



## 吸尘器先价后量、先线下后线上，公司内销战略恰到好处

2017. 12. 18

王亮(分析师)

刘凯娜(研究助理)

电话: 020-37392941

020-37392941

邮箱: wangl\_a@gzgzhs.com.cn

liukn@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

A1310117060002

● **吸尘器行业进入快速普及期，预计未来六年销量复合增速为 23%** 吸尘器在我国已到快速增长期，我们估计未来吸尘器（狭义）复合增速为 11%-34%，中值为 23%（对应 6 年）。广义吸尘器（包括扫地机器人和除螨仪）与狭义吸尘器具有相同的属性，与狭义吸尘器具有相同增速。

● **手持式（推杆和立式）带动行业量价齐升，预计行业零售额复合增速约为 45%** 吸尘器零售量的增长主要来自于线上，行业均价的增长主要来自于线下。2017 年上半年，手持推杆式零售量线上占到 11%，线下占到 13%；手持立式零售量线上占到 3.5%，线下占到 11%。戴森以手持推杆式为主，莱克电气以手持立式为主。我们预计未来三年吸尘器行业零售量同比复合增速约为 28%，零售额复合增速约为 45%。

● **吸尘器先价后量、先线下后线上，公司内销战略恰到好处，预计公司吸尘器零售额复合增速约为 60%** 根据我们的测算模型，莱克吸尘器在 2016 年之前，均价增速远高于行业，而零售量增速慢于行业。2016 年之后，莱克均价增速放缓，同时零售量增速开始提升，公司零售额增速从 2016 年开始高于行业。我们预计莱克吸尘器未来三年零售量复合增速约为 43%，零售额复合增速约为 60%。截止 2017 年上半年，线下市场中戴森、莱克和美的的三个主要品牌分别在 3000-5000 元、2000-3000 元、1000-2000 元三个主要价格段领先。凭借技术优势，以及逐渐发挥渠道的优势，莱克除了巩固 2000-3000 元价格段的市场份额，有望继续扩大 3000-5000 元价格段份额。

● **公司具有尘气分离技术与电机技术优势，内销渠道建设超预期** 2017 年上半年新增门店 493 家，线下零售门店总数超过 4200 家。2017 年 8 月拟发行可转换债券，计划（两年）新建 1100 家门店。公司从 2016 年下半年加快了在一二三四线城市建门店力度，同时公司自主品牌线上渠道收入从 2017 年开始快速增长。

● **按 2018 年内销净利润的 40 倍估计，内销市值约为 191 亿；按 2018 年外销净利润的 20 倍估计，外销市值约为 57 亿，合计 248 亿元**，因此整体市盈率可按 32.6 倍估计。截止 20171218，公司总市值为 184.2 亿，因此仍有 34.6% 的涨幅空间，对应的合理股价为 61.84 元，给予公司“强烈推荐”的评级。我们预计 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 1.05、1.90、2.62 元，对应当前的 PE 分别为 44、24、18 倍。

主要财务指标 (百万)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4376.66	5856.00	7089.00	8482.00
同比	9.34%	33.80%	21.06%	19.65%
归属母公司净利润	501.44	422.42	763.33	1051.82
同比	37.83%	-15.76%	80.70%	37.79%
毛利率	27.52%	26.33%	28.80%	30.97%
净利率	11.44%	7.20%	10.75%	12.38%
ROE	18.12%	13.48%	21.02%	23.83%
每股收益(元)	1.25	1.05	1.90	2.62
P/E	30.94	43.61	24.13	17.51
P/B	5.21	5.59	3.64	3.75
EV/EBITDA	20.43	30.91	18.28	13.10

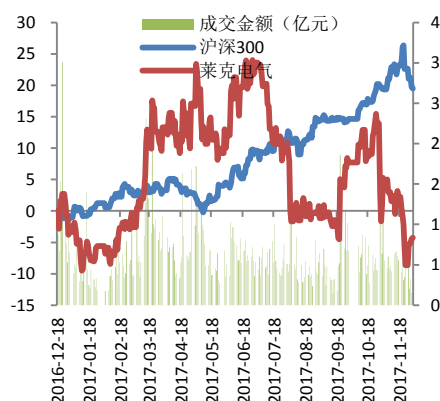
## 强烈推荐（首次）

现价: 45.94

目标价: 61.84

股价空间: 34.6%

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
绝对表现	-5.5	-1.9	-19.3
相对表现	-2.2	-6.0	-32.5
沪深 300	-3.3	4.0	13.3

### 基本资料

总市值(亿元)	184.22
总股本(万股)	40,100.00
流通股比例	16.6%
资产负债率	35.9%
大股东	莱克(苏州)投资有限公司
大股东持股比例	45.8%

### 相关报告

**吸尘器行业专题报告(20171020):**  
尘气分离与电机已达最优组合,吸尘器低衰减低噪音符合我国消费者。

## 目录

1. 公司专注家居清洁电器，尘气分离与电机技术具有一定壁垒 .....	6
1.1 公司专注家居清洁电器，由吸尘器到空气净化器 .....	6
1.2 尘气分离技术与电机技术具有优势，公司仍持续加大研发投入 .....	9
2. 先价后量、先线下后线上，公司吸尘器内销今年驶入快速通道 .....	12
2.1 行业进入快速普及期，手持式（推杆和立式）带动行业量价齐升 .....	12
2.2 先价后量、先线下后线上，公司内销战略恰到好处 .....	16
2.3 预计莱克吸尘器零售额复合增速约为 60% .....	19
2.3.1 预计吸尘器行业零售额复合增速约为 45% .....	19
2.3.2 预计莱克吸尘器零售量复合增速约为 43%，零售额复合增速约为 60% .....	19
3. 内销渠道建设超预期 .....	19
3.1 线下门店延续扩张趋势 .....	20
3.2 自主品牌的线上渠道收入大幅增长 .....	22
3.3 公司将继续加强品牌宣传力度，深化莱克高端形象 .....	23
4. 公司盈利预测与估值 .....	23
4.1 预计外销收入复合增速约为 15% .....	23
4.2 预计公司总收入未来复合增速约为 24%，2019 年内销收入占比超 40% .....	25
4.3 按内外销分别估值，仍有 35% 的增长空间 .....	26

## 图表目录

图表 1 莱克电气的主要业务模式和经营范围.....	6
图表 2 莱克电气主要子公司业务 .....	6
图表 3 2016 年公司环境清洁电器（吸尘器和两净）收入占比 68.1%.....	7
图表 4 2015 年以来公司内销占比显著提升.....	7
图表 5 2016 年下半年开始公司营收增速快速上升.....	7
图表 6 2017 年三季度受汇率影响，公司归母净利润增速下降.....	7
图表 7 汇兑损益剔除前后净利润对比 .....	8
图表 8 汇兑损益剔除前后净利润增速对比，今年仍保持高增长.....	8
图表 9 2016 年下半年以来公司净利润率受汇率影响较大.....	8
图表 10 自 2010 年 6 月以来人民币经历了升值-贬值-升值过程.....	8
图表 11 莱克电气的股权结构图 .....	8
图表 12 吸尘器的发展历程示意图 .....	9
图表 13 吸尘器尘气分离技术演进示意图 .....	9
图表 14 莱克电气的主要技术发展路线 .....	10
图表 15 尘气分离、过滤与电机的最优动态组合.....	10
图表 16 戴森、莱克和美的同等价位的吸尘器参数性能比较.....	10
图表 17 莱克洁旋风 VC-C3203 扩散式多级旋风技术.....	11
图表 18 莱克洁旋风 VC-C3203 扩散式多级旋风技术.....	11
图表 19 旋风分离器原理图 .....	11
图表 20 颗粒直径越大分离效率越高 .....	11
图表 21 公司研发费用占比上升，2016 年达到 4%.....	11
图表 22 公司研发费用持续上升 .....	11
图表 23 吸尘器分类（广义） .....	12
图表 24 2016 年狭义吸尘器零售量占 65% .....	12
图表 25 2014 年以来行业零售量、额增速较高.....	12
图表 26 2016 年吸尘器线上零售量占到 84%.....	12
图表 27 行业零售量增长主要来自线上 .....	13
图表 28 预计 2018 年以后零售量线上线下增速趋于一致.....	13
图表 29 行业均价提升主要来自线下 .....	13
图表 30 行业线下均价增速持续上涨，预计 2018 年后趋同.....	13
图表 31 行业零售额增长主要来自线上 .....	13
图表 32 2017 年线下零售额增速明显加快 .....	13
图表 33 行业（线上）零售量增速将减缓 .....	14
图表 34 行业（线下）零售量将快速增长 .....	14
图表 35 行业零售额仍继续保持高速增长 .....	14
图表 36 2017H1（线上）吸尘器各品类零售量占比.....	14
图表 37 2017 H1（线下）吸尘器各品类零售量占比.....	14
图表 38（线上）手持推杆式零售量占比提升最快.....	14
图表 39（线下）立式和手持推杆式零售量占比迅速提升.....	14



图表 40 (线上) 立式和手持推杆式均价增幅快于行业	15
图表 41 (线下) 立式和手持推杆式均价远高于行业均价	15
图表 42 莱克(线下) 立式、桶式和除螨仪行业零售额占比较大	15
图表 43 2017 年 10 月莱克(线下) 各品类零售量中立式占到 50%	15
图表 44 2017 年 H1 (线下) 莱克各品类零售额中立式占到 60%	15
图表 45 线下市场莱克立式零售额测算	15
图表 46 先价后量	16
图表 47 2017 年莱克(线下) 吸尘器均价增速下降、销量增速上升	16
图表 48 莱克吸尘器(线下) 零售额占比高于(线下) 零售量占比	16
图表 49 莱克线上线下均价都高于行业水平	16
图表 50 前四品牌(线下) 零售量占比变化趋势	16
图表 51 (预计) 莱克零售量增速线上快于线下	17
图表 52 (预计) 莱克零售量增速线上快于线下	17
图表 53 (预计) 莱克零售额主要来自线下	17
图表 54 (预计) 莱克零售额线上增速超过线下	17
图表 55 (预计) 莱克(线下) 零售量增速超过行业	17
图表 56 (预计) 莱克(线下) 零售额增速超过行业	17
图表 57 (预计) 莱克(线上) 零售量增速超过行业	18
图表 58 (预计) 莱克(线上) 零售额增速超过行业	18
图表 59 (预计) 莱克(线下) 零售额快于(线下) 零售量	18
图表 60 (预计) 莱克零售额占比将快于零售量占比	18
图表 61 预计今年开始莱克零售量增长快于行业	18
图表 62 预计 2016 年开始莱克零售额增长快于行业	18
图表 63 吸尘器行业零售量、额测算	19
图表 64 莱克吸尘器零售量、额测算	19
图表 65 2016 年以来销售服务费用占营收比重大幅上升	20
图表 66 销售服务费与广告费占比上升	20
图表 67 公司销售网络布局	20
图表 68 线下公司持续扩建门店	20
图表 69 莱克电气直营分公司开设情况	21
图表 70 2017 年 11 月公布的 1100 家门店新建规划	21
图表 71 2017 年部分新建门店情况	22
图表 72 公司门店实际效果图	22
图表 73 公司门店实际效果图	22
图表 74 公司发展线上渠道	22
图表 75 公司自主品牌线上渠道收入占比增长明显	22
图表 76 莱克吸尘器代言人刘涛	23
图表 77 公司携新品亮相 AWE2017	23
图表 78 今年我国吸尘器出口量增长较快达 11%	23
图表 79 公司对前五大客户的销售收入和占比	24
图表 80 公司全球主要客户介绍	24
图表 81 公司吸尘器外销收入预测	25

图表 82 公司未来三年营业收入预测 .....	25
图表 83 公司重要财务指标预测 .....	26
图表 84 分内外销估值（剔除汇兑损益因素） .....	26
图表 85 盈利预测表（单位：百万元） .....	28

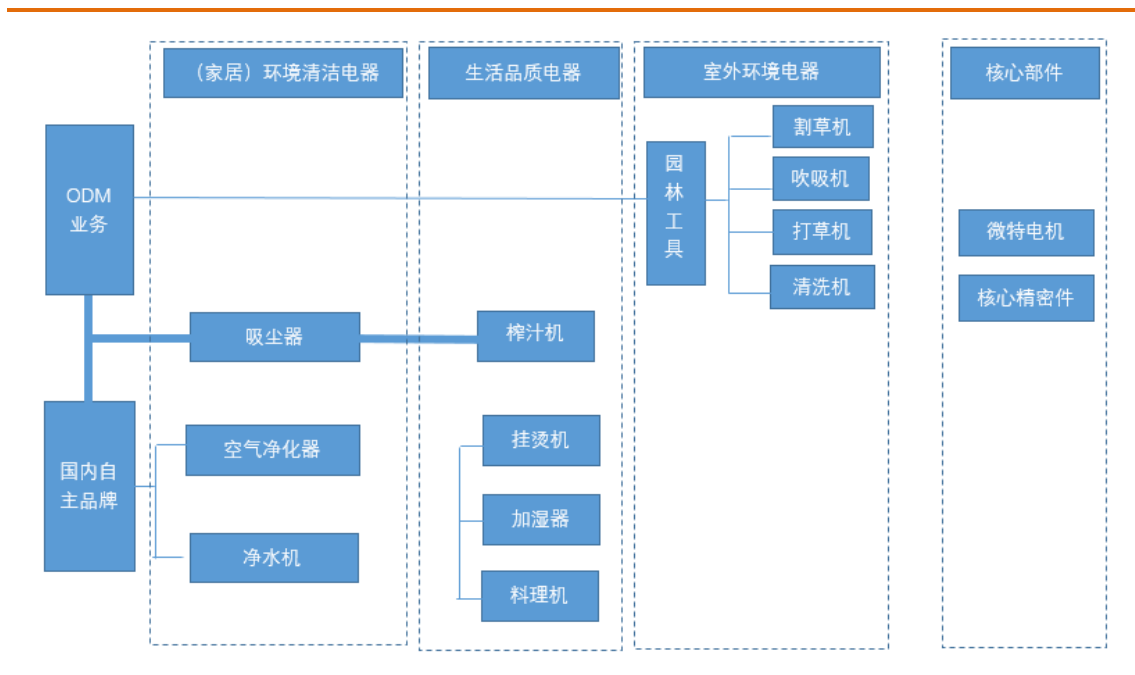
## 1. 公司专注家居清洁电器，尘气分离与电机技术具有一定壁垒

### 1.1 公司专注家居清洁电器，由吸尘器到空气净化器

公司一直专注于家居清洁和健康生活市场，产品体系包括吸尘器、空气净化器、净水机等环境清洁电器，割草机等室外环境电器，挂烫机、榨汁机等品质生活电器以及微特电机等核心部件。

公司以自主品牌与 ODM 相结合。自主品牌“LEXY 莱克”聚焦中高端清洁家电领域，主要产品包括吸尘器和空气净化器；“bewinch 碧云泉”聚焦高端净水领域；“JIMMY 莱克吉米”专注网络销售，聚焦年轻人的家居清洁和个人护理。公司拥有 7 家全资子公司和 2 家控股子公司。

图表 1 莱克电气的主要业务模式和经营范围



资料来源：招股说明书，2016 年报，广证恒生整理

图表 2 莱克电气主要子公司业务

子公司名称	主要从事业务
家用电器	生产和销售家居清洁器具
精密机械	园林专用机具新技术设备、机械，以及清洁器具等小家电及相关零部件的设计、制造、组装和加工
汽车电机	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等
绿能科技	园林机具、清洁器具等家用电器以及相配套的电机研发、制造、销售及售后服务
香港天然	不从事生产经营业务，主要资产为持有精密机械和家用电器 25% 的股权
碧云泉	为家用、商用净水设备及系统研发、销售
艾思玛特	智能化机器人吸尘器、净化器及其他家用电器的研发、销售及售后服务
信息科技（苏州）	——
KINGCLEAN ELECTRIC (ROMANIA) SRL	——

资料来源：公司年报，广证恒生整理

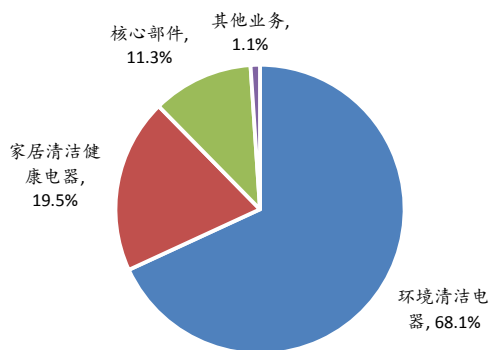


吸尘器是公司的核心产品，占到公司总收入约 65%。公司出口收入占到总收入约 80%，出口产品以吸尘器、园林工具、电机等为主。作为国内最大的吸尘器生产商和出口商之一，公司以 ODM 的经营模式出口到欧洲、北美、大洋洲、日本等，以及南美、亚洲、东欧等新兴经济体。

自 2015 年上市以来，公司加大国内市场的品牌建设和渠道布局，以自主品牌“LEXY 莱克”销售吸尘器等。目前在品类上形成以立式吸尘器为主，卧式吸尘器、除螨仪、扫地机器人等同步生产销售的产品结构。2016 年内销收入 10.2 亿，占比达到 23%，同比增长 44%。

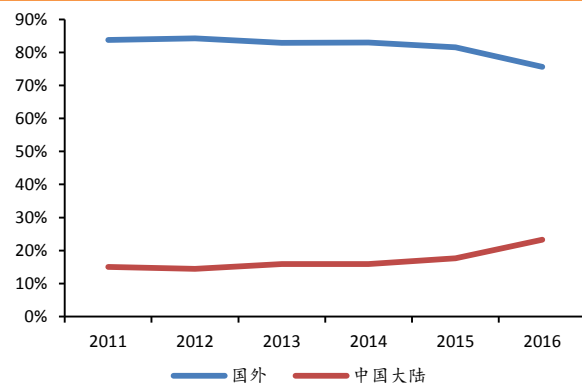
我们预计，由于公司吸尘器内销加快，吸尘器收入占比将持续提升，同时公司内销收入占比也将持续提升。

图表 3 2016 年公司环境清洁电器（吸尘器和两净）收入占比 68.1%



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 4 2015 年以来公司内销占比显著提升

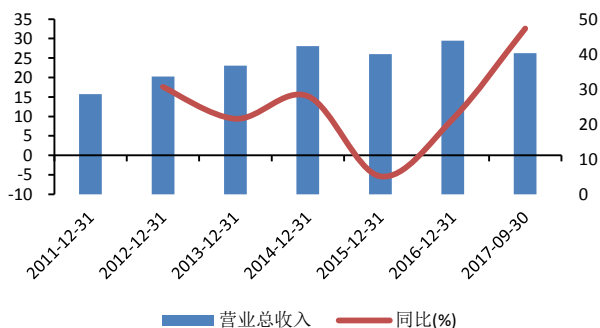


资料来源：公司公告，广证恒生整理

2017 年前三季度，公司实现营业收入 40.3 亿元，同比增长 32.6%，归属于母公司所有者的净利润 2.7 亿元，同比增长-18%。其中，公司自主品牌销售大幅增长，同比增长 120%以上。2016 年，公司内销增速为 43.8%，出口增速为 1.5%。

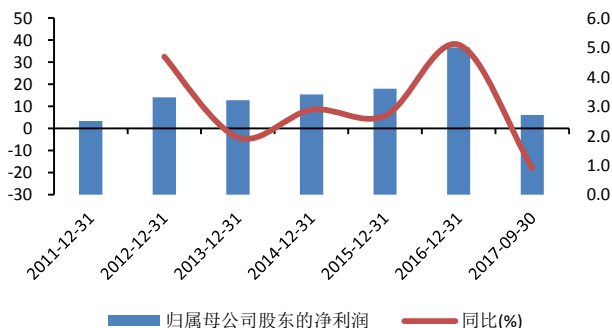
2016 年，公司出口收入比例 76%，出口产品主要以美元计价、结算，美元汇率波动对公司经营业绩影响较大。我们剔除汇兑损益后，公司今年前三季度净利润增速保持 34% 的增长。

图表 5 2016 年下半年开始公司营收增速快速上升



数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表 6 2017 年三季度受汇率影响，公司归母净利润增速下降

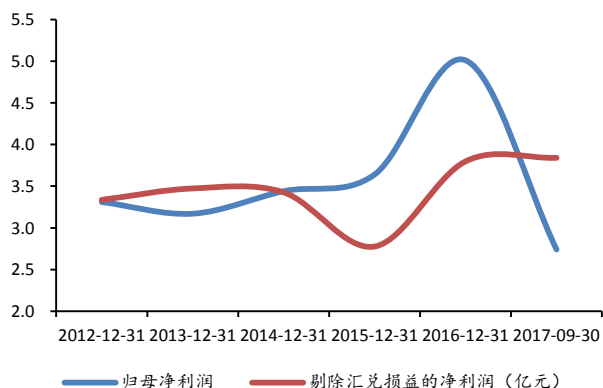


数据来源：公司公告，广证恒生整理



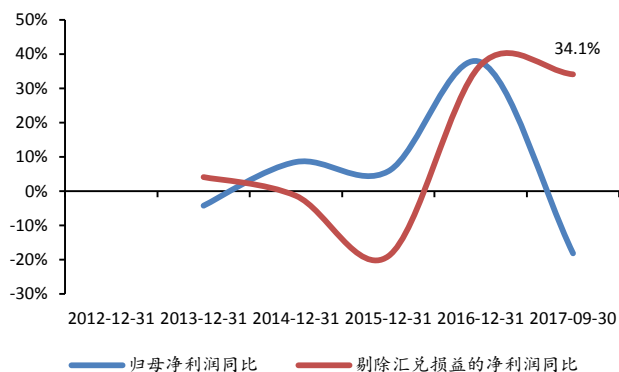
廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

图表 7 汇兑损益剔除前后净利润对比



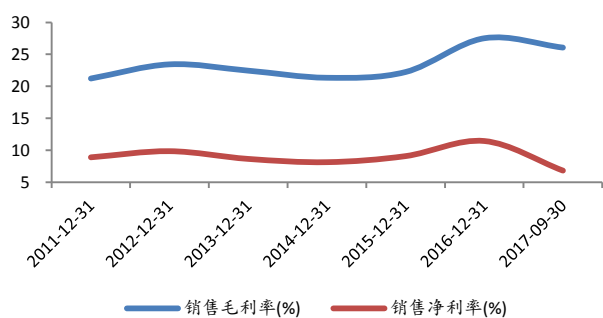
数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表 8 汇兑损益剔除前后净利润增速对比，今年仍保持高增长



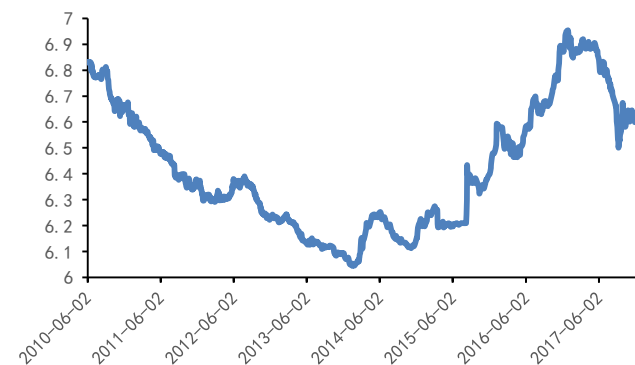
数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表 9 2016 年下半年以来公司净利润率受汇率影响较大



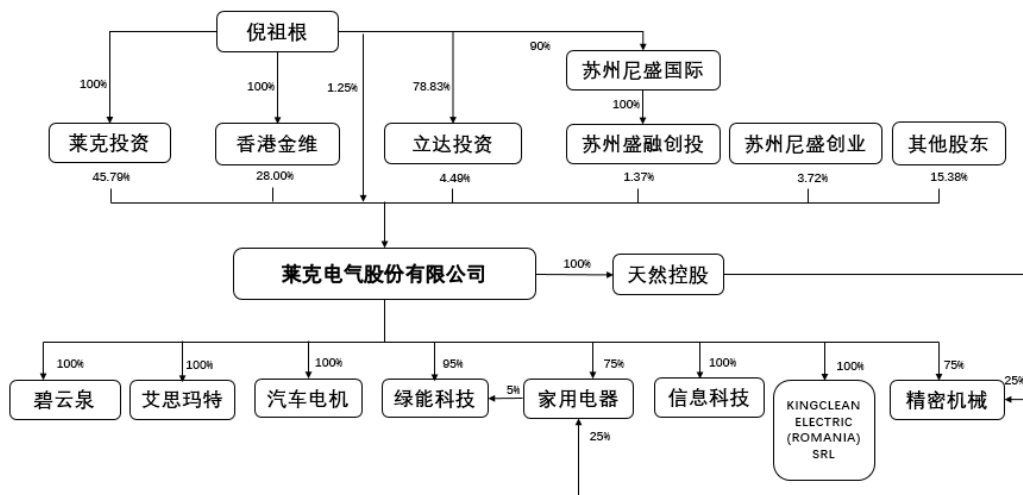
数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表 10 自 2010 年 6 月以来人民币经历了升值-贬值-升值过程



数据来源：公司公告，广证恒生整理

图表 11 莱克电气的股权结构图



资料来源：公司公告，广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

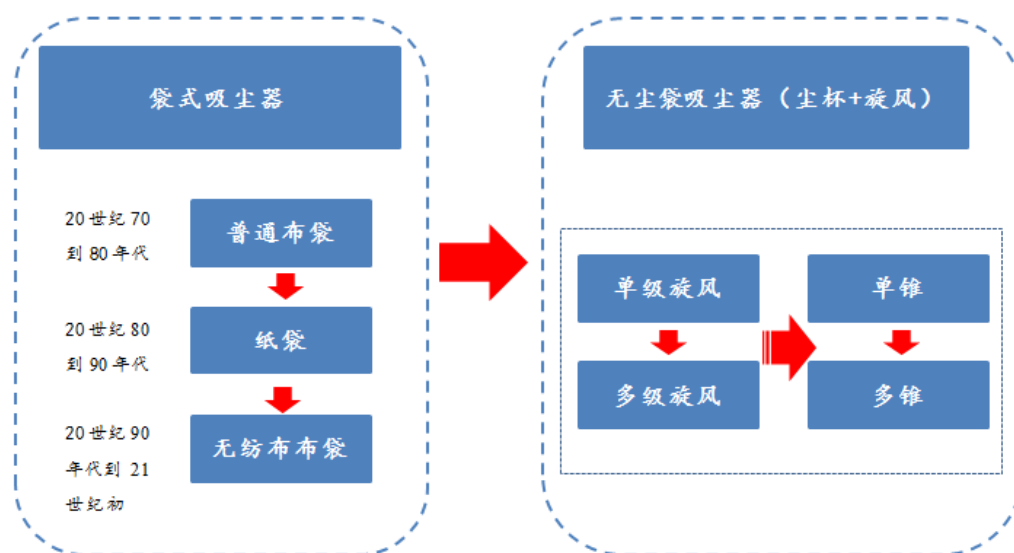


公司创始人倪祖根先生现任莱克电气董事长和总经理，为公司实际控制人，直接和间接持股共计 79.79%。倪祖根之子倪翰韬先生曾任莱克电气股份有限公司开发工程师、项目经理、市场部经理、无刷电机事业部总监、总经理助理，现任自主品牌与线上营销事业部副总经理。

## 1.2 尘气分离技术与电机技术具有优势，公司仍持续加大研发投入

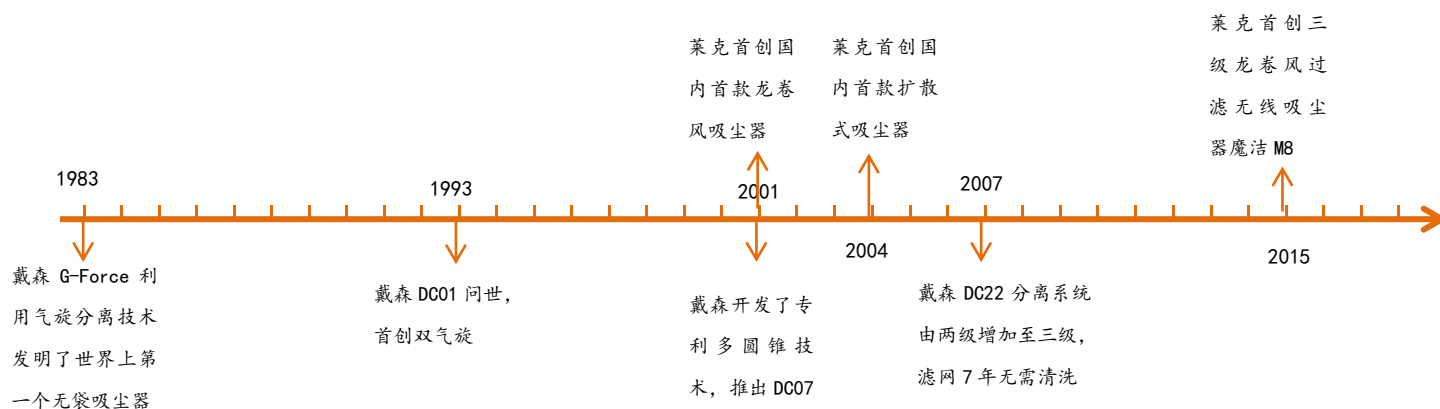
吸尘器最核心的部分包括尘气分离装置、集尘装置和电风机系统（电动机和风机的组合体）。自发明以来的 80 多年间，吸尘器都是以尘袋作为集尘和过滤的装置。无论是可水洗尘袋还是一次性纸袋，最大的问题是袋子经常被灰尘堵塞，影响吸力，并且过滤效率不高，排出的空气造成二次污染。1983 年詹姆斯·戴森发明了世界上第一个气旋式无袋吸尘器，极大改善了传统尘袋的堵塞问题。此后气旋技术进一步发展，从单级到多级，由单锥到多锥。我们认为，目前的多级尘气分离技术已达极致，吸尘器技术发展成熟。

图表 12 吸尘器的发展历程示意图



资料来源：广证恒生整理

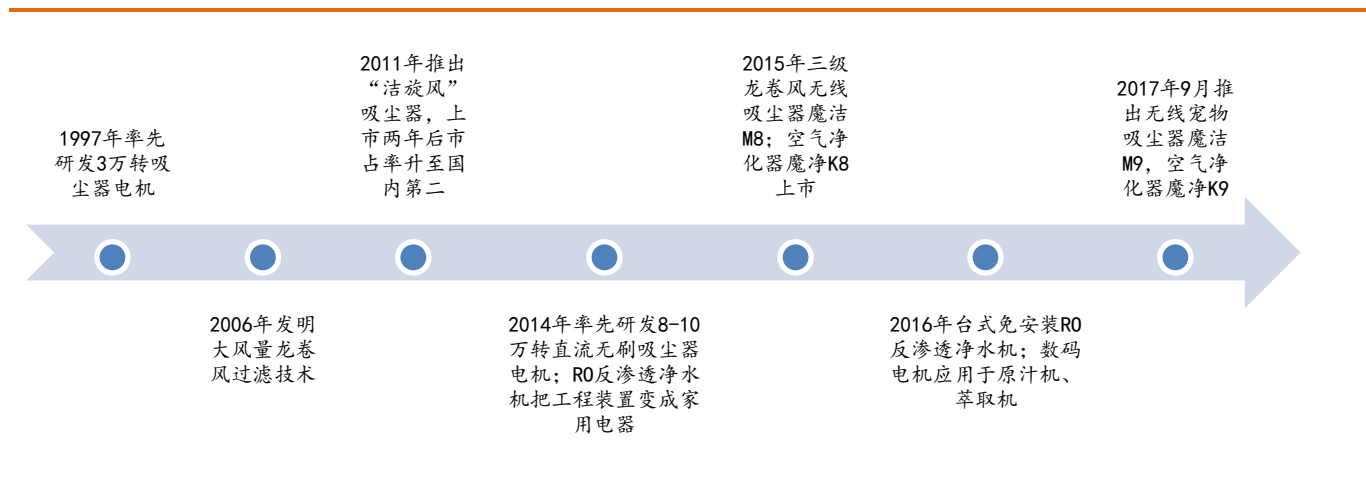
图表 13 吸尘器尘气分离技术演进示意图



资料来源：广证恒生整理

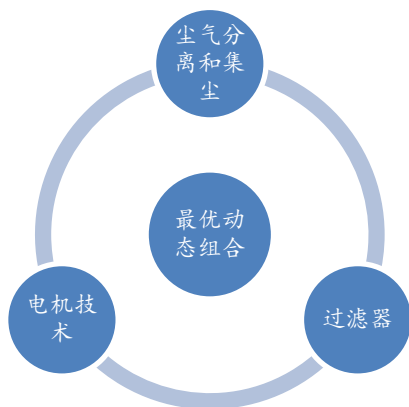
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 14 莱克电气的主要技术发展路线



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 15 尘气分离、过滤与电机的最优动态组合



资料来源：广证恒生整理

图表 16 戴森、莱克和美的同等价位的吸尘器参数性能比较

产品型号	价格(元)	电机	真空度(kPa)	过滤系统
戴森 V6 Animal +	2990	107,000 转数码电机	未知	双层放射式气旋，15 个小气旋平行运作，HEPA 过滤
莱克魔洁 M81	2999	10 万转数码电机	20	三级龙卷风过滤，MIF 过滤
美的 H7-L022E	2999	11 万转数码电机	13	多锥旋风过滤，日本进口滤棉

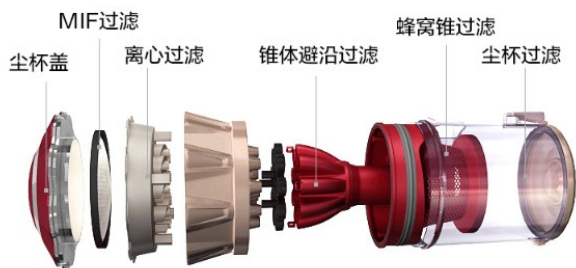
资料来源：京东商城，广证恒生整理

目前市面上的干式吸尘器都采用旋风分离技术，无需安装传统的尘袋，利用气旋型气流作为替代，把吸入气流中的大部分颗粒物分离出来，最后再经过 HEPA 或其他过滤器将气体排出。分离的颗粒物粒径大小和尘气分离效率成为核心指标。尘气分离效率的提升主要在于尘气分离装置的精细化设计和电机的高转速。

以莱克洁旋风系列产品 VC-C3203 为例，它是由 3 级旋转分离结构构成的多级旋风除尘器，其中外筒为第一级旋风结构，收集大颗粒灰尘，细小果皮等，带蜂窝孔的内筒为第二级旋风结构，用来收集毛发纤维等。套在二级旋风筒内的是 12 个离心分离器，也就是第三级旋风-离心分离器，用来捕捉超微小颗粒。该装置除了过滤大直径颗粒，还能够过滤掉绝大部分微米级别的灰尘。最后阶段，尘气分离后的气体经 MIF 滤片过滤排出进入电机。三级旋风除尘的结构使得该吸尘器有着较高的除尘效率。

吸尘器的尘气分离技术来源于治理粉尘的旋风除尘器，将粉尘从含尘气流中分离出来并加以捕集。旋风分离器是除尘装置的一类，最早于 1885 年开始使用，应用于工业除尘，现已应用于家用吸尘器领域。

图表 17 莱克洁旋风 VC-C3203 扩散式多级旋风技术



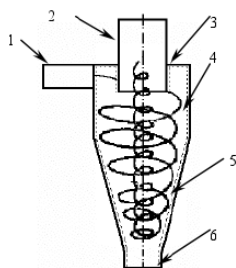
资料来源：京东商城，广证恒生整理

图表 18 莱克洁旋风 VC-C3203 扩散式多级旋风技术



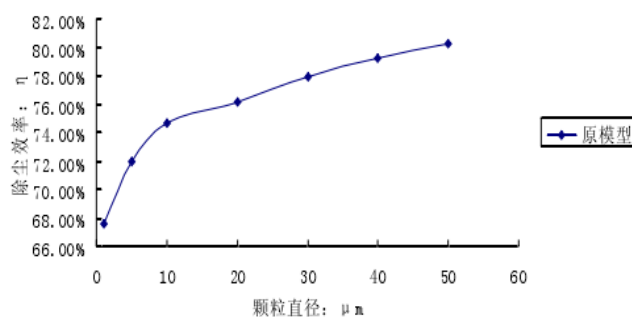
资料来源：京东商城，广证恒生整理

图表 19 旋风分离器原理图



1-进气口、2-排气口、3-顶盖、4-圆筒体、5-圆锥体、6-集尘口

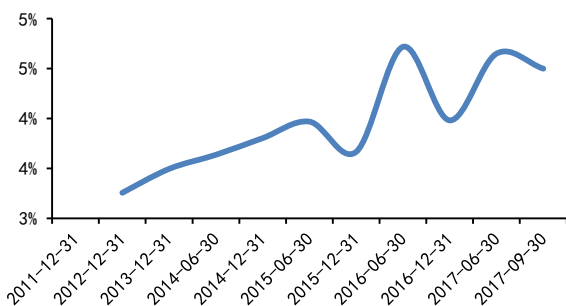
图表 20 颗粒直径越大分离效率越高



资料来源：《多级除尘器气动性能分析》李铁军，广证恒生整理

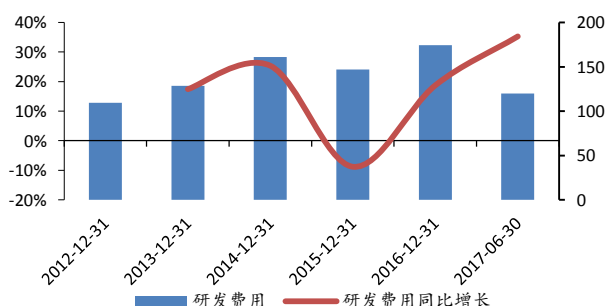
公司电机的研发生产一直处于国际领先地位，是国内最早成功研发转速超过 4.5 万转/分、效率超过 50% 的小型高效吸尘器电机的企业之一。2014 年，公司研发了 8-10 万转直流无刷大吸力数码电机。莱克主推的立式吸尘器“魔洁”系列产品于 2015 年底上市，采用莱克特有的三级龙卷风过滤技术，在转速达到 10 万转的“三相”无霍尔电机的驱动下，吸力大，可实现对 PM0.3 颗粒物 99.97% 以上的过滤效率。2017 年 9 月 26 日，莱克继续推出高端立式无线吸尘器魔洁 M9，其中 M95 可实现 450W 的超大功率、120W 的大吸入功率和 27KPa 以上的真空度，超过了 1500W 的交流吸尘器的吸力。

图表 21 公司研发费用占比上升，2016 年达到 4%



资料来源：wind，广证恒生整理

图表 22 公司研发费用持续上升



资料来源：wind，广证恒生整理

公司现拥有完善的技术研发体系，拥有一个国家级企业技术中心。目前莱克全球研发中心拥有 600 多  
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

名工程师和设计师，设立了博士后工作站和国家级 CNAS 实验室，每年申请技术专利 200 余项，累计拥有专利 1,600 余项。研发费用占营业收入的比重持续上升，投入推动公司产品向高档次、高附加值方向转变。职工薪酬快速增长，主要由于公司业务规模不断扩大，增加了相关的管理人员并适当的提高了薪资水平。

## 2. 先价后量、先线下后线上，公司吸尘器内销今年驶入快速通道

### 2.1 行业进入快速普及期，手持式（推杆和立式）带动行业量价齐升

我们在《吸尘器行业专题报告：尘气分离与电机已达最优组合，吸尘器低衰减低噪音符合我国消费者（20171020）》中提到，目前吸尘器（狭义）在我国的普及率仍处低位，城镇普及率约为 13.2% 左右。我们认为，吸尘器市场在我国已达到爆发时点，有四大因素：（1）吸尘器尘气分离与电机技术已达成成熟，完全达到家庭清洁效果；（2）轻量化设计更加接近传统扫把形态；（3）我国木地板渗透率已达 40%，木地板的普及加快吸尘器市场的增长；（4）人们对家庭清洁具有刚性需求。

我们以现有木地板存量静态估计，未来吸尘器（狭义）增长空间可达到 1.47 亿台。如果未来 6 年-10 年可实现，吸尘器行业内销量年复合增速为 11%-34%。若以中值为 23% 计，预计 6 年可实现。

吸尘器市场处于快速成长期，品类众多，量价统计口径多有不同。我们认为，市场上提到的吸尘器通常指的是包括扫地机器人、除螨仪在内的广义概念，本报告提到的吸尘器均指广义概念的吸尘器。扫地机器人和除螨仪的用户，绝大部分同时也是狭义吸尘器的用户。我们可把狭义吸尘器增速应用于广义吸尘器。

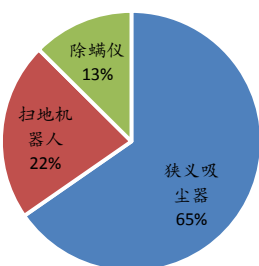
图表 23 吸尘器分类（广义）

吸尘器（狭义）				扫地机器人	除螨仪
卧式	立式	桶式	手持推杆式		
					

资料来源：京东商城，广证恒生整理

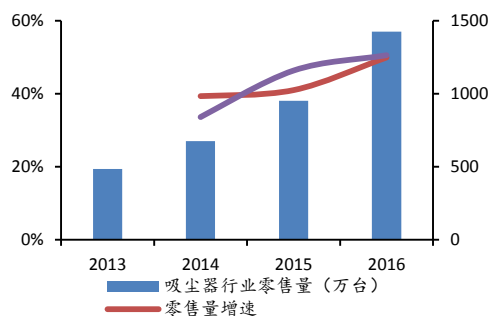
中怡康数据显示，2016 年我国吸尘器行业零售量达到 1426 万台，同比增长 50%，零售额实现 106 亿，同比增长 50.6%。自 2014 年线上市场零售量比例首次超过 50% 以来，吸尘器线上市场持续放量，2016 年达到 1203 万台，占市场总量的 84%。（注：2013-2016 年，行业零售额分别为 36、48、70、106 亿元。）

图表 24 2016 年狭义吸尘器零售量占 65%



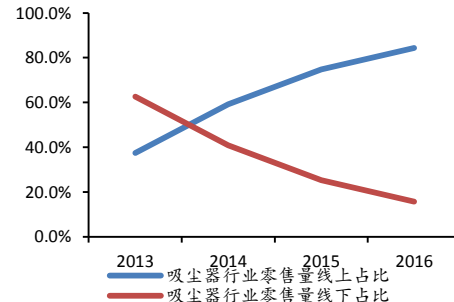
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 25 2014 年以来行业零售量、额增速较高



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 26 2016 年吸尘器线上零售量占到 84%



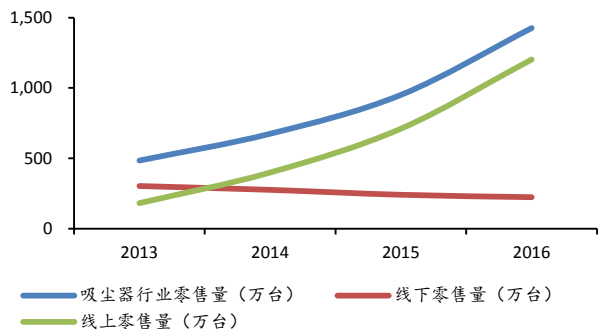
资料来源：中怡康，广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



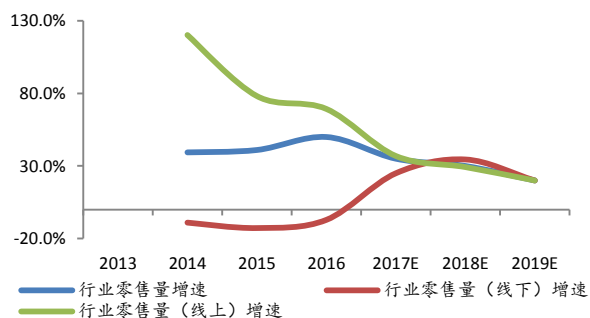
吸尘器零售量增长主要来自于线上，2016 年线上零售量同比增幅高达 70%；线下市场零售量保持稳定。行业的均价上升，主要来自于线下。中怡康数据显示，2016 年线上市场均价 633 元，同比增幅 1.9%，线下市场均价高达 1340 元，同比增长 22.5%。

图表 27 行业零售量增长主要来自线上



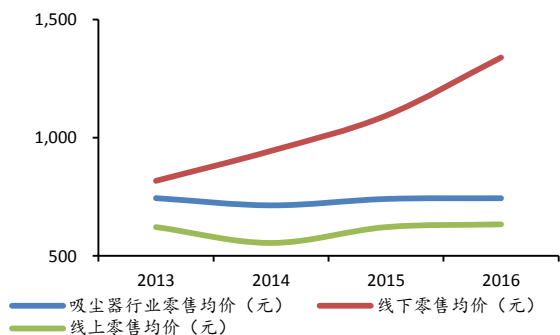
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 28 预计 2018 年以后零售量线上线下增速趋于一致



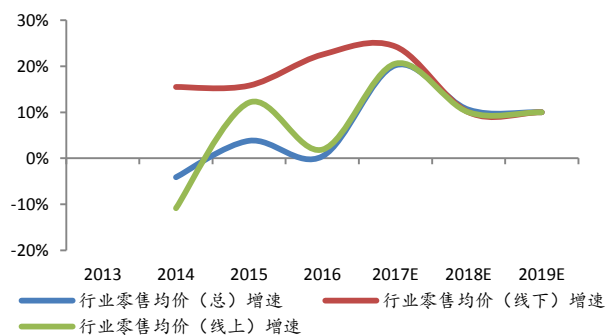
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 29 行业均价提升主要来自线下



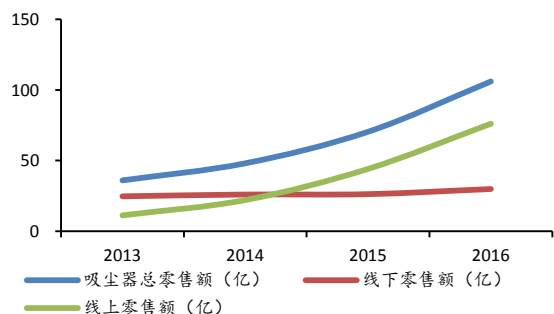
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 30 行业线下均价增速持续上涨，预计 2018 年后趋同



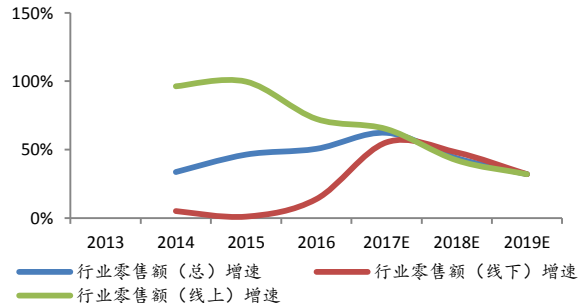
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 31 行业零售额增长主要来自线上



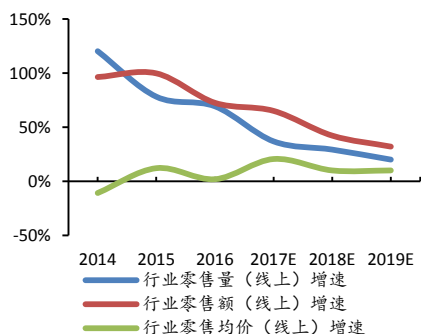
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 32 2017 年线下零售额增速明显加快

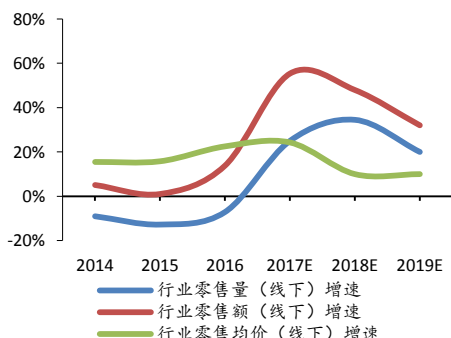


资料来源：中怡康，广证恒生估算

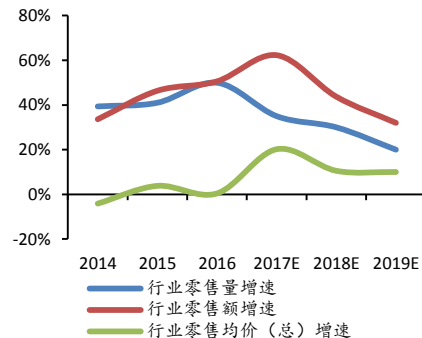
图表 33 行业（线上）零售量增速将减缓



图表 34 行业（线下）零售量将快速增长



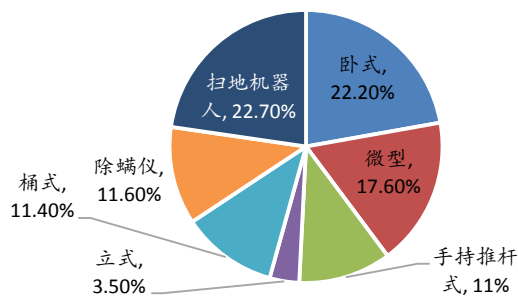
图表 35 行业零售额仍继续保持高速增长



资料来源：中怡康，广证恒生估计

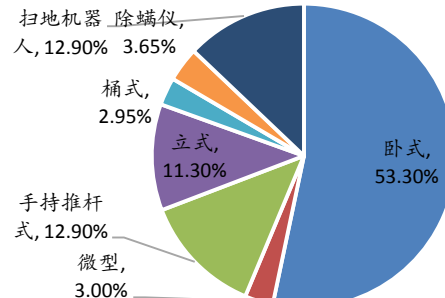
我们在《吸尘器行业专题报告：尘气分离与电机已达最优组合，吸尘器低衰减低噪音符合我国消费者（20171020）》中提到，手持推杆式和手持立式吸尘器以轻量化设计，接近我国扫把形态，成为行业增长最大的促发因素。2015 年之前，吸尘器产品以卧式为主。2015 年以来，以戴森、莱克、小狗等品牌为代表的公司纷纷主推手持式吸尘器，形态接近扫把，使用无需接入电源，其轻便性逐渐受到越来越多消费者的青睐。戴森以手持推杆式吸尘器为主，莱克电气以手持立式吸尘器为主。

图表 36 2017H1（线上）吸尘器各品类零售量占比



资料来源：中怡康，广证恒生整理

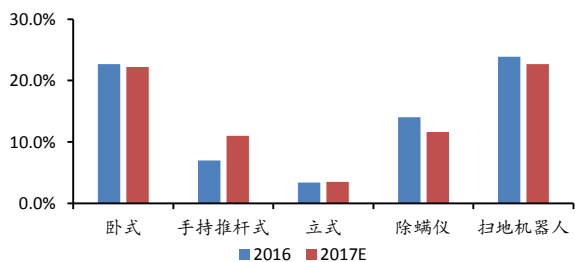
图表 37 2017 H1（线下）吸尘器各品类零售量占比



资料来源：中怡康，广证恒生整理

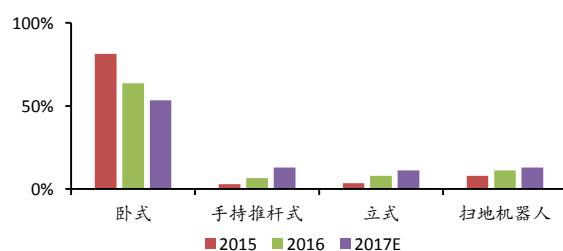
中怡康数据显示，截止 2017 年上半年，手持推杆式线上零售量占到 11%，线下占到 13%；手持立式零售量线上占到 3.5%，线下占到 11%。无论线上市场还是线下市场，手持推杆式和立式吸尘器零售量占比均有提升，卧式吸尘器零售量占比显著下降，产品结构发生极大改变。我们认为，未来立式和推杆式将成为吸尘器市场的主力产品。

图表 38（线上）手持推杆式零售量占比提升最快



资料来源：中怡康，广证恒生整理

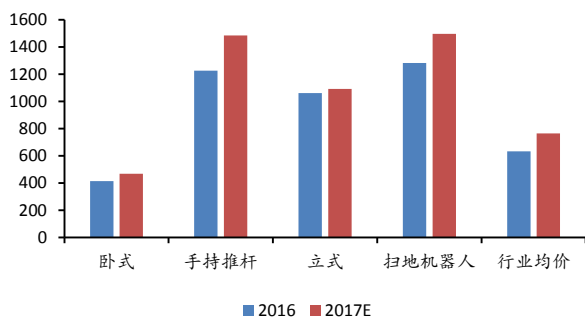
图表 39（线下）立式和手持推杆式零售量占比迅速提升



资料来源：中怡康，广证恒生整理

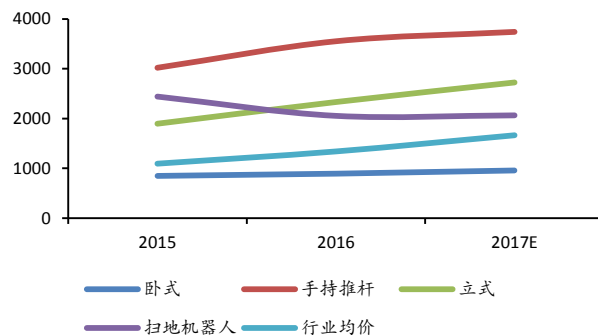
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 40 （线上）立式和手持推杆式均价增幅快于行业



资料来源：中怡康，广证恒生估算

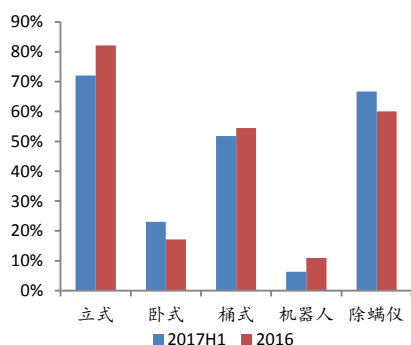
图表 41 （线下）立式和手持推杆式均价远高于行业均价



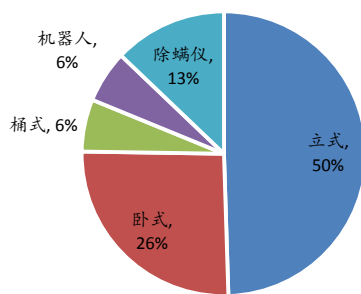
资料来源：中怡康，广证恒生估算

截止目前，我们估计线下手持推杆式均价约 3740 元，立式均价约 2720 元，都远高于行业水平 1660 元。同时，手持推杆式和立式的零售量增速较快，传统卧式吸尘器零售量占比下滑明显。莱克吸尘器以立式为主，中怡康数据显示，2017 年上半年，莱克立式吸尘器零售额占到行业线下立式零售额的 80% 以上，占到莱克零售额的 60%。从单月看，2017 年 10 月莱克线下立式零售量占莱克零售量约 50%。

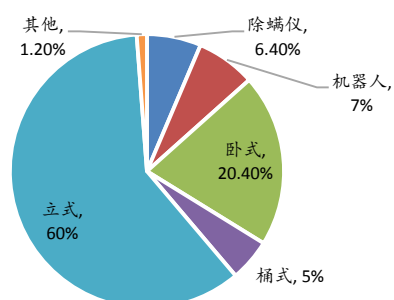
图表 42 莱克（线下）立式、桶式和除螨仪行业零售额占比较大



图表 43 2017 年 10 月莱克（线下）各品类零售量中立式占到 50%



图表 44 2017 年 H1（线下）莱克各品类零售额中立式占到 60%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 45 线下市场莱克立式零售额测算

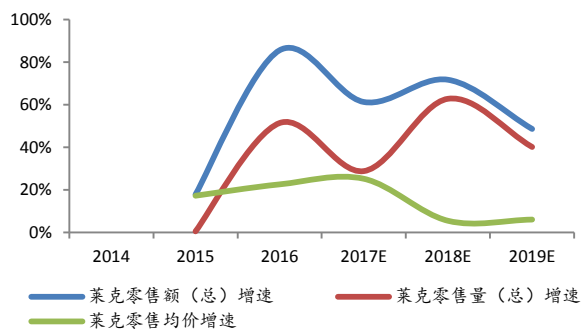
	2016	2017E
吸尘器行业线下零售额 (亿)	29.9	46.4
线下立式零售额占比	14.2%	18.5%
线下立式零售额	4.3	8.5
莱克立式零售额占行业立式比例	72.1%	82.1%
线下莱克立式零售额 (亿)	3.06	6.98 (预计占公司吸尘器零售额比例约 40%, 占线下零售额约 60%)
线下市场莱克立式零售额增速		128%

资料来源：中怡康，广证恒生测算

## 2.2 先价后量、先线下后线上，公司内销战略恰到好处

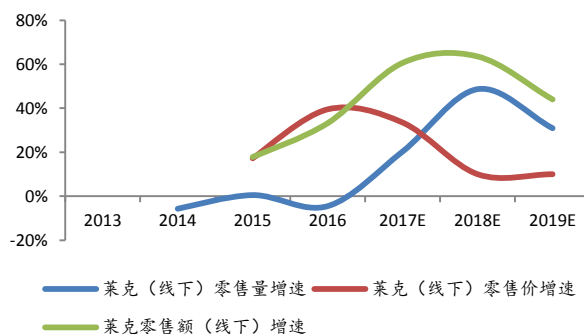
中怡康数据显示，2017 年 10 月莱克线下零售量占比达到 19.7%，零售额占比达到 29.1%，均居行业第一。根据我们的测算模型，莱克吸尘器在 2016 年之前，均价增速远高于行业，而零售量增速慢于行业。2016 年之后，莱克均价增速放缓，同时零售量增速开始提升。对应地，公司零售额增速从 2016 年开始高于行业。

图表 46 公司吸尘器先价后量



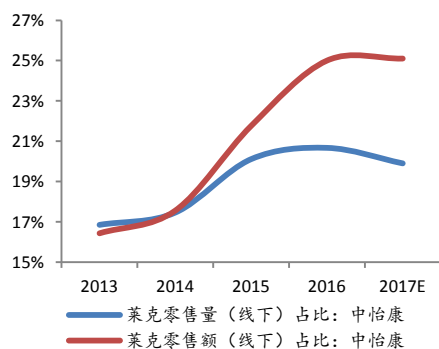
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 47 2017 年莱克（线下）吸尘器均价增速下降、销量增速上升



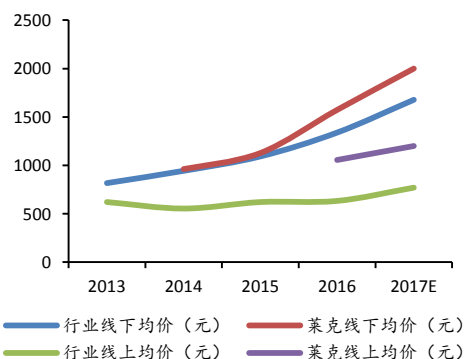
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 48 莱克吸尘器（线下）零售额占比高于（线下）零售量占比



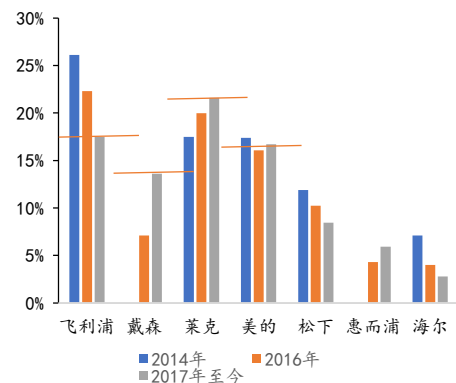
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 49 莱克线上线下均价都高于行业水平



资料来源：中怡康，广证恒生估算

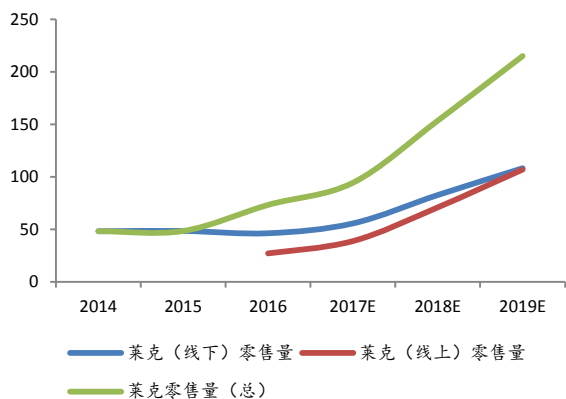
图表 50 前四品牌（线下）零售量占比变化趋势



根据中怡康数据，2016 年到 2017 年上半年线下市场中，3000-5000 元金额占比由 22% 上升到 32%，提升最大，其中戴森的占比较大。2000-3000 元金额占比持平约为 22%，其中莱克的占比较大。1000-2000 元金额占比略有下降，其中美的占比略超过莱克。我们认为，三个主要品牌分别在三个主要价格段领先。凭借技术优势，以及逐渐发挥渠道的优势，莱克除了巩固 2000-3000 价格段的市场份额，有望继续扩大 3000-5000 价格段份额。

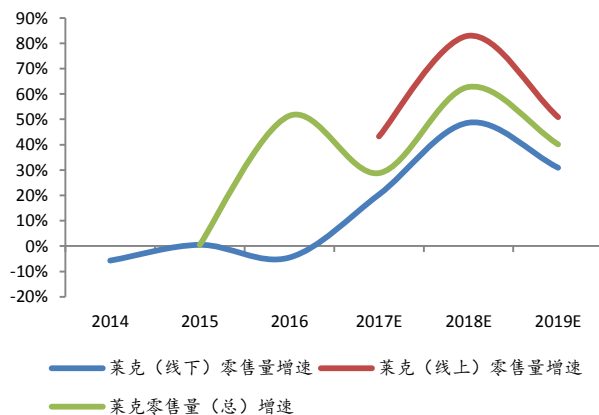
根据上述价格区间分析，我们预计，未来三年莱克线下、线上的零售量和零售额增速均超过行业，进入快速增长期。由于公司平均价格较高、市场份额领先，因此公司的盈利能够保持较高水平。

图表 51 (预计) 莱克零售量增速线上快于线下



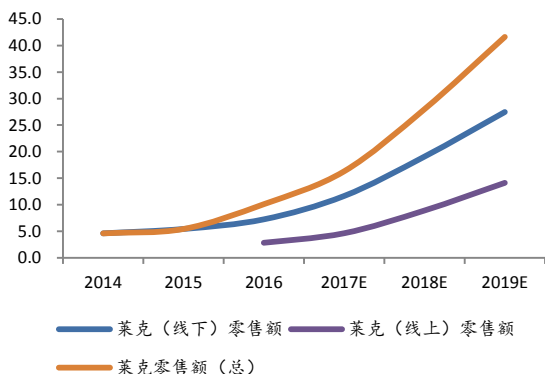
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 52 (预计) 莱克零售量增速线上快于线下



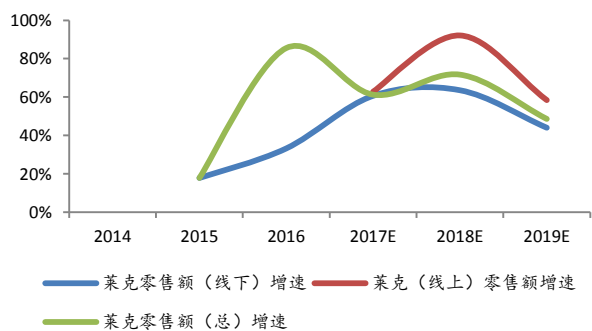
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 53 (预计) 莱克零售额主要来自线下



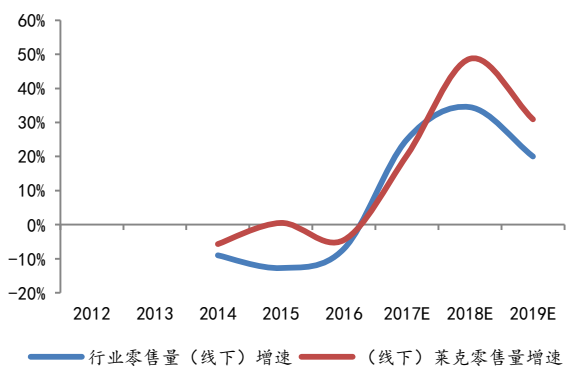
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 54 (预计) 莱克零售额线上增速超过线下



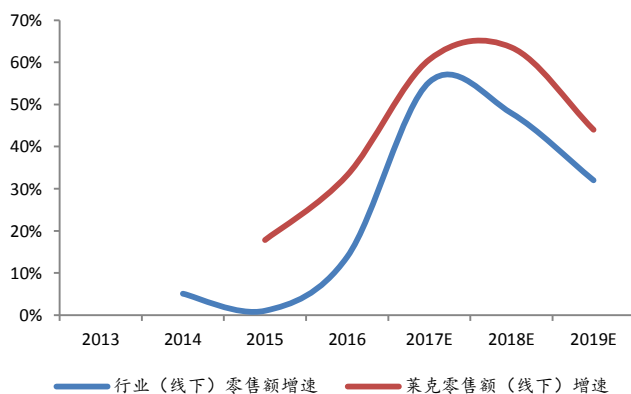
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 55 (预计) 莱克(线下)零售量增速超过行业



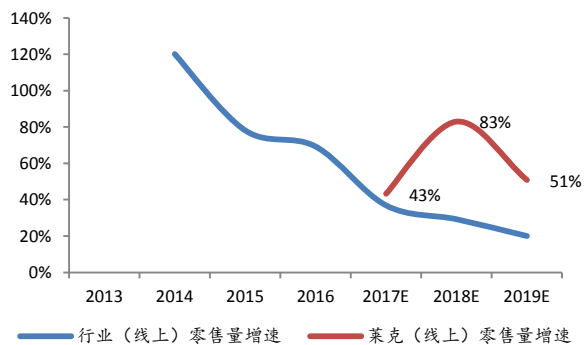
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 56 (预计) 莱克(线下)零售额增速超过行业



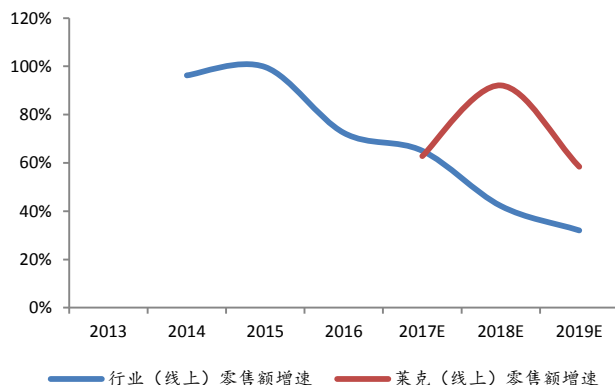
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 57 (预计) 莱克(线上)零售量增速超过行业



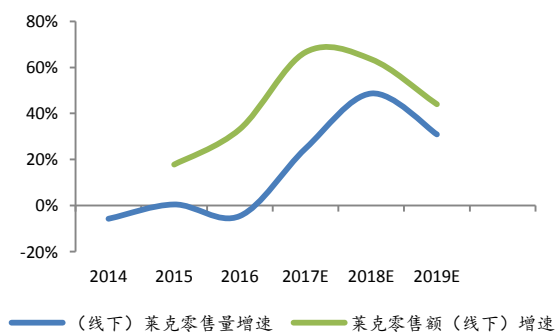
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 58 (预计) 莱克(线上)零售额增速超过行业



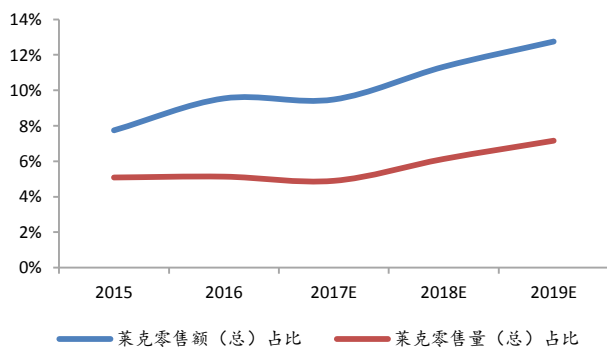
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 59 (预计) 莱克(线下)零售额快于(线下)零售量



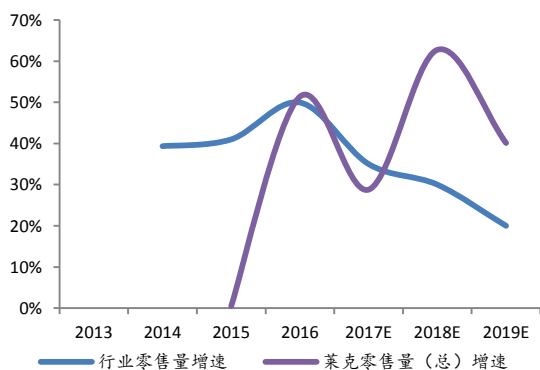
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 60 (预计) 莱克零售额占比将快于零售量占比



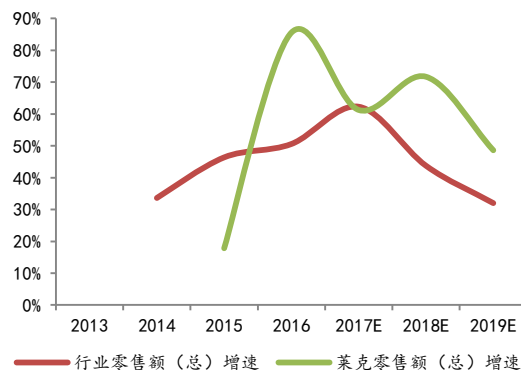
资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 61 预计今年开始莱克零售量增长快于行业



资料来源：中怡康，广证恒生估算

图表 62 预计 2016 年开始莱克零售额增长快于行业



资料来源：中怡康，广证恒生估算

## 2.3 预计莱克吸尘器零售额复合增速约为 60%

### 2.3.1 预计吸尘器行业零售额复合增速约为 45%

根据《吸尘器行业专题报告：尘气分离与电机已达最优组合，吸尘器低衰减低噪音符合我国消费者（20171020）》中给出的 23% 的复合增速。奥维云网（AVC）数据显示，2017 年 1-7 月吸尘器行业零售额同比增速达到 70%，我们预计 2017 年行业零售额有望达到 172 亿。我们假设：

1、未来三年吸尘器行业线上零售量占比保持 85%；2、2017 年吸尘器线上零售额占比为 73%；3、未来三年线上市场均价将保持增速 10%；线下市场均价将保持 10% 增长。

我们预计，未来三年吸尘器行业零售量同比复合增速约为 28%，零售额复合增速约为 45%。

图表 63 吸尘器行业零售量、额测算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
吸尘器行业（线上+线下）零售量（万台）	951	1426	1,925	2,503	3,003
增速	41%	50%	35%	30%	20%
吸尘器行业（线上+线下）零售额（亿）	70	106	172	247	326
增速	46.4%	50.6%	62.3%	43.7%	32.0%

资料来源：广证恒生测算

### 2.3.2 预计莱克吸尘器零售量复合增速约为 43%，零售额复合增速约为 60%

我们认为，公司吸尘器在国内市场仍将保持领先，随着行业整体零售量快速增长，公司销量有望大幅提升。公司将加大线下线上市场布局，扩大市占率。从品类上看，我们认为立式吸尘器将继续快速增长，莱克从中受益。我们假设：

1、未来三年莱克线下市场零售量占比为 19.9%、22%、24%；2、2017 年莱克线下均价将达到 2100 元，未来两年均价将减缓，保持 10% 增速；3、未来三年，莱克线上市场零售额占比为 3.7%、5%、6%。

我们预计，莱克吸尘器未来三年总的零售量复合增速约为 43%，总的零售额复合增速约为 60%。

图表 64 莱克吸尘器零售量、额测算

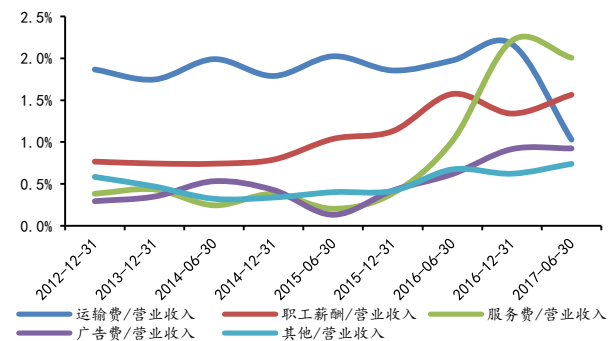
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
莱克吸尘器（线上+线下）零售额（亿）	5.5	10.1	16.3	28.0	41.6
增速	17.8%	85.5%	61.2%	71.7%	48.6%
莱克吸尘器（线上+线下）零售量（万台）	48.3	73.2	94.3	153.4	215.0
增速	0.5%	51.4%	28.8%	62.8%	40.1%

资料来源：广证恒生测算

## 3. 内销渠道建设超预期

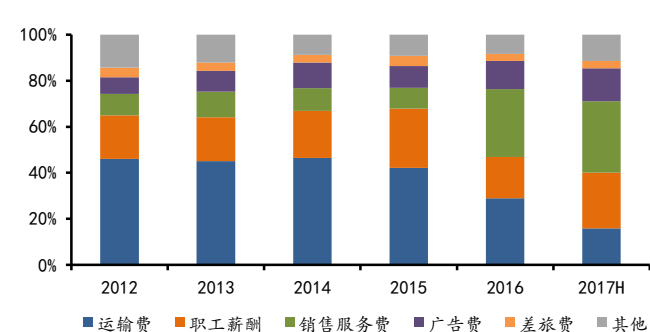
2016 年以来公司大力推进渠道建设，销售服务费用和广告费用大幅增长，2016 年销售费用同比增长 86.02%，销售费用占营收比重由 2015 年的 4.40% 上升到 2016 年的 7.49%。

图表 65 2016 年以来销售服务费用占营收比重大幅上升



数据来源：公司年报，广证恒生

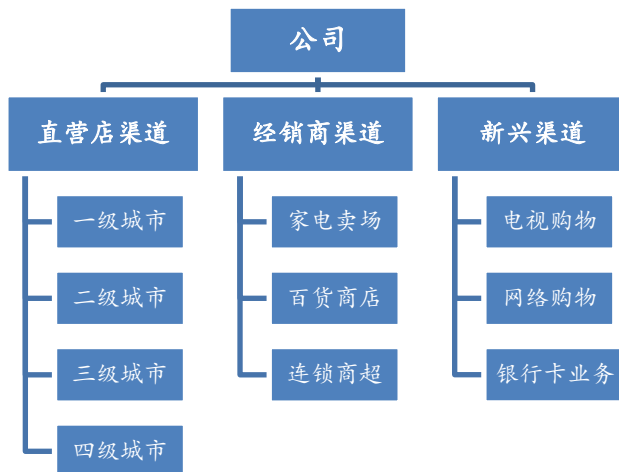
图表 66 销售服务费与广告费占比上升



数据来源：公司年报，广证恒生

公司大力推进“多品牌、多渠道”战略，先线下后线上，先实体后网络，二者渠道结合切入市场。线下方面，公司家居清洁健康电器产品主要通过经销商、零售商、连锁商超等渠道进行销售。线上市场，公司发展“互联网+”业务，在网络购物、电视购物、银行等新兴渠道拓展方面取得突破。

图表 67 公司销售网络布局



资料来源：公司公告，广证恒生整理

### 3.1 线下门店延续扩张趋势

线下销售方面，公司秉承“以经销商为主、直营店为辅”的销售渠道建设战略，覆盖销售薄弱地区。公司已建立覆盖国内主要城市的营销网络，与苏宁、国美、家乐福、大润发等全国连锁企业建立了紧密合作关系。2017 年上半年新增门店 493 家，线下零售门店总数超过 4200 家。

图表 68 线下公司持续扩建门店

	2015 年 2 月底	计划新增 (招股说明书)	2015 年	2016 年	2017 年 H1	2017 年 8 月拟发行可转换 债券
百货商店	449	450				
家电卖场	1734	750				

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



超级市场	750	300				
专卖店	34					
销售门店总计	2967				4200+ (截止 11 月)	
新增门店		1500	813	787	493	计划 (两年) 新建 1100 家门店; 对现有的 900 家门店进行装修升级

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 广证恒生整理

截至 2017 年 11 月, 总共设立了 15 家直营分公司。直营门店主要为公司产品的营销推广提供平台, 其对公司内销收入的影响主要通过线上线下经销商收入增长间接体现出来。直营公司在省会城市打开了局面, 对自主品牌的发展产生了重大影响, 2016 年直营分公司收入涨幅达 150% 以上。

图表 69 莱克电气直营分公司开设情况

时间	分公司覆盖城市
2013	上海、北京、苏州
2014	上海、北京、苏州、深圳、武汉、南京
2015	上海、北京、苏州、深圳、武汉、南京、沈阳、成都、西安
2016	上海、北京、苏州、深圳、武汉、南京、沈阳、成都、西安、广州、长沙、天津、重庆、新疆

数据来源: 公司公告, 广证恒生整理

公司在二线城市继续门店布局之外, 扩大覆盖范围, 在三四线城市加大扩建力度。2017 年 8 月公司拟通过发行可转换债券募集资金计划在全国范围内新建 1100 家门店, 并对现有的 900 家门店进行装修升级。公司将继续建设覆盖全国各地扁平化的线下体验店, 引导消费者了解产品, 树立公司在国内市场的高端品牌形象, 同时及时掌握消费者需求动态, 形成高效反馈机制, 增强市场竞争力。

图表 70 2017 年 11 月公布的 1100 家门店新建规划

类别	店铺面积 (m <sup>2</sup> )	T+1 (数量)	T+2 (数量)
百货购物中心	60-80	100	80
	40-60	100	80
3C 旗舰店	>40	100	80
	30-40	75	45
	20-30	50	30
地方家电	>40	120	72
	30-40	65	39
	20-30	40	24
合计		650	450

资料来源: 《莱克电气公开发行可转换公司债券申请文件之反馈意见的回复》, 广证恒生整理

图表 71 2017 年部分新建门店情况

类别	门店名称	面积 (m <sup>2</sup> )	装修投入 (万元)
百货购物中心	苏州中心店	123	43.88
	上海虹桥新天地店	88	26.00
	沈阳恒隆广场店	64	22.90
3C 旗舰店	北京大中中塔店	80	15.00
地方家电	重庆百大解放碑商社	32	8.00

资料来源：《莱克电气公开发行可转换公司债券申请文件之反馈意见的回复》，广证恒生整理

图表 72 公司门店实际效果图



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 73 公司门店实际效果图



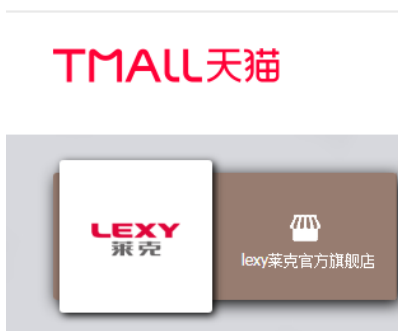
资料来源：公司公告，广证恒生整理

### 3.2 自主品牌的线上渠道收入大幅增长

2015 年，公司成立“线上营销部”，从网络品牌、网络产品和网络营销三个方面发展互联网+业务。2016 年，公司成立了“自主品牌与线上营销事业部”，大力发展线上业务，专门负责电购、网购、银行等线上业务。2017 年 10 月 12 日，公司与京东集团签署全面战略合作协议，共同推动清洁领域的产品消费升级。

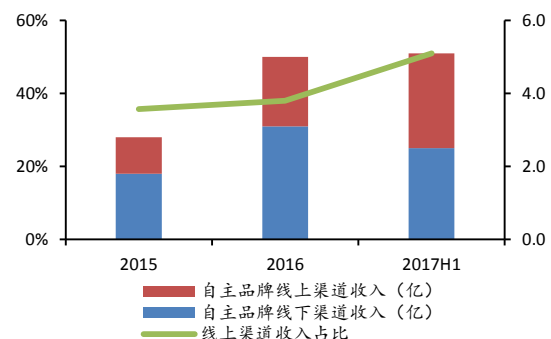
2016 年公司自主品牌线上渠道收入 1.94 亿元，同比增长 87.7%，2017 年上半年自主品牌线上渠道收入 2.6 亿元，同比增长 268%，自主品牌线上渠道收入占比提升至 51.4%。

图表 74 公司发展线上渠道



资料来源：天猫商城，广证恒生整理

图表 75 公司自主品牌线上渠道收入占比增长明显



资料来源：公司公告，广证恒生整理

### 3.3 公司将继续加强品牌宣传力度，深化莱克高端形象

2015 年底，公司签约刘涛做代言人。2016 年起，在央视 CCTV-4 等权威高端视频媒体、全国专业性杂志等平面媒体进行品牌宣传；在虹桥机场、北京南站、大连站、苏州站等投放了大牌广告及部分高铁列车广告；加大网络新媒体的宣传力度，与百度、腾讯 App 等视频平台开展合作，充分运用微博微信等新媒体开展多种形式的网络宣传和推广活动，充分展示莱克品牌文化和产品内涵。同时，公司继续参加国际性、全国性大型专业展览会，充分展示和提升莱克品牌的行业地位和形象。

图表 76 莱克吸尘器代言人刘涛



资料来源：天猫商城，广证恒生整理

图表 77 公司携新品亮相 AWE2017



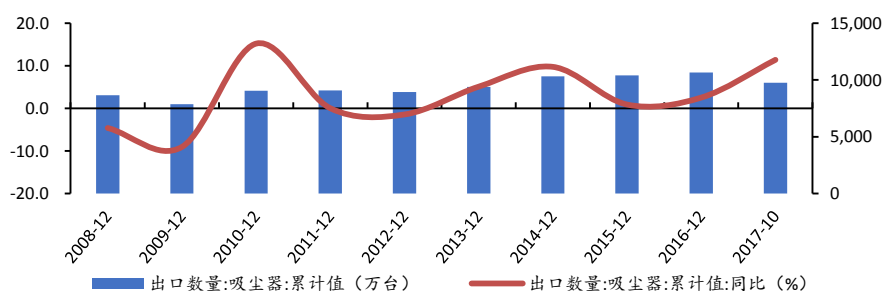
资料来源：艾肯家电网，广证恒生整理

## 4. 公司盈利预测与估值

### 4.1 预计外销收入复合增速约为 15%

在国际市场上，公司以 ODM 的经营模式与知名品牌运营商、制造商和区域性领袖企业建立了长期合作关系，签订了销售框架协议。公司为客户提供微特电机和以核心电机技术为主的家居清洁健康电器，主要包括吸尘器和割草机等室外清洁电器。公司产品通过诸多国际标准的测试和认证，拥有行销全球的通行证，通过了欧盟 CE、德国 GS、TÜV、英国 BEAB、美国 UL、澳大利亚 RCM、中国 CCC、CQC、日本 PSE 等认证。

图表 78 今年我国吸尘器出口量增长较快达 11%



数据来源：海关总署，广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

公司主要客户为优罗普洛、创科实业、飞利浦、伊莱克斯、博世、胡斯华纳和美特达等全球知名企业，2012 年到 2014 年，公司对前五大客户的销售收入占比占营业收入的比重分别为 50.4%、51.0%、48.2%，保持稳定。2016 年前五名客户销售额 19.4 亿元，占销售收入 44.18%。虽略有下降，但整体稳定。

图表 79 公司对前五大客户的销售收入和占比

前五大客户销售额（亿）	2012	2013	2014	2016
优罗普洛 （占当期销售收入比重）	1.71 5.10%	5.17 14.09%	7.28 17.21%	9.24 21.11%
飞利浦 （占当期销售收入比重）	2.40 7.14%	3.13 8.53%	4.25 10.05%	4.51 10.29%
创科实业 （占当期销售收入比重）	2.90 8.63%	4.45 12.11%	4.15 9.80%	
伊莱克斯 （占当期销售收入比重）	8.42 25.09%	4.56 12.42%	2.66 6.29%	
胡斯华纳 （占当期销售收入比重）	1.49 4.44%	1.43 3.89%		
博世 （占当期销售收入比重）			2.05 4.83%	
<b>前五名总销售额（亿）</b> <b>（占当期销售收入比重）</b>	<b>16.92</b> <b>50.40%</b>	<b>18.74</b> <b>51.04%</b>	<b>20.39</b> <b>48.19%</b>	<b>19.3</b> <b>44.18%</b>

资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表 80 公司全球主要客户介绍

主要客户名称	公司资料
优罗普洛	注册于美国马萨诸塞州，创新清洁和小家电的先锋，致力于为现代都市消费者提供更加有效的产品。公司占据了家用制造行业中很大的市场份额，为行业中的领军企业。
飞利浦	创立于 1891 年，在全球 28 个国家设有生产基地，在 150 个国家设有销售机构，股票在 9 个国家的 16 个交易所上市。公司主要生产家用电器、照明和医疗系统等产品。
创科实业	成立于 1985 年，为全球最大的电动工具、户外园艺工具及地板护理产品生产厂商之一，为港交所上市公司；旗下品牌包括 Hoover®Dirt Devil®和 Vax®等地板护理品牌。
伊莱克斯	创立于 1919 年，总部设在斯德哥尔摩，是世界知名的电器设备制造公司，目前在全球 60 多个国家生产并在 160 个国家销售包括吸尘器在内的各种电器产品。
胡斯华纳	成立于 1689 年，总部位于瑞典斯德哥尔摩，为全球最大的户外动力产品制造商。公司主要生产花园用锯链、割草机、绿篱机等园林工具，产品远销全球超过 100 个国家和地区。
博世	成立于 1886 年，总部位于德国斯图加特，是德国最大的工业企业之一，也是世界 500 强企业之一，主要从事汽车技术、工业技术和消费品及建筑技术的相关产业。公司园林工具产品系列齐全。

资料来源：招股说明书，广证恒生整理

2016 年公司外销收入 33.1 亿，同比增幅 1.5%，占总营业收入的 75.7%。随着公司在吸尘器技术优势扩大以及产品结构的调整，公司高端产品出口将会加大，外销毛利有大幅提升空间。我们假设：

1、2015、2016 年公司吸尘器外销收入占外销总收入的 70%；2、根据机电协会数据，上半年我国吸尘敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

器行业出口金额同比增长 21.6%。因此，我们假定公司全年吸尘器出口金额增速为 20%，2018、2019 年吸尘器外销收入增速均为 10%。

我们预计，公司外销收入复合增速约为 13%，外销收入占比预计由 2016 年的 76% 下降到 2019 年的 57%。

图表 81 公司吸尘器外销收入预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
公司吸尘器外销收入（亿）	24.5	23.0	23.5	28.1	31.0	34.1
增速	9.1%	-6.4%	2.1%	20.0%	10.0%	10.0%
公司外销总收入（亿）	36.0	32.8	33.5	39.6	43.6	47.9
增速	18.1%	-8.8%	2.1%	18.2%	10.0%	10.0%
公司外销总收入占比	85.0%	82.0%	76.5%	67.6%	61.4%	56.5%

资料来源：广证恒生测算

## 4.2 预计公司总收入未来复合增速约为 24%，2019 年内销收入占比超 40%

我们假设：1、公司吸尘器内销的厂家折价率为 60%；2、吸尘器内销 ODM 业务增速为 10%；3、公司未来三年净水器业务收入增速为 100%；公司未来三年品质生活电器收入增速为 10%，室外环境清洁电器收入增速为 8%，10%，10%，核心部件收入增速为 15%，10%，10%，其他业务收入增速为 15%，10%，10%。4、其他假设均在上述分析中。

图表 82 公司未来三年营业收入预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
环境清洁电器收入（亿）	28.2	27.8	29.8	43.1	53.8	66.1
吸尘器内销收入（亿）（含国内 ODM）	3.1	4.2	4.3	12.0	19.2	27.6
增速	36%	35.2%	3.8%	175.4%	71.7%	48.6%
吸尘器外销收入（亿）	24.5	23.0	23.5	28.1	31.0	34.1
增速	9.1%	-6.4%	2.1%	20.0%	10.0%	10.0%
空气净化器收入（亿）	0.54	0.7	2.0	2.9	3.5	4.2
增速	42.1%	20.4%	207.7%	43.8%	23.2%	17.3%
净水器收入（亿）	0.07	0.002	0.03	0.06	0.12	0.24
增速				100%	100%	100%
品质生活电器（亿）	2.4	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
增速	26.3%	-37.5%	6.7%	10%	10%	10%
室外环境清洁电器（亿）	6.4	6.5	6.9	7.5	8.2	9.0
增速	30.6%	1.6%	6.2%	8%	10%	10%
核心部件（亿）	4.8	4.0	5.0	5.8	6.3	7.0
增速	9.1%	-16.7%	25%	15%	10%	10%
其他业务（亿）	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
增速	25%	-40%	66.7%	10%	10%	10%
内销总收入（亿）	6.7	7.1	10.2	19.0	27.3	36.9

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

增速	13.6%	6%	43.7%	86.0%	44.1%	35.1%
内销占比	15.8%	17.8%	23.3%	29.6%	36.3%	41.7%
外销总收入 (亿)	36.0	32.8	33.5	39.6	43.6	47.9
增速	18.1%	-8.8%	2.1%	18.2%	10.0%	10.0%
公司总营业收入	42.3	40.0	43.8	58.6	70.9	84.8
增速	15.3%	-5.4%	9.5%	33.7%	21.0%	19.7%

资料来源：广证恒生测算

### 4.3 按内外销分别估值，仍有 35% 的增长空间

图表 83 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4376.66	5856.00	7089.00	8482.00
同比 (%)	9.34%	<b>33.80%</b>	<b>21.06%</b>	<b>19.65%</b>
归属母公司净利润	501.44	422.42	763.33	1051.82
同比 (%)	37.83%	<b>-15.76%</b>	<b>80.70%</b>	<b>37.79%</b>
毛利率 (%)	27.52%	26.33%	28.80%	30.97%
净利率 (%)	11.44%	7.20%	10.75%	12.38%
ROE (%)	18.12%	13.48%	21.02%	23.83%
每股收益 (元)	1.25	<b>1.05</b>	<b>1.90</b>	<b>2.62</b>
P/E	30.94	43.61	24.13	17.51
P/B	5.21	5.59	4.64	3.79
EV/EBITDA	20.43	29.85	17.68	12.67

资料来源：广证恒生

(单位:百万元)

图表 84 分内外销估值 (剔除汇兑损益因素)

	收入				净利润								PE (倍)	估值	净利润增 速 (18-19 年)	复合增速 (16-19 年)
	2016	2017	2018	2019	2016	净利润 率	2017	净利润 率	2018	净利润 率	2019	净利润 率				
内销	10.2	19.0	27.3	36.9	1.8	18.0%	3.2	16.8%	4.8	17.5%	7.1	19.1%	40	191.3	47%	57%
外销	33.5	39.6	43.6	47.9	2.3	7.0%	2.3	5.8%	2.8	6.5%	3.4	7.2%	20	56.6	22%	14%
合计	43.7	58.6	70.9	84.8	4.2	9.6%	5.5	9.4%	7.61	10.7%	10.5	12.4%	32.6	248.0	38%	36%

资料来源：广证恒生

(单位:亿元)

我们按内销外销分别估值。按 2018 年内销净利润的 40 倍估计，内销市值约为 191 亿；按 2018 年外销净利润的 20 倍估计，外销市值约为 57 亿，合计 248 亿元，因此整体市盈率可按 32.6 倍估计。截止 2017 年 12 月 18 日，公司总市值为 184.2 亿，因此仍有 34.6% 的涨幅空间，对应的合理股价为 61.84 元，给予公司“强烈推荐”的评级。

整体来看，我们预计 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 1.05、1.90、2.62 元，对应当前的 PE 分别为 44、24、18 倍。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



**风险提示:**

- 1、如果 2018 年原材料（主要为 ABS 塑料粒子、PP 塑料粒子、铜和硅钢片）成本持续过快增长，以至于公司提高出货价格也难以抵御。
- 2、作为国内家居清洁健康电器的出口龙头企业，如果公司与主要客户合作发生变化，或客户自身经营发生重大不利变化，将对公司生产经营和业务发展带来不利影响。
- 3、若公司不能持续保持较强的自主研发能力，提升品牌优势和营销能力，将面临较大的市场竞争风险。

图表 85 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4090.91	4353.46	4343.42	5480.61
现金	2057.28	1858.41	992.89	1178.19
应收账款	847.15	1284.32	1554.73	1860.24
其它应收款	12.44	20.50	24.81	29.69
预付账款	42.28	58.56	70.89	84.82
存货	492.15	935.08	1402.61	1823.40
其他	639.61	196.60	297.48	504.26
<b>非流动资产</b>	1004.31	1066.21	2058.70	2435.77
长期投资	17.54	12.54	12.54	12.54
固定资产	779.36	823.75	1686.66	2164.14
无形资产	163.05	156.06	149.06	142.07
其他	44.35	73.86	210.43	117.02
<b>资产总计</b>	5095.22	5419.67	6402.12	7916.38
<b>流动负债</b>	2097.94	2104.89	2413.03	3035.81
短期借款	680.00	300.00	300.00	580.98
应付账款	731.35	914.19	1069.60	1240.74
其他	686.59	890.70	1043.43	1214.10
<b>非流动负债</b>	21.20	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.20	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	2119.14	2104.89	2413.03	3035.81
少数股东权益	0.00	-0.66	-1.85	-3.48
归属母公司股东	2976.08	3294.24	3969.74	4862.85
<b>负债和股东权益</b>	5095.22	5398.47	6380.93	7895.18
	4090.91	4353.46	4343.42	5480.61
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>营业收入</b>	4376.66	5856.00	7089.00	8482.00
<b>营业成本</b>	3172.14	4314.11	5047.51	5855.11
营业税金及附加	37.82	50.60	61.25	73.29
营业费用	327.85	409.81	512.27	614.72
管理费用	363.07	435.69	522.83	627.39
财务费用	-115.65	110.03	-3.38	10.15
资产减值损失	43.49	58.56	70.89	84.82
公允价值变动收	-0.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.96	15.00	15.00	15.00
<b>营业利润</b>	574.79	492.19	892.64	1231.52
营业外收入	22.43	6.00	6.00	6.00
营业外支出	8.20	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	589.02	496.19	896.64	1235.52
所得税	88.35	74.43	134.50	185.33
<b>净利润</b>	500.66	421.76	762.14	1050.19
少数股东损益	-0.78	-0.66	-1.19	-1.64
<b>归属母公司净利</b>	501.44	422.42	763.33	1051.82
<b>EBITDA</b>	691.74	545.61	969.90	1360.74
<b>EPS (摊薄)</b>	1.25	1.05	1.90	2.62

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	428.89	498.30	273.06	550.32
净利润	500.66	421.76	762.14	1050.19
折旧摊销	92.79	49.38	76.64	115.07
财务费用	-115.65	110.03	-3.38	10.15
投资损失	-26.96	-15.00	-15.00	-15.00
<b>营运资金变动</b>	-188.16	-74.48	-547.34	-610.08
其它	166.21	6.60	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-196.73	-102.88	-1054.14	-477.15
资本支出	-27.93	94.69	992.49	377.07
长期投资	-1.75	-5.00	0.00	0.00
其他	-226.42	-13.18	-61.64	-100.07
<b>筹资活动现金流</b>	456.44	-594.29	-84.44	-168.86
短期借款	550.13	-380.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-93.69	-214.29	-84.44	-168.86
<b>现金净增加额</b>	688.60	-198.87	-865.52	-95.68
<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.34%	33.80%	21.06%	19.65%
营业利润增长率	42.18%	-14.37%	81.36%	37.96%
归属于母公司净利润	37.83%	-15.76%	80.70%	37.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.52%	26.33%	28.80%	30.97%
净利率(%)	<b>11.44%</b>	<b>7.20%</b>	<b>10.75%</b>	<b>12.38%</b>
ROE	18.12%	13.48%	21.02%	23.83%
ROIC	13.93%	11.74%	17.78%	19.45%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.59%	38.84%	37.69%	38.35%
净负债比率	22.85%	9.11%	7.56%	11.96%
流动比率	1.95	2.07	1.80	1.81
速动比率	1.72	1.62	1.22	1.20
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.99	1.11	1.20	1.18
应收账款周转率	0.19	0.22	0.22	0.22
应付账款周转率	5.13	5.13	5.13	5.13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.25	1.05	1.90	2.62
每股经营现金流(最新)	1.07	1.24	0.68	1.37
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.21	9.89	12.12
<b>估值比率</b>				
P/E	30.94	43.61	24.13	17.51
P/B	5.21	5.59	4.64	3.79
EV/EBITDA	20.43	30.91	18.28	13.10

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(826) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张舒	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。