

市场价格 (人民币): 55.02 元
 目标价格 (人民币): 61.05-61.05 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 43.60
 总市值(百万元) 23,966.71
 年内股价最高最低(元) 62.26/44.15
 沪深 300 指数 3485.66
 上证指数 3107.83



份额加速扩张, 盈利水平领先

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.280	1.408	1.845	2.315	2.899
每股净资产(元)	2.82	4.62	5.46	6.78	8.67
每股经营性现金流(元)	1.08	1.83	2.08	2.49	3.11
市盈率(倍)	0.00	33.29	29.82	23.77	18.98
行业优化市盈率(倍)	0.00	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	35.33%	22.23%	31.08%	25.45%	25.22%
净资产收益率(%)	45.43%	30.50%	33.79%	34.17%	33.42%
总股本(百万股)	392.00	435.60	435.60	435.60	435.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **个护电器龙头打造国牌翘楚:** 飞科电器是电动剃须刀、电吹风等个人护理电器的龙头企业, 2016 年公司实现营收 33.6 亿元 (+21%) 和净利润 6.1 亿元 (+26%)。凭借品牌、渠道以及性价比优势, 公司剃须刀和电吹风销量市占率逐年上升, 已经成为与飞利浦并驾齐驱的业内巨头。
- **市场空间持续扩容, 竞争格局稳中有进:** 2016 年国内每百户家庭拥有 30 个护小家电, 相较美国 (354 台)、日本 (126 台)、台湾 (128 台) 等成熟市场上升空间较大。预计 2020 年个护小家电市场规模将增至 326 亿元, 2017-20 年复合年均增速达到 17%。行业竞争格局清晰, 2015 年飞利浦与飞科剃须刀合计销量占比达到 74%, 两者形成错位竞争和双寡头垄断局面。
- **精准定位+品牌打造+电商发力=市场份额提升:** 飞科电器精准定位大众消费市场、大量投入塑造品牌 (13-15 年累计广告投入占营收 6.2%)、电商渠道高速增长 (13-16 年电商渠道营收占比由 12% 跃升至 44%) 成为公司市占率不断攀升的有效助推剂。2009-2016 年飞科剃须刀销量由 1684 万台增至 5820 万台; 零售量市场份额由 2009 年的 26% 跃升至 2015 年的 35%; 公司目前剃须刀出厂价 40 元左右, 较合理出厂价 80-150 元尚有距离, 长期提价空间远大于竞争对手, 销售额市占率的上升具有较高的确定性。
- **高利润率+轻资产运营=盈利水平领先:** 近 5 年飞科电器 ROE 水平均在 30% 以上, 主业高毛利叠加轻资产运营助力净资产收益率高于可比公司。2016 年公司综合毛利率 38%, 产品均价提升以及高毛利新品占比提高驱动毛利率逐年提升。飞科大部分生产采取外包模式, 轻资产模式在专注产品研发与品牌建设的同时降低运营成本是飞科 ROE 较高的另一原因。

投资建议

- 个护电器保有量提升空间较大, 行业竞争格局稳定且集中度尚有提升空间。飞科电器作为龙头企业将充分受益于行业扩容, 精准定位+品牌效应+渠道扩张+研发升级确保公司在市场份额和盈利能力方面稳步前进。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.85 元、2.32 元以及 2.90 元, 对应静态市盈率分别为 29.8、23.8、19.0 倍。给予公司 2017 年 33 倍 PE, 对应目标价 61.05 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争明显加剧; 外包生产比例较高; 劳动力成本上升。

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weilil1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
 hongjiran@gjzq.com.cn

内容目录

一、个护电器龙头打造国牌翘楚	4
1.1 国内个人护理电器龙头	4
1.2 管理层高度控股，创始人锐意进取	5
二、市场空间持续扩容，竞争格局稳中有进	6
2.1 个护电器拓展空间较大	6
2.2 竞争格局：内外品牌错位竞争，行业集中度稳中有升	9
三、精准定位+品牌打造+电商发力=市场份额提升	11
3.1 精准定位打造高性价比优势	12
3.2 营销投入铸造非凡品牌	14
3.3 渠道不断完善，电商高速发展	15
四、高利润率+轻资产运营=盈利水平领先	16
4.1 高利润率和盈利质量并重	17
4.2 轻资产运营模式聚焦品牌与研发	19
五、投资建议&盈利预测	20
六、风险提示	20

图表目录

图表 1：飞科电器所属行业及主要产品	4
图表 2：飞科电器营业收入及其同比增速	5
图表 3：飞科电器归母净利润及其同比增速	5
图表 4：2016 飞科电器营收拆分（按产品）	5
图表 5：2016 飞科电器各产品毛利率（%）	5
图表 6：飞科电器历史大事记	6
图表 7：飞科电器股权结构图	6
图表 8：个人护理小家电市场规模构成	7
图表 9：各国个人护理小家电保有量（台/百户）	7
图表 10：2016-2020 年中国城镇化率增长预测	7
图表 11：中国城镇居民家庭人均可支配收入	7
图表 12：2008-2016 年我国网络购物交易规模	7
图表 13：个人护理小家电市场规模预测	8
图表 14：各国电动剃须刀保有量（台/百户）	8
图表 15：中国电动剃须刀市场规模及其增速	8
图表 16：各国电吹风保有量（台/百户）	9
图表 17：中国电吹风市场规模及其增速	9
图表 18：公司主要竞争对手概况	10
图表 19：剃须刀行业竞争格局	10
图表 20：主要电动剃须刀品牌零售均价（单位：元）	10

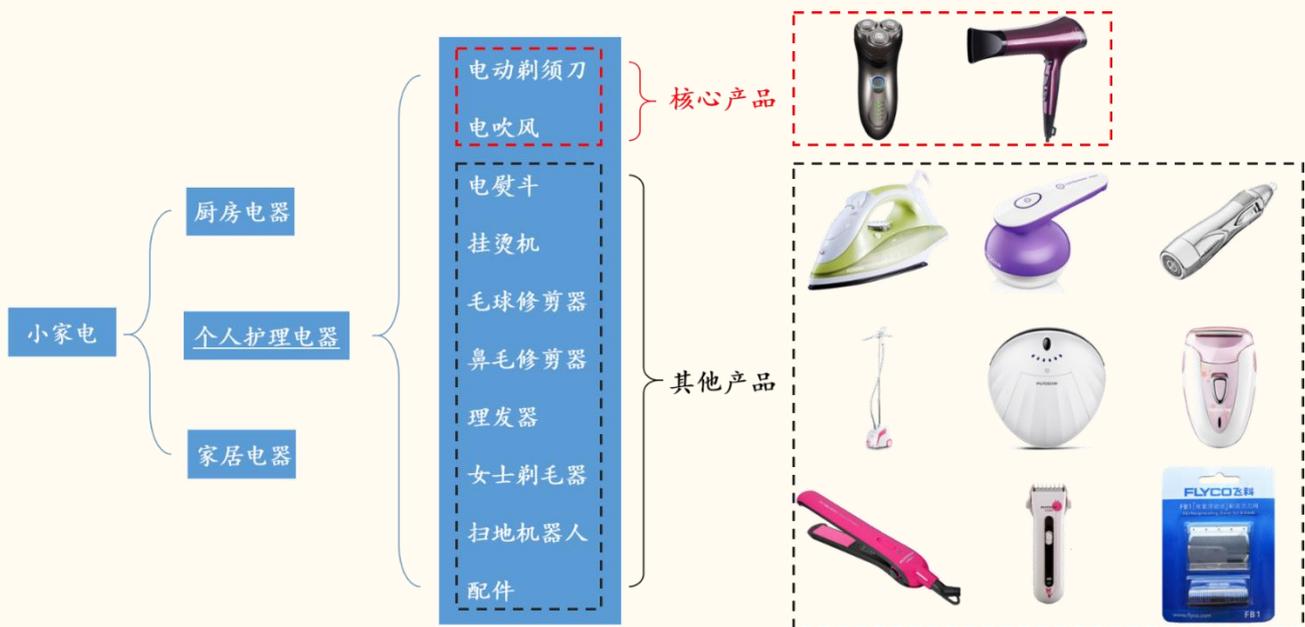
图表 21: 主要电吹风品牌零售均价 (单位: 元)	10
图表 22: 2011-2015 年我国电动剃须刀零售量市占率	10
图表 23: 2011-2015 年我国电吹风零售量市占率	10
图表 24: 2014 年中国电动剃须刀零售额市占率	11
图表 25: 2014 年中国电吹风零售额市占率	11
图表 26: 飞科电动剃须刀销量及其增长率	11
图表 27: 飞科电吹风销量及其增长率	11
图表 28: 飞科电动剃须刀销量市场占有率	12
图表 29: 飞科电吹风销量市场占有率	12
图表 30: 中美人均可支配收入差距较大 (元)	12
图表 31: 中国居民人均年总收入 (元)	12
图表 32: 中国仍有接近 6 亿乡村人口	13
图表 33: 线上电动剃须刀购物价格区间 (2016 年 11 月)	13
图表 34: 《消费者报道》电动剃须刀评测标准	14
图表 35: 5 款电动剃须刀综合评测结果	14
图表 36: 飞科 FS352 系列是央视最成功的广告之一	14
图表 37: 电动剃须刀品牌力指数	14
图表 38: 飞科电器销售渠道以经销模式为主	15
图表 39: 2013-2015 年营收各渠道占比	15
图表 40: 2015 年经销商区域分布	15
图表 41: 飞科在淘宝热销榜前 8 位中占据 7 席	16
图表 42: 可比公司毛利率水平 (%)	16
图表 43: 可比公司期间费用率水平 (%)	16
图表 44: 可比公司净利率水平 (%)	17
图表 45: 可比公司 ROE (摊薄) 水平 (%)	17
图表 46: 飞科电动剃须刀销售单价	17
图表 47: 三刀头旋转式剃须刀占比逐年提升	17
图表 48: 可比公司销售费用率	18
图表 49: 销售费用和公司营收相关度逐步减弱	18
图表 50: 可比公司管理费用率	18
图表 51: 研发投入逐步改善	18
图表 52: 经营性现金流净额与归母净利润比值	18
图表 53: 2016 年可比公司应收和应付周转天数	18
图表 54: 电动剃须刀总产量及外包率	19
图表 55: 电吹风总产量及外包率	19
图表 56: IPO 募集资金投资方向	19
图表 57: 募投产能提高自产比例	20

一、个护电器龙头打造国牌翘楚

1.1 国内个人护理电器龙头

- **专注个护电器十余年，全力打造国牌翘楚。**上海飞科电器创立于 2006 年，隶属小家电行业，从事个人护理电器的研发、生产与销售，主要产品为电动剃须刀和电吹风，辅助产品包括毛球修剪器、电熨斗、电动理发器等。公司收入主要源于国内市场，2016 年占比超过 99%；生产模式以外包为主，2015 年主要产品外包产量占比超过 70%。2016 年飞科电器实现营收 33.6 亿元，同比增加 21%。凭借品牌、渠道以及性价比优势，公司剃须刀和电吹风销量市占率逐年上升，已经成为与飞利浦并驾齐驱的业内巨头。

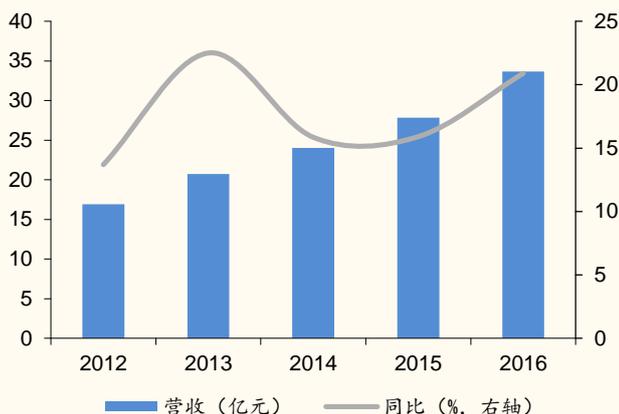
图表 1：飞科电器所属行业及主要产品



来源：招股说明书，公司官网，国金证券研究所

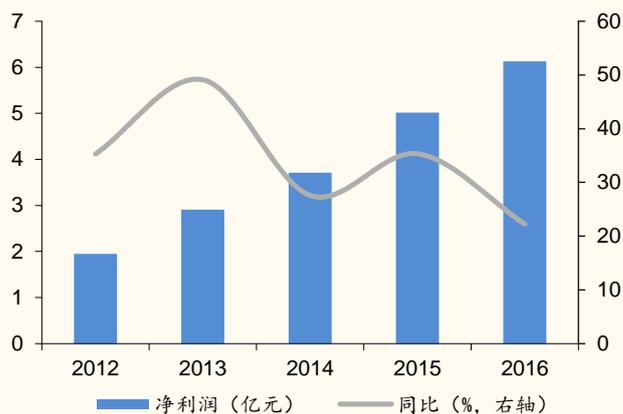
- **精准定位大众市场，盈利能力行业领先。**公司主要目标人群是消费大众，总体定位中低端。公司采取双品牌运营战略以应对不同市场需求，其主品牌“FLYCO 飞科”定位中端，覆盖公司旗下所有产品，主要价格区间位于 50-150 元；子品牌“POREE 博锐”定位低端，主营剃须刀，定价普遍低于 100 元，2016 年销售额达到 1.4 亿，同比增长 22%。过去五年，公司营收和净利润稳定增长，复合年均增速分别为 19%和 33%。2016 年受益于剃须刀均价及电吹风销量显著提高，公司实现营收 33.6 亿元 (YoY+21%)，归母净利 6.1 亿元 (YoY+22%)，综合毛利率 38%。公司依托轻资产战略，净资产收益率（摊薄）达 31%，盈利能力领先。

图表 2：飞科电器营业收入及其同比增速



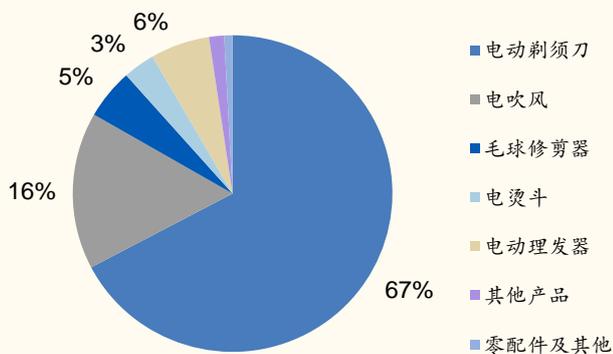
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：飞科电器归母净利润及其同比增速



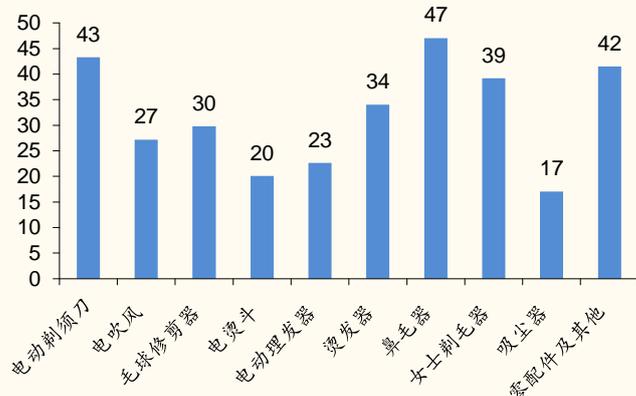
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2016 飞科电器营收拆分（按产品）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2016 飞科电器各产品毛利率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 管理层高度控股，创始人锐意进取

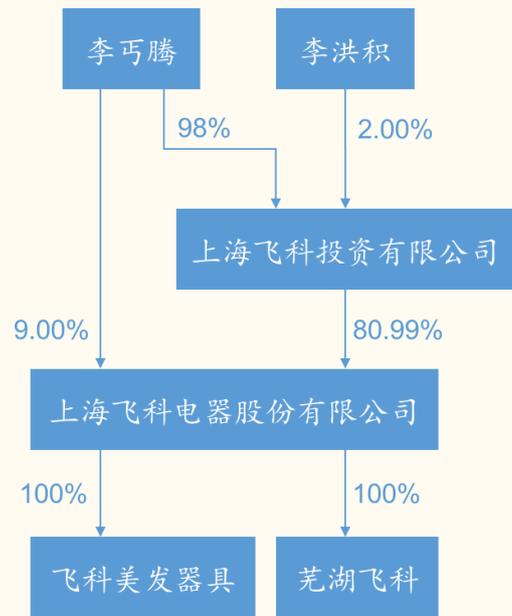
- **创始人锐意进取打造业内龙头。**1999 年，飞科创始人李丐腾先生成立飞科电器，独立研发出国内第一款双头电动剃须刀；随后凭借品牌运营和技术研发将“飞科”打造成中国电动剃须刀的龙头企业。通过屡次增资，收购飞科贸易、浙江飞科及温州飞科，李丐腾完成业内的首次大规模资源整合，结束国内剃须刀“低小散”的历史。
- **公司股权高度集中，大股东承诺五年内不减持。**飞科电器股权高度集中，公司董事长李丐腾先生直接和间接持有公司 89.99% 股份，并承诺在 3 年锁定期满后两年内不减持，飞科股价稳定的预期充分。实际控制人李丐腾先生今年 45 岁正当壮年，预计公司将在其带领下沿着品牌提升、份额扩大、业绩增厚的良性通道中持续前进。

图表 6：飞科电器历史大事记

1999年	李巧腾先生创办永嘉县飞科电器有限公司，并独立研发国内首款电动剃须刀
2006年6月	李巧腾及其配偶林育娥各出资500万元，成立飞科有限
2007年2月	李巧腾夫妇将所有出资转让给飞科集团
2009年1月	飞科集团历经两次增资，注册资本达到3000万元
2011年3月	飞科集团将90%飞科有限股权转让给飞科投资，10%股权转让给李巧腾先生
2012年9月	公司各股东按比例增资，注册资本达到6000万元
2012年11月	飞科有限变更为股份有限公司，总股本3570万股
2014年12月	以未分配利润转增股本，总股本增至39200万股
2016年4月	飞科电器于A股IPO上市

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 7：飞科电器股权结构图



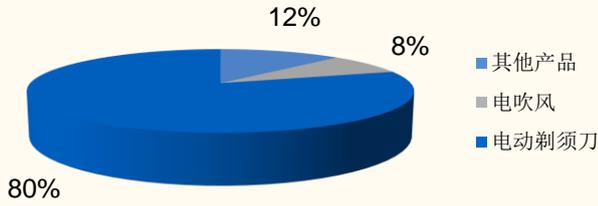
来源：招股说明书，国金证券研究所

二、市场空间持续扩容，竞争格局稳中有进

2.1 个护电器拓展空间较大

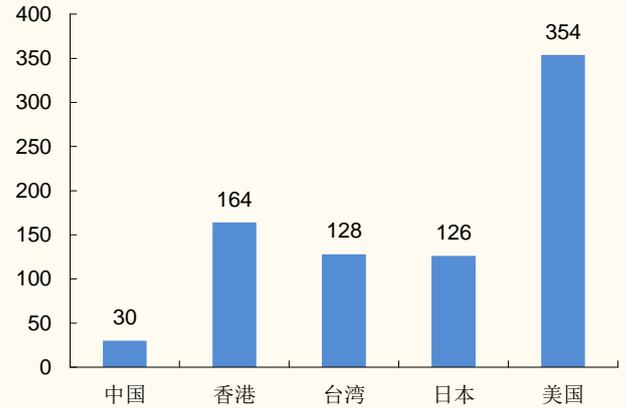
- **个人护理小家电保有量提升空间较大。**个护小家电主要包括电吹风、电动剃须刀、电熨斗、挂烫机、女士剃毛器、电动牙刷等。根据国家电网，目前 80%的个护小家电市场规模由电动剃须刀占据，此外电吹风占比达到 12%。中国个护小家电市场尚处于发展初期，普及率较低、消费水平提高、购买渠道拓宽等原因将促使相关市场规模与日俱增。
- **国内个护小家电保有量较海外差距明显。**从小家电行业整体保有量来看，欧美发达市场小家电品类约为 200 种，而我国仅有不到 100 种。中国家庭平均小家电拥有量不到 10 件，低于欧美国家每户 20-30 件的水平。从个护小家电普及率的角度，2016 年国内每百户家庭拥有 30 台个护小家电，相较美国（354 台/百户）、日本（126 台/百户）、香港（164 台/百户）、台湾（128 台/百户）等成熟市场上升空间较大。
- **城镇化率和居民可支配收入上升促进市场规模扩大。**2016 年我国城镇化水平 57%，明显低于发达国家 85%的平均水平。预计 2020 年城镇化率将达到 63%左右，城镇化率每提高 1 个百分点对应 1000 多万人进入城镇居住和生活，从而为个人护理电器行业的发展提供良好的社会基础。另外，随着城镇居民可支配收入逐步增加，消费者对生活品质日益重视进一步提升了个人护理小家电产品的增长空间。
- **电商兴起拓宽购买渠道。**近年我国电商呈现快速增长态势，2008-2016 年我国网购交易规模复合年均增长率高达 59%。个人护理电器消费者地域分布广泛、购买量小，一般不适宜厂家直接销售，电子商务等零售终端的快速发展扩大了行业发展空间，同时使得商品从生产者到消费者之间的流转效率更高，有利于企业品牌化和规模化运营。
- **快消属性+消费升级利于行业扩容。**个人护理电器更新周期较短，中国剃须刀和电吹风的使用寿命一般 5 年左右，低于大型家电超过 10 年的更换周期。另外，消费者对个人护理电器品质的愈发重视进一步缩短行业更新周期，从而有利于更新需求的释放。

图表 8：个人护理小家电市场规模构成



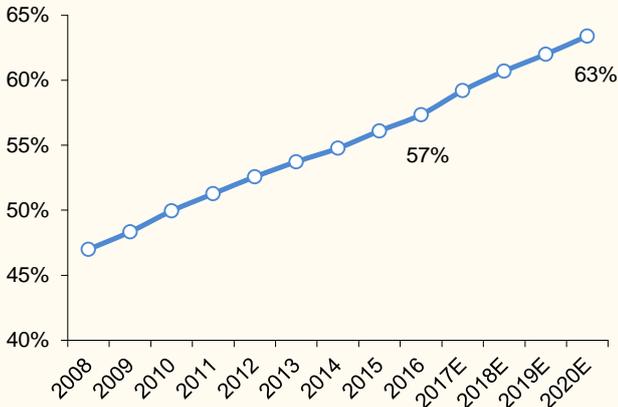
来源：国家电网，国金证券研究所

图表 9：各国个人护理小家电保有量（台/百户）



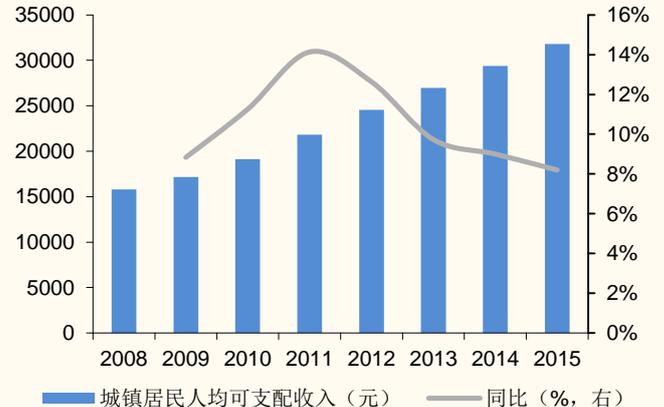
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 10：2016-2020 年中国城镇化率增长预测



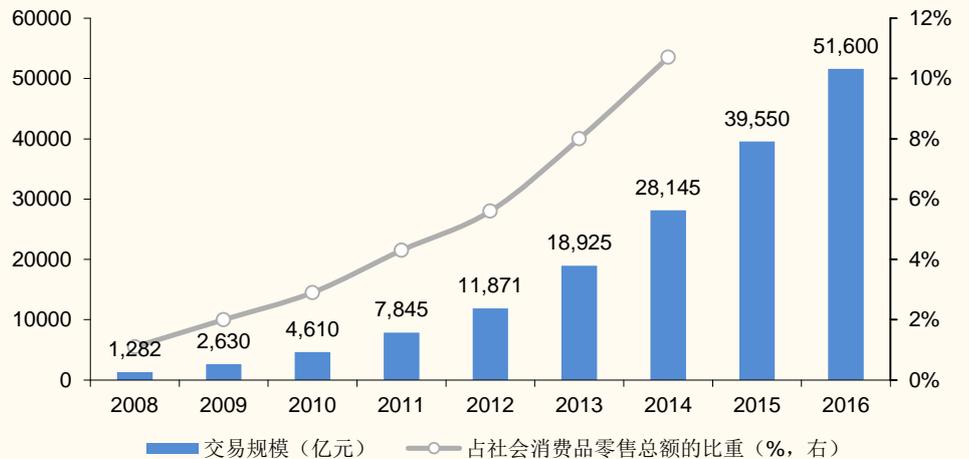
来源：《2016-2020 中国城镇化率增长预测报告》，国金证券研究所

图表 11：中国城镇居民家庭人均可支配收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

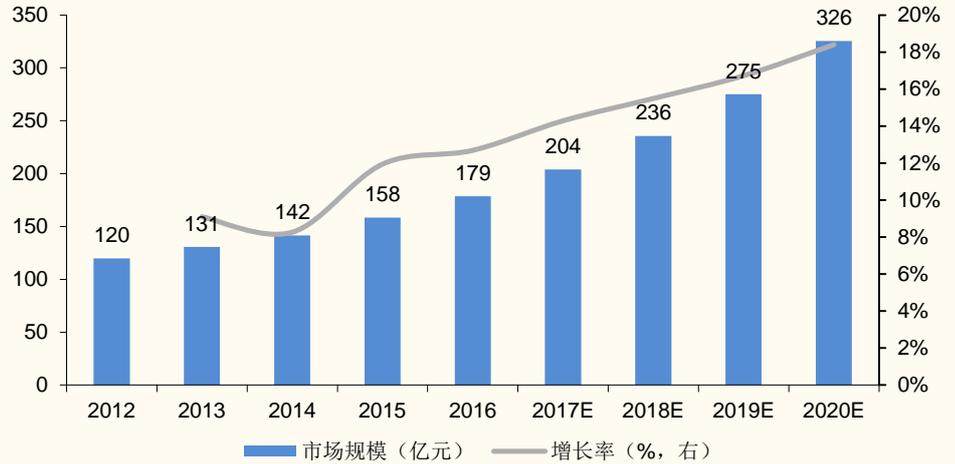
图表 12：2008-2016 年我国网络购物交易规模



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **预计 2020 年个人护理小家电市场将超 300 亿元。**综上所述，目前中国个护小家电普及率与海外差距较大，随着城镇化持续推进，居民可支配收入上升，电商渠道快速发展，以及消费升级推动的产品更新，个人护理小家电市场的成长空间值得期待。根据中国家电网预测，2020 年个护小家电市场规模将增至 326 亿元，2017-2020 年复合年均增速达到 17%。

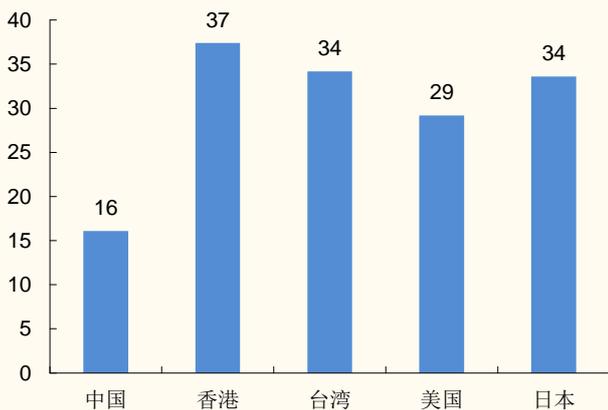
图表 13：个人护理小家电市场规模预测



来源：中国家电网，国金证券研究所

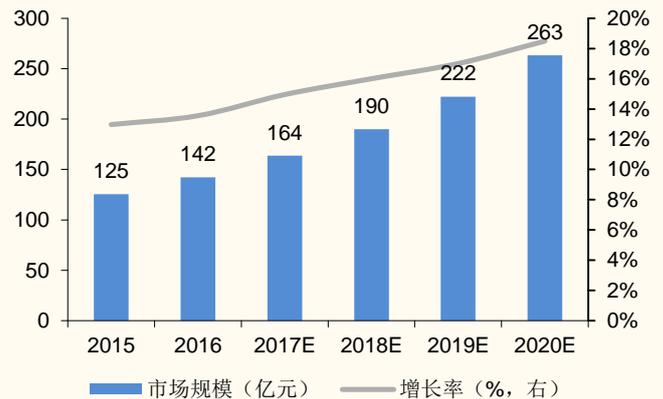
- **电动剃须刀普及率较低，预计未来 3 年复合增速 17%。**目前中国电动剃须刀保有量为 16 台/百户，普及率低于美国 (29 台/百户)、日本 (34 台/百户)、香港 (37 台/百户)、台湾 (34 台/百户) 等国。电动剃须刀从耐用消费品向快速消费品过度的趋势不变，中国家电网预测 2020 年中国电动剃须刀市场规模将增长至 263 亿元，2017-2020 复合年均增速为 17%。

图表 14：各国电动剃须刀保有量 (台/百户)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

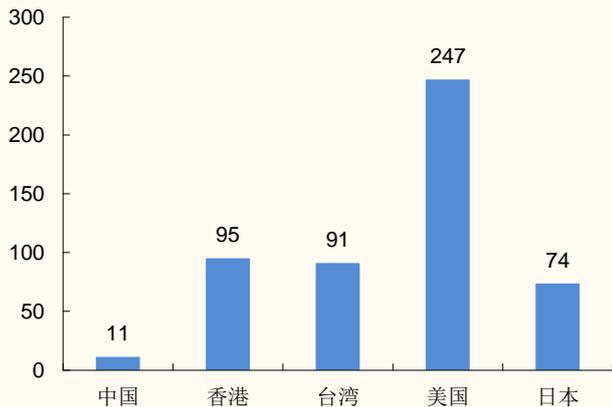
图表 15：中国电动剃须刀市场规模及其增速



来源：中国家电网，国金证券研究所

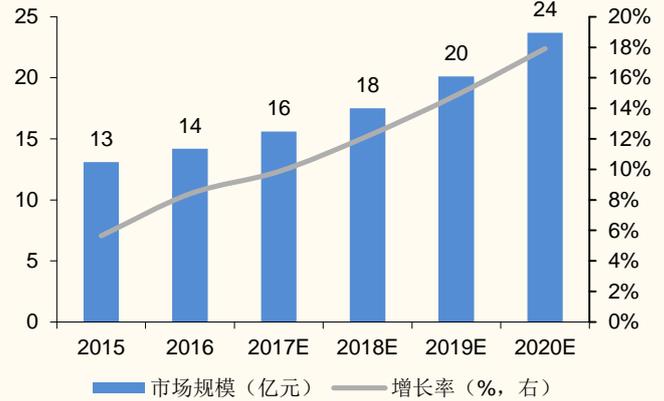
- **电吹风渗透率较低，预计未来 3 年复合增速 14%。**目前我国电吹风保有量为 11 台/百户，远低于美国 (247 台/百户)、日本 (74 台/百户)、香港 (95 台/百户)、台湾 (91 台/百户) 等国。中国家电网预测 2020 年中国电吹风市场规模将增长至 24 亿元，2017-2020 复合年均增速为 14%。

图表 16: 各国电吹风保有量 (台/百户)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 17: 中国电吹风市场规模及其增速

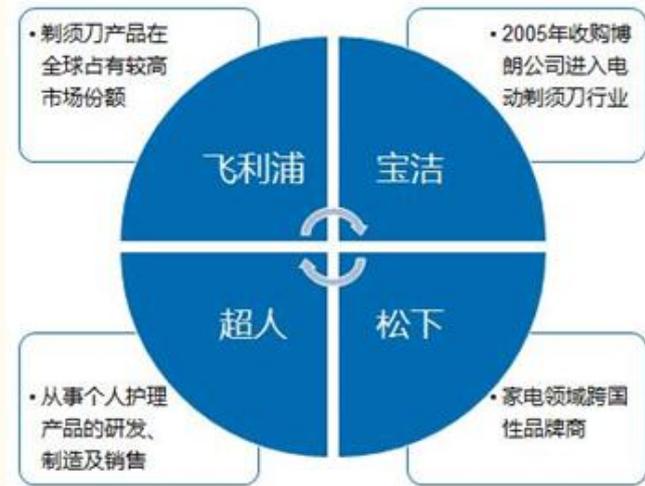


来源: 国家电网, 国金证券研究所

2.2 竞争格局: 内外品牌错位竞争, 行业集中度稳中有升

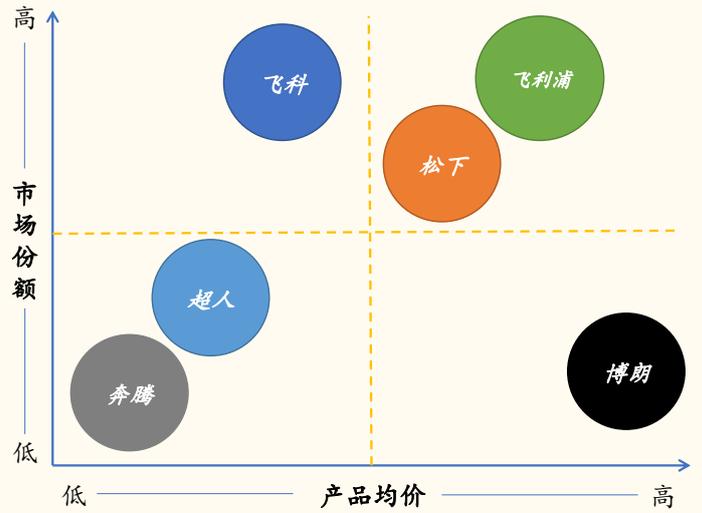
- **外资品牌占据高端市场, 国产品牌坚持中低端路线。**中国个人护理电器的高端市场被飞利浦、松下、博朗等外资品牌占据, 本土品牌竞争力相对有限。但另一方面, 以飞科为代表的国产品牌抓住电商用户激增、国外品牌定价较高的契机, 采用“高性价比”和“机海战术”迅速覆盖中低端消费群体。以电动剃须刀零售价为例, 飞利浦等国外公司主要侧重于 200-600 元的价格区间, 而以飞科为代表本土品牌的零售价一般在 50-150 元。
- **市场份额: 内资品牌明显上升, 外资品牌有所分化。**从零售量占比的角度, 国产剃须刀占比从 2010 年的 28% 上升至 2015 年的超过 50%, 其中飞科的销量占比由 28% 上升至 35%, 超人的市场份额已经突破 10%; 外资品牌占比总体下滑, 其中飞利浦剃须刀销量占比基本稳定, 长期占据近 40% 的市场份额; 松下由于更新换代过慢、新技术乏善可陈日渐式微; 技术实力出众的德国博朗则呈现明显的上升势头。在零售额占比方面, 由于国外品牌价格高昂, 外资品牌仍然占据强势地位, 2014 年飞利浦的零售额占比超过 60%, 相比之下国产头牌飞科电器的占比为 17%。
- **个护电器行业集中度稳中有升。**个人护理电器行业集中度较高, 竞争格局已基本形成。零售量占比层面, 2015 年电动剃须刀 CR2 和 CR3 分别达到 74% 和 87% (飞科、飞利浦、超人各占比 39%、35%、13%), 电吹风 CR2 和 CR3 分别为 62% 和 77% (飞科、飞利浦、松下各占比 29%、33%、15%)。整体来看, 无论是剃须刀还是电吹风都在 2011-15 年经历了集中度提升的过程, 以剃须刀为例, 行业 CR3 由 2011 年的 81% 升至 2015 年的 87%。我们判断随着行业准入门槛提高, 只有加快规模化经营、占据较大市场份额的企业才更能在市场中立足; 与此同时, 不注重品牌建设、依靠低价低品质生存下来的小企业将逐渐退出历史舞台, 产业集中度将进一步提升。

图表 18: 公司主要竞争对手概况



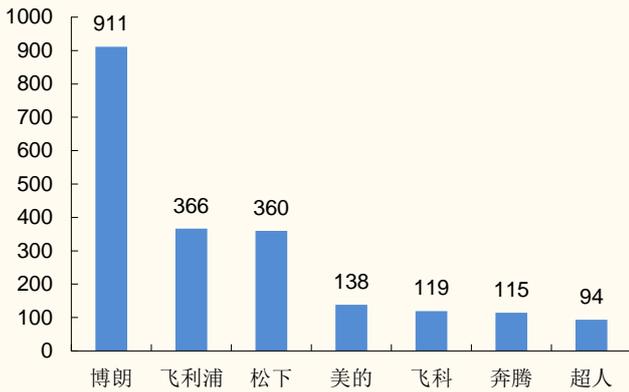
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 19: 剃须刀行业竞争格局



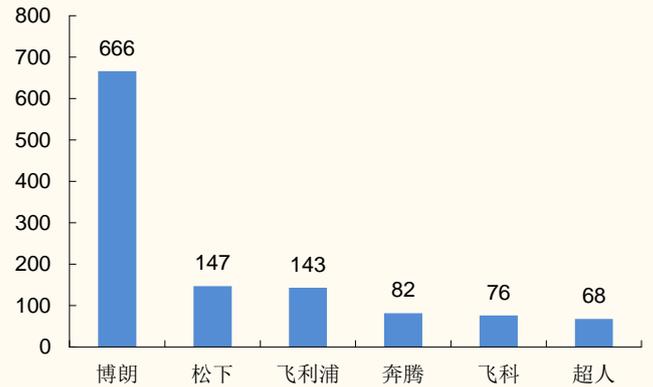
来源: 国金证券研究所

图表 20: 主要电动剃须刀品牌零售均价 (单位: 元)



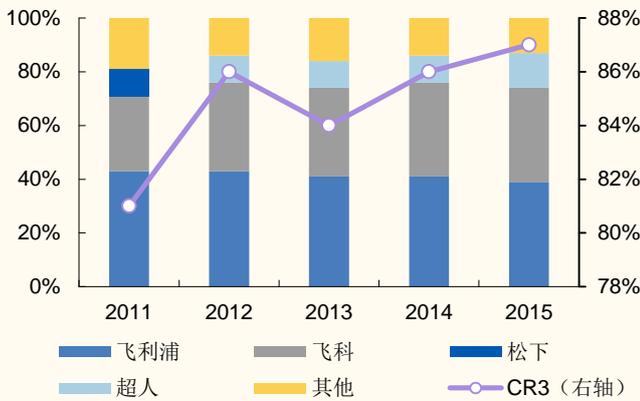
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 21: 主要电吹风品牌零售均价 (单位: 元)



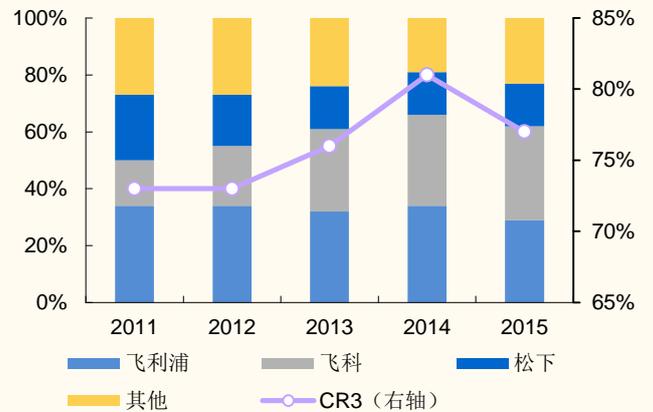
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 22: 2011-2015 年我国电动剃须刀零售量市占率



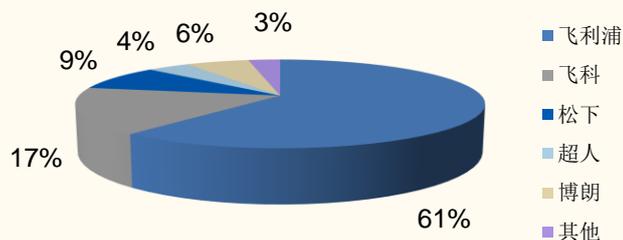
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 23: 2011-2015 年我国电吹风零售量市占率



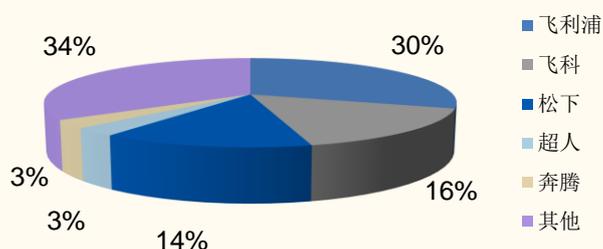
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 24：2014 年中国电动剃须刀零售额市占率



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 25：2014 年中国电吹风零售额市占率



来源：中怡康，国金证券研究所

三、精准定位+品牌打造+电商发力=市场份额提升

三个特点是影响中国个人护理电器市场份额的重要因素，即较高的综合性价比、出色的品牌运营以及高效的销售渠道。飞科电器精准定位大众消费、大量广告投入塑造优势品牌、电商渠道高速增长等都成为公司市占率不断攀升的有效助推剂。以电动剃须刀为例，2009-2016 年飞科剃须刀销量由 1684 万台增至 5820 万台（复合年均增速 19%）；零售量市场份额逐年上升，由 2009 年的 26% 跃升至 2015 年的 35%。中怡康的统计口径为一二线城市样本门店（超市、百货、家电连锁），考虑到飞科在三四线城市的受众群体更为广泛，公司在个护小家电领域的实际销售量份额高于中怡康的相关统计数据。另一方面，从零售额市占率的角度来看，公司目前剃须刀出厂价 40 元左右，较剃须刀合理出厂价（80~150 元）尚有距离，长期提价空间远大于飞利浦等竞争对手，因此零售额市占率的稳步上升也具有较高的确定性。

图表 26：飞科电动剃须刀销量及其增长率



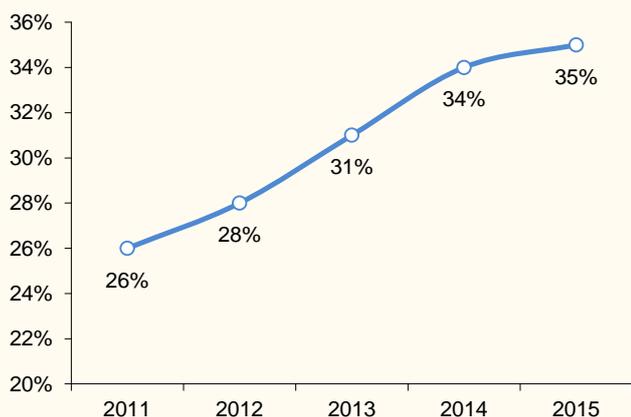
来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：飞科电吹风销量及其增长率



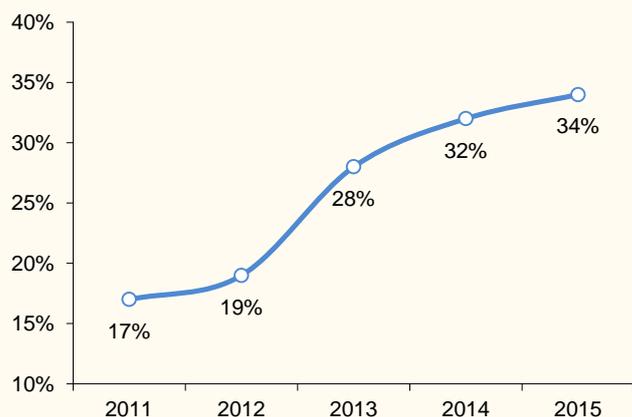
来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：飞科电动剃须刀销量市场占有率



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 29：飞科电吹风销量市场占有率

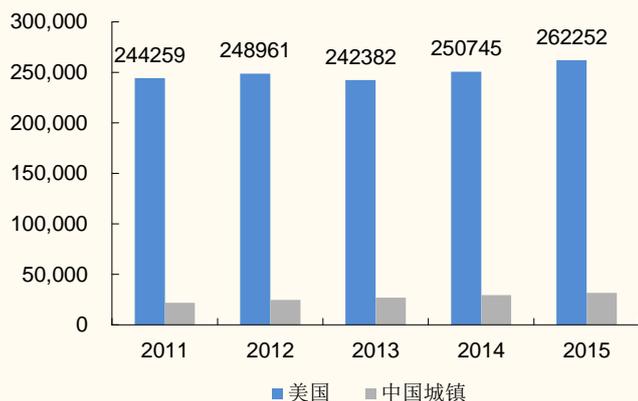


来源：中怡康，国金证券研究所

3.1 精准定位打造高性价比优势

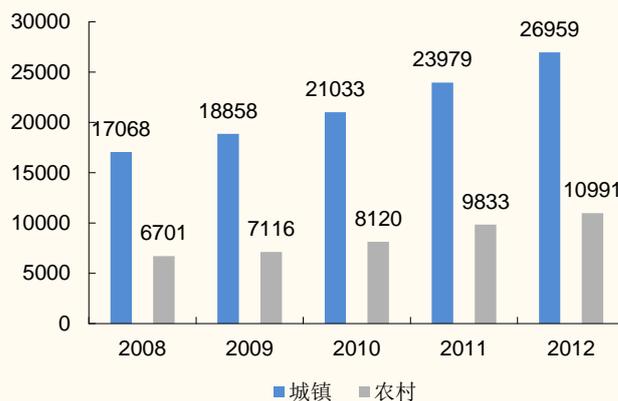
- 精准定位契合国内需求：在价格上优于洋货，在质量上超过国货。**早在创业之初，公司董事长李巧腾就意识到国内剃须刀处在低质量低价格的状态，而国外产品质量突出但中国消费者通常难以承受几百甚至上千元的单价。因此，飞科电器的定位即在价格上优于国外品牌的同时在质量上超过国内品牌。飞科电器的产品定位恰好抓住了当前国内客户对剃须刀、电吹风等个护小家电的消费诉求。
- 价格的维度：大众定位符合中国国情。**(1) 中国人均消费水平相对国外仍然不高，2015 年美国人均可支配收入超过 26 万人民币，而中国城镇居民可支配收入仅 3.2 万元；(2) 2016 年中国城镇化率不到 60%，仍有接近 6 亿乡村人口，农村普遍不高的消费水平难以支撑价格昂贵的国外品牌；(3) 决策狗数据显示，电动剃须刀 2016 年 11 月的零售市场均价为 132 元，消费者购买最多的产品价格段集中在 50-100 元（销量占比接近 50%），飞科的低价策略受到目前国内消费者充分认可。

图表 30：中美人均可支配收入差距较大（元）



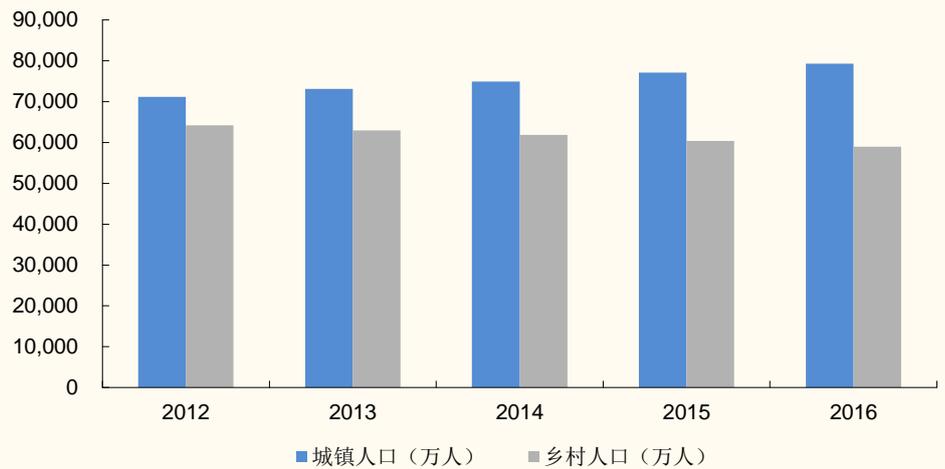
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：中国居民人均年总收入（元）



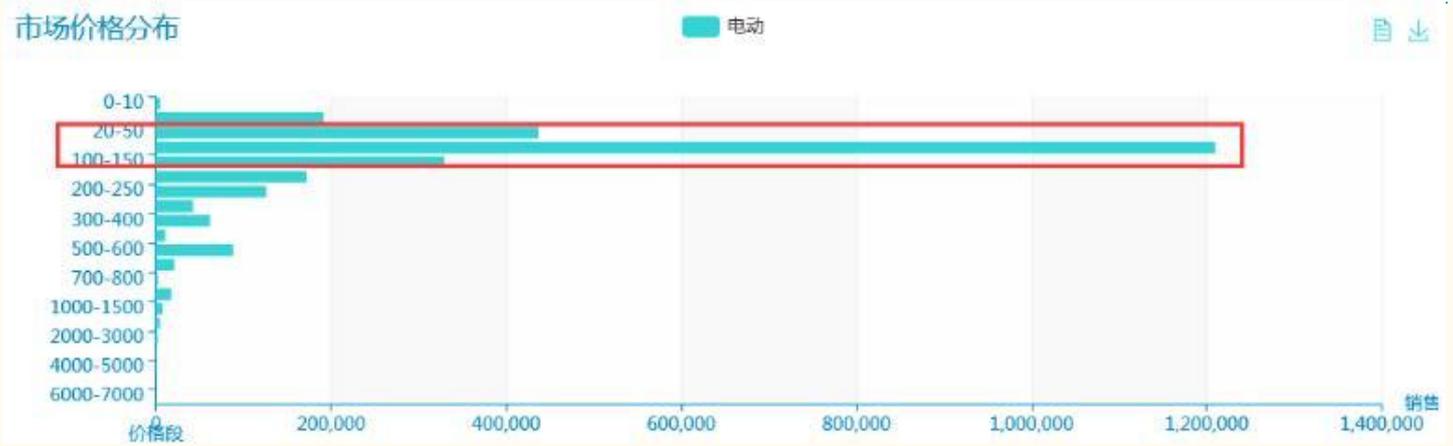
来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：中国仍有接近 6 亿乡村人口



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：线上电动剃须刀购物价格区间 (2016 年 11 月)



来源：决策狗，国金证券研究所

- 产品质量的角度：性能不凡突出性价比优势。**此前《消费者报道》向第三方权威检测机构送检了飞利浦、飞科、博朗、松下、超人 5 款剃须刀的同时邀请了 5 名体验者进行主观体验测评。综合剃须效率、舒适度、操作体验三方面考虑，评测结果显示单价仅 150 元的飞科 FS 351 位列第三，仅稍落后价格超过 600 元的博朗和飞利浦，而且在综合评测中超过了松下 ES-ST25 (799 元) 以及超人 SA 5810 (199 元)，充分体现了飞科电器的优异质量以及超强的性价比优势。

图表 34:《消费者报道》电动剃须刀评测标准



来源: 消费者报道, 国金证券研究所

图表 35: 5 款电动剃须刀综合评测结果

5 款电动剃须刀综合评价 (图 7)					
品牌	剃须效率	舒适体验	操作体验	综合评分	价格/元
博朗360s-4	3.9	3.7	4.0	★	699
飞利浦PT 877	3.7	3.8	3.9	★	619
飞科 FS 351	3.3	4.0	3.6	★	150
松下ES-ST25	4.0	3.3	3.6	★	799
超人SA 5810	3.5	3.2	3.8	★	199

参考价格来自于 2015 年 8 月京东、苏宁易购及各品牌网上商城售价

来源: 消费者报道, 国金证券研究所

3.2 营销投入铸造非凡品牌

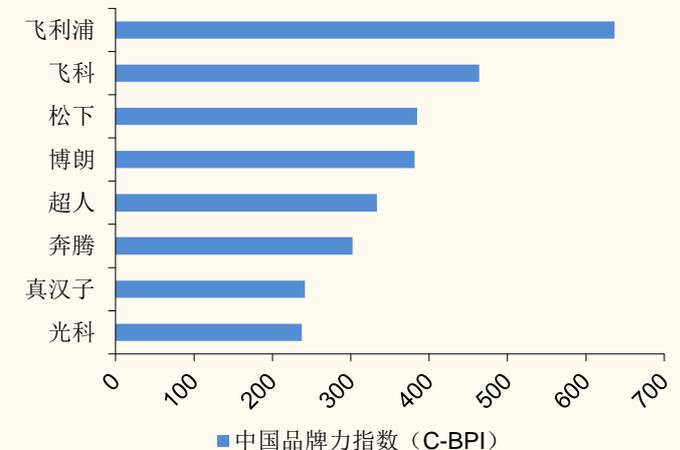
- 多年品牌经营铸就非凡影响力。**飞科每年投入巨资通过多层次的媒体平台和经销终端提升品牌知名度和影响力。一方面，公司对“天下足球”、“快乐大本营”、“中国好声音”等重点节目进行覆盖的同时充分运用网络、户外和平面广告等多层次媒体平台进行立体式宣传（“飞科剃须刀，全方位浮动剃须，三环弧面刀网，全身水洗”已成为央视最为家喻户晓的广告词之一）；另一方面，公司通过覆盖面广的经销终端积极开展各种促销、推广活动，持续进行品牌宣传，以增进消费者对产品的体验度，加强消费者对飞科品牌的认知。2013 年至 2015 年，公司广告投入累计 4.5 亿元，占同期营业收入的 6.2%。持续的营销投入充分提升了公司的品牌影响力，在中国品牌力指数中的电动剃须刀排行榜中，飞科以 464 分仅次于飞利浦（637 分）高居第二，品牌力指数远高于松下（384 分）、博朗（382 分）等。

图表 36: 飞科 FS352 系列是央视最成功的广告之一



来源: 飞科官网, 国金证券研究所

图表 37: 电动剃须刀品牌力指数

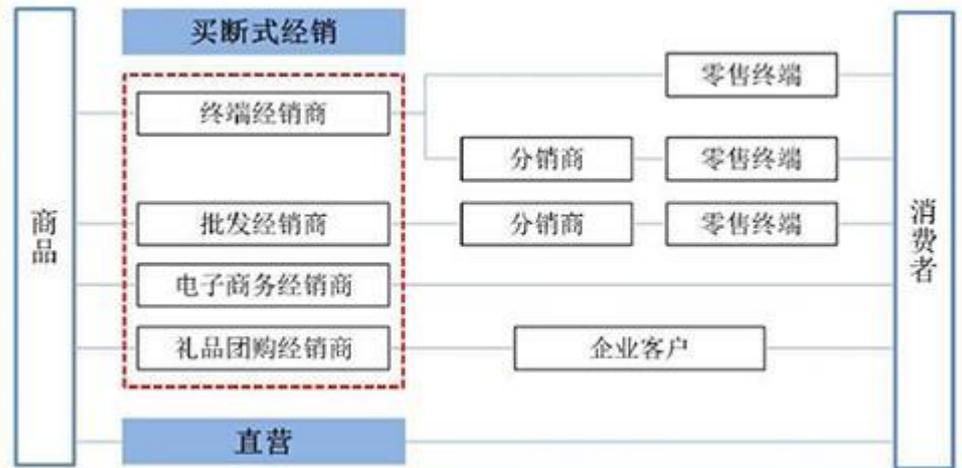


来源: Chnbrand, 国金证券研究所

3.3 渠道不断完善，电商高速发展

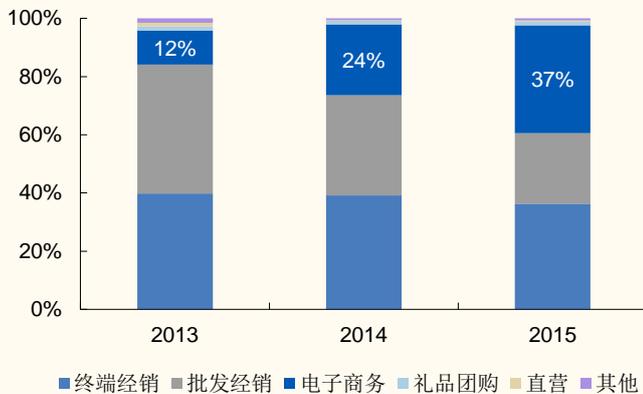
- **经销为主，直营为辅。**公司产品销售以经销模式为主，辅以少量直营。按照渠道差异，经销渠道包括终端经销、批发经销、电子商务经销、礼品团购经销；直营渠道包括电子商务（飞科商城）、专卖店、商超。2015 年经销模式产生的收入占公司主营业务收入的比重高达 99%，在可预见的未来公司产品销售仍将主要采用经销模式。

图表 38：飞科电器销售渠道以经销模式为主



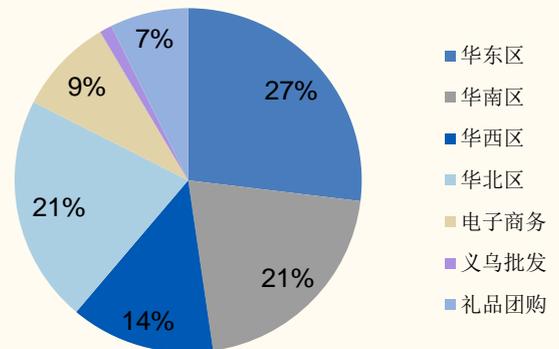
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 39：2013-2015 年营收各渠道占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 40：2015 年经销商区域分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **电商成为营收增长主要动力。**小家电的电商化趋势明显，飞科持续加大对电商渠道的推广力度，目前电商渠道已经成为公司重要的销售增长点。2013-15 年间电商的总营收占比从 12% 跃升至 37%。2016 年电商实现销售收入 14.87 亿元（占总营收 44%），较 2015 年增长 4.6 亿元（+44%），由于 2016 年营收增长共计 5.8 亿元，电商收入增长的贡献已接近 80%。从淘宝网的热销榜来看，8 大销量最大的电动剃须刀机型中飞科占据前 7 大（其中 6-7 位为子品牌博锐），显示公司产品在电商渠道的市占率举足轻重。未来飞科将深化与淘宝、京东等知名电商平台的合作，保持公司产品的爆款排名，并充分利用各大平台的重要促销以增加销量。

图表 41：飞科在淘宝热销榜前 8 位中占据 7 席

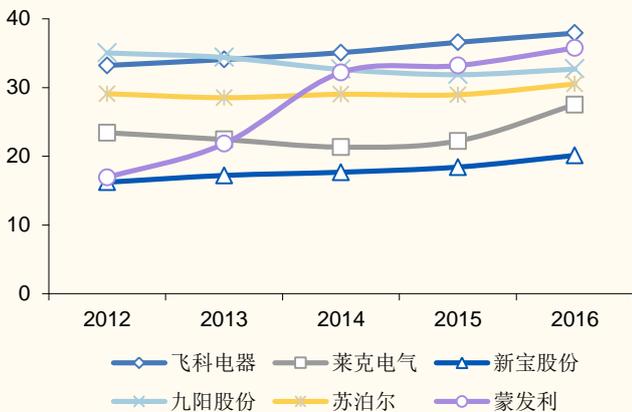


来源：淘宝网，国金证券研究所

四、高利润率+轻资产运营=盈利水平领先

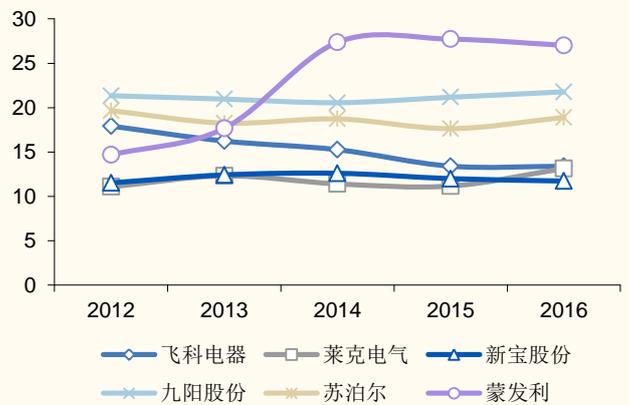
2012-2016 年间，飞科电器的 ROE 处在 30%-50% 的较高水平，长期高于可比公司。飞科净资产收益率水平较高源于两点：(1) 公司主营业务毛利率较高叠加期间费用率控制得当导致净利率水平明显高于同类公司；(2) 飞科大部分生产采取外包模式，轻资产运营是净资产收益率较高的原因之一。

图表 42：可比公司毛利率水平 (%)



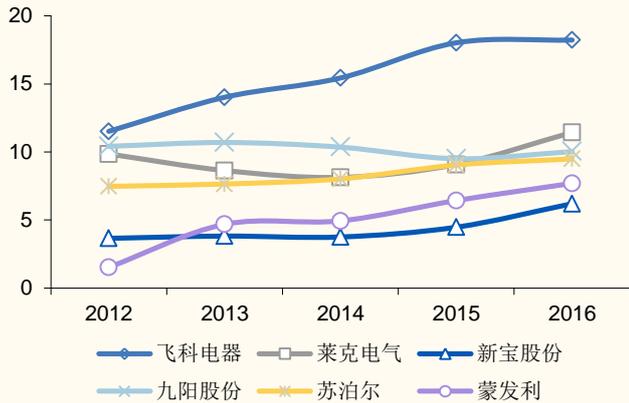
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：可比公司期间费用率水平 (%)



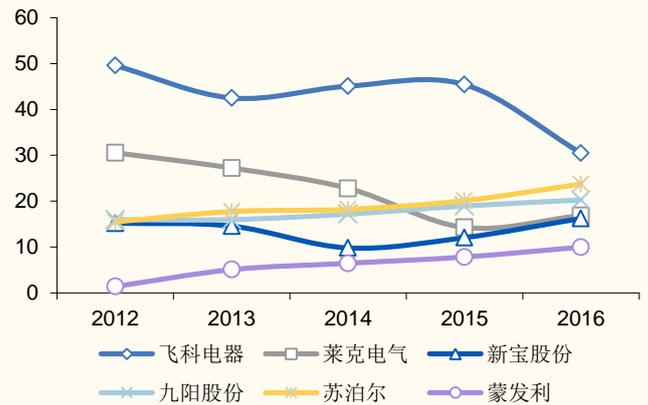
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44: 可比公司净利率水平 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 可比公司 ROE (摊薄) 水平 (%)

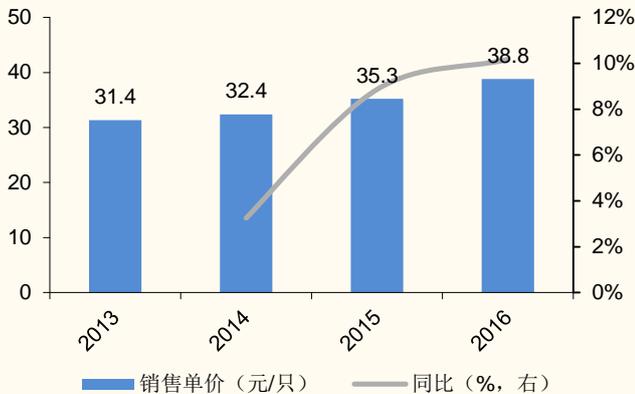


来源: Wind, 国金证券研究所

4.1 高利润率和盈利质量并重

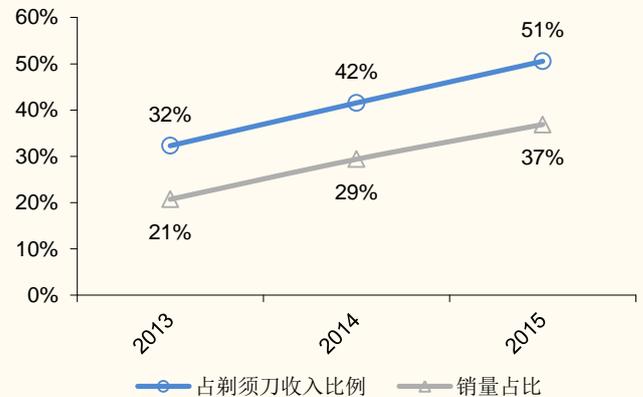
- 毛利率水平突出且逐年上升。2016 年公司综合毛利率 38%，高于九阳股份 (33%)、苏泊尔 (31%)、莱克电气 (28%) 等小家电可比公司。飞科电器产品迭代速度较快，销售单价稳步上升以及高毛利新品占比提高是毛利率逐年提升的主要原因。以剃须刀为例，2013-16 年公司电动剃须刀平均单价由 31.4 元/只上升至 38.8 元/只；毛利率较高的三刀头旋转式剃须刀的。此外，公司产品在大众消费市场拥有定价权和品牌溢价，上下游议价能力较强是毛利率水平较高的重要原因。

图表 46: 飞科电动剃须刀销售单价



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

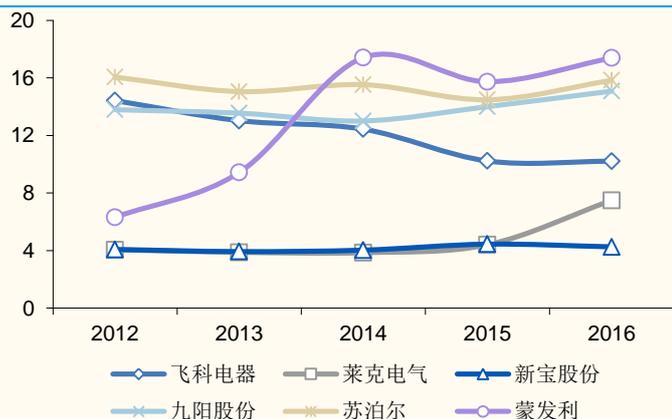
图表 47: 三刀头旋转式剃须刀占比逐年提升



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

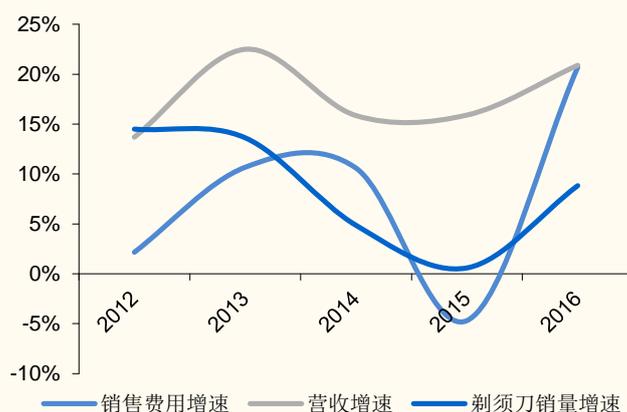
- 销售费用控制得当，研发投入逐步增加。公司的销售费用在整体期间费用中占比 80%左右，2012-2016 年销售费用率呈逐年下降趋势，主要由于公司在个人护理电器行业逐步建立竞争优势，稳中有升的广告投入就有较好的宣传效果。图表 49 显示公司销售费用与营业收入的正相关逐步减弱：2012-14 年营收增速和销售费用增速几乎同步运行，而近两年收入增速随销售费用变化的趋势较为平缓，表明飞科逐步告别由营销带动产量的模式，反之公司在产品结构优化和均价提升方面加大投入。2012-2016 年研发投入占营收比重逐步上升，公司计划将 IPO 募集资金中的 2.4 亿用于新建研发及管理中心项目，截至 2016 年底，基建主体已完工，处于室内装修阶段。新增的研发投入将主要用于剃须刀的刀网、电机、电池及表面工艺的研发创新，以及理发器、电熨斗、吸尘器、空气净化器等新产品的研发。

图表 48: 可比公司销售费用率



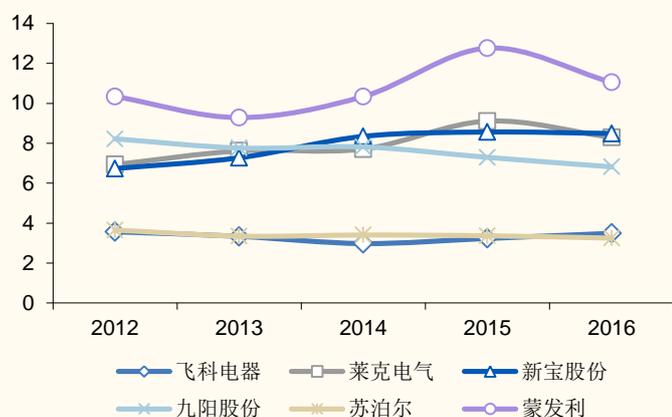
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 销售费用和公司营收相关度逐步减弱



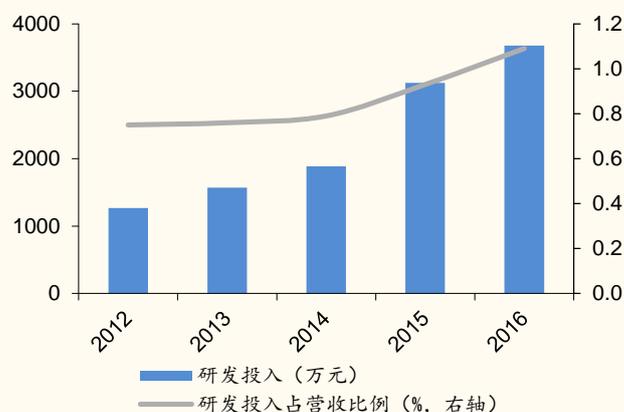
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 可比公司管理费用率



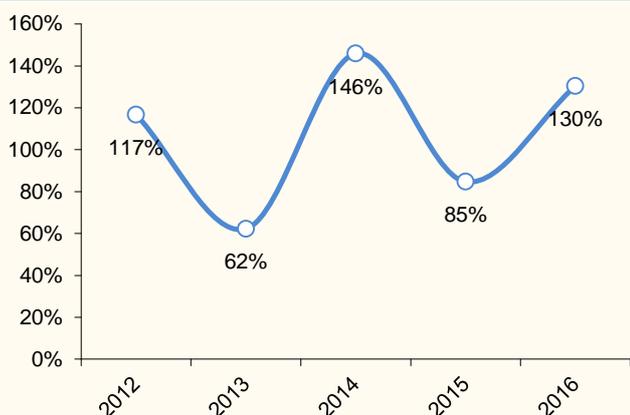
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 研发投入逐步改善



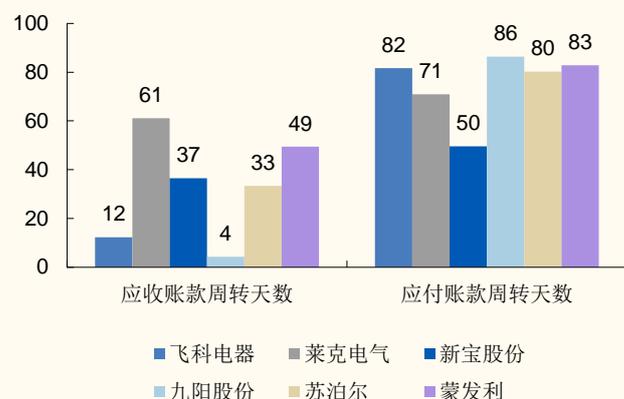
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 经营性现金流净额与归母净利润比值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 2016 年可比公司应收和应付周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

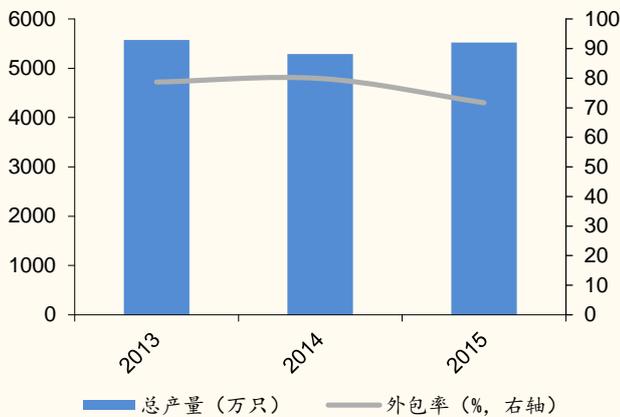
■ **盈利质量出众展现行业强势地位:** 飞科电器净利润含金量较高, 经营性现金流净额与归母净利润的比例长期处于较高水平 (2016 年为 130%), 显示公司行业地位强势、上下游议价能力突出。从可比公司的角度, 飞科电

器应收账款周转天数和应付账款周转天数分别为 12 天和 82 天，均是同类公司的领先水平。

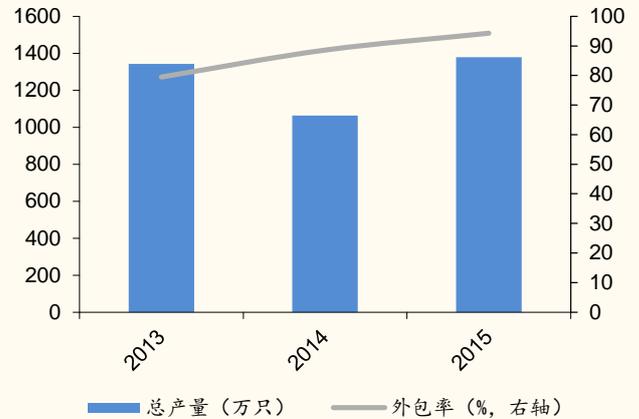
4.2 轻资产运营模式聚焦品牌与研发

- **轻资产运营聚焦品牌与研发。**飞科电器自创立后即采用大部分生产外包，仅自主生产新技术产品及高端产品的轻资产商业模式。2013 至 2015 年间，公司两大核心产品电动剃须刀及电吹风的平均外包率分别为 77%与 87%。与传统的自有资本经营相比，轻资产运营能够让企业获得更强的盈利能力及更快的发展速度。对于飞科而言，轻资产模式的优势基于三点：（1）更专注于产品研发与品牌建设；（2）充分利用外包厂家所在地的集群效应和生产成本优势，降低公司整体运营成本，提高产品毛利率；（3）降低固定资产投入，削减折旧等开支，管理费用常年维持低位。

图表 54：电动剃须刀总产量及外包率



图表 55：电吹风总产量及外包率



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **募投产能提高自产比例。**公司通过 IPO 募集 7.28 亿元，其中 50%用于公司位于松江及芜湖的生产基地的扩产项目，预计分别新增 670 万只、1680 万只个护电器产能，实现原有产能翻番。该扩产项目预计于 2017 年完成，届时电动剃须刀和电吹风的总体自产比例将达到 43%。该项目将减少因外包厂家经营或其他问题而对公司业绩带来影响的风险，保证生产经营的稳定性。

图表 56：IPO 募集资金投资方向

项目名称	投资总额 (亿元)	原有产能 (2015 年, 万只)	预计新增产能 (万只)
个人护理电器松江生产基地扩产项目	1.75	350	670
个人护理电器芜湖生产基地扩产项目	1.85	1670	1680
研发及管理中心项目	2.40	-	-
个人护理电器检测及调配中心项目	1.28	-	-
合计	7.28	2020	2350

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 57：募投产能提高自产比例

项目	电动剃须刀	电吹风	小计
2015 年自产产量①	1565	79	1643
募投项目新增产能②	2070	280	2350
2017 年新增产量③=②×80%	1656	224	1880
2017 年自产产量④=①+③	3221	303	3523
2017 年销量⑤=2015 年销量× (1+10%) ²	6472	1652	8124
2017 年自产比例⑥=④/⑤	49.77%	18.31%	43.37%

来源：招股说明书，国金证券研究所；注：假设 2016 年产能利用率 50%，2017 年达到相对稳定生产状态，产能利用率 80%；销量年复合增长率 10%；产销率 100%

五、投资建议&盈利预测

- **盈利预测假设：**（1）2017-19 年电动剃须刀销量增速为 5%-10%，产品单价年均提升 10%-15%，毛利率分别为 45%、47%、49%；（2）2017-19 年电吹风销量增速 15%左右，产品单价年均提升约 5%，毛利率分别为 28%、29%、30%；（3）2017-19 年其他品类小家电产品保持 20%左右的业绩增长。
- **投资建议：**个护电器保有量提升空间较大，行业竞争格局稳定且集中度仍有上升空间。飞科电器作为龙头企业充分受益行业扩容，精准定位+品牌效应+渠道扩张+研发升级确保公司在市场份额和盈利能力方面稳步前进。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.85 元、2.32 元以及 2.90 元，对应静态市盈率分别为 29.8、23.8、19.0 倍。给予公司 2017 年 33 倍 PE，对应目标价 61.05 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 市场竞争明显加剧；外包生产比例较高；劳动力成本上升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,401	2,783	3,364	3,984	4,738	5,635	货币资金	316	89	872	1,160	1,629	2,368
增长率		15.9%	20.9%	18.4%	18.9%	18.9%	应收账款	116	119	158	152	180	214
主营业务成本	-1,558	-1,764	-2,088	-2,383	-2,764	-3,204	存货	267	369	370	418	485	562
%销售收入	64.9%	63.4%	62.1%	59.8%	58.3%	56.9%	其他流动资产	144	419	661	670	673	677
毛利	843	1,018	1,276	1,601	1,974	2,431	流动资产	844	995	2,061	2,399	2,967	3,821
%销售收入	35.1%	36.6%	37.9%	40.2%	41.7%	43.1%	%总资产	59.2%	58.9%	74.0%	73.1%	74.1%	76.3%
营业税金及附加	-10	-14	-30	-36	-43	-51	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	477	565	594	749	898	1,039
营业费用	-299	-285	-344	-406	-483	-575	%总资产	33.5%	33.4%	21.3%	22.8%	22.4%	20.8%
%销售收入	12.4%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	无形资产	80	97	108	114	119	126
管理费用	-71	-90	-117	-139	-166	-197	非流动资产	580	695	723	883	1,037	1,185
%销售收入	3.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	40.8%	41.1%	26.0%	26.9%	25.9%	23.7%
息税前利润 (EBIT)	462	629	785	1,019	1,282	1,608	资产总计	1,424	1,690	2,784	3,282	4,004	5,006
%销售收入	19.2%	22.6%	23.3%	25.6%	27.1%	28.5%	短期借款	0	0	1	0	0	0
财务费用	4	2	10	21	29	41	应付款项	496	439	577	596	693	805
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	87	126	161	183	216	256
资产减值损失	0	0	-6	-1	0	0	流动负债	583	565	738	780	909	1,061
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	13	10	10	10	其他长期负债	19	21	36	124	143	167
%税前利润	1.1%	0.9%	1.6%	0.9%	0.7%	0.6%	负债	602	586	774	903	1,053	1,227
营业利润	471	637	802	1,049	1,321	1,659	普通股股东权益	822	1,104	2,010	2,379	2,951	3,778
营业利润率	19.6%	22.9%	23.8%	26.3%	27.9%	29.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	23	29	13	20	20	20	负债股东权益合计	1,424	1,690	2,784	3,282	4,004	5,006
税前利润	494	666	815	1,069	1,341	1,679	比率分析						
利润率	20.6%	23.9%	24.2%	26.8%	28.3%	29.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-123	-164	-202	-265	-333	-416	每股指标						
所得税率	25.0%	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	0.946	1.280	1.408	1.845	2.315	2.899
净利润	371	502	613	804	1,008	1,263	每股净资产	2.097	2.817	4.615	5.461	6.775	8.674
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.377	1.083	1.834	2.080	2.486	3.106
归属于母公司的净利润	371	502	613	804	1,008	1,263	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
净利率	15.4%	18.0%	18.2%	20.2%	21.3%	22.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	45.09%	45.43%	30.50%	33.79%	34.17%	33.42%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	26.03%	29.68%	22.02%	24.49%	25.18%	25.23%
净利润	371	502	613	804	1,008	1,263	投入资本收益率	42.18%	42.96%	29.35%	32.22%	32.67%	32.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	10	38	48	54	61	主营业务收入增长率	15.85%	15.90%	20.89%	18.44%	18.93%	18.92%
非经营收益	-3	-10	-16	-29	-30	-30	EBIT增长率	28.35%	36.21%	24.70%	29.85%	25.82%	25.40%
营运资金变动	162	-76	164	83	51	59	净利润增长率	27.58%	35.33%	22.23%	31.08%	25.45%	25.22%
经营活动现金净流	540	424	799	906	1,083	1,353	总资产增长率	35.65%	18.68%	64.73%	17.87%	22.01%	25.01%
资本开支	-218	-169	-84	-187	-188	-188	资产管理能力						
投资	-120	-270	-253	-1	0	0	应收账款周转天数	13.8	12.2	12.4	12.0	12.0	12.0
其他	6	6	14	10	10	10	存货周转天数	65.1	65.8	64.6	64.0	64.0	64.0
投资活动现金净流	-332	-433	-323	-178	-178	-178	应付账款周转天数	85.5	91.5	82.7	83.0	83.0	83.0
股权募资	0	0	741	0	0	0	固定资产周转天数	4.4	22.4	63.7	58.8	53.2	47.4
债权募资	0	0	0	-4	0	0	偿债能力						
其他	-232	-219	-435	-436	-436	-436	净负债/股东权益	-38.48%	-8.09%	-43.33%	-48.75%	-55.20%	-62.68%
筹资活动现金净流	-232	-219	306	-440	-436	-436	EBIT利息保障倍数	-127.0	-406.2	-76.3	-48.5	-44.4	-38.9
现金净流量	-24	-228	782	288	469	739	资产负债率	42.27%	34.66%	27.79%	27.52%	26.29%	24.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD