

莱克电气 (603355)

公司研究/深度报告

高端定位，发力国内环境清洁市场

深度研究报告/家电

2017 年 06 月 26 日

报告摘要：

● 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、持续的创新，近两年逐渐得到市场认可。公司有望成为吸尘器、空气净化器和办公净水方面的行业龙头。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。

● 国内吸尘器渗透率低，行业成长空间充足

韩国、日本与中国一样是地板市场，目前韩日两国吸尘器普及率在 100% 左右，一般一户家庭两台。而我国国内家庭吸尘器拥有率在 20% 左右。我们认为随无线吸尘器技术普及，国内家庭拥有率有望由 20% 提高到 50%。

● 内销：突破临界，快速发展可期

经过多年发展后，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，带来自身市占率进一步上升；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。

● 出口：均价上行和结构变化带来出口收入稳增

公司出口业务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产品平均单价不断上升；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广阔的美国市场空间；3、人民币汇率和原材料成本中期来看仍利好公司出口业务稳定增长。

● 看好中长期发展，维持强烈推荐评级

一是家居清洁行业目前正处在成长早期和格局形成期，公司在市场份额和高端定位上具有领先优势；二是公司具备渠道优势，自 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基础；三是公司具备技术研发优势，拥有电机核心技术，且创新能力强，是行业趋势的领导者。预计公司 2017-19 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。

● 风险提示：国内外业务拓展不顺；原材料价格波动；技术革新不及预期。

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）	45.8	32.8	23.7	17.6
PB	7.7	6.2	4.9	3.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

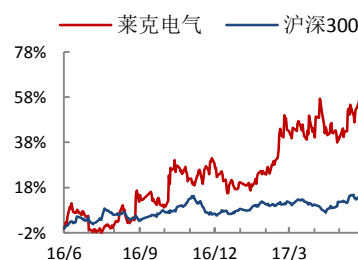
强烈推荐 维持评级

合理估值： 60—70 元

交易数据 2017-6-23

收盘价（元）	57.19
近 12 个月最高/最低	58.05/37.29
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）	229
流通市值（亿元）	38

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

1. 《莱克电气 (603355) 调研报告：志存高远，自主品牌大有可为》20170504

目录

引言	3
一、国内吸尘器与空气净化器龙头	3
(一) 吸尘器 ODM 起家，专注家居清洁 23 年	3
(二) 家居清洁为主，覆盖空净产品领域	4
(三) 公司股权结构集中，子公司业务协同优势明显	5
二、行业格局：行业成长期，龙头地位渐显	6
(一) 家居清洁电器正处于成长期	6
(二) 产品市场空间大	7
(三) 莱克有望成为行业寡头之一	12
三、爆发点：研发聚势、品牌定向、渠道发力、价瞄高端	12
(一) 研发聚势，持续创新	12
(二) 依托技术优势，打造自主品牌	14
(三) 先实体后线上渠道策略，持续发展可期	15
(四) 定价看齐国外成熟品牌	15
四、出口稳健，内销快速增长	17
(一) 技术革新与产品结构升级，出口业务复苏	17
(二) 国内市场开拓成效渐显，盈利水平提升	17
六、风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

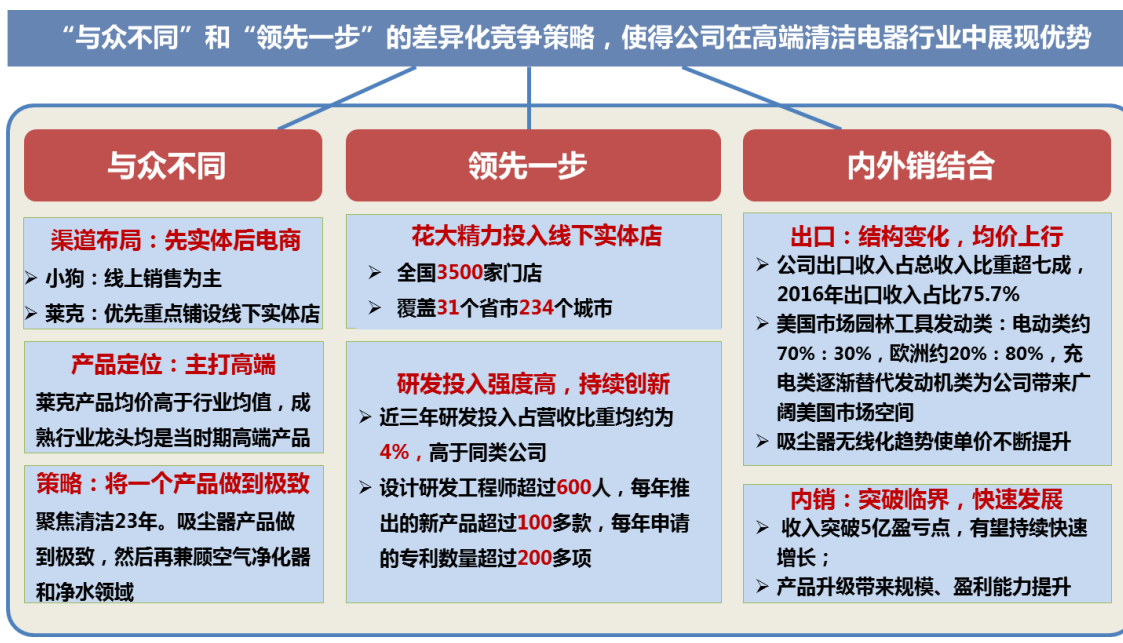
引言

创立于 1994 年的金莱克公司（莱克电气前身）最开始专注以电机为核心部件的吸尘器、园林工具等产品的 ODM 出口业务。2004 年以来成为全球最大的吸尘器研发制造企业，吸尘器产销量已连续十多年世界第一，2009 年创立 LEXY 莱克品牌进军中国市场。

莱克电气作为一个中国市场的后进入者，在面对众多国际品牌的竞争中，采取“与众不同”、“领先一步”的差异化竞争策略，从产品研发、生产、销售各个环节中优化创新，不断推进自主品牌发展，成功由出口转内销。

我们认为公司有望成为高端清洁电器行业领导者：内销方面，经过多年磨炼后，公司内销收入突破 5 亿盈亏点，有望持续快速增长，同时产品升级带来均价提升，规模和盈利能力也快速提振。出口方面，均价上行和结构变化带来出口收入稳定增长。

图 1：莱克电气竞争策略一览图



资料来源：公司官网，公司年报，民生证券研究院

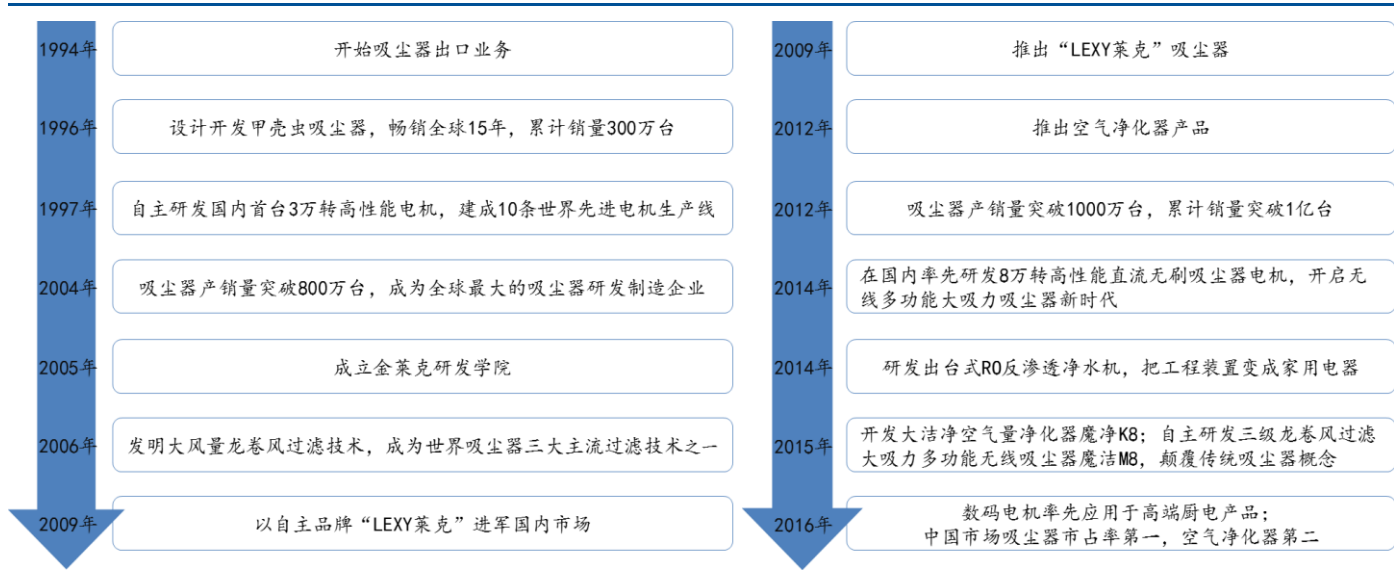
一、国内吸尘器与空气净化器龙头

（一）吸尘器 ODM 起家，专注家居清洁 23 年

1994 年，工程师出身的董事长倪祖根先生创建苏州金莱克电器有限公司，成立之初公司主做吸尘器 ODM 出口业务。2009 年，公司创立自主品牌“LEXY 莱克”，打入国内市场。2015 年 5 月，公司在上交所 A 股上市。

作为全球环境清洁行业的著名品牌，莱克电气专注家居清洁行业 23 年，自 2004 年起已经连续 12 年全球吸尘器产销量名列前茅。目前每年产销高端家居清洁和高端厨电产品达 1400 万台，畅销全球 120 多个国家和地区。

图 2：莱克电气发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

（二）家居清洁为主，覆盖空净产品领域

依托于自主研发的高效节能电机技术，公司主营业务为高端家居清洁健康电器的设计、研发、制造和销售业务，核心业务体系包括规模领先的以吸尘器为代表的家居清洁业务，快速发展的以空气净化器为代表的室内空气清洁业务，以及以高端智能净水器为代表的家庭水净化业务。

公司核心业务体系包括：1) 吸尘器（传统吸尘器、无线吸尘器和机器人吸尘器）；2) 空气净化器系列产品；3) 净水器系列产品。公司补充业务体系有：1) 园林电动工具（割草机、吹吸机等）；2) 厨房电器（料理机、榨汁机）；3) 生活电器（挂烫机、加湿机）。同时公司自主研发生产核心部件，包括家用电器配套电机和汽车零部件配套电机。

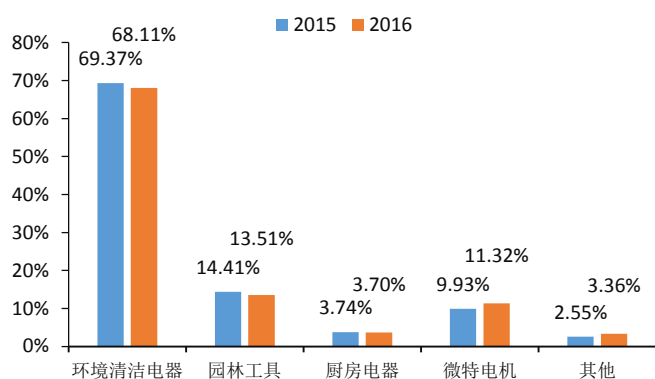
图 3：莱克电气产品系列



资料来源：公司公告，民生证券研究院

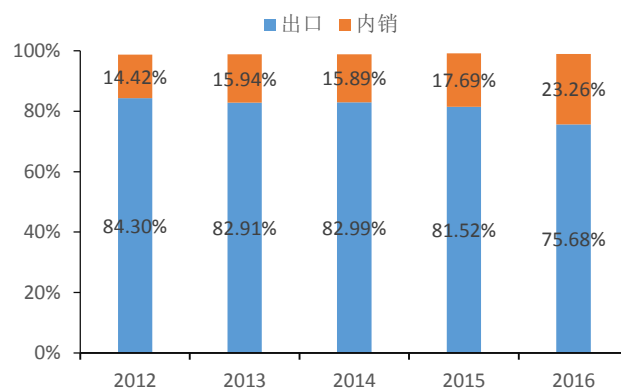
公司主营业务中环境清洁电器（吸尘器、空气净化器）份额最大，占总收入比重超六成。2016 年收入结构中，其他主要产品园林工具、微特电机、厨房电器占比分别为 13.51%、11.32% 和 3.7%。主营业务收入中大部分来自 ODM 出口业务，包括吸尘器和园林电动工具产品。国内收入主要是自有品牌：1) “LEXY 莱克” 吸尘器、空气净化器等高端清洁电器产品；2) “Bewinch 碧云泉” 智能净水器产品；3) Jimmy 吉米品牌，定位年轻人群清洁电器和个人护理产品市场。

图 4：产品收入结构逐步优化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司内销收入占比逐渐提升

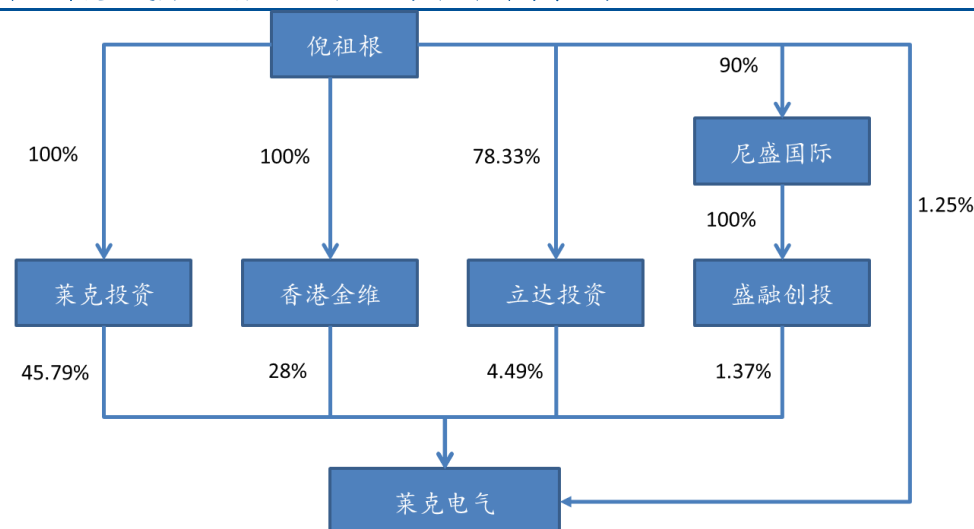


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）公司股权结构集中，子公司业务协同优势明显

公司股权高度集中，公司实际控制人倪祖根直接与间接合计持有莱克电气 79.79% 的股份。

图 6：莱克电气实际控制人倪祖根直接与间接合计持有公司 79.79% 的股份



资料来源：2016 年报，公司公告，民生证券研究院

产业链布局，业务协同优势明显。公司控股或参股公司有 9 家，其中 8 家为其控股子公司，1 家为联营企业。控股子公司业务涵盖：1) 家用电器的设计、研发、制造和销售各环节；2) 核心部件电机的研发、生产；3) 投资贸易、技术服务等业务。

表 1：莱克电气主要子公司 2016 年经营状况 单位（万元）

公司名称	主要产品或服务	持股比例	注册资本	总资产	营业收入	净利润
苏州金莱克家用电器有限公司	生产和销售清洁器具、厨房器具等小电器	100%	\$250	9,869.76	959.33	19.59
苏州金莱克精密机械有限公司	设计、制造、组装、加工农业、林业、园林专用机具新技术设备、机械	100%	\$1,200	64,363.95	47,636.60	4,775.12
苏州金莱克汽车电机有限公司	研发、生产汽车电机，车身电子控制系统、发动机控制类系统汽车电子装置	100%	¥ 8,227.468	24,868.17	16,881.08	1,127.51
莱克电气绿能科技（苏州）有限公司	高端家居清洁健康电器的设计、研发、制造和销售业务	100%	¥ 48,000	134,104.45	119,845.85	5,357.87
天然控股有限公司	从事贸易、投资业务	100%	港币 2,853.80	港币 13,467.25	港币 17,599.30	港币 509.39
苏州碧云泉净水系统有限公司	销售碧云泉净水器	100%	¥ 500	753.72	288.55	41.43
苏州艾思玛特机器人有限公司	销售母公司产品	100%	¥ 500	636.97	141.63	-14.72
莱克电气信息科技有限公司（苏州）有限公司	信息技术开发、技术服务、技术转让、技术咨询及对外投资	70%	¥ 2,000	2,182.68	6.40	-260.12

资料来源：2016 年报，招股说明书，民生证券研究院

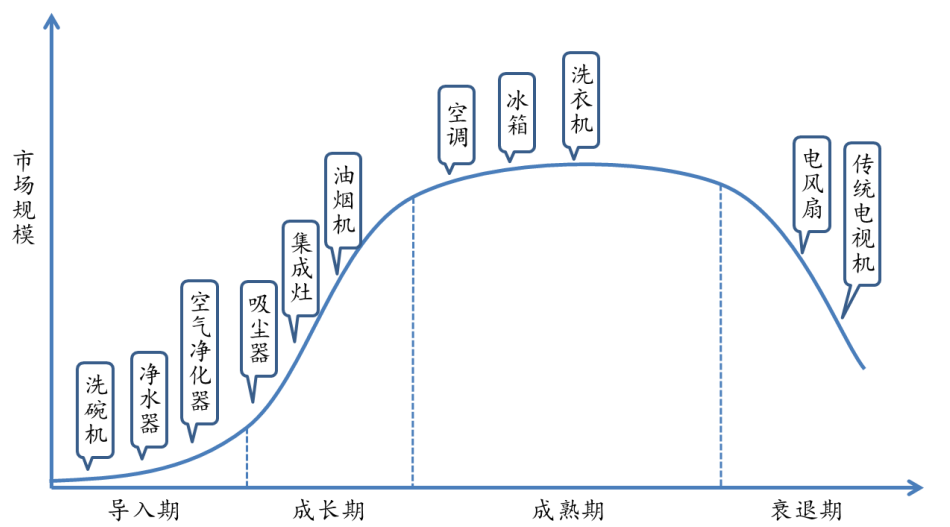
二、行业格局：行业成长期，龙头地位渐显

2016 年度，公司自主品牌实现 77% 以上的增长。公司核心产品吸尘器和空气净化器占有率大幅提升，根据中怡康数据显示，莱克吸尘器产品从 2015 年 12 月以来市场占有率排名一直保持第一，2017 年 3 月零售额份额达到 27.57%，名列第一；空气净化器国内市场占有率逐步提升，2016 年 12 月份空气净化器零售额全国市场占有率 12.63%，2017 年 3 月零售额份额达到 12.71%，名列第二。莱克已经逐步成长为国内家居清洁电器行业的龙头。

（一）家居清洁电器正处于成长期

按照市场营销学定义，家电产品生命周期分为导入期、成长期、成熟期和衰退期。目前国内大家电如冰、洗、空已经步入成熟期，而小家电品类中吸尘器则处于成长期，空气净化器、净水器、洗碗机等尚处导入期。伴随家电消费升级趋势，吸尘器、空气净化器及净水器市场将有望迎来高速增长。

图 7：家电产品生命周期



资料来源：民生证券研究院整理

国内家居清洁电器的普及率还不高，市场增长空间很大。根据第六次人口普查数据，城市家庭数量 1.29 亿，镇家庭数量 0.78 亿，农村家庭数量 1.95 亿，以此为基数，假设未来城市、镇和农村的每百户保有量均达到一定比例，则未来国内吸尘器年需求量有望达到 1 亿台，空气净化器有望达到 7691 万台，净水器有望达到 1.2 亿台。同时空气净化器和净水器的核心部件滤芯需要经常替换，滤芯的销量会数倍于机器的销量，市场规模更大。

表 2：产品国内市场空间估计

	吸尘器	空气净化器	净水器
假设每百户保有量（台）			
城市	50	40	50
镇	25	20	30
农村	10	5	15
市场需求量（万台）	10344	7691	11710

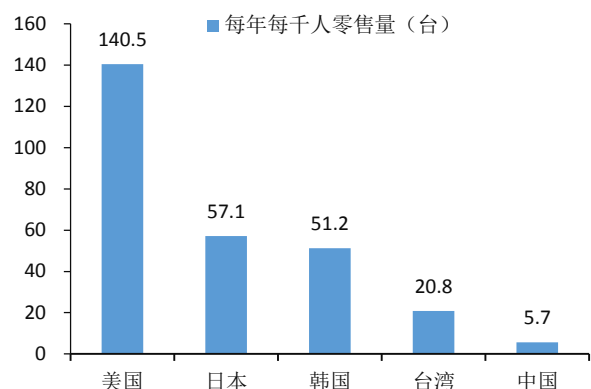
资料来源：民生证券研究院整理

（二）产品市场空间大

1、吸尘器

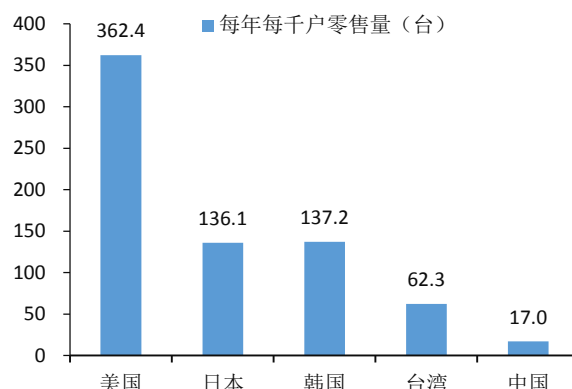
国内吸尘器普及程度不高，而在日本、韩国、台湾等发达经济地区吸尘器产品的家庭普及率已经很高。从人均零售量与户均零售量看，中国的吸尘器销量还很低。随着国人生活水平的提高与家电消费的升级，未来吸尘器普及程度会有很大提升。

图 8: 2016 年各国吸尘器零售量对比 (按人数统计)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

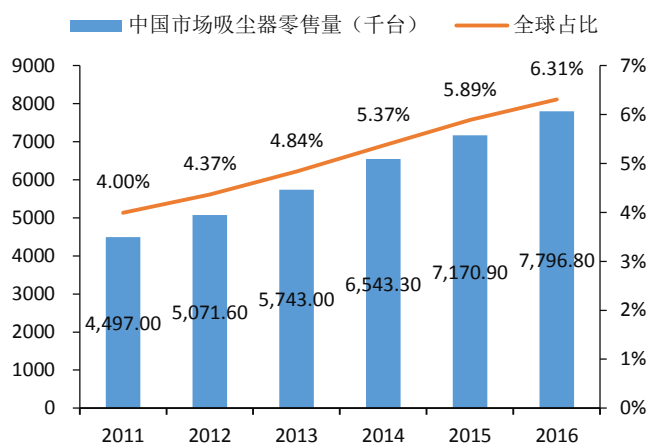
图 9: 2016 年各国吸尘器零售量对比 (按家庭数统计)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

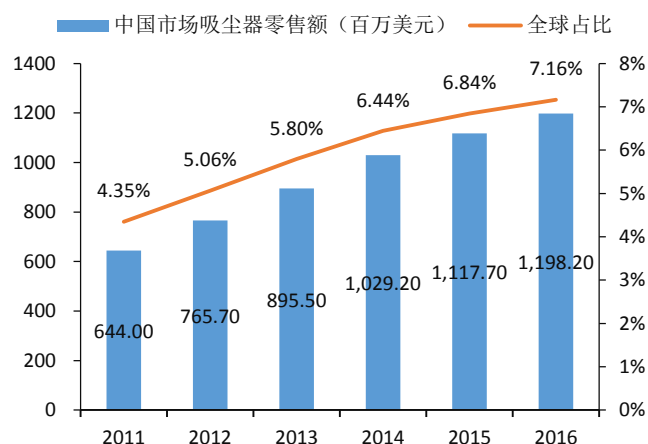
从绝对数来看, 我国市场吸尘器零售量与零售额规模逐年增长, 在全球零售量与零售规模占比与逐年提高。根据 Euromonitor 的数据, 2016 年我国吸尘器市场零售量达到 780 万台, 零售额达到 12 亿美元, 增长势头良好。

图 10: 中国吸尘器零售量及全球占比



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

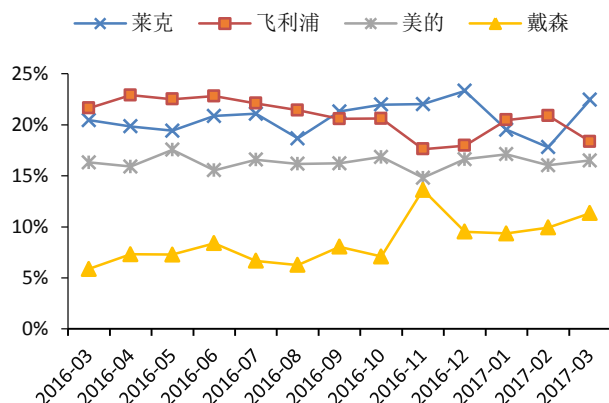
图 11: 中国吸尘器零售额及全球占比



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

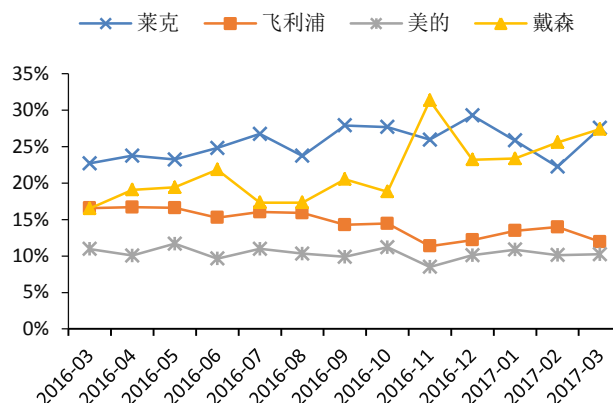
莱克吸尘器产品在国内市场具有很强竞争力, 在零售量份额基本处在行业前两位, 零售额份额基本处在行业第一位。根据中怡康的统计数据: 2016 年中国吸尘器线下市场中, 莱克吸尘器零售量和零售额市占率分别为 20.72% 和 24.93%。其中, 零售量市占率低于排名第一的飞利浦 0.69pct, 排名第二, 而零售额市占率高于排名第二的戴森 5.7pct, 排名第一。2017 年一季度, 公司吸尘器零售量和零售额份额分别为 19.87% 和 25.43%。

图 12: 莱克吸尘器零售量市场份额



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

图 13: 莱克吸尘器零售额市场份额

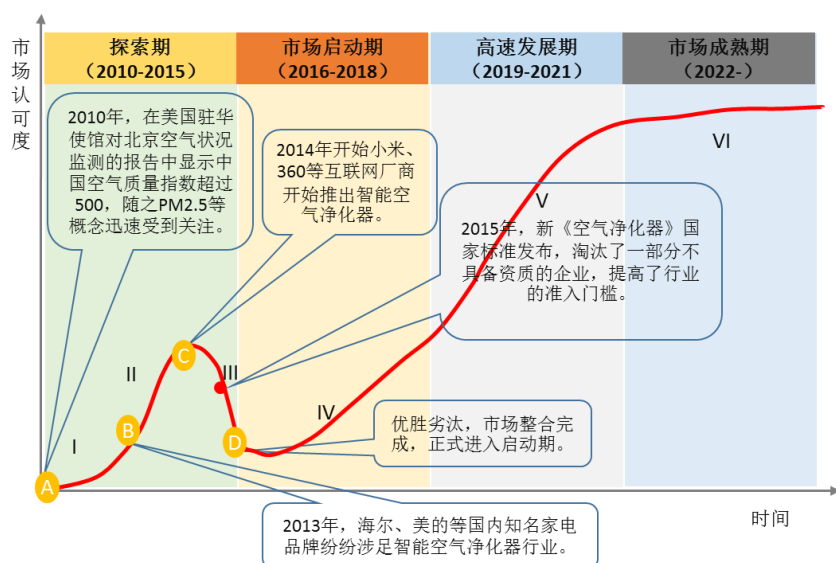


资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

2、空气净化器

2010 年之前, 中国空气净化器市场主要用于工业去污染和医用等专业领域, 市场规模相对较小, 增长缓慢。2010 年之后, 由于雾霾天气严重, 中国空气净化器民用市场开始快速升温。

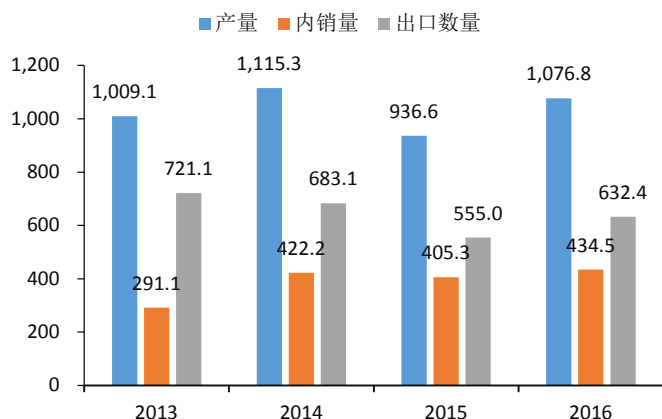
图 14: 中国空气净化器市场 AMC 模型



资料来源: 易观智库, 民生证券研究院

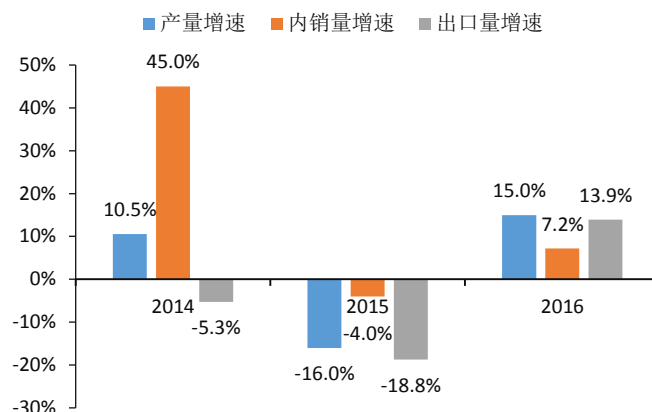
产业在线 2013-2016 年统计数据显示, 我国内销市场中, 空气净化器内销量已经由 2013 年的 291 万台上升到 2016 年的 435 万台。增速方面, 2014 年由于 2013 年基数相对低, 加之雾霾严重, 空气净化器内销量同比增速高达 45%。2015 年在高基数下, 空净产品产销均同比出现下滑, 但是到 2016 年, 空气质量尤其是北方地区雾霾多发, 刺激需求增长, 使得空气净化器产品产量、内销量、出口量分别出现 15%、7% 和 14% 增长。

图 15: 空气净化器内销量呈现上涨趋势 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

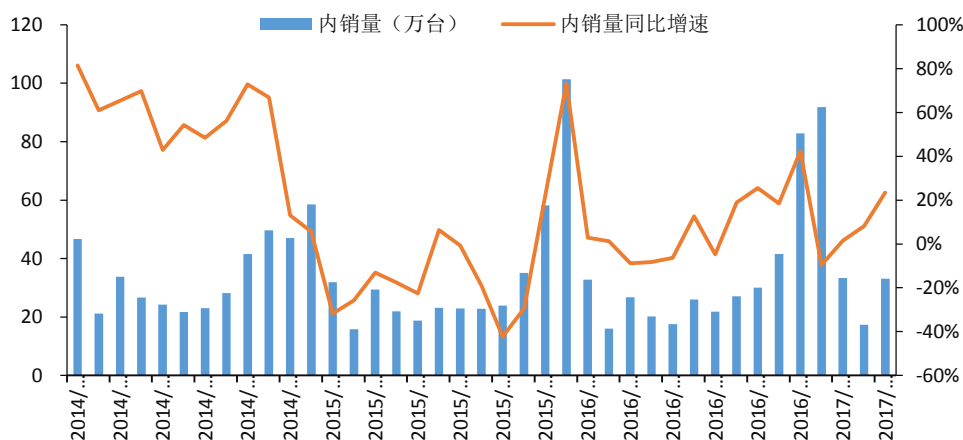
图 16: 空气净化器产销量同比增速



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

我国空气净化器内销量与空气质量相关性较大, 具有较强季节性, 2016 年 11 月与 12 月空气净化器内销量合计达到 174.6 万台, 占 2016 年全年内销量的 33.69%。同时, 在终端零售量与零售额方面, 也呈现一定季节性, 秋冬季零售量与零售额均较其他月份有明显增长。

图 17: 空气净化器内销量 (单位: 万台)

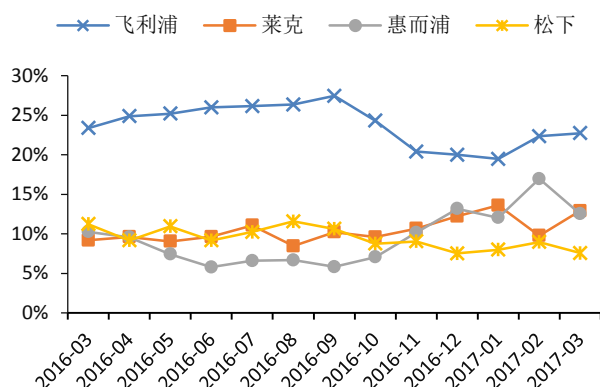


资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

中怡康监测数据显示, 我国空气净化器市场集中度相对较低, 2016 年中国市场中排名前三的空气净化器品牌累计市占率为 43.5%。排名前五的品牌中有三家是国外品牌。其中, 2016 年莱克品牌空气净化器零售量与零售额份额分别为 10.22% 和 10.36%, 零售量市占率低于飞利浦 13.12pct, 较松下低 0.06pct, 处于第三位, 零售额市占率低于飞利浦 13.12pct, 处于第二位。

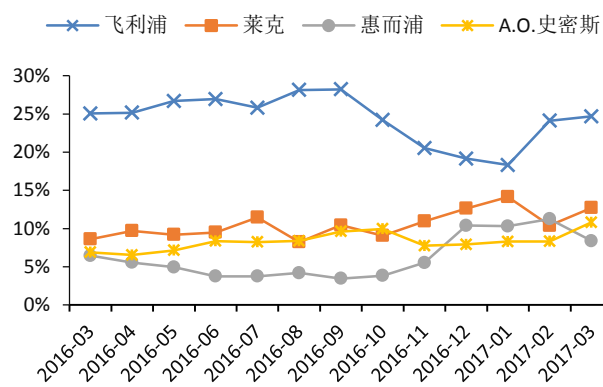
莱克净产品市占率逐步提升。2017 年一季度, 公司空气净化器零售量与零售额份额分别为 12.84% 和 13.30%, 同期飞利浦品牌空气净化器零售量与零售额份额分别为 20.49% 和 20.26%, 惠而浦品牌空气净化器零售量与零售额份额分别为 12.97% 和 10.16%。

图 18: 我国空气净化器市场零售量份额



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 19: 我国空气净化器市场零售额份额

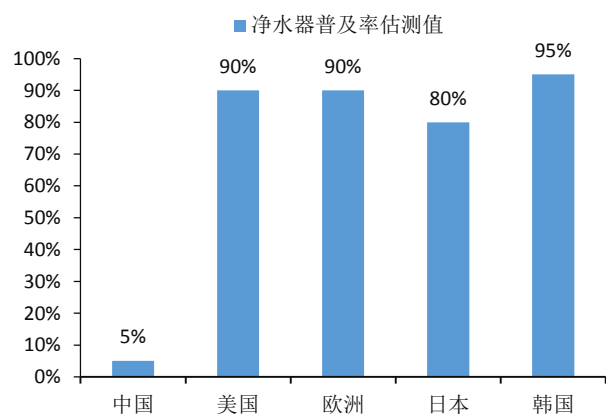


资料来源：中怡康，民生证券研究院

3、净水器

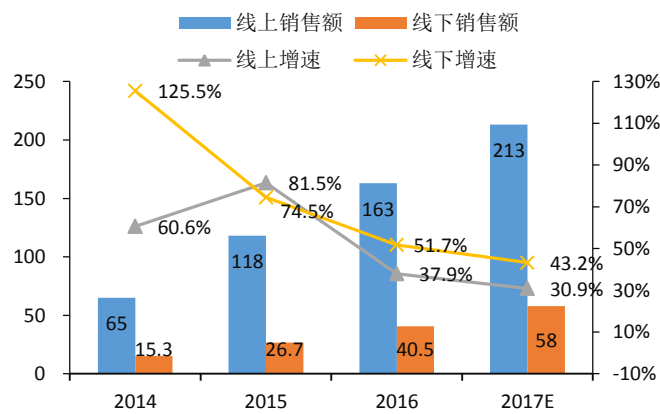
虽然净水设备在我国已经发展多年，但由于行业标准的缺失以及消费者对饮用水安全意识处于培养阶段等原因，使得我国净水器普及率相比欧美发达国家要低很多，同时市场总规模也较其他厨卫电器小。最近几年，随着消费升级趋势显现，净水器销售规模逐年快速增长，其中线上规模要大于线下规模。

图 20: 中国市场中净水器普及率还很低



资料来源：中国知网，民生证券研究院

图 21: 我国净水器线上与线下销售额快速增长



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

前瞻产业研究院发布的《2013-2017 年中国净水器行业产销需求与投资预测分析报告》显示，2000 年以来，净水器生产企业迅速发展壮大，在 2013 年-2014 年呈现爆发式增长，目前中国净水器产业已发展到 3000 多家生产企业，其数量每年仍以 30%-40% 的速度增长。

图 22: 2011 年-2017 年净水器百度搜索指数



资料来源：百度指数，民生证券研究院

（三）莱克有望成为行业寡头之一

回顾中国家电产品的发展历史，对于产品差异化程度较小的家电产品来说，在产品生命周期的导入期与成长期前期，会很多的品牌参与竞争。但是最后只有少数品牌能够生存并壮大，占据市场的大部分份额，大部分行业利润也被少数几个品牌攫取，其他的小品牌最终会逐渐被边缘化。

莱克作为家居清洁电器行业最大的企业之一，如果能够保持行业竞争力，在市场空间扩张的过程中将会获得更大的市场份额，攫取更多份额的行业利润。尤其是莱克在吸尘器产品上技术领先，行业地位巩固，有望成为吸尘器行业寡头之一。

三、爆发点：研发聚势、品牌定向、渠道发力、价瞄高端

（一）研发聚势，持续创新

公司自设立以来，一直专注于高速整流子电机及以高速整流子电机为核心部件的家用电器的技术研究，在高速整流子电机方面积累了雄厚的技术基础，并成功应用于下游家居清洁、空气净化、水净化、园林工具等高端清洁电器，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。

图 23: 莱克精密电机，高转速、寿命长、低噪音



资料来源：公司官网，民生证券研究院

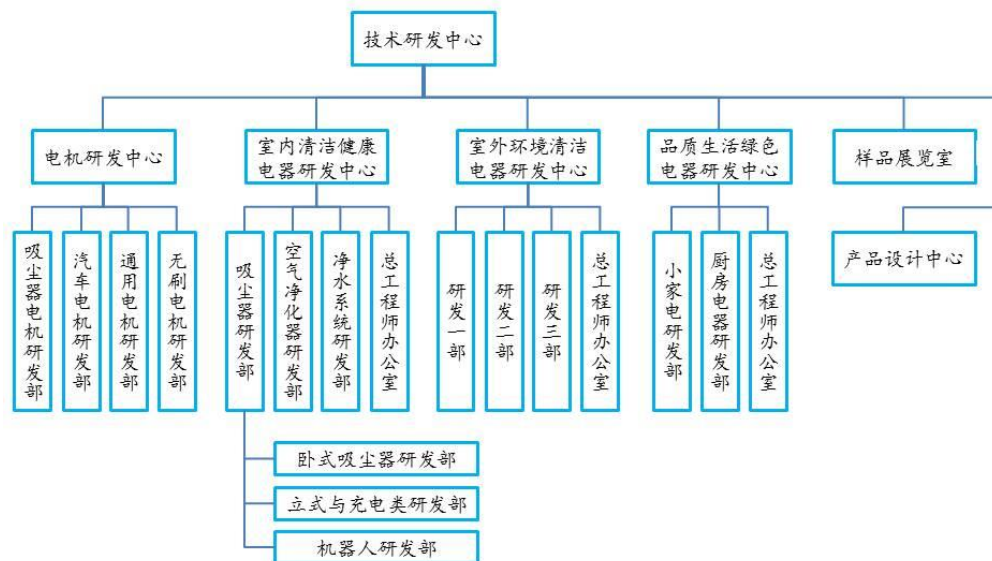
图 24: 莱克无刷电机，使用直流电，应用于无线产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司始终坚持创新的重点是与众不同和领先一步。基于此，公司建立了以 R&D 为基础的价值创新体系。目前，公司拥有工业设计中心、吸尘器、厨房小家电、净水机、空气净化器、园林工具和电机等专业化的设计研发团队，设计研发工程师超过 600 人，每年推出的新产品超过 100 多款，每年申请的专利数量超过 200 多项，截止目前，企业已获得授权专利超过 1600 多项，其中发明专利 80 多项。2015 年，公司中心实验室及计量检测中心通过了中国合格评定委员会 (CNAS) 国家实验室认可，公司研发中心被评定为国家认定企业技术中心。

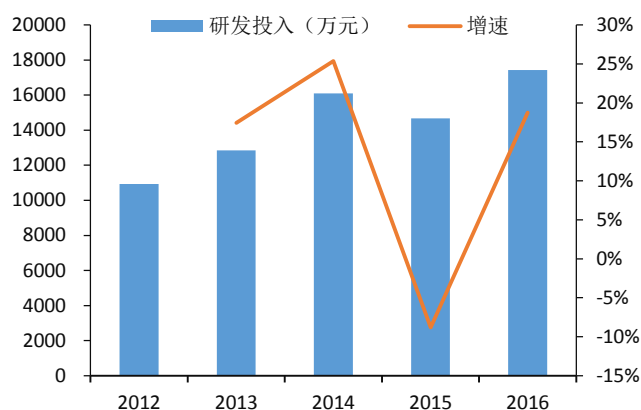
图 25：公司技术研发中心的组织架构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

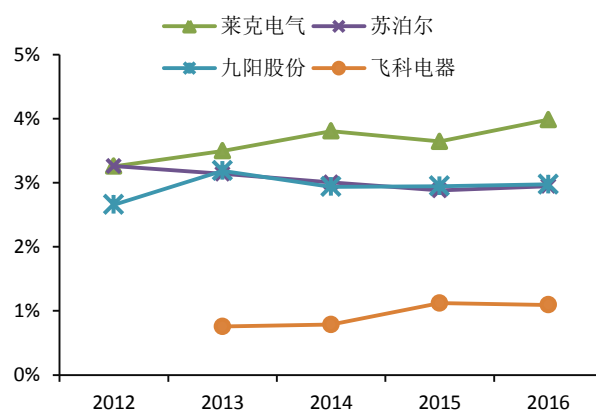
公司研发支出全部费用化，不记无形资产（专利权）。截至 2016 年末，公司研发人员共有 559 人，研发人员数量占公司总人数的比例 7.06%；研发投入 1.74 亿元，研发投入总额占营业收入比例 3.98%。研发投入占营业收入的比重超过国内上市的小家电公司苏泊尔、九阳股份、飞科电器等，显示出公司对产品研究开发的高度重视，也为公司保持持续竞争力奠定基础。

图 26：莱克电气研发投入（万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 27：同行业公司研发投入占营业收入比例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 依托技术优势，打造自主品牌

国外市场：公司凭借多年积累的产品研发、工业设计和生产制造能力，采用 ODM 的模式与国际知名品牌运营商合作，主要合作客户包括优飞利浦 (Philips)、伊莱克斯 (Electrolux)、博世 (Bosch) 等全球知名企业。通过与国际知名家电制造商、品牌商的合作，公司能够快速了解前沿行业技术和消费趋势，学习国际品牌商运营思路和方法，促进公司国内自主品牌业务发展。

国内市场：公司进行多品牌、多渠道的营销战略。“LEXY 莱克”、“碧云泉”走高端路线，以实体店为主，主打清洁健康电器：吸尘器、空气净化器、净水机；为了适应网络营销的特点，采用“莱克吉米 JIMMY”品牌作为网络品牌，定位年轻时尚，向年轻人提供高性价比的清洁电器和个人护理等健康产品。

表 3：莱克电气主要自主品牌

品牌	产品	定位	业务划分
 高端清洁电器引领者	吸尘器、空气净化器	中高端清洁家电	母公司主营
 简约 时尚 品质	挂烫机、加湿器、料理机、榨汁机、除螨仪等	年轻时尚、高性价比的小家电	子公司苏州金莱克负责生产、销售
 台式反渗透智能净水机发明者	净水器	高端净水设备	子公司苏州碧云泉负责销售

资料来源：民生证券研究院整理

在品牌推广上，2015 年底公司签约刘涛做代言人。在电视端，持续在 CCTV-4 投放广告，同时投放了北京、上海、江苏、浙江、山东等地方电视台和 26 个重点城市院线映前贴片广告；在户外，在虹桥机场、北京南站、沈阳站、大连站、苏州站和苏州北站投放了大牌广告及部分高铁列车广告；在网络端，在百度、腾讯 app、搜狐视频、优酷土豆视频等平台开展合作，加大了莱克品牌在网络上的曝光度。

图 28：莱克吸尘器广告



资料来源：莱克电气官网，民生证券研究院

图 29：莱克电视广告



资料来源：爱奇艺网站，民生证券研究院

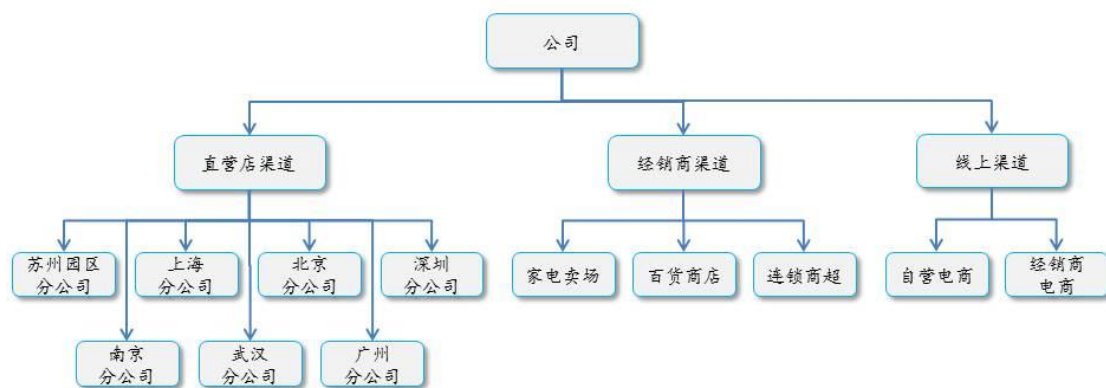
(三) 先实体后线上渠道策略，持续发展可期

公司在渠道布局策略上与同行业公司不同：以小狗为代表的企业专注互联网营销，在互联网营销兴起时就已经进入，目前已有 8 年以上时间。而公司的渠道布局侧重线下，采用先实体店后互联网策略，于 2014 年下半年才进入互联网领域，并取得较快发展。

公司在渠道管理上建立了全面综合的渠道体系。公司在渠道上，一方面，持续加强终端建设，通过门店升级和模式创新来提升销量。直营与代理商同步发展，2016 年公司新开 5 家分公司，年底达到 14 家直营分公司，直营公司已经进入 10 个省会一、二级城市。16 年新增门店数量约 500 家左右，同时部分门店进行调整退出，净增 300 多家线下门店。

另一方面，公司 2013 年成立了“自主品牌与线上营销事业部”，专门负责电购、网购、银行等线上业务。14、15 年分别实现销售收入 2000 万、4000 万，2016 年线上渠道收入规模约为 1.3 亿元（税后），同比增长高达 165%。目前公司拥有自营网店、经销商运营网店，净利率高于其他渠道，销售份额相比实体较小但增长很快，有望成为主要销售渠道。

图 30：莱克电气销售渠道



资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们认为，公司先线下后线上的渠道布局策略将有助于公司长远高端化发展。一方面，随着消费升级，一些高消费人群陪家人逛商场的时间在增加，对于高端产品的体验化需求加强，而公司前期布局的线下渠道恰恰能满足高端人群的线下消费需求。另一方面，当前小米、三只松鼠等互联网企业开始纷纷布局线下渠道，不仅在形象展示、市场定位方面更清晰，也进一步拉近与消费者之间的距离。

(四) 定价看齐国外成熟品牌

国内清洁电器市场刚兴起，高端产品主要是国外品牌，竞争激烈程度相对小。而莱克的定位是技术领先型的中高端绿色家电品牌，成为现代清洁和健康生活市场的倡导者。在产品定价方面，莱克吸尘器与空气净化器产品的价格向国外高价品牌看齐。在零售量市占率前七的品牌中，莱克定价高于国内产品均价，同时与国外品牌相比亦处于前列。在吸尘器产品中莱克均价远高于国内同行美的。

表 4：中怡康清洁电器 2017 年一季度主要品牌均价

吸尘器				空气净化器			
主要品牌	零售量份额	均价（元）	均价排名	主要品牌	零售量份额	均价（元）	均价排名
莱克	19.87%	1,912	2	飞利浦	20.49%	3,572	4
飞利浦	20.00%	983	5	莱克	12.84%	3,743	3
美的	16.67%	942	6	惠而浦	12.97%	2,831	7
戴森	10.04%	3,734	1	松下	8.09%	2,963	6
松下	9.18%	1,052	4	亚都	10.18%	3,507	5
科沃斯	6.63%	1,837	3	布鲁雅尔	5.74%	5,141	2
惠而浦	5.79%	696	7	A.O 史密斯	5.02%	6,258	1
国内品牌	52.00%	1,382		国内品牌	36.44%	3,228	
国外品牌	48.00%	1,616		国外品牌	63.56%	3,834	

资料来源：中怡康，民生证券研究院

从价格段分布上看，莱克吸尘器在中高价格段的比例高于整体市场均值，低价格段比例明显低于整体市场，占比最多的价格段是 2000-3000 元；莱克空气净化器同样主要分布在中高价格段，且占比高于整体市场，分布最多的区间在 3000-5000 元。

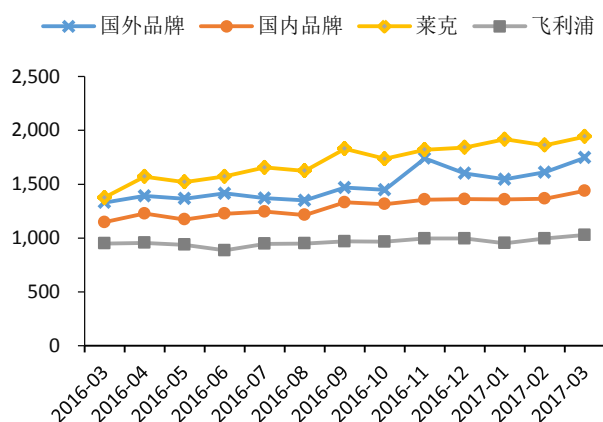
表 5：2017 年一季度清洁电器各价格段零售量百分比

吸尘器	200-	300-	400-	500-	600-	800-	1000-	1500-	2000-	3000-	5000-	5000+
整体市场	2.19%	4.36%	7.20%	6.89%	6.28%	11.36%	11.34%	14.66%	10.93%	12.48%	10.42%	1.89%
莱克	0.37%	1.16%	1.88%	2.36%	3.91%	11.36%	11.78%	13.06%	10.70%	26.89%	14.71%	1.81%

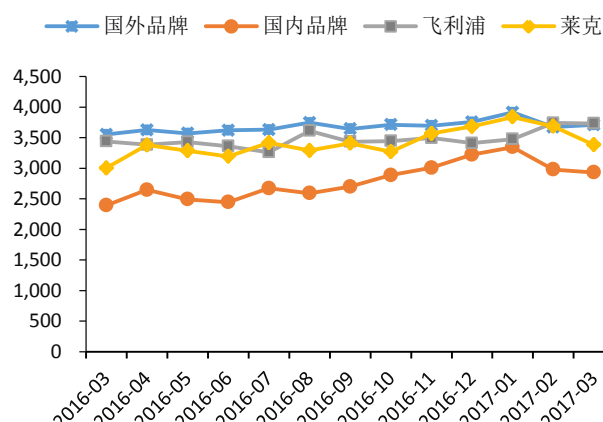
空气净化器	800-	1000-	1500-	2000-	2500-	3000-	3500-	4000-	5000-	8000-	12000-	12000+
整体市场	4.39%	3.42%	7.27%	14.68%	5.50%	11.16%	9.63%	11.95%	12.77%	15.15%	3.46%	0.63%
莱克	2.30%	0.36%	4.07%	6.42%	2.69%	7.67%	16.70%	30.96%	21.31%	3.70%	3.69%	0.13%

资料来源：中怡康，民生证券研究院

趋势方面，根据中怡康的统计，莱克吸尘器产品的均价有逐步提高趋势，而其他品牌的产品均价没有明显变动趋势；莱克空气净化器产品的均价有波动，但也有明显的上升趋势。

图 31：莱克吸尘器均价走势


资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 32：莱克空气净化器均价走势


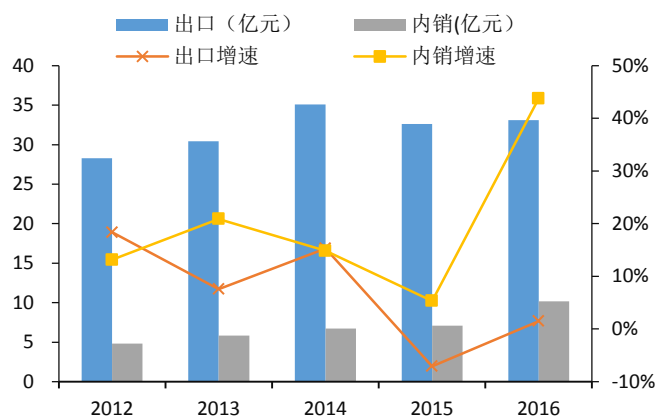
资料来源：中怡康，民生证券研究院

四、出口稳健，内销快增长

(一) 技术革新与产品结构升级，出口业务复苏

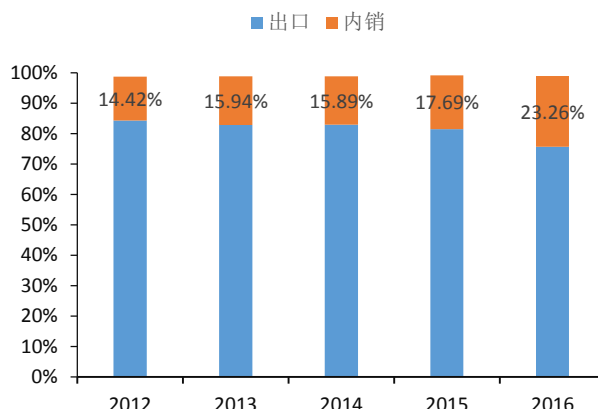
公司出口业务在上市前一直稳定增长，但是在 2015 年出现下滑，2016 年外销增速也较缓慢，同比增长 1.51%。外销收入增速放缓一是由于 2016 年上半年受国际环境影响，出口订单下降；二是外销产品处于转型升级阶段，高端产品比例增加，中低端产品减少，转型时期营收会受一定程度影响。未来，随着新产品用户培育完成，外销市场增速会逐渐向好。

图 33: 莱克出口内销收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 34: 莱克内销收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

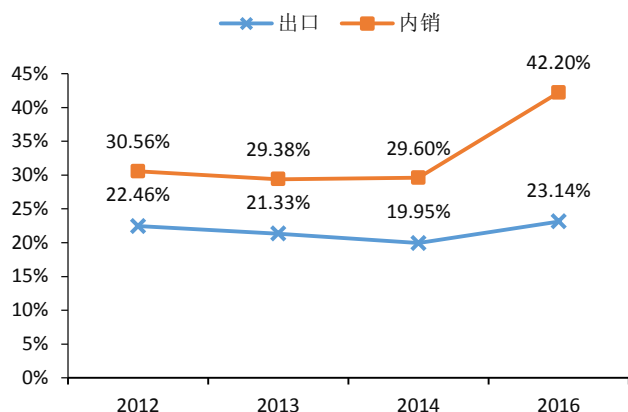
出口业务未来看点：公司出口部分主要是吸尘器、园林电器业务，国外吸尘器与园林电器市场是相对成熟的，公司的发展机会主要在于价格提升和结构变化：(1) 国外吸尘器市场的无线化趋势使平均单价不断上升；(2) 美国市场园林工具目前 70% 是发动机类，30% 是电动类，而欧洲目前分别为 20% 和 80%，由于锂电池技术和无线技术的发展，使得充电类产品逐渐替代发动机类产品，这种趋势为公司带来了广阔的美国市场空间；(3) 人民币汇率和原材料成本上，中期来看仍利好公司出口业务稳定增长。

(二) 国内市场开拓成效渐显，盈利水平提升

莱克从 2011 年开始在国内推出自主品牌产品，起步期经营较为困难，2011 年亏损达到 4000 万，之后开始稳步增长，2015 年自主品牌增长 30%，2016 年增速达到 77%。我们认为公司前期的品牌建设及雄厚积淀带来的收益在未来几年内将持续显现，内销收入无论是总规模还是占总收入结构比例都会有较明显的提升。

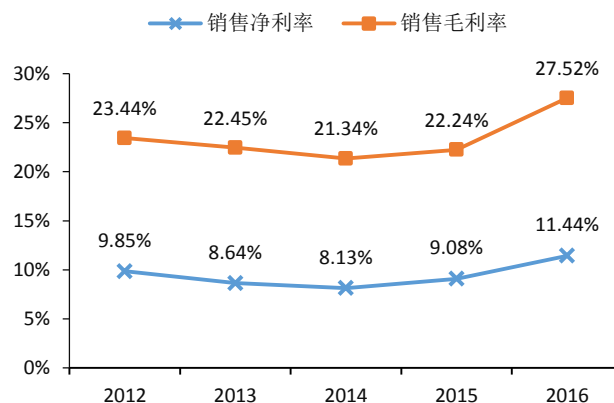
我们认为公司盈利能力将进一步提升：一是由于公司内销毛利率大于出口毛利率，未来收入结构的变化将拉升公司整体盈利水平；二是公司吸尘器产品和空气净化器产品在国内主要通过经销商销售，公司对经销商的让利幅度较大，产品的零售价比出厂价高很多，公司出厂价还有提价空间。

图 35: 莱克电气内销毛利率水平高于出口毛利率水平



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 36: 莱克电气盈利水平逐年提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

六、风险提示

海外业务拓展不顺; 原材料价格波动; 国内终端需求下滑; 技术革新不及预期。

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	45.8	32.8	23.7	17.6
PB	7.7	6.2	4.9	3.9
EV/EBITDA	4,031.1	2,822.7	2,095.3	1,594.0
股息收益率	0.5%	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

插图目录

图 1: 莱克电气竞争策略一览图.....	3
图 2: 莱克电气发展历程	4
图 3: 莱克电气产品系列	4
图 4: 产品收入结构逐步优化.....	5
图 5: 公司内销收入占比逐渐提升.....	5
图 6: 莱克电气实际控制人倪祖根直接与间接合计持有公司 79.79%的股份	5
图 7: 家电产品生命周期	7
图 8: 2016 年各国吸尘器零售量对比 (按人数统计)	8
图 9: 2016 年各国吸尘器零售量对比 (按家庭数统计)	8
图 10: 中国吸尘器零售量及全球占比.....	8
图 11: 中国吸尘器零售额及全球占比.....	8
图 12: 莱克吸尘器零售量市场份额	9
图 13: 莱克吸尘器零售额市场份额	9
图 14: 中国空气净化器市场 AMC 模型.....	9
图 15: 空气净化器内销量呈现上涨趋势 (单位: 万台)	10
图 16: 空气净化器产销量同比增速	10
图 17: 空气净化器内销量 (单位: 万台)	10
图 18: 我国空气净化器市场零售量份额	11
图 19: 我国空气净化器市场零售额份额	11
图 20: 中国市场中净水器普及率还很低.....	11
图 21: 我国净水器线上与线下销售额快速增长	11
图 22: 2011 年-2017 年净水器百度搜索指数.....	12
图 23: 莱克精密电机, 高转速、寿命长、低噪音	12
图 24: 莱克无刷电机, 使用直流电, 应用于无线产品.....	12
图 25: 公司技术研发中心的组织架构图.....	13
图 26: 莱克电气研发投入 (万元) 及增速.....	13
图 27: 同行业公司研发投入占营业收入比例.....	13
图 28: 莱克吸尘器广告	14
图 29: 莱克电视广告	14
图 30: 莱克电气销售渠道	15
图 31: 莱克吸尘器均价走势	16
图 32: 莱克空气净化器均价走势.....	16
图 33: 莱克出口内销收入 (亿元) 及增速.....	17
图 34: 莱克内销收入占比逐年提升	17
图 35: 莱克电气内销毛利率水平高于出口毛利率水平.....	18
图 36: 莱克电气盈利水平逐年提升	18

表格目录

表 1: 莱克电气主要子公司 2016 年经营状况 单位 (万元)	6
表 2: 产品国内市场空间估计.....	7
表 3: 莱克电气主要自主品牌.....	14
表 4: 中怡康清洁电器 2017 年一季度主要品牌均价	16
表 5: 2017 年一季度清洁电器各价格段零售量百分比	16

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。