

漫步者 (002351)

# 移动互联网带来发展新机遇

**增持/ 维持评级**

股价: RMB33.01

**分析师**

卢山  
SAC 执业证书编号:S1000208030121  
+755-82492953 lushan@lhzq.com

**联系人**

李欣  
+755-82125064 lixinsz@lhzq.com

- 移动互联网的快速发展将使多媒体音箱的市场规模和成长速度超出传统的认识。一般认为,多媒体音箱主要用于PC机配套,但随着移动互联网革命的到来,iPhone、iTouch等新型消费电子产品进入高速发展期,相应地带动了配套多媒体音箱的成长。而这部分多媒体音箱对音质、外观设计的要求更高,漫步者能够充分发挥其竞争优势。
- 我们认为,漫步者能够抓住移动互联网催生的新一轮消费电子浪潮。首先,漫步者已经在年轻消费群体中树立了强大的品牌形象;其次,音质和外观设计一直是公司产品的强项,这在追逐时尚的消费电子音箱中是关键竞争力;再次,销售渠道的优势。尤其是,公司已经通过了Apple的认证,将进驻其专卖店。
- 我们认为,公司在多媒体音箱行业中,具有其他对手难以复制的竞争优势:技术壁垒,音箱的核心电路属于模拟电路,其设计经验通过长期实践方可掌握,难以抽象到理论层次加以总结,其他厂商很难模仿;管理优势,公司通过为国际一线厂商代工掌握了现代化的生产和品质管理流程,并加以改进,形成自身独特的管理模式。公司跻身一线品牌十余年,在一代年轻消费者心中已经树立了鲜明、良好的品牌形象。
- 上市后,公司竞争力得以强化:通过募投项目解决产能瓶颈、进入毛利率较高的耳机市场,而且,能够利用超募资金建设海外营销、物流基地,更加快速的进入欧美等高端市场,同时,加大广告宣传、建立旗舰店,树立品牌高端形象。
- 除了新型消费类电子带来的多媒体音箱新市场,公司在家居多媒体音箱领域、专业音响、汽车改装音箱等领域都有较大的突破,值得期待。我们认为,公司进入这些领域,能充分发挥在多媒体音箱上的既有优势,产品在技术、设计和生产能力方面的要求具有共通性,消费群体具有一定的重合性,可以降低品牌推广成本。
- 我们预测,公司10、11、12年的EPS为1.10、1.53、1.87元,对应市盈率30.0、21.6、17.7倍。维持增持评级。

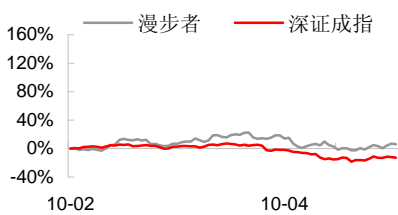
**相关研究**

《漫步者:商业模式造就多媒体音箱第一品牌》  
--100323

**基础数据**

总股本(百万股)	147
流通A股(百万股)	37
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	1326

**最近52周与沪深300对比股份走势图**



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	680.2	187.3	908.0	1189.5	1512.7
(+/-%)	0.2	0.0	33.5	31.0	27.2
归属母公司净利润(百万元)	109.0	28.3	161.6	224.8	274.4
(+/-%)	55.7	0.0	48.3	39.1	22.1
EPS(元)	0.74	0.19	1.10	1.53	1.87
P/E(倍)	44.5		30.0	21.6	17.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 移动互联网开启多媒体音箱发展新时代

移动互联网极大推动了以 iPhone 为代表的新型消费电子产品发展

我们首先回顾计算机行业的发展历史，探讨移动互联网对人类生活带来的巨大变革，尤其是对娱乐方式的改变。计算机演进历史如下图所示，上世纪 40 年代至 70 年代，计算机主要应用于国防、军工、科研、工业领域；80 年代，个人电脑的普及使计算机得以“飞入寻常百姓家”；90 年代互联网的兴起和飞速发展将地球变成了“地球村”，带来了信息爆炸的时代，也引起了个人娱乐方式的变革，音乐、影视作品得以通过网络快速传播；21 世纪以来，人类逐渐进入移动互联网时代，互联网终端的影音娱乐功能得以强化，同时个性化、交互化的特点进一步显现。

图 1 计算机行业演进图

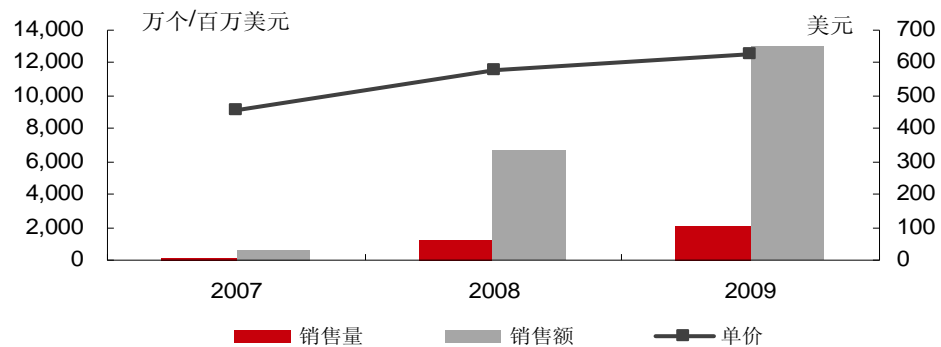


资料来源：华泰联合证券研究所整理

移动互联网实现了诸多功能平台，如移动商务平台、社交平台等，其中移动娱乐影音平台在整个移动互联网的应用中占有重要的地位。iPhone、iTouch 等新型消费电子产品是移动互联网终端的代表，他们与 MP3、MP4 等“上一代”消费电子产品的不同之处在于，它们获取影音资源的渠道转向移动网络，因此，可以实时进行影音体验，娱乐享受的品质提升到新的高度。以 iPhone 为代表的新型消费电子产品正在改变人类，尤其是年轻人的生活方式。

近年来 iPhone 的销量变化如下图所示。08、09 财年，iPhone 销量增长为 737.1%、78.3%；销售额增长更快，为 970.2%、93.3%。随着不断推出新型号，产品功能日益完善，售价也逐渐提高，平均单价由 07 年的 453 美元提高到 09 年的 629 美元。

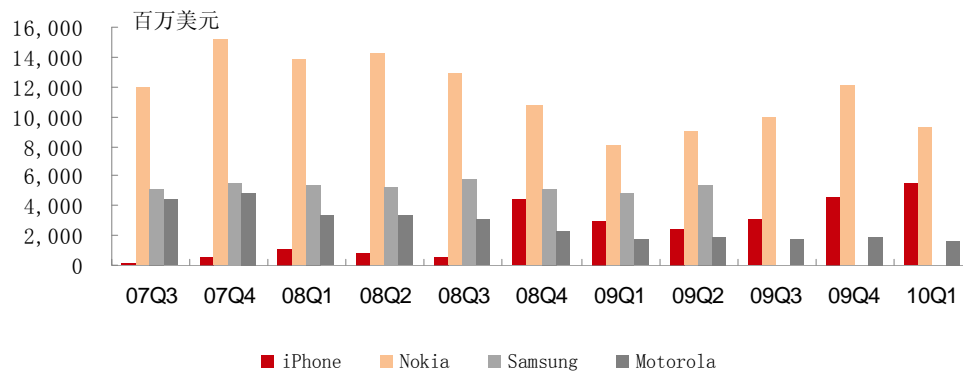
图 2 iPhone 销售和单价变动情况



资料来源: Bloomberg、Apple、华泰联合证券研究所整理

通过与 Nokia、Samsung、Motorola 等传统手机公司进行销量对比,可以看到, iPhone 的成长速度明显高于其他品牌的手机。

图 3 iPhone 和其他传统手机品牌季度销售额对比



资料来源: 华泰联合证券研究所

注: Samsung09 年 3 季度后数据暂缺。

### 新型消费电子产品催生多媒体音箱的新市场

iPhone、iTouch 等产品本身具有播放功能,但对于高品质的音乐欣赏需求来讲,外置音箱仍是必不可少的。“轻、薄、省电”是消费电子产品的发展方向,而音箱的原理决定了,优秀的声学品质,必然伴随着一定的体积、重量、耗电量,高品质的音箱无法集成进 iPhone 等消费电子产品。因此,多媒体音箱具有不可替代的作用。同时,使用电池的移动音箱在技术上已经成熟,具有便携的特性,尤其适合旅游中使用

漫步者、飞利浦、JBL、罗技等国际知名多媒体音箱厂商都推出了和 iPhone、iTouch 配套的多媒体音箱,公司先后开发了 M350、M360、M500 等型号的产品。

图 4 几种与 Apple 产品搭配的多媒体音箱



资料来源：华泰联合证券研究所整理

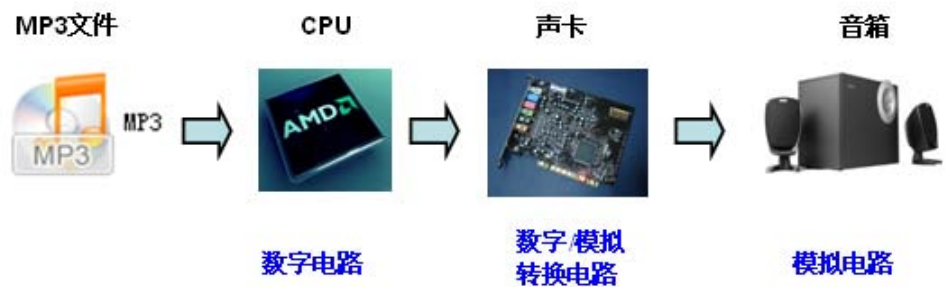
## 漫步者具有独特的竞争优势

我们认为，公司在技术、管理、市场等方面具有独特的竞争优势，日积月累造就了“漫步者”这一知名品牌。国内竞争对手难以复制漫步者的成功之路。

**技术壁垒：**产品特性决定了关键技术难以复制

为了探讨多媒体音箱的技术壁垒问题，我们首先来分析用电脑播放音乐的整个工作流程，其中用到了模拟电路和数字电路。所谓模拟电路，是输出信号连续变化的电路；而数字电路仅仅输出“0”、“1”两种信号。

图 5 电脑播放音乐的工作过程



资料来源：华泰联合证券研究所整理

MP3 是一种音频压缩格式，电脑的 CPU 通过运行软件，将 MP3 格式的文件进行解压缩，转换为声卡可以识别的数字信号；声卡将数字信号转化为模拟信号，通过音频接口输出；音箱将模拟形式的电信号转化为鼓膜和纸盆的震动，通过空气介质，将声波传出去。

音箱的技术壁垒首先来自于模拟电路的特性。模拟电路输出连续变化的信号，而数字电路仅仅输出“0”、“1”两种结果，因此，模拟电路的输出在各种因素的干扰下（如温度、电磁干扰等），容易发生变化；同时，模拟电路的输出具有误差累积效应，每一个器件的离散性和每一级电路的误差，最终会叠加到输出上，使结果产生较大偏差，体现在声音上，即是“失真”。在产品生产中，经常采取诸如“补偿”等技巧性较高的方式实现正常输出。

音箱的技术壁垒还来自于声音本质的复杂性。构成声音的三个基本要素是音色、频率、响度。为了还原出尽量真实的声音，必须将以上三个方面较好的配合起来，因此高品质的音箱实现技术难度较高。

由于以上两点原因，音箱行业的技术壁垒往往不是通过专利来体现，而是通过长期生产实践摸索出来的一套经验，或者叫“Know-How”，这一整套经验体系，难以抽象到理论层次加以总结而从迅速掌握，因此，其他厂商很难模仿。

我们看到，对于数字系统而言，衡量产品性能的标准较为明确，如运算速度等，一旦行业标准制订、市场要求确定，容易大批量的生产和复制，产品生命周期较短，典型如 MP3 芯片；而对于模拟系统情况却不同，产品性能较难量化评估，甚至有较强的主观因素，如音响的音质等，品质的改进需要长期积累，产品生命周期较长，市场格局变动相对较慢。

#### 设计优势：从音箱到艺术品的升华

相对于国内竞争对手，公司更加注重产品的工业设计。好的工业设计，不仅仅考虑到外形的美观，而且能够进一步提高电声品质，甚至涉及消费者心理学，使整个音箱成为一件艺术品，成为高品质生活的一部分。

公司聘请了英国音箱行业专家 Phil Jones(菲尔.琼斯)担任高级音响技术顾问；英国扬声器专家 Peter Duminy（彼得.多米尼）担任研发与设计顾问；国内知名工业设计专家谢晓光担任首席 ID 设计师，指导公司产品设计等工作。公司产品近年来获得的国际设计大奖摘要如下：

**表 1 公司近年来荣获的国际设计大奖**

获奖产品	颁奖机构	所获奖项
漫步者 s730	iF	德国 iF 设计奖
Rainbow W.Audio	iF	德国 iF 设计奖
漫步者无线音频系统	Ces 展会	Ces 设计和工程创新荣誉奖
漫步者 E3350	Ces 展会	Ces 设计和工程创新荣誉奖
漫步者 M3Plus	欧洲德国设计协会	红点设计大奖
漫步者 e20	欧洲德国设计协会	红点设计大奖
漫步者 e20	日本工业设计促进会	Good Design Award
漫步者 M3 Plus	日本工业设计促进会	Good Design Award

资料来源：招股书，公司网站，华泰联合证券研究所

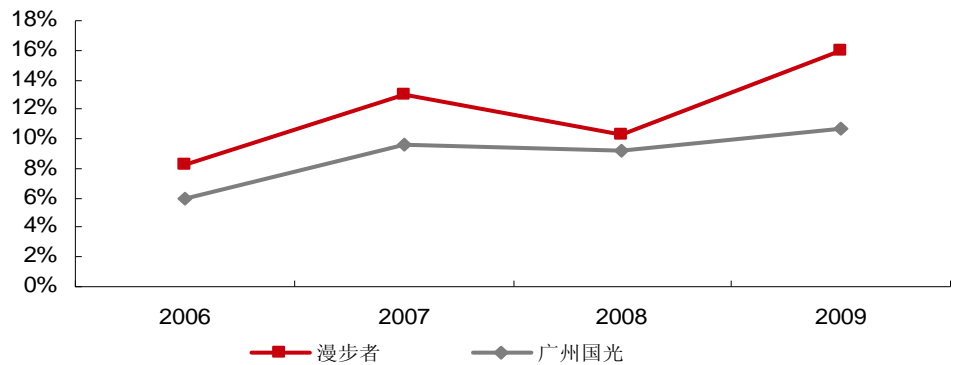
德国“红点奖”、德国“iF 奖”及美国“IDEA 奖”是世界公认的三大设计最高奖项，公司近年来已经获得其中的两项，在行业内成绩突出。

**管理优势：“师夷长技”，自成体系**

公司从数年前与罗技的合作中极大提升了自身的管理能力。罗技公司一度将公司作为重要的代工厂商，我们认为，由于当时两家公司产品定位上的差距，罗技并未将公司作为日后的竞争对手，从而较为全面的将自身的生产、品质管理等方面的流程与经验进行了传授。通过与罗技的合作，公司的管理能力得到了很大的提升。

通过“学习”和“自学”，我们认为，公司目前已建立起了完善的管理体系，覆盖原料采购、生产、库存等内部管理，以及代理商管理等等。公司的内部管理以成本控制和良率保障为核心目标，从每一个细节入手，发挥出了各内部环节的协同效应。公司产品的净利率与同行相比，处在一个较高的水平。

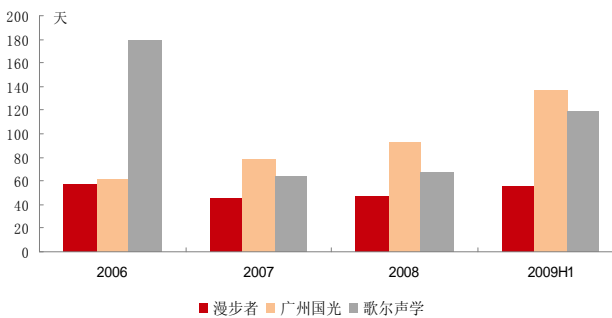
**图 6 公司和广州国光的销售净利率比较**



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

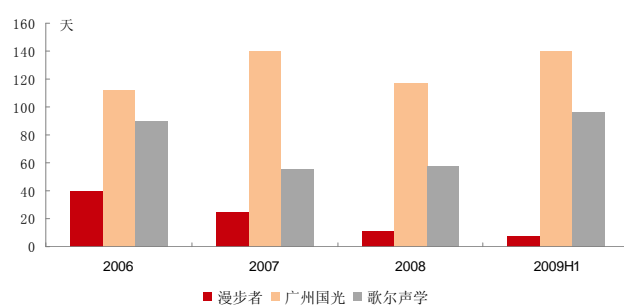
经销商管理方面，公司通过品牌的高知名度和产品的高性价比获得较强势地位，国内为款到发货，存货和应收账款周转率较高。同时，公司通过一些灵活的销售政策，较好的调动了经销商的积极性。

**图 7 存货周转天数**



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

**图 8 应收账款周转天数**



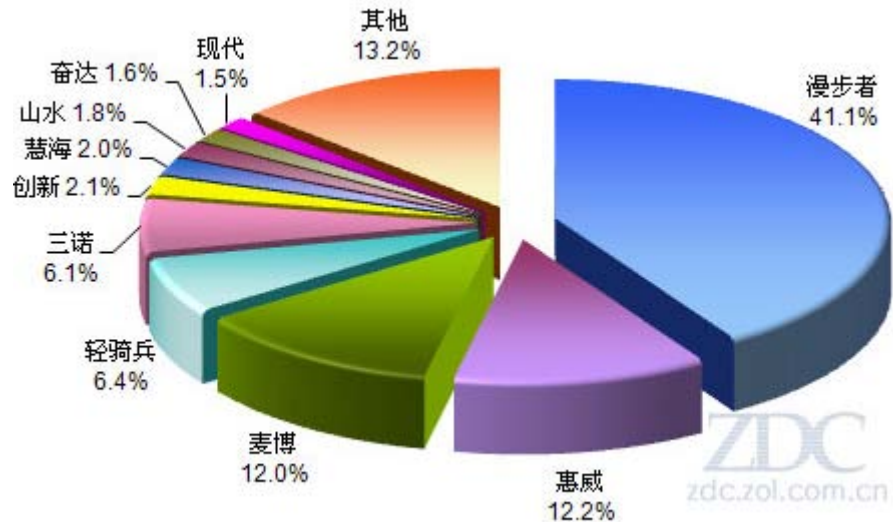
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

### “多媒体音箱第一品牌”地位将延续

由于公司具有技术、设计、管理等各方面的优势，产品自然拥有较强的竞争实力，“漫步者”品牌确立了在国内市场的领先地位。

根据中关村在线网站（ZOL）的《外设品牌研究：强弱分明竞争惨烈：2008-2009 中国计算机市场品牌调查研究》，2008 年“漫步者（Edifier）”品牌关注度以 41.1% 的份额高居首位，高出第二名 29 个百分点。

图 9 2008 年中国市场最受用户关注的十大音箱品牌分布



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

我们认为，公司的品牌地位将得到延续，其原因是：首先，音箱产品的特性。前文已述，音箱的性能高低不易用指标量化，消费在选择产品时更依赖于品牌；其次，漫步者作为多媒体音箱领域唯一的国内上市公司，品牌价值通过上市得到提升；第三，公司将通过募投项目解决产能瓶颈、进入毛利率相对较高的耳机市场，而且，能够利用超募资金建设海外营销、物流基地，更加快速的进入欧美等高端市场，并且加大广告宣传、建立旗舰店等。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

目前公司募投项目进展顺利，国内市场平稳增长，海外市场迅速恢复。我们对公司进行分产品销售预测：

**表 2 分产品盈利预测 (单位: 万元)**

		2009	2010E	2011E	2012E
多媒体音箱 (不含家居音箱)	销售额	53387.3	70364.4	91333.0	116723.6
	增长率	2.6%	31.8%	29.8%	27.8%
	毛利率	31.0%	32.0%	31.9%	30.5%
家居音箱	销售额)	12404.2	16162.7	21237.8	26228.7
	增长率	-11.5%	30.3%	31.4%	23.5%
	毛利率	36.2%	34.6%	34.0%	33.2%
耳机	销售额)	1488.9	3278.5	5199.7	6931.2
	增长率	63.9%	120.2%	58.6%	33.3%
	毛利率	34.6%	34.8%	34.3%	34.2%

资料来源: 华泰联合证券研究所

我们预测, 公司 10、11、12 年营收分别为 9.08 亿、11.90 亿、15.13 亿元, 摊薄 EPS 为 1.10、1.53、1.87 元。

### 相对估值

我们将公司与行业内可比公司进行估值对比。

**表 3 可比公司估值对比(10-6-2)**

	09PE	10PE (E)	11PE (E)	PB
漫步者	44.51	30.02	21.58	3.24
广州国光	44.64	29.47	22.70	3.86
歌尔声学	103.74	55.10	39.10	11.79
得润电子	74.58	44.73	32.10	7.31
拓邦股份	66.54	41.57	30.45	8.44
顺络电子	53.33	37.81	27.05	5.86
电子元器件	76.94	44.41	33.33	4.56

资料来源: 其他个股及行业数据来自 wind, 漫步者 PE 根据本报告盈利预测

可以看到公司 10、11 年的 PE 均低于行业平均水平和绝大多数可比公司, 具有估值优势。考虑到 iPhone 等新型消费电子产品带来的多媒体音箱市场的高速成长, 以及公司在行业内强大的品牌优势, 可以给与 36 倍 10 年市盈率, 即 39.6 元。

### 风险提示

iPhone 等新型消费电子产品处于市场的成长期, 相应的多媒体音箱行业竞争态势尚未稳定, 存在由于竞争激烈化导致毛利率下降的风险。

原材料价格上涨风险。如果主要原材料变压器、扬声器硬件、线材、塑胶原料、中密度板等出现较大幅度的价格上涨, 存在盈利低于预期的风险。



**盈利预测**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	218	1593	1644	1838	<b>营业收入</b>	680	908	1190	1513
现金	106	1443	1451	1584	营业成本	462	619	809	1056
应收账款	21	29	32	46	营业税金及附加	3	3	4	5
其他应收款	7	15	19	24	营业费用	32	40	54	61
预付账款	2	8	11	13	管理费用	46	62	74	85
存货	82	97	131	172	财务费用	2	-10	-21	-23
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	258	236	402	522	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	177	154	313	425	<b>营业利润</b>	135	193	269	328
无形资产	48	63	77	89	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	32	17	10	6	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	477	1828	2046	2360	<b>利润总额</b>	134	192	268	327
<b>流动负债</b>	144	157	150	190	所得税	25	31	43	52
短期借款	40	42	0	0	<b>净利润</b>	109	161	225	275
应付账款	78	96	129	167	少数股东损益	-0	-1	0	0
其他流动负债	26	19	21	23	<b>归属母公司净利润</b>	109	162	225	274
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	146	221	310	410
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.10	1.53	1.87
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	144	157	150	190	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	-1	-1	-1	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	110	147	147	147	<b>成长能力</b>				
资本公积	27	1168	1168	1168	营业收入	0.2%	33.5%	31.0%	27.2%
留存收益	196	357	582	857	营业利润	59.0%	42.7%	39.4%	22.0%
归属母公司股东权益	333	1672	1897	2171	归属于母公司净利润	55.7%	48.3%	39.1%	22.1%
<b>负债和股东权益</b>	477	1828	2046	2360	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	32.1%	31.9%	32.0%	30.2%
					净利率(%)	16.0%	17.8%	18.9%	18.1%
					ROE(%)	32.7%	9.7%	11.9%	12.6%
					ROIC(%)	42.0%	57.5%	47.1%	43.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.2%	8.6%	7.4%	8.0%
					净负债比率(%)	27.93%	26.86%	0.14%	0.13%
					流动比率	1.52	10.15	10.95	9.69
					速动比率	0.95	9.54	10.08	8.79
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.59	0.79	0.61	0.69
					应收账款周转率	39	35	38	38
					应付账款周转率	6.44	7.12	7.20	7.14
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	1.10	1.53	1.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.11	1.75	2.28
					每股净资产(最新摊薄)	2.26	11.38	12.90	14.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.51	30.02	21.58	17.68
					P/B	14.58	2.90	2.56	2.23
					EV/EBITDA	33	22	15	12

数据来源: 华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: 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

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com