

漫步者 (002351)

产品升级放量较缓 不改云音响布局初衷

——中小盘信息更新报告

	孙金钜 (分析师)	刘易 (分析师)	王永辉 (分析师)
	021-38674757	021-38674878	021-38674743
	sunjinju008191@gtjas.com	Liuyi014913@gtjas.com	wangyonghui@gtjas.com
证书编号	S0880512080014	S0880515080001	S0880514080004

本报告导读:

公司上半年收入略减, 净利同比增 11%, 符合预期。考虑市场整体估值中枢下沉, 目标价调至 40.3 元, 维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级, 目标价 40.3 元。**考虑到公司传统产品向云音响产品升级放量过程周期长于之前预期, 我们修正 15-17 年预测 EPS 为 0.40/0.55/0.77 元 (原预测值为 0.51/0.75/1.04 元)。虽公司业务、新品投放、外延合作等举措仍按部就班地进行, 但考虑到市场整体估值中枢下沉, 参考相对估值法, 下调目标价至 40.3 元, 维持“增持”评级。我们依旧看好公司今年云音响生态系统的定位和实现进度。
- **收入规模略有缩减, 净利增速处预测区间上限。**公司实现营收 3.11 亿元, 同比下滑 7.44%, 实现净利润 5355 万元, 较去年同期增长 11.03%。公司净利增幅接近之前 1-6 月业绩预计区间-10%-20%的上限, 符合市场预期。收入规模略有下滑主要归因于传统多媒体音箱仍处于行业下行趋势, 而升级产品云音响上半年尚未规模出货, 我们预计下半年会有小批量出货, 并借助合作方互联网巨头的电商销售而将在明年迎来销量爆发。毛利率较高的耳机和汽车音响上半年销量持续增长, 加之管理销售费用的有效控制, 为公司盈利能力提升添砖加瓦。
- **云音响生态系统势在必行, 智能家居或是最先落地场景。**漫步者作为云音响生态系统的国内领创者, 在“硬件-平台-内容”全产业链布局中有望占据关键两环。公司的云音响在智能家居环境下的应用将最能体现其相较蓝牙音箱的优势, 而融入模式或寻求类 JD+ 的模式, 我们认为与互联网巨头合作, 加入智能家居联盟将更能快速巩固其音频入口的地位。
- **催化剂:** 公司外延或合作模式补足云音响生态平台环节。
- **核心风险:** 音箱业务产品升级低于预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	734	681	824	1,228	1,753
(+/-)%	-7%	-7%	21%	49%	43%
经营利润 (EBIT)	58	54	87	140	217
(+/-)%	-20%	-7%	61%	61%	54%
净利润	85	92	118	162	226
(+/-)%	-13%	9%	27%	38%	39%
每股净收益 (元)	0.29	0.31	0.40	0.55	0.77
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	7.9%	8.0%	10.6%	11.4%	12.4%
市盈率	61.5	56.6	44.5	32.3	23.1
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 40.3

上次预测: 81.60

当前价格: 17.80

2015.08.28

中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

王永辉 (分析师): 021-38674743

证书编号: S0880514080004

邮箱: wangyonghui@gtjas.com

郭睿哲 (分析师): 021-38674945

证书编号: S0880513080020

邮箱: guoruizhe@gtjas.com

刘易 (分析师): 021-38674878

证书编号: S0880515080001

邮箱: liuyi014913@gtjas.com

吴璋怡 (研究助理): 021-38674624

证书编号: S0880115030046

邮箱: wuzhangyi@gtjas.com

王政之 (研究助理): 021-38674944

证书编号: S0880115060007

邮箱: wangzhengzhi@gtjas.com

任浪 (研究助理): 021-38675861

证书编号: S0880115040046

邮箱: renlang@gtjas.com

熊昕 (分析师): 021-38676715

证书编号: S0880512110002

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com

相关报告

《云音箱生态三占其二 深度布局着眼发力》2015.08.18

《云音响生态构建提速 上调目标价至 81.6 元》2015.06.15

《宽带提速降价 云音响生态布局加快》2015.05.20

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		