

多媒体音频行业的小巨人

—— TMT 新股联合调研系列报告之二

研究结论

- **多媒体音频行业领跑者。**2009 年公司毛利率、净利率和 ROE 高于行业平均水平，整体盈利能力相对较强，即使在 2008 年全球金融危机中也能保持较高的盈利水平，并且毛利率水平逐年提升，这与公司一直坚持自有品牌的战略是分不开的。
- **三大盈利增长点促使公司快速发展，公司未来成长可期。**年产 860 万套多媒体音箱建设项目建成后，将有效缓解公司产能紧张，进一步扩大销售规模和市场占有率，提升研发能力，增强公司核心竞争力。预计公司 2010 年多媒体音箱产能将在 1000 万套左右，2011 年的产能可达到 1300 万套左右。耳机、汽车音响业务放量，国内三、四级市场的渗透以及出口业务的快速增长是公司新的三个盈利增长点。
- **公司坚持自由品牌，设计能力一流。**公司历经多年发展，已经成为国内第一和全球第三的多媒体音箱领军企业，其产品收入相对总收入比重超过 95%，"Edifier" 知名品牌已享誉国内外。同时公司拥有多名具有音箱结构设计理论、扎实的艺术功底以及丰富的实际设计经验的设计人员，多款产品获得红点设计大奖、CES 设计和工程创新荣誉奖、德国 iF 设计奖，代表了业内设计的较高水平。
- **四月起公司产品提价，毛利率有望回升。**今年一季度，公司实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 11.64%，净利润 2831 万元，同比增长 12.96%，每股收益 0.26 元。销售业绩较好，但由于原材料价格的大幅上升，而产品价格调整相对滞后，毛利率同比下滑至 30.9%。公司公告称四月起将对部分产品销售价格进行调整，我们预计公司将有较强的议价能力，第二季度毛利率有望回升。
- **多媒体音频市场前景广阔。**随着多媒体技术以及音源设备不断推陈出新，特别是随着 PC 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；伴随着手机、对讲机、MP3、CD、复读机、随身听等通讯和小家电产品市场的发展，耳机市场容量较大，行业前景广阔；随着我国汽车市场的迅速发展，汽车音响作为其附属产业也随着迅速兴起，按照目前的汽车市场发展速度我国汽车音响的发展潜力十分巨大。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.09 元、1.46 元、1.94 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司 2010 年 40 倍 PE，对应目标价为 43.6 元，首次给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**公司可能存在市场竞争和技术升级的风险以及出口变动因素带来的经营风险。


东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

电子&军工行业首席分析师

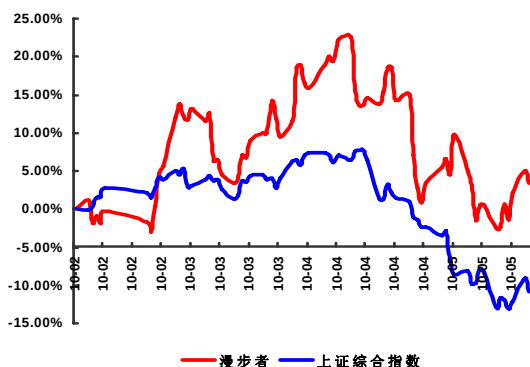
8621×63326775

chengang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110155

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2010 年 5 月 25 日)	34.82 元				
目标价格	43.60 元				
总股本/A 股 (万股)	14,700/3,700				
A 股市值 (百万元)	5119				
国家/地区	中国				
行业	电子行业				
报告日期	2010 年 5 月 26 日				

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	680	921	1246	1658
同比(%)	0%	35%	35%	33%
净利润	109	160	215	285
同比(%)	56%	47%	34%	33%
毛利率(%)	32.1%	31.2%	30.7%	30.2%
ROE(%)	32.7%	9.6%	11.4%	13.1%
每股收益(元)	0.74	1.09	1.46	1.94
P/E	46.95	31.96	23.79	17.95
P/B	15.38	3.06	2.71	2.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、多媒体音频市场空间巨大	4
1、多媒体音箱市场前景广阔	4
2、耳机与汽车音响后来者居上	6
二、坚持自主品牌，设计能力一流	7
1、“Edifier” 知名品牌享誉国内外	7
2、公司产品设计能力位居业内领先水平	10
3、毛利率水平稳步上升，费用率控制较好	11
4、公司竞争优势明显	13
三、三大盈利增长点推动公司快速发展	15
1、募投项目扩大公司多媒体音箱产能，提高市场占有率	15
2、耳机、汽车音响业务放量，国内三、四级市场的渗透以及出口业务的快速增长是公司新的三个盈利增长点	16
3、盈利预测与估值分析	17
4、风险提示	18

图表目录

图 1：2009 年全球范围内的互联网普及率已达到 26.6%.....	4
图 2：全球和我国台式电脑销量稳步上升	5
图 3：全球和我国多媒体音箱销售量稳步上升	5
图 4：全球和我国耳机销量增长速度较快	6
图 5：自 2002 年起全球汽车购销热潮开始向中国市场转移	7
图 6：公司多媒体音箱、耳机、汽车音响产品	8
图 7：2008 年中国市场最受用户关注的十大音箱品牌分布	9
图 8：2006-2008 年公司多媒体音箱全球竞争格局	9
图 9：公司多媒体音箱市场占有率呈稳步上升趋势	10
图 10：京东商城漫步者产品的网络口碑斐然	11
图 11：公司各类业务收入和占比变化	12
图 12：毛利率水平稳步上升，费用率控制较好	12
图 13：公司竞争优势	14
表 1：可比上市公司财务数据比较	13
表 2：相对于目前 50 个亿的市值，公司存在一定的低估	14
表 3：募投项目和投资进度	15
表 4：近三年多媒体音箱产能不足业已成为制约公司全球化发展的瓶颈	16
表 5：可比上市公司估值比较	17
表 6：近期在中小板上市公司估值比较	18
附表：财务报表预测与比率分析	19

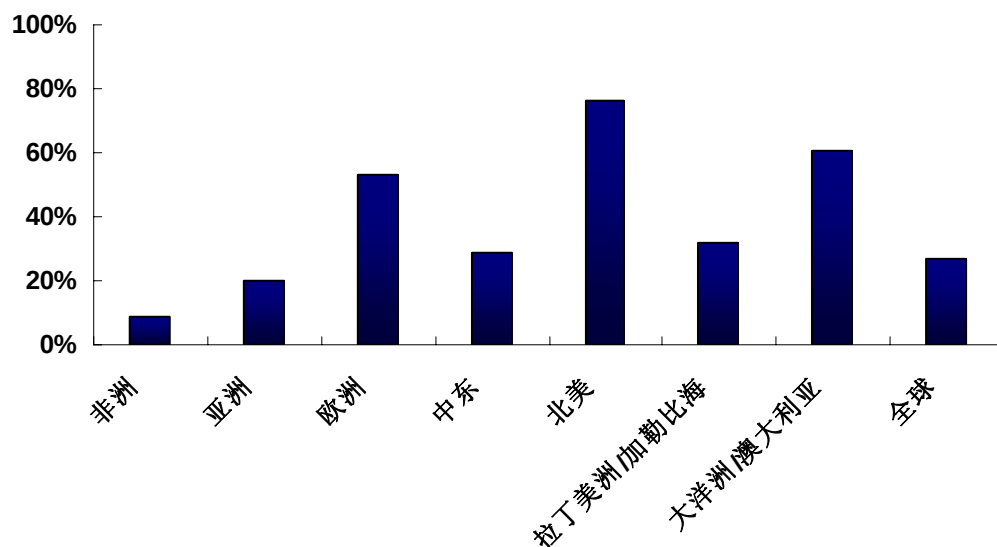
一、多媒体音频市场空间巨大

1、多媒体音箱市场前景广阔

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。随着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,以随身媒体播放器 MP3/MP4、DVD/VCD/CD、家庭影院、笔记本电脑等为核心的消费类电子产品成为整个 IT 消费类市场的潮流。

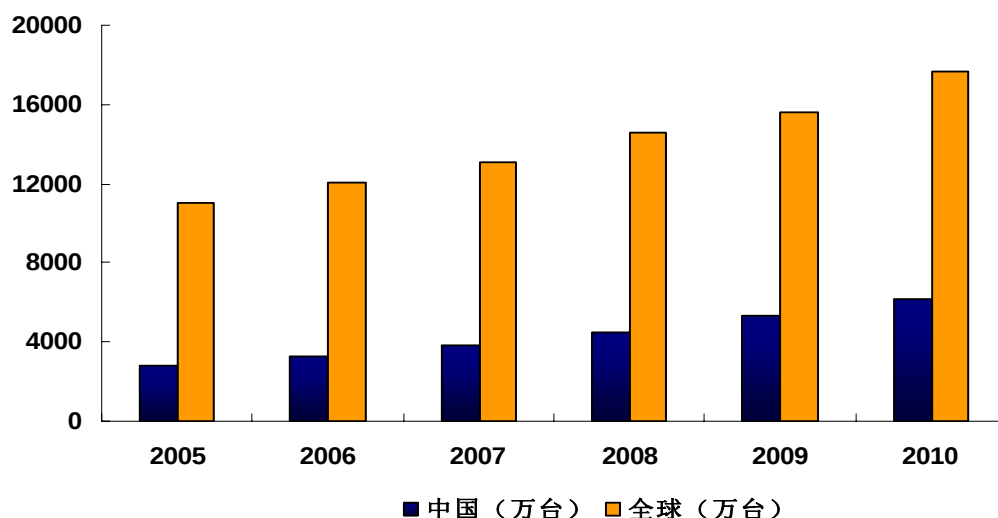
特别是随着 PC 和互联网不断普及,多媒体音箱市场空间持续上升,需求量保持了持续的高速增长。2009 年全球范围内的互联网普及率已达到 26.6%,与 2000 年相比,增长率高达 399.3%。

图 1：2009 年全球范围内的互联网普及率已达到 26.6%



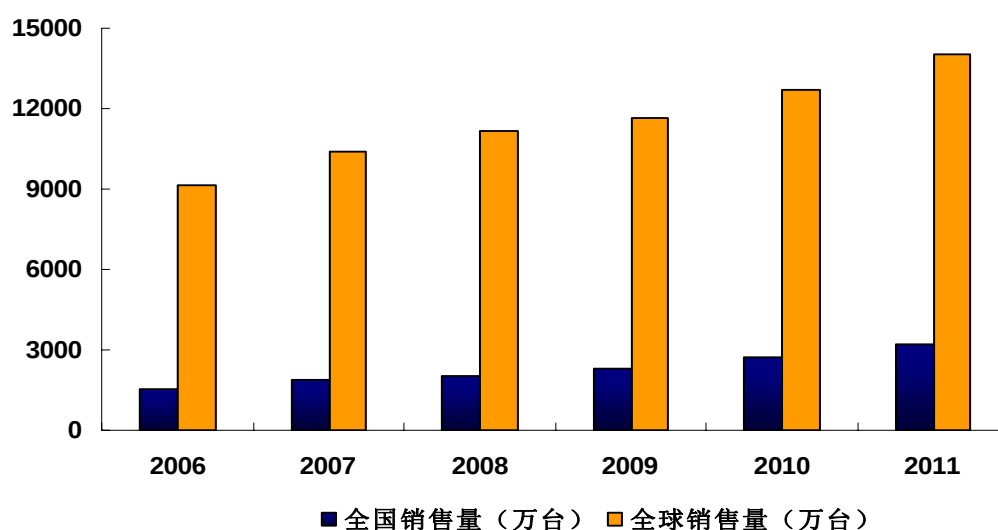
资料来源: internetworldstats, 东方证券研究所

全球台式电脑销量稳步上升,而我国台式电脑销量占比更是逐年增长,未来几年电脑的普及率势必有长足地提升。互联网和 PC 的大范围应用将对多媒体音箱的销售产生一股强劲推动力。

图 2：全球和我国台式电脑销量稳步上升


资料来源：中国信息产业部，中国计算机协会，HZ Research，招股说明书，东方证券研究所

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，从业企业数量也较多，多媒体音箱产量占到了全球的 80%。国内市场主要的多媒体音箱企业包括漫步者以及国内主要竞争对手如麦博、轻骑兵、三诺、冲击波、傲森、奋达、惠威等公司。虽然进入国内市场的国际多媒体音箱越来越多，但是由于其性价比不高并不具备实际的市场竞争优势，**我国市场仍以国产品牌为主**。据统计，2009—2011 年全球多媒体音箱市场将保持年均 9.61% 的速度增长，而我国多媒体音箱市场近几年销量复合增长率均超过 10%，预计 2011 年全球市场占有率将达 23.07%，市场空间弹性巨大。

图 3：全球和我国多媒体音箱销售量稳步上升


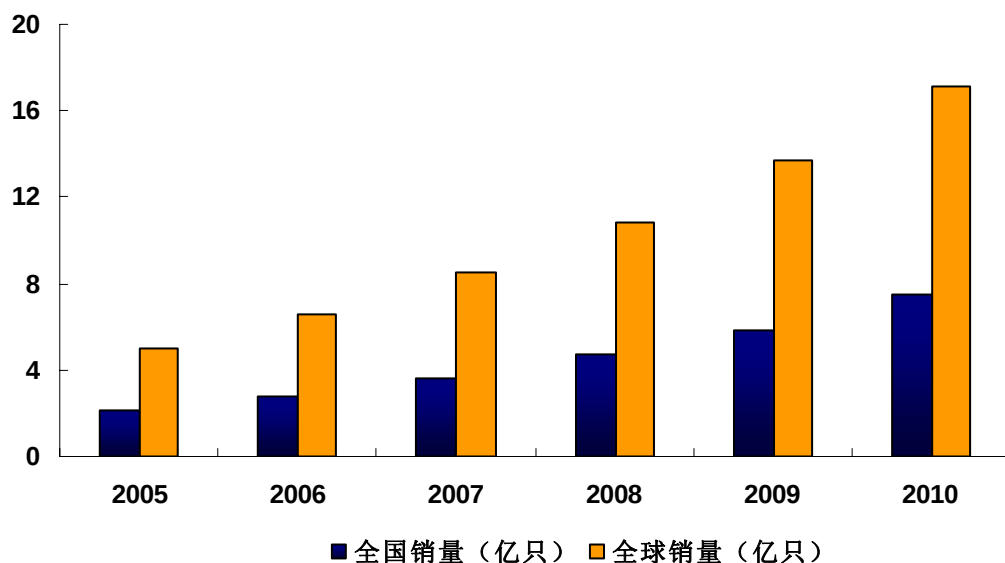
资料来源：中国电子音响工业协会，HZ Research，招股说明书，东方证券研究所

2、耳机与汽车音响后来者居上

伴随着手机、对讲机、MP3、CD、复读机、随身听等通讯和小家电产品市场的发展，耳机市场容量较大，行业前景广阔。随着数码产品的日益深入人心，不断涌现的专业人士及影音发烧友对高品质耳机的需求激增，同时快节奏、高强度的工作环境也催生了耳机在商务领域的应用市场。随着电脑影音娱乐与游戏功用的延伸，电脑用耳机越来越被重视，潜伏着巨大的商机。目前国内外专业生产耳机的厂商众多，欧、美、日韩三大系列厂商占据了中高端市场的较大份额，但未形成少数寡头垄断局面；我国耳机企业普遍规模较小，业务以代工为主，缺乏自主品牌，基本包办了全球中低端耳机的生产，产量占比超 90%。

中国耳机市场发展迅速，容量正在逐年扩大，增长速度较快，2005 年的中国耳机市场的销售额为 18 亿元，销量 2.1 亿只，2007 年中国耳机的销售额达到 30.6 亿元左右，较 2005 年增长了 70%，销量 3.6 亿只；预计未来几年中国耳机的销售额继续保持较快的增长趋势，2010 年中国耳机销售将达到 7.5 亿只（58.5 亿元），未来三年将有望保持 15% 的复合增长率。

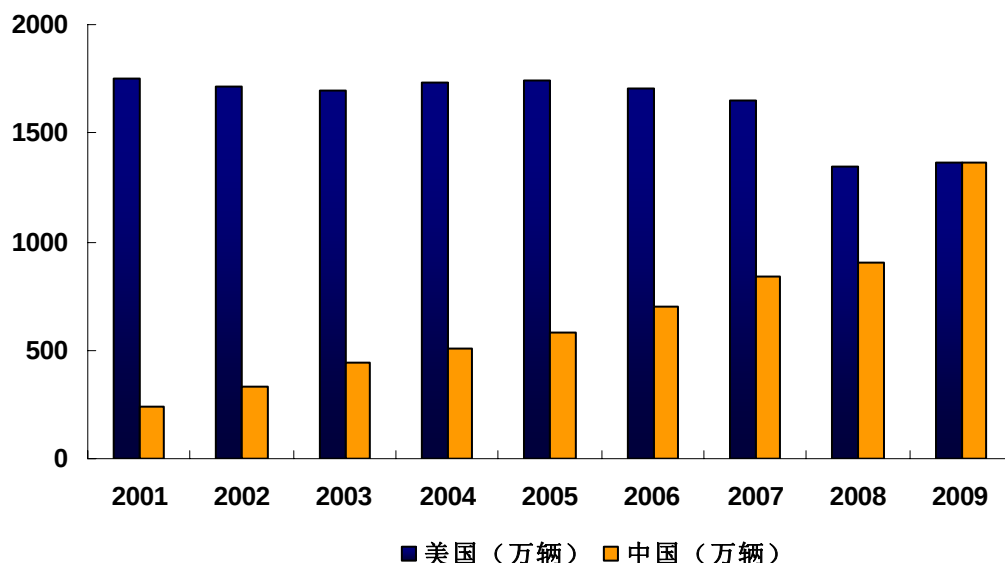
图 4：全球和我国耳机销量增长速度较快



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，招股说明书，东方证券研究所

随着我国汽车市场的迅速发展，汽车音响作为其附属产业也随着迅速兴起。自 2002 年起全球汽车购销热潮开始向中国市场转移，当年的全球汽车总销量达到 6000 万辆，汽车音响全球总销量达到 7200 万部左右，汽车音响更新换代和升级出现热潮。中国市场是一个充满活力和潜力的大市场，2002 年汽车总销量达到 325 万辆，轿车销量更是历史性的突破了 100 万大关，而汽车音响销售额也达到了 28 亿元人民币。按照目前的汽车市场发展速度我国汽车音响的发展潜力十分巨大。

图 5：自 2002 年起全球汽车购销热潮开始向中国市场转移



资料来源：东方证券研究所

随着中国汽车市场每年以超过 60% 的速度爆发式增长，中国汽车音响市场也以惊人的速度发展起来。据不完全统计，仅 2002 年中国汽车音响市场规模就达到 28 亿元，而此时中国汽车音响 OEM 市场安装比例仅为 1%，未来增长潜力巨大。同时我们注意到，在这 28 亿元中 OEM 市场有占到了 90% 以上的份额，售后市场所占份额不到 10%。这意味着对于那些已经购买汽车音响的消费者来说（随车和改装），他们目前 90% 的人只有选择整车的权利，而无选择汽车音响的权利，只能被动接受厂家安排。在中国汽车音响市场上，国外品牌拿走了产品 80%—90% 以上的利润，而加工企业得到不过 10% 甚至更微薄的利润。

二、坚持自主品牌，设计能力一流

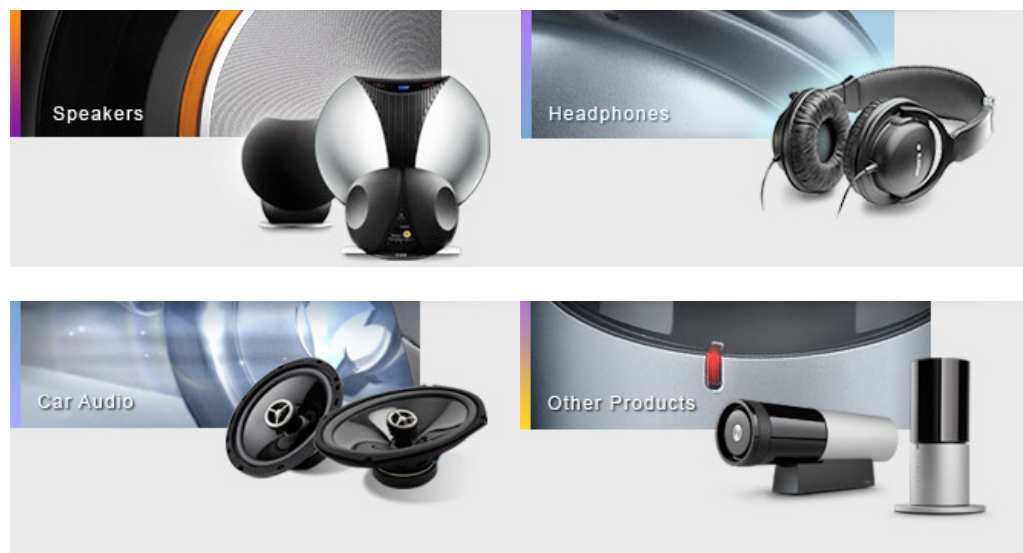
1、“Edifier” 知名品牌享誉国内外

漫步者科技股份有限公司前身是漫步者科技有限公司。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”两个产品品牌（主品牌“漫步者（Edifier）”和辅品牌“声迈（Xemal）”），已形成了多媒体音箱、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。公司的主导产品是多媒体音箱，多媒体音箱销售收入占总收入比重超过 95%。

2010 年一季度，公司实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 11.64%，净利润 2831 万元，同比增长 12.96%，每股收益 0.26 元。销售业绩较好，但由于原材料价格的大幅上升，而产品价格调整相对滞后，毛利率同比下滑至 30.9%。公司公告称四月起将对部分产品销售价格进行调整，我们预计公司将有较强的议价能力，第二季度毛利率有望回升。

多年来公司专注于音频技术的应用和实践，成绩斐然，并创下多项行业第一。在行业内，公司**同时**也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。

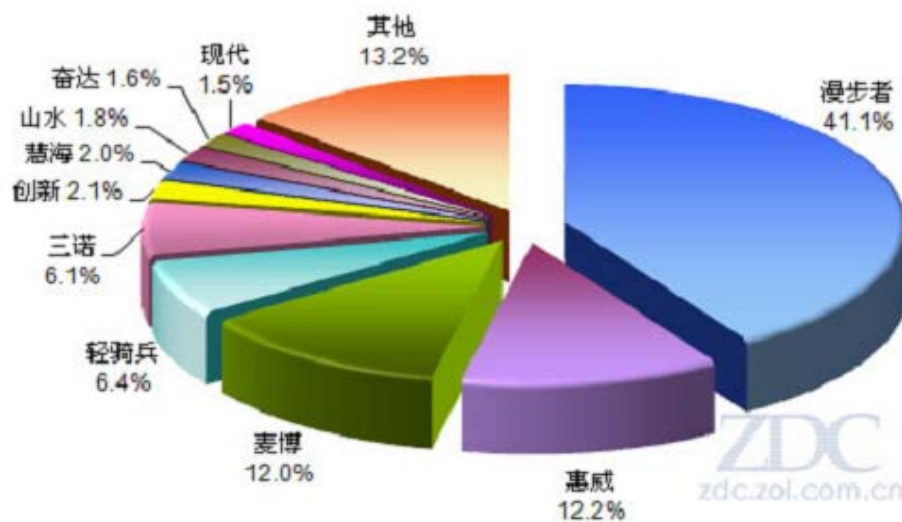
图 6：公司多媒体音箱、耳机、汽车音响产品



资料来源：公司主页，东方证券研究所

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**，根据中关村在线网站（ZOL）、《电脑迷》杂志、新浪、搜狐数码天下、腾讯、TOM 科技、数码客等 8 家媒体联合举办的《2006 多媒体音箱调查》，2006 年“漫步者（Edifier）”品牌的品牌关注度为 44.61%，相当于第二到第十四位品牌的总和；2007 年用户首选音箱品牌中，漫步者的支持率达到了 48.2%；2008 年中国市场最受关注的十大音箱品牌中，漫步者的关注度高达 41.10%，位居榜首。公司优质高效的**品牌保障**在消费者心目中留下深刻印象。

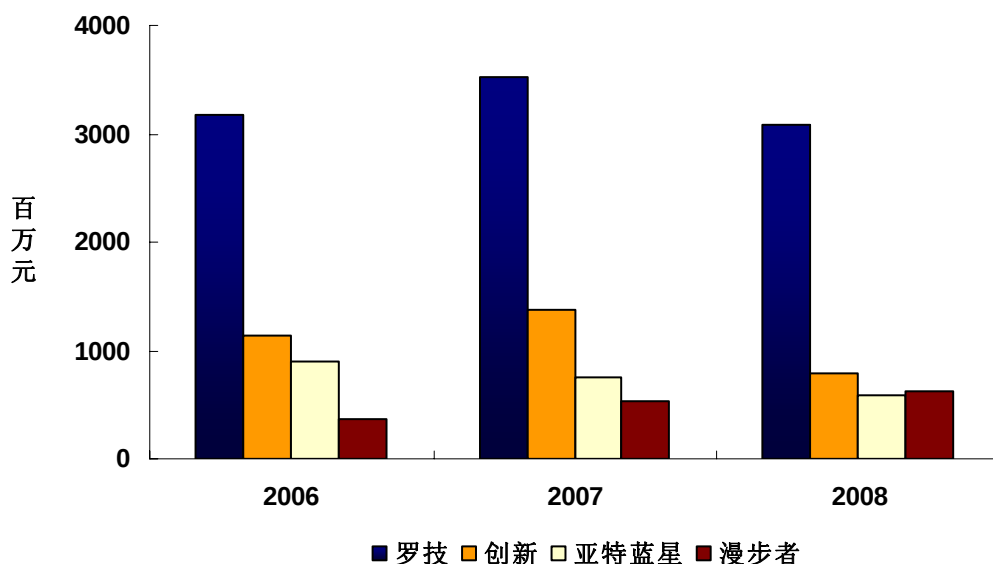
图 7：2008 年中国市场最受用户关注的十大音箱品牌分布



资料来源：互联网消费调研中心，招股说明书，东方证券研究所

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。经与罗技、创新、和亚特蓝星三家知名企业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，市场潜力不可小觑。

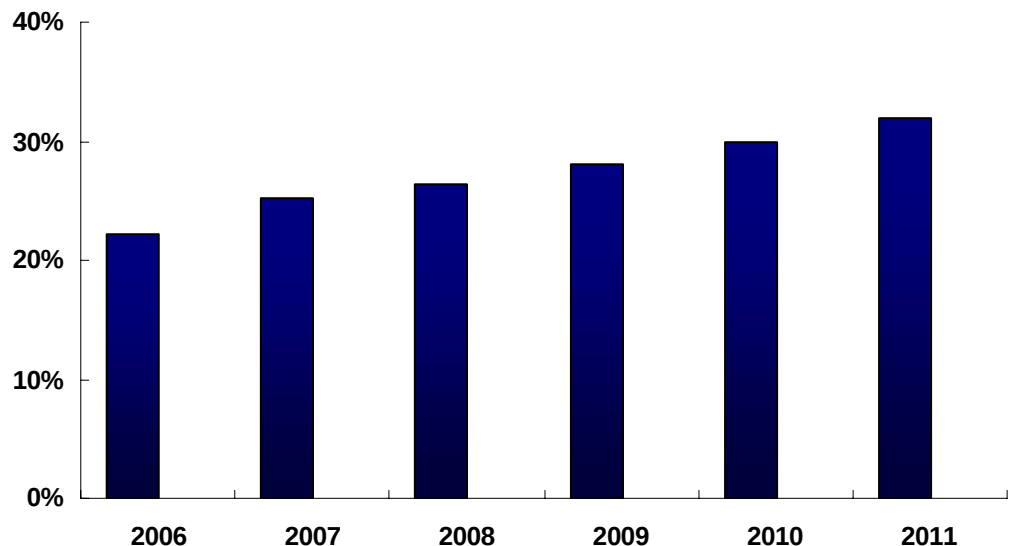
图 8：2006-2008 年公司多媒体音箱全球竞争格局



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

国内市场上，根据中国电子音响工业协会和环咨 HZ Research 对多媒体音箱行业统计数据，2006、2007、2008 年中国境内多媒体音箱的销售量分别为 1,545、1,860、2050 万套，同期公司内销多媒体音箱的销售量分别为 342、470、540 万套，这三年公司中国境内市场占有率分别为 22.14%、25.27%和 26.34%，我们预计未来三年仍呈稳步上升趋势。

图 9：公司多媒体音箱市场占有率呈稳步上升趋势



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司为了进一步提升品牌形象及其国际影响力，持续加强公司品牌建设，适度加强营销方面的投入力度如投放广告、参与国际展会和奖项评比等，加强品牌建设，依托品牌张力持续刺激市场需求。此外，公司已经将“漫步者 (Edifier)”商标先后在中国、美国、德国、香港、加拿大、英国、等八十多个国家和地区进行注册并取得了商标保护，更好地保护其自有品牌。目前公司多款产品已通过苹果认证，对提升公司产品国际影响力极为有利。

2、公司产品设计能力位居业内领先水平

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，从模拟技术走向数字技术、从双声道发展到现在的 7.1 声道，新技术不断推陈出新。公司拥有多名具有音箱结构设计理论、扎实的艺术功底以及丰富的实际设计经验的设计人员，多款产品获得红点设计大奖、CES 设计和工程创新荣誉奖、德国 iF 设计奖，代表了业内设计的较高水平。公司先后推出了 3D 环绕技术音箱、USB 音箱、数码音箱、数字操控 5.1 桌面影院系、“移动多媒体”系列的便携产品等新品。

公司具有精良的制造工艺和规模化的自主生产能力，是国内同行业首家达到 RoHS 指令要求的制造商之一。基于公司精良的制造工艺，公司已成为瑞士罗技、韩国 BRITZ 等数家国际知名企业的 OEM/ODM 厂商。精益制造最直接的成果就是其产品的稳定性和耐用性好于竞争对手，返修率只有行业平均水平的十分之一。

漫步者以渠道带动品牌认知，以技术推动品牌形象，成熟广泛的营销网络和高效优质的产品品牌，使得公司产品口碑斐然。淘宝网、京东商城、当当网等网络销售中，看出漫步者品牌系列产品在大众消费心目中的地位，音箱、耳机、耳麦等产品的好评率均达 98% 以上。

图 10：京东商城漫步者产品的网络口碑斐然

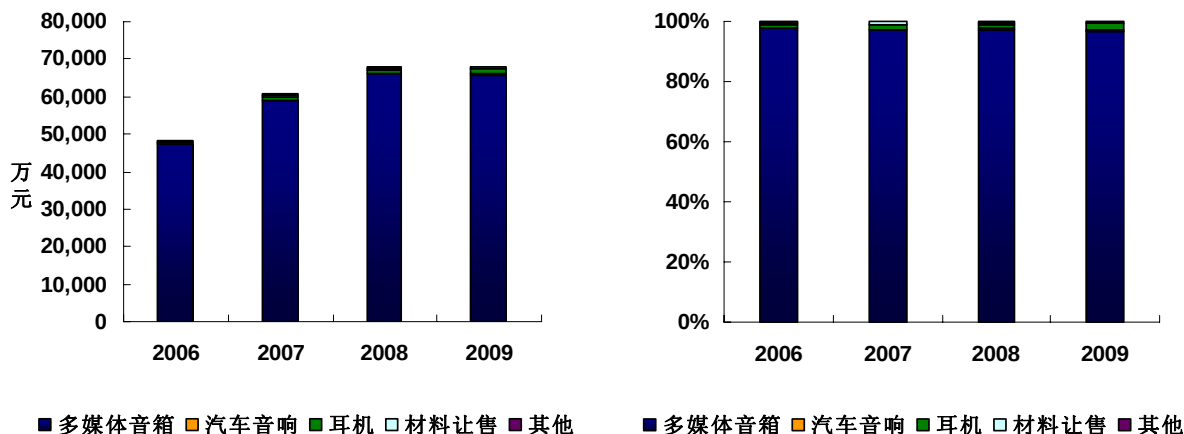


资料来源：360buy，东方证券研究所

公司将在巩固并加强目前一、二级市场的基础上，逐步扩大对三、四级市场的渗透，并加强与家电卖场/百货商场的合作拓展营销渠道，扩大境内市场占有率。

3、毛利率水平稳步上升，费用率控制较好

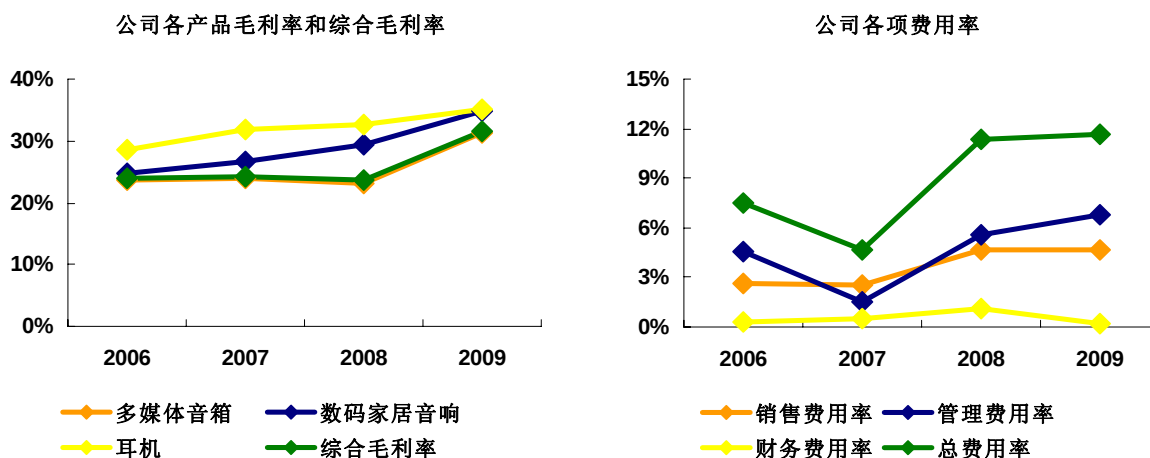
公司主要产品为多媒体音箱、耳机和汽车音响三大类，其中多媒体音箱是公司的主营业务。近三年，多媒体音箱的销售收入占同期主营业务收入的比重分别为 96.71%、97.28% 和 96.72%。2009 年占比略有下降，是因为公司逐渐拓展耳机业务所致，耳机业务近三年销售收入占同期主营业务收入的比重分别为 2.83%、1.34% 和 2.19%。汽车音响市场有较高的进入门槛，资格认证时间较长，目前公司重点在后装音箱市场，业务收入占比逐年稳定，未有较大变化。

图 11：公司各类业务收入和占比变化


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司产品综合毛利率呈上升趋势，毛利率较高的数码家居音箱产品以及耳机的收入占比持续提高，2006 年至 2009 年公司多媒体音箱毛利率呈上升趋势，主要是由于公司公司发展策略重点转向毛利率较高的数码家居音响产品带动多媒体音箱毛利率的提升。耳机产品由于逐渐出现规模效应成本不断下降，毛利率也是稳步上升。我们预计今后三年公司数码家居音响以及耳机的收入占比将持续提升，并且具有提价能力，品牌、技术、规模优势强于国内的竞争对手，整体毛利率将在目前的基础上维持稳定。

公司生产所需主要原材料和能源包括变压器、扬声器硬件、线材、塑胶原料、中密度板、纸箱、防震材料、集成块以及水、电等。近年来，由于原材料和能源类价格上涨以及人工成本的不断高速上涨，导致公司产品生产成本有所上升。公司于 2008 年 7 月 1 日和 2009 年年底两次提升产品价格，以缓解原材料上升所带来的产品利润缩小的风险。

图 12：毛利率水平稳步上升，费用率控制较好


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

随着公司进一步扩大主导产品的销售力度，以家居数码音箱带动多媒体音箱的销售，并同时通过募投项目，扩大高毛利产品——耳机的产销量及其销售收入占公司主营业务收入比重，可以预期未来公司主导产品收入将会大幅增长，毛利率水平稳步上升，费用率继续保持低位，未来三年公司盈利能力逐年稳步提升，前景可观。

4、公司竞争优势明显

目前国内上市的涉及音频的公司主要是：广州国光、歌尔声学 and 四川湖山。歌尔声学主要产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙系列产品和便携式音频产品；四川湖山主要产品是音响制品、音响工程以及数字视听产品；广州国光主要产品为扬声器和音箱。

表 1：可比上市公司财务数据比较

		毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	存货周转天数 (天)	应收账款周转天数 (天)
2006 年	漫步者	16.79	8.28	42.76	2.63	4.58	0.32	57	40
	广州国光	21.24	5.96	8.42	4.67	7.56	1.79	62	112
	歌尔声学	35.61	17.72	28.30	2.25	10.55	0.75	179	90
	四川湖山	3.50	-1.33	-9.25	1.30	3.86	0.59	27	20
2007 年	漫步者	19.94	12.94	61.92	2.57	1.51	0.54	45	24
	广州国光	24.21	9.58	11.72	3.31	8.93	4.19	79	140
	歌尔声学	28.26	12.99	54.36	1.69	8.62	2.58	63	56
	四川湖山	4.65	2.49	21.76	0.84	2.51	0.65	28	16
2008 年	漫步者	23.57	10.25	36.78	4.69	5.55	1.14	46	11
	广州国光	26.28	9.14	11.90	3.97	8.13	3.15	94	117
	歌尔声学	28.82	13.43	25.32	2.27	9.15	2.39	67	57
	四川湖山	4.79	1.13	8.43	0.82	3.45	-0.09	56	25
2009 年	漫步者	32.13	15.95	39.08	4.69	6.78	0.23	61	9
	广州国光	27.51	10.70	12.94	3.52	8.69	2.52	112	112
	歌尔声学	23.44	9.65	11.84	3.05	8.25	1.74	84	75
	四川湖山	5.52	0.45	1.01	0.99	4.06	0.65	99	50

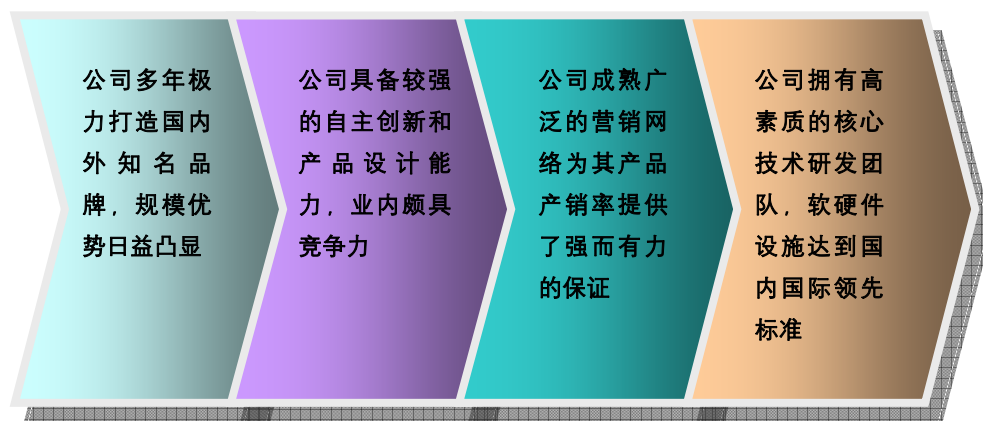
资料来源：Wind，东方证券研究所

可以看出，2009 年公司毛利率、净利率和 ROE 高于其他三家公司，整体盈利能力相对较强，即使在 2008 年全球金融危机中也能保持较高的盈利水平，并且毛利率水平逐年提升，这与公司一直坚持自有品牌的战略是分不开的。2006—2009 年，期间费用控制出色，管理费用率和财务费用率均远远低于行业平均水平，销售费用率略高，但总体费用率仍低于同行业，这对一个自有品牌消费电子制造商来说相当不容易。同时公司应收账款周转率及存货周转率基本上均高于四家公司的平均水平，说明公司资产周转速度较快，资产管理能力较强，这要得益于公司的品牌形象、先款后货的销售结算模式和较强的存货管理能力。

表 2：相对于目前 50 个亿的市值，公司存在一定的低估

	漫步者	歌尔声学	广州国光	四川湖山
营业总收入（百万元）	680	1127	1042	839
净利润（百万元）	109	109	111	4
A 股市值（百万元）	5051	10645	4828	1402

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 13：公司竞争优势


资料来源：东方证券研究所

公司多年极力打造国内外知名品牌，规模优势日益凸显

公司一直秉持着“发展自有品牌为主”的发展战略，注重打造自有品牌的口碑、产品质量和客户服务。目前“漫步者（Edifier）”品牌在中国多媒体音箱品牌中处于领军地位，成为优质多媒体音箱及家用音响的代名词。在众多媒体的市场调查中，“漫步者（Edifier）”品牌在消费者关注、用户首选品牌、用户关注度产品等方面的排名均处于行业领先地位，在消费者中形成了较强的品牌认可。公司除了在国内保持市场领先外，在国际市场上的产品占有率也逐年上升，竞争优势明显。

公司具备较强的自主创新和产品设计能力，业内颇具竞争力

高效的自主创新和产品设计能力是保证公司品牌优势形象源源不断的动力。公司通过多年的积累，已经形成了一套能够把 ID 概念设计的艺术化造型与声学系统有机结合、功放电路与扬声器合理调校匹配、性价比较高的产品最优化技术方案。同时，公司具备敏捷的应用技术优势和新品研发能力，在新品推出方面处于同行业领先地位。此外，公司目前已拥有多项实用新型技术专利和数十项外观设计专利，公司的专利技术投入到实际的产品中，形成一道领先于对手的技术壁垒。

公司成熟广泛的营销网络为其产品产销率提供了强而有力的保证

公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式。目前，公司在境内拥有 47 家区域独家总经销商，销售网络覆盖了中国大陆的整个地域；国际上，公司在欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲、亚洲、非洲等六大洲建立了销售渠道，共有 50 家境外区域独家总经销商，初步形成了国际销售网络，公司的产品已打入全球 50 多个国家和地区。公司坚持与各地经销商共同成长，多年来形成了非常稳定、紧密的合作关系。

公司拥有高素质的核心技术研发团队，软硬件设施达到国内国际领先水平

公司多年来专注于多媒体音箱等音频产品开发，以用户为中心，不断地为用户提供合理性价比的高品质音频产品，已形成一个包含产品 ID 概念设计，电路设计，扬声器设计，结构设计等较为全面稳定的核心研发团队，形成了较强的技术优势。同时公司还聘请了产品设计、声音调试、研发方向等方面国内外知名专家，更大程度上保证了公司领先的技术开发水平。此外，公司建立配备多项测试系统的专业消声室和 ERP 系统，处于国内国际领先地位。

三、三大盈利增长点推动公司快速发展

1、募投项目扩大公司多媒体音箱产能，提高市场占有率

公司 IPO 募投项目共需投入资金 4.24 亿元，投资于年产 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。其中，多媒体音箱建设项目和高性能耳机系列产品建设项目预计建设期为 1.5 年，项目达产后将对公司产品的市场占有率有很大的提升。

预计公司 2010 年多媒体音箱产能将在 1000 万套左右，2011 年的产能可达到 1300 万套左右。如果下游市场旺盛，公司有可能在末年续建二期工程，增加更多的产能。

表 3：募投项目和投资进度

项目名称	总投资额（万元）	项目建设期（年）	达产新增销售收入（万元/年）
年产 860 万套多媒体音箱建设项目	31,130.00	1.5	79,100
年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目	4,360.00	1.5	8,910
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	-	-

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司经过多年在多媒体音箱市场的经营，品牌、品质、网络营销、技术等均具备了行业领先的优势，在国内多媒体音像市场一直占据着市场占有率第一的位置，在国际同行业市场上地位也取得了优良

且稳步上涨的业绩。随着销售网络的扩大和完善，公司在国际市场拓展上无法投入更多资源，产能不足业已成为制约公司全球化发展的瓶颈。多媒体音箱建设项目达产后，便可以解决这一困扰，促进公司发展，取得进一步的规模效应和成本优势。

表 4：近三年多媒体音箱产能不足业已成为制约公司全球化发展的瓶颈

项目	2006 年	2007 年	2008 年
产量（万台）	548.10	660.89	691.43
销量（万台）	555.49	661.80	682.74
产销率（%）	101.36	100.14	98.74

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

全球营销网络建设项目可以将公司品牌优势、技术优势等最大限度的转化为市场优势，保持公司竞争优势。而随着年产 860 万套多媒体音箱建设项目和年产 270 万套高性能耳机系列产品项目的建立投产，对公司营销网络的需求力度将更为显著，对其防范度、敏感度、完善度都将有更高层次的要求。该项目可以帮助公司巩固营销渠道，提升销售能力与盈利能力，扩大销售规模 and 市场份额，加大公司全球影响力。

音频技术中心建设项目的实施将加强公司的研发基础设施建设，使音频技术中心的自主创新能力与技术水平达到国内领先，国际先进水平。通过对音频前瞻技术和共性关键技术的研究，加强企业的技术储备，增强企业的基础竞争力，进一步拓展公司产品线，是公司技术研发、创新能力和将技术成果转化为系统解决方案能力的需要。

2、耳机、汽车音响业务放量，国内三、四级市场的渗透以及出口业务的快速增长是公司新的三个盈利增长点

公司多年来专注于音频产品的研发、生产和销售，主导产品以多媒体音箱为主，于 2004 年起以委托外单位 OEM 生产并自行总装的方式进入耳机领域。随着台式电脑、笔记本电脑、MP3/MP4、CD/VCD/DVD、PSP、手机产业的快速成长，势必对耳机行业形成一股强劲的推动力。2005—2007 年全球耳机市场出现了超过 30% 的符合增长率，市场空间潜力巨大。公司通过引进先进的生产和检测设备，提升耳机产品科技含量，不断改良产品性能以满足市场对耳机高保真度等高精确规格要求，提升产品品质和产能，为公司增加新的利润增长点，年产 270 万套高性能耳机系列产品项目将促进公司综合竞争力的提升。

公司于 2006 年开始生产汽车音响产品，目前尚处于小批量生产阶段，收入较小。公司将充分利用在多媒体音箱方面已经积累的经验和竞争优势，逐步加大汽车音响领域的投入，积极拓展继耳机生产后的另一个新的利润增长点。

公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式。在国内拥有 47 家区域独家总经销商，目前公司的产品在中国境内已经全面覆盖全国一级、二级市场，正逐步扩大对三、四级市场的渗透；在国际上，公司在六大洲建立了销售渠道，拥有 50 家境外区域独家总经销商，初步形成了国际销售网络，目

前多款产品已通过苹果认证，这将对公司未来出口产生正面影响，出口业务有望实现快速增长的机会。

3、盈利预测与估值分析

我们预期公司发行后 2010–2012 年销售收入分别为 9.21 亿、12.46 亿、16.58 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.60 亿元、2.15 亿、2.85 亿元；对应 EPS 分别为 1.09 元、1.46 元、1.94 元。

我们选取与公司业务模式与特点类似的 6 家公司进行对比，目前行业可比公司 2010 年平均 PE 为 43 倍；同时我们选取近期上市的 20 家中小板公司进行对比，2010 年平均 PE 为 43 倍。给予公司 2010 年 40 倍 PE，对应目标价为 43.6 元，首次给予公司“增持”评级。

表 5：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002241.SZ	歌尔声学	108	57	41
002045.SZ	广州国光	44	29	23
002289.SZ	宇顺电子	58	34	26
002188.SZ	新嘉联	79		
300007.SZ	汉威电子	66	48	38
002214.SZ	大立科技	65	46	31
平均		70	43	31

资料来源：Wind

表 6：近期在中小板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002392.SZ	北京利尔	50	37	26
002393.SZ	力生制药	55	46	38
002394.SZ	联发股份	27	24	20
002395.SZ	双象股份	50	39	25
002397.SZ	梦洁家纺	34	32	25
002398.SZ	建研集团	42	35	24
002399.SZ	海普瑞	69	43	31
002400.SZ	省广股份	59	43	33
002401.SZ	交技发展	80	66	53
002402.SZ	和而泰	67	46	34
002403.SZ	爱仕达	48	33	23
002404.SZ	嘉欣丝绸	40	33	23
002405.SZ	四维图新	105	78	56
002406.SZ	远东传动	38	32	25
002407.SZ	多氟多	66	45	35
002408.SZ	齐翔腾达	41	30	25
002409.SZ	雅克科技	51	45	32
002410.SZ	广联达	54	42	34
002411.SZ	九九久	84	58	45
002412.SZ	汉森制药	65	49	38
平均		56	43	32

资料来源：Wind

4、风险提示

市场竞争和技术升级的风险

国内多媒体音箱市场竞争激烈，行业进入门槛不高，公司面临的竞争对手多元化，包括数量众多的中小规模厂商甚至小作坊，部分专业音响、家电厂商的介入，以及国外具有品牌、产品链、自主研发优势的公司。面临形势严峻的市场竞争，技术创新和自主研发对公司发展极为重要，公司对核心技术和核心人才的依赖性较强，这些因素对公司未来发展均有影响。

出口变动因素带来的经营风险

公司出口产品均用美元计价，自 2005 年我国汇率改革以来，人民币对美元持续升值，造成公司近年来汇兑损失逐年增加。与此同时，出口退税的不断变更，产品贸易壁垒的不断升级，对公司未来持续经营增加了风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
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
流动资产	218	1519	1715	2007	营业收入	680	921	1246	1658
现金	106	1361	1506	1726	营业成本	462	634	864	1157
应收账款	21	27	35	48	营业税金及附加	3	3	4	6
其它应收款	7	22	23	31	营业费用	32	40	56	74
预付账款	2	9	12	14	管理费用	46	55	69	83
存货	82	99	140	188	财务费用	2	-7	-8	-9
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	258	321	378	418	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	244	297	335	营业利润	135	196	261	346
无形资产	48	63	78	90	营业外收入	0	0	0	0
其他	32	12	1	-8	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	477	1839	2093	2426	利润总额	134	195	260	344
流动负债	144	163	202	251	所得税	25	35	45	60
短期借款	40	42	45	45	净利润	109	160	214	284
应付账款	78	95	132	179	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
其他	26	25	25	28	归属于母公司净利润	109	160	215	285
非流动负债	0	6	6	7	EBITDA	146	208	279	370
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.09	1.46	1.94
其他	-0	6	6	6					
负债合计	144	169	209	258	主要财务比率				
少数股东权益	0	-1	-2	-3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	110	147	147	147	成长能力				
资本公积	27	1168	1168	1168	营业收入	0.2%	35.5%	35.2%	33.0%
留存收益	196	356	571	856	营业利润	59.0%	45.1%	33.1%	32.4%
归属母公司股东权益合计	333	1671	1886	2171	归属于母公司净利润	55.7%	46.9%	34.3%	32.6%
负债和股东权益	477	1839	2093	2426	获利能力				
					毛利率	32.1%	31.2%	30.7%	30.2%
现金流量表					净利率	16.0%	17.4%	17.3%	17.2%
单位: 百万元					ROE	32.7%	9.6%	11.4%	13.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	51.7%	52.0%	58.2%	67.7%
经营活动现金流	115	144	217	285	偿债能力				
净利润	109	160	214	284	资产负债率	30.2%	9.2%	10.0%	10.6%
折旧摊销	9	19	26	32	净负债比率				
财务费用	2	-7	-8	-9	流动比率	1.52	9.34	8.48	7.99
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	0.95	8.73	7.79	7.24
营运资金变动	-5	-35	-15	-24	营运能力				
其它	1	7	0	1	总资产周转率	1.59	0.80	0.63	0.73
投资活动现金流	-54	-82	-83	-73	应收账款周转率	39	37	39	38
资本支出	54	69	68	60	应付账款周转率	6.44	7.32	7.62	7.46
长期投资	0	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-14	-16	-13	每股收益	0.74	1.09	1.46	1.94
筹资活动现金流	-24	1193	11	8	每股经营现金流	0.78	0.98	1.48	1.94
短期借款	-21	2	3	-0	每股净资产	2.26	11.37	12.83	14.77
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	37	0	0	P/E	46.95	31.96	23.79	17.95
资本公积增加	0	1141	0	0	P/B	15.38	3.06	2.71	2.36
其他	-3	13	8	9	EV/EBITDA	35	24	18	14
现金净增加额	38	1254	145	220					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn