

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2016年08月26日

家用电器 / 白色家电 II

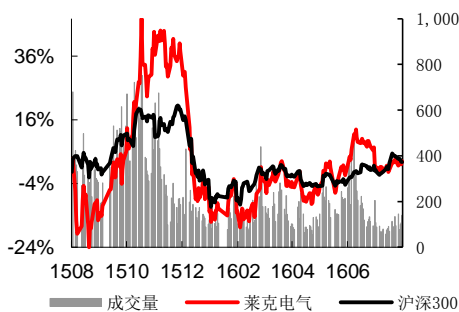
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 37.94
合理价格区间(元): 42.8-48.15

张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

家居清洁领导者，自主品牌前景广阔

莱克电气(603355)

家居清洁家电领先企业，自主品牌推广值得期待

莱克电气是我国家居清洁家电领先企业，公司吸尘器出口稳居第一位。公司核心技术积累深厚，保证了产品质量行业领先。莱克 2009 年起开始进军国内市场，实施多品牌战略抢占细分市场。未来公司将加强自主品牌建设，成长前景值得期待。

莱克专注高端家居清洁家电领域，核心产品市占率领先

莱克电气主要产品包括吸尘器、空气净化器、净水器等家居清洁家电。出口方面，公司采用 ODM 模式与飞利浦、伊莱克斯等世界领先企业合作。根据海关总署数据，2012-2015 年，公司吸尘器出口稳居第一位。内销方面，公司 2009 年进入国内市场，推出自主品牌“LEXY 莱克”。根据中怡康数据，公司 2015 年吸尘器零售额市占率 22%，排名第一。

家居清洁家电空间广阔

我国小家电保有量仍有较大提升空间。根据中怡康数据，我国每户小家电保有量为 5-7 件/户，落后于发达国家平均 20-30 件/户的水平。我国三、四级市场人口基数大，随着城镇化加速，消费潜力将逐步释放。大众对于室内外环境的关注度日益提高，家居清洁家电能够有效改善居住环境，普及度在逐步提升。根据 Euromonitor 数据，2000-2014 年我国吸尘器零售量复合增速达到 10%。

莱克电气核心技术领先，自主品牌拓展值得期待

微特电机是家居清洁家电的动力来源，其性能直接影响产品的关键指标。莱克电气自成立之初起深耕微特电机技术，保证了公司产品质量领跑行业。公司实施多品牌战略，旗下拥有“LEXY 莱克”、“碧云泉”、“莱克吉米”三个品牌，分别面向不同的产品、消费群体和渠道。未来公司将逐步完善销售渠道，计划三年内在 110 个主要城市完成 4000 家销售终端的铺设。

看好长期发展，首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.07/1.27/1.54 元。目前可比公司 2016 年的 PE 均值约 42 倍，莱克电气作为我国清洁小家电龙头企业，主要产品市占率领先。公司深耕核心技术，在微特电机方面有深厚积累。莱克实施多品牌战略，将在未来三年完善直营渠道布局。公司核心技术领先，行业地位稳固，自主品牌推广进展顺利，未来增长可期，给予 2016 年 40-45 倍 PE 估值，目标价格 42.80-48.15 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 宏观经济景气下行，行业竞争加剧，新品类扩张进展缓慢。

公司基本资料

总股本(百万)	401.00
流通 A 股(百万)	66.69
52 周内股价区间(元)	28.18-54.63
总市值(百万)	15,214
总资产(百万)	3,806.01
每股净资产(元)	6.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	4,003	4,171	4,532	5,147
+/-%	(5.39)	4.22	8.64	13.57
净利润(百万)	363.80	428.81	509.61	616.51
+/-%	5.75	17.87	18.84	20.98
EPS(元)	0.91	1.07	1.27	1.54
PE	41.82	35.48	29.85	24.68

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

正文目录

投资概要	4
核心观点.....	4
有别于市场的观点	4
莱克电气：中国家居清洁小家电领先企业.....	5
家居清洁小家电迎来成长期	7
小家电仍有充足的市场空间.....	7
消费升级趋势显现，国内品牌商迎来发展契机.....	7
莱克电气：深耕核心技术，发力自主品牌.....	8
出口业务客户合作紧密	8
莱克核心技术行业领先.....	8
品牌定位清晰，加强渠道建设	9
盈利提升空间较大.....	10
盈利预测与估值.....	12
盈利预测.....	12
估值分析.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图 1： 环境清洁电器是公司的主要收入来源（2015 年）	5
图 2： 莱克 80%以上的收入来自于出口（2015 年）	5
图 3： 2015 年，莱克电气收入受国际经济形势影响有所下滑	5
图 4： 2013-2015 年，莱克业绩保持稳定增长	5
图 5： 公司前身成立于 1994 年，于 2015 年在上交所上市	6
图 6： 莱克电气实际控制人为倪祖根.....	6
图 7： 2000-2014 年我国吸尘器零售量复合增速 10%	7
图 8： 在厨房小家电中，电饭煲的零售单价上升较为明显	8
图 9： 高精度电机静音技术可消除高频噪音	9
图 10： 数码电机较为轻便，常用于便携式产品	9
图 11： 莱克电气 2015 年 ROE 为 18%.....	10
图 12： 莱克电气 2015 年净利率为 9%，位于行业中游.....	10
图 13： 莱克电气 2015 年总资产周转率为 1.2，低于可比公司	11
图 14： 莱克电气近年来负债率持续下降	11
图 15： 莱克电气 2015 年毛利率为 22%，处于行业中游.....	11

图 16: 莱克电气期间费用率低于可比公司.....	11
图 17: 2015 年, 莱克电气销售费用率为 4%.....	11
图 18: 由于持续的研发投入, 莱克电气管理费用率有所上升.....	11
图 19: 莱克电气应收账款周转率低于可比公司.....	12
图 20: 莱克电气存货周转率有所上升, 高于可比公司.....	12
表格 1: 莱克电气品牌一览.....	10
表格 2: 分产品盈利预测.....	13
表格 3: 可比公司估值.....	14

投资概要

核心观点

莱克电气作为我国清洁家电龙头，有望受益于行业景气度的提升，实现快速增长。公司坚持核心部件的自主研发，产品质量行业领先。未来有望凭借多品牌的战略扩大内销份额，产品结构的改善将提升公司整体盈利能力。

莱克电气是我国高端家居清洁家电领军企业。公司主要产品包括吸尘器、空气净化器、净水器等。公司核心产品市占率领先，根据海关总署数据，2012-2015年，公司吸尘器出口稳居首位。2009年，公司开始进军国内市场，内销市占率迅速提升。根据中怡康数据，公司2015年吸尘器零售额市占率达到22%，位列第一位。

家居清洁类家电市场空间广阔。根据中怡康数据，发达国家每户小家电保有量达到20-30件，而我国每户小家电保有量仅为5-7件。近年来，我国室内外环境问题日益突出，空气PM2.5居高不下、饮用水质量下降、室内装修污染严重等现象逐渐引起了大众的关注，吸尘器、空气净化器、净水器可以通过清洁空气、提升水质等方式改善居住环境，普及程度不断提升。根据Euromonitor数据，2000-2014年我国吸尘器零售量复合增速达到10%。随着我国城镇化的推进，居民的消费潜力将逐步释放，家居清洁类家电市场规模将继续扩大。

莱克电气技术优势突出。微特电机作为家居清洁家电的动力来源，其质量直接影响家电产品的性能。公司自成立之初起即开始自主研发和生产微特电机，产品输入功率、真空度、吸入功率、吸入效率等关键指标达到国际领先水平。莱克电机产品除用于自产的清洁家电外，还获得包括博世-西门子、凯驰、艾默生、松下在内的全球大型企业的青睐。公司坚持核心部件自主研发，保证了产品具备长期竞争力。一方面，公司高可靠性的核心部件是家电类产品的品质保证；另一方面，公司电机技术具备可移植性，使得公司可以迅速响应市场需求进行品类扩张，丰富产品结构，拓展发展空间。

公司自主品牌推广值得期待。莱克实施多品牌战略，品牌定位清晰，公司拥有“LEXY莱克”、“碧云泉”、“莱克吉米”三个子品牌，分别针对不同的产品、消费群体和销售渠道。公司将进一步加强销售网络的建设。出口方面，莱克将加强与核心客户的合作并拓展新兴市场；内销方面，公司将在3年内进驻并优化4000家销售终端。

有别于市场的观点

市场对于家居清洁类家电的消费升级缺乏关注。

厨房小家电在我国发展时间较长、普及程度更高、品类更为丰富，其中刚需程度最高的品类（如电饭煲）率先启动消费升级。同时，A股市场厨房小家电相关标的较多，相对于家居清洁类家电，投资者对于厨房小家电的消费升级概念更为了解。

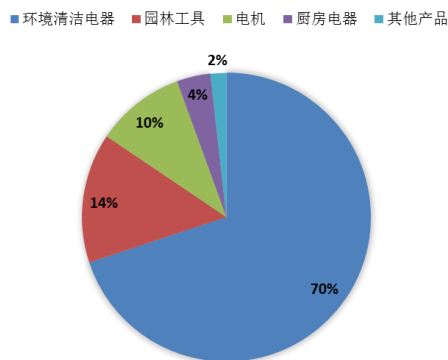
我们认为，随着居民人均收入的提升，消费升级将由刚需程度较高的品类向刚需程度较低的品类扩散，家居清洁类家电的消费升级也将启动。按照目前的发展阶段，家居清洁类家电的消费升级将首先体现为普及率的迅速提升。

莱克电气作为国内细分行业龙头，有望受益于消费升级带来的市场集中度提升，获得较快增长，同时作为A股家居清洁类家电稀缺标的，值得投资者重点关注。

莱克电气：中国家居清洁小家电领先企业

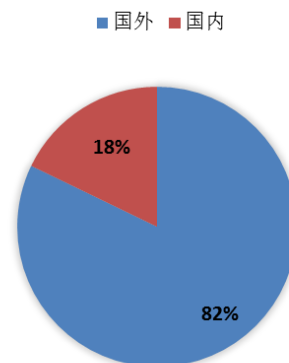
莱克电气股份有限公司是我国家居清洁小家电龙头。公司主要产品包括吸尘器、空气净化器、净水器等。在国际市场，公司采用 ODM 模式，与飞利浦 (Philips)、伊莱克斯 (Electrolux) 等世界领先企业合作研发、设计、生产和销售吸尘器、园林工具和高速电机等产品。根据海关总署数据，2012 年-2015 年，公司吸尘器出口稳居第一位。在国内市场，公司从 2009 年开始建立自主品牌“LEXY 莱克”。根据公司招股书，2015 年公司吸尘器零售额市占率为 22%，排名第一。

图1：环境清洁电器是公司的主要收入来源（2015年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

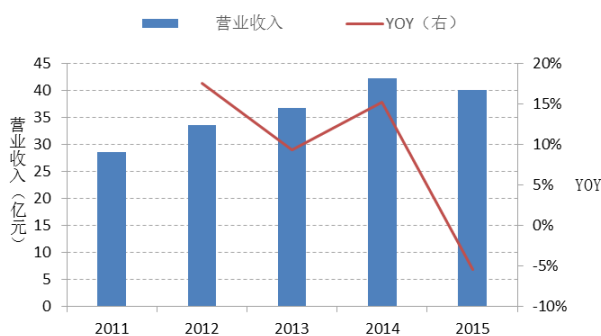
图2：莱克 80%以上的收入来自于出口（2015年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

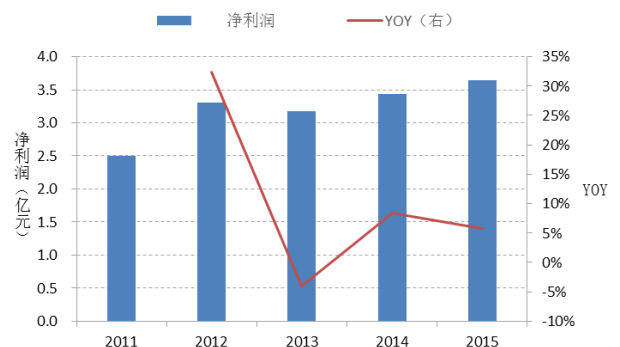
2016 年上半年，公司实现营业收入 18.8 亿元，YoY-6.1%；实现归母净利 2.2 亿元，YoY+33.7%。受海外主要市场经济复苏缓慢影响，公司外销收入同比下滑 12.6%。莱克在国内的市占率持续提升，内销收入同比增长 25.7%。公司主动进行了产品结构的优化，高端产品出货增加叠加自主品牌迅速成长，显著提升了盈利能力，使得公司在收入下滑的情况下依然保持了较好的业绩增长。

图3：2015年，莱克电气收入受国际经济形势影响有所下滑



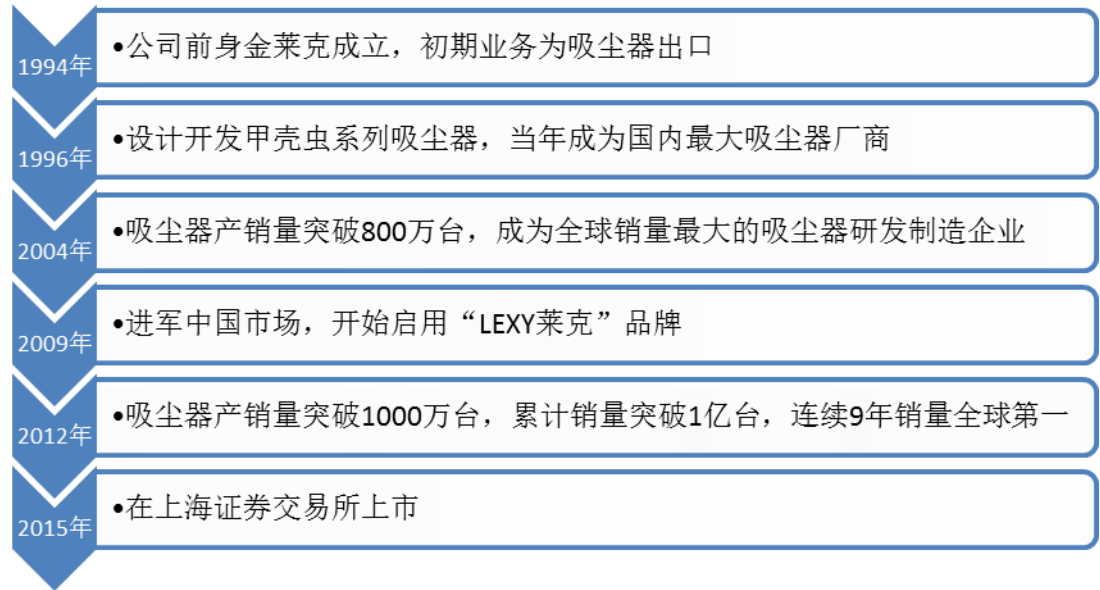
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图4：2013-2015年，莱克业绩保持稳定增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

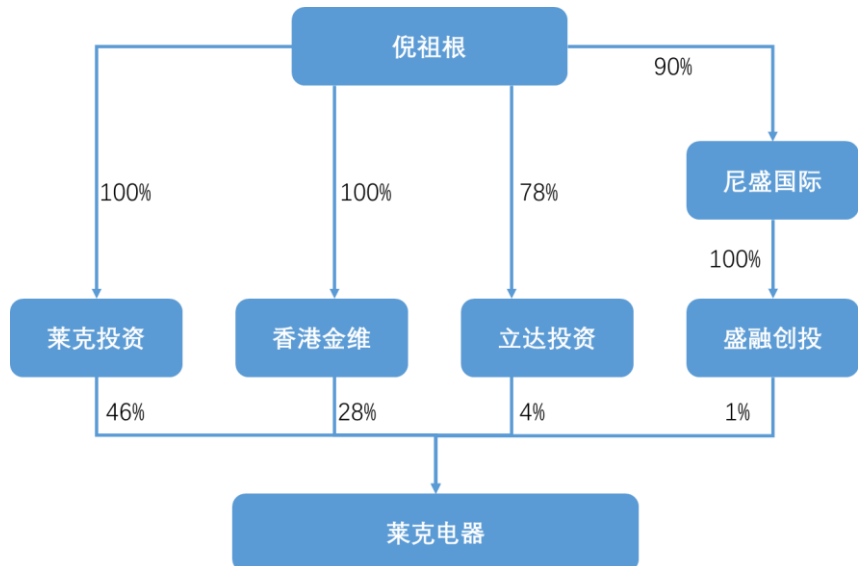
图5: 公司前身成立于1994年, 于2015年在上交所上市



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

莱克电气实际控制人为倪祖根。倪祖根通过莱克投资、香港金维、立达投资和苏州尼盛投资间接控制公司78%股权, 为公司的实际控制人。倪祖根先生1994年加入公司前身苏州金莱克电器有限公司, 历任公司董事长、总经理, 现任莱克电气董事长兼总经理, 拥有长达29年的技术开发和经营管理经验。

图6: 莱克电气实际控制人为倪祖根



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

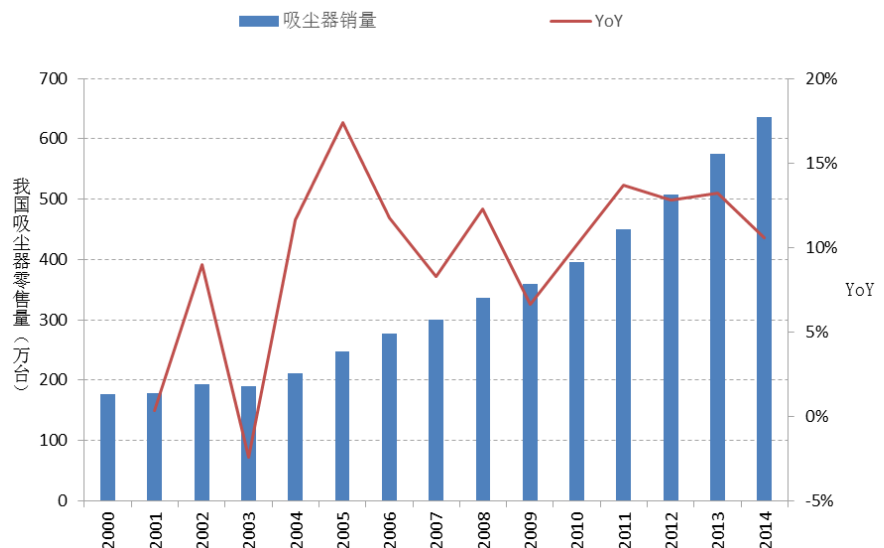
家居清洁小家电迎来成长期

小家电仍有充足的市场空间

我国小家电保有量仍有较大提升空间。根据中怡康数据，我国小家电平均保有量为 5-7 件/户，发达国家平均保有量为 20-30 件/户。国内三、四级市场潜在消费群体规模可观，随着城镇化的加速推进，消费需求将逐步释放。

家居清洁类家电是小家电中的一个重要品类，普及度日益上升。近年来，我国室内外环境问题日益突出，雾霾天气持续增加、空气 PM2.5 值居高不下、饮用水质量下降、市内装修污染严重等现象引起了大众越来越多的关注。吸尘器、空气净化器、净水器等可以通过清洁灰尘、净化空气、提升水质等方式达到改善居住环境、保障健康的效果，受到越来越多人的欢迎。以吸尘器为例，根据 Euromonitor 数据，2000-2014 年我国吸尘器零售量复合增速达到 10%。

图7： 2000-2014 年我国吸尘器零售量复合增速 10%



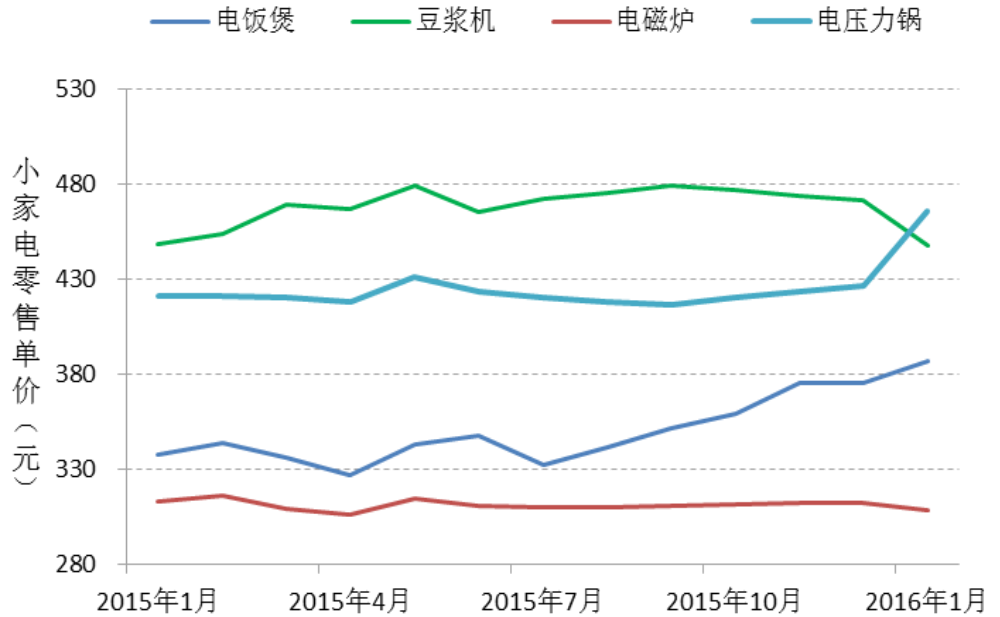
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

消费升级趋势显现，国内品牌商迎来发展契机

中国是全球小家电的制造中心。随着全球化的加快和发达国家产业调整的推进，全球小家电的生产基地迅速向发展中国家转移。中国凭借规模、成本、技术配套等优势承接了大部分的小家电订单。其中部分企业在积累了技术、渠道等资源之后，逐步开始建立自主品牌，由“微笑曲线”上利润率较低的代工向利润率较高的研发、品牌运作转型。

小家电消费升级方兴未艾，国内自主品牌迎来机遇。相比之下，厨房类小家电在我国发展时间较长、普及度更高，个别品类（如电饭煲）率先启动消费升级，最直接的表现是新品类（IH电饭煲等）的上量和均价的提升。随着我国人均 GDP 逐渐提升，家居清洁小家电的消费升级也将提速。消费升级趋势下，拥有自主品牌的龙头企业将受益最大。与国外成熟品牌相比，国内自主品牌的性价比优势对于三、四线市场消费者比更有吸引力，有望借助渠道下沉提升市占率。相比国外的“百年老店”，国内自主品牌的成立时间相对较短，但随着移动互联网时代新媒体的蓬勃发展，新兴品牌有了多样化、低成本的推广方式，建立新品牌的周期显著缩短。

图8: 在厨房小家电中, 电饭煲的零售单价上升较为明显



资料来源: 中怡康, 华泰证券研究所

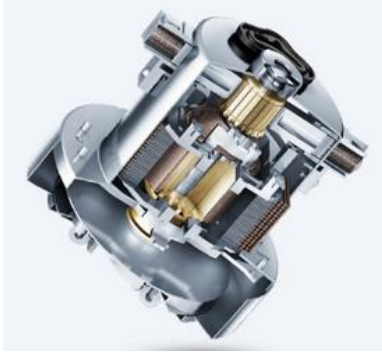
莱克电气: 深耕核心技术, 发力自主品牌

出口业务客户合作紧密

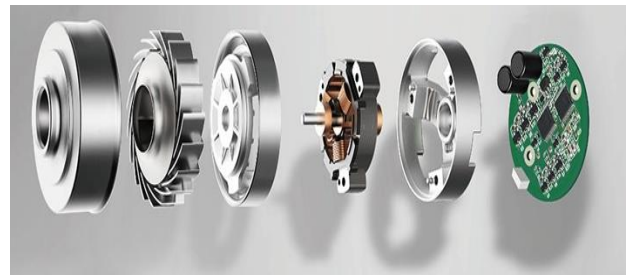
莱克和国外主要客户保持着稳定的合作关系。公司凭借良好的产品质量、独特的工业设计、丰富的产品种类以及完善的营销体系, 成为全球最重要的吸尘器生产和供应基地。根据海关总署数据, 2012年-2014年, 公司吸尘器出口金额和数量占国内出口总额的比重均在8%以上, 吸尘器出口稳居第一位。莱克主要客户包括飞利浦、伊莱克斯、博世等全球知名企业。出口方面, 公司将加强与核心客户的合作, 建立战略伙伴关系, 给客户不断创造价值, 并努力拓展新兴市场, 通过与区域市场龙头建立合作, 优化公司客户结构, 降低经营风险, 寻找新的增长点。汇率下行有望短期内增加公司汇兑收益, 同时会愈加凸显我国企业的成本优势, 有望提振出口。

莱克核心技术行业领先

微特电机是家居清洁类家电的核心零部件。微特电机全称为微型特种电机, 特指直径小于160mm、额定功率小于750W或具有特殊性能、特殊用途的电机, 广泛应用于吸尘器、园林工具、清洗机、汽车零部件等终端产品。微特电机是小家电产品动力的来源, 其性能、品质、效率等各方面指标对家电产品的质量起决定性作用。

图9： 高精密电机静音技术可消除高频噪音

资料来源：莱克电气官网，华泰证券研究所

图10： 数码电机较为轻便，常用于便携式产品

资料来源：莱克电气官网，华泰证券研究所

莱克长期专注于核心技术的积累。公司自成立以来即投入微特电机的研发，积累了深厚的技术基础，保证了公司产品性能、品质、效率方面的领先地位。莱克建立了工业设计中心、吸尘器、净水器等专业化的设计研发团队，目前拥有设计研发工程师超过 600 人，工厂研发中心被评为国家认定企业技术中心。公司每年推出的新产品超过 100 多款。截至 2015 年末，公司获得授权专利 1600 余项，其中发明专利 80 多项。




莱克电机技术行业领先。公司高效微特电机在输入功率、真空度、吸入功率、吸入效率等核心参数达到国际先进水平。公司是国内最早成功开发转速超过 4.5 万转/分钟、效率超过 50% 的小型高效吸尘器电机的企业之一，在家电配套电机领域占据领先地位。公司电机产品获得欧盟 CE、德国 GS、英国 BEAB、美国 UL、澳大利亚 RCM、中国 CCC、CQC、日本 PSE 等认证，成为多家全球 500 强企业重要的电机供应商，客户包括德国博世-西门子、凯驰、美国艾默生、日本松下等全球大型企业。

公司坚持核心零部件的自主研发，保证了产品具备长期的竞争力。一方面，微特电机的可靠性能是家居清洁家电的品质保证，使得公司主要产品在技术水平和质量上位于行业领先地位；另一方面，公司的电机技术具有可移植性，使得公司能够在巩固原有市场的基础上有序进行品类扩张，进一步丰富产品结构，提升发展空间。

品牌定位清晰，加强渠道建设

莱克实施多品牌战略，各品牌定位清晰。目前，公司旗下有“LEXY 莱克”、“碧云泉”、“莱克吉米 JIMMY”三个品牌，分别针对不同的消费者。其中“LEXY 莱克”和“碧云泉”走高端路线，以实体店为主，主打吸尘器、空气净化器、净水器等；“莱克吉米 JIMMY”主要面向年轻群体，以网络销售为主，产品主要是高性价比的家居清洁电器和个人护理小家电。

表格1: 莱克电气品牌一览

品牌	定位	主要产品	主要渠道
	中高端清洁家电	吸尘器、空气净化器、挂烫机	实体店为主
	高端净水器	高端净水器	高端百货、高端礼品、工程安装等渠道
	聚焦年轻时尚家居清洁和个人护理产品	吸尘器、挂烫机、洁网、洁面仪、美容棒	超市、三四级市场、批发渠道

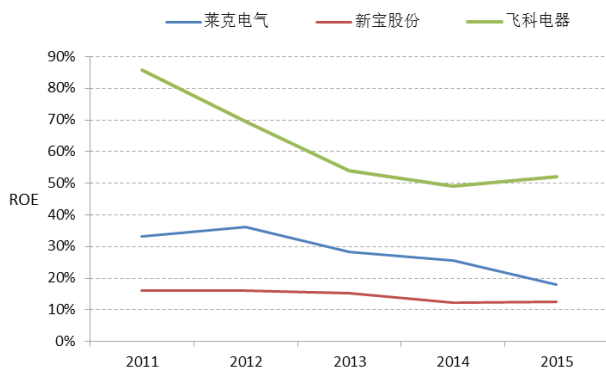
资料来源: 公司产品手册, 华泰证券研究所

莱克将逐步加强销售网络的建设。出口方面, 公司将通过完善的产品线布局、不断更新换代的优质产品, 加强与核心客户的合作。同时, 莱克将加强拓展新型市场, 通过与区域性领袖企业的合作, 寻找国际市场新的业务增长点。内销方面, 公司将逐步加强以直营为主的销售渠道的建设, 实体店将聚焦 110 个主要城市, 即 40 个省会城市及超级地级市和 70 个较发达的地级城市。未来公司计划在现有的约 3000 家销售终端的基础上, 在 3 年内进驻并优化销售终端 4000 家。

盈利提升空间较大

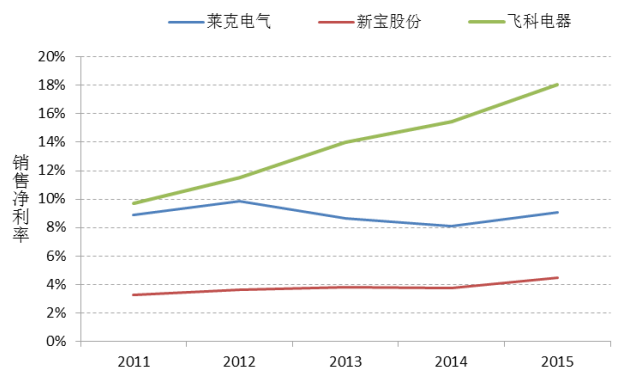
莱克电气 2015 年 ROE 为 18%, 低于行业平均水平。莱克净利率处于行业中等水平, 应收账款周转较慢导致总资产周转率低于同类公司, 叠加较低的财务杠杆影响, ROE 落后于可比公司。莱克电气毛利率水平位于可比公司中游, 近年来比较稳定, 未来随着消费升级的推进, 仍有较大提升空间。由于公司坚持核心技术自主研发, 并加大了自主品牌推广和新品类研发的投入, 管理费用率有所上升, 2015 年高于可比公司。公司资产负债率持续下降, 资产结构有所改善。莱克存货周转率高于可比公司, 并持续提升, 运营效率不断改善。

图11: 莱克电气 2015 年 ROE 为 18%



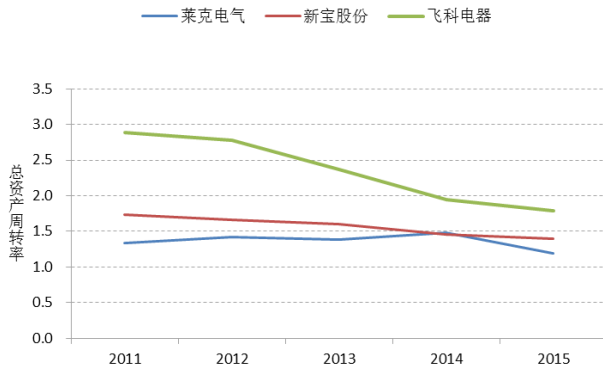
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图12: 莱克电气 2015 年净利率为 9%, 位于行业中游



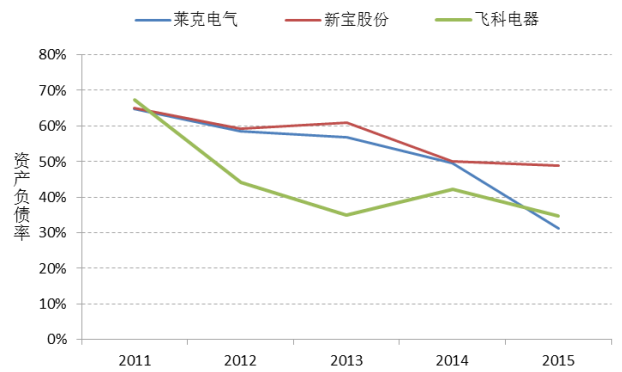
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图13: 莱克电气2015年总资产周转率为1.2, 低于可比公司



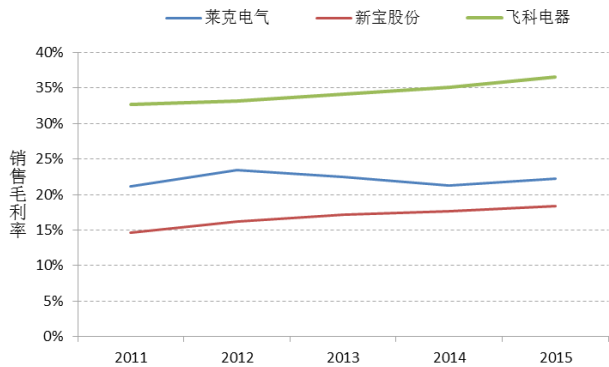
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图14: 莱克电气近年来负债率持续下降



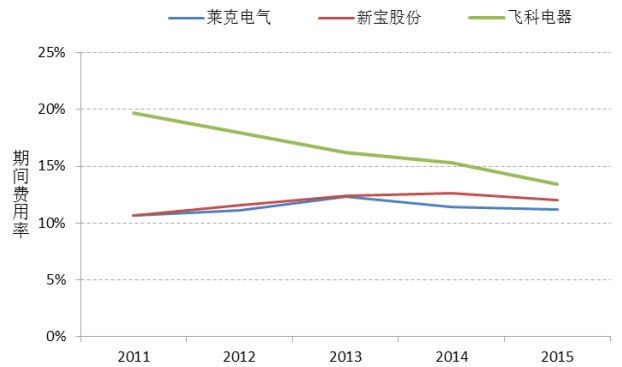
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图15: 莱克电气2015年毛利率为22%, 处于行业中游



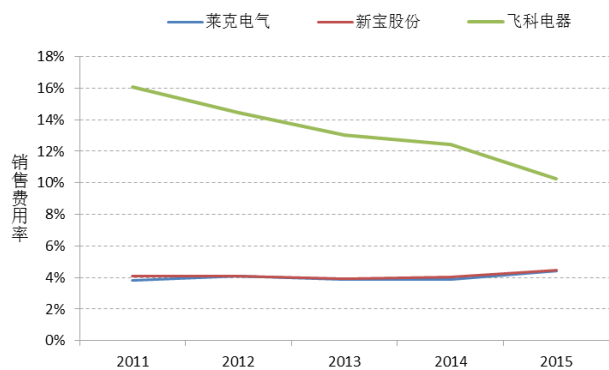
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图16: 莱克电气期间费用率低于可比公司



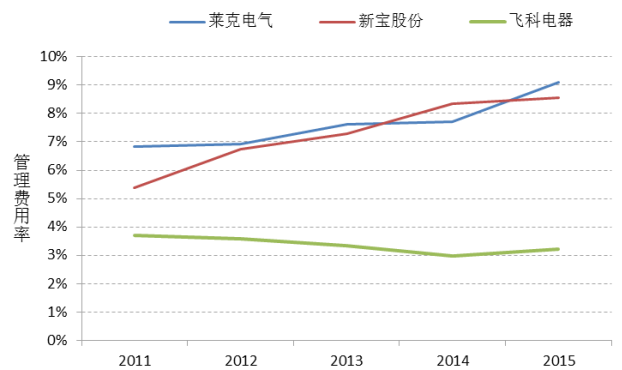
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图17: 2015年, 莱克电气销售费用率为4%



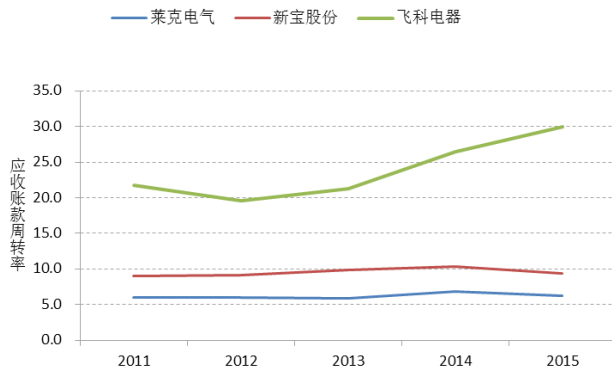
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图18: 由于持续的研发投入, 莱克电气管理费用率有所上升



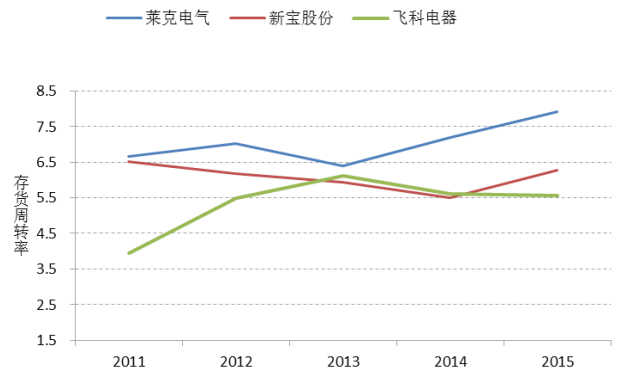
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图19: 莱克电气应收账款周转率低于可比公司



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图20: 莱克电气存货周转率有所上升, 高于可比公司



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

我们对公司 2016-2018 年盈利预测做出如下主要假设:

- 1) 公司家居清洁电器市占率领先, 行业地位较为稳固。受益于消费升级趋势, 高端产品出货比例有望增加。我们预计公司 2016-2018 年收入增速分别为 5%、10%、15%, 毛利率分别为 26.0%、27.5%、28.0%。
- 2) 莱克电气园林工具主要包括割草机等产品, 主要出口国外, 目前位居国内同类公司出口额第一位。公司在出口方面坚持大客户战略, 并积极拓展新兴市场, 园林工具有望迎来稳定增长。我们预计 2016-2018 年公司园林工具收入增速分别为 0%、5%、10%, 毛利率分别为 22.0%、24.0%、26.0%。
- 3) 莱克自成立之初起即开始研发、生产电机, 除了用作公司家电产品的核心零部件外, 部分电机直接对外销售。公司电机产品性能、质量稳定性等各方面行业领先, 预计未来仍将保持稳定增长。我们预计 2016-2018 年, 公司微特电机收入增速分别为 5.0%、5.0%、10.0%, 毛利率分别为 19.5%、20.0%、21.0%。

根据财务模型测算, 公司 2016-2018 年 EPS 为 1.07/1.27/1.54 元。

表格2: 分产品盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
家居清洁电器				
营业收入(百万元)	2777	2915	3207	3688
增长率	-4.3%	5.0%	10.0%	15.0%
毛利率	23.7%	26.0%	27.5%	28.0%
园林工具				
营业收入(百万元)	577	577	606	666
增长率	-10.5%	0.0%	5.0%	10.0%
毛利率	18.6%	22.0%	24.0%	26.0%
电机				
营业收入(百万元)	397	417	438	482
增长率	-9.5%	5.0%	5.0%	10.0%
毛利率	18.3%	19.5%	20.0%	21.0%
厨房电器				
营业收入(百万元)	150	153	160	177
增长率	-5.2%	2.0%	5.0%	10.0%
毛利率	18.5%	28.0%	28.5%	29.0%
其他				
营业收入(百万元)	70	77	89	102
增长率	76.5%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	23.7%	24.0%	24.5%	25.0%
其他收入				
营业收入(百万元)	32	32	32	32
增长率	-	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
合计				
营业收入(百万元)	4003	4171	4532	5147
增长率	-5.4%	4.2%	8.6%	13.6%
综合毛利率	22.2%	24.8%	26.2%	27.0%
综合毛利率	4003	4171	4532	5147

资料来源: wind, 华泰证券研究所

估值分析

目前可比公司16年的PE均值在42倍(EPS采用wind一致性预测), 莱克电气作为我国清洁小家电龙头企业, 主要产品市占率领先。公司深耕核心技术, 在微特电机方面有深厚积累。莱克实施多品牌战略, 将在未来三年完善直营渠道布局。公司核心技术领先, 行业地位稳固, 自主品牌推广进展顺利, 未来增长可期, 给予2016年40-45倍PE估值, 目标价格42.80-48.15元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表格3: 可比公司估值

代码	证券简称	2016/8/25 收盘价	2016 EPS	2017 EPS	2018 EPS	2016 PE	2017 PE	2018 PE
002032.SZ	苏泊尔	37.65	1.77	2.12	2.50	21.24	37.65	37.65
002242.SZ	九阳股份	20.65	0.93	1.06	1.20	22.28	20.65	20.65
002403.SZ	爱仕达	15.18	0.44	0.55	0.68	34.83	15.18	15.18
002681.SZ	奋达科技	15.41	0.32	0.40	0.53	48.63	15.41	15.41
002705.SZ	新宝股份	16.26	0.66	0.82	0.99	24.48	16.26	16.26
002759.SZ	天际股份	27.58	0.28	0.32	0.39	100.29	27.58	27.58
603868.SH	飞科电器	53.94	1.30	1.73	2.21	41.37	53.94	53.94
平均						41.87	26.67	26.67

资料来源: wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. 宏观经济景气下行: 公司 80%以上收入来源于出口, 国外经济形势的变化有可能造成出口订单较大的波动。国内目标人群的消费力也将受到宏观经济形势的影响。
2. 行业竞争加剧: 由于行业进入的门槛相对较低, 竞争厂商数量众多。公司与国际知名品牌运营商相比, 在品牌运营和营销渠道等方面仍存在差距, 如果公司不能持续保持较强的自主研发能力, 提升品牌优势和营销能力, 将面临较大的市场竞争风险。
3. 新品类扩张进展缓慢: 莱克自 2009 年进军国内市场以来, 实现了良好的增长。但消费者的需求较为多样化, 如果新品类无法满足多变的市场需求, 有可能影响推广的进度。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,704	3,147	3,668	4,364
现金	1,273	1,637	2,092	2,616
应收账款	639.39	660.62	710.02	814.51
其他应收款	5.30	13.87	12.00	14.78
预付账款	26.09	44.29	47.18	52.96
存货	358.55	401.90	412.57	464.85
其他流动资产	401.05	389.66	394.31	401.64
非流动资产	1,016	967.86	918.94	869.68
长期投资	19.29	19.29	19.29	19.29
固定资产	810.52	773.68	734.07	693.63
无形资产	167.05	159.65	152.30	144.94
其他非流动资产	19.54	15.24	13.27	11.82
资产总计	3,720	4,115	4,587	5,234
流动负债	1,133	1,139	1,176	1,295
短期借款	129.87	129.87	129.87	129.87
应付账款	519.44	562.70	585.38	657.94
其他流动负债	483.41	446.29	460.49	507.05
非流动负债	28.48	36.11	33.48	32.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	28.48	36.11	33.48	32.69
负债合计	1,161	1,175	1,209	1,328
少数股东权益	5.78	5.72	5.65	5.54
股本	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	795.98	795.98	795.98	795.98
留存收益	1,357	1,709	2,131	2,644
归属母公司股东权益	2,553	2,935	3,372	3,901
负债和股东权益	3,720	4,115	4,587	5,234

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	495.74	413.14	506.83	584.83
净利润	363.59	428.74	509.54	616.40
折旧摊销	93.83	45.21	45.48	45.66
财务费用	(93.81)	(19.95)	(27.11)	(35.67)
投资损失	(8.41)	(4.20)	(4.91)	(5.26)
营运资金变动	75.06	(72.93)	(30.79)	(56.92)
其他经营现金流	65.48	36.27	14.62	20.61
投资活动现金流	(440.70)	7.01	7.52	7.74
资本支出	78.78	0.00	0.00	0.00
长期投资	(374.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	(735.92)	7.01	7.52	7.74
筹资活动现金流	354.33	(56.24)	(59.68)	(68.67)
短期借款	(311.70)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	41.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	711.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	(85.97)	(56.24)	(59.68)	(68.67)
现金净增加额	485.31	363.91	454.67	523.90

利润表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,003	4,171	4,532	5,147
营业成本	3,113	3,137	3,342	3,756
营业税金及附加	21.17	19.86	22.01	25.20
营业费用	176.24	185.63	203.94	234.18
管理费用	364.59	380.44	414.22	471.45
财务费用	(93.81)	(19.95)	(27.11)	(35.67)
资产减值损失	26.03	25.37	25.59	25.52
公允价值变动收益	0.00	29.00	14.50	16.92
投资净收益	8.41	4.20	4.91	5.26
营业利润	404.28	476.57	570.27	692.42
营业外收入	14.92	17.00	15.92	16.11
营业外支出	2.82	2.57	2.65	2.63
利润总额	416.38	491.00	583.53	705.91
所得税	52.80	62.26	73.99	89.51
净利润	363.59	428.74	509.54	616.40
少数股东损益	(0.22)	(0.06)	(0.08)	(0.11)
归属母公司净利润	363.80	428.81	509.61	616.51
EBITDA	404.30	501.84	588.64	702.42
EPS (元)	0.91	1.07	1.27	1.54

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	(5.39)	4.22	8.64	13.57
营业利润	6.98	17.88	19.66	21.42
归属于母公司净利润	5.75	17.87	18.84	20.98
获利能力				
毛利率(%)	22.24	24.80	26.25	27.03
净利率(%)	9.09	10.28	11.24	11.98
ROE(%)	14.25	14.61	15.11	15.80
ROIC(%)	19.10	27.61	33.33	40.21
偿债能力				
资产负债率(%)	31.22	28.55	26.36	25.36
净负债比率(%)	11.18	11.05	10.74	9.78
流动比率	2.39	2.76	3.12	3.37
速动比率	2.04	2.38	2.74	2.98
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.06	1.04	1.05
应收账款周转率	6.24	6.41	6.60	6.74
应付账款周转率	5.58	5.80	5.82	6.04
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.07	1.27	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.03	1.26	1.46
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.32	8.41	9.73
估值比率				
P/E	41.82	35.48	29.85	24.68
P/B	5.96	5.18	4.51	3.90
EV/EBITDA	34.77	28.01	23.88	20.01

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

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：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 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；

- 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

- 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；

- 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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