



漫步者

(002351.SZ)

新股定价

建议询价区间:

26.77 ~ 32.72 元

发行上市资料	
发行股本(万股)	3,700
发行后总股本(万股)	14,700
发行日期	2010-1-25
发行前财务数据	
每股净资产(元)	2.52
净资产收益率(%)	31.32
资产负债率(%)	34.33
第一大股东和持股比例	
张文东	43.65%

齐鲁证券有限公司研究所
行业公司部

分析师

林健晖

Tel: (86531) 81776393

Fax: (86531) 81283791

Email: linjh@qlzq.com.cn

漫步者：家喻户晓的多媒体音箱龙头企业

投资要点:

- ◇ 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。公司拥有“一主一辅”（“漫步者”和“声迈”）两个产品品牌，形成了多媒体音箱、耳机、汽车音响三大门类、20多个产品系列、近百种规格的产品体系。公司主要产品多媒体音箱收入占比超过95%。
- ◇ 据预测，2009-2011年，中国境内多媒体音箱市场将保持年均18.54%的速度增长，2011年销售额将达到51亿元；2009-2011年，全球多媒体音箱市场将保持年均9.61%的速度增长，2011年销售额将达到219亿元。2008年中国境内多媒体音箱市场销量占全球的比重为18.40%，预计2011年该比例将达到23.07%的水平，中国在全球多媒体音箱市场的地位将进一步提升。
- ◇ 公司在国内的多媒体音箱市场占有率多年来保持行业第一。2006年、2007年和2008年公司中国境内市场占有率分别为22.14%、25.27%和26.34%。2006年、2007年公司自有品牌多媒体音箱产品销售收入在全球多媒体音箱行业的排名均为第四位，2008年提升至第三位。
- ◇ 报告期内，公司主营业务收入呈现稳定增长的态势。2008年，公司实现营业收入6.79亿元，同比增长11.98%，实现净利润6959万元，同比下滑11.32%，实现基本每股收益0.64元，按发行后股本计算每股收益为0.48元。2009年1-6月，公司实现营业收入3.37亿元，实现归属母公司净利润5273万元，实现基本每股收益0.48元，按发行后股本计算每股收益为0.36元。
- ◇ 预计公司09、10、11年EPS分别为0.85、1.12和1.40元。主营业务相似的两家优质公司的平均2009年市盈率为54.32倍，我们给予公司2009年市盈率45~55倍，认为公司二级市场价格的合理区间为38.25~46.75元。对比近期在中小板发行上市的20家股票，它们发行价格对应的算术平均2009年市盈率为39.32倍，假设发行价格较二级市场价格存在30%的折让，建议询价区间为26.77~32.72元，对应2009年每股收益发行市盈率为31.5~38.5倍。

财务数据摘要	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	679	781	976	1,191
主营业务收入增长率	11.98%	15.00%	25.00%	22.00%
净利润(百万元)	70	127	167	204
净利润增长率	-11.32%	82.35%	31.70%	22.17%
毛利率	23.57%	31.00%	32.00%	32.00%
每股收益(元)	0.48	0.85	1.12	1.40

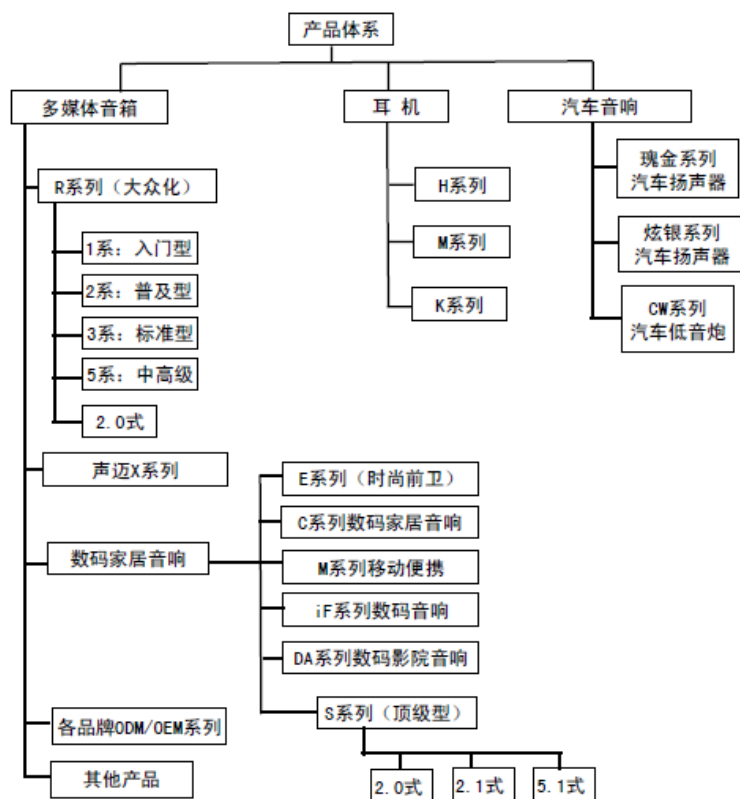


一、公司简介

1. 主要业务

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。公司拥有“一主一辅”（“漫步者”和“声迈”）两个产品品牌，形成了多媒体音箱、耳机、汽车音响三大门类、20多个产品系列、近百种规格的产品体系。公司主要产品多媒体音箱收入占比超过95%。

图 1: 公司产品体系图



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2. 股权结构

公司发行前总股本 11,000 万股，拟发行不超过 3,700 万股，占公司发行后总股本的比例不超过 25.17%。

持有公司 5%以上股份的股东为张文东、肖敏、王九魁三人。张文东先生持有公司 4,801.50 万股的股份，占发行前比例为 43.65%，系公司的实际控制人。



二、行业分析

公司所属的细分行业为多媒体音箱行业。按行业大类分，多媒体音箱行业属于电子产品行业，属于国家鼓励和重点发展的行业。

1. 行业概况

多媒体音箱作为消费类电子产品，有着高音质、低噪音、节省空间、操作简单、适用于多类型音源设备、性价比较高等优点，自诞生以来就受到市场的广泛欢迎。

多媒体音箱早期主要作为台式电脑的外围设备，随着 VCD/DVD/CD、MP3/MP4、音乐手机、笔记本电脑等音源消费类电子产品的不断推出和发展，以及互联网和电脑普及率的提高，多媒体音箱应用领域日益广泛，市场容量不断扩大，多媒体音箱行业呈现快速发展态势，多媒体音箱已成为人们生活中必不可少的音频设备。

从多媒体音箱的产品发展来看，多媒体音箱已经从最初的 2.0 音箱发展到现在的 7.1 音箱、从桌面音箱发展到为笔记本电脑设计的移动音箱等等，多媒体音箱产品不断的升级换代、推陈出新，门类更加齐全，行业技术也日趋成熟。随着 IT 市场的发展，消费者的消费观念也开始转变，对多媒体音箱要求越来越高。

从市场从业者分析，随着多媒体音箱市场空间的扩展，国内多媒体音箱主流厂商正在投资扩产，HI-FI 音响厂商以及家电厂商正在加入到多媒体音箱竞争行列，同时部分国外知名厂商也加大了进军中国市场的力度，多媒体音箱行业的竞争日趋激烈。

在国际市场上尤其是经济发达国家，多媒体音箱也是比较新兴的行业。国外的一些知名企业如罗技、创新、亚特蓝星等已经拥有较大的市场份额，并且在管理水平、营销网络、资本实力等方面具有明显的优势。目前多数中国品牌在技术水平、创新能力、资本实力等方面与行业国际巨头之间存在着较大的差距。我国多媒体音箱行业经过近十年的发展，目前已成为全球多媒体音箱生产大国，多媒体音箱产量占到了全球的 80%。我国音箱生产企业虽多，但在技术水平、创新能力、资本实力等方面与行业国际知名品牌企业之间存在着较大的差距，总体技术水平仍不高，还不具备足够的实力以自有品牌直接参与国际竞争，多数企业没有形成品牌竞争力和规模化生产能力，音箱生产主要是为国外品牌企业代工为主。



近年来，随着我国多媒体音箱市场的快速发展，越来越多的国际多媒体音箱品牌开始进入中国市场。虽然国际品牌具有较高的品牌影响力，但由于其产品以在国内生产为主，售价高昂，与国内品牌相比，不具有实际市场竞争优势，因而目前我国国内多媒体音箱市场仍以国内品牌为主。

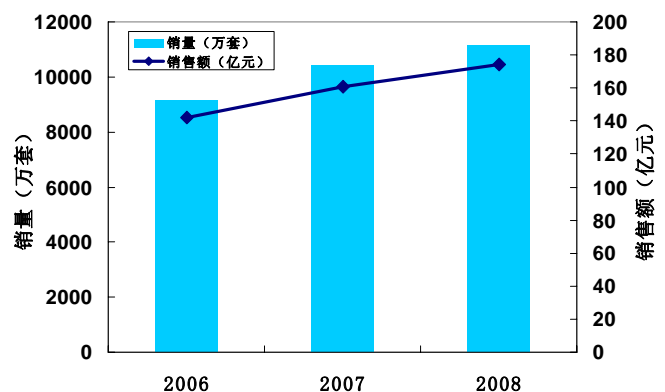
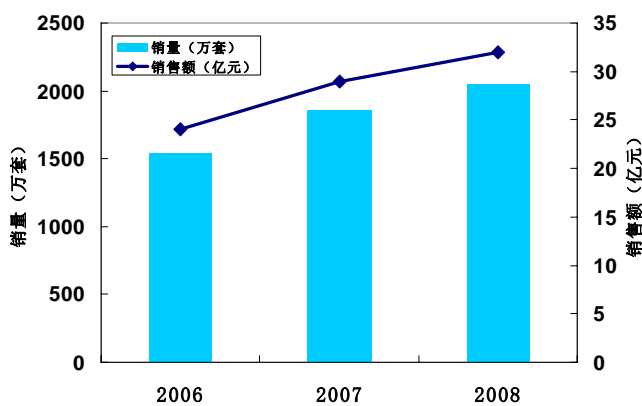
2. 行业市场容量

多媒体音箱作为音源播放设备的主要外围设备，其市场需求受音源播放设备市场需求状况的影响较大。20 世纪 90 年代以来，信息产业迅速发展，多媒体技术以及音源设备不断推陈出新，多媒体音箱的应用领域不断拓宽，特别是随着人们生活、消费水平的提高，电脑和互联网不断普及，多媒体音箱市场空间持续上升，需求量保持了持续的高速增长。

根据中国电子音响工业协会和环咨 HZ Research 预测，2009-2011 年，中国境内多媒体音箱市场将保持年均 18.54% 的速度增长，2011 年销量将达到 3,236 万套，销售额达到 51 亿元；2009-2011 年，全球多媒体音箱市场将保持年均 9.61% 的速度增长，2011 年销量将达到 14,028 万套，销售额达到 219 亿元。2008 年中国境内多媒体音箱市场销量占全球的比重为 18.40%，预计 2011 年该比例将达到 23.07% 的水平，中国在全球多媒体音箱市场的地位将进一步提升。

图 2: 中国境内多媒体音箱销售量和销售额

图 3: 全球多媒体音箱销售量和销售额



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

3. 行业技术水平及发展趋势

多媒体音箱属于消费类电子产品之一，涉及到造型设计、电子学、电磁学、机械加工、电声学、安全和电磁兼容等技术领域。我国多媒体音箱行业经过十多年的发展，生产技术日趋成熟，但与欧洲、美国等发达国家和地区相比，自主研发能力尚不强，总体技术水平仍较低，多数



企业还处于 OEM 或 ODM 阶段，仅有为数不多的企业能从事较高水准的全面自主设计与开发。

根据多媒体音箱行业及所涉及相关行业、技术的发展趋势，未来多媒体音箱技术将向以下方向发展：

(1) 数码科技广泛应用于音频技术：随着数码科技的发展，越来越多的新技术将应用于音频，无线音频、数字音频、数字功放、数字音频中心等新技术将推动音箱市场的发展。多媒体音箱将由之前单一的回放设备，变为整合多种功能的设备，如收音机、音乐闹钟、读卡器等，甚至可以连接网络，直接从网上获取音乐文件或收听网络电台。

(2) 节能环保技术应用增加：随着政府和社会公众对环境保护的重视，环保理念越来越深入人心。音箱产品也将向节能和采用新型可回收重复利用的材料靠拢，新型节能环保技术将在音箱产品的生产制造过程中得到更加广泛的应用。

4. 公司的竞争地位

公司是一家集精细化的管理、精湛的电声技术、精良的制造工艺和知名品牌于一身，包含产品创意、工业设计、产品研发、规模化生产、自主营销等完整的经营链条，具备较强核心竞争力的企业之一。公司始终坚持以“发展自有品牌为主”的发展战略，公司非常注重品牌在消费者中的口碑。经过多年的积累，公司品牌“漫步者 (Edifier)”在业内已经取得较高的知名度和良好口碑。

在国内，经过多年的积累，公司已经发展成为国内多媒体音箱行业的龙头企业，公司的境内市场占有率多年来保持行业第一。2006 年、2007 年和 2008 年公司中国境内市场占有率分别为 22.14%、25.27% 和 26.34%。

在国际市场上，“漫步者 (Edifier)”品牌自 1996 年诞生以来即以自有品牌参与了国际竞争，经过十多年的开拓和发展，公司自有品牌产品已销往全球 50 多个国家和地区，“漫步者 (Edifier)”品牌已成为国际知名多媒体音箱品牌之一。经与国际主要竞争对手公布的财务数据对比，2006 年、2007 年公司自有品牌多媒体音箱产品销售收入在全球多媒体音箱行业的排名均为第四位，2008 年提升至第三位。

5. 募集资金项目

公司本次拟向社会公开发行股票 3,700 万股，若成功发行，所募集资金拟用于建设以下项目：



表 1: 募投项目

单位: 万元

项目名称	投资总额
年产 860 万套多媒体音箱建设项目	31,130.00
年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目	4,360.00
全球营销网络建设项目	3,490.50
音频技术中心建设项目	3,410.00
合计	42,390.50

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

三、公司盈利情况分析

1. 公司近年来稳定增长

报告期内, 公司主营业务收入呈现稳定增长的态势, 2006-2008 年平均年增长率为 18.7%。2008 年, 公司实现营业收入 6.79 亿元, 同比增长 11.98%, 实现净利润 6959 万元, 同比下滑 11.32%, 实现基本每股收益 0.64 元, 按发行后股本计算每股收益为 0.48 元。

2009 年 1-6 月, 公司实现营业收入 3.37 亿元, 实现归属母公司净利润 5273 万元, 实现基本每股收益 0.48 元, 按发行后股本计算每股收益为 0.36 元。

图 4: 报告期内公司的营业收入

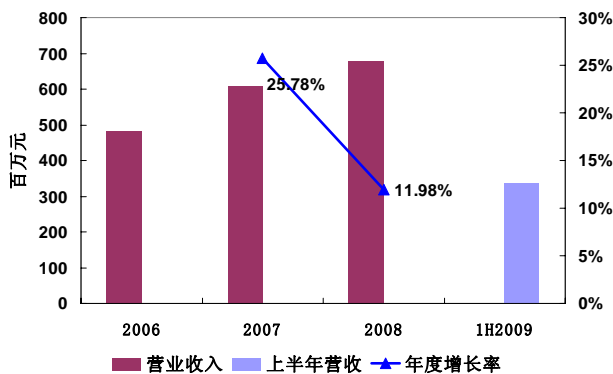
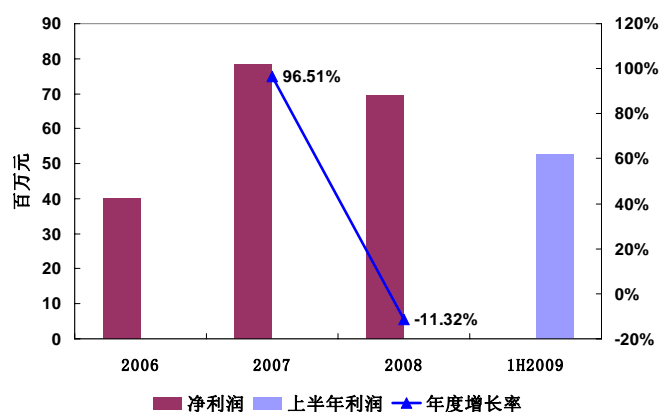


图 5: 报告期内公司的净利润



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

2. 主营业务增长的主要原因

近三年又一期公司多媒体音箱产品营业收入占营业收入总额的比例均在 95%以上, 公司主营业务突出。

2006 年、2007 年在国内外宏观经济形势良好的背景下, 公司通过增





加国际经销商拓展国际市场，并协同境内经销商向更深的三、四级市场进行业务拓展、加强与家电卖场/百货商场的合作拓展营销渠道，以及对产品适度提价、内部技术改造增加产能等手段，促进了营业收入的较快增长。

从 2007 年开始，人民币快速升值；2008 年下半年欧美国家引发的“全球金融危机”，使全球多个国家的经济运行陷入困境或遭受重大不利影响，加上 2008 年上半年国内出现了罕见雪灾天气、“5.12 大地震”等自然灾害，这些不利因素均对公司在相应期间的整体业务拓展造成了较大的阻碍，使得公司内销收入自 2008 年开始增幅趋缓，但公司通过扩募经销商、加强市场推广等诸项积极营销手段，取得了较好的市场表现，2008 年及 2009 年 1-6 月公司内销收入增幅维持在 15%这一较好水平。

而在出口业务方面，受诸多不利因素影响，公司 OEM/ODM 业务收入出现大幅下滑，由 2006 年的 16,527.74 万元下降至 2009 年 1-6 月的 627.37 万元。在公司坚持发展自有品牌的战略指导下，公司近年自有品牌出口收入表现较好，2006-2008 年连年快速增长，2006-2008 年公司自有品牌出口收入复合年均增长率为 53.08%。但自 2008 年下半年开始受诸多出口不利因素的影响，虽然公司持续不断地加大自有品牌出口营销的力度，但增幅开始出现下降并在 2009 年 1-6 月出现了负增长-36.43%（年化计算）。

3. 公司净利润变化的原因

(1) 毛利率维持在较高水平

根据申报报表，近三年又一期公司毛利率逐年提升，分别为 16.79%，19.93%，23.57%和 31.44%。这主要是由于：①公司 2006 年度向爱迪发、易迪飞、BVI 爱德发等关联销售公司销售多媒体音箱产品，销售价格采用综合成本加成 15%并考虑产品个性化差异、该等销售公司销售过程中发生的各项费用及合理的销售利润予以确定。2007 年考虑到材料/人工/能源成本上升、借款费用增加、汇兑损失增加等对公司综合运营成本的影响，公司于 2007 年对关联销售公司多媒体音箱的销售定价采用综合成本加成 20%并考虑产品个性化差异、该等销售公司销售过程中发生的各项费用及合理的销售利润予以确定，由此一定程度的提高了 2007 年毛利率；②公司 2007 年 9 月份进行了系列资产重组，并且在 2007 年第四季度全面完成，资产重组的整合效应一定程度上促进了公司毛利率的提升。③近年来，公司加大了毛利率较高的数码家居音响产品的销售力度并加快了新产品的推出速度，数码家居音响的收入结构占比较往年有较大幅度提高，此项产品结构变化导致公司毛利率有所提升。④2009 年 1-6 月公司综合毛利率出现较大增长，除上述因素外，主要是由于：2009 年 1-6 月



原材料及能源价格下降导致公司产品生产成本降低，公司产品多媒体音箱的单位成本下降了 10.21%；公司 2008 年下半年开始对多媒体音箱系列产品进行了全面提价，使得 2009 年 1-6 月销售的多媒体音箱产品平均单价较 2008 年有所提高。

(2) 公司费用率

报告期内，公司有效各项费用的增长，费用率维持在较低水平，分别为 7.53%，4.62%，11.39%和 11.68%。销售费用率分别为 2.63%，2.57%，4.69%和 4.76%，管理费用率分别为 4.58%，1.51%，5.55%和 6.56%。

图 6: 公司产品的毛利率和综合毛利率

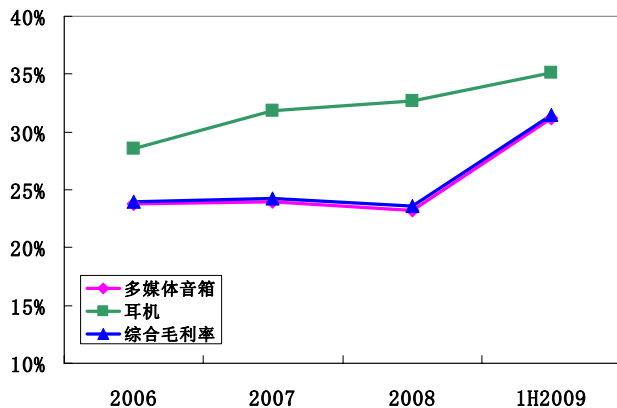
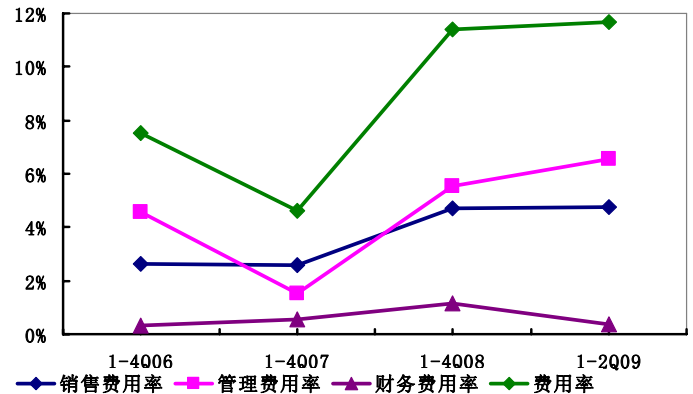


图 7: 公司费用率



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

四、盈利预测及投资建议

1. 盈利预测

- 1) 假设行业政策不会有大的变动;
- 2) 募集资金项目建设期均 1.5 年以上, 暂不考虑项目的影响;
- 3) 总股本按照 14,700 万股计算;
- 4) 未来三年, 中国和全球多媒体音箱市场年均增速分别将保持 18.54%和 9.61%; 公司的发展速度将超越行业平均增速。
- 5) 公司综合销售毛利率和费用率水平均保持稳定在当期水平;
- 6) 公司是高新技术企业, 按 15%缴纳企业所得税。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.85, 1.12 和 1.40 元。



2. 投资建议

公司所属的细分行业为多媒体音箱行业。和主营业务相似的 2 家优质公司的估值情况进行对比，同时参考近期中小板公司发行股票的估值水平，来确定公司的发行价格。

广州国光和歌尔声学的平均 2009 年市盈率为 54.32 倍，我们给予公司 2009 年市盈率 45~55 倍，认为公司二级市场价格合理区间为 38.25~46.75 元。

对比近期在中小板发行上市的 20 家股票，它们发行价格对应的算术平均 2009 年市盈率为 39.32 倍，假设发行价格较二级市场价格存在 30% 的折让，建议询价区间为 26.77~32.72 元，对应 2009 年每股收益发行市盈率为 31.5~38.5 倍。

表 2: 主营业务相似公司的盈利预测与估值

代码	股票简称	最新股价(元)	盈利预测(EPS)				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002045	广州国光	16.88	0.43	0.44	0.59	0.74	48.88	38.64	28.46	22.95
002241	歌尔声学	33.30	1.14	0.48	0.78	1.06	65.18	70.02	42.78	31.40
算术平均值							57.03	54.33	35.62	27.18

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表 3: 近期在中小板上市的股票的盈利预测与估值

代码	股票简称	首发股价(元)	盈利预测 EPS				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002331	皖通科技	27.00	0.64	0.60	0.77	0.94	56.47	45.31	35.13	28.84
002332	仙琚制药	8.20	0.25	0.23	0.29	0.36	43.74	35.50	28.02	22.85
002333	罗普斯金	22.00	0.47	0.65	0.80	0.98	62.41	33.91	27.63	22.46
002334	英威腾	48.00	0.85	1.20	1.51	1.99	70.59	39.94	31.71	24.06
002335	科华恒盛	27.35	0.70	0.96	1.12	1.41	52.10	28.51	24.44	19.46
002336	人人乐	26.98	0.77	0.57	0.74	0.94	46.72	47.58	36.40	28.78
002337	赛象科技	31.00	0.99	0.77	0.96	1.29	39.14	40.38	32.38	24.10
002338	奥普光电	22.00	0.59	0.55	0.66	0.81	46.61	40.34	33.29	27.06
002339	积成电子	25.00	0.57	0.66	0.86	1.12	55.08	37.94	29.07	22.30
002340	格林美	32.00	0.60	0.62	1.02	1.36	71.11	51.93	31.47	23.46
002341	新纶科技	23.00	0.57	0.61	0.89	1.37	54.21	37.55	25.79	16.80
002342	巨力索具	24.00	0.50	0.54	0.80	1.07	54.86	44.44	29.99	22.39
002343	禾欣股份	31.00	0.67	0.84	1.02	1.20	57.77	37.00	30.51	25.76
002344	海宁皮城	20.00	0.40	0.44	0.77	1.33	66.67	45.07	26.08	15.05
002345	潮宏基	33.00	0.57	0.69	0.92	1.09	77.19	48.10	35.78	30.24
002346	栢中建设	19.90	0.47	0.42	0.59	0.79	57.16	47.93	33.62	25.20
002347	泰尔重工	22.50	0.80	0.90	1.10	1.41	37.50	24.96	20.44	15.94





002348	高乐股份	21.98	0.43	0.64	0.86	1.04	68.27	34.39	25.62	21.12
002349	精华制药	19.80	0.44	0.53	0.73	0.93	60.54	37.07	27.19	21.27
002350	北京科锐	24.00	0.73	0.84	1.02	1.30	43.97	28.48	23.43	18.49
算术平均值							56.11	39.32	29.40	22.78

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

五、风险提示

1. 宏观经济波动及多媒体播放设备市场需求波动的风险



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
邮编：250061
电话：(86531) 8128-3789
传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
邮编：200122
电话：(8621) 5820-8334
传真：(8621) 5830-6843

