

# 品牌打造与市场开拓并举

## ——漫步者（002351）调研快报

2010年11月11日

推荐/首次

半导体行业

调研快报

<b>王玉泉</b>	TMT 行业分析师	执业证书编号: S1480210100001
	<a href="mailto:wangyq@dxzq.net.cn">wangyq@dxzq.net.cn</a>	010-66507334
<b>李常</b>	联系人	
	<a href="mailto:lichang@dxzq.net.cn">lichang@dxzq.net.cn</a>	010-66507315

### 事件:

我们于 11 月 10 号调研了漫步者,就公司产品的生产情况、销售网络建设、公司未来的发展规划进行了沟通交流。

### 问题 1: 公司今年营业收入增长比较缓慢的原因?

这是当前大环境的问题,因为近几年用户选择笔记本电脑和品牌机整机较多,使得国内的台式机 DIY 市场一直在萎缩,而公司大部分音箱产品是和电脑是配套的,所以这部分减少比较多。对公司而言国外市场增长比较快,不过基数比较小,这样一来总的业绩就呈缓慢上升的趋势。

### 问题 2: 公司如何应对目前音箱销量下滑的问题?

公司对于目前台式机 DIY 市场的萎缩有所应对,今年下半年开始对国内销售网络进行了大的调整,要求所有的经销商将渠道直接下沉到县一级,使得销售渠道缩短、受众更广、对市场的快速反应能力也加强,也能加大经销商的利润,同时和国美、苏宁等大卖场加强合作,扩展到非传统的 IT 销售渠道,预计效果在四季度会有所体现。公司在北京和广西南宁已开建产品体验旗舰店,在上海、深圳也要陆续建立,以给用户更加直观的感受,推动产品的销售。同时积极拓展海外市场,并根据当地的用户使用习惯设计产品,目前公司在丹麦等部分欧洲市场已超越了罗技音箱。但是公司的产品在海外市场的品牌建设仍需要一定的时间积累。

### 问题 3: 公司会不会考虑做 OEM 来提高收入?

公司目前不做 OEM 业务,只专注于打造音箱领域的民族品牌。做 OEM 厂商可能在短期内收益较高,但是由于受到上游原材料和下游客户的双重挤压,在经济不景气时就会严重受损。公司一直坚持做自己的品牌,在国内市场享有很高的美誉度,国外的品牌也不是很容易就能占领国内市场,去年公司的业绩不仅没有后退,还有所增长。

### 问题 4: 公司如何打造未来的盈利增长点?

公司未来还是主要专注于音频领域相关的产品,不会涉足自己不擅长的其他领域,分散主业。从市场来看国外市场是个较大的增长点,国外市场目前仅占公司总销售额的 20%左右,国外市场需求相较于国内来比要大很多。从产品来看公司未来的发展重点是自发声音箱,即装入 CD 或连接 IPOD,插上电源就可以播放,而不需要非得接上电脑,同时还加上 FM 收音机和闹钟功能。针对市场出现的一些新需求,还可以做无线音箱(音源和音箱相分离,通过无线的方式传送要播放的音乐文件)。

#### 问题 5：公司在汽车音箱和耳机业务方面的进展？

汽车音箱方面，公司只做部分国内后改装市场，前装部分进入门槛比较高。由于国人的消费习惯，国内后改装市场需求不是特别大。公司目前对汽车音箱处于技术和市场积累阶段。耳机对公司来说也是比较新的领域，有很大的拓展空间。

#### 问题 6：公司 4 月份起对部分产品价格上调 4%-10%，对公司的销售有何影响？

公司产品提价是因为今年以来原材料成本不断上升，经销商对此都有心理准备，他们会提前囤货，经销渠道会短暂地受 2、3 个月的影响。相反消费者方面的抗压力要大一些，因为一款 200 元的音箱调价 10%也才 20 元。产品提价之后对公司的毛利率有所改善。

#### 问题 7：公司如何打造产品的多样化？

公司今年 5 月增持的普兰迪科技有限公司的股权，希望进入舞台音响、家庭影院等高端市场，借助不同的品牌来占领不同的市场领域。

#### 问题 8：人民币的升值对公司有何影响？

虽然国外市场是公司未来很看重的一块领域，但是人民币升值对于公司的影响不大，因为公司海外销售是代理制，代理商的利润空间比较大，同时公司又有一定的品牌形象，所以公司有较好的议价能力。

#### 结论：

- 1. 公司的核心价值在于打造多媒体音箱高端品牌。**公司一直致力于打造音箱领域的民族品牌。在国内“电脑报”、“小熊在线”等专业的 IT 杂志和网站举办的评选中屡屡获得“最受关注品牌”、“市场占有率第一品牌”等荣誉。公司的多款产品也屡次获得“红点设计奖”、“IF 产品设计奖”、“CES 产品设计与创新奖”、“日本工业设计协会优良设计奖”等多项国际荣誉，公司的品牌形象已跻身于全球同行前列。公司立足于多媒体音箱大高端品牌使得公司的产品附加值加大，同时抵御市场环境波动的能力也就相应增强，有利于公司的长远发展。公司还在逐步建设自己的品牌形象店，使得“漫步者”的品牌深入人心。
- 2. 渠道网络建设必将给公司带来丰厚回报。**公司在做好产品的同时也加大了渠道建设的力度。针对国内 DIY 市场的萎缩，公司加大了产品渠道的下沉力度，使得公司的产品可以在二三线城市直接销售；同时向传统 IT 卖场以外的苏宁、国美等家电卖场拓展，使得产品能够面对更多的受众。公司的募投项目“全球营销网络建设项目”也在积极推进，北美、南美、欧洲市场均在开拓，在部分市场取得了很大的成功。目前公司的海外销售额基数低、增速快，随着海外市场的拓展，海外销售将逐渐成为公司的一大支柱。
- 3. 募投项目将逐步解除产能瓶颈。**公司在多媒体音箱领域的品牌、营销方面处于行业领先的地位，随着公司业务规模快速扩张，产能已严重不足。公司近 3 年多媒体音箱的产能利用率一直在超过 100%的高位运行。随着公司加强国内外营销网络的建设，产能不足将成为制约公司的发展因素。公司的“年产 860 万套多媒体音箱建设项目”、“年产 270 万套高性能耳机系列产品项目”将使得公司的多媒体音箱产能

达到 1510 万套/年，高性能耳机产能达到 270 万套/年。项目建设周期均为 1.5 年，随着相关项目的建成投产，公司的产能瓶颈将得到一定程度解决。

4. **盈利预测与投资评级。**预计公司 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为元 0.78、1.03 元、1.44 元，对应动态 PE 分别为 39.64 倍、30.09 倍、21.47 倍，我们给予公司“推荐”评级。

**表 1：业务分拆预测**

项目	产品	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	多媒体音箱	589.47	660.44	657.92	737.61	958.89	1342.45
	耳机	10.17	9.08	14.89	17.25	20.70	24.84
	汽车音响	0.91	2.28	2.43	3.29	4.60	6.44
	材料让售	3.99	2.34	2.38	2.54	2.54	2.54
	其他	1.74	4.77	2.61	3.36	3.36	3.36
营业成本 (百万元)	多媒体音箱	472.99	506.95	447.38	508.95	661.64	926.29
	耳机	7.50	6.12	9.74	11.56	13.87	16.64
	汽车音响	0.61	0.78	1.03	1.31	1.84	2.58
	材料让售	3.68	2.05	1.91	2.16	2.16	2.16
	其他	0.64	2.98	1.60	2.12	2.12	2.12
毛利率	多媒体音箱	19.76%	23.24%	32.00%	31.00%	31.00%	31.00%
	耳机	26.23%	32.66%	34.57%	33.00%	33.00%	33.00%
	汽车音响	32.66%	65.77%	57.50%	60.00%	60.00%	60.00%
	材料让售	7.72%	12.70%	19.56%	15.00%	15.00%	15.00%
	其他	63.33%	37.44%	38.65%	37.00%	37.00%	37.00%
合计 (百万元)	营业收入	606.27	678.92	680.22	764.05	990.10	1379.64
	营业成本	485.42	518.88	461.67	526.10	681.63	949.79
	毛利率	19.93%	23.57%	32.13%	31.14%	31.16%	31.16%

资料来源：东兴证券

**表 2：盈利预测简表**

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	678.92	680.22	764.05	990.10	1379.64
增长率(%)	11.98%	0.19%	12.32%	29.59%	39.34%
净利润(百万元)	70.03	109.01	114.95	151.45	212.23
增长率(%)	-9.35%	55.65%	5.45%	31.75%	40.13%
每股收益(元)	0.63	0.99	0.78	1.03	1.44
PE	49.21	31.31	39.64	30.09	21.47

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

---

### 王玉泉

清华大学博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事TMT行业研究。

### 李常

清华大学电路与系统硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。