

分享智能电视大发展的盛宴

研究结论

- 国内键鼠市场继续维持原有的品牌格局，罗技市场龙头的地位无人能够撼动。根据 ZDC 发布的 2011-2012 中国键鼠市场研究年度报告统计数据，2011 年，虽然部分重点品牌的关注比例与 2010 年相比出现较为明显的下滑，但国内键鼠市场继续维持原有的品牌格局，几大重点品牌在市场中占据明显优势。在鼠标、键盘、键鼠套装三大市场中，国际外设龙头罗技继续保持较大的优势，关注比例均保持在市场首位，市场龙头的地位无人能够撼动。
- 受制于产能的限制，去年市售产品数量较少，公司鼠标产品关注度略有下滑。虽然在键盘和键鼠套装市场中，雷柏的关注比例分别上升 3.2 个百分点和 0.3 个百分点，均保持第二；但在鼠标市场中，雷柏的关注比例下降 3.9 个百分点，落后于罗技、双飞燕，排名第三。我们认为，公司鼠标关注度的下滑，主要原因是受制于产能的限制，2011 年市售产品数量较少，流失了一定的消费者。但随着募投项目建成后将彻底解决公司产能受限问题，公司将会推出更多款式的产品，产品的多样性使其能够为消费者提供更多的选择，在竞争中取得了一定的优势。
- 智能电视市场的快速发展，将给公司带来新的蓝海市场。2011 年，移动终端产品成为市场主流，市场普遍担忧，移动终端产品几乎不需键鼠，键鼠市场空间将会遭遇天花板。但我们认为，这给公司带来的既是挑战也是机遇，公司现在可以做无线音频、蓝牙键鼠，为了应对市场的变化和消费者需求的变化，今年 8 月公司推出“刀锋”系列键盘，多款型号也是专门针对安卓、苹果系统开发的，与其他键鼠厂商形成差异化竞争。未来随着智能电视市场的兴起，无疑会大幅提升对无线外设的需求，这是增量市场，公司已具备制造智能电视相配套的无线外设产品的能力，将分享智能电视大发展的盛宴。
- 我们维持公司 2011 年 EPS 分别为 0.80 元、1.11 元、1.46 元，维持公司“买入”评级，目标价 30.8 元。
- 风险因素：公司可能存在市场竞争风险、人力成本上涨的风险、人机交互方式变化的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

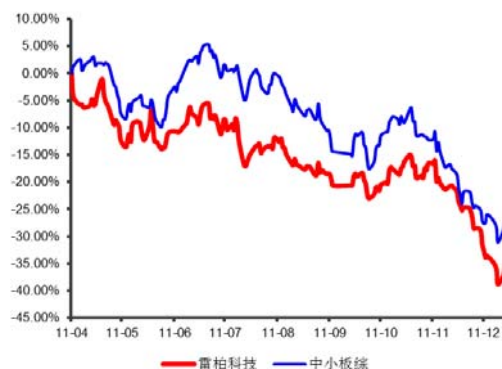
8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 1 月 10 日)	20.96 元
目标价格	30.80 元
总股本/A 股 (万股)	12,800/12,800
A 股市值 (百万元)	2683
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2012 年 1 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	649	604	805	1076
同比(%)	16%	-7%	33%	34%
净利润	110	103	142	187
同比(%)	18%	-7%	38%	31%
毛利率(%)	32.3%	32.9%	34.5%	34.4%
ROE(%)	50.6%	7.0%	8.8%	10.4%
每股收益(元)	0.86	0.80	1.11	1.46
P/E(X)	24.37	26.13	18.88	14.36
P/B(X)	12.33	1.82	1.66	1.49

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

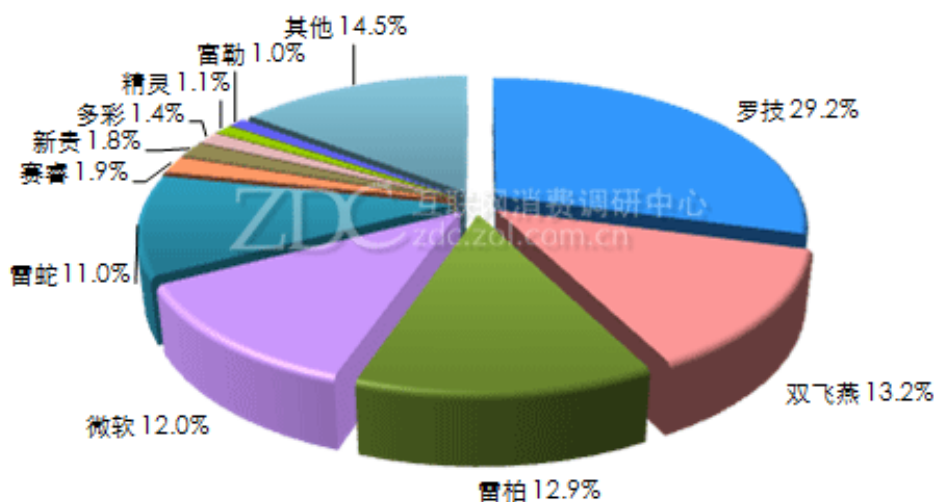
附录

1、鼠标市场——重点品牌关注比例下滑

2011 年中国鼠标市场中罗技继续保持较大的优势，其关注比例为 29.2%，与第二名之间的差距为 16 个百分点。双飞燕、雷柏、微软和雷蛇这四个品牌亦在国内鼠标市场中拥有较大的影响力，从关注比例分布来看，这四个品牌之间的争夺较为激烈。排在第二位的双飞燕的关注比例为 13.2%，第四名雷蛇的关注比例为 11.0%，二者差距不足三个百分点。

其他进入关注比例前十名的品牌还包括赛睿、新贵、多彩等，与前五名的品牌相比，这些品牌的关注比例均不足两个百分点，对市场的影响力相对较低。

图 1：2011 年中国鼠标市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

与 2010 年的市场关注比例分布情况相比，罗技、双飞燕、雷柏、微软和雷蛇这五个重点品牌中，除双飞燕和微软以外，另外三个品牌的关注比例均出现明显下滑，其中罗技的关注比例下降 4.5 个百分点。五个品牌的合计关注份额下降 7.7%，用户的关注焦点在 2011 年分散在更多的品牌及产品上。赛睿与精灵在 2011 年升入前十名之内。

表 1：2010-2011 年中国鼠标市场品牌关注比例对比

排名	2010年		2011年	
	品牌	关注比例	品牌	关注比例
1	罗技	33.7%	罗技	29.2%
2	雷柏	16.8%	双飞燕	13.2%
3	雷蛇	13.1%	雷柏	12.9%
4	微软	11.4%	微软	12.0%
5	双飞燕	10.6%	雷蛇	11.0%
6	新贵	2.1%	赛睿	1.9%
7	多彩	1.7%	新贵	1.8%
8	富勒	1.6%	多彩	1.4%
9	力胜电子	1.3%	精灵	1.1%
10	摩天手	1.2%	富勒	1.0%
	其他	6.5%	其他	14.5%

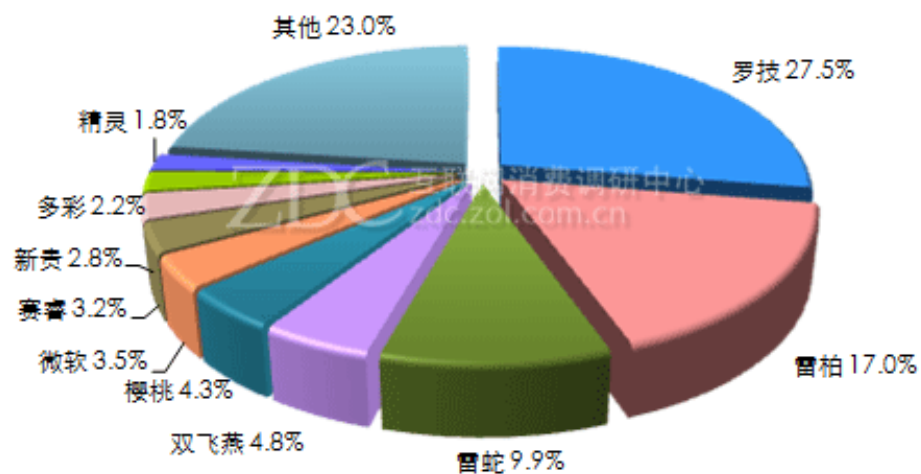
资料来源：ZDC，东方证券研究所

2、键盘市场——雷柏、雷蛇关注比例提升

2011 年中国键盘市场中，罗技以 27.5% 的关注比例保持在市场首位，与第二名之间的差距超过 10 个百分点，在市场中拥有一定优势。雷柏与雷蛇分别排在第二名和第三名，关注比例分别为 17.0% 和 9.9%。其他进入前十名的品牌还包括双飞燕、樱桃、微软等。

关注度最高的十个品牌的关注比例之和为 77.0%，这一数字远低于鼠标市场或键鼠套装市场，用户在键盘市场中的关注焦点相对更加分散，小品牌的生存空间相对更广。尽管如此，国内键盘市场中的格局亦已经十分清晰，重点品牌的地位难以动摇。

图 2：2011 年中国键盘市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

与 2010 年的市场关注比例分布情况相比，雷柏与雷蛇在 2011 年国内键盘市场中的关注比例分别上升了 3.2 个百分点和 2.8 个百分点。双飞燕的关注比例出现较为明显的下滑。排在市场首位的罗技的关注比例出现小幅的负向波动。其他品牌中，微软与新贵在键盘市场中的关注比例也出现不同程度的下降。樱桃、赛睿、精灵等品牌的关注比例有所增长，其中精灵在 2011 年新进入前十名之内。

表 2：2010-2011 年中国键盘市场品牌关注比例对比

排名	2010年		2011年	
	品牌	关注比例	品牌	关注比例
1	罗技	28.5%	罗技	27.5%
2	雷柏	13.8%	雷柏	17.0%
3	双飞燕	11.4%	雷蛇	9.9%
4	雷蛇	7.1%	双飞燕	4.8%
5	微软	6.9%	樱桃	4.3%
6	新贵	6.8%	微软	3.5%
7	富勒	6.0%	赛睿	3.2%
8	多彩	3.8%	新贵	2.8%
9	樱桃	3.1%	多彩	2.2%
10	赛睿	1.8%	精灵	1.8%
	其他	10.8%	其他	23.0%

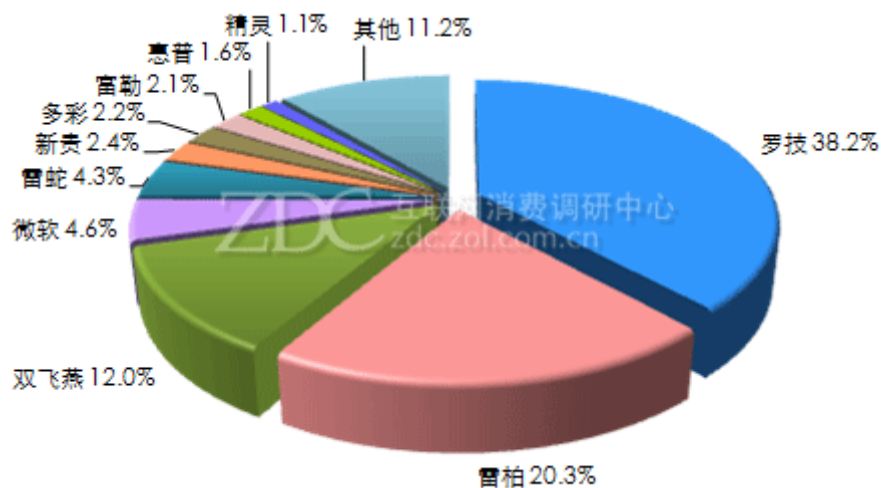
资料来源：ZDC，东方证券研究所

3、键鼠套装市场——罗技优势进一步扩大

2011 年中国键鼠套装市场中，罗技、雷柏、双飞燕的关注比例依次排在市场的前三位，其中排在市场首位的罗技的关注比例为 38.2%，领先第二名近 18 个百分点。雷柏与双飞燕在市场中的地位亦较为稳定，二者与身后对手之间的关注比例差距也均在 8 个百分点左右。上述三个品牌合计占有国内键鼠套装市场中七成以上的关注份额。

其他进入前十名的品牌还包括微软、雷蛇、新贵等，关注度最高的十个品牌的关注比例之和为 88.8%。从前三名品牌的关注比例之和与前十名品牌的关注比例之和来看，国内键鼠套装市场中用户的关注焦点较为集中，重点品牌在市场中拥有强大的影响力。

图 3：2011 年中国键鼠套装市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

与 2010 年的市场关注比例分布情况相比，罗技的关注比例在 2011 年由 34.2% 升至 38.2%，上升了 4.0 个百分点。其他关注比例有所提升的品牌还包括雷蛇、精灵等，其中精灵在 2011 年的关注比例排名中升入前十名之内。另一方面，包括双飞燕、多彩等在内的多个品牌的关注比例在 2011 年均出现不同程度的下滑。

从整体的用户关注集中度来看，2011 年国内键鼠套装市场中用户的关注集中度未发生明显变化，但值得注意的是，罗技在这一市场中的优势进一步扩大。

表 3：2010-2011 年中国键鼠套装市场品牌关注比例对比

排名	2010年		2011年	
	品牌	关注比例	品牌	关注比例
1	罗技	34.2%	罗技	38.2%
2	雷柏	20.6%	雷柏	20.3%
3	双飞燕	14.8%	双飞燕	12.0%
4	微软	5.0%	微软	4.6%
5	多彩	3.8%	雷蛇	4.3%
6	新贵	3.3%	新贵	2.4%
7	富勒	2.2%	多彩	2.2%
8	惠普	2.1%	富勒	2.1%
9	力胜电子	1.5%	惠普	1.6%
10	雷蛇	1.4%	精灵	1.1%
	其他	11.1%	其他	11.2%

资料来源：ZDC，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	246	1277	1258	1365	营业收入	649	604	805	1076
现金	114	1163	1111	1166	营业成本	439	405	527	706
应收账款	44	39	53	70	营业税金及附加	1	3	4	5
其它应收款	5	6	7	10	营业费用	34	29	40	54
预付账款	8	5	8	10	管理费用	34	40	60	81
存货	69	63	79	107	财务费用	2	-5	-9	-9
其他	5	1	1	1	资产减值损失	1	0	1	1
非流动资产	102	307	497	618	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	64	263	442	551	营业利润	139	131	182	239
无形资产	22	33	46	59	营业外收入	3	2	2	2
其他	16	11	9	8	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	348	1584	1755	1983	利润总额	142	132	183	241
流动负债	131	102	131	172	所得税	31	30	41	54
短期借款	0	0	0	0	净利润	110	103	142	187
应付账款	97	76	102	138	少数股东损益	0	0	0	0
其他	33	26	29	34	归属于母公司净利润	110	103	142	187
非流动负债	0	6	6	6	EBITDA	154	141	205	278
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.80	1.11	1.46
其他	0	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	131	108	137	179	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	96	128	128	128	营业收入	15.6%	-6.9%	33.2%	33.7%
资本公积	9	1132	1132	1132	营业利润	18.7%	-5.8%	38.6%	31.7%
留存收益	112	215	357	544	归属于母公司净利润	17.9%	-6.7%	38.4%	31.5%
归属母公司股东权益合计	218	1475	1618	1804	获利能力				
负债和股东权益	348	1584	1755	1983	毛利率	32.3%	32.9%	34.5%	34.4%
现金流量表					净利率	17.0%	17.0%	17.6%	17.4%
单位:百万元					ROE	50.6%	7.0%	8.8%	10.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	50.3%	6.6%	8.3%	9.9%
经营活动现金流	130	102	161	214	偿债能力				
净利润	110	103	142	187	资产负债率	37.5%	6.8%	7.8%	9.0%
折旧摊销	13	15	32	48	净负债比率				
财务费用	2	-5	-9	-9	流动比率	1.88	12.52	9.60	7.92
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.35	11.90	9.00	7.30
营运资金变动	6	-17	-4	-11	营运能力				
其它	-1	7	0	0	总资产周转率	2.10	0.63	0.48	0.58
投资活动现金流	-61	-220	-222	-169	应收账款周转率	16	15	18	18
资本支出	-53	-209	-209	-155	应付账款周转率	5.63	4.68	5.94	5.89
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-8	-11	-13	-14	每股收益	0.86	0.80	1.11	1.46
筹资活动现金流	-83	1166	9	9	每股经营现金流	1.02	0.80	1.26	1.67
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.70	11.53	12.64	14.10
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	10	32	0	0	P/E	24.37	26.13	18.88	14.36
资本公积增加	9	1123	0	0	P/B	12.33	1.82	1.66	1.49
其他	-102	11	9	9	EV/EBITDA	10	11	7	5
现金净增加额	-14	1049	-52	55					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn