

电机构建生态底座，多元业务齐头并进

——莱克电气首次覆盖报告

核心观点

- **与众不同的观点：**市场认为公司是传统家电制造公司，所在吸尘器等行业无增长空间，公司发展存在瓶颈。我们认为公司两个核心能力能够帮助其成为一个更多元的公司：1) 精细化管理能力：作为制造业基础扎实的家电代工公司，公司对于成本管控和产品品控的把握能力出色，盈利能力长期维持同行业领先水平；2) 眼光精准的投资并购能力：公司历史上经历过两次较大收购，一是 21 年收购汽零压铸公司帕捷，二是 23 年收购 PCBA 公司利华，这两次收购后，续经过内部调整孵化成为规模更大的子公司，盈利能力也实现明显提升。目前两个收购项目在公司收入占比约 30%，对公司利润产生更大贡献，此外，公司陆续布局机器人电机等零部件，产业投资了 DPU 数据处理芯片云豹智能等项目，这两个核心能力也有望助力公司在其他领域实现更多元的发展。
- **家电海外产能梳理完毕，盈利改善在即：**公司海外家电产能于 2025Q2 关税事件后完成全面转移，由于转产产生较大的摩擦成本，公司 25Q2Q3 家电业务净利率承压。通过复盘上一轮关税影响，我们发现转产对净利率影响约三个季度，三个季度后海外工厂产能效率提升明显。按照此节奏，我们推测目前公司海外工厂产能利用率接近梳理完毕，家电业务净利率有望迎来拐点。
- **帕捷盈利逐步提升，在手订单饱满。**公司于 2021 年收购上海帕捷，进军新能源汽车压铸件业务，订单和盈利能力持续提升。公司泰国汽零工厂于 25Q3 竣工投产，达产规模达 1 亿美元，主要供应美国头部客户。考虑到汽零压铸业务盈利能力好于家电主业，我们预计后续汽零业务的持续增长有望带动公司整体净利率的提升。
- **PCBA 下游应用广阔，新兴业务多点开花。**公司于 23 年收购专注 PCBA 业务的利华科技，其下游领域主要为通讯、消费电子等，公司拥有西门子贴片机，技术实力可以满足 AI 产品的生产条件。此外，公司布局的电机可延展至机器人领域，也产业投资 DPU 拟上市标的数字芯片独角兽云豹智能，在新领域多点开花。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025~2027 年每股收益分别为 1.47、2.03、2.37 元，根据可比公司估值法给予 26 年 21 倍，对应目标价 42.63 元，首次给予“买入评级”。

风险提示

汇率波动风险、原材料价格波动风险、出口贸易政策不确定性的风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,792	9,765	10,024	11,188	12,133
同比增长(%)	-11.5%	11.1%	2.7%	11.6%	8.5%
营业利润(百万元)	1,166	1,388	902	1,268	1,520
同比增长(%)	4.2%	19.1%	-35.0%	40.6%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,117	1,230	841	1,165	1,361
同比增长(%)	8.4%	10.2%	-31.7%	38.5%	16.9%
每股收益(元)	1.95	2.15	1.47	2.03	2.37
毛利率(%)	25.4%	24.2%	23.5%	24.6%	24.6%
净利率(%)	12.7%	12.6%	8.4%	10.4%	11.2%
净资产收益率(%)	26.0%	26.4%	15.8%	19.5%	20.8%
市盈率	16.1	14.6	21.4	15.5	13.2
市净率	4.1	3.6	3.2	2.9	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (首次)

股价(2026年01月12日)	31.42元
目标价格	42.63元
52周最高价/最低价	35.87/18.99元
总股本/流通A股(万股)	57,340/57,340
A股市值(百万元)	18,016
国家/地区	中国
行业	家电
报告发布日期	2026年01月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.78	-5.13	37.99	40.52
相对表现%	-4.31	-9.69	34.24	12.19
沪深300%	1.53	4.56	3.75	28.33



证券分析师

李汉颖	执业证书编号：S0860525100006 lihanying@orientsec.com.cn 021-63326320
曲世强	执业证书编号：S0860525100004 qushiqiang@orientsec.com.cn 021-63326320

重大投资要素

我们区别于市场的观点

市场一致观点：公司是传统家电制造公司，所在吸尘器等行业无增长空间，公司发展存在瓶颈。

我们的观点：公司两个核心能力能够帮助其成为一个更多元的公司：1) 精细化管理能力：作为制造业基础扎实的家电代工公司，公司对于成本管控和产品品控的把握能力出色，盈利能力长期维持同行业领先水平；2) 眼光精准的投资并购能力：公司历史上经历过两次较大收购，一是 21 年收购汽零压铸公司帕捷，二是 23 年收购 PCBA 公司利华，这两次收购后，续经过内部调整孵化成为规模更大的子公司，盈利能力也实现明显提升。目前两个收购项目在公司收入占比约 30%，对公司利润产生更大贡献，此外，公司陆续布局机器人电机等零部件，产业投资了 DPU 数据处理芯片云豹智能等项目，这两个核心能力也有望助力公司在其他领域实现更多元的发展。

关键假设

1) 收入主要由家电制造、汽车零部件、电机和 PCBA 制造四块业务构成。其中家电业务较为稳定，近几年保持个位数增长态势，预计趋势维持；汽车零部件业务是收入增长核心贡献，考虑到公司泰国工厂将于 2026 年正式投产，我们预计 26 年汽车业务将加速；电机业务也将随着公司重视程度的增加而实现较快增长；PCBA 制造预计维持之前较为稳定的规模。

2) 公司 25-27 年毛利率分别为 23.5%、24.6% 和 24.6%。家电和汽零业务 2025 年部分产能转移至东南亚，存在短期的摩擦成本，2026 年开始伴随海外产能效率提升有望实现毛利率提升，两者共同影响带动公司整体毛利率的提升。

3) 公司 25-27 年销售费用率为 4.5%、4.6% 和 4.5%，管理费用率为 2.5%、2.5% 和 2.5%。公司成本管控较为细致，预计销售费用和管理费用整体维持稳定。

4) 公司 25-27 年的所得税率为 7.5%/8.0%/10%。

根据以上假设，我们预计公司 2025~2027 年收入为 100.2/111.9/121.3 亿元，同比 +2.7%/+11.6%/+8.5%；归母净利润为 8.4/11.7/13.6 亿元，同比 -31.7%/+38.5%/+16.9%。

股价上涨的催化因素

- 1) 公司曾产业投资数字处理芯片独角兽云豹智能，若后续云豹智能上市将对公司形成正向催化；
- 2) 公司正加大机器人电机的布局，若后续突破重要客户将形成正向催化。

估值和目标价格

公司所在行业为制造业，盈利状况整体稳定，采用同行业可比公司相对估值方法最为合适。公司此前估值相对稳定，但大部分时间仅包含家电业务的定价，对汽车业务和机器人电机等业务的定价并不充分。目前我们主要选择：1) 家电 ODM/OBM 公司：德昌股份、欧圣电气作为家电业务的可比公司；2) 汽零压铸件公司：旭升集团、文灿股份、爱柯迪作为汽零铝压铸业务的可比公司，调整后 26 年平均估值 21 倍，将此平均估值作为公司 26 年估值倍数，对应目标价 42.63 元，首次给予“买入评级”。

风险提示

汇率波动风险、原材料价格波动风险、出口贸易政策不确定性的风险。

目录

以电机为底座，撬动多产业布局.....	7
四大发展阶段，从家电到汽零/PCBA 延展.....	7
三大业务共振，产能国内及东南亚双布局	8
经营业绩稳健，ROE 同行领先.....	9
家电：ODM 代工盈利拐点，自主品牌拖累减弱.....	13
ODM：海外产能梳理完毕，迎来利润改善拐点.....	13
自主品牌：五大自主品牌，拖累逐步减弱	14
汽零：帕捷盈利持续提升，在手订单饱满.....	16
汽车来源帕捷收购，盈利能力持续提升.....	16
汽零经营质量优于同行，财务指标优质.....	17
PCBA：下游应用领域广阔，满足 AI 生产条件.....	18
新兴方向多点开花，后续有望贡献增量.....	20
机器人：基于电机技术同源，扩展下游应用领域.....	20
其他：产业投资 DPU 领域，独角兽云豹智能已备案辅导.....	21
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	23
风险提示.....	23

图表目录

图 1: 莱克电气主要业务布局	7
图 2: 家电 ODM 在公司收入占比中逐步减小	8
图 3: 公司外销收入贡献约 70%	8
图 4: 公司 2019~2024 年收入 CAGR11.4%	9
图 5: 公司 2019~2024 年归母净利润 CAGR19.6%	9
图 6: 莱克电气和同行业公司毛利率比较	10
图 7: 公司扣除财务费用的净利率水平稳步增长	10
图 8: 公司 ROE 水平行业领先	10
图 9: 公司毛利率水平较为稳定	11
图 10: 公司权益乘数高	11
图 11: 公司股权结构较为集中	11
图 12: 莱克 2018 年至今累计分红率 75%	12
图 13: 莱克家电 ODM 业务主要客户	13
图 14: 莱克清洁健康家电与园艺工具收入（含自有品牌，亿元）	13
图 15: 中国吸尘器出口量及增速	13
图 16: 中国吸尘器出口额及增速	13
图 17: 2017 年至今家电代工为主企业净利率复盘	14
图 18: 莱克电气五大自主品牌布局	14
图 19: 莱克 Lexy 品牌线上销额及同比增速	16
图 20: 碧云泉品牌线上销额及同比增速	16
图 21: 帕捷汽车铝压铸业务主要产品布局	16
图 22: 同行盈利能力比较分析（ROE）	17
图 23: 同行企业经营能力比较分析（经营性现金流/总资产）	17
图 24: 上游供应商账款压力对比（应收票据及账款/流动资产）	18
图 25: 下游需求方付款压力比较（应付票据及账款/流动负债）	18
图 26: 利华科技产线布局	19
图 27: 利华科技主要客户	19
图 28: 利华科技主要产品涉及的下游领域	19
图 29: 利华科技主要产品布局	19
图 30: 利华科技主要产品布局	19
图 31: 利华科技主要客户分布	19
图 32: 产品收入贡献来源（苏州）	20
图 33: 产品收入贡献来源（深圳）	20

表 1：莱克电气现有产能布局情况	9
表 2：莱克电气关联公司一览	12
表 3：公司盈利预测核心假设	22
表 4：莱克电气可比公司估值	错误!未定义书签。

以电机为底座，撬动多产业布局

莱克电气基于电机核心技术，逐步布局吸尘器、园林工具等多家细分领域制造。后通过出色的收购并购能力，将业务逐步延申到汽车零部件压铸、PCBA 制造、电机工程制造等多元业务领域。

四大发展阶段，从家电到汽零/PCBA 延展

莱克电气成立于 2001 年，是一家以自主研发高速电机为核心，以吸尘器、空气净化器、净水机、厨房电器等小家电产品和园艺工具产品，以及高速电机、汽车零部件等核心零部件产品为主营业务的家电研发制造企业，经历从全球最大吸尘器制造商，到多元技术延伸，再到自主品牌运营与多品牌矩阵构建三大战略阶段，形成“自主品牌+ODM/OEM 贴牌+核心零部件配套业务”的经营模式。

图 1：莱克电气主要业务布局



数据来源：公司官网，东方证券研究所

纵观公司的发展历程，整体分为四个阶段：

第一阶段（1994-2004）：专注吸尘器，十年磨一剑，问鼎全球

1994 年，工程师倪祖根创立苏州金莱克电器有限公司，以一条生产线开启吸尘器 ODM 创业之路。公司迅速成长，1996 年成为全国最大吸尘器厂。1997 年，自主研发高速电机，奠定技术领先地位。通过建设模具厂与新区产业基地，形成强大产业链配套。至 2004 年，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）：依托核心电机技术，不止于吸尘器

公司以电机技术为核心，开启相关多元化发展。2005 年进入园林工具领域；2006 年建设木渎工业园扩大产能，并引入精密压铸技术；2007 年成功切入汽车电机领域，为多家国际知名车企配套，实现了从单品领先到多领域协同发展的跨越。

第三阶段（2009-2021）：创立自主品牌，实现从家电 ODM 到自主品牌的跨越

2009 年，公司正式启用“LEXY 莱克”品牌进军国内市场，启动品牌化征程。随后相继建设泰山路、阳山两大工业园，并落成全球研发中心与总部大楼。2014 年起实施多品牌战略，2015 年成功于上海证券交易所上市，标志着企业迈入资本化、品牌化发展的新阶段。目前，公司已拥有 LEXY 莱克、Jimmy 吉米、bewinch 碧云泉、Lexcook 莱小厨等自主品牌，形成覆盖高端、年轻、互联网及智能厨房等多细分市场的品牌矩阵。

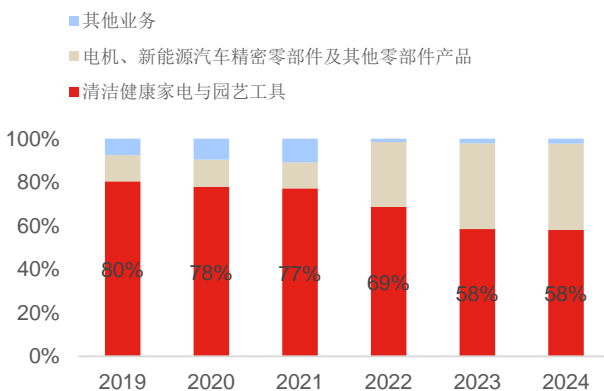
第四阶段（2021-至今）：两大重要收购，加速汽车零部件/PCBA 业务布局

2021 年，公司完成对上海帕捷汽车配件有限公司的收购，加速布局汽车铝合金压铸件业务，主要产品包含电驱动件、底盘零件、传动零件及其他铝制汽车零配件，收入体量从 21 年收购时的 12.7 亿元逐步孵化成为 24 年的 17.6 亿元。2023 年，公司完成对专注于 PCBA 制造的苏州利华的收购，布局汽车电子、能源工业等领域的 PCBA 制造。

三大业务共振，产能国内及东南亚双布局

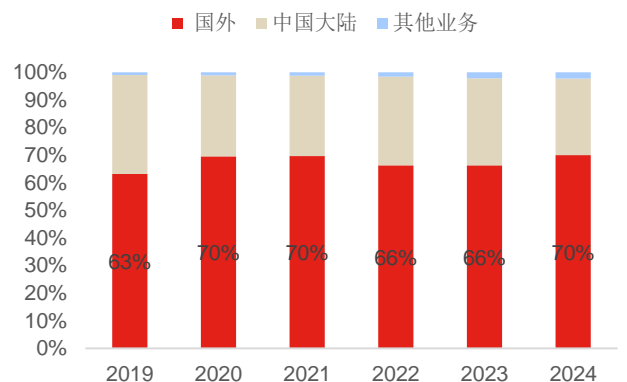
以外销模式为主导，家电/汽零/PCBA 三大业务领域贡献主要收入。此前家电业务占公司收入主要来源（2019~2021 年分别为 80%/78%/77%），2021 年在收购帕捷后，公司 2022 年家电业务降为 69%，在 2023 年收购苏州利华后，公司家电业务收入在 2023 年进一步降低为 58%。未来随着汽车零部件和 PCBA 业务的不断扩产增长，我们预计家电业务在公司总收入中的比例仍会进一步降低。从地域分布来看，公司收入贡献以海外为主，海外收入占比一直维持在 60%~70% 范围，下游客户主要聚焦欧洲和北美地区。

图 2：家电 ODM 在公司收入占比中逐步减小



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司外销收入贡献约 70%



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司产能以国内起家，后逐渐扩展为国内+东南亚两地三国布局。国内方面，公司以苏州为核心，苏州四大工业园区下设 20 多个制造分厂，拥有年产超 1800 万台小家电、3500 万台电机及 1200 万件精密压铸件的综合制造能力；同时，正在建设的江苏莱克新能源项目（预计 2026 年全面投

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

产) 将新增年产 8000 万件新能源汽车、5G 通信及工业自动化核心零部件产能，推动公司向高端精密制造延伸。**海外方面**，公司为应对美国加征关税及贴近客户市场，在越南与泰国分别设立 2 个工厂，其中越南两个工厂分别于 2019 年 11 月和 2025 年 5 月投产，聚焦家电与电机产品制造，泰国家电工厂于 2024 年 12 月投产，泰国汽车零部件工厂于 25Q3 开始投产，后续海外工厂的逐步爬坡能够保障公司对美业务的供应链安全与成本竞争力。

表 1：莱克电气现有产能布局情况

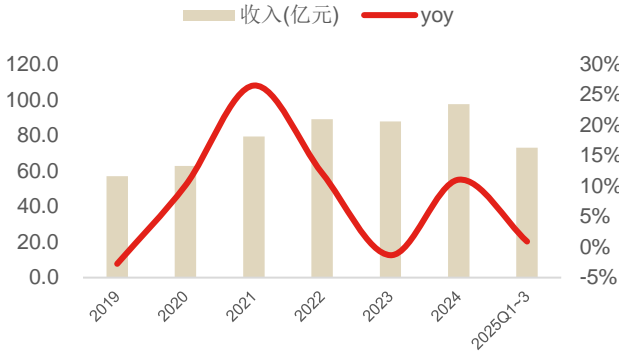
地域	国家	品类	工厂名称	投产时间	投资额	产能（每年）
国内	中国	家电 汽零	苏州四大工业园区	\	\	吸尘器、小家电等产品年生产能力 1800 万台，电机年生产能力 3500 万台，注塑年产能 2.5 万吨，精密模具年产能 2500 套，精密压铸与加工年产能 1200 万件的综合加工能力。
		家电 汽零 PCBA	江苏莱克新能源科技有限公司	2026 全面投产	13.5 亿元	8000 万件产业核心零部件（4000 万件新能源汽车零部件、2000 万件 5G 通信零部件、2000 万件工业自动化关键部件
海外	泰国	家电	泰国春武里工厂	2024 年 12 月	2800 万美元	200 万台园林工具和小家电整机、180 万台电机
	泰国	汽零	泰国罗勇帕捷汽车零部件工厂	2025Q3	5300 万美元	主要给美国的头部整车厂客户配套，预计 2025 年三季度竣工投产，达成后，年销售规模 1 亿美元
	越南	家电	梵克罗越南有限公司（仁泽工厂）	2019 年 11 月	4000 万美元	主要生产吸尘器、园林工具和空气净化器等产品，2024 年完成 260 万台小家电的生产
	越南	家电	越南 AMATA 新工厂	2025 年 5 月	2830 万美元	250 万台环境清洁电器、180 万台电机的年产能

数据来源：公司财报、公司公告、东方证券研究所

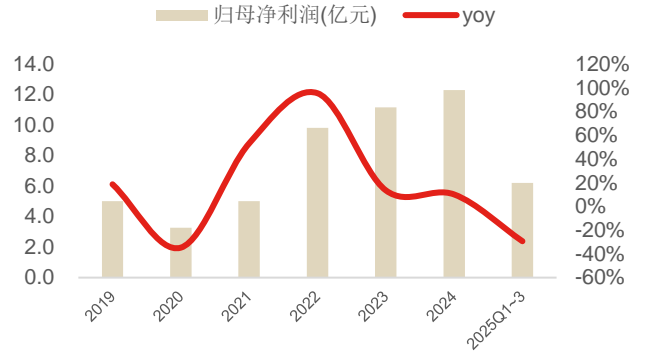
经营业绩稳健，ROE 同行领先

公司近年来收入及业绩增长稳健。公司 2019 到 2024 年营收不断增长，从 2019 年的 57.03 亿元上升至 2024 年的 97.65 亿元，CAGR 达到 11.36%；归母净利润由 5.02 亿元上涨到 12.30 亿元，CAGR 为 19.62%。长周期维度下，公司一直保持较为稳健的增长态势，短期业绩波动主要受到出口库存周期、原材料价格、海运费和汇率波动影响。

图 4：公司 2019~2024 年收入 CAGR11.4%
图 5：公司 2019~2024 年归母净利润 CAGR19.6%



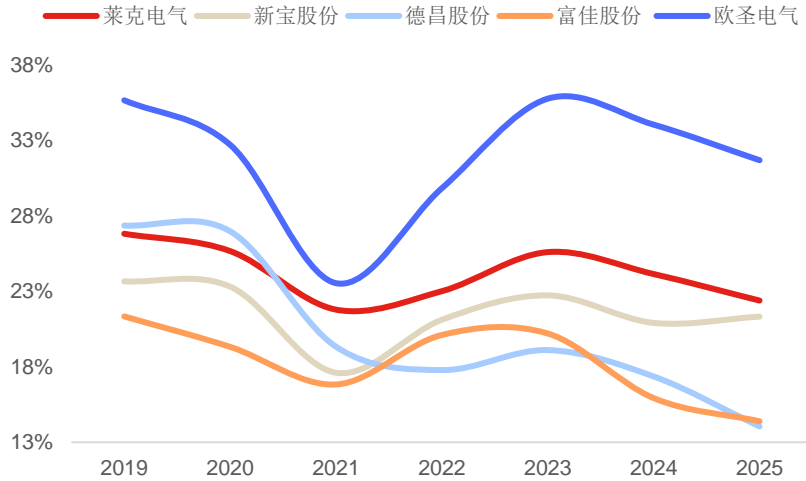
数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

公司对盈利质量要求较高，毛利率长期稳定。由于主要依靠下游大客户出口，小家电/清洁电器企业会受到出口景气周期、汇率波动、原材料波动等多因素影响而盈利不稳定，但莱克相较于同行业呈现出较为稳定的盈利水平。其毛利率过去 5 年维持在 20%~30% 范围内波动，整体毛利率水平与同行业公司相比较为高。2021 年后，莱克电气的毛利率稳步提升，主要原因在于公司主动进行战略调整，放弃或减少了部分盈利水平较低的大客户 ODM 业务。同时，自主品牌和汽零压铸业务也对公司整体毛利率起到正向拉动作用。

图 6: 莱克电气和同行业公司毛利率比较



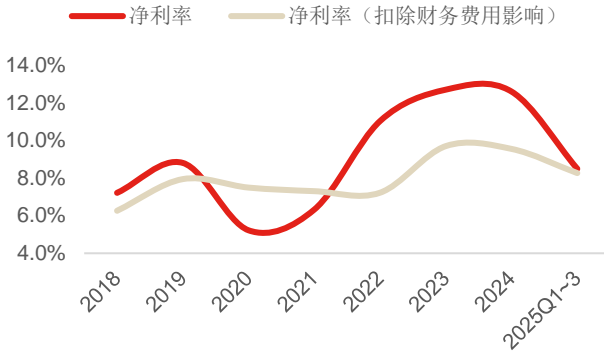
数据来源: Wind, 东方证券研究所

汇率波动对公司影响较大，剔除后净利率稳步上升，ROE 行业领先。汇率波动对公司利润影响较大，一方面，公司主要以美元与下游客户结算，另一方面，公司账上美元净头寸较多（25H1 账上美元净头寸约 8 亿美元），2022~2024 年公司利润贡献部分来自美元利息和汇兑收益。扣除财务费用影响后，我们用（归母净利润-财务费用）/收入来衡量公司经营性利润率，能够看出 2018~2024 年一直呈现增长水平，2018 年为 6.3%，2019~2022 年为 7%~8%，2023~2024 年为 9.5%~10%。此外，公司 ROE 一直处于行业领先水平，2022~2024 年 ROE 水平为 25%~30%，较高的 ROE 除了来自于稳定偏高的净利率水平外，较高的权益乘数也为主要因素。

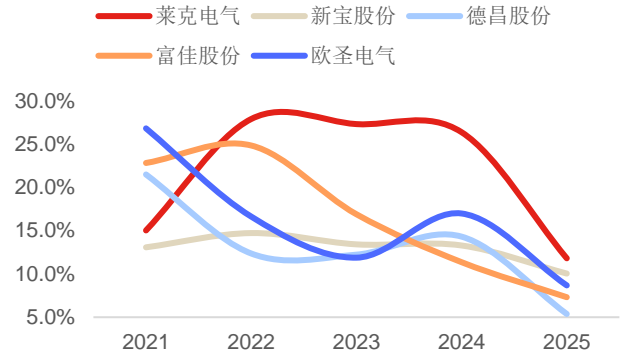
图 7: 公司扣除财务费用的净利率水平稳步增长

图 8: 公司 ROE 水平行业领先

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

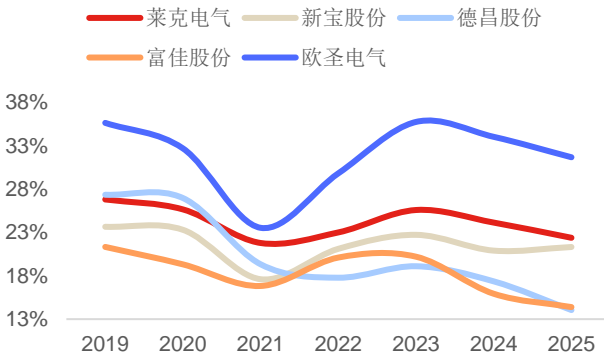


数据来源：Wind，东方证券研究所



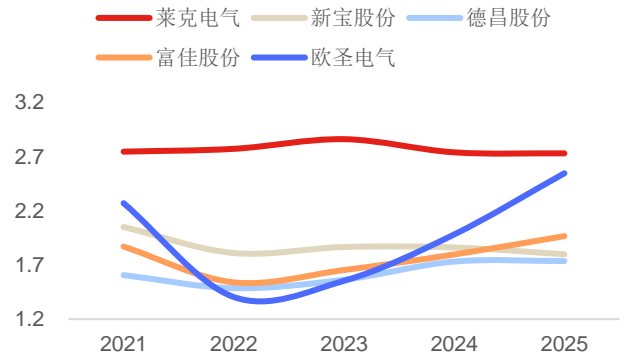
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：公司毛利率水平较为稳定



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：公司权益乘数高

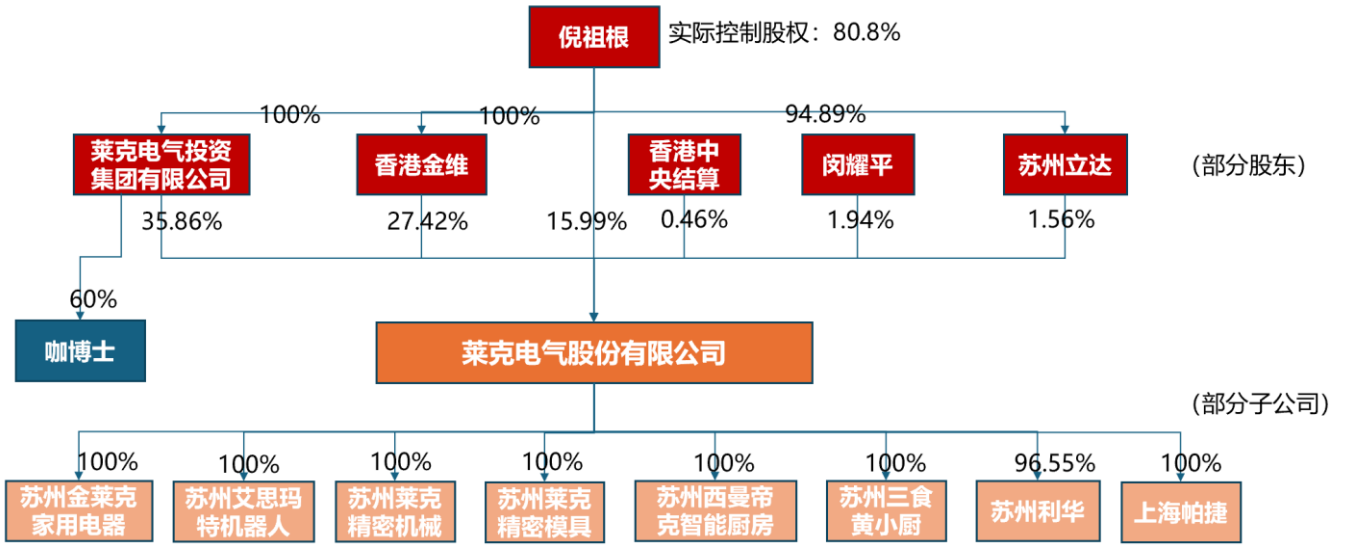


数据来源：Wind，东方证券研究所

股权结构集中，分红维持高水平。截至 2025Q3 末期，实际控制人倪祖根直接持股公司 15.99%，并通过莱克电气投资集团有限公司、香港金维和苏州立达投资有限公司间接持股 64.83%，实际控制公司股权共计 80.82%，股权结构较为集中。公司上市以来保持积极的分红水平，尽管在资本开支较大或盈利存压的年份存在波动，但 2018 年至今累计分红占累计利润的比例达 75%，其中 2018 年和 2020 年分红率超过 200%。

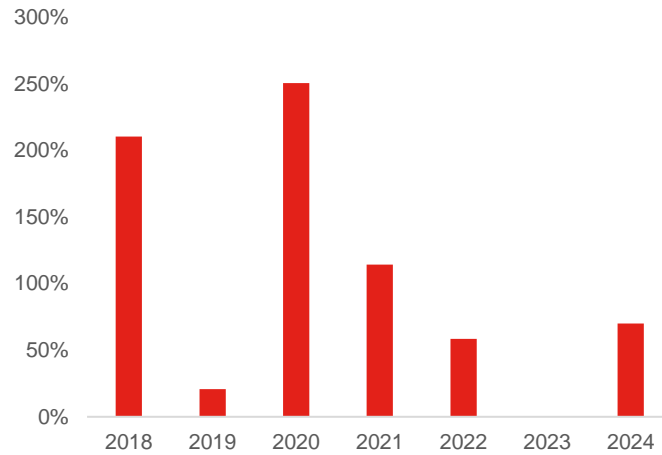
表外投资经历丰富，与公司形成业务协同。公司董事长擅长投资，除莱克电气外，其名下还有诸多产业，包含咖啡机、商业地产、厨卫等，与上市公司存在业务上的协同，部分业务能够与公司形成关联交易提供成本端等维度的便利。

图 11：公司股权结构较为集中



数据来源：Wind，东方证券研究所（注：截至 2025Q3 财报）

图 12：莱克 2018 年至今累计分红率 75%



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：莱克电气关联公司一览

品类	公司名称	与莱克电气关系
咖啡机	咖博士	关联人（与公司同一董事长）
酒店	尼盛大酒店	关联人（与公司同一董事长）
地产	尼盛地产	关联人（与公司同一董事长）
厨卫	西曼帝克	关联人（与公司同一董事长）
塑料电器	太仓华美达	其他
地产	尼盛商管	关联人（与公司同一董事长）
地产	尼盛广场	关联人（与公司同一董事长）

数据来源：公司年报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

家电：ODM 代工盈利拐点，自主品牌拖累减弱

ODM：海外产能梳理完毕，迎来利润改善拐点

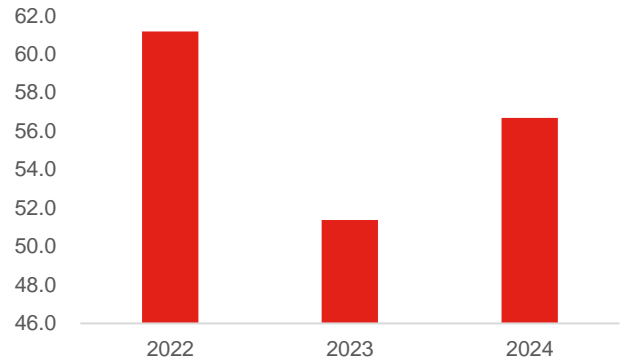
家电 ODM 业务主要聚焦清洁电器/园林工具/厨房电器等领域，与下游客户合作紧密且稳定。家电 ODM 主要围绕环境清洁电器及相关小家电展开：包括吸尘器（有线/无线、立式/桶式等形态）、洗地机/干湿两用清洁设备、除螨等清洁类整机，并延伸至空气净化器等环境类产品；同时依托高速电机核心技术，为整机提供电机及关键零部件配套，形成“核心电机+整机制造”的一体化优势。其主要合作客户包括伊莱克斯（Electrolux）、创科实业（TTI）、飞利浦（Philips）、优罗普洛（Euro-Pro）、胡斯华纳（Husqvarna）、博世（Bosch）、美特达（MTD）等大型跨国公司。下游客户方面，ODM 订单主要来自海外清洁电器/园林工具品牌商及渠道商，终端市场以北美、欧洲等成熟市场为主。此类客户通常具备明确的产品规划与销售渠道，对产品安全认证、品质一致性及交付稳定性要求较高，订单呈现项目制、定制化程度高的特点。公司凭借电机技术积累、快速开发能力和规模化制造能力，与海外核心客户保持长期合作关系。

图 13：莱克家电 ODM 业务主要客户



数据来源：各公司官网，莱克招股说明书，东方证券研究所

图 14：莱克清洁健康家电与园艺工具收入（含自有品牌，亿元）



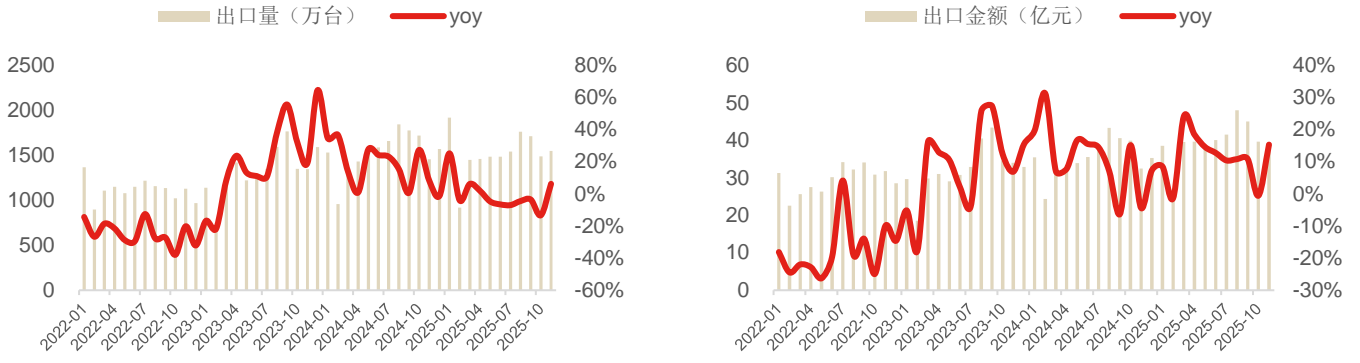
数据来源：公司年报，东方证券研究所

家电出口受关税影响 25Q2Q3 短期承压，预计后续逐步迎来利润拐点。2024 年中国吸尘器出口量/额分别同比+16%/+9%，2025Q1 延续双位数增长态势，量/额分别同比+11%/+11%。2025 年 4 月，美国针对不同贸易伙伴宣布实施“对等关税”，导致中国对美出口成本提升明显，吸尘器出口也因此受到影响，2025Q2/Q3 量分别-3%/-5%，额分别+15%/+11%（均价提升预计有顺价影响），2025M10~11 月量/额分别同比-4%/+7%，其中多企业从 25Q2 开始加速海外产能转移。通过复盘上一轮关税复盘，我们发现关税对净利率影响约三个季度，三个季度后海外工厂产能效率提升明显。本轮关税冲击从 25Q2 开始，在 25Q3 反应的更明显，部分公司（莱克类似）由于在 Q2 关税冲击后迅速切换至海外产能，短期由于切换过快海外产能爬坡和效率不及预期导致短期承压，预计工厂效率理顺需要 0.5~1 年时间，即大概在 26Q2 前后实现综合利润率回升。根据公司交易所互动平台信息，公司出口美国的家电产品，在 2025Q2 已全面完成了生产转移，已转移至公司越南和泰国工厂，按照此节奏，我们推测公司海外工厂产能利用率接近梳理完毕，有望实现盈利改善。

图 15：中国吸尘器出口量及增速

图 16：中国吸尘器出口额及增速

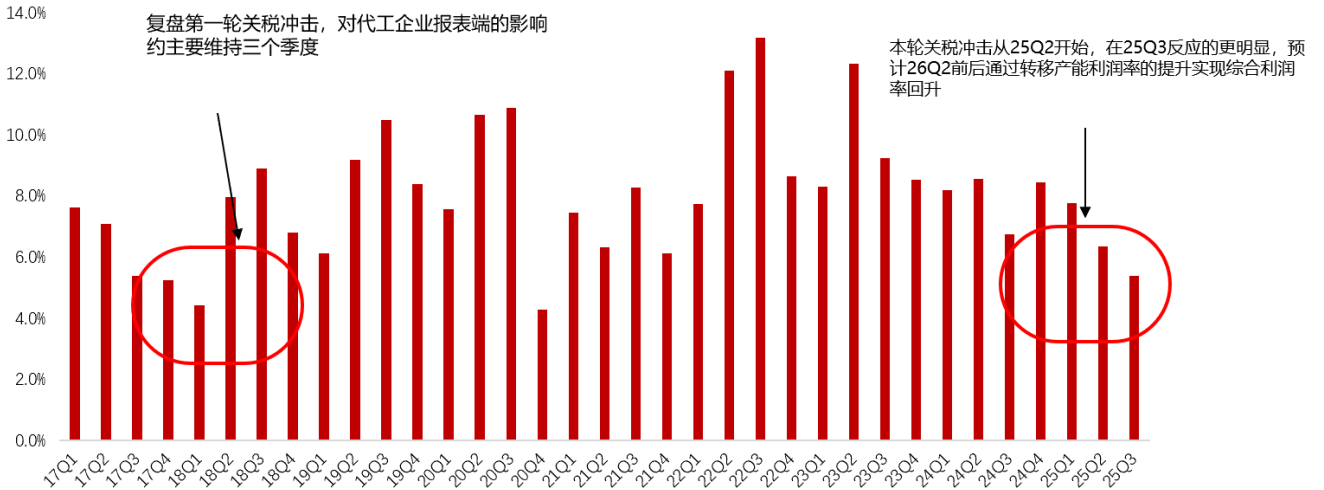
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：海关总署，东方证券研究所

数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 17：2017 年至今家电代工为主企业净利率复盘



数据来源：Wind，东方证券研究所（注：（以上统计为具备对美敞口代工企业整体，具体标的包含荣泰健康、新宝股份、康冠科技、莱克电气、欧圣电气、德昌股份、富佳股份）

自主品牌：五大自主品牌，拖累逐步减弱

莱克电气经过多年发展，已构建起一个定位清晰、覆盖广泛的多品牌生态体系。其核心的五大自主品牌包括：LEXY 莱克、JIMMY 吉米、bewinch 碧云泉、Lexcook 莱小厨和 SieMatic 西曼帝克，分别定位不同的目标客群。这一矩阵标志着公司成功从 ODM 制造向“自主品牌+ODM”双轮驱动模式的转型，旨在全面渗透广义小家电市场。

图 18：莱克电气五大自主品牌布局

	LEXY 莱克	Jimmy 吉米	bewinch 碧云泉	lexcook 莱小厨	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	互联网厨房烹饪电器	厨房烹饪电器
主要产品	立式无线吸尘器、地板清洗机；空净、暖风空净；智能柔风静音扇；除湿机等	立式超轻便无线吸尘器、洗地机、手持无线吸尘器、除螨机等	台式智能 RO/超滤茶艺机、净水器	智能烹饪类、煎烤炸煮类、早餐类、料理电饭煲类等	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	799~8999 元	299~3999 元	999~13999 元	299~1699 元	
旗舰产品	三合一洗地吸尘器 U7	家用除螨仪 M5	家用净水器 H7	多功能电饭煲 TC601	智能烹饪机 CF7
旗舰产品图片					

数据来源：莱克电气官网，东方证券研究所

LEXY 莱克，是公司的基石与高端形象代表，定位于高端家居环境电器，主要面向中高收入家庭。产品线以立式无线吸尘器为主导，并涵盖空气净化器、个护产品等。其核心竞争力在于深厚的线下渠道网络，全国拥有超过 1000 家终端门店。

JIMMY 吉米，是一个互联网家居环境电器品牌，瞄准年轻新婚家庭。品牌主打轻便、高性价比的清洁和个人护理产品，如超轻便无线吸尘器、除螨机和洗地机。吉米品牌近年来全力加码线上渠道与跨境电商，除螨机成为该品类的市场头部。

Bewinch 碧云泉，是定位为高端健康净水饮水电器品牌。它开创并专注于“台式智能净饮机”这一品类，为中高收入群体提供客厅、办公室的饮水饮茶解决方案。凭借先发优势与产品创新，碧云泉长期占据国内线下台式直饮水市场绝大多数的零售额份额，线上增长也同样迅猛。

Lexcook 莱小厨，是厨房领域的互联网新势力与孵化器，主要面向单身都市青年及新婚家庭，提供各类创意小厨电。

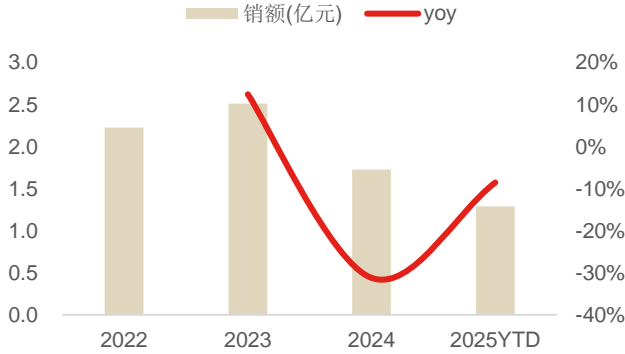
SieMatic 西曼帝克，是莱克电气公司自主品牌矩阵中负责高端厨房健康烹饪电器的成员。它面向中高端消费群，提供智能烹饪机、智能电饭煲、破壁机等无烟烹饪产品。

总结来说，莱克电气的品牌布局展现出明确的战略逻辑：通过“莱克”与“碧云泉”树立高端品牌形象并巩固线下基本盘；通过“吉米”与“莱小厨”在线上实现快速扩张和年轻化覆盖；通过运作“西曼帝克”品牌攻坚高端厨电市场。这种多品牌、差异化的布局，使其能够有效覆盖不同人群、不同渠道和不同价格带。

自主品牌拖累逐步减弱，各品牌线上销售企稳。由于清洁电器和小家电线上竞争较为激烈，2024 年公司自主品牌对整体业务形成拖累。根据久谦数据，公司两大主要品牌中，莱克

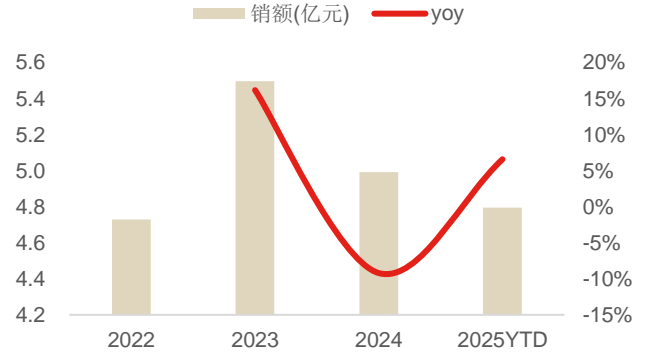
Lexy2023~2025YTD 线上销额增速分别为+13%/-31%/-9%，碧云泉线上销额增速分别为+16%/-9%/+7%，经历 2024 年的下滑后，2025 年逐步企稳，对公司整体拖累逐步减小。

图 19: 莱克 Lexy 品牌线上销额及同比增速



数据来源：久谦中台，东方证券研究所

图 20: 碧云泉品牌线上销额及同比增速



数据来源：久谦中台，东方证券研究所

汽车：帕捷盈利持续提升，在手订单饱满

汽车来源帕捷收购，盈利能力持续提升

公司于 2021 年收购上海帕捷，标志着正式发力新能源业务。2006 年，公司为了实现自身内部业务协同，开始给自产的电机做配套压铸件，由于新能源压铸和电机配套压铸技术关联较大，公司后续开始承接新能源汽车压铸件订单，2020 年销额达 1 亿+。2021 年，公司正式发力新能源业务，收购上海帕捷 100% 股权，收购价为人民币 12.16 亿元，标志着莱克加速切入新能源赛道。

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，公司产品主要包括电驱动件、底盘零件、传动零件及其他铝制汽车零部件。公司客户主要为全球知名的整车制造厂商。公司自成立至今，不断开拓国内外市场，目前已成功向福特、大众、菲亚特-克莱斯勒、通用、戴姆勒、宝马等一批国际知名汽车整车和零部件厂商实现供货。

图 21: 帕捷汽车铝压铸业务主要产品布局



数据来源：上海帕捷汽车配件有限公司官网，东方证券研究所

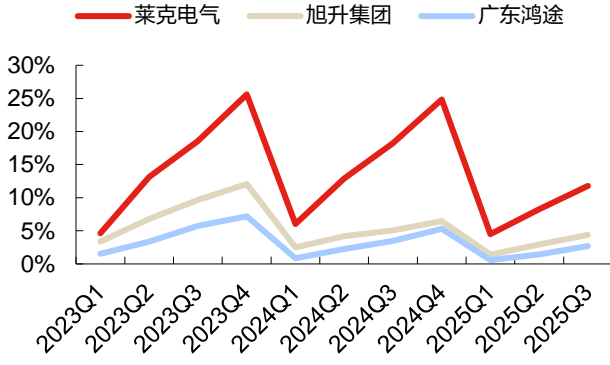
在手订单饱满，泰国汽车产能即将投产。公司 25H1 财报表示，2025 年上半年，公司获得新业务订单超 4 亿元。2024 年，在泰国罗勇府购置 3.8 万平方米的土地，注册成立了帕捷汽车零部件（泰国）有限公司，投资总额 5300 万美元。主要从事汽车零部件的生产，主要给美国的头部整车厂客户配套。预计 2025 年三季度竣工投产，达成后，年销售规模 1 亿美元。考虑到汽零压铸业务盈利能力好于家电主业，我们预计后续汽零业务的持续增长有望带动公司整体净利率的提升。

汽零经营质量优于同行，财务指标优质

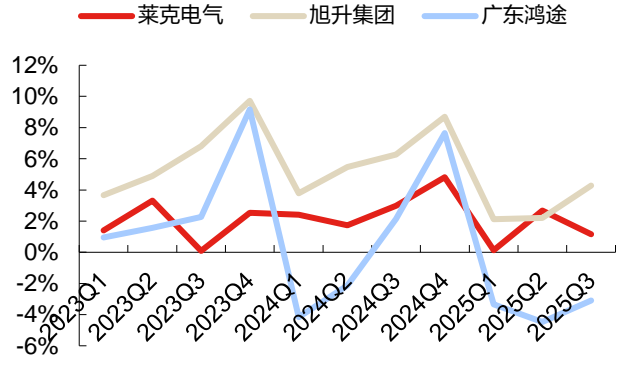
莱克电气展现出全面优于同行的财务质量，其核心优势体现在盈利能力、现金流稳定性及资金管理效率三个维度。报告分析选取主营业务为新能源汽车零部件的旭升集团以及主营业务为环境清洁电器的广东鸿途进行对比。其一，盈利能力突出。公司 ROE 长期处于高位，2023Q4 与 2024Q4 分别达 26%和 25%，显著高于旭升集团（最高 12%）与广东鸿途（最高 7%）。同时，其经营性现金流表现稳健，占总资产比例持续为正且波动小，抗风险能力突出。其二，资金管理能力优异。应收款项占流动资产比例稳定约 20%，低于旭升（最高 29%）与广东鸿途（最高 49%），回款能力健康、对上游占用小；应付款项占流动负债比例维持在 23%-31%，显著低于旭升（最高 59%）和广东鸿途（最高 75%），产业链较强的议价能力与更优的财务结构。

图 22：同行盈利能力比较分析（ROE）

图 23：同行企业经营能力比较分析（经营性现金流/总资产）



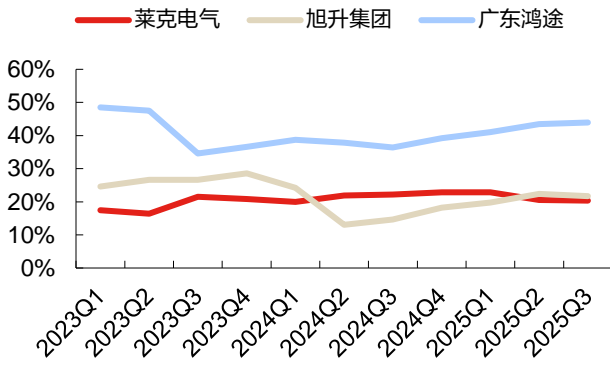
数据来源：公司财报、东方证券研究所



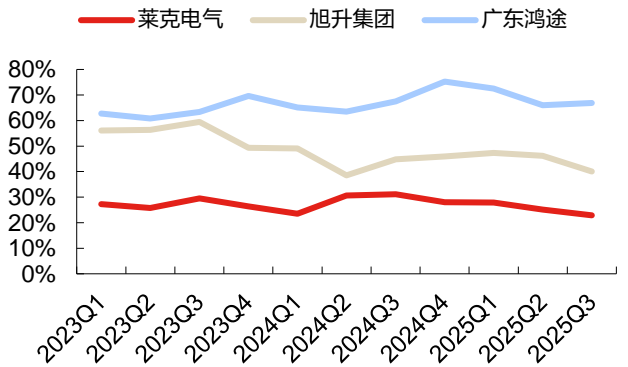
数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 24：上游供应商账款压力对比（应收票据及账款/流动资产）

图 25：下游需求方付款压力比较（应付票据及账款/流动负债）



数据来源：公司财报、东方证券研究所



数据来源：公司财报、东方证券研究所

PCBA：下游应用领域广阔，满足 AI 生产条件

莱克电气于 2023 年收购苏州利华科技，专注于 PCBA 制造。2023 年 8 月，莱克电气以自有资金人民币 2.73 亿元收购公司控股股东莱克投资持有苏州利华科技有限公司（以下简称利华科技）81.7%和利华控股持有利华科技 14.8%，合计收购利华科技 96.5%股权。其中收购莱克投资持有利华科技 81.7%股权的交易价格为人民币 2.3 亿元，利华控股持有利华科技 14.8%股权的交易价格为人民币 4181 万元。根据公司公告，利华科技 2022 年/2023H1 收入为 10.6/4.8 亿元，利润为 4899/2140 万元，扣非净利润为 4630/2088 万元，净利率约为 4%~5%。

下游领域涉及工控、通讯、汽车电子等。利华科技成立于 2003 年，在深圳有设立子公司深圳镭华科技有限公司（利华科技 100%控股）。苏州工厂占地 30000 平方米，拥有 SMT 生产线 20 条，波峰焊生产线 15 条，选择性波峰焊生产 3 条，镀膜生产线 14 条。员工总数约为 1000 人。深圳工厂镭华科技占地 9000 平方米，拥有 SMT 生产线 5 条，波峰焊生产线 3 条，镀膜生产线 2 条。员工总数约为 180 人。利华科技有限公司始终致力于成为一家高品质和高附加值 EMS 公司。下游领域主要包含工业控制、通讯设备、汽车电子、医疗产品、能源类等。客户主要包括康普、施耐德、霍尼韦尔、柯达、西门子、德赛西威等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

拥有西门子贴片机，满足 AI 产品生产条件。利华科技产品收入来源中，工控/通讯/汽车/医疗/能源分别占比 47%/41%/6%/4%/2%（截至 2020 年底）；子公司深圳镭华科技收入来源中，工控/汽车电子/家具智能类占比 52%/28%/12%（截至 2020 年底）。根据公司互动平台信息，利华科技拥有西门子贴片机，技术实力可以满足 AI 产品的生产条件。

图 26：利华科技产线布局



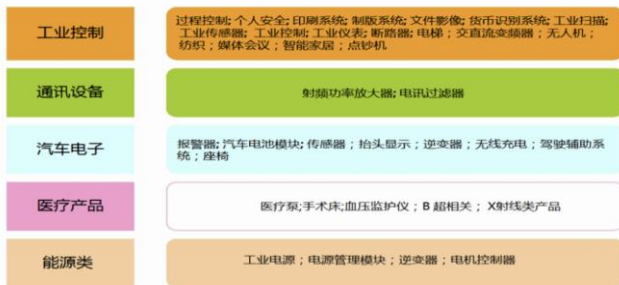
数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

图 27：利华科技主要客户



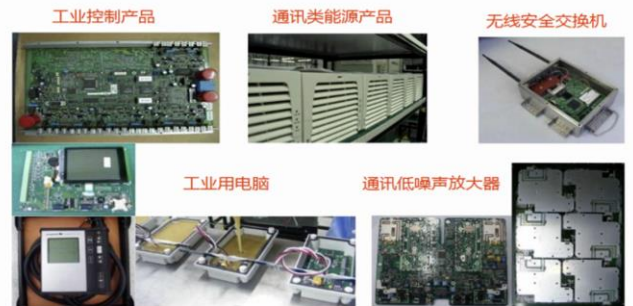
数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

图 28：利华科技主要产品涉及的下游领域



数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

图 29：利华科技主要产品布局



数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

图 30：利华科技主要产品布局

图 31：利华科技主要客户分布

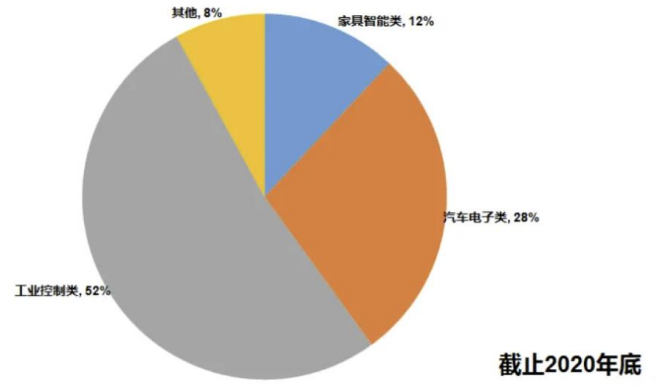
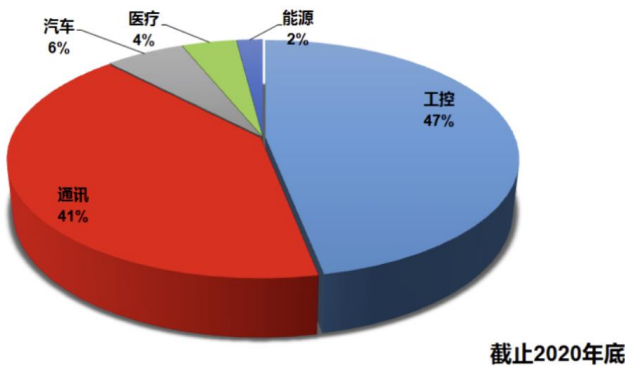


数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

图 32：产品收入贡献来源（苏州）

图 33：产品收入贡献来源（深圳）



数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

数据来源：深圳创新创业论坛、东方证券研究所

新兴方向多点开花，后续有望贡献增量

机器人：基于电机技术同源，扩展下游应用领域

公司的电机技术应用已广泛布局于家电电机、中置电机、工程机械电机、汽车电机等领域，基于技术同源性，我们认为后续拓展机器人电机的空间也很大。

莱克电气的电机业务是其发展的技术根基，并且通过持续的技术延伸已成功转型，从一个支撑自身产品的内部核心部件业务，发展为对外输出、横跨家电、新能源汽车、工程机械及工业自动化等多个赛道的独立增长板块。

家电电机：串激家电电机作为公司电机的传统核心业务，在行业“内卷化”加剧的当下，面临客户降价和人工成本上升的双重压力，公司持续不断地在设计端和采购端同时降本增效，同时积极布局海外生产基地，由此获得北美客户的新订单。

汽车电机：汽车电机通过现有客户深度渗透、欧美客户高端突破以多维布局抢占增量空间，同时通过多技术路径并行，在无刷鼓风机平台布局的同时，拓展无刷电子扇风机、增压风机、储能

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

风机、空气悬架电机，避免单一技术路线依赖，从单一驱动向多元协同转型。2025 年上半年，汽车电机全新开发了 6 个新客户，获得 7 个新定点项目。

中置电机/工程机械电机：中置电机作为电动助力自行车的核心部件，受益于全球绿色出行浪潮，市场规模预计 2025 年将突破百亿美元。公司凭借在微型电机领域的经验积累，创新性地将轻量化铝合金壳体与智能扭矩控制系统结合，推出的中置电机产品重量轻，输出性能较竞品高，目前获得多个客户的青睐。此外，我们认为，莱克电气出于自动化、智能化方向探索的长期布局，依托其现有的电机技术应用，后续有望将其业务触角延伸至协作机器人等新兴高端制造领域。

其他：产业投资 DPU 领域，独角兽云豹智能已备案辅导

产业投资拟上市公司云豹智能，财务投资新兴成长领域：2025 年 12 月，莱克电气正式公告以自有资金 2000 万元参与认购共青城金棠创业投资合伙企业（有限合伙）私募基金份额。该 2000 万元出资占该基金认缴总额的 62.40%。合伙企业的主营业务以股权投资为主，投资目标为深圳云豹智能股份有限公司或其未来实际上市主体。云豹智能是一家聚焦云计算、DPU 及相关解决方案的半导体科技企业，属于高成长性的新兴领域企业。此次投资反映莱克电气正在积极拓展新兴技术与半导体领域的布局，尝试通过财务投资方式参与高成长企业，为主营家电业务之外的新兴产业创新寻找新的增长极。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入主要由家电制造、汽车零部件、电机和 PCBA 制造四块业务构成。其中家电业务较为稳定，近几年保持个位数增长态势，预计 2025~2027 年分别为 61.0/63.8/65.2 亿元，分别同比+2%/+5%/+2%；汽车零部件业务是收入增长核心贡献，考虑到公司泰国工厂将于 2026 年正式投产，我们预计 26 年汽车业务将加速，2025~2027 年汽零收入分别为 19.5/24.8/29.4 亿元，分别同比-2%/+27%/+19%；电机业务也将随着公司重视程度的增加而实现较快增长，预计 2025~2027 年收入 9.6/12.1/14.4 亿元，同比+9%/+27%/+19%；PCBA 制造预计维持之前较为稳定的规模，2025~2027 年收入 10.2/11.2/12.3 亿元，同比+13%/+10%/+10%。
- 2) 公司 25-27 年毛利率分别为 23.5%、24.6% 和 24.6%。家电和汽零业务 2025 年部分产能转移至东南亚，存在短期的摩擦成本，2026 年开始伴随海外产能效率提升有望实现毛利率提升，两者共同影响带动公司整体毛利率的提升。
- 3) 公司 25-27 年销售费用率为 4.5%、4.6% 和 4.5%，管理费用率为 2.5%、2.5% 和 2.5%。公司成本管控较为细致，预计销售费用和管理费用整体维持稳定。
- 4) 公司 25-27 年的所得税率为 7.5%/8.0%/10%。

表 3：公司盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
家电业务					
销售收入（百万元）	5,325.4	5,984.9	6,097.9	6,378.2	6,524.1
增长率	-13.8%	12.4%	1.9%	4.6%	2.3%
毛利率	26.6%	25.4%	23.7%	24.9%	24.8%
汽车零部件业务					
销售收入（百万元）	1,854.8	2,000.0	1,952.0	2,480.0	2,937.6
增长率	8.3%	7.8%	-2.4%	27.0%	18.5%
毛利率	27.6%	25.0%	27.7%	28.7%	28.7%
电机业务					
销售收入（百万元）	612.0	880.0	957.0	1,211.0	1,441.1
增长率	-40.0%	43.8%	8.7%	26.5%	19.0%
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.6%	21.0%
PCBA 业务					
销售收入（百万元）	1,000.0	900.0	1,017.0	1,118.7	1,230.6
增长率	-2.6%	-10.0%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	8,792.2	9,764.9	10,023.9	11,187.9	12,133.4
增长率	-11.5%	11.1%	2.7%	11.6%	8.5%
综合毛利率	25.4%	24.2%	23.5%	24.6%	24.6%

数据来源：Wind, 东方证券研究所

投资建议

公司所在行业为制造业，盈利状况整体稳定，同行业竞争充分，采用同行业可比公司相对估值方法最为合适。公司此前估值相对稳定，但大部分时间仅包含家电业务的定价，对汽车业务和机器人电机等业务的定价并不充分。目前我们主要选择：1) 家电 ODM/OBM 公司：德昌股份、欧圣电气作为家电业务的可比公司；2) 汽零压铸件公司：旭升集团、文灿股份、爱柯迪作为汽零铝压铸业务的可比公司，调整后 26 年平均估值 21 倍，将此平均估值作为公司 26 年估值倍数，对应目标价 42.63 元，首次给予“买入评级”。

表 4：莱克电气可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/1/12	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
德昌股份	605555	18.76	0.85	0.58	0.86	1.16	22.10	32.20	21.75	16.12
欧圣电气	301187	26.35	0.99	1.10	1.51	1.93	26.50	23.93	17.47	13.63
爱柯迪	600933	20.18	0.91	1.17	1.43	1.69	22.13	17.27	14.12	11.91
旭升集团	603305	21.01	0.36	0.42	0.53	0.65	58.33	50.12	39.57	32.21
文灿股份	603348	20.71	0.37	0.27	0.92	1.10	56.60	75.45	22.41	18.85
	调整后 平均						35.08	35.42	20.54	16.20

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

(1) 汇率波动风险：公司账上美元净头寸较高，美元波动对汇兑损益将产生较大的影响。若美元存在贬值可能性，公司盈利将会因此受到影响。

(2) 原材料价格波动风险：公司上游原材料包含塑料粒子（ABS/PP）、金属材料（钢、铝、铜）、橡胶、电子元器件、电机以及包材、滤芯等，若上游原材料价格波动将会对公司盈利产生影响。

(3) 出口政策不确定性的风险：公司收入以海外为主，其中主要市场为欧美，如果关税政策存在反复，将会对公司出口订单情况造成不确定性。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,888	4,749	5,387	6,315	6,424	营业收入	8,792	9,765	10,024	11,188	12,133
应收票据、账款及款项融资	2,040	2,314	2,152	2,549	2,748	营业成本	6,559	7,407	7,666	8,440	9,147
预付账款	39	40	50	51	55	销售费用	499	398	453	517	546
存货	1,302	1,386	1,468	1,624	1,741	管理费用	254	276	247	274	303
其他	287	1,491	612	785	949	研发费用	468	536	567	644	679
流动资产合计	9,557	9,980	9,669	11,324	11,917	财务费用	(264)	(298)	73	51	(65)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	84	91	82	48	21
固定资产	1,707	1,895	2,279	2,351	2,407	公允价值变动收益	4	64	(49)	(13)	48
在建工程	218	131	91	61	36	投资净收益	0	8	65	56	24
无形资产	207	248	280	299	307	其他	(30)	(39)	(50)	11	(55)
其他	873	1,369	745	721	721	营业利润	1,166	1,388	902	1,268	1,520
非流动资产合计	3,006	3,643	3,395	3,433	3,471	营业外收入	110	4	11	0	0
资产总计	12,562	13,623	13,064	14,756	15,388	营业外支出	20	5	2	0	0
短期借款	2,908	3,622	3,328	4,015	4,060	利润总额	1,256	1,387	912	1,268	1,520
应付票据及应付账款	1,785	1,916	1,986	2,223	2,382	所得税	138	155	69	101	152
其他	2,040	1,309	1,463	1,654	1,528	净利润	1,119	1,232	843	1,167	1,368
流动负债合计	6,733	6,848	6,777	7,892	7,970	少数股东损益	2	2	2	2	7
长期借款	0	500	500	500	500	归属于母公司净利润	1,117	1,230	841	1,165	1,361
应付债券	1,140	1,180	11	11	11	每股收益(元)	1.95	2.15	1.47	2.03	2.37
其他	301	125	58	58	58						
非流动负债合计	1,441	1,805	569	569	569	主要财务比率					
负债合计	8,174	8,653	7,347	8,461	8,540		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	14	16	18	20	27	成长能力					
实收资本(或股本)	574	574	574	574	574	营业收入	-11.5%	11.1%	2.7%	11.6%	8.5%
资本公积	829	1,037	1,048	1,048	1,048	营业利润	4.2%	19.1%	-35.0%	40.6%	19.9%
留存收益	2,867	3,238	4,078	4,654	5,201	归属于母公司净利润	8.4%	10.2%	-31.7%	38.5%	16.9%
其他	105	107	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,388	4,970	5,717	6,296	6,849	毛利率	25.4%	24.2%	23.5%	24.6%	24.6%
负债和股东权益总计	12,562	13,623	13,064	14,756	15,388	净利率	12.7%	12.6%	8.4%	10.4%	11.2%
						ROE	26.0%	26.4%	15.8%	19.5%	20.8%
						ROIC	9.1%	9.6%	8.6%	11.2%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	65.1%	63.5%	56.2%	57.3%	55.5%
净利润	1,119	1,232	843	1,167	1,368	净负债率	0.0%	21.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	416	262	13	29	7	流动比率	1.42	1.46	1.43	1.43	1.50
财务费用	(264)	(298)	73	51	(65)	速动比率	1.20	1.23	1.17	1.19	1.24
投资损失	0	(8)	(65)	(56)	(24)	营运能力					
营运资金变动	(468)	(1,576)	1,054	(516)	(347)	应收账款周转率	4.9	4.6	4.6	4.9	4.7
其它	37	1,999	651	61	(28)	存货周转率	4.3	4.9	4.7	4.7	4.6
经营活动现金流	840	1,611	2,569	736	912	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
资本支出	(601)	(365)	(356)	(66)	(46)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.95	2.15	1.47	2.03	2.37
其他	434	(1,880)	(87)	43	73	每股经营现金流	1.46	2.81	4.48	1.28	1.59
投资活动现金流	(166)	(2,245)	(443)	(23)	26	每股净资产	7.63	8.64	9.94	10.94	11.90
债权融资	590	(38)	(1,133)	169	(124)	估值比率					
股权融资	(230)	207	11	0	0	市盈率	16.1	14.6	21.4	15.5	13.2
其他	59	(634)	(367)	47	(705)	市净率	4.1	3.6	3.2	2.9	2.6
筹资活动现金流	419	(465)	(1,489)	216	(830)	EV/EBITDA	13.7	13.4	18.3	13.4	12.4
汇率变动影响	85	140	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.1	16.6	18.5	13.7	12.4
现金净增加额	1,177	(959)	638	928	108						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。