

汇兑收益增厚业绩，盈利能力持续改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季报, 前三季度实现营收 42.6 亿元, 同比增长 5.88%; 归母净利润 3.38 亿元, 同比增长 23.4%; 扣非后归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 29.9%。Q3 单季度实现营收 14.4 亿元, 同比微降 0.3%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 173.2%。
- **汇兑损益大幅增厚业绩, 盈利能力逐渐回升。** 2017 年人民币大幅升值, 公司外销业务产生大量汇兑损失, 2018 年 4 月开始人民币币值回落, 公司汇兑损失大幅降低。2018 年前三季度, 公司财务费用-4758 万元, 较去年同期减少 1.64 亿元。如剔除财务费用影响, 公司前三季度归母净利润较去年同期有所下滑。报告期内公司主营业务毛利率 24.28%, 较去年同期下降 1.78pp。但 Q3 单季度毛利率 24.75%, 较去年 Q3 提升 4.21pp, 毛利率环比逐渐改善, 实现连续六个季度回升。2017Q4 人民币仍处于升值期, 产生汇兑损失, 我们预计公司 2018Q4 汇兑损失同比减少, 公司净利率进一步提升。
- **家居清洁家电仍处于蓝海市场。** 伴随我国经济的稳健增长, 社会消费能力持续提升, 推动着居民消费观的升级。据中怡康推总数据显示, 2018 上半年小家电市场规模达到 669 亿元, 同比增长 15%。其中清洁类吸尘器遥遥领先于其他品类, 市场增长 55.4%, 规模突破百亿元。公司作为国内清洁家电的先行者, 市场空间仍然广阔。
- **重视研发投入, 坚持技术创新。** 公司自成立以来, 一直致力于电机及以电机为核心部件的家用电器的技术研究, 十分注重对研发的持续投入, 2018 年前三季度, 公司投入研发费用 1.7 亿元, 占营收比重达 4%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.22 元、1.47 元、1.74 元, 未来三年归母净利润将保持 24.1% 的复合增长率。参考可比公司一致预期均值, 考虑到公司作为家居清洁龙头企业, 给予公司 2019 年 20 倍估值, 对应目标价 29.4 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 汇率或大幅波动风险, 行业增速或不及预期的风险。

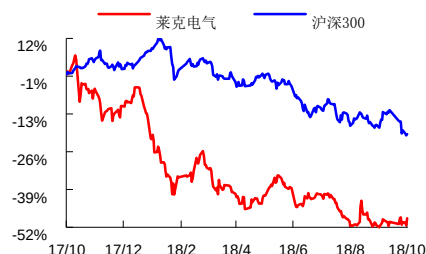
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5709.59	6140.57	6901.92	7792.94
增长率	30.46%	7.55%	12.40%	12.91%
归属母公司净利润 (百万元)	365.53	488.41	588.83	698.87
增长率	-27.10%	33.62%	20.56%	18.69%
每股收益 EPS (元)	0.91	1.22	1.47	1.74
净资产收益率 ROE	11.28%	13.37%	14.22%	14.81%
PE	29	21	18	15
PB	3.24	2.87	2.54	2.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
 执业证号: S1250518090001
 电话: 023-63786049
 邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	4.01
52 周内股价区间(元)	24.63-54.88
总市值(亿元)	104.98
总资产(亿元)	51.84
每股净资产(元)	8.73

相关研究

目 录

1 技术为核心驱动的清洁小家电龙头.....	1
2 顺应消费升级趋势，未来增长可期.....	2
2.1 积极建设国内渠道，布局多品牌战略	2
2.2 外销收入稳健增长，中美贸易战影响有限	4
3 自主创新打造核心竞争力	4
4 盈利预测与估值	5
5 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司 2017 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2013 年-2017 年分区域主营业务营收占比	1
图 3：公司 2013 年至 2018H1 营业收入及增速	1
图 4：公司 2013 年至 2018H1 归母净利润及增速	1
图 5：2018 年 8 月吸尘器线下零售额份额	2
图 6：2018 年 8 月吸尘器线下零售量市场份额	2
图 7：2018 年 8 月空气净化器线下零售额份额	2
图 8：2018 年 8 月空气净化器线下零售量份额	2
图 9：公司 2013 年至 2017 年分区营收及国内营收增速	3
图 10：国内外业务毛利率	3
图 11：国外营收占比及增速	4
图 12：公司 2015 年至 2018H1 研发投入及占营收比重	5
图 13：2015 年至 2018H1 研发投入占营收比重	5

表 目 录

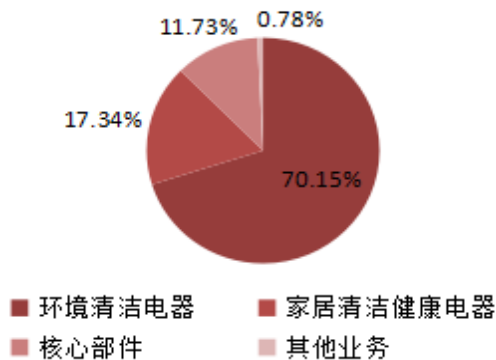
表 1：分业务收入及毛利率	5
表 2：可比上市公司一致预测与估值	6
附表：财务预测与估值	7

1 技术为核心驱动清洁小家电龙头

莱克电气自 1994 年成立以来就一直专注于家居清洁产品行业，目前已经形成了以自主研发的高效节能电机技术为核心，以吸尘器、空气净化器、智能净水机、厨房电器等绿色小家电产品和园林工具产品为主营业务的发展模式。

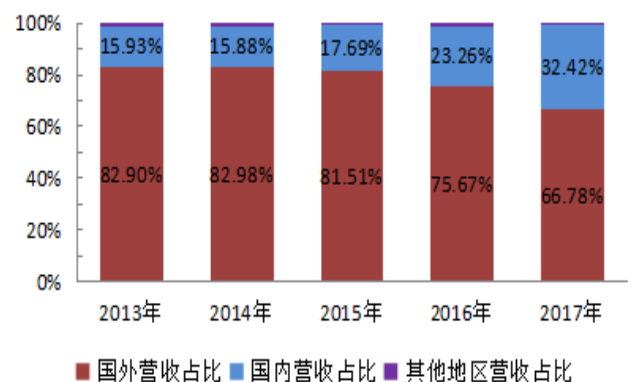
公司主营业务收入主要来源于环境清洁电器（吸尘器、空气净化器），占总营收比重达 70.15% 左右。过去公司主要依靠 ODM 业务，随着国内经济发展，吸尘器市场逐渐培育，公司大力发展自主品牌，2017 年，国内营收占比已经达到 32.42%。

图 1：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

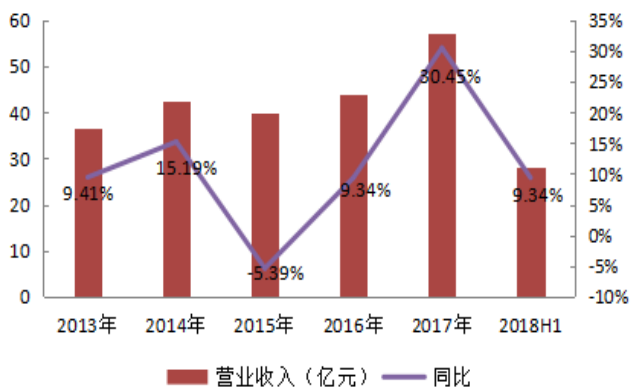
图 2：公司 2013 年-2017 年分区域主营业务营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

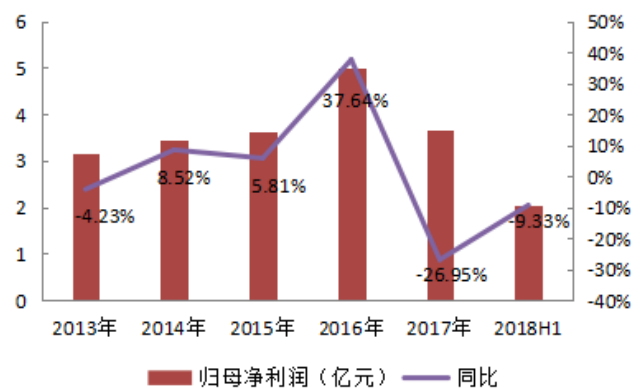
随着以吸尘器为代表的生活电器市场的稳定发展，公司近年来营业收入和净利润整体上呈现增长态势，2013 年至 2017 年公司营收复合增速 9.2%。利润方面，受汇率波动影响，增速变动较大。2017 年到今年上半年，人民币处于升值期，公司汇兑损失较大，净利润出现负增长。

图 3：公司 2013 年至 2018H1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2013 年至 2018H1 归母净利润及增速



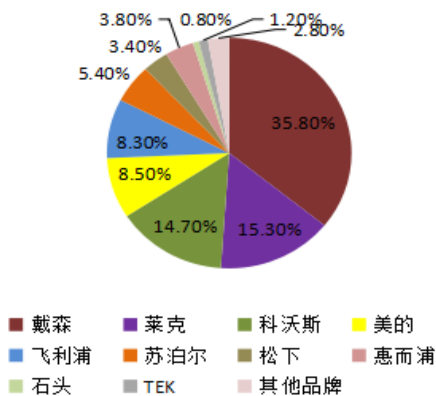
数据来源：Wind，西南证券整理

2 顺应消费升级趋势，未来增长可期

伴随我国实体经济的稳健增长，社会消费能力持续提升，推动着居民消费观的升级。据中怡康推总数据显示，2018 上半年小家电市场规模达到 669 亿元，同比增长 15%。其中清洁类吸尘器遥遥领先于其他品类，市场增长 55.4%，规模突破百亿元。

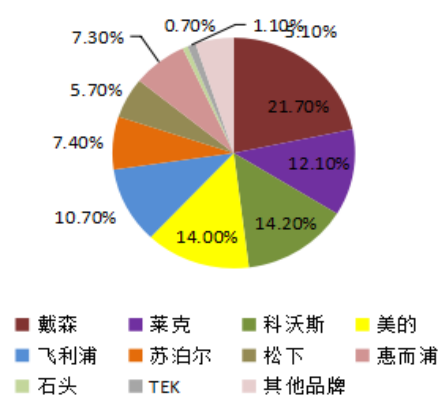
中国市场调研网发布的 2018-2025 年中国小家电市场显示，目前中国大中城市家庭平均拥有不到 10 种小家电，远低于发达国家户均 40 种。公司的核心产品吸尘器和空气净化器的国内渗透率都偏低，市场空间广阔。

图 5：2018 年 8 月吸尘器线下零售额份额



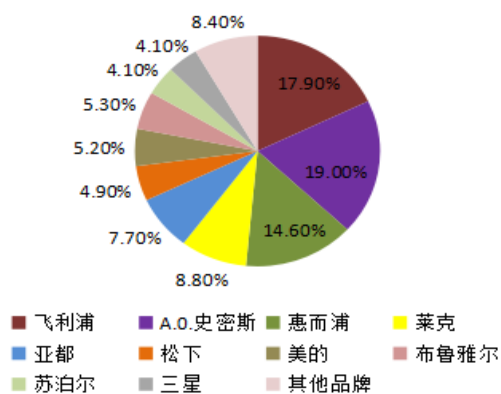
数据来源：中怡康，西南证券整理

图 6：2018 年 8 月吸尘器线下零售量市场份额



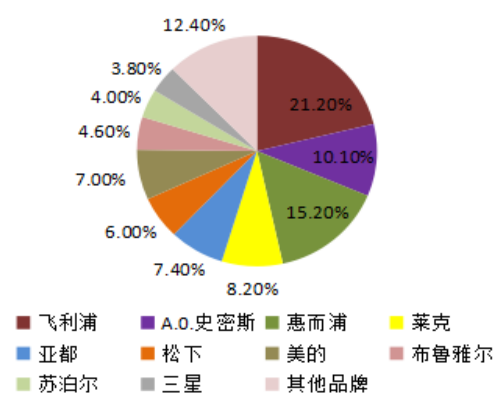
数据来源：中怡康，西南证券整理

图 7：2018 年 8 月空气净化器线下零售额份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 8：2018 年 8 月空气净化器线下零售量份额



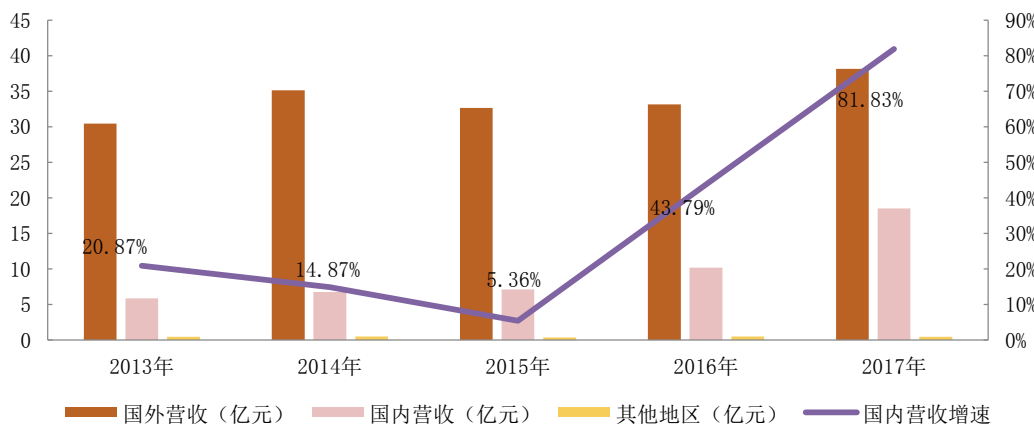
数据来源：中怡康，西南证券整理

2.1 积极建设国内渠道，布局多品牌战略

公司积极布局线上线下渠道，持续发力国内市场。线下方面，通过优化门店、渠道下沉，已建立覆盖国内 250 多个城市的营销网络。同时增加线下体验活动和品牌宣传力度，有效提升了魔洁立式无线吸尘器销量，2018 上半年同比增长 40%；线上方面，与天猫、京东、云集等渠道达成合作，2018 年下半年公司大众子品牌——Jimmy 莱克吉米将在“小米有品”平台进行销售。

公司通过线上线下渠道的持续深化，品牌知名度不断提升，国内营收呈现稳健增长态势，2013 年至 2017 年内销复合增速高达 25.9%。

图 9：公司 2013 年至 2017 年分区营收及国内营收增速

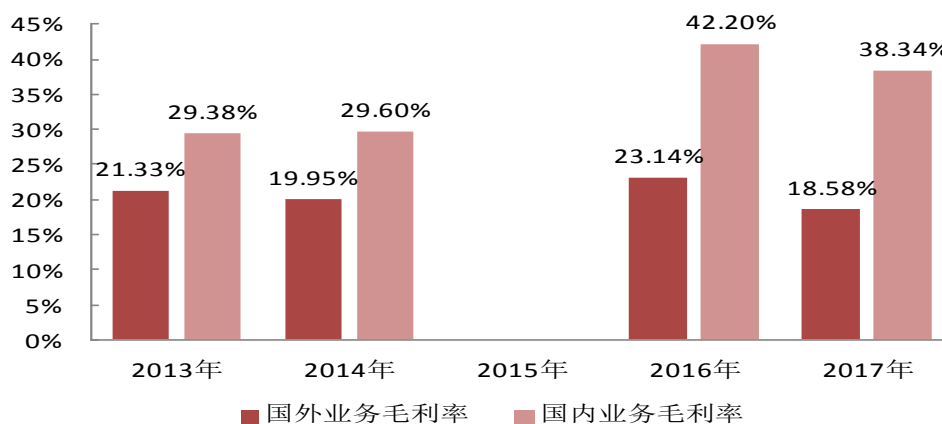


数据来源：Wind，西南证券整理

公司在国内实行自主多品牌销售战略，推出了定位高端的清洁电器品牌“LEXY 莱克”和智能净水器品牌“Bewinch 碧云泉”，以及针对年轻消费群体的高性价比清洁电器品牌“Jimmy 莱克吉米”，实现高端和中低端市场的覆盖。

为满足高端市场客户日益升级的需求，莱克品牌坚持主打产品创新、差异化定位及高附加值、高端化设计的策略，一方面能有效促进公司内部产品结构不断优化，内销业务毛利率持续提升，2017 年国内业务毛利率达到了 38.3%；另一方面，高毛利率在一定程度上能够缓解因渠道拓展对净利润带来的压力。

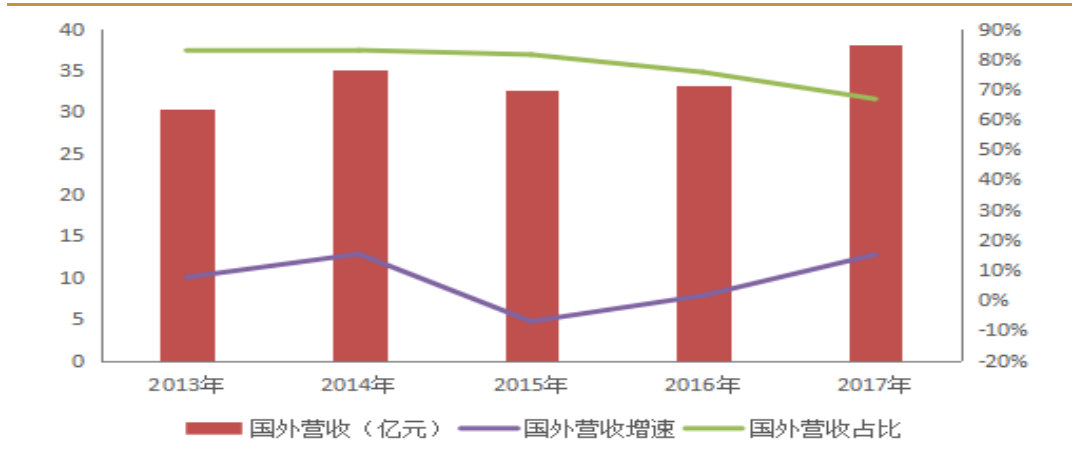
图 10：国内外业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 外销收入稳健增长，中美贸易战影响有限

图 11：国外营收占比及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

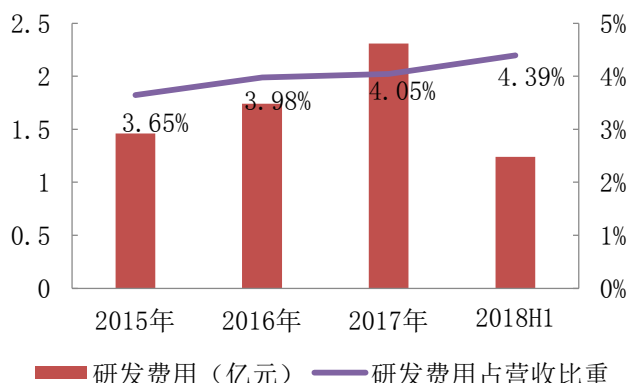
公司的国际业务以 ODM 业务为主导，涵盖吸尘器，割草机，电机等产品。主要选择国际知名家电制造商、品牌运营商以及区域性领袖企业作为业务合作对象，着力构建稳定、双赢的合作模式。近年来，公司外销业务保持稳健增长态势。

在 2018 年半年报中，公司就美国对中国 2000 亿美元征收 10% 的关税事项，对业绩的影响做出了说明，10% 征税对美国出口业务不会发生重大影响且实施时间及具体商品仍然未明确，同时客户也将根据自身情况争取向美国政府申请税收豁免；若美国对中国 2000 亿美元征收税率从 10% 提高至 25%，公司有可能会采取通过境外开设工厂的措施来应对。

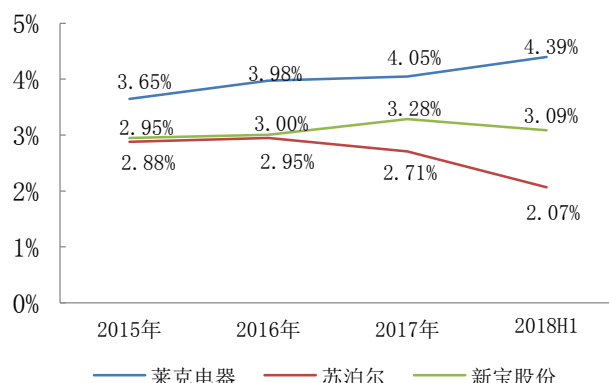
3 自主创新打造核心竞争力

公司自成立以来，一直致力于电机及以电机为核心部件的家用电器的技术研究，十分注重对研发的持续投入，公司研发费用占营收的比重维持在 4% 左右，超越小家电行业可比公司，且有小幅增长的趋势。在研发投入的推动下，截止 2018 年上半年，公司已取得 44 项国外专利，国内授权专利达到 1230 项，设计研发工程师超过了 700 人。公司在 2018 年 6 月，推出了莱克新品魔洁 M8 Plus 系列吸尘器，通过技术创新，实现了产品全面升级。

公司凭借自主研发的高速（10 万转以上）的无刷数码电机核心技术，成功运用于下游环境清洁电器、园林工具等产品，并得到全球知名企业的认可，与多个世界 500 强企业建立战略合作关系，为公司出口业务奠定了稳固的基础。

图 12：公司 2015 年至 2018H1 研发投入及占营收比重


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2015 年至 2018H1 研发投入占营收比重


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：国内清洁家电市场持续扩张，未来三年行业保持 30%以上复合增速；

假设 2：公司盈利能力逐渐回升，环境清洁电器板块 2018-2020 年毛利率为 25%、25.5%、26%；

假设 3：三费率保持稳定，管理费用率保持在 7.7%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
环境清洁电器	收入	4005.44	4285.82	4714.40	5185.84
	增速	34.36%	7.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.20%	25.00%	25.50%	26.00%
家居清洁健康电器	收入	990.02	1069.21	1176.13	1303.09
	增速	15.93%	8.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	19.74%	19.00%	20.03%	20.96%
室外环境清洁电器	收入	832.63	899.24	989.16	1088.08
	增速	20.32%	8.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.66%	18.00%	19.00%	20.00%
品质生活电器	收入	157.38	169.97	186.97	215.01
	增速	-2.80%	8.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	25.45%	25.00%	25.50%	25.80%
核心部件	收入	669.51	736.46	957.40	1244.62
	增速	35.18%	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	19.95%	20.00%	20.00%	20.00%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
其他	收入	44.62	49.08	53.99	59.39
	增速	-3.71%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.60%	15.00%	16.00%	16.00%
合计	收入	5709.59	6140.57	6901.92	7792.94
	增速	38.89%	7.55%	12.40%	12.91%
	毛利率	17.51%	23.30%	23.73%	24.12%

数据来源：Wind，西南证券

表 2：可比上市公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	最新价	PE		
			2018E	2019E	2020E
002032.SZ	苏泊尔	49.05	24	20	17
603868.SH	飞科电器	43.20	20	17	14
603579.SH	荣泰健康	34.34	15	11	9
603486.SH	科沃斯	34.65	27	21	16
平均值			22	17	14

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.22 元、1.47 元、1.74 元，未来三年归母净利润将保持 24.1%的复合增长率。参考可比公司一致预期均值，考虑到公司作为家居清洁龙头企业，给予公司 2019 年 20 倍估值，对应目标价 29.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

原材料价格或大幅波动，汇率或大幅波动风险，行业增速或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5709.59	6140.57	6901.92	7792.94	净利润	365.53	488.40	588.82	698.86
营业成本	4284.11	4710.11	5264.02	5913.11	折旧与摊销	98.68	164.66	171.94	176.70
营业税金及附加	38.86	44.00	50.32	55.86	财务费用	137.24	-58.68	-69.73	-75.66
销售费用	374.80	429.84	469.33	522.13	资产减值损失	48.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	440.68	472.82	531.45	596.16	经营营运资本变动	147.72	49.50	-61.17	-89.47
财务费用	137.24	-58.68	-69.73	-75.66	其他	-583.65	-8.69	2.90	-0.05
资产减值损失	48.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	214.17	635.20	632.76	710.38
投资收益	14.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-153.82	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.11	0.02	0.03	0.04	其他	464.06	0.02	0.03	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	310.24	-29.98	-29.97	-29.96
营业利润	407.09	542.50	656.56	781.38	短期借款	-680.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.36	9.94	9.46	9.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	413.45	552.44	666.02	790.49	股权融资	0.36	0.00	0.00	0.00
所得税	47.92	64.03	77.20	91.63	支付股利	-104.26	-76.00	-101.55	-122.43
净利润	365.53	488.40	588.82	698.86	其他	276.33	-240.94	69.73	75.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-507.57	-316.94	-31.82	-46.77
归属母公司股东净利润	365.53	488.41	588.83	698.87	现金流量净额	-105.10	288.28	570.97	633.65
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1952.18	2240.45	2811.42	3445.07	成长能力				
应收和预付款项	1261.01	1340.33	1522.57	1713.35	销售收入增长率	30.46%	7.55%	12.40%	12.91%
存货	729.34	817.68	918.33	1039.72	营业利润增长率	-29.18%	33.26%	21.03%	19.01%
其他流动资产	64.35	69.20	77.79	87.83	净利润增长率	-26.99%	33.62%	20.56%	18.69%
长期股权投资	12.69	12.69	12.69	12.69	EBITDA 增长率	16.50%	0.85%	17.01%	16.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	939.99	801.84	656.42	506.23	毛利率	24.97%	23.30%	23.73%	24.12%
无形资产和开发支出	159.99	165.34	170.68	176.03	三费率	16.69%	13.74%	13.49%	13.38%
其他非流动资产	48.13	46.27	44.41	42.55	净利率	6.40%	7.95%	8.53%	8.97%
资产总计	5167.68	5493.81	6214.31	7023.47	ROE	11.28%	13.37%	14.22%	14.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.07%	8.89%	9.48%	9.95%
应付和预收款项	1430.96	1626.42	1836.38	2041.85	ROIC	23.46%	20.84%	26.15%	31.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.26%	10.56%	10.99%	11.32%
其他负债	495.61	213.50	236.76	264.02	营运能力				
负债合计	1926.57	1839.91	2073.14	2305.87	总资产周转率	1.11	1.15	1.18	1.18
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	7.23	8.06	10.39	14.46
资本公积	794.98	794.98	794.98	794.98	应收账款周转率	5.93	5.53	5.66	5.65
留存收益	2043.51	2455.92	2943.20	3519.64	存货周转率	6.32	5.60	5.64	5.66
归属母公司股东权益	3239.11	3651.90	4139.18	4715.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.23%	—	—	—
少数股东权益	2.00	1.99	1.99	1.99	资本结构				
股东权益合计	3241.11	3653.90	4141.17	4717.60	资产负债率	37.28%	33.49%	33.36%	32.83%
负债和股东权益合计	5167.68	5493.81	6214.31	7023.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.10	2.45	2.59	2.74
					速动比率	1.72	2.00	2.14	2.29
					股利支付率	28.52%	15.56%	17.25%	17.52%
					每股指标				
					每股收益	0.91	1.22	1.47	1.74
					每股净资产	8.08	9.11	10.33	11.76
					每股经营现金	0.53	1.58	1.58	1.77
					每股股利	0.26	0.19	0.25	0.31
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	643.01	648.49	758.77	882.42					
PE	28.72	21.49	17.83	15.02					
PB	3.24	2.87	2.54	2.23					
PS	1.84	1.71	1.52	1.35					
EV/EBITDA	13.71	12.69	10.09	7.96					
股息率	0.99%	0.72%	0.97%	1.17%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn