



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品：文化传媒

刘会明

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120012
(8610) 6622 9084
huiming.liu@bocichina.com

雷柏科技： 互联网游戏+智能家居+机器人战略

1. 公司概况

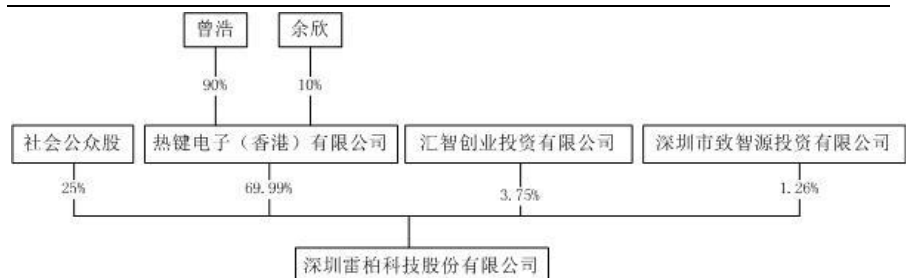
雷柏科技(002577.CH/人民币 24.09, 未有评级)成立于2002年, 主要经营键盘、鼠标等电脑外围设备, 尤其对无线输入设备有多年的专业研究, 产品销售网络遍及欧美等世界各地, 多次获得IF设计奖, 连续两年蝉联中国无线键鼠市场占有率榜首位, 拥有近2,000万用户。雷柏科技所有的研发和设计全部由自己的设计师和工程师自行完成, 能够不断地推出具有创新力的产品。2009年, 无线鼠标、键盘及键鼠套装市场中, 雷柏的市场份额高达42.7%、34%、44.2%, 均居于首位, 2008-2010年无线键鼠每年收入增长70%以上, 品牌关注度和市场份额均为市场前列但近年来随着竞争加剧以及整体PC外设市场的萎缩, 雷柏科技也开始转型迎接挑战。

图表 1. 2010-2013 年中国无线键鼠套装品牌关注度排名

排名	2010		2011		2012		2013	
	品牌	关注比例 (%)	品牌	关注比例 (%)	品牌	关注比例 (%)	品牌	关注比例 (%)
1	雷柏	34.20	雷柏	38.20	罗技	34.20	罗技	33.60
2	罗技	20.60	罗技	20.30	雷柏	15.90	雷柏	12.80
3	双飞燕	14.80	双飞燕	12.00	双飞燕	9.60	精灵	10.40
4	微软	5.00	微软	4.60	精灵	5.80	微软	8.60
5	新贵	3.80	雷蛇	4.30	微软	5.60	双飞燕	6.90
6	多彩	3.30	新贵	2.40	雷蛇	5.50	雷蛇	6.70
7	惠普	2.20	多彩	2.20	多彩	3.00	富勒	3.60
8	明基	2.10	富勒	2.10	新贵	2.90	宜博	2.90
9	LG	1.50	惠普	1.60	富勒	2.50	联想 NEW	1.60

资料来源：互联网消费调研中心 ZDC

图表 2. 雷柏科技股权结构图

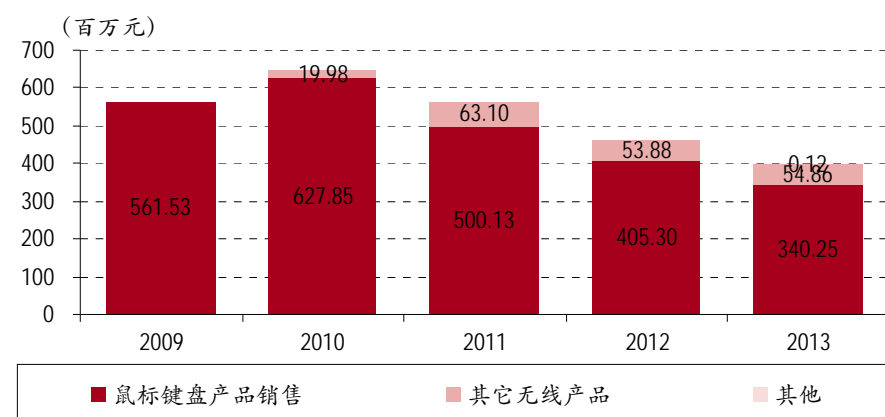


资料来源：公司年报

2. 主营业务

雷柏科技主营业务为无线外设产品的生产和销售，拥有鼠标键盘产品、音频产品、智能家庭终端和无线存储等多个系列产品，以无线为主，有线为辅，在 2.4G 无线系列、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。由于 2014 年 1 月开始才会将乐汇天下等公司的收入纳入公司合并报表的范围，因此 2013 年的主营业务数据仍以计算机外设为主。

图表 3. 雷柏科技 2009-2013 年营业收入

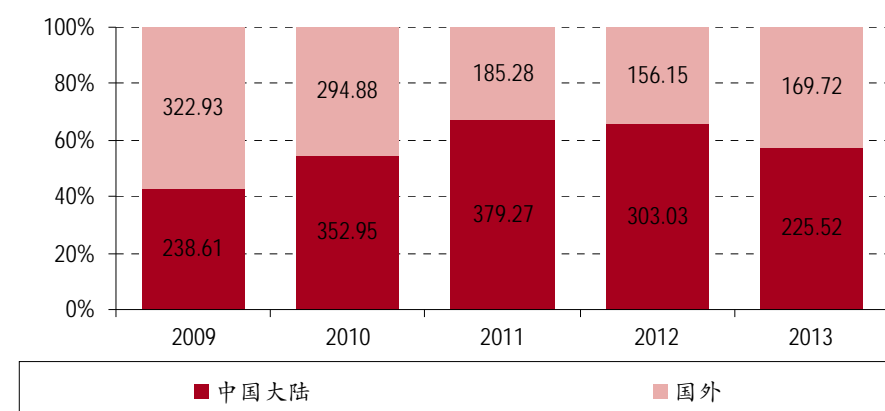


资料来源：公司年报

可以看出，雷柏科技一直以鼠标键盘产品的销售为主，但近年来由于 PC 出货量连续下跌，整个键鼠市场都在萎缩，雷柏科技也在坚持转型，大力发展软件业务和海外市场。2014 年第一季度的营业收入已经达到 1.67 亿元，比 2013 年第一季度的 1.07 亿元大幅增长了 56%，显示出快速发展的潜力。

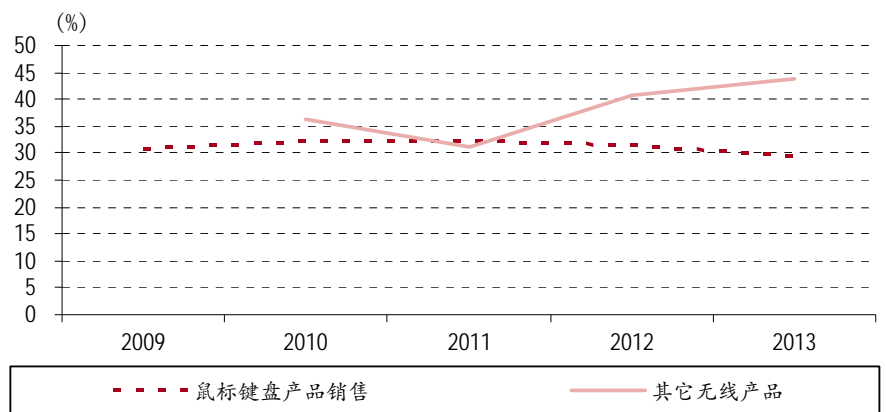
自从雷柏科技 2011-2012 年开始致力于开拓海外地区以来，国外市场贡献的营业收入占比有了显著的提升趋势。

图表 4. 2009-2013 年雷柏科技营业收入的地区构成



资料来源：公司年报

从产品类别上看，键鼠产品市场萎缩，利润率呈现下滑态势，但雷柏科技近年来不断创新，推出多款微触控新品及无线充电键盘、多款游戏外设新品、多款无线音频产品，显著改善整体的利润率水平。

图表 5. 雷柏科技各产品类别的毛利率


资料来源：公司年报

3. 竞争优势和未来发展

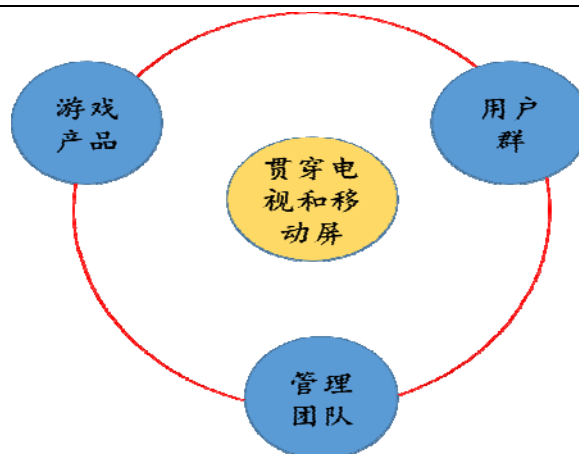
3.1 外延并购实现业务协同，逐渐向软硬件结合转型

2012 年 10 月，雷柏科技以超募资金 1,050 万元增资上海琥智数码科技有限公司，获得琥智数码增资后 15% 的股权。琥智数码拥有的核心技术包括 OOSA3(多屏多人分享互动协作)技术、Zii 芯片、CREATIVE 音频技术等。2013 年 12 月，雷柏科技收购北京乐汇天下科技有限公司 70% 股权。乐汇天下主要从事手机游戏研发与运营业务，2013 年 11 月乐汇天下玩家总注册人数超过 637 万人，最高在线人数超过 3.6 万人，月充值人数超过 5.8 万人，月均 ARPPU 超过 400 元。2014 年 1 季度乐汇天下实现营收约 4,500 万，净利润 3,500 万，给雷柏科技带来强劲业绩支撑。14 年以来“口袋海贼王”、“口袋忍者”等已进入 APP 收费榜前 25 名，进一步证实其游戏开发能力。

另外，雷柏科技正通过智能家庭全生态链布局，转型为涵盖移动互联网和家庭互联网的综合互联网平台公司。雷柏科技参投运智互动 20% 股权；与未来电视合作成立“智我科技”子公司；与天籁达成合作，在内容应用端全面布局。雷柏科技自身也启用全新品牌 ZIVOO，打造以 RATV2 为核心的智能家庭操作系统平台，把音视频、娱乐、游戏、健康等类别全部融为一体，将逐步衍生出一系列软硬件结合的智能终端产品，努力实现电视屏和手机屏的无缝连接。

外延收购和产品发展可以帮助雷柏科技实现三大业务协同，推进公司家庭智能终端业务的发展。第一、游戏产品协同：获得乐汇天下已上线和研发中的多款移动游戏产品；第二、用户群协同：乐汇天下拥有快速增长的用户群，将会成为智能家庭终端潜在用户；第三、管理团队协同：获得收购公司优秀的游戏研发、运营团队以及成熟的管理体系。

图表 6. 并购实现雷柏科技业务协同

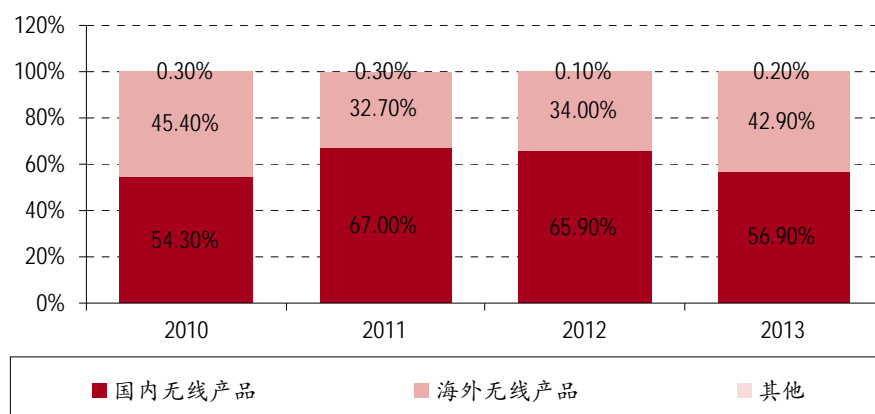


资料来源：公开信息整理

3.2 积极拓展海外市场，加强自有品牌渗透度

在整体 PC 行业被侵蚀的背景下，雷柏科技第一季度净利润实现大幅增长，上半年增幅甚至有望达到 200%。雷柏科技顶着原有海外客户订单丢失的风险，由原来的 ODM 转为打造自主品牌，产品销售版图已经扩展到近 40 个国家，2013 年海外营业收入稳步增长，达到 16,972 万，占主营业务收入的 42.94%，海外自主品牌收入五年复合增长率达到 125%。未来计划将海外业务收入占公司总营收比例提升至 60% 以上。

图表 7. 海外业务占比恢复



资料来源：公司年报

雷柏科技海外业务主要通过大卖场渠道推广，因此近年来的销售费用也快速增长，2013 年同比大增 95.4%，目前已完成对欧洲市场和亚太市场的布局，在俄罗斯和德国的市场占有率已经进入前三，预计 2014 年海外销售额达 3 亿元，占全球市场比例为 5%，毛利率回到 30% 以上。

3.3 拓展产品线，尝试机器人集成业务等新增长点

2011 年，雷柏科技引入 75 台 ABB 最小机器人 IRB 120，历时一年半完成对整条机器人生产线的改造，完成后公司工人从 3,200 人降至 2013 年的约 1,100 人，人员流失率也从原先的 20% 降到 3%-4%，生产线上的整体生产效率也大大提高。根据数据显示，整个工作站的循环节拍时间比先前缩短了 40%，整个自动设备的开发周期缩短 15%；产品（以鼠标为例）的直通率也从 95%-97% 上升到了 97%-99%。

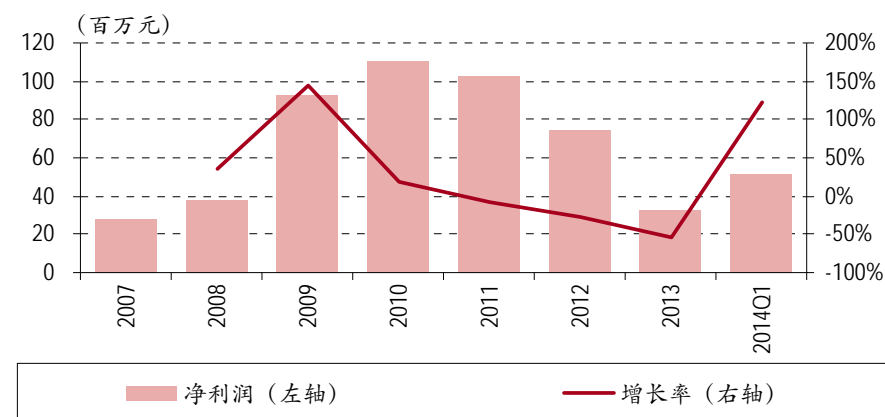
工业机器人产业链主要分为上游（零部件供应商）、中游（单元产品供应商和系统集成商）、下游（机器人应用）。目前来看，国内厂商需要面对高昂的零部件成本，国际厂商稳固的市场基础，较差的稳定性，将客户需求实现的难度，弱小的技术研发能力等问题，大部分本体厂商一直在盈亏平衡点上挣扎。但是在工业机器人下游的系统集成行业却有所不同，大多数系统集成商是可以盈利的，很多一般工业的客户希望使用机器人，但是却没有足够的系统集成商来对各种需求提供经济可靠的解决能力，即使是技术实力雄厚的国际厂商也不可能对所有行业的工艺都熟悉。

雷柏科技从下游应用向上延伸，介入工业机器人集成领域，将自身的机器人应用经验传授给其它企业和行业。业务开展以来，雷柏共接到6个处于行业领先地位客户的咨询订单并已完成其中4个；共接到3个客户的机器人集成实施订单，均为实施客户整体规划中的一部分项目，单笔订单金额200万元，合作的企业均是各领域的龙头企业，已具有一定的规模。未来不排除在机会合适的情况下，把机器人事业部独立成控股子公司，将机器人集成业务发展成为公司的主业之一，以自动化为基础的机器人集成业务有望成为新增长点。

4. 财务分析

2010年之前，雷柏科技净利润一直在快速增长，但随着平板的冲击和PC市场的萎缩，键鼠等外设市场也受到很大影响，净利润出现下滑。从2011年开始，雷柏科技致力于在坚守主营业务的同时，积极转型软硬件结合的家庭互联网领域，同时开拓海外市场，在2014年已经呈现出明显的净利润回升趋势。14年第一季度实现净利润5,161万元，大幅超过2013年全年3,333万元。

图表 8. 雷柏科技近年来净利润及增长率

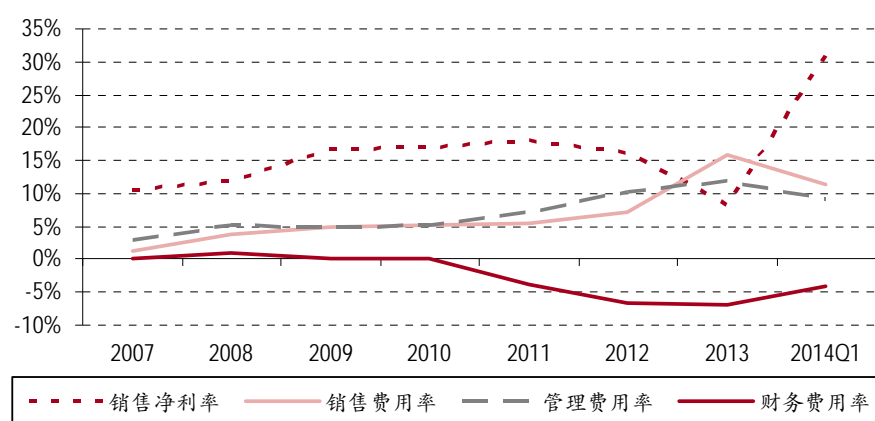


资料来源：万得

随着海外市场的开拓和从ODM转向自有品牌发展，2013年起雷柏科技的销售净利率出现了快速回升的迹象。

由于在海外市场推广，雷柏科技的销售费用率等一直处于较高水平，但随着推广效果和品牌效应的显现，2014年开始各项费用率也呈现出下将趋势。可以预计未来随着雷柏科技成功转型，盈利能力将会有更加持续的改善。

图表 9. 雷柏科技近年来各项费用率和销售净利率



资料来源：万得

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371