

2010年11月15日

家电行业

漫步者 (002351)

评级: 增持

消费品研究组

联系人: 消费品研究组

电话: 010-88086830-723

邮箱: yutj@rxzq.com.cn

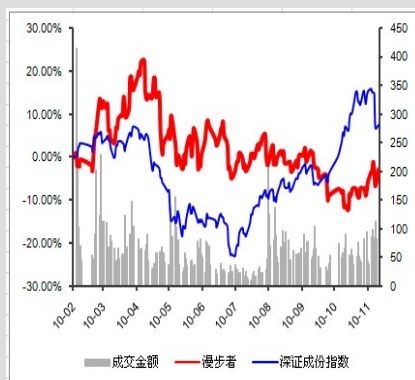
6-12个月目标价: 35.58-40.88

最新股价: 32.28

基本资料

总股本(百万)	147.00
流通股A股(百万)	37.00
总市值(亿)	11.95
每股净资产(元)	10.23
资产负债率%	6.13

漫步者股价与上证综指对比:



相关研究:

音箱空间犹存, 耳机尚需观察

【公司近况】

- 近期我们调研了漫步者, 就前三季度经营情况, 行业空间、渠道改革和未来市场研判问题与公司管理层进行了沟通。

【日信观点】

- **多媒体音箱3, 4级市场空间犹存。**据统计, 全球多媒体音箱市场保持年均9.5%左右的增长, 而中国多媒体音箱市场年增长率超过12%。我国音箱行业经过十多年的发展, 目前已经步入成熟, 并已成为音箱大国, 占全球的产量80%以上。漫步者占据了41%的国内市场份额。我们认为, 音箱行业的发展现状和前景类似于空调行业, 国内已经形成了以漫步者为首的竞争格局, 1、2级市场空间已经趋于饱满 (PC电脑保有量65台/百户, 80%以上的音箱均为PC电脑配套购买), 而3、4级市场空间巨大 (PC电脑保有量6台/百户)。未来若有政策性因素触发3、4级市场的需求, 音箱行业有望出现爆发式的增长。
- **产品研发、设计和质量均一流, 远超国内同行。**公司拥有两个自主品牌: 漫步者 (Edifier) 和声迈 (Xemal), 已经形成了一个包含产品设计、电路设计、扬声器设计等稳定的核心研发团队, 拥有十余年的音箱研发生产经验; 同时公司聘请了两位英国音箱界的大牛担任技术顾问和设计顾问, 以及国内知名工业设计专家谢晓光担任首席ID设计师, 其产品近年来屡获国际设计大奖 (德国iF设计大奖、红点设计大奖等); 再者, 漫步者对质量要求精益求精, 稳定性和耐用性明显好于竞争对手, 返修率只有行业平均水平的十分之一, 因此漫步者也很有底气的延长了其产品的保修期, 成为其产品卖点之一。
- **渠道经营稳健, 未来或有改善。**公司渠道分为两种, 一种是专营店, 经销商独资, 作为各类产品展示和提升品牌形象专用; 一类是先将产品批发给各级经销商, 再由经销商销售给零售终端, 最终大约90%的产品是通过IT数码城销售。考虑到目前大方向上, IT电脑城已经开始收缩, 并且根据苏宁对外公布的3年计划, 将来PC在内的3C产品会成为未来发展的支柱产品, 并且拟定了3年后3C产品销售规模350亿的目标, 因此传统的IT电脑城市场份额被苏宁3C店侵蚀是大概率事件。因此我们认为未来公司可能将面临渠道的发展变革, 包括: 1. 渠道扁平化, 减少流通环节经销商数量, 从而增加净利润率提升空间; 2. 扩大自建渠道和专营店数量, 提升产品影响力和盈利空间。我们认为尽

管自建渠道涉及较大的资本开支和人力费用，风险较大，但这是非常必要的。一些成功企业，诸如九阳、苏泊尔，均有自建的专营店，且专营店起到了既是主力销售门店，也是形象展示店的作用；同时大量的专营店也提升了公司与经销商谈判的筹码，是提升净利润率的关键。

- **耳机和苹果配套音箱或成为亮点。**2009年国内耳机销量约4.7亿只。目前高端耳机被外资品牌占据，多为欧、美、日，竞争激烈，低端耳机大多由国内的小企业生产，竞争无序，缺乏品牌效应。公司定位中端，40~100元左右，我们认为公司会借助原有音箱渠道进行自主品牌销售。但现在受限于产能，要到2011年2季度左右耳机产能瓶颈才能克服；公司还有一部分音箱为苹果配套，进入了美国的Apple店销售，但现阶段收入占比很小。这两块业务整体而言需要观察，如果耳机达产后销售顺利，苹果店配套音箱在国内大规模铺开，这些都将成为公司的新增长点。

【估值及投资建议】

- 我们预计2010年-2012年公司EPS为0.78元，0.97元和1.22元，对应市盈率为41.38倍，33.28倍和26.46倍。我们认为音箱行业3、4级市场空间犹存，耳机行业公司则具备成为行业佼佼者的潜力，但尚需观察，给予“增持”评级，一直作跟踪评估。

■ 漫步者盈利预测表

单位：万元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业收入	680.22	752.19	887.58	1079.12
增长率(%)	0.19%	10.58%	18.00%	21.58%
归属母公司股东净利润	109.01	114.64	143.12	179.69
增长率(%)	55.65%	5.16%	24.84%	25.56%
每股收益(EPS)	0.742	0.780	0.974	1.222
销售毛利率	32.13%	31.50%	32.50%	33.00%
销售净利率	15.95%	15.17%	16.05%	16.58%
净资产收益率(ROE)	32.75%	25.62%	24.23%	23.33%

资料来源：日信证券研究部

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

