

莱克电气 (603355.SH)

家居小家电龙头，自主品牌优势显著

● 核心产品：吸尘器、空气净化器——增长态势良好，行业空间广阔

吸尘器：欧美国家渗透率高，市场销售稳定，亚非国家基数低潜力较大，成长空间较大，而我国渗透率低，但随着消费升级推进以及无线吸尘器的推广，有望推动吸尘器的普及。

空气净化器：目前的渗透率水平较发达国家市场低，但近几年空气质量问题持续发酵，带动我国空气净化器的市场需求持续增长，前景广阔。

● 核心竞争力：产品创新能力突出

公司在战略层面，坚持“与众不同”、“领先一步”的产品创新策略；在技术层面，拥有多项自主研发的领先技术，与同业相比具有一定优势；在产品层面，公司不断推陈出新，引领行业发展，产品力显著。

● 出口：龙头企业地位稳固，预期外销市场稳步增长

公司作为吸尘器和割草机的出口龙头企业，市场地位稳固，行业前景广阔，未来有望受益于龙头效应，市场份额稳定增长；此外，无线吸尘器的逐步普及也将促进公司外销市场的稳步增长。

● 内销：成功建立自主品牌，未来内销市场有望持续增长

公司凭借自身强大的产品创新力，成功走上了出口转内销的自主品牌之路，在国内高端电器市场占有一席之地，其主要原因在于：公司通过高端化、专业化的定位切入国内市场，成功树立良好品牌形象。未来公司的内销市场有望持续增长，主要原因：1) 消费升级背景下，吸尘器和空气净化器普及率将得到提升；2) 市场集中度不高，公司市场份额有望持续提升。

● 盈利预测

我们预计 2017-19 年净利润为 6.4、8.6、11.0 亿元，同比增速为 28%、33%、28%，对应 2017 年 PE 为 33.6 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：新品推广不力；原材料价格上涨。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4003	4377	5471	6401	7425
增长率(%)	-5.4%	9.3%	25.0%	17.0%	16.0%
EBITDA(百万元)	420	567	801	1049	1311
净利润(百万元)	364	501	643	858	1095
增长率(%)	5.7%	37.8%	28.3%	33.3%	27.6%
EPS(元/股)	0.91	1.25	1.60	2.14	2.73
市盈率(P/E)	59.5	43.2	33.6	25.2	19.8
市净率(P/B)	8.5	7.3	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	54.3	41.9	29.7	22.9	18.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

53.98 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-06-01

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	401/67
流通 A 股市值(百万元)	21,726
每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	41.59
一年内最高/最低(元)	58.93/33.19

相对市场表现


分析师： 曾 焯 S0260517050002


0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

相关研究：

 莱克电气(603355.SH)：外 2017-04-25
 销回暖，自主品牌加速增长

联系人： 袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

目录索引

1.投资建议	4
2.核心产品：吸尘器、空气净化器——行业空间广阔	5
2.1 吸尘器：海外市场需求稳定，内销市场潜力大	6
2.1.1 欧美国家吸尘器渗透率高，销量增速稳定	6
2.1.2 亚非市场销量基数低，潜力大	7
2.1.3 国内销量增速高、渗透率低，成长空间广阔	8
2.1.3.1 小家电消费升级促进了吸尘器普及	9
2.1.3.2 无线吸尘器的推广有望促进我国吸尘器的普及	9
2.2 空气净化器：国内外空气净化器市场空间大	10
2.2.1 我国空气净化器渗透率低	11
2.2.2 空气污染刺激空气净化器需求	12
3.核心竞争力：产品创新	13
3.1 战略：坚持自主创新	13
3.2 技术：掌握多项核心技术	14
3.3 创新型产品，解决消费者痛点	15
3.3.1 新品层出，突破不断	15
3.3.2 核心品类注重创新，注重产品迭代	16
4.外销：产品技术领先，外销市场将稳步增长	16
4.1 龙头地位稳固，市场份额有望不断提升	17
4.1.1 以外销为主，是吸尘器和割草机出口的龙头企业	17
4.1.2 市场占有率基数不高，龙头效应有望提升份额	17
4.2 产品的更新换代有望促进收入的增长	18
5.内销：自有品牌力逐渐提升，有望加速增长	18
5.1 成功打造自有品牌	19
5.2 内销业务有望实现持续增长	21
5.2.1 消费升级提升吸尘器和空气净化器的普及率	21
5.2.2 市场集中度不高，市场份额有望持续提升	21
6.盈利预测	22
7.主要风险	23
7.1 新品推广不及预期	23
7.2 原材料价格上涨	23

图表索引

图 1: 2016 年公司各项业务收入占比	5
图 2: 欧美主要国家吸尘器销量 (千台) 及增速	6
图 3: 2016 年欧美主要国家不同种类的吸尘器渗透率 (%)	7
图 4: 亚非主要国家吸尘器销量 (千台) 及增速	7
图 5: 我国吸尘器销量稳步增长	8
图 6: 我国吸尘器主要种类渗透率极低	8
图 7: 低体量发达国家空气净化器销量 (千台) 增长较快	10
图 8: 我国空气净化器销量及同比增速	11
图 9: 我国空气净化器渗透率很低	11
图 10: “空气净化器”与“雾霾”的关注度高度相关	12
图 11: 公司研发费用投入及占比	14
图 12: 公司研发人员数量及占比	14
图 13: 2016 年公司研发费用占比领先同类公司	14
图 14: 2016 年公司研发人员数量领先同类公司	14
图 15: 公司以出口业务为主	17
图 16: 公司毛利率在 2016 年产品结构升级的带动下大幅增加	18
图 17: 2014-2017 年莱克电器吸尘器均价与市场均价比较 (单位: 元)	19
图 18: 2014-2017 年莱克电器空气净化器均价与市场均价比较 (单位: 元)	19
图 19: 2013-2016 年各品牌吸尘器市场销量份额	20
图 20: 2013-2016 年各品牌空气净化器市场份额	20
图 21: 2016 年 12 月我国吸尘器市场各品牌销量占有率	22
图 22: 2016 年 12 月我国空气净化器市场各品牌销量占有率	22
图 23: 2016 年公司吸尘器市场销量占有率稳步提升	22
图 24: 2016 年公司空气净化器市场销量占有率稳步提升	22
表 1: 莱克有线吸尘器和无线吸尘器的比较	10
表 2: 我国近年来主要空气污染事件	12
表 3: 公司主要技术与优势	15
表 4: 莱克与其他品牌手持无线吸尘器比较	15
表 5: 公司自成立以来的主要产品或技术突破	16
表 6: 公司针对用户需求带来创新之作	16
表 7: 吸尘器和割草机出口量稳居行业首位	17
表 8: 可比公司估值表	23

1.投资建议

公司主营产品吸尘器和空气净化器市场近几年增长较快,保持良好的增长势头,未来有望持续增长,市场空间广阔,分品类来看:

1) 吸尘器:目前,国内外吸尘器市场均呈现较为良好的发展态势,欧美国家增长稳定,亚非国家基数低潜力大,国内将受益于消费升级和产品升级,未来市场前景广阔。

- 欧美等发达国家:主要消费市场,渗透率高,销量增长稳定;
- 亚非市场:基数低,未来销量有望大幅提升;
- 国内:销量增速高、渗透率低,成长空间大,具体来看:
 - ◇ 从整体小家电行业来看:国内小家电消费升级的背景为吸尘器市场的发展提供了支撑;
 - ◇ 从吸尘器子行业来看:无线吸尘器的推广将提升国内家庭对吸尘器的使用率;

2) 空气净化器:国内外空气净化器市场均保持着较高的增速;与其他国家相比我国空气净化器渗透率相对较低,由于近年来我国空气污染问题持续发酵以及消费升级的推进,国内的空气净化器市场有望持续发展。具体来看:

- 与世界发达国家相比,国内空气净化器渗透率低;
- 近年来空气污染事件持续发酵刺激空气净化器的普及;
- 小家电行业进入消费升级周期,消费者对于健康问题越来越关注,未来空气净化器市场空间较大。

公司坚持“与众不同”和“领先一步”的技术创新策略,持续引领行业发展。在多项产品上拥有自己的核心技术,并不断加强科研经费的投入,继续保持公司自身的技术优势,核心竞争力有望进一步提升。具体来看,公司从三个方面不断践行一个创新型企业的理念:

- 战略层面:坚持自主创新,注重研发;
- 技术层面:公司拥有多项自主研发的核心技术,在同业中占据一定的领先优势;
- 产品层面:公司不断推陈出新,产品力显著。

我们认为,公司专注于产品研发和创新,从整体战略到具体的产品都展现出企业突出的创新意识和优秀的创新能力,有助于提升公司的市场竞争力。

公司拥有领先的产品生产技术,作为出口龙头,地位稳固,外销市场将稳步增长,具体来看:

- 市场份额将持续提升:公司以出口业务为主,是吸尘器和割草机出口的龙头企

业，行业地位稳定，市场份额有望提升；

- **产品升级：**受益于吸尘器、园林业务的无线化和充电产品的发展，公司产品单价提升、消费者更新换代加快有助于实现营收增长。

我们认为，在公司的龙头作用推动下，随着行业竞争格局的加剧，公司的出口市场份额存在较大上升空间，产品结构的升级将带来收入的进一步增长。

公司凭借自身强大的产品力以及业务能力，成功走上了出口转内销的自主创新之路，在国内高端电器市场占有一席之地，其主要原因在于：公司通过高端化、专业化的定位切入国内市场，成功树立品牌形象。

未来公司的内销市场有望加速增长，主要原因如下：

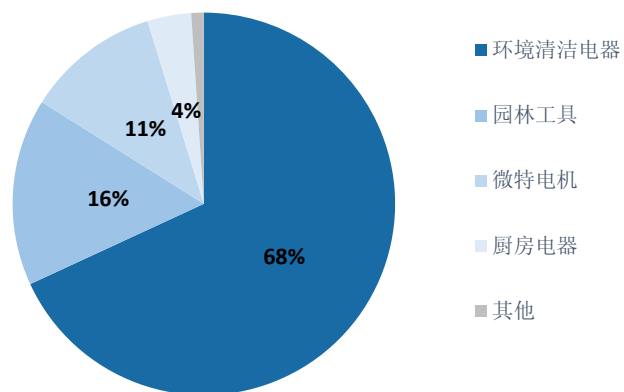
- 消费升级背景下，吸尘器和空气净化器普及率将得到提升；
- 目前市场集中度不高，公司市场份额有望持续提升。

我们认为，公司成功实施转内销战略并占据国内一定的高端市场份额，且未来受益于消费升级，市场份额有望进一步扩大。

2.核心产品：吸尘器、空气净化器——行业空间广阔

公司经营范围包括环境清洁电器、园林工具、电机和厨房电器和其他产品。其中，环境清洁电器营业收入占比接近70%，主要产品为吸尘器和空气净化器。

图1：2016年公司各项业务收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

吸尘器：目前，国内外吸尘器市场均呈现较为良好的发展态势，欧美国家增长稳定，亚非国家基数低潜力大，国内将受益于消费升级和产品升级，未来市场前景广阔。

- 欧美等发达国家：吸尘器主要消费市场，渗透率高，销量增长稳定；

- 亚非市场：基数低，未来销量有望大幅提升；
- 国内：销量增速高、渗透率低，成长空间大，具体来看：
 - ◇ 从整体小家电行业来看：国内小家电消费升级的背景为吸尘器市场的发展提供了支撑；
 - ◇ 从吸尘器子行业来看：无线吸尘器的推广将提升国内家庭对吸尘器的使用率；

空气净化器：国内外空气净化器市场均保持着较高的增速，与其他国家相比我国空气净化器渗透率相对较低。由于近年来我国空气污染问题持续发酵以及消费升级的推进，国内的空气净化器市场有望持续发展。具体来看：

- 与世界发达国家相比，国内空气净化器渗透率低；
- 近年来空气污染事件持续发酵刺激空气净化器销量迅速增长；
- 小家电行业进入消费升级周期，消费者对于健康问题越来越关注，未来空气净化器市场空间大。

2.1 吸尘器：海外市场需求稳定，内销市场潜力大

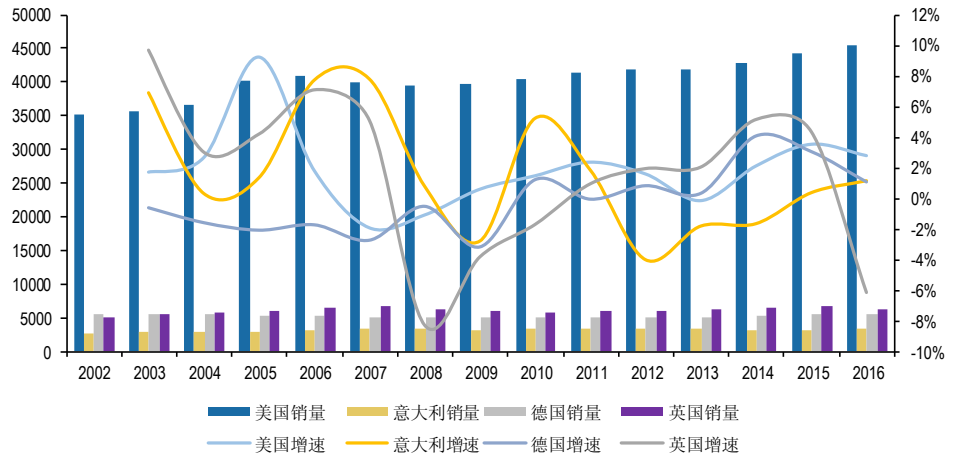
目前，国内外吸尘器市场均呈现较为良好的发展态势，欧美国家增长稳定，亚非国家基数低潜力大，国内将受益于消费升级和产品升级，未来市场前景广阔。

2.1.1 欧美国家吸尘器渗透率高，销量增速稳定

欧美地区吸尘器渗透率高，需求旺盛，品类多元。

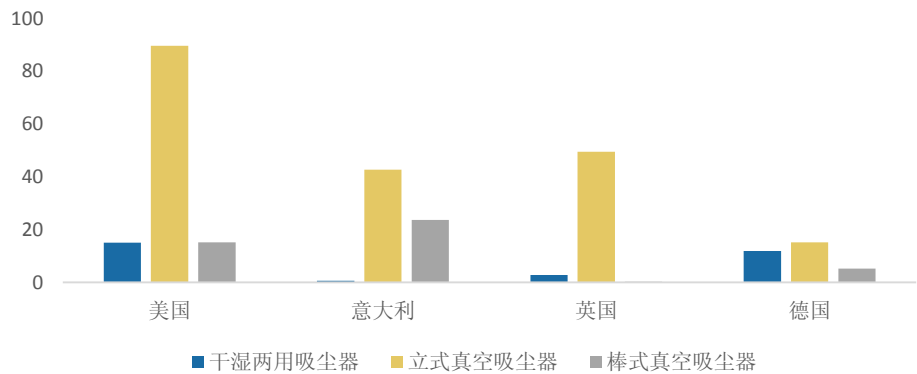
- 欧美地区的经济发展走在世界前列，生活水平高，吸尘器渗透率高。
- 欧美的房屋装修风格偏好使用地毯，而地毯比较容易沾灰，导致欧美家庭对吸尘器的需求较旺盛，销售量较为稳定。
- 欧美吸尘器的发展起步较早，品类、功能、外观均比较多元，适应了不同国家不同消费者的偏好。

图2：欧美主要国家吸尘器销量（千台）及增速



数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图3：2016年欧美主要国家不同种类的吸尘器渗透率（%）

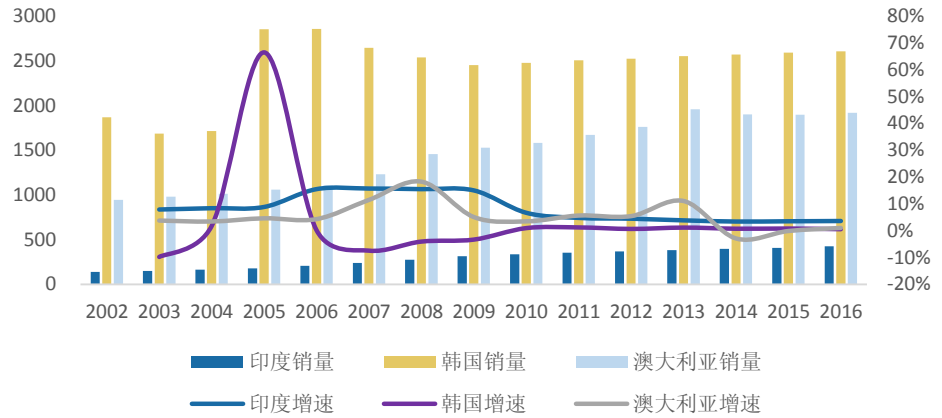


数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

2.1.2 亚非市场销量基数低，潜力大

亚非国家由于经济水平相对较低，生活文化存在差异，对于吸尘器的依赖明显低于欧美国家，销量基数较低。但随着人们生活水平的提高、文化的传播以及吸尘器厂商对于不同地区的消费者所做出的产品改进，亚非市场的成长空间巨大。

图4：亚非主要国家吸尘器销量（千台）及增速

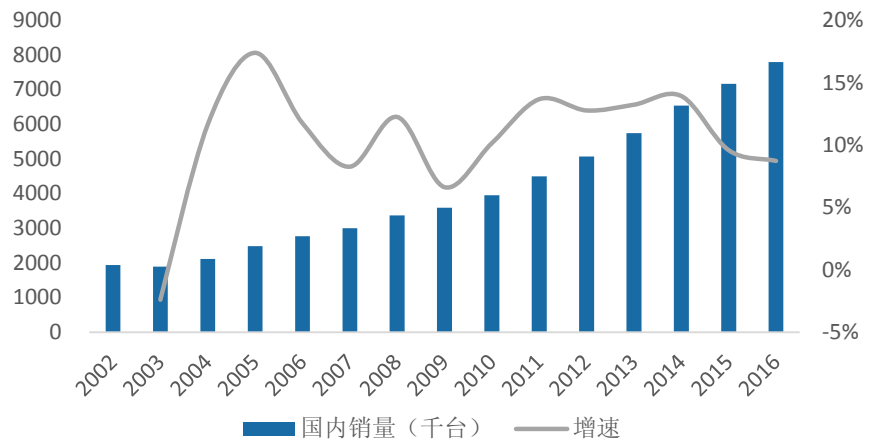


数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

2.1.3 国内销量增速高、渗透率低，成长空间广阔

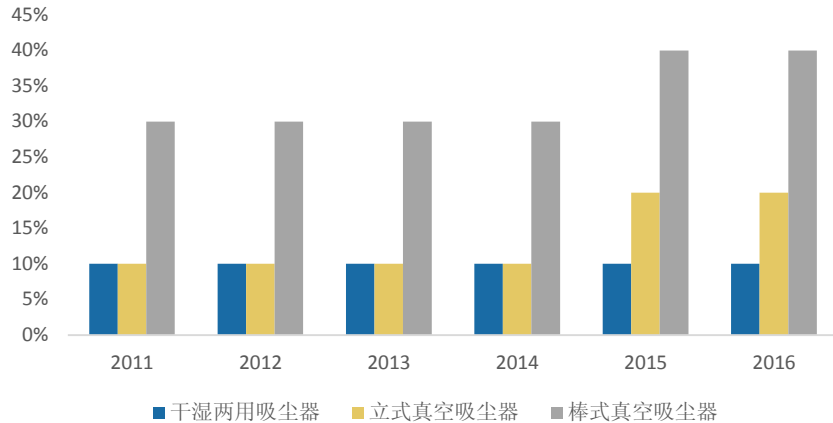
根据Euromonitor的数据，近年来我国吸尘器的销量持续上升，增长率维持在6%以上，但传统类型的吸尘器渗透率均不足1%，因此，未来的成长空间较大。

图5: 我国吸尘器销量稳步增长



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图6: 我国吸尘器主要种类渗透率极低



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

我国吸尘器渗透率较低的主要原因在于:

- 1) 我国室内地面主要以铺设木地板或地砖为主, 欧美地区房屋周边环境较好, 房屋装扮较为精致, 习惯于铺设地毯。地板和地砖对吸尘器的需求远低于地毯。
- 2) 传统的吸尘器一般带有较长的电源线, 使用起来不太方便, 在国内不易推广。

未来, 随着整体行业的消费升级以及无线吸尘器的推广, 国内市场将迎来快速增长的时期。

2.1.3.1 小家电消费升级促进了吸尘器普及

我们认为, 国内小家电进入消费升级大周期, 主要原因:

- 1) **整体经济层面:** 我国整体的经济和收入水平已经达到足以支持小家电消费升级的程度;
- 2) **消费者层面:** 当下我国家电行业面对的主要消费者群体的消费特征有所改变, 而这些改变有助于小家电的消费升级;
- 3) **行业层面:** 其他主要品类如白电、厨电市场饱和程度已经很高, 为小家电创造了足够的升级空间。

家居生活小家电作为消费升级周期中, 新品普及的一大主要品类, 预计吸尘器、空气净化器将会在小家电消费升级周期中, 快速渗透。

2.1.3.2 无线吸尘器的推广有望促进我国吸尘器的普及

我们认为，无线吸尘器的推广有望促进吸尘器在我国的普及。具体来看，原因如下：

- **使用更为灵活，使用范围广，较为实用：**吸尘器的作用不限于地板，对于橱柜等高海拔平面的清洁也在消费者选购的考虑范围之内。以木地板为主的地面清洁起来不需要那么费力，因而无线吸尘器更为实用。
- **便于存放：**在当前我国城市居民居住面积普遍不高的情况下，无线吸尘器更节省空间。

表 1: 莱克有线吸尘器和无线吸尘器的比较

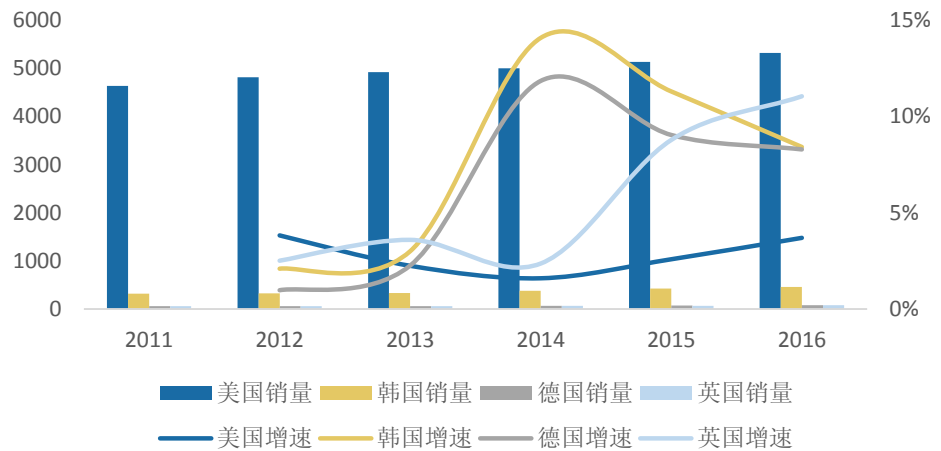
	有线吸尘器洁旋风系列 (T85)	无线吸尘器 Magic 魔洁系列 (M85)
吸力(真空度)	26	18
风量	1.85m ³ /min	1.0m ³ /min
吸入功率	310W	160W
续航时间	有电源即可	5 小时充电，使用 30 分钟
重量	7.9kg	5kg
清洁范围	单一折叠式刷头，可以解决高度问题	8 种刷头，适用于地板、衣柜、床、死角多种模式

数据来源：莱克官网，广发证券发展研究中心

2.2 空气净化器：国内外空气净化器市场空间大

空气净化器能够改善人们的呼吸环境，大大提高生活品质，因此发达国家依然保持着不错销量增速。在高体量发达国家，空气净化器销量增长稳定，而低体量发达国家近两年则增长迅速。

图 7: 低体量发达国家空气净化器销量（千台）增长较快

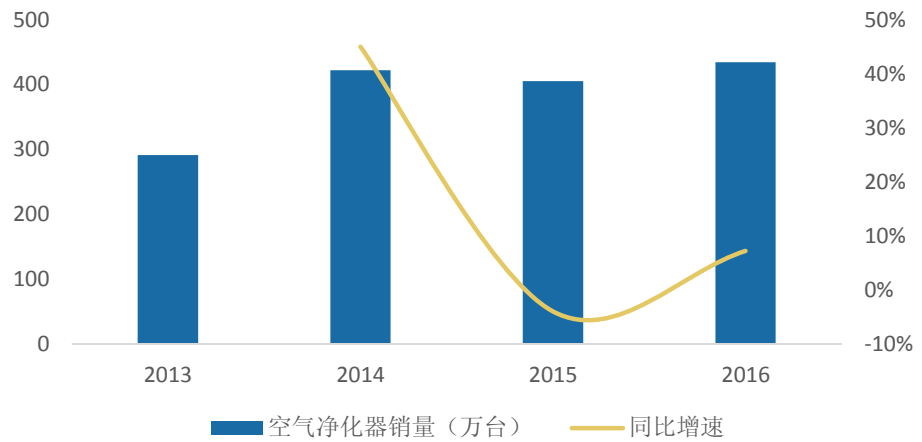


数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

自 2013 年起，雾霾愈演愈烈，引起了人们对于空气质量的重视，从而使得空气

净化器深受中国消费者关注。

图8: 我国空气净化器销量及同比增速



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

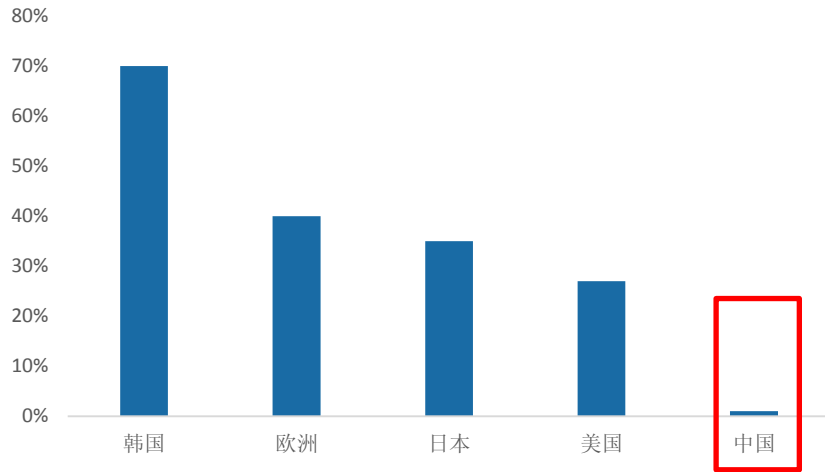
预期未来伴随着消费升级的持续推进, 国内消费者对于健康的诉求愈来愈强烈, 带动了立足于健康理念的环境家居电器的持续增长。因此, 我国空气净化器市场前景较为广阔, 具体来看:

- 我国空气净化器渗透率低, 保有量有望提升;
- 我国的雾霾问题较为严重, 需要较长时间的整治, 在可预见的将来, 空气净化器的需求仍将增长。

2.2.1 我国空气净化器渗透率低

根据前瞻研究院的数据, 当前我国空气净化器的渗透率不足1%, 与发达国家相比存在很大的差距, 在低基数水平下, 随着推广度的提升, 空气净化器的销量将保持持续增长。

图9: 我国空气净化器渗透率很低



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

2.2.2 空气污染刺激空气净化器需求

近年来,我国大气污染严重,全国各地相继爆发重度雾霾天气,刺激了我国空气净化器的需求,促进销量快速增长。

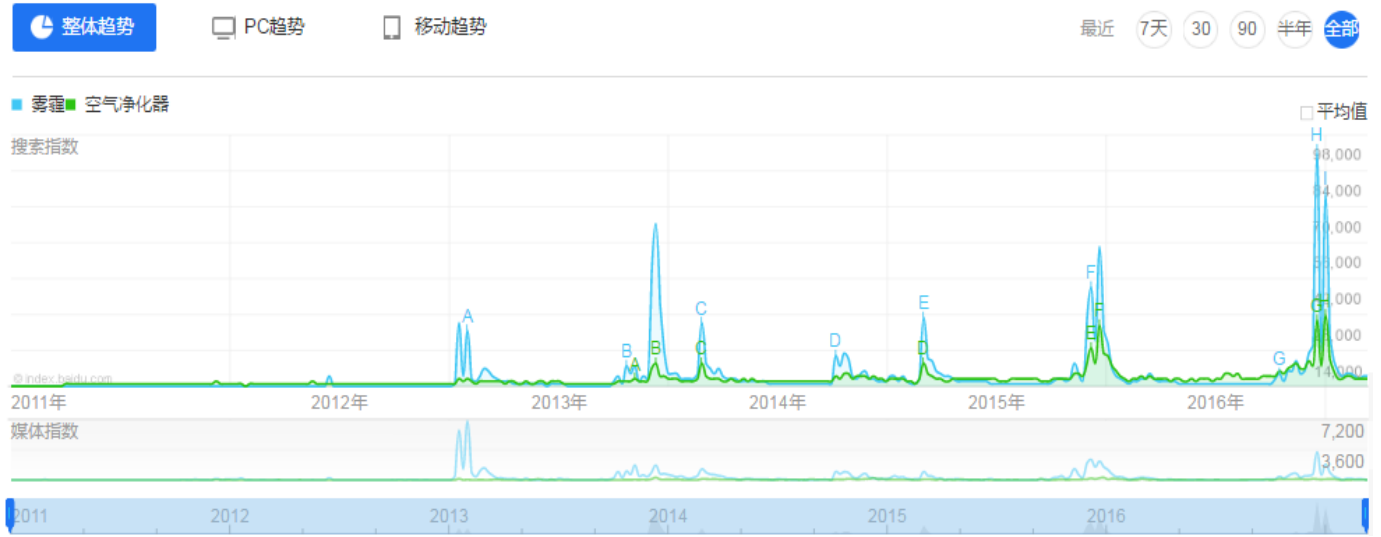
表 2: 我国近年来主要空气污染事件

时间	主要事件
2011年5月2日	上海受北方沙尘影响成全国污染最严重城市,污染指数比排名第二名的城市高出87。
2012年6月12日	中国中南部部分省市出现严重雾霾天气。武汉三镇从11日开始的雾霾天气范围大、强度强、持续时间长,为历年罕见。
2013年12月2日	山东出现全省入冬以来最大范围雾霾,17市有16市空气质量达到重度污染级别,其中11个城市达到严重污染。
2014年2月25日	全国多地严重雾霾天气进入第6天,其中京津冀及周边地区的空气污染尤为严重。
2015年11月8日	辽宁出现史上最严重雾霾,面积最大、持续时间最长、污染最重,全省14个市中11个城市均为重度污染以上。
2016年12月31日	北京、天津、石家庄、保定等61个城市启动空气污染天气预警,石家庄等城市空气污染指数“爆表”。

数据来源: 网络新闻、广发证券发展研究中心

通过百度搜索指数我们进一步发现,“空气净化器”与“雾霾”的关注度高度相关。短期内,我国的空气污染问题很难得到解决,空气净化器必需性不断提升。

图10: “空气净化器”与“雾霾”的关注度高度相关



数据来源：百度，广发证券发展研究中心

3.核心竞争力：产品创新

公司坚持“与众不同”和“领先一步”的技术创新策略，持续引领行业发展。在多项产品上拥有自己的核心技术，并不断加强科研经费的投入，继续保持公司自身的技术优势。具体来看，公司从三个方面不断践行一个创新型企业理念：

- 战略层面：坚持自主创新，注重研发；
- 技术层面：公司拥有多项自主研发的核心技术，在同业中占据一定的领先优势；
- 产品层面：公司不断推陈出新，产品力显著。

我们认为，公司专注于产品研发和创新，从整体战略到具体的产品都展现出企业突出的创新意识和优秀的创新能力，有助于提升公司的市场竞争力。

3.1 战略：坚持自主创新

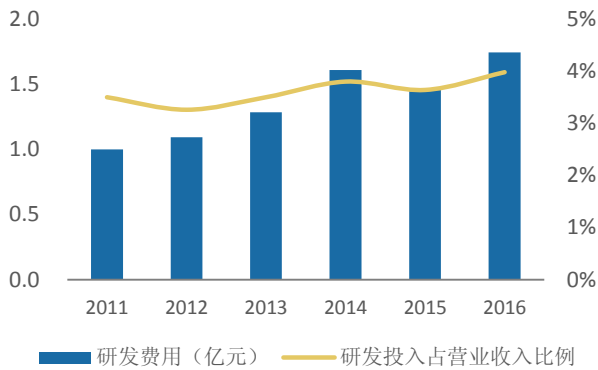
公司对自身的定位是技术领先型的中高端绿色家电品牌，坚持“与众不同”和“领先一步”的技术创新策略，以持续创新、技术领先、差异化定位为发展路径，提高制造效率，为客户持续创造价值。同时，公司依靠独立自主创新战略在市场中取得了领先优势。

公司专注于微特电机及以微特电机为核心部件的家用电器的技术研究，持续加大研发投入促进自主创新，加大技术创新力度。现拥有一个国家级企业技术中心，600多名工程师和设计师，每年申请技术专利200余项，累计拥有专利1600余项，为国内同行业拥有自主知识产权最多的企业之一。同时设立了博士后工作站和国家级

CNAS实验室。

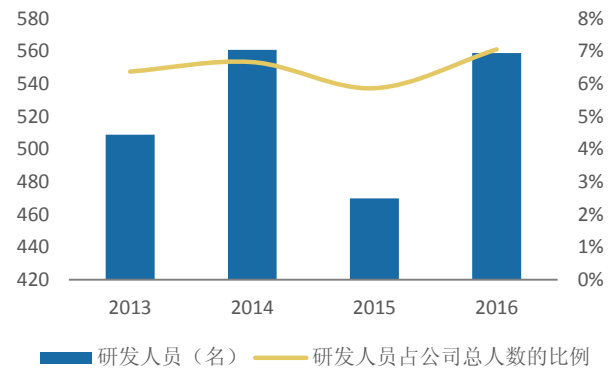
近年,公司在企业研发费用投入保持增长趋势。2016年,公司研发支出1.7亿元,占营业收入4%,同比增长19%;公司拥有研发人员559人,占公司总人数的7%,同比增长19%。

图11: 公司研发费用投入及占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

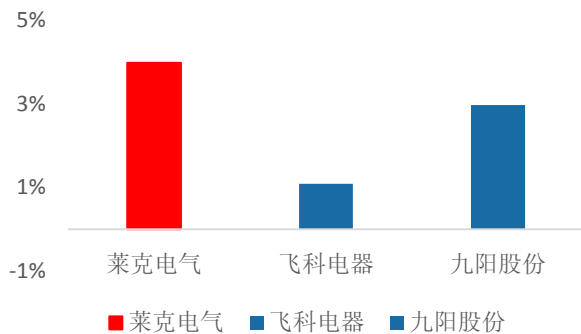
图12: 公司研发人员数量及占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

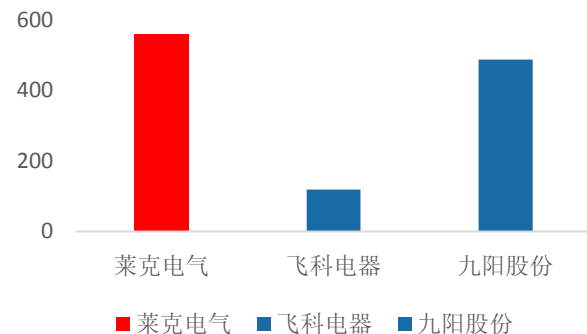
2016年,与同类公司相比,公司在研发费用投入占比和研发人员数量上都具有领先优势。

图13: 2016年公司研发费用占比领先同类公司



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 2016年公司研发人员数量领先同类公司



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.2 技术: 掌握多项核心技术

公司专注于微特电机及以微特电机为核心部件的家用电器的技术研究,拥有多项核心技术,并成功应用于下游室内清洁健康电器、室外环境清洁电器和品质生活电器,逐渐奠定了公司在产品性能、品质和效率等方面的行业领先地位。

1997年,每分钟3万转以上的高速吸尘器电机研发成功;2014年公司自主研发了8万-10万转直流无刷大吸力数码电机,为之后的产品创新提供保障。

表3: 公司主要技术与优势

技术名称	主要优势
风路优化技术	高效率的同时降低工作时所产生噪音，吸入效率比市场同类产品高 30%
洁旋风技术	实现吸、扫、擦一步到位的功能
真龙卷风尘气分离技术	降低了过滤材料的损耗，同时又能够保证吸力持久无损耗
迷宫式吸音风道技术	大大降低工作声音
高效空气净化技术	吸附容量是普通活性炭的 10 倍以上，使用寿命达到 5 年以上，更能轻松去除 8 倍直径的 PM2.5 颗粒物

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与同类型的戴森、飞利浦无线手持吸尘器相比，莱克吸尘器价格处于中上位置，在静音、适用环境范围方面具有优势。

表 4: 莱克与其他品牌手持无线吸尘器比较

	莱克魔洁 SPD301	戴森 V6	飞利浦 FC6181
价格(元)	1999	2190	1399
好评度	99%	98%	98%
充电/使用	4h/25min	3.5h/20min	5h/25min
吸力	20kpa	100(强效模式)/28AW(标准模式)	可调剂
噪音(db)	75	87	82
适用环境	地板、地毯、地砖、床铺、沙发、高处、低处及难以触及的中间位置	地板、地毯、床褥、家具、缝隙、车	硬地板，地毯，沙发
集尘容量(L)	0.45	0.4	0.6
净重(kg)	3.8	2.04	2.8

数据来源：京东商城，广发证券发展研究中心

3.3 创新型产品，解决消费者痛点

公司不断推出具有核心竞争力的产品，通过科技创新解决消费者痛点，满足消费者的真实需求。

3.3.1 新品层出，突破不断

公司自1994年成立，怀着“清洁之王”的梦想坚持自主研发，不断实现技术上的新突破，从而推出一个又一个新的产品。

表5: 公司自成立以来的主要产品或技术突破

时间	时间
1996年	设计开发了 甲壳虫吸尘器 ，畅销全球15年，累计销量300万台。
1997年	自主研发了国内里程碑式 3万转高性能电机 。
2006年	发明 大风量龙卷风过滤技术 ，成为世界吸尘器三大主流过滤技术之一。
2011年	为中国用户量身定做发明 旋风动力刷技术 ，推出可以擦地去污的吸尘器。
2014年	成功在国内率先研发8万转的高性能直流无刷吸尘器电机，开启 无线多功能大吸力吸尘器时代 ； Ismart大吸力吸尘器机器人问世；研发出台式 RO反透水净水机 。
2015年	成功开发 大洁净空气量净化器魔净K8 ；自主研发 三级龙卷风过滤大吸力多功能无线吸尘器 。
2016年	台式免安装RO反透水净水机实现 水质智能监控、即热即饮 ；自主研发的 数码电机 率先应用于 高端厨电产品 ，开启原汁机、萃取机新时代。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.3.2 核心品类注重创新，注重产品迭代

公司始终坚持产品创新，针对传统产品的不足不断进行改进。魔洁无线吸尘器、碧云泉免安装智能净水机和智能空气调节扇都是公司针对用户在老产品上的痛点所带来的创新之作。

表6: 公司针对用户需求带来创新之作

	魔洁数码电机无线吸尘	碧云泉免安装智能净水机	智能空气调节扇
用户痛点	有线使用麻烦、无线吸力小	应用场景少	出风距离短、出风较硬、体感不舒适
产品技术特点	三级龙卷风过滤技术、360W超 级数码电机	R/O反渗透技术、TDS智能检测	独特7羽叶设计、1000档无 极变速
带来改变	无线化、风量提升20%、过滤效 率达到99.99%	免安装、无需连接自来水和排水 管、显示水质、净水纯净甘甜	大幅降低风阻和噪音、出风 距离可达17米、出风柔和

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4.外销：产品技术领先，外销市场将稳步增长

公司拥有领先的产品生产技术，出口龙头地位稳固，外销市场的稳步增长主要源自于市场份额的提升和产品的结构升级。具体来看：

- **市场份额将持续提升：**公司以出口业务为主，是吸尘器和割草机出口的龙头企业，行业地位稳定，市场份额有望提升；
- **产品结构升级：**受益于吸尘器、园林业务的无线化和充电产品的发展，公司产品单价提升、消费者更新换代加快有助于实现营收增长。

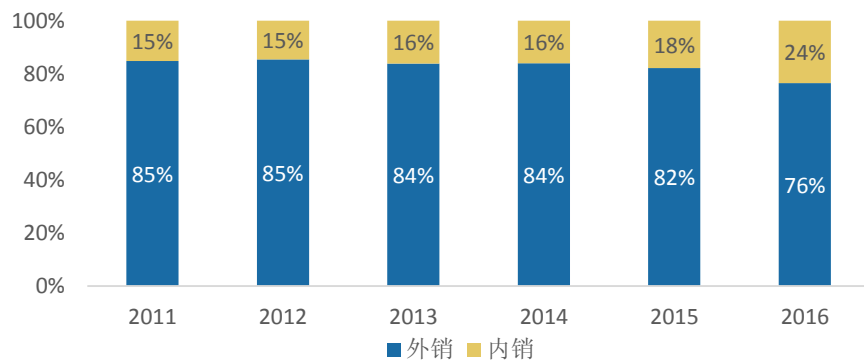
我们认为，在公司的龙头作用推动下，随着行业竞争格局的加剧，公司的出口市场份额存在较大上升空间；产品结构的升级将带来收入的进一步增长。

4.1 龙头地位稳固，市场份额有望不断提升

4.1.1 以外销为主，是吸尘器和割草机出口的龙头企业

公司以外销业务为主，在2016年转内销以前外销收入占比始终维持在80%以上，主要销往欧美地区。吸尘器和割草机作为公司出口的主要产品，在出口份额上一直居于市场首位。2016年，公司吸尘器出口金额占国内出口总额的比重是10%，割草机出口数量市场占有率为18.6%，均位列行业第一。

图15：公司以出口业务为主



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.1.2 市场占有率基数不高，龙头效应有望提升份额

目前来看，尽管公司吸尘器的出口份额占据行业首位，但占有率数值还不是很高，随着行业的洗牌结束，公司的行业龙头地位将进一步凸显，出口市场份额有望提升。

表7：吸尘器和割草机出口量稳居行业首位

	吸尘器			割草机		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
全国出口总数量(万台)	9393	10299	10332	433	562	571
莱克电气出口总数量(万台)	903	924	800	70	117	117
出口数量占有率	10%	9%	8%	16%	21%	21%
出口数量排名	第一	第一	第一	第一	第一	第一

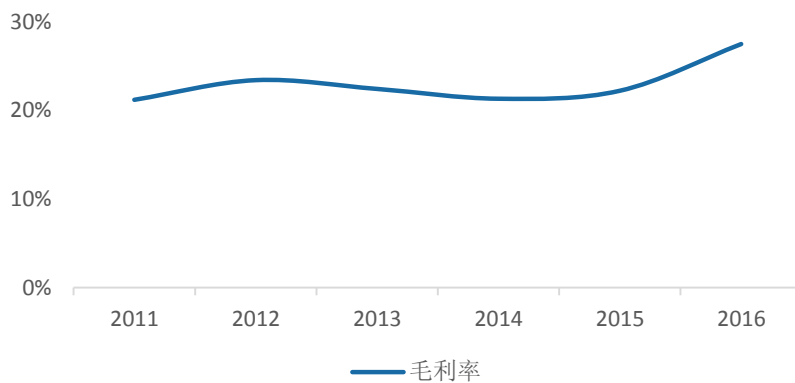
4.2 产品的更新换代有望促进收入的增长

在外销业务上，2016年公司充分把握了移动产品无线化趋势，充电类产品得到快速发展。产品结构升级带动了产品价格的上升和更新换代的加速。

- **无线化：**吸尘器、园林业务由有线转向无线发展，产品的价格上升，同时也促进了更新换代；
- **充电产品：**充电产品凭借其灵活方便的特性在市场上较为畅销，对原来的产品具有替代效应，促进了更新换代。

产品的结构升级改善了公司的毛利率水平，2016年公司整体毛利率达27.5%，同比上升了5个百分点。单就海外业务来看，毛利率为23%，同比增加15个百分点。这为公司未来海外业务的发展提供了良好的条件。

图16：公司毛利率在2016年产品结构升级的带动下大幅增加



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.内销：自有品牌力逐渐提升，有望加速增长

公司凭借自身强大的产品力，成功实施出口转内销战略，在国内高端电器市场占有一席之地，其主要原因在于：公司自主创新能力强，通过高端化、专业化的产品，切入国内市场，成功树立品牌形象。

未来公司的内销市场有望进一步扩大，主要原因如下：

- 消费升级背景下，吸尘器和空气净化器普及率将得到提升；

- 目前市场集中度不高，公司凭借其树立的品牌优势，市场份额有望持续提升。

我们认为，公司成功实施转内销战略并占据国内一定的高端市场份额，且未来受益于消费升级，市场份额有望进一步提升。

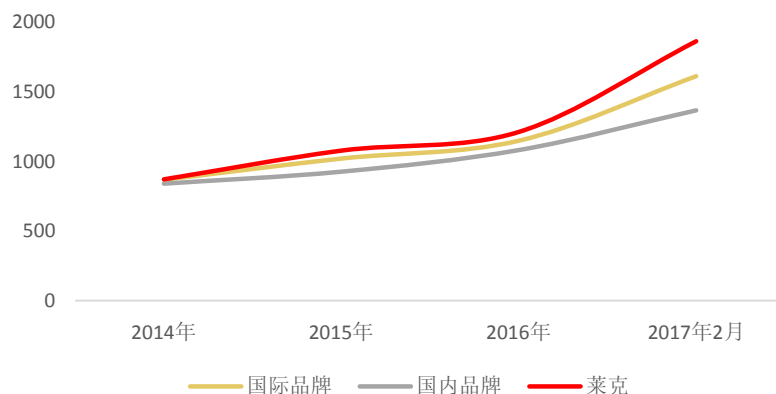
5.1 成功打造自有品牌

自有品牌之路：

- 2001-2004年：公司依托自主研发的核心高速串激电机技术进入以吸尘器为代表的室内家具清洁电器市场，并逐步依靠优异的电机性能确立吸尘器全球销量领先的行业地位。
- 2004-2009年：公司基于电机功能及技术的不断提升，成功进军国际室外环境清洁电器市场，并在市场中逐渐崭露头角。
- 2009-2012年：全面开拓国内家具环境清洁电器市场，重点打造“LEXY莱克”高端自主品牌。
- 2013年至今：进一步提升国内高端家居清洁健康电器的市场地位，致力于成为现代家居清洁和健康生活的领导者。

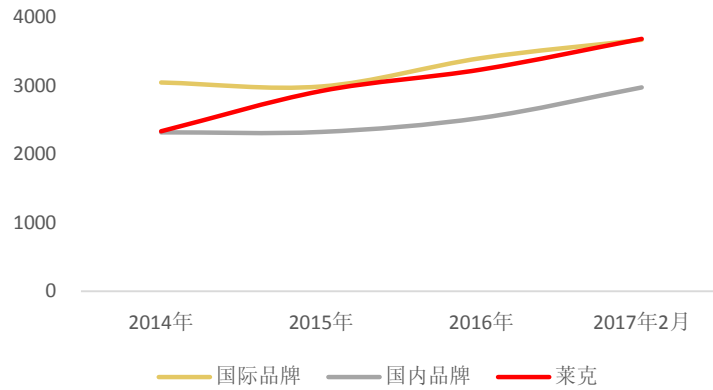
转内销战略成功原因：定位于专业化、高端化，产品优势显著，成功树立良好品牌形象。公司产品质量领先，且均价不仅远高于国内品牌，还超过了国际综合品牌。空气净化器均价也始终高于国内品牌，接近国际品牌，成功树立了高端品牌的形象。

图17：2014-2017年莱克电器吸尘器均价与市场均价比较（单位：元）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

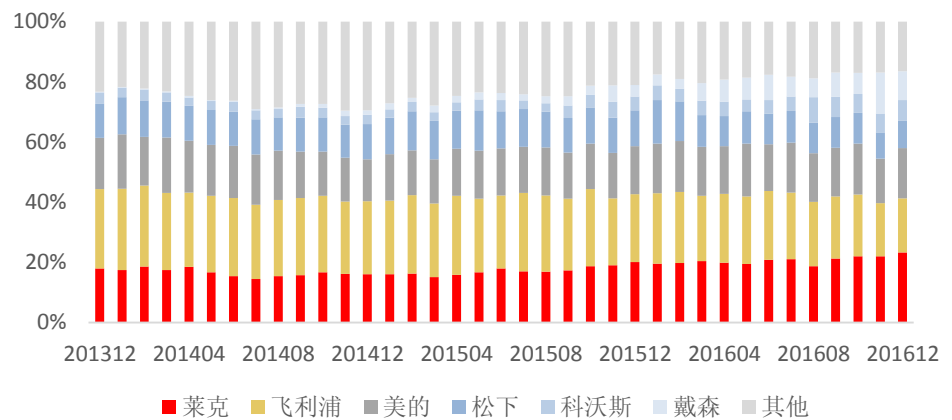
图18：2014-2017年莱克电器空气净化器均价与市场均价比较（单位：元）



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

2009打开市场以来, 依托高端化战略与产品优势, 公司品牌销售额与中国市场份额进一步扩大。2013年至2016年底, 公司在吸尘器市场的份额不断扩大, 在2016年第三季度超过飞利浦占据第一。此外, 公司近三年的销售额增长率在行业中处于较高水平, 发展趋势良好。

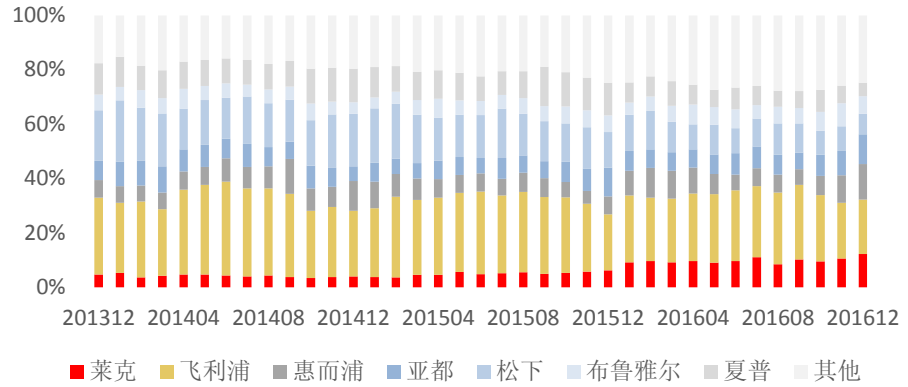
图19: 2013-2016年各品牌吸尘器市场销量份额



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

2013年至2016年底, 公司在空气净化器市场的份额不断扩大, 在2016年底已逼近惠而浦的份额, 在空气净化器市场位列第三。同时, 公司近三年的销售额增长率在行业中处于较高水平, 仅次于惠而浦公司, 发展趋势良好。

图20: 2013-2016年各品牌空气净化器市场份额



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

5.2 内销业务有望实现持续增长

公司未来在内销收入上的增长将主要来源于两个方面：

- 1) 消费升级背景下，吸尘器和空气净化器普及率将得到提升；
- 2) 目前市场集中度较低，公司市场份额有望持续提升。

5.2.1 消费升级提升吸尘器和空气净化器的普及率

我们认为，国内小家电进入消费升级大周期，主要原因：

- 1) **整体经济层面：**我国整体的经济和收入水平已经达到足以支持小家电消费升级的程度；
- 2) **消费者层面：**当下我国家电行业所面对的主要消费者群体的消费特征有所改变，而这些改变有助于小家电的消费升级；
- 3) **行业层面：**其他主要品类如白电、厨电市场饱和程度已经很高，为小家电创造了足够的升级空间。

目前，我国的吸尘器和空气净化器渗透率均不足1%，远低于发达国家。我国已经步入小家电消费升级周期，随着消费者对家居环境改善要求的不断提高，吸尘器和空气净化器渗透率也将得到提升。家居清洁电器空间广阔，未来公司将充分分享市场扩容所带来的成长机会，销售收入与业绩有望持续持续增长。

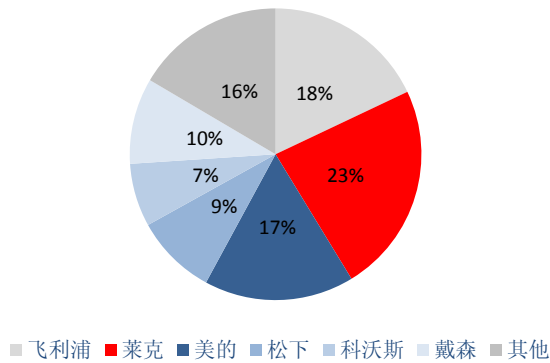
5.2.2 市场集中度不高，市场份额有望持续提升

吸尘器和空气净化器在国内市场的行业集中度均不高，据中怡康数据统计，2016年12月，我国吸尘器销量市场的行业集中度CR3不足60%，空气净化器销量市场不

足44%。

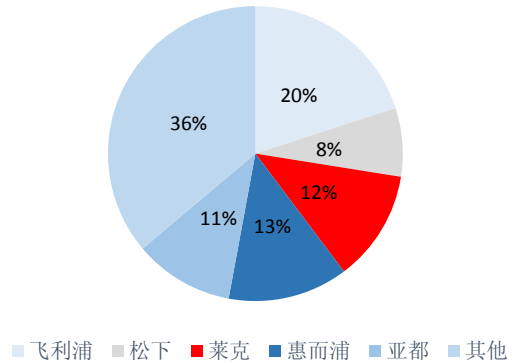
考虑到中怡康的统计口径以一二线城市为主，全国的市场集中度低于60%，未来市场份额提升空间大。

图21: 2016年12月我国吸尘器市场各品牌销量占有率



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

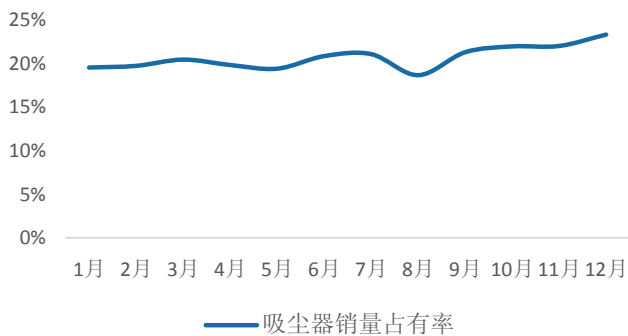
图22: 2016年12月我国空气净化器市场各品牌销量占有率



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

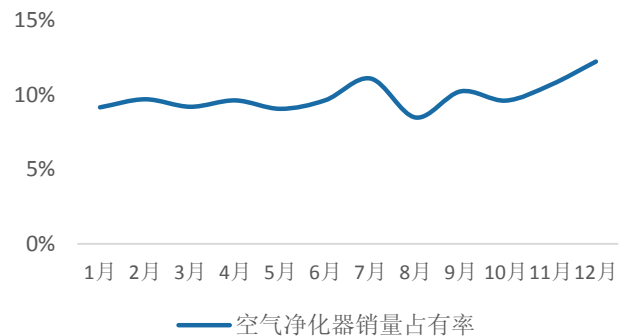
2016年, 在拓展“品质、健康、美丽”小家电战略的背景下, 公司吸尘器和空气净化器的市场销量份额稳步增加, 并有望持续提升。

图23: 2016年公司吸尘器市场销量占有率稳步提升



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图24: 2016年公司空气净化器市场销量占有率稳步提升



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

6. 盈利预测

模型假设:

我们认为消费升级趋势仍会继续, 因此我们假设:

- (1) 家居小家电的均价稳定提升;
- (2) 公司的市场份额将稳步提升。

我们预计公司2017-19年收入为54.7、64.0、74.3亿元，同比增速为25%、17%、16%；2017-19年净利润为6.4、8.6、11.0亿元，同比增速为28%、33%、28%；EPS为1.60、2.14、2.73元，对应2017年PE为33.6倍，给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
苏泊尔	48.97	1.71	2.18	2.54	28.6	22.5	19.3
九阳股份	17.87	0.91	1.08	1.33	19.6	16.5	13.4
新宝股份	18.38	0.69	0.92	1.15	26.6	20.0	16.0
飞科电器	52.96	1.41	1.85	2.4	37.6	28.7	22.0
行业平均					28.1	21.9	17.7
莱克电气	53.27	1.25	1.6	2.14	42.6	33.2	24.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2017-05-23 收盘价

7.主要风险

7.1 新品推广不及预期

国内小家电市场竞争激烈，很多公司均看好国内小家电市场的潜力，产品的宣传、推广面临很大的考验，如果新产品的推广不达预期，将影响公司业绩。

7.2 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	2,704	4,091	4,690	5,661	6,855
货币资金	1,273	2,057	2,411	3,014	3,801
应收及预付	692	931	1,049	1,228	1,424
存货	359	492	573	651	739
其他流动资产	380	610	656	768	891
非流动资产	1,016	1,004	946	884	817
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	816	786	734	679	618
在建工程	5	7	5	11	14
无形资产	167	163	157	150	143
其他长期资产	14	38	38	38	38
资产总计	3,720	5,095	5,636	6,545	7,672
流动负债	1,133	2,098	2,125	2,349	2,601
短期借款	130	680	500	500	500
应付及预收	793	1,026	1,251	1,421	1,612
其他流动负债	210	392	374	428	489
非流动负债	28	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	21	21	21	21
负债合计	1,161	2,119	2,146	2,370	2,622
股本	401	401	401	401	401
资本公积	796	795	795	795	795
留存收益	1,356	1,780	2,295	2,981	3,857
归属母公司股东权	2,553	2,976	3,491	4,177	5,053
少数股东权益	6	0	-1	-2	-3
负债和股东权益	3,720	5,095	5,636	6,545	7,672

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4003	4377	5471	6401	7425
营业成本	3113	3172	3851	4365	4945
营业税金及附加	21	38	38	45	52
销售费用	176	328	427	518	616
管理费用	365	363	444	519	601
财务费用	-94	-116	-40	-59	-80
资产减值损失	-26	-44	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	-44	-61	-52	-63	-64
营业利润	404	575	741	992	1271
营业外收入	15	22	22	22	22
营业外支出	3	8	8	8	8
利润总额	416	589	756	1007	1286
所得税	53	88	113	151	193
净利润	364	501	643	858	1095
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	364	501	643	858	1095
EBITDA	420	567	801	1049	1311
EPS (元)	0.91	1.25	1.60	2.14	2.73

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	228	434	732	845	1,075
净利润	364	501	643	858	1,095
折旧摊销	92	91	91	96	100
营运资金变动	-254	-201	-42	-147	-158
其它	26	43	39	39	39
投资活动现金流	-19	-30	-70	-70	-70
资本支出	0	-31	-70	-70	-70
投资变动	-19	-30	-70	-70	-70
其他	0	31	70	70	70
筹资活动现金流	277	379	-309	-172	-219
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	76	0	0	0	0
其他	201	379	-309	-172	-219
现金净增加额	485	784	353	604	786
期初现金余额	788	1,273	2,057	2,411	3,014
期末现金余额	1,273	2,057	2,411	3,014	3,801

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-5.4%	9.3%	25.0%	17.0%	16.0%
营业利润增长	5.7%	37.8%	28.3%	33.3%	27.6%
归属母公司净利润增长	5.7%	37.8%	28.3%	33.3%	27.6%
获利能力(%)					
毛利率	22.2%	27.5%	29.6%	31.8%	33.4%
净利率	9.1%	11.5%	11.8%	13.4%	14.7%
ROE	14.2%	16.8%	18.4%	20.5%	21.7%
ROIC	12.6%	12.9%	16.9%	22.6%	28.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	31.2%	41.6%	38.1%	36.2%	34.2%
净负债比率	3.0%	-1.2%	4.7%	9.8%	15.4%
流动比率	2.39	1.95	2.21	2.41	2.64
速动比率	2.07	1.72	1.94	2.13	2.35
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.86	0.97	0.98	0.97
应收账款周转率	5.79	4.70	5.21	5.21	5.21
存货周转率	8.68	6.45	6.72	6.70	6.69
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.25	1.60	2.14	2.73
每股经营现金流	0.57	1.08	1.83	2.11	2.68
每股净资产	6.37	7.42	8.71	10.42	12.60
估值比率					
P/E	59.5	43.2	33.6	25.2	19.8
P/B	8.5	7.3	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	54.3	41.9	29.7	22.9	18.5

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。