

## 莱克电气 (603355.SH) 发力自主品牌+新能源零部件业务，高端清洁电器领导者再启航

2022 年 02 月 16 日

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

|              |             |
|--------------|-------------|
| 日期           | 2022/2/16   |
| 当前股价(元)      | 24.62       |
| 一年最高最低(元)    | 64.00/23.27 |
| 总市值(亿元)      | 141.50      |
| 流通市值(亿元)     | 138.85      |
| 总股本(亿股)      | 5.75        |
| 流通股本(亿股)     | 5.64        |
| 近 3 个月换手率(%) | 52.5        |

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn  
证书编号：S0790520030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn  
证书编号：S0790121060033

### ● 发力自主品牌+新能源零部件业务再启航，首次覆盖，给予“买入”评级

公司起家 ODM 代工业务，是国内高端清洁电器领导者，伴随国内清洁电器和新能源零部件赛道高景气持续，看好公司凭借技术积累发力自主品牌+新能源零部件业务，有望实现收入规模高增长和盈利能力稳步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.63/9.51/11.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.66/2.03 元，当前股价对应 PE 为 25.1/14.9/12.1 倍，估值回归到相对低位，且考虑到公司核心竞争力稳定，我们认为公司仍有稳定持续增长的动力，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 全球清洁电器行业前景广阔，品类迭代升级持续演绎看好头部品牌份额提升

全球吸尘器行业规模稳健增长，国内吸尘器市场对标欧美渗透率水平仍较低，后续提升空间较大。2021 年国内清洁电器各细分品类中扫地机为第一大单品，洗地机份额同比提升了 14.0pcts，品类创新、迭代升级持续演绎。品牌竞争来看市场格局较为稳定，看好公司自有品牌把握行业的风口机遇份额持续实现提升。

### ● 布局自主品牌+核心零部件+ODM 三大主线，公司业务端高增长可期

（1）自主品牌：公司在国内小家电市场已形成五大自主品牌矩阵，线上线下渠道布局完善，高端化、无线化、智能化趋势下产品端持续迭代升级。借助研发积累，公司魔洁 M12proMax、莱克天狼星 S680、碧云泉净水机等爆品对标竞品产品力强劲，配合签约顶流推广品牌，自主品牌成长空间有望进一步打开。（2）核心零部件：依托公司高速电机等核心技术，2020 年以来核心零部件业务迎来快速增长。公司通过拿地新建厂房以及并购汽车铝合金零部件企业上海帕捷，扩大精密压铸业务产能，同时切入全球知名整车厂供应体系，把握新能源零部件风口机会。（3）ODM：公司智能制造经验丰富、全球稳步布局产能，同时全球渠道完善、客户关系稳定，有望借助产品升级和品类拓展机遇保持业务规模稳健提升。

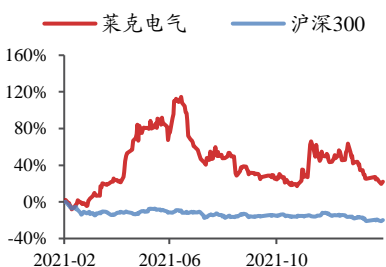
● **风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；新能源零部件业务拓展受阻。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 5,703 | 6,281 | 8,012 | 10,540 | 12,076 |
| YOY(%)     | -2.7  | 10.1  | 27.6  | 31.6   | 14.6   |
| 归母净利润(百万元) | 502   | 328   | 563   | 951    | 1,165  |
| YOY(%)     | 18.7  | -34.7 | 71.5  | 69.1   | 22.5   |
| 毛利率(%)     | 26.8  | 25.7  | 21.5  | 24.5   | 25.5   |
| 净利率(%)     | 8.8   | 5.2   | 7.0   | 9.0    | 9.6    |
| ROE(%)     | 15.7  | 9.5   | 17.6  | 23.6   | 22.9   |
| EPS(摊薄/元)  | 0.87  | 0.57  | 0.98  | 1.66   | 2.03   |
| P/E(倍)     | 28.2  | 43.1  | 25.1  | 14.9   | 12.1   |
| P/B(倍)     | 4.4   | 4.1   | 4.4   | 3.5    | 2.8    |

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 起家 ODM 业务，转型自主品牌+核心零部件业务再启航.....          | 4  |
| 1.1、 以电机为核心，实现从 ODM 到 OBM 跨越式发展.....         | 4  |
| 1.2、 自主品牌+ODM+核心零部件构筑公司业务增长三大主线.....         | 4  |
| 1.3、 股权结构稳定，实控人具备较强控制力.....                  | 5  |
| 1.4、 经营情况稳步改善，看好净利率提升逻辑兑现.....               | 6  |
| 2、 全球清洁电器行业前景广阔，品类迭代升级持续演绎.....              | 10 |
| 2.1、 全球吸尘器行业规模稳定增长，国内仍有较大提升空间.....           | 10 |
| 2.2、 2021 年国内清洁电器各细分品类扫地机份额第一，洗地机份额大幅提升..... | 12 |
| 3、 布局自主品牌+核心零部件+ODM 三大主线，公司业务端高增长可期.....     | 13 |
| 3.1、 五大自主品牌矩阵已成，看好产品技术优势实现引领.....            | 13 |
| 3.1.1、 构筑线上线下五大品牌，签约顶流助力推广.....              | 13 |
| 3.1.2、 销售网络线上线下全覆盖，跨境电商成为新增量.....            | 15 |
| 3.1.3、 高端化、无线化、智能化趋势下产品端持续迭代升级.....          | 15 |
| 3.2、 主动布局把握新能源风口机遇，核心零部件业务高增长可期.....         | 19 |
| 3.2.1、 依托公司核心技术，2020 年以来核心零部件业务迎来快速增长.....   | 19 |
| 3.2.2、 铝合金精密压铸业务空间广阔，看好公司产能扩充收入释放.....       | 20 |
| 3.3、 ODM 业务顺应产品升级、品类拓展趋势，把握发展新机遇.....        | 22 |
| 3.3.1、 公司 ODM 业务在全球建立了完善的销售渠道、客户关系稳固.....    | 22 |
| 3.3.2、 依托产品升级、品类拓展，ODM 业务发展空间仍较大.....        | 22 |
| 3.3.3、 研发技术行业持续领先，保障产品推陈出新.....              | 22 |
| 3.3.4、 智能制造经验丰富，全球稳步布局产能.....                | 24 |
| 4、 盈利预测与投资建议.....                            | 25 |
| 5、 风险提示.....                                 | 26 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 公司主要产品为环境清洁和健康小家电以及核心零部件业务.....                    | 5  |
| 图 2： 公司股权结构稳定、实控人掌控力强.....                              | 5  |
| 图 3： 公司 2021Q1-Q3 营收同比增长 35.4%、归母净利润同比增长 14.9%.....     | 6  |
| 图 4： 2016-2020 年，以新能源零部件为主的其他产品收入主营占比提升了 6.2pcts.....   | 7  |
| 图 5： 国内收入占营收比例从 2016 年的 23.5%提升到了 2019 年的 36.3%.....    | 7  |
| 图 6： 受原材料大涨影响，公司 2021Q1-Q3 毛利率为 22.4%，同比下滑 4.6pcts..... | 8  |
| 图 7： 2017-2020 年公司环境清洁电器毛利率高于其他的主营业务.....               | 8  |
| 图 8： 2016-2020 年公司国内业务毛利率高于国外业务毛利率.....                 | 9  |
| 图 9： 公司 2021Q1-Q3 净利率为 8.3%。较 2020 年净利率有所提升.....        | 9  |
| 图 10： 2017-2020 年公司销售费用率低于科沃斯.....                      | 10 |
| 图 11： 2017-2019 年公司财务费用率呈现下降趋势.....                     | 10 |
| 图 12： 2018-2020 年公司管理费用率呈现下降趋势.....                     | 10 |
| 图 13： 2018-2020 年公司研发费用率稳步提升.....                       | 10 |
| 图 14： 2015-2019 年全球吸尘器零售量 CAGR 达 4.1%.....              | 11 |
| 图 15： 2018 年西欧地区吸尘器零售量占全球 31.2%.....                    | 11 |
| 图 16： 欧美等发达地区的吸尘器渗透率远高于其他地区.....                        | 11 |
| 图 17： 2018 年美国每百户家庭吸尘器保有量达 150 台.....                   | 11 |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图 18: | 2015-2019 年中国市场吸尘器零售量增速快于美国市场 .....                   | 12 |
| 图 19: | 2020 年国内清洁电器行业规模达 240 亿元, 同比增长 20% .....              | 12 |
| 图 20: | 2021 年国内清洁电器行业线上销额第一大品类是扫地机 .....                     | 13 |
| 图 21: | 2021 年国内清洁电器行业线上销量第一大品类是推杆式吸尘器 .....                  | 13 |
| 图 22: | 公司通过 KOL 直播带货 .....                                   | 14 |
| 图 23: | 公司签约顶流迪丽热巴为清洁电器代言人 .....                              | 14 |
| 图 24: | 公司结合“国潮”、“大国品牌”开展营销推广 .....                           | 15 |
| 图 25: | 公司采样多样化主题推广产品 .....                                   | 15 |
| 图 26: | 天狼星 S680 主打定点喷洗、洗过即干 .....                            | 17 |
| 图 27: | 天狼星 S680 具有 400W 的整机功率 .....                          | 17 |
| 图 28: | 莱克魔净空气净化器 K9 具有快速除霾和长效除醛的领先水平 .....                   | 18 |
| 图 29: | 公司形成了四大零部件产业集群 .....                                  | 19 |
| 图 30: | 公司 2016-2020 年微特电机收入 CAGR 达 12.2% .....               | 20 |
| 图 31: | 2014-2020 年国内新能源车销量 CAGR 达 62.2%, 维持高速增长 .....        | 21 |
| 图 32: | 公司 2020 年研发人员数及总员工比例达 8.3%, 较 2015 年提升 1.24pcts ..... | 23 |
| 图 33: | 公司在国内外布局有六大工业园区 .....                                 | 25 |
|       |   |    |
| 表 1:  | 从 2021 年国内清洁电器行业线上各细分品类看, 销额品牌集中度较高 .....             | 13 |
| 表 2:  | 魔洁 M12proMax 相比竞品产品力较强 .....                          | 16 |
| 表 3:  | 莱克天狼星 S680 和其他主流洗地机产品相比具有大吸力、高续航以及手持随手吸尘等差异化功能 .....  | 17 |
| 表 4:  | 碧云泉净饮机产品系列价格带较宽, 最高端为 S 系列 .....                      | 18 |
| 表 5:  | 碧云泉净饮机产品 M 系列定位迷你净饮、定价较亲民 .....                       | 19 |
| 表 6:  | 公司核心技术在电机、吸尘器行业中持续引领 .....                            | 23 |
| 表 7:  | 我们预计发力自主品牌+新能源零部件业务将驱动公司营收较快增长 .....                  | 26 |
| 表 8:  | 清洁电器可比公司估值情况 .....                                    | 26 |

## 1、起家 ODM 业务，转型自主品牌+核心零部件业务再启航

公司成立于 1994 年 12 月，前身为苏州金莱克电器有限公司，2015 年 5 月在上交所上市，是一家以高速电机为核心，致力于为全球消费者提供高品质生活的环境清洁和健康小家电企业。公司现有核心业务包括自主品牌、ODM、核心零部件业务，主要产品包括吸尘器、空气净化器、净水机、厨房电器等高端健康生活小家电产品和园林工具产品等。公司技术实力雄厚，全球研发中心拥有 600 多名工程师和设计师，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 1600 余项。

### 1.1、以电机为核心，实现从 ODM 到 OBM 跨越式发展

#### 第一阶段（1994-2004 年）：全球最大的吸尘器研发制造企业

公司于 1994 年 12 月成立，前身为苏州金莱克电器有限公司，最初以吸尘器 ODM 业务为经营模式开始创业。1996 年，公司产销量突破 67 万台，成为中国最大的吸尘器工厂；1997 年，公司自主研发成功国内首台每分钟超 3 万转高性能电机，并投资建厂生产吸尘器电机，奠定了公司吸尘器业内技术领先优势及领导地位；1999 年，公司从海外引进先进模具制造设备、投资设立模具厂；2000 年，公司达到了年产 1000 万台吸尘器电机、1000 万台吸尘器总装、1 万吨 ABS/PP 注塑加工的生产规模；2004 年，公司吸尘器产销量突破 800 万台，成为全球最大的吸尘器研发制造企业。

#### 第二阶段（2005-2009 年）：依托电机技术，实现多元化发展

公司在 2005 年以电机为核心开始多元化发展，首先进入到园林工具项目，包括割草机、绿篱机、吹吸机、高压清洗机等产品的研发、生产和销售。2006 年，公司购地建厂 8 万多平方米，扩大园林工具生产规模，并投资兴建精密铝压铸厂，为高压清洗机配套生产精密零件。2007 年，公司进军汽车电机领域，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。

#### 第三阶段（2009 年-现在）：ODM 业务向自主创牌转型，全面布局零部件业务

2009 年，公司宣布正式启用“LEXY 莱克”品牌，进军国内市场。2014 年，公司开始实施多品牌战略，其中莱克和碧云泉以高端定位、实体店为主；吉米定位年轻化性价比网络品牌。2020 年，公司推出西曼帝克和三食黄小厨品牌，分别定位高端智能厨电和互联网厨房小家电品牌，至此形成了五大自主品牌的品牌矩阵。2021 年，公司计划投资 13.5 亿元建设年产 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项目，此外公司还以 12.16 亿元收购汽车铝合金零部件企业上海帕捷的 100% 股权，全面布局核心零部件业务。

### 1.2、自主品牌+ODM+核心零部件构筑公司业务增长三大主线

公司致力于构建以技术和品牌双驱动的高质量多元发展模式，企业经营从“ODM 模式”向“自主品牌+ODM 模式”转型，提出“打造高端品牌，并努力成为环境清洁和健康小家电领域的领导者”的品牌愿景。公司目前形成了自主品牌业务、ODM 业务和核心零部件业务三大核心业务。

自主品牌业务：目前国内市场通过“莱克 LEXY”、“吉米 JIMMY”、“碧云泉 bewinch”、“西曼帝克 SieMatic”、“莱小厨 LEXCOOK”五大品牌生态渗透广义小家电市场，通过差异化定位，分别覆盖了高端家居环境电器、互联网家居环境电器、高

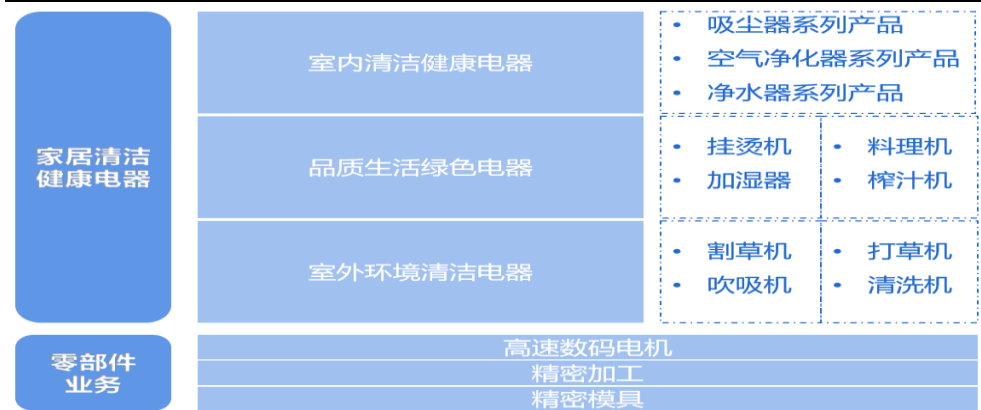


端健康净水饮水电器、高端厨房健康烹饪电器、互联网厨房健康烹饪电器五大小家电细分领域。目前，公司自主品牌的销售网络遍布全国 30 多个省份、300 多个城市，终端门店超过 4000 多家。吸尘器、空气净化器、净水机等产品的市场占有率持续保持领先水平。

**ODM 业务：**目前海外业务主要通过 ODM 模式，形成了设计、产品、研发、供应链等全业务链推进能力，具备较强的规模优势，主要产品有吸尘器、园林工具、空净、厨房电器等产品，产品畅销全球 100 多个国家和地区，累计生产健康家电产品超 2.2 亿台，其中吸尘器约 1.7 亿台，连续 16 年全球吸尘器产销量处于行业领先地位。

**核心零部件业务：**公司核心零部件业务以高速数码电机、精密加工、精密模具等核心技术为下游产品及外部延伸业务提供具有核心竞争力的产业链协同，特别是铝合金精密成型与加工业务是一个高增长行业，发展前景广阔。

**图1：公司主要产品为环境清洁和健康小家电以及核心零部件业务**

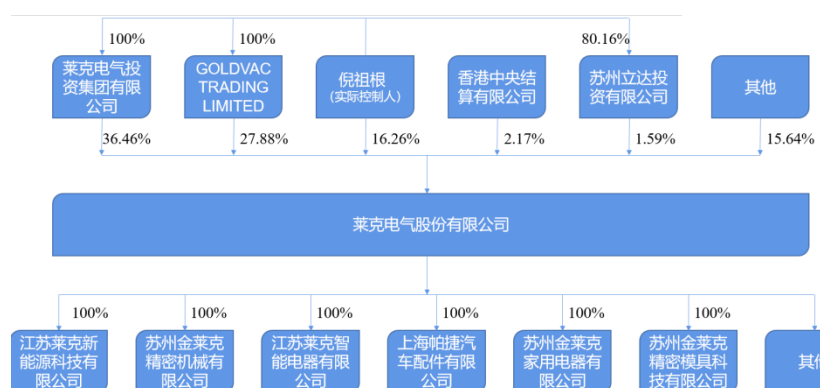


资料来源：公司公告

### 1.3、股权结构稳定，实控人具备较强控制力

**公司股权结构稳定，实控人对公司控制力较强。**根据公司 2021 年三季报披露，公司董事长、总经理、实控人倪祖根通过 100%持有莱克电气投资集团有限公司和 GOLDVAC TRADING LIMITED 的股权，以及持有苏州立达投资有限公司 80.16%的股权，连同本人持有的公司 16.26%的股权，合计持有公司 81.87%的股权。

**图2：公司股权结构稳定、实控人掌控力强**



资料来源：Wind

公司实控人倪祖根先生具有工程师背景、行业经验丰富，助力公司技术持续引

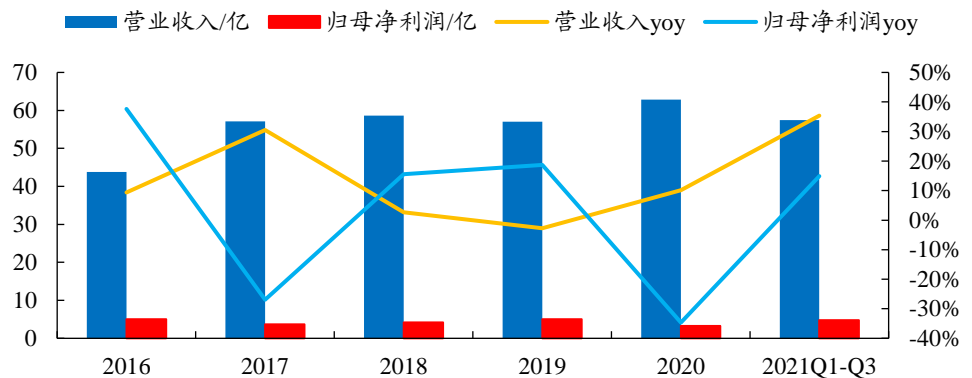
领。曾先后任苏州春花吸尘器总厂电机工程师、电机分厂厂长、厂长助理和技术副厂长，我们认为创始人的工程师背景，帮助公司在一开始就确立了以创新驱动发展的经营理念，使得公司具备始终保持在行业技术最前沿、把握行业发展趋势的能力。

#### 1.4、经营情况稳步改善，看好净利率提升逻辑兑现

公司整体营收从 2016 年的 43.8 亿，到 2020 年增长到 62.8 亿，年复合增长率达 9.5%。其中，公司 2017 年营收 57.1 亿，同比增长 30.5%，增速较快主系公司推出了最新一代立式多功能大吸力无线宠物吸尘器魔洁 M95、超大洁净空气量净化器魔净 K9，以及新一代碧云泉免安装智能净水机等三大系列产品，2017 年自主品牌业务同比增长 86.1%，拉动整体收入快速增长。受到中美贸易问题、地产政策趋紧、以及人民币汇率波动等影响，公司 2018 年和 2019 年营收增速有所放缓。公司 2020 年营收同比增长 10.13%，增速较 2019 年有所提升，主系 ODM/OEM 出口业务、自主品牌线上业务和核心零部件业务收入增长拉动。公司 2021 年 Q1-Q3 营收 57.4 亿，同比增长 35.4%，较 2020 年营收增速进一步提升，公司在自主品牌和核心零部件业务的拉动下，整体销售趋势向好。

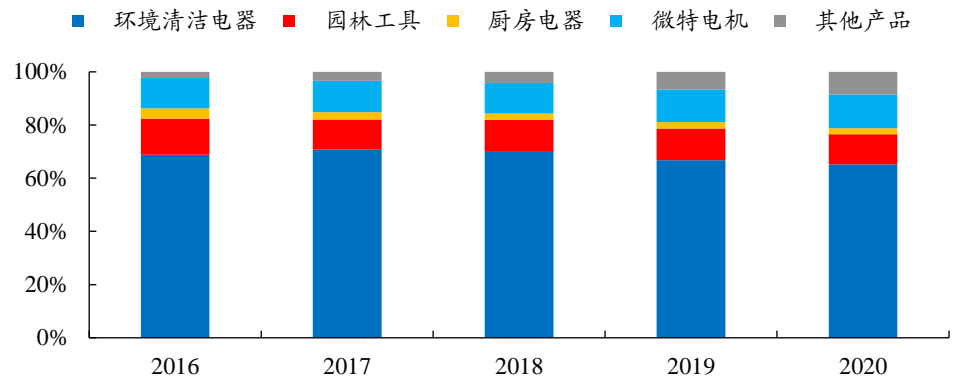
公司 2020 年实现归母净利润 3.3 亿，同比下滑 34.7%，主系公司根据香港国际仲裁中心的裁决金额计提预计负债，如剔除该部分预计负债和 2020 年股权激励计划中当年第四季度首期股权激励的股份支付费用，公司 2020 年归母净利润为 5.7 亿元，同比+13.64%。2021 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润 4.8 亿，同比增长 14.9%，增速水平慢于 2021 年 Q1-Q3 营收增速，我们认为主系 2021 年原材料大幅上涨对毛利率的拖累，进而对盈利能力造成影响。

**图3：公司 2021Q1-Q3 营收同比增长 35.4%、归母净利润同比增长 14.9%**



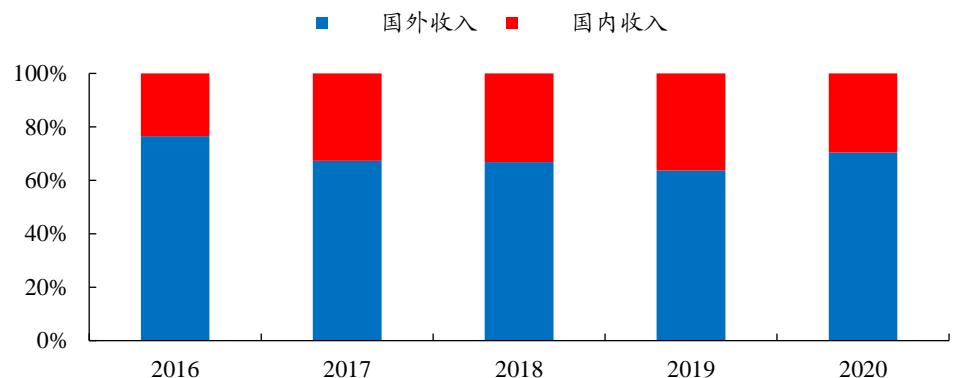
数据来源：Wind、开源证券研究所

环境清洁电器为公司营收第一大产品类别，新能源零部件业务增速较快。2020 年环境清洁电器业务收入占比 65.2%。2016-2020 年公司核心零部件业务收入增速快于家电业务收入。相较于 2016 年各业务收入占比，2020 年环境清洁电器、园林工具和厨房电器收入占比分别下降了 3.6、2.3 和 1.5 个百分点，而微特电机和以新能源零部件为主的其他产品收入占比分别提升了 1.2 和 6.2 个百分点。

**图4：2016-2020年，以新能源零部件为主的其他产品收入主营占比提升了6.2pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

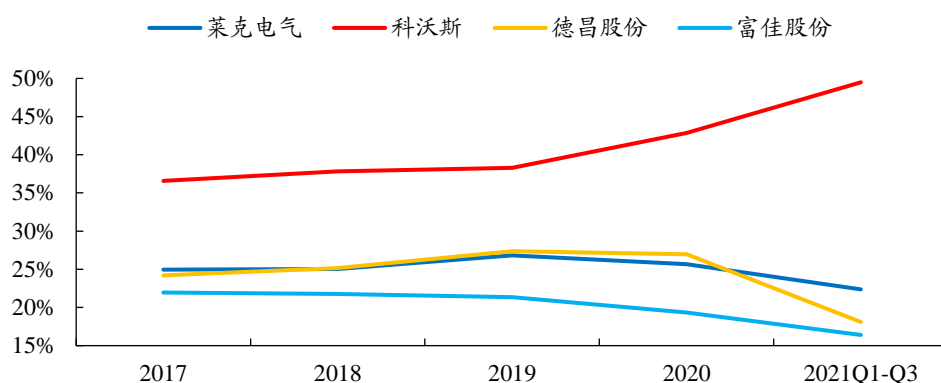
主营收入分地区结构来看，公司收入主要来源于国外市场。但是2016-2019年，在公司大力发展自主品牌业务和核心零部件业务的驱动下，国内收入增速快于国外收入。国内收入占营收的比例明显提升，从2016年的23.5%，2019年提升到了36.3%。2020年国内收入占比有所下滑，主系受疫情冲击国内线下闭店、流量下滑影响，而海外ODM/OEM出口需求大幅增长，2020年国外收入达43.7亿，首次实现突破40亿。我们认为，在国内疫情趋于平稳的背景下，公司自主品牌业务和核心零部件业务发展趋势良好，有望拉动国内收入占比长期持续提升。

**图5：国内收入占营收比例从2016年的23.5%提升到了2019年的36.3%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

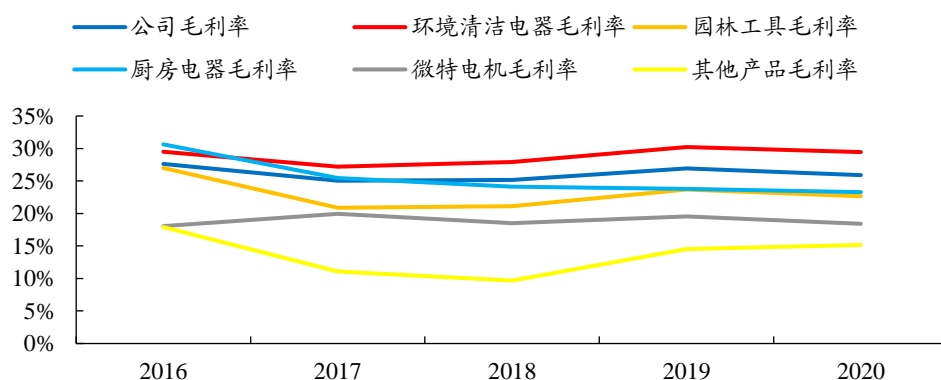
2017-2019年公司毛利率有所提升，自25.0%提升到了26.8%，主要系公司在国内进行自主品牌的市场开拓，带动整体毛利率水平的提升。2020年毛利率25.7%，同比下滑了1.1pcts，主系受疫情影响国内线下闭店、流量下滑，自主品牌收入占比下滑所致。2021年Q1-Q3公司毛利率22.4%，同比下滑4.6pcts，主系受到原材料大幅上涨影响。

从可比公司来看，科沃斯2021Q1-Q3毛利率同比提升了8.0pcts，主要系科沃斯自主品牌高毛利新品的迭代，带动整体结构提升，较好地抵消了原材料上涨对于毛利率的影响。德昌股份和富佳股份同为吸尘器ODM业务企业，在2021年Q1-Q3毛利率分别下滑了8.4和2.7个百分点，可以看到原材料上涨对于吸尘器ODM厂商毛利率都造成了较大的影响。考虑到原材料价格上涨为阶段性表现，公司在自主品牌和核心零部件业务的拉动下，毛利率仍有较大提升空间。

**图6：受原材料大涨影响，公司 2021Q1-Q3 毛利率为 22.4%，同比下滑 4.6pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

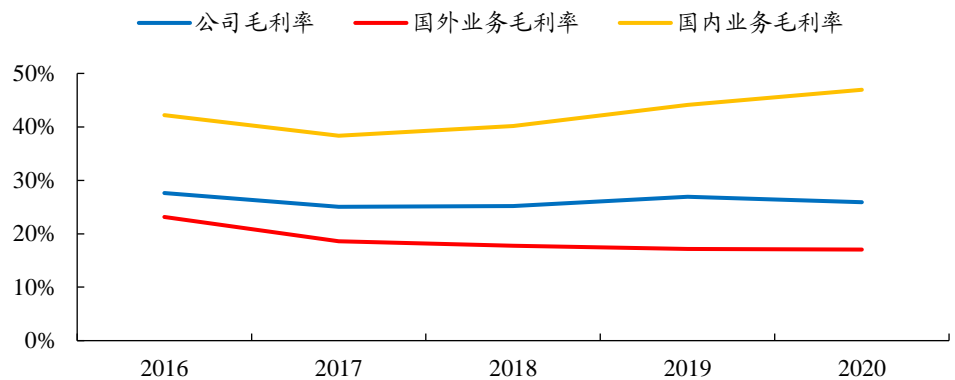
毛利率分产品结构来看，2017-2020 年环境清洁电器毛利率高于其他的主营业务。从 2017-2019 年，环境清洁电器毛利率从 27.2%提升到 30.2%，带动整体公司毛利率从 25.0%提升到了 26.9%。2020 年在疫情冲击影响下，以新能源零部件为主的其他产品毛利率为 15.2%，逆势提升 0.7pct，显示出了很强的韧性。考虑到与公司其他的主营产品横向对比，其他产品毛利率仍处于较低水平，我们预计后续提升空间较大。

**图7：2017-2020 年公司环境清洁电器毛利率高于其他的主营业务**


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分地区来看，国内业务毛利率显著高于国外业务，主系国外业务以低毛利率的 ODM/OEM 业务为主。从 2017-2020 年，国内业务毛利率从 38.3%提升到了 46.9%，特别是 2020 年在疫情冲击下国内线下自主品牌业务受影响较大，国内业务毛利率仍同比提升 2.8pcts，延续良好趋势，显示出自主品牌业务稳步推进的积极效果。

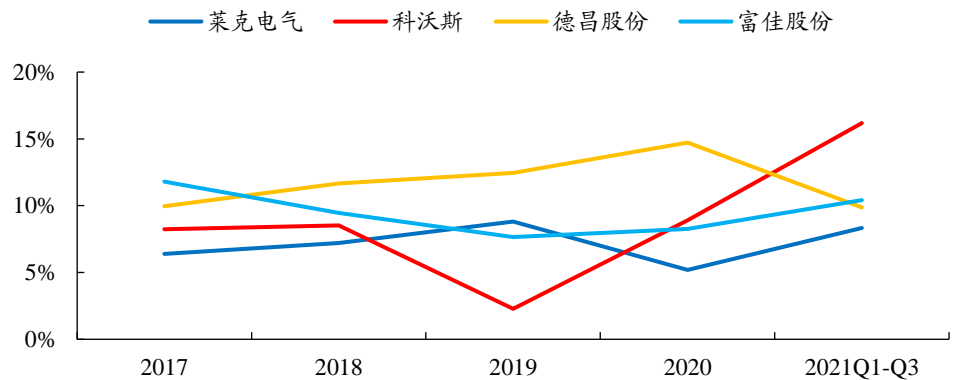


**图8：2016-2020 年公司国内业务毛利率高于国外业务毛利率**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2017-2019 年公司净利率稳步提升，从 6.4%提升到了 8.8%。**2020 年公司受到毛利率下滑，叠加公司根据香港国际仲裁中心的裁决金额计提预计负债影响，2020 年净利率下滑到 5.2%。2021 年 Q1-Q3 公司通过控费以及规模增长带来的摊薄效应，对冲部分毛利率下滑影响，净利率为 8.3%，较 2020 年全年净利率有所提升。

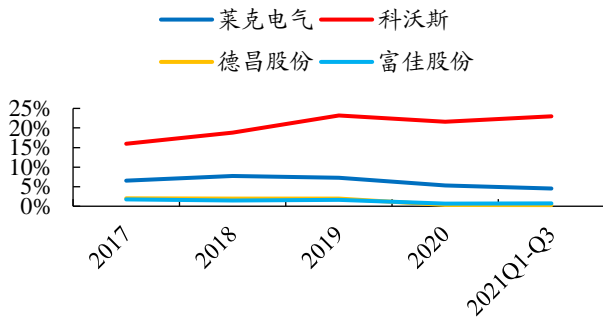
从可比公司来看，公司 2021 年 Q1-Q3 净利率低于科沃斯、德昌股份和富佳股份。从同为从 ODM 业务向自主品牌转型的科沃斯来看，科沃斯净利率经历了 2019 年的下滑触底，2020 年以来净利率持续提升。我们认为，自主品牌等新业务的早期培育需要投入大量的营销资源部分造成净利率的拖累，但是考虑到长期品牌力形成后的品牌溢价以及规模效应带来的费率摊薄，我们预计公司的净利率仍有较大提升空间。

**图9：公司 2021Q1-Q3 净利率为 8.3%。较 2020 年净利率有所提升**


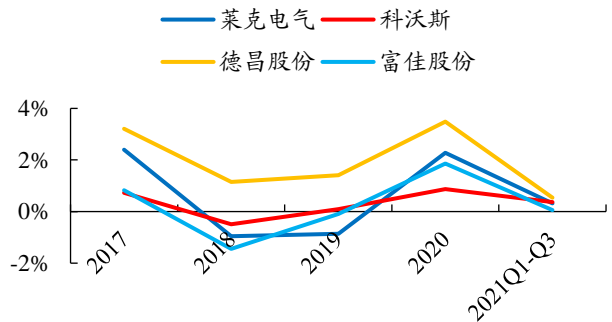
数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司销售费用投放控制较好，2018-2020 年销售费用率有所下降。**从 2018 年的 7.7%，到 2020 年下降到 5.3%，2021 年 Q1-Q3 公司销售费用率为 4.5%，同比下滑 2.2pcts。说明公司在销售费用上控制较好，没有采取特别激进的投放策略。与同为 ODM 业务向自主品牌业务转型的科沃斯相比，2019 年以来科沃斯的销售费用率始终高于 20%。

**公司财务费用率公司自 2017 年以来呈现下降趋势。**2020 年公司、科沃斯、德昌股份、富佳股份都出现了财务费用率提升的情况，主系清洁电器 ODM 行业整体遭遇到了汇率波动的冲击。

**图10: 2017-2020 年公司销售费用率低于科沃斯**


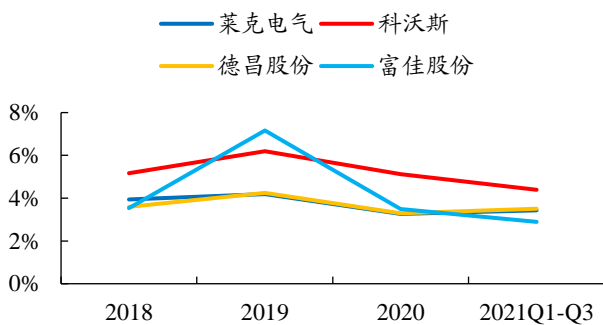
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 2017-2019 年公司财务费用率呈现下降趋势**


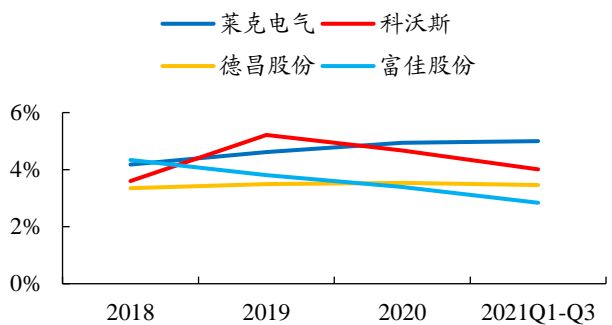
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司管理费用率自 2018 年以来呈现稳中有降的趋势, 从 2018 年的 3.9%, 到 2020 年下降为 3.3%, 费用控制较好。可比公司来看, 科沃斯的管理费用率明显高于公司、德昌股份和富佳股份。

公司研发费用率自 2018 年以来稳步提升, 从 2018 年的 4.2%, 到 2020 年上升到了 4.9%, 体现出公司一贯以来重视研发、技术引领的发展思路。从可比公司来看, 2020 年公司研发费用率超过科沃斯, 且 2021Q1-Q3 的研发费用率依旧高于科沃斯以及德昌股份、富佳股份。

**图12: 2018-2020 年公司管理费用率呈现下降趋势**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2018-2020 年公司研发费用率稳步提升**


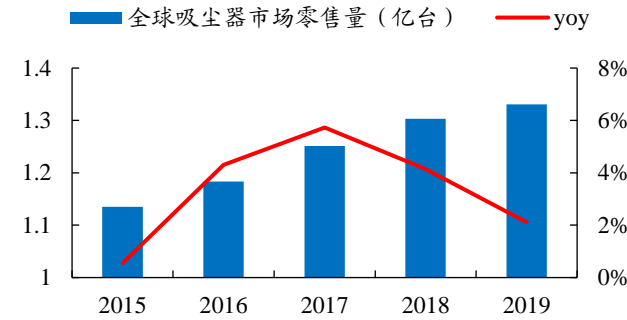
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、全球清洁电器行业前景广阔, 品类迭代升级持续演绎

### 2.1、全球吸尘器行业规模稳定增长, 国内仍有较大提升空间

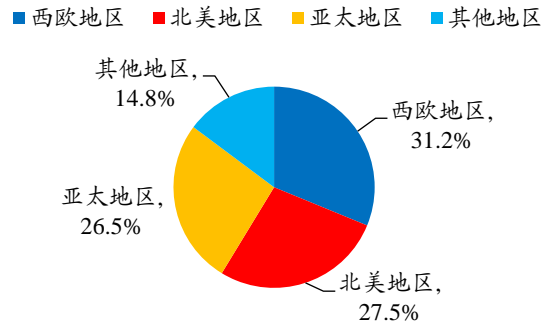
随着全球经济发展和世界人口规模的增长, 全球吸尘器的市场容量稳定增长。根据 Euromonitor, 全球吸尘器市场零售量从 2015 年的 1.13 亿台增至 2019 年的 1.33 亿台, 近四年的年复合增长率为 4.1%。

图14: 2015-2019 年全球吸尘器零售量 CAGR 达 4.1%



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

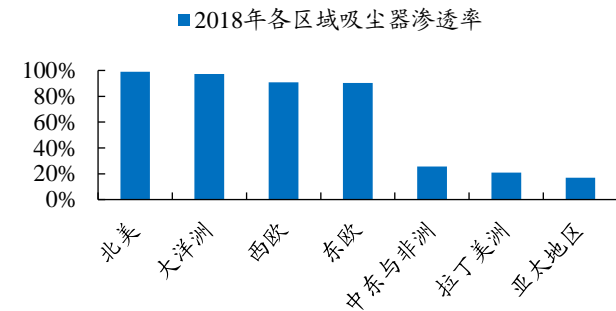
图15: 2018 年西欧地区吸尘器零售量占全球 31.2%



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

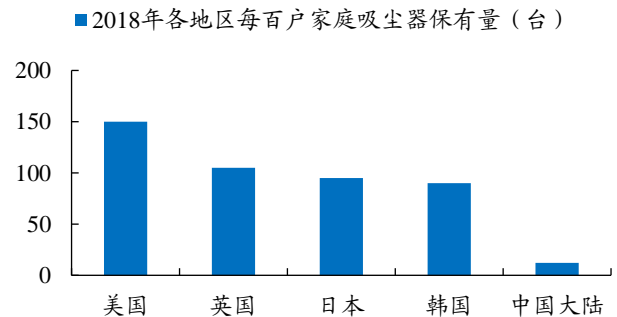
分地区来看，吸尘器市场分布呈现出了很强的地域性。欧美发达区域吸尘器零售量占比超过全球的 50%。根据 Euromonitor，2018 年西欧和北美地区的吸尘器零售量占比达 58.7%。根据 GFK，2018 年欧美及大洋洲等发达区域的吸尘器渗透率在 90%以上，远高于中东、非洲、拉美及亚太。根据沙利文咨询，2018 年美国每百户家庭吸尘器保有量达 150 台，而中国大陆仅 12 台，提升空间较大。我们预计，伴随中国等发展中国家城镇化率的提升、吸尘器渗透率的进一步提升，全球吸尘器市场的容量有望稳步扩大。

图16: 欧美等发达地区的吸尘器渗透率远高于其他地区



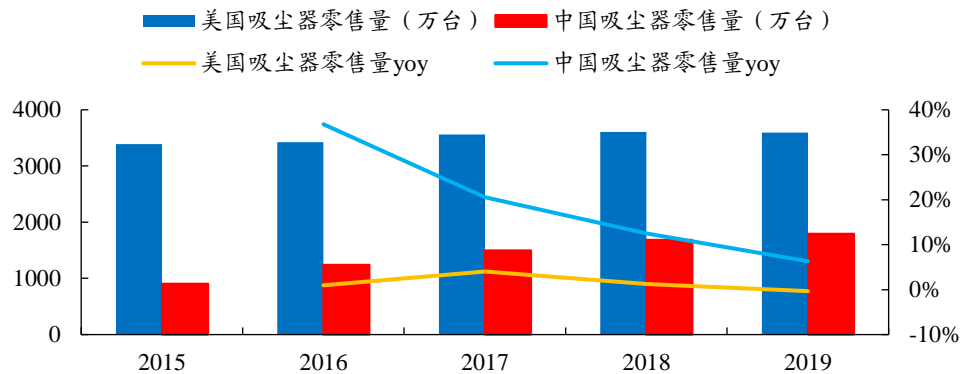
数据来源: GFK、开源证券研究所

图17: 2018 年美国每百户家庭吸尘器保有量达 150 台



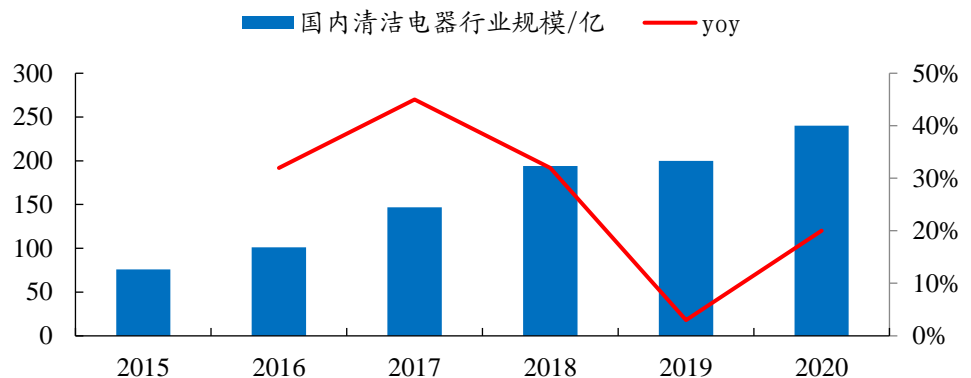
数据来源: 沙利文咨询、开源证券研究所

中国吸尘器市场零售量增速高于美国，当前渗透率仍较低，未来增长空间较大。根据 Euromonitor 数据，2015-2019 年，中国吸尘器市场零售量由 908.3 万台增加至 1791.5 万台，CAGR 为 18.5%；2015-2019 年美国吸尘器市场零售量从 3390 万台增加到 3594 万台，CAGR 仅 1.5%。2018 年，吸尘器在中国的渗透率仅为 7.8%，中国吸尘器市场未来的发展潜力较大。

**图18：2015-2019 年中国市场吸尘器零售量增速快于美国市场**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

除吸尘器外，清洁电器行业还涌现了扫地机器人、洗地机等高性能、便捷化的创新性清洁品类。根据奥维云网数据，2015-2020 年我国清洁电器行业规模由 76 亿元增长至 240 亿元，年复合增长率为 25.9%。随着科沃斯、石头科技等清洁电器龙头公司的持续产品创新，以及 2020 年疫情带来的清洁电器需求催化，供需双振下国内清洁电器行业有望迎来快速发展，渗透率得到进一步提升。

**图19：2020 年国内清洁电器行业规模达 240 亿元，同比增长 20%**


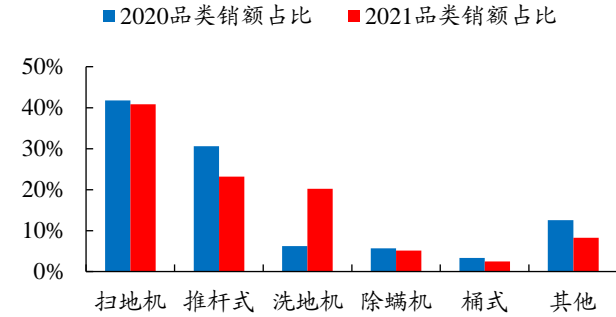
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 2.2、2021 年国内清洁电器各细分品类扫地机份额第一，洗地机份额大幅提升

从零售额份额来看，2021 年扫地机器人为国内清洁电器行业线上第一大品类。根据奥维云网数据，2021 年国内清洁行业线上零售额份额：扫地机器人品类占比 40.9%，同比下滑 0.9pct；推杆式吸尘器为第二大品类，份额占比 23.2%，同比下滑 7.4pcts；而洗地机表现为异军突起，份额占比 20.2%，同比提升 14.0pcts。

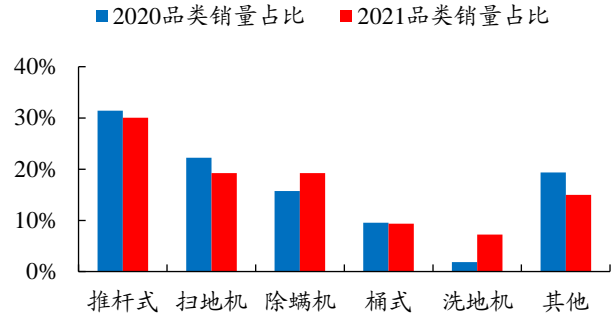
从零售量份额来看，2021 年推杆式吸尘器为国内清洁电器行业线上第一大品类。根据奥维云网数据，2021 年国内清洁行业线上零售量份额：推杆式吸尘器占比 30.0%，同比下降了 1.4pcts；洗地机占比 7.2%，同比增长 5.4pcts；除螨机占比 19.3%，份额同比增加 3.6pcts，提升明显。

图20: 2021 年国内清洁电器行业线上销额第一大品类是扫地机



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图21: 2021 年国内清洁电器行业线上销量第一大品类是推杆式吸尘器



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

**国内线上清洁电器行业竞争格局稳定。**根据奥维云网,从2021 年国内清洁电器行业线上销额分品类看: 扫地机、洗地机、推杆式吸尘器和除螨机的品牌销额 CR3 分别为 75.4%、81.9%、68.0%和 60.5%, 头部集中效应明显。我们认为在头部品牌占据主导的情况下, 清洁电器行业有望通过产品迭代升级稳步推高卖新, 提升行业整体产品结构, 整体格局较为稳定。

表1: 从 2021 年国内清洁电器行业线上各细分品类看, 销额品牌集中度较高

| 品类     | 排名 | 品牌  | 2021 年市占率 | 市占率同比  | 2021 年均价 | 均价同比   |
|--------|----|-----|-----------|--------|----------|--------|
| 扫地机    | 1  | 科沃斯 | 45.0%     | 4.1%   | 2806     | 52.5%  |
| 扫地机    | 2  | 云鲸  | 16.5%     | 5.7%   | 3827     | -4.1%  |
| 扫地机    | 3  | 石头  | 13.9%     | 3.0%   | 3050     | 21.6%  |
| 洗地机    | 1  | 添可  | 69.7%     | 1.8%   | 3393     | 8.8%   |
| 洗地机    | 2  | 必胜  | 10.2%     | -11.9% | 3393     | 11.7%  |
| 洗地机    | 3  | 石头  | 2.1%      | 2.1%   | 3501     | -      |
| 推杆式吸尘器 | 1  | 戴森  | 51.1%     | -1.7%  | 2955     | -2.5%  |
| 推杆式吸尘器 | 2  | 小狗  | 8.7%      | 2.1%   | 1812     | 50.6%  |
| 推杆式吸尘器 | 3  | 小米  | 8.2%      | 3.0%   | 530      | -40.3% |
| 除螨机    | 1  | 吉米  | 31.2%     | 8.7%   | 483      | -4.8%  |
| 除螨机    | 2  | 美的  | 16.4%     | -6.5%  | 337      | 4.8%   |
| 除螨机    | 3  | 小米  | 12.9%     | 7.9%   | 221      | -25.8% |

资料来源: 奥维云网、开源证券研究所

### 3、布局自主品牌+核心零部件+ODM 三大主线, 公司业务端高速增长可期

#### 3.1、五大自主品牌矩阵已成, 看好产品技术优势实现引领

##### 3.1.1、构筑线上线下五大品牌, 签约顶流助力推广

公司在国内小家电市场已形成五大自主品牌矩阵, 通过“莱克 LEXY”、“吉米 JIMMY”、“碧云泉 bewinch”、“西曼帝克 SieMatic”、“莱小厨”五大品牌生态渗透广义小家电市场。



(1)“LEXY 莱克”的品牌高端定位，目标客户是中高消费人群，主要产品是家居环境清洁、空气净化及空气舒适类产品和个护产品，主要包括立式无线吸尘器、空气净化、智能空调扇、除湿机、熨烫机和水离子电吹风，以线下渠道为主。

(2)“Jimmy 吉米”品牌是定位年轻人消费的环境清洁类的互联网品牌，主要包括超轻便无线吸尘器、除螨机、洗地机等，同时通过跨境电商的销售形式，进军海外市场，重点发展东欧、俄罗斯、东南亚市场。吉米除螨机在天猫、京东等互联网渠道销售，根据奥维云网数据，2021 年吉米品牌除螨机线上、线下销额市占率分别达到 31.2%和 41.7%，同比分别提升了 8.7 和 5.0pcts，竞争优势明显。

(3)“Bewinch 碧云泉”创立于 2014 年，专注于高端净水，国内首创。主要包括台式智能净水机、智能茶艺机等。品牌定位是中高端台式免安装智能净水机，像咖啡机一样自带水箱，不需安装，集 RO 过滤、智能检测显示水的质量、智能调控温度、智能提醒滤芯更换、快捷加热于一体的智能净水机。碧云泉线上、线下细分行业市场占有率均名列第一。

(4)“莱小厨”是 2020 年创立厨房小电互联网品牌，为单身都市青年及新婚家庭提供各类创意小厨电产品，主要产品包括智能烹饪机、多功能平底煎锅、火锅、双胆电饭煲、小烤箱产品。

(5)“SieMatic 西曼帝克”定位高端厨电品牌，主推高端智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机等，同时也包括商用产品系列，为便利店提供早餐服务的一篮子解决方案。

2021 年 3 月，公司凭借前瞻性的产品设计，强大的研发优势，出众的产品质量，良好的用户口碑，正式成为清洁家电行业首家入选 CCTV 大国品牌的企业，验证了公司的全面实力。

通过签约顶流，加大自主品牌打造力度。2021 年 12 月 8 日，公司宣布迪丽热巴成为公司清洁电器代言人，主打公司旗舰款新品天狼星 S680 三合一洗地机。此外公司还热衷于结合当下包括“国潮热”在内的多种热点话题进行营销，助力新品发布，扩大品牌影响力。

图22：公司通过 KOL 直播带货



资料来源：公司官方微博

图23：公司签约顶流迪丽热巴为清洁电器代言人



资料来源：公司官方微博

图24：公司结合“国潮”、“大国品牌”开展营销推广



资料来源：公司官方微博

图25：公司采样多样化主题推广产品



资料来源：公司官方微博

### 3.1.2、销售网络线上线下全覆盖，跨境电商成为新增量

公司五大自主品牌业务在全国实现了线上、线下全渠道覆盖渗透，实现了线下高端化和线上年轻化、刚需化的差异化布局。

(1) 线上业务：公司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 年即便疫情背景下，碧云泉和吉米品牌线上也实现 100% 增长。同时在 2019 年进驻跨境电商渠道，深耕以俄罗斯、意大利、以色列等欧洲国家为主的海外市场，2021 年一季度实现 150% 增长。

(2) 线下业务：公司已经建立覆盖全国的销售网络，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；截止 2021 年 6 月 30 日，公司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。公司在 GDP1300 亿元以上地级城市 200 个全部开发到位，并聚焦 4 省 2 市发达地区推动渠道下沉。销售渠道向多元化和个体化发展。大连锁 3C 渠道、地方连锁、购物中心、流量超市、专卖店（沿街专卖店、购物中心专卖店、家居广场专卖店）建设。公司通过提供全程营销培训服务（包含品牌营销、活动推广、门店运营、产品销售、用户沟通等），让品牌价值始终如一传递到终端。

### 3.1.3、高端化、无线化、智能化趋势下产品端持续迭代升级

公司自主品牌小家电产品包括吸尘器、洗地机、空气净化器、净水机等，高端化、无线化、智能化趋势下产品端持续迭代升级，看好公司依托产品技术优势实现引领。

#### (1) 吸尘器

公司专注吸尘器研发 28 年，吸尘器累计销量 1.6 亿台，2014 年公司被中国家用电器标准化技术委员会任命为吸尘器标准化工作组组长单位。依托公司处于世界发展技术前沿的高速微电机及离心风机技术，公司吸尘器产品性能高、可靠性强。

公司吸尘器产品线全面，包括卧式、无线充电式、床用除螨式、扫地机器人、商

用式、车载手持式等各种吸尘器类型。为了改变传统吸尘器的笨重操作体验，公司创新性地推出了魔洁 M 系列立式无线吸尘器，以其独特的立式设计和卓越性能，颠覆性的克服了传统手持无线吸尘器使用手感重等痛点，先后荣获“中国家电科技进步一等奖”、“德国工业设计红点奖”，“德国 CMF 设计奖”、“美国 IDEA 设计大奖”等多项国内外重磅奖项，在高端立式吸尘器市场取得了良好用户口碑和市场成绩。

立式吸尘器相较于传统的手持式吸尘器更为高端，2021 年国内立式吸尘器行业线上、线下均价分别为 1165、3129 元，远高于手持式吸尘器。2021 年国内手持式吸尘器线上、线下均价分别为 201、524 元。根据奥维云网数据，在 2021 年国内立式吸尘器细分市场，公司莱克品牌线下市占率为 94.6%，份额处在绝对领先地位。2020 年公司发布独创的魔洁 M12 Max 立式多功能无线吸尘器，主打 200AW 大吸力和 80 分钟长续航，产品授权发明专利数量达 18 项，与竞品相比竞争优势明显。

**表2：魔洁 M12proMax 相比竞品产品力较强**

|      | 魔洁 M12proMax | 戴森 V15detect | 石头 H7   | 可宝 VB100 |
|------|--------------|--------------|---------|----------|
| 市场价格 | 7999 元       | 5490 元       | 2599 元  | 6879 元   |
| 产品类型 | 无线立式         | 无线立式         | 无线立式    | 无线立式     |
| 电池容量 | 3000mAh      | 3600mAh      | 3610mAh | 2000mAh  |
| 吸入功率 | 200AW        | 230AW        | 160AW   | 194AW    |
| 铭牌功率 | 600W         | 660W         | 480W    | 230W     |
| 集尘容量 | 0.7L         | 0.45L        | 0.5L    | 0.8L     |
| 续航时间 | 80min        | 60min        | 90min   | 80min    |

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、开源证券研究所

## （2）洗地机

依托在吸尘器领域的深耕和技术积累，公司在 2020 年 9 月推出吉米品牌 X7 拖洗速干洗地机布局洗地机赛道。在 2021 年先后推出吉米一洗净 X8 速干洗地机、吉米丘比特轻便速干洗地机以及吉米维纳斯全屋吸尘洗地一体机。

2021 年 10 月公司加大投入力度，通过主品牌发布莱克天狼星 S680 三合一全屋吸尘/洗地一体机全新品类，发力洗地机赛道。天狼星 S680 在莱克立式吸尘器立式/手持二合一的基础上，打造出三合一的创新专利，搭配公司创新研发的定点喷洗和前洗后吸技术，成为首台集地毯拍打吸尘、手持随手吸、地板定点洗地为一体的“三合一全屋吸尘/洗地一体机”，全方位解决了全屋各种清洁难题。莱克天狼星 S680 产品性能强劲，配备了高达 350w 的高性能无刷电机，高于目前市面普通洗地机电机 150w 近 2.5 倍，吸洗能力强悍。搭载 7 节村田（原索尼）/三星 4000mAh 大容量锂电池，最长续航时间达 100 分钟，充分满足大空间家庭或高打扫频率家庭的需求。

通过和目前其他主流洗地机产品的对比，我们发现，莱克天狼星 S680 在整机功率、吸力、滚刷转速、清洗面积、续航时间等方面功能参数均优于竞品，莱克天狼星 S680 在定点喷洗、地毯拍打吸尘、手持随手吸尘功能方面具备差异化亮点，产品竞争力较强。



表3: 莱克天狼星 S680 和其他主流洗地机产品相比具有大吸力、高续航以及手持随手吸尘等差异化功能

| 洗地机产品  | 莱克 S680                | 芙万 2.0LCD 版         | 必胜 4 代                  | 石头 U10       | 米家高温无线款                      | 美的 X8      | 追觅 H11 MAX |
|--------|------------------------|---------------------|-------------------------|--------------|------------------------------|------------|------------|
| 型号     | SPW502                 | FW100100CN          | 2832Z                   | WD1S1A       | /                            | WD40       | H11 Max    |
| 上市时间   | 2021.10                | 2021.4              | 2021.7                  | 2021.8       | 2021.10                      | 2021.6     | 2021.8     |
| 到手价    | 6999                   | 4490                | 3990                    | 3499         | 3399                         | 2990       | 2699       |
| 滚刷数    | 单刷                     | 单刷                  | 单刷                      | 双刷           | 单刷                           | 单刷         | 单刷         |
| 整机功率   | 400W                   | 220W                | 255W                    | 260W         | 220w                         | 220w       | 200w       |
| 吸力     | 16000Pa                | 100AW               | 9800Pa                  | 13000Pa      | /                            | 121-150AW  | 10000Pa    |
| 滚刷转速   | 82000 转/分钟             | 60000 转/分钟          | /                       | 73860 转/分钟   | /                            | 60000 转/分钟 | 61000 转/分钟 |
| 清水箱容量  | 500mL                  | 800mL               | 600ml                   | 850mL        | 780ml                        | 710ml      | 900ml      |
| 污水箱容量  | 300mL                  | 720mL               | 385ml                   | 600mL        | 640ml                        | 600ml      | 500ml      |
| 产品净重   | 7kg                    | 4.5kg               | 4.54kg                  | 5.1kg        | 5.2kg                        | 5kg        | 4.7kg      |
| 噪音     | 82db                   | 78db                | 75dB                    | 78db         | 85db                         | 78dB       | 76dB       |
| 清洗面积   | 300 平米                 | 150 平米              | 150 平米                  | 280 平米       | /                            | 240 平米     | 200 平米     |
| 续航时间   | 整机 40min,<br>手持 100min | 35min               | 30min                   | 35min        | 35min                        | 35min      | 36min      |
| 电池容量   | 4000mAh                | 4000mAh             | /                       | 5000mAh      | 4000mAh                      | 4000mAh    | 4000mAh    |
| 智能屏显   | LCD 屏显                 | LCD 屏显              | /                       | LED 屏显       | LED 屏显                       | LCD 屏显     | LED 屏显     |
| 智能脏污检测 | /                      | 智能脏污检测              | /                       | 智能脏污检测       | 智能脏污检测                       | 智能脏污检测     | 智能脏污检测     |
| 沿边清洁   | /                      | 墙边死角清洁              | 沿边清洁                    | 双侧沿边         | /                            | 贴边吸拖       | /          |
| 其他特点功能 | 定点喷洗、地毯拍打吸尘、手持随手吸尘     | 电解水除菌、银离子抗菌材质、自驱式清洁 | LED 微尘探照灯、支持 turbo 强力速洗 | 全覆盖强擦双刷、双向助力 | 基站自动注水、75 度水高温清洗、基站 55 度热风烘干 | 滚刷自牵引      | 自驱式推行      |

资料来源: 各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

洗地机行业景气度高、行业增速快, 莱克天狼星 S680 以及吉米洗地机系列具有较强产品力, 洗地机品类有望为公司自主品牌收入贡献新的增长点。

图26: 天狼星 S680 主打定点喷洗、洗过即干



资料来源: 莱克天猫官方旗舰店

图27: 天狼星 S680 具有 400W 的整机功率



资料来源: 莱克天猫官方旗舰店

### (3) 空气净化器

根据空气净化器新国标, 产品四大核心技术指标分别为洁净空气量、累积净化量、能效等级和噪音。依托公司独有的 PM0.3 高效过滤技术, 和高效大风量离心机技术, 公司成功研发了性能行业领先的超大洁净空气量净化器系列产品, 洁净空气

量值达 600-950 立方米每小时,比市场领先水平 400 立方米每小时提升了 30%-100%,

超大洁净空气量结合大甲醛净化量,使公司推出的莱克空气净化器 K9 在快速去除霾、长效除醛等四项核心性能指标方面处于全球空净行业的领先水平。产品荣获中国家电协会红顶奖、艾兰奖,中国家电院“智享之选”众多大奖,2020 年被轻工联合会授予空净行业唯一消费升级产品大奖。

图28: 莱克魔净空气净化器 K9 具有快速除霾和长效除醛的领先水平



资料来源: 莱克天猫官方旗舰店

#### (4) 净饮水机

公司在国内首创了台式反渗透智能净饮水机,填补了免安装净饮水机市场的空白,能在无直接水源情况下,提供移动式速热净水的全新体验,解决了办公室、客厅等场所的饮水难题。公司净饮水机产品先后获得中国红顶奖、中国家电艾普兰奖、中国净水金鼎奖、中国家电院“智享之选”奖等多项大奖。根据中怡康统计数据显示,2020 年,碧云泉净饮水机占台式直饮机市场零售额比例为 77.23%,排名第一。公司净饮水电器主要聚焦于中高收入消费群体,包括台式智能茶艺净饮水机 and 高端智能净水器,目前已有 S、N、G、M 四大系列。

表4: 碧云泉净饮水机产品系列价格带较宽,最高端为 S 系列

| 系列 | SCHOPENHAUER |           |           | NIETZSCH  |           |
|----|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|    | S 系列 茶艺大师    |           |           | N 系列 智能净饮 |           |
| 型号 | S9           | S7        | N9        | N7        | N5        |
| 价格 | 18999        | 14999     | 15999     | 10699     | 7999      |
| 水质 | 含锶弱碱         | 矿化弱碱      | 含氢水素      | 含锶弱碱      | 矿化弱碱      |
| 过滤 | APQ2.0       | APQ2.0    | APQ2.0    | APQ1.0    | APQ1.0    |
| 速热 | RH 速热        | RH 速热     | RH 速热     | 厚膜稀土      | 厚膜稀土      |
| 水箱 | 5L           | 5L        | 5-7.5L    | 5L        | 5L        |
| 人数 | 4-5          | 4-5       | 5-8       | 4-5       | 4-5       |
| 降噪 | 多重降噪         | SNT 降噪    | 多重降噪      | SNT 降噪    | SNT 降噪    |
| 屏显 | 多点触控         | 触摸屏显      | 7 寸触控     | 5 寸触控     | 数码屏显      |
| 安防 | ANC 智能       | ANC 智能    | ANC 智能    | ANC 智能    | ANC 智能    |
| 材质 | Tritan C+    | Tritan C+ | Tritan C+ | Tritan C+ | Tritan C+ |

资料来源: 碧云泉天猫官方旗舰店、开源证券研究所



表5：碧云泉净饮水机产品 M 系列定位迷你净饮、定价较亲民

| 系列 | GOETHE    |       |       | MOZART    |       |
|----|-----------|-------|-------|-----------|-------|
|    | G 系列 台式净饮 |       |       | M 系列 迷你净饮 |       |
| 型号 | G7        | G5    | G3    | M5        | M3    |
| 价格 | 3999      | 3199  | 2999  | 2399      | 1899  |
| 水质 | 矿化弱碱      | 纯净水   | 纯净水   | 矿物质水      | 矿物质水  |
| 过滤 | RO3.0     | RO2.0 | RO1.0 | UF2.0     | UF1.0 |
| 速热 | 厚膜稀土      | 旋流速热  | 旋流速热  | 旋流速热      | 旋流速热  |
| 水箱 | 5L        | 4L    | 4L    | 1L        | 3L    |
| 人数 | 4-5       | 3-4   | 2-3   | 1-2       | 1-2   |
| 降噪 | SNT 降噪    | 螺旋降噪  | 螺旋降噪  |           |       |
| 屏显 | 数码屏显      | 数码屏显  | 数码屏显  | UMF       | UMF   |
| 安防 |           |       |       |           |       |
| 材质 | 食品级       | 食品级   | 食品级   | 食品级       | 食品级   |

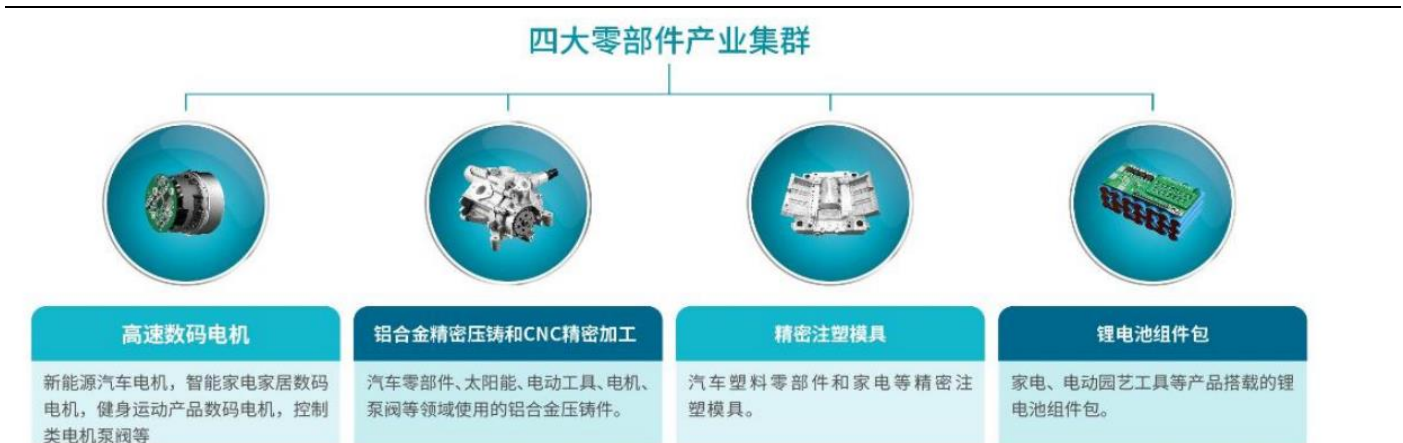
资料来源：碧云泉天猫官方旗舰店、开源证券研究所

### 3.2、主动布局把握新能源风口机遇，核心零部件业务高增长可期

#### 3.2.1、依托公司核心技术，2020 年以来核心零部件业务迎来快速增长

依托长期形成的高速数码电机等核心技术，公司形成了以高速电机、精密铝合金压铸与 CNC 加工、精密模具、锂电池组件包四大核心零部件业务，为下游产品及外部延伸业务提供具有核心竞争力的全产业链协同。公司坚持核心零部件自主研发、自主生产，生产基地内配套无刷数码电机研发部门、电机生产厂、精密机械厂、模具厂、注塑厂和总装厂等部门。一方面增强自我配套能力，另一方面发挥公司自有的核心零部件制造技术和质量、成本优势，拓展独立对外销售。

图29：公司形成了四大零部件产业集群



资料来源：公司公告

2020 年以来公司核心零部件业务迎来快速增长。2020 年公司核心零部件板块收入增长 24%，其中新能源汽车零部件铝合金精密压铸与加工业务收入增长 50%以上。2021 年一季度，新能源汽车零部件业务收入增长 150%。2021 年上半年，核心零部件业务销售同比增长 73%，其中电机业务增长 67%，铝合金精密压铸与 CNC 加工业务增长 117%（增长主要来源于新能源汽车零部件），精密模具业务进军汽车行业，聚焦高附加值模具，重点发展大型双色、高光、电镀类产品模具，聚焦行业头部零部

件公司。2021 年前三季度，核心零部件业务同比增长 40%以上，其中精密压铸业务突破性增长 90%以上。依托无刷数码电机技术，稳步拓展新能源汽车电机业务。

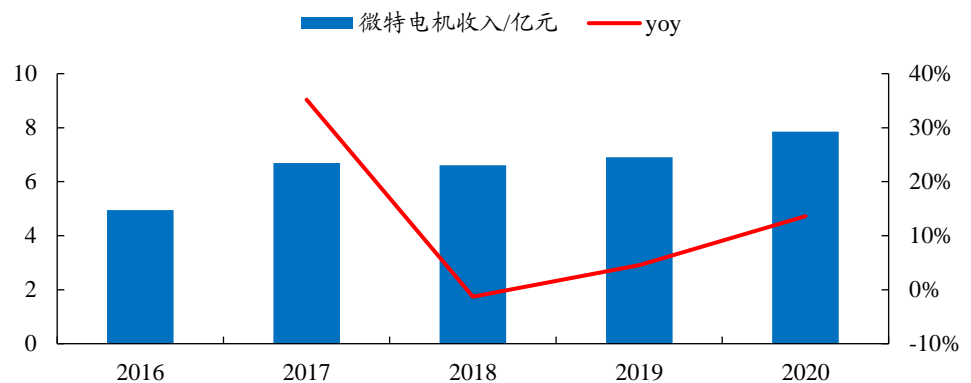
公司自主研发的高速整流子电机、高速无刷数码电机技术一直走在世界同行业技术发展的前沿。公司率先研发了国内第一台每分钟 3.3 万转、4 万转、8-12 万转高速吸尘器电机。公司最新研发成功的每分钟 12 万转高速高效 550W 直流无刷数码电机，吸入功率达到了 320AW（国际领先水平为 210AW），效率达到 55%（国际领先水平为 50%）。

电机作为机电转换的重要装置，是电气传动的基础部件。电机可按产品直径和输出功率分为大型电机、中型电机、小型电机和微特电机。其中微特电机是指直径小于 160mm 或额定功率小于 750W 或具有特殊性能、特殊用途的电机。

公司微特电机产品包括新能源汽车电机、智能家电家居数码电机等，除为自主生产的家用电器提供配套以外，下游客户主要为国际知名家用电器制造商及汽车零部件供应商。微特电机作为汽车制造的关键零部件，主要分布于汽车的发动机、底盘、车身三大部分及附件中。全球汽车制造业产能在金融危机后的再度释放也预示着应用于汽车零部件的微特电机行业的快速发展。公司前瞻性的拓展国内汽车电机业务，先后与天津三电、沈阳三电、麦克斯、南方英特和康奈克等多家国内知名汽车零部件供应商建立了合作关系。

从 2016-2020 年，公司微特电机收入从 4.95 亿提升到了 7.85 亿元，CAGR 达 12.2%，维持较快增速发展。公司电机年生产量达 3600 万台，公司的电机智能制造工厂被国家工信部认定为智能制造试点示范工厂，公司又被工信部授予“2020 年制造业吸尘器及电机单项冠军示范企业”的荣誉称号。

**图30：公司 2016-2020 年微特电机收入 CAGR 达 12.2%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

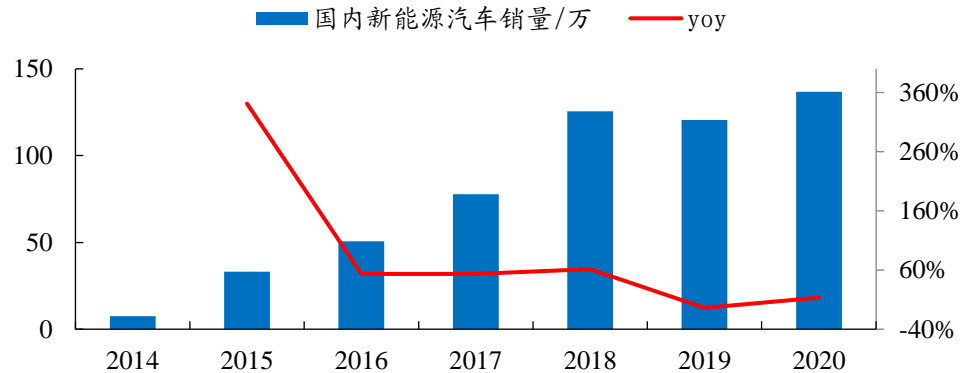
### 3.2.2、铝合金精密压铸业务空间广阔，看好公司产能扩充收入释放

除了电机业务以外，公司瞄准新能源汽车、太阳能等高增长行业的新需求，开拓铝合金精密压铸与 CNC 加工新业务，主要为智能家电、电动工具、新能源汽车、太阳能等产业配套铝合金压铸零部件。

铝合金重量轻，契合新能源车轻量化需求。铸造铝合金可替代钢材的汽车部件包括发动机缸体、车轮、悬挂系统零件、车身、热交换器等。采用铝合金是汽车轻量化及环保、节能、提速和运输高效的重要途径之一。

新能源汽车产业是国家出台多个政策大力扶持、重点发展的行业之一，目前正处于高速发展阶段。2014-2020 年国内新能源车销量 CAGR 达 62.2%，保持高速增长。根据《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》预测，2025 年我国新能源汽车销量占汽车总销量比提升至 20% 左右，在碳中和等相关政策和产业链完善下，我国新能源汽车的未来空间广阔，铝合金汽车零部件配套亦将同步扩张。

图31: 2014-2020 年国内新能源车销量 CAGR 达 62.2%，维持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司于 2005 年开始从事精密压铸业务，早期为公司的园林高压清洗机产品提供配套服务，自 2012 年起，开始对外销售。公司铝合金精密压铸产品主要用于新能源汽车逆变电源控制器外壳、汽车电子控制单元外壳、汽车娱乐系统控制单元外壳、汽车底盘减震支架、汽车内外后视镜摄像头壳支架等。汽车零部件方面公司已经具备 TS16949 质量认证，而且公司目前自行生产的零部件与汽车行业有较强的相关性，具有一定的先发优势。客户主要为全球 500 强汽车零部件企业，包括博格华纳、安波福等，公司为汽车整车制造企业的二级供应商。

新能源车行业需求旺盛，近两年公司精密压铸业务增长均在 50% 以上，目前公司精密压铸产能已经饱和，为满足汽车零部件业务发展的需求，公司通过自建厂房、与外延并购扩充新能源零部件产能。

一方面，公司通过自建厂房完成产能扩充。2021 年 1 月公司发布公告，出资 4 亿元设立江苏莱克新能源科技有限公司，扩大汽车零部件行业产能布局。公司计划投资 13.5 亿元建设年产 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项目。拟扩建 152.776 亩土地、新建厂房 10.50 万平方米用于建造新能源汽车、5G 通信、工业自动化产业配套的关键零部件生产的标准化厂房及配套设施，项目达产后，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。此项目已于 2021 年 8 月 28 日在苏州高新区综合保税区开工，公司顺应当前及未来科技和市场发展的新趋势，将为公司高质量可持续发展打开更广阔的发展空间和业务边界。

另一方面，公司通过外延并购汽车铝合金零部件企业，扩充产能、切入新能源车产业链。公司于 2021 年 10 月 28 日召开了第五届董事会第十六次会议，审议通过《关于公司收购上海帕捷的议案》，公司拟以人民币 12.16 亿元向帕拉根和盖尔玛收购其持有上海帕捷的 100% 股权。上海帕捷主要业务是通过压铸和精密机加工工艺生产的电驱动件、底盘零件、传动零件及其他铝制汽车零配件，客户主要为全球知名的整车制造厂商，在福特的供应商体系里属于国际领先的地位，也依靠在福特的良好

口碑拓展了奔驰、宝马等行业内的顶尖客户。目前已形成年产 800 万件的生产能力。公司通过对上海帕捷的收购，有望在业务上形成产业协同，助力公司新能源汽车零部件产业发展快速发展，提升公司整理竞争力和持续发展能力。

汽车零部件行业空间大、准入门槛较高，公司通过家用电器电机与汽车电机全球销售已经验证公司核心零部件技术的领先性及产品的可靠性、积累了汽车行业众多合作伙伴，汽零业务有望与汽车厂商之间形成长期合作、共同发展的合作关系。

### 3.3、ODM 业务顺应产品升级、品类拓展趋势，把握发展新机遇

#### 3.3.1、公司 ODM 业务在全球建立了完善的销售渠道、客户关系稳固

公司依托自主研发的电机核心技术，从事无刷数码电机、环境清洁电器、园林工具和厨房电器产品的研发、生产和销售业务，具有从核心零部件开发、生产到整机产品组装的一体化业务体系。

公司主要 ODM 产品包括吸尘器、园林工具、空净、厨房电器等，产品畅销全球 100 多个国家和地区，累计生产健康家电产品超 2.2 亿台，其中吸尘器约 1.7 亿台，连续 16 年全球吸尘器产销量处于行业领先地位，与众多的世界 500 强企业建立了长期的战略合作伙伴关系。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。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。

#### 3.3.2、依托产品升级、品类拓展，ODM 业务发展空间仍较大

我们认为，公司 ODM 业务依托产品升级叠加品类拓展，后续增长空间仍较大。

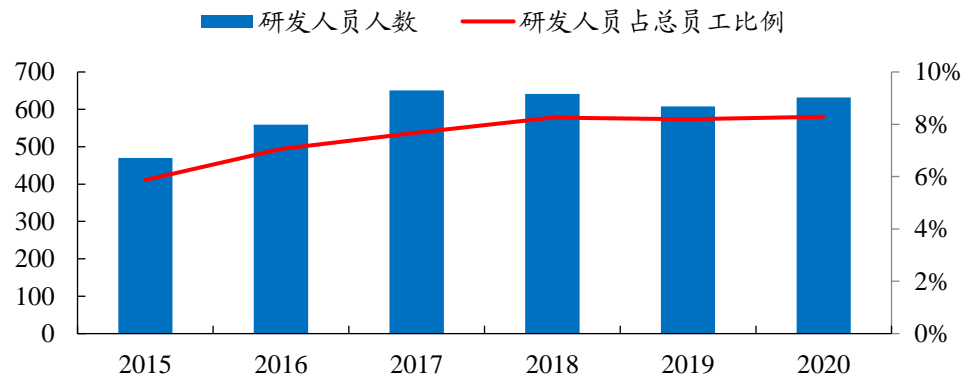
一方面，持续推行高端化、无线化、智能化策略，提升客单价，带来 ODM 业务销售收入的持续增长。以吸尘器行业为例，当前美国家庭的存量吸尘器以有线为主，而参考欧洲吸尘器市场的发展史，无线化升级趋势有望延续。2020 年，公司无线化产品占比大约为 30%，根据无线化趋势提升空间较大。目前无线吸尘器的客单价约为有线吸尘器的 2.5-3 倍，产品升级有望带来 ODM 业务销售收入的持续增长。

另一方面，不断开发新品类、新客户、新市场，海外 ODM 业务具有很大的发展空间。公司不断开发新品类，空气净化器、洗地机、水离子吹风机、智能厨电、智能净水等新品类产品，扩充了新增长点。2020 年，公司空净产品出口大幅增长 340%，同时伴随着新客户和新市场的开发，未来 ODM 业务市场具有很大的发展空间。

#### 3.3.3、研发技术行业持续领先，保障产品推陈出新

公司一贯重视核心技术的研究与开发，为其产品在行业中奠定技术的领先地位。公司注重研发的持续投入，拥有专业化的设计研发团队，截止 2020 年底公司拥有研发人员 632 人，占总员工比例达 8.3%，较 2015 年提升了 1.24pcts。截止 2020 年末，公司已获得授权专利超过 1700 多项，其中发明专利 230 项。



**图32: 公司 2020 年研发人员数及总员工比例达 8.3%，较 2015 年提升 1.24pcts**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司 20 多年来专注吸尘器研发，打造高速吸尘器电机的核心科技，持续引领世界吸尘器发展趋势。公司自主研发的高速整流子电机、高速数码电机、离心风机以及高效过滤技术，一直走在全球技术发展的前沿。从 1997 年成功研发 3.3 万转高速吸尘器电机，2008 年研发出 4 万转大功率高速吸尘器电机，2014 年 8-10 万转超级数码电机，到 2019 年国内首家研发与应用 10 万转 55% 高效数码电机，再到最新研发的 12 万转低噪音超声波数码电吹风风机，主要性能指标世界领先。2021 年上半年，公司申报的“12 万转低噪音超声波数码电吹风风机的研究和应用”，荣获中国轻工业联合会科学技术进步奖一等奖。

公司先后获多项国家级荣誉和资质（国家认定企业技术中心、国家级工业设计中心、工业产品绿色设计示范企业、国家级知识产权示范企业、全国家用电器标准化委员会吸尘器工作组组长等）。公司先后参与《家用和类似用途真空吸尘器》、《空气净化器》、《家用和类似用途净饮机》、《家用和类似用途电气噪声测试方法真空吸尘器的特殊要求》等 34 个国家标准、行业标准和地方标准的修订和制定工作。2021 年 5 月，公司成为首批获得“苏州制造”品牌认证的企业；2021 年 7 月，公司被苏州市人民政府命名为“苏州市智能化改造和数字化转型标杆企业”。

**表6: 公司核心技术在电机、吸尘器行业中持续引领**

| 产品类别 | 核心技术          | 简要描述  | 研发成果     |
|------|---------------|---|----------|
| 电机   | 高效电机风路优化技术    | 本技术对风机的结构进行了优化设计，并在动叶轮内、外表层附上电泳漆，达到减小能量损失、降低电机运行噪音和提高工作效率的目的                      | 三项实用新型专利 |
| 电机   | 磁路优化仿真技术      | 本技术采用计算机软件编程得出最合理的磁路设计方案，同时利用仿真学原理，将电机各部分磁路根据磁密的大小用颜色直观的呈现出来以达到增加设计可靠性、降低成本的目的    | —        |
| 电机   | 支撑件结构强度分析仿真技术 | 本技术使用计算机三维软件进行支撑件的结构受力分析,从而得出最合理的结构设计方案,将支撑件各部分应力根据应力的大小用颜色直观的呈现出来从而达到缩短产品开发周期的目的 | —        |
| 电机   | 改良型碳刷架技术      | 本技术是针对现有技术的不足而改良碳刷架的电机结构技术，有效防止碳刷从碳刷槽中脱出从而提高了汽车暖风电机的工作可靠性和稳定性                     | 一项实用新型专利 |
| 吸尘器  | 龙卷风尘气分离技术     | 本技术结合公司高效电机、双高效过滤海帕，实现尘气的高效分离，杜绝吸尘器的二次污染和防止过滤器网孔堵塞问题                              | 两项发明专利   |



| 产品类别  | 核心技术            | 简要描述  | 研发成果          |
|-------|-----------------|---|---------------|
| 吸尘器   | 打蜡头技术           | 本技术采用了自主创新研发的双盘浮动式抛光专利技术，使刷盘和地板保持稳定接触，使抛光效果更为显著，且拆卸方便   | 一项发明、二项实用新型专利 |
| 吸尘器   | 降噪消音技术          | 本技术采用独到的迷宫式吸音风道设计，减少了吸尘时产生的噪音，工作时噪声仅为 76-78db，低于国家标准  | 两项发明专利        |
| 吸尘器   | 干湿两用旋风除尘技术      | 本技术采用旋风加可洗 HEPA 相结合的过滤系统，实现高效吸尘以及吸灰、吸水的随时转换   | 一项发明、两项实用新型专利 |
| 吸尘器   | 超微过滤袋技术         | 本技术采用纤维驻极技术，提高灰尘捕捉能力，可对 0.3 微米的灰尘进行高效过滤，超微过滤袋不易堵塞，寿命比其他同类纸袋提高 50%   | 一项实用新型专利      |
| 吸尘器   | 低噪声高性能水过滤技术     | 本技术同时采用旋风除尘、湿式水过滤除尘技术，大幅提高吸尘器的总体除尘效率，同时还可保持产品易操作和方便维护清理   | 一项发明、一项实用新型专利 |
| 吸尘器   | 双驱多级旋风尘气分离技术    | 本技术将尘气分离系统分为一级旋风系统和二级旋风系统，实现双重过滤，彻底分离灰尘和避免扬尘现象  | 两项发明专利        |
| 吸尘器   | 单驱多级旋风尘气分离技术    | 本技术是通过单驱动力系统，彻底分离尘气，杜绝因灰尘进入过滤器堵塞造成吸力下降的问题，保持吸尘器吸力持久恒定的先进技术  | 两项发明专利        |
| 加湿器   | 加湿器降噪技术         | 本技术降低噪音，使用空气水雾混合过滤，通过降噪机构和无水箱无保护结构方面的核心技术，达到降低噪声，提高过滤效能的效果  | 一项实用新型专利      |
| 空气净化器 | 高效空气净化技术        | 本技术通过创新甲醛分解技术，高效滤解甲醛分子，将其迅速分解成水和二氧化碳，避免二次释放的危害，并有效提高吸附容量，增长使用寿命；通过创新 HEPA 表面“熔喷”技术，实现低风阻，能够高效捕捉细小颗粒污染物，轻松去除 PM2.5 颗粒物 | —             |
| 挂烫机   | 莱克超导速烧技术        | 本技术运用带有银离子超导涂层的铸铝发热锅，实现整机开机出蒸汽时间控制在 40 秒以下，而普通铸铝发热锅一般需要 45 秒以上；同时提高了发热锅的使用寿命和安全性能                                     | —             |
| 打草机   | 后马达打草机单片机控制调速技术 | 本技术采用单片机，通过软件对功率 1000W 左右的后马达打草机进行连续无极调速控制，在其任意功率段的谐波电流均不超过国家标准的限值要求。本控制技术具有软启动、谐波抑制和无级调速功能                           | —             |
| 吹吸机   | 吹风机进风加速技术       | 本技术通过流体分析软件优化创新设计吹风机进风口结构、型式，使进风顺畅，进风效率提高，从而整机性能提高 8%-15%   | —             |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 3.3.4、智能制造经验丰富，全球稳步布局产能

公司具备多年的智能制造经验，建立了高效的生产运营管理模式（设计预防量化控制质量模式+五化智能制造模式+精益生产模式）。公司采用整体规划、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，公司的电机智能制造工厂被国家工信部认定为智能制造试点示范工厂。公司拥有先进的产品质量检测能力，连续多年被中国质量检验协会授予“全国百佳质量诚信标杆企业”与“全国家用电器行业质量领军企业”称号。此外，公司还拥有经中国合格评定国家认可委员会（CNAS）评审认可和 UL-WTDP 见证的国家级认证测试中心，其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。

**图33: 公司在国内外布局有六大工业园区**


资料来源：公司年报

公司拥有强大的生产能力，具备较强的规模优势。公司不断通过技术创新和生产流程优化降低生产成本，扩大产能，吸尘器、小家电等年产能达 1800 万台，电机年产能 3500 万台，在行业中处于领先地位。公司在国内外布局有六大工业园区。在苏州拥有四大工业园，总占地面积约 60 万平方米，工业厂房 50 万平方米，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 万台的综合加工能力。海外拥有两大生产基地：越南工业园、泰国工业园，产能布局完善。

#### 4、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，我们认为，清洁电器赛道景气度高，公司借助签约顶流加大品牌推广力度，预计 2021-2023 年公司自主品牌收入增速分别为 70%/50%/30%；考虑到汽车电机市场空间较大，公司凭借技术优势有望驱动较快增长，叠加传统家电电机需求稳健增长，预计 2021-2023 年电机收入增速分别为 35%/15%/15%；新能源零部件行业空间较大，公司通过收购上海帕捷和厂房扩建增加不断扩充产能，考虑到上海帕捷并表带来的收入贡献，2021-2023 年新能源零部件等收入增速分别为 200%/250%/20%；考虑到 ODM 业务受益产品升级、品类拓展，预计仍将保持稳健增长，2021-2023 年 ODM 收入增速分别为 10%/5%/5%。

盈利能力方面，考虑到自主品牌业务有望在品牌推广加大和产品迭代升级下提升毛利率水平，以及规模较快提升后摊薄费率水平，经营利润率水平提升空间较大，叠加经营利润率水平较高的新能源零部件业务收入预计将快速增长，公司净利率预计将受益于收入业务结构优化、实现稳步提升。

表7: 我们预计发力自主品牌+新能源零部件业务将驱动公司营收较快增长

|             | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 公司营收/亿      | 62.80 | 80.12 | 105.40 | 120.76 |
| yoy         |       | 28%   | 32%    | 15%    |
| 自主品牌收入/亿    | 9.60  | 16.32 | 24.48  | 31.82  |
| yoy         |       | 70%   | 50%    | 30%    |
| 核心零部件收入/亿   | 9.60  | 15.84 | 30.56  | 36.06  |
| yoy         |       | 65%   | 93%    | 18%    |
| 电机收入/亿      | 7.85  | 10.59 | 12.18  | 14.01  |
| yoy         |       | 35%   | 15%    | 15%    |
| 新能源零部件等收入/亿 | 1.75  | 5.25  | 18.38  | 22.05  |
| yoy         |       | 200%  | 250%   | 20%    |
| ODM 收入/亿    | 43.60 | 47.96 | 50.36  | 52.88  |
| yoy         |       | 10%   | 5%     | 5%     |

数据来源: Wind、开源证券研究所

根据以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.63/9.51/11.65 亿元, 对应 EPS 分别为 0.98/1.66/2.03 元, 当前股价对应 PE 为 25.1/14.9/12.1 倍, 估值回归到相对低位, 且考虑到公司核心竞争力稳定, 我们认为公司仍有稳定持续增长的动力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表8: 清洁电器可比公司估值情况

| 证券代码      | 证券简称  | 收盘价    | 归母净利润增速 (%) |        |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|-------|--------|-------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |       |        | 2020A       | 2021E  | 2022E | 2023E | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 603486.SH | 科沃斯   | 130.50 | 431.22      | 216.70 | 41.38 | 29.66 | 77.89  | 36.8  | 26.0  | 20.1  |
| 688169.SH | 石头科技  | 789.01 | 74.92       | 8.08   | 35.53 | 26.54 | 50.44  | 35.6  | 26.3  | 20.8  |
|           | A 股平均 |        |             |        |       |       | 64.2   | 36.2  | 26.1  | 20.4  |
| 603355.SH | 莱克电气  | 24.62  | -34.70      | 71.72  | 68.88 | 22.52 | 37.9   | 25.1  | 14.9  | 12.1  |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (科沃斯、石头科技、莱克电气均采用所内盈利预测数据, 收盘价日期为 2022/02/16)

## 5、风险提示

行业竞争加剧; 原材料价格波动; 新能源零部件业务拓展受阻。

### 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 4013  | 5911  | 5855  | 7402  | 8433  |
| 现金               | 1951  | 2666  | 2165  | 2810  | 3815  |
| 应收票据及应收账款        | 986   | 1428  | 1652  | 2181  | 2210  |
| 其他应收款            | 12    | 26    | 22    | 41    | 31    |
| 预付账款             | 26    | 58    | 50    | 92    | 70    |
| 存货               | 615   | 912   | 1145  | 1457  | 1485  |
| 其他流动资产           | 423   | 821   | 821   | 821   | 821   |
| <b>非流动资产</b>     | 1364  | 1216  | 1386  | 1648  | 1716  |
| 长期投资             | 0     | 0     | -1    | -2    | -2    |
| 固定资产             | 901   | 921   | 1096  | 1355  | 1434  |
| 无形资产             | 152   | 149   | 141   | 133   | 125   |
| 其他非流动资产          | 311   | 146   | 149   | 161   | 159   |
| <b>资产总计</b>      | 5377  | 7127  | 7241  | 9050  | 10149 |
| <b>流动负债</b>      | 1966  | 3406  | 3776  | 4744  | 4796  |
| 短期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 1557  | 2354  | 2916  | 3752  | 3786  |
| 其他流动负债           | 409   | 1052  | 860   | 991   | 1010  |
| <b>非流动负债</b>     | 212   | 273   | 277   | 283   | 283   |
| 长期借款             | 200   | 0     | 4     | 11    | 10    |
| 其他非流动负债          | 12    | 273   | 273   | 273   | 273   |
| <b>负债合计</b>      | 2178  | 3679  | 4052  | 5027  | 5079  |
| 少数股东权益           | 0     | 1     | 0     | -2    | -4    |
| 股本               | 401   | 411   | 575   | 575   | 575   |
| 资本公积             | 795   | 929   | 764   | 764   | 764   |
| 留存收益             | 2007  | 2230  | 2680  | 3439  | 4369  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3199  | 3447  | 3188  | 4024  | 5074  |
| 负债和股东权益          | 5377  | 7127  | 7241  | 9050  | 10149 |

| 现金流量表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1208  | 1017  | 893   | 1166  | 1367  |
| 净利润            | 502   | 326   | 562   | 949   | 1162  |
| 折旧摊销           | 136   | 132   | 114   | 148   | 177   |
| 财务费用           | -49   | 143   | -2    | 31    | 23    |
| 投资损失           | 0     | 2     | 9     | -9    | 1     |
| 营运资金变动         | 504   | 474   | 224   | 64    | 26    |
| 其他经营现金流        | 114   | -61   | -14   | -17   | -21   |
| <b>投资活动现金流</b> | -602  | -302  | -280  | -384  | -225  |
| 资本支出           | 110   | 139   | 171   | 262   | 69    |
| 长期投资           | -506  | -200  | 1     | 1     | 1     |
| 其他投资现金流        | -998  | -362  | -108  | -121  | -155  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 101   | 98    | -1115 | -138  | -138  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 200   | -200  | 4     | 7     | -1    |
| 普通股增加          | 0     | 10    | 164   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 134   | -164  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -99   | 155   | -1119 | -144  | -137  |
| <b>现金净增加额</b>  | 722   | 715   | -501  | 645   | 1005  |

数据来源：聚源、开源证券研究所

| 利润表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 5703  | 6281  | 8012  | 10540 | 12076 |
| 营业成本         | 4174  | 4668  | 6290  | 7958  | 8997  |
| 营业税金及附加      | 45    | 31    | 55    | 73    | 81    |
| 营业费用         | 413   | 332   | 401   | 632   | 785   |
| 管理费用         | 239   | 205   | 320   | 369   | 399   |
| 研发费用         | 263   | 310   | 361   | 480   | 562   |
| 财务费用         | -49   | 143   | -2    | 31    | 23    |
| 资产减值损失       | -68   | -62   | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益         | 11    | 18    | 15    | 20    | 16    |
| 公允价值变动收益     | 9     | 48    | 14    | 18    | 22    |
| 投资净收益        | -0    | -2    | -9    | 9     | -1    |
| 资产处置收益       | -0    | -2    | -1    | -1    | -1    |
| <b>营业利润</b>  | 565   | 592   | 607   | 1043  | 1268  |
| 营业外收入        | 23    | 25    | 29    | 26    | 34    |
| 营业外支出        | 8     | 266   | 4     | 14    | 5     |
| <b>利润总额</b>  | 580   | 350   | 632   | 1055  | 1297  |
| 所得税          | 77    | 24    | 70    | 105   | 134   |
| <b>净利润</b>   | 502   | 326   | 562   | 949   | 1162  |
| 少数股东损益       | 0     | -2    | -1    | -2    | -3    |
| <b>归母净利润</b> | 502   | 328   | 563   | 951   | 1165  |
| EBITDA       | 671   | 402   | 674   | 1129  | 1374  |
| EPS(元)       | 0.87  | 0.57  | 0.98  | 1.66  | 2.03  |

| 主要财务比率         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | -2.7  | 10.1  | 27.6  | 31.6  | 14.6  |
| 营业利润(%)        | 25.0  | 4.8   | 2.5   | 71.8  | 21.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 18.7  | -34.7 | 71.5  | 69.1  | 22.5  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 26.8  | 25.7  | 21.5  | 24.5  | 25.5  |
| 净利率(%)         | 8.8   | 5.2   | 7.0   | 9.0   | 9.6   |
| ROE(%)         | 15.7  | 9.5   | 17.6  | 23.6  | 22.9  |
| ROIC(%)        | 13.6  | 6.7   | 15.5  | 21.8  | 21.1  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 40.5  | 51.6  | 56.0  | 55.5  | 50.0  |
| 净负债比率(%)       | -54.4 | -68.4 | -67.6 | -69.4 | -74.9 |
| 流动比率           | 2.0   | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.8   |
| 速动比率           | 1.7   | 1.4   | 1.2   | 1.2   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.2   | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.3   |
| 应收账款周转率        | 5.1   | 5.2   | 5.2   | 5.5   | 5.5   |
| 应付账款周转率        | 2.9   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.4   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.87  | 0.57  | 0.98  | 1.66  | 2.03  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.10  | 1.77  | 1.55  | 2.03  | 2.38  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.57  | 6.00  | 5.55  | 7.00  | 8.83  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 28.2  | 43.1  | 25.1  | 14.9  | 12.1  |
| P/B            | 4.4   | 4.1   | 4.4   | 3.5   | 2.8   |
| EV/EBITDA      | 18.1  | 27.6  | 16.8  | 9.4   | 7.0   |



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|  |                |                        |
|--|----------------|------------------------|
|  |                |                        |
| 证券评级   | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20%以上；      |
|  | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%；     |
|  | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动； |
|  | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5%以下。       |
| 行业评级   | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；          |
|  | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；       |
|  | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。          |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |                |                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn