

奋达科技 (002681.SZ)

其它元器件行业

评级: 买入 首次评级

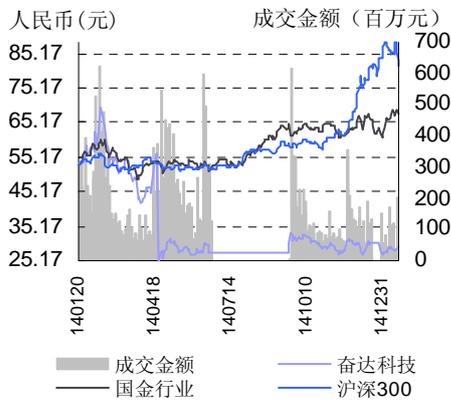
公司研究

市价(人民币): 29.28元  
目标(人民币): 36.00-38.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	75.00
总市值(百万元)	8,784.00
年内股价最高最低(元)	69.38/25.17
沪深300指数	3355.16
中小板综指	7950.70



## 苹果指针将动, 中国龙头待腾飞

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.505	0.871	0.489	0.573	0.796
每股净资产(元)	5.95	6.62	4.17	4.61	5.28
每股经营性现金流(元)	0.71	1.18	1.18	0.78	1.20
市盈率(倍)	20.19	56.16	56.09	50.56	36.39
行业优化市盈率(倍)	55.07	52.06	60.21	65.34	65.34
净利润增长率(%)	-19.83%	72.64%	12.18%	17.22%	38.91%
净资产收益率(%)	8.49%	13.16%	11.73%	12.42%	15.08%
总股本(百万股)	150.00	150.00	300.00	300.00	300.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **Apple Watch 即将发布开启全新时代:** 我们看好 Apple Watch 发布带动一个全新的时代, 是移动互联网发展必然趋势; 苹果产品发布将对行业发展起到启明星式作用。乐观估计果粉贡献巨大, 后续医疗、健康等方面的应用都将吸引用户体验使用。
- **中国品牌有望快速参与市场开拓, 公司产业链地位凸显:** 苹果开创全新市场, 其它品牌共享经营的局面仍将延续, 从 PC 和智能手机的经验看来, 国产品牌终端产品进入世界领先梯队的难度越来越小, 时间也越来越短; 奋达科技切入穿戴式设备较早, 多项硬件技术布局以及医疗体系布局十分关键, 现已经是华为、联想等国产品牌, 并积极拓展更多的客户, 预计随着技术的成熟, 医疗级别产品也将面世。公司有望成为穿戴式设备时代本土隐形的行业龙头。
- **收购欧朋达, 业绩快速增长, 协同效应显著:** 公司计划收购欧朋达, 获得金属精密加工的能力, 欧朋达技术水平较强, 现已是索尼、Vivo 等金属机壳供应商, 未来国产品牌高端化进程加快, 充分受益金属机壳渗透率的提升; 而穿戴式设备时尚属性以及防水级别提升对于机壳加工精度与复杂度多有很高的要求, 欧朋达能够有效满足设计需求的提升。

## 估值与投资建议

- 不考虑收购欧朋达, 预计 14-16 年净利润 1.47 亿元、1.72 亿元、2.39 亿元, 保持 12.18%、17.22%、38.91% 的增长, 对应 EPS 分别为 0.489 元、0.573 元、0.796 元。
- 考虑收购欧朋达, 预计 14-16 年净利润分别为 1.47 亿元、3.13 亿元、4.22 亿元 (15 年全部并表), 保持 12.18%、113.55%、34.95% 增长, 对应 EPS 0.489 元、0.892 元、1.204 元。
- 目前股价接近欧朋达增发价格, 向下风险较低, 目前股价对应 24x16PE, 考虑到未来穿戴式设备时代重要的产业链地位, 给予公司买入评级, 目标价 36-38 元。

## 风险

- 穿戴式业务拓展低于预期。

马鹏清 分析师 SAC 执业编号: S1130514080002  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 不同于市场的观点

- **市场对 Apple Watch 价值存在争议。**从移动互联网发展的角度,穿戴式设备挖掘无需人主观参与的数据是一个必然的趋势,变现的角度决定医疗等增值服务是发展的方向。Apple Watch 将启动一个多属性的市场,我们预计目标客人在 3 亿人以上。而 Apple Watch 更重要的意义在于确定穿戴式发展的方向,提升行业基准的硬件水平
- **市场对于国产品牌的机会存在争议:**我们认为从 PC 到智能手机,国产品牌最终都能够形成较强的市场影响力,因为中国有巨大的市场;发挥优势的时机越来越提前,参与度越来越高,则是国产品牌竞争力提升体现。因此在穿戴式设备时代,中国品牌将会更早参与到硬件盛宴的市场中来。
- **市场对于公司创新能力存在争议:**我们认为公司切入穿戴式设备时代较早,对业务拓展的模式有充足的思考,对各项技术难点也有极佳的储备。公司参股艾普柯、光聚通讯、天津奥图等创新公司,分别强化传感器、解决方案与娱乐方案三个角度,与中科院苏州医工所合作,强化专利与医疗产业方面的布局,思路明确,重点补强,体现了管理团队良好的战略素养。
- **市场对于公司代工角色存在争议:**我们认为公司没有建立自己的品牌符合现阶段市场经营的情境。第一,作为一个代工基因的公司贸然推出自有品牌的风险很大,稍有不慎满盘皆输;第二,穿戴式设备目前尚处于导入期,推出自有品牌并不一定有利于市场开拓,而智能手机中新生的几个品牌都是在市场加速增长的阶段建立的,不足可取;第三,新时代产品将被重新定义,真正有意义的产品是大数据,能不能获得数据使用权甚至是所有权才是企业发展真正考量的问题,公司虽然给其他公司代工,但后台数据的运维、使用,甚至是 App 底层的搭建都由公司完成,这比使用自有品牌效果更优。

## 内容目录

Apple Watch 在外,公司是国内大陆隐形冠军 .....	4
Apple Watch 发布在即,穿戴式设备正式启动 .....	4
中国品牌快速崛起,苹果之外机会大 .....	5
公司介入早,硬件布局充分,穿戴式时代准备充分发力 .....	8
收购欧朋达,迎来快速增长,协同效应佳 .....	9
客户结构佳,与公司协同效应好 .....	9
国产手机高端化带来金属外观件行业快速增长 .....	10
传统业务稳定,WiFi 音响入口价值提升 .....	11
WiFi 音响入口价值提升 .....	11
美发小家电稳步增长 .....	12
估值与投资建议:国产穿戴式时代首选标的 .....	12
附录:三张报表预测摘要 .....	14

## 图表目录

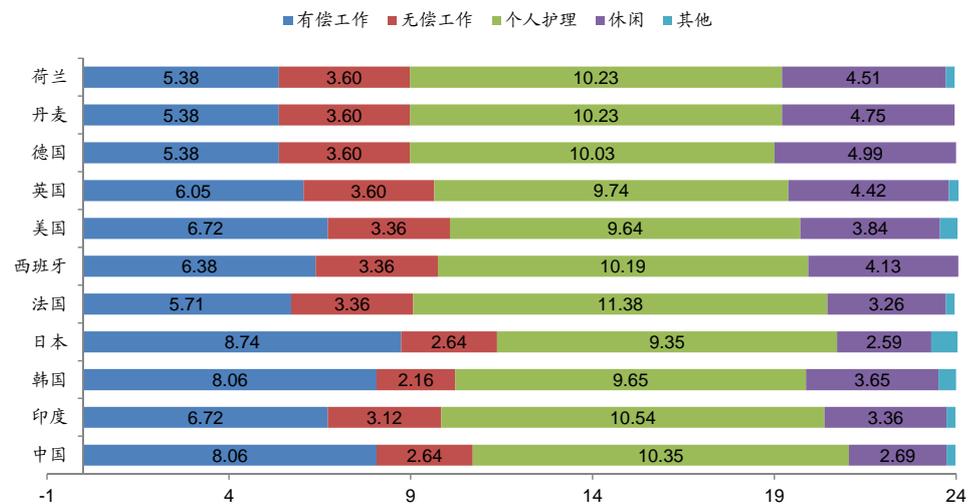
图表 1: 时间智能化管理进入“潜意识”与大段时间管理管理 .....	4
图表 2: Apple Watch 不同版本应用 .....	5
图表 3: Apple Watch 不同属性 市场份额 .....	5
图表 4: 联想 05 年完成 IBM 收购才进入前五 .....	6
图表 5: 中华酷联在全球份额中占比较高 .....	6
图表 6: 市场上部分穿戴式产品价格情况 .....	7
图表 7: 公司供应华为畅玩手环 .....	7
图表 8: 联想 VB10 智能手环 .....	7
图表 9: 公司穿戴式产品主要布局情况 .....	8
图表 10: 欧朋达主要客户 .....	9
图表 11: 前五大客户构成情况 .....	9
图表 12: Galaxy Gear2 金属机壳复杂度较高 .....	10
图表 13: 预计 Apple Watch 金属机壳加工工艺难度更大 .....	10
图表 14: 国产金属机壳手机出货量有望快速提升 .....	10
图表 15: 与长盈精密财务数据对比情况 .....	11
图表 16: 音箱业务主收入增长情况 .....	12
图表 17: 音箱智能家居入口可能具备的功能 .....	12
图表 18: 美发小家电客户 .....	12
图表 19: 美发业务收入变化 .....	12
图表 20: 业务预测情况 .....	13

## Apple Watch 在外，公司是国内大陆隐形冠军

### Apple Watch 发布在即，穿戴式设备正式启动

- **穿戴式设备发展是移动互联网进阶的必然。**互联网的发展，归根结底是对人时间智能化管理的不断进阶。PC 完成了对工作时间的智能化管理，并渗透入娱乐休闲；智能手机则实现了碎片化时间的智能化管理，并渗透入大段休闲娱乐时间。从剩余时间角度来看，只剩室内大段娱乐休闲、个人护理（包括睡眠）等，另外一个方向即使不需要人主观意识参与的时间，前者由智能家居拓展，后者则由穿戴式设备来完成。
- 从变现的角度来看，使用者的时间是最基本的变现基础，特别是广告等依赖时间与点击率的变现方式；由于使用者整体精力有限，增值服务等变现方式将成为未来重点开拓的盈利方式。

图表1：时间智能化管理进入“潜意识”与大段时间管理



来源：国金证券研究所

- **Apple Watch 多属性，开启全新市场：**我们依然坚信，全新的硬件依然从高端产品切入市场，带来足够的利润保证后续产品持续升级。从产品理念、硬件技术与资源调配能力、市场定位等角度来看，Apple Watch 都将开启全新的市场。
  - **计时：**作为基础功能，按照市场传言 349 美元的定价，依然可以吸引较多中端手表消费者。
  - **时尚：**这将是 apple Watch 重点开拓的市场，TagHeuer、Burberry 高管以及奢侈品销售店员的招募，都彰显了苹果公司对此市场的关注。回顾历史，苹果 iPod 以及收购 Beats 等产品毫无争议都是非常成功的时尚类产品。而手表类产品本身就有多个奢侈品品牌，Edition 版 18k 黄金材质表身，以及多种风格的表带，预计将再一次成为时尚界的宠儿。
  - **运动、健康：**作为最早的应用之一，运动是必然大力拓展的领域，Watch 类产品的构想，最早是乔布斯时代与 Nike+ 合作展开的，而 Nike 相关部门的负责人现也转投苹果旗下，Nike+ 以及后续的 Fuel Band 也算是现有穿戴式产品中广受好评的一个。现代社会，对于运动、健康的关注度的提升，将显著提升相关市场需求。
  - **医疗：**我们前面提到增值服务将在移动互联网未来发展中占比越来越高，从穿戴式设备可以获取数据来看，增值服务最切实际的方向就是来自医疗。Apple Watch 有望成为首款通过 FDA 认证的穿戴类产品，

对于人体体征的测量将在慢性病检测、保险等领域内得到广泛的应用。

- **极客与果粉：**作为全球产品转化实力最强的科技公司，苹果的新品受到极客追捧的概率极高，或远超过 Google Glass 带来的旋风；而另外一批则是狂热的果粉，保证产品销售额的快速提升。

图表2: Apple Watch 不同版本应用



来源：国金证券研究所，苹果官网

- 根据我们假设来推算可能需要穿戴式设备的人，从运动、医疗、手表以及果粉需求来看，预计成熟期年出货量预计将会带来超过 3 亿人口，后续市场需求情况有待进一步观察。

图表3: Apple Watch 不同属性 市场份额

运动		医疗		其他手表需求		果粉需求	
全球人口：亿	70	全球人口：亿	70	全球人口：亿	70	苹果存量：亿	3.5
运动人口比例	30%	慢性病比例	16%	其他比例	59.3%	比例	35.0%
渗透率	15%	渗透率	25%	表需求比例	10%		
对应出货量	3.15	对应出货量	2.75	渗透率	30%		
替换周期	2	替换周期	5	替换周期	5	替换周期	1.5
年均：亿人	1.58	年均：亿人	0.55	年均：亿人	0.25	年均：亿人	0.82

来源：国金证券研究所

注：运动人口比例假设：1) 中国足球人口比例 2000 多万，占比 2% 左右，奥林匹克 28 个大项，加冬季冰雪项目 2 项合计 30 个项目，均值 1% 估计 30% 比例

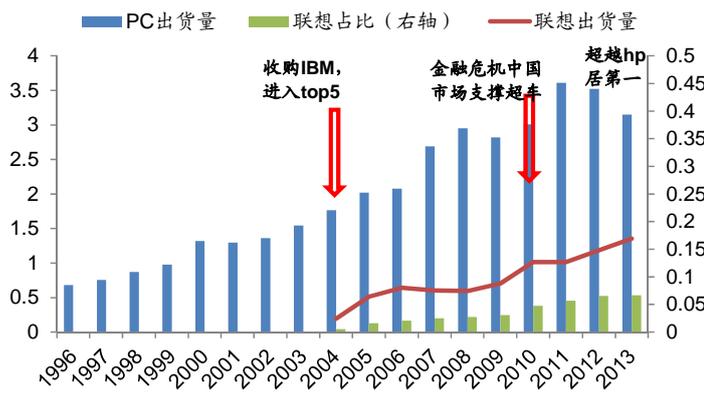
慢性病比例：根据世界卫生组织 2008 年相关研究得出城市患病人数；。

### 中国品牌快速崛起，苹果之外机会大

- 苹果开创市场，其他产品共享市场发展的局面预计还将持续。不过我们对比 PC 与智能手机的发展，不难发现，国产品牌终端产品进入世界领先梯队的难度越来越小，时间也越来越短。也就意味着 **国产品牌在新产品中的市场空间与参与度都将快速提升**。
- 我们认为主要与两方面的原因有关，其一国人购买力提升，国内市场越发成熟；其二国内科技基础水平得到了长足的进度，产品开发能力得到了大幅提升。

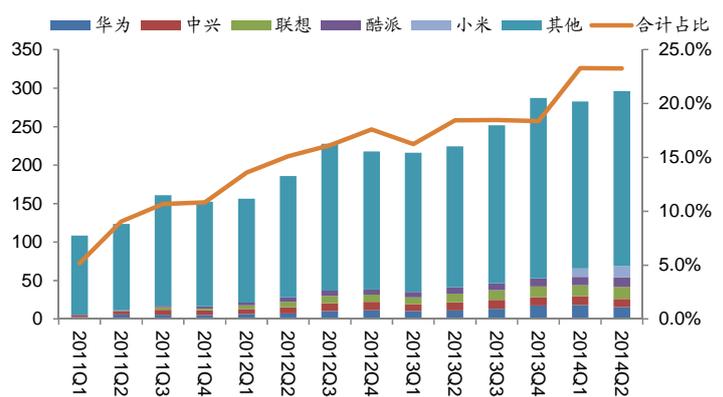
- **联想是 PC 这一周期中，中国最具代表性的品牌，最终超越 HP 成为全球出货量最高的 PC 厂商。其真正在全球形成一定的影响力，已经在 PC 发展末期，并未充分享受市场带来的红利。**回顾其历史发展，05 年完成对 IBM 的收购最终才进入全球前五，此时距离 85 年微软第一代视窗系统已经超过 20 年时间，与经典 win2000，winXP（01 年）系统发布也有 4-5 年时间。收购完成也只是开始，直到 09 年之后，凭借金融危机大陆经济强势带来份额的快速提升，而此时 PC 已经经历上网本的失败，智能电子终端产品周期过渡到移动智能设备时代。至于 2013 年联想坐稳全球第一出货量的位置，移动智能设备出货高峰都已到来。
- **中国品牌在移动智能设备时代市场影响力的形成要快得多，而且也早的多；**中华酷联四大品牌在 2011 年 Q1 合计约有 5% 的份额，而到 2014 年 Q2 包括小米在内合计超过 23% 的全球市场占比。国产品牌享受市场红利的进程越来越快，而市场份额快速提升的阶段，也是全球智能手机最繁荣的时期。期间当然也有国际化的结果，但主要还是中国市场带来出货量的增长。
- 预计在穿戴式设备时代以及同期的智能家居产品中，国有品牌有望更早获得更多的市场份额，甚至是利润空间。国内市场愈发成熟，世界影响力进一步提升；而国产品牌硬件设计实力与产品理念也得到了长足的进步。以华为为例，Mate 7 已经成为公认的性能优良的手机，高配版售价也切入到 4 千元以上的高端机型中来。

图表4: 联想 05 年完成 IBM 收购才进入前五



来源: 国金证券研究所, IDC

图表5: 中华酷联在全球份额中占比较高



- 当然另外一个变化，就是中国市场的去山寨化，或者说是中国山寨的品牌化。从代工的角度来看，中国品牌大多脱胎于山寨厂商；而且从不少人看来，现有许多品牌依然是山寨企业在生产。而现在与以往不同的是中国基础工业得到了大幅提升，电子产业基础工艺水平也早已今非昔比，无论是产品质量，还是工业设计都具有相当的水平。特别是工业设计，已经有多款产品邀请全球知名设计团队进行外观设计，这也是专业化、品牌化必然的趋势。

图表6: 市场上部分穿戴式产品价格情况

小米	79	inWatch pi	399
Bong	99	酷派 cwatch	599
TCL	199	索尼 SmartWatch	798
华为 AF500	399	三星 Gear Fit R350	899
咕咚 HB	399	pebble 智能手表	920
Jawbone UP MOVE	418	三星 Gear 2 Neo R381	1258
咕咚2	499	华硕 ZenWatch	1600
中兴 Grand Band	499	LG G Watch R	2029
索尼 SmartBand	528	三星 Gear S	2400
联想 Smartband	569	MOTO 360	2799
Misfit Shine	678		
华为 Talk Band	849		
三星 Gear Fit R350	898		
Fitbit Flex	898		
Fitbit Charge	998		
Jawbone UP24	1198		
Microsoft Band	1216		
Jawbone UP3	1498		

来源: 国金证券研究所, 中关村

注: 颜色加深部分为境外品牌

- 公司是国内最早进行穿戴式设备布局的公司, 2013 年发布首款穿戴式产品, 并积极寻找发展的模式, 最早向美国高尔夫球俱乐部等定制相关产品提供增值服务。随着技术的成熟以及与下游厂商合作进一步加深, 公司获得了越来越多的客户, 特别是国内外知名品牌客户的合作机会。
  - 公司客户中, 包括华为、联想等知名品牌, 预计后续合作伙伴还将持续增加。
  - 公司为华为提供畅玩系列产品, 为联想提供 VB10 智能手环, 该产品配置电子墨水屏幕, 待机时间在 7 天左右, 预计 4 月正式发售, 在本届 CES 展上, 获得了多项奖项;

图表7: 公司供应华为畅玩手环



来源: 国金证券研究所, 公开资料

图表8: 联想 VB10 智能手环



公司介入早，硬件布局充分，穿戴式时代准备充分发力

- **穿戴式目前发展依然是技术引导：**作为下一个时代的设备，穿戴式设备目前依然还是处于技术引导的阶段，基准水平提升才能够带来后续生态的丰富，特别是拓展移动医疗领域，建立全新增值服务体系。
  - 苹果公司在硬件实力，以及产品设计理念方面的领先地位，决定了其在新产品周期前半段能够持续保持领先，但公司高端、时尚的定位会使得更多的市场让位给其他品牌。苹果开创市场，其他品牌占领市场的局面在穿戴式设备时代还将持续。
- 我们看好公司在穿戴式设备时代的布局，有两个方面的原因，其一是公司切入穿戴式设备时间较早，对市场需求更加明确，模式更加合适；其二是**公司对核心技术环节的布局较早**，公司分别参股艾普柯微、光聚通讯、天津奥图，布局控制芯片、传感器、虚拟现实等技术，与苏州医工所展开合作，医疗应用更加明确。
  - **艾普柯微强化公司传感器应用层面的技术实力：**该公司主要从事光学传感器方面的研究，初步市场化的产品主要是距离和环境光传感器，在部分国产手机中已经有应用，另外还有基于光学原理的心率检测传感器正式商用。目前穿戴式设备主要通过光学传感识别、生物电等方式进行，由于后者需要使用者身体构成回路，较难获取持续数据，因此光学的模式在后续发展中更加显著。
  - **光聚通讯强化公司医疗相关产品解决方案的能力：**该公司主要研究 MEMS 以及 FPGA 等控制芯片，基于此开发一些终端产品应用，包括可用于老人监护的可穿戴产品等；另外医疗终端方面，形成了个人、家庭、社区三层的医疗产品，初步形成了未来社区医疗系统，为移动医疗的发展提供全方位的支持。
  - **天津奥图拓展虚拟现实方面市场：**该公司主要从事虚拟现实方面的研究，目前主要有智能眼睛类产品推出，第一代 Coolglass One 已经在 2015 年 CES 上面世。表面上参股奥图获得了眼镜类产品的能力，实际上虚拟现实未来应用情景要广阔的多，在机器人、无人机、汽车、安防等领域内都有广阔的应用。公司软件解决问题的能力进一步提升。
  - **苏州医工所合作，提升医用领域专利储备，开拓医疗应用是现阶段关键：**增资艾普柯微、光聚通讯是从硬件解决方案层面增强自身实力，天津奥图则从软件层面进行布局；而与苏州医工所的合作是从根本上确定了公司与现有绝大多数穿戴式设备提供商的差别，进军医疗应用领域。通过对医工所合作，大幅提升公司在医疗应用领域内的专利储备，缩短公司产品研发周期。

图表9：公司穿戴式产品主要布局情况

公司	艾普柯	光聚通讯	天津奥图	苏州医工所
关系	持股17.50%	持股10%	持股20%	合作
研究方向	传感器	芯片	虚拟现实	医用光学、影像、半导体等
现有产品	距离与环境光传感器	移动医疗终端、穿戴式终端	Coolglass	
未来产品	医疗传感器	穿戴式医疗产品	虚拟现实视频方面应用	
说明	光学检测为主	现可检测：血氧浓度、脉搏、体温，光电为主，电磁为辅	Coolglass one 亮相2015CES	产业化合作

来源：国金证券研究所，公司公告

## 收购欧朋达，迎来快速增长，协同效应佳

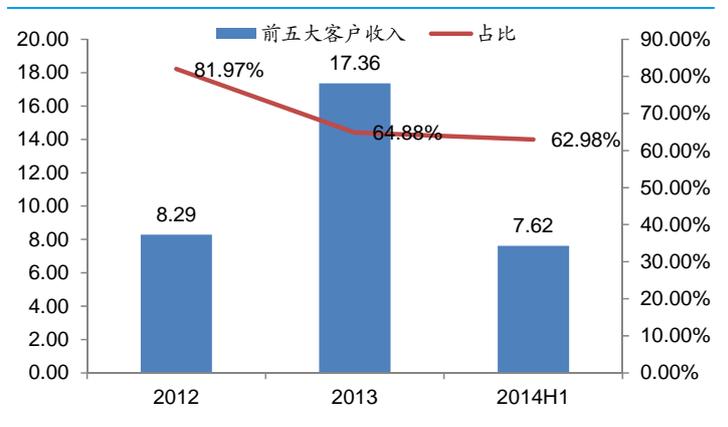
### 客户结构佳，与公司协同效应好

- 欧朋达主要从事高端移动消费电子产品金属及新型材料外观件开发级供应商。凭借 Design-In 的模式切入客户新品设计与研发阶段，增强与客户之间的关联度。公司目前客户比较优质，包括索尼、摩托罗拉、步步高等国内外知名品牌。
- 欧朋达前五大客户占比较高，根据公布数据来看前五大客户占比在 60% 以上；公司业务相对集中，拓展更多客户，是公司未来业绩增长的主要看点之一。
- 欧朋达相关业务比较多样，包括索尼多款手机的金属边框，机壳，也包括凯夫拉等新材料机壳，还有 MOTO X 系列木制背壳材料。
- 欧朋达相关业务定位高端，特别是步步高方面中框与机壳的加工工艺难度较高，单品价值也维持较好水平。

图表10：欧朋达主要客户

手机	索尼	Xperia Z3	金属边框和镜头圈
	索尼	Xperia Z2	金属边框
	索尼	Xperia Z	镜头圈和按键
	索尼	Xperia P	Unibody 机壳
	HTC		
	Nokia		
	三星		
	摩托罗拉	刀锋系列	凯芙拉材料机壳
	摩托罗拉	MOTO X	木质材料机壳
	步步高	Vivo X5	机壳
穿戴式	索尼	Smart Band	表扣和表壳
	耐克	Fuel Band	表扣和表壳
	小米	小米手环	装饰件和腕带扣

图表11：前五大客户构成情况



来源：国金证券研究所，公司公告

- 对公司而言，有望与欧朋达形成良好的协同效应。奋达科技原有音箱与美发电器对于精密加工要求并不高，未来重点发展穿戴式设备对于精密加工要求则是大幅提升，时尚属性以及防水级别提升对于机壳加工精度与复杂度多有很高的要求。
- 尽管 Apple Watch 尚未发布，但从已经公布的三星 Galaxy Gear 2 来看，金属部分复杂程度较高，加工工艺难度较大。根据长盈精密年报显示，Galaxy Gear 一代产品，机壳加工收入在百元以上，并不比一般金属外观件便宜。

图表12: Galaxy Gear2 金属机壳复杂度较高



来源: 国金证券研究所, 公开资料

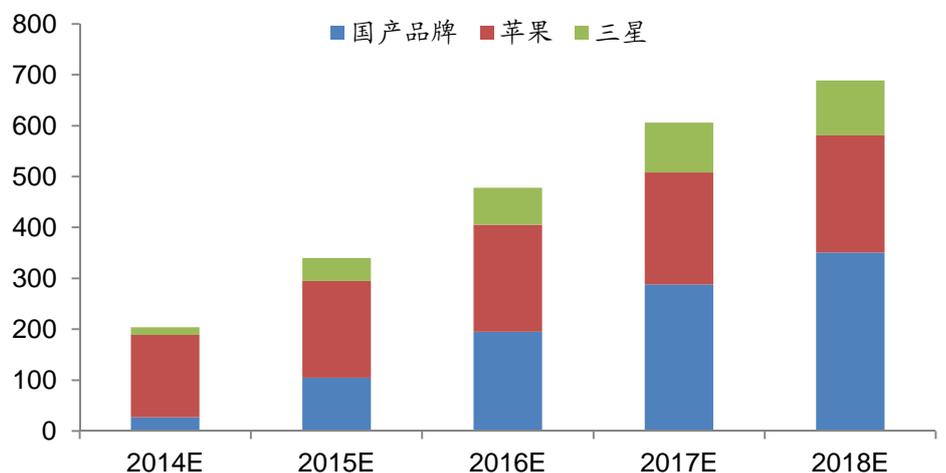
图表13: 预计 Apple Watch 金属机壳加工工艺难度更大



### 国产手机高端化带来金属外观件行业快速增长

- 随着国产手机品牌影响力的提升, 高端化将是大势所趋, 前有 Vivo 与 OPPO 的尝试, 现有 Mate 7 的广受好评, 国产手机高端化具备得到市场的认可。米 4 引入不锈钢金属机壳, 小米后续旗舰机保证金属机壳配置是大概率事件。将带动其他品牌包括 TCL、中兴等也开启金属化进程。
- 根据假设, 预计国产品牌 14-18 年年增长速度在 90%左右; 带动行业规模快速提升。
- 另外, 随着穿戴式产品发展, 需要精密加工的金属机壳类产品也将成为主流, 从单品价值上与手机金属机壳相比略低, 但未来依然有较为广阔的市场空间。

图表14: 国产金属机壳手机出货量有望快速提升



来源: 国金证券研究所

- 欧朋达在 ROE 水平上大幅领先长盈精密, 与欧朋达自身业务提点决定。该公司重资产环节主要采用外协的方式, 因此公司负担较轻。从收入的角度来看, 欧朋达是长盈精密的 22%, 净利润为长盈的 37%。
- 从产业链调研的情况来看, 预计欧朋达年超预期业绩承诺的概率较大, 考虑目前依然, 维持业绩承诺 1.3 亿的利润盈利预测。

图表15: 与长盈精密财务数据对比情况

		2012	2013	2014H1	2014E
收入	欧朋达	101.2	267.6	121.0	504.4
	长盈精密	1221.9	1725.7	918.7	2270.0
毛利率	欧朋达	28.74%	27.50%	31.61%	
	长盈精密	32.2%	32.2%	34.1%	
ROE	欧朋达	20.76%	51.61%	25.09%	
	长盈精密	13.4%	14.0%	7.1%	
净利率	欧朋达	7.95%	11.28%	13.82%	
	长盈精密	15.7%	13.2%	13.8%	
净利润	欧朋达	8.0	30.2	16.7	110.0
	长盈精密	187.5	221.7	124.3	291.0

来源: 国金证券研究所, 公司公告, Wind

## 传统业务稳定, WiFi 音响入口价值提升

### WiFi 音响入口价值提升

- 公司原有主要产品之一——音箱, 从产品发展的规律来看, 属于 PC 时代较为流行的产品, 随着移动智能设备的发展, 外置音箱增速明显的限制, 天花板相对比较明显。
- 近年来兴起了蓝牙音箱与 WiFi 音箱, 从本质上来讲蓝牙音箱实现的手机与音箱之间无线连接的问题, 简化了使用者的习惯, 并将流媒体内容导入到高品质需求中来。
- 真正实现设备独立链接的依然还是 WiFi 音箱, 音箱可以脱离手机独立存在, 手机主要起到遥控器作用。
  - WiFi 音箱可以独立接入网络的模式, 可以实现超远程遥控, 以及多设备同时控制等。
- 而与 WiFi 音箱相对的, 是互联网企业的流媒体播放。目前受到版权等方面限制, 流媒体音乐缺少变现方式。2015 年开始主要的互联网音乐企业将会加快音乐版权的布局, 并积极寻找新的流媒体变现模式。
- 而与此同时智能家居市场兴起是大概率事件。入口布局成为争夺的重点, 从入口的选择标准来看, 硬件入口需要一定的流量基础, 另外具备一定的存量市场可以或是市场的认可。基于此判断, WiFi 音箱或将成为重要的入口产品, 价值有望得到体现。
  - 从产品销售的情况来看, Sound Bar、蓝牙、WiFi 音箱是增长的主要来源, 但整体出货量增长维持稳定增长的态势。
- 公司音箱业务 14 年业务下滑, 受到 Altec Lansing 之间的诉讼影响, 目前相关诉讼已经基本完成, 影响基本完成。不考虑相关因素影响, 预计公司相关业务保持 10%左右的增长。

图表16: 音箱业务主收入增长情况



来源: 国金证券研究所, 公司公告, 公开资料

图表17: 音箱智能家居入口可能具备的功能



### 美发小家电稳步增长

- 公司美发小家电业务主要为国外美容沙龙市场提供专业美发产品, 另外也包括少量家用品牌产品。从业务格局来看, 公司未来发展将在维持现有业务的稳定增长的基础上, 积极拓展私人美发电器市场的市场, 增加与家用电器品牌厂商的合作, 包括飞利浦、西门子等家用电器品牌。预计该市场后续维持在 5-15% 的增长。

图表18: 美发小家电客户



来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表19: 美发业务收入变化



### 估值与投资建议: 国产穿戴式时代首选标的

- 不考虑收购欧朋达, 预计 14-16 年净利润 1.47 亿元、1.72 亿元、2.39 亿元, 保持 12.18%、17.22%、38.91% 的增长, 对应 EPS 分别为 0.489 元、0.573 元、0.796 元。
- 考虑收购欧朋达成功, 预计 14-16 年净利润分别为 1.47 亿元、3.13 亿元、4.22 亿元, 保持 12.18%、113.55%、34.95% 增长, 对应 EPS 0.489 元、0.892 元、1.204 元。
- 目前股价接近欧朋达增发价格, 向下风险较低, 目前股价 24x16PE, 考虑到未来穿戴式设备时代重要的产业链地位, 给予公司买入评级, 目标价 36-38 元。

**图表20: 业务预测情况**

	2013	2014	2015	2016
<b>美发小家电</b>				
收入	495.9	535.5	589.1	648.0
毛利	157.6	160.7	175.5	191.2
毛利率	31.8%	30.0%	29.8%	29.5%
<b>音箱</b>				
收入	543.1	461.6	507.8	558.6
毛利	116.7	90.5	98.0	107.2
毛利率	21.5%	19.6%	19.3%	19.2%
<b>欧朋达</b>				
收入	267.6	504.4	668.5	835.7
毛利	71.5	183.7	237.3	296.7
毛利率	26.7%	36.4%	35.5%	35.5%
<b>穿戴式</b>				
收入			220.5	770.1
毛利			33.1	154.0
毛利率			15%	20%
<b>合计</b>				
收入	1306.6	1501.6	1985.9	2812.4
毛利	345.8	434.9	544.0	749.1
毛利率	26.5%	29.0%	27.4%	26.6%

来源: 国金证券研究所

注: 合计收入包含了欧朋达, 盈利预测表中未包含

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>809</b>	<b>787</b>	<b>1,059</b>	<b>997</b>	<b>1,317</b>	<b>1,977</b>	货币资金	170	556	651	1,153	1,238	1,567
增长率		-2.7%	34.6%	-5.9%	32.1%	50.1%	应收款项	162	124	162	177	234	351
<b>主营业务成本</b>	<b>-614</b>	<b>-591</b>	<b>-782</b>	<b>-746</b>	<b>-1,011</b>	<b>-1,524</b>	存货	90	97	102	92	125	188
%销售收入	<b>75.9%</b>	<b>75.0%</b>	<b>73.8%</b>	<b>74.8%</b>	<b>76.7%</b>	<b>77.1%</b>	其他流动资产	3	20	16	6	7	10
<b>毛利</b>	<b>195</b>	<b>197</b>	<b>278</b>	<b>251</b>	<b>307</b>	<b>452</b>	流动资产	425	797	931	1,428	1,603	2,115
%销售收入	<b>24.1%</b>	<b>25.0%</b>	<b>26.2%</b>	<b>25.2%</b>	<b>23.3%</b>	<b>22.9%</b>	%总资产	<b>65.7%</b>	<b>75.3%</b>	<b>77.2%</b>	<b>84.8%</b>	<b>81.8%</b>	<b>86.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	长期投资	19	18	17	18	17	17
%销售收入	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	固定资产	165	159	171	166	281	263
<b>营业费用</b>	<b>-32</b>	<b>-36</b>	<b>-50</b>	<b>-34</b>	<b>-43</b>	<b>-65</b>	%总资产	<b>25.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.2%</b>	<b>9.8%</b>	<b>14.4%</b>	<b>10.7%</b>
%销售收入	<b>4.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	无形资产	36	81	81	69	56	49
<b>管理费用</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	<b>-79</b>	<b>-75</b>	<b>-99</b>	<b>-148</b>	非流动资产	222	262	275	255	357	330
%销售收入	<b>5.8%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	%总资产	<b>34.3%</b>	<b>24.7%</b>	<b>22.8%</b>	<b>15.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>13.5%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>110</b>	<b>97</b>	<b>142</b>	<b>136</b>	<b>156</b>	<b>226</b>	<b>资产总计</b>	<b>648</b>	<b>1,058</b>	<b>1,206</b>	<b>1,683</b>	<b>1,960</b>	<b>2,446</b>
%销售收入	<b>13.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.4%</b>	短期借款	73	20	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	应付款项	164	155	196	366	501	768
%销售收入	<b>1.3%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.5%</b>	其他流动负债	-5	-11	11	66	75	93
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-17</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	232	164	207	432	576	861
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	其他长期负债	2	1	5	0	0	0
%税前利润	<b>1.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.1%</b>	<b>负债</b>	<b>234</b>	<b>165</b>	<b>212</b>	<b>432</b>	<b>576</b>	<b>862</b>
<b>营业利润</b>	<b>100</b>	<b>83</b>	<b>141</b>	<b>160</b>	<b>189</b>	<b>266</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>412</b>	<b>892</b>	<b>993</b>	<b>1,250</b>	<b>1,383</b>	<b>1,583</b>
营业利润率	<b>12.3%</b>	<b>10.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>16.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.4%</b>	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>648</b>	<b>1,058</b>	<b>1,206</b>	<b>1,683</b>	<b>1,960</b>	<b>2,446</b>
<b>税前利润</b>	<b>108</b>	<b>88</b>	<b>152</b>	<b>172</b>	<b>202</b>	<b>281</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>13.3%</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>17.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.2%</b>		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-30</b>	<b>-42</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>12.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.9%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	0.839	0.505	0.871	0.489	0.573	0.796
<b>净利润</b>	<b>94</b>	<b>75</b>	<b>131</b>	<b>147</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	每股净资产	3.666	5.947	6.618	4.168	4.611	5.276
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.265	0.713	1.178	1.181	0.779	1.198
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>94</b>	<b>76</b>	<b>131</b>	<b>147</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	<b>11.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.1%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.89%	8.49%	13.16%	11.73%	12.42%	15.08%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	14.58%	7.15%	10.84%	8.71%	8.77%	9.76%
<b>净利润</b>	<b>94</b>	<b>75</b>	<b>131</b>	<b>147</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	投入资本收益率	19.74%	9.10%	12.30%	9.24%	9.57%	12.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>21</b>	<b>36</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>46</b>	主营业务收入增长率	22.25%	-2.74%	34.56%	-5.86%	32.11%	50.05%
非经营收益	0	-1	1	-16	-22	-27	EBIT增长率	4.67%	-12.28%	46.77%	-4.17%	14.58%	45.13%
<b>营运资金变动</b>	<b>-85</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>190</b>	<b>53</b>	<b>101</b>	净利润增长率	7.67%	-19.83%	72.64%	12.18%	17.22%	38.91%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>30</b>	<b>107</b>	<b>177</b>	<b>354</b>	<b>234</b>	<b>359</b>	总资产增长率	6.39%	63.43%	13.95%	39.55%	16.46%	24.79%
资本开支	13	-57	-34	-4	-119	-4	<b>资产管理能力</b>						
投资	14	-15	0	-1	0	0	应收账款周转天数	58.8	62.5	45.5	60.0	60.0	60.0
其他	2	-358	-5	7	9	12	存货周转天数	50.0	57.8	46.6	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>29</b>	<b>-429</b>	<b>-40</b>	<b>3</b>	<b>-110</b>	<b>8</b>	应付账款周转天数	89.4	88.1	74.0	80.0	82.0	85.0
股权募资	0	437	0	150	0	0	固定资产周转天数	74.5	72.9	58.2	55.7	71.4	42.3
债权募资	11	-53	-20	-5	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-42	-35	-37	0	-39	-39	净负债/股东权益	-23.47%	-60.00%	-65.53%	-92.15%	-89.43%	-98.87%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>349</b>	<b>-57</b>	<b>145</b>	<b>-39</b>	<b>-38</b>	EBIT利息保障倍数	10.7	-154.1	82.2	-7.3	-6.3	-7.8
<b>现金净流量</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>80</b>	<b>502</b>	<b>85</b>	<b>329</b>	资产负债率	36.12%	15.63%	17.61%	25.65%	29.38%	35.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD