

评级: 增持(首次)

市场价格: 58.20

目标价格: 68.65

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,782.63	3,363.89	4,084.80	4,906.05	5,835.47
增长率 yoy%	15.90%	20.89%	21.43%	20.10%	18.94%
净利润	501.71	613.23	806.65	996.79	1,230.40
增长率 yoy%	35.33%	22.23%	31.54%	23.57%	23.44%
每股收益(元)	1.28	1.41	1.85	2.29	2.82
每股现金流量	1.08	1.84	1.89	2.50	3.09
净资产收益率	45.43%	30.50%	33.87%	29.51%	26.70%
P/E	0.00	33.29	30.84	24.96	20.22
PEG	0.00	1.50	0.98	1.06	0.86
P/B	0.00	10.15	10.45	7.36	5.40
备注:					

投资要点

■ **核心观点: 电商扩张加速, 提价增厚毛利, 品类拓展, 打造线上 MUJI。**飞科电器收入端依靠线上渠道以及品类拓展持续增长, 预计 2017 年线上占比超过 50%; 类似南极电商、开润股份、米家有品的发展轨迹, 我们认为未来线上渠道低门槛与新品拓展将产生共振, 公司营收将加速。一、线上电商高增长, 预计未来三年保持 40-60% 的复合增长, 且线上占比超过 50%, 线上渠道成为收入增长主要动力; 二、拓展品类, 由个人护理类小家电拓展至家居类小家电, 品类拓展带动营收整体增速提升; 三、公司产品提价增厚毛利水平, 相较于其他产品而言, 公司整体终端售价大幅低于其他品牌, 虽然品牌力不及国外品牌, 但产品整体的性价比水平较高。参考可比公司估值, 给予公司 2018 年 35XPE, 目标价 68.65 元, “增持”评级。

■ **个人护理小家电领导品牌, 上市募资扩建产能。**飞科电器深耕个人护理小家电领域, 剃须刀和电吹风位居国内领导者地位, 其过去十五年的成长历程, 验证了其在个人护理小家电领域的独特优势, 拥有较强的研发设计能力。2016 年公司剃须刀和电吹风销售占比为 67.28%/16.02%。生产模式, 外包采购比例 75.66%; 经销总占比为 97.32%; 2016 年 4 月上市募资 7.28 亿元, 扩充产能, 预计产能完成后, 预计自产比例达到 43.57%; 上市后, 控股股东仍持股约 90%。

■ **小家电增长提速, 电商发展迅猛, 品类拓展筑渠道品牌。**家电由“必需”品过渡到“品质化”消费, 预计未来小家电预计 CAGR13%+; 对比发达国家每百人小家电保有量来看, 国内人均小家电保有量大幅低于国际水平, 未来人均保有量仍有望提升; 需求端, 国内小家电逐步向品牌化升级, 而高性价比、品牌力强的龙头企业强者恒强, 护城河越筑越深, 如飞科等小家电企业在小家电领域市占率提升。渠道上, 小家电具备电商发展的属性, 标准品、方便运输, 且物流费用/产品单价合理, 适合线上发展; 电商降低小家电渠道门槛, 打破传统的线下渠道壁垒, 对于产品力及品牌力强的企业, 营收有望提速; 同时, 参考南极电商、网易严选、米家等发展轨迹, 基于后端强研发能力, 拓展产品品类, 利用品牌做某个细分品类, 成为未来发展趋势, 小家电利用电商平台, 品类拓展加速, 营收有望提速。

■ **品类拓展提高天花板, 毛利空间潜力足, 高增长可持续。**相较于其他产品而言, 飞科电器的整体产品价格偏低, 公司单品均价/其他品牌均价约为 50%-60%, 公司产品性价比高, 研发设计能力较强, 产品单价提升空间大。2013-2016 年, 客单价进入提升通道带动毛利率提升, 预计未来老品提升单价, 增厚毛利水平。2016 年公司电商占比为 44%, 增速为 44%+; 预计 2017 年电商占比有望突破 50%, 营收增长或再提速。品类拓展上, 公司由个人护理小家电拓展至家居小家电, 行业天花板再提高, 同时依托于电商平台管控, 扩充品类, 深耕细分品类小家电, 打造 MUJI 渠道品牌; 类似于开润股份、米家, 强后端研发能力下的品类拓展带动规模提升, 未来将进入高速区间。

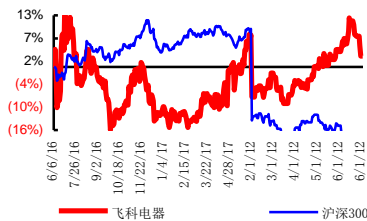
■ **投资建议: 目标价 68.65 元, 首次覆盖给予“增持”评级。**预计 2017-2019 年飞科电器实现营业收入 40.85、49.06、58.35 亿元, 同比增长 21.43%、20.10%、18.94%, 归属母公司净利润 8.07、9.97、12.30 亿元, 同比增长 31.54%、23.57%、23.44%。参考可比公司估值以及公司未来发展, 给予 2018 年公司 30XPE, 对应目标价为 68.65 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示: 新品推出不及预期; 竞争加剧, 公司费用率水平大幅提升;**

基本状况

总股本(百万股)	436
流通股本(百万股)	44
市价(元)	58.2
市值(百万元)	25,352
流通市值(百万元)	2,538

股价与行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

公司介绍：个人护理小家电领导品牌，上市募资扩建产能.....	- 4 -
专注个人护理电器，剃须刀及电吹风销售占比 80%以上.....	- 4 -
募集资金扩充个人护理小家电产能，控股股东持股近 90%.....	- 5 -
行业：小家电增长提速，电商发展迅猛，品类拓展筑渠道品牌.....	- 6 -
家电的“必须”消费过渡到“品质化”消费，小家电预计 CAGR15%+.....	- 6 -
竞争格局稳定，龙头市占率具备提升潜力，高性价比产品占比提升.....	- 8 -
电商降低渠道门槛，优质龙头转战线上，品类拓展加速.....	- 10 -
成长性：品类拓展提高天花板，毛利空间潜力足，高增长可持续.....	- 12 -
产品性价比高，价格可提升空间较大，增强盈利能力.....	- 12 -
公司渠道：深耕线下、挥师线上，拓展品类，打造小家电 MUJI.....	- 15 -
投资建议：扩充品类，线上高增长持续，目标价 68.65 元，“增持”评级.....	- 17 -
风险提示：.....	- 18 -

图表目录

图表 1：公司电动剃须刀及电吹风零售占比持续提升.....	- 4 -
图表 2：飞科电器主要产品结构为电动剃须刀及电吹风.....	- 4 -
图表 3：2017Q1 营业收入同比增长 20.27%+.....	- 4 -
图表 4：2017Q1 飞科电器归属母公司净利润同比增长 38.22%.....	- 4 -
图表 5：公司上市募资资金 7.28 亿元扩建产能.....	- 5 -
图表 6：预计 2017 年国内募投产能利用率水平达到 80%.....	- 5 -
图表 7：李巧腾持股比例达到 89%左右.....	- 5 -
图表 8：小家电主要包括厨房电器、个人护理电器以及家居电器等.....	- 6 -
图表 9：国内城镇大家电普及率已经很高，小家电进入高速增长阶段.....	- 6 -
图表 10：预计未来五年剃须刀市场规模 CAGR 达到 16.61%.....	- 7 -
图表 11：预计未来五年电吹风市场规模 CAGR 达到 13.66%+.....	- 7 -
图表 12：预计未来五年国内小家电市场规模 CAGR 约为 13.22%.....	- 7 -
图表 13：个人护理类产品至 2020 年规模有望达到 320 亿元，CAGR16%+.....	- 7 -
图表 14：国内个人护理品每百人保有量显著低于日本、德国、英国、美国.....	- 8 -
图表 15：国内个人护理电器仍保持较高的增速.....	- 8 -
图表 16：国内在厨具、空气净化器、微波炉、洗碗机等品类方面人均保有量全面落后于欧美国家.....	- 8 -
图表 17：相较于其他产品来说，国内小家电总体价格偏中低端.....	- 8 -
图表 18：飞科电吹风价格低于飞利浦、博朗、松下等品牌.....	- 9 -

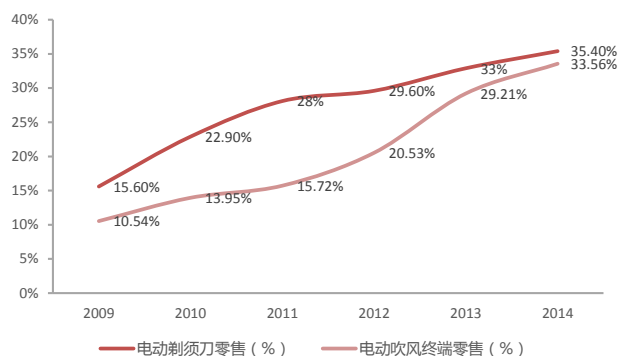
图表 19: 主打中低端市场且性价比较高的产品, 品牌知名度持续提升	- 9 -
图表 20: 国内家居用品各大品类增速均保持较快增速	- 10 -
图表 21: 国内护理类小家电市场占有率远低于国外成熟国家水平	- 10 -
图表 22: 小家电行业线上占比达到 40% 以上	- 10 -
图表 23: 线上线下对比, 线上更适合小家电	- 10 -
图表 24: 电商对家电的渗透率超过 30%	- 11 -
图表 25: 国内 B2C 购物市场规模增速保持在 30% 以上	- 11 -
图表 26: 主打高性价比的产品销售排名靠前	- 11 -
图表 27: 小家电企业走线上品类拓展路线, 有望复制网易严选、米家优品等成长轨迹	- 12 -
图表 28: 飞科剃须刀客单价持续提升	- 13 -
图表 29: 公司电吹风客单价水平持续提升	- 13 -
图表 30: 公司毛利率随着客单价的提升而持续上升	- 13 -
图表 31: 公司主要的竞争对手为飞利浦、宝洁、松下、超人集团以及上海奔腾等	- 13 -
图表 32: 飞科电器上下游产业链情况	- 14 -
图表 33: 不同于其他品牌制造商, 飞科电器拥有产品研发、设计的能力	- 14 -
图表 34: 飞科电器拥有较为完整的产品设计体系	- 14 -
图表 35: 公司经销渠道主要有批发经销、电子商务经销、礼品团购经销	- 15 -
图表 36: 飞科电器采取统一招商的策略, 与经销商、KA 签订合同	- 15 -
图表 37: 2016 年飞科电器电商占比超过 40%	- 16 -
图表 38: 飞科电器应收账款周转率高于行业其他竞争对手	- 16 -
图表 39: 飞科电器存货周转率位居行业前列	- 17 -
图表 40: 飞科电器分项收入情况—剃须刀	- 19 -
图表 41: 飞科电器分项收入情况—电吹风	- 19 -
图表 42: 分科电器分项收入情况—毛球修剪器	- 19 -
图表 43: 飞科电器财务预测三张表	- 20 -

公司介绍：个人护理小家电领导品牌，上市募资扩建产能

专注个人护理电器，剃须刀及电吹风销售占比 80%以上

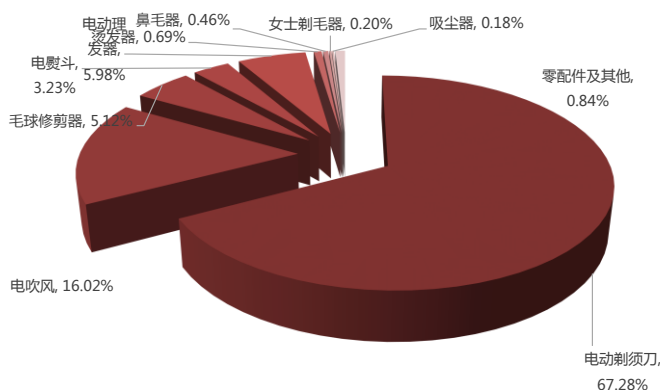
- 个人护理电器、家居生活电器研发、制造、销售于一体的领导品牌。**飞科电器为一家集剃须刀及个人护理电器、家居生活电器研发、制造、销售于一体的企业，已成为国内个人护理电器行业的领导品牌。公司主要产品包括电动剃须刀、电吹风、毛球修剪器、女士剃毛器、理发器、烫发器、鼻毛修剪器、电熨斗、挂烫机、智能扫地机等。截至 2016FY，公司电动剃须刀、电吹风销售占比分别为 67.28%、16.02%，公司的直营渠道主要通过飞科商城、京东自营进行，报告期内公司已经发展了 587 家经销商。

图表 1：公司电动剃须刀及电吹风零售占比持续提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：飞科电器主要产品结构为电动剃须刀及电吹风

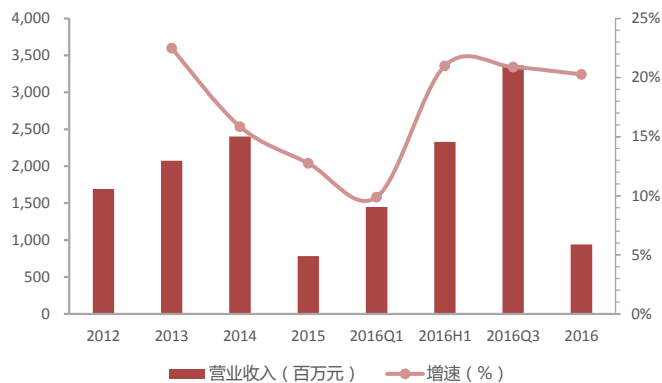


来源：公司公告 中泰证券研究所

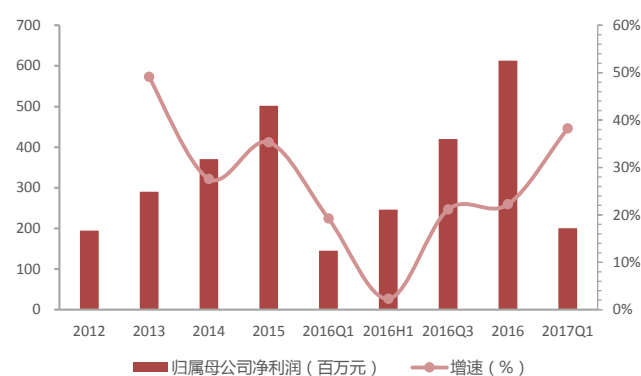
- 生产模式：经营外包为主；销售模式：以经销为主。**公司国内主要销售模式包括直营和经销，直营渠道主要包括连锁电器商城、大卖场、商场、电子商务等，经销渠道主要包括产品批发商、终端经销商等，2013 年至 2016 年经销比例占比为 97.32%/99.22%/98.98%。生产方面：2013 至 2015 年，公司外包采购比例分别为 77.55%/74.48%/75.66%。2016 年飞科电器实现营业收入 33.59 亿元，同比增长 20.90%；归属母公司净利润为 6.13 亿元，同比增长 22.23%；2017Q1 公司实现营业收入 9.40 亿元，同比增长 20.27%。

图表 3：2017Q1 营业收入同比增长 20.27%+

图表 4：2017Q1 飞科电器归属母公司净利润同比增长 38.22%



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

募集资金扩充个人护理小家电产能，控股股东持股近 90%

- **募资扩张自有产能，控股股东仍持股近 90%。**2016 年 4 月公司上市募资 7.28 亿元，发行股本占比比例为 10.01%，募资主要扩大自有产能，项目包括个人护理松江生产/芜湖生产基地扩建、研发及管理中心项目、个人护理电器检测及调配中心项目，新建产能预计 2017 年建设完成率达到 80%，2018 年可完全投产，完全投产后，电吹风及剃须刀自产比例将达到 43.37%。此次募资后，李巧腾直接及间接持有公司比例达到 89.99%，其中直接持股 9%、间接持股比例 80.99%。

图表 5：公司上市募资资金 7.28 亿元扩建产能

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资金额
1	个人护理电器松江生产基地扩产项目	17500	17500
2	个人护理电器芜湖生产基地扩产项目	18500	18500
3	研发及管理中心项目	24000	24000
4	个人护理电器检测及调配中心项目	12800	12800
	合计	72800	72800

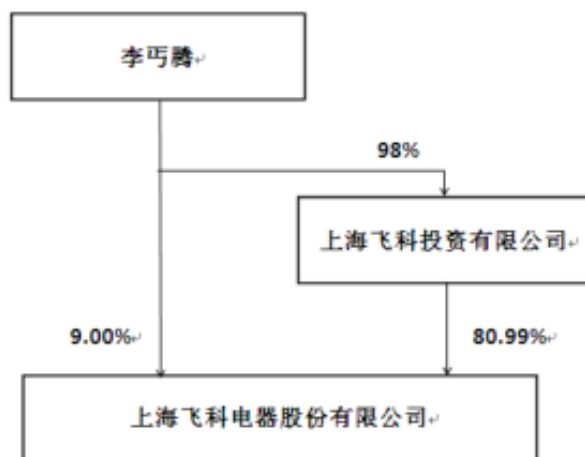
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：预计 2017 年国内募投产能利用率水平达到 80%

项目	电动剃须刀	电吹风	小计
2015 年自产产量 (1)	1564.63	78.53	1643.16
募投项目实施的新增产能 (2)	2070	280	2350
2017 年新增产能 (3) = (2) x 80%	1656	224	1880
2017 年自产产能 (4) = (1) + (3)	3220.63	302.53	3523.16
2017 年销量 (5) = 2015 年总销量 * (1+10%)*(1+10%)	6471.65	1651.89	8123.54
2017 年自产比例 (6) = (4) / (5)	49.77%	18.31%	43.37%

来源：中泰证券研究所

图表 7：李巧腾持股比例达到 89% 左右



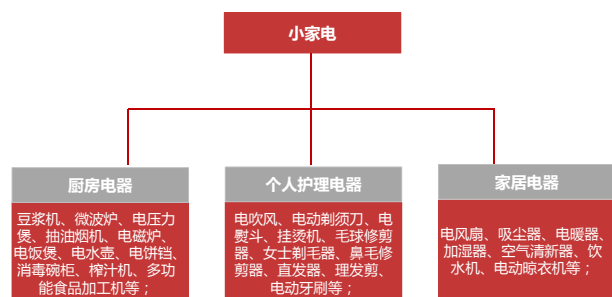
来源：公司公告 中泰证券研究所

行业：小家电增长提速，电商发展迅猛，品类拓展筑渠道品牌

家电的“必须”消费过渡到“品质化”消费，小家电预计 CAGR15%+

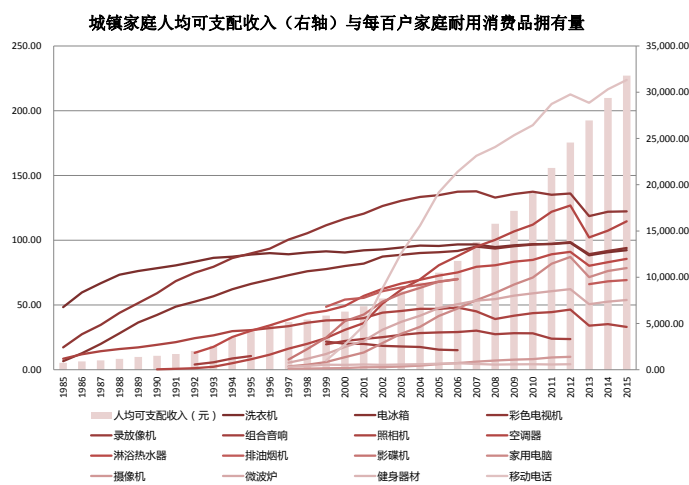
- 由“0”到“1”的过程，小家电进入黄金增长期，CAGR12.9%+。国内家电市场大致经过两个阶段：大家电普及期，以家庭必需产品为主，其中代表性的有洗衣机、电冰箱、空调等，城市基本完成这一阶段，而农村市场逐步开启普及；第二阶段，消费升级下的小家电崛起，代表性的如豆浆机、油烟机、电动剃须刀等。国内小家电主要分类为厨房电器、个人护理电器、家居电器等，而以厨房电器、家居电器为代表的小家电品类迎来快速发展，小家电进入稳步增长阶段，从“0”到“1”，国内消费偏好逐步向品质化过渡。国内小家电步入消费升级的阶段，小家电市场空间广阔，预计至 2020 年国内小家电市场规模达到 4608 亿元，2016-2020 年年复合增长率达到 13.22%。

图表 8：小家电主要包括厨房电器、个人护理电器以及家居电器等



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 9：国内城镇大家电普及率已经很高，小家电进入高速增长阶段

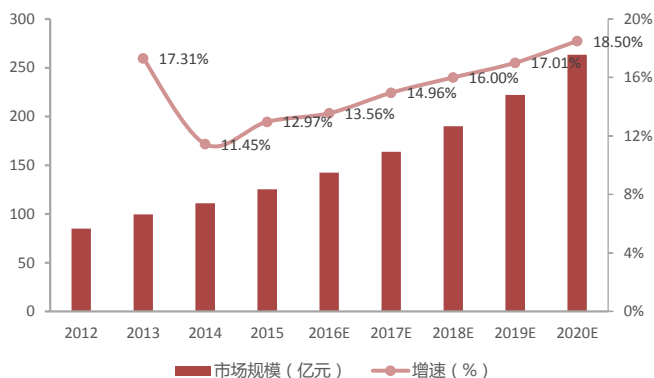


来源：中泰证券研究所

- 个人护理类电器市场规模约 180 亿元，未来五年 CAGR16.21%+。个人

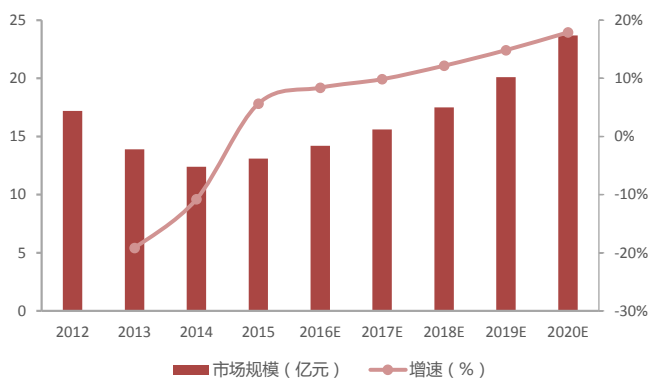
护理类电器主要产品主要包括电吹风、剃须刀、电熨斗、毛球修剪器、女士剃毛器、鼻毛修剪器、直发器等。2016年预计个人护理类产品整体市场规模约为180亿元，我们预计至2020年，国内市场规模有望达到320亿元，年复合增长达到16%+。个人护理类主要是剃须刀、电吹风等，2016年剃须刀市场规模为140亿元+，预计未来受消费升级影响，复合增长率为16.61%+；而电吹风市场规模整体偏小，2016年市场规模仅为14.2亿元，预计未来五年复合增长率为13.66%+。

图表 10: 预计未来五年剃须刀市场规模 CAGR 达到 16.61%



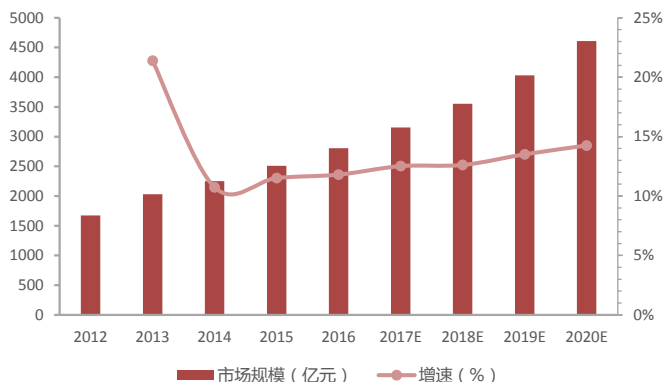
来源：国家电网 中泰证券研究所

图表 11: 预计未来五年电吹风市场规模 CAGR 达到 13.66%+



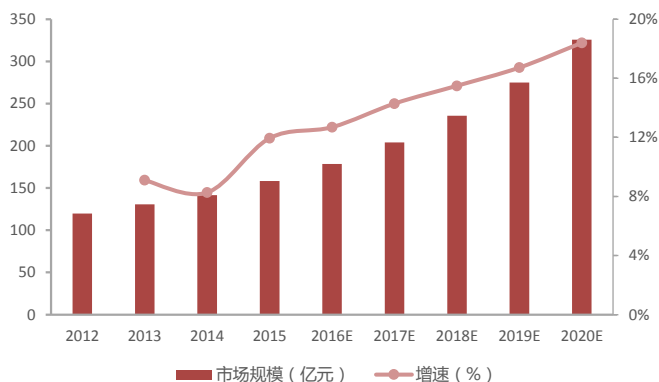
来源：国家电网 中泰证券研究所

图表 12: 预计未来五年国内小家电市场规模 CAGR 约为 13.22%



来源：国家电网 中泰证券研究所

图表 13: 个人护理类产品至 2020 年规模有望达到 320 亿元, CAGR16%+

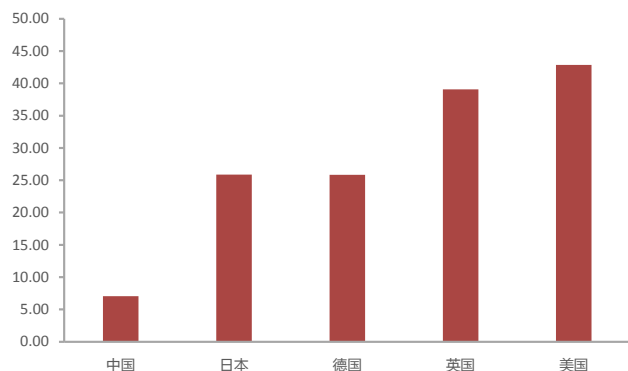


来源：国家电网 中泰证券研究所

- **每百人小家电保有量落后于成熟国家，小家电市场规模扩张可期。**与欧洲国家等对比，国内护理类家电整体仍低于发达国家水平，根据欧睿咨询数据，国内个人护理类产品每百人保有量约为7个，而日本、德国、英国、美国等个人护理类产品的每百人产品保有量分别为25.88/25.84/39.08/42.86个，以日本为例，日本个人护理类产品仍在持续增长当中，整体来看，国内距离成熟市场仍具备较大的空间。近年来，国内个人护理电器略有下降，2010-2014年是高速增长阶段，CAGR18%+左右，2015-至今增速略有下降，但整体增速仍能保持较高

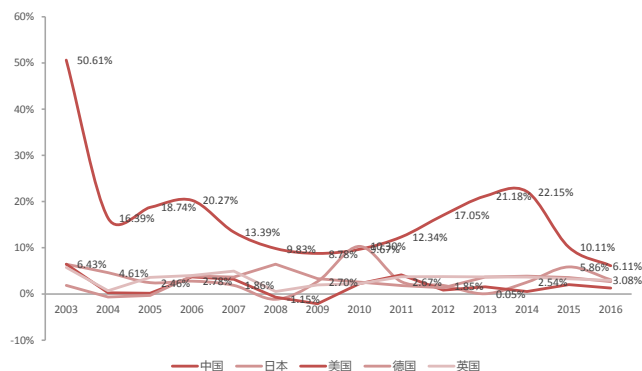
增速。

图表 14：国内个人护理品每百人保有量显著低于日本、德国、英国、美国



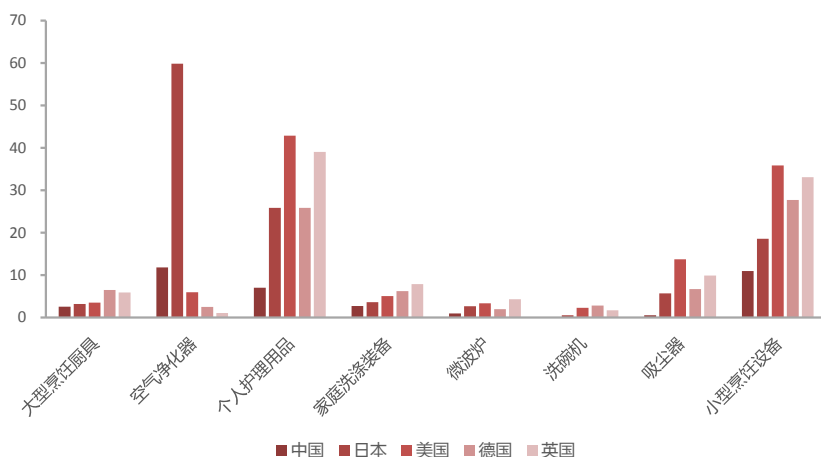
来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

图表 15：国内个人护理电器仍保持较高的增速



来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

图表 16：国内在厨具、空气净化器、微波炉、洗碗机等品类方面人均保有量全面落后于欧美国家



来源：欧睿咨询 中泰证券研究所（每百人家电保有量）

竞争格局稳定，龙头市占率具备提升潜力，高性价比产品占比提升

- **龙头建立规模护城河，家电强者恒强。**小家电竞争的核心优势在于规模优势，而产品的差异化程度较小，规模起来后能够享受较高的议价优势，同时龙头利用规模效应持续提升自身的竞争优势，包括产品的价格、品牌知名度等。其实在产品质量差异化较小的大环境下，护理类家电更多的注重口碑、性价比、品牌，我们看到在消费升级的背景下，品牌化的市场集中度越来越高，其中代表性如飞科、松下等主打中低端品类，品牌知名度不断提升，而高端品牌博朗及飞利浦，发展速度远不及飞科、松下等；龙头个人护理小家电商正在逐步建立规模优势，提升竞争力。

图表 17：相较于其他产品来说，国内小家电总体价格偏中低端

品牌	型号	价格/元	产品信息						
			刀头类型	清洁类型	剃须类型	充电类型	续航时间	商品毛重	其他
飞科	FS352	499	三刀头	全身水洗	旋转式	1小时快充	45分钟以上	520g	3D浮动剃须系统，三环弧面刀网，“S”型捕须技术，全身水洗，1小时充电，全球通用电压，充插两用，智能液晶显示。弹出式修剪刀，镜面真空离子镀，刀头自动研磨技术，人体工学设计。
	FS379	269	三刀头	全身水洗	旋转式	1小时快充	45分钟以上	570g	旅行锁，智能防夹须，浮动贴面剃须系统，智能LED液晶显示，智能自动研磨技术，高性能锂电池，堵转保护提示，智能冲洗提示。
	FS372	75	三刀头	全身水洗	旋转式	常规充电(8小时)	30-45分钟	320g	智能充电显示，智能防夹须。刀头自动研磨技术，弹出式鬓角刀，双环贴面剃须。
飞利浦	SP9851/70	7999	三刀头	带智能清洁系统	多功能理容式	1小时快充	45分钟以上	4.26kg	光影艺术设计，精致奢华机身(精钢机身)；智能前沿科技，非凡净须体验(智能胡须感应，护肤微珠舒适环，精准贴面切割技术，72片高精度旋转刀片)；多效理容配件，打造精英“净”界(控油洁面刷，精确修剪器，面部按摩头，眼部按摩头)。
	RQ311	199	双刀头	全身水洗	旋转式	充电式	30分钟以内	270g	防滑手柄，舒适剃须刀，弹性贴面系统，刀头荷兰进口。
松下	ES-LT6A-S705	1699	三刀头	全身水洗	往复式	1小时充电	30-45分钟	660g	迅捷畅快(13000转/分)，匠心工艺(30度锐角内刀头)，温和净剃(3D主动悬浮刀头，贴合每一处轮廓)，奢华外观(质感金属与橡胶大方融合)
	ES-LV5A-K705	1699	五刀头	全身水洗	往复式	1小时充电	30-45分钟	620g	5刀头时代，14000转/分，磁悬浮马达；3D主动悬浮刀头，贴合每一处轮廓，缓和压力；30度Nano抛光内刀头，具备强劲切割能力，防止胡须残留；高端黑造型与橡胶的典雅融合，握感舒适。
	ES-FRT2-K405	199	三刀头	全身水洗	往复式	1小时充电	30分钟以内	500g	独立浮动拱形3刀头，日本原料安莱精钢锋利温和，30度锐角内刀头，干湿两剃，高速马达，鬓角修剪器，T字型握感舒适。
博朗	9系9299S	6999	----	全身水洗	----	1小时快充	50分钟以上	1.883kg	谐振声波科技(40000次/分，感应胡须密度进行调节)，5项独立剃须元件(高效同步修剪，快速剃净长短须，动能提毛修剪器，多面直剃修剪器，保护性肌肤防护条，OptiFoil刀网)，10方向剃须系统(随面部调整大面积沿刮，弹性调节，刮净长短须)。活动感应刀头，LED电子显示，防水充电底座，干湿两用，人体工学造型。
	3系3000	298	三刀头	全身水洗	往复式	1小时快充	30-45分钟	480g	德国进口浮动三刀头，精密齿梳技术，全身水洗。三刀一体独立浮动系统，高强度密封防水，流水冲更快捷。人体工学设计，握感舒适。LED显示。

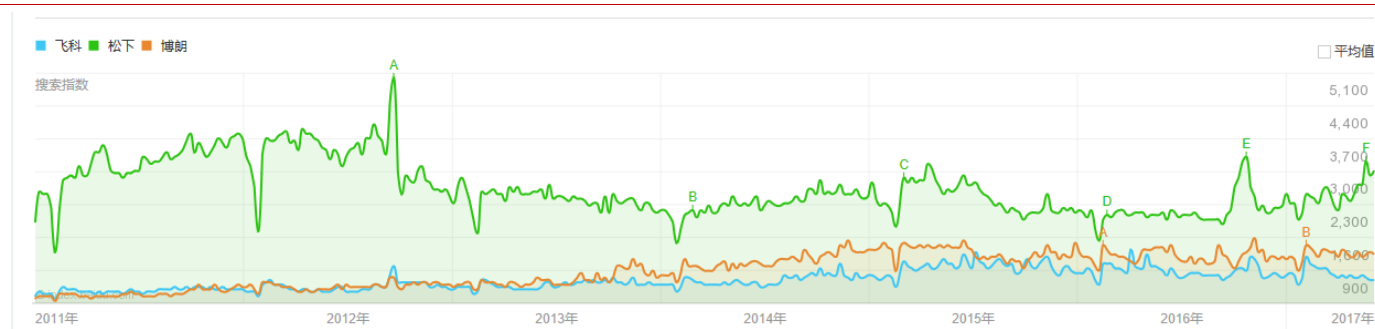
来源：京东商城统计 中泰证券研究所

图表 18：飞科电吹风价格低于飞利浦、博朗、松下等品牌

品牌	型号	价格/元	产品信息		
			毛重	功率	功能特性
飞科	FH6270	99	960g	2000W以上	2200W速干功率，水润负离子，热量均衡分布，健康柔风模式，6档风速组合，雪花键定型，永磁式电机，轻盈唯美机身。
	FH6355	39	420g	1000W-1499W	1200W功率，温度调节，热量均衡(离心式风扇)，强劲电机(永磁式电机)，静音设计，小巧可折叠。
飞利浦	HP8280/05	1389	1.52kg	2000W以上	钛金属负离子科技，冷风帮助定型，带电负离子可以消除静电，个性模式设定。飞利浦创新传感器，均匀受热。扇形集风嘴，均匀释放热量。密集进风口，避免头发卷入。六档风速，滑动开关。
	HP8230	129	800g	2000W以上	2100W大功率，57摄氏度恒温护发，冷风按钮，6档调控。可拆卸空气滤网，安全温度保护装置。静音设计
松下	EH-NA98	1688	0.83kg	1500W-1999W	双侧矿物质负离子喷出口，纳米水离子喷出口，多种智能模式(冷风、热风、头皮模式、智能冷热交替模式)，折叠手柄。
	EH-NA30-R	399	0.83kg	1500W-1999W	纳米水离子，50摄氏度恒温护发，6档风温风量调节，集风嘴快干风嘴。
博朗	HD770	799	1.132kg	2000W以上	IONTEC炫发护色离子科技，Satin Protect丝滑保护系统(70摄氏度吹干秀发并保护头皮)，防静电造型，护色风嘴，恒定温度和气流控制(3个热量档和2个风力档，2000W功率技术保证)，可移除过滤网。
	HD130	199	380g	1000W-1499W	红外加热高效环保，1200W强劲功率，热能风量单独可调，集风嘴造型，人体工学设计，手感舒适。防短发过滤网，防过热设计。

来源：中泰证券研究所

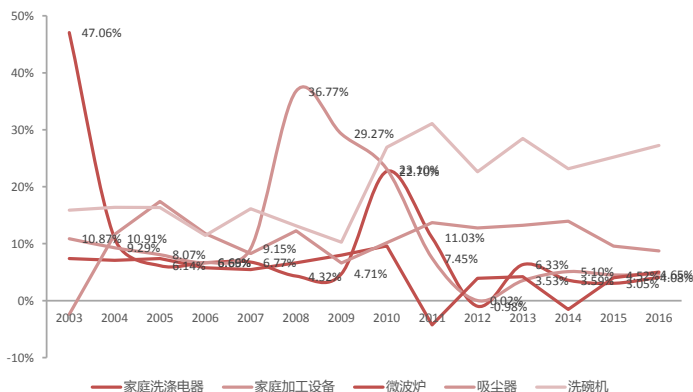
图表 19：主打中低端市场且性价比较高的产品，品牌知名度持续提升



来源：百度指数 中泰证券研究所

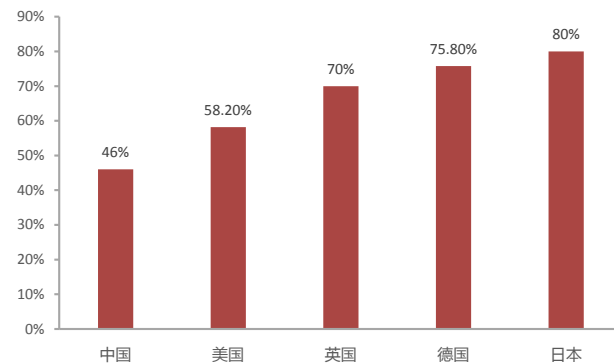
- **小家电行业具备强者恒强的格局属性。**国内护理类小家电市场占有率远低于海外成熟国家水平，2016年CR5为46%，美国、英国、德国、日本分别为58.2%/70%/75.8%/80%，而国内水平整体低于发达国家水平，考虑到国内小家电市场刚刚起步，品牌化小家电虽发展迅速，但仍处于抢占市场的阶段，消费升级的过程中，消费将逐步向品牌化龙头集聚。

图表 20：国内家居用品各大品类增速均保持较快增速



来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

图表 21：国内护理类小家电市场占有率远低于国外成熟国家水平



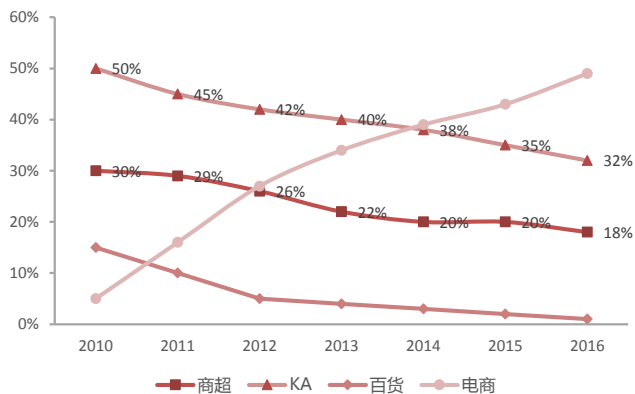
来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

电商降低渠道门槛，优质龙头转战线上，品类拓展加速

- **小家电行业电商占比超过40%。**小家电整体产品客单价较低，而品类较少，单纯的小家电门店企业无法自主开专业门店，而电商的渠道扁平化适合线上发展，能够打破传统家电门店的垄断，且依托经销商开拓门店，整体利润空间较小，而丧失高性价比的优势，单独门店不符合发展趋势。电商符合小家电消费频次高、客单价低的行业属性。根据欧睿咨询报告，2015年国内小家电线上占比超过40%，国内涌现出一批专注于互联网电商的小家电企业，例如小狗电器等（专注于吸尘器领域）。

图表 22：小家电行业线上占比达到40%以上

图表 23：线上线下一对比，线上更适合小家电

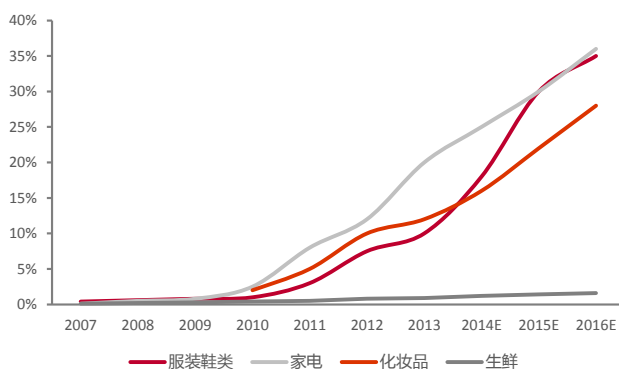


来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

线下		线上	
租金面积	100	店铺成本	无
门店租金	2万元-3万元/月	人员及水电成本	0.75-1.5万元/月
人员费用及水电费	1.5-2万元/月	品类数量	无限制
品类数量	30-40个	毛利率 (%)	40%
毛利率 (%)	40%	盈亏平衡月营业额	1.9-3.75万元
盈亏平衡月营业额	8.5-12.5万元		

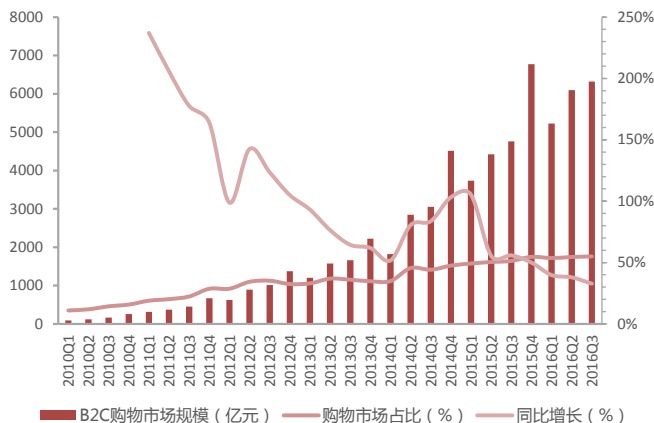
来源：欧睿咨询 中泰证券研究所

图表 24：电商对家电的渗透率超过 30%



来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 25：国内 B2C 购物市场规模增速保持在 30% 以上



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

■ **小家电具备线上发展的行业属性。**以飞利浦、飞科为代表的国内个人护理小家电企业，以爆款引流，线上销售占比持续提升。对于小家电品类来说，线上比较适合发展小家电品类，主要基于三点原因：1、小家电是标准品，适合线上发展，参考京东大家电发展战略；2、每单屢单成本较低，物流费用/每单价格较低，适合快递运输；3、依靠爆款引流，适合发展多品类，开发渠道品牌；依托于自身供应链优势，发展线上产品，在产品需求倾向于高性价比的大环境下，规模效应显著的龙头品牌，切入至线上，打破线下百货零售的低迷瓶颈以及渠道辐射范围有限的瓶颈，实现快速拓展。

图表 26：主打高性价比的产品销售排名靠前

为方便您找到满意的商品，我们已为您省略部分不相关的商品，[查看更多商品](#) >

来源：京东商城 中泰证券研究所

- **以高品质产品引流，扩展品类、致力于做品牌渠道。**以消费品的逻辑来看，护城河主要考察三力，产品力、品牌力以及渠道力，未来依托于电商的低门槛，渠道力的高壁垒将被打破，主要集中于品牌力以及产品力，渠道更多的是结合产品以及品牌。在消费升级的大背景下，小家电腰部的龙头企业更受益，如飞科电器、小狗电器、飞利浦等，龙头品牌拓展品类，发展线上品牌渠道，而逐步建立护城河，我们认为主要基于的是产品性价比等条件下的品牌渠道培育，类似南极电商、开润股份、网易严选、米家有品成长逻辑等等。而以品类拓展的空间来看，目前国内小家电领域，品类仅为 30-40 家左右，远不及欧美的 100 种，未来品类拓展的空间潜力很大。

图表 27：小家电企业走线上品类拓展路线，有望复制网易严选、米家优品等成长轨迹

项目	网易严选	米家优品	必要	飞科电器	南极电商	开润股份
生产模式	与大牌制造商直连，ODM模式，代工生产，但具备设计开发能力	采用了小米/米家配件牌产及生态链自有品牌产品，第三方公司产品	C2M模式，用户与奢侈品牌制造商及专属设计师两点直接连接	专注研发设计，生产基本外包	品牌管理、研发设计，生产基本外包	小米产业链公司，拥有产品设计研发能力，专注生产箱包
平台	网易严选	米家	必要商城	阿里、京东、飞科商城	阿里、京东	阿里、京东
成本	没有经销商中间环节	没有经销商中间环节	没有经销商中间环节	依靠经销商模式	依靠经销商模式	自营+经销商模式
品牌	网易严选	小米	无	飞科	南极人	90分

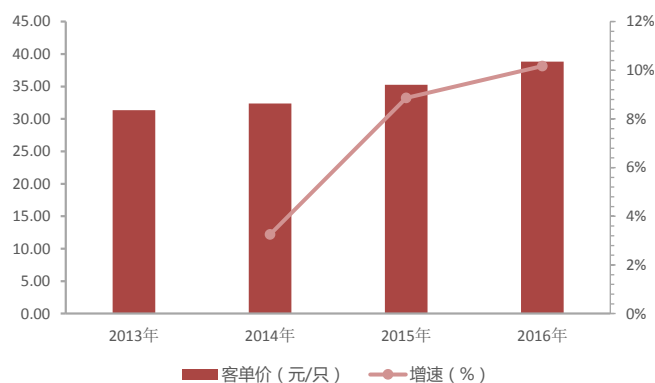
来源：公司公告 中泰证券研究所

成长性：品类拓展提高天花板，毛利空间潜力足，高增长可持续

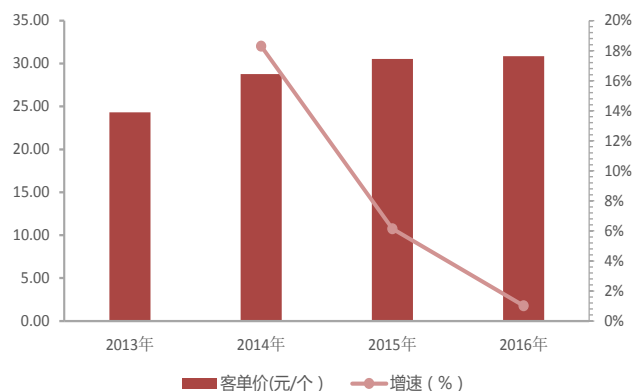
产品性价比高，价格可提升空间较大，增强盈利能力

- **产品性价比高，提价天花板高，毛利率进入提升通道。**相较于其他产品而言，飞科电器整体客单价水平较低，同等产品价格大幅低于飞利浦，如三到头的飞科电器价格 100 元以下，而飞利浦整体价格在 500 元以上，按照飞科客单价水平，我们预计终端销售均价约在 70-80 元/只，整体大

幅低于飞利浦产品价格；飞科产品性价比较高，而在品牌知名度以及口碑建立的大背景下，逐步提升客单价，我们认为未来的增长潜力非常大，从过去4年增长的情况来看，我们看到是公司产品量价齐升的过程；依托于电商平台，销量持续增加，同时对比国外巨头品牌，在产品品质有保证的前提下，提价的天花板足够高，毛利率持续提升。

图表 28：飞科剃须刀客单价持续提升


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 29：公司电吹风客单价水平持续提升


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 30：公司毛利率随着客单价的提升而持续上升

产品名称	2013		2014		2015		2016	
	单价	毛利率	单价	毛利率	单价	毛利率	单价	毛利率
电动剃须刀	31.36	36.87%	32.38	39.28%	35.25	41.3%	38.84	43.29%
电吹风	24.31	23.42%	28.76	23.80%	30.53	26.3%	30.84	26.94%
毛球修剪器	19.14	29.95%	18.26	27.22%	17.99	27.4%	17.76	19.80%
电熨斗	58.88	19.93%	61.35	12.11%	69.17	15.8%	N.A.	20.08%
电动理发器	45.83	24.50%	44.01	25.64%	45.25	28.8%	N.A.	22.62%
烫发器	31.13	28.22%	25.82	31.70%	23.79	31.0%	N.A.	34.02%
鼻毛器	59.09	26.40%	106.50	28.15%	11.97	0.0%	N.A.	47.05%
电热水壶	15.6	45.95%	11.87	43.02%	92.29	43.0%	N.A.	N.A.
其他产品	43.36	41.66%	42.43	42.94%	50.70	33.7%	N.A.	N.A.
零配件	3.59	34.30%	3.90	43.93%	4.09	39.8%	N.A.	N.A.
主营业务毛利率		34.12%		35.09%		36.6%	N.A.	37.92%

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 31：公司主要的竞争对手为飞利浦、宝洁、松下、超人集团以及上海奔腾等

竞争对手	公司简介
飞利浦	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
宝洁	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。
松下	总部位于日本，全球知名的家用电器、小家电、数码视听电子、办公产品等领域的跨国性品牌商
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。
上海奔腾电气有限公司	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。

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 生产外包，专注研发设计，加速品类拓展速度。**公司专注于产品研发设计、渠道建设及品牌运营等环节，生产采取外包模式。随着消费者对于产品使用舒适度、操作便捷性以及设计个性化要求的提高，以及市场竞争的加剧，个人护理电器产品更新换代速度不断加快，新产品层出不穷。各品牌厂商纷纷在产品的外观和细分功能的研发设计投入较大精力，根据消费者的需要推出有针对性的产品，不断丰富产品线。鉴于产品研发设计的重要性，个人护理电器品牌厂商自行组织产品功能的研发，把握消费潮流，部分品牌制造商可能将部分产品的款式设计外包给代工厂商。为适应产业链的专业化分工趋势，增强产品供应能力，专注于研发设计、品牌建设和销售管理的核心竞争能力提升，飞科在对每款产品建立起技术标准、管理标准、工时标准后，转由外包厂家生产。公司自主生产的产品主要为处于工艺探索期的新产品，同时，为确保产品供应的稳定性，公司部分成熟产品为自主生产。

图表 32：飞科电器上下游产业链情况



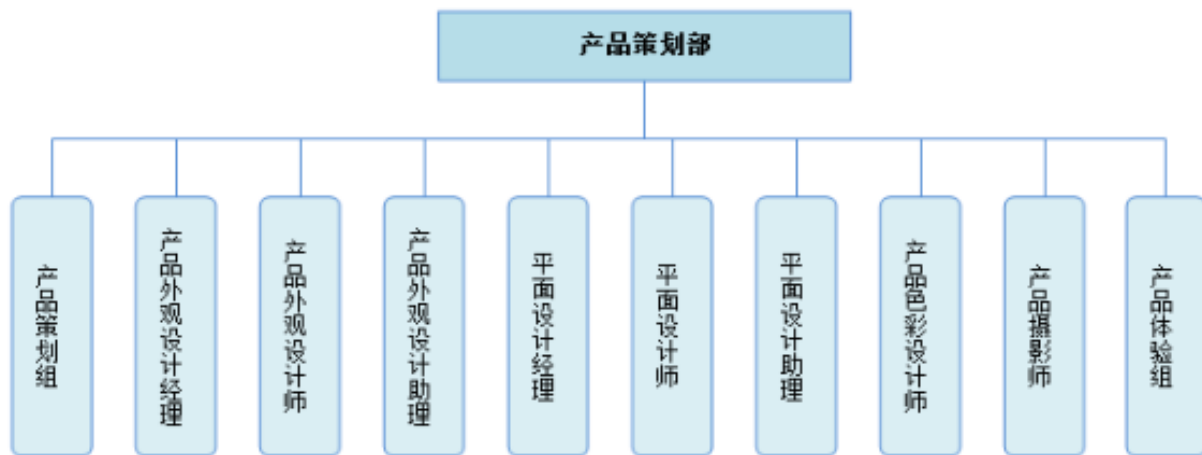
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 33：不同于其他品牌制造商，飞科电器拥有产品研发、设计的能力

企业类型	主要特点	代表企业
纯代工厂商	不具有自有品牌和渠道，部分厂商拥有一定的设计能力，纯粹依靠代工赚取加工费；	数量众多的国内个人护理电器企业；
品牌制造商	主要从事消费者市场需求分析、品牌运营及市场推广、销售渠道建设。拥有自己的品牌、较强的设计及研发能力，以研发创意为先，强调新功能新造型，同时重视品牌塑造，构建庞大的渠道服务体系；	飞科、飞利浦、松下、宝洁、奔腾、超人等；

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 34：飞科电器拥有较为完整的产品设计体系



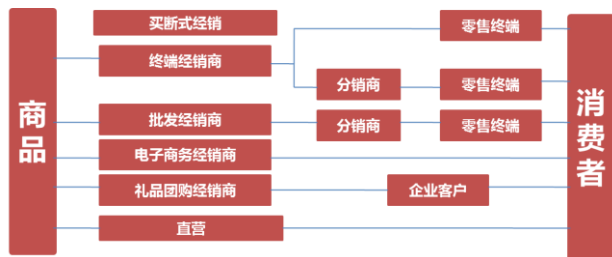
来源：公司公告 中泰证券研究所

公司渠道：深耕线下、挥师线上，拓展品类，打造小家电 MUJI

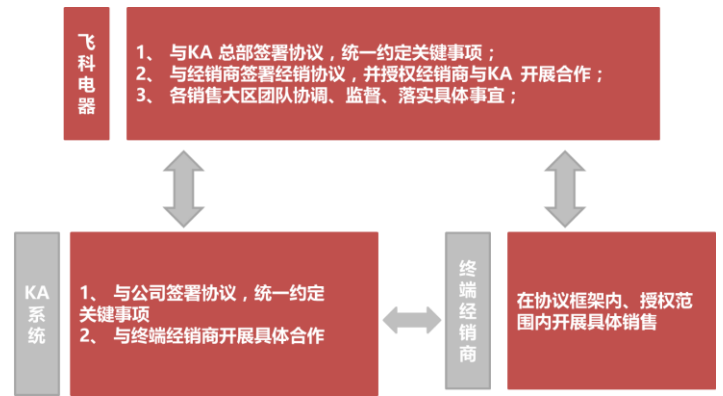
- 线下渠道通过“强终端、深分销、铸团队”保持销售收入稳中有升。鼓励经销商加强分销体系建设，推进便利店、社区店等终端网点的布局，并已经初步渗透到县乡镇市场，进一步提高线下渠道的渗透率和覆盖率。减少了经销商和消费者之间的中间环节，销售渠道得到进一步的下沉。批发经销商定位于覆盖授权销售区域内的分销商等大采购量的客户，一般而言，批发经销商设在各省会城市的集中批发市场内，定位于小型超市、个体户、乡镇市场等，与终端经销商的大型零售终端形成有效补充。
- 建立多项措施的现代电子商务运营体系。建立一流的客户体验和服务体系，公司完成了“飞科商城”PC端、WAP端、APP的搭建与日常运营，完善了平台的多样化，提高了用户覆盖面，提升用户使用体验。截至2015年12月31日，飞科已经发展了47家电子商务经销商，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。飞科电器线上占比持续提升，2013-2016年电子商务占比分别为11.75%/24.23%/37.07%/44.20%，随着产品品类拓展以及线上高速发展，预计2017年飞科线上占比有望超过50%，成为公司最主要的产品销售渠道。

图表 35：公司经销渠道主要有批发经销、电子商务经销、礼品团购经销

图表 36：飞科电器采取统一招商的策略，与经销商、KA 签订合同



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 37：2016 年飞科电器电商占比超过 40%

数量	2013	2014	2015	2016	
经销模式	终端经销商			418	
	批发经销商			20	
	电子商务经销商			47	
	礼品团购经销商			38	
单位 (万元)					
经销模式	终端经销商	821.71	938.06	1,009.17	
	批发经销商	914.48	826.70	674.54	
	电子商务经销商	242.56	583.08	1,030.12	1,487.00
	礼品团购经销商	30.07	30.69	36.38	
直营	24.15	3.92	6.92		
其他	2.43	0.37	0.95		
出口	28.79	14.34	20.50		
经销渠道	2,008.82	2,378.54	2,750.20	1,487.00	
总计	2,064.20	2,397.17	2,778.57	3,363.89	
经销渠道占比 (%)	97.32%	99.22%	98.98%		
电商业务占比 (%)	11.75%	24.32%	37.07%	44.20%	
电商YOY		140.39%	76.67%	44.35%	

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 终端经销商定位于覆盖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，同时，还覆盖少量授权销售区域内的分销业务。对于终端和批发经销商，在完成季度销售额任务后，公司给予其季度实际销售额一定比例的销售奖励。对于任务完成销售奖励，公司根据经销商任务实际完成情况，按照权责发生制原则计提经销商应享有的销售奖励金额，在下季度经销商进货的销售发票中以折扣形式扣除。

图表 38：飞科电器应收账款周转率高于行业其他竞争对手

公司名称	应收账款周转率					应收账款周转天数				
	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012
苏泊尔	10.78	10.58	11.49	12.67	10.5	33.41	34.01	31.34	28.41	34.27
九阳股份	84.03	84.42	59.66	47.05	66.09	4.28	4.26	6.03	7.65	5.45
老板电器	17.78	14.55	13.96	15.1	14.55	20.25	24.74	25.79	23.84	24.74
爱仕达	5.56	5.44	5.55	5.33	4.61	64.75	66.14	64.9	67.5	78.04
华帝股份	14.12	11.24	18.53	25.53	23.13	25.49	32.02	19.43	14.1	15.56
平均值	26.45	25.25	21.84	21.14	23.78	29.64	32.23	29.50	28.30	31.61
中位数	14.12	11.24	13.96	15.1	14.55	15.49	32.02	19.43	23.84	24.74
飞科电器	29.41	30.00	26.46	21.25	19.58	12.24	12.00	13.60	16.94	18.39

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 39：飞科电器存货周转率位居行业前列

公司名称	存货周转率					存货周转天数				
	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	2012
苏泊尔	5.31	5.17	4.68	4.99	4.64	67.74	69.57	76.98	72.08	77.53
九阳股份	10.4	9.44	9.16	6.69	4.97	34.6	38.12	39.3	53.82	72.48
老板电器	3.02	2.98	3.11	3.16	3	119.03	120.82	115.73	113.85	119.99
爱仕达	2.8	2.78	2.62	2.38	2.15	128.66	129.31	137.33	151.42	167.61
华帝股份	7.82	8.34	8.78	8.68	10.42	46.05	43.18	40.99	41.49	34.55
平均值	5.87	5.74	5.67	5.18	5.04	79.22	80.20	82.07	86.53	94.43
中位数	5.31	5.17	5.43	5.25	4.64	67.74	69.57	76.98	72.08	77.53
公司	5.65	5.55	5.61	6.12	5.48	63.7	64.89	64.2	58.83	65.66

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 由个人护理小家电拓展至家居用品小家电，打造家电领域的 MUJI。** 顺应消费者日趋多样化的个人护理电器需求，借助已有的品牌影响力和完善的营销网络，公司不断推出新品类产品，年均推出产品数量为 10 款左右，推动公司营业收入的增长。如 2010 年开始，公司加强毛球修剪器的推广力度，该产品在 2013-2015 年分别贡献了当年收入增长的 2.33%、12.06%、9.64%；2013 年 4 季度起公司推出电动理发器产品，该产品在 2013-2015 年分别贡献了当年收入增长的 2.50%、22.91%、20.61%。2017 年公司继续推出新品类，2016 年开展了电动牙刷产品的研发，同时，洁面仪、补水仪、滋养仪、蒸脸器等美颜理容产品也列入了公司的研发计划；2017 年，加湿器、空气净化器、健康秤、吸尘器或将推出。

投资建议：扩充品类，线上高增长持续，目标价 68.65 元，“增持”评级

- 公司核心看点：**一、线上电商高增长，预计未来三年保持 40-60% 的复合增长，且线上占比超过 50%，提升整体竞争实力；二、拓展品类，由个人护理类小家电拓展至家居类小家电，品类拓展带动营收整体增速提升；三、公司产品提价的逻辑，相较于其他产品而言，公司整体终端售价大幅低于其他品牌，虽然品牌力不及国外品牌，但产品整体的性价比

水平较高。

- **目标价 68.65 元，首次覆盖给予“增持”评级。**预计 2017-2019 年飞科电器实现营业收入 40.85、49.06、58.35 亿元，同比增长 21.43%、20.10%、18.94%，归属母公司净利润 8.07、9.97、12.30 亿元，同比增长 31.54%、23.57%、23.44%。参考可比公司估值以及公司未来发展，给予 2018 年公司 30XPE，对应目标价为 68.65 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 40：小家电制造类企业平均 PE 约为 24XPE，电商整体估值水平约为 35XPE

小家电制造商的估值情况							
	收盘价	EPS			PE		
		2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
老板电器	45.45	1.27	1.69	2.18	35.79	26.89	20.85
九阳股份	19.75	0.91	1.04	1.21	21.70	18.99	16.32
苏泊尔	40.1	1.31	1.61	1.92	30.61	24.91	20.89
爱仕达	12.83	0.41	0.52	0.65	31.29	24.67	19.74
华帝股份	37.8	0.91	1.31	1.75	41.54	28.85	21.60
平均					32.19	24.86	19.88

电商估值情况							
	收盘价	EPS			PE		
		2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
南极电商	12.08	0.2	0.33	0.49	60.40	36.61	24.65
跨境通	18.24	0.27	0.54	0.89	67.56	33.78	20.49
平均					63.98	35.19	22.57

来源：中泰证券研究所（股价取 2017 年 6 月 8 日收盘价）未有预测取 WIND 一致预期

风险提示：

- **新品推出不及预期。**新品推出是公司未来持续增长的重要承接点，若新品研发以及推出不及预期，可能影响公司营业收入水平提升，进而影响整体业绩提升。
- **竞争加剧，公司费用率水平大幅提升。**小家电领域线上进入门槛较低，但品牌化的公司较少，若品牌之间竞争加剧，行业费用率提升拖累公司业绩。
- **电商增速大幅下降，影响线上渠道拓展。**线上增速逐步下台阶，若电商整体增速下降，或者是消费者消费习惯改变，影响电商渠道拓展。

图表 41: 飞科电器分项收入情况—剃须刀

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年E	2018年E	2019年E	
1、剃须刀												
飞科	销量(万只)	1,684.41	2,820.28	3,897.66	4,462.68	5,071.61	5,316.72	5,348.47	5,820.05	6285.65	6725.65	7129.19
	同比增长(%)		67.43%	38.20%	14.50%	13.64%	4.83%	0.60%	8.82%	8%	7%	6%
	客单价(元/只)					31.36	32.38	35.25	38.84	43.26	48.46	54.75
							3.25%	8.86%	10.17%	11%	12%	13%
	营业收入(百万元)				1,590.69	1,721.64	1,885.38	2,260.29	2,719.40	3,258.92	3,903.54	
	增速(%)					8.23%	9.51%	19.88%	20.31%	19.88%	19.78%	
	单位成本(元/只)				19.80	19.66	20.68	22.02	23.17	24.79	26.77	
	增速(%)					-0.71%	5.20%	6.47%	5.20%	7.00%	8.00%	
	营业成本(百万元)				1,004.25	1,045.36	1,106.33	1,281.76	1,456.29	1,667.30	1,908.73	
	增速(%)					4.09%	5.83%	13.62%	14.49%	14.48%		
	毛利率(%)				36.87%	39.28%	41.32%	43.29%	46.45%	48.84%	51.10%	
	市占率(1)	11.90%	34.50%	27.00%	21.10%	24.00%	25.10%					
	市占率(2)	15.60%	22.90%	28.10%	29.60%	32.90%	35.40%					
	yoy		67.4%	38.2%	14.5%	13.6%	4.8%	0.6%				

来源: 中泰证券研究所

图表 42: 飞科电器分项收入情况—电吹风

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年E	2018年E	2019年E	
2、电吹风												
飞科	销量	371.54	557.32	821.75	886.29	1181.88	1203.31	1365.2	1,745.34	2094.41	2471.40	2842.11
	同比增长(%)		50.00%	47.45%	7.85%	33.35%	1.81%	13.45%	27.85%	20%	18%	15%
	客单价(元/个)					24.31	28.76	30.53	30.84	32.07	33.04	34.03
	增速(%)						18.30%	6.14%	1.02%	4.00%	3.00%	3.00%
	营业收入(百万元)				287.36	346.11	416.78	538.29	671.78	816.48	967.12	
	增速(%)					20.45%	20.42%	29.15%	24.80%	21.54%	18.45%	
	单位成本(元/只)				18.62	21.92	22.51	22.53	22.65	23.21	24.02	
	增速(%)					17.71%	2.72%	0.09%	0.50%	2.50%	3.50%	
	营业成本(百万元)				220.06	263.73	307.34	393.27	474.28	573.64	682.78	
	增速(%)					19.85%	16.54%	27.96%	20.60%	20.95%	19.03%	
	毛利率(%)					23.42%	23.80%	26.26%	26.94%	29.40%	29.74%	29.40%
	市占率(2)	10.54%	13.95%	15.72%	20.53%	29.21%	33.56%					

来源: 中泰证券研究所

图表 43: 分科电器分项收入情况—毛球修剪器

	2017年	2018年	2019年
3、毛球修剪器			
销量(万只)	340.04	576.39	789.17
同比增长(%)	69.51%	36.92%	22.69%
客单价	19.14	18.26	17.99
	-4.60%	-1.46%	-1.30%
营业收入(百万元)	65.09	105.25	142.01
增速(%)	61.70%	34.92%	21.09%
单位成本(元/只)	13.41	13.29	13.07
增速(%)	-0.88%	-1.69%	-4.59%
营业成本(百万元)	45.60	76.61	103.12
增速(%)	68.01%	34.60%	17.06%
毛利率(%)	29.95%	27.22%	27.39%
	29.80%	32.24%	32.85%
	32.24%	32.85%	33.19%

来源: 中泰证券研究所

图表 44: 飞科电器财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	2,401	2,783	3,364	4,085	4,906	5,835
增长率	15.85%	15.9%	20.9%	21.4%	20.1%	18.9%
销货成本	-1,548	-1,755	-2,055	-2,442	-2,854	-3,293
%收入	64.5%	63.1%	61.1%	59.8%	58.2%	56.4%
毛利	853	1,028	1,309	1,642	2,052	2,542
%收入	35.5%	36.9%	38.9%	40.2%	41.8%	43.6%
销售及行政费用	-380	-389	-491	-529	-671	-823
%收入	15.8%	14.0%	14.6%	13.0%	13.7%	14.1%
EBITDA	472	639	818	1,113	1,381	1,720
%收入	19.7%	23.0%	24.3%	27.3%	28.1%	29.5%
折旧与摊销	-10	-10	-33	-71	-85	-113
%收入	0.4%	0.4%	1.0%	1.7%	1.7%	1.9%
EBIT	462	629	785	1,042	1,295	1,606
%收入	19.2%	22.6%	23.3%	25.5%	26.4%	27.5%
利息费用	4	2	10	0	0	0
投资收益	6	6	13	10	10	10
税前经营收益	471	637	808	1,052	1,305	1,617
%收入	19.6%	22.9%	24.0%	25.8%	26.6%	27.7%
其他非经营收益	23	29	7	20	19	19
税前利润	494	666	815	1,072	1,325	1,635
%收入	20.6%	23.9%	24.2%	26.2%	27.0%	28.0%
所得税	-123	-164	-202	-265	-328	-405
所得税率	25.0%	24.6%	24.8%	24.8%	24.7%	24.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	371	502	613	807	997	1,230
净利率	15.4%	18.0%	18.2%	19.7%	20.3%	21.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	371	502	613	807	997	1,230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	10	39	71	85	113
非经营收益	-3	-10	-16	-30	-29	-29
营运资金变动	162	-76	164	-23	38	32
经营活动现金净流	541	425	800	825	1,091	1,346
资本开支	218	169	84	70	57	56
投资	-120	-270	-253	0	0	0
其他	6	6	14	10	10	10
投资活动现金净流	-332	-433	-323	-61	-46	-46
股权募资	0	0	741	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-232	-219	-435	0	-436	0
筹资活动现金净流	-232	-219	306	0	-436	0
现金净流量	-24	-227	782	764	609	1,301

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	316	89	872	1,636	2,245	3,545
应收款项	116	119	158	174	206	246
存货	267	369	370	448	524	606
其他流动资产	144	419	661	674	678	682
流动资产合计	844	995	2,061	2,933	3,652	5,079
%总资产	59.2%	58.9%	74.0%	79.8%	83.3%	88.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	477	565	594	619	608	569
无形资产	80	97	108	102	104	104
非流动资产合计	580	695	723	743	733	695
%总资产	40.8%	41.1%	26.0%	20.2%	16.7%	12.0%
资产总计	1,424	1,690	2,784	3,676	4,386	5,774
短期借款	0	0	1	1	1	1
应付款项	496	439	577	639	748	866
其他流动负债	87	126	161	619	223	263
流动负债	583	565	738	1,258	972	1,129
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	21	36	36	36	36
负债	602	586	774	1,294	1,007	1,165
普通股股东权益	822	1,104	2,010	2,381	3,378	4,609
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,424	1,690	2,784	3,676	4,386	5,774

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.946	1.280	1.408	1.852	2.288	2.825
每股净资产(元)	2.097	2.817	4.615	5.467	7.755	10.580
每股经营现金净流(元)	1.380	1.084	1.836	1.894	2.504	3.091
每股股利(元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	45.09%	45.43%	30.50%	33.87%	29.51%	26.70%
总资产收益率	26.03%	29.68%	22.02%	21.95%	22.73%	21.31%
投入资本收益率	66.92%	46.18%	50.75%	101.89%	84.17%	111.10%
增长率						
主营业务收入增长率	15.85%	15.90%	20.89%	21.43%	20.10%	18.94%
EBIT增长率	28.35%	36.21%	24.70%	32.82%	24.24%	24.02%
净利润增长率	27.58%	35.33%	22.23%	31.54%	23.57%	23.44%
总资产增长率	37.26%	18.68%	64.73%	32.01%	19.32%	31.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	12.2	12.4	12.6	12.4	12.5
存货周转天数	65.1	65.8	64.6	65.1	65.0	65.0
应付账款周转天数	85.5	91.5	82.7	86.1	85.9	85.4
固定资产周转天数	4.6	13.1	41.1	60.8	65.3	67.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.48%	-8.09%	-43.33%	-68.67%	-66.43%	-76.91%
EBIT利息保障倍数	-129.8	-412.5	-79.5	—	—	—

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。