

雷柏科技 (002577)

公司研究/点评报告

业绩低于市场预期，加速构建智能家居生态系统

——雷柏科技 (002577) 2014 年中报点评

点评报告/传媒行业

2014 年 08 月 18 日

一、事件概述

近期，雷柏科技公司公布 2014 年中报业绩：报告期内，公司实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 42.30%；实现归属母公司净利润 6314.44 万元，同比增长 113.76%；基本每股收益 0.22 元。此外，公司发布 2014 年 1~9 月业绩指引：预计净利润 7392~8737 万元，同比增长 120%至 160%，折合每股收益为 0.26 元~0.31 元。

二、分析与判断

➤ 2014年上半年营收增长42.30%，净利润增长113.76%，业绩低于市场预期

1、业绩低于市场预期。公司在2014Q1季报披露的业绩指引为同比增长160%~200%。(1)我们判断主要原因为：2季度传统外设市场消费不振影响传统键鼠设备出货量；且公司加大海外市场及ZIVOO品牌的拓展力度，费用较高。(2)业务结构中，公司鼠标键盘产品销售比重较去年同期下降了22个百分点，乐汇天下14年纳入合并报表范围新增互联网游戏业务，各项业务营收占比如下：鼠标键盘产品销售（63.66%）、互联网游戏（28.26%）、其它无线产品（6.88%）。(3)主营业务收入增长：鼠标键盘产品销售（5.43%）、互联网游戏（100.00%）、其它无线产品（-29.77%）。

2、上半年公司综合毛利率为48.77%，较去年同期提升15.40个百分点，主要因互联网游戏业务毛利率高达95%，提升整体水平。期间费用率为20.57%，较去年同期提升3.96个百分点。销售费用率为13.23%，较去年同期上升1.53个百分点；管理费用率为11.11%，较去年同期提升0.43个百分点；财务费用率为-3.78%，较去年同期提升1.99个百分点。

➤ 雷柏自主品牌国际化进展加速，传统键鼠业务下半年有望重拾升势

1、报告期内，公司业务结构不断优化，雷柏自主品牌国际化进展加速，产品销售版基本覆盖全球主要经济体。报告期内海外营业收入稳步增长，达1.02亿元，占公司泛无线外设营收的48.07%。

2、受传统PC市场出货量连续下滑影响，公司上半年鼠标键盘产品销售增速仅为5.43%，毛利率28.30%也较去年同期下滑3.42个百分点。我们认为，公司正加快向便携式智能终端以及移动互联产品领域的转型进度，扭转传统PC市场萎缩带来的冲击。

3、我们预计，公司的键鼠以及平板周边业务下半年有望重拾升势。(1)3季度公司将转变制造模式，由订单驱动制造转为排程制造，推行全新的雷柏制造模式；(2)公司将在3季度完成库存削减计划，大幅优化库存水平；(3)公司将整合并积极拓展产品线，重点突破平板电脑周边产品，通过推出带键盘皮套等新的平板电脑周边产品改善产品结构；并进一步加强人工成本控制。

➤ 乐汇天下中期净利润6917万元超预期，全年有望为公司带来强劲业绩支撑

公司耗资5.88亿元收购的游戏公司乐汇天下2014年1月并表。其承诺2014年净利润为8000万，中期净利润已达6917万元。我们认为，乐汇上半年优异表现印证其盈利能力可观，后续重型游戏新品值得期待，全年有望为公司带来强劲业绩支撑。

➤ 公司下半年将加速智能家居生态系统的构建，分羹电视游戏蓝海市场

1、报告期内，公司设立独立运营的子公司智我科技并发布全新智能家居品牌ZIVOO，顺利推出智盒及丰富的周边产品并初步得到用户认可。

2、我们预计，公司下半年将在智能家庭领域持续发力。在前期推出硬件产品的基础上，通过对外合作与投资等手段整合资源，提升电视（体感）游戏及K歌应用的运营能力，努力打造最佳口碑的电视游戏及娱乐平台，适时推出新的智能硬件与服务，

强烈推荐

维持评级

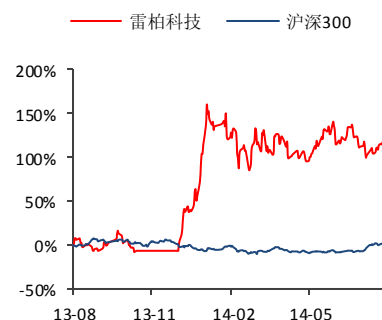
合理估值

暂无

交易数据 (2014-08-15)

收盘价 (元)	26.70
近 12 个月最高/最低	32.54/10.77
总股本 (百万股)	282.88
流通股本 (百万股)	282.88
流通股比例%	100.00%
总市值 (亿元)	75.53
流通市值 (亿元)	75.53

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：郑平

执业证书编号：S0100512080001

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

研究助理：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

1.雷柏科技 (002577) 调研简报《战略转型综合互联网，做智能家庭平台缔造者》
2014.06.03

以家庭为单位逐步构建和谐智能家居生态系统。

3、9月下旬Xbox发售有望激发国内电视游戏终端及周边设备售卖热潮，公司作为本土先行者将分羹蓝海市场。(1)此前百视通和微软正式宣布Xbox One将于9月23日在中国上市，定价3699元起，Xbox One将成为首款获批在中国销售的游戏和娱乐主机。

(2)我们认为，Xbox One的正式发售有望激发中国电视游戏市场售卖热潮，公司作为本土电视游戏以及智能家庭领域拓荒者，具备先发优势；公司未来将依托乐汇天下游戏研发运营团队，积极开展与电视游戏领域研发商的合作，分羹蓝海市场。

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司在智能家庭领域的全方位产业布局，认为其通过“软硬一体化”业务发展模式实现产业突破将是大概率事件。公司转型产品智盒将于近期正式发布，契合电视游戏主机 XBOX 等 9 月大陆地区发售，智盒有望分享电视游戏蓝海市场巨大商机。我们暂时下调公司的盈利预测，预计公司 2014~2016 年备考 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元与 0.98 元，对应当前股价 PE 为 52X、37X 与 27X，维持公司强烈推荐评级。

四、风险提示

1、传统键鼠业务下滑；2、并购标的业绩不达预期；3、智能终端新品推广不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	396	768	1,026	1,330
增长率(%)	-13.87%	94.01%	33.55%	29.60%
归属母公司股东净利润(百万元)	33	147	205	277
增长率(%)	-55.19%	339.54%	39.69%	35.52%
每股收益(元)	0.12	0.52	0.72	0.98
PE	226.60	51.55	36.91	27.23
PB	5.40	4.92	4.34	3.74

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	396	768	1,026	1,330
减：营业成本	271	412	543	704
营业税金及附加	3	2	3	4
销售费用	63	100	133	173
管理费用	48	85	108	133
财务费用	(28)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	37	170	239	316
加：营业外收支净额	3	3	3	3
三、利润总额	39	173	241	319
减：所得税费用	6	26	37	41
四、净利润	33	147	205	277
归属于母公司的利润	33	147	205	277
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.52	0.72	0.98

主要财务指标

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	755.35	35.77	25.72	19.25
成长能力:				
营业收入同比	-13.9%	94.0%	33.6%	29.6%
营业利润同比	-60.6%	363.7%	40.3%	32.4%
净利润同比	-55.2%	339.5%	39.7%	35.5%
营运能力:				
应收账款周转率	7.76	9.36	8.11	8.01
存货周转率	5.63	10.07	9.97	7.66
总资产周转率	0.26	0.50	0.61	0.68
盈利能力与收益质量:				
毛利率	31.5%	46.4%	47.0%	47.0%
净利率	8.4%	19.1%	19.9%	20.9%
总资产净利率 ROA	2.2%	9.5%	12.1%	14.2%
净资产收益率 ROE	2.3%	10.0%	12.5%	14.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	12.27	26.79	25.93	25.55
资产负债率	6.0%	3.2%	3.5%	3.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.52	0.72	0.98
每股经营现金流量	0.07	0.27	0.48	0.66
每股净资产	4.95	5.43	6.16	7.14

资产负债表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	797	878	1,016	1,204
应收票据	6	11	15	19
应收账款	56	108	145	187
预付账款	3	6	8	10
其他应收款	4	8	1	1
存货	83	70	136	211
其他流动资产	120	120	120	120
流动资产合计	1,082	1,201	1,440	1,752
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	356	339	322	305
在建工程	10	11	13	15
无形资产	25	23	20	18
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	406	384	366	348
资产总计	1,489	1,585	1,806	2,100
短期借款	0	0	0	0
应付票据	15	23	30	39
应付账款	50	0	0	0
预收账款	7	11	14	18
其他应付款	8	8	8	8
应交税费	4	4	4	4
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	88	45	56	69
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	9	11
非流动负债合计	1	6	9	11
负债合计	89	50	64	79
股本	283	283	283	283
资本公积	958	958	958	958
留存收益	159	294	501	780
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,399	1,535	1,741	2,021
负债和股东权益合计	1,489	1,585	1,806	2,100

现金流量表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	21	76	136	185
投资活动现金流量	50	(3)	(3)	(3)
筹资活动现金流量	(74)	7	6	5
现金及等价物净增加	(3)	81	139	188

资料来源：民生证券研究院

分析师与联系人简介

郑平，中国人民大学管理学博士，曾任工信部高级工程师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。