

公司研究/首次覆盖

2020年06月10日

家用电器/白色家电 II

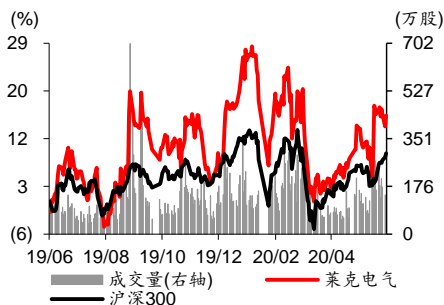
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 22.90
合理价格区间(元): 25.60~28.16

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

把握吸尘器成长机遇

莱克电气(603355)

内销提升渠道力，外销把握恢复机遇，首次覆盖给予“增持”评级

国内吸尘器市场竞争激烈，公司在线上市场表现较弱，但吸尘器内销依然有较大成长空间，且公司加大线上市场投入，已经实现莱克、碧云泉、莱克吉米在主流电商平台的全覆盖，内销改善值得期待。同时，公司作为吸尘器外销头部企业，疫情影响下出口订单有所积压，但4月吸尘器行业出口已经明显恢复，出口有望受益于居家清洁需求提升。整体上，我们看好公司依托核心技术实力拓展新业务品类，且随着线上渠道投入加大，经营情况有望受益于渠道流量的提升。我们预计公司2020-2022年EPS为1.28元、1.38元、1.54元，首次覆盖给予“增持”评级。

吸尘器市场短期承压，但成长空间依然明显

2019年清洁家电市场承压，吸尘器零售额、零售量增速回落明显，据奥维云网汇总数据，2019年吸尘器零售额约为201亿元，同比+3.2%，零售量为2498万台，同比+9.5%。短期外部经济环境及地产后周期有负面影响，但我们测算饱和情况下吸尘器年内销量规模在4600万台左右，随着人均收入提高、市场下沉，仍有较大上升空间，长期成长逻辑未变。

内销市场深化渠道转型

公司过去线下占比较高，错失了部分线上发展红利，随着2019年公司莱克、碧云泉、莱克吉米品牌完成主流电商平台覆盖，在线上渠道拓展、线下渠道下沉和性价比产品覆盖上发力，有望提升渠道力和品牌影响力。我们依然看好公司依托多年的ODM经验与核心电机技术优势，把握疫情后清洁家电成长机会，后续有望改善内销经营表现，内销收入或迎来成长期。

外销市场继续维持行业头部位置

公司为吸尘器出口头部企业，2019年外销收入占比超过63%。海外吸尘器渗透率较高，公司以技术研发、生产能力为主要抓手，重点服务海外大品牌客户，深挖ODM产品更新机会。2020Q1虽有疫情影响，工厂停工导致出口订单积压，但随着国内复工，出口生产快速恢复，同时我们认为在居家时间较长的情况下，清洁需求提升，后续海外订单或呈现增长态势。同时，公司通过海外设厂应对贸易摩擦影响，有望缓解出口面临的关税压力。

看好内销吸尘器渠道力与品牌力改善提升，以及外销订单增长机会

我们预计公司2020-2022年EPS为1.28元、1.38元、1.54元，截至2020年6月9日，行业可比公司Wind一致预期2020年平均PE为21.4x，公司内销以线下渠道为主，疫情冲击明显影响线下渠道，而公司发力线上营销转型、提升产品覆盖，或能一定程度对冲疫情影响，且地产需求有望迎来恢复性增长，或能带动吸尘器需求改善。而海外需求有望参考国内疫情期间吸尘器较好的市场表现，出口有望快速恢复。考虑到公司处于经营改善中，认可给予公司2020年20.0~22.0x PE，对应目标价25.60~28.16元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情海外冲击；贸易摩擦影响；行业竞争加剧；人民币升值。

公司基本资料

总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	401.00
52周内股价区间(元)	19.08-25.70
总市值(百万元)	9,183
总资产(百万元)	5,427
每股净资产(元)	8.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,864	5,703	5,537	5,949	6,734
+/-%	2.70	(2.74)	(2.91)	7.43	13.20
归属母公司净利润(百万元)	423.04	502.27	515.16	554.42	616.96
+/-%	15.73	18.73	2.57	7.62	11.28
EPS(元, 最新摊薄)	1.06	1.25	1.28	1.38	1.54
PE(倍)	21.71	18.28	17.83	16.56	14.88

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	3
渠道转型投入增加，加速适应渠道变革.....	3
出口压力有望缓解，未来成长仍可期	3
ODM 代工与自主品牌双轮驱动.....	4
立足吸尘器业务，不断拓展自主品牌	4
2019 年内销增速有所恢复，外销持续承压	5
内销占比提高，带动整体毛利率改善	7
2019 年销售费用有所下降，研发投入增加	7
周转效率有所回升	9
国产品牌吸尘器技术担当，未来仍可期	10
长期提升逻辑未变，国内市场仍处成长期	10
疫情冲击线下渠道，线上市场依然有优异表现	11
吸尘器市场分散，公司采取多品牌方式竞争.....	12
公司电机技术行业领先，驱动品类拓展.....	13
公司吸尘器技术对标国际龙头，部分产品具备差异化优势	13
疫情后，海外市场或快速回升	14
线上渠道建设改善，加速适应渠道变革	16
ODM 业务拓展合作客户，提升增长持续性	17
公司股权集中，子公司定位清晰	18
盈利预测	19
收入及毛利率预测	19
费用率预测	20
风险提示.....	21
PE/PB - Bands	21

投资要点

渠道转型投入增加，加速适应渠道变革

公司过去线上渠道投入不足，错失了部分线上增长机遇。但随着 2019 年公司线上投入加大，完成各个品牌的线上主流平台覆盖，并为线上投入更多定制化产品，试水网红直播带货，积极拥抱线上流量，有望提升渠道力与品牌力。结合在疫情影响下，居家隔离导致清洁家电线上需求提升（奥维云网汇总数据显示，2020 年 1-4 月，吸尘器线上零售量同比增速分别为+5.8%、+41.2%、+34.7%、+16.7%），我们看好公司线上销售在 2020 年迎来改善。

线下依然为公司内销基本盘，在更多资源向线上倾斜的情况下，线下渠道也迎来转型。一方面，公司更为聚焦于线下高端购物中心，巩固莱克中高端品牌定位，获取更为优质客户；另一方面，主动推动渠道下沉，建立更多县级品牌专卖店、并与地方家电连锁合作，深化品牌覆盖。整体来看，我们认为公司线上渠道建设或逐步改善，结合公司已有的线下渠道优势，内销收入或继续回升。

公司进军厨房小家电，2020 年 1 月 21 日，公司公告《2020.1.21《关于投资设立控股子公司的公告》》，投资设立苏州三食黄小厨厨房电器有限公司，公司将占新公司 70% 股份，推出的黄小厨品牌厨电产品，有望借助网红流量带货模式，探索新的发展路径。

出口压力有望缓解，未来成长仍可期

海外吸尘器渗透率较高，发达国家以产品更新需求为主，公司重点服务海外大品牌客户，有望依托核心电机技术，继续投入产品创新研发，提升产品竞争力，深挖 ODM 产品更新机会。

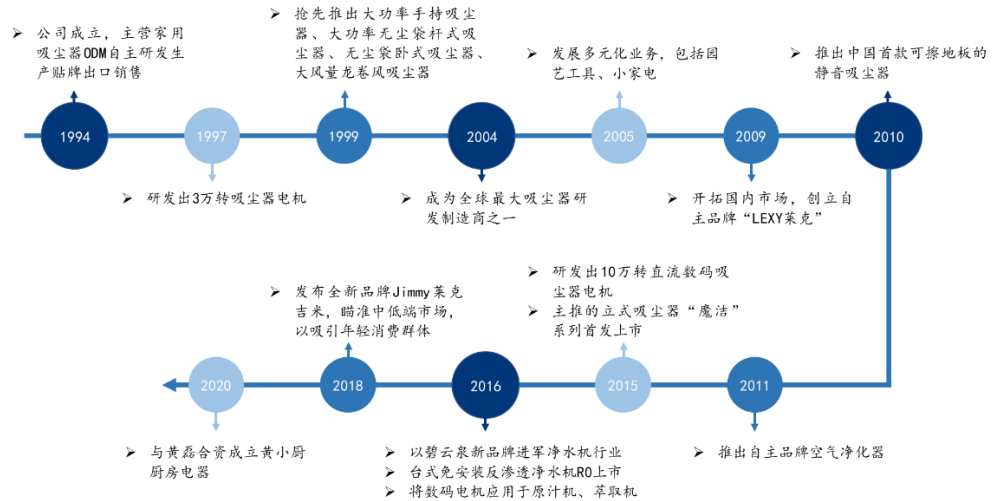
公司为吸尘器出口头部企业，2019 年外销收入占比超过 63%，受到中美贸易摩擦影响，2019 年外销承压，外销收入有所下滑。随着公司在泰国、越南设立工厂（越南工厂已于 2019 年底投产），出口影响有望缓解。2020Q1 虽有疫情影响，工厂停工导致出口订单积压，但随着国内复工，4 月吸尘器行业出口已经快速恢复，同时我们认为在居家时间较长的情况下，海外有望参考国内市场清洁需求提升的态势，后续海外订单增长仍值得期待。

ODM 代工与自主品牌双轮驱动

立足吸尘器业务，不断拓展自主品牌

核心吸尘器产品自主品牌和贴牌生产“双轮驱动”。莱克电气于 1994 年成立，主营家用吸尘器，公司发家于 ODM 自主研发贴牌生产，2009 年创立自主品牌 LEXY 莱克，开始进入国内吸尘器品牌市场。除环境清洁电器，公司不断拓展自主品牌产品线，分别于 2011 年、2016 年和 2020 年，进入空气净化器、净水机和厨房小家电领域。

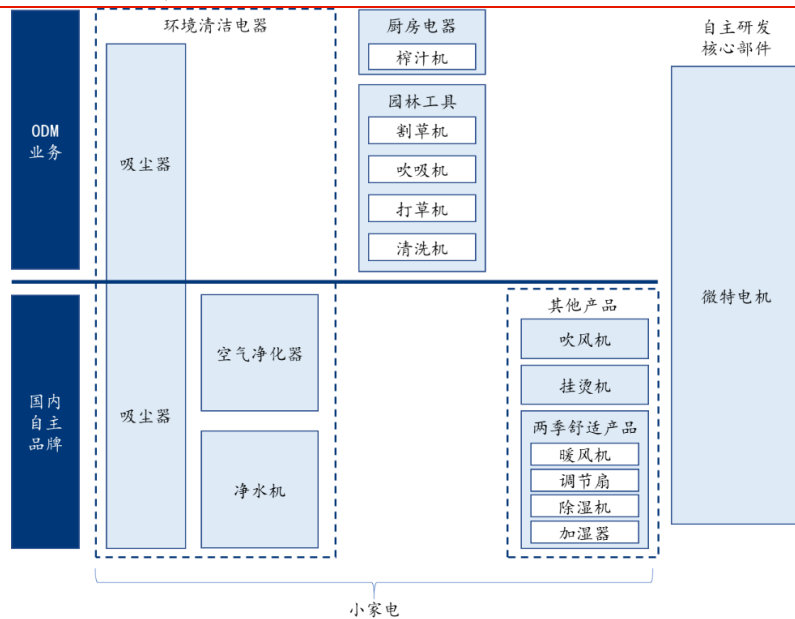
图表1：公司发家于吸尘器 ODM 业务，逐步拓展自主品牌产品线



资料来源：公司官网、公司公告、华泰证券研究所

目前公司主要销售小家电及微特电机，其中，2019 年小家电品类下包括：环境清洁电器（吸尘器、空气净化器和净水机）、园林工具、厨房电器等主要产品，分别占公司总体收入约 66.2%、11.9%、2.4%，除此外微特电机占总体营收约 12.1%。

图表2：莱克电气的主要业务板块



资料来源：招股说明书、公司官网、华泰证券研究所

公司共拥有四个自主品牌：“LEXY 莱克”品牌定位中高端环境清洁电器，产品包括吸尘器、空气净化器、智能风扇、除湿机等；“JIMMY 莱克吉米”品牌瞄准中低端市场；“bewinch 碧云泉”品牌主营净水机；“黄小厨”品牌主营厨房小家电。

图表3： 莱克拥有四个自主品牌：LEXY 莱克、JIMMY 莱克吉米、bewinch 碧云泉和黄小厨



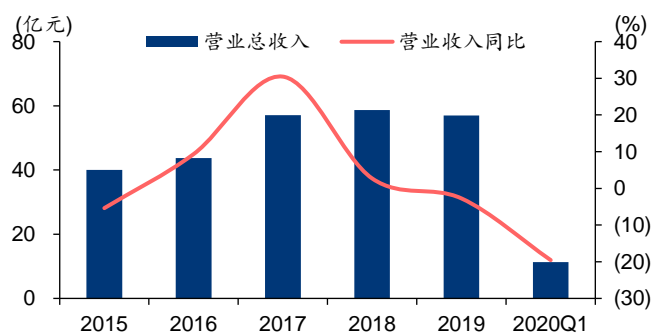
资料来源：各品牌官网、华泰证券研究所

2019 年内销增速有所恢复，外销持续承压

受累于中美贸易摩擦影响和清洁电器行业弱周期，公司 2019 年营业收入增速出现回落。2020Q1 疫情冲击线下渠道，公司营业收入继续走低。2019 年/ 2020Q1 公司实现营业收入 57.03 亿元/ 11.3 亿元，同比增速分别为-2.74%/ -19.56%。

盈利增速持续好于收入，金融工具运用更为稳健。一方面，公司受益于内销占比提升以及产品毛利率改善，盈利能力获得提升；另一方面，公司 2019 年不再开展远期结汇等金融衍生产品，投资损失减少。2019 年/ 2020Q1 实现归母净利润 5.02 亿元/ 0.89 亿元，同比增速分别为+18.73%/ +3.78%。

图表4： 莱克电气近年来的营业总收入（亿元）及同比增长率（%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 莱克电气近年来的归母净利润（亿元）及同比增长率（%）



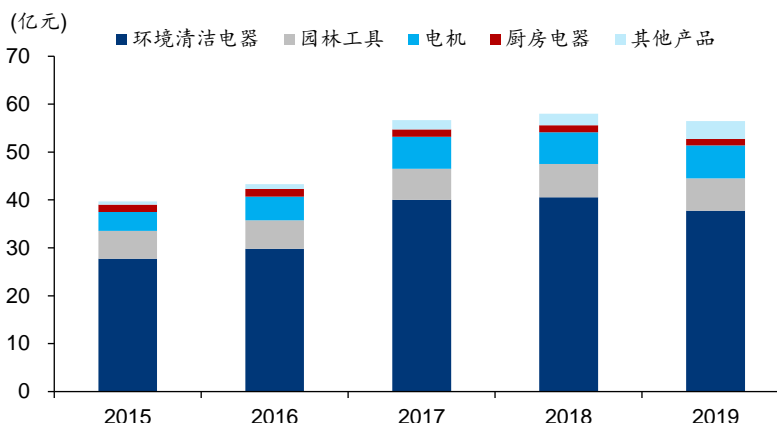
资料来源：Wind、华泰证券研究所

核心清洁电器业务销售额有所下滑，保持电机业务优势。2019 年国内外吸尘器市场增长放缓，公司收入占比最高的环境清洁电器（吸尘器、净水器、空气净化器）营收有所下滑（2018/2019 年同比增速分别为+1.34%/-7.0%）。公司在电机产品技术具备优势，电机类产品对外销售表现有所好转，2018/2019 年电机对外收入同比增速分别为-1.3%/4.5%。园林工具以出口为主，2018/2019 年收入同比增速分别为 7.7%/-2.8%。

公司拓展产品线（2017 年推出空调扇、2019 年推出电吹风，同时还推出差异化两季舒适产品、吹风机和挂烫机等产品），其他产品收入增长迅速，2018/2019 年其他产品收入同比增速分别为+28.8%/+54.4%。

跨界合作厨房小家电，或提升业务成长性。疫情影响下居家时间增长、消费者下厨兴趣增加，带动厨房小家电销量增长；与此同时，黄磊所在综艺《向往的生活 4》热播，2020 年 1 月，公司与黄小厨品牌管理有限公司（实际控制人黄磊）共同投资设立苏州三食黄小厨厨房电器有限公司，公司将占新公司 70% 股份，三食黄小厨主营厨房小家电，推出的黄小厨品牌厨电产品有望借市场热度和明星 IP 成为新的业务增长点。

图表6：莱克电气各业务板块的营业收入（亿元）



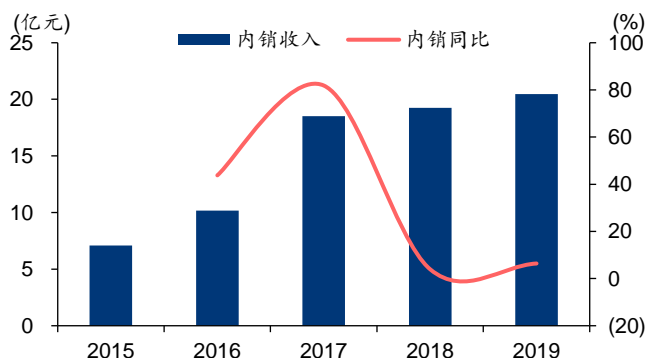
注：厨房电器指品质生活电器中的榨汁机 ODM 业务，非自主品牌黄小厨。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

多元化业务拉动下，2019 年公司内销占比继续提升。2019 年公司内销额达 20.48 亿元，同比+6.4%（内销占比提升至 36%）。

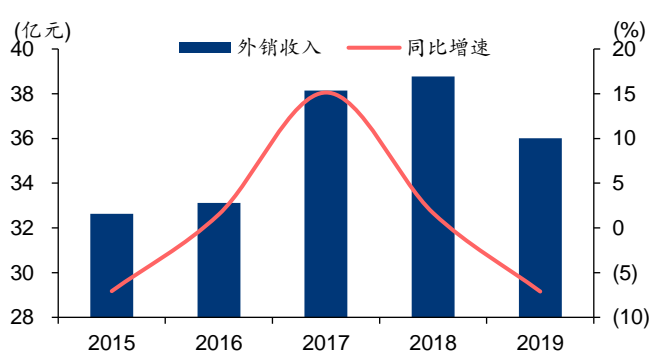
2019 年公司外销依然承压。公司为国内最大的吸尘器 ODM 出口商之一，虽然随着公司内销占比提升，出口业务占比下降，但公司受头部客户影响较大（根据公司招股说明书，2012-2014 年前五大出口客户订单额占当年销售额约 50%）。公司外销客户之一 Shark Ninja 在 2017 年同九阳成为关联公司后，部分订单有所转移，我们预计公司订单受到影响。同时，公司外销还受到中美贸易摩擦扰动影响。整体来看，公司 2018/2019 年外销额 38.77 亿元/36.01 亿元，同比增速分别为 1.7%/-7.1%。公司 2019 年于越南、泰国建立海外工厂，其中在越南设立的工厂已小规模投产，考虑到公司已经开始在海外设厂，未来有望缓解贸易摩擦带来的压力。

图表7：2019 年公司内销收入恢复增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：2017 年以来，公司外销收入增速下滑



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

内销占比提高，带动整体毛利率改善

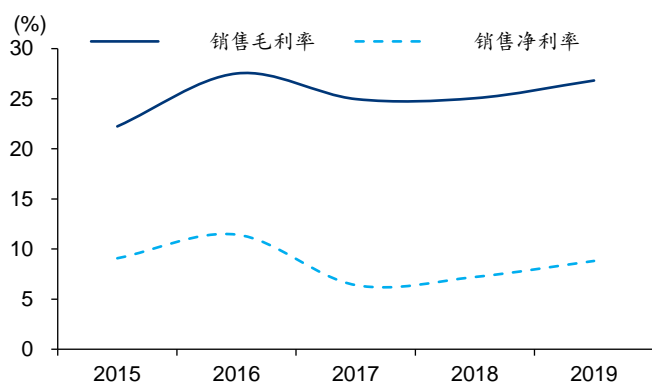
内销产品定位中高端，带动公司销售毛利率、净利率改善。2018/2019 年公司实现销售毛利率 25.05%/26.83%，分别同比增加 0.08pct/1.78pct；2018/2019 年实现销售净利率 7.21%/8.81%，分别同比增加 0.81pct/1.60pct。

核心产品环境清洁电器（吸尘器、净水机和空气净化器）的销售毛利率有明显提升，2018/2019 年实现毛利率 27.91%/30.22%，分别同比增加 0.71pct/2.31pct。自主品牌毛利率高于 ODM 业务，内销占比的增长带动整体毛利率改善。

从成本端来看，公司主要原材料为 ABS、塑料 PP、铜以及硅钢（2019 年原材料占公司成本的 73.8%）。2019 年 ABS、PP、铜及硅钢均价同比分别-19.0%、-9.3%、-1.9%、-6.4%，总体原材料成本下降也有利于毛利率提升。

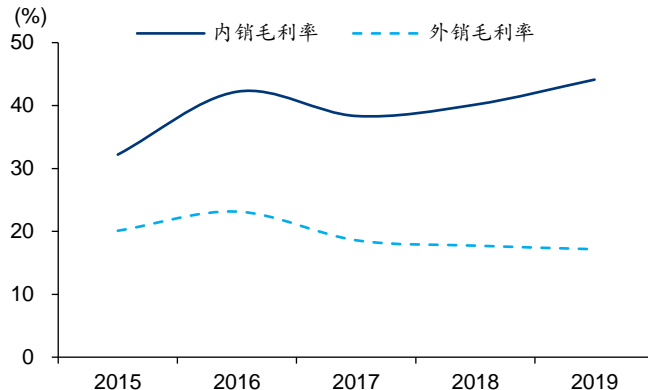
此外，公司推动自动化升级（开箱打包、检测和自动螺丝机）、生产效率提升（2018 年建立精密模具厂），2017-2019 年制造费用持续下降，所需生产人员减少，一定程度抵消了人工成本上升带来的负面影响。

图表9：2017 年以来公司销售毛利率及净利率（%）提升



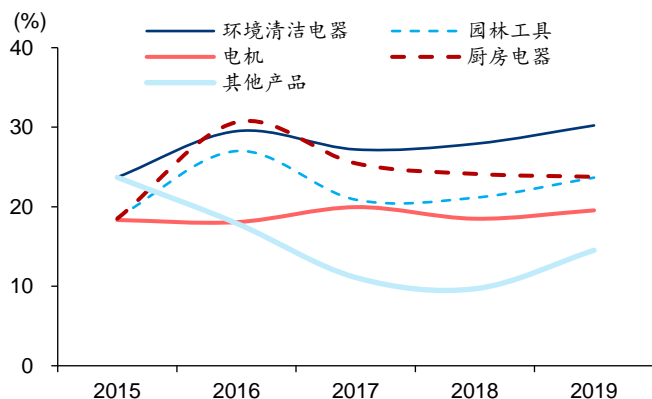
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：2017 年以来公司内销毛利率持续提升



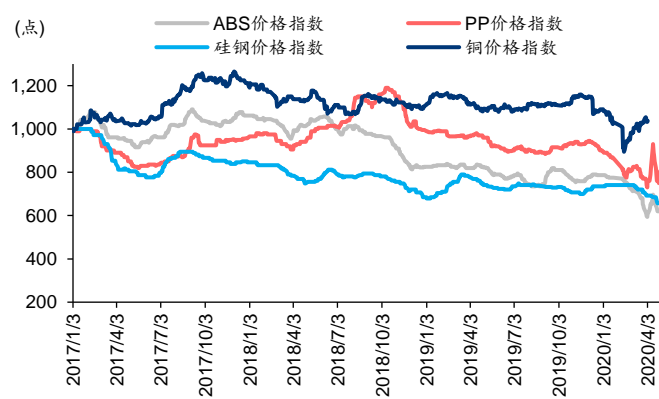
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：公司核心产品毛利率 2017 年以来提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12：2019 年原材料的价格继续下降



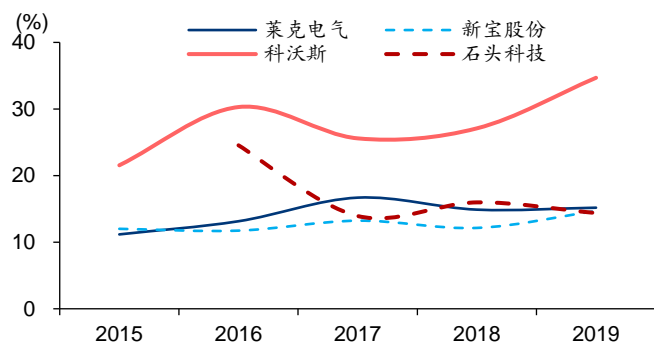
注：以 2017.01.03 价格为 1000 点。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年销售费用有所下降，研发投入增加

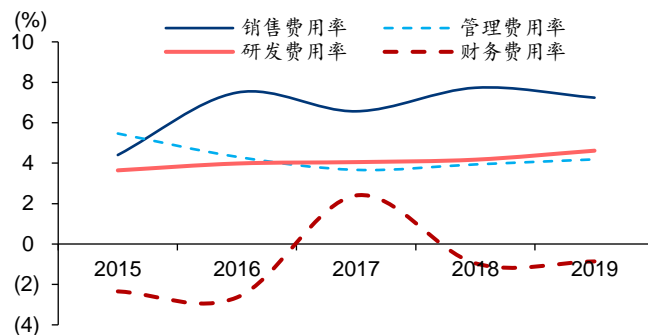
公司长期将总体费用率控制在行业中低水平，2019 年公司四项费用合计占比为 15.18%，同比+0.29pct。其中销售费用率、研发费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.24%、4.62%、4.19%和-0.86%，分别同比-0.49pct、+0.44pct、+0.25pct 和+0.09pct。

图表13: 莱克电气四项费用率变化(%)与同业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 莱克电气各项费用率变化(%)

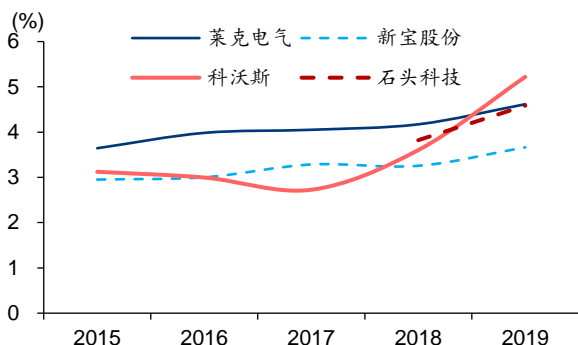


资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司销售费用率处于行业偏低水平,但随着国内自主品牌的拓展,我们预计门店建设、广告和运输费用均会增长,2020-2022年的销售费用率或持续上升。公司销售费用主要为销售服务费、运输费、职工薪酬和广告费,2019年占收入比例分别为3.1%、1.6%、1.3%和0.8%。

小家电行业产品迭代加速,公司持续加大对科研的投入,研发费用率稳步增长,处于行业中上水平。2018/2019年公司研发费用率分别为4.17%/4.64%,同比增长0.12pct/0.47pct。截止2019年12月31日,公司拥有技术人员909人,占员工总数的12.24%。

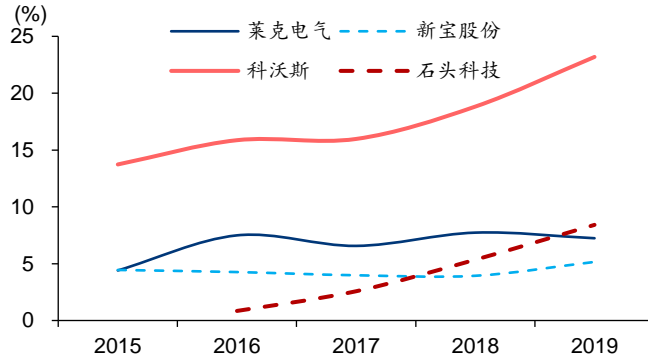
图表15: 莱克电气研发费用率(%)与同业对比



注: 2016、2017年石头科技研发费用率分别为21.49%、9.50%,为不影响数据可比性,未予展示。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

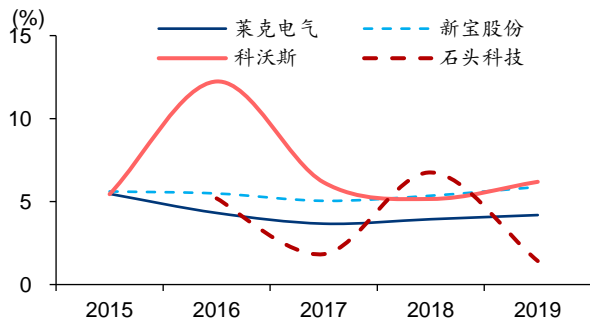
图表16: 莱克电气销售费用率(%)与同业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

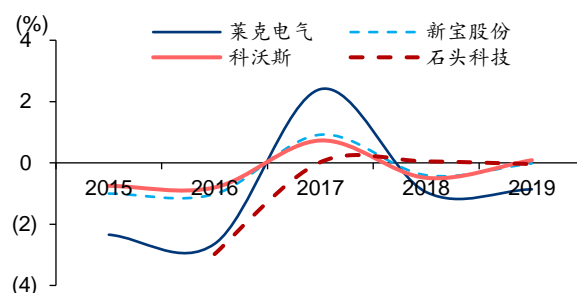
公司不断推进生产自动化和系统化建设、实行阿米巴核算,将管理费用率长期维持在行业较低水平。由于公司出口产品主要以美元计价、结算,公司财务费用率主要受汇率波动造成受汇兑损益影响,2015-2019年人民币(兑美元)经历了贬值-升值-贬值的过程,公司财务费用率波动较大。

图表17: 莱克电气管理费用率(%)与同业对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 莱克电气财务费用率(%)与同业对比



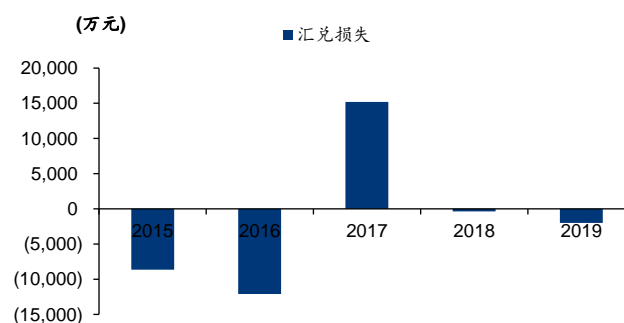
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 2015 年以来人民币汇率变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表20: 2015 年以来公司的汇兑损失 (正数为损失)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

周转效率有所回升

公司整体营运周期减少, 周转效率有所回升。2017-2018 年公司面临库存压力, 其中 2017 年销售快速增长、电器类库存大增, 2018 年收入增速放缓, 导致存货周转天数增加 7.20 天, 此外应收账款增加 6.08 天, 2018 年公司营业周期增加共计 13.28 天。2019 年公司经营更为稳健, 周转效率有所回升, 公司存货及应收账款周转天数分别较同期分别-1.83 天、-2.68 天, 带动整体营业周期下降 4.52 天。

图表21: 周转效率提升

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期(天)	103.19	109.41	112.06	125.34	120.82
存货周转天数(天)	45.54	48.27	51.32	58.52	56.69
应收账款周转天数(天)	57.65	61.14	60.73	66.81	64.13
流动资产周转率(次)	1.71	1.29	1.41	1.62	1.57
固定资产周转率(次)	4.88	5.51	7.23	6.78	6.24
应付账款周转天数(天)	64.46	70.97	69.91	74.03	75.59

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019 年经营活动现金流净额大增。2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 60.27 亿元, 略有提升, 表现好于收入增速, 现金回收效率提升。经营性净现金流 12.08 亿元, 同比大幅回升, 主要由于公司回笼大量货币资金。2019 年公司货币资金 19.51 亿元, 较期初增加 7.22 亿元。2019 年公司应收票据及账款为 9.87 亿元, 较期初减少 2.67 亿元。

图表22: 现金管理水平提升

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)	39.20	40.51	52.09	56.92	60.27
经营性净现金流 (亿元)	4.96	4.29	2.14	6.69	12.08
货币资金 (亿元)	12.73	20.57	19.52	12.29	19.51
应收票据 (亿元)	0.47	0.72	1.20	1.57	0.52
应收账款 (亿元)	6.39	8.47	10.79	10.97	9.35
存货 (亿元)	3.59	4.92	7.29	7.00	6.15

资料来源: Wind、华泰证券研究所

国产品牌吸尘器技术担当，未来仍可期

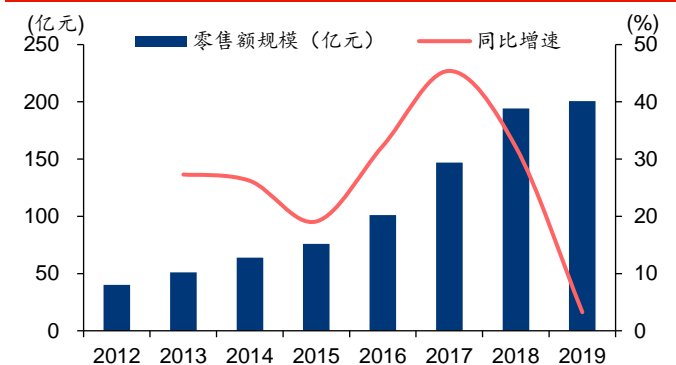
长期提升逻辑未变，国内市场仍处成长期

吸尘器技术日臻成熟，我国吸尘器市场在 2015-2018 年经历高速增长。2015-2018 年我国吸尘器市场迅速增长，期间零售额 CAGR 为+36.7%，新品无线吸尘器和扫地机器人的问世，持续刺激清洁电器需求增长。

短期来看，我国吸尘器零售增速有所放缓，2019 年面临新增需求下降、更新需求偏弱压力，吸尘器市场增长趋缓。一方面，2015-2018 年一二线城市的消费升级驱动了吸尘器市场的高速增长，此轮增长后一二线城市吸尘器渗透率有所提升；另一方面，吸尘器零售量与地产销售滞后数据同步性有所增强，2016 年以来，国内吸尘器零售量增速与住宅销售面积增速（滞后一年）呈现出明显的同步波动性。地产市场调控影响在 2018 年及之后逐步显现，2019 年购房后带来的新增需求下降。同时 2019 年宏观经济增速放缓、拉长家电整体更新周期，导致更新需求偏弱。

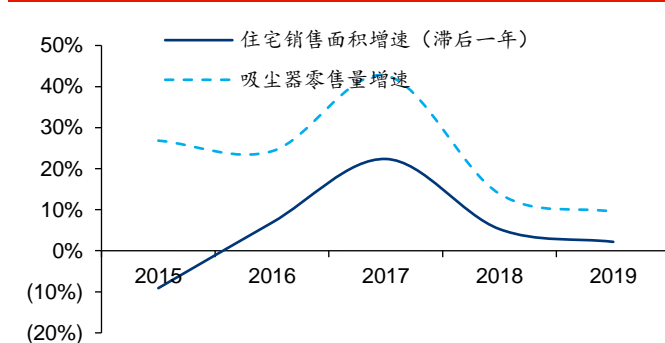
综合以上因素，2019 年吸尘器零售额、零售量增速回落明显，据奥维云网数据，2019 年吸尘器零售额约为 201 亿元，同比微增 3.2%（2018 年增速为+32.1%），零售量为 2498 万台，同比+9.5%（2018 年增速为+13.8%）。

图表23： 国内吸尘器零售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表24： 房地产销售面积增速与吸尘器零售额增速收敛



资料来源：国家统计局、Wind、华泰证券研究所

但对比发达国家市场，我国吸尘器普及率仍偏低，随着人均收入提高、市场下沉，仍有较大上升空间。据 Euromonitor 数据，2018 年我国狭义吸尘器（不含除螨仪、扫地机器人）的市场渗透率为 7.8%；而据智研咨询数据，2018 年日本、香港、韩国、新加坡的吸尘器渗透率分别为 96%、88%、81%和 70%。2019 年我国人均 GDP 为 7.08 万元，相当于日本 1983 年水平。参照上述亚洲发达国家地区的普及率经验，随着我国人均收入提高，我们依然看好吸尘器市场渗透率提升带来的需求增长。

市场容量测算：经我们测算，吸尘器市场到达饱和期后，年需求量约 4600.9 万台，约为 2019 年销量（奥维云网数据，2019 年吸尘器国内销量约为 2498 万台）的 1.84 倍，未来市场尚有很大的增长空间。

国内家用吸尘器达到成熟期时的市场容量推算公式如下：

$$\text{家用吸尘器需求量} = (\text{家庭户数} \times \text{拥有吸尘器的家庭比例}) / \text{吸尘器年均更换比例}$$

本次估算基于如下假设：

- 1) 我国人口基数基于 2019 年水平；
- 2) 城镇家庭普及率在成熟期将达到亚洲发达国家/地区的 2018 年水平，约 90%；农村家庭普及率将达到目前中国狭义吸尘器市场渗透率，即 7.8%。
- 3) 家用电器使用寿命一般为 8-10 年左右，吸尘器产品技术迭代更快，假设吸尘器使用寿命为 6 年，因此每年更换比例约为 16.7%（1/6）。

图表25：吸尘器市场容量测算

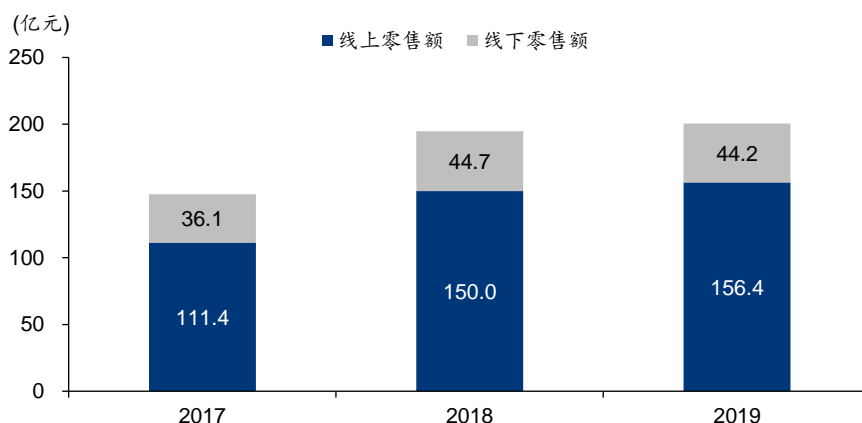
城镇		农村	
城镇总人口（万人）（2019 年）	84843	农村总人口（万人）（2019 年）	55162
城镇家庭规模（人/户）	2.88	农村家庭规模（人/户）	3.94
城镇家庭户数（万户）	29459.38	农村家庭户数（万户）	14000.51
假设拥有吸尘器家庭比例	90%	假设拥有吸尘器家庭比例	7.8%
假设吸尘器使用寿命	6		
假设吸尘器更换比例	16.7%		
推算家用吸尘器市场容量（万台）	4418.9	推算家用吸尘器市场容量（万台）	182.0
总计（万台）			4600.9

资料来源：国家统计局、华泰证券研究所测算

疫情冲击线下渠道，线上市场依然有优异表现

回顾 2017-2019 年国内吸尘器市场表现，线上占比及增速均明显领先，线上竞争主导市场变化。奥维云网数据显示，2019 年吸尘器产品线上零售额达到 156.4 亿元，同比+4.3%（占比达到 78.0%），同期线下零售额仅为 44.2 亿元，同比-1.2%。

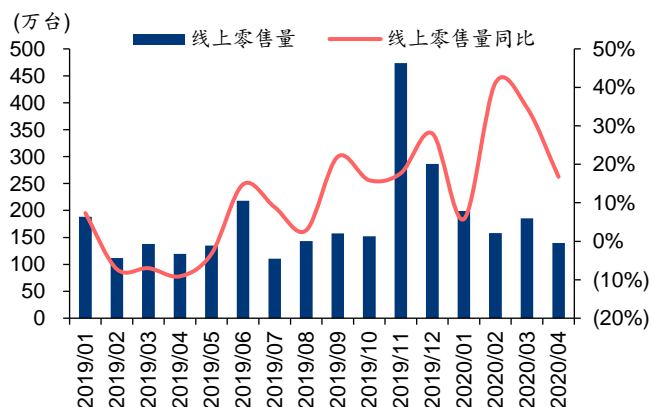
图表26：吸尘器产品线上销售占比较高



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

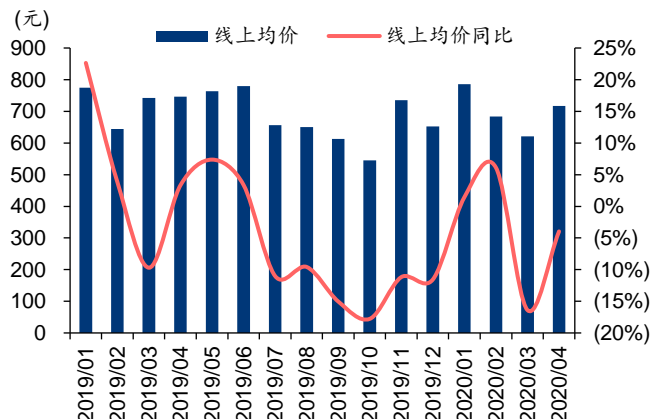
2020Q1 受疫情因素的影响，吸尘器线下销售受到明显冲击（3-4 月以来商场、大连锁陆续开放，但消费流量依旧不足），企业进一步加大线上营销，且在居家影响下，清洁需求提升，疫情期间吸尘器线上零售依然有较好表现。奥维云网汇总数据显示，2020 年 1-4 月，吸尘器线上零售量同比增速分别为+5.8%、+41.2%、+34.7%、+16.7%。线上产品均价虽有波动，但依然不影响零售额也实现同比增长。

图表27：国内吸尘器零售量（万台）及同比增速（%）



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表28：吸尘器线上均价略有调整压力

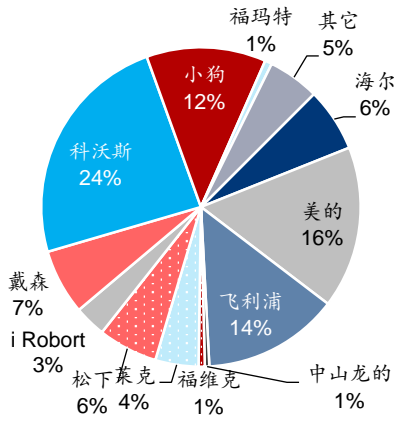


资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

吸尘器市场分散，公司采取多品牌方式竞争

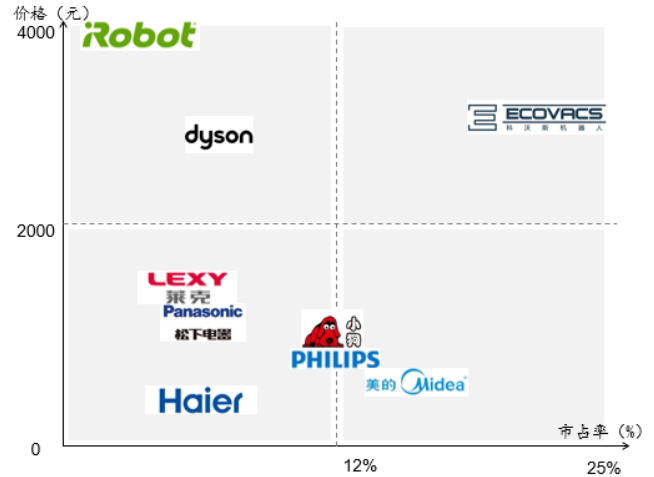
2018 年吸尘器行业前五企业中，有 2 位综合家电龙头（美的、飞利浦）、3 家专业吸尘器企业（科沃斯、小狗和戴森）。莱克市占率约 4%，公司莱克品牌产品价格段高于国内小狗、美的品牌。

图表29： 2018 年吸尘器市场（含扫地机器人、除螨机等）竞争格局



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表30： 吸尘器市场竞争者市场定位情况



注：采用京东品牌销量排序前三位吸尘器的平均价格排序，截至 2020 年 6 月 8 日。

资料来源：京东、Euromonitor、华泰证券研究所

双品牌运营，长价格带覆盖不同消费群体。公司吸尘器采用多品牌战略，其中 Lexy 莱克品牌定位中高端市场，2020 年 5 月京东旗舰店全部在售商品售价覆盖 1899 元-6099 元，其中 4500 元以上最新款吸尘器作为品牌旗舰产品、支撑品牌高端定位，满足高净值用户需求，2000-3000 元价格段产品针对中端用户，是销量的主要支撑。

子品牌 Jimmy 莱克吉米瞄准性价比市场，2020 年 5 月在售无线吸尘器覆盖 989-3999 元，除螨仪产品覆盖 379-1299 元，主要销量来自于 599 元除螨仪，我们认为除螨仪对吸尘器清理寝具、家具、地毯等场景有一定替代性，在满足除螨这一精细需求的同时，也扮演着入门款角色，为公司其余产品培育潜在消费者。

图表31： 2020 年 5 月莱克+莱克吉米产品覆盖 379-6099 元，捕捉不同圈层消费群体

京东官网价格（不含折扣）	
莱克魔洁 M12S	6099 定价支撑品牌高端定位，最佳性能吸引高净值客户
莱克魔洁 M12R	4749
莱克魔洁 M10S	4089
莱克魔洁 M11R	3499
莱克魔洁 M85Plus	2649 针对中产用户，主线品牌 LEXY 莱克销量的主要支撑
莱克魔洁 M81Plus	2049
莱克吉米无线吸尘器 CJ55	1999
莱克魔洁 M81	1449
莱克吉米无线吸尘器 CJ53	1299
莱克吉米除螨仪 VC-WB73	1299
莱克吉米除螨仪 VC-B503	699 满足除螨精细需求同时，扮演入门款角色，吸引潜在
莱克吉米除螨仪 B501	599 品牌消费者
莱克吉米除螨仪 B3pro	379

注：本列表仅展示截至 2020 年 5 月 29 日销量靠前的主要产品（销量以京东排序为准）。

资料来源：京东、华泰证券研究所

公司电机技术行业领先，驱动品类拓展

公司研发投入稳定，在高端家居清洁健康电器的技术研究和开发上有长期积累。公司于成立早期（1997 年）自主研发 3 万转/分钟吸尘器电机，具备较高性能、较长寿命特点，奠定了在吸尘器核心电机领域的领先地位，且在吸尘器电机领域已经有超过 20 年的技术积累，研发费用投入持续处于行业中上游水平，维持了技术领先优势。截止 2019 年 12 月 31 日，公司共拥有设计研发人员超过 600 人（占比 8.2%），有效专利 1616 件（含发明专利 226 件、实用新型专利 879 件）。

电机技术指标长期处于国内领先水平。公司长期专注于以电机为核心部件的家用电器的技术研究，分别于 1997 年、2014 年和 2015 年研发出国内首部 3 万转、8 万转和 10 万转/分钟电机。魔洁系列吸尘器凭借优越的电机性能，在核心性能吸力上表现优异，近年来均有产品获奖。

图表32： 莱克魔洁系列吸尘器屡获国内外大奖

时间	产品名称	所获奖项
2016	莱克魔洁 M85	红顶奖吸尘器品类唯一大奖
2017	莱克魔洁 M9	红顶奖吸尘器品类唯一大奖
2018	莱克魔洁 M85Plus	红顶奖吸尘器品类唯一大奖 国际 CMF 设计大奖
2019	莱克魔洁 M12s 莱克魔洁 M12	红顶奖吸尘器品类唯一大奖 德国工业设计红点奖 美国工业设计 IDEA 奖

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

依托核心电机技术，拓展应用领域。电机技术具有较强可移植性，适用于以电机为核心部件的多种家电品类。依靠电机技术，公司不断扩展产品线，已开发园林工具、电吹风、空气净化器等多品类产品，有效分摊研发成本，拓展核心技术产品的应用领域。

图表33： 电机技术被有效应用到园林工具、空气净化器等多品类产品

技术名称	应用	效果
无刷数码电机	园林工具	提升便捷性的同时降低能耗、噪音
	原汁机、萃取机	/
	空气调节扇	实现模拟自然风调速控制；相比感应电机，节能、长寿命、低噪音
高效离心机技术、PM3.0 尘散控制技术	电吹风	可产生高达 18m/s 的强劲气流
	空气净化器	空气净化器产品四项核心指标均处于行业先进水平

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司吸尘器技术对标国际龙头，部分产品具备差异化优势

吸尘器核心技术差距正逐步缩小。影响吸尘器清洁效果的主要是吸力大小和尘气分离效率，莱克与国际技术领跑者戴森差距正在逐渐缩小：

- 1) 吸力：吸力大小取决于电机，戴森在电机转速领先处于领先态势，目前电机转速已能达到 12.5 万转/分钟，然而近年马达性能改善带来的吸力提升边际效益逐渐降低，戴森发展至 V11 吸力能力已有所溢出。据 2020 年上海市消费者保护委员会报告，莱克基础款与戴森 V11 系列除尘率均能达到 94% 以上，除尘表现差别不大。

莱克在销售主力价格带产品上更具差异化优势。对比最新产品参数来看，最新高端产品戴森仍拥有更强吸力，但就更接近产品销售均价的价位产品来看，莱克在 2000 元、3000 元价格段产品的吸力表现都更加优秀，此外莱克还拥有噪音更小、电池续航能力更强的优点。对于购买基础款的消费者来说，莱克或是性价比更高的选择。

图表34： 莱克与戴森的部分产品参数对比

	产品型号	官网价格	吸力	噪音	续航能力
莱克	魔洁 M12S	5999	160AW	80dB	70min
	M10R	3299	140AW	80dB	50min
	M81 Plus	2599	120AW	80dB	40min
戴森	V11 Absolute	5490	185AW	73dB	60min
	V8 Slim	3290	115AW	82dB	30min
	V7 Fluffy	2599	100AW	85dB	20min

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

- 2) 尘气分离效率：戴森是目前吸尘器通用尘气分离技术（气旋分离）的发明者，率先开发出双气旋分离技术、多圆锥技术和微振气旋分离技术。莱克目前采用自主研发的三重龙卷风过滤技术，据官网信息，戴森与莱克品牌最新产品能处理的最小颗粒粒径大小均为 $0.3\mu m$ 。

图表35： 莱克与戴森的核心技术研发时间线对比

年份	戴森	莱克
1982	推出 G-Force，开创气旋分离技术	
1993	将双气旋技术应用于 DC01	
1994	/	(公司成立)
1997	/	研发出国内首部 3w 转吸尘器电机
2002	发明多圆锥气旋分离技术	/
2006	/	首创大风量单级龙卷风过滤技术
2013	发明微振气旋分离技术	/
2014	/	研发出国内首部 8w 转无刷数码电机
2015	Dyson V6 上市，电机转数达到 11w 转	魔洁 M8 上市，国内首部 10w 转电机，采用双级龙卷风过滤技术
2016	/	魔洁 M85 上市，开创三级龙卷风过滤技术
2018	Dyson V10 上市，电机转数达到 12.5w	/

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表36： 市面上强除尘能力的吸尘器产品表现比较

品牌	产品名称	售价（元）	除尘能力	运行时间	吸入功率	吸力损耗	噪声	过滤效率
莱克	魔洁 M91 Pro	2000	5 星	3 星	4 星	2 星	5 星	4 星
戴森	V11 Fluffy	4990	5 星	3 星	5 星	5 星	3 星	5 星
三星	VS8000	3999	5 星	2 星	5 星	2 星	2 星	5 星
伊莱克斯	PF91-5EBF	3559	5 星	3 星	3 星	2 星	4 星	4 星
飞利浦	FC6908	3389	5 星	5 星	3 星	2 星	3 星	2 星

注：除尘能力 5 星标准为光滑硬地板上除尘率 $\geq 94\%$ ；运行时间指样品完全充满电后，高档运行至吸力下降为初始值 40% 所用的时间；吸入功率值最高档运行时吸入功率，经试验与除尘能力无明显关联；吸力损耗指每次吸尘后手动清理尘杯过滤器，测试了样品 5 次吸尘后的吸力下降情况；噪声及过滤效率均值最高档位情况下。

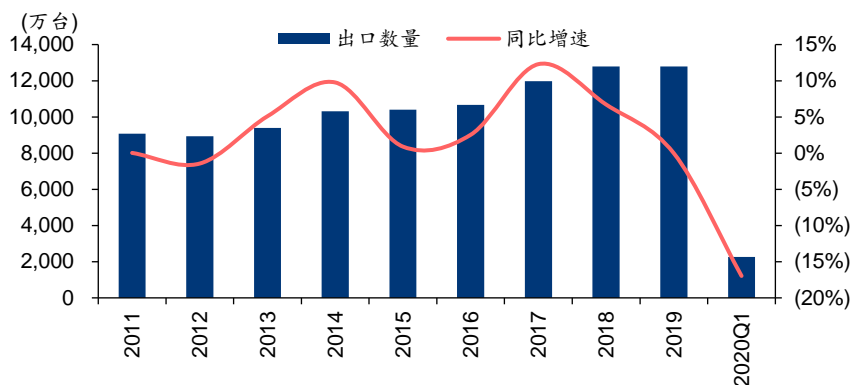
资料来源：上海市消费者权益保护协会、华泰证券研究所

疫情后，海外市场或快速回升

疫情对出口产生的负面影响属短期。受 2020Q1 疫情影响，国内工厂停产停工，大量出口订单有所积压，国家统计局数据显示，2020Q1 中国吸尘器出口出现明显下滑，同比增速 -16.9%。但我们认为疫情影响主要体现在供给端，而非需求端，参考国内市场吸尘器线上销售表现，随着人们居家时间拉长、家居清洁产品需求或增加，国家统计局数据显示，2020 年 4 月吸尘器出口量已经明显恢复，出口量同比 +19.45%。

乐观估计情况下，我们预计疫情对吸尘器出口的负面影响将在 2020Q2 结束，而近年中国吸尘器出口量平均增速为 4.4%（2015-2019 年吸尘器出口量复合增速为 4.4%），。

图表37： 中国吸尘器出口数量（万台）及同比增速（%）

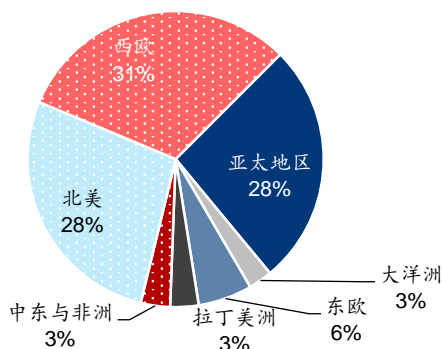


资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司 ODM 业务主要供货国际巨头。公司吸尘器 ODM 业务的主要客户有美国 Shark Ninja、香港创科实业、荷兰飞利浦和瑞典伊莱克斯等。Euromonitor 数据显示，2018 年全球零售量排名前三为创科(旗下吸尘器品牌包括 Hoover、Oreck、Vax 和 Dirt Devil)、戴森和伊莱克斯，零售量市占率依次为 13.7%、7.8%和 6.9%。其中，创科和伊莱克斯均为公司客户。

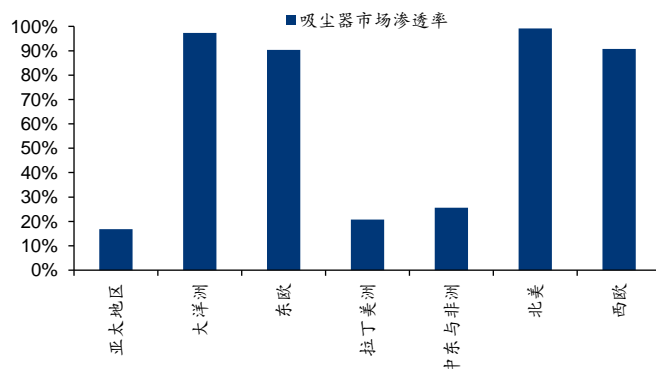
海外订单以稳定的更新需求为主，或由于疫情居家时长增加带动清洁家电更新需求提升。公司海外客户主要分布欧洲和北美。西欧与北美市场已步入成熟期，渗透率接近 100%，吸尘器需求以稳定的更新需求为主，疫情下，居家时长被动延长，从国内市场的情况来看，奥维云网数据显示，2020 年 2、3、4 月，线上吸尘器销售额同比增速分别为+65.9%、+39.1%、+30.2%，增速在各类家电处于领先水平，疫情对于吸尘器需求或产生拉动作用。

图表38： 2018 年全球市场各地区吸尘器零售额占比



资料来源：GfK、华泰证券研究所

图表39： 2018 年全球各地区吸尘器市场渗透率

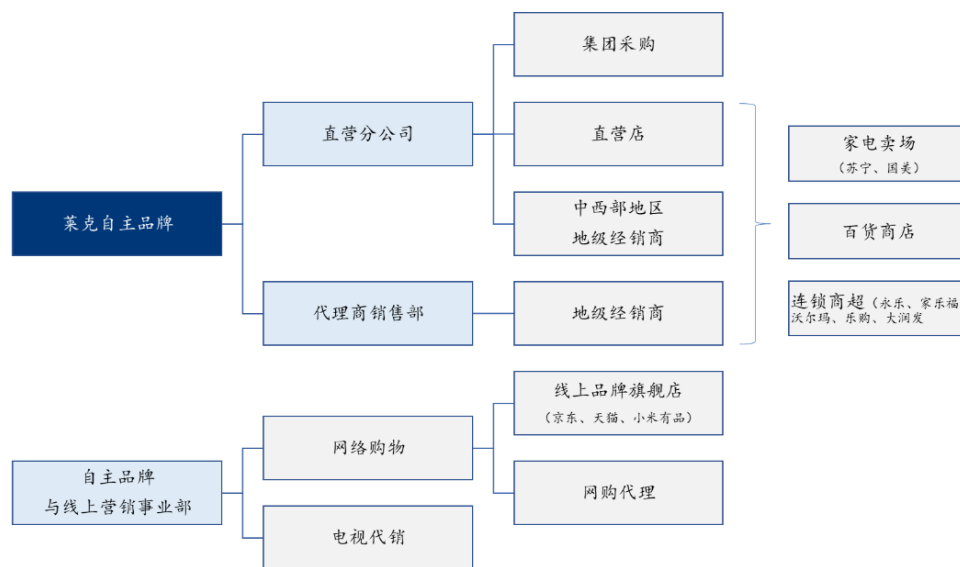


资料来源：GfK、华泰证券研究所

线上渠道建设改善，加速适应渠道变革

自主品牌线下渠道保持优势，线上渠道迎来改善。线下渠道依然为公司基本盘，公司通过经销商、直营店和网络平台销售自主品牌，其中经销商（买断式经销）是公司最主要销售渠道。

图表40： 莱克电气自主品牌销售渠道



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

线下渠道覆盖广，渠道下沉对公司营收起支撑作用。公司线下渠道市场覆盖率高，拥有长期稳定的经销商网络，据 2019 年年报显示，已实现终端门店 4000+，覆盖全国 30+ 省份，300+ 城市；公司正逐步推进渠道下沉，大力发展专卖店，发展县城一城一店。据奥维云网数据，2019 年 M1-M11 期间，莱克的线下商场销售额排名第二，仅次于戴森（第三至五名依次为：苏泊尔、惠而浦和飞利浦）。据 Wind 数据，2019 年线下销售额占总体内销额约 78.9%，是公司自主品牌收入的主要渠道。

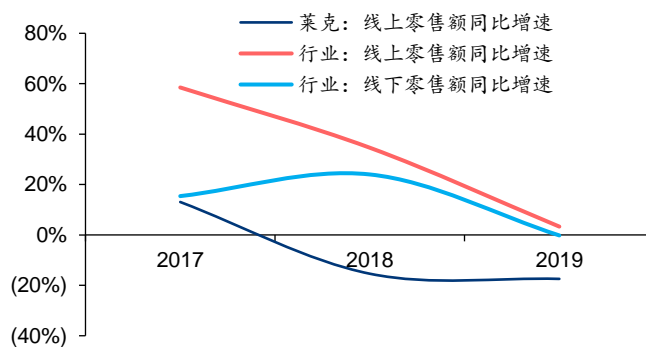
未能把握线上渠道红利，2018-2019 年公司线上收入表现偏弱。线上渠道已成为国内吸尘器销售的主要渠道，据奥维云网数据，2019 年吸尘器线上零售额占总零售额的 78.0%，线上零售量占总零售量的 89.4%。且线上渠道实现更高增长，奥维云网数据显示，2019 年吸尘器线上零售量/额同比增速分别高出线下渠道 3.7pct/5.5pct。然而公司线上渠道的建设偏慢，Wind 数据显示，2018-2019 年公司线上销售额（含莱克、莱克吉米及碧云泉）同比增速分别为 -15.4%、-17.4%，2019 年线上销售额 4.32 亿元，占总体内销额的 21.1%；此外，公司主要网络直营店铺的粉丝数量明显低于竞争对手。

图表41： 公司线上渠道销售额增速表现较差



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42： 线上渠道增速不及行业平均水平



资料来源：Wind、奥维云网、华泰证券研究所

图表43： 莱克官方旗舰店粉丝数低于竞争对手（截至 2020 年 6 月 2 日）

	入驻天猫时间	店铺粉丝数	入驻京东时间	店铺关注数
美的	2009	557.2 万	2019	2631.5 万
	2018（吸尘器店）	19.7 万		
飞利浦	2008	531.0 万	2015	880.6 万
戴森	2014	382.7 万	2015	436.1 万
小狗	2009	122.0 万	2016	96.9 万
莱克	2014	43.9 万	2015	12.6 万
添可	2019	42.4 万	2019	10.0 万
莱克吉米	2019	8.3 万	2020	5.5 万

资料来源：天猫、京东、华泰证券研究所

随着公司线上渠道投入加大，有望迎来经营改善。公司在 2019 年完成自主品牌（莱克、碧云泉和莱克吉米）主要网络销售平台的全渠道覆盖，并加强短视频、在线直播、内容种草等传播途径的营销，入驻李佳琦、薇娅等高流量网络主播的直播间，以适应渠道变革。我们认为随着公司加强线上引流工作，线上渠道的销售或迎来改善，结合公司已有线下渠道，汇聚线下流量，总体经营状况有望得到提升。

除网络购物渠道外，公司还通过电视购物渠道（如：优购物）以覆盖中老年消费群体。电视购物渠道采用代销方式，由渠道商进行终端出货，公司在收到售出商品清单后确认收入。

图表44： 莱克吉米进驻李佳琦、薇娅直播间

资料来源：西瓜视频、华泰证券研究所

图表45： 莱克调气风扇通过优购物电视购物频道销售

资料来源：优购物官网、华泰证券研究所

ODM 业务拓展合作客户，提升增长持续性

ODM 业务方面，公司与多家国际知名品牌保持密切合作。据公司招股说明书，公司主要吸尘器客户包括 Shark Ninja、创科实业、飞利浦、伊莱克斯等国际家电巨头，主要电机客户包括德国凯驰、博世-西门子、美国艾默生和日本松下等国际知名品牌家电制造商。外销在报关并取得报关单时确认收入。

图表46： 莱克电气主要客户

业务模块	主要客户
吸尘器	美国 Shark Ninja、香港创科实业、荷兰飞利浦、瑞典伊莱克斯
园林工具	德国博世、瑞典胡斯华纳、美国美特达
微特电机	德国凯驰、美国艾默生、日本松下

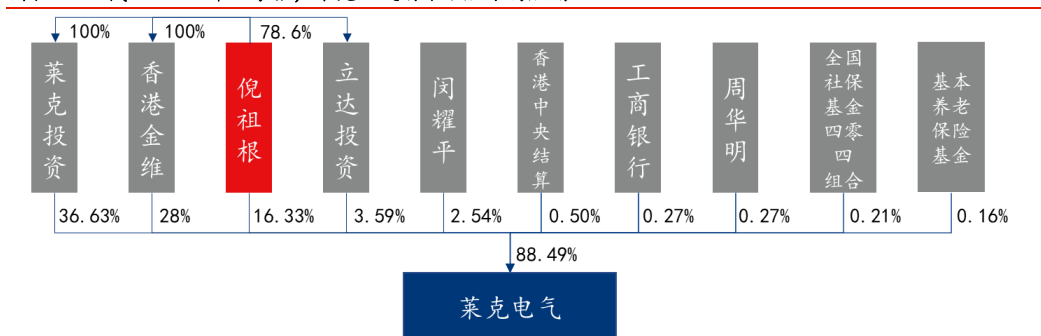
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司不断开拓国内 ODM 业务客户。公司近年来大力开展与国内互联网家电品牌客户的合作，推动国内家用电器 ODM 业务的发展。2019 年，莱克与华为共同推出华为智选莱克循环扇。

公司股权集中，子公司定位清晰

公司股权集中。公司的实际控制人为倪祖根，现任公司董事长及总经理，在公司上市后控制发行人 79.65% 的表决权。其中，倪祖根通过持有莱克投资和香港金维 100% 的股权控制发行人 73.79% 的表决权，通过持有立达投资、苏州尼盛投资间接控制发行人 4.49% 以及 1.37% 的表决权。2016 年 9 月 20 日至 2017 年 1 月 10 日期间，倪祖根通过上交所交易系统增持公司股份 1.25%。2018 年 10 月 26 日，莱克投资、立达投资、尼盛创投、盛融创投与倪祖根完成股份协议转让，倪祖根获得 15.08% 股份。

图表47：截至 2020 年一季度，莱克电气前十名股东持股情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

莱克电气控制的子公司共有 12 家，子公司业务覆盖产品业务、产品销售、技术支持和对外投资，各子公司定位清晰。

图表48：莱克电气子公司情况

	子公司	成立时间	简介
产品业务	家用电器	2000	负责清洁器具、厨房器具等小电器的生产和销售。
	精密机械	2005	负责农业、林业、园林专用机具新技术设备、机械的设计、制造、组装和加工。
	汽车电机	2007	负责汽车电机、车身电子控制系统、发动机控制类系统汽车电子装置的研发和生产。
	绿能科技	2010	负责高端家具清洁健康电气的设计、研发、制造和销售业务。
	精密模具	2019	负责研发、设计、生产、销售模具及其零配件。
	梵克罗泰国	2019	负责机械设备、家用电器的研发、制造和销售。
销售	梵克罗越南	2019	负责机械设备、家用电器的研发、制造和销售。
	碧云泉	2014	负责碧云泉净水器的销售。
	艾思玛特	2014	负责母公司产品的销售。
技术支持	雷鹰科技	2018	负责技术开发及其销售。
投资	莱克香港	2007	负责贸易、投资业务。
	莱克新加坡	2018	负责投资事务。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

莱克电气已实施 6 次分红（含预案），累计现金分红 11.47 亿元，分红率 58.01%。

图表49：莱克电气上市以来的分红情况

除权除息日	每股税前股利 (元)	现金分红总计 (亿元)	股息率 (以派息日计算)	分红率
2016.06.07	0.19	0.76	2.2%	20.9%
2017.06.16	0.26	1.04	2.0%	20.8%
2018.06.01	0.19	0.76	2.5%	20.8%
2018.11.14	2.00	8.02	33.4%	219.4%
2019.06.05	0.22	0.88	4.4%	20.8%
2020.04.29 发布预案	0.26	1.04	/	20.7%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

收入及毛利率预测

国内方面, 2016 年以来吸尘器零售与房地产滞后销售数据(滞后一年)相关性有所增强。其中, 2017 年住宅地产销售景气度下行, 在 2018 年开始对吸尘器零售需求有较明显影响, 2018/2019 年吸尘器零售量同比增速分别下滑至 13.86%、9.50%。虽然 2019 年房地产销售增速表现一般, 但由于疫情影响, 居家清洁需求提升, 2020Q1 吸尘器线上市场表现优异, 我们预计 2020 年吸尘器市场增速, 且随着房地产市场回暖, 吸尘器市场需求将再次释放。出口业务随着国内工厂恢复生产, 有望快速恢复增长。

图表50: 住宅房地产销售数据

房地产数据	2016	2017	2018	2019
住宅商品房销售面积增速-滞后一年	6.87%	22.36%	5.27%	2.17%
吸尘器零售量(万台)	1404.4	2003.7	2281.3	2498.0
YOY	24.25%	42.67%	13.86%	9.50%

资料来源: Wind、奥维云网、华泰证券研究所

由于公司收入数据仅披露小家电(包括环境清洁电器、园林工具、厨电电器等)与电机产品的销量规模。我们以小家电和电机产品分类进行收入预测:

图表51: 核心业务盈利假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
小家电收入(百万元)	4,995.5	5,140.7	4,957.9	4,800.5	5,132.7	5,815.4
YOY	30.26%	2.91%	-3.56%	-3.17%	6.92%	13.30%
小家电销量(百万件)	14.5	15.7	15.5	15.2	16.4	18.1
YOY	13.90%	8.52%	-1.58%	-1.60%	8.00%	10.00%
小家电均价(元)--推算	345.0	327.2	320.6	315.5	312.3	321.7
YOY	14.37%	-5.17%	-2.01%	-1.60%	-1.00%	3.00%
小家电毛利率	25.72%	26.02%	27.97%	28.20%	28.30%	28.40%
电机收入(百万元)	669.5	660.8	690.8	683.7	758.9	854.0
YOY	35.18%	-1.30%	4.53%	-1.02%	11.00%	12.54%
电机销量(百万件)	14.6	13.7	13.8	13.5	14.5	15.9
YOY	23.14%	-5.97%	0.71%	-2.00%	7.50%	9.60%
电机均价(元)--推算	46.0	48.3	50.1	50.6	52.2	53.6
YOY	9.78%	4.97%	3.79%	1.00%	3.25%	2.68%
电机毛利率	19.95%	18.49%	19.54%	19.70%	19.80%	19.80%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

1) 小家电业务: 受到疫情影响, 2020Q1 国内线下吸尘器销售受挫、海外订单有所积压, 但国内线上吸尘器市场表现较好, 且随着国内复工复产, 吸尘器出口订单已经有较明显恢复(2020 年 4 月吸尘器行业出口量同比+19.5%), 且参考国内疫情期间线上销售情况(奥维云网汇总数据显示, 2020 年 1-4 月, 吸尘器线上零售量同比增速分别为+5.8%、+41.2%、+34.7%、+16.7%), 我们预计后续吸尘器出口有较好表现。考虑到公司吸尘器在小家电业务中收入占比较高, 内销及出口的好转或带来吸尘器业务的恢复, 我们预计 2020 年全年小家电销量同比-1.60%。且随着疫情影响结束, 我们预计 2020-2022 年小家电销量同比增速分别为+8.00%、+10.00%。

2019 年吸尘器行业普遍存在价格促销现象, 公司小家电业务均价同比-2.01%。在 2020 年公司加大线上市场投入的情况下, 我们预计以价换量策略会持续, 预计 2020 年小家电均价同比-1.60%。考虑后续需求恢复的预期, 后续价格下滑有望收窄, 且随着公司加大中高端品牌莱克的投入, 产品均价或逐步迎来小幅回升, 我们预计 2021-2022 年公司小家电产品均价同比增速或分别为-1.00%、+3.00%。

基于量价表现, 我们预计 2020-2022 年小家电业务收入同比增速分别为-3.17%、+6.92%和+13.30%。

2) 电机业务：与吸尘器业务的表现密不可分，结合我们对于公司小家电业务的预期，我们认为公司电机业务的表现与小家电业务差异较小，我们预计 2020-2022 年电机销量同比增速分别为-2.00%、+7.50%和+9.60%。

虽然吸尘器行业面临促销影响，但公司电机业务 2017-2019 年均价均获同比提升，体现了公司在电机产品上的技术优势。考虑到疫情冲击影响，2020 年电机产品均价或仅有小幅提升，我们预计 2020-2022 年公司电机产品均价同比增速或分别为+1.00%、+3.25%和+2.68%。

基于量价表现，我们预计 2020-2022 年电机业务收入同比增速分别为-1.02%、+11.00%和+12.54%。

虽然 2019 年公司小家电业务均价下行（均价同比-2.01%），但受益于生产成本下降以及内销占比提升，带来毛利率改善，小家电毛利率同比增加 1.94pct、电机毛利率同比+1.05pct。考虑到原材料价格持续处于低位（2020Q1 铜、硅钢、ABS、PP 均价同比-5.7%、-2.8%、-11.7%、-15.4%）也有利于维持较高毛利率，且公司加大内销投入，有望继续提升小家电业务毛利率水平，我们预计 2020-2022 年小家电毛利率为 28.20%、28.30%和 28.40%。而电机业务也有望受益于较低的原材料价格，我们预计 2020-2022 年电机毛利率为 19.70%、19.80%和 19.80%。

费用率预测

2019 年公司销售费用率为 7.24%，同比-0.49pct。公司销售费用主要为销售服务费、运输费、职工薪酬和广告费，分别占比 42.2%、21.5%、18.4%和 11.3%。虽然 2019 年销售费用率有所下降，但我们认为随着公司逐步重视内销线上市场，相关营销、促销投入或有所提升，因此我们预计 2020-2022 年销售费用率逐步提升至 7.40%、7.60%、8.00%。

2019 年公司管理费用率为 4.19%，同比+0.25pct。在行业竞争加剧背景下，公司通过一系列自动化升级和系统化建设（如阿米巴核算），将管理费用率维持在行业较低水平。我们预计公司有望维持优秀管理水平，2020-2022 年管理费用率保持在 4.19%。

2019 年公司研发费用率为 4.62%，同比+0.45pct。考虑到公司开发新品类厨房小家电、同业研发投入不断增加，我们预计 2020-22 年研发费用率为 4.66%、4.71%、4.73%。

2019 年公司财务费用率为-0.86%，同比+0.09pct，公司利息收入持续高于利息支出，2019 年财务费用受汇兑损益科目波动的影响，略有提升，考虑到汇兑因此我们简单假设未来汇兑损益变化较小，2020-2022 年财务费用率维持较低水平为-0.96%、-0.89%和-0.77%。

图表52：四项费用测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	7.73%	7.24%	7.40%	7.50%	7.60%
管理费用	3.94%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%
研发费用	4.17%	4.62%	4.66%	4.71%	4.73%
财务费用	-0.95%	-0.86%	-0.96%	-0.89%	-0.77%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.28 元、1.38 元、1.54 元，截止 2020 年 6 月 9 日，行业可比公司 Wind 一致预期 2020 年平均 PE 为 21.4x，公司内销以线下渠道为主，疫情冲击明显影响线下渠道，而公司发力线上营销转型、提升产品覆盖，或能一定程度对冲疫情影响，且地产需求有望迎来恢复性增长，或能带动吸尘器需求改善。而海外需求有望参考国内疫情期间吸尘器较好的市场表现，出口有望快速恢复。考虑到公司处于经营改善中，认可给予公司 2020 年 20.0~22.0x PE，对应目标价 25.60~28.16 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表53: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
600690.sh	海尔智家	9.8	14.4	14.5	12.6	11.4
000333.sz	美的集团	10.4	17.1	16.8	14.8	13.2
002242.sz	九阳股份	14.6	23.2	27.2	23.3	20.4
603868.sh	飞科电器	16.3	21.1	27.2	25.2	23.3
平均		12.8	19.0	21.4	19.0	17.1

注: 均为 Wind 一致预期, 数据截至 2020/6/9

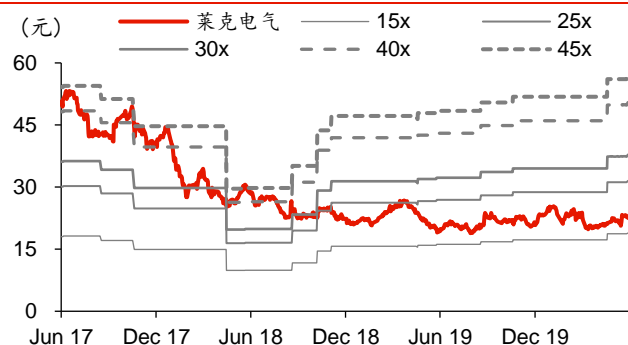
资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 疫情海外冲击:** 如果疫情对于海外经济影响大于预期, 可能导致消费者对于可选消费品的支出下降, 进而影响公司出口订单恢复。
- 贸易摩擦影响:** 全球宏观经济增长降速的情况下, 中美贸易摩擦存在反复的可能, 对于公司出口或存在负面影响。
- 行业竞争加剧:** 近年来各大家电巨头和互联网企业不断涉足吸尘器市场、无线吸尘器细分市场的竞争者不断增加, 如果行业竞争加剧, 可能导致对公司收入及净利润出现较大不利影响。同时, 吸尘器行业有明显的地产后周期属性, 若房地产市场需求不及预期, 将影响吸尘器市场规模, 如果市场增量下降, 或进一步加剧竞争态势。
- 人民币升值:** 公司外销占比高, 营收受人民币汇率波动影响大。如果人民币持续升值, 会对公司净利润造成较大不利影响。

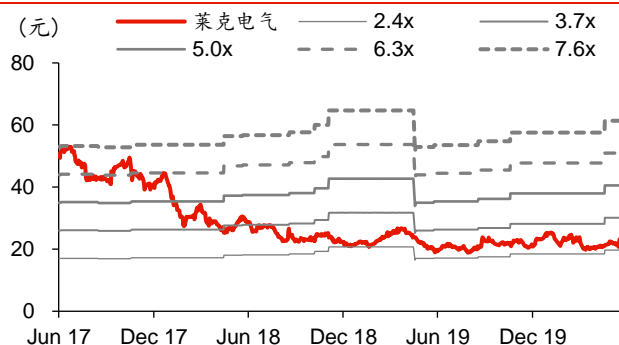
PE/PB - Bands

图表54: 莱克电气历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表55: 莱克电气历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,252	4,013	4,259	5,288	5,772
现金	1,229	1,951	1,951	2,966	2,966
应收账款	1,097	934.75	1,038	1,081	1,318
其他应收账款	12.02	11.50	11.33	13.20	14.57
预付账款	30.58	26.31	28.92	30.42	36.76
存货	699.68	614.79	655.83	707.96	833.89
其他流动资产	183.47	474.67	573.67	489.68	602.35
非流动资产	1,222	1,364	1,268	1,183	1,166
长期投资	10.85	0.00	(11.34)	(22.67)	(34.01)
固定资产投资	928.01	900.76	827.90	798.01	814.87
无形资产	155.97	151.90	144.15	136.31	128.52
其他非流动资产	127.14	311.02	307.66	271.63	256.67
资产总计	4,474	5,377	5,527	6,471	6,938
流动负债	1,681	1,966	1,733	2,240	2,209
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	875.19	877.43	816.72	1,002	1,054
其他流动负债	805.95	1,089	916.18	1,238	1,155
非流动负债	10.77	211.90	184.35	156.67	131.41
长期借款	0.00	200.00	172.45	144.76	119.51
其他非流动负债	10.77	11.90	11.90	11.90	11.90
负债合计	1,692	2,178	1,917	2,397	2,340
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	794.98	794.98	794.98	794.98	794.98
留存公积	1,589	2,007	2,414	2,853	3,342
归属母公司股东权益	2,782	3,199	3,610	4,075	4,598
负债和股东权益	4,474	5,377	5,527	6,471	6,938

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	668.73	1,208	55.05	1,096	163.92
净利润	422.82	502.27	515.16	554.42	616.96
折旧摊销	125.86	136.14	105.19	111.00	122.50
财务费用	(55.95)	(49.18)	(53.00)	(53.00)	(51.73)
投资损失	48.46	0.13	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2.58	504.18	(502.06)	494.73	(510.86)
其他经营现金	124.96	114.46	(10.24)	(10.98)	(12.96)
投资活动现金	(194.90)	(601.84)	(1.44)	(17.35)	(95.52)
资本支出	151.47	109.52	21.21	37.25	116.60
长期投资	0.00	(506.00)	11.34	11.34	11.34
其他投资现金	(43.43)	(998.33)	31.10	31.24	32.41
筹资活动现金	(1,183)	100.96	(53.81)	(64.24)	(67.54)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	200.00	(27.55)	(27.69)	(25.26)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,183)	(99.04)	(26.26)	(36.56)	(42.28)
现金净增加额	(723.45)	722.40	(0.20)	1,015	0.86

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,864	5,703	5,537	5,949	6,734
营业成本	4,395	4,174	4,034	4,330	4,896
营业税金及附加	45.75	45.27	41.61	46.11	52.09
营业费用	453.26	412.82	409.75	446.14	511.77
管理费用	230.82	238.75	231.80	249.02	281.90
财务费用	(55.95)	(49.18)	(53.00)	(53.00)	(51.73)
资产减值损失	(53.65)	(68.03)	(56.81)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.00	8.60	8.60	9.00	10.00
投资净收益	(48.46)	(0.13)	0.00	0.00	0.00
营业利润	452.11	564.93	577.22	618.79	694.47
营业外收入	34.80	23.13	21.91	26.61	23.88
营业外支出	3.01	8.33	4.26	5.20	5.93
利润总额	483.90	579.74	594.87	640.21	712.42
所得税	61.07	77.46	79.71	85.79	95.46
净利润	422.82	502.27	515.16	554.42	616.96
少数股东损益	(0.22)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	423.04	502.27	515.16	554.42	616.96
EBITDA	572.89	670.54	650.13	684.79	752.05
EPS (元, 基本)	1.06	1.25	1.28	1.38	1.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.70	(2.74)	(2.91)	7.43	13.20
营业利润	11.06	24.96	2.17	7.20	12.23
归属母公司净利润	15.73	18.73	2.57	7.62	11.28
获利能力 (%)					
毛利率	25.05	26.82	27.14	27.21	27.30
净利率	7.21	8.81	9.30	9.32	9.16
ROE	15.20	15.70	14.27	13.61	13.42
ROIC	25.15	48.74	34.45	61.83	41.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.82	40.50	34.69	37.03	33.73
净负债比率 (%)	(43.78)	(54.41)	(48.28)	(68.35)	(61.14)
流动比率	1.93	2.04	2.46	2.36	2.61
速动比率	1.48	1.66	2.00	1.98	2.17
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.16	1.02	0.99	1.00
应收账款周转率	4.78	5.09	5.09	5.09	5.09
应付账款周转率	3.43	2.92	2.92	2.92	2.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.25	1.28	1.38	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	2.79	0.14	2.73	0.41
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.98	9.00	10.16	11.47
估值比率					
PE (倍)	21.71	18.28	17.83	16.56	14.88
PB (倍)	3.30	2.87	2.54	2.25	2.00
EV_EBITDA (倍)	13.90	10.64	10.97	8.89	8.06

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司