

消费升级与娱乐研究中心

菜克电气 (603355.SH) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 34.09元

目标价格(人民币): 38.83元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.74	
已上市流通 A股(亿股)	5.64	
总市值(亿元)	195.79	
年内股价最高最低(元)	36.07/17.91	
沪深 300 指数	4055	
上证指数	3246	
人民币(元)	成交金额(百万元)	
33.36	600	
28.21	500	
23.06	400	
17.91	300	
210907 211207 220307 220607 220907	0	
■ 成交金额	—— 莱克电气	—— 沪深300

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,281	7,946	9,853	11,517	13,069
营业收入增长率	10.13%	26.51%	24.00%	16.89%	13.48%
归母净利润(百万元)	328	503	892	1,092	1,227
归母净利润增长率	-34.70%	53.24%	77.48%	22.40%	12.36%
摊薄每股收益(元)	0.798	0.874	1.553	1.901	2.136
每股经营性现金流净额	2.47	0.83	2.64	2.27	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.52%	15.50%	23.11%	24.18%	23.36%
P/E	37.89	33.53	22.30	18.22	16.22
P/B	3.61	5.20	5.15	4.41	3.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

一体两翼, 再启新征程**投资逻辑**

- **家电主业延伸新能源汽零, 公司发展迈入新阶段:** 下游新能源汽车产销两旺带动公司精密铝合金业务需求快速增长, 公司 21 年 12 月完成收购上海帕捷、扩充产能加码入局。收购帕捷构成业务协同, 21 年 1-5 月帕捷实现收入 5.4 亿元, 根据公告, 帕捷并表后 22H1 公司铝合金精密零部件业务收入同比增长近 700%。此外, 年产 4000 万件新能源汽车零部件项目预计 23 年投产、26 年达产。
- **产品力突出, 精准的渠道调整和营销策略, 自主品牌表现不俗:** 公司五大自主品牌渗透广义小家电市场, 莱克、吉米、碧云泉构成收入主体。莱克定位线下高端, 21 年莱克吸尘器销售同比增长 60%, 优于行业整体 (-8%); 吉米除螨机、碧云泉净水机为品类头部。公司自主品牌营销费用占比 10% 以上, 把握线上流量迁移红利, 发力社交电商、直播带货等新渠道, 目前线上贡献主要收入。21 年公司自主品牌实现收入 13 亿, 同比增长 43%, 其中线上增速 60% 以上。
- **代工业务构成公司收入基本盘, 原材料价格回落叠加人民币贬值, 22 年盈利修复确定性强:** 公司吸尘器代工起家, 突破电机核心技术, 是全球最大的吸尘器制造商。21 年 ODM 收入占比 67%, 受原材料大幅上涨影响, 分部毛利率同比下滑 6pct 至 18%。22 年以来主要原材料价格增速持续回落, 考虑到备货周期, 预计下半年报表端将有集中体现。

估值

- 预计公司 22-24 年收入增速分别为 24%、17%、13%, 归母净利润分别为 8.9 亿、10.9 亿、12.3 亿, 对应增速分别为 77%、22%、13%, 当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 21x、16x、13x。可比公司 22 年平均 PE 为 21 倍, 考虑到公司当前处在战略转型期, 业务结构优化调整将打开成长空间, 带动盈利能力提升, 合理享受一定估值溢价。按照 25 倍 PE, 对应 22 年目标价 38.83 元, 较当前 (34.64 元) 仍有 12% 上涨空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 核心零部件业务拓展不及预期; 自主品牌建设不及预期; 原材料成本大幅上涨; 海外需求下滑、汇率、海运等对 ODM 业务影响。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
 xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
 hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人 dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1. 家电主业延伸新能源汽零，公司发展迈入新阶段.....	4
1.1 吸尘器 ODM 起家，转型自主品牌+零部件	4
1.2 财务分析：战略转型带动收入高增，盈利稳步恢复	4
1.3 股权结构：高度集中，实控人持股 80%.....	7
2. 家电主业延伸新能源汽零，打开长期成长空间	7
2.1 四大产业集群，零部件业务成为公司业绩第三极.....	7
2.2 加码布局新能源汽零，汽车轻量化趋势下有望充分受益	8
3. 家电主业打造自主品牌，渗透广义小家电市场	10
3.1 五大品牌差异化定位，发力线上渠道	10
3.2 清洁电器：代工赋能自主品牌建设，公司产品性能突出	11
3.3 净水机：碧云泉为绝对龙头	14
4. ODM：吸尘器出口龙头依旧，22 年盈利能力有望修复.....	15
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展阶段.....	4
图表 2：21 年公司分业务收入构成.....	5
图表 3：公司分地区收入构成.....	5
图表 4：公司分产品收入构成.....	5
图表 5：公司收入及 yoy.....	6
图表 6：公司归母净利润及 yoy.....	6
图表 7：可比公司毛利率水平.....	6
图表 8：可比公司净利率水平.....	6
图表 9：可比公司管理费用率.....	7
图表 10：可比公司研发费用率.....	7
图表 11：公司股权结构图.....	7
图表 12：公司四大零部件产业集群.....	8
图表 13：全球及中国新能源汽车销量预测.....	8
图表 14：北美市场轻型车辆铝含量（磅/辆）.....	9
图表 15：我国汽车用铝合金压铸市场竞争格局.....	9
图表 16：上海帕捷收入与利润情况（百万元）.....	10
图表 17：公司自主品牌一览.....	11
图表 18：清洁电器市场规模（亿元）及增速.....	12
图表 19：清洁电器分品类销售额占比.....	12
图表 20：推杆式与立式吸尘器均价对比（元）.....	12

图表 21: 立式吸尘器线上市场各品牌市占率(销售额)	13
图表 22: 立式吸尘器线下市场各品牌市占率(销售额)	13
图表 23: 无线吸尘器线上市场各品牌市占率(销售额)	13
图表 24: 无线吸尘器线下市场各品牌市占率(销售额)	13
图表 25: 中国无线吸尘器市场销售规模(亿元)	13
图表 26: 中国洗地机市场销售规模(亿元)	13
图表 27: 各品牌热销吸尘器对比	14
图表 28: 洗地机线上市场各品牌市占率(销量)	14
图表 29: 洗地机线下市场各品牌市占率(销量)	14
图表 30: 净饮机各品牌线上市占率(销量)及均价	15
图表 31: 净饮机各品牌线下市占率(销量)及均价	15
图表 32: 全球吸尘器销售量及同比增速	15
图表 33: 2011-2020 年全球吸尘器公司份额(零售量%)	15
图表 34: 2012 年-2014 年公司前五大客户销售额占比	16
图表 35: 2012 年-2021 年公司前五大客户销售额及占比	16
图表 36: 公司主要原材料价格同比增速	16
图表 37: 22Q2 以来人民币呈贬值态势	16
图表 38: 业务拆分与收入预测	17
图表 39: 相对估值	17

1. 家电主业延伸新能源汽零，公司发展迈入新阶段

1.1 吸尘器 ODM 起家，转型自主品牌+零部件

代工转型自主品牌+零部件+代工，家电主业打造自主品牌，零部件聚焦新能源汽零。公司成立于 1994 年 12 月，初创阶段突破电机核心技术，专注吸尘器 ODM 业务。2004 年吸尘器产销量超 800 万台，成为全球最大的吸尘器研发制造企业。此后，公司依托电机技术，谋求多元化发展，先后进入园林工具、精密零部件、汽车电机领域。

09 年公司着手打造自主品牌，在中国市场全面推广自主品牌莱克，以吸尘器和空气净化器为主导产品，定位高端家居清洁健康电器。目前公司拥有 LEXY 莱克、JIMMY 吉米、Bewinch 碧云泉、SieMatic 西曼帝克、Lexcook 莱小厨等五大自主品牌。

公司零部件业务聚焦新能源汽零，21 年 12 月完成收购上海帕捷，补充铝合金汽车零部件产能，同时形成客户协同。21 年 1 月成立全资子公司莱克新能源用以新能源汽车和 5G 通信领域零部件的制造，预计 23 年投产、26 年年产能达 8000 万件（其中新能源汽车零部件预计年产 4000 万件）。

图表 1：公司发展阶段

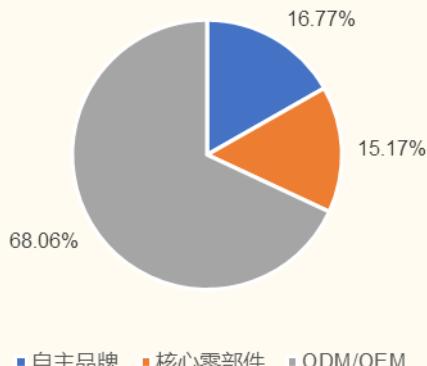
阶段	时间	主要事件
初创阶段：专注吸尘器 1994年-2004年	1994年	公司前身成立，开启吸尘器ODM业务之路
	1996年	产销量突破67万台，成为全国最大吸尘器厂
	1997年	自主研发生产电机，奠定行业内领先优势
	1999年	投资建立模具有厂，实现模具水平的升级
	2004年	吸尘器产销量超800万台，成为全球最大吸尘器研发制造企业
成长阶段：多元发展 2005年-2009年	2005年	以电机为核心开始相关多元化，布局园林工具项目
	2006年	扩大园林工具生产规模，投资兴建精密铝压铸厂，为高压清洗机配套生产精密零部件
	2007年	进入汽车电机领域，为福特、丰田、尼桑、马自达等知名品牌企业提供暖风机和冷凝电机
转型阶段：自主品牌 2009年至今	2009年	进军国内市场、正式启动自主品牌莱克
	2010年	投资建立泰山路工业园，发展小家电业务
	2011年	投资建立阳山工业园，发展绿色家电
	2014年	启动多品牌战略。拥有莱克（家居环境）、碧云泉（净水饮水电器）和吉米品牌（家居环境）
	2020年	推出厨房电器品牌西曼帝克和三食黄小厨
主业延伸：新能源汽零 2021年至今	2021年	收购上海帕捷；成立全资子公司莱克新能源用以新能源汽车和5G 通信领域零部件的制造（8000万件产能）

来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 财务分析：战略转型带动收入高增，盈利稳步恢复

从收入构成看，ODM/OEM 业务构成公司收入基本盘，21 年收入占比 68%，自主品牌、核心零部件占比分别为 17%、15%。公司是全球最大的吸尘器制造商，研发水平和制造能力维持全球领先。自主品牌、零部件是高增速战略业务，21 年对应增速分别为 43%、28%，高于代工业务（23%）。分地区看，公司海外业务收入占比 70%，主要通过 ODM 模式，具备较强的规模优势。

图表 2: 21 年公司分业务收入构成



来源: wind, 国金证券研究所

图表 3: 公司分地区收入构成



来源: wind, 国金证券研究所

具体到产品，环境清洁电器为公司核心产品，21 年总收入占比 61%，园林工具、电机、厨房电器占比分别为 13%、12%、3%。公司从家电主业延伸至零部件，体现在其他收入占比近年来提升明显，21 年为 11%，相比 2016 年增加 8pct。

图表 4: 公司分产品收入构成

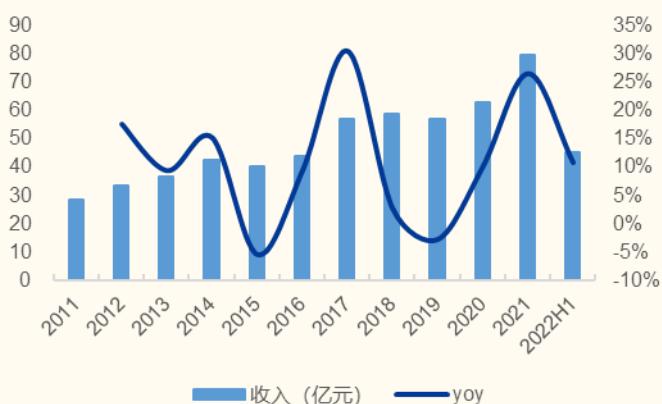


来源: wind, 国金证券研究所

战略转型带动公司收入恢复高增。公司近 5 年收入复合增速 13%，其中 17 年收入增速 30%，主系当年推出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，带动自主品牌突破式增长 (yoY+86%)。

受中美贸易摩擦、早期品牌定位限于高端等影响，18、19 年收入增速回落（收入 yoY 分别 +3%、-3%，对应海外收入 yoY 分别 +2%、-7%）。公司应对方式为向东南亚转移产能、打造自主品牌矩阵。20 年海外需求高增带动公司收入恢复增长 (yoY+10%，其中海外+21%)。21 年公司营收 79 亿，同比+27%；归母净利润 5 亿，同比+53%，三大业务齐发力，带动业绩增速大幅提升。

图表 5: 公司收入及 yoy



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及 yoy



来源: wind, 国金证券研究所

外部环境影响盈利承压，目前已逐步恢复。17 年以来高毛利自主品牌发展带动公司盈利能力稳步提升，19 年毛利率为 26.8%，相比 17 年增加 1.8pct。21 年受原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率下滑至历史低点 21.8%。

对比可比公司，科沃斯 19 年战略收缩代工业务，全面转型自主品牌，掌握定价权，21 年主推高端旗舰款对冲原材料涨价，实现毛利率持续提升。而同样以清洁电器代工为主的德昌和富佳，21 年毛利率分别下滑 7.6%、2.5%。对应到净利率水平，公司通过控费实现了净利率同比正增长 (+1.1pct)。

目前来看，22H1 盈利水平相比 21 年有明显恢复（毛利率 22.2%，较 21 年 +0.4pct；净利率 10.7%，较 21 年 +4.4pct）。从更长周期看，自主品牌、零部件业务发展带来的收入结构优化，前期费用投放成效显现，将带动公司盈利水平稳中向好。

图表 7: 可比公司毛利率水平



来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 可比公司净利率水平

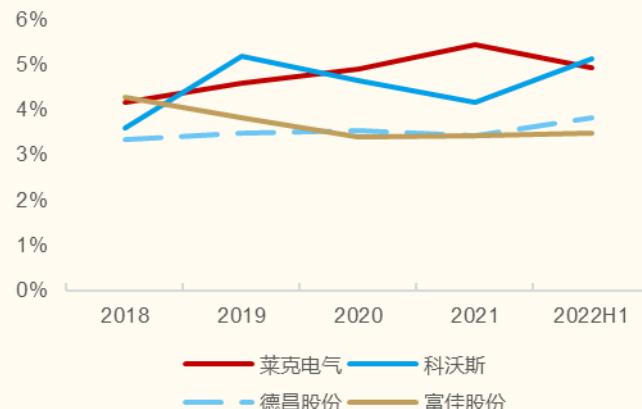


来源: wind, 国金证券研究所

我们通过与可比公司对比以判断公司的费用投放水平。管理费用率持续收缩，低于可比公司，21 年为 2.5%，较 17 年下降 5.2pct。公司重视研发投入，研发费用率逐年上升，在可比公司中处于较高水平，21 年研发费用率 5.5%，高于科沃斯 (4.2%)。

图表 9: 可比公司管理费用率

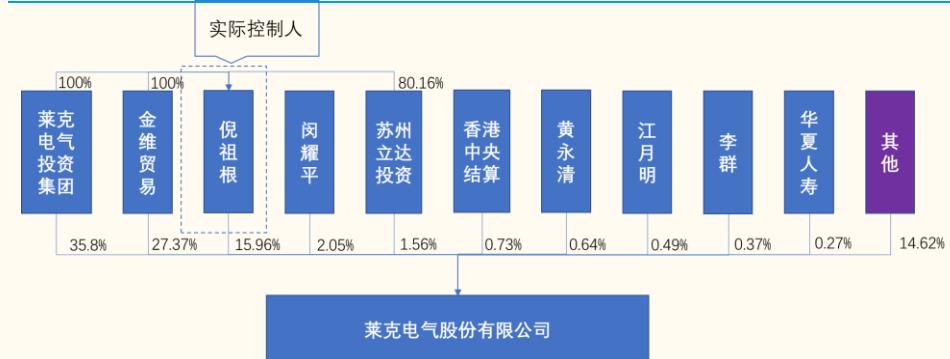

来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 可比公司研发费用率


来源: wind, 国金证券研究所

1.3 股权结构: 高度集中, 实控人持股 80%

公司股权高度集中, 截至 2022 年中报, 实际控制人倪祖根先生(创始人、董事长)通过直接和间接方式合计持有公司 80.38% 的股权。倪祖根先生工程师背景, 是中国国产电机技术的领路人, 87 年底进入春花吸尘器解决了吸尘器电机的寿命问题。94-04 创业十年, 带领公司成为吸尘器行业的隐形世界冠军。公司股权结构稳定, 实控人技术背景、与公司深度绑定, 与产品为基石、坚持技术研发的长期战略契合。

图表 11: 公司股权结构图


来源: wind, 国金证券研究所; 备注: 截至 2022.6.30

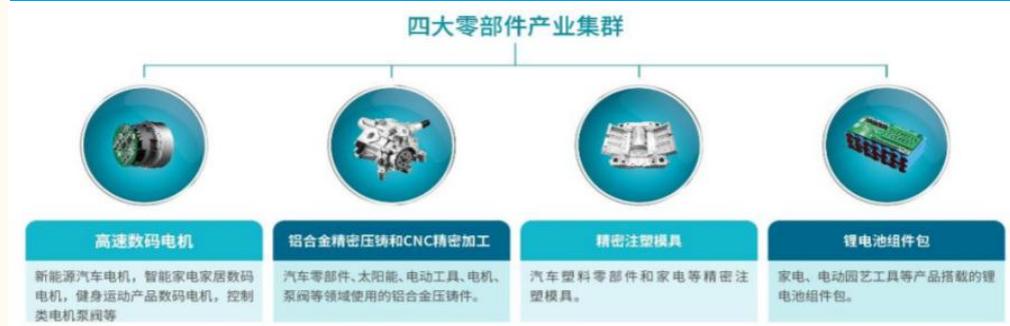
2. 家电主业延伸新能源汽零, 打开长期成长空间

2.1 四大产业集群, 零部件业务成为公司业绩第三极

公司核心零部件业务聚焦新能源汽车、5G 通讯等新兴产业, 包括高速数码电机、铝合金精密压铸和 CNC 精密加工、精密注塑模具、锂电池组件四大产业集群。零部件自主研发、自主生产, 增强自我配套能力, 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, 目前已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、电池系统和整机组装等完整的业务体系。

核心零部件业务近年来快速发展。21 年公司核心零部件业务实现收入 11.9 亿, 增速进一步提升至 28% (20 年为 24%,), 其中电机业务增长 21%, 铝合金精密零部件业务增长 66%。

图表 12：公司四大零部件产业集群

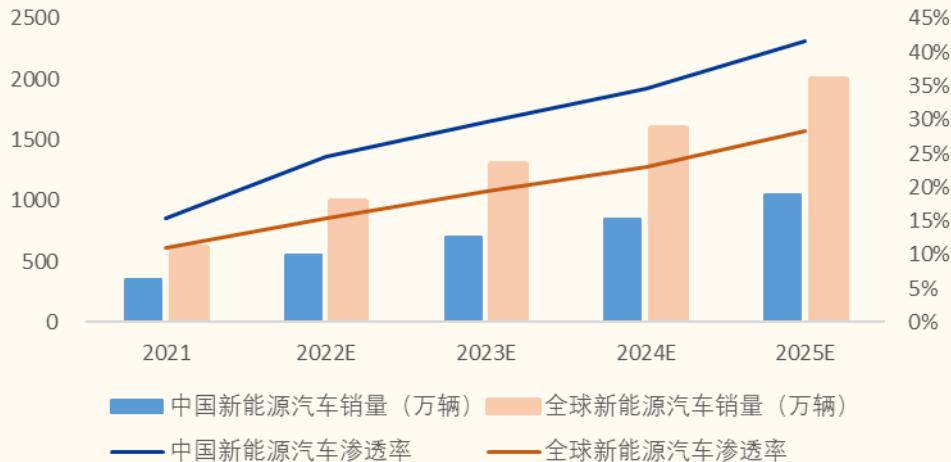


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 加码布局新能源汽零，汽车轻量化趋势下有望充分受益

铝合金精密零部件业务为高增长行业，下游新能源汽车产销两旺，前景广阔。公司核心零部件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，下游新能源汽车爆发式增长。2021 年全球新能源汽车销量超 620 万辆，其中，中国销量为 350.7 万辆。根据国金电新团队预测，2025 年全球新能源汽车销量有望达 2000 万辆，渗透率约 28%（对应 21-25 年复合增速 34%）；国内新能源汽车销量有望达 1050 万辆，渗透约 42%（对应 21-25 年复合增速 32%）。

图表 13：全球及中国新能源汽车销量预测

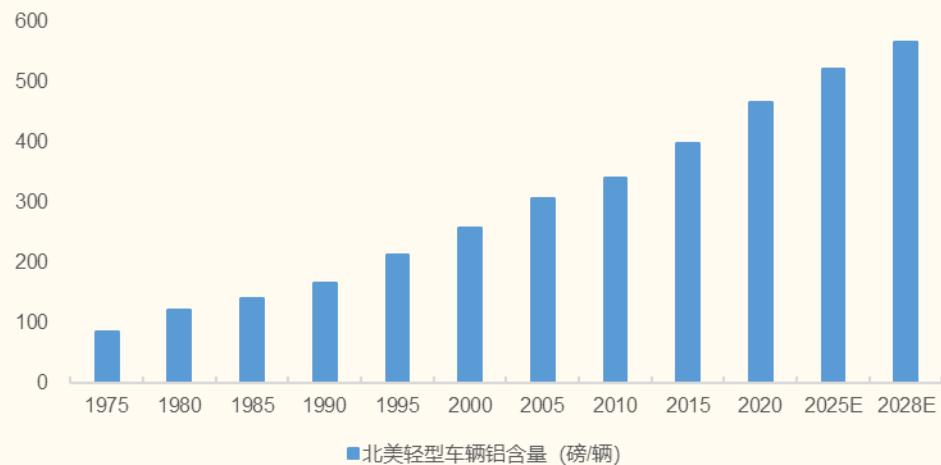


来源：IEA，中汽协，国金证券研究所

汽车轻量化趋势下，铝合金作为替代型材料性价比较高。2020 年汽车工业协会在《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中对轻量化做出明确要求：燃油乘用车整车轻量化系数于 2025、2030、2035 年降低 10%、18%、25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 15%、25%、35%，客车整车轻量化系数降低 5%、10%、15%。

另一方面，对于燃油车来说，整车减重能够降低油耗，以达到节能减排要求；而对于电动车来讲，则可以增加续航里程，缓解里程焦虑。在轻量化的众多替代性材料里（高强度钢、铝合金、镁合金等），铝合金性价比较高。根据 Ducker Worldwide 的预测，未来汽零用铝渗透率将明显提高，其中铝制引擎盖的渗透率有望从 2015 年的 48% 提升到 2025 年的 85%，铝制车门渗透率会从 2015 年的 6% 提升到 2025 年的 46%。

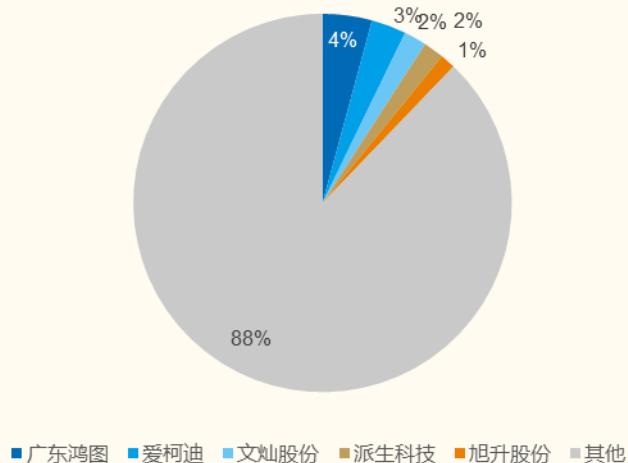
图表 14：北美市场轻型车辆铝含量（磅/辆）



来源：DuckerWorldwide，国金证券研究所

压铸行业竞争激烈，市场集中度较低。国内压铸行业参与企业众多，根据文灿股份招股书披露我国压铸及相关的企业超 1.2 万家，其中生产压铸件企业占比 70%以上。市场竞争格局方面，中国产业信息网数据显示 2018 年我国汽车用铝合金压铸市场规模约 840 亿元，其中广东鸿图、爱柯迪、文灿股份、派生科技、旭升股份市占率分别为 4.2%、3.0%、1.9%、1.8%和 1.3%，合计份额仅 12%，集中度较低，为其他入局品牌留有一定的成长空间。

图表 15：我国汽车用铝合金压铸市场竞争格局



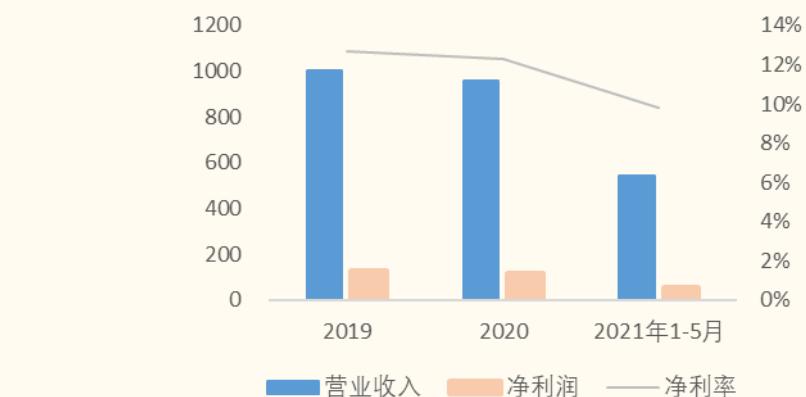
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

公司通过扩建产能、收购加码布局，有望充分受益。公司 06 年开始布局关键零部件，年设计销售额 3 亿元左右，生产规模较小。为满足以新能源汽车为代表的下游爆发式增长需求，公司 21 年成立全资子公司莱克新能源用以新能源汽车和 5G 通信领域零部件的制造（预计 23 年投产、26 年年产能达 8000 万件），12 月完成收购上海帕捷。

规模优势、成本协同是以家电为传统主业的公司延伸新能源汽零的重要优势，通过收购整合销售及客户资源可以快速打开市场。帕捷专业从事汽车零部件的加工制造（产能 800 万件，21 年 1-5 月收入 5.4 亿元，对应净利率水平 10%），与下游客户建立了较为稳定的长期合作关系，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。

此次收购一方面扩充零部件产能，更为重要的是，帕捷将与公司的核心零部件业务形成协同，助力公司进入知名整车厂商一级供应商体系，获取整车制造厂等更为丰富的客户资源。

图表 16：上海帕捷收入与利润情况（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

3.家电主业打造自主品牌，渗透广义小家电市场

3.1 五大品牌差异化定位，发力线上渠道

自主品牌矩阵已成。2009年，公司创立自主品牌，命名为“LEXY 莱克”，企业经营从ODM模式向自主品牌+ODM模式转变。经过多年发展，公司已形成LEXY 莱克、JIMMY 吉米、Bewinch 碧云泉、SieMatic 西曼帝克、Lexcook 莱小厨五大品牌生态，并通过差异化定位，渗透广义小家电市场。

分品牌概况：

- **LEXY 莱克：**高端家居环境电器品牌，以线下渠道为主。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、两季产品、个护产品等。凭借完善的线下销售网络布局（终端门店超4000家），吸尘器、空气净化器市场份额领先。
 - **Jimmy 吉米：**互联网家居环境电器品牌，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，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。吉米除螨机为品类头部。21年发力线上业务，吉米品牌线上增长100%。
 - **bewinch 碧云泉：**高端健康净水饮水电器品牌，为中高收入消费群提供客厅、办公室饮水饮茶产品，主要包括台式智能茶艺净水机。
- 根据中怡康，21年莱克碧云泉净水机在国内线下台式直饮机零售额份额78%，稳居第一；线上方面，21年碧云泉品牌线上增长100%，其中碧云泉净水机线上销售同比增长近70%。
- **SieMatic 西曼帝克：**高端厨房健康烹饪电器品牌，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，主要包括智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机等。商用系列面向酒店大堂吧等提供果蔬、烘焙等整套解决方案，产品主要包括破壁机、蒸汽微波烤箱等。
 - **莱小厨：**互联网厨房健康烹饪电器品牌，为单身都市青年及新婚家庭提供各类创意小厨电产品，主要包括智能烹饪机、多功能电子锅、多功能饭煲、破壁机等。目前体量较小，根据公告21年子公司三食黄小厨销售额1348万。

考虑到智能烹饪机在中国市场仍处初期普及阶段，头部玩家德国美善品价格高昂且烹饪模式偏西式料理，性价比更高、产品更契合中国消费者需求的国产品牌有望在行业规模放量时收获红利。

图表 17：公司自主品牌一览

自主品牌	LEXY 莱克	JIMMY 吉米	bewinch碧云泉	theSuns 三食黄小厨	SieMatic
成立年份	2009年	2018年	2014年	2020年	2020年
定位	高端	互联网	高端	互联网	高端
品类	家居环境电器	家居环境电器	净水饮水电器	厨房烹饪电器	厨房烹饪电器
主要产品	全屋吸尘洗地一体机、立式无线吸尘器、地板清洗机；空净、暖风空净等	立式超轻便无线吸尘器、洗地机、手持无线吸尘器、除螨机，挂烫机等	台式智能RO/超滤茶艺机、净水机等	智能烹饪类，煎烤炸煮类，早餐类，料榨饭煲类等	家用及商用系列智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机等
主要渠道	线下+线上	线上	线下+线上	线上	线下
价格段	999~12999元	299~3999元	999~14999元	249~3699元	
旗舰产品	三合一吸尘洗地机“天狼星”S680	洗地机维纳斯V7	茗志S9	智膳宝CF5	美食家CF7
旗舰产品图片					

来源：天猫官方旗舰店，国金证券研究所

21 年公司自主品牌实现收入 13.1 亿元，同比增长 43%，总收入占比 17%，较 20 年增加 2pct。从体量上讲，莱克、吉米及碧云泉为收入主体。作为极少数出口小家电企业创牌成功的典范，我们把原因归纳为：

1) 产品力：公司以吸尘器 ODM 起家，是国产电机技术的引领者，28 年累计生产吸尘器 1.9 亿台，多年 ODM 经验积累打造过硬产品力。2014 年公司被中国家用电气标准化技术委员会任命为吸尘器标准化工作组组长单位。公司多项产品获奖，21 年正式成为清洁家电行业首家入选 “CCTV 大国品牌的企业”。

2) 精准的渠道调整。近年来消费场景加速向线上转移，尤以小家电为甚，线上流量重新分配，以抖音、小红书为代表的社交电商平台兴起，公司积极顺应渠道转型，深耕社交媒体，21 年线上销售同比增长 60% 以上。

3) 营销策略及品牌定位。21 年 12 月公司官宣顶流迪丽热巴为清洁电器代言人，主打高端旗舰新品天狼星 S680，爆品营销为新品造势。根据公告披露，21 年自主品牌营销费用占比 10% 以上，较去年同期增加 86%。

3.2 清洁电器：代工赋能自主品牌建设，公司产品性能突出

清洁电器增速高，长期成长空间充足。清洁电器对应家居清洁解放双手的需求，刚需属性较强，是消费升级大背景下典型受益品类，近年来规模迎来快速扩张。根据奥维，2021 年中国清洁电器市场整体销售额 309 亿元，2016-2021 五年销售额复合增速达 25%。

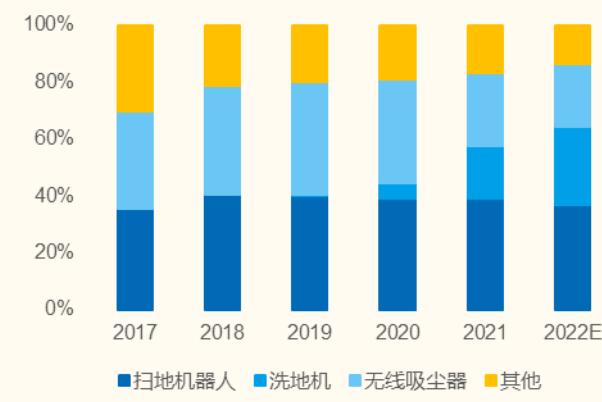
从品类格局看，扫地机、洗地机、无线吸尘器为销售额 top3 品类。洗地机功能契合中式家庭清洁扫+拖的需求，规模呈爆发式增长，21 年销售额超过无线吸尘器，成为清洁电器第二大细分品类。

图表 18: 清洁电器市场规模(亿元)及增速



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 19: 清洁电器分品类销售额占比

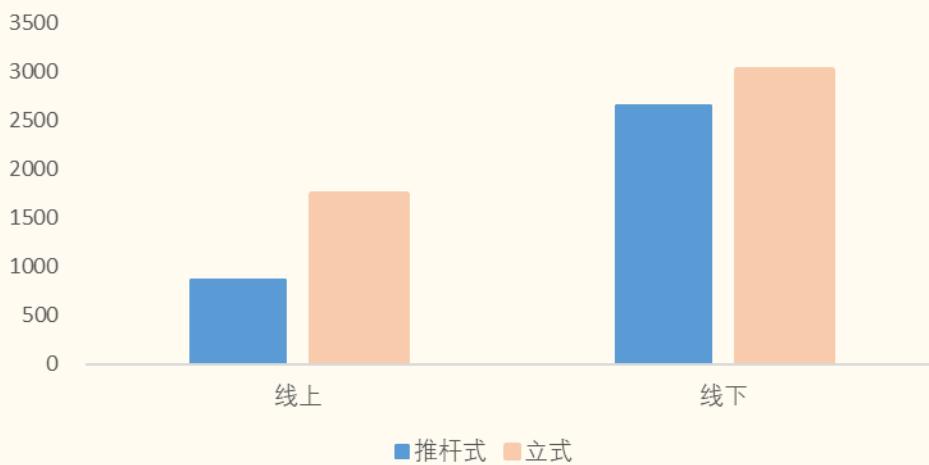


来源：奥维云网，国金证券研究所

■ 吸尘器：性能领先，定位线下高端，公司表现优于行业

“莱克”品牌吸尘器定位高端，主打立式吸尘器。无线吸尘器具体划分为推杆式和立式，相比于推杆式，立式的优点在于：1) 重力集中在机身下方（推杆式在手柄处），更为省力；2) 随时停止并站立，操作更为方便（推杆式需要支架倚靠）。从价格上看，线上立式均价约为推杆式 2 倍，线下约为 1.14 倍。

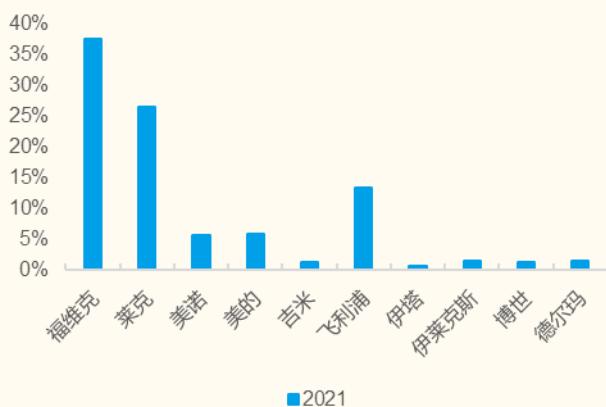
图表 20: 推杆式与立式吸尘器均价对比(元)



来源：奥维云网，国金证券研究所；备注：按照 22H1 均价

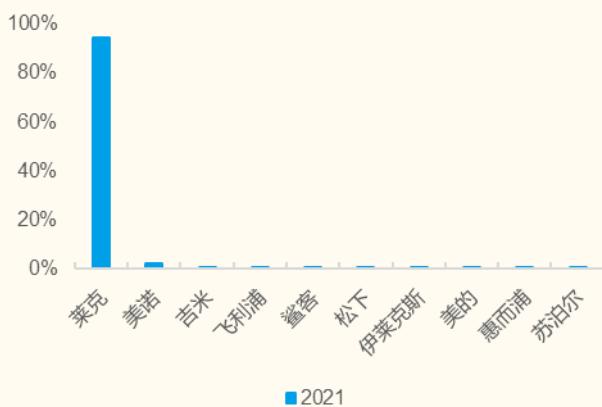
公司主推 M 系列立式吸尘器，市场表现方面，根据奥维，21 年莱克品牌在立式吸尘器细分类目线上线下零售额市占率分别为 27%、95%，线下为绝对龙头。考虑到立式规模相较推杆式仍较小，我们计算无线吸尘器整体市场份额。21 年莱克品牌线上线下零售额份额分别为 1.7%、10%，其中线下份额仅次于戴森 (73%)。

图表 21：立式吸尘器线上市场各品牌市占率（销售额）



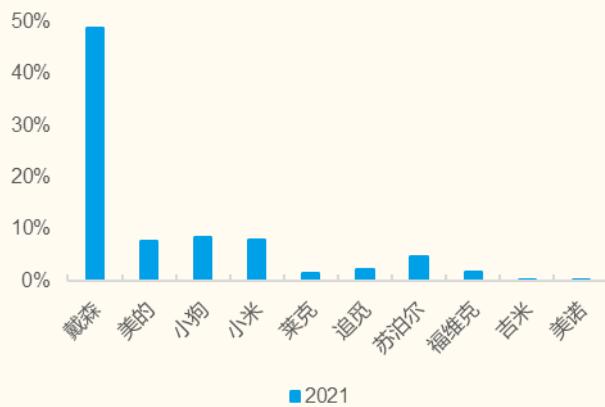
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 22：立式吸尘器线下市场各品牌市占率（销售额）



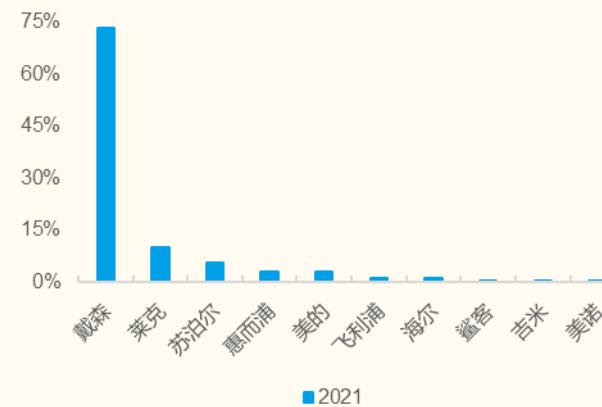
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 23：无线吸尘器线上市场各品牌市占率（销售额）



来源：奥维云网，国金证券研究所；备注：此处无线吸尘器即推杆式+立式

图表 24：无线吸尘器线下市场各品牌市占率（销售额）



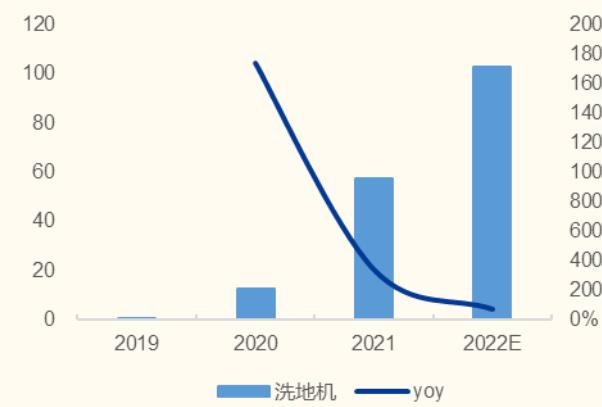
来源：奥维云网，国金证券研究所；备注：此处无线吸尘器即推杆式+立式

吸尘器整体市场规模受到洗地机挤压，公司表现优于行业。相比干洗地机，吸尘器只能解决清洁中相对较为省力的扫地环节，更加适用于以地毯、草席为主的欧美、日本国家，中国家庭多采用硬质地板，对应清扫流程以拖地为主。因此吸尘器早期的放量节奏明显弱于洗地机，近两年洗地机市场规模爆发对吸尘器销售形成一定的挤压，尤其是价格段相近的高端无线吸尘器受影响更为明显。根据奥维，21 年中国无线吸尘器市场推总规模 80 亿元，同比下滑 8%，同期洗地机市场规模达 58 亿元，同比高增 346%。

图表 25：中国无线吸尘器市场销售规模（亿元）



图表 26：中国洗地机市场销售规模（亿元）



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

根据公告，21 年莱克吸尘器销售同比增长近 60%。公司表现优于行业，我们认为主要因为：1) 产品力突出。通过对比各主要品牌旗舰店主销机型，莱克产品定价较高，但在关键指标如电机转速、吸力、续航上领先。2) 莱克吸尘器以线下渠道为主，洗地机放量主要通过线上销售，公司坚守线下的高端定位受冲击较小。3) 更为积极的营销策略。21 年公司开展全国新品发布会超 300 场，并且结合当下包括“国潮热”在内的多种热点话题，开展了品质生活节、魔力“疯”一夏等 6 场全国范围内的大型营销活动，扩大品牌影响力。

图表 27：各品牌热销吸尘器对比

产品名称	莱克魔洁M9	福维克可宝 VB100	戴森V12 Fluffy	小狗T11Pro Rinse
产品类型	立式无线吸尘器	立式无线吸尘器	手持轻量无线吸尘器	手持轻量无线吸尘器
到手价	7999	4999	3999	1599
电机转速	110000rpm	85000rpm	125000rpm	85000rpm
电池容量	3000mAh	-	2500mAh	3000mAh
续航	80min	30min	50min	65min
单次清扫面积	500m²	150-200m²	300m²	80m²
吸入功率	200AW	192AW	140AW	165AW
整机重量	5kg	2.1kg	1.5kg	1.65kg
集尘容量	0.7L	0.8L	0.35L	0.5L
其他卖点	高效除螨，紫外线除菌技术	高效过滤，排气纯度达99.95%	整机过滤，高效除螨	多锥气旋技术，整机过滤系统

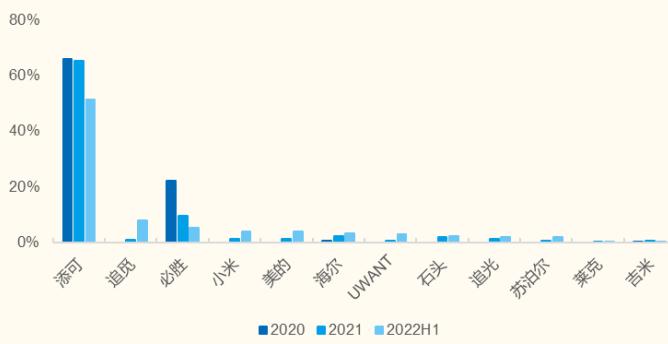
来源：天猫官方旗舰店，国金证券研究所

■ 洗地机：创新三合一吸尘洗地机，线下份额仅次于添可

洗地机市场竞争格局一超多强，21 年公司加码布局，份额有所提升。科沃斯旗下添可品牌龙头优势稳固，21 年线上销量占比 65%，随着众多厂商跟进，目前份额领先优势有所削减，22H1 线上销量占比为 51%，同比下降 22pct。20 年为洗地机放量元年，公司即推出 X7 参与竞争，21 年作为重点发展品类，先后推出 X8、丘比特、维纳斯（均为吉米品牌）。10 月发布莱克品牌三合一吸尘洗地机天狼星 S680，集立式无线吸尘器、手持无线吸尘器和洗地机于一身。

依托吸尘器技术沉淀，公司洗地机产品实力强劲，从市场表现看，21 年公司线上销量占比不足 1%（主要是吉米品牌），线下销量占比 20%（主要是莱克品牌），仅次于添可（61%）。

图表 28：洗地机线上市场各品牌市占率（销量）



图表 29：洗地机线下市场各品牌市占率（销量）



来源：奥维云网，国金证券研究所

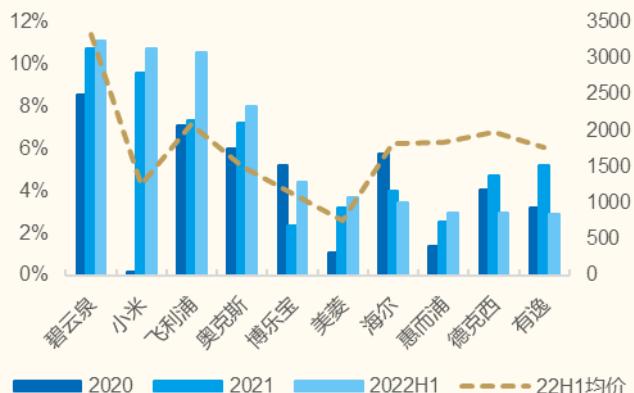
来源：奥维云网，国金证券研究所

3.3 净水机：碧云泉为绝对龙头

根据奥维，22H1 碧云泉在线上、线下净水机市场销量市占率分别为 11%、46%，若考虑销售额，则市占率更高。从天猫旗舰店的在售产品看，碧云泉

净水机包括四大系列（M/G/N/S），产品价格带从 999 元横跨到 14999 元。高端 N、S 系列主打智能卖点，搭载碧云泉独家 ITB-S 智享茶道系统，集洗茶、萃茶、滤茶、保温于一体，一键自动化智能泡茶。根据中怡康，20 年碧云泉净水机占台式直饮机市场零售额比例为 77.23%，占有率遥遥领先，21 年线上销售同比增长近 70%。

图表 30：净水机各品牌线上市占率（销量）及均价



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 31：净水机各品牌线下市占率（销量）及均价



来源：奥维云网，国金证券研究所

4.ODM：吸尘器出口龙头依旧，22年盈利能力有望修复

ODM/OEM 仍为公司主要收入构成，增长稳健。21 年公司 ODM/OEM 业务实现收入 53.4 亿元，同比增长 23%，收入占比 68%，较 20 年下降 2pct。主要产品包括吸尘器、园林工具、空净、厨房电器等，其中园林工具、空气净化器 21 年出口实现大幅增长，增幅分别达 50% 和 95%。公司是全球最大的吸尘器研发制造商，凭借领先的研发和制造优势，服务全球知名清洁电器品牌，28 年累计生产吸尘器 1.9 亿台。

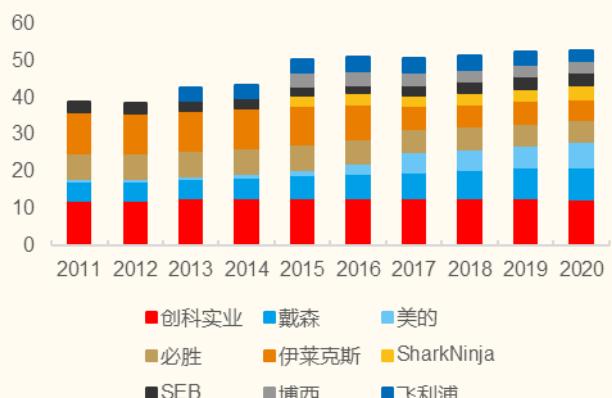
全球吸尘器市场稳健增长，21 年销量 1.5 亿台，2016-2021 年全球零售量复合增速 4.5%。从格局来看，全球吸尘器集中度较低，2020 年 CR5 达 39.7%。2020 年全球吸尘器市场中创科实业（12.7%）、戴森（8.7%）、美的（6.6%）、必胜（5.9%）、伊莱克斯（5.8%）位居行业零售量前五，行业 CR5 仅 39.7%，其余企业零售量份额均不超过 4%。

图表 32：全球吸尘器销售量及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

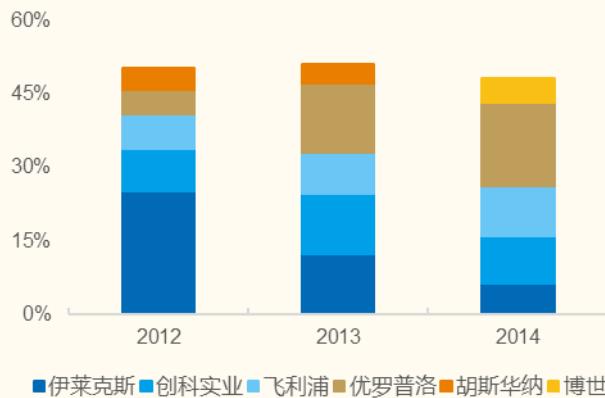
图表 33：2011-2020 年全球吸尘器公司份额(零售量%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

服务全球知名清洁电器品牌，前五大客户销售额占比较为稳定。根据公司招股书披露，公司是国内清洁电器出口龙头企业，主要客户包括优罗普洛、创科实业、飞利浦、伊莱克斯、博世、胡斯华纳和美特达等全球知名企业，2014 年公司前五大客户分别为优罗普洛（17.21%）、飞利浦（10.05%）、创科实业（9.80%）、伊莱克斯（6.29%）和博世（4.83%），均为全球吸尘器市场份额领

先品牌。近年来公司前五大客户销售额占比走势较为稳定（维持在 40%左右），2021 年公司前五大客户销售额 29.4 亿元，占比 37.05%。

图表 34：2012 年-2014 年公司前五大客户销售额占比


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：2012 年-2021 年公司前五大客户销售额及占比


来源：公司公告，国金证券研究所

原材料价格回落叠加人民币贬值，22 年公司代工业务盈利能力有望修复。21 年公司代工业务毛利率 17.7%，同比下滑 6pct，主因原材料大幅涨价影响。根据招股书披露，公司主要原材料包括 ABS、PP 塑料粒子、硅钢片和铜。20 年下半年以来原材料价格迅速上涨，增速在 21Q2 到达顶点后明显回落，22 年以来铜、塑料、钢材价格增速持续下滑。考虑到存货周期，预计下半年上游价格回落影响将在报表端集中体现。

公司海外收入占比 70%，20 年下半年以来人民币持续升值，影响公司外销毛利率水平及财务费用（主要是汇兑收益），20/21 年公司汇兑损失 1.6 亿/7399 万，22Q2 以来人民币呈贬值态势，预计公司将享受到一定的汇兑收益。

图表 36：公司主要原材料价格同比增速


来源：wind，国金证券研究所

图表 37：22Q2 以来人民币呈贬值态势


来源：wind，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心零部件：主要包括电机、汽车零部件。核心零部件为公司战略业务，考虑到帕捷并表带来的直接收入增量，预计 22-24 年收入增速分别为 147%、30%、17%。

自主品牌：21 年增速 43%，莱克、吉米、碧云泉为主要构成，考虑到吸尘器行业整体规模有所收缩，洗地机竞争加剧，碧云泉头部优势，预计 22-24 年收入增速分别为 30%、29%、28%。

ODM：公司拓展新品类、提高客单价带动 21 年 ODM 收入增长 23%。考虑到 22 年出口承压，根据中报业绩预告 ODM/OEM 出口业务收入同比下降 10%-20%，预计全年下滑 5%，23-24 年维持 5%增速。

对应 22-24 年合计收入增速分别为 24%、17%、13%。毛利率方面，22 年以来公司主要原材料铜、塑料、钢材价格增速持续下滑，前期受原材料涨价影响毛利率明显下滑的 ODM 业务盈利有望恢复，预计 22-24 年该分部毛利率分别为 21%、23%、23%。自主品牌毛利率小幅提升，核心零部件业务维持在 21% 左右，对应 22-24 年整体毛利率分别为 24.6%、25.7%、26.4%。

期间费用率方面，考虑到自主品牌建设投入，销售费用率逐年稳步增加，预计 22-24 年分别为 6%、7%、8%。研发、管理费用率保持稳定在 5%、3%。

图表 38：业务拆分与收入预测

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计	6281	7946	9853	11517	13069
yoy	10%	27%	24%	17%	13%
毛利率	26%	22%	25%	26%	26%
期间费用率：					
销售费用率	7%	5%	6%	7%	8%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
研发费用率	6%	5%	5%	5%	5%
分业务：					
自主品牌	918	1316	1711	2200	2808
yoy	2%	43%	30%	29%	28%
毛利率	40%	42%	42%	42%	42%
核心零部件	933	1191	2940	3824	4453
yoy	24%	28%	147%	30%	16%
毛利率	23%	19%	21%	21%	22%
ODM	4357	5342	5075	5328	5595
yoy	9%	23%	-5%	5%	5%
毛利率	24%	18%	21%	23%	23%

来源：wind，国金证券研究所

预计公司 22-24 年归母净利润分别为 8.9 亿、10.9 亿、12.3 亿，对应增速分别为 77%、22%、13%，当前股价对应 PE 分别为 21x、16x、13x。可比公司 22 年平均 PE 为 21 倍，考虑到公司当前处在战略转型期，业务结构优化调整将打开成长空间，带动盈利能力提升，合理享受一定估值溢价。按照 25 倍 PE，对应 22 年目标价 38.83 元，较当前（34.64 元）仍有 12% 上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 39：相对估值

股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE					
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
科沃斯	77.61	1.14	3.51	4.03	5.14	6.45	68	22	19	15	12	
石头科技	307.00	20.54	20.99	16.55	20.58	25.29	15	15	19	15	12	
德昌股份	25.80	2.17	1.58	1.46	1.80	2.19	12	16	18	14	12	
富佳股份	20.89	0.48	0.58	0.76	0.97	1.22	44	36	28	22	17	
平均数										21	16	13
莱克电气	34.64			1.55	1.90	2.14				22	18	16

来源：wind，国金证券研究所（截至 2022.9.6）

6. 风险提示

- **核心零部件业务拓展不及预期。**公司收购帕捷业务协同效用有待观察，铝合金压铸件技术壁垒较低，可能存在客户拓展不及预期风险。

- **自主品牌建设不及预期。**吸尘器整体景气承压，洗地机市场竞争激烈；智能烹饪机仍在市场培育阶段，若后续市场景气度不及预期、竞争加剧，公司自主品牌业务将受到影响。
- **原材料成本大幅上涨。**公司盈利能力受原材料价格波动影响较大，若后续原材料大幅涨价，将削弱公司盈利能力。
- **海外需求下滑、汇率、海运等对 ODM 业务影响。**当下欧美高通胀抑制海外需求，汇率、海运费价格将影响公司出口业务盈利。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,703	6,281	7,946	9,853	11,517	13,069
增长率	10.1%	26.5%	24.0%	16.9%	13.5%	
主营业务成本	-4,174	-4,668	-6,214	-7,432	-8,553	-9,613
%销售收入	73.2%	74.3%	78.2%	75.4%	74.3%	73.6%
毛利	1,530	1,612	1,732	2,420	2,964	3,456
%销售收入	26.8%	25.7%	21.8%	24.6%	25.7%	26.4%
营业税金及附加	-45	-31	-36	-49	-58	-65
%销售收入	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-413	-332	-446	-591	-806	-1,046
%销售收入	7.2%	5.3%	5.6%	6.0%	7.0%	8.0%
管理费用	-239	-205	-199	-296	-346	-392
%销售收入	4.2%	3.3%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-263	-310	-436	-493	-576	-653
%销售收入	4.6%	4.9%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润(EBIT)	569	734	614	991	1,179	1,300
%销售收入	10.0%	11.7%	7.7%	10.1%	10.2%	9.9%
财务费用	49	-143	-78	-62	-35	-10
%销售收入	-0.9%	2.3%	1.0%	0.6%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-73	-61	-84	0	0	0
公允价值变动收益	9	48	9	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	565	592	499	931	1,146	1,291
营业利润率	9.9%	9.4%	6.3%	9.5%	10.0%	9.9%
营业外收支	15	-242	28	28	28	28
税前利润	580	350	527	959	1,174	1,319
利润率	10.2%	5.6%	6.6%	9.7%	10.2%	10.1%
所得税	-77	-24	-24	-67	-82	-92
所得税率	13.4%	6.9%	4.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	502	326	503	892	1,092	1,227
少数股东损益	0	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	502	328	503	892	1,092	1,227
净利率	8.8%	5.2%	6.3%	9.1%	9.5%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	502	326	503	892	1,092	1,227
少数股东损益	0	-2	0	0	0	0
非现金支出	210	192	234	184	215	242
非经营收益	-16	24	81	176	75	50
营运资金变动	512	474	-341	262	-78	-41
经营活动现金净流	1,208	1,017	477	1,515	1,304	1,478
资本开支	-108	-139	-351	-461	-469	-469
投资	-486	-200	-491	0	0	0
其他	-8	37	34	0	0	0
投资活动现金净流	-602	-302	-808	-461	-469	-469
股权筹资	0	129	0	83	0	0
债权筹资	202	100	1,490	-56	-721	-8
其他	-101	-131	-844	-485	-540	-569
筹资活动现金净流	101	98	646	-459	-1,260	-577
现金净流量	722	715	254	595	-425	433

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,951	2,666	2,920	3,499	3,063	3,487
应收账款	1,084	1,487	1,705	1,968	2,364	2,754
存货	615	912	1,537	1,466	1,734	1,975
其他流动资产	363	847	111	99	108	117
流动资产	4,013	5,911	6,274	7,033	7,269	8,333
%总资产	74.6%	82.9%	70.4%	71.3%	70.0%	71.2%
长期投资	200	0	0	0	0	0
固定资产	944	954	1,518	1,794	2,043	2,265
%总资产	17.5%	13.4%	17.0%	18.2%	19.7%	19.4%
无形资产	174	160	924	964	1,000	1,036
非流动资产	1,364	1,216	2,639	2,831	3,113	3,368
%总资产	25.4%	17.1%	29.6%	28.7%	30.0%	28.8%
资产总计	5,377	7,127	8,912	9,864	10,382	11,701
短期借款	0	300	1,414	1,360	640	631
应付款项	1,760	2,747	2,933	3,333	3,796	4,274
其他流动负债	206	359	466	471	553	628
流动负债	1,966	3,406	4,814	5,164	4,988	5,533
长期贷款	200	0	500	500	500	500
其他长期负债	12	273	354	338	376	414
负债	2,178	3,679	5,668	6,003	5,865	6,448
普通股股东权益	3,199	3,447	3,243	3,860	4,515	5,251
其中：股本	401	411	575	574	574	574
未分配利润	1,806	2,025	1,651	2,186	2,841	3,577
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	5,377	7,127	8,912	9,864	10,382	11,701

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.253	0.798	0.874	1.553	1.901	2.136
每股净资产	7.977	8.385	5.642	6.721	7.862	9.144
每股经营现金流	3.012	2.473	0.830	2.638	2.272	2.577
每股股利	0.260	2.000	1.000	0.621	0.761	0.855
回报率						
净资产收益率	15.70%	9.52%	15.50%	23.11%	24.18%	23.36%
总资产收益率	9.34%	4.60%	5.64%	9.04%	10.52%	10.48%
投入资本收益率	14.51%	18.21%	11.28%	16.11%	19.38%	18.93%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.74%	10.13%	26.51%	24.00%	16.89%	13.48%
EBIT增长率	15.24%	28.87%	-16.29%	61.39%	18.92%	10.23%
净利润增长率	18.73%	-34.70%	53.24%	77.48%	22.40%	12.36%
总资产增长率	20.19%	32.55%	25.05%	10.68%	5.24%	12.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.0	67.0	68.7	69.0	71.0	73.0
存货周转天数	57.5	59.7	71.9	72.0	74.0	75.0
应付账款周转天数	76.6	84.3	80.3	80.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	57.6	53.5	59.5	50.0	43.6	38.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.38%	-89.58%	-30.99%	-42.43%	-42.56%	-44.83%
EBIT利息保障倍数	-11.6	5.1	7.9	15.9	33.7	123.9
资产负债率	40.50%	51.62%	63.60%	60.85%	56.49%	55.11%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	12	20	26	48
增持	1	3	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.20	1.20	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402