



静待本土产品深度升级 盈利能力拐点初现

——莱克电气（603355）2018半年报点评

2018年08月28日

推荐/首次

莱克电气 财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	

事件：

公司日前发布2018半年报，报告期内，2018年上半年，公司实现营业收入28.21亿元，同比增长9.32%，归属于母公司股东的净利润2.04亿元，同比减少9.27%，公司总资产47.36亿元，同比减少8.35%。同时公司拟每10股派发现金红利20元（含税），累计分配红利超8亿元。

表1：财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1340.53	1347.94	1233.44	1444.33	1683.87	1506.48	1315.48
增长率（%）	33.45%	44.08%	30.51%	25.00%	25.61%	11.76%	6.65%
毛利率（%）	28.52%	30.79%	27.36%	20.54%	22.35%	23.70%	24.44%
期间费用率（%）	12.78%	15.56%	17.92%	16.25%	17.06%	16.26%	12.13%
营业利润率（%）	15.13%	12.18%	9.55%	4.29%	3.75%	5.84%	11.01%
净利润（百万元）	166.53	145.68	79.57	49.06	91.21	72.70	132.14
增长率（%）	42.26%	32.96%	-28.26%	-56.83%	-45.23%	-50.10%	66.07%
每股盈利（季度，元）	0.42	0.36	0.20	0.12	0.23	0.18	0.33
资产负债率（%）	41.59%	46.09%	46.20%	35.90%	37.28%	33.95%	28.87%
净资产收益率（%）	5.60%	4.67%	2.57%	1.56%	2.81%	2.19%	3.92%
总资产收益率（%）	3.27%	2.52%	1.38%	1.00%	1.77%	1.45%	2.79%

点评：

➤ 营收增速受市场竞争影响放缓，盈利能力大幅改善现拐点

报告期内，公司营业收入28.21亿元，同比增长9.32%。归属母公司股东净利润2.04亿元，同比减少9.27%。其中二季度净利润达132.14亿元，同比增长66.07%，单季度利润增长受汇率损益减少影响，同时与公司持续高端化创新密切相关。值得注意的是，**2017年三季度公司盈利能力大幅受挫，毛利率由2017Q2的27.54%大跌至20.54%**。其主要受去年当期人民币贬值产生大量汇兑损失，及塑料ABS、矽钢片、铜、包装纸等主要原材料上涨20%-50%影响。随着17Q3至今公司盈利持续修复，毛利率增长显著，同时由竞争压力倒逼组织运营改善，18Q2期间费用率同比下降5.79pct，环比下降4.13pct，公司调整成效初显。在低基数及费用率改善基础上，我们判断**18Q3盈利能力同比大幅增长确定性较强**。

➤ 吸尘器市场上升趋势确定，公司高技术战略契合市场待发酵

吸尘器整体市场上升趋势明确，据奥维云网数据，2016、2017年市场零售额增速分别高达32.3%和45.4%，而中国市场吸尘器渗透率仅11%，随劳动替代拉动的消费升级趋势，吸尘器市场高需求度确定性强。公司凭借自主研发的高速（10万转以上）无刷数码电机核心优势技术，推动公司产品在国内外市场的高端化。公司为国内同业拥有自主知识产权最多的企业之一，已取得44项国外专利，国内授权专利1230项。并保持每年研发投入占营收4%左右的高技术战略，2017年公司研发投入为2.31亿元，2018年上半年已投入研发费用达1.24亿元。公司持续创新计划并致力于差异化的品牌战略，为本土吸尘器市场革新带来长期动力。同时公司采用关键零部件自制生产的全产业链战略，保证公司技术及质量优势，并提高整体盈利水平。

➤ 差异化经营架构持续调整，中美贸易战影响有限。

公司采取原始设计制造与自主品牌生产的差异化经营模式。国外市场以电机核心技术的研发、设计、制造等一体化解决方案为主，国内市场则以自主品牌销售推动业务优化。结合2018年3月新推出的年轻化全新品牌“JIMMY 莱克吉米”，目前公司已形成“LEXY 莱克”、“Bewinch 碧云泉”、“JIMMY 莱克吉米”的多品牌战略，形成差异化产业格局。公司差异化经营架构持续调整，由早期2012年外销占比84.3%，至2017年底已调整至66.7%，据最新中报数据，外销已达64%左右。根据公司早期披露国外地区数据，推测美国地区2017年营收占比约25%左右，实际净利润不超过65亿元。考虑中美贸易战可能对相应产品加征10%关税，以及小概率提至25%关税，按最悲观场景完全去除美国地区业务，对公司2018年净利润影响也不足20%，且关税比例远未落地而美国地区业务必然显著好于最悲观预测。

结论：

报告期内，营收增速有所回调，随着产品结构的深入调整及高技术研发战略的释放，盈利情况将持续改善。由去年低基数出发，今年下半年盈利增速拐点确定性极强。同时公司的全球经营结构持续调整，缓冲国际形势的冲击，实际影响有限。随本土打造多元品牌结构进行差异化战略，产品在本土竞争力持续提升。

我们预计公司2018年-2020年营业收入分别为66.02亿元、77.23亿元和91.84亿元；每股收益分别为1.19元、1.45元和1.72元，对应PE分别为21X、18X和15X，首次给予公司“推荐”评级。

风险提示：全球外销影响超过预期，产业差异化调整不及预期。

表2：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用		
流动资产合计	4090.91	4006.88	5089.30	5810.07	6903.25	4376.66	5709.59	6602.00	7723.47	9184.22	3172.14	4284.11	4948.20	5781.79	6855.10			
货币资金	2057.28	1952.18	2680.31	2888.18	3581.54	37.82	38.86	50.99	56.11	68.83	应收款项	847.15	1079.37	1262.98	1468.80	1751.78		
其他应收款	12.44	9.91	11.45	13.40	15.93	327.85	374.80	463.97	524.89	634.80	预付款项	42.28	52.21	70.57	88.00	111.05		
存货	492.15	729.34	805.05	962.49	1128.23	(115.65)	137.24	(14.05)	(12.17)	(17.58)	其他流动资产	563.53	55.66	135.69	236.25	138.06		
非流动资产合计	1004.31	1160.80	1022.81	886.61	752.01	43.49	48.65	110.00	120.00	130.00	资产减值损失	17.54	12.69	12.69	12.69	12.69		
长期股权投资	17.54	12.69	12.69	12.69	12.69	0.11	0.11	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	10.11	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	779.36	800.89	680.75	560.62	440.49	26.96	14.31	0.00	0.00	0.00	投资净收益	163.05	159.99	143.99	129.59	116.63		
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	574.79	407.09	601.28	732.59	871.33	其他非流动资产	5.63	5.66	13.56	23.25	33.00		
资产总计	5095.22	5167.68	6112.12	6696.67	7655.26	589.02	413.45	601.28	732.59	871.33	营业收入	2097.94	1910.87	2468.91	2604.51	3014.38		
流动负债合计	2097.94	1910.87	2468.91	2604.51	3014.38	88.35	47.92	84.18	102.56	121.99	营业成本	680.00	0.00	303.83	218.67	273.63		
短期借款	680.00	0.00	303.83	218.67	273.63	500.66	365.53	517.10	630.03	749.34	应付账款	731.35	932.50	1093.75	1259.63	1504.36		
预收款项	71.84	77.76	84.61	92.63	102.16	少数股东损益	(0.78)	(0.00)	38.00	50.00	60.00	一年内到期的非流动负债	0.00	300.00	300.00	300.00	300.00	
非流动负债合计	21.20	15.70	15.70	15.70	15.70	归属母公司净利润	501.44	365.53	479.10	580.03	689.34	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债和所有者权益	5095.22	5167.68	6112.12	6696.67	7655.26	EBITDA	550.46	640.89	723.36	854.95	986.84	营业外收入	EPS (元)	1.25	0.91	1.19	1.45	1.72
现金流量表	单位:百万元					主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	成长能力						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入增长	9.34%	30.46%	15.63%	16.99%	18.91%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
经营活动现金流	428.89	214.17	642.26	581.94	951.44	营业利润增长	42.18%	-29.18%	47.70%	21.84%	18.94%	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
净利润	500.66	365.53	517.10	630.03	749.34	归属于母公司净利润增长	31.07%	21.07%	31.07%	21.07%	18.85%	折旧摊销	91.32	96.56	120.13	120.13	120.13	
税费费用	(115.65)	137.24	(14.05)	(12.17)	(17.58)	毛利率(%)	27.52%	24.97%	25.05%	25.14%	25.36%	应收账款减少	(207.76)	(232.22)	(183.61)	(205.82)	(282.98)	
应收账款减少	(207.76)	(232.22)	(183.61)	(205.82)	(282.98)	净利润率(%)	11.44%	6.40%	7.83%	8.16%	8.16%	预收账款增加	26.20	5.93	6.85	8.02	9.53	
投资活动现金流	(196.73)	310.24	(101.31)	(120.00)	(130.00)	总资产净利率 (%)	9.84%	7.07%	7.84%	8.66%	9.00%	应付账款周转率	5.89	5.93	5.64	5.65	5.70	
公允价值变动收益	(0.11)	0.11	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	16.85%	11.28%	13.35%	14.54%	15.40%	长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	41.59%	37.28%	40.65%	39.13%	39.58%	投资收益	26.96	14.31	0.00	0.00	0.00	
投资收益	26.96	14.31	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.95	2.10	2.06	2.23	2.29	筹资活动现金流	456.44	(507.57)	187.18	(254.07)	(128.08)	
筹资活动现金流	688.60	16.85	728.13	207.87	693.36	速动比率	1.72	1.72	1.74	1.86	1.92	应付账款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	1.11	1.17	1.21	1.28	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5.89	5.93	5.64	5.65	5.70	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	7.00	6.86	6.52	6.56	6.65	资本公积增加	(1.36)	0.36	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	(1.36)	0.36	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)	1.25	0.91	1.19	1.45	1.72	现金净增加额	688.60	16.85	728.13	207.87	693.36	
现金净增加额	688.60	16.85	728.13	207.87	693.36	EV/EBITDA	16.13	13.43	11.31	9.23	7.35	每股指标(元)	1.25	0.91	1.19	1.45	1.72	
						每股净现金流(最新摊薄)	1.72	0.04	1.82	0.52	1.73	每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.08	8.95	9.95	11.16	
						每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.08	8.95	9.95	11.16	每股收益	3.45	3.17	2.86	2.57	2.29	
						市盈率	20.46	28.11	21.41	17.68	14.88	市净率	16.13	13.43	11.31	9.23	7.35	

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。