

# 飞科电器 (603868.SH)

## 个护小家电龙头，业绩持续增长

### ● 我国小家电行业已步入消费升级新阶段，个护小家电行业整体向好

小家电行业整体已步入消费升级新阶段，市场规模有望持续提升。个人护理电器市场通过产品创新和模式创新，预期未来增速快于整体行业。随着国内企业创新能力的加强，未来国产化率将稳步提升，国内龙头将最为受益。

### ● 品牌力+渠道力+产品力，有望实现强者恒强

公司是个人护理电器行业的国货龙头，定位于大众消费市场，剃须刀、吹风机龙头地位稳固。公司品牌、渠道、产品力均具有较强竞争优势，未来有望受益消费升级，实现强者恒强。具体来看，1) 品牌力：公司深耕电动剃须刀和电吹风市场，品牌形象深入人心，影响力较强；2) 渠道力：公司以经销为主，直营为辅的立体式营销渠道帮助公司实现了线下渠道稳中有升，电商渠道快速增长；3) 产品力：公司专注于产品研发和设计，创新能力突出，生产主要采用外包为主的轻资产模式。

### ● 传统产品优势保持，新品拓展可期

公司对传统产品通过技术升级持续更新，稳步提升剃须刀和吹风机的市场份额和均价；同时，公司通过研发在行业中具有较高技术水平的新产品（如电动牙刷、空气净化器、加湿器等），拓展公司业务品类，新品类的拓展有望为公司带来新的增长点。

### ● 业绩持续增长，“买入”评级

我们预计公司 2017-19 年收入为 40.4、48.4、57.2 亿元，同比增速为 20%、20%、18%；净利润为 8.1、10.1、12.3 亿元，同比增速为 31%、25%、22%，对应 2017 年为 30.4 倍，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

新品推广不及预期；原材料价格上涨。

### 盈利预测：

|             | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2783  | 3364  | 4037  | 4844  | 5716  |
| 增长率(%)      | 15.9% | 20.9% | 20.0% | 20.0% | 18.0% |
| EBITDA(百万元) | 639   | 817   | 1076  | 1342  | 1634  |
| 净利润(百万元)    | 502   | 613   | 805   | 1007  | 1229  |
| 增长率(%)      | 35.3% | 22.2% | 31.2% | 25.2% | 22.1% |
| EPS(元/股)    | 1.15  | 1.41  | 1.85  | 2.31  | 2.82  |
| 市盈率(P/E)    | 48.8  | 39.9  | 30.4  | 24.3  | 19.9  |
| 市净率(P/B)    | 22.2  | 12.2  | 10.7  | 9.3   | 8.0   |
| EV/EBITDA   | 39.3  | 30.9  | 23.6  | 19.0  | 15.7  |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

56.21 元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-30

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 436/44      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 22,647      |
| 每股净资产(元)      | 4.62        |
| 资产负债率(%)      | 27.79       |
| 一年内最高/最低(元)   | 62.26/44.15 |

### 相对市场表现



分析师：曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

飞科电器 (603868.SH)：业 2017-04-26

绩超预期、新品蓄势待发

飞科电器 (603868.SH)：业 2017-03-30

绩稳步增长，持续受益于消费升级

联系人：袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

## 目录索引

|  |    |
|--|----|
| 1. 投资建议 .....                          | 4  |
| 2. 个人护理小家电行业消费升级趋势明显 .....             | 5  |
| 2.1 小家电行业进入消费升级，市场规模有望持续提升 .....       | 5  |
| 2.2 个人护理小家电市场广阔，预计增速超行业整体水平 .....      | 5  |
| 2.3 国内厂商创新能力提升，国产份额有望持续提升 .....        | 6  |
| 3. 品牌、渠道、产品竞争力突出，有望实现强者恒强 .....        | 8  |
| 3.1 品牌力——优质品牌形象深入人心，品牌影响力不容小觑 .....    | 8  |
| 3.2 渠道力——立体式经销渠道确保市场强势地位 .....         | 9  |
| 3.2.1 线下销售——“强终端、深分销、铸团队”，收入稳中有升 ..... | 11 |
| 3.2.2 线上销售——电商收入占比持续提升，成为新的销售增长点 ..... | 11 |
| 3.3 产品力——自主研发能力强，生产外包的轻资产模式 .....      | 12 |
| 3.3.1 专注于创新研发，优化老品培育新品 .....           | 12 |
| 3.3.2 以外包为主的轻资产模式，助公司聚焦于产品研发 .....     | 13 |
| 4. 传统产品优势保持，新品拓展可期 .....               | 14 |
| 4.1 传统产品保持创新优势，预期未来量价效应较为显著 .....      | 14 |
| 4.1.1 电动剃须刀 .....                      | 15 |
| 4.1.2 电吹风 .....                        | 15 |
| 4.2 新产品开拓空间大 .....                     | 16 |
| 5. 盈利预测 .....                          | 17 |
| 6. 主要风险 .....                          | 18 |
| 6.1 新品推广不及预期 .....                     | 18 |
| 6.2 原材料价格上涨 .....                      | 18 |

## 图表索引

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 中国小家电整体市场规模预期将持续增长.....                           | 5  |
| 图 2: 个护小家电市场规模有望持续增长.....                              | 5  |
| 图 3: 个护小家电在行业内比重将逐步提升.....                             | 5  |
| 图 4: 洗脸仪掀起脸部清洁护理热潮.....                                | 6  |
| 图 5: 车载剃须刀满足商务出行需求.....                                | 6  |
| 图 6: 电动剃须刀和电吹风占据个护小家电市场规模的绝对份额.....                    | 6  |
| 图 7: 国内个护小家电市场销量份额: 国外品牌下降, 国内品牌上升.....                | 7  |
| 图 8: 电动剃须刀市场份额不断上升, 与飞利浦差距逐渐减小.....                    | 9  |
| 图 9: 2014 年, 电吹风市场份额超越飞利浦居首位.....                      | 9  |
| 图 10: 公司的立体式销售渠道结构.....                                | 9  |
| 图 11: 公司销售渠道示意图.....                                   | 10 |
| 图 12: 公司线下渠道销售收入稳中有升.....                              | 11 |
| 图 13: 电子商务经销收入占内销收入比重大幅度提升.....                        | 12 |
| 图 14: 研发费用投入持续增长.....                                  | 13 |
| 图 15: 电动剃须刀产量中, 大多数为外包.....                            | 14 |
| 图 16: 电吹风超 90%为外包生产, 且比例逐年提升.....                      | 14 |
| 图 17: 电动剃须刀市场预计中高速增长.....                              | 15 |
| 图 18: 飞科电动剃须刀收入、销量稳步提升.....                            | 15 |
| 图 19: 飞科电动剃须刀均价持续上升.....                               | 15 |
| 图 20: 电吹风市场规模预计中高速增长.....                              | 16 |
| 图 21: 飞科电吹风收入、销量稳定增长.....                              | 16 |
| 图 22: 飞科电吹风均价呈上升趋势.....                                | 16 |
| <br>   |    |
| 表 1: 国内市场主要竞争对手品牌介绍.....                               | 7  |
| 表 2: 各类经销商覆盖面进一步扩大.....                                | 10 |
| 表 3: 研发及管理中心项目实施进度.....                                | 12 |
| 表 4: 公司现有自主研发技术及正在研发中技术数量情况 (截至 2015 年 12 月 31 日)..... | 13 |
| 表 5: 公司现有自主研发技术及正在研发中技术数量情况 (截至 2015 年 12 月 31 日)..... | 17 |
| 表 6: 可比公司估值表.....                                      | 17 |

## 1. 投资建议

公司是个人护理电器行业的国货龙头，定位于大众消费市场。我们认为，公司所处行业未来成长空间广阔，潜力很大，看好未来5-10年消费升级对小家电行业带来的新增量。

- ◆ **小家电行业：**目前我国从经济层面、消费者层面、行业层面来看，均已到达消费升级的拐点，未来有望在保有量、均价、产品品类方面持续提升。
- ◆ **个人护理电器市场：**消费升级进程推进，改善型需求强劲，有助于拉动个人护理小家电产品需求。我们预计个护小家电行业的增速将超过小家电整体行业增速，同时国内企业产品创新力的加强将推动国产化占比提高。

公司自身在品牌营销、渠道建设和推广以及产品设计研发上均具备较强的实力，市场竞争力有望持续提升。具体来看：

- ◆ **品牌力：**公司优质的品牌形象深入人心，品牌影响力不容小觑。通过强大的品牌力，公司的主要品类电动剃须刀和电吹风市场份额显著提升。
- ◆ **渠道力：**立体式的销售渠道确保公司市场优势竞争地位。（1）**线下销售：**通过终端布局的完善、分销体系的不断深化以及销售团队的培养三个方面得到了稳步的提升。（2）**线上销售：**借助小家电电商趋势的不断深化以及公司在电商渠道的持续投入，使得线上销售持续快速增长，成为未来的新增长点。
- ◆ **产品力：**公司专注于产品研发和设计，产品竞争力不断提升。（1）**拥有多项自主研发技术：**公司通过不断的自主研发，拥有了多个品类的自主研发技术，并仍在持续不断地研发新的产品和技术。（2）**生产外包的轻资产模式助力公司聚焦于产品研发：**公司产品生产大多为外包，除新技术和高端产品外，这有助于公司将更多的精力投放在产品的设计和研发上。

公司通过具有行业领先水平的技术对传统产品进行技术升级以及拓展新产品，有助于公司未来多元化发展，市场前景广阔。具体来看：

- ◆ **个护电器传统品类：**电动剃须刀和电吹风通过公司自主研发的新技术，有望实现价格的持续增长，市场份额有望进一步扩大。
- ◆ **个护电器新品类拓展：**目前主要的新产品为电动牙刷，国内电动牙刷渗透率低，未来保有量有望大幅度提升。
- ◆ **家居生活电器品类大力扩张：**公司大力拓展空气净化器、加湿器、健康秤等新产品品类，降低业务过度集中的风险。而这些产品符合目前消费者的改善性需求，市场集中度也不高，格局未定，新进入者有较大的成长空间。

## 2. 个人护理小家电行业消费升级趋势明显

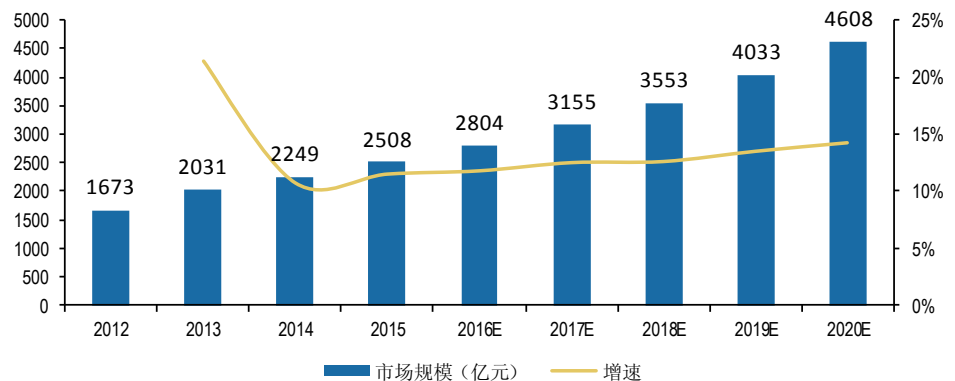
目前小家电整体行业处于消费升级周期，市场规模有望持续提升。而个人护理电器市场通过产品创新和模式创新，预期未来增速快于整体行业。随着国内企业创新能力的加强，未来国产化率将稳步提升。

### 2.1 小家电行业进入消费升级，市场规模有望持续提升

家电行业的消费升级是一个由“必须”向“非必须”转移的过程。随着白电消费升级进入尾声，厨电消费升级进入中期，小家电行业成为家电行业的未来之星，整体进入消费升级新阶段。

随着消费升级的持续推进，我国小家电行业未来有望受益于量价齐升带来的消费升级效应，成长空间十分广阔。据公司招股说明书，到2020年，中国小家电市场规模将达4608亿元，2015-2020年的复合增长率可达13%。（具体可参考我们前期报告《我国小家电行业步入消费升级新阶段-20170425》）

图1：中国小家电整体市场规模预期将持续增长



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

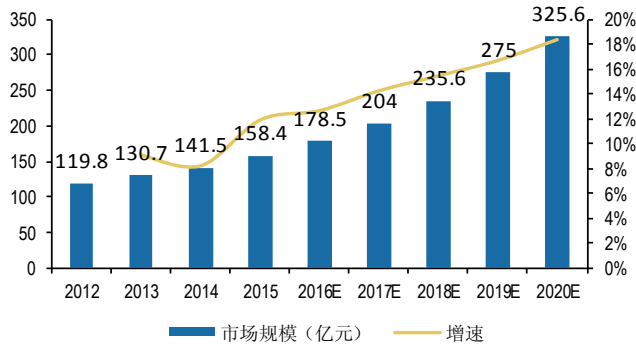
### 2.2 个人护理小家电市场广阔，预计增速超行业整体水平

在小家电行业整体发展趋势良好的背景下，我国个护小家电不断进行产品与模式的创新，取得了高于小家电市场的发展增速，预计未来在小家电行业中的比重也将逐步提升。据公司招股说明书，预计至2020年，我国个人护理电器市场规模将增长至325.6亿元。

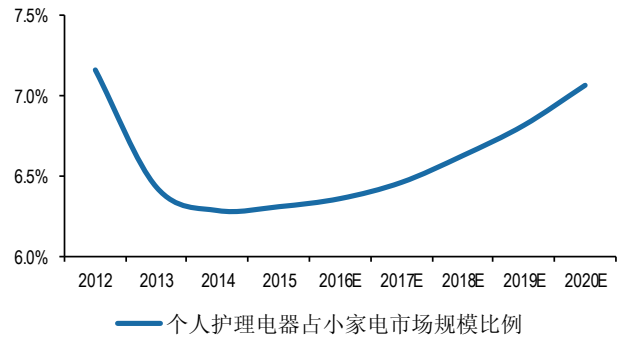
图2：个护小家电市场规模有望持续增长

图3：个护小家电在行业内比重将逐步提升





数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

随着整个小家电行业的消费升级进程的推进，个人护理小家电的行业升级转型也随之启动。正如上一节所提到的，消费升级一大体现即为消费者追求更高品质的生活，因此需求更多表现为非必须型，即改善型需求。针对个人护理来说，消费者更关注自己的容貌仪表，因此对于便捷、时尚的个人护理小家电的需求更为明显。

随着社会商用化程度的提升，商旅频率也随之更加，商务人士对于个护电器的细分功能提出了更高的要求，需要的个护电器数量也有所增加。

图4：洗睑仪掀起脸部清洁护理热潮



数据来源：京东，广发证券发展研究中心

图5：车载剃须刀满足商务出行需求

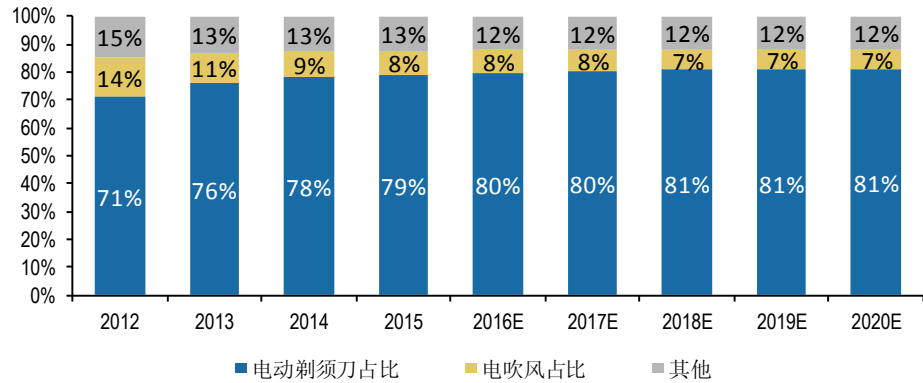


数据来源：京东，广发证券发展研究中心

### 2.3 国内厂商创新能力提升，国产份额有望持续提升

目前，在国内个人护理小家电市场，电动剃须刀仍旧占据绝对份额，而电吹风为第二大品类。随着消费者需求日趋多样化，个护小家电市场将会出现更多的新品类，打破电动剃须刀和电吹风霸占市场的局面。

图6：电动剃须刀和电吹风占据个护小家电市场规模的份额



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

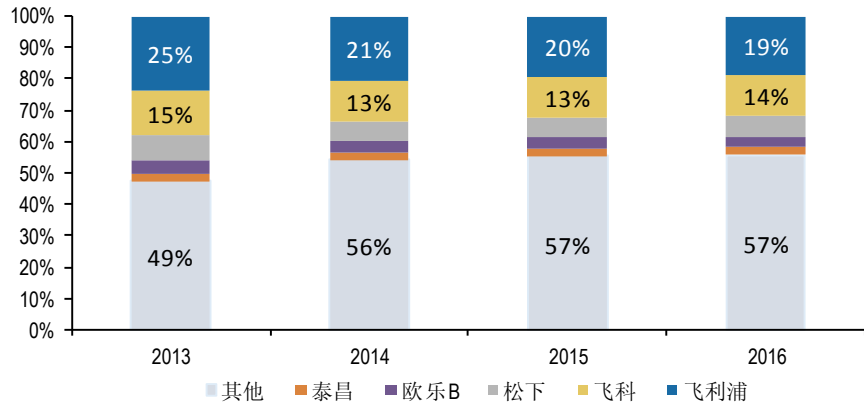
**国内厂商对产品的创新力度不断加强，市场份额有所提升。**目前，国内小家电厂商已经逐渐从纯粹的加工装配商转型为具备自主研发能力的精益制造商。与国外企业相比，技术方面的能力与国外领先企业差距缩小，而在原材料、劳动力、管理费用等成本方面具有天然的优势，因此国内厂商所生产的产品具备较高的性价比，在价格敏感市场上的竞争优势进一步巩固。目前，国内个护小家电市场虽仍以国外品牌为主，但国内品牌已经具备一定的能力，对国外品牌构成了一定的威胁。近几年，国外品牌市场份额有所下降。

表1：国内市场主要竞争对手品牌介绍

| 名称             | 概述  |
|----------------|---|
| 飞利浦 (PHILIPS)  | 全球最大的跨国电子公司之一，总部位于荷兰主要生产照明、家庭电器、医疗系统等。飞利浦剃须刀产品在全球占有较高市场份额。                                  |
| 松下 (Panasonic) | 总部位于日本，全球知名的日用家电、小数码、视听电子、办公产品等领域的跨国性品牌商  |
| 宝洁 (P&G)       | 总部位于美国，主要产品涵盖美容美发、居家护理、家庭健康用品、健康护理、食品及饮料等领域。2005年宝洁公司收购了德国著名的博朗 (Braun) 公司，并借此大规模进入电动剃须刀行业。 |
| 超人集团有限公司       | 主要从事个人护理产品的研发、制造及销售，主要产品包括电吹风、按摩器、电推剪、电水壶、毛球修剪器等。   |
| 上海奔腾电工有限公司     | 集家用电器产品研发、制造销售为一体，产品包括电动剃须刀、电吹风、电熨斗、挂烫机等。   |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图7：国内个护小家电市场销量份额：国外品牌下降，国内品牌上升



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

### 3. 品牌、渠道、产品竞争力突出，有望实现强者恒强

公司的核心竞争力主要体现在品牌力，渠道力和产品力三个方面：

- ◆ **品牌力：**公司优质的品牌形象深入人心，品牌影响力不容小觑。通过强大的品牌力，公司的主要品类电动剃须刀和电吹风市场份额显著提升。
- ◆ **渠道力：**立体式的销售渠道确保公司市场优势竞争地位。
  - ◆ **线下销售：**通过终端布局的完善、分销体系的不断深化以及销售团队的培养三个方面得到了稳步的提升。
  - ◆ **线上销售：**借助小家电电商趋势的不断深化以及公司在电商渠道的持续投入，使得线上销售持续快速增长，成为未来的新增长点。
- ◆ **产品力：**公司一向专注于产品研发和设计，产品竞争力不断提升。
  - ◆ **拥有多项自主研发技术：**公司通过不断的自主研发，拥有了多个品类的自主研发技术，并仍在持续不断地研发新的产品和技术。其中包括传统产品的技术提升和创新以及新拓展品类的产品技术研发。
  - ◆ **生产外包的轻资产模式助力公司聚焦于产品研发：**公司产品生产大多为外包，除新技术和高端产品外。这有助于公司将更多的精力投放在产品的设计和研发上。

我们认为，公司在品牌营销、渠道建设和推广以及产品设计研发上均具备较强的实力，市场竞争力有望持续提升。

#### 3.1 品牌力——优质品牌形象深入人心，品牌影响力不容小觑

注重品牌建设，以将“飞科”打造为“百年民族品牌”为企业愿景



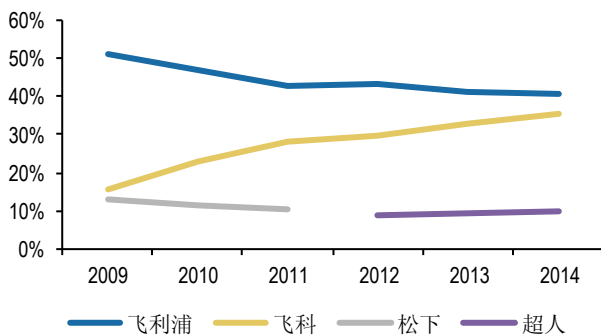
公司通过深入的市场观察，抓住了中低端人群的市场需求，定位中低端市场。多年来，公司不断加大技术研发，凭借“高端不高价”的高性价比产品和广泛的营销网络在中国市场上打造了一个深入人心的剃须刀和电吹风品牌。

### 受益于强大的品牌力，电动剃须刀和电吹风市场份额快速提升

公司多年来，在电视广告、网络媒体、报刊杂志、终端形象等多方面进行了营销投入，使得公司品牌在国内个人护理电器行业占据较为明显的优势地位，主要两大品类在国内市场上的市场份额快速提升。

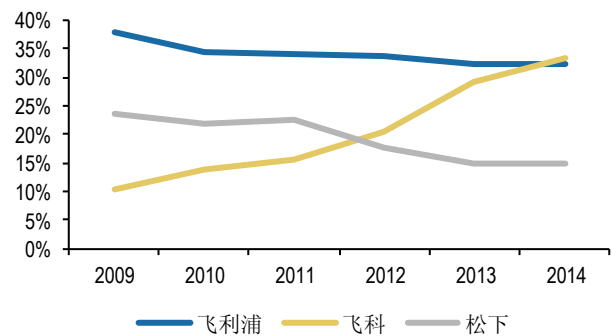
- 电动剃须刀：根据招股说明书，2014年，公司的电动剃须刀市场份额与飞利浦的差距很小，占据市场领先地位，与其他品牌拉开了差距。品牌影响力逐步增强。
- 电吹风：根据招股说明书，2014年，公司的电吹风市场份额超越飞利浦居首位。

图8：电动剃须刀市场份额不断上升，与飞利浦差距逐渐减小



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图9：2014年，电吹风市场份额超越飞利浦居首位



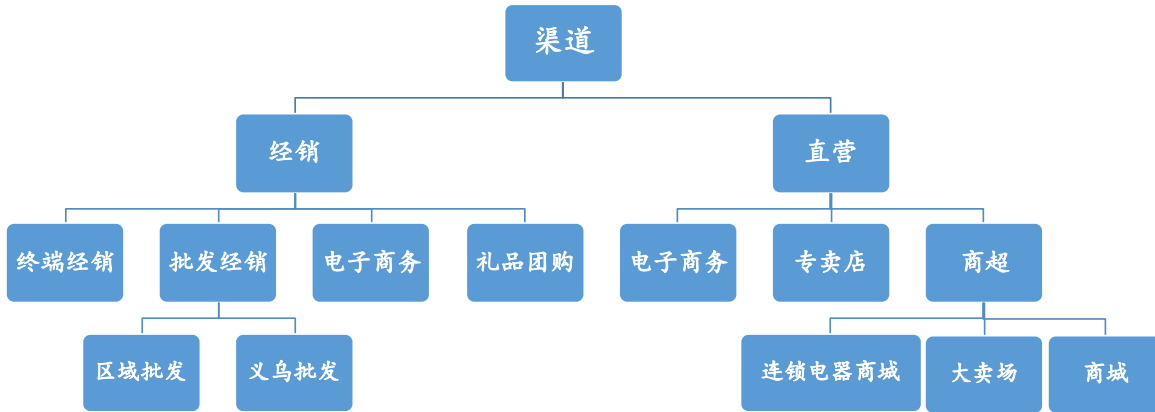
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 3.2 渠道力——立体式经销渠道确保市场强势地位

公司构建了一套以经销模式为主，直营为辅的立体式销售渠道，实现了对各市场的全面覆盖。目前，公司线下渠道稳定销售，电商渠道持续高速增长，市场优势地位稳固。

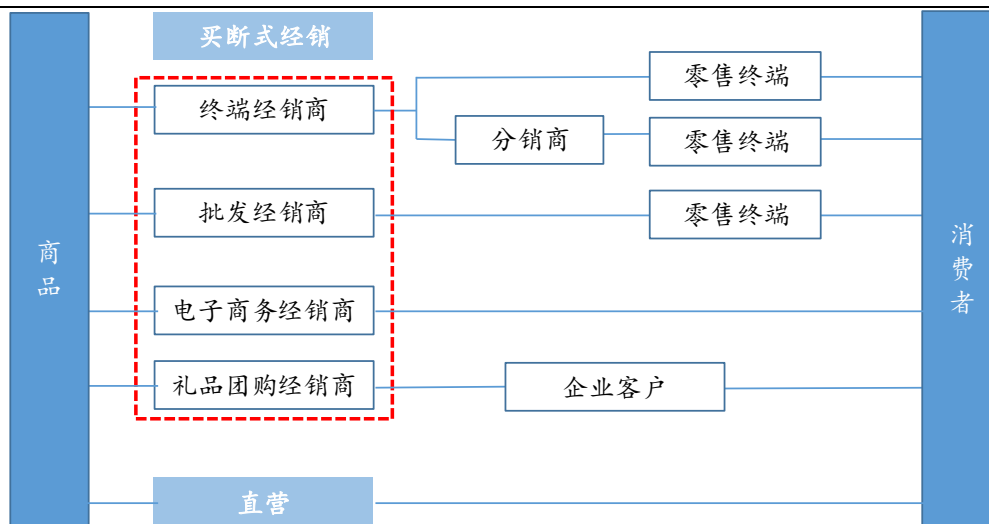
- 经销渠道：终端经销、批发经销、电子商务经销以及礼品团购经销；
- 直营渠道：电子商务渠道、专卖店、商超（具体包括连锁电器商城、大卖场、商城）。

图10：公司的立体式销售渠道结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图11：公司销售渠道示意图



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

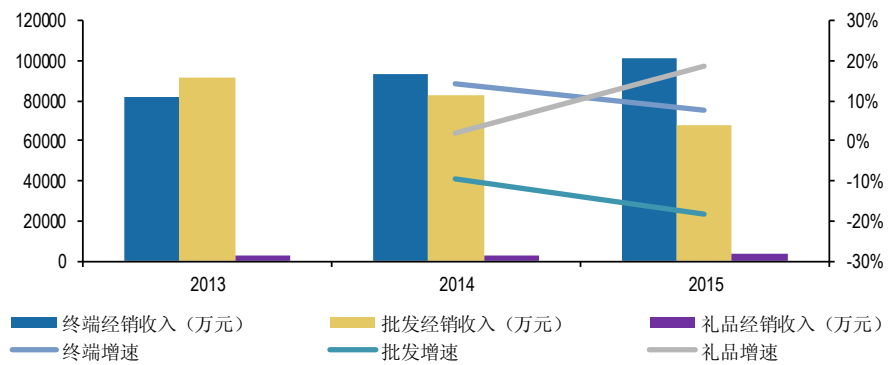
表2：各类经销商覆盖面进一步扩大

| 销售模式    | 定位  | 经销商覆盖情况   |
|---------|---|---|
| 终端经销商   | 授权销售区域内的各大型超市、电器连锁、百货商场、便利店等卖场零售终端                        | 已经发展了 <b>587家</b> 经销商，基本覆盖全国范围内的主要地级以上城市。（2016年12月31日数据）                                    |
| 批发经销商   | 授权销售区域内的分销商等大采购量客户，一般为小型超市、个体户、乡镇市场等，与终端经销商的大型零售终端形成有效补充。 | 在浙江义乌发展了 <b>6家</b> 辐射全国市场的批发经销商，在各省重要城市发展了 <b>14家</b> 区域批发经销商，覆盖相应省份的各类型分销商。（2015年12月31日数据） |
| 电子商务经销商 | 线上各电商渠道   | 已经发展了 <b>47家</b> 电子商务经销商，覆盖了淘宝（天猫）、京东商城、苏宁易购、国美在线、1号店、亚马逊、唯品会等主流电子商务平台。（2015年12月31日数据）      |
| 礼品团购经销商 | 面向各大银行、电信运营商等大型企业单位                                       | 发展了 <b>38家</b> 礼品团购经销商，以充分利用其资源扩大公司产品在礼品市场的占有率。（2015年12月31日数据）                              |

### 3.2.1 线下销售——“强终端、深分销、铸团队”，收入稳中有升

- **“强终端”**：鼓励销售人员聚焦于中端价位的从产品份额，提升产品形象，确保零售终端在各大超市卖场能拥有“三个一”——份额第一、形象第一、导购一流；
- **“深分销”**：鼓励经销商深化分销体系，推进便利店、社区店等终端网点的布局。目前公司的线下渠道已经逐步渗透到县乡镇市场，线下渠道进一步下沉，渗透率和覆盖率进一步提高。
- **“铸团队”**：通过有效的培训和经验交流，销售团队的营销能力得到进一步提升。

图12：公司线下渠道销售收入稳中有升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### 3.2.2 线上销售——电商收入占比持续提升，成为新的销售增长点

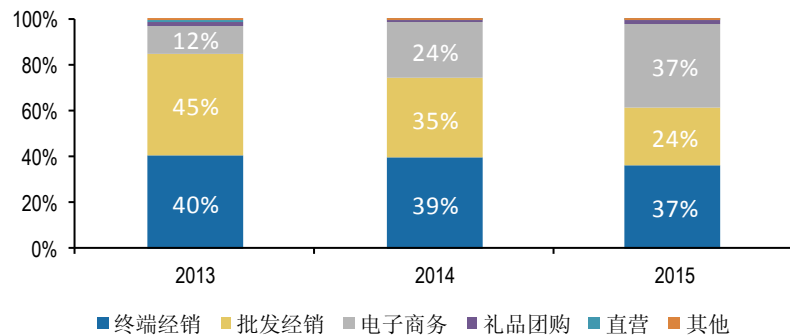
随着小家电的电商化趋势不断深化，公司在电子渠道方面推广力度持续加大，其所实现的销售占比不断提升。主要原因是公司定位于中低端产品，这就意味着公司很难负担扩充线下渠道的费用，网点覆盖率不足。而电商渠道成本相对较低，这就为公司扩充市场，抢占三四线市场，提升市场份额提供了绝佳的机会。2016年，公司电子商务渠道实现销售收入14.87亿元，同比增长44.35%，占内销收入的44.62%。公司未来在电子商务渠道的建设计划主要集中在以下几个方面：

- **建立现代电子商务运营体系**：公司未来将进一步深化与各大电商平台的合作力度，保持公司在天猫、京东等一流知名电商平台上的爆款排名，通过各类促销活动增加销量，提升公司产品在电商平台的市场份额。
- **建立一流客户体验和服务体系**：通过优化产品描述展示、提升服务态度、加快发货速度来优化客户体验。

- **打造综合性一体化官方网站:** 公司将进一步完善平台的功能多样性, 为客户提供售前售后一站式服务, 并增强与客户的直接互动和联系, 打造智能产品平台。

综上, 可见个护小家电本身适合网购的特点以及公司后续在电商渠道的持续投入, 为公司建设一个完善而强大的电商销售网络提供了保证, 未来电商网络收入仍将稳定增长。

图13: 电子商务经销收入占内销收入比重大幅度提升



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

### 3.3 产品力——自主研发能力强, 生产外包的轻资产模式

公司专注于产品设计和研发, 拥有多项自主研发技术, 创新能力强。但公司的生产模式为自主和外包相结合, 以外包为主的轻资产模式。这种模式更有利于公司专注于技术研究和开发, 提升产品的核心竞争力。

#### 3.3.1 专注于创新研发, 优化老品培育新品

多年来, 公司一直专注于产品的创新研发, 在技术研发和产品设计方面持续投入, 研发费用逐年提升。募投项目中的研发及管理中心项目目前的投入进度为58%, 预期建成后公司的研发能力、技术资源等将得到进一步整合, 创新研发能力得到进一步提升。

表3: 研发及管理中心项目实施进度

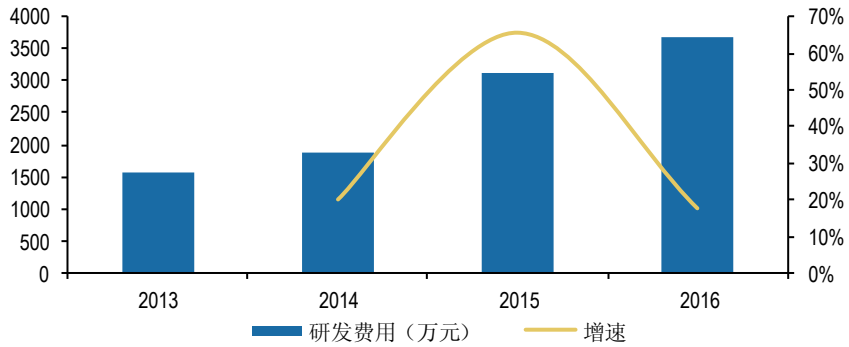
| 投资项目      | 募集资金承诺投资金额<br>(万元) | 已投入金额<br>(万元) | 投入进度   | 项目介绍                     |
|-----------|--------------------|---------------|--------|--------------------------|
| 研发及管理中心项目 | 24000              | 13940.43      | 58.09% | 主要包括研发中心、信息化系统建设及办公管理中心。 |

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

为了提升产品竞争力和寻找新的利润增长点, 公司从两方面持续优化产品力: 1)

对传统品类个人护理小家电进行产品技术升级以及开创新的子品类；2) 着力开发新技术，拓展新品类，培育新产品，如大力扩充家居生活电器，开发空气净化器、加湿器、吸尘器、健康秤等新产品。

图14: 研发费用投入持续增长



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

截至2015年12月31日, 公司共拥有121项自主研发的核心技术和关键生产环节, 另外还有32项正在研发中的新技术。截至2016年12月31日, 公司共拥有137项专利。

表4: 公司现有自主研发技术及正在研发中技术数量情况 (截至2015年12月31日)

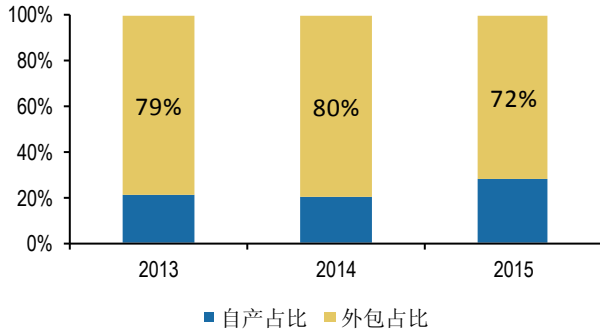
|       | 自主研发技术 | 研发中 |
|-------|--------|-----|
| 剃须刀   | 23     | 5   |
| 电吹风   | 12     | 2   |
| 理发器   | 9      | 1   |
| 电熨斗   | 12     | 1   |
| 挂烫机   | 11     | 1   |
| 毛球修剪器 | 5      | 0   |
| 鼻毛修剪器 | 2      | 0   |
| 女士剃毛器 | 4      | 0   |
| 烫发器   | 7      | 2   |
| 延长线插座 | 5      | 9   |
| 加湿器   | 10     | 2   |
| 空气净化器 | 5      | 2   |
| 吸尘器   | 8      | 3   |
| 智能健康秤 | 8      | 3   |
| 移动电源  | 0      | 1   |

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

### 3.3.2 以外包为主的轻资产模式, 助公司聚焦于产品研发

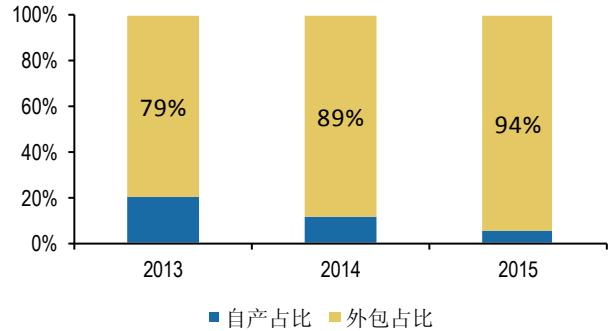
公司的生产模式是以外包为主的内外结合的轻资产模式。在对每款产品建立起各项标准后，公司就会将产品转由外包厂商生产，这样有利于提升供应能力，引导产业链的专业化分工。而对于新技术产品和高端产品，公司会选择自主生产。如此的生产模式有助于公司将主要精力投入到产品的研发中，进一步提升产品力。

图15: 电动剃须刀产量中，大多数为外包



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图16: 电吹风超90%为外包生产，且比例逐年提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 4. 传统产品优势保持，新品拓展可期

公司未来将持续聚焦在产品研发上，培育新的品类，寻找新的利润增长点。其中，主要包括个人护理电器传统品类的技术创新，个人护理电器新品类拓展以及家居生活电器的大力拓展。

- **个护电器传统品类：**电动剃须刀和电吹风通过公司自主研发的新技术，有望实现价格的持续增长，市场份额有望进一步扩大。
- **个护电器新品类拓展：**目前主要的新产品为电动牙刷，国内电动牙刷渗透率低，未来保有量有望大幅度提升。
- **家居生活电器品类大力扩张：**公司大力拓展空气净化器、加湿器、健康秤等新产品品类，降低业务过度集中的风险。而这些产品符合目前消费者的改善性需求，市场集中度也不高，格局未定，新进入有较大的成长空间。

我们认为，公司通过具有行业领先水平的技术对传统产品进行技术升级以及拓展新产品，有助于公司未来多元化发展，市场前景较为广阔。

### 4.1 传统产品保持创新优势，预期未来量价效应较为显著

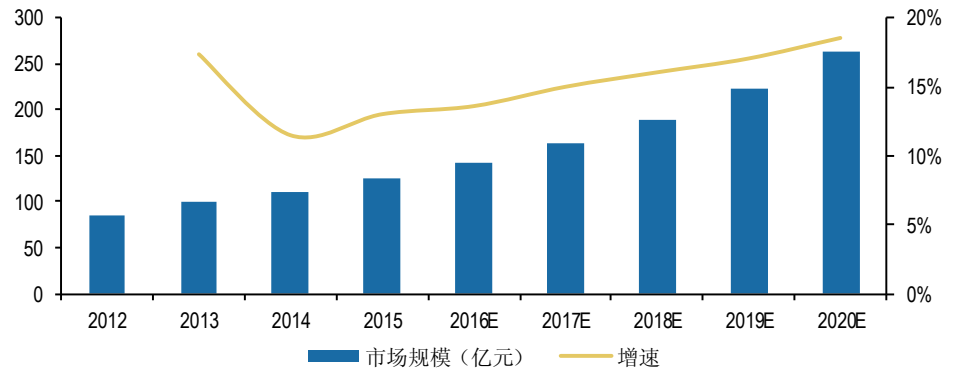
一般来说，消费升级的主要途径为产品升级和品类拓展。作为国内个人护理小家电中普及度最高的两大类：剃须刀和电吹风，其在消费升级的浪潮下的发展途径必然为产品功能的细分和升级，这就要求公司持续保持自身的创新研发优势，继续扩大自身行业龙头影响力。



### 4.1.1 电动剃须刀

整体电动剃须刀行业未来预计高速增长。据公司招股说明书，我国电动剃须刀市场规模自2012年的84.9亿元增长到2015年的125.4亿元，年复合增长率为13.9%。未来，随着消费升级进程的推进，电动剃须刀从耐用消费品向快速消费品过渡的趋势不变，预计至2020年，我国电动剃须刀市场规模将增长至263.3亿元。

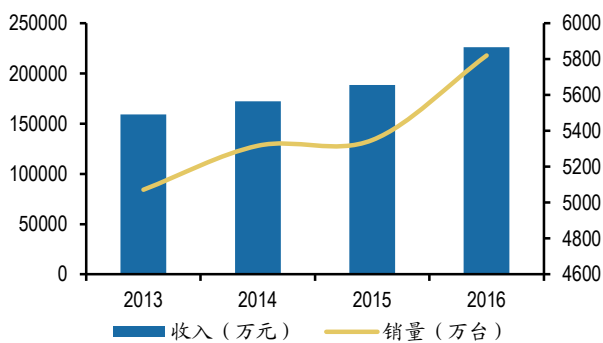
图17: 电动剃须刀市场预计中高速增长



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

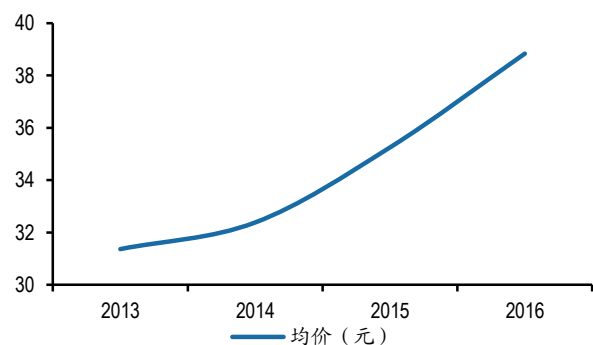
公司作为国内电动剃须刀领军品牌，持续的技术创新将带动市场份额和均价持续提升。公司在电动剃须刀技术研发上持续投入，不断推陈出新。2016年，公司凭借行业领先的技术，推出的新产品“飞科”FS339、FS375剃须刀先后获得了“中国家电艾普兰产品奖”。随着消费升级逐渐蔓延到三四线市场，定位于中低端市场的公司产品份额和均价有望持续提升。

图18: 飞科电动剃须刀收入、销量稳步提升



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图19: 飞科电动剃须刀均价持续上升



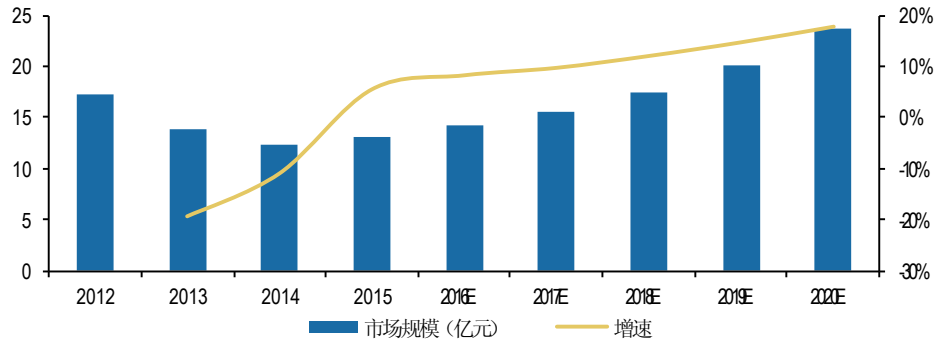
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 4.1.2 电吹风

整体电吹风行业未来预计中高速增长。随着消费者对个人形象的重视，电吹风

使用人群不断扩张，除了追求时尚的女性消费者，更多的男性消费者也开始产生大量需求。此外，随着宠物商店在城市的扩张，宠物用电吹风也开始拉动市场需求。据公司招股说明书，我国2014年电吹风市场规模为13.1亿元，预计至2020年，将增长至23.7亿元。

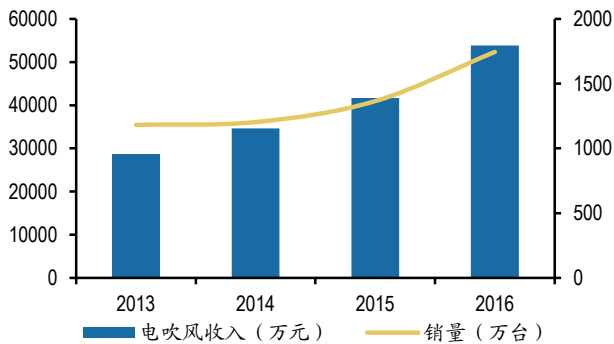
图20: 电吹风市场规模预计中高速增长



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

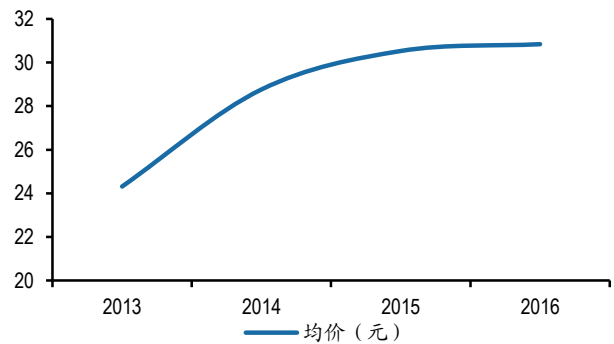
目前在国内,公司电吹风市场份额占比已升至首位。随着公司持续的技术更新,以及个人护理电器的产能扩张,在消费升级的推动下,公司的电吹风市场份额和均价有望持续提升。

图21: 飞科电吹风收入、销量稳定增长



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图22: 飞科电吹风均价呈上升趋势



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 4.2 新产品开拓空间大

在个人护理电器方面,公司在保持原有优势品类市场地位的同时,持续关注市场需求,并根据消费者需求探索创新,开拓新的市场品类。

根据年报,电动牙刷正在研发,同时,洁面仪、补水仪、滋养仪、蒸脸器等美颜护肤产品也列入了公司的研发计划;同时,公司大力扩充家居生活电器的产品品类,加湿器、空气净化器、健康秤、吸尘器等新产品的的设计研发取得了阶段性成果,

计划于2017年陆续上市销售。

表5：公司现有自主研发技术及正在研发中技术数量情况（截至2015年12月31日）

|       | 自主研发技术 | 研发中 |
|-------|--------|-----|
| 剃须刀   | 23     | 5   |
| 电吹风   | 12     | 2   |
| 理发器   | 9      | 1   |
| 电熨斗   | 12     | 1   |
| 挂烫机   | 11     | 1   |
| 毛球修剪器 | 5      | 0   |
| 鼻毛修剪器 | 2      | 0   |
| 女士剃毛器 | 4      | 0   |
| 烫发器   | 7      | 2   |
| 延长线插座 | 5      | 9   |
| 加湿器   | 10     | 2   |
| 空气净化器 | 5      | 2   |
| 吸尘器   | 8      | 3   |
| 智能健康秤 | 8      | 3   |
| 移动电源  | 0      | 1   |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 5. 盈利预测

### 模型假设：

1、我们认为消费升级趋势仍会继续，因此我们假设剃须刀、吹风机的均价稳定提升。

2、我们预期公司新产品，如个护类的电动牙刷、家居类的空气净化器、加湿器、电子秤等能上市并放量，所以我们假设2018-19年“其他”类快速增长。

我们预计公司2017-19年收入为40、48、57亿元，同比增速为20%、20%、18%；净利润为8.1、10.1、12.3亿元，同比增速为31%、25%、22%，EPS为1.85、2.31、2.82元，对应2017年PE为30.4倍，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表

| 公司<br>名称 | 现价<br>(元) | 每股收益(元) |       |       | 市盈率(X) |       |       |
|----------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|          |           | 2016    | 2017E | 2018E | 2016   | 2017E | 2018E |
| 苏泊尔      | 48.97     | 1.71    | 2.18  | 2.54  | 28.6   | 22.5  | 19.3  |
| 九阳股份     | 17.87     | 0.91    | 1.08  | 1.33  | 19.6   | 16.5  | 13.4  |

|      |       |      |      |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 新宝股份 | 18.38 | 0.69 | 0.92 | 1.15 | 26.6 | 20.0 | 16.0 |
| 莱克电气 | 53.27 | 1.25 | 1.6  | 1.96 | 42.6 | 33.3 | 27.2 |
| 行业平均 |       |      |      |      | 29.4 | 23.1 | 19.0 |
| 飞科电器 | 52.96 | 1.41 | 1.85 | 2.4  | 37.6 | 28.7 | 22.0 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为2017-05-23收盘价

## 6. 主要风险

### 6.1 新品推广不及预期

国内小家电市场竞争激烈, 很多公司均看好国内小家电市场的潜力, 产品的宣传、推广面临很大的考验, 如果新产品的推广不达预期, 将影响公司业绩。

### 6.2 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本, 公司盈利能力会下降, 从而影响公司业绩。

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 995   | 2,061 | 2,407 | 2,904 | 3,493 |
| 货币资金           | 89    | 872   | 1,181 | 1,440 | 1,774 |
| 应收及预付          | 119   | 158   | 188   | 226   | 266   |
| 存货             | 369   | 370   | 432   | 511   | 595   |
| 其他流动资产         | 419   | 661   | 606   | 727   | 857   |
| <b>非流动资产</b>   | 695   | 723   | 757   | 765   | 768   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 565   | 594   | 631   | 643   | 650   |
| 在建工程           | 394   | 7     | 12    | 18    | 20    |
| 无形资产           | 95    | 94    | 90    | 86    | 82    |
| 其他长期资产         | 34    | 36    | 36    | 36    | 36    |
| <b>资产总计</b>    | 1,690 | 2,784 | 3,163 | 3,669 | 4,261 |
| <b>流动负债</b>    | 565   | 738   | 836   | 988   | 1,150 |
| 短期借款           | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 415   | 531   | 599   | 708   | 823   |
| 其他流动负债         | 150   | 206   | 237   | 280   | 327   |
| <b>非流动负债</b>   | 21    | 36    | 36    | 36    | 36    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 21    | 36    | 36    | 36    | 36    |
| <b>负债合计</b>    | 586   | 774   | 871   | 1,024 | 1,186 |
| 股本             | 392   | 436   | 436   | 436   | 436   |
| 资本公积           | 3     | 688   | 688   | 688   | 688   |
| 留存收益           | 666   | 887   | 1,168 | 1,521 | 1,951 |
| 归属母公司股东权       | 1,104 | 2,010 | 2,292 | 2,645 | 3,075 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,690 | 2,784 | 3,163 | 3,669 | 4,261 |

| 至12月31日         | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2783  | 3364  | 4037  | 4844  | 5716  |
| 营业成本            | 1764  | 2088  | 2462  | 2906  | 3372  |
| 营业税金及附加         | 14    | 30    | 28    | 34    | 40    |
| 销售费用            | 285   | 344   | 392   | 460   | 543   |
| 管理费用            | 90    | 117   | 145   | 173   | 204   |
| 财务费用            | -2    | -10   | -31   | -39   | -48   |
| 资产减值损失          | 0     | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 投资净收益           | 5     | 0     | 8     | 7     | 6     |
| <b>营业利润</b>     | 637   | 802   | 1050  | 1320  | 1615  |
| 营业外收入           | 29    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 营业外支出           | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 666   | 815   | 1070  | 1340  | 1635  |
| 所得税             | 164   | 202   | 265   | 332   | 405   |
| <b>净利润</b>      | 502   | 613   | 805   | 1007  | 1229  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 502   | 613   | 805   | 1007  | 1229  |
| EBITDA          | 639   | 817   | 1076  | 1342  | 1634  |
| EPS (元)         | 1.15  | 1.41  | 1.85  | 2.31  | 2.82  |

|                | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 106   | 560   | 933   | 994   | 1,213 |
| 净利润            | 502   | 613   | 805   | 1,007 | 1,229 |
| 折旧摊销           | 9     | 32    | 66    | 72    | 77    |
| 营运资金变动         | -406  | -92   | 62    | -85   | -93   |
| 其它             | 0     | 6     | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | 0     | -57   | -100  | -80   | -80   |
| 资本支出           | 0     | -57   | -100  | -80   | -80   |
| 投资变动           | 0     | -57   | -100  | -80   | -80   |
| 其他             | 0     | 57    | 100   | 80    | 80    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -333  | 279   | -524  | -655  | -799  |
| 银行借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 741   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -333  | -462  | -524  | -655  | -799  |
| <b>现金净增加额</b>  | -227  | 782   | 309   | 259   | 334   |
| <b>期初现金余额</b>  | 316   | 89    | 872   | 1,181 | 1,440 |
| <b>期末现金余额</b>  | 89    | 872   | 1,181 | 1,440 | 1,774 |

### 主要财务比率

| 至12月31日        | 2015A  | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b> |        |       |       |       |       |
| 营业收入增长         | 15.9%  | 20.9% | 20.0% | 20.0% | 18.0% |
| 营业利润增长         | 35.3%  | 22.2% | 31.2% | 25.2% | 22.1% |
| 归属母公司净利润增长     | 35.3%  | 22.2% | 31.2% | 25.2% | 22.1% |
| <b>获利能力(%)</b> |        |       |       |       |       |
| 毛利率            | 36.6%  | 37.9% | 39.0% | 40.0% | 41.0% |
| 净利率            | 18.0%  | 18.2% | 19.9% | 20.8% | 21.5% |
| ROE            | 45.4%  | 30.5% | 35.1% | 38.1% | 40.0% |
| ROIC           | 49.5%  | 38.1% | 42.0% | 61.4% | 74.4% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 34.7%  | 27.8% | 27.5% | 27.9% | 27.8% |
| 净负债比率          | -29.4% | 3.5%  | 9.8%  | 11.3% | 13.8% |
| 流动比率           | 1.76   | 2.79  | 2.88  | 2.94  | 3.04  |
| 速动比率           | 1.11   | 2.29  | 2.36  | 2.42  | 2.52  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.65   | 1.21  | 1.28  | 1.32  | 1.34  |
| 应收账款周转率        | 23.43  | 21.34 | 21.47 | 21.47 | 21.47 |
| 存货周转率          | 4.79   | 5.64  | 5.69  | 5.68  | 5.67  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.15   | 1.41  | 1.85  | 2.31  | 2.82  |
| 每股经营现金流        | 0.24   | 1.29  | 2.14  | 2.28  | 2.79  |
| 每股净资产          | 2.54   | 4.62  | 5.26  | 6.07  | 7.06  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| P/E            | 48.8   | 39.9  | 30.4  | 24.3  | 19.9  |
| P/B            | 22.2   | 12.2  | 10.7  | 9.3   | 8.0   |
| EV/EBITDA      | 39.3   | 30.9  | 23.6  | 19.0  | 15.7  |

## 广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                    | 北京市                 | 上海市                  |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                 | 100045              | 200120               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                        |                     |                      |
| 服务热线 |                        |                        |                     |                      |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。