

## 产品力筑牢竞争力，新赛道激发新动力

莱克电气(603355)

**推荐** (维持评级)

### 核心观点:

- **清洁电器发展强劲。**2020年疫情和清洁电器产品变革的背景下，居民健康意识提高，清洁产品精准解决用户痛点，使得清洁电器快速发展，产品需求大幅上升，2020年清洁电器市场规模达到240亿元，同比增长20%。2021Q1市场规模延续高增，同比增长40%。吸尘器和扫地机器人占比最大，2020年机器人与吸尘器线上渠道占比达75.3%；洗地机为清洁电器细分品类最大黑马，增长最快。2020年线上销额同比增长1885.0%，线下销额同比增长4632.0%，我们预测2021年中国洗地机市场规模为42亿元，到2025年有望达到132亿元。
- **智能炒菜机尚处于蓝海市场，差异性切入条件成熟。**我国厨房小家电市场规模大，空间足，2020年中国厨房小家电零售额为566亿元，远大于清洁电器240亿市场规模。厨电市场产品丰富，差异性大，相对容易切入。智能炒菜机在产品集成化和智能化的趋势下，逐步发展，尚处于蓝海市场。
- **产品力筑牢竞争力，“保驾护航”三大业务。**莱克电气依靠其较强的产品力，构建发展三大业务模式。**ODM业务稳定发展**，公司制造能力较强，电机、吸尘器、园林工具等产品销往全球100多个国家和地区，与众多的世界500强企业建立了长期的战略合作伙伴关系；**自主品牌协同发展**，公司拥有莱克、碧云泉、西曼帝克、吉米、黄小厨五大品牌，聚焦环境清洁产品、饮水饮茶产品和厨电产品，覆盖群体较广；公司线下渠道加快布局，线上渠道聚焦打造爆品为自有品牌销售打好基础。**零部件切入新能源赛道**，公司构建以新能源汽车、太阳能、5G通信、工业自动化、智能家电行业为目标客户的关键零部件产业生态，柔性生产构建公司中长期稳定营收护城河。
- **投资建议：**我们预计公司2021-2023年公司营收分别为78.61、93.74、108.89亿元，同比变化25.15%、19.25%、16.16%；归母净利润分别为8.02、10.58、12.79亿元，同比变化144.53%、31.95%、20.85%；每股收益（EPS）分别为1.95、2.58、3.11元，对应PE分别为28.61、21.68、17.94倍。看好公司长期发展，给予“推荐”评级。
- **主要财务指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6280.80	7860.71	9374.15	10888.56
收入增长率(%)	10.13%	25.15%	19.25%	16.16%
净利润(百万元)	327.98	802.02	1058.24	1278.86
净利润增长率(%)	-34.70%	144.53%	31.95%	20.85%
摊薄EPS(元)	0.80	1.95	2.58	3.11
PE	37.87	28.61	21.68	17.94
PB	3.60	5.27	4.09	3.24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 分析师

李冠华

☎: 010-80927662

✉: liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519110002

特此鸣谢

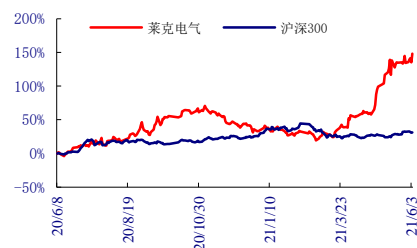
实习生: 石博涵

### 市场数据

2021-06-04

A股收盘价(元)	55.84
股票代码	603355
A股一年内最高价(元)	55.84
A股一年内最低价(元)	21.60
上证指数	3,591.84
市盈率	69.95
总股本(万股)	41,086
实际流通A股(万股)	40,100
流通A股市值(亿元)	224

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究

### 相关研究

【银河家电】公司年报及一季报点评\_家电行业\_莱克电气(603355.SH)\_业务协同发力，盈利能力可期



## 正文目录

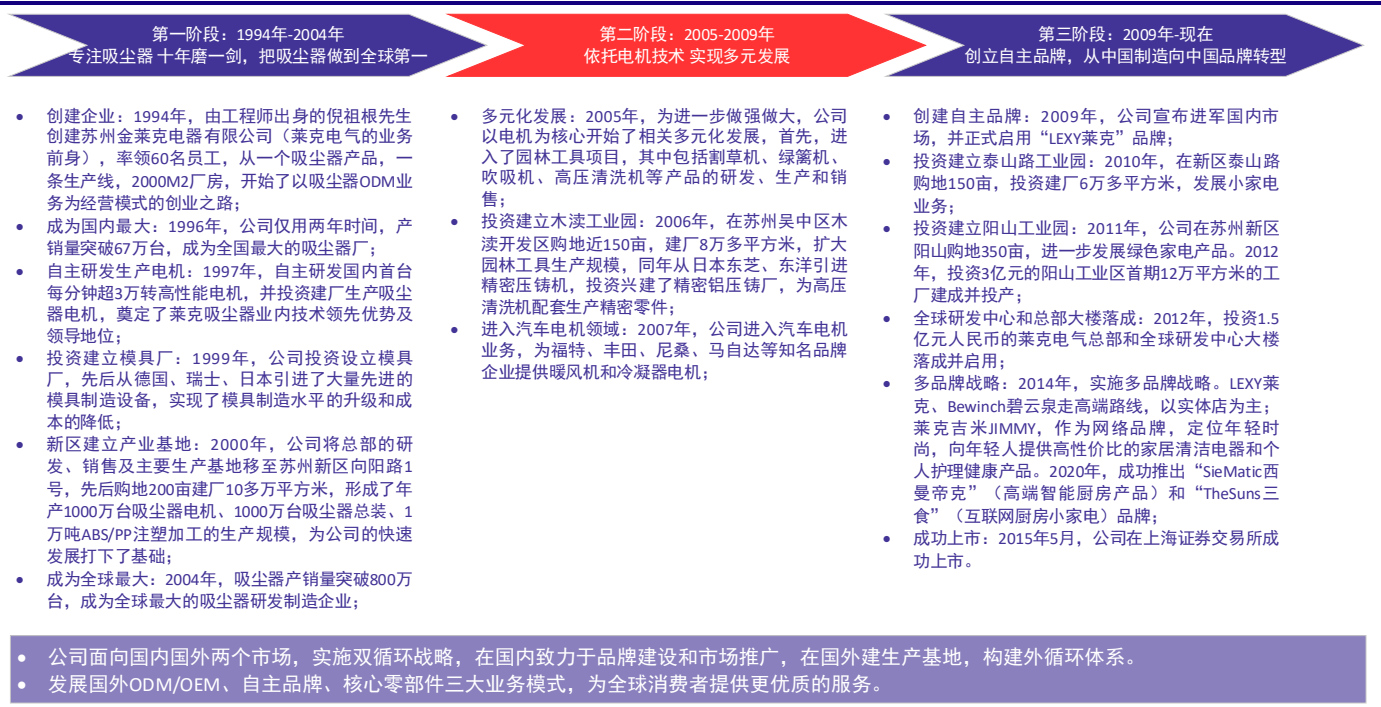
一、大国品牌，业绩稳步增长 .....	2
(一) 大国品牌，高端清洁电器领导者 .....	2
(二) 公司股权结构集中，股权激励完善 .....	3
(三) 公司业绩稳步增长 .....	4
二、布局成长性赛道，清洁电器发展强劲 .....	6
(一) 我国清洁电器发展强劲 .....	6
1. 清洁电器快速发展，产品需求大幅上升 .....	6
2. 吸尘器占比最大，洗地机成为最大黑马 .....	8
3. 新品牌入局，新兴市场潜力大 .....	10
4. 我国清洁电器市场空间大 .....	13
5. 我国吸尘器出口量大 .....	15
(二) 智能炒菜机市场起步，还处于蓝海市场 .....	15
三、产品力“保驾护航”三大业务 .....	17
(一) ODM 稳定发展 .....	17
(二) 自主品牌潜力大 .....	22
1. 公司产品力较强 .....	22
2. 多品牌协同发展 .....	23
(三) 零部件业务切入新能源赛道 .....	27
四、公司财务分析 .....	28
(一) 公司净资产收益率提升空间大 .....	28
(二) 存货周转率高，存货管理效率高 .....	29
五、公司估值及投资建议 .....	30
六、风险提示 .....	32

## 一、大国品牌，业绩稳步增长

### (一) 大国品牌，高端清洁电器领导者

莱克电气股份有限公司前身是苏州金莱克电器有限公司，成立于1994年，是一家从事制造及销售高端环境清洁和健康生活小家电研发制造企业。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。

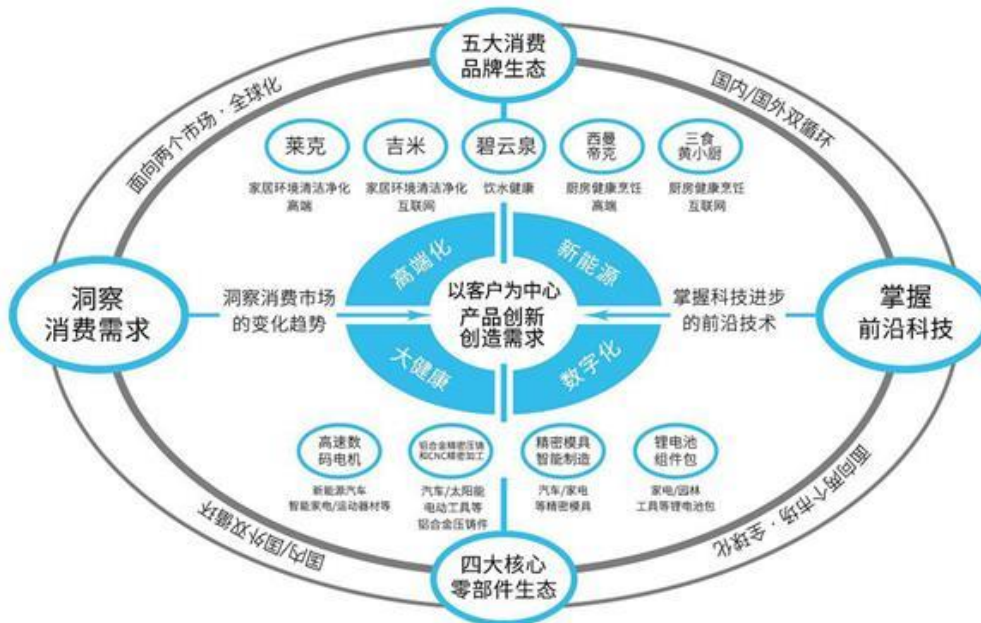
图 1：公司发展阶段与重大发展里程碑



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司致力于构建以技术和品牌为驱动的高质量可持续发展模式，以客户为中心，以创新为原动力；面向国内/国外两个市场，构建双循环驱动体系，发展自主品牌、国外 ODM/OEM 和核心零部件三大业务模式；聚焦高端化、大健康、新能源、数字化四大产业方向；构建以不同定位的目标用户应用场景为核心的多品牌产品生态和以新能源汽车、太阳能、5G 通信、工业自动化、智能家电行业为目标客户的关键零部件产业生态。

图 2: 公司发展战略

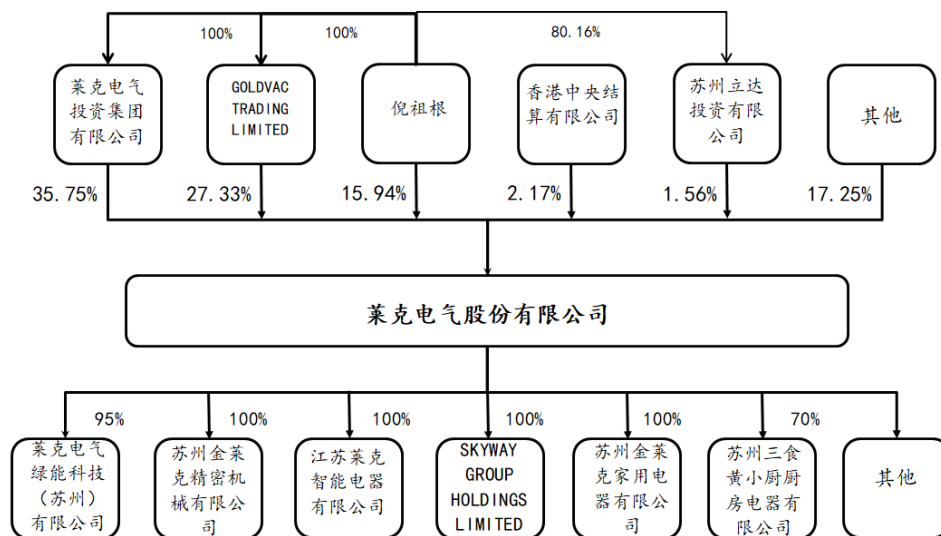


资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

## (二) 公司股权结构集中, 股权激励完善

公司 2021 年一季报显示, 公司前两大股东为莱克电气投资集团有限公司和 GOLDVAC TRADING LIMITED, 持股比例分别为 35.75% 和 27.33%, 追溯上级股东可以发现其实控人均均为倪祖根。整体看, 公司股权结构稳定集中、实控人对公司控制力较强。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

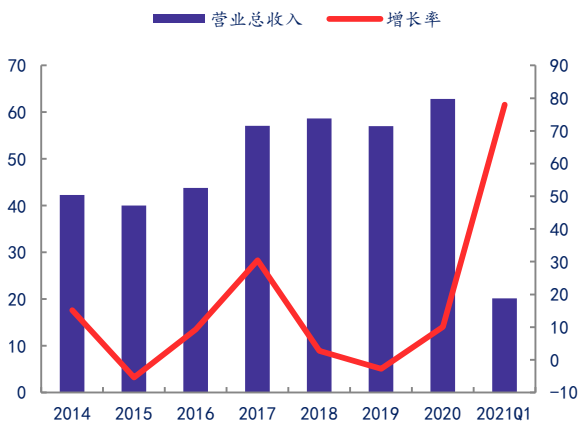
2020年7月6日公司公告，拟开展股权激励，拟授予1200万限制性股票，覆盖302位核心管理人员和技术（业务）骨干，授予股票数占公告当日股本总额的2.99%。公司设置股权激励考核的目标并不高，为以2019年营业收入或净利润为基数，2020-2024年营业收入增长率不低于0%、10%、18%、25%、35%；或者2020-2024年净利润增长率不低于0%、10%、18%、25%、35%；或者每年营业收入增长率或净利润增长率不低于同行业上市公司的平均增长率。

2020年，公司拟以总股本41,086.25万股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币20元（含税），合计派发8.22亿元，现金分红比例为250.54%，同时以资本公积金转增股本，每10股转增4股。

### （三）公司业绩稳步增长

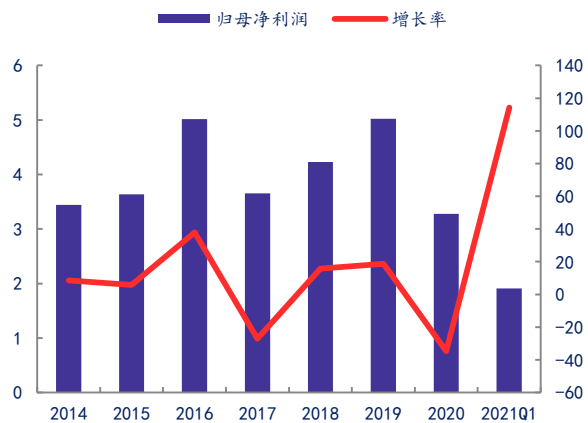
公司业绩稳步增长。公司于2015年上市以来业绩保持稳定增长，营收从40.03亿增加到2020年62.81亿，年复合增长率为9%。公司净利润偶有波动，2020年公司归母净利润同比降低34.70%，主要是报告期内公司根据仲裁裁决，计提预计负债4,034.2万美元所致，如剔除预计负债以及股权激励的股份支付费用2,025万元，公司归母净利润5.71亿元，同比增长13.64%。2021Q1公司营收和净利分别同比增长78.03%和114.19%。

图 4：公司营收（亿元）及增长率（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 5：公司归母净利率（亿元）及增长率（%）

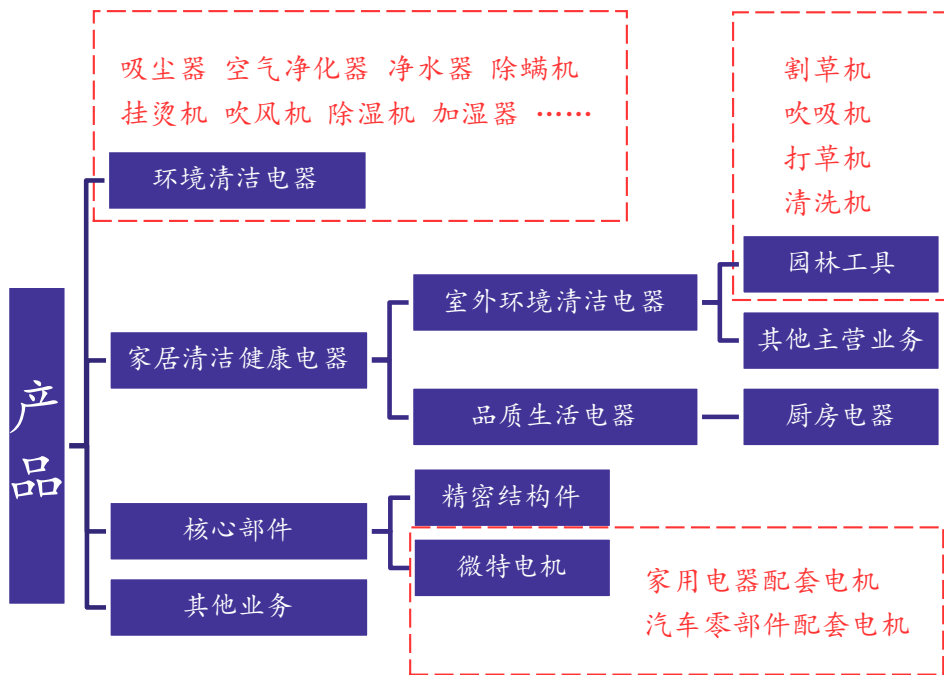


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

公司积极推动多元产品经营，产品主要分为环境清洁电器、家居清洁健康电器（室内环境清洁电器、品质生活电器）、核心部件（精密结构件、微特电机）等，包括吸尘器、空气净化器、净水器、割草机、打草机、吹吸机、清洗机、微特电机等。



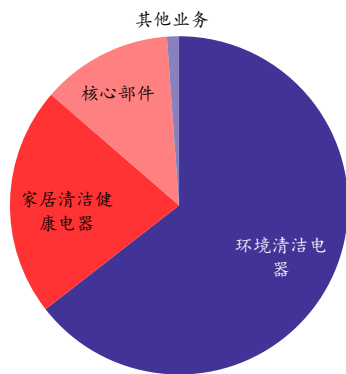
图 6: 公司产品结构



资料来源: 中国银河证券研究院

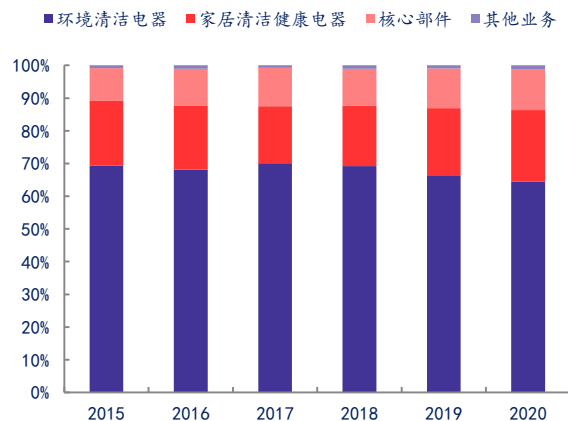
根据公司收入结构, 2020 年环境清洁电器对营收贡献最大, 收入占比 64.47%, 环境清洁电器、园林工具、电机、厨房电器和其他产品收入同比增长 7.27%、4.5%、13.61%、6.63% 和 40.44%, 核心零部件业务增长迅速, 2020 年新能源汽车零部件业务增长 50% 以上; 从趋势上看, 2017-2020 年, 由于公司积极发展自有品牌、入局厨房电器, 家居清洁健康电器、核心部件占比不断提高, 环境清洁电器占比略有下降。

图 7: 公司 2020 年收入结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 8: 公司 2015-2020 年收入结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 二、布局成长性赛道，清洁电器发展强劲

### (一) 我国清洁电器发展强劲

#### 1. 清洁电器快速发展，产品需求大幅上升

根据产品形态不同，清洁电器可分为吸尘器、机器人、除螨仪、蒸汽拖把等品类，其中扫地机、拖地机器人劳动替代程度最高。

图 9：清洁电器产品矩阵及分类

核心品类	无线吸尘器	吸尘；简单轻便，人工操作，吸尘效率高，使用方便
	机器人 <ul style="list-style-type: none"> <li>扫地机器人</li> <li>擦窗机器人</li> <li>拖地机器人</li> </ul>	智能化吸尘/自动化擦窗/智能化吸尘、拖地；免人工操作，实现智能路径规划，机器独立完成清洁
新品类	洗地机	多为扫拖一体；人工操作，前后滚刷设计节省人力
	蒸汽拖把	拖地；人工操作，实现深度杀菌、清洁
	电动拖把	
	除螨仪	吸尘、除螨除菌；人工操作，实现深度杀菌、清洁
细分品类	其他吸尘器 <ul style="list-style-type: none"> <li>推杆式吸尘器</li> <li>桶式吸尘器</li> <li>卧式吸尘器</li> </ul>	吸尘；人工操作，吸尘效率高，使用方便

资料来源：中国银河证券研究院

**疫情提高居民健康意识，利好清洁电器行业发展。**2020 年新冠疫情爆发，人们对于居住环境卫生要求日益提高，居民已养成良好的居家卫生习惯。自带健康属性的清洁电器热度暴涨，消费者对于清洁电器的需求大幅上升。根据头豹研究院数据，疫情后超过 60% 的中国家庭对家居清洁的态度有所转变，表示开始尝试除菌类清洁电器，扫地机器人、吸尘器、洗地机等细分市场深度受益，增长迅速。

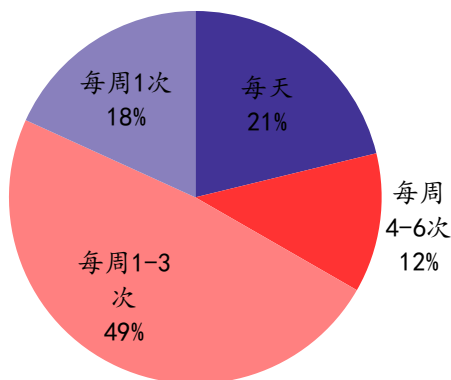
图 10: 2015 至今“清洁”“杀菌”百度指数



资料来源: 百度指数, 中国银河证券研究院

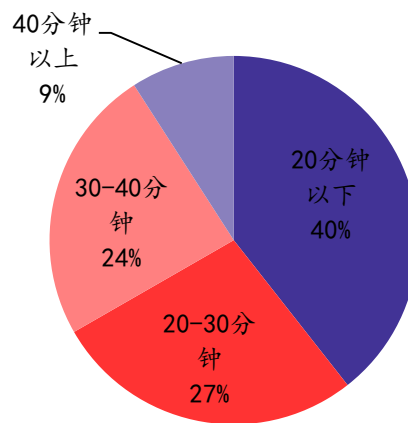
**产品变革贴合用户需求, 多品类产品解决消费者痛点。**2020 年, 清洁电器产品变革成为品类爆发的第一驱动力。清洁电器产品以消费者实际使用为出发点进行产品创新和升级。根据《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》显示, 中国家庭的地面材质以瓷砖和木质地板为主, 其中 43% 为木地板材质、56% 为瓷砖材质, 而地毯仅占 1%。所以除了地板灰尘和污物的清洁外, 还需要使用湿拖、干擦的方式对地面的顽固污渍进行清洁。有 91.18% 的调查者认为, 扫地后 ([必)要进行擦地。其中有 48.48% 的家庭每周 ([必)要进行 1-3 次的擦地工作, 而每天擦地的家庭占据 21.21%。对于中国家庭来说, “擦”地的重要性非常明确。自清洁扫拖机器人、洗地机、带清洁桶电动拖把等产品解决消费者擦地的痛点, 迎来了爆发式增长。除此之外, 蒸汽/电动拖把、除螨仪杀菌消毒满足消费者健康追求, 无线、推杆吸尘器贴合实际中国家居使用场景, 满足消费者对轻便产品的需求。

图 11: 中国家庭擦地频次占比 (2020)



资料来源: 《中国家庭擦地需求与擦地机器人技术趋势》, 中国银河证券研究院

图 12: 中国家庭每次擦地花费时间 (2020)

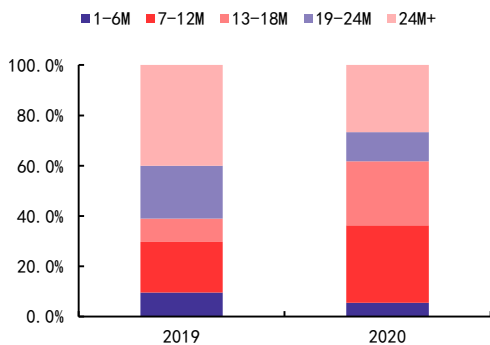


资料来源: 《中国家庭擦地需求与擦地机器人技术趋势》, 中国银河证券研究院



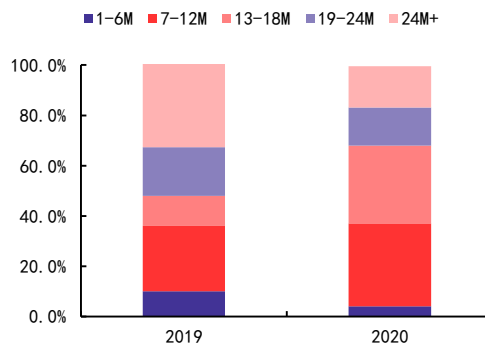
**产品更新迭代提速，迎合新消费群体不同需求。**懒人经济发展强劲，用户不断追求生活品质，具有时尚、智能、便携等属性的清洁电器正好迎合了年轻一代消费群体需求，提高他们的生活质量。企业则不断推出新的产品来迎合消费者的不同需求，新产品更新换代提速，老品加速淘汰。扫地机器人出现了自动清洗拖布和自动集尘功能，无线吸尘器增加了折叠臂、磁吸充电、自动亮灯、屏幕显示等更多便携化的设计改变，洗地机的出现，替代了传统的吸尘器+拖把的模式等。从产品生命周期来看，清洁电器生命周期逐步减少，多数产品集中在 7-18 个月。

图 13: 国内线上清洁电器生命周期



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 14: 国内线上无线吸尘器生命周期

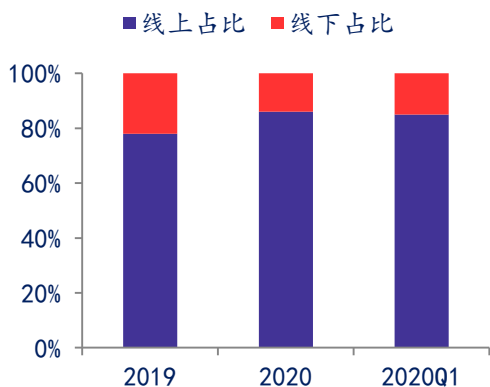


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

## 2. 吸尘器占比最大，洗地机成为最大黑马

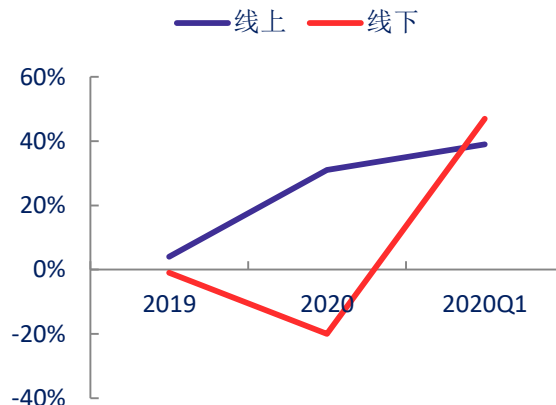
清洁电器销售以线上为主，2020 年线上销售占比达到 86%，2021Q1 维持在高位，从零售额角度来看，2021Q1 线下销售回暖明显，同比增速已超过线上。

图 15: 清洁电器线上销售占比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 16: 清洁电器线上线下零售额同比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

细分品类成为清洁电器市场快速增长引擎，扫地机器人与吸尘器为核心品类，市场规模大但增速缓慢。根据奥维云网数据，2020 年机器人与吸尘器占据清洁电器主要市场份额，线上渠道占比达 75.3%；线下渠道中，吸尘器占据主要市场份额，占比高达 71.7%，其次为机器人系列清洁电器，占比约为 19.1%。

图 17: 2020 年国内清洁电器细分品类线上销额占比

■ 机器人 ■ 吸尘器 ■ 洗地机 ■ 拖把 ■ 除螨机 ■ 其他

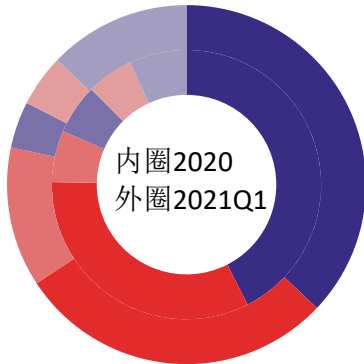
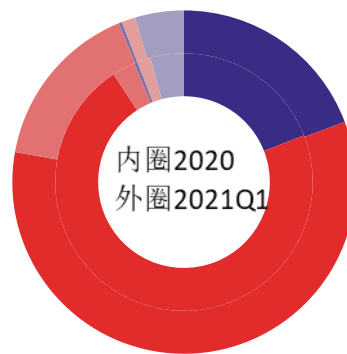


图 18: 2020 年国内清洁电器细分品类线下销额占比

■ 机器人 ■ 吸尘器 ■ 洗地机 ■ 拖把 ■ 除螨机 ■ 其他



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

洗地机、蒸汽/电动拖把等细分品类凭借产品创新，解决消费者擦地痛点，受到大量消费者追捧，市场规模呈爆发式发展，增速大幅高于核心品类增速。其中洗地机 2020 年线上销额同比增长 1885.0%，线下销额同比增长 4632.0%。2020Q1 线上、线下销额同比增长 1651% 和 10542%。

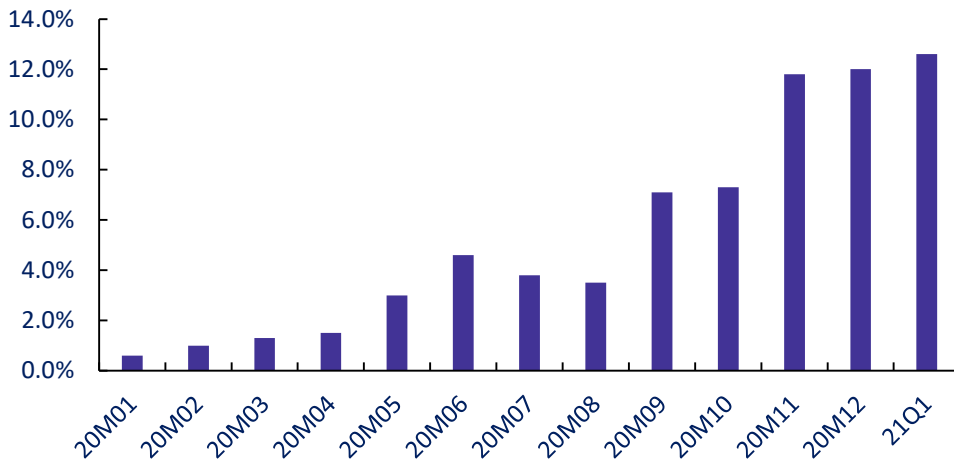
表 1: 2020 年国内清洁电器细分品类销额同比

渠道	机器人	吸尘器	洗地机	拖把	除螨机	桶式吸尘器	卧式吸尘器	其他	
2020	线上同比	27.0%	28.0%	1885.0%	260.0%	2.0%	-3.0%	-16.0%	145.0%
	线下同比	-21.0%	-11.0%	4632.0%	269.0%	-21.0%	-50.0%	-53.0%	-59.0%
2020Q1	线上同比	30%	13%	1651%	-12.0%	-19%			71%
	线下同比	25%	59%	10542%	-60%	-45%			17%

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

根据奥维云网数据，洗地机在 2020 年线上清洁电器中占比 6.2%，分月度数据来看，地机销额占比快速提升，全年占比最高月份为 12 月，占比高达 12%，基本维持稳定，21Q1 销额占比小幅提升至 12.6%。

图 19：2020 年线上洗地机在清洁电器中的销额占比

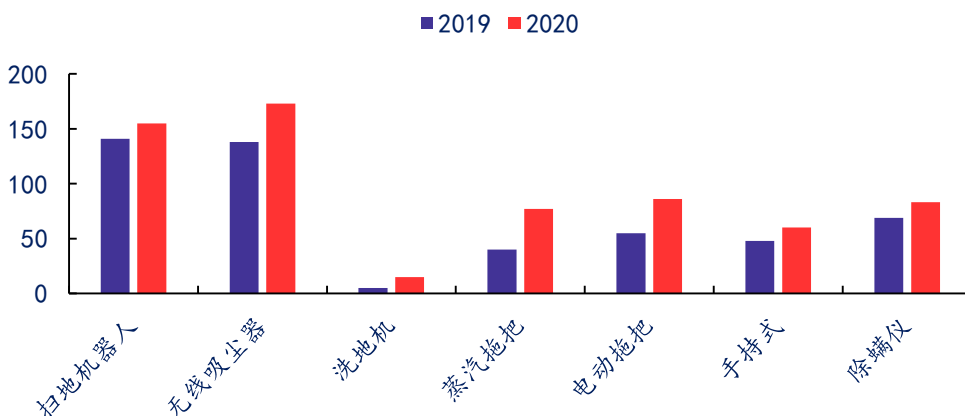


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

### 3. 新品牌入局，新兴市场潜力大

中国清洁电器行业正处于发展初期，新品牌层出不穷。新入局的品牌主要分为四大类型，一是从未涉猎清洁电器领域的完全新品牌；二是已经相对成熟品牌，着力于扩充子品牌；三是代工厂转型做自有品牌；四是渠道商寻求代工贴牌，做自有品牌。根据奥维云网（AVC）线上渠道监测数据，2020 年扫地机器人、无线吸尘器、洗地机线上品牌个数分别为 155、173、150 个，同 2019 年分别增加 14、35、10 个。

图 20：2020 年线上渠道细分品类监测品牌个数



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

除了一些新进入品牌外，传统品牌也不局限单一品类，开始横向扩充品类，科沃斯、莱克、海尔和美国博宝特均推出了洗地机产品，石头科技则推出推杆式产品进入吸尘器行业。

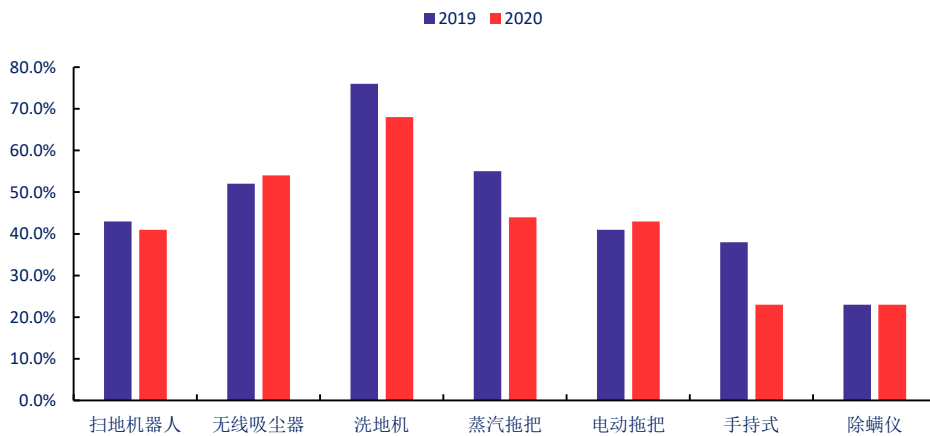
表 2: 品牌产品矩阵

品牌/产品	车载式	除螨机	机器人	立式	手持式	桶式	推杆式	拖把	卧式	洗地机
科沃斯(添可)		√	√		√		√	√		√
石头			√				√			
小米		√	√		√		√	√		
莱克	√	√	√	√		√	√	√	√	√
海尔	√	√	√	√		√	√	√	√	√
鲨客			√	√	√			√		
美国博宝特			√				√	√		√
小狗	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
追觅		√	√				√	√		

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院。注: 红色为新拓展

中国扫地机器人市场集中度较高。尽管品牌数量不断增多, 但头部品牌的集中度却在不断上升, 每个细分领域都出现了龙头品牌, 其中扫地机器人、无线吸尘器等核心品类规模大, TOP1 占比相对较低; 洗地机、电动拖把、蒸汽拖把等新兴品类和手持式、除螨机等细分品类品牌个数少, 发展机会更大。

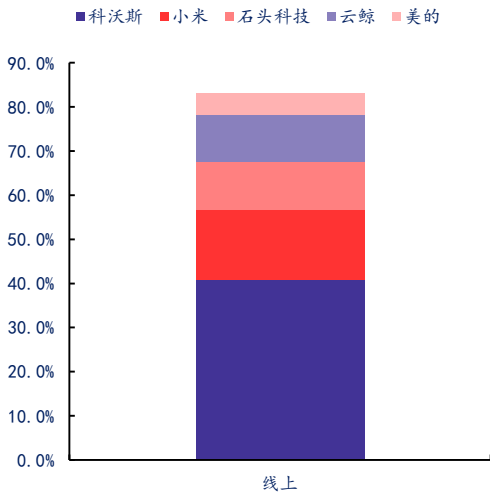
图 21: 2020 年线上细分产品类型 TOP1 品牌零售额占比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

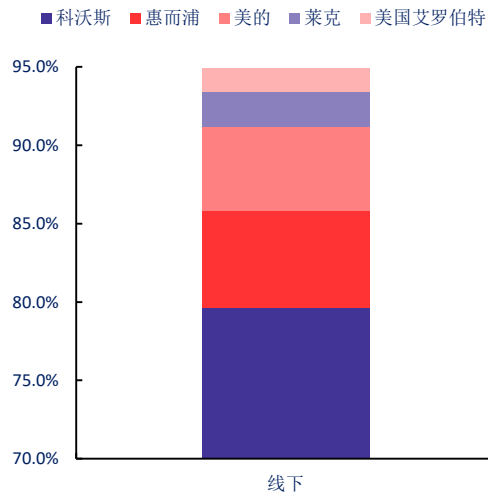
根据头豹研究院数据, 扫地机器人线上市场集中度持续升高, 2020 年 CR5 约为 83.2%, 同比增长约为 9.8%, 科沃斯、小米、石头科技、云鲸为行业头部企业: 科沃斯零售额占比持续升高, 2020 年约为 40.9%, 其次为小米、石头科技、云鲸, 零售额占比分别为 15.7%、11.0%、10.78%, 其他品牌零售额市占率较低, 多不足 5%; 扫地机器人线下市场呈寡头垄断格局, 2020 年 CR5 约为 94.9%: 科沃斯拥有绝对领先优势, 零售额占比约为 79.6%, 其次为惠而浦、美的、莱克, 在线下市场的零售额占比分别为 6.2%、5.4%、2.2%, 其他品牌市占率均不足 2%。

图 22: 2020 年中国扫地机线上 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

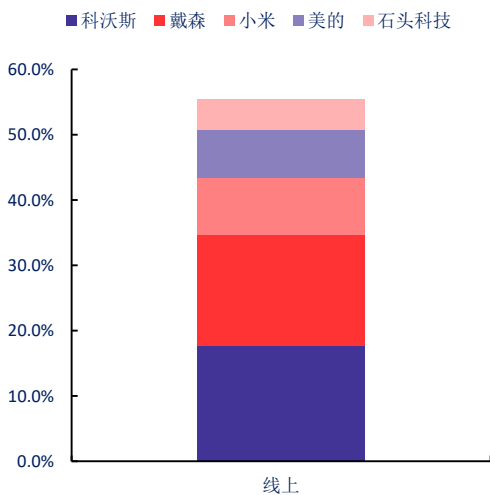
图 23: 2020 年中国扫地机线下 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

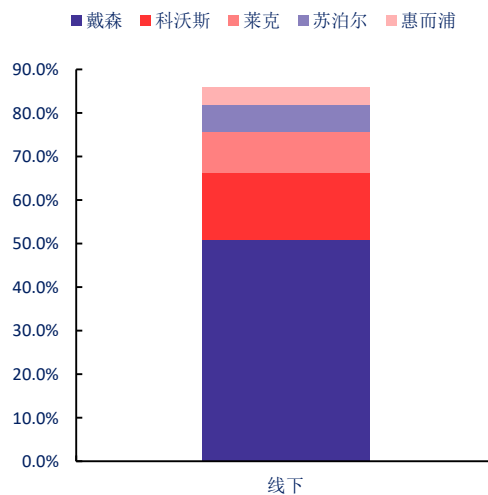
中国吸尘器市场集中度较高, 线下市场格局稳定, 区域垄断。根据头豹研究院数据, 2020 年吸尘器线上市场 CR5 约为 55.5%, 其中科沃斯与戴森为行业头部企业, 零售额占比分别为 17.6%、17.1%; 其他畅销品牌还包括小米、美的、石头科技等, 零售额占比分别为 8.7%、7.4%、4.7%; 2020 年吸尘器线下市场 CR5 约为 86.0%, 其中戴森线下渠道竞争优势显著, 2020 年零售额占比为 50.9%; 其次为科沃斯、莱克、苏泊尔、惠而浦, 零售额占比分别为 15.3%、9.5%、6.3%、4.0%, 其他品牌零售额占比均不足 5%。

图 24: 2020 年中国吸尘器线上 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

图 25: 2020 年中国吸尘器线下 CR5



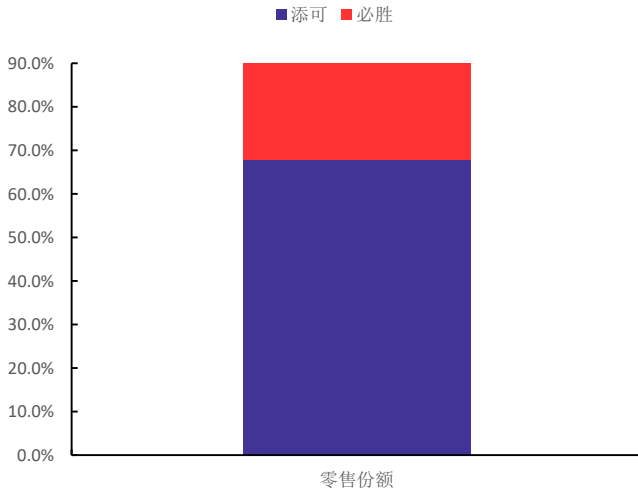
资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

中国洗地机市场呈“寡头垄断”格局, 添可与必胜为洗地机行业领跑者。根据头豹研究院, 添可零售额占比接近 70%, 领先市场; 其次为必胜, 零售额占比为 22.1%。添可与必胜旗下洗地机定位于高端市场, 产品定价均为 3000 元左右。由于中国洗地机品牌入局相对较少, 增长



较快，市场逐渐进入白热化竞争的红海状态，新品牌发展机会大。

图 26：2020 年中国洗地机线上 CR2

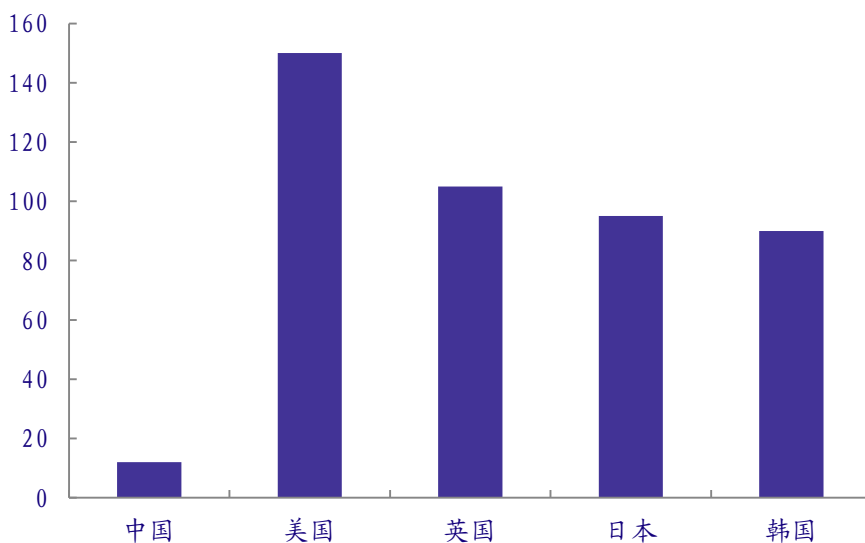


资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

#### 4. 我国清洁电器市场空间大

我国清洁电器处于行业发展初期，渗透率与发达国家相比存在较大差距。根据弗若斯特沙利文报告，我国 2018 年每百户吸尘器的数量为 12，相比美英等发达国家差距明显。随着中国家庭可支配收入及生活水平的不断提高，以及清洁电器产品解决用户痛点能力的不断提高，消费者对清洁电器的需求将逐步释放，我国清洁电器市场空间较大。

图 27：2018 年中国及发达国家每百户吸尘器数量



资料来源：弗若斯特沙利文报告，中国银河证券研究院

根据奥维云网推总数据显示，2020年清洁电器市场规模达到240亿元，同比增长20%。2015-2020年，中国清洁电器市场规模从76亿增长到240亿，年复合增长率为25.9%，增长强劲。2021Q1清洁电器市场零售规模62.4亿元，同比增长40.6%，零售量683万台，同比增长18.1%，延续2020年高增长走势。

图 28: 国内清洁电器零售额及同比增速 (右轴)

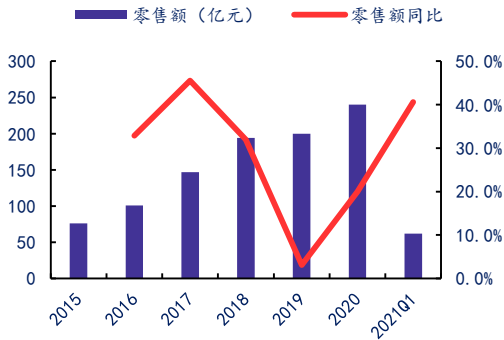
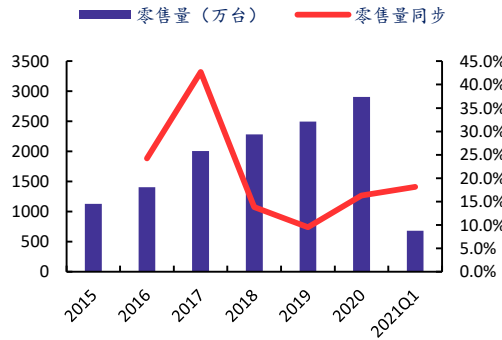


图 29: 国内清洁电器零售量及同比增速 (右轴)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

从渗透率看，我国清洁电器渗透率同发达国家差距较大，行业未来发展空间较大。我们预测清洁电器市场规模（零售量）如下：根据中国清洁电器 2015-2020 年复合增长率 25.9%，我们保守设定 2020-2025 年复合增长率为 25%，由此预测 2025 年中国清洁电器市场规模 732 亿元；根据 2017-2020 年无线吸尘器零售额占清洁电器比重，保守设定 2021-2025 年无线吸尘器零售额占清洁电器比重依次递减 0.5%，分别为 35%、34.5%、34%、33.5% 和 33%，由此预测 2025 年中国无线吸尘器市场规模 242 亿元；根据 2020 年 12 个月洗地机零售额占清洁电器比重，设定 2021-2025 年洗地机零售额占清洁电器比重逐年增加，且占比增幅大于无线吸尘器占比减少幅度，因此假定 2021 年洗地机零售额占清洁电器比重略高于 2020 年 12 月，为 14%，2022-2025 年分别为 15%、16%、17% 和 18%，由此预测 2025 年中国洗地机市场规模为 132 亿元。

表 3: 清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算

年份	清洁电器零售额 (亿元)	清洁电器零售额增长率	无线吸尘器零售额 (亿元)	无线吸尘器零售额占清洁电器比重	洗地机零售额 (亿元)	洗地机零售额占清洁电器比重
2015	76	/	/	/	/	/
2016	101	32.89%	/	/	/	/
2017	147	45.54%	50	34.01%	/	/
2018	194	31.97%	74	38.14%	/	/
2019	200	3.09%	79	39.50%	/	/
2020	240	20.00%	87	36.25%	14	5.70%
2021E	300	25.00%	105	35.00%	42	14.00%
2022E	375	25.00%	129	34.50%	56	15.00%
2023E	469	25.00%	159	34.00%	75	16.00%
2024E	586	25.00%	196	33.50%	100	17.00%

2025E      732      25.00%      242      33.00%      132      18.00%

资料来源：奥维云网，银河证券研究院

## 5. 我国吸尘器出口量大

吸尘器出口量大。2020 年新冠疫情爆发，中国家电产业链在疫情后快速复工复产，承接了全球主要的家电产品订单。中国海关数据显示，2020 年累计家电出口约 33.9 亿台，同比增长 14.2%，出口金额约 4582 亿元人民币，同比提升 24.2%。小家电品类呈现量额大幅提升，海关数据显示，2020 年，我国吸尘器行业产品出口规模为 14,773 万台，同比增长 25.7%，出口金额为 397.2 亿元人民币，同比增长 30.8%。

图 30：中国真空吸尘器出口规模（亿元）

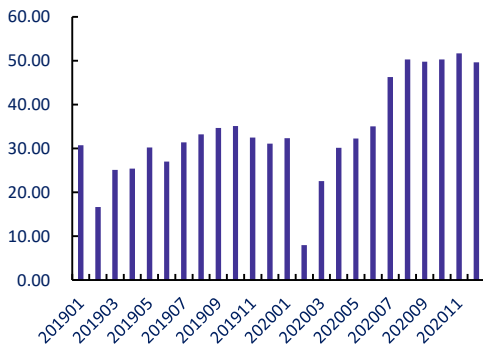
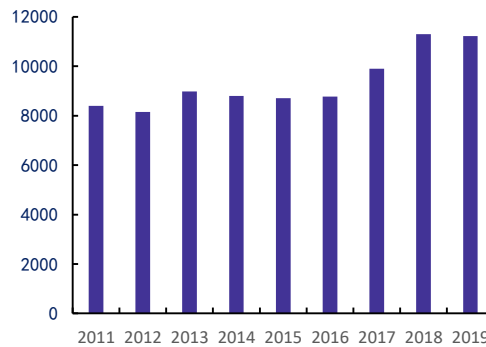


图 31：中国家用吸尘器产量（万台）



资料来源：中国海关总署，中国银河证券研究院

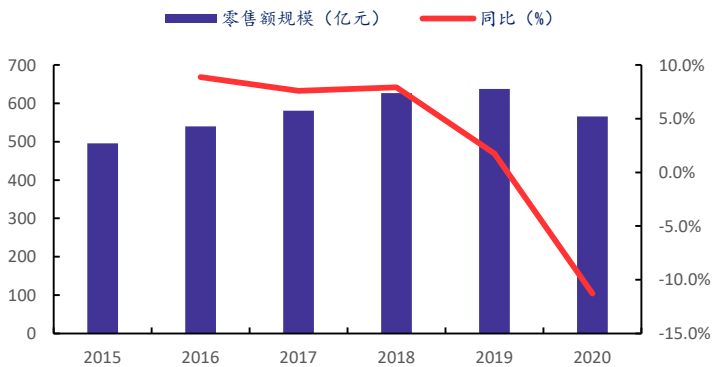
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2020 年，受疫情影响，吸尘器订单进一步向中国集中。在疫情的影响下，欧美等国家人们居家时间增长，对清洁电器需求大幅提升，国内产业链快速复工复产，较好地满足了海外家庭对吸尘器等小家电产品的巨大需求。并且在多年充分的市场化竞争下，中国吸尘器产业在产品研发设计、生产服务上竞争力突出，虽然下半年海外经济恢复及复工复产逐步推进，但吸尘器订单依然保持向中国集中态势，行业增速持续维持高位。

### （二）智能炒菜机市场起步，还处于蓝海市场

我国厨房小家电市场规模大，空间足。根据奥维云网数据，2020 年中国厨房小家电零售额为 566 亿元，远大于清洁电器 240 亿市场规模，尽管 2020 年受疫情影响，增速为负，但未来预期快速回正，继续增长。厨房小家电种类繁多，包括破壁机、搅拌机、榨汁机、豆浆机、养生壶、蒸烤机、电饭煲等多种丰富产品，差异性大，相对容易切入并获得市场份额。

图 32: 厨房小家电零售额规模 (亿元) 及增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

随着厨房家用电器产品的不断升级, 功能集成化和智能化成为厨电竞争新趋势。根据奥维云网调查, 未来厨房小家电卖点聚焦功能集成、无油烟、年轻无经验人群, 差异化、效率提升成为发展的趋势和方向。

图 33: 厨房小家电趋势



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

在集成化和智能化两大趋势的加持下, 功能更集成、使用更智慧的新兴厨电产品——智能炒菜机、智能烹饪机器人等自动化厨房电器应运而生, 致力于解决厨房油烟、厨房家电多、健康饮食问题, 并合理使用零碎化时间。

图 34: 智能炒菜机、智能烹饪机器人



资料来源: 京东, 中国银河证券研究院

目前以炒菜机、厨师机、料理机、多功能烹饪机、智能烹饪机器人为代表的新型烹饪厨电市场, 尚处在较为初期的发展阶段, 覆盖用户较少。该类产品在低端市场以较初级的炒菜机为主, 功能比较单一, 以国产品牌居多, 如饭来、九阳、美的等; 而中、高端市场以料理机、多功能烹饪机和智能烹饪机器人为主, 主要被欧美品牌占据, 如 Cuisinart、Bellini by Cedarlane、All-Clad 等。

未来, 伴随着居民人均可支配收入的提升, 在懒人经济的驱动下, 炒菜机、智能烹饪机器人可以从根源解决油烟、清洁问题, 解决传统厨电痛点, 发展潜力大。且作为新兴市场产品, 智能炒菜机尚处于蓝海市场, 提前布局有利于企业抓住机会, 借势增长。

### 三、产品力“保驾护航”三大业务

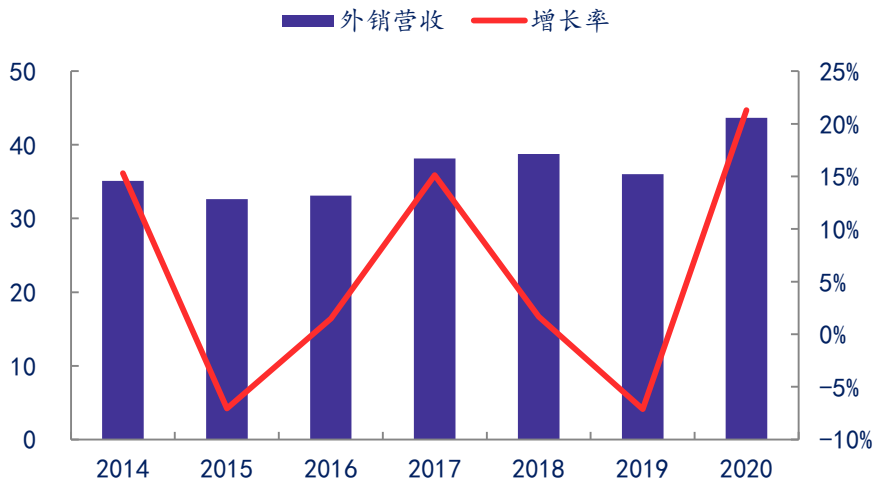
#### (一) ODM 稳定发展

公司 ODM 业务主要聚焦电动产品, 依托电机核心技术, 发展高端化、无线化、智能化产品, 目前产品已经销往全球 100 多个国家和地区, 与众多的世界 500 强企业建立了长期的战略合作伙伴关系。

从公司外销营收来看, 公司 2015 年上市后增速提升, 2018 年增速回落。2019 年受中美贸易摩擦及人民币汇率波动等多方面原因影响, 公司外销出现了负增长。2020 年疫情爆发, 公司上半年业绩受到冲击, 随着海外疫情蔓延, 清洁电器需求增加, 叠加海外产能受疫情影响, 订单国内转移, 公司外销业务逐步恢复。2020 年, 公司外销收入 43.68 亿元, 同比增长 21.30%, 园林工具营收 7.04 亿元, 同比 4.45%, 占公司主营业务收入 11.2%。2021Q1 公司外销依然保持较快增速。



图 35: 公司外销营收及增长率



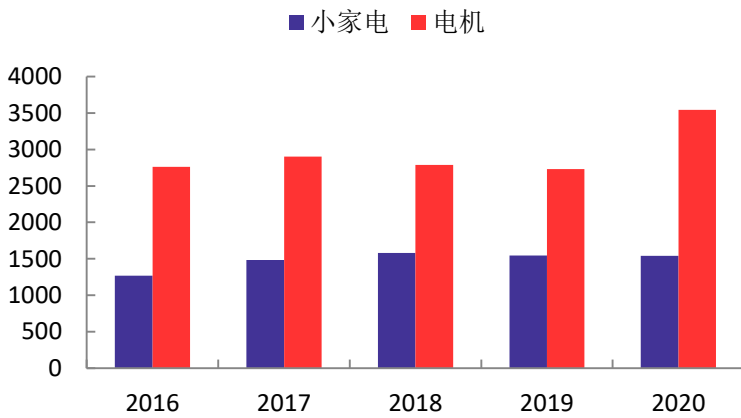
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

公司制造能力较强。公司具有核心部件的全产业链生产能力, 公司坚持自主研发和生产核心部件的原则, 掌握无刷数码电机和家用电器生产中的核心技术和关键环节, 生产基地内配套无刷数码电机和家用电器研发部门、电机生产厂、精密机械厂、模具厂、注塑厂和总装厂等部门, 形成了核心部件研发与自制、产品开发与设计、模具设计与制造、精密压铸与精密加工和整机组装等完整的业务体系。

公司规模化优势明显。公司构建柔性化、平台化精密生产模式, 产能充裕。截至目前, 公司在国内拥有四大工业园(新区向阳路工业园、新区泰山路工业园、新区阳山工业园和吴中区木渎工业园), 总占地面积约 60 万平方米, 工业厂房 50 万平方米。其中吸尘器、小家电和园林工具产品总装、高速电机和汽车电机制造、精密压铸与加工、精密冲压、注塑成型加工、精密模具制造等 20 个制造分厂, 拥有吸尘器、小家电等产品年生产能力 1800 万台, 电机年生产能力 3500 万台, 注塑年产能 2.5 万吨, 精密模具年产能 2500 套(除内部配套外, 还与国内外众多汽车、家电类企业配套专业塑胶模具), 精密压铸与加工年产能 1200 万件的综合加工能力。截至 2020 年底, 公司在建 5 号厂房及机器设和阳山新建研发大楼, 扩大公司产能、提升公司研发能力。

公司具有明显的规模化生产优势, 能够降低公司产品的生产成本, 形成规模效应。2020 年公司小家电和电机产量分别为 1539.49 和 3543.82 万台, 其中电机产量提升明显。

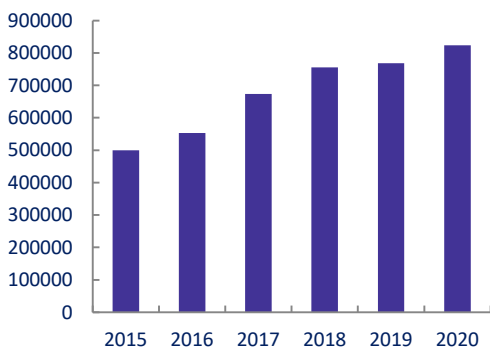
图 36: 公司家电产量



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

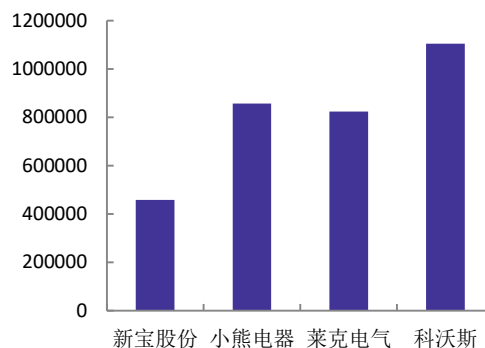
公司逐步推行智能制造。公司具备多年的智能制造经验, 根据“生产自动化、物流智能化、信息一体化、资源绿色化、人才专业化”的智能制造五化管理模式, 采用整体规划、分步实施、重点突破、以点带面的原则推进智能制造建设工作。从人均创收来看, 公司人均创收逐年提升, 2020 年达到 82.4 万元, 相比 2019 年提升了 7.2%, 在同行业中处于较高水平。

图 37: 公司人均创收



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 38: 人均创收对比 (2020)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

公司研发实力较强。公司专注研发, 拥有工业设计中心、吸尘器、厨房电器、净水机、空气净化器等、园艺工具、微特电机、模具等专业化的设计研发团队, 2020 年公司研发人员为 632 人, 占比 8.29%, 研发费用 3.1 亿元, 同比增长了 17.85%。持续投入研发也取得了较好的成果, 2020 年申请的专利数量超过 300 多项, 截止 2020 年底, 公司已获得授权专利超过 1700 多项, 其中发明专利 230 项。

图 39: 研发费用及增长率 (%)

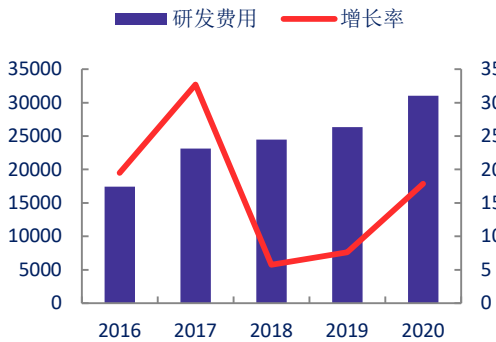
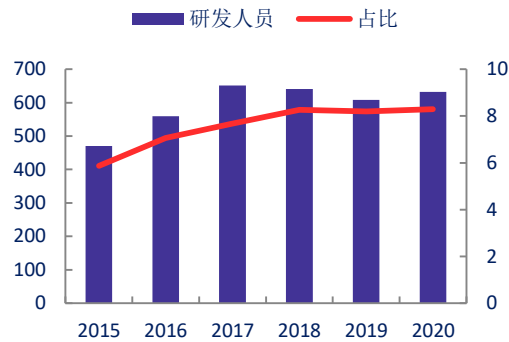


图 40: 研发人员数量及占比 (%)

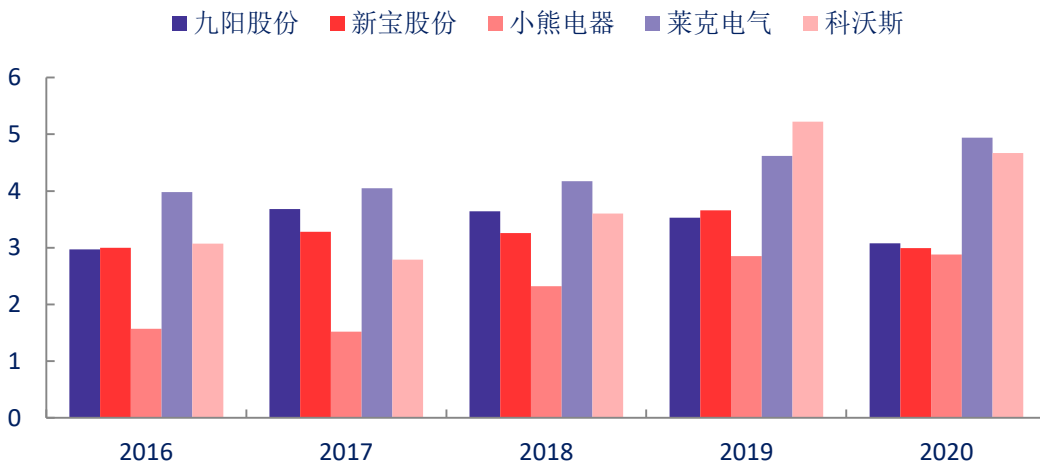


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

从研发费用率来看, 公司研发费用率处于行业前列, 2020 年研发费用率达到 4.94%。

图 41: 研发费用率对比



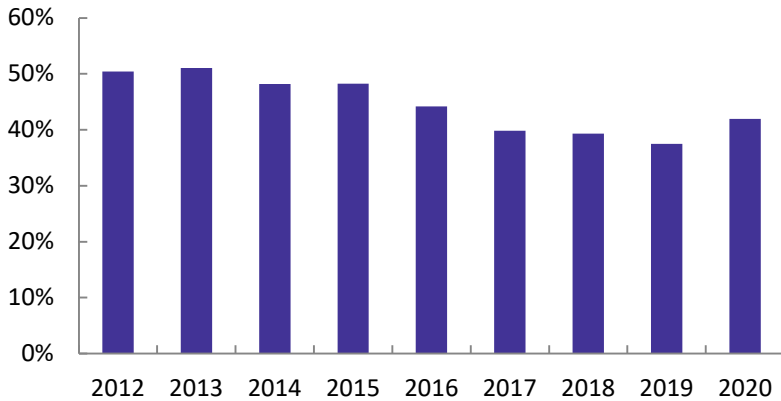
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

全球化市场渠道提升公司影响力。公司始终坚持全球化市场发展战略, 一切从市场和客户需求出发, 坚持与国际高端品牌和地区性知名品牌的战略合作关系, 把莱克的技术优势、制造优势与世界五百强企业的品牌优势互相结合, 实现了业务的高速持续增长。

客户为国外知名品牌。公司由于产品品质和用户口碑较好, 产品也通过欧盟 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, 拥有行销全球的通行证, 其可以主要为国外知名品牌。招股说明书显示, 公司主要合作客户包括优罗普洛 (Euro-Pro)、创科实业 (TTI)、飞利浦 (Philips)、伊莱克斯 (Electrolux)、博世 (Bosch)、胡斯华纳 (Husqvarna) 和美特达 (MTD) 等全球知名企业。其中吸尘器业务: 与 100 多个品牌合作, 销往 60 多个国家; 园林工具业务: 与 50 多个品牌合作, 销往 20 多个国家; 电机自营业务: 与 40 多个品牌合作, 销往 30 多个国家。

公司客户集中度较高。从公司客户集中度来看,客户相对稳定,前五大公司营收占比较高,为了降低公司客户集中度较高的风险,公司聚焦大客户、盯住中型客户、大力发展潜在客户,使得公司客户集中度逐年下降。2020年前五大客户营收占比为41.97%,相比2012年的50.40%下降明显。

图 42: 前五大客户营收占比



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

公司在海外拥有两大生产基地越南工业园、泰国工业园,公司子公司梵克罗越南和梵克罗泰国的2020年营收分别为2.6和0亿元,随着公司加大越南生产基地的建设投入及泰国工业园的投入使用,公司整体竞争能力会进一步提升。

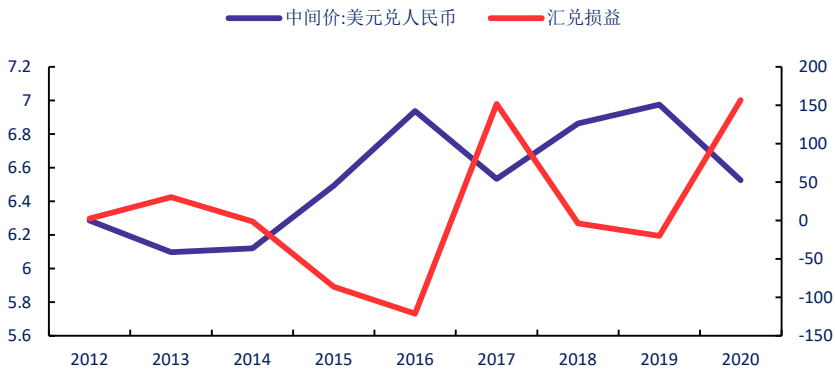
图 43: 公司越南工业园和泰国工业园



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

公司不断还推出新品类、新产品,空气净化器、电吹风、厨房小电等新门类产品,扩充了新增长点,2020年空净产品出口大幅增长340%。由于出口业务毛利相对较低,受人民币汇率变动和基础原材料塑料、钢铁、金属、纸张价格变动等因素影响较大,公司通过采用人民币结算,汇率和原材料变化按月、季调价等多种收汇方案,尽最大可能规避和减少人民币升贬、原材料大幅涨价带来的经营风险。

图 44: 莱克汇兑损益 (右轴, 百万元) 与美元兑人民币汇率 (左轴) 情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## (二) 自主品牌潜力大

### 1. 公司产品力较强

2020年8月, 莱克新一代魔洁 M12 Max 隆重上市, 其搭载了莱克创新 550W 高效数码电机, 续航时间长达 80 分钟, 整机吸入功率高达 200AW, 性能再创业界新高。它颠覆了传统无线吸尘器的设计理念, 以其独特的立式设计和卓越性能, 克服了传统手持无线吸尘器使用手感重、操作不方便的痛点, 为用户带来了更轻便的家居清洁体验, 在高端立式吸尘器市场取得了良好用户口碑和市场成绩。发布会上, M12max, 超过 2000 万人观看关注。在线下举办了 85 场魔洁 M12 MAX 线下新品发布会, 8000 元产品, 单场实现 40 万以上的销售, 取得品牌提升与销量的双丰收, 该产品获得“中国家电科技进步一等奖”、“红顶奖”、“德国工业设计红点奖”、“美国 IDEA 设计大奖”等多项国内外重磅奖项。

从性能上来看, 莱克 M12 Max 性能领先于戴森 V11, 还具有一些特色功能。

表 4: 莱克、戴森无线吸尘器产品数据对比

品牌	莱克	戴森
产品型号	莱克 M12MAX	戴森 (DYSON) V11 ABSOLUTE
京东价格	7999	5490
类型	轻量吸尘器	无线吸尘器
吸头	二合一毛刷*1 二合一扁吸*1 软毛刷*1 电动除螨刷*1 宠物刷*1 地刷*1	高扭矩吸头 x1、软绒滚筒吸头 x1、电动床褥吸头 x1、缝隙软毛 (宽嘴) 两用吸头 x1、缝隙清洁吸头 x1、迷你除尘软毛刷 x1、顽固污垢毛刷 x1
续航时间	60 分钟及以上	60 分钟
尘杯容量	0.7L	0.54L
吸力	≥200AW	181-199AW
特色功能	毛发防缠绕	

资料来源: 京东, 中国银河证券研究院



## 2. 多品牌协同发展

2020年1月，公司与黄小厨品牌管理有限公司投资设立了三食黄小厨，注册资本为人民币1,000万元，公司持有三食黄小厨70%的股权。2020年公司投资设立了西曼帝克厨房，注册资本为人民币1,000万元，公司持有西曼帝克厨房100%的股权。

图 45: 公司五大品牌



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

公司布局五个品牌，构建以不同定位的目标用户应用场景为核心的多品牌产品生态。LEXY 莱克致力于为中高收入消费群提供高品质健康生活所需的家居环境清洁空气舒适产品，主要包括立式无线吸尘器、空净产品、个护产品等；Jimmy 吉米针对年轻新婚家庭提供轻松便捷的家居清洁和个人护理产品，主要包括超轻便无线吸尘器、除螨机、地面吸尘清洗机、洗地机等；Bewinch 碧云泉为中高收入消费群提供客厅、办公室饮水茶饮产品，主要包括台式智能茶艺净水机；SieMatic 西曼帝克为酒店大堂吧、快餐店、果蔬吧、连锁便利店早餐服务提供果蔬、烘焙等整套解决方案；theSuns 三食黄小厨：为单身都市青年及新婚家庭提供各类创意小厨电产品，主要包括智能烹饪机、多功能电子锅、多功能饭煲、破壁机等。

表 5: 公司五大品牌定位及产品

品牌	时间	定位	主要产品
LEXY 莱克	2009	为中高收入消费群提供高品质健康生活所需的家居环境清洁空气舒适产品	立式无线吸尘器、地板清洗机；空净、暖风空净；智能柔风静音扇；除湿机、加湿器；水离子吹风机、熨烫机
Jimmy 吉米	2016	为年轻新婚家庭提供轻松便捷的家居清洁和个人护理产品	立式超轻便无线吸尘器、洗地机、手持无线吸尘器、除螨机，数码电机/直流电机电吹风，挂烫机
Bewinch 碧云泉	2016	中高收入消费群提供客厅、办公室饮水	台式智能 RO/超滤茶艺机、净水机

## 饮茶产品

SieMatic 西曼帝克	202 收购	中高端消费群提供无烟烹饪的智能化、个性化中式健康美食料理产品	智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机
SieMatic 西曼帝克 (商用系列)	202 收购	为酒店大堂吧、快餐店、果蔬吧、连锁便利店早餐服务提供果蔬、烘焙等整套解决方案	破壁机、蒸汽微波烤箱
theSuns 三食黄小厨	2020	单身都市青年及新婚家庭提供各类创意小厨电产品	智能烹饪机、多功能电子锅、多功能饭煲、破壁机

资料来源：公司年报、公司官网、中国银河证券研究院

产品价格区间覆盖面广。莱克定位高端，致力于为中高收入消费群提供高品质健康生活，定价高，魔洁立式/手持多功能无线吸尘器 M12MAX 价格高达 7999 元。而吉米价格下探覆盖更多消费者，P7 小轻杆超轻无线吸尘器价格 1899。

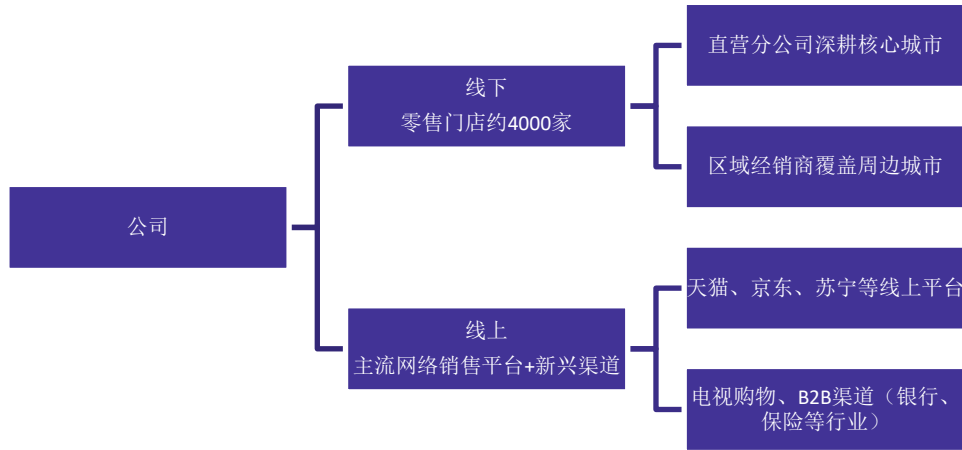
表 6: 公司莱克、吉米品牌吸尘器价格

品牌	系列	型号	价格	品牌	系列	型号	价格
		M12MAX	7999			A5	2299
	M12 系列	M12R	4699		A 系列	A6	2199
		M125	5699			A7	3099
		M115	3969			A8	3699
莱克	M11 系列	M11R	2999	吉米	P7 系列	P7	1899
	M10 系列	M10PRO	2599		X8 系列	X8	3299
		M105	3389		/	/	/
	M8 系列	M8S	1899		/	/	/

资料来源：京东、中国银河证券研究院

国内市场销售方面，公司已建立覆盖国内主要城市的营销网络，线下业务：公司已经形成了由直营分公司深耕核心城市，区域经销商覆盖并拓展其他城市及周边市场的渠道布局，在此基础上进驻了包含高端百货商场、购物中心、全国 3C 连锁店、地方家电连锁店等多种形式实体零售门店约 4000 家；线上业务：LEXY 莱克、bewinch 碧云泉、Jimmy 莱克吉米这三个品牌已经实现了主流网络销售平台全渠道覆盖，并将线上渠道扩大至电视购物渠道、B2B 渠道（银行、保险等行业）等新兴业态，为不同购买习惯的消费群体提供了更便利的购买方式。公司也不断自建渠道，大力发展健康家电体验店，并且积极探索新营销模式，如社区营销、异业联盟等，同时大力发展自主品牌（商用办公室、企业团购）和贴牌的 B2B 业务，销售网络不断完善。

图 46: 公司国内自有品牌销售渠道



资料来源：中国银河证券研究院

线下渠道布局，根据全国布局要求，以一城一代，聚焦 200 个重点城市和 200 个百强县/区，通过“招商会”等形式开展招商活动，开发代理商，以扩大全国市场覆盖率；以一店一代，聚焦 4 省 2 市级 150 个百强县/区，实施渠道下沉及渗透；销售渠道向多元化和个体化发展，大力发展三类专卖店（沿街专卖店、高流量的购物中心店、家居广场店），聚焦 KA 核心门店和有效门店，逐步优化掉无效门店，进驻地方流量型精品超市门店，加强与地方家电连锁渠道的合作，联合渠道及高端大牌进行异业合作召开品鉴会和发布会。以一代一城，一代一品，一店一品类，一员一品类，推进代理商经营的专业化和精细化。通过产品升级、新增品类、品牌分拆运营、营销创新，实现自主品牌业务的突破。

线上布局充分，主要聚焦打造爆品。公司通过习新营销思想，扩大 KOL 种草站外引流的声音聚焦一个品类里打造一个爆品，利用网红直播，集中力量打造爆品。2020 年，公司通过薇娅、李佳琦网红直播等新营销手法，实现碧云泉和吉米品牌线上增长 100%。

表 7: 公司线上渠道

店铺名称		店铺名称	
lexy 莱克官方旗舰店	天猫	莱克京东自营旗舰店	京东
碧云泉旗舰店	天猫	莱克瑞祥鑫悦专卖店	京东
莱克官方旗舰店	京东	莱克兰尔思专卖店	天猫
jimmy 莱克吉米电器旗舰店	天猫	lexy 莱克博奥专卖店	天猫
lexy 莱克嘉平瑞雪专卖店	天猫	莱克除螨仪旗舰店	京东
莱克吉米嘉平瑞雪专卖店	天猫	碧云泉榕树专卖店	天猫
莱克嘉平专卖店	京东	莱克家用电器旗舰店	京东
莱克米标专卖店	天猫	莱克吉米除螨仪旗舰店	京东
碧云泉米标专卖店	天猫	莱克伊岛专卖店	京东
jimmy 莱克吉米点标专卖店	天猫	莱克伊岛专卖店	天猫

莱克吉米京东自营旗舰店	京东	莱克苏宁自营旗舰店	苏宁
莱克米标专卖店	京东	莱克吉米苏宁自营旗舰店	苏宁
碧云泉净饮水京东自营旗舰店	京东	碧云泉净水苏宁自营旗舰店	苏宁

资料来源：公司官网、京东、天猫、苏宁、中国银河证券研究院

公司除螨仪 2020 年全网销量领先。公司通过销售团队及第三方团队运营，积极与薇娅、李佳琦等网红主播合作，直播销售莱克除螨仪。凭借“绝无差评”的强大产品力，除螨仪直播间上线 3 分钟爆抢 7000 台，销量全网领先。公司还在京东授权专卖除螨仪店铺“莱克除螨仪旗舰店”，线上销售除螨仪。

图 47：公司通过薇娅、李佳琦网红直播带货



资料来源：百度图片，中国银河证券研究院

碧云泉，讲好产品故事，拓展内容营销。“碧云泉 敬事而信”，强调“君子务本，本立而道生；敬事而信，直道而事人”，27 年来从未放弃对细节的苛求，做真正能打动大众的净水品牌。持敬重之心，尽全力做事，立信于用户。以品质和口碑陪伴用户健康成长，并陆续推出“矢志不渝 以匠心之名”、“精诚所至 口碑见证”、“上善若水 厚德载物”等，突出产品特点。

进军海外市场，加大发展吉米品牌的跨境电商业务，针对市场布局情况，扩大市场销售范围，重点发展东欧、俄罗斯、东南亚市场，同时不断填补新品类，除清洁类产品外，扩大个护和厨房电器产品。



### (三) 零部件业务切入新能源赛道

公司构建以新能源汽车、太阳能、5G 通信、工业自动化、智能家电行业为目标客户的关键零部件产业生态。重点发展与新能源相关的各种自带控制系统的无刷数码电机，主要电机业务全面转型至数码电机；发展大家电、小家电及各种传统电机替代的无刷数码电机；大力发展精密压铸业务，2021 年形成 2 万吨生产规模；发展精密模具自营销售业务，构建核心零部件产业生态，加速发展新业态、新业务，提升公司的综合实力。

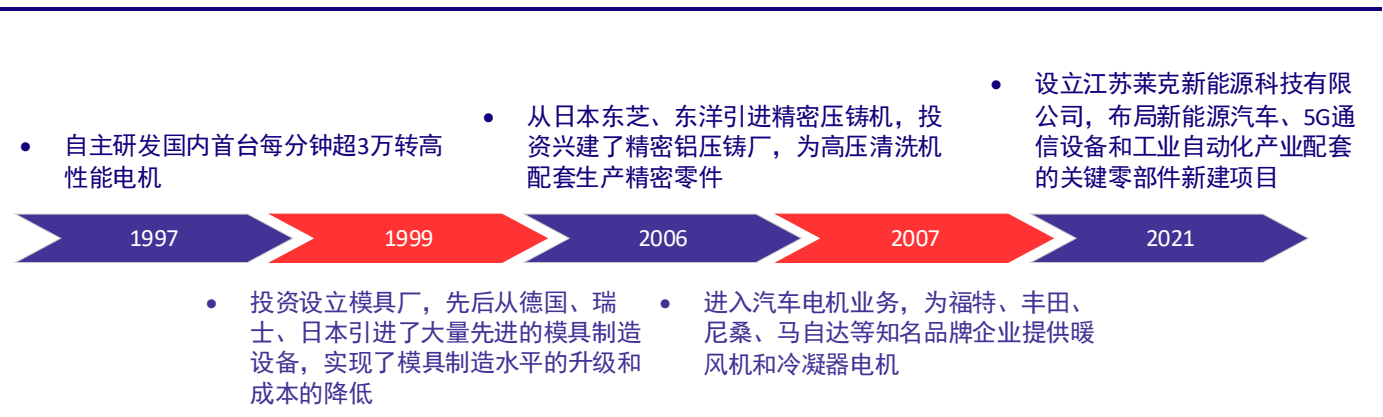
图 48：公司四大核心零部件产业生态



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

为了使核心技术牢牢的掌握在自己手中，公司坚持核心零部件自主研发、自主生产。1997 年，自主研发国内首台每分钟超 3 万转高性能电机；1999 年，公司投资设立模具厂，先后从德国、瑞士、日本引进了大量先进的模具制造设备，实现了模具制造水平的升级和成本的降低；2006 年，从日本东芝、东洋引进精密压铸机，投资兴建了精密铝压铸厂，为高压清洗机配套生产精密零件；2007 年，公司进入汽车电机业务，为福特、丰田、尼桑、马自达等知名品牌企业提供暖风机和冷凝器电机。先后建立了高速电机、精密模具、精密铝合金压铸与 CNC 加工、等核心零部件的制造纵向一体化生产体系。

图 49：公司核心零部件业务发展历程



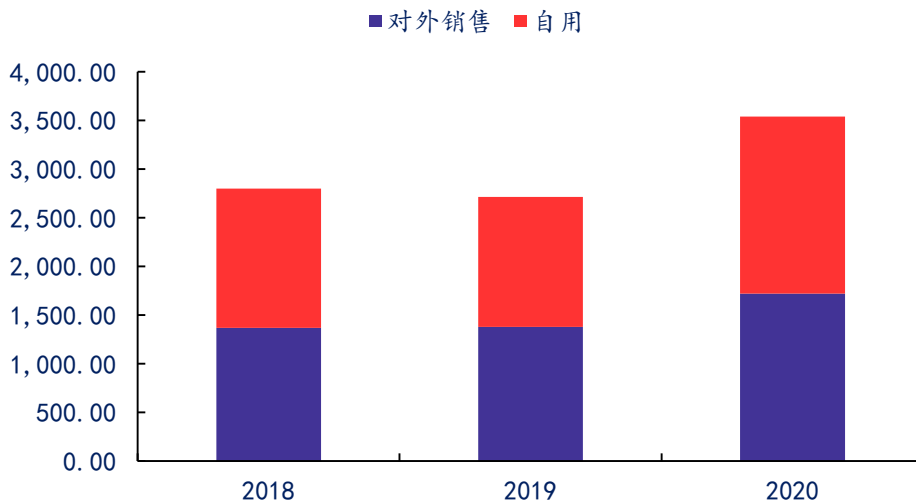
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

2021年，公司发布公告，拟以现金出资40,000万元人民币在苏州高新区设立江苏莱克新能源科技有限公司，投资项目为年产8000万件新能源汽车、5G通信设备和工业自动化产业配套的关键零部件新建项目。项目建设期2年，第2年开始生产，第5年达产，达产后每年生产8000万件产业核心零部件，其中，新能源汽车零部件预计年产4000万件，5G通信零部件预计年产2000万件，工业自动化关键零部件预计年产2000万件。

新能源订单具有周期性长的特点，一般为6-8年，甚至十几年，因此，公司布局新能源零部件业务，可以保证近几年内订单稳定，形成公司又一稳定增长点。

2020年，电动机产量大幅提高，生产量比上年增加29.85%，其中对外销售量比上年增加24.79%。生产的电机，除了对外销售，还有一半左右的产品自用，主要用于生产的环境清洁电器、园林工具和厨房电器上。

图 50: 公司电机生产量及使用去向



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

## 四、公司财务分析

### (一) 公司净资产收益率提升空间大

2020年莱克电气净资产回报率为9.87%，不及新宝股份和科沃斯，但2019年莱克电气ROE位列第一，未来仍有较大提升空间。以杜邦分析法分析公司净资产回报率，公司净资产回报率从13年到19年趋势变动的主要随公司权益乘数而变动。



图 51: 莱克电气可比企业 ROE

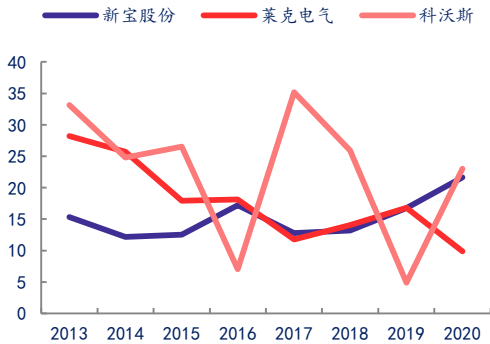
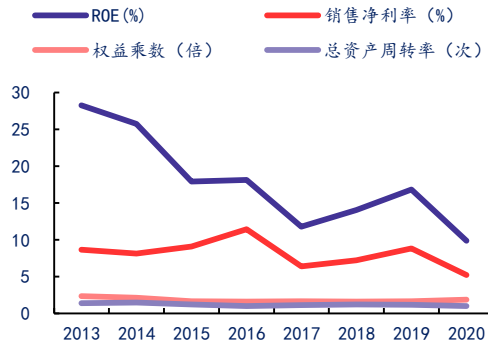


图 52: 莱克电气 ROE 及拆分情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

使用杜邦分析法将莱克电气、新宝股份、科沃斯 2020 年的净资产收益率进行拆分, 可以看出莱克电气的销售净利率次于科沃斯和新宝股份; 权益乘数、总资产周转率与可比企业差距不大。

表 8: 公司 ROE 拆分

	销售净利率 (%)	权益乘数 (倍)	总资产周转率 (次)
新宝股份	8.7611	1.9973	1.2779
莱克电气	5.1928	1.8814	1.0046
科沃斯	8.9025	1.8816	1.3786

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

公司盈利能力稳定, 位于行业前列。公司销售毛利率从 16 年开始一直保持稳定在 25% 左右, 在行业中处于前列。销售净利率虽然有波动, 但是位列前茅, 2014、2015、2016 及 2019 年均超过新宝股份和科沃斯, 位列第一, 公司净利率表现较好。

图 53: 可比企业销售毛利率

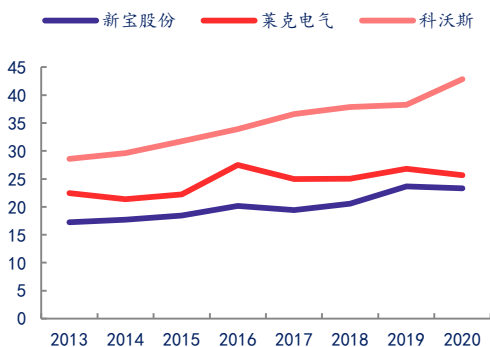
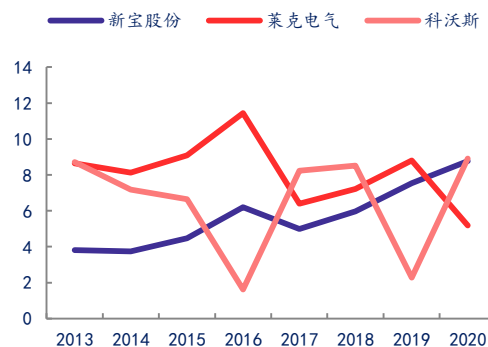


图 54: 可比企业销售净利率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## (二) 存货周转率高, 存货管理效率高

莱克电气注重存货管理效率。2020 年公司存货周转率为 6.12，均高于科沃斯、新宝股份，公司应收账款、存货管理效率高。

图 55: 可比企业应收账款周转率

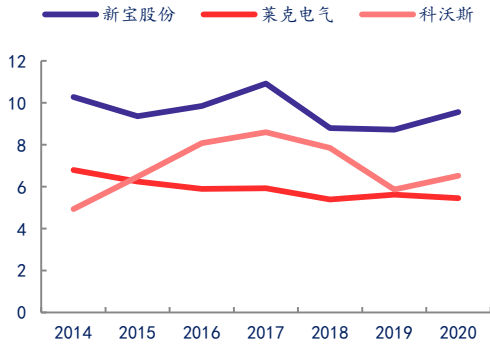
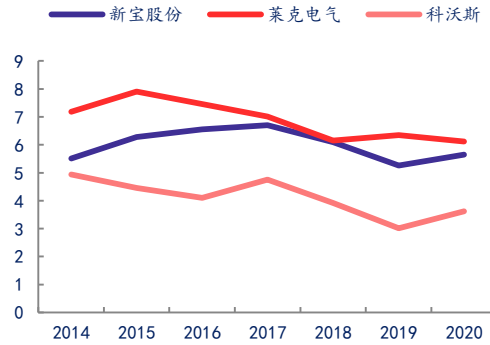


图 56: 可比企业存货周转率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

表 9: 2015-2020 公司财务指标

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
<b>基本经营情况</b>						
营业总收入	40.03	43.77	57.10	58.64	57.03	62.81
净利润	3.64	5.01	3.66	4.23	5.02	3.26
每股收益(稀释)	0.95	1.25	0.91	1.05	1.25	0.81
每股经营现金流	1.24	1.07	0.53	1.67	3.01	2.47
<b>成长能力指标</b>						
营业收入增长率(%)	-5.39	9.34	30.46	2.70	-2.74	10.13
归母净利润增长率(%)	5.75	37.83	-27.10	15.73	18.73	-34.70
<b>盈利能力指标</b>						
销售毛利率(%)	22.24	27.52	24.97	25.05	26.82	25.67
销售净利率(%)	9.08	11.44	6.40	7.21	8.81	5.19
营业利润率(%)	10.10	13.13	7.13	7.71	9.91	9.43
净资产收益率加权(%)	17.32	18.13	11.77	12.64	16.79	9.89
<b>费用率</b>						
销售费用率(%)	4.40	7.49	6.56	7.73	7.24	5.29
管理费用率(%)	9.11	8.30	7.72	8.11	8.80	8.20
财务费用率(%)	-2.34	-2.64	2.40	-0.95	-0.86	2.27
费用率(%)	11.17	13.14	16.69	14.88	15.18	15.76
<b>营运能力指标</b>						
总资产周转率	1.19	0.99	1.11	1.22	1.16	1.00
存货周转率	7.91	7.46	7.01	6.15	6.35	6.12
应收账款周转率	6.24	5.89	5.93	5.39	5.61	5.45
<b>偿债能力</b>						
流动比率	2.39	1.95	2.10	1.93	2.04	1.74

速动比率	2.07	1.72	1.72	1.52	1.73	1.47
资产负债率(%)	31.22	41.59	37.28	37.82	40.50	51.62
存货/流动资产(%)	13.26	12.03	18.20	21.52	15.32	15.42
长期负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00	9.18	0.00
存货	3.59	4.92	7.29	7.00	6.15	9.12
流动资产	27.04	40.91	40.07	32.52	40.13	59.11

数据来源: WIND、中国银河证券研究院整理

## 五、公司估值及投资建议

基本假设如下:

1. 公司 2021-2023 年着重发展自有品牌, 计划大幅提升自有品牌业务占比, ODM 业务中环境清洁电器增长趋于稳定, 因此, 假定公司 2021-2023 年自有品牌增长 80%、35%、25%, ODM 环境清洁电器保持 5% 稳定增长。

2. 公司家居清洁健康电器包含园林工具、厨房电器和其他业务等, 园林工具业务稳定, 厨房电器未来 3 年预期增长迅速, 因此假定公司 2021-2023 年园林工具保持 4% 稳定增长, 厨房电器切入新赛道, 分别以 120%、80%、40% 增速增长, 其他产品增长 30%、20%、20%。

3. 公司核心部件和其他业务, 拓展新能源等业务订单, 公司计划拓展产能, 因此假定 2021-2023 年公司核心部件增长 30%、25%、20%, 其他业务增长 60%、50%、40%。

表 10: 公司各业务收入毛利预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>环境清洁电器</b>						
营业收入(百万元)	4059.00	3774.73	4049.16	4992.73	5775.97	6545.01
YOY	1.34%	-7.00%	7.27%	23.30%	15.69%	13.31%
毛利率	27.91%	30.22%	29.42%	30.19%	32.73%	33.63%
<b>家居清洁健康电器</b>						
营业收入(百万元)	1081.74	1183.18	1374.38	1731.81	2148.98	2569.71
YOY	9.27%	9.38%	16.16%	26.01%	24.09%	19.58%
毛利率	18.96%	20.77%	19.84%	18.83%	19.81%	19.85%
<b>核心部件</b>						
营业收入(百万元)	660.83	690.75	784.77	1020.20	1275.25	1530.30
YOY	-1.30%	4.53%	13.61%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	18.49%	19.54%	18.42%	18.50%	19.00%	19.00%
<b>其他业务</b>						
营业收入(百万元)	62.26	54.54	72.48	115.97	173.95	243.53
YOY	39.53%	-12.40%	32.89%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	13.97%	14.81%	5.74%	14.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>						
营业收入(百万元)	5863.83	5703.20	6280.79	7860.71	9374.15	10888.56

YOY	2.70%	-2.74%	10.13%	25.15%	19.25%	16.16%
毛利率	25.05%	26.82%	25.67%	25.93%	27.57%	27.90%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 78.61、93.74、108.89 亿元，同比变化 25.15%、19.25%、16.16%；归母净利润分别为 8.02、10.58、12.79 亿元，同比变化 144.53%、31.95%、20.85%；每股收益（EPS）分别为 1.95、2.58、3.11 元，对应 PE 分别为 28.61、21.68、17.94 倍。看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

表 11：主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6280.80	7860.71	9374.15	10888.56
收入增长率 (%)	10.13%	25.15%	19.25%	16.16%
净利润 (百万元)	327.98	802.02	1058.24	1278.86
净利润增长率 (%)	-34.70%	144.53%	31.95%	20.85%
摊薄 EPS(元)	0.80	1.95	2.58	3.11
PE	37.87	28.61	21.68	17.94
PB	3.60	5.27	4.09	3.24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

国际贸易环境波动的风险，汇率波动的风险，原材料价格变动的风险，行业竞争加剧的风险。

## 七、附录:

### (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					
2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			
<b>流动资产</b>	5911.04	6626.64	7860.94	9803.81	营业收入	6280.80	7860.71	9374.15	10888.56	
现金	2666.29	3329.71	4231.48	5715.71	营业成本	4668.30	5822.22	6789.50	7850.18	
应收账款	1370.62	1292.17	1412.54	1640.74	营业税金及附加	31.19	50.54	58.05	66.06	
其它应收款	25.97	25.84	20.55	20.88	营业费用	332.10	510.95	656.19	762.20	
预付账款	57.81	58.22	54.32	47.10	管理费用	205.04	289.57	340.08	390.46	
存货	911.66	1008.85	1196.88	1400.85	财务费用	142.69	-74.95	-94.51	-124.34	
其他	878.69	911.84	945.18	978.52	资产减值损失	-62.28	0.09	0.09	0.07	
<b>非流动资产</b>	1215.96	1512.95	1937.15	2057.43	公允价值变动收益	47.90	0.00	0.00	0.00	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-2.27	0.00	0.00	0.00	
固定资产	921.23	951.69	1079.25	1202.85	营业利润	592.09	908.76	1198.56	1448.09	
无形资产	149.03	145.56	142.20	138.88	营业外收入	24.65	0.00	0.00	0.00	
其他	145.70	415.70	715.70	715.70	营业外支出	266.38	0.00	0.00	0.00	
<b>资产总计</b>	7127.00	8139.59	9798.09	11861.24	利润总额	350.36	908.76	1198.56	1448.09	
<b>流动负债</b>	3406.12	3518.07	3921.00	4508.99	所得税	24.21	109.05	143.83	173.77	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	326.15	799.71	1054.73	1274.32	
应付账款	1279.92	1435.62	1674.12	1935.66	少数股东损益	-1.83	-2.32	-3.50	-4.54	
其他	2126.20	2082.45	2246.88	2573.33	归属母公司净利润	327.98	802.02	1058.24	1278.86	
非流动负债	272.71	272.71	272.71	272.71	EBITDA	865.46	893.21	1161.75	1382.02	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.80	1.95	2.58	3.11	
其他	272.71	272.71	272.71	272.71						
<b>负债合计</b>	3678.83	3790.77	4193.71	4781.70	<b>主要财务比率</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
少数股东权益	1.17	-1.15	-4.65	-9.19	营业收入	10.13%	25.15%	19.25%	16.16%	
归属母公司股东权益	3447.00	4349.96	5609.04	7088.73	营业利润	4.81%	53.48%	31.89%	20.82%	
<b>负债和股东权益</b>	7127.00	8139.59	9798.09	11861.24	归属母公司净利润	-34.70%	144.53%	31.95%	20.85%	
					毛利率	25.67%	25.93%	27.57%	27.90%	
					净利率	5.22%	10.20%	11.29%	11.74%	
					ROE	9.52%	18.44%	18.87%	18.04%	
					ROIC	18.23%	15.48%	16.15%	15.50%	
					资产负债率	51.62%	46.57%	42.80%	40.31%	
					净负债比率	106.69%	87.17%	74.83%	67.54%	
					流动比率	1.74	1.88	2.00	2.17	
					速动比率	1.45	1.58	1.69	1.85	
					总资产周转率	0.88	0.97	0.96	0.92	
					应收帐款周转率	4.58	6.08	6.64	6.64	
					应付帐款周转率	4.91	5.48	5.60	5.63	
					每股收益	0.80	1.95	2.58	3.11	
					每股经营现金	2.47	2.28	2.93	3.62	
					每股净资产	8.39	10.59	13.65	17.25	
					P/E	37.87	28.61	21.68	17.94	
					P/B	3.60	5.27	4.09	3.24	
					EV/EBITDA	11.62	22.29	16.36	12.68	
					PS	3.65	2.92	2.45	2.11	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 公司发展阶段与重大发展里程碑 .....	2
图 2: 公司发展战略 .....	3
图 3: 公司股权结构 .....	3
图 4: 公司营收 (亿元) 及增长率 (%) .....	4
图 5: 公司归母净利润率 (亿元) 及增长率 (%) .....	4
图 6: 公司产品结构 .....	5
图 7: 公司 2020 年收入结构 .....	5
图 8: 公司 2015-2020 年收入结构 .....	5
图 9: 清洁电器产品矩阵及分类 .....	6
图 10: 2015 至今“清洁”“杀菌”百度指数 .....	7
图 11: 中国家庭插地频次占比 (2020) .....	7
图 12: 中国家庭每次擦地花费时间 (2020) .....	7
图 13: 国内线上清洁电器生命周期 .....	8
图 14: 国内线上无线吸尘器生命周期 .....	8
图 15: 清洁电器线上销售占比 .....	8
图 16: 清洁电器线上线下零售额同比 .....	8
图 17: 2020 年国内清洁电器细分品类线上销额占比 .....	9
图 18: 2020 年国内清洁电器细分品类线下销额占比 .....	9
图 19: 2020 年线上洗地机在清洁电器中的销额占比 .....	10
图 20: 2020 年线上渠道细分品类监测品牌个数 .....	10
图 21: 2020 年线上细分产品类型 TOP1 品牌零售额占比 .....	11
图 22: 2020 年中国扫地机线上 CR5 .....	12
图 23: 2020 年中国扫地机线下 CR5 .....	12
图 24: 2020 年中国吸尘器线上 CR5 .....	12
图 25: 2020 年中国吸尘器线下 CR5 .....	12
图 26: 2020 年中国洗地机线上 CR2 .....	13
图 27: 2018 年中国及发达国家每百户吸尘器数量 .....	13
图 28: 国内清洁电器零售额及同比增速 (右轴) .....	14
图 29: 国内清洁电器零售量及同比增速 (右轴) .....	14
图 30: 中国真空吸尘器出口规模 (亿元) .....	15
图 31: 中国家用吸尘器产量 (万台) .....	15
图 32: 厨房小家电零售额规模 (亿元) 及增速 .....	16
图 33: 厨房小家电趋势 .....	16
图 34: 智能炒菜机、智能烹饪机器人 .....	17
图 35: 公司外销营收及增长率 .....	18
图 36: 公司家电产量 .....	19
图 37: 公司人均创收 .....	19
图 38: 人均创收对比 (2020) .....	19
图 39: 研发费用及增长率 (%) .....	20



图 40: 研发人员数量及占比 (%) .....	20
图 41: 研发费用率对比 .....	20
图 42: 前五大客户营收占比 .....	21
图 43: 公司越南工业园和泰国工业园 .....	21
图 44: 莱克汇兑损益 (右轴, 百万元) 与美元兑人民币汇率 (左轴) 情况 .....	22
图 45: 公司五大品牌 .....	23
图 46: 公司国内自有品牌销售渠道 .....	25
图 47: 公司通过薇娅、李佳琦网红直播带货 .....	26
图 48: 公司四大核心零部件产业生态 .....	27
图 49: 公司核心零部件业务发展历程 .....	27
图 50: 公司电机生产量及使用去向 .....	28
图 51: 莱克电气可比企业 ROE .....	29
图 52: 莱克电气 ROE 及拆分情况 .....	29
图 53: 可比企业销售毛利率 .....	29
图 54: 可比企业销售净利率 .....	29
图 55: 可比企业应收账款周转率 .....	30
图 56: 可比企业存货周转率 .....	30

## 表格目录

表 1: 2020 年国内清洁电器细分品类销额同比 .....	9
表 2: 品牌产品矩阵 .....	11
表 3: 清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算 .....	14
表 4: 莱克、戴森无线吸尘器产品数据对比 .....	22
表 5: 公司五大品牌定位及产品 .....	23
表 6: 公司莱克、吉米品牌吸尘器价格 .....	24
表 7: 公司线上渠道 .....	25
表 8: 公司 ROE 拆分 .....	29
表 9: 2015-2020 公司财务指标 .....	30
表 10: 公司各业务收入毛利预测 .....	31
表 11: 主要财务指标 .....	32

### 分析师简介及承诺

**李冠华**，工商管理硕士，2018年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn