

雷柏科技-无线键鼠市场领跑者

雷柏科技

- **无线键鼠领导厂商。**雷柏科技是电脑无线外设技术领域的专业厂商，致力于向全球 PC 使用者提供高性能、高品质的无线电脑外设产品。公司产品涵盖鼠标、键盘、音频产品及电脑游戏周边产品。公司自主品牌产品得到国内市场的认可，目前在无线键鼠行业市场占有率排名第一。公司以无线为主，有线为辅，在 2.4G 无线连接、无延迟、免对码智能连接、蓝光寻迹、省电等技术应用方面居于行业领先水平。
- **键鼠市场稳定增长，无线替代有线使无线键鼠市场快速增长。**ZDC 报告显示，2008 年、2009 年中国键鼠市场销量增长率分别为 8.8%和 12.1%。ZDC 预测 2010 年-2012 年，中国键鼠市场的增长率分别为 17.9%、23.3%和 26.1%，2012 年市场容量将上升到 5012 万套。从连接方式上看，有线产品目前仍拥有较大优势，但根据 ZDC 预测显示，到 2012 年，中国键鼠市场中无线产品占比将上升到 44.13%，无线键鼠对有线键鼠的替代将使无线键鼠市场以更快的速度增长。
- **公司竞争优势明显，毛利率稳中有升。**2009 年，在中国市场最受用户关注的十五大鼠标品牌分布中，“雷柏”超过微软和雷蛇，排名上升至第 3 位。从品牌关注变化趋势来看，罗技和微软近三年关注度下滑明显，雷柏品牌则保持了强劲的增长势头。2008 年-2010 年公司综合毛利率分别为 24.1%、31.0%和 32.3%，逐年递增且已接近罗技 35%的毛利率，处于较高的行业水平。自主品牌“雷柏”产品附加值较高，且“雷柏”系列产品销售增长迅速，收入占比逐年提高，同时考虑到无线键鼠市场的快速增长，公司毛利水平将维持稳中有升的趋势。
- **募投项目将解决产能瓶颈。**公司产能利用率和产销率常年位于高位，产能瓶颈严重制约公司发展，此次预计募集资金 4.79 亿元，投资于键鼠产品建设等 5 个项目，达产后预计新增键鼠年产能 2500 万套，将有效缓解产能瓶颈。
- **预计公司 2011 年-2012 年每股收益分别为 1.16 元、1.66 元，动态市盈率为 32x、22x。**参考计算机设备板块的估值水平，我们认为 38 元的发行价格较为合理，且有一定安全边际。预计首日上市价格在 37 元-40 元之间。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	269.4	323.0	561.6	649.4	819.1	1,167.0
营业收入增长率（%）	NA	19.9%	73.9%	15.6%	26.1%	42.5%
营业利润（百万元）	30.2	46.4	117.2	139.2	188.8	275.6
营业利润增长率（%）	NA	53.4%	152.9%	18.7%	35.7%	45.9%
净利润（百万元）	28.2	38.1	93.4	110.1	148.0	212.9
净利润增长率（%）	NA	35.0%	145.0%	17.9%	34.4%	43.9%
营业利润率（%）	11.2%	14.4%	20.9%	21.4%	23.1%	23.6%
每股收益（元）	0.22	0.30	0.73	0.86	1.16	1.66
每股净资产（元）	0.36	0.76	1.49	2.35	3.51	5.17
PE (X)	172.3	127.6	52.1	44.2	32.9	22.8
PB (X)	106.7	49.9	25.5	16.2	10.8	7.3
ROE（%）	123.8%	53.2%	64.7%	44.8%	39.5%	38.3%

首次

不评级

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

联系信息：

010-59707103

kzy@longone.com.cn

联系人：郑永双

联系信息：

010-59707117

zhengys@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 4 月 26 日

调研：无

价格

发行价：38 元

预测上市价：37 元-40 元

公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.73	0.86	1.16	1.66
PE	52.1	44.2	32.9	22.8
PB	25.5	16.2	10.8	7.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

公司概况

雷柏科技是电脑无线外设技术领域的专业厂商，致力于向全球PC使用者提供高性能、高品质的无线电脑外设产品。公司的经营范围是：生产经营鼠标、键盘、工模具；从事电脑软件开发。生产经营音频产品及配件、电脑游戏周边产品。2007年及以前，雷柏科技主要为国外客户提供贴牌生产服务；2007年，公司开始推出“雷柏”自主品牌键鼠产品；2008年，自主品牌产品迅速得到国内市场的认可，目前在国内无线键鼠行业市场占有率排名第一。公司拥有2.4G无线系列、蓝牙无线系列、游戏V系列和有线N系列等多个系列产品，以无线为主，有线为辅，在2.4G无线连接、无延迟、免对码智能连接、蓝光寻迹、省电等技术应用方面居于行业领先水平。下图展示了公司部分产品：

图 1. 公司主营产品

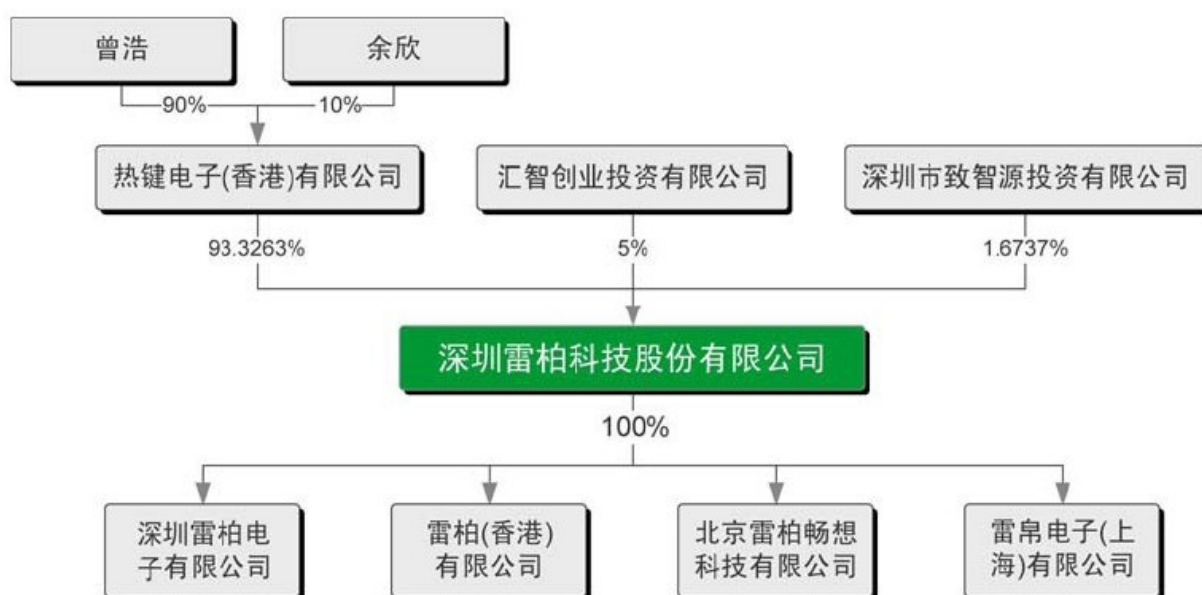
	7100 NANO 无线迷你光学鼠标 2.4GHz零延迟无线传输 - 光栅对码的智能连接技术 - 额外四键实现“前进”“后退”功能 500/1000dpi可调节的超精密激光引擎 - NANO超迷你应用接收器 - 电源开关 目标群体：电竞迷、上网冲浪用户		N1000 有线光学鼠标 - 高精度光学寻迹引擎 - 静音滚轮 - 贴心的鼠标内置配重 - 左右手通用的鼠标对称设计 - 安装简便 目标群体：办公、网吧
	8800 超薄背光键盘鼠标 2.4GHz零延迟无线传输 - 光栅对码的智能连接技术 - 额外四键实现“前进”“后退”功能 12个功能按键，方便快捷 - 静音超薄悬浮鼠标 500/1000dpi可调节的超精密激光引擎 13mm超薄薄筒，舒适的人体工学设计 目标群体：使用台式机的家庭或者办公用户		N2200 超薄型、触控式感应键盘 1.3cm超薄设计 - 触控式感应音量滑动调节 - 触控式感应多媒体快捷键 - 操作舒适、安装简便 - 拉丝铝合金手柄板 目标群体：游戏、时尚新贵人士
	6900 电竞无线鼠标 - 无需接收器的蓝牙连接 - 办公、演示控制器、多媒体遥控三种功能模式 800/1600dpi可调节的超精密激光引擎 - 左右键金属质感滚轮 - 额外四键实现“前进”“后退”功能 - USB充电功能 - 集成激光感应器 目标群体：WTFPC爱好者、白领、蓝领、电脑精英人士		V8 有线无线游戏鼠标 5000dpi超精密激光引擎 2.4G双向零延迟无线传输 500次/秒极速回报率 - 雷柏专利前置式引擎 - 高效能可充电电池 6个自定义按键 4级自定义实时灵敏度调节 - 内置传感器实现防抖动应用 - 蛇腹式指托超柔软胶 目标群体：游戏玩家、电子竞技爱好者
	6500 多媒体蓝牙无线键盘 - 无需接收器的蓝牙连接 6个多媒体功能按键 - 独有的省电技术 - 低电压报警功能 目标群体：WTFPC爱好者、追求生活品质年轻人、享受高品质音乐的用户		V6 有线游戏键盘 3级背光以透明LED背光按键 - 内置存储器实现即时应用 1000次/秒极速回报率 - 独立四Windows功能键锁定按钮 - 橡胶涂层防滑键帽 - 防碰撞冲突功能 - 可编程游戏热键 - 自带2个USB 目标群体：游戏玩家、电子竞技爱好者

数据来源：东海证券研究所，公司网站

公司股权结构

公司本次发行前总股本为 9600 万股，本次拟发行 3200 万股流通股，发行后总股本为 12800 万股。本次发行股份占发行后总股本的 25%，香港热键持有公司 93.3% 的股份，为公司的实际控制人。公司股票发行前股权结构如下图所示：

图 2. 雷柏科技股权结构



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

表 1. 发行前后股权比例对比

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
有限售条件流通股				
热键电子（香港）有限公司	89,593,248	93.3%	89,593,248	70.0%
汇智创业投资有限公司	4,800,000	5.0%	4,800,000	3.8%
深圳市致智源投资有限公司	1,606,752	1.7%	1,606,752	1.3%
本次发行流通股	-	-	32,000,000	25.0%
合计	96,000,000	100.0%	128,000,000	100.0%

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

行业分析

键鼠市场稳定增长。

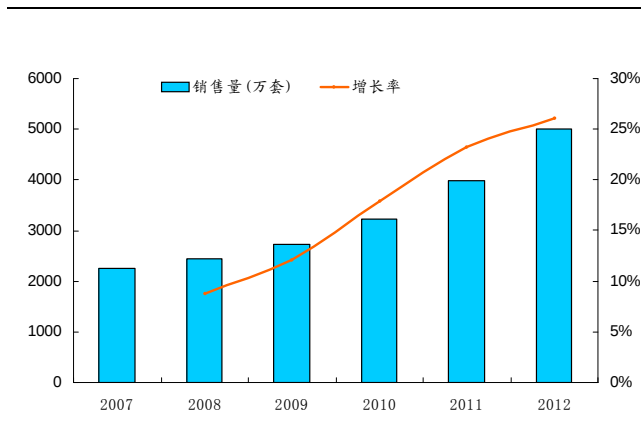
根据ZDC发布的《2009-2010中国键鼠市场研究年度报告》，2007年-2009年，中国键鼠市场键鼠产品整体销量分别为2242万套、2439万套和2734万套。2008年、2009年中国键鼠市场销量增长率分别为8.8%和12.1%。随着金融危机影响的逐步减弱，中国键鼠市场增长速度将逐步提升。ZDC预测，2010年-2012年，中国键鼠市场的增长率分别为17.9%、23.3%和26.1%，2012年市场容量将上升到5012万套。从产品结构上看，鼠标仍是键鼠市场的重要组成部分，且鼠标销量占键鼠整体市场比重近三年稳步上升，2009年鼠标销量为1022万套，占键鼠市场的37.4%；键盘销售增长缓慢，销量未突破800万套，且键盘产品占键鼠整体市场比重呈下降趋势；键鼠套装是键鼠行业除鼠标外的另一增长点，2009年键鼠套装实现销量913万套，在键鼠整体市场占比超过键盘。

表 2. 2007 年-2009 年中国键鼠市场整体销量

产品类别	2007年 销售量 (万套)	占比	2008年 销售量 (万套)	占比	2009年 销售量 (万套)	占比
鼠标	764.54	34.1%	873.29	35.8%	1022.71	37.4%
键盘	777.99	34.7%	783.03	32.1%	798.48	29.2%
键鼠套装	699.52	31.2%	783.03	32.1%	913.33	33.4%
合计	2242.05	100.0%	2439.35	100.0%	2734.52	100.0%

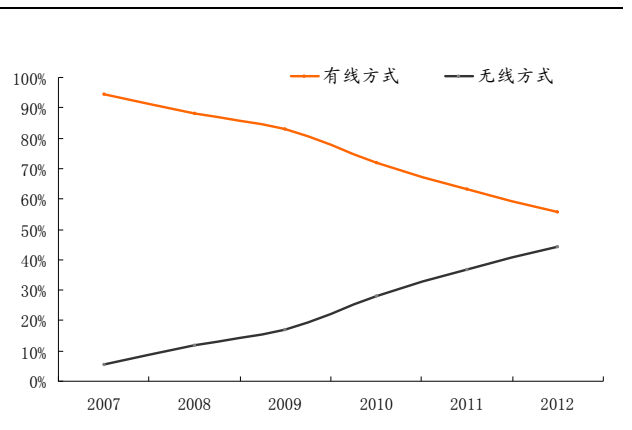
资料来源：东海证券研究所，招股说明书

图 3. 中国键鼠市场销量预测



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

图 4. 中国键鼠市场市场按连接方式市场占比预测



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

无线市场空间大，增速快，替代有线是趋势。

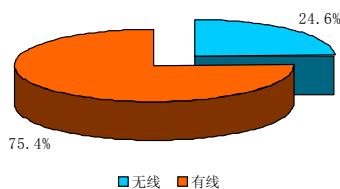
无线技术根据不同的用途和频段被分为不同的类别，其中包括蓝牙、Wi-Fi (IEEE 802.11)、Infrared (IrDA)、ZigBee (IEEE 802.15.4) 等多个无线技术标准，但对于当前主流无线键鼠而言，仅有27Mhz、2.4G和

蓝牙无线键鼠共三类。

27Mhz频段的劣势主要包括传输距离较短；采用模拟传输，抗干扰能力很弱；仅支持鼠标的发射端向信号接收器发送信号而不能“逆行”；传输速率的原因导致必须连续工作，功耗也较大。相比于27Mhz的3Kbps低传输带宽，2.4G传输带宽达到了1Mbps以上，接收端和发射端之间并不需要连续性工作，从而大大降低了功耗、延长电池续航时间。同时为了避免27Mhz无线频段容易出现互相干扰的现象，2.4G还采用了自动调频技术，接收端和传输端能够找到可用频段。此外，更重要的是2.4GRF无线技术为双向传输模式，避免27Mhz单向传输容易出现信号断续的情况。目前，市场上的无线键鼠产品已经基本过渡到使用2.4G技术。

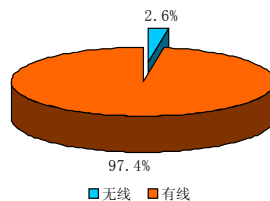
2007年中国键鼠市场中2.4G无线键鼠产品价格普遍偏高，大部分消费者依然选择百元以内的有线键鼠产品，有线键鼠产品在2007年仍占据了大部分市场。笔记本电脑用户数量逐渐增长带动了笔记本电脑外设产业，这其中也包括了无线笔记本鼠标，2.4G无线键鼠的市场份额开始呈上升态势，但是限于其昂贵的价格，2.4G无线键鼠的市场比例依然较小，仅占市场5%左右。2008年雷柏等品牌的出现，将无线键鼠产品平民化。随着2.4G无线键鼠产品技术得到广大消费者的认可及价格下降，无线键鼠占领的份额逐步扩大，有线键鼠产品遭受较大的冲击。而有线键鼠产品以网吧用户的低端键鼠产品和游戏玩家使用的高端键鼠产品为主。2009年2.4G无线键鼠产品继续引领行业焦点，尤其是无线鼠标发展快速。无线产品占比上升到17%。各大品牌间在功能、技术、个性化等方面的竞争再度升级，在技术升级的同时，个性化的产品设计成为主趋势。

图 5. 中国鼠标市场结构



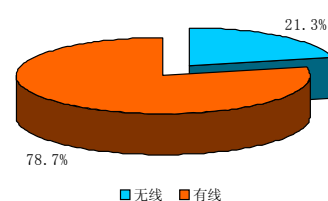
资料来源：东海证券研究所，招股说明书

图 6. 中国键盘市场结构



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

图 7. 中国键鼠套装市场结构



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

从产品结构上看，鼠标和键鼠套装是无线产品渗透较快的领域。2009年国内鼠标市场中，有线鼠标所占的市场份额为75.4%，无线鼠标拥有的市场份额为24.6%，从走势来看，无线鼠标的市场份额正在不断扩大。键盘市场中，有线键盘占据主导地位，其市场份额为97.38%，无线键盘在2009年国内键盘市场中的份额为2.62%，有线产品在键盘市场依然占据绝对优势。键鼠套装市场中，有线键鼠套装的市场份额为78.7%，无线键鼠套装的市场份额为21.3%，二者之间的差距为57.4个百分点，有线产品仍拥有较大优势。根据互联网消费调研中心ZDC预测显示，到2012年，中国键鼠市场中无线产品占比将上升到44.13%。无线产品替代有线产品将是趋势。

公司品牌竞争优势

2007年及以前，雷柏科技主要为国外客户提供贴牌生产服务；2007年，公司开始推出“雷柏”自主品牌键鼠产品；此后公司自主品牌产品迅速得到国内市场的认可，目前在国内无线键鼠行业市场占有率42.7%，排名第一。根据互联网消费调研中心的调研数据显示，2007年在中国市场最受用户关注的十大鼠标品牌分布中，刚刚推出的“雷柏”品牌就占据了0.80%的份额，排在第八位。而到了2009年，在中国市场最受用户关注的十五大鼠标品牌分布中，“雷柏”便一举超过微软和雷蛇，占据15.3%，排名上升至第3位，仅次于罗技，双飞燕。

图 8. 2009 年中国十五大鼠标品牌关注度

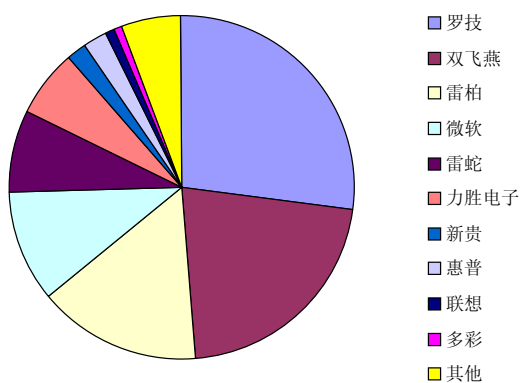
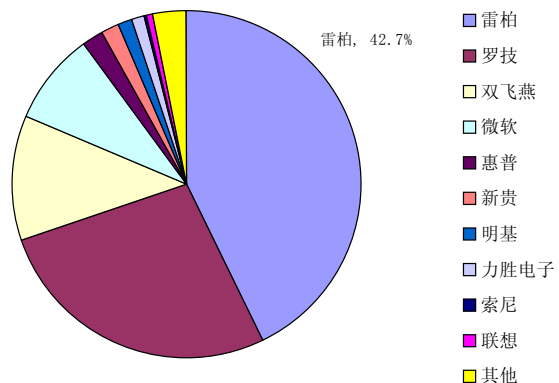


图 9. 2010 年中国十大无线鼠标品牌市场份额

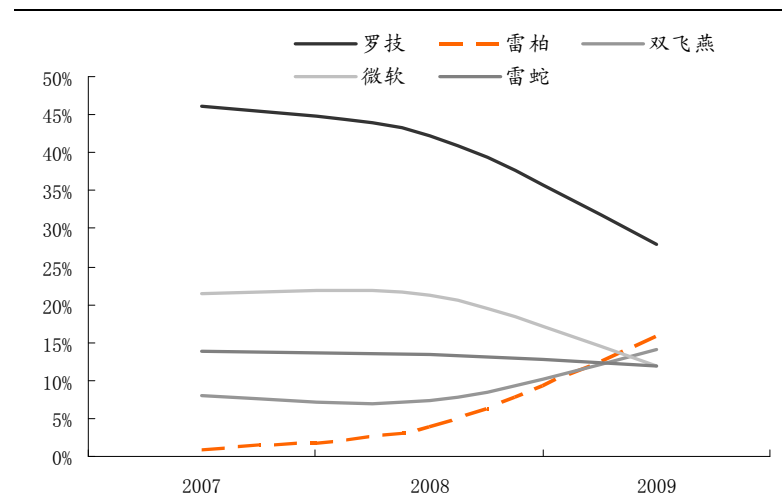


数据来源：东海证券研究所，招股说明书

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

在国内市场，成功的市场运作和高性价比的产品往往是成功的关键。从品牌关注变化趋势来看，罗技和微软近三年关注度下滑明显，这一方面是由于国际品牌市场推广力度不够，除非是两大品牌的忠实用户，普通用户对他们的产品了解甚少；另一方面，国际品牌定位和定价过高也影响用户的接受程度。与国际品牌逐步下滑趋势相反的是，雷柏品牌保持了强劲的增长势头，随着市场占有率的不断提高，品牌关注度快速上升。

图 10. 中国鼠标市场品牌关注度对比



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

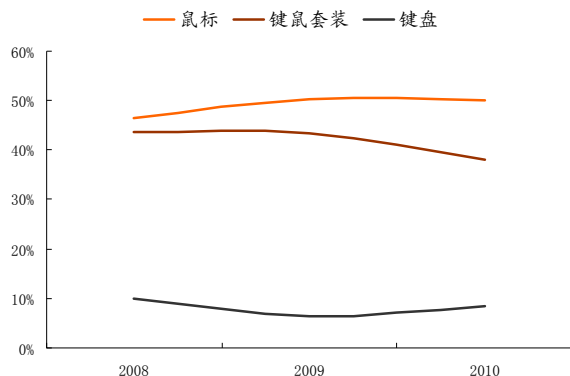
公司经营分析

从营业收入和净利润的增长趋势来看，公司的发展势头较好，一直保持着良好的增长速度。2008年-2010年，公司营业收入同比增长19.9%、73.9%、15.6%，净利润同比增长35%、145%、18%，净利润的增长速度一直高于营业收入的增长速度，主营业务净利率一直在增加，说明公司在营业收入增长的同时，盈利能力也在显著提高。主要原因有以下两点：①无线外设产品市场正处于高速发展期，无线外设产品需求增加；②从2008年开始，公司自主品牌“雷柏”产品销售的迅速增长，自主品牌附加值较高，提高了公司的毛利水平。

分产品收入占比来看，鼠标和键鼠套装是公司收入的主要来源，占比较高，趋势上看，键鼠套装占比略有下降，2010年占比38%，比2009年下降了5个百分点，鼠标收入占比则稳中有升，从2008年的46.4%上升到2010年的50.1%。键鼠套装类产品所占比例一直较高，比鼠标类产品略低，是公司收入的稳定来源。鼠标类产品收入占比则一直维持在45%以上。相对键鼠套装而言，鼠标是个性化更强的产品，从2008年开始，随着公司自主品牌所倡导的时尚理念得到市场的广泛认可，个性化的鼠标产品销售大幅增加，是鼠标类产品在公司销售收入中占比提高的主要原因。

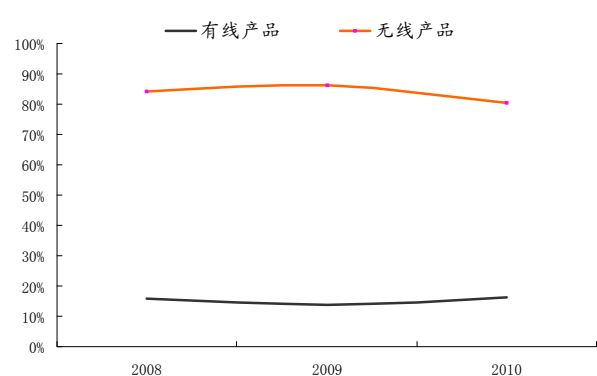
从连接方式看，近三年公司的无线产品占比均在80%以上。公司一直专注于无线外设产品的生产制造，核心优势也在无线外设产品领域，公司将制造技术优势与品牌优势结合起来，使得公司在无线外设产品领域的地位大幅提高，2010年又推出无线手柄、无线耳机等系列产品，未来无线产品市场仍将是公司主攻的市场。

图 11. 公司收入按产品划分占比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

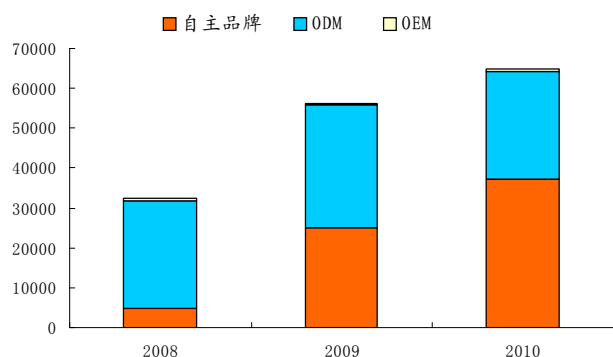
图 12. 公司收入按连接方式划分占比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

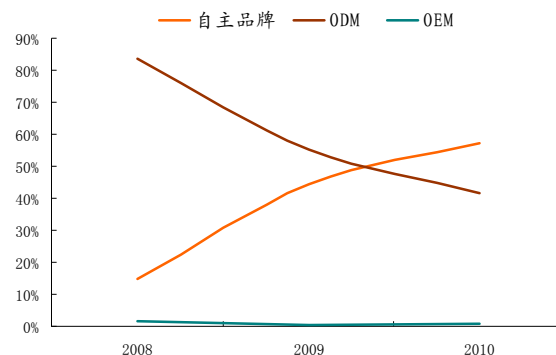
公司产品的销售按区域划分为外销和内销，按业务类别划分为贴牌和自主品牌。公司外销产品包含贴牌和自主品牌两个部分，其中贴牌产品占外销产品90%以上的份额；内销产品全部为自主品牌。从2008年开始，公司“雷柏”自主品牌产品迅速扩张，2009年的销售增长率达到421.3%，2010年占比已超过贴牌产品，成为公司营业收入中最主要的来源。公司的贴牌业务一直是公司稳定的收入来源，2008年-2010年增长率为2.5%、13.5%、-11.9%，其中2010年贴牌业务收入下降主要由于产能不足，公司把一些利润率较低的贴牌业务所占用的产能转而提供给利润率更高的自主品牌业务使用。总体来看，公司与海外客户具有较好的合作关系，贴牌产品在产能充足的情况下，可以保持稳定增长。

图 13. 按品牌划分收入情况



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

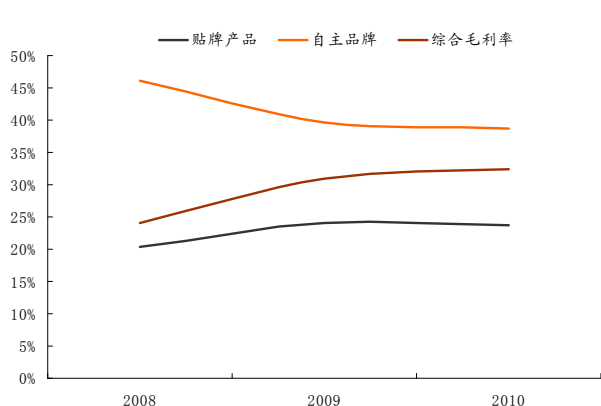
图 14. 按品牌划分收入占比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

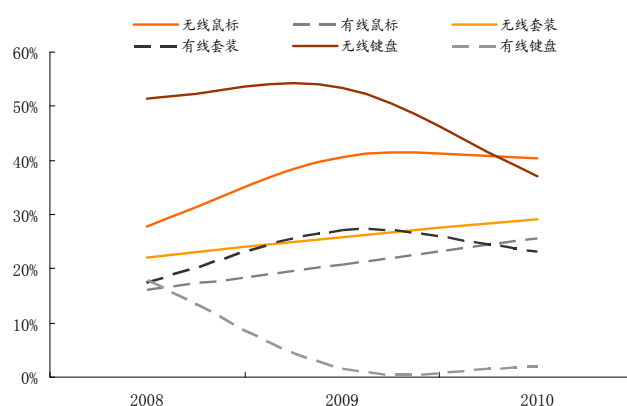
2008年-2010年公司的综合毛利率分别为24.1%、31.0%、32.3%，逐年递增，已接近罗技35%的毛利率，处于较高的行业水平。自主品牌“雷柏”产品拥有品牌价值，附加值较高，且“雷柏”系列产品销售增长迅速，收入占比逐年提高。2008年-2010年公司自主品牌毛利率分别为46.1%、39.6%、38.8%，贴牌产品的毛利率分别为20.3%、24.1%、23.7%，而自主品牌占收入比重逐年递增，分别为14.8%、44.4%、54.4%。自主品牌销售收入迅速增长，占比不断提高是公司整体毛利率不断提高的主要原因。在公司的收入结构中，无线产品的占比远高于公司的有线产品，相对有线产品而言，无线产品技术附加值较高，相应的也具有较高的毛利率，这又使得公司的整体毛利率水平能够接近行业龙头-罗技。随着无线键鼠市场的快速增长，公司毛利水平将维持稳中有升的趋势，不过随着市场竞争加剧，未来不排除有下降的风险。

图 15. 按品牌类别划分毛利率与综合毛利率对比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图 16. 按具体产品划分毛利率对比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

募投项目

公司本次发行募集资金将投资于 5 个项目，分别为键鼠产品建设项目；音频（无线音箱、耳机）产业化项目；无线游戏手柄产业化建设项目；技术中心建设项目和营销总部及信息平台建设项目。项目预计投资总额为 4.79 亿元，建设周期 18 个月，达产后新增键鼠年产能 2500 万套，无线音频产品年产能 360 万套，无线游戏手柄产品年产能 120 万个。

表 3. 雷柏科技募投项目

项目名称	投资额	新增产能	达产后盈利情况与内部收益率
1 键鼠产品建设项目	25920	2500万套/年	达产后年贡献净利润9133万元，内部收益率为30.82%
2 音频（无线音箱与耳机）产业化项目	7450	360万套/年	达产后年贡献净利润3683万元，内部收益率为33.06%
3 无线游戏手柄产业化建设项目	5020	120万套/年	达产后年贡献净利润1412万元，内部收益率为29.51%
4 技术中心建设项目	5820		
5 营销总部及信息平台建设项目	3765		
合计	47975		达产后贡献净利润1.42亿元

资料来源: 东海证券研究所, 招股说明书

风险提示

市场竞争风险

公司主要从事键鼠等电脑外设产品的研发、生产和销售。由于行业进入的资金门槛不高，国内有线键鼠市场竞争充分，具备一定规模的厂商达数百家，且主要集中在珠三角地区。而国内无线键鼠市场的发展刚刚起步，毛利率水平相对较高，这也吸引了一些新进入者参与竞争。多数竞争企业没有形成品牌和产品链优势，自主研发和规模化生产能力较弱，往往采取各种竞争手段，加剧了市场的竞争。虽然公司在无线键鼠领域占得先机且“雷柏”品牌已成为国内无线键鼠主流品牌之一，具备技术、品牌、规模和渠道等多方面的优势，但由于新进入者对市场的低价冲击，公司仍面临较大的市场竞争风险。

主要原材料价格波动和劳动力成本上升的风险

公司生产所需主要原材料包括IC、ABS、HIPS、PCB板、包装材料等。2008-2010年，原材料IC占公司生产成本的比重分别为37.2%、36.4%、和34.4%；原材料ABS、HIPS等塑胶原料合计占生产成本的比重分别为5.6%、6.2%和7.3%。报告期内，原材料价格出现了一定幅度的波动。公司强化采购管理办法和业务操作流程，通过对生产实行精细化管理提高原材料和能源利用效率，以化解原材料价格波动对公司经营的不利影响。公司人工成本呈逐年上升趋势，人工成本占营业成本比例从2008年的11.9%上升到2010年的13.8%。如果劳动力成本增长过快，将成为影响公司利润持续快速增长的不利因素。

技术替代和人机交流方式变化的风险

随着笔记本电脑的广泛普及和网络的快速发展，无线产品逐渐受到人们的关注。2010年开始各键鼠厂商相继推出了多款蓝牙鼠标产品，预示着蓝牙将成为外设市场中的又一新的趋势。蓝牙是一种支持设备短距离

通信的无线电技术，能在包括移动电话、PDA、无线耳机、笔记本电脑、相关外设等众多设备之间进行无线信息交换。相比2.4G，蓝牙键鼠优势在于无需占用USB接口，点对多点连接，外设支持度高等，不排除替代2.4G的可能。但短期内，蓝牙技术还未成熟到可以取代2.4GHz键鼠的程度。随着技术的进步，人机交流出现了声控、触摸屏等新的方式，目前受制于技术水平、成本、干扰和保密等因素，此类应用尚未成熟。作为人机交流的关键设备，键盘鼠标仍是最为重要的电脑外设产品，但不排除未来出现新的方式替代键鼠作为人机沟通的媒介。

盈利预测及首日上市股价分析

我们对公司产品及市场的判断基于以下两点假设：(1) 由于无线键鼠产品对有线键鼠产品的快速替代，未来两年，无线市场增速将显著高于整体键鼠市场增速；(2) 随着公司上市后产能瓶颈的缓解，2012 年的收入增长将超过 2011 年，虽然无线产品的价格可能会进一步降低，但是由于新生产线及扩大产能后的规模优势，公司整体毛利率能够维持稳定。我们预测公司 2011 年、2012 年营业收入分别为 8.19 亿元和 11.7 亿元，增速分别为 26.1%和 42.5%，归属母公司净利润分别为 1.48 亿元和 2.13 亿元，对应发行后总股本全面摊薄每股收益分别为 1.16 元和 1.66 元，按照 38 元的发行价格，对应动态市盈率分别为 32.9 倍和 22.8 倍。

我们选取新北洋（002376）和漫步者（002351）作为可比公司，对其财务指标进行比较，采用相对估值法。可比公司 2011 年、2012 年平均动态市盈率分别为 31 倍和 22.2 倍，考虑到计算机设备板块 2011 年、2012 年动态市盈率的一致预期为 30.4 倍和 22 倍，我们认为公司 38 元的发行价定价较为合理。

参考三、四月份中小板新上市公司的股价表现：三月份 14 家公司首日开盘价相对发行价平均上涨 9.65%，最新价格相对首日开盘价平均回落 9.46%；四月份 7 家公司首日开盘价相对发行价平均上涨 0.41%，最新价格相对首日开盘价平均上涨 3.12%。结合目前市场及板块走势情况，我们认为公司上市后首日开盘价相对发行价偏差幅度在 5%之内，考虑到公司 38 元的发行价格较为合理，有一定安全边际，我们预测首日开盘价格在 37 元-40 元之间。

表 4. 雷柏科技盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	269.4	323.0	561.6	649.4	819.1	1167.0	NA	73.9%	15.6%	26.1%	42.5%
增长率	NA	19.9%	73.9%	15.6%	26.1%	42.5%	NA	54.0%	-58.3%	10.5%	16.3%
有线鼠标	0.0	25.4	40.4	50.9	58.5	67.3	NA	58.9%	26.0%	15.0%	15.0%
无线鼠标	0.0	124.4	241.6	274.7	357.1	517.9	NA	94.2%	13.7%	30.0%	45.0%
有线套装	0.0	0.8	8.6	16.6	18.3	20.1	NA	1052.0%	92.1%	10.0%	10.0%
无线套装	0.0	140.5	235.2	230.4	276.4	373.2	NA	67.3%	-2.0%	20.0%	35.0%
有线键盘	0.0	24.4	28.3	37.2	44.6	53.5	NA	16.1%	31.4%	20.0%	20.0%
无线键盘	0.0	7.5	7.5	18.1	36.2	65.1	NA	0.0%	141.2%	100.0%	80.0%
其他	0.0	0.0	0.0	21.5	28.0	69.9	NA	NA	NA	30.0%	150.0%
毛利率	15.5%	24.1%	31.0%	32.3%	33.0%	33.6%	8.7%	6.8%	1.3%	0.6%	0.7%
营业总成本	239.2	276.6	444.4	510.3	630.3	891.4	15.6%	60.7%	14.8%	23.5%	41.4%
营业成本	227.79	244.99	387.58	439.42	549.2	774.7	7.6%	58.2%	13.4%	25.0%	41.1%
营业税金及附加	0.0	0.2	0.5	0.7	0.8	1.2	38716.8%	243.8%	26.9%	22.0%	42.5%
期间费用率	4.2%	10.0%	9.9%	10.7%	9.8%	9.9%	5.8%	-0.1%	0.8%	-0.9%	0.1%
销售费用	3.2	12.1	28.0	34.0	41.0	58.3	278.3%	130.5%	21.4%	20.6%	42.5%
销售费用率	1.2%	3.8%	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%	2.6%	1.2%	0.2%	-0.2%	0.0%
管理费用	7.6	17.2	27.2	33.9	41.0	58.3	125.2%	58.0%	24.6%	21.0%	42.5%
管理费用率	2.8%	5.3%	4.8%	5.2%	5.0%	5.0%	2.5%	-0.5%	0.4%	-0.2%	0.0%
财务费用	0.3	2.9	0.5	1.6	-1.6	-1.2	738.5%	-81.8%	206.9%	-200.3%	-28.8%
财务费用率	0.1%	0.9%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.1%	0.8%	-0.8%	0.2%	-0.5%	0.1%
资产减值损失	0.2	-0.8	0.6	0.7	0.0	0.0	-454.3%	-180.9%	16.7%	-100.0%	NA
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30.2	46.4	117.2	139.2	188.8	275.6	53.4%	152.9%	18.7%	35.7%	45.9%
增长率	NA	53.4%	152.9%	18.7%	35.7%	45.9%	NA	99.5%	-134.2%	17.0%	10.3%
营业利润率	11.2%	14.4%	20.9%	21.4%	23.1%	23.6%	3.1%	6.5%	0.6%	1.6%	0.6%
加: 营业外收入	0.0	0.9	1.0	2.8	1.0	1.0	NA	12.0%	189.5%	-63.8%	0.0%
减: 营业外支出	0.0	0.3	0.7	0.4	0.1	0.1	430546.9%	101.4%	-49.2%	-71.7%	0.0%
利润总额	30.2	46.9	117.5	141.6	189.7	276.5	55.0%	150.7%	20.5%	34.0%	45.7%
减: 所得税	2.0	8.8	24.1	31.5	41.7	63.6	338.6%	175.5%	30.4%	32.6%	52.3%
实际所得税率	6.6%	18.7%	20.5%	22.2%	22.0%	23.0%	12.1%	1.9%	1.7%	-0.2%	1.0%
净利润	28.2	38.1	93.4	110.1	148.0	212.9	35.0%	145.0%	17.9%	34.4%	43.9%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
归属母公司的净利润	28.2	38.1	93.4	110.1	148.0	212.9	35.0%	145.0%	17.9%	34.4%	43.9%
增长率	NA	35.0%	145.0%	17.9%	34.4%	43.9%	NA	110.0%	-127.1%	16.5%	9.4%
净利润率	10.5%	11.8%	16.6%	17.0%	18.1%	18.2%	1.3%	4.8%	0.3%	1.1%	0.2%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.73	0.86	1.16	1.66	35.0%	145.0%	17.9%	34.4%	43.9%

资料来源: 东海证券研究所

表 5. 可比公司估值

公司简称	代码	股价 (元)	EPS					PE				
			08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
新北洋	002376	40.08	0.40	0.57	0.74	1.22	1.80	99.6x	70.2x	53.9x	32.7x	22.3x
漫步者	002351	29.40	0.48	0.74	0.66	1.00	1.33	61.7x	39.6x	44.6x	29.3x	22.1x
均值										49.3x	31.0x	22.2x

资料来源: 东海证券研究所

表 6. 三、四月份中小板新上市公司表现

公司简称	代码	发行价格	发行市盈率	发行量 (亿股)	上市时间	首日上市 开盘价	首日静态 市盈率	相对发行 价涨幅	目前股价	回落幅度	目前静态市 盈率
顺荣股份	002555	35.00	49.95	0.17	2011-03-02	37.00	50.36	5.7%	33.93	-8.3%	46.18
辉隆股份	002556	37.50	55.97	0.38	2011-03-02	41.00	44.73	9.3%	36.34	-11.4%	39.64
洽洽食品	002557	40.00	54.14	0.50	2011-03-02	40.00	52.60	0.0%	35.02	-12.5%	46.05
世纪游轮	002558	30.00	81.08	0.15	2011-03-02	38.47	60.90	28.2%	32.02	-16.8%	50.69
亚威股份	002559	40.00	57.14	0.22	2011-03-03	38.95	45.41	-2.6%	35.92	-7.8%	41.88
通达股份	002560	28.80	42.35	0.20	2011-03-03	30.18	44.24	4.8%	27.94	-7.4%	40.95
徐家汇	002561	16.00	34.78	0.70	2011-03-03	21.10	45.17	31.9%	18.35	-13.0%	39.28
兄弟科技	002562	21.00	45.65	0.27	2011-03-10	26.03	55.03	24.0%	27.77	6.7%	58.71
森马服饰	002563	67.00	44.97	0.70	2011-03-11	61.18	40.96	-8.7%	55.70	-9.0%	37.29
张化机	002564	29.50	50.86	0.48	2011-03-10	33.77	46.87	14.5%	32.38	-4.1%	44.94
上海绿新	002565	31.20	41.22	0.34	2011-03-18	31.20	40.08	0.0%	28.99	-7.1%	37.24
益盛药业	002566	39.90	52.50	0.28	2011-03-18	39.00	49.09	-2.3%	35.19	-9.8%	44.30
唐人神	002567	27.00	50.00	0.35	2011-03-25	27.90	46.31	3.3%	24.60	-11.8%	40.83
百润股份	002568	26.00	51.38	0.20	2011-03-25	33.00	61.50	26.9%	26.30	-20.3%	49.01
3月份平均值			50.86				48.80	9.65%		-9.46%	44.07
步森股份	002569	16.88	37.81	0.23	2011-04-12	20.88	46.23	23.7%	20.72	-0.8%	45.87
贝因美	002570	42.00	42.42	0.43	2011-04-12	39.88	40.24	-5.0%	46.32	16.1%	46.74
德力股份	002571	28.80	42.99	0.22	2011-04-12	27.15	40.32	-5.7%	26.24	-3.4%	38.96
宁基股份	002572	86.00	55.48	0.14	2011-04-12	80.00	50.93	-7.0%	78.49	-1.9%	49.97
国电清新	002573	45.00	104.65	0.38	2011-04-22	40.00	91.01	-11.1%	40.52	1.3%	92.19
明牌珠宝	002574	32.00	44.44	0.60	2011-04-22	33.30	36.87	4.1%	39.15	17.6%	43.34
群兴玩具	002575	20.00	48.78	0.34	2011-04-22	20.80	48.31	4.0%	19.31	-7.2%	44.85
4月份平均值			53.80				50.56	0.41%		3.12%	51.70
全部平均			51.84				49.39	6.57%		-5.27%	46.62

资料来源: 东海证券研究所, WIND

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究，毕业于吉林大学，经济学硕士；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897