

新股报告

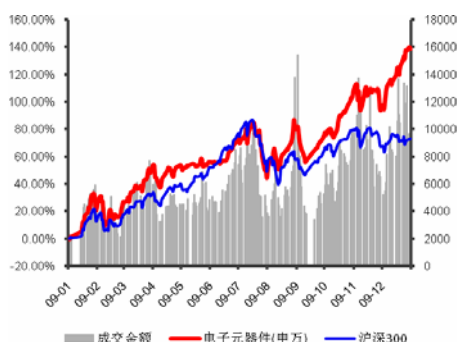
电子行业

2010年01月25日

——漫步者（002351.SZ）新股报告

投资建议： 申购

所在行业最近52周走势：



发行相关数据：

本次发行数量	3700 万股
网上发行价格	33.50 元
网上申购简称	漫步者
网上申购代码	002351
单一账户申购上限	20000 股

报告作者：

国联证券研究所综合组

联系人：

梁海

电话： 0510-82832380

Email: liangh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- **公司是我国多媒体音箱市场领导者企业。**主要从事多媒体音箱、耳机、汽车音箱的研发、生产、销售，凭借对音频技术的专注和“发展自有品牌为主”的发展战略，市场占有率和品牌关注度等多项指标连续多年来位列第一，远超同行业竞争者。目前，公司自有品牌销往全球50多个国家和地区，06、07年连续两年自有品牌多媒体音箱产品销售收入位列全球第四，并于08年成功入围前三甲。
- **卓越的品牌优势。**公司始终坚持国际化路线和自主品牌战略，拥有“漫步者（Edifier）”和“声迈（Xemal）”一主一辅两个产品品牌，是世界多媒体音箱产品销售前三甲企业中唯一专注于多媒体音箱市场的专业化企业，其主品牌“漫步者（Edifier）”已具备国际影响力，卓越的研究设计能力和先进的制造工艺受到世界大奖的肯定，并受邀进入苹果专卖连锁等国际主流产品销售渠道，具备了进入国际多媒体高端市场的能力和条件。
- **三四线市场开发、耳机和汽车音响等新利润增长点推动公司保持快速增长。**公司汽车音响业务08年收入超过06年的29倍，并开始具有一定规模；耳机业务正在成为公司新的利润增长点，在我国快速增长的耳机市场上，公司正向该细分领域的中高端市场进军，有望凭借品牌和市场优势成为领导品牌，实现对多媒体音箱成功商业模式的复制。
- **募集资金将解决公司的资金短缺问题，大幅提升公司产能和全球渠道扩张进度。**本次募集资金项目完成后，公司的多媒体音箱产能将大幅扩张，以08年产量691.4万套来计算至少提高一倍以上，规模效应和价格竞争力将得到更充分的发挥；270万套耳机高性能系列建设项目，将主要用于提高耳机生产工艺，加快向中高端耳机市场进军步伐；全球营销网络的建设，将进一步巩固并加强公司的国际影响力，为公司顺利展开与苹果公司之间的合作提供资金支持，加

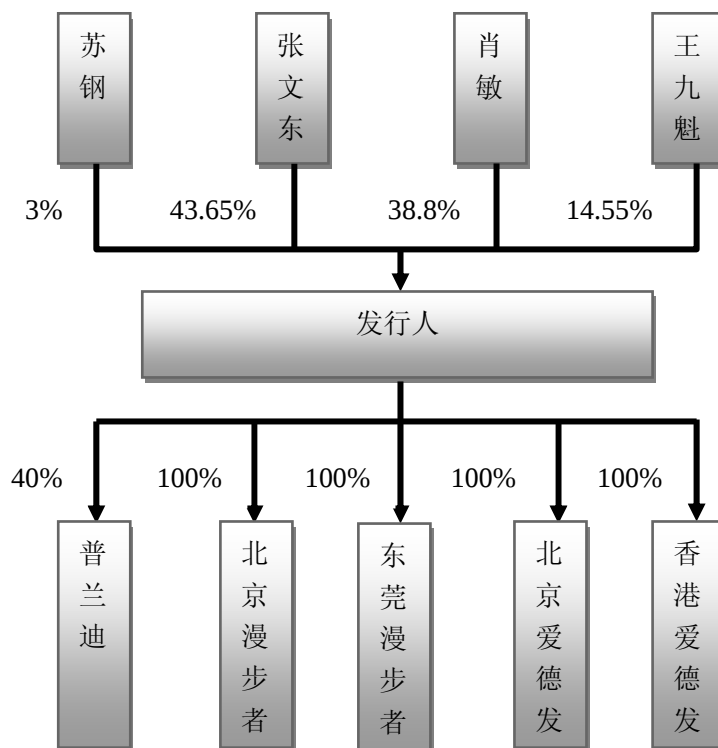
快公司开拓国际高端市场的进度。

- **盈利预测：**我们预测，公司2009年、2010年和2011年仍将保持快速增长，营业收入分别达到72,100万元、91,700万元和124,600万元；归属于母公司股东的净利润分别为10,500万元、14,800万元和21,400万元，对应摊薄后EPS分别为0.71元、1.01元和1.45元。参照最近中小板上市的电子类企业估值倍数，同时考虑到公司良好的行业空间、较高的成长速度、以及公司的行业龙头地位，给予公司09年PE 50-55倍，合理股价范围为31.95-35.50元，对应10、11年PE分别为31.6-35.1倍和22.0-24.5倍。

一、公司简介

公司是我国多媒体音箱市场领导者企业，主要从事多媒体音箱、耳机、汽车音箱的研发、生产、销售，凭借对音频技术的专注和“发展自有品牌为主”的发展战略，在产品创意、工业设计、产品研发、规模化生产和自主营销等方面精益求精，市场占有率和品牌关注度等多项指标连续多年未经行列第一，远超同行业竞争者。目前，公司自有品牌销往全球50多个国家和地区，“漫步者（Edifier）”品牌已跻身国际知名多媒体音箱品牌之一，06、07年连续两年自有品牌多媒体音箱产品销售收入位列全球第四，并于08年成功入围前三甲。

图表1：漫步者发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

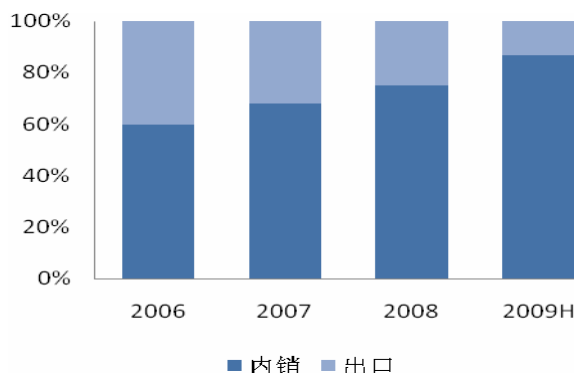
公司是由原深圳市漫步者科技有限公司整体变更设立，发起人为张文东、肖敏、王九魁和苏钢四位自然人。公司的实际控制人为董事长兼总经理张文东，持有公司43.65%的股份，另外三位主要股东肖敏、王九魁和苏钢分别持有公司38.8%、14.55%和3%的股份。

二、公司主营业务分析

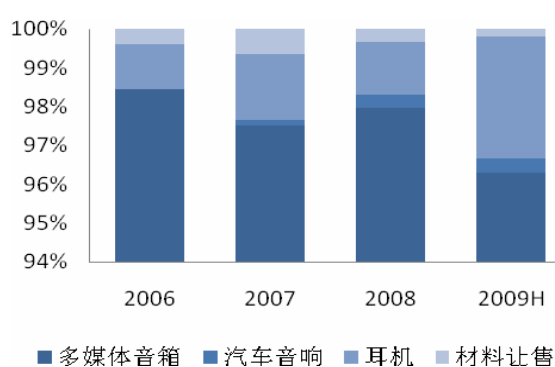
公司始终坚持国际化路线和自主品牌战略，拥有“漫步者（Edifier）”和“声迈（Xemal）”一主一辅两个产品品牌，是世界多媒体音箱产品销售前三甲企业中唯一专注于多媒体音箱市场的专业化企业，其主品牌“漫步者（Edifier）”已具备国际影响力，卓越的研究设计能力和先进的制造工艺受到世界大奖的肯定，并受邀进入苹果专卖连锁等国际主流产品销售渠道，具备了进入国际多媒体高端市场的能力和条件。国内市场上，公司市场占有率多年保持行业第一并不断提高，其中 06、07 和 08 年市场占有率分别为 22.14%、25.27% 和 26.34%，市场占有率超过市场第二阵营企业之和，是国内市场的绝对龙头。此外，在我国快速增长的耳机市场上，公司正向该细分领域的中高端市场进军，有望凭借品牌和市场优势成为领导品牌，实现对多媒体音箱成功商业模式的复制。

公司主打产品为多媒体音箱，销售收入占比达到 95% 以上，06-08 年公司主营收入复合增长率 12.02%。其中，耳机业务和汽车音响业务增长十分迅速，汽车音响业务 08 年收入超过 06 年的 29 倍，并开始具有一定规模；耳机业务占比由 06 年时的 1.15% 增至 09 年上半年的 3.15%，并且 09 年上半年收入已超过 08 年全年收入，成为公司新的利润增长点。公司目前已全面覆盖国内一、二线市场，随着三、四线市场开发力度的不断增大，以及耳机和汽车音响等新利润增长点的培育和发展，公司未来 3-5 年内仍将有望保持稳步快速增长。

图表 2：出口与内销营业收入构成（万元）



图表 3：分产品营业收入构成（万元）

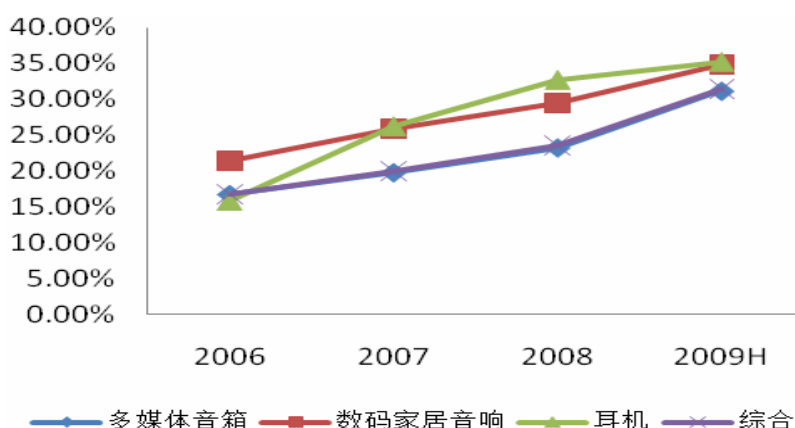


数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

卓越的品牌和市场优势使得公司拥有了一定的定价权，保证了公司盈利水平的稳步上升，毛利率由 06 年时的 16.79% 大幅提升至 09 年中期的 31.44%。分业务种类来看，规模增长最快的耳机业务毛利率水平提升速度也最高，由 06 年时的 15.85% 提升超过 1 倍至 35.17%；多媒体音箱业务营收占比超过 95%，其毛利率的大幅提升是支撑公司综合毛利率大幅提高的主要因素。其中，09 年上半年综合毛利率增长近 8%，主要是由于公司在 08 年下半年开始对多媒体音箱系列产品进行了全面提价，而 09 年以来原材料成本同比有所下降。

图表 4: 分销售模式毛利贡献率 (%) 和毛利率 (%)



数据来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

2006年至2009年上半年, 公司债务结构不断改善, 资产负债率大幅下降, 大大降低了公司的债务风险; 虽然流动比率和速冻比率有所下降, 但主要是由于近两年来土地购置、基建投入等资本性支出大幅增加所致。受益于公司强大的品牌和市场影响力, 公司采了先款后货的销售结算模式, 使得公司的应收账款周转率不断提高, 存货周转率也维持较高水平, 资金利用效率较高。

图表 6: 公司主要财务指标

财务指标	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2006	1.57	1.09	58.51	11.96	7.20
2007	1.58	1.11	44.17	14.52	7.98
2008	1.22	0.73	40.33	31.43	7.76
2009H	1.34	0.88	34.33	45.60	6.48

数据来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

三、募投项目情况

公司本次发行所募集的资金扣除发行费用后, 拟投入以下四个项目: 年产860万套多媒体音频建设项目、年产270万套高性能耳机系列产品建设项目、全球营销网络建设项目和音频技术中心建设项目。

图表 7: 公司募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)
年产 860 万套多媒体音箱建设项目	31,130.0	31,130.0
年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目	4,360.0	4,360.0
全球营销网络建设项目	3,490.5	3,490.5

音频技术中心建设项目	3,410.0	3,410.0
合计	42,390.5	42,390.5

数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

本次募集资金项目完成后，公司的多媒体音箱产能将大幅扩张，以08年产量691.4万套来计算至少提高一倍以上，规模效应和价格竞争力将得到更充分的发挥；270万套耳机高性能系列建设项目，将主要用于提高耳机生产工艺，加快向中高端耳机市场进军步伐；全球营销网络的建设，将进一步巩固并加强公司的国际影响力，为公司顺利展开与苹果公司之间的合作提供资金支持，加快公司开拓国际高端市场的进度。

四、盈利预测

我们预测，公司2009年、2010年和2011年仍将保持快速增长，营业收入分别达到72,100万元、91,700万元和124,600万元；归属于母公司股东的净利润分别为10,500万元、14,800万元和21,400万元，对应摊薄后EPS分别为0.71元、1.01元和1.45元。

图表 8: 公司未来三年分产品业务收入预测（百万元）

财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
多媒体音箱	589.5	660.4	697.1	873.2	1179.8
耳机	10.2	9.1	11.2	27.3	47.2
汽车音响	0.9	2.3	3.8	6.1	8.9
其他	5.7	7.1	8.6	10.2	10.2
收入合计	606.3	678.9	720.7	916.8	1,246.1
毛利率	19%	23%	29%	31%	32%

数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

图表9:公司盈利预测（百万元）

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	679	721	917	1,246
营业成本	519	512	633	860
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	32	37	47	59
管理费用	38	48	63	79
财务费用	8	2	-3	-7
资产减值损失	-4	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	4	0	0
营业利润	85	124	174	252
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	84	124	174	252
所得税	15	19	26	38
净利润	70	105	148	214
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	105	148	214
EPS	0.48	0.71	1.01	1.45

资料来源：国联证券研究所

参照最近中小板上市的电子类企业估值倍数，同时考虑到公司良好的行业空间、较高的成长速度、以及公司的行业龙头地位，给予公司09年PE 50-55倍，合理股价范围为31.95-35.50元，对应10、11年PE分别为31.6-35.1倍和22.0-24.5倍。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我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询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。