

## 多元业务协同发展，自主品牌加快成长

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是吸尘器代工龙头，逐渐从 odm 转向自主品牌。目前 odm 业务贡献了公司主要的营收来源，自主品牌运营逐步见效。在国内清洁电器市场规模快速扩张的背景下（2020 年清洁电器销售额 140 亿元，同比增长 20%），公司自主品牌渠道加快转型，聚焦爆品营销加码，未来自主品牌业务有望成为公司主要的营收增长动力，预期未来三年自主品牌业务复合增速超过 40%。此外，凭借深厚的技术优势，公司在传统代工业务的基数上，外延拓展汽车零部件业务。随着汽零业务的逐步放量，零部件业务有望成为公司新的增长来源。
- 吸尘器代工龙头，历史业绩稳健增长。** 莱克电气是一家多年从事环境清洁和生活小家电研发、制造、销售的企业。公司主营产品涵盖了以吸尘器、空气净化器、净水机、厨房电器为主的 To C 端产品，以微特电机、精密零件为主的 To B 端产品。在传统代工业务的基础上，公司先后推出了五大自有品牌。经过多年培育，自有品牌业务初有成效。2020 年公司营收为 62.8 亿元，5 年复合增长率为 9.4%。其中以自有品牌为主的内销占比达到了 29.6%。2021Q1，公司营收为 20.1 亿元，同比增长 78%，相较于 2019Q1 增长 43.3%；归母净利润为 1.9 亿元，同比增长 114%，相较于 2019Q1 增长 122%。
- 多元化品牌矩阵，渠道变革营销加码。** 公司根据差异化定位推出 5 个自有品牌，充分覆盖不同消费者的差异化需求。公司顺应消费趋势，加快线上渠道调整，聚焦爆款营销加码；线下渠道选择重点区县进行定点下沉。此外，公司利用跨境电商培育海外市场。自主品牌运营逐步见效，2021Q1 自主品牌营收同比增长 80%。随着公司渠道调整到位，新品营销逐步发力，自主品牌业务增长可期。
- 传统代工为基础，外延拓展汽零业务。** 公司凭借多年积累的产品研发、工业设计和生产制造能力，与国际知名品牌建立了长期战略合作关系。公司吸尘器出口占全国出口总量的 10% 左右，是国内最大的吸尘器代工商。未来公司将通过优化产品结构以及拓展产品品类推动代工业务稳健发展。公司依托全产业链优势，在原有家电代工业务的基础上，外延拓展至汽车零部件等新兴业务。2020 年公司核心零部件业务增长 24%，其中新能源汽车零部件铝合金精密成型与加工业务增长 50% 以上。2021 年 6 月，公司公告拟收购上海帕捷汽车配件有限公司 100% 股权。上海帕捷主要从事汽车铝合金零部件的研发、生产及销售。公司收购上海帕捷后有望发挥协同效应，加快公司的核心零部件业务的发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.84 元、2.37 元、2.95 元。参考行业平均估值，考虑到公司代工业务占比较高，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：** 原材料价格或大幅波动、新品销售不及预期风险、人民币汇率或大幅波动风险。

### 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

联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@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)	4.11
流通 A 股(亿股)	4.01
52 周内股价区间(元)	24.58-62.16
总市值(亿元)	252.81
总资产(亿元)	71.59
每股净资产(元)	8.90

### 相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6280.80	8080.58	9358.92	10618.53
增长率	10.13%	28.66%	15.82%	13.46%
归属母公司净利润 (百万元)	327.98	753.91	973.12	1211.59
增长率	-34.70%	129.86%	29.08%	24.51%
每股收益 EPS (元)	0.80	1.84	2.37	2.95
净资产收益率 ROE	9.46%	18.14%	19.55%	20.22%
PE	77	34	26	21
PB	7.33	6.11	5.10	4.23

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 吸尘器代工龙头，营收规模稳健增长 .....</b>	<b>1</b>
1.1 深耕电机研发，清洁领域领跑者 .....	1
1.2 公司股权集中，管理层技术背景深厚 .....	3
<b>2 品牌矩阵协同发力，渠道调整营销加码 .....</b>	<b>4</b>
2.1 多元品牌协同发展，全方位覆盖消费人群 .....	4
2.2 渠道调整加速，品牌营销加码 .....	8
<b>3 传统代工业务为基石，外延拓展汽零业务 .....</b>	<b>9</b>
3.1 技术筑底，坚持研发构建核心竞争力 .....	9
3.2 结构优化+品类拓展，代工业务稳步增长 .....	11
3.3 整合供应链，外延拓展零部件业务 .....	12
<b>4 盈利预测与估值 .....</b>	<b>13</b>
4.1 盈利预测 .....	13
4.2 相对估值 .....	13
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>14</b>

## 图 目 录

图 1: 莱克发展历程.....	1
图 2: 2016 年至今公司营业收入及其增速.....	2
图 3: 2016 至今公司归母净利润及其增速.....	2
图 4: 2016-2020 年内外销营收.....	2
图 5: 2016-2020 年内外销营收占比.....	2
图 6: 2016 至今公司盈利能力情况.....	3
图 7: 2016 年至今公司的费用率情况.....	3
图 8: 莱克股权结构图.....	4
图 9: 2015-2020 年中国清洁电器市场规模.....	5
图 10: 2019-2021Q1 清洁电器分渠道零售额占比.....	5
图 11: 清洁电器 2021Q1 线下市场份额.....	5
图 12: 清洁电器 2021Q1 线上市场份额.....	5
图 13: 2016-2020 年莱克品牌吸尘器线上销售均价.....	6
图 14: 2016-2020 年莱克品牌吸尘器线下均价走势.....	6
图 15: 2016-2020 年吉米品牌吸尘器线下均价走势.....	6
图 16: 2016-2020 年吉米品牌吸尘器线上均价走势.....	6
图 17: 2016 年至今净水器零售规模及其增速.....	7
图 18: 2016 年至今净水器零售渠道情况.....	7
图 19: 2016-2020 年碧云泉净饮机线下均价走势.....	7
图 20: 2016-2020 年碧云泉净饮机线上均价.....	7
图 21: 头部网红直播快速提升品牌知名度.....	8
图 22: 2016-2020 年公司及可比公司研发支出.....	9
图 23: 2016-2020 年公司及可比公司研发人员规模.....	9
图 24: 2016-2020 年公司电机产销量.....	10
图 25: 2016-2020 年公司电机收入及其增速.....	10
图 26: 公司海内外均工业园区.....	10
图 27: 2016-2020 年公司员工人均创收情况.....	11
图 28: 2016-2020 年公司制造费用占比情况.....	11
图 29: 2016 年至今公司外销营收及其增速.....	11
图 30: 2016 年至今公司外销毛利率情况.....	11

## 表 目 录

表 1: 五大自有品牌.....	4
表 2: 四大核心零部件产业生态.....	12
表 3: 分业务收入及毛利率.....	13
表 4: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

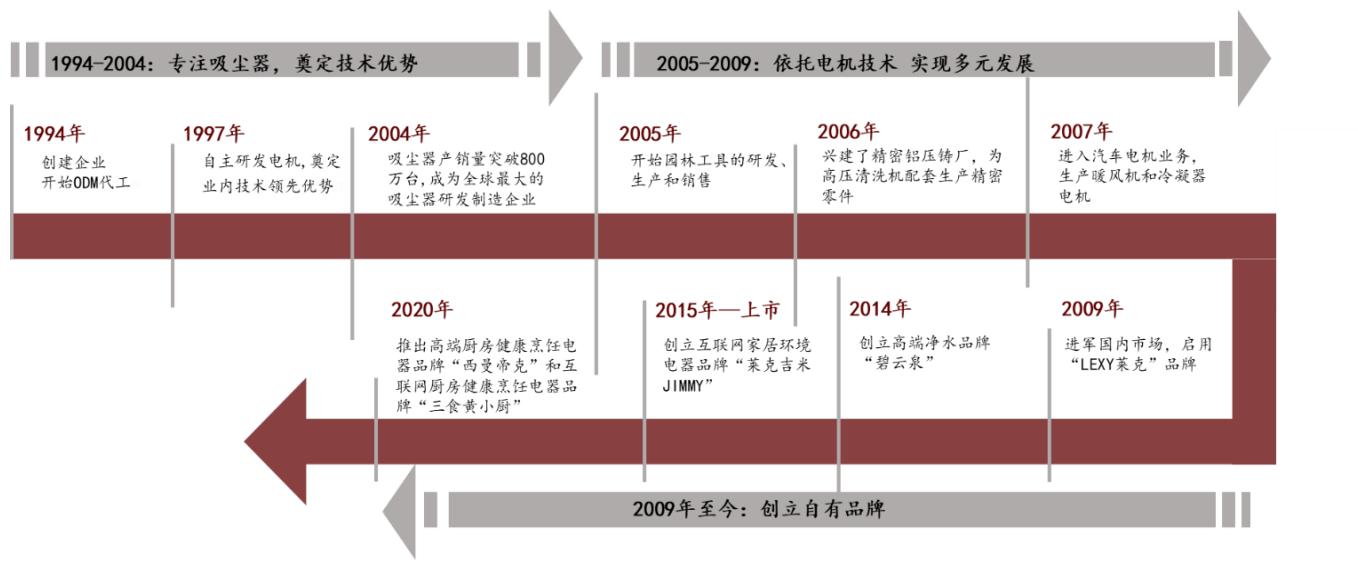
# 1 吸尘器代工龙头，营收规模稳健增长

## 1.1 深耕电机研发，清洁领域领跑者

莱克电气是一家多年从事环境清洁和生活小家电研发、制造、销售的企业。公司主营产品涵盖了以吸尘器、空气净化器、净水机、厨房电器为主的 To C 端产品，以微特电机、精密零件为主的 To B 端产品。目前，莱克的产品已经销往 100 多个国家和地区，莱克自主品牌的销售网络遍布全国 30 多个省份、300 多个城市，终端门店超过 4000 多家。

莱克的发展历程大致可以分为三个阶段：第一阶段（1994-2004 年），莱克依靠电机研发技术，建成电机（吸尘器核心零部件）研产一体化的垂直生产体系。高速电机的研发制造水平达到了国际先进水平，奠定了莱克电机在国内的技术优势。第二阶段（2005-2008 年），莱克围绕高速整流子电机发展相关多元化产品，如园林工具、汽车电机、厨房小家电等，业务模式仍是 ODM。第三阶段（2009 至今），莱克以优势品类打造自主品牌，切入国内市场。从细分市场切入，先后推出五大自有品牌——LEXY 莱克、Bewinch 碧云泉走高端路线；莱克吉米 JIMMY 以线上市场为主，定位年轻时尚，向年轻人提供家居清洁电器和个人护理健康产品；2020 年成功推出“SieMatic 西曼帝克”（高端智能厨房产品）和“TheSuns 三食”（互联网厨房小家电）品牌。

图 1：莱克发展历程



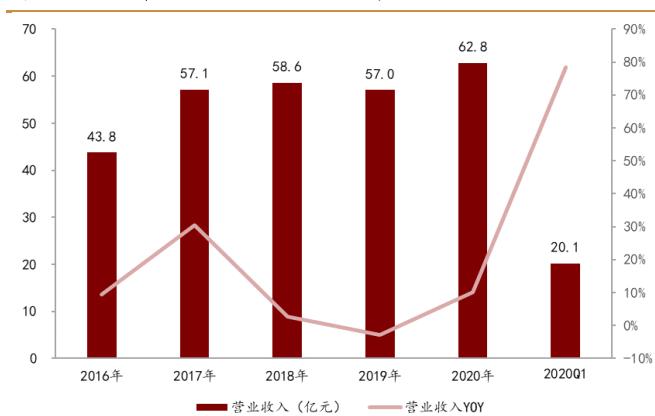
数据来源：公司官网，西南证券整理

**2020 年公司营收为 62.8 亿元，5 年复合增长率为 9.4%，保持稳健增长态势。**分地区来看，内销方面，公司先后推出“碧云泉”净水品牌和互联网品牌吉米后，自有品牌销售取得重大进展，2016-2017 年内销同比增速分别达 43.8%/81.8%。在经济下行压力以及疫情等影响下，2018-2020 年公司内销增速放缓。2020 年内销收入同比减少 10.1%。随着疫后线下渠道恢复增长，多元化品牌布局逐步见效，内销恢复增长态势。2021Q1 公司自主品牌业务增长 80%。

外销来看，公司已与多个世界 500 强企业建立了战略合作关系，产品远销 100 多个国家和地区。2016 年-2020 年外销营收 CAGR 约为 5.7%，增速相对稳定。2019 年受中美贸易摩擦、人民币升值等因素影响，外销同比下降 7.1%。受益于海外订单转移，加之公司多元化产品经营初见成效，2020 年外销收入同比增长 21.3%，带动整体营收同比增长 10.1%。

整体来看，经过多年自主品牌的培育，**2020 年公司内销营收占比至 29.6%**，初步实现了从 ODM 企业向中国品牌的转型。自主品牌业务的发展带动了公司整体盈利能力的改善，2017-2019 年公司归母净利润复合增速为 17.1%。由于计提金融衍生品减值损失，2020 年归母净利润为 3.3 亿，同比下降 34.7%；若剔除计提的预计负债和股权激励费用，公司归母净利润为 5.7 亿元，同比增长 13.6%。自主品牌线上线下实现全面发展，2021Q1 公司归母净利润为 1.9 亿元，同比增长 114.2%，相较于 19 年增长 122%。

图 2：2016 年至今公司营业收入及其增速



数据来源：Choice，西南证券整理

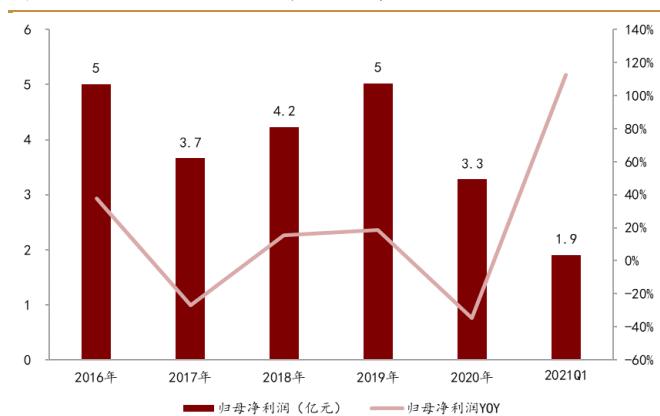
图 4：2016-2020 年内外销营收



数据来源：Choice，西南证券整理

盈利能力方面，公司综合毛利率保持稳定。随着自主品牌业务的发展，自 2017 年起，公司内销毛利率呈现稳中有升的态势，但是内销营收占比较小，对于整体毛利率的改善有限。费用率方面，近 5 年公司的期间费用率维持相对稳定。2020 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.3%、5.3% 和 2.3%，同比变动 -2pp、-2pp 和 +3.1pp。

图 3：2016 至今公司归母净利润及其增速



数据来源：Choice，西南证券整理

图 5：2016-2020 年内外销营收占比

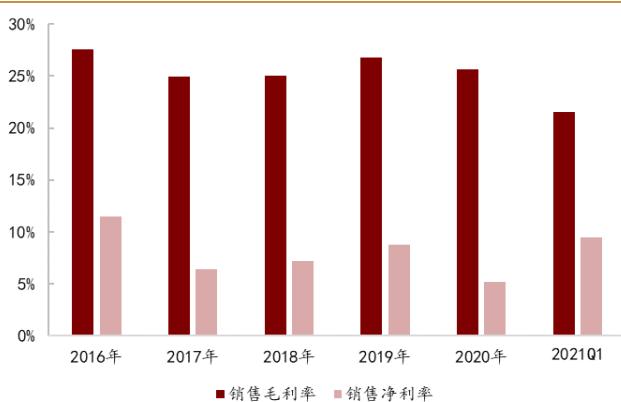


数据来源：Choice，西南证券整理

随着自主品牌业务占比提升以及期间费用管控得力，2017-2019 年公司的净利率水平呈现稳步提升的态势。2019 年公司净利率为 8.8%，相较于 2017 年提升 2.4pp。2020 年疫情影响下自主品牌业务增长受阻，外销成为全年营收增长来源，叠加人民币汇率波动对于公司盈利能力形成负面影响，公司净利率为 5.2%，同比减少 3.6pp。随着线下渠道逐步恢复，线上持续高速增长，公司自主品牌业务恢复增长，盈利能力同比改善。2021Q1 公司净利率为 9.5%，同比提升 1.6pp。

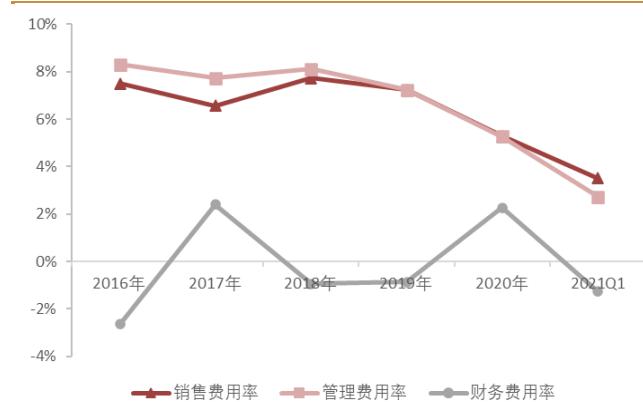
随着公司线下客流量的恢复，线上深化爆品路线，加快推动跨境业务发展，我们认为公司自主品牌业务有望迎来高速增长。收入结构变化有望优化公司整体盈利能力，预期公司盈利水平提升。

图 6：2016 至今公司盈利能力情况



数据来源：Choice，西南证券整理

图 7：2016 年至今公司的费用率情况

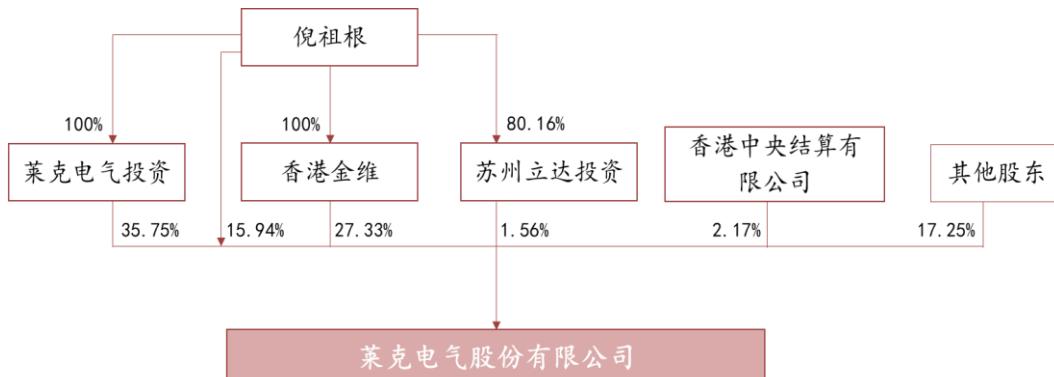


数据来源：Choice，西南证券整理

## 1.2 公司股权集中，管理层技术背景深厚

公司的实际控制人为莱克电器创始人、董事长、总裁兼 CTO 倪祖根。公司最新持股显示，莱克电气投资集团有限公司、香港金维、苏州立达投资有限公司、倪祖根为一致行动人，倪祖根合计控制公司股权 80.6%，股权高度集中。

**管理层技术背景深厚，注重核心技术研发。**公司创始人倪祖根为专业的工程师，1997 年他亲自设计开发了中国第一款每分钟转速超过 3 万转的吸尘器电机，奠定了莱克自主研发的发展道路。其子倪翰韬也拥有专业技术背景，毕业于美国普渡大学电气工程专业，曾任莱克电气股份有限公司开发工程师、项目经理、电机工艺科长，现任总裁助理。董事、副总经理薛峰也是工程师出身，曾任苏州春花吸尘器总厂质检科科长、金莱克电机有限公司副总经理。整体来看，公司管理团队技术背景深厚，重视创新研发投入。

**图 8：莱克股权结构图**


数据来源：天眼查、公司公告，西南证券整理

## 2 品牌矩阵协同发力，渠道调整营销加码

### 2.1 多元品牌协同发展，全方位覆盖消费人群

二十多年来积累的代工生产能力、技术创新实力为自有品牌产品的设计、制造提供强大的源动力。公司根据不同品牌定位、细分领域推出 5 个自有品牌—“莱克 LEXY”、“吉米 JIMMY”、“碧云泉”、“西曼帝克”、“三食黃小厨”。五大自主品牌协同发力，充分覆盖不同消费群体的差异化需求。

**表 1：五大自有品牌**

品牌	设立年份	品牌定位	消费场景	主要产品
<b>LEXY 莱克</b> 莱克 LEXY	2009 年	高端家居环境电器	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、空净、调节扇、挂烫机、除湿机、吹风机、加湿器
<b>JIMMY 吉米</b> 吉米 JIMMY	2015 年	互联网家居环境电器	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，吹风机，挂烫机
<b>bewinch 碧云泉</b> 碧云泉 bewinch	2014 年	高端健康净水饮水电器	为中高收入消费群提供客厅、办公室饮水饮茶产品	台式智能 RO/超滤茶艺机、净水机
<b>SieMatic</b> 西曼帝克 SieMatic	2020 年	高端厨房健康烹饪电器	家用：为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 商用：为酒店大堂吧、快餐厅、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	家用：智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机 商用：破壁机、蒸汽微波烤箱等
<b>theSuns 三食</b> 三食黃小厨 thesuns	2020 年	互联网厨房健康烹饪电器	为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

数据来源：公司年报、官网，西南证券整理

● 清洁电器：“莱克”+“吉米”，满足多层次消费需求

疫情催化下，清洁电器市场规模快速扩张。根据奥维云网数据显示，2020年国内清洁电器市场规模达到240亿人民币，同比增长约20%。2021Q1，清洁电器市场零售规模达到62.4亿元，同比增长了40.6%，其中线上销售占比达到了85%。清洁电器作为新兴家电产品，线上销售成为了主流销售渠道。

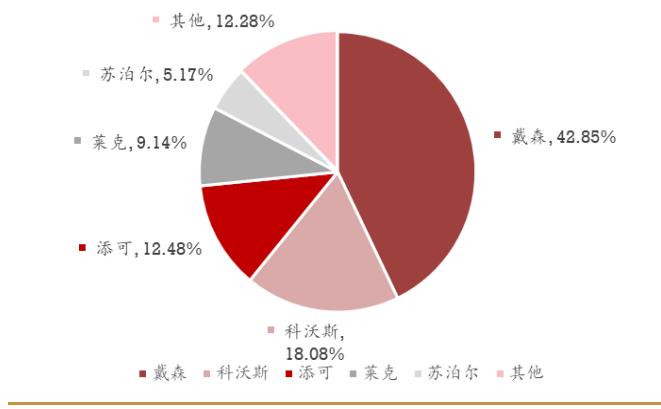
图9：2015-2020年中国清洁电器市场规模



数据来源：奥维云网，西南证券整理

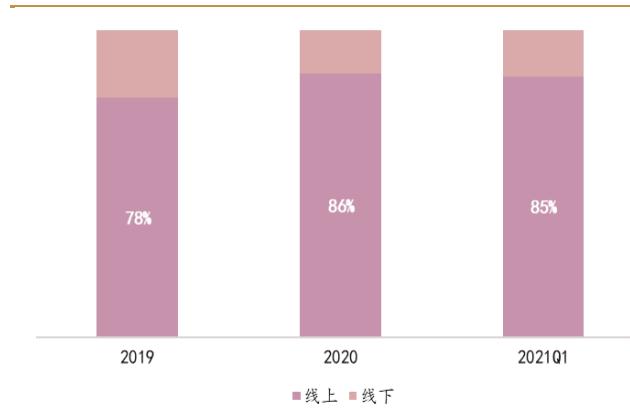
传统品牌线下渠道优势明显。根据奥维云网数据显示，以戴森、科沃斯、添可、莱克和苏泊尔为首的线下TOP5清洁电器品牌，2021Q1合计市场占有率达到87.7%。与此同时，线上的TOP5清洁电器品牌，分别为科沃斯、戴森、小米、添可、美的，2021Q1合计市场占有率为59.2%。传统家电品牌线下渠道布局多年，渠道优势明显。相比之下线上渠道行业更为分散。

图11：清洁电器2021Q1线下市场份额



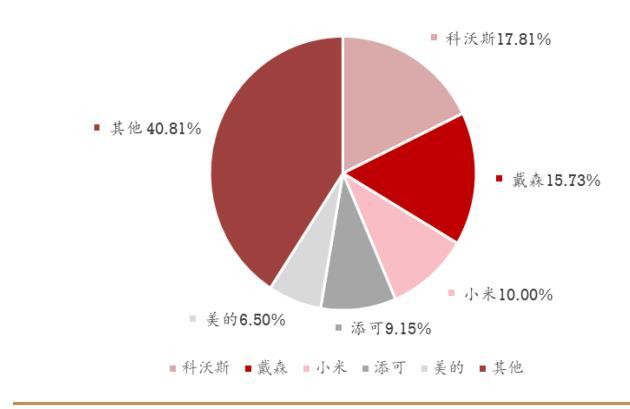
数据来源：奥维云网，西南证券整理

图10：2019-2021Q1清洁电器分渠道零售额占比



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图12：清洁电器2021Q1线上市场份额



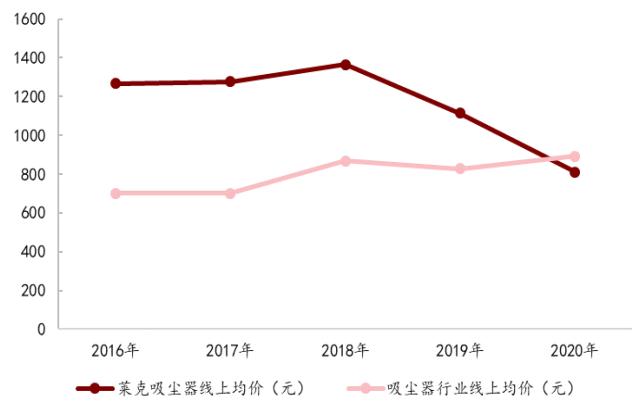
数据来源：奥维云网，西南证券整理

“莱克 LEXY”定位高端，立式&桶式吸尘器、除螨机为其优势单品。“莱克”品牌定位高端，销售以线下为主。莱克吸尘器销售均价普遍高于行业零售均价。根据奥维云网数据显示，2020年莱克吸尘器线下销售均价为2658元/台，远高于行业均价2198元/台。

此外，莱克明星产品为立式、桶式吸尘器以及除螨机，市场份额优势明显。奥维云网数据显示，2020年莱克立式、桶式、除螨机线下销售额市占为95.9%，75.1%，17.1%，

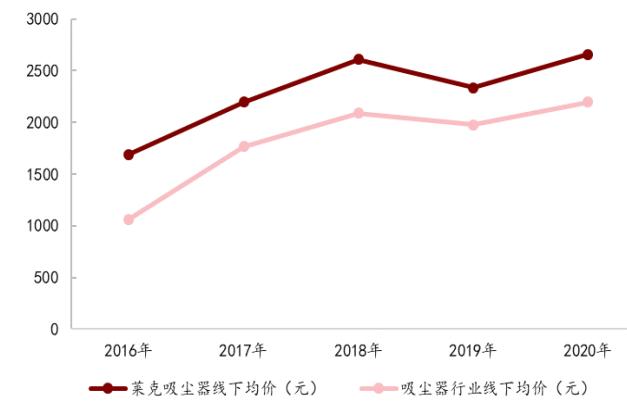
线下市占份额位列第一/第一/第三。线上立式吸尘器销售额行业占比 2.17%，莱克仍保持该细分品类第一，销额占比达 35.8%，较 2019 年增长 5.9pp。

图 13：2016-2020 年莱克品牌吸尘器线上销售均价



数据来源：奥维云网，西南证券整理

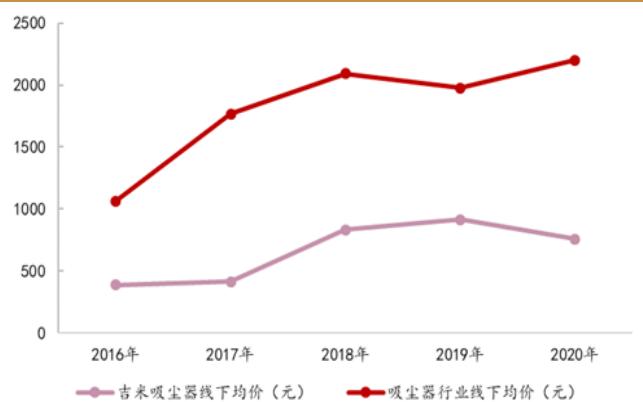
图 14：2016-2020 年莱克品牌吸尘器线下均价走势



数据来源：奥维云网，西南证券整理

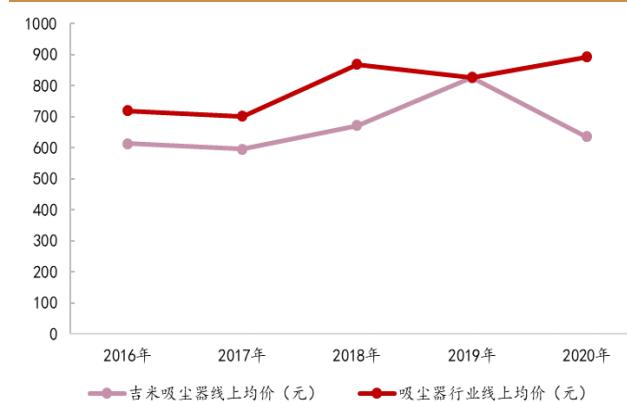
**“吉米”打造年轻化品牌。**针对偏好线上购物的年轻消费者，公司于 2016 年推出“吉米”品牌，完善了对于不同消费人群的覆盖。与“莱克 LEXY”相反，吉米的线上、线下均价都明显低于行业均价，明确性价比之路。吉米明星单品是除螨机，2020 年线上/线下除螨机销售额市占分别为 5.3%/19.6%。21 年吉米品牌将重点发展洗地机产品，在线上线下进一步强化优势，补齐短板，扩大市场份额。奥维云网数据显示，2021 年 1-4 月，吉米洗地机线上/线下销售额市占 0.3%/7.6%。

图 15：2016-2020 年吉米品牌吸尘器线下均价走势



数据来源：奥维云网，西南证券整理

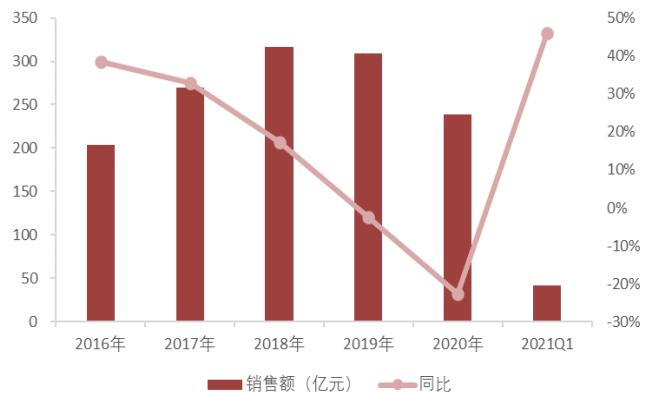
图 16：2016-2020 年吉米品牌吸尘器线上均价走势



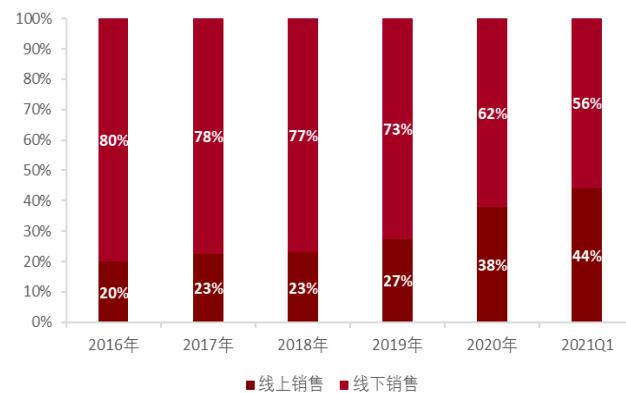
数据来源：奥维云网，西南证券整理

### ● 净水器：细分赛道优质品牌，碧云泉份额领先

由于净水器具备一定的安装属性，2020 年受到疫情影响，整体零售额有所下滑。根据奥维云网数据显示，2020 年净水器零售额为 239 亿元，同比减少 22.7%。随着疫情防控得到，净水器销售逐步恢复。2021Q1 净水器零售额为 41.8 亿元，同比增长 46.1%。销售渠道来看，目前线下销售是净水器的主要销售渠道，2021Q1 净水器线下销售占比为 56%。但随着电商的快速发展以及疫情的催化，线上销售占比逐步提升，线上渠道已经成为净水器销售的重要渠道。

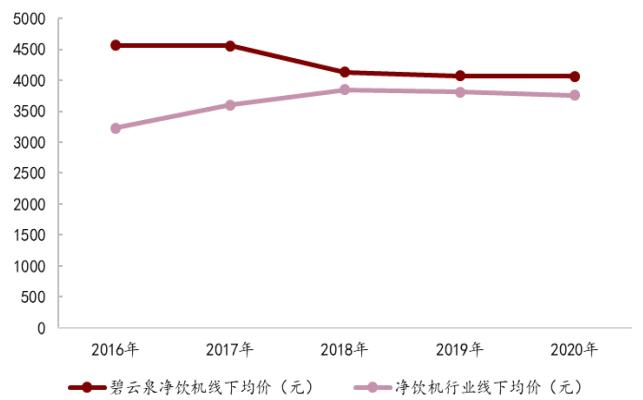
**图 17：2016 年至今净水器零售规模及其增速**


数据来源：奥维云网，西南证券整理

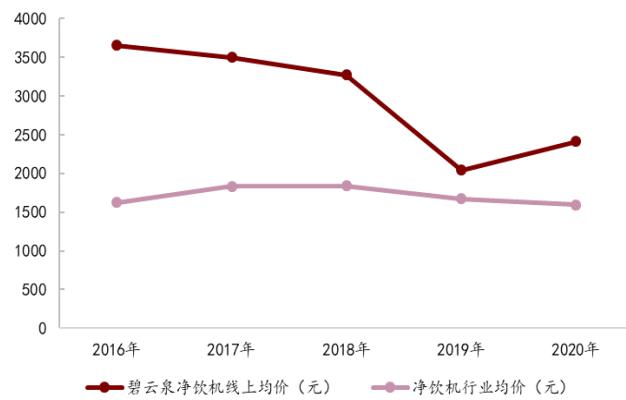
**图 18：2016 年至今净水器零售渠道情况**


数据来源：奥维云网，西南证券整理

碧云泉品牌以台式净饮机为主打产品，定位高端，销售额连年增长。公司自主研发出了首台免安装智能台式净饮机，彻底突破传统净水产品仅作为“厨下净水设备”安装保养繁琐、使用位置受限、水温无法定制等局限，满足了用户更高端饮水需求。整体来看，碧云泉品牌定位高端，销售均价高于行业均价。根据奥维云网数据显示，碧云泉净水机线上、线下销售均价为 2410 元/台和 4063 元/台，分别高于行业线上、线下零售均价 1593 元/台和 3755 元/台。根据奥维云网数据显示，2021 年 w1-26，碧云泉在净饮机线下、线上累计市场份额为 73.1% 和 16%，同比提升 33.9pp 和 2.7pp，市场份额排名第一。

**图 19：2016-2020 年碧云泉净饮机线下均价走势**


数据来源：奥维云网，西南证券整理

**图 20：2016-2020 年碧云泉净饮机线上均价**


数据来源：奥维云网，西南证券整理

### ● 智能厨电：“西曼帝克” + “三食黄小厨”，线上线下全渠道覆盖

2020 年公司与黄小厨品牌管理有限公司投资设立了三食黄小厨，公司持有三食黄小厨 70% 的股权。三食黄小厨为互联网年轻品牌，面向一二线城市青年，主要产品包括智能烹饪类、煎烤炸煮类，早餐类，料榨饭煲类，主要在线上进行销售。此外，2020 年公司也收购了厨电品牌“西曼帝克”，主要面向中高端人群，产品涵盖智能烹饪机、智能电饭煲以及破壁机等等，主要聚焦线下消费渠道。公司通过“西曼帝克” + “三食黄小厨”双品牌运作，经营产品范围拓展至厨房小电领域。

**创始人赋能品牌。**黄小厨实控人为明星黄磊，莱克与黄小厨合资设立三食黄小厨，一方面可以利用黄磊对其进行引流，另一方面，黄磊常驻的热门综艺《向往的生活》也能为

品牌营销造势。通过明星引流+网红直播带货等方式，2021Q1 三食黄小厨的智能烹饪机实现营收超过 3000 万元。随着下半年品牌不断推出新品，在明星引流+网红直播的推动下，预期三食黄小厨品牌将进入快速增长阶段。

## 2.2 渠道调整加速，品牌营销加码

**线下市场重点区域定点下沉。**公司已经形成直营分公司深耕核心城市，区域销售商覆盖并拓展其它城市及周边市场的渠道布局，在此基础上进驻了 5000 多家零售门店。未来公司将进一步加强线下渠道的深度建设，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，大力发展战略专卖店（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。

**顺应消费趋势，大力推进线上布局。**公司顺应线上消费趋势，强化线上渠道的布局。目前自主品牌已经实现了主流网络销售平台（天猫、京东等）的全覆盖，并扩大至电视购物渠道，B2B 渠道（银行，保险等行业）等新兴业态。2020 年碧云泉和吉米品牌线上均实现 100% 增长。

线上营销方面，公司聚焦爆款产品，通过 KOL 种草站外引流，利用网红直播传播口碑。2021 年 3 月 4 日三食黄小厨新品智能烹饪机借助头部主播薇娅联手黄小厨黄磊直播带货，当晚 3000 台售罄，单品成交额超过 1000 万，线上口碑反应快速，一季度黄小厨销售额就占到了自有品牌的 8%。

图 21：头部网红直播快速提升品牌知名度



数据来源：奥维云网，西南证券整理

**利用跨境电商布局海外市场。**2019 年，公司进驻跨境电商渠道，深耕以俄罗斯、意大利、以色列等欧洲国家为主的海外市场。未来公司将进一步加强自主品牌出海布局，重点发展东欧、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出海销售。2021Q1 公司跨境电商业务实现 150% 增长。

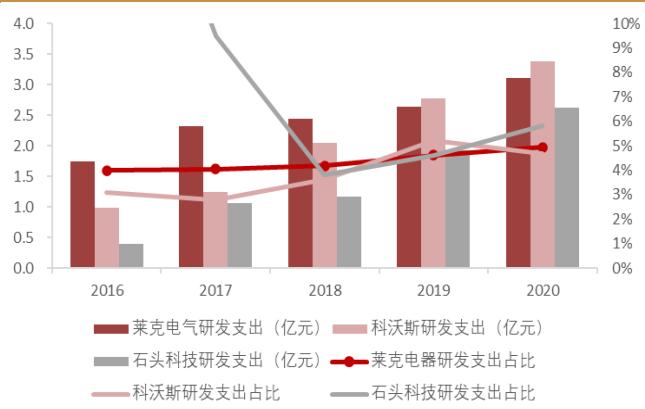
### 3 传统代工业务为基石，外延拓展汽零业务

#### 3.1 技术筑底，坚持研发构建核心竞争力

公司注重研发的持续投入，拥有工业设计中心、吸尘器、净水器、空气净化器等专业化设计研发团队。研发支出规模持续提升，2020 年公司研发费用率为 4.9%，位于行业前列水平。技术人才储备方面，考虑到公司拥有大量的代工业务，生产制造人员较多，整体来看技术人员占比低于科沃斯和石头科技。但是技术人员规模来看，2020 年公司技术人员为 632 人，仅次于科沃斯。

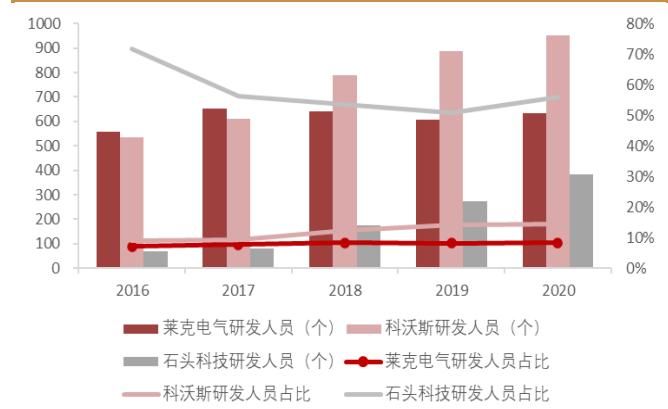
公司研发持续加码，储备了丰富的专利技术。2020 年公司申请的专利数量超过 300 项，截止 2020 年末，公司已获得授权专利超过 1700 多项。

图 22：2016-2020 年公司及可比公司研发支出



数据来源: wind, 西南证券整理

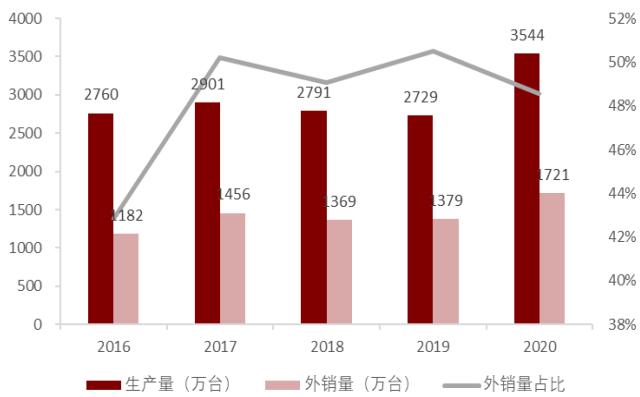
图 23：2016-2020 年公司及可比公司研发人员规模



数据来源: wind, 西南证券整理

**电机性能长期位于国内领先水平。**莱克掌握核心科技，自主研发的高速整流子电机和无刷数码电机一直以来走在世界发展技术的前沿。1997 年成功研发出每分钟 3 万转以上高速吸尘器电机，奠定了品牌在行业中的领导地位；2014 年始创研发了 8 万-10 万转直流无刷大吸力数码电机，为吸尘器实现无线化、高性能提供了技术保障；2019 年，成功研发第 5 代 450W 高效数码电机，吸入效率高达 55%，带来 250AW 强劲吸力，使用性能再攀高峰。

凭借市场领先的技术，公司的电机外销一直保持高位。2020 年公司电机生产量为 3544 万台，其中 1721 万台被用于外销。2020 年公司电机收入为 7.9 亿元，同比增长 13.6%。

**图 24：2016-2020 年公司电机产销量**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 25：2016-2020 年公司电机收入及其增速**

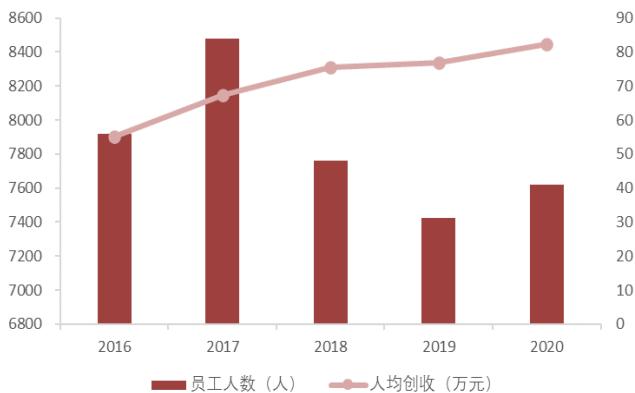

数据来源: wind, 西南证券整理

**产能持续扩张，智能制造效率升级。**公司在苏州拥有四大工业园（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），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，精密压铸与加工年产能 1200 万件的综合加工能力。此外，公司在海外还拥有两大生产基地：越南工业园、泰国工业园。

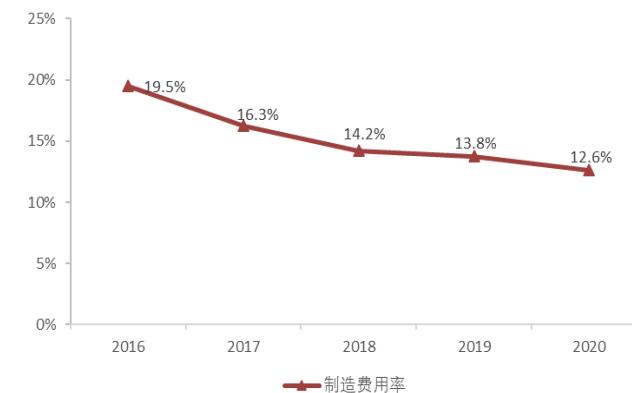
公司建立了高效的生产运营管理模型，通过小批量多品种的“小线制”生产模式+“大批量”半自动化、自动化快速生产模式，提升经营效率。未来随着公司产能逐步释放，规模效应下优化单位成本，智能制造效率升级，预期公司运营效率有望进一步提升。2016-2020 年，公司人均创收呈现稳步提升趋势，2020 年公司人均创收 82.4 万元，同比提升 7.3%。生产效率进一步优化，制造费用占比呈现下降趋势，2020 年制造费用在营业成本中占比为 12.6%，同比下降 1.1pp。

**图 26：公司海内外均工业园区**


数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

**图 27：2016-2020 年公司员工人均创收情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

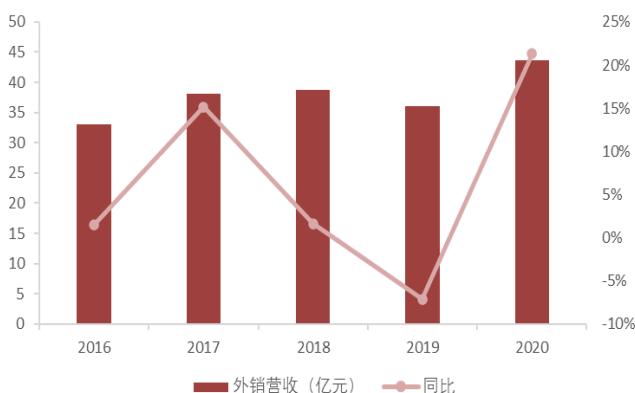
**图 28：2016-2020 年公司制造费用占比情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

### 3.2 结构优化+品类拓展，代工业务稳步增长

公司以代工起家，是国内最大的吸尘器代工商之一。公司凭借多年积累的产品研发、工业设计和生产制造能力，与国际知名品牌建立了长期战略合作关系。公司合作客户主要包括 Shark (鲨客)、BISSELL (必胜)、Philips (飞利浦)、TTI (创科实业)、Bosch (博世)、Husqvarna (胡斯华纳)、Karcher (凯驰)、Electrolux (伊莱克斯)、MTD (美特达)、Hitachi (日立) 等全球知名企业，供应包括吸尘器、园林工具、微特电机等产品。2016 年公司吸尘器出口金额为 3.4 亿美元，占国内吸尘器出口总额的 10%，吸尘器出口金额稳居第一。2016 年公司割草机出口数量为 99.7 万台，占全国割草机出口数量的 18.6%，占据割草机出口数量第一名。

截止 2020 年底，公司的产品已经销往全球 100 多个国家和地区，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；电机业务与 40 多个品牌合作，销往 30 多个国家。

**图 29：2016 年至今公司外销营收及其增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 30：2016 年至今公司外销毛利率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

未来公司将通过优化产品结构以及拓展产品品类推动代工业务稳健发展。以吸尘器行业为例，全球每年的需求约 1 亿台，目前美国家庭的存量吸尘器以有线为主，而参考欧洲吸尘器市场的发展史，未来无线化将是不可逆转的趋势。2020 年公司无线化产品占比大约为 30%，在无线化趋势下未来无线吸尘器的占比有望达到 80%。目前无线吸尘器的客单价约为有线吸尘器的 2.5-3 倍。吸尘器产品结构的优化，有望为公司代工业务提供新的增长来源。近年来公司外销毛利率维持在 17% 以上，产品结构优化，客单价提升也有助于优化外销盈利能力。

因为专注于家居清洁健康电器的研发，公司的核心技术具备较强的移植性。例如真空吸尘器的工作原理在于使用电机高速运转产生的真空，将地面灰尘杂物吸入，通过尘袋等过滤件将灰尘或杂物进行过滤，排出干净的空间。空气净化器与真空吸尘器的工作原理类似，公司能够将部分吸尘器专利技术移植应用到空气净化器上。在疫情期间，海外市场的需求快速爆发，2020 年出口订单持续升温。借此机会，公司将代工业务逐步拓展至其他产品，推出空气净化器、电吹风、厨房小电等新品类。2020 年公司空净产品出口大幅增长 340%。全年来看，公司外销收入同比增长 21.3%。

### 3.3 整合供应链，外延拓展零部件业务

公司采取了关键零部件自制的生产战略，有效整合供应链，依托全产业链优势，在原有家电代工业务的基础上，聚焦新能源汽车、太阳能、5G 通讯、工业自动化控制应用等新兴产业，构建高速数码电机、铝合金精密压铸和 CNC 精密加工、精密模具智能制造和锂电池组件包四大核心零部件产业生态。

表 2：四大核心零部件产业生态

核心零部件	产品
高速数码电机	新能源汽车电机，智能家电家居数码电机，健身运动产品数码电机，控制类电机泵阀等
铝合金精密压铸和 CNC 精密加工	汽车零部件、太阳能、电动工具、电机、泵阀等领域使用的铝合金压铸件。
精密注塑模具	汽车塑料零部件和家电等精密注塑模具
锂电池组件包	家电、电动园艺工具等产品搭载的锂电池组件包。

数据来源：莱克电气年报，西南证券整理

2020 年核心零部件业务增长 24%，其中新能源汽车零部件铝合金精密成型与加工业务增长 50% 以上，精密模具从完成自己配套转向开展对外业务，跨出了自主经营外部拓展的第一步，已开始与国际知名汽车品牌生产商建立了业务关系。2021 年 1 月 16 日，莱克宣布投资 4 亿元在苏州高新区设立全资子公司江苏莱克新能源科技有限公司。该公司将建设年产 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。

2021 年 6 月，公司公告拟收购上海帕捷汽车配件有限公司 100% 股权。上海帕捷主要从事汽车铝合金零部件的研发、生产及销售，主要产品是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件。公司收购上海帕捷后有望在技术研发、生产制造等方面产生的协同效应，加快公司的核心零部件业务的发展。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：假设未来无线吸尘器占比能够提升到 80%，公司代工业务产品结构不断优化，带动客单价提升，代工业务盈利能力稳步提升，预期 2021-2023 年公司代工业务毛利率分别为 17%/17.2%/17.5%。

假设 2：随着公司线上渠道不断完善，线下重点区域加快下沉，跨境电商布局见效，预期公司自主品牌销量进入快速增长阶段。多元品牌矩阵协同发力，聚焦爆款产品营销加码，假设公司吸尘器均价保持 2%增长，净水器均价保持 1%增长，预期 2021-2023 年公司自主品牌业务毛利率分别为 45.1%/45.3%/45.7%。

假设 3：公司整合供应链，凭借全产业链优势，外延拓展至汽车零部件业务。未来随着产能的逐步释放，假设公司零部件业务保持稳健增长，毛利率维持稳定。

假设 4：随着公司加快渠道调整，强化品牌营销，促进自主品牌业务快速发展，预期公司费用投放加大，假设 2021-2023 年公司销售费用率分别为 6%/6.5%/7%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2022E
ODM	收入	4367.9	5241.5	5503.6	5668.7
	增速	21.3%	20.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	17.0%	17.0%	17.2%	17.5%
自主品牌业务	收入	967.2	1581.7	2220.7	2824.8
	增速		63.5%	40.4%	27.2%
	毛利率	45.0%	45.1%	45.3%	45.7%
零部件业务	收入	967.2	1257.4	1634.6	2125.0
	增速		30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
合计	收入	6280.8	8080.6	9358.9	10618.5
	增速	10.1%	28.7%	15.8%	13.5%
	毛利率	25.7%	25.6%	27.3%	28.9%

数据来源：Wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取了同为清洁电器行业的科沃斯和石头科技作为可比公司。考虑到公司代工业务占比较高，因此也选择了外销占比较高的新宝股份作为可比公司。2021 年可比公司的平均估值为 50 倍。预期公司代工业务和零部件业务稳健增长，自主品牌业务进入快速增长通道。参考行业平均估值，考虑到公司外销占比较高，首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 4：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688169	石头科技	1221.00	20.54	27.14	34.62	44.26	50.44	44.58	34.94	27.30
603486	科沃斯	224.55	1.14	2.52	3.67	5.08	77.89	89.15	61.23	44.19
002705	新宝股份	26.30	1.35	1.63	1.94	2.24	31.23	16.10	13.49	11.73
平均值							53.19	49.94	36.55	27.74

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

原材料价格或大幅波动；

新品销售不及预期风险；

人民币汇率或大幅波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6280.80	8080.58	9358.92	10618.53	净利润	326.15	749.70	967.68	1204.82
营业成本	4668.30	6011.24	6800.40	7550.59	折旧与摊销	131.57	95.51	95.51	95.51
营业税金及附加	31.19	51.95	57.95	64.42	财务费用	142.69	34.17	36.21	36.45
销售费用	332.10	484.83	608.33	743.30	资产减值损失	-62.28	-65.00	-65.00	-65.00
管理费用	205.04	646.45	748.71	849.48	经营营运资本变动	387.98	-342.13	71.11	-19.42
财务费用	142.69	34.17	36.21	36.45	其他	90.55	37.09	-60.66	80.28
资产减值损失	-62.28	-65.00	-65.00	-65.00	经营活动现金流净额	1016.67	509.35	1044.86	1332.64
投资收益	-2.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	47.90	26.82	30.81	32.33	其他	-289.92	26.82	30.81	32.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-301.65	26.82	30.81	32.33
<b>营业利润</b>	<b>592.09</b>	<b>943.75</b>	<b>1203.13</b>	<b>1471.61</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-241.73	-110.63	-133.42	-143.88	长期借款	-200.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>350.36</b>	<b>833.12</b>	<b>1069.70</b>	<b>1327.74</b>	股权融资	143.63	0.00	0.00	0.00
所得税	24.21	83.42	102.02	122.92	支付股利	-104.26	-65.60	-150.78	-194.62
<b>净利润</b>	<b>326.15</b>	<b>749.70</b>	<b>967.68</b>	<b>1204.82</b>	其他	258.84	-334.70	-36.21	-36.45
少数股东损益	-1.83	-4.21	-5.44	-6.77	筹资活动现金流净额	98.21	-400.29	-187.00	-231.08
归属母公司股东净利润	327.98	753.91	973.12	1211.59	<b>现金流量净额</b>	<b>715.17</b>	<b>135.88</b>	<b>888.67</b>	<b>1133.89</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
货币资金	2666.29	2802.17	3690.84	4824.73	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
应收和预付款项	1511.97	1735.12	2038.66	2338.06	成长能力				
存货	911.66	1203.17	1468.69	1583.32	销售收入增长率	10.13%	28.66%	15.82%	13.46%
其他流动资产	821.12	807.66	821.12	834.37	营业利润增长率	4.81%	59.39%	27.48%	22.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-35.06%	129.86%	29.08%	24.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.90%	23.90%	24.35%	20.13%
固定资产和在建工程	954.35	878.69	803.03	727.37	获利能力				
无形资产和开发支出	149.03	130.24	111.46	92.68	毛利率	25.67%	25.61%	27.34%	28.89%
其他非流动资产	112.59	111.52	110.45	109.38	三费率	10.82%	14.42%	14.89%	15.34%
<b>资产总计</b>	<b>7127.00</b>	<b>7668.57</b>	<b>9044.24</b>	<b>10509.91</b>	净利率	5.19%	9.28%	10.34%	11.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	9.46%	18.14%	19.55%	20.22%
应付和预收款项	2531.84	2758.48	3250.88	3643.25	ROA	4.58%	9.78%	10.70%	11.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	58.24%	80.01%	83.49%	99.67%
其他负债	1146.99	778.34	844.72	907.82	EBITDA/销售收入	13.79%	13.28%	14.26%	15.10%
<b>负债合计</b>	<b>3678.83</b>	<b>3536.82</b>	<b>4095.60</b>	<b>4551.07</b>	营运能力				
股本	410.86	410.73	410.73	410.73	总资产周转率	1.00	1.09	1.12	1.09
资本公积	928.74	928.87	928.87	928.87	固定资产周转率	6.89	9.15	11.59	14.50
留存收益	2230.25	2918.57	3740.91	4757.87	应收账款周转率	5.45	5.49	5.47	5.34
归属母公司股东权益	3447.00	4134.79	4957.13	5974.10	存货周转率	5.40	5.21	4.91	4.87
少数股东权益	1.17	-3.05	-8.48	-15.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.72%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>3448.17</b>	<b>4131.75</b>	<b>4948.65</b>	<b>5958.84</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	7127.00	7668.57	9044.24	10509.91	资产负债率	51.62%	46.12%	45.28%	43.30%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	866.36	1073.43	1334.85	1603.58	流动比率	1.74	2.01	2.10	2.24
PE	77.08	33.53	25.98	20.87	速动比率	1.47	1.64	1.71	1.87
PB	7.33	6.11	5.10	4.23	股利支付率	31.79%	8.70%	15.49%	16.06%
PS	4.03	3.13	2.70	2.38	每股指标				
EV/EBITDA	25.51	20.17	15.56	12.24	每股收益	0.80	1.84	2.37	2.95
股息率	0.41%	0.26%	0.60%	0.77%	每股净资产	8.39	10.07	12.07	14.54
					每股经营现金	2.48	1.24	2.54	3.24
					每股股利	0.25	0.16	0.37	0.47

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  
持有：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 指数涨幅介于-20%与 10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn