



中信证券研究部



徐涛  
首席电子分析师  
S1010517080003



郑泽科  
电子分析师  
S1010517100002



胡叶倩雯  
电子分析师  
S1010517100004

核心观点

公司吸收合并万魔声学实现声学组件+整机产业链布局，万魔 ODM 业务受益智能音频行业爆发，自有品牌业务有望成为国内领先声学品牌。近期公司发布修订后的吸收合并方案，万魔声学管理层超额业绩奖励比例从前期 100%降至 50%，未来将实质增厚合并后公司利润，打开股价上行空间。假设 2020 年重组完成，我们预计 2019-2021 年上市公司备考 EPS 为 0.06/0.33/0.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **传统电声厂商吸收合并声学新秀，打造声学组件+整机产业链。**共达电声主营扬声器、麦克风等电声组件。2018 年 12 月公司公告拟定向增发方式吸收合并万魔声学 100% 股权，万魔业务为 ODM（原始设计提供商）、自有品牌业务和声学组件。ODM 业务方面，万魔声学是国内少有的兼具完整声学设计+零组件+整机生产企业，核心掌握设计环节并且与代工厂保持紧密合作，业务将受益于智能音频行业爆发而高速增长；自有品牌业务聚焦中高端声学产品，正逐步打开国内知名度，未来有望成为国内领先声学品牌。交易完成后，共达电声+万魔声学将以声学组件+整机产业模式打开新成长空间。

■ **万魔 ODM 业务：受益智能音频行业爆发，预计 2019/2020 年收入达 10/16 亿元。**产品端：万魔 2013 年以小米耳机 ODM 业务起家，为小米耳机核心供应商。2018 年以来，智能音频行业爆发，我们预计全球安卓端 TWS 耳机 2019/2020 年出货量达 3500 万/7000 万副。公司生产包括小米 Air、华为 FreeBuds 系列等 TWS 耳机产品，预计 2019/2020 年收入分别为 10/16 亿元。客户端：2017/18 年小米端收入占比 64%/60%，2018 年万魔声学开拓客户华为，当年收入占比达 13%，预计 2019 年占比进一步提升，未来公司有望凭借优秀的设计及生产能力，逐步切入 OPPO、vivo、阿里、谷歌等知名厂商供应链，其中与 OPPO、阿里合作的 TWS 耳机预计将于 2019 年年底上市。

■ **万魔自有品牌业务：知名度逐步打开，致力于打造国内领先的中高端声学品牌。**万魔声学自有品牌业务 2016-2018 年收入分别为 0.81/1.6/1.5 亿元，聚焦国内中高端耳机市场，知名度已逐步打开。我们认为，1、差异化定位国内中高阶产品；2、先海外后国内的市场策略；3、周杰伦等知名艺人参与推广；4、“线上销售+线下体验/销售”模式，将加速国内市场拓展，预计 2019/20 年收入分别为 2.2/3.1 亿元。

■ **万魔产业布局：聚焦音频业务，拓展可穿戴、健康、车载及家居领域。**目前，万魔声学业务仍然是以耳机、音箱等消费电子为主，中期维度将受益于 TWS 耳机、智能音箱等细分领域高增长。长期来看，万魔声学围绕音频业务，致力于开拓智能可穿戴+健康+车载+家居四大领域。其中智能可穿戴方面已有耳机等产品落地；智能健康方面，公司发布针对听力障碍人群的智能辅听产品，后续产品将进一步迭代；智能车载方面，万魔声学 2 年前开始布局，相关技术已经应用于马自达等车型；智能家居方面，公司未来主要聚焦于硬件产品的音频模块。

■ **风险因素：**重组失败风险；行业竞争加剧；新品推广不及预期；研发不及预期。

共达电声	002655
评级	买入（首次）
当前价	12.50 元
目标价	15.01 元
总股本	360 百万股
流通股本	360 百万股
52 周最高/最低价	14.85/5.92 元
近 1 月绝对涨幅	-9.09%
近 6 月绝对涨幅	50.42%
近 12 月绝对涨幅	79.08%

■ **投资建议：**公司吸收合并万魔声学项目已提交证监会审核，交易完成后将实现声学组件+整机产业链布局。我们预测公司本部 2019-21 年净利润为 0.23/0.38/0.51 亿元，万魔声学净利润为 1.6/2.7/3.5 亿元，假设 2020 年并表，相应 2019-2021 年备考 EPS 为 0.06/0.33/0.43 元。考虑 TWS 行业成长动能充足；万魔声学作为国内 ODM 主流供应商，下游客户优质，未来发展向好；同时考虑万魔自牌业务估值溢价，我们给予 2020 年合并后公司 45 倍 PE，对应目标价 15.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）（备考）	786.94	804.77	1046.20	3711.60	4544.04
营业收入增长率（备考）	9.90%	2.27%	30.00%	254.77%	22.43%
净利润（百万元）（备考）	-174.92	21.35	22.82	308.5	400.72
净利润增长率（备考）	-1071.32%	N/A	6.89%	1251.88%	29.89%
每股收益 EPS(基本)(元)（备考）	-0.49	0.06	0.06	0.33	0.43
PE（备考）	-26	208	197	37	29
营业收入(百万元)	786.94	804.77	1,046.20	1,255.43	1,443.75
营业收入增长率	9.90%	2.27%	30.00%	20.00%	15.00%
净利润(百万元)	(174.92)	21.35	22.82	38.50	50.72
净利润增长率	-1071.32%	N/A	6.89%	68.70%	31.74%
每股收益 EPS(基本)(元)	(0.49)	0.06	0.06	0.11	0.14
毛利率%	27.44%	25.33%	25.30%	25.40%	25.50%
净资产收益率 ROE%	-37.43%	4.37%	4.46%	7.00%	8.44%
每股净资产（元）	1.30	-	1.42	1.53	1.67
PE	-26	208	197	117	89
PB	10	0	9	8	7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 29 日收盘价

## 目录

估值及投资评级.....	1
<b>公司整体分析：传统电声厂商吸收合并声学新秀打造组件+整机产业链.....</b>	<b>1</b>
业务概况：共达电声主营电声组件，吸收万魔声学布局组件+整机产业链.....	1
产业布局：横向布局智能可穿戴+健康+车载+家居，纵向布局算法+组件+整机全产业链.....	3
股权结构：万魔声学股权相对分散，合并后实控人保持不变.....	4
财务分析：受益智能音频行业爆发，万魔声学收入实现高增长.....	5
<b>万魔声学业务分析：智能音频带动 ODM 业务成长，自牌业务后续可期.....</b>	<b>9</b>
ODM 业务：智能音频爆发，ODM 厂商受益.....	10
自有品牌业务：国内市场逐步打开，打造领先国产声学品牌.....	17
声学组件业务：间接供应华为 TWS 耳机，预计 2019 年收入 4.7 亿元.....	23
<b>重组优势分析：整合技术+管理，组件+整机共发展.....</b>	<b>24</b>
产业协同，业务互补.....	24
整合管理、制造经验，技术储备深厚.....	25
<b>风险因素.....</b>	<b>26</b>
<b>关键假设和盈利预测.....</b>	<b>26</b>
关键假设.....	26
盈利预测.....	27

## 插图目录

图 1：共达电声历史营业总收入 .....	2
图 2：共达电声历史归母净利润 .....	2
图 3：万魔声学历史收入和净利润情况 .....	2
图 4：万魔声学业绩承诺（扣非归母净利润） .....	2
图 5：2018 年万魔各项业务占比情况 .....	2
图 6：万魔声学耳机累计销量 .....	3
图 7：2018 年中国十大耳机品牌 .....	3
图 8：万魔声学重大事项梳理 .....	4
图 9：共达、万魔 2018 年收入及净利润对比 .....	6
图 10：重组后共达电声业务结构（以 2018 年收入规模计） .....	6
图 11：万魔声学分业务收入 .....	6
图 12：万魔声学历史营收占比 .....	6
图 13：2016-2018 年万魔声学毛利率及同业情况 .....	7
图 14：2016-2018 年万魔声学主营业务毛利率 .....	7
图 15：2015-2018 年万魔与可比公司总费用率对比 .....	8
图 16：2015-2018 年万魔与可比公司销售费用率对比 .....	8
图 17：2015-2018 年万魔与可比公司管理费用率对比 .....	8
图 18：2015-2018 年万魔与可比公司研发费用率对比 .....	8
图 19：万魔声学资产项目 .....	9
图 20：万魔声学期股权投资具体情况 .....	9
图 21：交易后公司负债端项目（备考值） .....	9
图 22：交易后公司偿债能力与同业对比（备考值，2019.6） .....	9
图 23：万魔声学业务概览 .....	10
图 24：国内无线耳机市场规模 .....	12
图 25：全球 TWS 耳机出货量预测 .....	12
图 26：2019 年立讯、万魔、歌尔 TWS 相关业务收入对比 .....	14
图 27：2019 年非 A 客户端 TWS 耳机供应商格局 .....	14
图 28：2019 年万魔与可比公司毛利率、净利率对比 .....	15
图 29：万魔声学下游代工厂分布 .....	15
图 30：万魔声学 ODM 业务收入预测 .....	17
图 31：无线耳机占比持续提升 .....	18
图 32：2019H1 耳机产品功能关注比例 .....	18
图 33：2018 年中国耳机市场品牌关注度 .....	19
图 34：2019 年 9 月中国耳机市场品牌关注度 .....	19
图 35：万魔声学品牌规划 .....	20
图 36：万魔声学所获奖项 .....	21
图 37：万魔自牌业务主要地区收入情况 .....	21
图 38：万魔声学线下体验店布局 .....	22
图 39：万魔声学自牌业务收入预测 .....	23
图 40：万魔声学自牌业务销售费用率与漫步者对比 .....	23
图 41：自牌业务各项费用占自牌收入比例 .....	23
图 42：动圈单元和动铁单元区别 .....	24

图 43: TWS 耳机的 PCBA 板示意图 .....	24
图 44: 万魔声学自牌业务收入预测 .....	24
图 45: 共达电声营收与归母净利润 .....	25
图 46: 万魔声学收入及归母净利润情况 .....	25
图 47: 万魔声学和共达电声合并后产业结构 .....	25

## 表格目录

表 1: 可比公司估值情况 .....	1
表 2: 万魔声学控股及参股公司列表 .....	4
表 3: 万魔声学股权结构 .....	5
表 4: 共达交易前后股权结构变化 .....	5
表 5: 2017、2018 年万魔声学前五大客户 .....	6
表 6: 主流品牌无线耳机（主要为 TWS 耳机）发布时间、价格以及特点 .....	11
表 7: 典型有线耳机与无线耳机价格对比列表 .....	12
表 8: 主流 TWS 耳机的 ODM/OEM 供应商 .....	13
表 9: 万魔声学供应小米的产品列表 .....	13
表 10: 万魔声学所处产业链环节 .....	14
表 11: 万魔声学与可比公司固定资产、Capex 对比 .....	14
表 12: 小米与生态链公司典型的合作模式 .....	15
表 13: 万魔声学 ODM 业务客户及产品 .....	15
表 14: 2019 年万魔 ODM 产品规划 .....	16
表 15: 万魔声学 TWS 耳机代工业务测算 .....	17
表 16: 2016-2019 年索尼、万魔声学耳机类产品发布情况 .....	18
表 17: 万魔、索尼、Bose 自牌产品产品与价格 .....	20
表 18: 2019 年下半年万魔声学自牌业务产品规划 .....	22
表 19: 谢冠宏先生工作履历 .....	25
表 20: 公司核心团队介绍 .....	26
表 21: 共达电声与万魔声学收入预测 .....	27

## ■ 估值及投资评级

公司主营扬声器、麦克风等传统声学组件，携手万魔后有望进一步打开公司产品在终端厂商的应用。考虑到公司目前并购万魔声学已提交证监会审核，我们假设 2020 年并表，预测公司本部 2019-21 年 EPS 为 0.06/0.11/0.14 元，并表后 2020-21 年备考 EPS 为 0.33/0.43 元。我们选取 A/H 股消费电子公司作为可比公司，2019/2020 年平均估值水平为 35x/26x，考虑 TWS 行业成长动能充足，万魔声学作为国内 ODM 主流供应商（下游客户优质），未来发展向好，同时考虑万魔自牌业务估值溢价，我们给予 2020 年合并后公司 45 倍 PE，对应目标价 15.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	EPS (元/股)			PE (x)		
		(元)	(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002241.SZ	歌尔股份	19.39	629	0.39	0.56	0.72	50	35	27
002475.SZ	立讯精密	34.03	1820	0.75	1.03	1.31	45	33	26
02018.HK	瑞声科技	54.90	663	2.3	2.94	3.5	24	19	16
002351.SZ	漫步者	15.36	91	0.21	0.5	0.71	73	31	22
002861.SZ	赢通通讯	38.10	47	0.63	0.82	1.05	60	46	36
300793.SZ	佳禾智能	55.10	92	0.86	1.26	1.75	64	44	31
平均							53	35	26
002655.SZ	共达电声	12.50	45	0.06	0.11	0.14	208	114	89
	合并备考	12.50	45	0.06	0.33	0.43	208	38	29

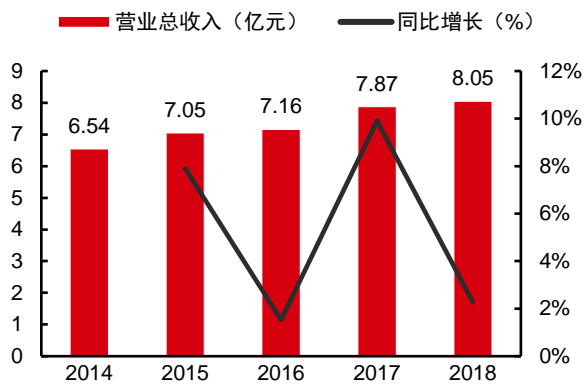
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 11 月 29 日收盘价，瑞声科技股价、市值、EPS 为港元；歌尔、漫步者、赢通通讯、佳禾智能盈利预测为 Wind 一致预期

## ■ 公司整体分析：传统电声厂商吸收合并声学新秀打造组件+整机产业链

### 业务概况：共达电声主营电声组件，吸收万魔声学布局组件+整机产业链

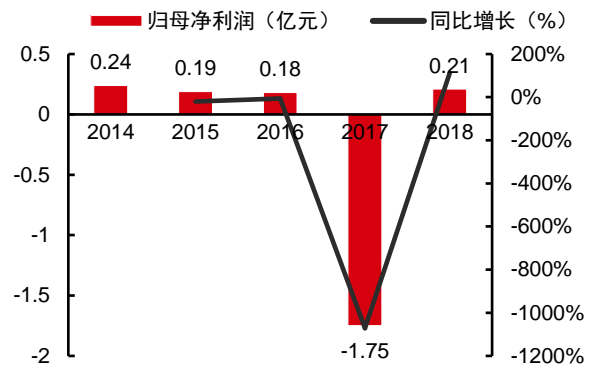
**共达基本情况：传统电声组件业绩承压，吸收合并万魔声学迎来新成长。**共达电声为电声器件领域老牌厂商，主要产品包括微型驻极体麦克风、硅微麦克风扬声器/受话器等，2017/2018 年收入 7.9/8.0 亿元，归母净利润-1.75/0.21 亿元，其中 2017 年主要系计提资产减值 1.75 亿元所致。2017 年底爱声声学（万魔声学控股子公司）从公司原控股股东潍坊高科处转让所持有的全部 15.27% 上市公司股份，从而成为公司第一大股东并取得控股权。2019 年 5 月，公司公告称拟通过非公开发行股份的方式收购万魔声学 100% 股权，从而实现对万魔声学的吸收合并，交易作价 33.6 亿元。万魔声学业务包括整机 ODM（原始设计提供商）、OBM（原始品牌生产商）、声学组件，2016-2018 年收入分别为 4.3/6.2/9.3 亿元，归母净利润 0.29/0.12/0.78 亿元。此外，万魔声学在未来三年扣非归母净利润的业绩承诺分别为 1.45/2.20/2.85 亿元，合并后亦将成为核心的利润来源。下文我们将对万魔的业务展开详细分析。

图 1: 共达电声历史营业总收入 (单位: 亿元)



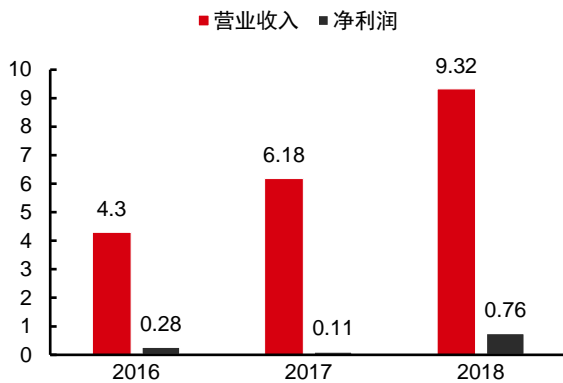
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 2: 共达电声历史归母净利润 (单位: 亿元)



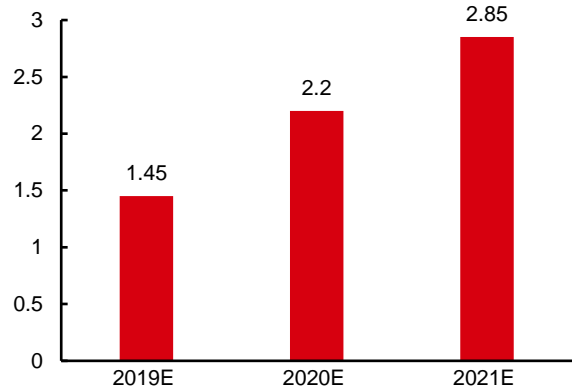
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 3: 万魔声学历史收入和净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 万魔声学业绩承诺 (扣非归母净利润) (单位: 亿元)

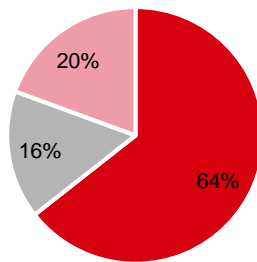


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**万魔基本情况: ODM 客户逐步多元化, 自牌业务助力成为国内十大耳机厂商。**万魔声学成立于 2013 年, 以小米耳机 ODM 业务起家, 后续逐步拓展华硕、华为、OPPO 等客户, 并且自 2015 年开始布局自有品牌业务。业务方面, 公司分为: (1) ODM 业务: 2018 年收入 6 亿元, 占比 64%, 客户方面除了小米也在逐步拓展, 2018 年切入华为供应链, 后续潜在客户包括 OPPO、vivo、阿里等; (2) 自有品牌业务: 2015 年开始打造自有品牌, 包括耳机、音箱等, 2018 年收入 1.5 亿元, 占比 16%; (3) 声学关键组件: 主要为动铁模组和 TWS 耳机模组, 2018 年收入 1.8 亿元, 占比 20%。成立 6 年来, 万魔耳机业务成长显著, 累计出货 (包括 ODM 和自牌产品) 已达 6500 万副, 公司也连续两年荣获“中国十大耳机品牌”称号。

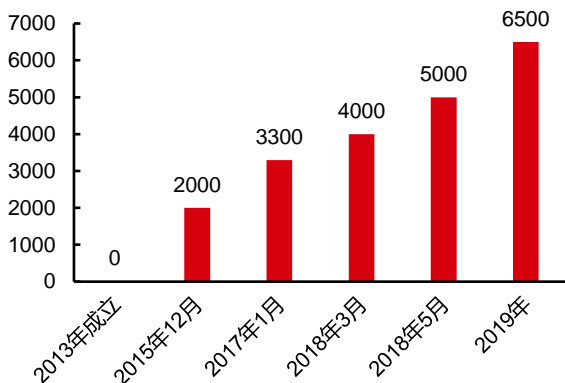
图 5: 2018 年万魔各项业务占比情况

■ ODM产品 ■ 自主品牌产品 ■ 声学关键组价



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：万魔声学耳机累计销量（单位：万副）



资料来源：产业链调研，中信证券研究部

图 7：2018 年中国十大耳机品牌



资料来源：中国电子音响行业协会

### 产业布局：横向布局智能可穿戴+健康+车载+家居，纵向布局算法+组件+整机全产业链

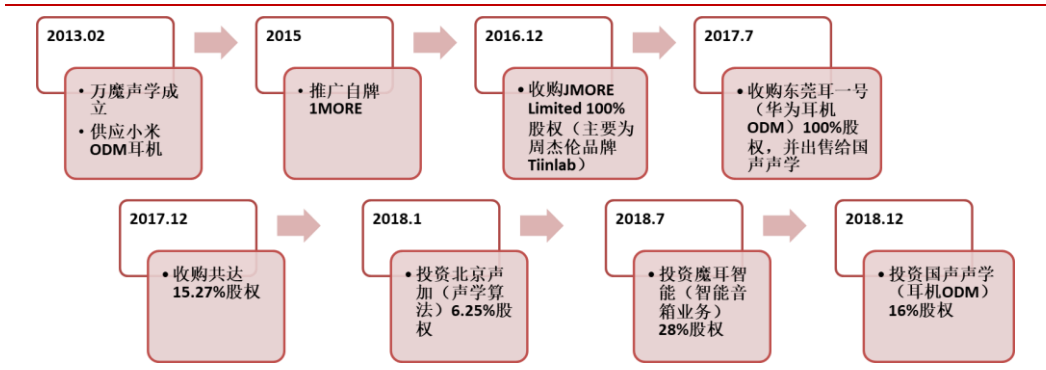
**横向：**万魔声学围绕音频业务，致力于开拓智能可穿戴+智能健康+智能车载+智能家居四大领域。(1) **智能可穿戴**为万魔相对成熟业务，目前产品主要为各类耳机，后续预计向更多品类拓展；(2) **智能健康**领域公司已有针对听力障碍人群开发的智能辅听产品，内置智能人声增强、音频分配、啸叫截断、噪声及突发音抑制等声学算法，后续产品将进一步迭代；(3) **智能车载**领域公司于 2 年前就已开始布局，目前相关技术已经应用于马自达等车型的音频模块。(4) **智能家居**领域公司聚焦于其中的音频模块。

**纵向：**万魔声学自身专注于智能声学科技术研发，储备包括主动降噪、通话降噪、多单元调音、音频虚拟环绕扩展等技术，同时积极向产业链上下游拓展，包括声学算法、声学组件、智能制造等环节。(1) **算法及设计：**2018 年收购声学算法厂商北京声加 6.25% 股权。(2) **声学组件：**2017 年收购声学组件上市公司共达电声 15.27% 股权，同时公告显示公司也在 MEMS 传感器、MEMS 麦克风领域持续研发。(3) **智能制造：**2016 年收购周杰伦旗下 JMORE Limited 100% 股权，主要为 Tiinlab 商标权及相关网站、宣传品等；2017 年收购东莞耳一号（华为耳机 ODM 厂商）100% 股权，后续将其出售给湖南国声声学（小米耳机生产商）；2018 年收购音箱厂商魔耳智能 28% 股权；2018 年收购耳机 ODM 厂商



国声声学 16%股权。

图 8：万魔声学重大事项梳理



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：万魔声学控股及参股公司列表

	公司名称	持股比例	业务情况
控股公司	加一万魔声学科技(深圳)	100%	运营万魔自牌业务
	耳一号声学科技(深圳)	100%	运营 ODM 业务，持有湖南国声声学 11%股权
	潍坊爱声声学科技	100%	持有上市公司共达电声 15.27%股权
	深圳魔听文化科技	50%	主要业务为音乐内容
	万魔国际	100%	持有万魔美国 81.81%，JMORE 100%，1More Design Limited 100%，1More Acoustic 100%，Tiinlab Acoustic Technology India 99.99%，1More Europe 100%股权
参股公司	北京声加科技	10%	语音算法业务
	魔耳智能	33%	智能音箱及声学组件业务
	湖南国声声学	11%	耳机等 ODM 业务
	潍坊万魔投资基金	23.33%	投资类业务

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 股权结构：万魔声学股权相对分散，合并后实控人保持不变

万魔股东包括国家集成电路基金、小米、周杰伦、盈科等知名机构/企业，与上市公司合并后相应成为共达股东。万魔声学经过历次股权转让、增资后，股权结构相对分散，公司董事长、总经理谢冠宏控制 20.94% 股权；小米雷军作为法定代表人的 PeopleBetter Limited 持股 11.15%；盈科系在 2017 年 12 月通过股权转让成为万魔声学股东，持股比例 14.86%；2017 年底南山鸿泰股权投资基金通过增资 4 亿元（用于支付收购共达电声股权费用），目前持股比例 16.13%；嘉兴嘉为投资则在 2019 年 5 月增资 3.96 亿元（用于支付收购共达电声股权费用），目前持股比例为 9.68%。后续共达电声与万魔声学吸收合并后，小米系、南山鸿泰、嘉为投资等将相应成为共达股东。

**表 3：万魔声学股权结构**

万魔声学股东	持股比例（%）	合计	备注
1More Hong Kong Limited	12.03	20.94	谢冠宏系
Hkmore Holdings Limited	2.97		
深圳万魔冠兴科技等 5 家有限合伙企业	5.94		
People Better Limited	11.15	11.15	法定代表人：雷军
Shunwei TMT (Hong Kong) Limited	7.19	7.19	顺为资本
Tropical Excellence (Hong Kong) Limited	2.31	2.31	法定代表人：许达来
Walden CEL More (Hong Kong) Limited	5.39	5.39	华登系
Value More Hong Kong Limited	0.4	0.4	
青岛盈科天成等 8 家企业	14.86	14.86	盈科系
深圳南山鸿泰股权投资基金	16.13	16.13	国家集成电路产业基金
国投创合国家新兴产业创业投资引导基金	4.03	4.03	财政部、国开投等
置瀚（上海）投资中心	4.03	4.03	中金系
JMT Holdings Limited	1.96	2.67	
Eastern Eagle	0.71		
深圳鼎天风华	0.22	0.22	
潍坊凤翔金融	1.01	1.01	潍坊坊子区国有资产管理局
嘉兴嘉为投资	9.68	9.68	中建投资本等

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**交易完成后，上市公司总股本增加至 9.25 亿股，实控人保持不变。**重组前爱声声学作为万魔声学的全资子公司，已对共达电声持股 15.27%，万魔声学实控人谢冠宏也因此成为共达电声的实控人。为了合并重组的实施，在共达电声吸收合并万魔声学之前，万魔将通过吸收合并或直接清算注销子公司爱声声学等方式实现直接持有共达电声 5498 万股股票。交易完成后，谢冠宏先生通过加一香港、HKmore、万魔冠兴、万魔应人、万魔人聚、万魔顺天、万魔恒青合计持有共达电声 14.03% 股权，仍为共达电声的实际控制人。

**表 4：共达交易前后股权结构变化**

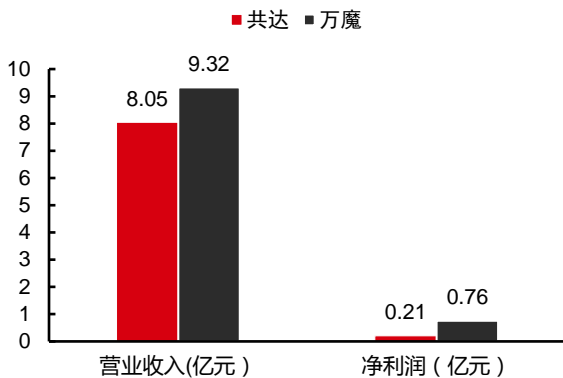
股东	吸收合并前		股份变动数量	吸收合并后	
	持股数量（万股）	持股比例		持股数量	持股比例
爱声声学	5498	15.27%	<b>-5498</b>		
谢冠宏控制持股合计			<b>12981</b>	12981	14.03%
万魔声学其他股东			<b>49008.3</b>	49008.3	52.99%
共达电声原股东	30502	84.73%	<b>0</b>	30502	32.98%
合计	36000	100%	<b>56491.3</b>	92491.3	100%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 财务分析：受益智能音频行业爆发，万魔声学收入实现高增长

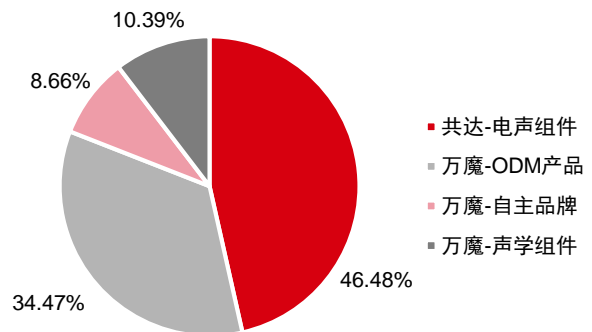
**重组完成后万魔声学业务将成收入和利润主力。**共达电声和万魔声学 2018 年营业收入分别为 8.05/9.32 亿元，净利润分别为 0.21/0.76 亿元，重组并表后预计万魔将贡献主要收入和净利润，合并公司整体业务也将从单一的电声组件转变为电声组件（约 56.87%）+ODM 业务（约 34.47%）+自有品牌业务（8.66%）。下文我们将着重分析万魔声学的历史财务表现。

图 9: 共达、万魔 2018 年收入及净利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

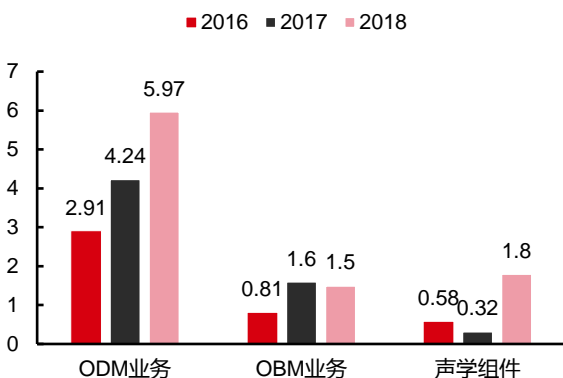
图 10: 重组后共达电声业务结构 (以 2018 年收入规模计)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

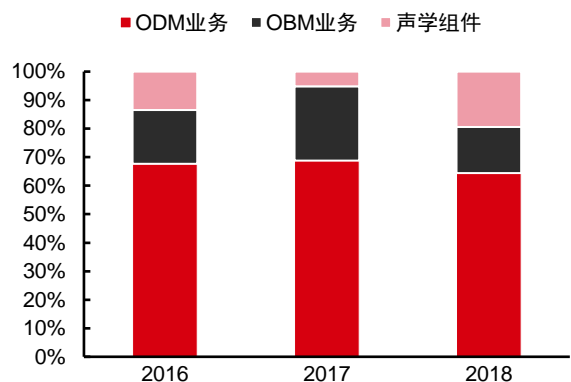
**万魔声学营收分析: ODM 和声学组件受益以 TWS 为核心的智能音频行业增长, 自有品牌业务后续可期。**2016/2017/2018 年万魔声学历史营收分别为 4.30/6.18/9.32 亿元, 2017/2018 年度同比增长分别为 43.59%/50.41%。分业务看, ODM 业务受益于大客户小米耳机、音箱的持续增长, 营收占比维持高位, 2016/2017/2018 年收入占比分别为 67.68%/68.78%/64.40%, 2018 年以来客户逐步多元, 先后切入华为、OPPO、阿里等供应链; 自有品牌由 2015 年开始创立, 收入相对稳定, 2017/2018 年分别为 1.6/1.5 亿元。声学组件方面公司传统业务为动铁模组, 2018 年新增对东莞耳一号 (华为耳机 ODM 厂商) 销售 TWS 耳机模组 1.22 亿元, 导致销售收入增长 457.82%至 1.8 亿元。下游客户方面, 小米过去为公司第一大客户, 收入占比达 60%, 2018 年以来, 随着公司通过东莞耳一号间接切入华为供应链并持续放量, 我们预计 2019 年收入占比将进一步攀升, 甚至有望超越小米。

图 11: 万魔声学分业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 12: 万魔声学历史营收占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 5: 2017、2018 年万魔声学前五大客户

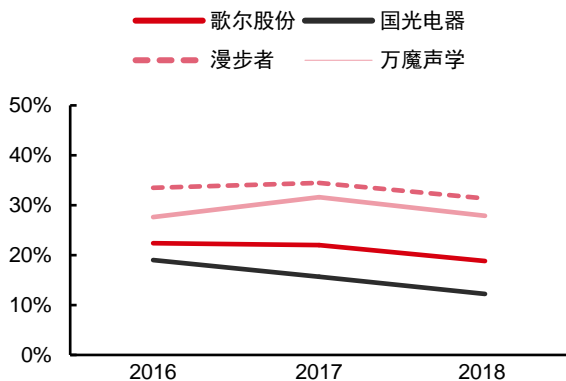
客户	2018 年		2017 年	
	销售金额 (亿元)	占比 (%)	销售金额 (亿元)	占比 (%)
小米集团	5.60	60.12	3.97	64.24
东莞耳一号	1.22	13.08	0.45	7.31
华硕电脑				

2018 年			2017 年		
深圳大仁科技	0.57	6.12	Amazon.com	0.36	5.78
华硕电脑	0.23	2.48	深圳大仁科技	0.28	4.45
1Bayberry Technology	0.16	1.74	京东集团	0.09	1.39
合计	7.78	84.54	合计	5.14	83.17

资料来源：公司公告，中信证券研究部

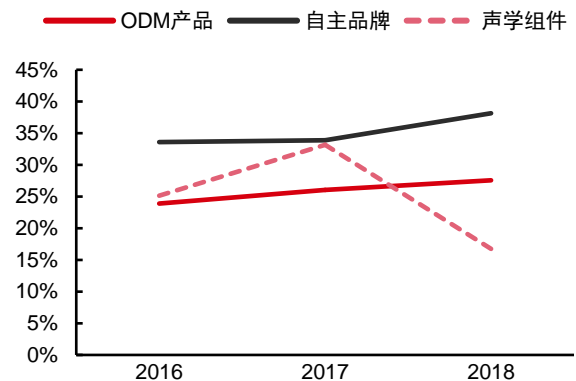
**万魔声学毛利率分析：自牌业务毛利率较高，整体毛利率处于合理水平。**万魔声学 2016/2017/2018 年整体毛利率分别为 27.62%/32.09%/27.88%，介于可比公司漫步者（自牌业务为主）、歌尔股份（OEM/ODM、声学组件）、国光电器（ODM/OEM）之间，我们认为处于合理水平。分业务看，自牌产品由于附加值更高，毛利率表现更高，三年分别为 33.59%/33.88%/38.14%；ODM 产品毛利率分别为 23.89%/26.04%/27.56%，处于稳定上升态势；声学关键组件毛利率分别为 25.13%/33.16%/16.74%，2018 年降幅较大主要系公司开始间接向华为供应 TWS 耳机用 PCBA 主板及电池，产品相对过去动铁业务毛利率更低，同时耳机终端尚未起量阶段对利润率亦有影响。

图 13：2016-2018 年万魔声学毛利率及同业情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

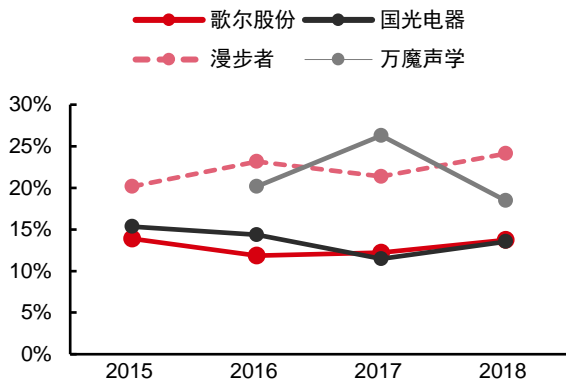
图 14：2016-2018 年万魔声学主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

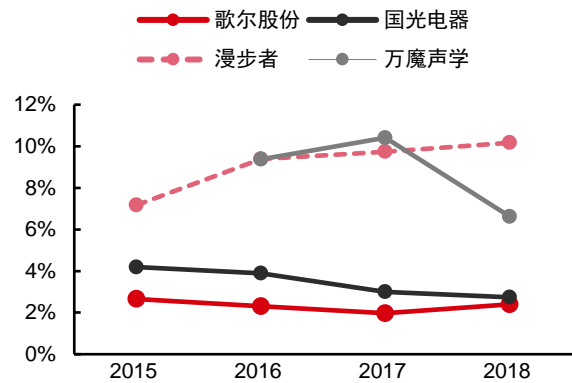
**万魔声学费用端分析：自牌销售费用导致整体费用率高于行业平均水平。**2016/2017/2018 年万魔整体费用率分别为 20.16%/26.27%/18.46%，参考可比电声器件公司费用率略高，主要原因在于万魔自主品牌业务的销售费用较高。同行业可比公司中，歌尔股份、国光电器业务自牌业务占比相对较低，销售费用率相对较低，2018 年分别为 2.4%/2.74%；漫步者自牌占比较高，销售费用率相应较高为 10.17%，万魔 2016-2018 年销售费用率分别为 9.4%/10.4%/6.7%，2018 年改善明显主要系 ODM 和声学组件业务高速增长。管理费用方面，公司 2017 年费用率达到 11.18%主要系当期确认 1776 万元股份支付费用，2018 年由于收入规模增加，同时内部管理逐步完善，费用率回落至 6.74%，整体略高于可比公司。

图 15: 2015-2018 年万魔与可比公司总费用率对比



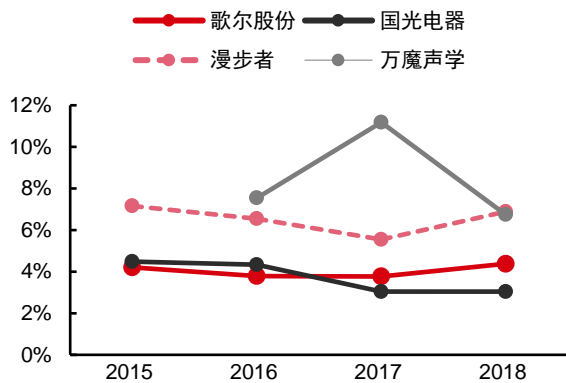
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 16: 2015-2018 年万魔与可比公司销售费用率对比



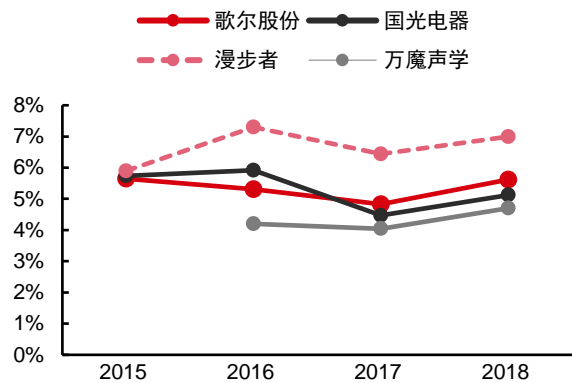
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 17: 2015-2018 年万魔与可比公司管理费用率对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

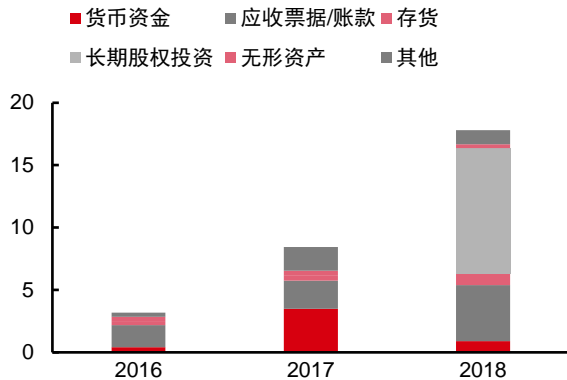
图 18: 2015-2018 年万魔与可比公司研发费用率对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

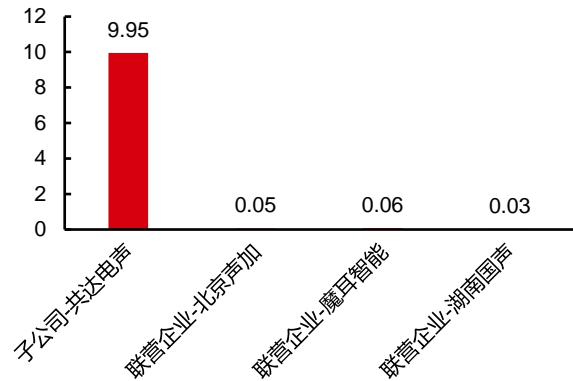
**万魔资产端分析: 公司属于轻资产特性, 2018 年收购共达电声 15.27% 股权新增 9.95 亿长期股权投资。**从资产规模来看, 2016/2017/2018 年万魔声学资产总额分别为 3.19/8.44/17.81 亿元, 流动资产分别为 2.74/6.64/7.15 亿, 其中以应收账款、货币资金和存货为主。2018 年末, 万魔声学非流动资产占比大幅提升, 长期股权投资增加至 10.81 亿元, 主要因为公司以 9.95 亿元收购共达电声 15.27% 股权, 列于长期股权投资科目。

图 19: 万魔声学资产项目 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

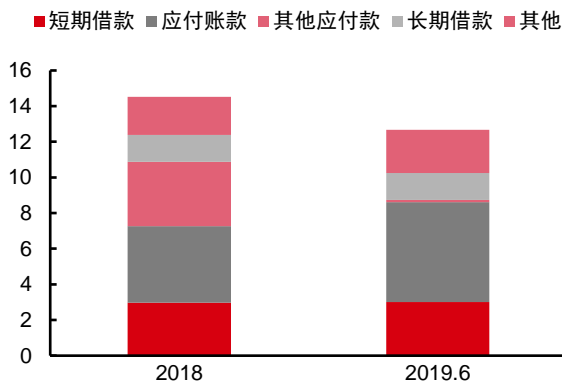
图 20: 万魔声长期股权投资具体情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

**合并后负债端分析: 负债端以流动负债为主, 偿债能力总体合格。**根据共达电声交易完成后的备考合并资产负债表, 截至 2019 年 6 月负债总计 12.9 亿, 其中以流动负债为主, 短期借款 3.01 亿, 应付账款 5.61 亿, 非流动负债主要是子公司爱声声学 2018 年新增的 1.5 亿长期借款。偿债能力方面, 衡量长期偿债能力的资产负债率为 59.96%, 略高于可比公司水平, 主要为共达电声的 9.95 亿元长期股权投资科目在备考报表中予以抵消, 使得资产总额有所下降; 衡量短期偿债能力的流动比率为 1.38, 高于国光电器的 1.34 和歌尔股份的 1.04, 低于漫步者的 7.98。我们认为公司整体偿债能力合格。

图 21: 交易后公司负债端项目 (备考值)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 22: 交易后公司偿债能力与同业对比 (备考值, 2019.6)

	资产负债率	流动速率
交易后 (备考)	59.96%	1.38
国光电器	57.31%	1.34
歌尔股份	50.17%	1.04
漫步者	9.83%	7.98

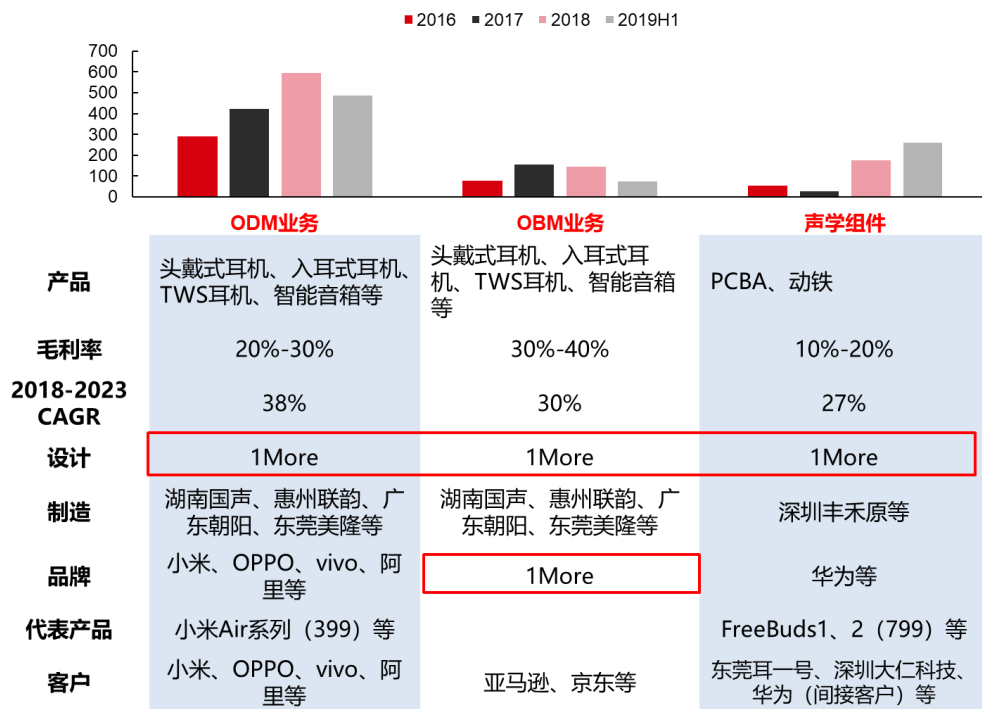
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## ■ 万魔声学业务分析: 智能音频带动 ODM 业务成长, 自牌业务后续可期

如上文所述, 万魔声学业务主要分为 ODM 业务、自有品牌业务以及声学组件, 其中 ODM 业务 (2018 年占比 65%)、声学组件业务 (占比 19%) 核心受益于以 TWS 耳机为核心的智能音频行业爆发, 公司作为小米、华为等主流厂商供应商有所受益; 自有品牌业

务 (占比 16%) 起始于 2015 年, 定位于中高端产品, 目前在国内已逐步打开品牌知名度。展望未来, 中短期 ODM 业务仍然是公司业绩核心驱动力, 预计 5 年收入复合增速达到 40%, 自牌业务在经过品牌推广后将迎来收获, 逐步为万魔声学贡献利润。下文我们将对三类业务进行详细分析。

图 23: 万魔声学业务概览



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ODM 业务: 智能音频爆发, ODM 厂商受益

### 行业概览: 智能音频爆发, 2019/2020 年 TWS 耳机出货量 0.9/1.7 亿副

**行业趋势: 进入物联网时代, 智能音频成为率先落地的强粘性终端。**移动互联网时代, 手机为核心, 交互基于手机展开。进入物联网时代, 联网的终端产品呈爆发式增长, 传统以触控屏为载体的交互方式将受到限制, 我们认为基于音频、视频等更贴近用户习惯的交互将成为主流。根据思科, 未来全球新增的数据中, 音视频占据 80% 的份额, 将成为最核心的信息传输方式, 我们认为终端的进化也将率先在这两类中开启。其中视频类仍需要解决输入、交互、呈现、网络带宽等问题, 进化尚需时日; 音频类进化一方面为语音入口的增加 (耳机、音箱、车载、家居等), 另一方面则是由传统播放功能进化为智能交互设备, 由于语音交互方式在手机、PC 端已有普及, 我们认为将在更多硬件产品加速推进, 成为率先落地的强粘性终端。

**无线耳机作为智能音频核心产品, 手机、互联网、声学三大类厂商积极布局。**无线智能耳机作为有线耳机的进阶产品, 新增集成通讯、交互、存储等功能, 成为智能音频爆发过程中的核心产品。从无线耳机发布情况来看, 包括手机厂商、互联网巨头、声学厂商均在积极布局。截至 2019 年 10 月, 苹果引领下, 主流手机厂商 HOVMS 均发布自有品牌

的 TWS 耳机，基于传统智能手机业务加速布局未来移动端语音入口。互联网厂商方面，微软、谷歌、亚马逊等均有无线耳机（包括 TWS 耳机）发布。声学厂商基于原有的耳机设计、制造优势，也相继推出自牌产品。我们认为，科技巨头纷纷入局 TWS 耳机行业，抢占下一代语音交互入口，行业正处于爆发元年。

表 6：主流品牌无线耳机（主要为 TWS 耳机）发布时间、价格以及特点

厂商	型号	发布时间	价格	特点		
苹果	Airpods	2016 年 9 月	1288 元	触控唤醒		
	AirPods2	2019 年 3 月	1558 元	语音唤醒，无线充电		
	AirPods Pro	2019 年 10 月	1999 元	主动降噪、语音唤醒		
手机厂商	三星	Gear Icon X2018	2017 年 10 月	1499 元	4G 内存	
		Galaxy Buds	2019 年 2 月	129 美元	AKG 音频技术，无线充电	
	华为	FreeBuds	2018 年 3 月	799 元	动圈+动铁	
		FreeBuds2/2pro	2018 年 12 月	799/999 元	鼓声纹识别、无线充电	
		FreeBuds3	2019 年 9 月	1405 元	麒麟 A1，主动降噪	
	荣耀	FlyPods/pro	2018 年 10 月	749/999 元	无线充电	
	小米	Airdots 青春版	2018 年 11 月	199 元		
		Air	2019 年 1 月	399 元		
		Air2	2019 年 9 月	399 元	语音唤醒	
	OPPO	O-Free	2018 年 6 月	699 元	翻译功能	
Vivo	Earphone	2019 年 9 月	999 元			
声学厂商	Bose	SoundSport Free	2017 年 9 月	1699 元		
	B&O	Beoplay E8	2017 年 9 月	2298 元		
	索尼	WF-1000X	2017 年 10 月	1599 元	主动降噪	
		WF-1000XM3	2019 年 7 月	1699 元	主动降噪	
	漫步者	TWS3	2018 年 6 月	398 元		
	JBL	JBL Free	2018 年 9 月	1599 元		
		Stylish	2019 年 4 月	499 元		
	万魔	主动降噪款	2019 年 10 月	1299 元	主动降噪	
	互联网公司	谷歌	Pixel Buds（无线，非 TWS）	2017 年 10 月	159 美元	内置语音助手，实时翻译
			Pixel Buds 2	2019 年 10 月	179 美元	语音唤醒
微软		Surface Headphones（无线，非 TWS）	2018 年 10 月	2188 元	主动降噪	
		Surface EarBuds	2019 年 10 月	1780 元		
亚马逊		Echo Buds	2019 年 9 月	880 元	主动降噪、语音唤醒、三麦	

资料来源：各厂商官网，中信证券研究部

**市场规模：国内传统有线耳机产值约 400 亿，无线智能耳机将成千亿市场。**根据统计，典型无线耳机单价显著高于典型有线耳机，单价相差 5-10 倍。根据中国电子音响行业协会数据，国内传统有线耳机产值在 400 亿元左右，并且在持续萎缩，市场空间逐步被无线耳机所占据并引领耳机行业的成长，2018 年无线耳机产值占比已过半达到 60%，未来市场规模将超千亿。根据我们预测，1) 代表产品 AirPods2019 年出货量仍将维持翻倍向上的增长，全年达到 5500 万副以上；2) 安卓、声学厂商等的 TWS 耳机正加速跟进，2019/2020



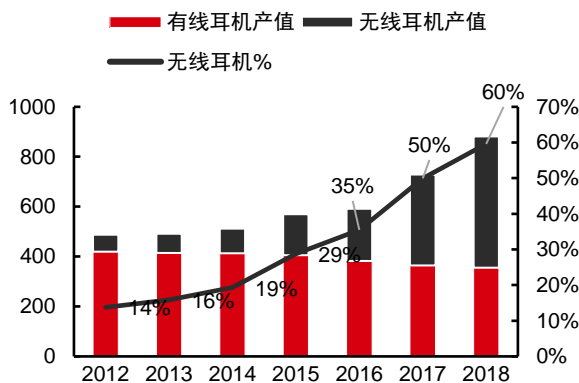
年出货达到 3500/7000 万副。

表 7: 典型有线耳机与无线耳机价格对比列表

品牌	有线耳机	价格 (元)	无线耳机	价格 (元)
苹果	EarPods	223	AirPods	1558
三星	原装有线	99	Galaxy Buds	999
华为	经典耳机	99	FreeBuds2	999
万魔	双动圈入耳式	169	Stylish	499
Bose	SoundSport 耳塞式有线	750	SoundSport Free	1699
JBL	入耳式耳机	219	JBL Free	999
索尼	入耳式立体声耳机	129	WF SP900	1099

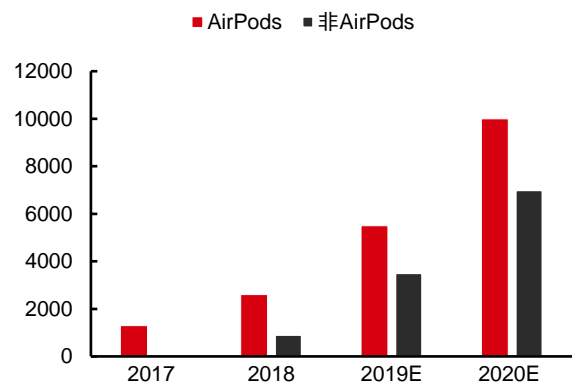
资料来源: 京东等电商平台, 中信证券研究部

图 24: 国内无线耳机市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 中国电子音响行业协会, 中信证券研究部

图 25: 全球 TWS 耳机出货量预测 (单位: 万部)



资料来源: 产业链调研, 中信证券研究部预测

**商业模式: 手机厂商、互联网巨头采用 ODM/OEM 模式, 上游制造厂商受益量价齐升。**类似于传统手机、有线耳机等产品, 手机、互联网厂商对于 TWS 等无线耳机的生产策略仍然以 ODM (原始设计提供商) 和 OEM (原始设备生产商) 为主。两者区别在于 ODM 厂商掌握从设计到生产的全环节, 仅在最后环节进行贴牌; OEM 厂商则完全根据品牌厂商的设计要求进行生产, 自身仅承接生产环节。国内立讯精密、歌尔股份、万魔声学等均是国内知名的 ODM/OEM 厂商, 承接包括 A 客户、华为、小米等的 TWS 耳机业务, 而万魔声学则是少有的兼具设计和生产的声学科技公司。随着行业进入爆发期, 同时整机产品价格达到传统有线耳机的 5-10 倍, 此类厂商将积极受益。下文我们讲对 ODM/OEM 厂商的行业格局展开分析。

**竞争分析: 万魔掌握耳机设计核心环节, 客户逐步多元化,**

**客户结构: 立讯、歌尔聚焦 A 客户, 万魔为小米耳机核心供应商, 间接供应华为 TWS 耳机, 未来有望拓展更多客户。**对标公司中, 立讯、歌尔主要承接 A 客户 AirPods 耳机 OEM 业务, 歌尔同时也有安卓端耳机的 ODM 业务。对于万魔而言, 自 2013 年成立初始即为小米耳机提供 ODM 业务, 长期为小米端的核心 ODM 供应商。除了传统的有线耳机, 小米近年来发布的 TWS 耳机 Air1、Air2 等均由公司主力供应, 我们预计公司 2019 年整体出货量在 500 万副左右, 叠加单价提升将显著提振公司业绩表现。华为端, 公司则是通

过 TWS 耳机模组（主要为 PCBA 板和电池）切入供应链。其他客户方面，包括 OPPO、阿里、谷歌等均是公司 TWS 产品的潜在客户。其中公司与 OPPO、阿里合作的 TWS 耳机预计于 2019 年底推出。

表 8：主流 TWS 耳机的 ODM/OEM 供应商

TWS 品牌	产品型号	2019 年出货量	ODM/OEM 厂商
苹果	AirPods1、2	约 5500 万	立讯精密(60%)、歌尔股份(25%)、英业达 (15%)
华为	FreeBuds1、2、3、荣耀 FlyPods	约 1000 万	歌尔股份、万魔声学
小米	小米 Air1、2、Airdots 青春版	约 500 万	万魔声学
Vivo	EarPhone	--	豪恩声学

资料来源：产业链调研，中信证券研究部

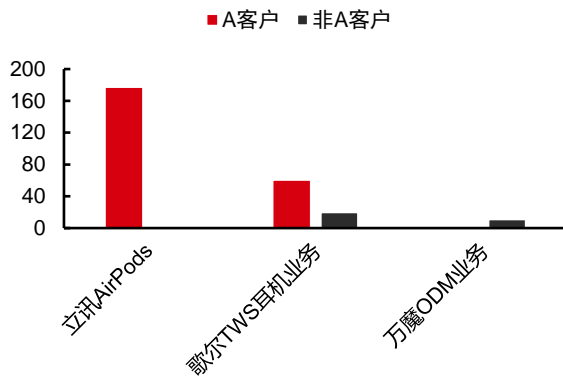
表 9：万魔声学供应小米的产品列表

产品类别	具体产品
有线耳机	 小米活塞耳机、小米活塞耳机青春版、小米活塞耳机 2、小米活塞耳机 3、小米圈铁耳机、小米胶囊耳机、小米活塞耳机基础版、小米圈铁耳机 Pro、小米降噪耳机、小米降噪耳机 Type C 版、小米活塞耳机清新版、小米双单元半入耳式耳机、小米双单元半入耳式耳机 Type C 版、小米圈铁耳机 2、小米印度基础版、小米活塞耳机印度版、小米游戏大耳机、小米头戴式耳机轻松版、小米头戴式耳机、小米活塞耳机 Type-C 版
头戴式耳机	 小米游戏大耳机、小米头戴式耳机轻松版、小米头戴式耳机
蓝牙耳机	 小米项圈蓝牙耳机、小米项圈蓝牙耳机青春版、小米蓝牙头戴耳机轻松版、小米蓝牙音频适配器、小米蓝牙 K 歌耳机、小米蓝牙项圈耳机印度版、小米头戴蓝牙耳机印度版、小米印度版头戴蓝牙耳机、小米项圈降噪、小米蓝牙项圈印度版
TWS 耳机	 小米 Air1、Air2 等
音箱	 小米蓝牙闹钟音箱、小米小爱音箱 HD、小米户外音箱

资料来源：公司公告，中信证券研究部

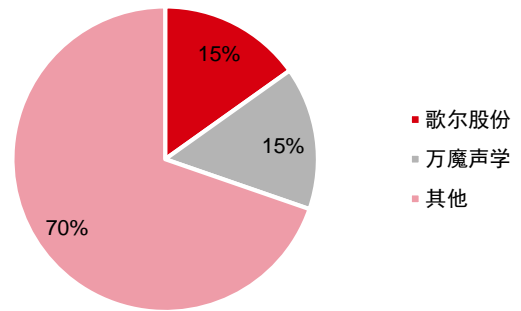
**竞争格局：苹果端供应商集中，安卓端分散，后续有望进一步集中。**目前 TWS 耳机出货中仍然以 A 客户为主，预计 AirPods 占比超过 70%，全年出货量达 5500 万副，而安卓端品牌出货则相对分散，同时由于 AirPods 价格相对安卓品牌高 1-3 倍，导致立讯、歌尔等收入规模更大，预计 2019 年 TWS 耳机收入分别达到 170/80 亿，公司目前体量相对较小，预计 2019 年 TWS ODM 业务约 10 亿元左右。我们认为随着安卓等品牌加速推进，公司 ODM 业务有望维持高增长。供应商竞争格局方面，苹果以立讯、歌尔、英业达为核心，安卓端则相对分散，我们预计 2019 年约 3500 万副非 A 端 TWS 耳机中，歌尔、万魔目前是国内前二的 ODM/OEM 厂商，今年供应量均在 500 万副左右，后续随着终端品牌集中度提升，供应商份额将得到支撑，万魔声学等头部厂商将有望受益

图 26: 2019 年立讯、万魔、歌尔 TWS 相关业务收入对比



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 27: 2019 年非 A 客户端 TWS 耳机供应商格局



资料来源: 中信证券研究部预测

**生产模式: 公司聚焦设计环节, 深度绑定制造代工厂, 具备轻资产性质。**相对于立讯、歌尔主要以自有产线进行生产 TWS 耳机等产品, 万魔主要聚焦于耳机设计环节, 包括外观、结构、电子和软件设计, 公司将制造生产环节外包给代工厂, 比如国声声学、联韵声学、朝阳电子等。因此相对于可比公司, 公司具有轻资产性质, 2016-2018 年固定资产额分别为 251/327/442 万元, 2018 年营收与固定资产比值达到 233, 远高于歌尔股份的 2。这也使得公司毛利率方面有更好表现, 2018 年 ODM 业务毛利率达到 27%, 高于可比公司水平。同时公司与代工厂深度绑定, 例如公司持有小米产品主要代工厂湖南国声声学 11% 股权, 同时东莞耳一号 (通过其切入华为耳机供应链) 亦是公司 100% 收购后转让给国声声学。

表 10: 万魔声学所处产业链环节

TWS 耳机产品	品牌商	设计环节	制造环节
AirPods	苹果	苹果	立讯精密、歌尔股份、英业达
FreeBuds 系列	华为	歌尔股份	歌尔股份
		万魔声学	国声声学等
Air 系列	小米	万魔声学	国声声学等

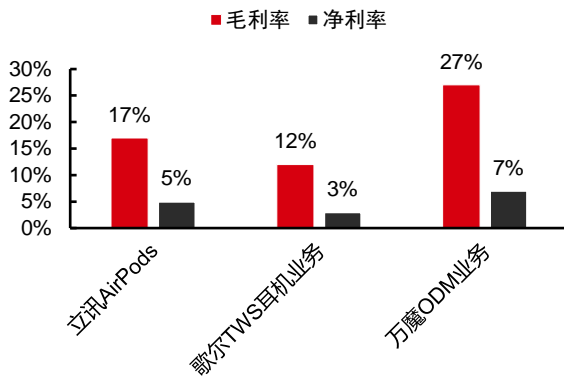
资料来源: 产业链调研, 中信证券研究部

表 11: 万魔声学与可比公司固定资产、Capex 对比

	2018			Capex		
	固定资产	营业收入	营收/固定资产	2016	2017	2018
立讯精密	95	358	4	16	35	52
歌尔股份	111	238	2	33	35	42
万魔声学	0.04	9.3	233	0.4	0.035	0.1

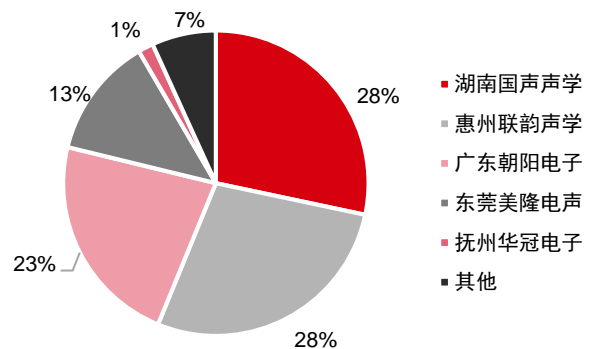
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 28：2019 年万魔与可比公司毛利率、净利率对比



资料来源：Wind，产业链调研，中信证券研究部预测

图 29：万魔声学下游代工厂分布



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**销售模式：利润分成为小米生态链通用模式，利益绑定有助于公司维持高水平品控。**区别于传统的成本加成模式，公司与大客户小米采取利润分成模式，即出厂时按成本价格销售给小米，小米将产品销售后产生的净利润按约定比例进行分配，目前分成比例在 50% 左右。我们认为，此模式将公司与大客户小米利益进行绑定，一方面有助于公司持续维持高水平品控，另一方面进一步共享智能音频行业增长红利。

表 12：小米与生态链公司典型的合作模式

项目	动力未来	华米科技	云米科技
合作模式	按照约定的成本价格将产品销售给小米，小米将产品销售后产生的净利润按约定比例分配	与小米销售交易分为两次付款安排，首次付款弥补产品的研发、生产及运输成本，二次付款按照小米对外实现销售利润的 50% 进行分配	与小米销售交易分为两次付款安排，首次付款弥补产品的研发、生产及运输成本，二次付款按照小米对外实现销售利润的 50% 进行分配
分成比例	50%	50%	50%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 收入预测：预计万魔声学 ODM 业务 2019/2020 收入达 10/16 亿

**产品结构从有线耳机转向 TWS 耳机，万魔声学 ODM 业务有望高速增长。**2018 年以前，万魔声学 ODM 以蓝牙耳机、有线耳机为主，从 2018 年开始 TWS 耳机行业开始起步，万魔声学亦成为首批设计、制造 TWS 耳机的企业，自 2017 年确立 TWS 耳机研发项目，2018-2019 年供应小米、华为（间接客户）等的 5 款 TWS 耳机产品相继出货。展望未来，产品端，高价值量 TWS 耳机项目比重进一步提升，仅 2019 年 8 月-12 月就有 6 款耳机计划量产，占有 ODM 项目一半左右；同时万魔声学也逐步导入智能音箱的 ODM 业务。客户端，万魔声学将拓展包括 OPPO、努比亚、阿里巴巴、亚马逊等知名品牌厂商，进一步推动 ODM 业绩上行。

表 13：万魔声学 ODM 业务客户及产品

主要客户	产品系列	代表性产品
小米	有线耳机、头戴式耳机、蓝牙耳机、TWS 耳机、音箱	小米活塞耳机、小米游戏大耳机、小米项圈蓝牙耳机、小米 Air 蓝牙耳机、小爱音箱等
华为（间接客户）	TWS 耳机	EW001、EW002

主要客户	产品系列	代表性产品
华硕	有线耳机	华硕入耳式耳机 1、2、3
网易	蓝牙耳机	网易云音乐氧气蓝牙耳机 PRO 版、蓝牙接收器
咕咚	蓝牙耳机	咕咚智能心率耳机 Quiet
酷我	蓝牙耳机	K2、K3 蓝牙项圈耳机
爱奇艺	有线耳机	观影小耳机
京东	蓝牙耳机、TWS 耳机	京鱼座颈挂式智能蓝牙项圈耳机、京鱼座 TWS 耳机
Amazon	有线耳机	Zebra 耳机

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 14：2019 年万魔 ODM 产品规划

	产品类别	客户名称	上市时间
截至 2019 年 5 月量产的 TWS 和智能音箱项目	TWS 耳机	M	2019 年 5 月前
	TWS 耳机	J	2019 年 5 月前
	智能音箱	M	2019 年 5 月前
	声学关键组件(TWS PCBA 板与电池)	H (间接客户)	2019 年 5 月前
	声学关键组件(TWS PCBA 板与电池)	H (间接客户)	2019 年 5 月前
2019 年 8-12 月预计发布的耳机和音箱项目	蓝牙耳机	小米	2019 年 8 月
	音箱 (预计小爱 (269 元)、小爱 Pro (299 元))	小米	2019 年 9 月
	TWS 耳机 (预计 Air2 (399 元))	小米	2019 年 9 月
	蓝牙耳机	小米	2019 年 10 月
	有线耳机	小米	2019 年 10 月
	TWS 耳机	小米	2019 年 12 月
	TWS 耳机	小米	2019 年 12 月
	TWS 耳机	小米	2019 年 12 月
	音箱	小米	2019 年 11 月
	音箱	小米	2019 年 12 月
	蓝牙耳机	小米	2019 年 12 月
	蓝牙耳机	华为 (间接客户)	2019 年 12 月
	TWS 耳机	OPPO	2019 年 12 月
TWS 耳机	阿里	2019 年 12 月	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

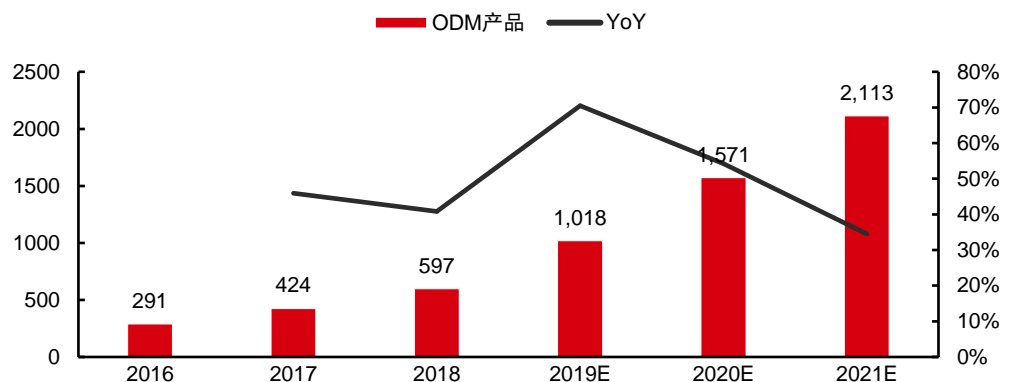
**我们预计 2019/2020 年核心 TWS 耳机 ODM 业务收入达到 7.8/13 亿元，带动整体 ODM 收入达到 10/16 亿元。**根据公司测算，2019 年国产安卓手机品牌 TWS 耳机出货量预计在 1500-2000 万部区间，其中万魔份额约 500 万部。展望后续，OPPO、vivo 紧跟华为、小米加速 TWS 耳机布局，预计 2020 年安卓品牌 TWS 耳机出货量有望超过 3000 万部，万魔对应份额预计达到 900 万部，对应收入 13 亿元。受益于 TWS 业务爆发，我们预计万魔声学 2019/2020 年 ODM 收入达到 10/16 亿元，同比增长 70%/60%。

表 15：万魔声学 TWS 耳机代工业务测算

	2019	2020	2021
HOVM 手机出货量（百万部）	575	638	679
TWS 耳机渗透率	3%	5%	8%
HOVM 品牌 TWS 耳机（百万部）	17	32	54
万魔整体份额	30%	27%	25%
万魔出货量（百万部）	5	9	14
单价（元）	150	150	150
万魔收入（百万元）	776	1291	2038

资料来源：中信证券研究部预测

图 30：万魔声学 ODM 业务收入预测（单位：百万元）



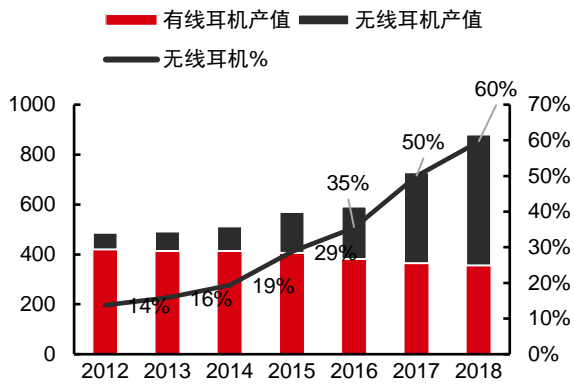
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 自有品牌业务：国内市场逐步打开，打造领先国产声学品牌

### 行业概览：耳机无线化、智能化趋势确立，万魔市场逐步打开

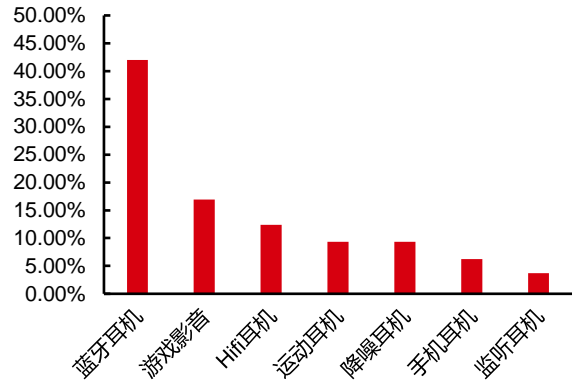
**品牌耳机趋势：无线化、智能化，万魔紧跟行业趋势。**品牌耳机主要由传统声学厂商供应，相对于上文提到的手机厂商、互联网厂商通过 TWS 耳机布局语音入口，传统声学厂商在耳机领域深耕多年，耳机款式包括有线耳机、头戴式耳机、颈挂式耳机等多个类别，代表公司包括索尼、Bose、Beats、森海塞尔等。近年来，无线化、智能化趋势日益显著，根据中国电子音响行业协会数据，2018 年国内无线蓝牙耳机产值已经达到 525 亿元，占总耳机产值的 60%，同时用户端也愈加关注蓝牙耳机功能，ZOL 耳机数据显示关注度超过 40%，远高于第二位的游戏影音功能。从索尼等品牌耳机巨头历年发布情况也可以看出，无线耳机以及后续的 TWS 耳机已经成为厂商主推产品。万魔从 2015 年开始切入自有品牌耳机业务，紧跟行业趋势，2018 年起加速无线耳机研发及推广，其中两款 TWS 耳机分别为 Stylish（499 元）以及主动降噪款（1299 元）。

图 31: 无线耳机占比持续提升



资料来源: 中国电子音响行业协会, 中信证券研究部

图 32: 2019H1 耳机产品功能关注比例



资料来源: ZOL, 中信证券研究部

表 16: 2016-2019 年索尼、万魔声学耳机类产品发布情况

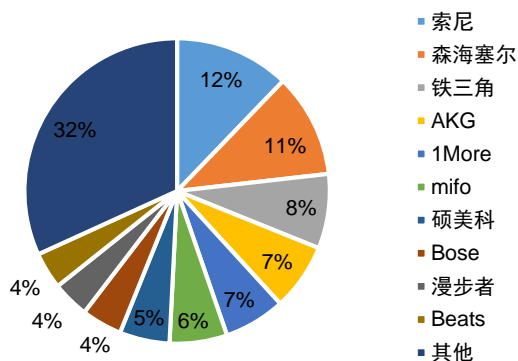
时间	耳机类产品	特点	图示	时间	耳机类产品	特点	图示
索尼				万魔			
2016.1	h.ear on Wireless NC	无线		2015.12	1MORE 万魔轻智能头戴式耳机	无线	
	h.ear in Wireless	无线			1MORE 万魔蓝牙运动耳机	无线	
2016.2	Xperia Ear	无线、单耳		2016.9	1MORE 双单元耳塞式耳机	有线	
2016.9	MDR-1000X	无线、降噪			1MORE 三单元头戴式耳机	有线	
2017.1	原型仿真模组	无线、降噪		2017.1	四单元圈铁耳机	有线	
		TWS			1MORE True Wireless 蓝牙耳机	TWS、降噪	
2017.2	Xperia Ear Open Style Concept	TWS		2017.7	Spearhead VR 电竞头戴式耳机	无线	
2017.8	WF-1000X	TWS、降噪		2018.8	1More Stylish 双动圈颈挂式蓝牙耳机	无线	
	WI-1000X	无线、降噪			1More Stylish 时尚真无线耳机	TWS	
	WH-1000XM2	无线、降噪			1More Stylish 双动圈入耳式耳机	有线	

时间	耳机类产品	特点	图示	时间	耳机类产品	特点	图示
	索尼				万魔		
2018.1	WF-SP700N	TWS、防水		2019.1	1More 三单元圈铁蓝牙耳机	无线	
	WI-SP600N	防水、降噪			1More 高清降噪圈铁蓝牙耳机	无线	
2018.2	Xperia Ear Duo	TWS			1More 双单元真无线降噪耳机	TWS、降噪	
2018.8	WHX 1000XM3	无线、降噪			1MORE 真无线降噪耳机	TWS、降噪	
	WF-SP900	防水、防尘			1MORE 五单元动铁耳机	无线	
2019.9	WI-1000XM2	无线、降噪					

资料来源：索尼、万魔声学官网，中信证券研究部

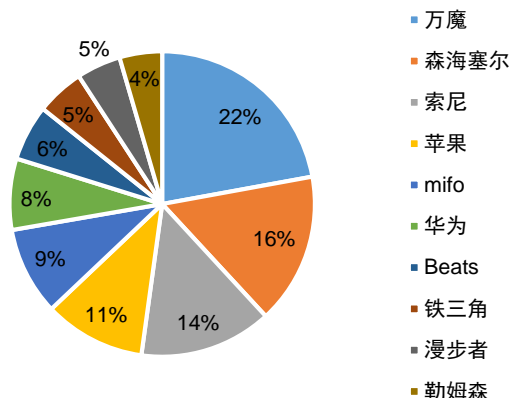
**品牌耳机市场格局：传统声学厂商仍是市场主力，万魔品牌国内知名度正在打开。**在品牌耳机方面，传统国际声学大厂仍然是市场主力，根据 ZOL 声学数据，2018 年索尼、森海塞尔、铁三角占据国内耳机市场品牌关注度前三名，国产品牌中万魔声学排名第五，漫步者排名第九。近年来，万魔声学通过 1、全品类布局，差异化定位国内中高阶产品；2、海外打开知名度，再主攻国内市场；3、联合周杰伦、吴青峰等参与推广宣发；4、“线上+线下”双渠道销售等措施积极开拓国内市场，数据显示 2019 年 9 月万魔品牌关注度已跃升至首位。下文我们将对万魔声学四个维度的竞争力展开叙述。

图 33：2018 年中国耳机市场品牌关注度



资料来源：ZOL，中信证券研究部

图 34：2019 年 9 月中国耳机市场品牌关注度



资料来源：ZOL，中信证券研究部

**竞争力分析：准确产品定位填补国内空白，独到市场策略有助于提升知名度**  
**产品类别全覆盖，定位准确**



万魔声学分为 1More 品牌和 omthing 品牌，覆盖中高端和中低端声学产品。万魔声学主品牌为 1MORE，对应二十余款中高阶耳机产品，包括头戴式、TWS、颈挂式等；万魔声学于 2019 年 7 月推出子品牌 omthing，定位中低阶声学产品及周边配件，目前总共四款产品包括旅行充电线（59.99 元）、半入耳线控耳机（29.90 元）、蓝牙音箱（129.99 元）、快充充电器等。

图 35：万魔声学品牌规划



资料来源：万魔声学，中信证券研究部

**耳机产品差异化定位，聚焦国内中高端产品。**（1）对比万魔 ODM 产品：自牌业务整体价格高于 ODM 产品，自牌业务主要为 99-199-399 美元区间，ODM 业务则分布在 99-199-399 人民币区间，覆盖价位段不同，不会对万魔声学自牌业务产生竞争；（2）对比其他品牌耳机厂商：国内耳机市场趋于两极化，高端产品主要为森海塞尔、索尼、Beats 等品牌，低端产品则以山寨品牌为主。万魔声学耳机立足性价比，差异化定位于国内中高端产品。我们认为，万魔声学差异化定位有利于填补国内该档位产品空白，同时迅速提高品牌认知度。

表 17：万魔、索尼、Bose 自牌产品与价格

产品类别	万魔		索尼		Bose	
	产品型号	价格	产品型号	价格	产品型号	价格
TWS	1MORE E1029BT	预备上市	WF-SP900 防水	1999	SoundSport Free	1699
	主动降噪款	1299	WF-SP700N 降噪防水	1499		
头戴式耳机	1MORE Stylish TWS	499	XEA20 开放式	2399		
	1MORE 三单元头戴式	1299	WH 系列蓝牙降噪	1199-2899	Bose 700 蓝牙降噪	2999
	1MORE Spearhead VRX 电竞耳机	1299	WH 系列蓝牙	399-549	QuiteComfort 35 II 蓝牙降噪	2299
	1MORE 头戴式耳机	299			SoundLink 蓝牙	1999
项圈式蓝牙耳机	1MORE Stylish 蓝牙耳机	269	WI-1000X 蓝牙降噪	2299	QuietControl 30 蓝牙降噪	2498
	1MORE Spearhead VR BT 电竞蓝牙耳机	499	WI-C600N 蓝牙降噪	1199	SoundSport 蓝牙	1388
	1MORE 三单元蓝牙耳机	799	WI-H700 蓝牙	1399	SoundSport Pulse 蓝牙	1788
	1MORE 降噪蓝牙耳机	799	WI-C400 蓝牙	499		
入耳式线控耳机	1MORE 四单元圈铁	1299	IER 发烧友系列	4499-12999	QC20 降噪	2098
	1MORE 三单元圈铁	599	XBA 发烧友系列	999-2599	SoundSport	750

产品类别	万魔	索尼	Bose
1MORE Stylish 双动圈	169	MDR 入门通话系列	129-399
1MORE 双单元圈铁	129		
1MORE 入耳式耳机	99		
1MORE 活塞耳机	59		

资料来源：万魔声学、索尼、Bose 官网，中信证券研究部

### 优先海外建立品牌基础，后续主攻国内市场

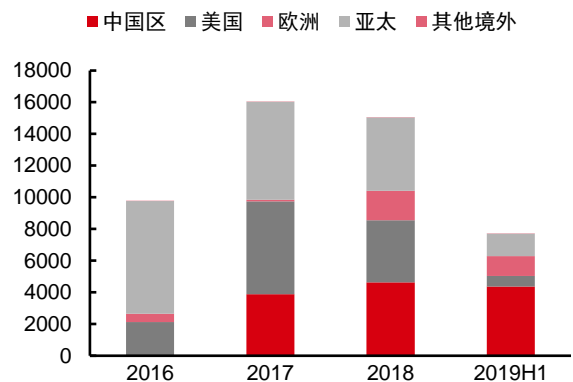
**立足海外拓展国内，自牌业务后续可期。**万魔声学自 2015 年创立自牌业务后，由于国内市场对于传统耳机品牌忠诚度较高，市场开拓较难，战略性转移至美国为核心的海外市场。2015 年至今，万魔声学凭借高性价比耳机产品逐步打开知名度，产品获得德国 iF 设计奖、德国红点设计奖、美国 IDA 时尚设计奖、日本 VGP、美国 CES 创新设计奖等 58 项国内外奖项。2017 年起，万魔声学从海外市场转回国内，业务逐步起步，2017/2018/2019H1 国内收入分别达到 0.39/0.46/0.44 亿元，占当期自牌业务总营收的 24%/31%/57%。

图 36：万魔声学所获奖项



资料来源：公司公告

图 37：万魔自牌业务主要地区收入情况 (单位：万元)



资料来源：万魔声学公告，中信证券研究部

### 联合周杰伦、吴青峰进行推广，提升国内品牌知名度

**周杰伦亦是万魔股东，与万魔声学利益绑定。**万魔在 2016 年底收购周杰伦旗下 Tiinlab 公司，周杰伦相应成为万魔股东，与万魔声学利益绑定。根据公告，周自 2018 年 9 月起与万魔声学签订协议成为品牌形象代言人，代言期截止 2020 年 12 月 31 日，代言费用约 730 万元，同时周也是万魔声学首席创意官。此外，万魔声学邀请知名艺人吴青峰作为公司自牌 TWS 耳机的品牌代言人。两者共同强化了万魔声学自牌产品年轻、时尚的品牌定位，形成一定品牌优势。

### 基于线上拓展线下，全方位拓展销售渠道

对于自牌产品的销售，万魔声学采取线上销售+线下体验/销售的模式。线上渠道方面，万魔声学进驻天猫、京东、唯品会等主流电商平台，根据我们对天猫平台统计，万魔声学自牌产品相对于国际大厂索尼、Bose 以及国内知名厂商漫步者已有一定的竞争力。线下渠道方面，万魔声学国内营销渠道已覆盖 26 个省份及港澳台地区，超过 3,000 个的线

下体验网点，海外渠道也已拓展至美国、加拿大、英国、德国、意大利、西班牙、日本、韩国、印度等 28 个国家和地区。线上+线下渠道结合，万魔声学有望复制小米模式快速推开自有品牌知名度。

图 38：万魔声学线下体验店布局



资料来源：万魔声学

### 公司分析：自有品牌持续发力，预计收入稳增长，利润贡献尚有限

**收入方面，预计自牌业务保持稳定增长。**参考智能手机市场，自牌业务的成长驱动性在于产品的持续迭代以及品牌知名度。根据公告，2019 年 8 月-12 月万魔声学尚有 5 款自牌产品待上市，包括 2 款 TWS 耳机、2 款蓝牙耳机以及 1 款音箱，相对于上半年 1 款 TWS 耳机数量上有显著提升，产品迭代处于加速过程。同时在品牌知名度上，目前万魔耳机已处于国内第一梯队，后续在出货量上预期将有所表现。我们假设万魔声学自牌业务收入保持稳定增长，预计 2018/2019/2020 年收入 1.5/2.2/3.1 亿元。

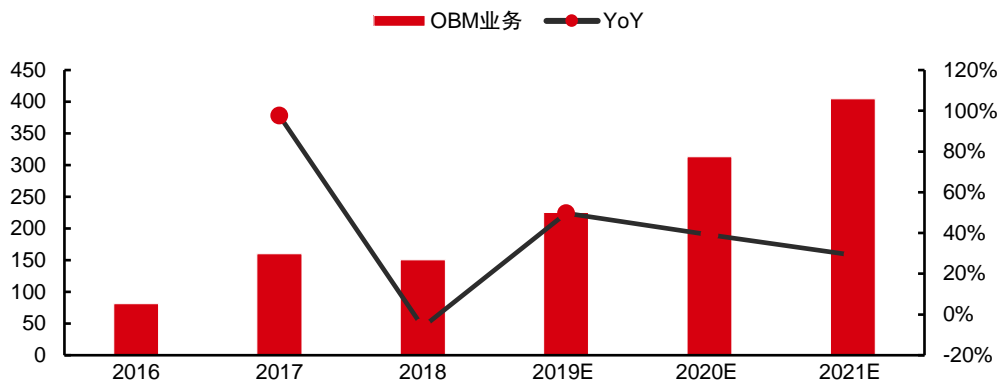
**利润方面，受销售等期间费用拖累，目前尚处于亏损状态，预计随着收入规模增长将逐步好转。**如前文所述，万魔声学自牌业务仍处于拓展阶段，销售等期间费用仍较高，2016-2018 年自牌业务销售费用分别为 0.34/0.55/0.50 亿元，占自牌业务收入比例为 41%/34%/34%，可比公司漫步者约为 10%左右，导致公司目前自牌业务仍处于亏损阶段。展望后续，我们认为现阶段更高的销售费用代表激进的市场拓展策略，未来有望逐步转化为收入，同时增厚利润表现。

表 18：2019 年下半年万魔声学自牌业务产品规划

产品线	专案代码	预计上市时间
音箱	S11001BT（便携蓝牙音箱（699 元））	2019 年 8 月（已上市）
TWS 耳机	E1029BT	2019 年 10 月
TWS 耳机	E1022BT	2019 年 11 月
蓝牙耳机	ESD6001B	2019 年 12 月
蓝牙耳机	EHD9001BA	2019 年 12 月

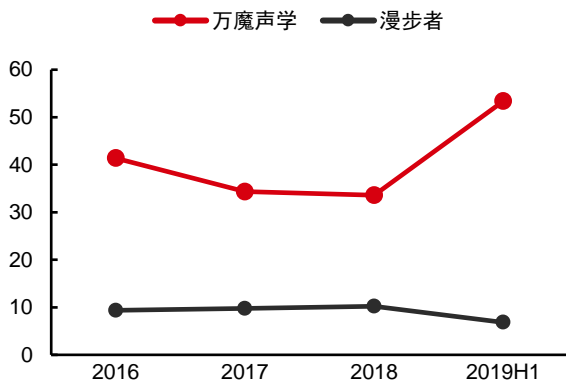
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39: 万魔声学自牌业务收入预测 (单位: 亿元)



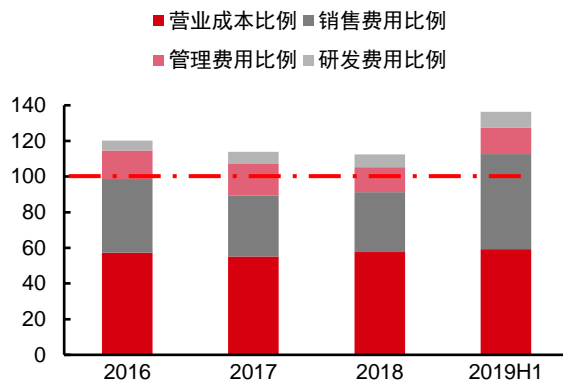
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 40: 万魔声学自牌业务销售费用率与漫步者对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 自牌业务各项费用占自牌收入比例 (单位: %)

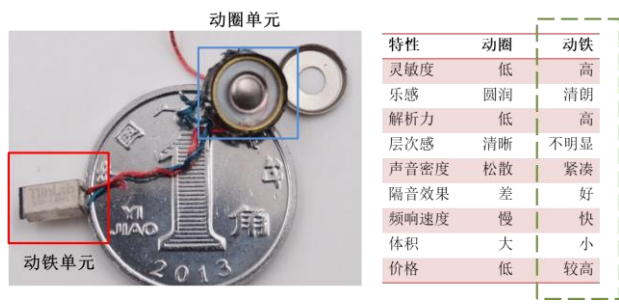


资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 声学组件业务: 间接供应华为 TWS 耳机, 预计 2019 年收入 4.7 亿元

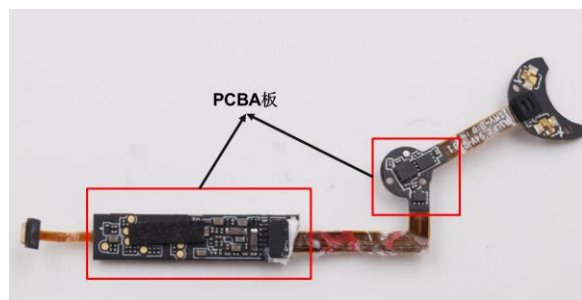
从动铁业务到 TWS 耳机模组业务, 切入华为供应链迎来阶段高增长。万魔声学 2016-2017 年的声学组件业务主要为动铁模组, 收入规模相对较小, 两年分别 0.58/0.32 亿元。自 2018 年开始公司通过供应 TWS 耳机模组 (PCBA 板和电池) 给东莞耳一号切入华为供应链, PCBA 板为 TWS 耳机核心组件, 集成声学、射频、天线、电池驱动等模块, 预计成本占比超过 60%, 因此公司组件业务收入获得较快增长, 2018 年跃升至 1.8 亿, 2019H1 达到 2.6 亿。展望未来, 华为于近期成立声学部门, 我们预计华为 TWS 耳机业务模式将是自行设计+外包 EMS, 部分耳机产品可能采取外包 ODM, 万魔声学在现有声学组件业务基础上具备承接 ODM 业务的可能, 预计 2019/2020 年声学组件收入分别为 4.7/5.7 亿元。

图 42: 动圈单元和动铁单元区别



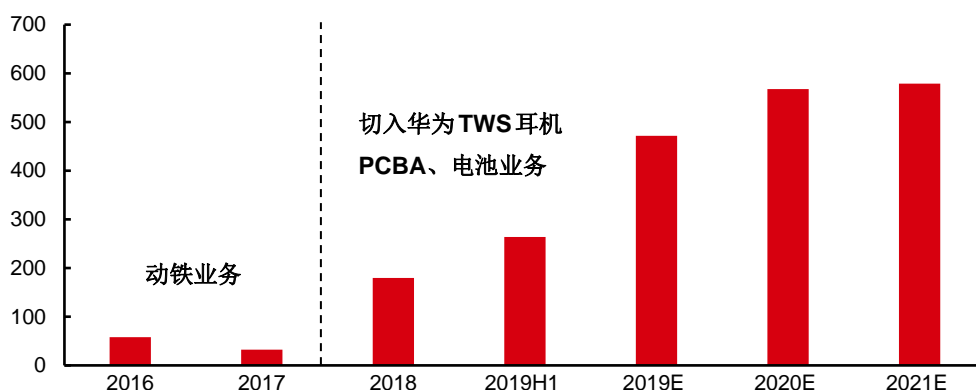
资料来源: 我爱音频网, 中信证券研究部

图 43: TWS 耳机的 PCBA 板示意图



资料来源: 我爱音频网, 中信证券研究部

图 44: 万魔声学自牌业务收入预测 (单位: 百万元)



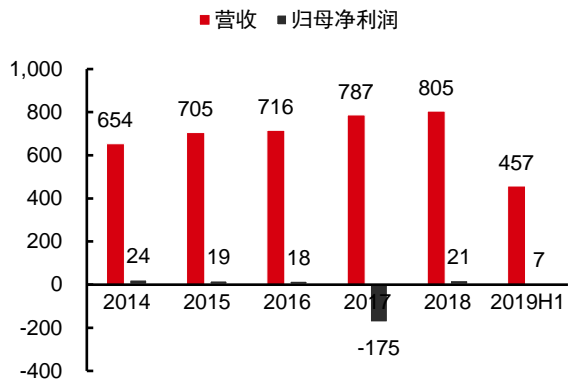
资料来源: 公司公告 (含预测), 中信证券研究部

## ■ 重组优势分析: 整合技术+管理, 组件+整机共发展

### 产业协同, 业务互补

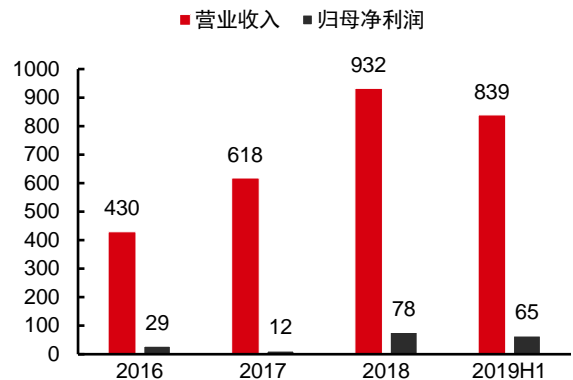
共达与万魔声学处于产业链上下游, 整合后有望实现业务协同。万魔声学与共达电声均处于声学行业。资产重组完成后, 万魔声学的资产业务将整体注入共达电声, 发挥上下游产业链协同效应, 形成组件+整机的产业布局。在生产方面, 万魔声学耳机整机所需的喇叭、动铁、动圈、传感器等零组件以及 PCBA 组装可以由共达协助完成, 通过关键元器件自制和关键工序自控降低生产成本; 产品方面, 共达电声的主要产品将从原有声学零组件拓展到有线/无线耳机、智能音箱等产品, 其原有的声学零件、模组业务将与万魔声学业务形成良好的互补。

图 45: 共达电声营收与归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 46: 万魔声学收入及归母净利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 47: 万魔声学和共达电声合并后产业结构



资料来源: 万魔声学

### 整合管理、制造经验, 技术储备深厚

万魔声学实控人谢冠宏拥有多年声学等电子产品制造经验。谢冠宏先生具有三十余年丰富的电子、电声行业经验。1987 年联合创办显示器厂商美格科技 (台湾)。2003 年入职富士康集团, 主导苹果 iPod 以及亚马逊 Kindle 产品线, 业内称其为 Kindle 之父, 并且是富士康最年轻的事业部总经理。2013 年离开富士康, 创办加一联创公司, 即万魔声学前身, 聚焦耳机产品。谢冠宏先生深耕电子产品领域数十年, 在声学设计、电子制造、品质管控、供应链管控方面拥有深厚的经验, 将有助于提升公司产品市场竞争力。

表 19: 谢冠宏先生工作经历

时间	工作经历	成就
1987	联合创办美格科技股份有限公司 (台湾), 任职执行副总经理	全球 CRT 显示器著名品牌美格 (MAG) 的创办人之一
2003	入职富士康集团, 曾任职 iDPBG 事业群总经理特助和副总经理、TMSBG 事业群级总经理	主导 iPod、Kindle 产品线, 富士康最年轻的事业部总经理
2013	创办万魔声学科技有限公司, 任职董事长和总经理	中国耳机行业第一; 小米活塞耳机之父
2018	现任国家级高新技术企业、中国电子元件百强企业上市公司共达电声股份有限公司董事长、万魔声学	“中国经济十大杰出人物”荣誉称号

时间	工作经历	成就
	科技有限公司 (1MORE Inc.) 创始人及董事长	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**管理团队为富士康班底，行业背景雄厚，具备声学领域技术储备。**除了上文提到的谢冠宏先生，董事兼自牌业务负责人林柏青先生，曾任职富士康研发 ID 等，经手联想 PAD、乐视电视等项目；董事兼 ODM 业务负责人章调占，曾任职富士康生产品控；董事兼声学研发总监邱士嘉曾任职富士康音频研发团队。核心技术人员包括邱士嘉、黎懋紘、徐世琛、高铭坤四位，分别负责整体声学研发、AI 算法、ID 设计、软件/硬件研发岗位。核心团队具备深厚声学领域研发、制造经验，将协助公司准确把握发展方向。

表 20：公司核心团队介绍

	姓名	曾任职	当前任职	备注
高管团队	谢冠宏	富士康集团	董事长	主导 iPod、Kindle 产品线
	林柏青	富士康集团	董事、1MORE 自有品牌业务负责人	主导联想 PAD、乐视电视等项目
	章调占	富士康集团	董事、万魔 ODM 业务负责人	
	邱士嘉	富士康集团	董事、声学研发总监	具有近二十年电声产品设计与制造经验。曾任富士康声学研发经理、声学技术委员会总干事
	乔超	中兴通讯	董事、财务总监	
核心技术团队	邱士嘉	富士康集团	董事、声学研发总监	
	黎懋紘		AI 算法负责人	模拟耳机降噪模组、移动电话车载方案、音效与音频接口底层整合等方面取得多项专利。
	徐世琛		ID 设计负责人	具有 15 年产品开发设计经验，曾获美国设计协会全美设计比赛 IDEA 金牌。
	高铭坤	万芯技术、卓荣集成电路	软、硬件研发负责人	从事蓝牙芯片设计工作。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

重组失败风险；行业竞争加剧；新品推广不及预期；研发进展不及预期

## ■ 关键假设和盈利预测

### 关键假设

1. 本部声学零组件由于整合效应增速加快，预计 2019/2020 年增速分别为 30%/20%。
2. 毛利率方面假设随着整合开展有望触底回暖，假设 2019/2020 年分别为 25.30%/25.40%。

## 盈利预测

公司在声学领域具备研发积累和产业经验，携手万魔声学后有望进一步打开公司产品在终端厂商的应用。我们预测公司本部 2019-21 年净利润为 0.23/0.38/0.51 亿元，万魔声学净利润为 1.6/2.7/3.5 亿元，假设 2020 年并表，相应 2019-2021 年备考 EPS 为 0.06/0.33/0.43 元。考虑 TWS 行业成长动能充足，万魔声学作为国内 ODM 主流供应商（下游客户优质），未来发展向好，同时考虑其自牌业务估值溢价，我们给予 2020 年合并后公司 45 倍 PE，对应目标价 15.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 21：共达电声与万魔声学收入预测（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营收</b>	<b>805</b>	<b>1046</b>	<b>3711</b>	<b>4544</b>
共达电声	805	1046	1255	1444
万魔声学	932	1719	2456	3100
万魔-ODM 产品	597	1018	1571	2113
万魔-自主品牌	150	225	313	405
万魔-声学组件	180	472	568	579
其他	4	4	4	4
<b>YoY</b>	<b>2%</b>	<b>30%</b>	<b>255%</b>	<b>22%</b>
共达电声	2%	30%	20%	15%
万魔声学	51%	84%	43%	26%
万魔-ODM 产品	41%	70%	54%	35%
万魔-自主品牌	-6%	50%	39%	29%
万魔-声学组件	458%	162%	20%	2%
其他	181%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测



**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	787	805	1,046	1,255	1,444
营业成本	571	601	782	937	1,076
毛利率	27.44%	25.33%	25.30%	25.40%	25.50%
营业税金及附加	12	12	15	19	21
销售费用	20	19	25	30	34
营业费用率	2.53%	2.33%	2.35%	2.40%	2.36%
管理费用	178	148	194	225	260
管理费用率	22.62%	18.41%	18.50%	17.90%	18.00%
财务费用	21	14	8	7	5
财务费用率	2.61%	1.75%	0.75%	0.54%	0.36%
投资收益	0	19	0	0	0
营业利润	-179	22	22	39	51
营业利润率	-22.69%	2.76%	2.06%	3.12%	3.54%
营业外收入	0	0	3	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	-180	21	23	39	52
所得税	-5	0	1	1	1
所得税率	2.61%	0.24%	2.62%	1.83%	1.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	-175	21	23	38	51
净利率	-22.23%	2.65%	2.18%	3.07%	3.51%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	114	96	146	169	202
存货	174	200	246	285	316
应收账款	209	243	295	355	417
其他流动资产	20	26	39	38	48
流动资产	517	564	726	848	982
固定资产	401	344	320	295	266
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	107	105	105	105	105
其他长期资产	75	88	88	88	88
非流动资产	583	537	513	487	459
资产总计	1,100	1,101	1,239	1,335	1,442
短期借款	255	222	234	213	192
应付账款	199	215	289	336	389
其他流动负债	149	166	195	228	251
流动负债	602	604	719	776	832
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	30	9	9	9	9
非流动性负债	30	9	9	9	9
负债合计	633	612	728	785	841
股本	360	360	360	360	360
资本公积	64	64	64	64	64
归属于母公司所有者权益合计	467	489	511	550	601
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	467	489	511	550	601
负债股东权益总计	1,100	1,101	1,239	1,335	1,442

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	-180	21	23	39	52
所得税支出	5	0	-1	-1	-1
折旧和摊销	76	75	43	46	48
营运资金的变化	-12	-41	-10	-19	-22
其他经营现金流	185	5	10	6	2
经营现金流合计	74	60	66	71	79
资本支出	-40	-41	-20	-20	-20
投资收益	0	19	0	0	0
其他投资现金流	-48	-2	0	0	0
投资现金流合计	-88	-25	-20	-20	-20
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	802	807	12	-22	-21
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-845	-849	-8	-7	-5
融资现金流合计	-43	-42	4	-28	-26
现金及现金等价物净增加额	-58	-7	50	23	33

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	9.90%	2.27%	30.00%	20.00%	15.00%
营业利润增长率	-1674.49%	N/A	-3.08%	82.19%	30.51%
净利润增长率	-1071.32%	N/A	6.89%	68.70%	31.74%
毛利率	27.44%	25.33%	25.30%	25.40%	25.50%
EBITDA Margin	-195.39%	-226.18%	-33.53%	22.98%	14.29%
净利率	-22.23%	2.65%	2.18%	3.07%	3.51%
净资产收益率	-37.43%	4.37%	4.46%	7.00%	8.44%
总资产收益率	-15.90%	1.94%	1.84%	2.88%	3.52%
资产负债率	57.52%	55.63%	58.72%	58.82%	58.34%
所得税率	2.61%	0.24%	2.62%	1.83%	1.56%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。