

# 漫步者

002351

## 国内自主品牌多媒体音箱行业的领军者

上市定价区间预测 (元)
<b>RMB26.46—30.38 元</b>

### 发行数据

发行数量 (万股)	3700
计划筹资额 (亿元)	
预计询价区间 (元)	
询价市盈率 (倍)	
上市日期	
主承销商	招商证券

### 发行后股权数据

总股本 (百万股)	147
流通 A 股 (百万股)	37
流通 H 股 (百万股)	N/A
流通股比例 (%)	25.17

### 控股股东

控股股东简称	张文东
持股比例 (%)	43.65%
所有制性质	-

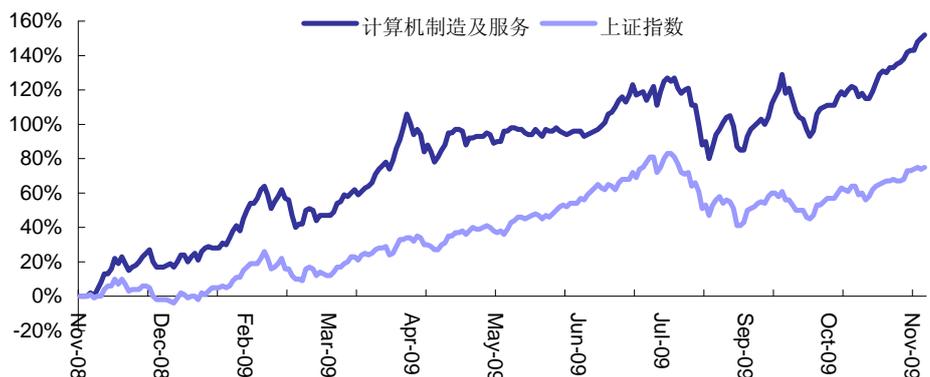
分析师  
龚浩  
+021-50106026  
gonghao@lhq.com

张熙  
+021-50106026  
zhangxi@lhq.com

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	606	679	687	904
主营利润 (百万元)	87	85	128	168
净利润 (百万元)	78	70	108	143
增长率 (%)	95.0%	-10.3%	54.8%	32.4%
EPS (元)	0.53	0.48	0.74	0.98
P/E (倍)	-	-	-	-

- 深圳市漫步者科技股份有限公司成立于 2007 年 11 月，是国内多媒体音箱行业的龙头企业。公司发行前股本为 11,000 万股，本次拟发行不超过 3,700 万股，占发行后总股本的 25.17%。
- 公司主要从事多媒体音箱、耳机、汽车音响的研发、生产与销售业务。公司的主要产品是多媒体音箱，该部分收入占公司总收入 95% 以上。公司多媒体音箱的品质和设计在行业内都得到过专业认可，这是公司的核心竞争力之一。
- 公司在国内多媒体音箱市场的占有率居首位，近三年市场份额在 22% 以上；与公司相比，国内其他品牌厂商的竞争力较弱。从业务增长点来看，公司多媒体音箱产品未来在国内三四级市场发展的潜力巨大。
- 在国际市场上，公司的多媒体音箱产品在中、低端市场有较强的竞争力，但与国际高端产品相比，还缺乏品牌优势。我们认为，伴随公司全球营销网络的建设，公司在国际市场的竞争力有望提高。
- 预计 2009 和 2010 年公司的收入分别为 6.87 和 9.04 亿元、同比增长 54.79% 和 32.37%，净利润分别为 1.08 和 1.43 亿元，每股收益分别为 0.74 和 0.98 元。
- 对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司 27—31 倍市盈率，估计公司的发行价格为 26.46-30.38 元。

### 最近 52 周股价表现

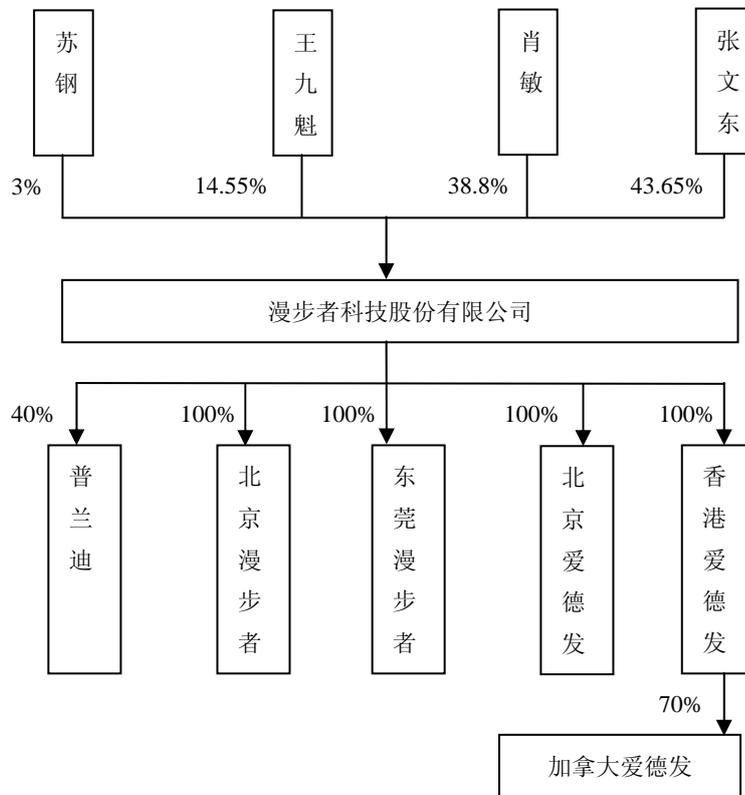


## 公司概况

深圳市漫步者科技股份有限公司前身为深圳市漫步者科技有限公司，成立于2007年11月，是国内多媒体音箱行业的龙头企业。本次发行前，公司股本为11,000万股，本次拟发行不超过3,700万股，占发行后总股本的25.17%。

公司实际控制人为公司董事长兼总经理张文东先生，其持有公司4,801.5万股，占此次发行前总股本的43.65%，预计占发行后总股本的32.66%（见图1）。

图 1、漫步者科技股份有限公司股权结构示意图



数据来源：公司招股意向书

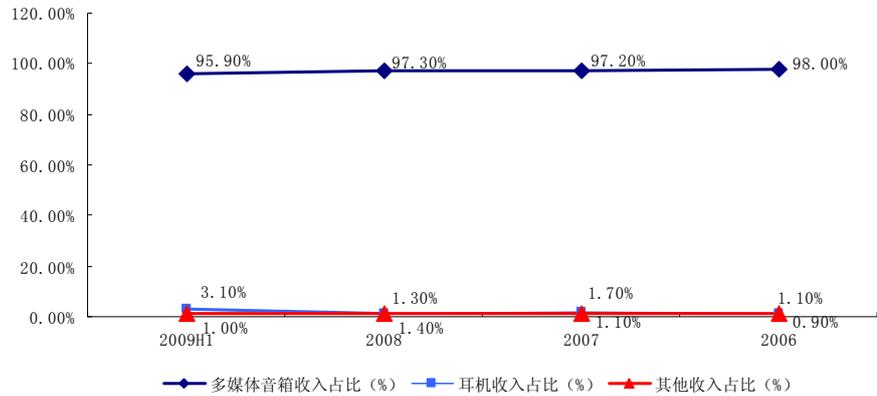
公司拥有一家控股子公司——普兰迪，目前持有其40%的股权。普兰迪主要从事舞台、乐器专业音响和 HI-FI 音响的研发、生产和销售，但目前业务规模较小。公司还有4家全资子公司：北京爱德发全面负责公司的国内销售业务及公司知识产权管理；东莞漫步者是公司未来南方生产和研发基地之一；北京漫步者是公司的北方生产基地，同时负责公司大多数产品的最终对外销售；香港爱德发主要负责公司国际销售业务。公司通过香港爱德发间接持有加拿大爱德发70%的股份，加拿大爱德发主要负责公司北美地区的销售和业务拓展。

## 主营业务

公司从事多媒体音箱、耳机、汽车音响的研发、生产与销售业务，拥有“漫

步者”和“声脉”两个产品品牌。其中，公司的主要产品是多媒体音箱，该部分收入占公司总营收比例超过 95%（见图 2）。

图 2、2006-2009H1 公司产品收入结构图



数据来源：公司招股意向书

公司生产的多媒体音箱包括 4 大系列：R 系列，是普及型音箱的代表，外观简洁朴实；声脉 X 系列，以注重游戏效果及音效为特点，成为“漫步者 (Edifier)”品牌的有益补充；数码家居音响系列，属于多媒体音箱的升级型产品。

从全行业来看，公司生产的多媒体音箱产品在中端市场竞争优势明显。多媒体音箱产品属于电子类消费品范畴，高质量是该类产品的基础，良好的设计可以提高产品的观感，使产品更吸引人，而高端产品除具备以上两点外，还需要能够传达为大众所认可和追求的品牌精神。公司的多媒体产品在品质和设计方面实力较强，但是在品牌精神建立和表达方面与国际一流品牌相比尚有差距。因此，公司产品在全行业中可以定位为中高端产品，质量与价格是该公司竞争的核心；若要进军行业的高端市场，公司还需品牌培养和宣传。

在国内市场，公司的多媒体音箱系列产品处于行业龙头地位。根据中国电子音响工业协会和环咨 HZ Research 统计，2006 年至 2008 年公司多媒体音箱产品国内市场占有率为 22.14%、25.27%和 26.34%，均居行业首位，而国内其他品牌的多媒体音箱生产厂家的市场份额很低，与公司市场份额相比差异较大，竞争力较弱。从未来市场来看，家用电脑的增长点将分布在电脑普及率较低的村镇及小城市，而此类市场需要更多的是价格低廉同时品质较高的产品，因此公司的多媒体音箱，尤其是中低端产品，未来在三四级市场的发展潜力巨大。

在国际市场上，公司多媒体音箱产品尚处于品牌建立阶段，与其他国际品牌相比，公司产品的优势在于国内低生产成本带来的低廉价格；但在高端产品市场上，公司尚缺乏品牌竞争优势。目前，公司正筹划全球营销网络建设项目的开展，我们认为，伴随营销网络的增加和品牌知名度的提高，公司未来在国际市场上的竞争优势将会有所提高。

公司 2008 年开始自行生产，此前公司产品以委托外单位 OEM 生产为主，公司仅负责总装。公司的耳机产品分为 4 个系列：高性能音质 H 系列、时尚 M 系列、网络通话耳机 K 系列。公司 2006 至 2008 年的耳机境内市场占有率在 0.05%

至 0.07% 的水平，市场份额较低，业务处于起步阶段。但是，由于耳机和音箱市场的关联性较高，公司在多媒体音箱领域的品牌优势可以很好的复制到公司的耳机产品上，伴随公司耳机生产线的扩建，公司的耳机业务将有望快速成长。

表 1、公司各项服务收入（单位：百万元）

项目	2009H1		2008		2007		2006	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
多媒体音箱	323.33	95.9%	660.44	97.3%	589.47	97.2%	472.27	98.0%
其中：数码家居音响	55.56	16.5%	140.14	20.6%	100.81	16.6%	59.06	12.3%
汽车音响	1.21	0.4%	2.28	0.3%	0.91	0.2%	0.07	0.0%
耳机	10.58	3.1%	9.08	1.3%	10.17	1.7%	5.53	1.1%
材料让售	0.64	0.2%	2.34	0.3%	3.99	0.7%	1.86	0.4%
其他	1.39	0.4%	4.77	0.7%	1.73	0.3%	2.27	0.5%
合计	337.14	100.0%	678.92	100.0%	606.27	100.0%	482.01	100.0%

数据来源：公司招股意向书

## 募集资金投入项目

本次发行新股所募集的资金将投入 4 个项目，共需资金 4.24 亿元（见表 2）。

表 2、公司募集资金项目（单位：百万元）

项目名称	投资金额
年产 860 万套多媒体音箱建设项目	311.30
年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目	43.60
全球营销网络建设项目	34.90
音频技术中心建设项目	34.10
合计	423.91

资料来源：公司招股意向书

公司设立 860 万套多媒体音箱建设项目是为了解决公司产能不足的限制，进一步巩固公司已有的规模优势。近年来公司多媒体音箱业务不断攀升，公司的产能利用率和产销率一直高位运行，因此该项目的实施能够解决公司面临的产能限制，有助于公司扩大生产规模，提高成本优势，提升市场份额。公司拟使用 311.3 亿资金建设生产基地，预计投产后每年将新增产能 860 套。

年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目是公司适应市场对耳机产品的需求，同时增加公司利润增长点而设。该项目建成投后，公司将每年新增耳机产能 270 万套。该项目的实施将迅速扩充公司耳机产品的产能，取得规模效应，降低耳机生产成本，丰富公司的产品线，提高公司品牌的综合竞争力。

全球营销网络建设项目是公司拟打造集品牌传播与管理、产品创意、供应链整合、市场信息反馈、客户响应与服务的全球营销体系。该项目的实施将进一步巩固并加强公司的营销渠道，提升营销网络的服务水平和质量，提升公司的品牌

影响力和销售能力。由于公司出口产品的毛利率比内销产品高，因此，该项项目更有利于提高公司的收益水平。

音频技术中心建设项目是公司拟建设的一个在电声学领域具有较强研发能力并能将科研成果迅速产品化和产业化的企业科研开发机构。该项目的实施将提高公司产品的研发能力，从而有助保持公司的核心竞争力。

## 财务分析

与行业其他公司相比，漫步者的净资产收益率较高，从行业杜邦分析中可以看出，这是因为公司的总资产周转率较高的缘故（见表3）。

表 3、行业杜邦分析（2008 年末）

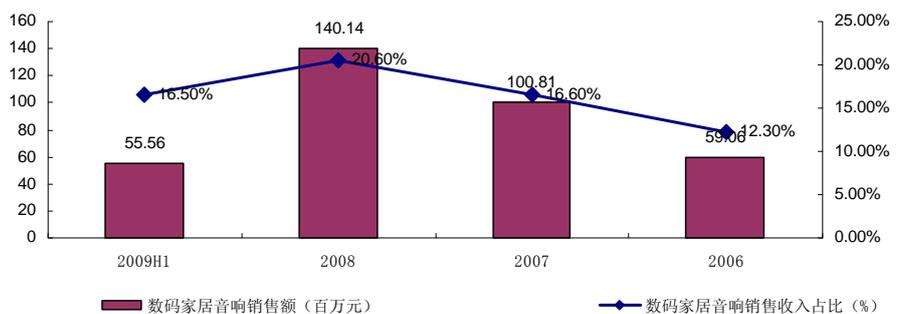
公司名称	净资产收益率(%)	主营业务利润率(%)	总资产周转率(次)	权益乘数	应收账款周转率(次)	固定资产周转率(次)	存货周转率(次)
歌尔声学	25.32	13.43	0.97	2.15	6.27	3.07	5.34
四川湖山	8.43	1.13	2.5	3.12	14.64	20.86	6.40
广州国光	11.90	9.14	0.66	2.01	3.07	1.96	3.95
漫步者	31.32	10.25	2.07	1.72	31.43	26.40	7.76

资料来源：Wind 咨询、联合证券研究所、公司招股意向书

从表 3 中反映出，公司的总资产周转率和固定资产周转率都高于行业内同类企业，这要得益于公司的先款后货的销售结算模式，以及较强的存货管理能力。

数码家居音响是公司未来重要的盈利增长点。公司主营业务突出，近三年一期公司多媒体音箱产品营业收入占营业收入总额的 95%以上；其中，伴随公司产品结构升级战略的实施，公司数码家居音响产品业务发展较快，近三年复合增长率达到 48.78%，其收入占比呈逐年提高的态势（见图 3）。由于数码家居音响产品毛利率较高，近三年一期平均毛利率为 28.94%，并呈上升趋势，同时，该产品生产已经形成较大的业务规模，我们认为伴随公司多媒体音箱扩产项目以及公司产品结构升级策略的实施，数码家居音响产品的规模优势将进一步凸显，毛利率将获得一定的提高空间，是公司未来营收的增长点。

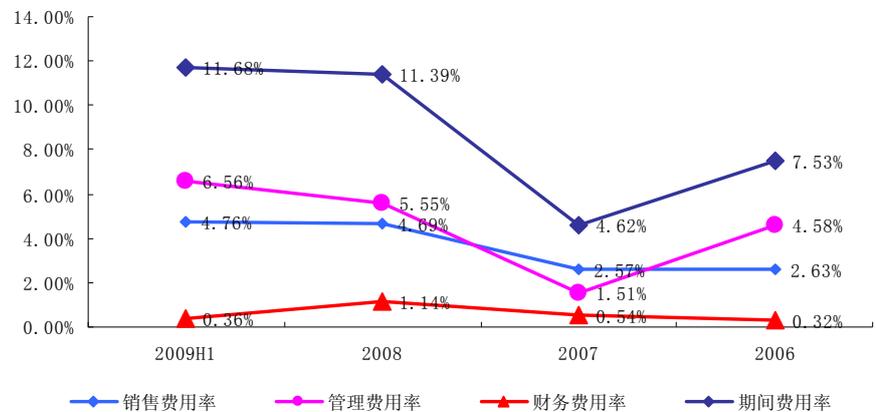
图 3、2006 年至 2009 年 H1 公司期间费用率结构图



数据来源：公司招股意向书

公司费用管理稳健。公司近三年一期的销售费用率较稳定 (见图 4)，基本保持在 5% 以下。在 2008 年资产重组完成后，公司销售费用增加较往年明显，主要是由于公司销售业务的增长所致，与同行业其他公司相比尚处在合理水平 (见表 4)。除 07 年由于会计准则调整出现偏差外，公司的管理费用率一直维持在 5% 左右，处于行业平均水平。公司财务费用率较低，但由于出口业务的关系，受汇率变动影响较大。我们认为公司未来销售费用率会随着业务的继续增长而出现稳中有升的趋势，而管理费用率由于公司管理较严格还将维持在原有水平，财务费用率仍将保持较低水平。

图 4、2006 年至 2009 年 H1 公司期间费用率结构图



数据来源：公司招股意向书

表 4、2007 年-2009 年 6 月行业内公司期间费用率 (单位：%)

公司名称	2009 年 H1				2008 年				2007 年			
	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
歌尔声学	2.89	10.91	2.18	15.98	2.27	9.15	2.39	13.81	1.69	8.62	2.58	12.89
四川湖山	1.94	7.33	1.06	10.33	0.82	3.45	-0.09	4.19	0.84	2.51	0.65	4.00
广州国光	4.4	9.75	3.41	17.56	3.97	8.13	3.15	15.26	3.31	8.93	4.19	16.44
漫步者	4.76	6.56	0.36	11.68	4.69	5.55	1.14	11.39	2.57	1.51	0.54	4.62

数据来源：公司招股意向书

公司毛利率稳中有升。从 2006 年至 2009 年 H1 公司多媒体音箱产品毛利呈上升趋势 (见表 5)，主要是由于公司发展策略重点转向毛利率较高的数码家居音响产品，随着数码家居产品收入占比的提高，公司多媒体音箱产品的毛利率受到提升；同时，公司耳机产品由于规模效应而成本不断下降，毛利率稳中有升。此外，2009 年 1-6 月份毛利率提升较快也受到原材料及能源价格下降的影响，但预计未来此种情况很难再出现，我们认为随着公司规模的继续扩大、生产技术的成熟，未来公司综合毛利率会呈现平稳的趋势。

**表 5、2006 年至 2009 年 6 月公司主要产品毛利率**

项目	2009H1	2008	2007	2006
多媒体音箱	31.18%	23.24%	19.76%	16.70%
其中: 数码家居音响	34.87%	29.49%	25.92%	21.44%
耳机	35.17%	32.66%	26.23%	15.85%
综合毛利率	31.44%	23.57%	19.93%	16.79%

资料来源: 公司招股意向书

## 盈利预测

表 6 中是我们基于公司基本面分析对公司未来发展做出的假设, 体现了我们对公司基本面的基本判断。我们认为, 公司的产品极有市场竞争力, 伴随公司募投项目的开展, 公司的产能及市场开发能力将大幅提高 (尤其是开发国内三、四线市场以及销售毛利率较高的国际市场), 公司未来盈利可期。

我们预计公司未来产量会随着募投项目的开展而不断提高, 同时伴随公司国内外销售市场的开拓, 公司主要产品——多媒体音箱和耳机的销量将有所提高。我们预计未来三年公司年多媒体产品的销量为: 670、875、1133 百万套, 耳机销量为 40、78、118 百万套。

受原材料价格的影响, 我们认为未来三年公司的主要产品平均定价会呈现稳中有升的趋势, 多媒体音箱的平均价格为 99 元/套, 耳机的平均价格为 43 元/套。

此外, 鉴于公司一向良好的费用控制机制, 我们预计公司未来的期间费用率仍能够保持行业较低水平。未来三年, 我们估计管理费用率分别为维持在 6.6% 左右, 销售费用率维持在 5% 左右。

根据政府纳税政策的调整, 我们预测公司未来 3 年实际所得税税率约在 15% 左右。

根据以上判断, 我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的收入分别为 6.87 亿、9.04 亿、11.87 亿, 净利润分别为 1.08 亿、1.43 亿、1.93 亿 (见表 7)。

对比行业内可比公司的市盈率水平, 我们给予公司 2010 年 27-31 倍市盈率, 估计公司的发行价格为 26.46 -30.38 元。

**表 6、公司盈利预测主要假设**

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
多媒体音箱销量 (万套)	662	683	670	875	1133
耳机销量 (万套)	36	27	40	78	118
多媒体音箱平均售价 (元/套)	94	97	99	99	99
耳机平均售价 (元/套)	33	34	42	43	45
多媒体音像销售收入 (百万元)	589	660	663	862	1122
耳机销售收入 (百万元)	10	9	17	33	53
其他收入 (百万元)	7	9	7	9	12
收入合计 (百万元)	606	679	687	904	1187
毛利率 (%)	19.0%	23.0%	30.0%	30.0%	31.0%
销售费用率 (%)	2.6%	4.7%	4.8%	5.1%	5.0%
管理费用率 (%)	1.5%	5.6%	6.6%	6.7%	6.7%
财务费用率 (%)	0.5%	1.1%	0.4%	-0.4%	-0.9%
所得税率 (%)	9.2%	17.9%	15.3%	14.8%	15.2%

资料来源: 公司招股意向书、联合证券研究所

**表 7、公司合并利润表 (单位: 百万元)**

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	606	679	687	904	1187
营业成本	485	519	479	630	828
营业税金及附加	2	2	2	3	3
销售费用	16	32	33	46	60
管理费用	9	38	45	61	79
财务费用	3	8	2	(4)	(11)
资产减值损失	4	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	12	2	0	0
营业利润	87	85	128	168	228
营业外收入净额	1	1	0	0	0
利润总额	87	84	128	168	228
所得税	8	15	20	25	35
净利润	78	70	108	143	193
少数股东损益	1	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	77	70	108	143	193
EPS (元)	0.53	0.48	0.74	0.98	1.32

资料来源: 公司招股意向书、联合证券研究所

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21)5010 6028 FAX: (86-21)6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。