

高端转型成效显著，Q1 利润加速释放

投资要点

- **业绩总结：**2021年公司实现营收40.1亿元，同比增长12.3%；归母净利润6.4亿元，同比增长0.4%；扣非净利润5.8亿元，同比下降1.7%。单季度来看，Q4公司实现营收11.4亿元，同比增长7.4%；归母净利润1.4亿元，同比下降17.6%。2022年Q1公司实现营收11.2亿元，同比增长27.5%；归母净利润2.4亿元，同比增长59.1%。此外，公司拟每10股派发10元现金红利，共计分配现金红利4.4亿元，分红率为68%。
- **主营产品提价顺利，营收持续增长。**报告期内，公司围绕“研发创新”和“品牌运营”两大核心竞争力，搭建多维产品创新矩阵，深化营销渠道改革，推动公司营收保持增长。分产品来看，公司个护电器、生活电器、电工电器产品分别实现营收37/1.8/0.3亿元，分别同比变动11.2%/23.1%/-23.7%。其中，公司的主营产品剃须刀营收实现了快速增长，我们推测公司剃须刀的营收占比在70%左右。报告期内公司推出了感应式“星空剃须刀”、便携式“太空小飞碟剃须刀”等创新产品，推动剃须刀产品结构优化。2021年公司中高端剃须刀新品销售占比达到20.3%，剃须刀均价同比提升25.2%，助力剃须刀营收快速增长。
- **直供化+精细化，渠道变革效率升级。**报告期内，公司持续完善多元化渠道布局，构建以KA终端、区域分销相结合的立体式营销体系，持续推进渠道改革。在线上方面，公司持续深化线上“C端化”改革，不断提高自营电商运营水平，有效优化了产品结构。截止2021年末，公司已设立19家电商销售子公司。在线下方面，公司持续推进线下“直供化”，将原有经销商转化为运营服务商，有效提升了公司对线下渠道的管控能力。此外，公司将全国区域分销渠道划分为5大区进行扁平化和网格化管理，持续开发新的优质经销商并进一步下沉式拓展，强化线下渠道运营效率。线上“C端化”与线下“直供化”推动直销比例大幅提升，2021年公司直销比例达到38.2%，同比提升27.1pp。
- **直销+提价，毛利率大幅提升。**公司通过提高直销占比及产品结构优化提升毛利率，充分平滑原材料价格波动风险。报告期内公司毛利率为47%，同比提升5.8pp。费用率方面，公司销售费用率为19.2%，同比提升7.4pp，主要系渠道改革及相关营销投入增加所致；管理费用率为7.3%，同比提升1.5pp。综合来看，公司净利率为15.9%，同比下降1.9pp。未来随着渠道运营、营销投放的效率提升，公司销售费用率或将有所优化，预期盈利能力将有所提升。
- **高端产品占比提升，Q1利润加速释放。**根据此前公司的1-2月经营数据可知，受益于新品快速放量，2022年1-2月公司中高端剃须刀销售占比进一步提升至43.2%，剃须刀销售均价也同比提升47.6%。中高端产品占比提升进一步推动公司盈利能力优化。Q1公司毛利率同比提升9.9pp至54.1%，净利率同比提升4.2pp至21.1%。产品结构优化，渠道变革见效，公司利润加速释放。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为个护电器龙头，产品渠道多维优化，运营提效，预期盈利能力稳步向好，预计2022-2024年EPS分别为1.99/2.40/2.85元，未来三年业绩复合增速为24.7%，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、终端销售不及预期、市场竞争加剧风险。

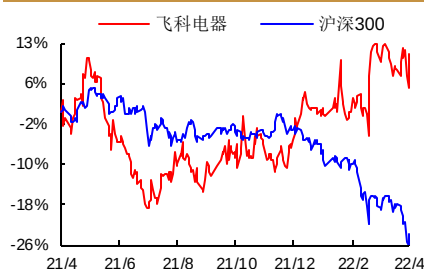
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4005.26	4852.53	5715.97	6655.19
增长率	12.26%	21.15%	17.79%	16.43%
归属母公司净利润（百万元）	640.70	867.61	1046.46	1241.75
增长率	0.38%	35.42%	20.61%	18.66%
每股收益EPS（元）	1.47	1.99	2.40	2.85
净资产收益率ROE	20.99%	22.13%	20.07%	20.00%
PE	34	25	21	17
PB	7.11	5.54	4.37	3.50

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
联系人：夏勤
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)	36.35-50.57
总市值(亿元)	216.32
总资产(亿元)	39.58
每股净资产(元)	6.67

相关研究

1. 飞科电器（603868）：产品渠道升级，营收稳健增长（2021-10-28）
2. 飞科电器（603868）：渠道改革见效，经营持续回暖（2021-08-26）

关键假设：

假设 1：公司主营产品剃须刀、吹风机作为传统个护小家电，保有量相对较高，需求以更新为主，假设公司 2022-2024 年公司剃须刀和吹风机的销量增速均为 1%；

假设 2：公司通过新品迭代推高产品销售均价，假设 2022-2024 年公司剃须刀均价分别提升 25%/20%/18%，吹风机均价分别提升 15%/12%/10%；

假设 3：受益于公司直营占比提升，产品结构持续优化，预期公司毛利率稳步提升，假设 2022-2024 年公司毛利率分别为 51%/51.39%/51.63%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：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	4510.32	5331.91	6222.32
	增速	11.2%	21.9%	18.2%	16.7%
	毛利率	48.13%	52.23%	52.54%	52.71%
生活电器	收入	178.46	196.30	215.93	237.53
	增速	23.06%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.78%	23.00%	23.00%	23.00%
电工电器	收入	26.94	25.59	24.82	24.57
	增速	-23.67%	-5.00%	-3.00%	-1.00%
	毛利率	14.17%	15.00%	15.00%	15.00%
其他产品	收入	91.26	109.51	131.41	157.70
	增速	58.09%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	54.99%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	4,005.26	4,852.53	5,715.97	6,655.19
	增速	12.26%	21.15%	17.79%	16.43%
	毛利率	47.03%	51.00%	51.39%	51.63%

数据来源：Wind，西南证券

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	4852.53	5715.97	6655.19	净利润	638.32	864.39	1042.58	1237.14
营业成本	2121.56	2377.89	2778.40	3218.85	折旧与摊销	77.94	121.14	137.43	144.12
营业税金及附加	36.73	44.51	52.42	61.04	财务费用	-3.50	-16.43	-38.32	-68.33
销售费用	769.77	1043.29	1228.93	1430.87	资产减值损失	-6.70	-5.00	-6.00	-7.00
管理费用	293.10	339.68	400.12	465.86	经营营运资本变动	26.45	-217.90	-27.60	-42.05
财务费用	-3.50	-16.43	-38.32	-68.33	其他	8.43	-7.11	-10.89	-10.20
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	739.08	1097.19	1253.68
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	1084.30	1317.14	1570.58	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	1130.82	1363.93	1618.46	股权融资	6.54	0.00	0.00	0.00
所得税	196.75	266.43	321.36	381.33	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	638.32	864.39	1042.58	1237.14	其他	-446.51	12.91	38.32	68.33
少数股东损益	-2.38	-3.22	-3.89	-4.61	筹资活动现金流净额	-439.96	12.91	38.32	68.33
归属母公司股东净利润	640.70	867.61	1046.46	1241.75	现金流量净额	-65.24	687.70	1072.25	1338.69
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	1035.76	2108.00	3446.69	成长能力				
应收和预付款项	467.56	667.74	765.33	877.17	销售收入增长率	12.26%	21.15%	17.79%	16.43%
存货	636.26	709.54	829.81	962.42	营业利润增长率	-5.60%	38.80%	21.47%	19.24%
其他流动资产	917.53	922.17	926.90	932.05	净利润增长率	0.22%	35.42%	20.61%	18.66%
长期股权投资	220.53	220.53	220.53	220.53	EBITDA 增长率	-4.72%	38.96%	19.11%	16.25%
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	1273.01	1234.89	1110.07	毛利率	47.03%	51.00%	51.39%	51.63%
无形资产和开发支出	201.45	182.31	163.17	144.04	三费率	26.45%	28.16%	27.83%	27.47%
其他非流动资产	81.14	80.98	80.82	80.66	净利率	15.94%	17.81%	18.24%	18.59%
资产总计	4167.37	5092.04	6329.46	7773.62	ROE	20.99%	22.13%	21.07%	20.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.32%	16.98%	16.47%	15.91%
应付和预收款项	917.72	1011.12	1193.07	1385.91	ROIC	31.79%	40.20%	44.68%	51.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.36%	24.50%	24.78%	24.74%
其他负债	208.54	175.42	188.31	202.50	营运能力				
负债合计	1126.26	1186.54	1381.38	1588.40	总资产周转率	0.99	1.05	1.00	0.94
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	固定资产周转率	5.08	4.75	5.28	6.45
资本公积	692.83	692.83	692.83	692.83	应收账款周转率	8.80	9.79	8.99	9.17
留存收益	1913.80	2781.41	3827.88	5069.63	存货周转率	3.71	3.52	3.59	3.58
归属母公司股东权益	3042.23	3909.85	4956.31	6198.06	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	-4.35	-8.23	-12.85	资本结构				
股东权益合计	3041.11	3905.50	4948.08	6185.22	资产负债率	27.03%	23.30%	21.82%	20.43%
负债和股东权益合计	4167.37	5092.04	6329.46	7773.62	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.31	3.07	3.61	4.17
					速动比率	1.69	2.41	2.96	3.53
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.47	1.99	2.40	2.85
					每股净资产	6.98	8.97	11.36	14.20
					每股经营现金	1.70	1.70	2.52	2.88
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	855.64	1189.01	1416.25	1646.37					
PE	33.76	24.93	20.67	17.42					
PB	7.11	5.54	4.37	3.50					
PS	5.40	4.46	3.78	3.25					
EV/EBITDA	23.74	16.50	13.10	10.45					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn