

莱克电气 (603355)

公司研究/简评报告

志存高远，自主品牌大有可为

—莱克电气调研报告

简评报告/家电

2017 年 05 月 04 日

一、事件概述

我们近期调研了公司，与董事长等高管进行了交流。

二、分析与判断

➤ 志存高远，自主品牌大有可为

公司是吸尘器和园林工具的出口龙头，09 年开始发力自主品牌。依靠高端专家级的差异性定位、与众不同且持之以恒的创新，近两年逐渐得到市场认可。根据中怡康数据，当前公司吸尘器市占率第一，空气净化器市占率第二，且均价超远市场。

公司有望成为吸尘器、空气净化器和办公净水方面的绝对龙头：1、公司具备先行者优势，行业目前正处在成长早期和格局形成期，公司无论在市场份额还是高端定位上，都具有较大领先；2、公司具备渠道优势，不同于其他品牌，2009 年以来公司持续投入线下渠道，为品牌培养和公司长远健康发展奠定了基础，近些年电商渠道也开始发力；3、公司具备技术研发优势，公司拥有电机核心技术，且创新能力强，是行业趋势的领导者。广阔的市场空间、雄厚的自身积淀使自主品牌大有可为。

➤ 突破临界，快速发展可期

经过多年磨炼后，公司内销业务突破临界进入爆发期：一方面收入突破 5 亿盈亏点，有望持续快速增长；另一方面盈利能力开始显著改善。1、消费升级行业扩张：消费升级大势契合公司高端定位，随着品牌深入人心，带来自身市占率的进一步上升；2、渠道突破：规模、均价和市占率的提升使单店扭亏转盈，为渠道快速扩张奠定基础，17 年公司计划新增 500 家门店，结构上看直营分公司在省会城市打开局面，对自主品牌的发展、销售、市占率产生了重大影响，去年表现一般的代理商部分今年一季度也实现翻倍增长，公司成立了“自主品牌与线上营销事业部”，去年线上更是实现 165% 的增长；3、均价上行：产品升级带来规模和盈利能力的快速提振。

➤ 渗透率处低位，成长空间充足

韩国和日本与中国一样是地板市场，目前他们吸尘器普及率在 100% 左右，一般一户家庭两台。目前国内家庭拥有率在 20% 左右。随着无线吸尘器技术的普及，市场增长明显。我们认为国内家庭拥有率由 20% 提高到 50% 有望在未来几年实现。

➤ 出口业务稳步上涨

均价上行和结构变化带来出口稳定上涨：出口主要是吸尘器、园林电器业务，市场本身是成熟的，公司的机会主要在于价格提升和结构变化：1、国外吸尘器市场的无线化趋势使平均单价不断上升；2、美国市场园林工具目前 70% 是发动机类，30% 是电动类，而欧洲目前分别为 20% 和 80%，由于锂电池技术和无线技术的发展，使得充电类逐渐替代发动机类，这种趋势为公司带来了广阔的美国市场空间；3、人民币汇率和原材料成本上，中期来看也仍是利好公司出口业务稳定增长的。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司自主品牌建设立足长远，前期积淀雄厚，目前进入了爆发期。随着行业普及率上升和公司市场份额、均价的上行，短期增长确定性高，中长期成长为优质龙头的概率大。传统主业出口上公司有望稳步增长，机会主要来自均价提升和美国市场结构变化。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 1.74、2.42 和 3.25 元，对应 PE 为 33、24 和 18 倍。给予强烈推荐评级。

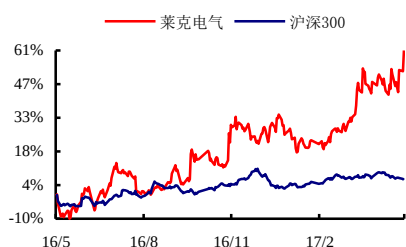
强烈推荐 首次评级

合理估值： 60—70 元

交易数据 2017-5-3

收盘价 (元)	58.93
近 12 个月最高/最低	58.93/33.19
总股本 (百万股)	401
流通股本 (百万股)	67
流通股比例 (%)	16.63
总市值 (亿元)	236
流通市值 (亿元)	39

该股与沪深 300 走势比较



分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127661

邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018

电话： 010-85127661

邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

四、风险提示：

国内市场增长不及期；品牌力下滑；出口下降；原材料成本压力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,377	5,154	5,975	6,881
增长率（%）	9.3%	17.8%	15.9%	15.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	501	699	969	1,303
增长率（%）	37.8%	39.4%	38.7%	34.4%
每股收益（元）	1.25	1.74	2.42	3.25
PE（现价）	47.1	33.8	24.4	18.1
PB	7.9	6.4	5.1	4.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

一、出口稳健增长，机会来自结构变化和价格提升

1、未来公司出口业务的增长点

公司的业务主要是吸尘器、园林电器的出口业务，这个市场本身是成熟的，量增长的空间不大。吸尘器市场的无线化技术给公司带来平均单价上升的机会，无线产品最便宜 60 多美金，高一点的 100 多美金。

对于园林工具来讲，美国原来 70%是发动机，30%是电动，而欧洲 80%是电动，20%是发动机。由于锂电池技术和无线技术的发展，使得充电类逐渐替代发动机类。这种趋势对公司来讲是好消息，美国市场尤其较大。

2、出口业务现状和趋势

吸尘器在美国已经是成熟的产品，这么多年基本比较稳定，小步增长；欧洲这几年欧洲的经济形势不好，强的地方像德国的主要市场还可以；受影响较大的主要是金砖四国、巴西、俄罗斯，小家电到巴西和俄罗斯的下滑比较大，土耳其对小家电征收了高关税，对中国有影响。

整体来看，去年人民币的贬值整体对于出口应该说一个利好，但主要靠行政严格控制，未来仍比较乐观。原材料成本上涨，但近期下降了一些。整体看对于出口企业来讲应该是正面的。

3、国外无线化的普及带来利好

第一是价格问题，第二是从使用角度来看，无线化吸尘器在地板市场更容易普及，但是地毯市场推广起来比较吃力，因为地毯上，除尘能力相对较弱。其他品牌也在推无线，相信无线的比例会提高的，日本、中国、韩国等地方更适合无线化。

从大的趋势来说，将来无线一定会替代有线，时间节奏则不好掌握。

二、内销渠道：行业空间大，公司多渠道快发展

1、行业未来空间较大

16 年国内城市人口在 1 亿家庭，目前国内使用比例不高，从坏的角度讲现在总规模不大，从好的角度来看是未来成长空间大。

韩国和日本与中国一样也是用地板的，但吸尘器普及率是 100%，一般一户家庭两台。目前国内家庭拥有率 20%左右。随着无线吸尘器技术的普及，市场增长明显，现在互联网增长速度大于实体店以及市场教育，实体店过去 3 年数量基本没增长，但销售额在增长。接下来会有更多的竞争，竞争的好处在于价格下沉普及会更快速。

中国消费状态呈金字塔型，原来处于塔尖的 20%人使用吸尘器，未来可能 80%的人使用。国内家庭拥有率由 20%到 50%未来几年会实现。长期来讲，中国未来 1500 万台是能够实现的。

2、直营和代理渠道的侧重

公司去年直营和经销商规模差不多，但直营增速快，代理商增长 30%左右。今年情况发生变化，通过直营触动代理商、投入资源，今年代理商一季度增长接近 100%。直营和代理商总体规模相当，直营占据省会城市，代理商占据沿海城市、地级市。

将来侧重看哪个发展适合。省会城市门店多，管理难度大，经销商不太合适；但地级城市规模 200 万人口以下，比较适合代理商做。线上的话也是代理与直营相结合。

3、沿海城市发展快

目前业务发展比较好的区域一个是沿海城市，现在最好的是江苏，现在江苏省占率到 40% 左右，其次是经济好的地方好，经济差只有省会城市好，下面地级城市不行。河北的空气净化器量大。所以公司的重点市场是在比较发达的城市，排序是 20 个一线和二线省会城市和经济发达的地级城市，再下面通过小代理商在做。

4、公司渠道的选择侧重点

渠道的选择重点是看你的客户在哪里。公司的定位人群是：消费升级的客户，定位在买车能在 20 万以上到 100 万的，成家立业的，讲究品质生活的客户群。比如有小孩之后，为陪小孩，娱乐休闲之余顺便逛街购物的次数越来越多。购物中心消费层次是高的，与公司形象定位非常匹配，因而公司要进入到这个渠道中，在商场打造高端品牌形象。当然进入难度是有的，但公司相信未来人群是最多的。3C 仍然是公司的主要渠道。

5、未来业务结构上是否分拆

公司现在业务规模还没有大到分拆的地步。将来净水在零售终端会独立，吸尘器和空净搭配在一起。

6、线下渠道的扩张及计划

去年公司新增了 500 家门店，但也退出了一部分，比如去年家乐福渠道退出了，净增加在 300 多家。渠道开发计划是今年增加 500 家门店。

三、电商业务：将来也是主流的渠道

1、公司互联网业务规模与小狗的差异

小狗专注互联网营销，在初期互联网兴起的时候已经进入，现在已经有 8 年以上。而公司是先实体后互联网，在 2014 年下半年才进入互联网领域，15 年和 16 年有较快增长，去年 1.3 亿元（税后），同比增长 165%。

互联网业务公司将来也是主流的渠道。

2、短期增速不及互联网品牌的原因

公司品牌定位高，短期增速不及互联网品牌，但长期看利于品牌培养。公司平均单价比网络品牌高，所有价格低的吸尘器都不做了，所以短期增长速度可能不如互联网品牌，但是长期来讲还是想变成专业高端品牌。

四、产品策略：聚焦吸尘器、空气净化器、净水

1、未来 3-5 发展的侧重点

未来发展侧重点比较难说。早期公司比较重视毛利率和投入。

产品结构上公司不会无限制产品品类延伸，在核心品类（吸尘器、空气净化器、净水）要做

到前三，其余是补充。在个别品类会深化创新。

在线上线下细分渠道管理上，注重均衡发展，同品同价。

2、如何看待产品的竞争力

产品的竞争力体现在三个方面，一个是产品概念，如何与竞争对手区别非常重要。二是核心技术与持续创新，不断地迭代领先。三是设计与定位一致，如何体现价值。

产品的竞争力最终体现在品牌的竞争力。新品牌要通过产品来打造品牌，而老品牌可以通过品牌来带动产品销售。

3、公司在产品品类上的战略

莱克关注中国未来消费升级所需要的产品：一是品质生活，二是围绕健康美丽。公司主要集中在家居、吸尘类产品上。碧云泉净水是公司的独立品牌，未来将会聚焦在细分品类——替换原来办公室里面的桶装水和瓶装水。

五、未来增长：外销保持稳健增长，内销高增长可持续

1、外销保持稳健增长，内销高增长可持续

外销能保持稳健的增长：公司历史上 09 和 15 年外销是下降的。公司经营能力是比较强的，不必过多担心某一方面的下降，因为死守于原有产业肯定会衰退，要敏感发现未来新的成长机会。现在培育的产品不是马上能见效，但现在取得的成就是前几年培育带来的，公司专注于创造未来新的持续增长机会，把资源投放在好的增长和盈利产业和业务。

内销一定会越来越好，持续的高增长是可以实现的。因为自有品牌最难是在初期，未来只会越来越好。2015 年自主品牌增长 30%，2016 年增速 77%，2017 年至今仍保持快速增长。

2、出口无线化趋势对公司业绩的影响

外销无线的毛利率与原来差不多，只是单价更高。

3、今年内销占比预期多少？

估计 30% 左右，公司的内销有一部分是自主品牌，有一部分是 B2B。比如电机业务。

六、其他

1、洗衣机电机研发到什么情况，生产线布局？

公司在国内最早研发出无刷洗衣机电机，目前洗衣机电机已经开始大规模生产，每个月有十几万台的量。客户在慢慢开发，今年有可能销售 200 多万台。

2、公司自主品牌成功的原因

品牌来讲，现在有点知名度的品牌都是 1984 年开始的，海尔格力老板等。九阳是最晚也在 1994 年。出口企业的话应该是 2000 年以后开始才进入内销市场，做实体店的，基本上都失败了。

打造品牌要与众不同，创新、持续的创新。新品牌进入要和现有品牌有不同的定位，区分开。

如果你的思维仅仅是瞄准竞争对手，采取价格竞争，消费者一定选择知名品牌。如果便宜 3%-5%

的话意义不大，便宜较多如 30% 低端客户会选择你，但也仅会持续一段时间，因为毛利太低没有办法支撑品牌发展，同时大品牌也都会有低价款来和你竞争。大品牌规模比新品牌大的多，新品牌分摊成本高，又是低价，进去就亏，一般不会超过三年。

所以公司决定要做的话就将自己定位成为专家级的品牌，专家级的品牌一定要解决这个品类的产品在市场上的痛点。公司当时研究吸尘器的两个痛点一个是地板上吸不干净，吸尘后，手摸地板仍是黑的；第二是噪音。所以公司发明了可擦地板的旋风动力动刷，一边擦地一边吸尘，吸尘后不需要再使用拖把拖地，同时把噪音降了 10 分贝，实现了产品差异化，使品牌快速提升，并生存了下来。

3、公司主要数据解读

公司 2016 年内外销毛利率提升较大，外销方面：主要是产品高端化，无线化、无刷数码电机的出口，毛利产品的高增长，另外人民币汇率的贬值，收汇后的滞后，贬值效应对于出口企业是好事；内销方面：主要是自主品牌升级。

公司一季度有美元远期结汇，今年公司会新建厂房进行扩产，如电机流水线的扩建等，需要流动资金增加，所以一季报短期贷款有所增加。

我们认为从国内品牌来将，收入 20 亿是个门槛，在 20 亿规模之前盈利是比较困难的，但超过 20 亿之后，盈利能力会大幅改善。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,377	5,154	5,975	6,881
营业成本	3,172	3,561	3,959	4,371
营业税金及附加	38	44	52	61
销售费用	328	402	472	544
管理费用	363	423	484	550
EBIT	476	724	1,009	1,355
财务费用	(116)	(55)	(87)	(129)
资产减值损失	43	0	0	0
投资收益	27	21	23	22
营业利润	575	800	1,118	1,506
营业外收支	14	0	0	0
利润总额	589	814	1,132	1,520
所得税	88	116	164	219
净利润	501	698	968	1,301
归属于母公司净利润	501	699	969	1,303
EBITDA	569	812	1,093	1,436

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2057	2847	3906	5256
应收账款及票据	919	935	1094	1256
预付款项	42	42	48	53
存货	492	468	524	578
其他流动资产	568	568	568	568
流动资产合计	4091	4875	6156	7728
长期股权投资	18	18	18	18
固定资产	779	752	724	696
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1004	887	771	659
资产合计	5095	5762	6927	8388
短期借款	680	680	680	680
应付账款及票据	1026	1006	1128	1242
其他流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	2098	2067	2264	2424
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债合计	2119	2088	2285	2445
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	(1)	(3)	(5)
股东权益合计	2976	3674	4642	5943
负债和股东权益合计	5095	5762	6927	8388

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	9.3%	17.8%	15.9%	15.2%
EBIT 增长率	45.0%	52.2%	39.3%	34.3%
净利润增长率	37.8%	39.4%	38.7%	34.4%
盈利能力				
毛利率	27.5%	30.9%	33.7%	36.5%
净利润率	11.5%	13.6%	16.2%	18.9%
总资产收益率 ROA	9.8%	12.1%	14.0%	15.5%
净资产收益率 ROE	16.8%	19.0%	20.9%	21.9%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.4	2.7	3.2
速动比率	1.7	2.1	2.5	3.0
现金比率	1.0	1.4	1.7	2.2
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	62.0	60.8	61.2	61.1
存货周转天数	48.9	48.0	48.3	48.2
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.7	2.4	3.2
每股净资产	7.4	9.2	11.6	14.8
每股经营现金流	1.1	1.9	2.5	3.3
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	47.1	33.8	24.4	18.1
PB	7.9	6.4	5.1	4.0
EV/EBITDA	4,153.8	2,908.6	2,159.1	1,642.6
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	501	698	968	1,301
折旧和摊销	136	87	84	81
营运资金变动	(83)	(25)	(25)	(63)
经营活动现金流	429	753	1,018	1,310
资本开支	61	(43)	(45)	(45)
投资	(167)	0	0	0
投资活动现金流	(197)	64	68	67
股权募资	0	0	0	0
债务募资	549	0	0	0
筹资活动现金流	456	(27)	(27)	(27)
现金净流量	689	790	1,059	1,350

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

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或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：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

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。