景下，公司未来将有可能在孵化器上与深圳地方政府深度合作，共同打造创业创新基地。参考奋达投资的运作，公司孵化器不仅仅是提供一个交通便利的办公园区的租赁服务，还将建设一整套的孵化服务流程，包括法律法规、投融资、行政流程方面的指导与服务，并有效地对接社会上的各方面资源，为创业者搭建一个便捷高效的孵化平台，促进创新创业企业的发展成长。另一方面，成熟的孵化模式也将给奋达科技的外延式发展提供更多的优质项目，奋达科技将打造投资与孵化一体化的孵化器模式。

随着东部沿海人力成本逐渐上升，公司15年开始着手建设东莞清溪生产基地，清溪产业园面积约1000亩，目前奋达科技主要生产厂房坐落于石岩奋达科技园内，主要生产厂房共计3栋，每栋2.8万平米，总车间面积近9万平米。清溪产业园首期已经投资2500万元，未来计划将公司的制造和生产业务转移到东莞进行。清溪产业园巨大的面积也为公司发展高端制造提供了空间，将成为奋达科技新的制造中心。

5.2 纵横延拓，移动健康、可穿戴领域厚积薄发

公司致力于成为领先的消费类电子产品供应商，将目标市场定位于智能穿戴、移动医疗领域，并对产业链进行垂直整合，形成从制造到服务的全产业链布局。2014年02月25日公司以货币资金200万元认缴天津奥图科技有限公司20%股权，目前公司在奥图科技中的持股比例为17.77%。奥图科技专注于可穿戴市场，并成

功推出了奥图 CoolGlass ONE 眼镜。该产品是一款现实增强型眼镜，拥有 2.4 米视距 800×480 高分辨增强现实，视场角 20 度，达到了一般远摄镜头的视场角范围，并配有 800 万像素摄像头，骨传感耳机，是一款从处理器到产品都由国内自主研发的产品。奋达科技自身可穿戴领域定位于 ODM，参股奥图可以说补全了其 OBM 的版图。事实上 ODM 和 OBM 厂定位是有内在冲突的，公司以参股形式涉足品牌智能硬件，可谓一招妙棋。公司以 AR 作为虚拟现实切入口，未来同样有望拓展 VR 市场。

图 15：奥图酷镜



资料来源：网络，国海证券研究所

2014 年 02 月 25 日公司以 1000 万元增资光聚通讯，并通过后续增资持有光聚通讯 15.4% 的股权。深圳市光聚通讯技术开发有限公司成立于 2008 年，是一家专注移动健康领域的公司，其与中科院合作开发了 MEMS 传感器和生物传感信号集成处理芯片。物联网时代，传感器是信息采集的节点，大健康领域也概莫能外。依靠 MEMS 传感器领域的积累，公司成功研发了优糖血糖仪，青苹果体温计，Hibaby 胎心计以及臂式血压计等智慧医疗产品。公司血糖仪是国内首个自主研发的家庭可穿戴式微创葡萄糖检测仪（CGM），对比目前市场上常见的指血检测仪，每天需要 4-7 次不等的取血次数。而 CGM 则只需要一次刺入皮下，可以连续使用 7 天，并且由于是通过皮下体液进行检测，可以做到微创不流血，大幅改善了患者的生活质量。同时，实时监测能够提供更好的血糖控制，在血糖水平过高或过低达到危险值之前采取措施应对。与胰岛素泵配合更是能够根据患者的血糖情况灵活地调整餐前大剂量及基础输注量，将血糖控制在目标区间。在国际市场上，Dexcom 和 Medtronic 等巨头的 CGM 产品获得了成功，我们认为一旦公司产品通过 FDA 和 CFDA 认证，有望凭借价格优势快速进入市场。

图 16: 光聚通讯血糖仪



资料来源：网络，国海证券研究所

虽然目前奋达在光聚通讯中股权占比不高，但对光聚通讯的投资可以说是公司涉足大健康领域的重要一步。我们认为未来健康产业和可穿戴产业有着密不可分的关系，可穿戴产品的粘性将很有可能来自健康领域的应用。医疗器具和健康管理行业是门槛非常高的领域，例如公司给飞利浦代工 FDA 认证的医疗级手表产品，从材料到直通良率、产品一致性要求都非常高，公司通过参股快速切入了这个领域。同时公司与中国科学院苏州生物医学工程技术研究所展开多方面的合作，苏州医工所是中国科学院唯一以生物医学仪器、试剂和生物材料为主要研发方向的国立研究机构，和医工所展开合作加速科研成果转化，也将使得奋达占据医疗可穿戴设备的制高点。通过股权投资，科研机构合作，自身研发，公司三管齐下快速切入大健康领域。

公司 2013 年 12 月 7 日 300 万元参股艾普柯微电子占比 10.6%，目前持有其 17.50% 的权益。艾普柯从事光电传感器集成电路设计，主要产品类别包括环境光传感器（ALS）、距离感应器（PS）、心率和血氧检测传感器及红外线传感器等。2015 年 12 月 30 日公司投资 2500 万设立上海公司，引进机器人与智能制造先进技术以及美国、台湾等国家和地区的技术人才，进军半导体机器人领域。可以看到公司立足消费电子，逐步向产业上游进行拓展，未来将形成从半导体到先进制造的产业链布局。

公司近年来从参股到并购，外延发展的脚步逐渐加速。截止 2015 年第三季度公司只有 1.3 亿长期借款，同期账上还有 5.3 亿现金。公司近期拟发行 8 亿元的 5 年期公司债券，发行成功能够有效改善公司资本结构，并且进一步增加公司在手现金储备。我们分析公司具有较强的外延式发展能力。奋达以扬声器起家，经过从电声、美发电器、无线模组、精密制造一路拓展，逐渐形成了目前提供从硬件到云端一体化解决方案的 ODM 能力，物联网时代，公司紧抓时代脉搏，制定了

成为持续领先的消费电子产品垂直整合制造与服务的高科技企业”的长期战略，可穿戴设备和移动医疗、高端制造方面的布局已经初露锋芒，可以说已经在物联网时代实现了提前布局。

6. 众志成城，公司发展动力充足

公司高管在 2015 年股价大幅下跌期间增持公司股份 5078 万元，并且公司董事长肖奋先生在 2015 年 8 月股灾期间发布《关于公司内部员工增持公司股票的倡议书》，倡议奋达科技及全资子公司全体员工积极买入奋达科技股票，并承诺 2015 年 8 月 27 日至 8 月 31 日期间净买入的奋达科技股票，且连续持有 12 个月以上并在职的，若因增持产生的亏损，由董事长予以补偿；收益则归员工个人所有。27 到 31 日公司股票交易区间位于 23.54-29.41 元，区间换手率达到 14.26%。在公司股价出现大幅波动的时候，实际控制人表现出了勇于担当的豪气。回顾公司自 2012 年上市后的发展过程我们可以看到，公司所有董监高都没有过减持行为，2015 年 12 月 31 日再次公告未来 6 个月内大股东和董监高没有减持计划，我们认为这也说明了大股东和董监高对公司长期发展前景的信心。

另一方面，公司高度重视员工激励，2014 年 12 月实施了限制性股票激励计划，向公司 141 名核心人员定向增发授予股票。2016 年 3 月 23 日公司发布了第二期限制性股票激励计划，以 14.64 元向董事、管理人员、核心骨干等授予不超过 600 万股限制性股票，未来三年解锁条件是以 2015 年净利润为基数，2016-2108 年净利润增长率不低于 30%、60%、100%，进一步增强了员工的凝聚力，有利于公司未来三年的发展。

7. 盈利预测与评级

公司管理层多年来十分进取，公司大股东志向高远，可穿戴产品 2016 年有望高速增长。预计公司 2015-2017 年将实现净利润 2.95、3.91、4.96 亿元，EPS 分别为 0.48、0.63、0.80 元，当前价格对应 2015-2017 年 PE 分别为 70、53、42 倍，首次覆盖给予买入评级。

8. 风险提示

可穿戴产品市场拓展速度低于预期；金属机壳市场竞争趋于激烈导致毛利低于预期；并购整合不达预期的风险。

表 1: 盈利预测

证券代码	002681		股票价格		33.55	投资评级	买入		日期	2016/3/25
财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值					
盈利能力					每股指标					
ROE	13.25%	22.54%	24.57%	25.44%	EPS	0.24	0.48	0.63	0.80	
销售毛利率	23.79%	27.20%	26.70%	26.40%	P/E	142.48	70.14	52.94	41.74	
销售净利率	13.46%	17.08%	16.62%	16.24%	P/B	18.88	15.81	13.01	10.62	
成长能力					P/S					
收入增长率	2.01%	60.08%	36.20%	29.80%		19.18	11.98	8.80	6.78	
利润增长率	11.25%	103.14%	32.49%	26.82%	资产负债表 (百万元)					
营运能力					货币资金	552.51	435.02	689.71	837.40	
总资产周转率	0.80	1.01	1.15	1.27	应收和预付款项	234.46	450.29	491.67	583.87	
应收账款周转率	5.13	4.74	5.23	5.75	存货	117.16	205.70	231.45	331.17	
存货周转率	7.03	6.12	7.46	6.80	其他流动资产	145.37	174.45	209.34	251.21	
偿债能力					长期股权投资	20.98	20.15	20.65	21.65	
资产负债率	19.06%	23.47%	22.10%	18.91%	投资性房地产	10.43	8.92	142.41	125.89	
流动比	4.06	3.15	3.59	4.40	固定资产和在建工程	191.72	346.97	200.72	204.47	
速动比	3.04	2.20	2.61	3.12	无形资产和开发支出	76.38	67.56	58.74	49.92	
					其他非流动资产	7.99	4.77	1.58	1.90	
利润表 (百万元)					资产总计					
	2014E	2015E	2016E	2017E		1356.99	1713.82	2046.28	2407.49	
营业收入					短期借款	0	0	0	0	
营业收入	1080.46	1729.60	2355.71	3057.71	应付和预收款项	258.59	402.27	452.31	455.37	
营业成本					长期借款	0	0	0	0	
营业成本	823.46	1259.15	1726.73	2250.47	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业税金及附加					负债合计					
营业税金及附加	6.18	9.17	13.43	22.93		258.59	402.27	452.31	455.37	
销售费用					股本	303.12	303.12	303.12	303.12	
销售费用	39.19	41.34	50.65	62.07	资本公积	293.04	293.04	293.04	293.04	
管理费用					留存收益	501.40	714.47	996.77	1354.79	
管理费用	74.87	122.80	160.66	208.23	归属母公司股东权益					
财务费用					少数股东权益	0.84	0.92	1.03	1.17	
财务费用	-14.29	-29.26	-28.38	-33.60	股东权益合计	1098.40	1311.55	1593.97	1952.12	
资产减值损失					负债和股东权益总计					
资产减值损失	-4.23	-1.00	2.00	3.00		1356.99	1713.82	2046.28	2407.49	
投资收益					现金流量表 (百万元)					
投资收益	6.53	9	13	17		2014A	2015E	2016E	2017E	
公允价值变动损益					经营性现金净流量	154.28	112.30	356.58	268.22	
公允价值变动损益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-171.20	-167.20	-15.28	-12.72	
其他经营损益					筹资性现金净流量	-42.83	-62.59	-86.60	-107.81	
其他经营损益	0	0	0	0	现金流量净额					
营业利润						-58.30	-117.49	254.70	147.69	
营业利润	161.80	336.32	443.78	562.05						
其他非经营损益										
其他非经营损益	5.99	9.75	14.50	19.00						
利润总额										
利润总额	167.79	346.07	458.28	581.05						
所得税										
所得税	22.33	50.57	66.77	84.54						
净利润										
净利润	145.46	295.49	391.51	496.51						
少数股东损益										
少数股东损益	0.04	0.08	0.11	0.14						
归属母公司股东净利润										
归属母公司股东净利润	145.42	295.41	391.40	496.37						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。