

2023年04月19日

证券研究报告·公司研究报告

飞科电器 (603868) 家用电器

持有 (维持)

当前价: 80.18元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

个护龙头焕新升级，破茧成蝶改善可期

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司作为剃须刀龙头企业，曾经通过性价比产品+渠道下沉，实现了营收业绩的快速增长，终端市场份额领先。(2) 公司渠道变革效率升级，经销商数量较峰值减少20%以上，营销灵活费用投放效率较高。(3) 产品多元优化，经营改善呈现边际改善，预计2023年公司剃须刀产品均价提升超过20%。随着公司产品以及渠道调整逐步见效，公司长期发展可期。
- 国产剃须刀王者，差异化竞争份额领先。** 公司是一家主要经营电动剃须刀、电吹风等个护家电产品的小家电公司。公司通过高性价比的产品定位形成错位竞争，丰富的终端网点实现了销量的快速增长。2011-2017年，公司凭借精准的产品定位以及立体化的渠道布局，营收复合增速一度达到17%以上。随着主营产品销量增速放缓，渠道红利逐步褪去叠加市场竞争加剧，公司产品以及渠道端的竞争优势均有所弱化，2018-2020年营收以及业绩表现均比较疲软。面临市场竞争环境的变化，公司也在积极调整产品以及渠道的布局。传统品类更新升级，新兴产品布局推进；精简渠道层级优化效率，公司逐步进入高端化转型的收获阶段。
- 渠道变革升级，营销灵活高效。** 线上方面，公司逐步将官旗从经销转为自营。一方面公司能够动态感知终端消费数据的变化，及时用于新品的开发。另一方面，直营模式下公司对于产品终端定价掌控力强化，能够更好把控老款促销以及新品推介的节奏。此外，公司在维持传统电商平台优势的基础之上，积极布局新兴渠道，在抖音、快手等主要直播平台建立品牌直播账号体系，实现直播常态化。2023Q1 抖音平台电动剃须刀品类销售前十的商品中，40%是飞科产品。线下方面，公司优化线下经销商布局，撤销原有批发渠道，进一步划分为KA终端渠道和区域分销渠道。通过精简经销商层级，2022H1经销商降低到了463家。营销端来看，公司深度挖掘个护电器的礼品属性，满足消费者在“情人节”、“父亲节”等情感节假日的情感诉求，实现错峰引流。
- 传统产品提价见效，新品迭代稳步孵化。** 传统产品方面，公司通过产品的迭代升级，逐步实现销售均价提升。2020年公司将主品牌飞科全面升级，品牌定位年轻化、中高端化，并以此为基础推出了全新系列剃须刀产品。公司逐步完成剃须刀产品良性提价。在精细化的营销+创新产品的助力下，公司推出的太空小飞碟剃须刀上线当月GMV破1600万，实现了“新品即爆品”。未来公司将持续推进主品牌飞科年轻化高端化升级，同时对子品牌博锐的定位进行提升，在推进中高端市场份额优化的同时，持续巩固公司原有的中低端市场优势。此外，公司将剃须刀成功提价的策略逐步复制到第二大主营产品电吹风上。期待高速吹风机新品推出进一步补全公司吹风机产品矩阵，为公司吹风机高端升级提供充足动力。新型产品方面，公司积极拓展产品品类，持续丰富电动牙刷产品矩阵，公司电动牙刷有望实现稳步孵化。
- 盈利预测与投资建议。** 公司渠道升级效率优化，新品迭代品牌高端化转型见效，产品均价稳步提升，盈利能力进入向上通道，预计公司2022-2024年归母净利润将保持30.2的复合增长率，EPS分别为2.18/2.72/3.25元，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动风险、新品拓展不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4005.26	5188.71	6289.94	7449.99
增长率	12.26%	29.55%	21.22%	18.44%
归属母公司净利润(百万元)	640.70	951.75	1184.82	1414.52
增长率	0.38%	48.55%	24.49%	19.39%
每股收益EPS(元)	1.47	2.18	2.72	3.25
净资产收益率ROE	20.99%	26.69%	28.91%	30.09%
PE	55	37	29	25
PB	11.48	9.83	8.55	7.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

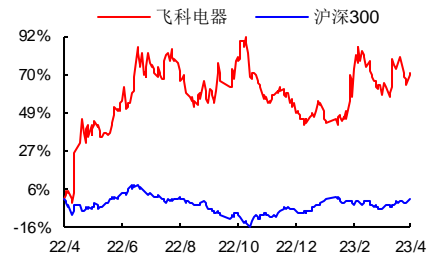
分析师: 夏勤

执业证号: S1250522080003

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.36
流通A股(亿股)	4.36
52周内股价区间(元)	46.61-90.15
总市值(亿元)	349.26
总资产(亿元)	39.58
每股净资产(元)	6.67

相关研究

- 飞科电器 (603868): 产品渠道持续优化, 业绩高增 (2022-10-30)
- 飞科电器 (603868): 中高端产品占比提升, 收入持续高增 (2022-08-16)
- 飞科电器 (603868): 高端转型成效显著, Q1 利润加速释放 (2022-04-28)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国产剃须刀王者，困境转型	1
1.1 性价比产品+下沉渠道，成就国产剃须刀龙头.....	1
1.2 拳头产品增速放缓，经营暂入困境.....	2
2 渠道变革升级，营销灵活高效	4
2.1 渠道变革，效率升级.....	4
2.2 多元化引流，营销更高效.....	6
3 品类多元优化，经营改善见效	8
3.1 传统产品推新提价，中高端占比稳步提升.....	8
3.2 新品稳步孵化，营收增长可期.....	13
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	16
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 2011-2017 年飞科电器营业收入及增速.....	2
图 2: 2011-2017 年飞科电器归母净利润及增速.....	2
图 3: 2020-2021Q1 剃须刀线上市场零售表现.....	2
图 4: 2018-2021 年飞科电器剃须刀销售量及其增速.....	2
图 5: 2020-2021 年电动剃须刀头部品牌线上市场份额.....	3
图 6: 2018-2022Q3 飞科电器营业收入及增速.....	4
图 7: 2018-2022Q3 飞科电器归母净利润及增速.....	4
图 8: 2016-2021H1 飞科电器销售费用拆分.....	5
图 9: 2021 年飞科电器天猫旗舰店月销售额.....	5
图 10: 2016 年飞科电器渠道构成.....	5
图 11: 2020 年飞科电器渠道构成.....	5
图 12: 2017-2022H1 飞科电器经销商数量.....	6
图 13: 2023.Q1 飞科销售额渠道占比.....	6
图 14: 2023.Q1 飞科销量渠道占比.....	6
图 15: 2023 年 2 月飞科销量趋势分析 (单位: 件).....	7
图 16: 2023 年 2 月飞科销售额趋势分析 (单位: 元).....	7
图 17: 2023 年 2 月飞科百度搜索指数.....	7
图 18: 2023 年 2 月飞科剃须刀百度搜索指数.....	7
图 19: 飞科消费者性别分布.....	8
图 20: 2023.Q1 飞科细分品类销售额占比.....	8
图 21: 2023 年 3 月电动剃须刀品牌占有率.....	9
图 22: 2021 年 H1Top20 机型飞科与飞利浦占比.....	9
图 23: 2021 年飞科电器剃须刀淘宝旗舰店月销售额.....	11
图 24: 2021.12 月飞科与博锐天猫旗舰店产品销售均价.....	11
图 25: 2016-2021 年飞科电器各品类营业收入.....	12
图 26: 2021 年 12 月电吹风线上市场市占率.....	12
图 27: 2016-2021E 国内电动牙刷市场规模及增速.....	13
图 28: 2017-2021E 电动牙刷线上销售量及销售额.....	13
图 29: 2022H1 飞科电器各产品毛利率.....	14

表 目 录

表 1: 2021Q1 电动剃须刀线上市场 T20 机型对比	9
表 2: 飞科 VS 飞利浦: 价格 500 元以下剃须刀主线产品对比	10
表 3: 2022 年飞科电器主推剃须刀	10
表 4: 飞科电器电吹风产品	12
表 5: 飞科电器电动牙刷产品	14
表 6: 分业务收入及毛利率	15
表 7: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 国产剃须刀王者，困境转型

1.1 性价比产品+下沉渠道，成就国产剃须刀龙头

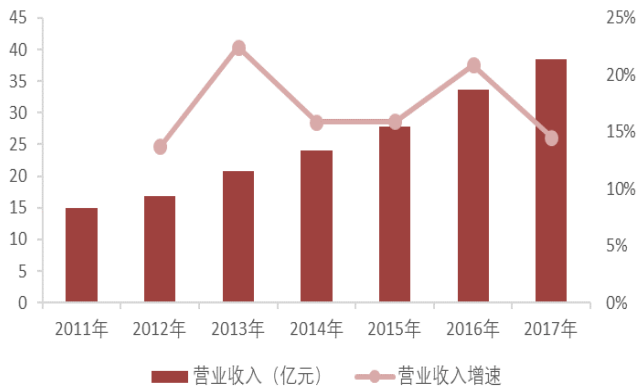
飞科是一家集个人护理电器、家居生活电器研发、生产、销售于一体的企业。公司拳头产品是剃须刀，主要竞争对手包括飞利浦、松下、博朗等。在发展的早期，海外品牌凭借研发、品牌以及渠道等方面的优势占据了中高端市场的优势份额。国产品牌通过布局下沉渠道以及高性价比产品发力大众市场，形成错位竞争。2011-2017年，公司凭借精准的产品定位以及立体化的渠道布局，营收复合增速一度达到17%以上。

精准的产品定位，供应链整合优化成本。一方面，海外品牌先发优势明显，具备品牌较高的溢价率。而飞科的产品更多面向大众消费者，产品定价性价比较高，同品质的产品相较之下价格更低。2013-2017年，飞科剃须刀的产品出货均价基本维持在30-40元。另一方面，同其他国产品牌相比，飞科更加注重品牌形象以及产品的技术研发，相同价格下飞科产品品质更佳。整体来看，飞科高性价比的产品定位与终端售价与国内外品牌形成错位竞争，综合优势不断扩大。

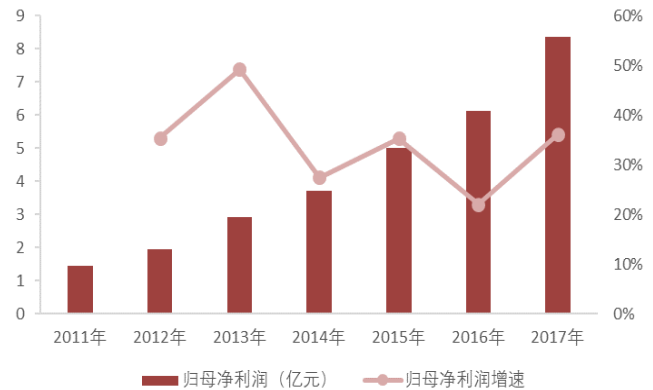
在生产上，公司采用了自主生产+外包生产相结合的方式。2015年飞科剃须刀外包产量占比为72%，电吹风外包产量占比为94%。发展前期，公司的自主产能专注于研发核心技术，主要生产处于工艺开发期的产品，有益于研发新技术提升核心竞争力以及加快产品的更新迭代。公司的成熟产品外包给代工厂生产，充分利用外包厂家的产业集群效应和生产成本优势。在原材料采购方面，公司实行集中采购原则，自有工厂和外包厂商都在公司指定的供应商处采购，使用统一价格定制标准，能够有效降低原材料的采购成本。此外，随着公司剃须刀以及其他个护产品销量的快速增长，规模化优势下带来采购以及生产成本的进一步降低。

终端网点覆盖面广，线上线下协同发展。早期飞科主要采用经销模式，将线下经销渠道分为终端经销和批发经销。终端经销定位于大型超市、电器连锁、百货商场等大型KA卖场，批发经销则定位于小型超市、个体户、乡镇市场，基本覆盖至全国三、四线城市。飞科的立体化、分散化的销售渠道，充分覆盖目标消费群体，中低端市场渗透力较强。结合其产品高性价比优势，飞科迅速在线下实现了规模销售，品牌知名度进一步提升。

公司也是较早布局线上渠道，充分享受电商红利的小家电企业之一。广泛的线下网点布局，提升终端市场的覆盖面；较早的布局线上渠道，公司充分享受了电商快速发展的红利。在线上渠道协同发力下，公司的市场份额稳步优化，营收业绩快速增长。2011-2017年，公司营业收入从14.9亿元提升到38.5亿元，复合增长率达到了17.2%；核心产品剃须刀的销量从3898万只提升到6189万只。

图 1：2011-2017 年飞科电器营业收入及增速


数据来源：招股说明书，年度报告，西南证券整理

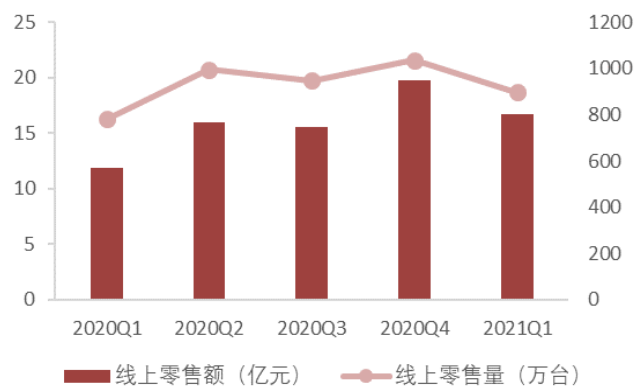
图 2：2011-2017 年飞科电器归母净利润及增速


数据来源：招股说明书，年度报告，西南证券整理

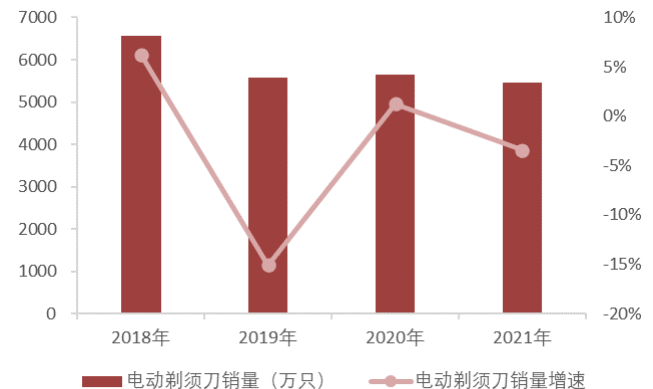
1.2 拳头产品增速放缓，经营暂入困境

随着电商的快速发展，市场环境逐步有所变化，叠加公司主营产品保有量趋近饱和，公司经营增速逐步放缓甚至出现下滑的态势。2018-2020 年期间，公司营收以及盈利规模也有所承压。

拳头产品销量增速趋缓。剃须刀作为公司的拳头产品，2011 年至今公司剃须刀的营收占比维持在 60% 以上。而经过多年发展，剃须刀在国内市场逐步进入稳定阶段，销量增速放缓。2018-2021 年公司的剃须刀销售量维持在 5000 万台以上，销量略有下滑。随着剃须刀市场发展逐步稳定，用户需求逐步从新增转向更新升级，剃须刀市场推动力逐步由销量增长变为价格推动。根据奥维云网数据显示，2021Q1 剃须刀线上销售额同比增长 40.3%，其中零售量同比增长 14.9%，销售均价同比增长 22.2%。

图 3：2020-2021Q1 剃须刀线上市场零售表现


数据来源：奥维云网，西南证券整理

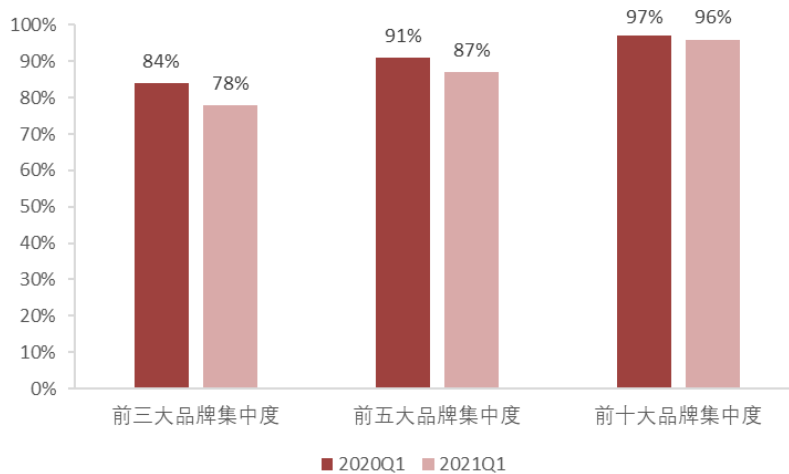
图 4：2018-2021 年飞科电器剃须刀销售量及其增速


数据来源：年度报告，西南证券整理

线上渠道重要性凸显，市场竞争业态有所改变。公司在电商平台发展早期便布局线上渠道，线上渠道的快速发展，也推动了公司整体营收的高速增长，2016-2017年公司营收增速分别为20.9%/14.6%。随着电商红利的褪去以及线上流量竞争的加剧，公司线上渠道增速逐步放缓，2016/2017/2018年公司电子商务营收增速分别为44.4%/35.5%/7.2%。渠道推动减弱，加上拳头产品增速放缓，公司营收表现也比较疲软。

与此同时，线上渠道的快速增长也推动了市场竞争的变化。相较于传统的百货、商超等线下渠道，线上渠道销售效率更高，不需要前期投入大量的人力物力财力，也不需要给到渠道商丰厚的利润空间，因此线上销售也就成为了众多新秀家电品牌自然而然的选择。线上渠道的发展，降低了新秀品牌参与市场竞争的壁垒，伴随新兴个护小家电企业进入电动剃须刀市场，电动剃须刀的品牌与机型大幅增加，头部品牌集中度进一步分散。根据奥维云网数据，电动剃须刀的线上品牌、机型数量分别从2020Q1的157个、1489个增加到2021Q1的231个、1952个，头部品牌线上市场份额均有所下降，市场竞争有所加剧。

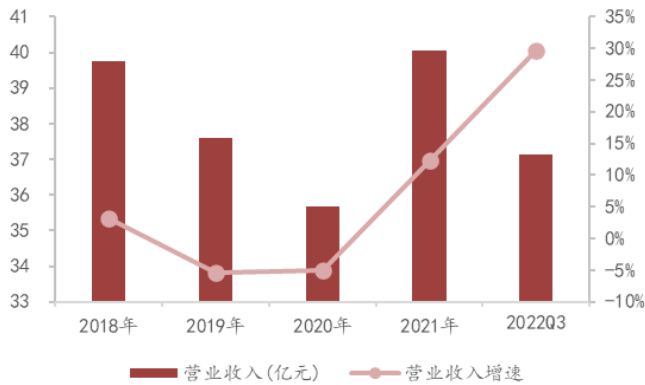
图 5：2020-2021 年电动剃须刀头部品牌线上市场份额



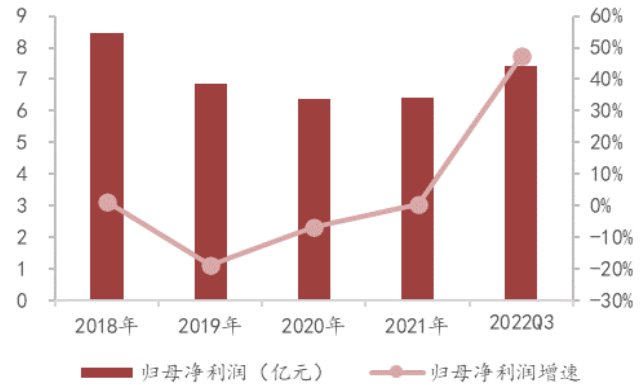
数据来源：奥维云网，西南证券整理

此外，由于线上渠道经销层级更少，没有层层加价的中间商，线上销售的产品均价更低。而飞科销售主要以经销为主，虽然公司在较早的时候布局了线上渠道，但是还是更多的通过经销商去运营线上渠道。一方面，公司通过经销商运营线上渠道，需要给到经销商一定的利润空间，产品终端售价难以进一步降低；另一方面，经销商更多以卖货为导向，在新品宣传以及品牌营销方面难免动力不足。

拳头产品销量增速放缓，渠道红利逐步褪去叠加市场竞争加剧，公司产品以及渠道端的竞争优势均有所弱化，营收以及业绩表现均比较疲软。2018-2020年，公司营业收入从39.8亿元降低到35.7亿元，归母净利润从8.5亿元降低到6.4亿元。

图 6：2018-2022Q3 飞科电器营业收入及增速


数据来源：年度报告，西南证券整理

图 7：2018-2022Q3 飞科电器归母净利润及增速


数据来源：年度报告，西南证券整理

面临市场竞争环境的变化，公司也在积极调整产品以及渠道的布局。产品方面，传统品类更新升级，新兴产品布局推进；渠道方面，精简渠道层级优化效率。整体来看，公司经营逐步呈现边际改善。2021-2022 年前三季度，公司高端化转型逐步见效，营收业绩重回增长阶段。2022 年前三季度，公司实现营收 37.1 亿元，同比增长 29.7%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比增长 47.6%。

2 渠道变革升级，营销灵活高效

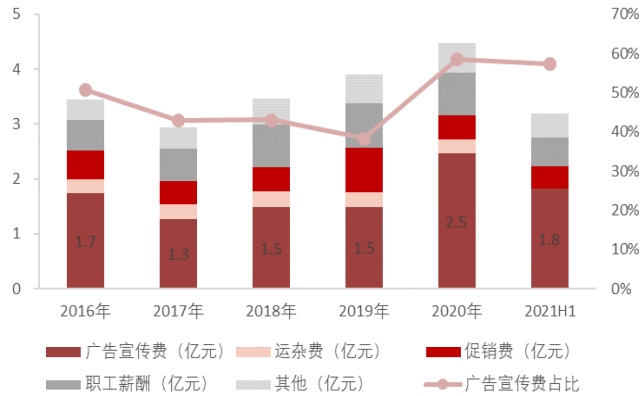
2.1 渠道变革，效率升级

直营占比提升，线上运营优化。20 年疫情影响下，线下渠道客流量减少，客观上促使家电品牌商强化线上渠道布局。公司较早布局了线上渠道，也享受到了电商发展的红利。随着线上竞争的加剧，线上渠道亟需从粗放式管理变为精细化运营。2020 年飞科逐步提升线上直营的占比。公司于 2020 年 11 月在拼多多、天猫等平台开设官方旗舰店，并且逐步将线上官旗从经销转为自营，强化经销商的运营角色。随着线上运营直营占比提升，公司经销收入占比减少，2017-2021 经销商收入占主营业务收入从 99.4%降低到 61.6%。

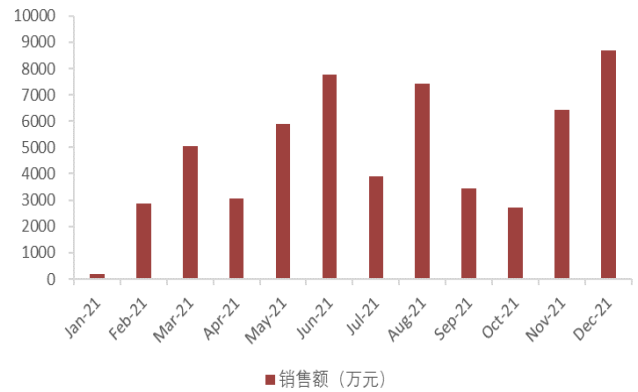
直营占比提升，将从产品以及品牌宣传各个方面优化公司的经营效率。产品方面，公司**官旗直营化，能够动态感知终端消费数据的变化**，及时收集到消费者在产品选择上的偏好，反哺研发端对于新品的开发。此外，**直营模式下公司对于产品终端定价掌控力强化**，公司能够更好把控老款促销以及新品推介的节奏。

营销方面，公司直营模式下盈利能力有所优化，也有了更充足的利润空间去做新品推广以及品牌宣传。经销模式下，公司无法及时获取消费者数据，推广策略具有滞后性。直营模式下，公司根据实时热点针对性投放宣传，通过精细化营销提升推广效率。2020 年以来，公司推进线上营销“C 端化”，与微博、抖音、小红书等新营销平台建立合作。率先建立抖音蓝 V 自直播电商运营阵地，通过多元方式吸引消费流量。

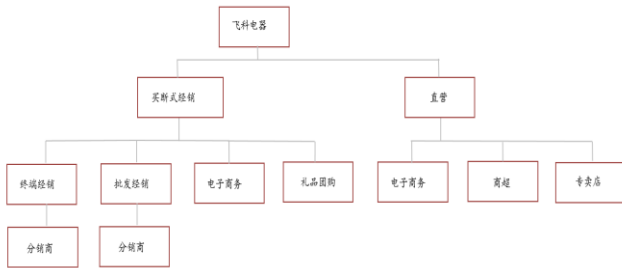
随着直营化改革,公司线上运营效率提升,电商平台销售额进入上升通道。根据淘宝数据显示,2021年飞科天猫旗舰店销售额从刚开设时的176万元快速提升到稳定千万销售额。在开展大促活动的6月、11月及12月,飞科天猫官旗月销售额分别达到7776万元、6437万元及8673万元。

图 8: 2016-2021H1 飞科电器销售费用拆分


数据来源: 年度报告, 西南证券整理

图 9: 2021 年飞科电器天猫旗舰店月销售额


数据来源: 淘宝数据, 西南证券整理

图 10: 2016 年飞科电器渠道构成


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

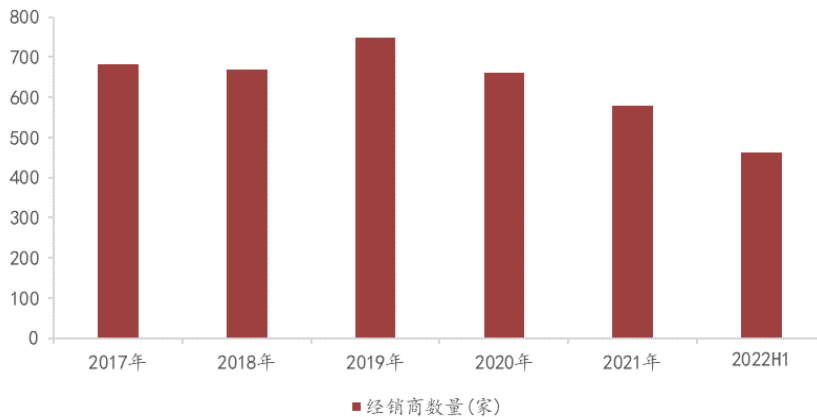
图 11: 2020 年飞科电器渠道构成


数据来源: 年度报告, 西南证券整理

经销层级精简, 渠道效率提升。2020年起,公司优化线下经销商布局,撤销原有批发渠道,进一步划分为KA终端渠道和区域分销渠道。在KA终端渠道,公司在永辉超市等KA卖场实现直供销售,将原有经销商逐步转换为运营服务商,有益于公司直接管理产品供给与销售,同时按系统和区域销售对终端进行整合优化;在区域分销渠道,将全国划分为5大区进行扁平化和网格化管理。此外,公司上线飞科直供分销系统,重新开发了OMS订单管理系统,有效获取数据,加强线下渠道管理能力。2019年公司的经销商数量为749家,达到历史最高值。通过精简经销商层级,2021年公司经销商数量为578家。

此前,公司线下经销层级较多,各级均需要相应的销售人员、保留仓储物流的职能、以及合理的利润空间。复杂的经销层级下,商品流通成本较高,消费者为渠道支付了较高的溢价。随着公司经销层级的精简,并且上线飞科直供分销系统,直接参与到产品的终端销售中,强化了线下渠道的管理,线下销售效率得到了提升。

线上直营占比提升,线下管理优化,公司整体渠道效率都得到了提升,也为之后的产品升级以及新品拓展夯实了根基。

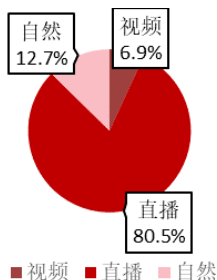
图 12：2017-2022H1 飞科电器经销商数量


数据来源：年度报告，西南证券整理

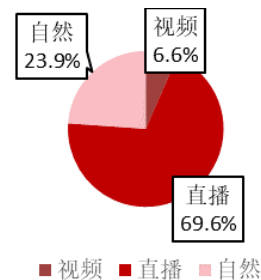
2.2 多元化引流，营销更高效

布局新兴渠道，享受流量红利。传统线上营销渠道主要为天猫、京东等综合性电商平台，而近年来综合性电商平台增速放缓，抖音、快手等新兴流量平台发展迅速。2022 年抖音平台全年电商交易总额（GMV）达 1.41 万亿元，同比增长 76%。面临新兴平台的快速发展，飞科抓住时机，抢先布局新兴渠道，与抖音展开深度合作，在行业中率先建立抖音蓝 V 自直播电商运营阵地，结合视频内容运营、直播信息流投放和直播间运营，建立常态化的内容社交平台自直播品效合一的营销模式。在建立蓝 V 多账号同播矩阵后，飞科品牌自播运营表现优异，2021 年父亲节、“618”、七夕、“818”等多个节日和平台活动期间位列品牌和类目榜单第一，创造多项个护电器抖音自播新记录，并在 2023 年 1 月抖音家居用品品牌排行榜中排名第五，2 月更是位居榜首。

直播为主，场景式营销效率高。飞科在抖音的营销渠道以品牌直播为主，与传统营销渠道相比，直播作为一种实时传播、互动的传递方式，更具互动性和时效性，更能吸引消费者关注，激起其购买欲望。飞科选择自播作为主要的营销模式，强调直播间的平台形象代表，注重挑选新奇特的产品，营造科技感、时尚感，提高用户体验，专注打造专卖店的氛围。2020 年 4 月 15 日，飞科以其官方旗舰店作为自播号在抖音开启首播，而后又陆续开通 17 个自播号。2023 年 1 月和 2 月，其 17 个自播号共开启 989 场直播，自播 GMV 达到 1 亿-2.5 亿元。其中飞科产品直播销售额占到品牌总销售额的 80.5%，直播销量占总销量的 69.6%。

图 13：2023.Q1 飞科销售额渠道占比


数据来源：抖音数据，西南证券整理

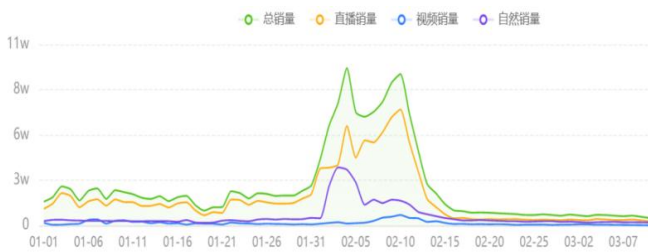
图 14：2023.Q1 飞科销量渠道占比


数据来源：抖音数据，西南证券整理

除了以品牌直播作为主要的营销渠道，飞科还搭建了短视频营销模式。2023年1月和2月，飞科共计发布视频1662条。相比于直播而言，短视频传送具有长时间储存的优点，可以分段发布，补充直播，争夺用户休闲时间顺应趋势。矩阵渗透，短直联动和直播的栏目化，使得飞科开启企业直播时代。

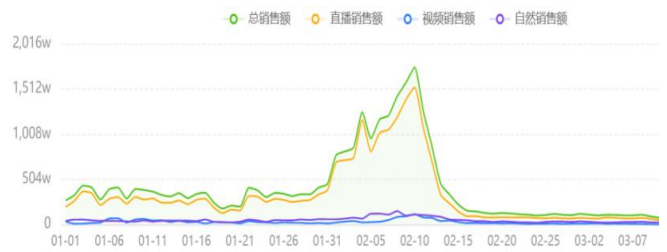
节日营销，差异化引流。相较于春节、双旦等传统节日，情人节的礼赠需求相对更有指向性，并且选择情人节作为营销节点，还避开了618以及双十一等流量竞争激烈的节点。不论是节日礼赠角度的短期销售爆发，还是兴趣话题角度的长期品牌运营，情人节之于品牌都存在重要价值。飞科不仅通过达人保持了高度的分销频率，还通过品牌自播矩阵提高转化效率。此外，飞科推出情人节限定礼盒，强调仪式感和氛围感，将营销对象瞄准女性消费者。通过销量和GMV可以看出，飞科在情人节到来前半个月的时间内，总销量及总销售额都出现峰值，远高于日常水平。

图 15：2023 年 2 月飞科销量趋势分析（单位：件）



图片来源：抖音数据，西南证券整理

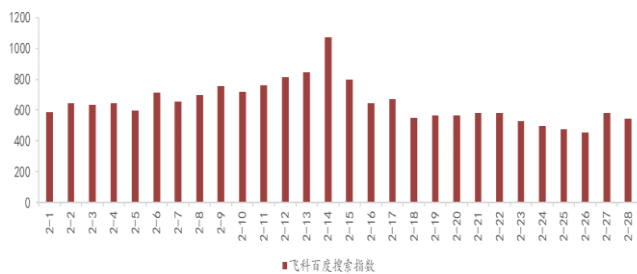
图 16：2023 年 2 月飞科销售额趋势分析（单位：元）



图片来源：抖音数据，西南证券整理

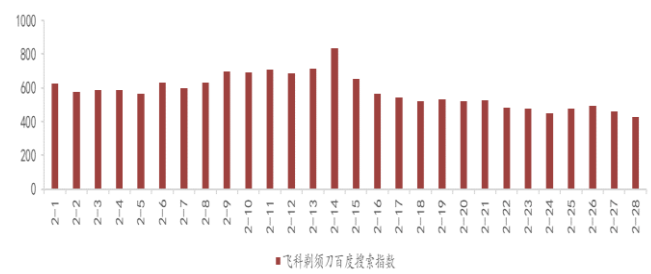
2023年2月，飞科的百度搜索指数在情人节前呈现上升趋势，且在情人节当天出现峰值，旗下产品剃须刀在2月的搜索指数也体现了情人节前后大众对该品牌较高的关注度。

图 17：2023 年 2 月飞科百度搜索指数



数据来源：百度，西南证券整理

图 18：2023 年 2 月飞科剃须刀百度搜索指数



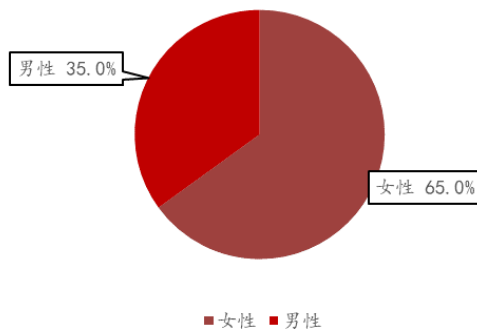
数据来源：百度，西南证券整理

营销受众变为女性为主。据京东消费及产业发展研究数据显示，我国女性消费者年消费金额增速领先男性消费者 5.51%，并在家庭消费中占据主导地位。飞科的拳头产品是剃须刀，传统主力购买人群为 31-40 岁的中年男性，其消费习惯相对比较固化，在剃须刀保有量相对较高的背景下，中年男性为主的受众难以为品牌带来更多的增长。

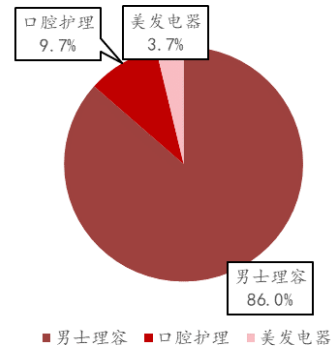
为开拓消费人群，在与其它新锐品牌的竞争中脱颖而出，飞科转而将女性消费者作为营销重点宣传对象。“把剃须刀卖给女性”成为飞科拓展品牌人群、丰富人群结构的切入点。由于个护产品悦人悦己的属性，作为天然的礼品，飞科旗下的产品如剃须刀等可以成为送给男性的礼物首选。因此，飞科通过设计送礼场景、研发专属节日礼盒等形式开展常态化的品

牌新营销。同时，飞科利用定向功能将直播间和短视频内容匹配给不同的目标人群，优先渗透精致妈妈、高消费年轻女性，多角度种草，不断细分女性人群进行精细化运营，成功拓展女性和年轻用户。

将主力营销对象转向女性后，从飞科的商品品类细分可以看出，尽管男士理容产品占到总销售额的 86%，女性却成为营销受众群体，消费者主要为年龄段在 24-30 岁的女性，占到总消费者的 65%。

图 19：飞科消费者性别分布


数据来源：飞瓜数据，西南证券整理

图 20：2023.Q1 飞科细分品类销售额占比


数据来源：飞瓜数据，西南证券整理

3 品类多元优化，经营改善见效

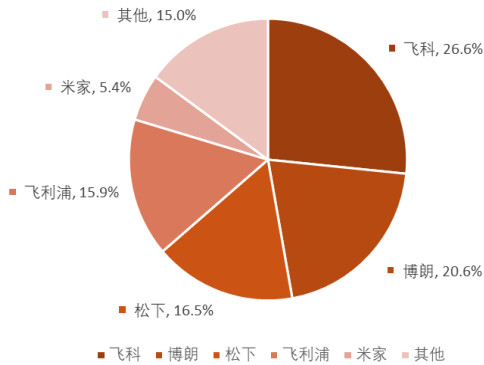
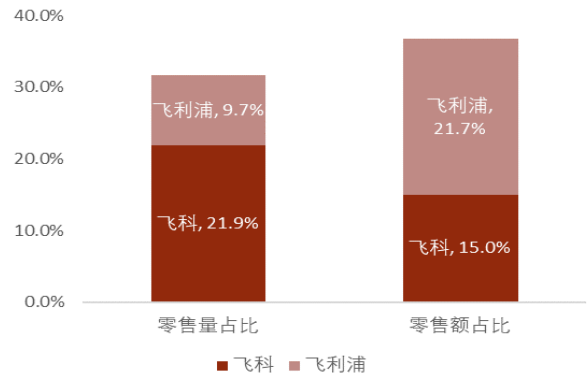
3.1 传统产品推新提价，中高端占比稳步提升

3.1.1 飞科+博锐双轨并行，剃须刀全面升级

随着剃须刀以及吹风机等传统个护产品保有量提升，消费逐步从新增需求变为更新需求，市场也逐步由增量市场竞争转变为存量市场竞争。企业出于对于增长的诉求，也在积极推动品牌形象升级，产品更新迭代。

飞科中低端市场份额领先，品牌升级尚存空间。根据奥维云网线上监测数据显示，2021 年个护品类（电吹风、电动剃须刀和电动牙刷）零售均价同比提升 4%，其中 400 元以上的中高端市场份额同比提升 3.3%。个护行业呈现了高端化升级的趋势。从国内零售份额来看，飞科品牌销量份额较高，销售份额仅次于飞利浦品牌。根据奥维数据显示，2021 年销量排名前 20 的产品中，飞科产品占比 22%，位列行业第一；销售额排名前 20 的产品中，飞科产品占比 15%，仅次于飞利浦的占比 22%。

从细分市场来看，飞科销售靠前的产品均价大多位于 100-300 元之间，飞利浦销售靠前的产品大多在 500 元以上。然而，在价格 500 元以下的产品中，飞科主要机型的配置参数基本均优于同价位的飞利浦产品，在续航时间、刀网、智能技术搭载等方面展现了优势，以高性价比为根基稳固中低端市场。

图 21：2023 年 3 月电动剃须刀品牌占有率

图 22：2021 年 H1 Top20 机型飞科与飞利浦占比


数据来源：ZDC 互联网消费调研中心，西南证券整理

数据来源：奥维云网，西南证券整理

表 1：2021Q1 电动剃须刀线上市场 T20 机型对比

排名	机型	品牌	属性					零售额 份额	零售量 份额	零售 均价
			清洁方式	剃须方式	适用方式	浮动剃须	刀头数量			
1	FS339	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	4.3%	8.3%	102
2	S5082	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	4.1%	1.6%	504
3	S1103	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	3.9%	3.6%	212
4	FS903	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	3.6%	3.7%	193
5	S5	素士	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	3.6%	1.3%	533
6	S5351	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	2.7%	0.7%	719
7	S3202	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	2.6%	1.4%	377
8	FS318	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	2.2%	5.4%	79
9	FS370	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	2.0%	4.4%	87
10	S6670	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.9%	0.7%	547
11	S1020	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.7%	1.2%	282
12	SP9861	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.7%	0.1%	4713
13	S5531	飞利浦	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.6%	0.2%	1500
14	S8050	飞利浦	专用清洁座清洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.5%	0.2%	1711
15	FS373	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.5%	2.8%	101
16	RS7325	超人	刀头水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.4%	6.0%	45
17	FS927	飞科	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.3%	0.9%	301
18	S300	米家	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.2%	2.4%	99
19	S500	米家	全身水洗	旋转式	干湿双剃型	支持	三刀头	1.2%	1.3%	186
20	ES-LV9C	松下	全身水洗	往复式	干湿双剃型	支持	多刀头	1.2%	0.1%	2987

数据来源：AVC，西南证券整理

表 2：飞科 VS 飞利浦：价格 500 元以下剃须刀主线产品对比

价格 档位	飞科							飞利浦						
	型号	定价	续航 时间	LED 数显	弧面 刀网	浮动 刀头	特色	型号	定价	续航 时间	LED 数显	弧面 刀网	浮动 刀头	特色
100 元	FS889 	79 元	60 分钟	×	×	×	—	PQ190 	109 元	30 分钟	×	×	×	—
200 元	FS903 	169 元	90 分钟	√	√	√	—	S2302 	199 元	40 分钟	×	×	3 向	—
300 元	FS968 	299 元	90 分钟	√	√	√	智能 感应	S3203 	289 元	50 分钟	×	×	5 向	智能恒 控马达
500 元	FS988 	499 元	90 分钟	√	√	√	智能感 应;航空 级铝合 金机身	S5066 	439 元	40 分钟	×	√	5 向	智能调 节动力; 微珠舒 适圈

数据来源：飞科电器官网，飞科京东自营旗舰店，飞利浦官网，飞利浦京东自营官方旗舰店，西南证券整理

公司推动主品牌飞科全面升级，品牌定位年轻化、中高端化，并以此为基础推出了全新系列产品。从单品看，公司推出的产品 FS330、FS360 及 FS375 价格分别为 59 元、68 元和 129 元，在每一代产品间都维持合理价差，实现产品价格层层更替。在留存原有消费群体的同时，实现品牌以及产品的双重升级。消费者渐渐适应产品提价并纵向转移，公司逐步完成剃须刀产品全面良性提价。目前公司官方旗舰店中仅售卖中高端产品，价格在 169 元-499 元之间，2021 年中高端剃须刀新品销售占比达 20.32%。

表 3：2022 年飞科电器主推剃须刀

产品	型号	价格	特点
	FS903	169 元	弧面双环刀网，1 小时速冲+续航 90 天，高性价比选择
	FS891	199 元	新颖圆形设计，具备科技时尚感，浮动贴面剃须，便捷携带
	FS901	239 元	智能感应技术，立体浮动刀头，升级薄韧刀片，自动休眠模式，1 小时速冲+续航 90 天
	FS966	299 元	智能感应技术，立体浮动刀头，升级薄韧刀片，星空元素外观设计，手感升级
	FS988	499 元	智能感应技术，浮动贴面剃须系统，45° 倾斜薄韧刀片，航空铝合金，CNC 高光钻切工艺

数据来源：飞科电器官网，西南证券整理

便携式剃须刀赛道快速增长。在传统电动剃须刀市场增长乏力的背景下，便携式剃须刀主打小巧便捷，充分满足了消费者出差旅行、车载、办公室等场景下的剃须自由，拉动用户购买第二支剃须刀的需求。2020-2022 年便携式剃须刀消费需求快速爆发，2021 年便携式剃须刀销售额为 3.6 亿元，同比增长 192.5%，成为推动剃须刀市场增长的重要动力。

产品+营销，成功打造小飞碟爆款。2021 年 9 月，飞科推出新品 FS891 太空小飞碟剃须刀（定价 199 元），上线当月 GMV 破 1600 万，实现了“新品即爆品”。小飞碟产品专为年轻消费群体打造，采用创新时尚的圆形外观设计，脱离传统造型，契合年轻人追逐潮流与科技感的诉求。产品通过精细化的营销策略，将受众定位于有送礼诉求的女性，以情人节礼物、生日礼物为主题精准投放推广于抖音、小红书、哔哩哔哩等用户社区；同时跟进产品包装的升级，推出定制化生日礼盒、表白礼盒等多种包装，打造出精致、仪式感的礼品属性。

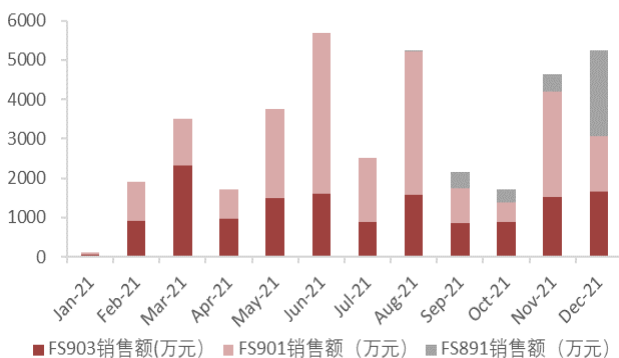
展望后市来看，我们认为小飞碟产品依旧可以通过升级改造获得长效发展。一方面，小飞碟产品仍存在提升空间，机身塑料外壳可以向高端金属材质改进，迷你便携与动力强劲之间还存在取舍；另一方面，小飞碟的售价仍处于中低端区间，可有望通过产品的迭代升级，实现定价进一步提升。

此外，飞科通过智能感应技术获取差异化优势。搭载感应科技的剃须刀告别手动开关，当刀网靠近皮肤时自动启动。2021 年 6 月，飞科新品 FS901 智能感应剃须刀面市，当月销售额达到 4085 万元，月销量达到 13 万件。

子品牌博锐巩固原有市场份额。在主品牌飞科形象升级，产品向中高端市场发展，全面提价的情况下，为保持原有的中低端市场优势，公司推出“质量高、价格低”的防御性子品牌博锐。2020 年公司调整博锐的定位思路，不再定位于“年轻化”，而是开展产品力和极致性价比的营销模式，主攻低端市场。公司在拼多多、天猫平台均开设了博锐官方旗舰店，进一步规范博锐品牌的线上销售和管理。目前博锐主打产品为剃须刀，其次销售电动牙刷、理发器等产品，产品价格段位于 50-80 元。两大品牌之间差异明显，面向不同的消费群体，充分满足了不同层次的消费需求，未来公司将持续受益于“双品牌策略”。

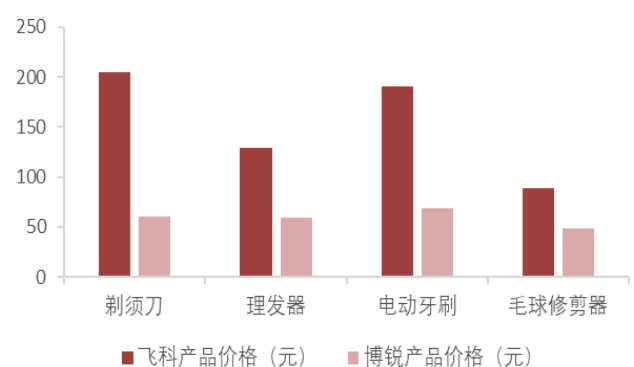
围绕博锐品牌自身属性，公司在推动飞科品牌年轻化和高端化升级的同时，对博锐品牌的定位进行提升。一方面将飞科品牌中低端的产品逐步转移到博锐品牌；另一方面飞科线下经销渠道也逐步向博锐品牌开放，博锐品牌也呈现了一定的升级趋势。未来随着飞科品牌的进一步升级，预计博锐品牌终端零售均价有望进一步提升，充分承接飞科品牌升级之后的市场空白。

图 23：2021 年飞科电器剃须刀淘宝旗舰店月销售额



数据来源：淘宝数据，西南证券整理

图 24：2021.12 月飞科与博锐天猫旗舰店产品销售均价



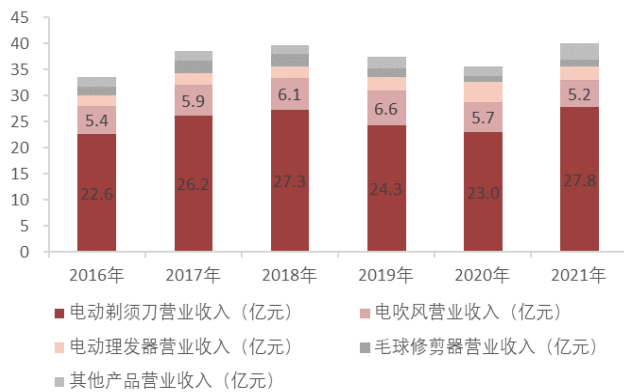
数据来源：飞科电器官网，博锐官网，西南证券整理

3.1.2 沿袭剃须刀策略，电吹风发展可期

电吹风也是公司的主营产品之一，2021年电吹风营收为5.2亿元，营收占比为12.9%，仅次于剃须刀的营收占比（69.4%），为公司的第二大主品类。与剃须刀市场相似，电吹风市场更新需求占比提升，销量增速放缓，推新提价成为市场发展趋势。此外，2016年戴森推出的电吹风产品引发了电吹风市场革命，凭借领先的技术迅速带领戴森成为电吹风市场头部品牌之一。而戴森高达3000元的单价一举提升了电吹风机类的价格上限，为其他品牌电吹风提价打开了空间。

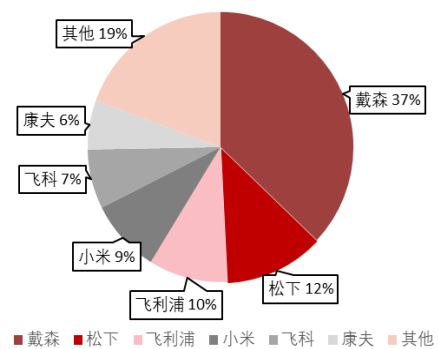
为寻求增长，飞科电吹风机品类也向中高端发力，在2020-2022年间推出了定价为169元-299元的多款新品，构成100元至300元间的产品梯队。同时公司逐步推进低端产品的退出，目前飞科官网和京东、淘宝旗舰店中，终端售价低于99元的产品已经下架。公司吹风机产品沿袭了剃须刀的提价策略，但是新品销售效果稍显逊色。究其原因，我们认为一方面公司吹风机并未像剃须刀一样推出类似于“小飞碟”的爆品，另一方面公司目前的吹风机产品仍是低速吹风机，产品提价缺少动力支撑。未来随着公司高速吹风机产品的推出，进一步补全公司吹风机产品矩阵，预期公司吹风机提价将顺利推进，品牌高端化转型将逐步见效。

图 25：2016-2021 年飞科电器各品类营业收入



数据来源：年度报告，西南证券整理

图 26：2021 年 12 月电吹风线上市场市占率



数据来源：ZDC 互联网消费研究中心，西南证券整理

表 4：飞科电器电吹风产品

产品	型号	价格	功率	特点
	FH6290	99 元	1800W	柔风负离子恒温护发
	FH6356	169 元	1600W	小方塔系列，3 分钟速干，负离子低噪音
	FH6286	239 元	1800W	无极调温精准到 1°C，风温 LED 显示
	FH6310	259 元	1600W	时光隧道系列，沙龙专业级吹风机
	FH6368	299 元	1600W	无极调温精准到 1°C，风温 LED 显示，外观升级

数据来源：飞科电器官网，西南证券整理

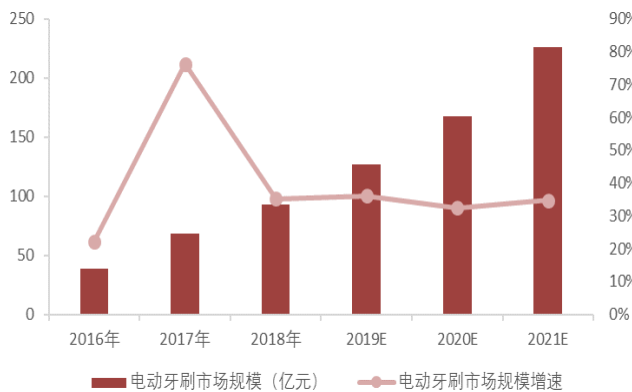
3.2 新品稳步孵化，营收增长可期

一方面，公司推进传统产品更新升级，主营产品焕发新的生机；另一方面，公司也在持续拓展新的产品品类，提前孵化潜力产品，其中电动牙刷是公司比较看好的潜力产品之一。

电动牙刷市场规模快速发展，渗透率存在较高的提升空间。近年来由于居民收入不断增长、口腔护理意识增强以及电动牙刷产品质量、功能的不断优化，国内电动牙刷市场开始快速发展。根据中国产业信息网数据，2016-2018年国内电动牙刷市场规模从39亿元增至93亿元，复合增速到达了54.4%。预计2021年我国电动牙刷市场规模将达到225.9亿元。整体来看，国内电动牙刷市场规模呈现了高速发展的态势。

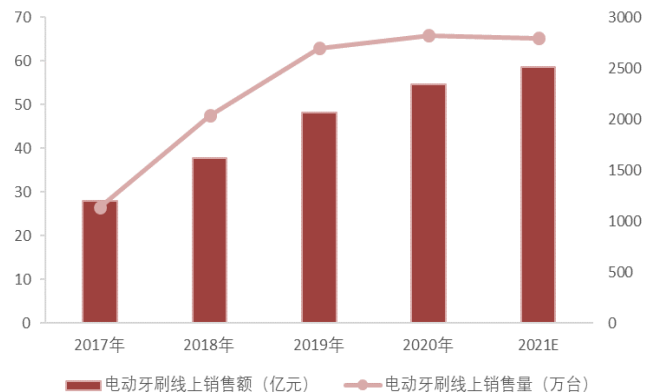
长期来看，和海外市场相比，国内电动牙刷市场规模还存在较大的空间。2021年国内电动牙刷渗透率仅为10%，欧美市场电动牙刷渗透率基本为30%以上，韩国市场电动牙刷渗透率甚至达到81%。相比之下，我国电动牙刷普及程度仍有增长空间。电动牙刷作为改善生活品质、消费升级的小家电产品，不受到性别、年龄等特征限制，具有较大数量的潜在消费者。随着未来加大推广力度，消费者个人健康管理意识提高，预期电动牙刷市场规模会持续增长。

图 27：2016-2021E 国内电动牙刷市场规模及增速



数据来源：中国产业信息网，智研咨询，西南证券整理

图 28：2017-2021E 电动牙刷线上销售量及销售额



数据来源：捷孚凯 (GFK)，西南证券整理

考虑到电动牙刷较广阔的成长空间以及相对宽松的竞争环境，公司也在孵化电动牙刷单品。作为参与起草《电动牙刷行业标准》的企业之一，公司在电动牙刷品类也较早进行了布局，产品于2020年12月首次推向市场，在2021-2022年实现了较高速增长。目前公司官网共有4款产品，定价分别为149元、169元、239元及299元，构成“大单品+细分补足”的布局。除推出搭载不同功能的成人电动牙刷产品，飞科也在2021年12月推出儿童电动牙刷。随着未来电动牙刷渗透率整体提高后，儿童电动牙刷的市场规模也将随之扩大。公司提前布局儿童电动牙刷细分市场，优化产品布局，能够提前形成消费者认知，助益电动牙刷份额持续优化。

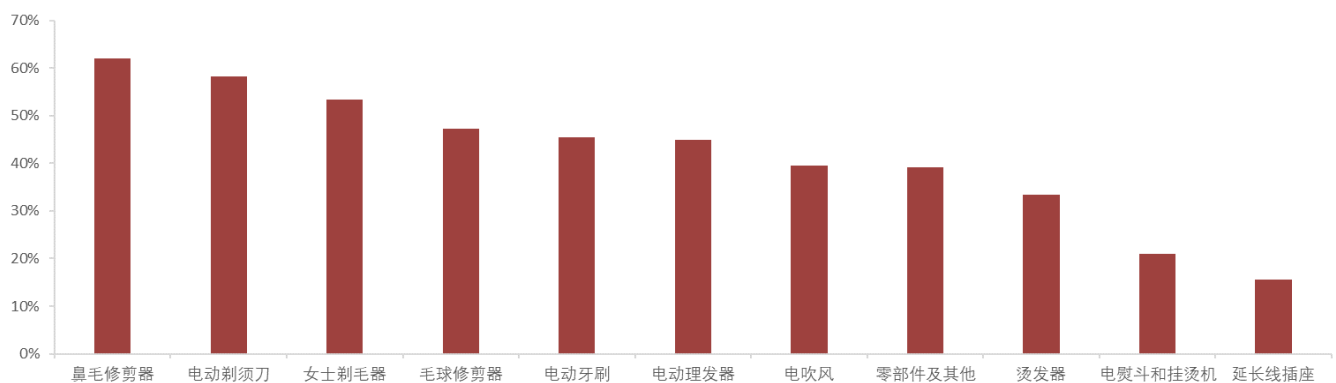
表 5：飞科电器电动牙刷产品

产品	型号	价格	特点
	FT7108	149 元	仅在官网销售，5 种清洁模式，计时提醒，无线充电，680mAh 锂电池（续航 1 个月）
	FT7105	169 元	减震结构，静音设计，防翻滚，无线充电，2000mAh 锂电池（续航 90 天）
	FT7205	239 元	智能压力感应，APP 智能分析，模式记忆功能，减震结构，无线充电，2000mAh 锂电池
	FT7110	299 元	专为儿童设计打造，磨圆刷毛工艺，防磕碰软胶，3 种刷牙模式，智能计时

数据来源：飞科电器官网，西南证券整理

同剃须刀品类布局思路一致，公司通过子品牌博锐推出百元以内的电动牙刷产品。2021 年，博锐在天猫、京东以及拼多多等电商平台推出电动牙刷产品，产品售价为 79 元。博锐通过推出极具性价比的产品，在中低端市场反响较好。2021 年 12 月天猫博锐旗舰店电动牙刷销量突破 3000 只。线上试水反应良好，未来公司将尝试在线下推广高性价比的电动牙刷产品。随着线上线下的协同发力，预期公司电动牙刷将实现快速放量。

公司电动牙刷产品矩阵持续丰富，销量正处于快速增长的阶段。2022 年上半年公司电动牙刷营收达到了 6246.5 万元，同比大幅增长 172.2%。目前公司电动牙刷的毛利率为 45.5%，盈利水平尚有提升的空间。随着公司电动牙刷产品型号的丰富，销量的持续增长，预期规模效应下公司电动牙刷盈利将逐步优化。

图 29：2022H1 飞科电器各产品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到剃须刀市场销量增速有所放缓，假设 2022-2024 年剃须刀销量增长 4%/2%/1% 增长；公司产品提价见效，假设 2022-2024 年剃须刀价格分别提升 36%/23%/20%。

假设 2：随着公司吹风机产品布局持续完善，预期 2022-2024 年公司吹风机销量分别增长 1%/2%/2%；随着吹风机产品梯队的完善，预期吹风机提价有所见效，假设 2022-2024 年公司吹风机均价分别提升 3%/10%/10%。

假设 4：随着公司剃须刀以及吹风机的提价见效，预期公司个护电器盈利能力逐步优化，假设 2022-2024 年公司个护电器毛利率分别为 53.6%/54.3%/54.5%。

假设 4：预期公司生活电器、电工电器等盈利能力保持相对稳定，假设 2022-2024 年毛利率分别保持为 23% 和 14.5%。

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
个护电器	收入	3698.78	4846.50	5905.89	7017.12
	增速	11.2%	31.0%	21.9%	18.8%
	成本	1918.59	2,247.65	2697.06	3189.17
	毛利率	48.13%	53.62%	54.33%	54.55%
生活电器	收入	178.46	196.30	215.93	237.53
	增速	23.06%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	137.80	151.15	166.27	182.90
	毛利率	22.78%	23.00%	23.00%	23.00%
电动电器	收入	26.94	25.59	24.82	24.57
	增速	-23.67%	-5.00%	-3.00%	-1.00%
	成本	23.12	21.88	21.22	21.01
	毛利率	14.17%	14.50%	14.50%	14.50%
其他产品	收入	91.26	109.51	131.41	157.70
	增速	58.09%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	41.07	49.28	59.14	70.96
	毛利率	54.99%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	4,005.26	5,188.71	6,289.94	7,449.99
	增速	12.26%	29.55%	21.22%	18.44%
	成本	2,121.56	2,471.04	2,944.88	3,465.35
	毛利率	47.03%	52.38%	53.18%	53.49%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 51.9、62.9 和 74.5 亿元，归母净利润分别为 9.5、11.8、14.1 亿元，EPS 分别为 2.18、2.72 和 3.25 元，对应 PE 分别为 37、29 和 25 倍。

4.2 相对估值

我们选取了小家电行业中四家公司，2022 年四家公司的平均 PE 为 32 倍，2023 年平均 PE 为 23 倍。考虑到飞科电器作为营收来源基本来自于国内市场，并且自身高端化转型见效，盈利能力位于持续提升阶段，我们看好公司后续发展，预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 30.2% 的复合增长率，维持“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002959	小熊电器	71.36	2.48	3.03	3.53	4.11	24.36	23.57	20.22	17.35
002032	苏泊尔	51.59	2.56	2.85	3.15	3.52	19.34	18.13	16.38	14.67
002242	九阳股份	16.36	0.69	0.98	1.13	1.27	23.87	16.64	14.51	12.91
300824	北鼎股份	9.86	0.14	0.29	0.36	0.45	61.84	34.07	27.07	22.14
平均值							32.35	23.10	19.55	16.77

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格或大幅波动：原材料价格上涨将提升公司的营业成本，一定程度上将影响到公司的利润水平；

新品拓展不及预期：国内小家电市场竞争激烈，产品的研发、宣传等面临较大的考验。如果新品拓展不及预期，将影响公司的盈利水平。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4005.26	5188.71	6289.94	7449.99	净利润	638.32	948.22	1180.41	1409.26
营业成本	2121.56	2471.04	2944.88	3465.35	折旧与摊销	77.94	154.08	170.37	177.06
营业税金及附加	36.73	47.59	57.69	68.33	财务费用	-3.50	0.68	0.83	0.98
销售费用	769.77	1141.52	1383.79	1639.00	资产减值损失	-6.70	-5.00	-6.00	-7.00
管理费用	293.10	337.27	408.85	484.25	经营营运资本变动	-13.61	-244.29	-57.92	-70.00
财务费用	-3.50	0.68	0.83	0.98	其他	48.49	-13.80	2.69	2.32
资产减值损失	-6.70	-5.00	-6.00	-7.00	经营活动现金流净额	740.95	839.89	1290.37	1512.62
投资收益	9.57	5.00	5.00	5.00	资本支出	-36.59	-80.00	-80.00	0.00
公允价值变动损益	13.44	10.70	11.74	11.68	其他	-329.24	15.70	16.74	16.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-365.82	-64.30	-63.26	16.68
营业利润	781.20	1211.32	1516.65	1815.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	53.88	46.52	46.79	47.88	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	835.08	1257.83	1563.44	1863.64	股权融资	6.54	0.00	0.00	0.00
所得税	196.75	309.62	383.03	454.38	支付股利	-435.60	-437.26	-649.54	-808.59
净利润	638.32	948.22	1180.41	1409.26	其他	-10.91	-4.20	-0.83	-0.98
少数股东损益	-2.38	-3.54	-4.40	-5.25	筹资活动现金流净额	-439.96	-441.46	-650.36	-809.57
归属母公司股东净利润	640.70	951.75	1184.82	1414.52	现金流量净额	-65.24	334.14	576.75	719.72
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	348.05	682.19	1258.94	1978.66	成长能力				
应收和预付款项	467.56	709.13	835.90	974.57	销售收入增长率	12.26%	29.55%	21.22%	18.44%
存货	636.26	747.38	891.73	1051.37	营业利润增长率	-5.60%	55.06%	25.21%	19.72%
其他流动资产	917.53	924.01	930.05	936.41	净利润增长率	0.22%	48.55%	24.49%	19.39%
长期股权投资	220.53	220.53	220.53	220.53	EBITDA 增长率	-4.72%	59.66%	23.55%	18.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1294.86	1244.81	1178.49	1025.46	毛利率	47.03%	52.38%	53.18%	53.49%
无形资产和开发支出	201.45	177.57	153.70	129.82	三费率	26.45%	28.51%	28.51%	28.51%
其他非流动资产	81.14	80.98	80.82	80.66	净利率	15.94%	18.27%	18.77%	18.92%
资产总计	4167.37	4786.60	5550.14	6397.48	ROE	20.99%	26.69%	28.91%	30.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.32%	19.81%	21.27%	22.03%
应付和预收款项	917.72	1056.12	1273.52	1503.44	ROIC	31.79%	44.63%	51.48%	60.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.36%	26.33%	26.83%	26.76%
其他负债	208.54	178.42	193.67	210.43	营运能力				
负债合计	1126.26	1234.53	1467.19	1713.87	总资产周转率	0.99	1.16	1.22	1.25
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	固定资产周转率	5.08	5.15	6.05	7.75
资本公积	692.83	692.83	692.83	692.83	应收账款周转率	8.26	9.32	8.55	8.64
留存收益	1913.80	2428.30	2963.57	3569.50	存货周转率	3.66	3.51	3.54	3.52
归属母公司股东权益	3042.23	3556.73	4092.01	4697.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.21%	—	—	—
少数股东权益	-1.12	-4.66	-9.06	-14.31	资本结构				
股东权益合计	3041.11	3552.07	4082.95	4683.62	资产负债率	27.03%	25.79%	26.44%	26.79%
负债和股东权益合计	4167.37	4786.60	5550.14	6397.48	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.31	2.70	2.86	3.06
					速动比率	1.69	2.04	2.21	2.41
					股利支付率	67.99%	45.94%	54.82%	57.16%
					每股指标				
					每股收益	1.47	2.18	2.72	3.25
					每股净资产	6.98	8.15	9.37	10.75
					每股经营现金	1.70	1.93	2.96	3.47
					每股股利	1.00	1.00	1.49	1.86
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	855.64	1366.08	1687.84	1993.80					
PE	54.51	36.70	29.48	24.69					
PB	11.48	9.83	8.55	7.46					
PS	8.72	6.73	5.55	4.69					
EV/EBITDA	39.28	24.35	19.37	16.04					
股息率	1.25%	1.25%	1.86%	2.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn