

莱克电气 (603355)

自主品牌高速增长结构提升，持续关注汇率风险

事件

(1) H1 收入和归母净利润分别 25.81 和 2.25 亿元，同比增长 37% 和 2%；
 Q2 收入和归母净利润分别 12.33 和 0.79 亿元，同比增长 30% 和下降 29%。
 (2) 拟发行 12 亿元可转债，主要用于自动化技改、产线扩产项目等。

高端产品高速增长持续提升产品结构，自主品牌收入翻番

推广自主品牌取得成效，内销收入翻番，自主品牌同比 120%；增长主要来自高端品类高速增长，无线吸尘器、空净器同比超 100%；推出智能空气扇，销量 3 万台表现优异。外销方面，无线吸尘器上市延误影响销量，受美元贬值影响，外销收入增速 18%。预计下半年内外销收入增速维持。

塑料高占比大宗涨价影响有限，汇率风险敞口较大

Q2 毛利率和净利率同比分别 -0.3pct、-5.3pct；Q1 原材料大幅涨价，毛利率仅小幅下降，一是塑料涨幅较小，二是存货锁定成本，Q2、Q3 原材料增速较 Q1 有所回落，预计 H2 毛利率受影响较少。Q2 财务费用率同比 +8pct，剔除汇兑损失 Q2 业绩增速 61%，目前汇率风险在一定范围内可得到控制；销售费用中，销售服务费和广告费同比增长 174% 和 107%，大力投入线下推广，销售费用下半年将减少。

备货致存货增加，周转效率受影响

17Q2 期末现金 + 银行理财 31 亿元；期末存货 5.72 亿元，同比增长 27%；预收账款环比减少 12%；存货和应收账款周转天数分别为 52.35 和 58.15 天，分别环比 +1.92 天和 +1.66 天；销售商品、提供劳务收到的现金 10.15 亿元，同比增加 57%。

发行可转债 12 亿，彰显公司扩张信心

发行可转债用于生产基地自动化技改项目、年产 400 万台环境清洁电器及园林工具扩产项目、国内营销仓储物流中心建设及网络升级项目，扩产彰显公司扩张信心，助力自动化升级、发力物流建设，长期有助效率提升。

投资建议

国内吸尘器市场打开，公司自主品牌高速增长；消费升级带来产品结构持续提升，新品研发新增长点不断；汇率风险与客户共同承担，下半年汇率损失有望减少；原材料涨价对 Q3 有一定影响，但 Q4 有望好转；长期看，公司为全球吸尘器龙头生产厂商，自主品牌有望受益国内消费升级持续提升。我们预计 17-19 年净利润增速 8.31%、41.26%、31.33%，当前股价对应 17-19 年 34.99、24.77、18.86xPE，给予增持评级。

风险提示：美元持续贬值增加汇率损失风险，吸尘器市场不达预期风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,002.74	4,376.66	5,820.27	7,518.06	9,735.37
增长率(%)	(5.39)	9.34	32.98	29.17	29.49
EBITDA(百万元)	402.78	550.46	706.75	970.05	1,265.12
净利润(百万元)	363.80	501.44	543.10	767.16	1,007.50
增长率(%)	5.75	37.83	8.31	41.26	31.33
EPS(元/股)	0.91	1.25	1.35	1.91	2.51
市盈率(P/E)	52.24	37.90	34.99	24.77	18.86
市净率(P/B)	7.44	6.39	5.58	4.73	3.95
市销率(P/S)	4.75	4.34	3.27	2.53	1.95
EV/EBITDA	43.63	31.06	24.24	17.19	12.72

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2017 年 08 月 28 日

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	47.39 元
目标价格	50 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	66.69
A 股总市值(百万元)	19,003.39
流通 A 股市值(百万元)	3,160.44
每股净资产(元)	7.73
资产负债率(%)	46.20
一年内最高/最低(元)	60.72/37.94

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1. 事件

(1) 公司发布中报，17年H1实现营业收入25.81亿元，同比增长37.26%；实现归母净利润2.25亿元，同比增长2.05%；实现扣非归母净利润2.11亿元，同比增长1.27%。对应17Q2实现收入12.33亿元，同比增长30.48%；实现归母净利润0.79亿元，同比下降28.83%；扣非归母净利润0.68亿元，同比下降35.85%。

(2) 公司发布发行A股可转债预案，拟发行不超过12亿元可转债，期限5年，每年付息一次，募资主要用于自动化技改项目、产线扩产项目等。

2. 高端产品高速增长持续提升产品结构，自主品牌收入翻番

公司大力推广自主品牌取得成效，内销收入超8亿元翻番，内销占比同比提升10pct至34%，其中，自主品牌收入5.5亿元，同比增长120%高于预期100%；增长主要来自，公司对标戴森进军高端市场，高端品类高速增长，无线吸尘器、空气净化器分别同比增长118%和150%，产品结构提升显著；新品仍研发不断，H1推出魔力风智能空气扇，均价2000偏高，但销量3万台表现优异，下半年仍将推出多款新品；渠道方面拓展购物中心等新兴渠道，线上线下齐发力。

外销方面，无线吸尘器上市延误一个月，上半年销量受到影响，欧洲（收入占比占出口超过50%）销量增长40%，受美元贬值影响，外销收入16.7亿元增速18%。我们预计下半年内外销收入增速分别维持100%和20%，全年收入增速33%。

3. 塑料高占比大宗涨价影响有限，汇率风险敞口较大

Q2毛利率和净利率同比分别-0.31pct、-5.29pct；原材料构成中，塑料、铜、钢占比分别13%、3%、3%，Q1塑料、铜、钢均价分别同比增长24%、25%、68%，毛利率仅小幅下降，一方面为塑料占比最高而涨价幅度较小，另一方面主要系公司Q1以来存货大幅增加，锁定成本，Q1末、H1末存货金额分别5.72、5.53亿元，同比增长52%、70%，H1存货中，2.6亿元为原材料，同比提升77%，Q2塑料、铜、钢均价分别同比增长13%、20%、31%，Q3分别增长11%、30%、46%，增速较Q1有所回落，尤其占比最高的塑料，因此预计Q3、Q4毛利率受影响较少。

Q2销售/管理/财务费用率同比分别-1.65pct/-1.7pct/+8.01pct，受汇率波动影响，发生汇兑损失0.63亿元，去年同期-0.34亿元，剔除该影响，Q2业绩增速60.59%，目前美元存款金额稳定，2亿美元已锁定，仍有超20亿元人民币风险敞口，公司与银行签订若干出口发票融资借款，汇率风险在一定范围内可得到控制；销售费用中，销售服务费和广告费分别0.52和0.24亿元，同比分别增长174%和107%，公司大力投入线下推广，消费升级背景下有望长期受益，销售费用主要发生在上半年，下半年将减少，预计H2销售/管理/财务费用率同比分别+0.03pct/-0.55pct/+1.65pct。

4. 备货致存货增加，周转效率受影响

(1) 从资产负债表看，17Q2期末现金+银行理财（包含于其他流动资产中）为31.35亿元，主要系销售增长及银行贷款增加所致；期末存货为5.72亿元，同比增长27%，应对原材料涨价以及公司业务量提升增加备料；预收账款0.46亿元，环比减少11.54%；

(2) 从周转情况看，17H1存货和应收账款周转天数分别为52.35和58.15天，分别环比+1.92天和+1.66天；

(3) 从现金流量表看，17Q2销售商品、提供劳务收到的现金为10.15亿元，同比增长57.14%；经营活动现金流0.49亿元，去年同期为0.89亿元，主要系存货增长，并支付前期大宗原

材料采购货款所致。

5. 发行可转债 12 亿，彰显公司扩张信心

公司发行可转债 12 亿元，用于生产基地自动化技改项目、年产 400 万台环境清洁电器及园林工具扩产项目、国内营销仓储物流中心建设及网络升级项目，扩产彰显公司扩张信心，助力自动化升级、发力物流建设，长期有助效率提升。

6. 投资建议

国内吸尘器市场打开，公司自主品牌高速增长；消费升级带来产品结构持续提升，新品研发新增长点不断；汇率风险与客户共同承担，下半年汇率损失有望减少；原材料涨价对 Q3 有一定影响，但 Q4 有望好转；长期看，公司为全球吸尘器龙头生产厂商，自主品牌有望受益国内消费升级持续提升。我们预计 17-19 年收入增速为 32.98%、29.17%、29.49%，净利润增速 8.31%、41.26%、31.33%，EPS 为 1.35、1.91、2.51 元/股，当前股价对应 17-19 年 34.99、24.77、18.86xPE，给予增持评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,273.22	2,057.28	1,849.05	2,305.14	2,889.89	营业收入	4,002.74	4,376.66	5,820.27	7,518.06	9,735.37
应收账款	644.68	859.59	1,033.13	1,411.70	1,754.19	营业成本	3,112.64	3,172.14	4,211.75	5,378.45	6,950.24
预付账款	26.09	42.28	74.25	74.56	117.74	营业税金及附加	21.17	37.82	46.04	59.47	77.01
存货	358.55	492.15	701.18	822.71	1,146.53	营业费用	176.24	327.85	446.42	576.64	746.71
其他	401.05	639.61	340.58	512.16	501.61	管理费用	364.59	363.07	433.82	560.37	725.64
流动资产合计	2,703.59	4,090.91	3,998.20	5,126.27	6,409.96	财务费用	(93.81)	(115.65)	(0.42)	(16.07)	(20.09)
长期股权投资	19.29	17.54	17.54	17.54	17.54	资产减值损失	26.03	43.49	51.72	51.72	51.72
固定资产	810.52	779.36	764.22	767.99	770.11	公允价值变动收益	0.00	(0.11)	0.00	0.00	0.00
在建工程	5.41	6.81	40.08	72.05	73.23	投资净收益	8.41	26.96	30.43	30.43	30.43
无形资产	167.05	163.05	159.11	155.16	151.22	其他	(16.82)	(53.70)	(60.86)	(60.86)	(60.86)
其他	14.13	37.55	19.60	21.32	24.39	营业利润	404.28	574.79	661.37	937.91	1,234.56
非流动资产合计	1,016.40	1,004.31	1,000.56	1,034.07	1,036.49	营业外收入	14.92	22.43	17.80	17.80	17.80
资产总计	3,719.99	5,095.22	4,998.75	6,160.33	7,446.44	营业外支出	2.82	8.20	8.33	8.33	8.33
短期借款	129.87	680.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	416.38	589.02	670.84	947.38	1,244.04
应付账款	612.44	888.57	1,036.38	1,421.80	1,754.76	所得税	52.80	88.35	128.14	180.96	237.62
其他	390.41	529.37	526.82	699.18	856.88	净利润	363.59	500.66	542.71	766.43	1,006.42
流动负债合计	1,132.72	2,097.94	1,563.20	2,120.99	2,611.64	少数股东损益	(0.22)	(0.78)	(0.39)	(0.73)	(1.08)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	363.80	501.44	543.10	767.16	1,007.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.91	1.25	1.35	1.91	2.51
其他	28.48	21.20	28.51	26.06	25.26						
非流动负债合计	28.48	21.20	28.51	26.06	25.26						
负债合计	1,161.20	2,119.14	1,591.71	2,147.05	2,636.90	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	5.78	0.00	(0.39)	(1.12)	(2.21)	成长能力					
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	-5.39%	9.34%	32.98%	29.17%	29.49%
资本公积	795.98	794.62	794.62	794.62	794.62	营业利润	6.98%	42.18%	15.06%	41.81%	31.63%
留存收益	2,152.97	2,576.87	3,006.43	3,613.40	4,410.75	归属于母公司净利润	5.75%	37.83%	8.31%	41.26%	31.33%
其他	(796.94)	(796.41)	(794.62)	(794.62)	(794.62)	获利能力					
股东权益合计	2,558.79	2,976.08	3,407.04	4,013.28	4,809.55	毛利率	22.24%	27.52%	27.64%	28.46%	28.61%
负债和股东权益总	3,719.99	5,095.22	4,998.75	6,160.33	7,446.44	净利率	9.09%	11.46%	9.33%	10.20%	10.35%
						ROE	14.25%	16.85%	15.94%	19.11%	20.94%
						ROIC	23.61%	27.85%	34.25%	48.48%	58.25%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	363.59	500.66	543.10	767.16	1,007.50	偿债能力					
折旧摊销	93.83	92.79	45.81	48.21	50.65	资产负债率	31.22%	41.59%	31.84%	34.85%	35.41%
财务费用	(56.15)	(77.93)	(0.42)	(16.07)	(20.09)	净负债率	10.04%	-8.13%	-18.14%	-6.41%	-3.29%
投资损失	(8.41)	(26.96)	(30.43)	(30.43)	(30.43)	流动比率	2.39	1.95	2.56	2.42	2.45
营运资金变动	(254.78)	(238.01)	55.01	(118.36)	(212.16)	速动比率	2.07	1.72	2.11	2.03	2.02
其它	357.66	178.34	(0.39)	(0.73)	(1.08)	营运能力					
经营活动现金流	495.74	428.89	612.67	649.78	794.39	应收账款周转率	6.07	5.82	6.15	6.15	6.15
资本支出	96.19	63.10	52.68	82.45	50.81	存货周转率	10.17	10.29	9.75	9.87	9.89
长期投资	19.29	(1.75)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.19	0.99	1.15	1.35	1.43
其他	(556.18)	(258.08)	(82.26)	(132.02)	(70.38)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(440.70)	(196.73)	(29.57)	(49.57)	(19.57)	每股收益	0.91	1.25	1.35	1.91	2.51
债权融资	129.87	680.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.24	1.07	1.53	1.62	1.98
股权融资	845.81	113.47	2.21	16.07	20.09	每股净资产	6.37	7.42	8.50	10.01	12.00
其他	(621.35)	(337.03)	(793.54)	(160.18)	(210.16)	估值比率					
筹资活动现金流	354.33	456.44	(791.32)	(144.11)	(190.06)	市盈率	52.24	37.90	34.99	24.77	18.86
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	7.44	6.39	5.58	4.73	3.95
现金净增加额	409.37	688.60	(208.23)	456.09	584.75	EV/EBITDA	43.63	31.06	24.24	17.19	12.72
						EV/EBIT	56.61	37.24	25.92	18.09	13.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com