



自有品牌国际化进程加速

增持维持

目标价格：34 元

投资要点：

- 中报业绩下滑，下半年转型成功后，业绩将提升。
- 优化业务结构，发展自有品牌，淡出贴牌业务。
- 新产品、新技术引领行业发展潮流。

报告摘要：

- 受多项不利因素影响，中报业绩下滑。**2011 年上半年，公司实现营业收入 3.02 亿元，实现利润总额 6,659.42 万元，实现归属于上市公司股东的净利润 5,009.23 万元，较上年同期减少 18.01%。公司经营业绩下滑的主要原因是：一季度春节期间临时性缺工问题突出，人工及原材料成本上涨明显、公司贴牌业务因为公司开始在海外推广自有品牌下滑明显、增加自动化设备导致折旧增加。我们认为这是公司加快自有品牌建设的必由之路，割舍低毛利率的贴牌代工业务，专心做高毛利率的自主品牌产品，将推动公司的长期增长。
- 优化业务结构，发展自有品牌，淡出贴牌业务。**公司公告称将在今年 9 月份彻底淡出贴牌业务，用毛利更高的自有品牌业务进行替代，优化公司的业务结构。明年公司将全部开拓自主品牌市场。
- 新产品、新技术引领行业发展潮流。**2011 年上半年，公司在技术创新与新产品开发上均有较大突破，基本完成 5.8G 无线外设新平台与“刀锋系列”键盘产品的开发，营造技术领先优势，并确保公司产品能引领行业发展潮流。同时，公司在工艺提升、自动化导入方面取得进展，进一步提升公司的管理水平与生产效率。
- 盈利预测与估值。**预计公司 2011 年—2013 年的每股收益分别为 1.1 元、1.69 元和 2.47 元，按 8 月 17 日收盘价 27.94 元，对应市盈率为 25.4 倍、16.51 倍、11.31 倍，按 2012 年 20 倍的 PE 估值，公司的合理价格在 34 元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	649.43	785	1177.5	1707.38
增长率（%）	15.6	20.9	50.0	45.0
归属母公司股东的净利润(百万)	110.10	141.15	216.90	316.28
增长率（%）	17.9	28.2	53.7	45.8
每股收益-摊薄	0.86	1.10	1.69	2.47
市盈率	32.65	25.40	16.51	11.31

中小市值上市公司研究组

计算机及相关设备制造业

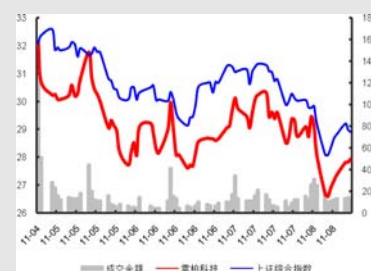
高级分析师：

王风华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.47
摊薄每股收益	0.47
净资产收益率	8.06%
发行股数(百万)	128
流通股(百万)	32
流通股市值(百万)	894.08
8月17日收盘价(元)	27.94

数据来源：Wind

相关研究

《Rapoo: 无线键鼠市场的领跑者——雷柏科技深度调研报告——王风华》2011 年 6 月 20 日

《宏源证券*公司简评*雷柏科技——刀锋、5G 引领无线键鼠新潮流*002577*中小市值上市公司*计算机外设行业*王风华》2011 年 7 月 26 日

主营业务收入和毛利分析

公司主营业务一直为计算机外设设备制造，未发生变化，2011 年上半年，公司实现营业收入 3.02 亿元，实现利润总额 6,659.42 万元，归属于上市公司股东的净利润 5,009.23 万元，分别较上年同期减少 9.17%、15.77%、18.01%。由于公司放弃贴牌业务短期内会导致业绩波动，同时也因为自动化生产工艺导入与人工成本减省效益在第 3 季度末期才会有明显体现，预计 1—9 月份公司的归属于上市公司股东的净利润增长幅度在-20%—10%的范围内，但随着海外自主品牌业务在四季度的放大，公司未来的盈利能力将得以提升。

2011 年上半年，公司开始致力于优化公司的业务结构，加速自有品牌业务替代毛利率相对较低的贴牌业务进程。公司贴牌业务收入从去年 1.58 亿元缩减为 0.98 亿元，占整体营收比例从去年同期 47% 减少至 33%；与之相适应，公司自有品牌业务收入从 1.75 元增加到 2.03 元，占整体营收比例从去年同期 53% 增加至 67%。

另一方面，公司去年中开始投入市场的无线音频、无线游戏手柄等业务占整体营收比例大幅成长为 11.28%，开始成为公司主营业务收入重要组成部分。

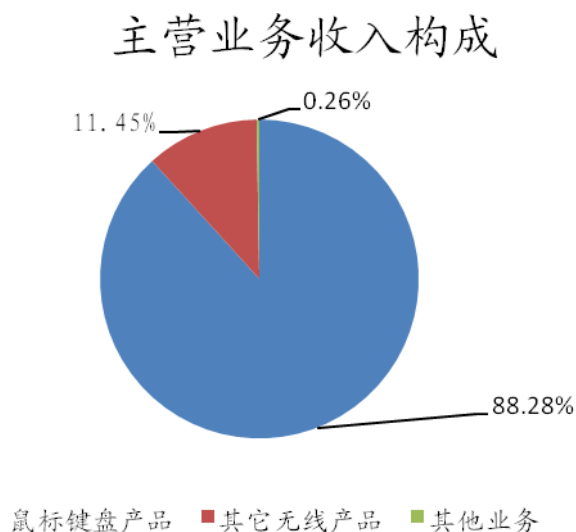
表 1：主营业务收入分产品情况

单位：万元

主营业务分产品情况	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增长 (%)	营业成本同比增长 (%)	毛利率同比增长 (%)
鼠标键盘产品	26,702.30	17,956.70	32.75%	-19.56%	-18.79%	-0.71%
其它无线产品	3,463.22	2,378.12	31.33%	6,076.76%	9,326.42%	-23.67%
其他业务	81.17	83.94	-3.41%	606.66%	0.00%	0.00%

资料来源：宏源证券 公司中报

图 1：主营业务收入构成



资料来源：宏源证券 公司中报

2011 年上半年，公司贴牌业务毛利从去年 4,128.87 万元缩减为 2,551.30 万元，占整

体毛利比例从去年同期 37% 减少至 26%；与之相适应，公司自有品牌业务毛利从 7,022.65 万元增加到 7,280.02 万元，占整体毛利比例从去年同期 63% 增加至 74%。

同样，公司去年中开始投入市场的无线音频、无线游戏手柄等业务毛利从去年的 30.84 万元大幅成长为 1,085.09 万元，占整体毛利比例增长为 11%，开始成为公司主营业务毛利的重要组成部分。

公司自有品牌的国际化进程加速

2011 年上半年，公司致力于优化公司的业务结构，加速自有品牌业务替代毛利率相对较低的贴牌业务进程，预期到今年 9 月份公司将会彻底淡出贴牌业务。从公司的主营业务分地区的情况中可以看出，2011 年上半年，公司海外销售的营业收入同比减少 36.42%，主要是由于公司调整海外销售业务策略，收缩海外贴牌业务，开始在海外推广自有品牌业务。

根据公司中报显示，公司开始全力推进雷柏品牌的国际化进程，重点发展欧洲和北美两个市场，已经在荷兰鹿特丹设立了办事处并正式运作，与相关合作方的洽谈进展顺利，公司自有品牌产品预期于今年第三季度末开始在海外铺货，计划在今年四季度将自主品牌外设产品推广到世界上 20 多个国家，在 2011 年实现海外自有品牌销售 8000 万元到 1 亿元人民币。另外，公司于 7 月 25 日发布与自有品牌国际化战略相适应的全新品牌识别(VI)系统，该系统对公司的自有品牌走向海外将起到有力的推动作用。

财务指标分析

从公司最近几年的盈利指标中可以看出，2008-2010 年度，公司营业收入和净利润持续增长，营业收入从 2008 年的 32,297 万元增长到 2010 年 64,943 万元，净利润从 2008 年的 3,810 万元增加到 2010 年的 11,010 万元。同样，2008-2010 年度，销售毛利率和销售净利率也是逐年稳步增加。

虽然，由于一季度春节期间临时性缺工问题突出，人工及原材料成本上涨明显、公司贴牌业务因为公司开始在海外推广自有品牌下滑明显、增加自动化设备导致折旧增加等诸多不利因素的影响，导致 2011 年上半年营业收入和净利润分别较上年同期减少 9.17%、18.01%，但随着自动化生产工艺导入与人工成本减省效益在第 3 季度末期的明显体现以及海外自主品牌业务在四季度的放大，预计公司未来的盈利将稳定增长。

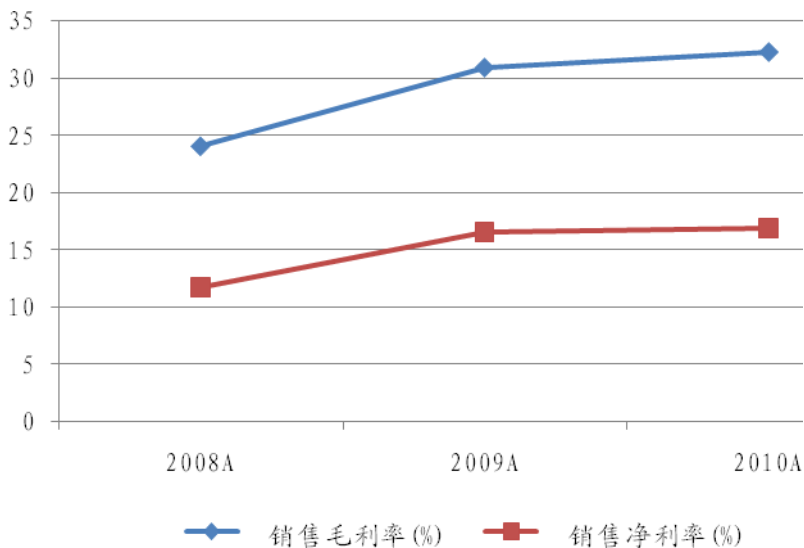
表 2：近三年主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
主营业务收入(百万元)	322.97	561.63	649.43	302.00	785.00
主营业务收入增长率 (%)	19.87	74.00	15.63	9.17	20.88
净利润(百万元)	38.10	93.35	110.10	66.60	141.15
净利润增长率 (%)	34.99	145.01	17.94	18.01	28.2

销售毛利率(%)	24.14	30.99	32.34
销售净利率(%)	11.8	16.62	16.95

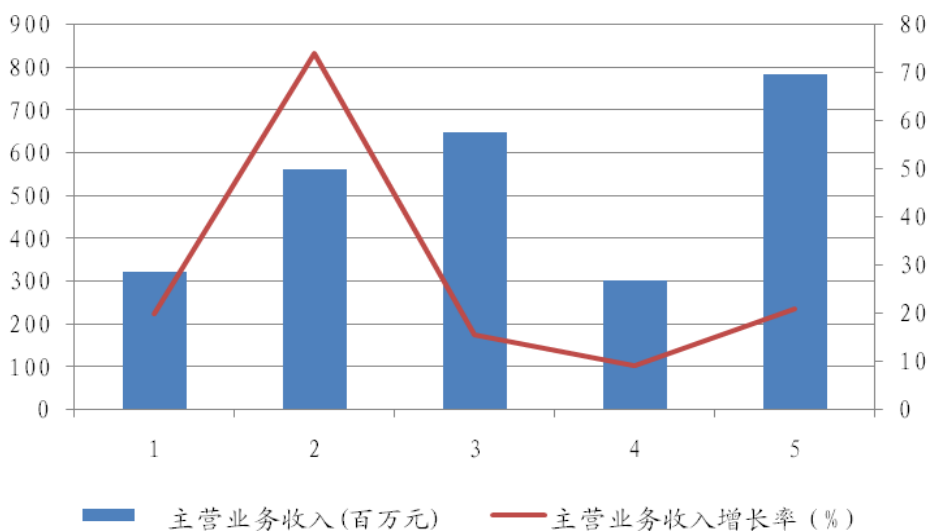
资料来源：宏源证券 Wind

图 2：销售毛利率与净利率

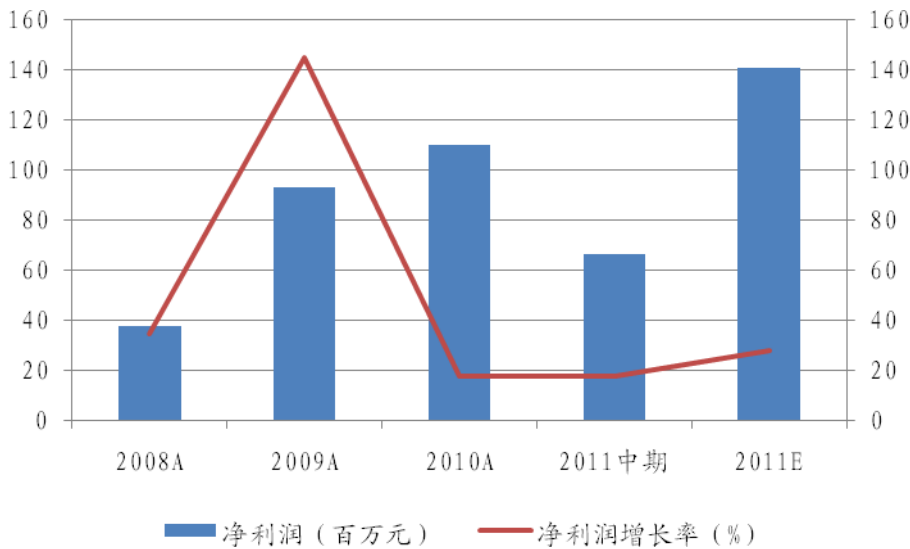


资料来源：宏源证券 Wind

图 3：主营业务收入及其增长情况



资料来源：宏源证券 Wind

图 4：净利润及其增长情况


资料来源：宏源证券 Wind

一系列新产品、新技术发布

公司于 2011 年 7 月 25 日召开了“创新·路—雷柏 2011 年度新产品发布会”，发布行业内领先的 5.8G 无线外设技术平台与引领行业潮流的“刀锋”系列产品，并将于 8 月份开始大规模投入市场销售，这将进一步丰富公司的产品线，提高公司产品的盈利能力。同时，公司将通过整合既有研发力量、重构研发组织体系，并加大销售、生产部门在技术、新品开发环节的参与度，提升公司新品开发的成功率与快速大规模市场化的水平。

另外，公司发布全新的无线技术解决方案。公司在国内无线外设领域保持行业领导地位，该无线技术解决方案的成功推出，将进一步巩固公司在该领域的优势地位，增强公司的技术创新能力和核心竞争力。

公司竞争优势

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。

从整体分析来看，公司具备 5 大核心竞争力，促成公司的毛利率和净利率高出竞争对手。首先是公司的技术实力雄厚，积累多年，难以追赶。其次是公司的工业设计能力强，能设计出满足消费者个人偏好的产品。第三是公司的品牌战略定位准确，起步时就定位最高端。第四是公司的渠道优势强。传统的 IT 渠道、连锁超市渠道、网络销售渠道全面覆盖。第五是公司具备垂直制造能力，从产品设计到构建模型，再到开模具、注塑、贴片、组装，公司全部自给完成，整个设计制造环节利润全留在公司内部。这五大核心竞争力是公司较高盈利能力的保证。

盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型,预计公司 2011 年—2013 年的每股收益分别为 1.1 元、1.69 元和 2.47 元,按 8 月 17 日收盘价 27.94 元,对应市盈率为 25.4 倍、16.51 倍、11.31 倍,按 2012 年 20 倍的 PE 估值,公司的合理价格在 34 元,维持“增持”评级。

表 3: 利润预测表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	649.43	785.00	1177.50	1707.38
减: 营业成本	439.42	518.10	777.15	1126.87
营业税金及附加	0.67	0.79	1.18	1.71
销售费用	33.95	40.82	58.88	83.66
管理费用	33.85	39.25	52.99	76.83
财务费用	1.63	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	2.00	2.00	2.00
二、营业利润	139.16	188.05	289.31	420.31
加: 营业外收支净额	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	141.57	188.05	289.31	420.31
减: 所得税费用	31.48	47.01	72.33	105.08
四、净利润	110.10	141.03	216.98	315.23
归属于母公司的利润	110.10	141.03	216.98	315.23
五、基本每股收益 (元)	0.86	1.10	1.69	2.47

资料来源: 宏源证券

表 4: 预测的资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	114.37	78.50	117.75	351.16
应收票据	1.92	2.36	0.00	0.00
应收账款	44.22	47.10	82.43	102.44
预付账款	8.01	7.85	11.78	17.07
其他应收款	5.23	6.28	9.42	13.66
存货	69.17	82.90	116.57	169.03
其他流动资产	3.05	0.53	1.00	1.00
流动资产合计	245.97	225.51	338.94	654.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	64.21	246.60	322.32	298.03
在建工程	13.07	13.07	13.07	13.07
无形资产	22.47	20.97	19.47	17.98
其他非流动资产	2.53	2.53	2.53	2.53
非流动资产合计	102.28	283.17	357.39	331.61
资产总计	348.25	508.68	696.33	985.98
短期借款	0.00	47.69	25.49	0.00

应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.41	103.62	139.89	202.84
预收账款	10.68	12.95	12.95	12.95
其他应付款	6.21	5.00	5.00	5.00
应交税费	9.02	9.00	9.00	9.00
其他流动负债	7.34	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	130.66	178.26	192.33	229.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	130.66	178.26	192.33	229.79
股本	96.00	128.00	128.00	128.00
资本公积	9.10	9.10	9.10	9.10
留存收益	10.83	123.66	297.24	549.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	115.93	260.76	434.34	686.53
负债和股东权益合计	348.25	439.02	626.67	916.32

资料来源：宏源证券

表 5：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		19.18	12.49	8.36
成长能力：				
营业收入同比	15.6%	20.9%	50.0%	45.0%
营业利润同比	18.7%	35.1%	53.9%	45.3%
净利润同比	17.9%	28.1%	53.9%	45.3%
营运能力：				
应收账款周转率	16.28	17.19	18.18	18.47
存货周转率	7.69	6.81	7.79	7.89
总资产周转率	2.10	1.83	1.95	2.03
盈利能力与收益质量：				
毛利率	32.3%	34.0%	34.0%	34.0%
净利率	17.0%	18.0%	18.4%	18.5%
总资产净利率 ROA	31.6%	27.7%	31.2%	32.0%
净资产收益率 ROE	95.0%	54.1%	50.0%	45.9%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.88	1.27	1.76	2.85
资产负债率	37.5%	35.0%	27.6%	23.3%
长期借款/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标：				
每股收益	0.86	1.10	1.70	2.46
每股经营现金流量		0.11	1.58	2.50
每股净资产	3.01	2.04	3.39	5.36

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。