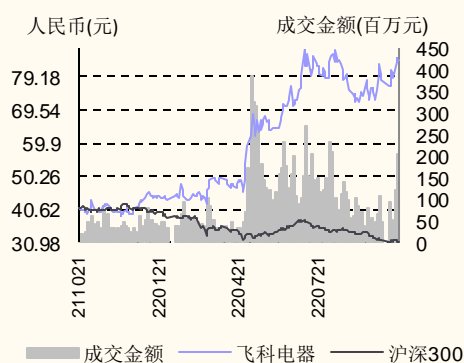


市场价格(人民币): 84.00元

目标价格(人民币): 98.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.36
已上市流通A股(亿股)	4.36
总市值(亿元)	365.90
年内股价最高最低(元)	87.47/38.78
沪深300指数	3755
上证指数	3035



## 国货之光，浪漫焕新

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,568	4,005	5,143	6,239	7,430
营业收入增长率	-5.09%	12.26%	28.41%	21.32%	19.08%
归母净利润(百万元)	638	641	962	1,180	1,425
归母净利润增长率	-6.93%	0.38%	50.19%	22.62%	20.79%
摊薄每股收益(元)	1.465	1.471	2.209	2.709	3.272
每股经营性现金流净额	2.25	1.70	2.17	2.71	3.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.55%	21.06%	27.92%	29.06%	28.91%
P/E	31.93	29.52	38.02	31.01	25.67
P/B	7.20	6.22	10.62	9.01	7.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **剃须刀行业龙头，品牌升级开启公司发展新阶段。** 公司是国内个护电器行业的领军者，2020年开始公司推进品牌升级，今年以来调整效果明显，1Q-3Q22公司经营表现尤为亮眼，收入同比+30%，业绩同比+48%。
- **如何理解公司此轮升级？** 很多人认为公司本轮的增长是得益于推出爆款单品和抓住抖音红利期的成果，质疑这种增长的持续性。而我们认为这次升级是基于产品研发设计逻辑的颠覆与渠道定位迁移等的基因型升级，从产品研发设计的理念、组织架构、流程、设计师背景，到渠道营销的周转模式、精细化运营管理、自建内容营销团队等，都发生了巨大的调整变化，本次升级是长期品牌竞争力的升级。
- **公司剃须刀的这轮升级还有多少空间？** 公司剃须刀升级后均价有所提升，但与飞利浦相比仍有差距。现有产品结构维度：公司仍有较多低端产品（低于150元售价）（22年1-2月占比约57%），部分店铺销售结构仍有优化空间；产品推新维度：499元新品获消费者认可，后续补齐刀网材质、有望凭借创新功能、高颜值上探新品价位布局，试水飞利浦竞争力较弱的600~900元区间。预计22-24年公司剃须刀品类收入分别+32%、+18%和+15%。
- **公司扩品类的第二曲线成效如何？** 我们认为今年以来多元品类上亦出现积极信号，**电吹风**：1H22实现8%的增长，百元以上产品热销助力结构升级，另外高速化作为行业趋势，预期公司后续将加强该领域布局，料将推动公司电吹风价位带上移，预计22-24年公司电吹风收入分别+12%、+27%和+35%；**电动牙刷**：1H22规模已超去年全年，行业集中度较低，留给飞科品牌充足空间。目前公司牙刷SKU数量较少，后续有望推出创意新品完善布局，预计22-24年公司电动牙刷收入分别+150%、+80%和+50%。

## 投资建议

- 我们预计2022-2024年公司营业总收入分别为51.43、62.39、74.30亿元，同比分别+28.41%、+21.32%、+19.08%，预计2022-2024年归母净利润分别为9.62、11.80、14.25亿元，同比分别+50.19%、+22.62%、+20.79%。当前股价对应2022-2024年PE分别为38x、31x、26x。我们选取倍轻松等主要小家电企业作为可比公司并参考历史估值，给予公司2023年36倍PE估值，对应目标价98.0元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 新品表现不及预期，行业竞争加剧风险，原材料价格大幅上涨风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004  
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人  
dengying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 基因型品牌升级开启新阶段，经营表现持续亮眼.....	5
2. 为什么说公司的品牌升级是基因型的升级? .....	6
2.1 产品端：高端化年轻化背后的底层逻辑是什么? .....	7
2.2 渠道端：找到年轻人，精细化转型.....	10
2.3 营销端：抓住内容营销的本质，把握情感诉求.....	11
3. 公司剃须刀还有多少升级空间? .....	13
3.1 剃须刀领域积淀深厚，研发供应链优势突出.....	13
3.2 新品获消费者认可，年轻、高端仍有上探空间.....	16
4. 扩品类：第二曲线成效如何? .....	17
4.1 电吹风：持续调整，期待高速新品推出.....	18
4.2 电动牙刷：坚持性价比，有望贡献一定增量.....	20
5. 财务分析：经营表现领先，升级推动毛利与销售费率齐增.....	22
6. 盈利预测 .....	24
7. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 1Q-3Q22 公司经营加速，营收同比+30%.....	5
图表 2: 1Q-3Q22 公司经营加速，业绩同比+48%.....	5
图表 3: 21 年公司剃须刀品类中高端占比提升至 20% .....	6
图表 4: 21 年公司剃须刀均价同比提升 25% .....	6
图表 5: 1Q21 以来公司毛利率与销售费用率齐增.....	6
图表 6: 22 年以来公司盈利能力趋稳向好.....	6
图表 7: 第三消费社会企业变革要求.....	7
图表 8: 近年电动剃须刀线上零售规模保持平稳增长.....	7
图表 9: 21 年国内电动剃须刀线上零售量同比下滑 9%.....	7
图表 10: 2019 年公司剃须刀收入略显承压.....	8
图表 11: 2019 年公司剃须刀销量拖累明显.....	8
图表 12: 2020 年开始公司剃须刀产品升级明显.....	8
图表 13: 21 年下半年开始飞科天猫旗舰店剃须刀均价提升明显 .....	9
图表 14: 天猫飞科旗舰店剃须刀主要产品销量（万只） .....	9
图表 15: 小飞碟亦是抖音渠道飞科品牌剃须刀爆款产品.....	9
图表 16: 1H22 公司剃须刀品类毛利率提升明显.....	10
图表 17: 公司渠道变迁：20 年以来加速扁平化改革.....	10
图表 18: 公司线上渠道收入占比提升至 54%（2018A） .....	11
图表 19: 公司直销模式收入占比提升至 38%.....	11
图表 20: 22 年 1-8 月飞科品牌抖音渠道累计成交额超 5 亿元.....	11
图表 21: 公司在抖音渠道通过短剧等视频内容强化礼品属性.....	12

图表 22: 抖音平台“送男友”关键词内容关联分析.....	12
图表 23: 抖音平台剃须刀关注用户以男性为主.....	12
图表 24: 抖音平台飞科品牌关注用户以女性为主.....	13
图表 25: 飞科品牌节假日所在月成交额(万元)领先.....	13
图表 26: 2009-2014 年国内电动剃须刀品牌市场占有率.....	13
图表 27: 国内电动剃须刀市场飞科零售量占有率居前.....	13
图表 28: 11M21-8M22 电动剃须刀线上市场分月前五品牌销售额占比.....	14
图表 29: 11M21-8M22 电动剃须刀线上市场分月前五品牌销售量占比.....	14
图表 30: 公司研发费用率与可比公司较为接近.....	15
图表 31: 目前公司实用新型和外观设计均超 200 项.....	15
图表 32: 公司剃须刀相关专利概览.....	15
图表 33: 公司剃须刀单只成本相对平稳.....	16
图表 34: 2019-1H22 公司产品外包比例逐年降低.....	16
图表 35: 淘系剃须刀行业飞科均价与飞利浦仍有差距.....	16
图表 36: 9M22 淘系飞利浦与飞科品牌剃须刀热销产品.....	16
图表 37: 飞科品牌不同店铺主销产品型号有所差异.....	17
图表 38: 天猫飞科科誉专卖店均价明显低于官方、个人护理旗舰店.....	17
图表 39: 公司已覆盖个护、家居及电工电器等.....	18
图表 40: 剃须刀品类为公司主要收入来源.....	18
图表 41: 2017-2021 年我国线上电吹风以 9%复合增长.....	18
图表 42: 近年电吹风市场增长主要依赖均价提升驱动.....	18
图表 43: 1H22 高速电吹风线上销额份额提升至 46%.....	18
图表 44: 1H22 线上高速电吹风品牌数达 62 个.....	18
图表 45: 1M-8M20 线上电吹风主要品牌销额份额及均价.....	19
图表 46: 1M-8M20 线上电吹风主要品牌销量份额及均价.....	19
图表 47: 1Q22 线上电吹风市场产品结构向中端聚拢.....	19
图表 48: 1M-9M22 线上电吹风市场品牌零售额份.....	19
图表 49: 2020-2021 年公司电吹风收入有所承压.....	20
图表 50: 1H22 公司电吹风收入占比降低至 11%左右.....	20
图表 51: 飞科品牌电吹风天猫平台均价有所抬升.....	20
图表 52: 飞科品牌天猫渠道电吹风主要型号价格.....	20
图表 53: 我国电动牙刷线上市场规模及同比.....	21
图表 54: 我国电动牙刷市场国产品牌替代趋势明显.....	21
图表 55: 淘系电动牙刷 CR5 销额占比低于剃须刀等品类.....	21
图表 56: 淘系电动牙刷飞科品牌销量占比及排名.....	22
图表 57: 淘系电动牙刷飞科品牌销额占比及排名.....	22
图表 58: 1H22 公司电动牙刷收入贡献提升至 3%.....	22
图表 59: 公司已具备电动牙刷冲牙一体机专利.....	22
图表 60: 1H22 公司营收增速表现领先主要可比公司.....	23

图表 61: 1H22 公司毛利率领先主要可比公司 .....	23
图表 62: 公司销售费用率处于可比公司中等水平.....	23
图表 63: 公司管理费用率处于可比公司偏低水平.....	23
图表 64: 可比公司主要营运能力指标比较.....	23
图表 65: 公司盈利预测拆分.....	25
图表 66: 主要可比公司估值表.....	26

**引言：**公司品牌升级顺畅推动今年以来经营表现持续亮眼，在当前时点，市场对公司后续发展存在一定争议与疑问，主要在于：

- 很多人认为公司本轮的增长是得益于推出爆款单品和抓住抖音红利期的成果，这种增长或难以长期持续。而我们认为，这次升级是基于产品研发设计逻辑的颠覆与渠道定位迁移等的基因型升级，从产品研发设计的理念、组织架构、流程、设计师背景，到渠道营销的周转模式、精细化运营管理、自建内容营销团队等，都发生了巨大的调整变化，意味着本次升级不是短期的红利，而是长期品牌竞争力的升级；
- 公司剃须刀的这轮升级还有多少空间？
- 公司扩品类的第二曲线逻辑是否成立？成效如何？

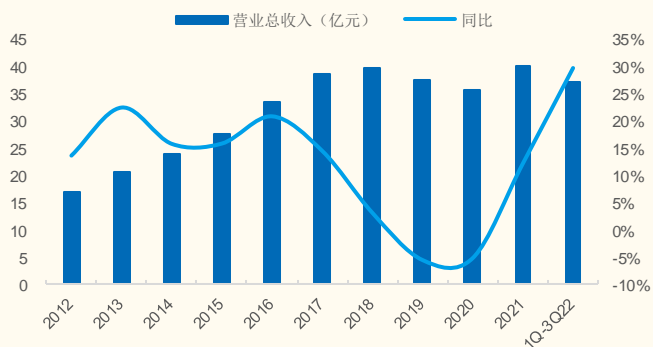
我们将在本篇报告针对以上问题进行详细阐述、分析、测算，以期为大家的投资决策提供一定参考价值。

## 1. 基因型品牌升级开启新阶段，经营表现持续亮眼

剃须刀行业龙头，品牌升级开启公司发展新阶段。公司创立于 1999 年，目前已成长为国内个护电器行业的领导品牌。回顾发展历程，公司在剃须刀领域深耕多年，1999 年李丐腾先生创办永嘉县飞科电器有限公司开始运营飞科品牌剃须刀，且研发出中国第一只双头旋转式剃须刀，引领国内行业升级。2009 年飞科在国内电动剃须刀领域跻身行业销量第一位，且保持持续领先优势；2018 年公司开始加强新品类的开发，先后布局加湿器、空气净化器、插座、健康秤、电动牙刷等品类。

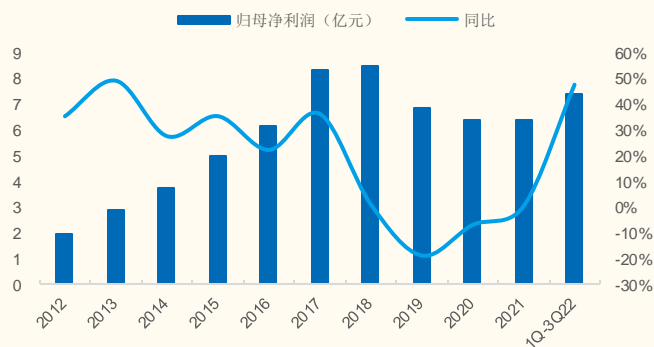
2020 年开始公司推进品牌升级，这次升级是基于产品研发设计逻辑的颠覆与渠道定位迁移的基因型升级，也意味着本次升级不是短期的红利，而是长期品牌竞争力的升级。今年以来调整效果逐步显现，目前公司品牌升级顺畅助力开启发展新阶段，1Q-3Q22 公司经营表现亮眼，收入同比+30%，业绩同比+48%。

图表 1：1Q-3Q22 公司经营加速，营收同比+30%



来源：公司公告，国金证券研究所

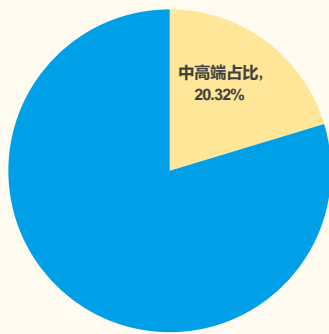
图表 2：1Q-3Q22 公司经营加速，业绩同比+48%



来源：公司公告，国金证券研究所

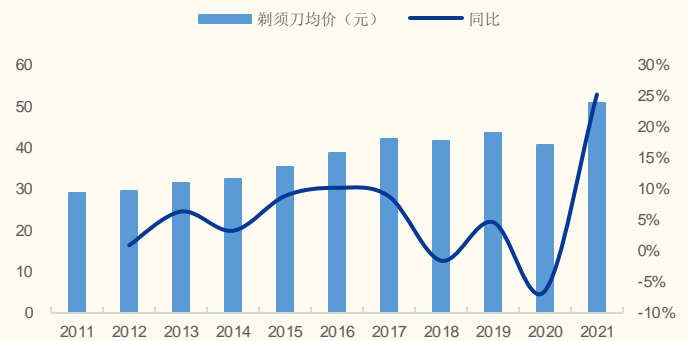
产品结构持续优化，公司剃须刀均价提升。2020 年以来公司加强内部调整，产品端推出感应剃须刀、小飞碟等爆款新品，渠道端加强直营化，营销端抓住消费者情感需求，调整后公司品牌升级获效显著，核心品类剃须刀产品结构明显优化，均价亦有显著提升，2021 年公司剃须刀中高端新品占比约 20%，整体均价提升 25%。

图表 3: 21 年公司剃须刀品类中高端占比提升至 20%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

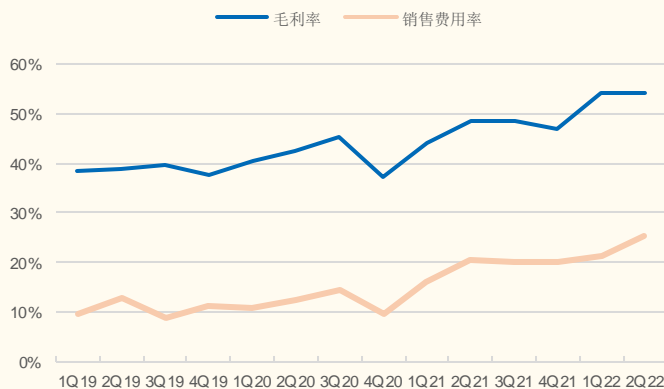
图表 4: 21 年公司剃须刀均价同比提升 25%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

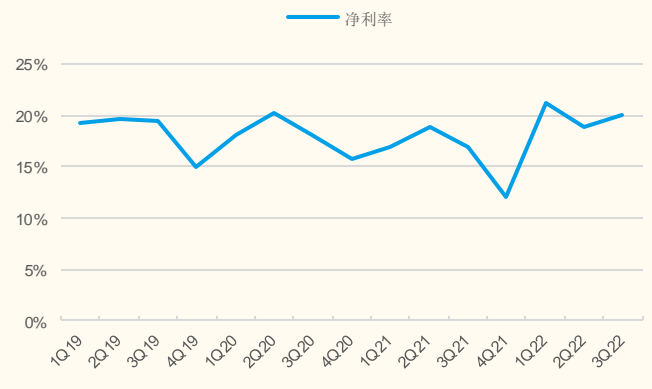
高举高打, 盈利能力稳中向好。受益于产品结构的明显升级, 公司整体毛利率亦显著提升, 与此同时公司采取高举高打模式, 加大营销投入且持续加码布局费率相对较高的抖音渠道, 4Q20 开始公司季度毛利率与销售费用率均呈不同幅度的提升。受产品升级、投放提效推动, 22 年以来公司盈利能力趋稳向好, 1Q-3Q22 公司归母净利率 20.0%, 同比+2.4pct。

图表 5: 1Q21 以来公司毛利率与销售费用率齐增



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 22 年以来公司盈利能力趋稳向好



来源: 公司公告, 国金证券研究所

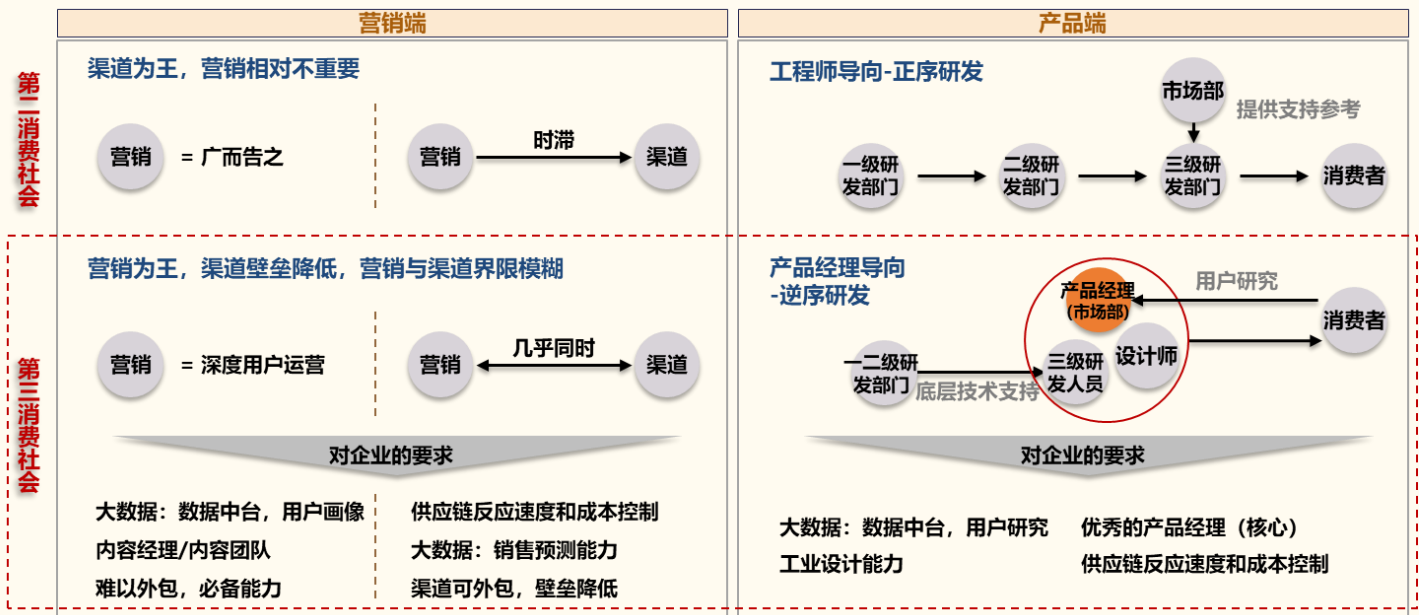
## 2. 为什么说公司的品牌升级是基因型的升级?

**不同于市场的观点:** 很多人认为公司本轮的增长是得益于推出爆款单品和抓住抖音红利期的成果, 这种增长或难以长期持续。而我们认为, 这次升级是基于产品研发设计逻辑的颠覆与渠道定位迁移等的基因型升级, 从产品研发设计的理念、组织架构、流程、设计师背景, 到渠道营销的周转模式、精细化运营管理、自建内容营销团队等, 都发生了巨大的调整变化, 意味着本次升级不是短期的红利, 而是长期品牌竞争力的升级。

年轻消费力量崛起, 消费偏好变迁明显, 原有产品与渠道模式与时下消费趋势适配度削弱, 公司积极顺势求变。我们在此前的研究中提出, 第三消费时代的消费者更注重精神享受, 个性化、品质化需求日益凸显, 尤其是新生代消费群体对产品的使用体验和外观颜值均提出更高的要求。另外近年来线上流量迁移与分散也是对品牌商的渠道布局与营销推广能力的重要考验。

在这样的背景下, 公司原有的产品 (定位性价比, 以中年男性为主) 无法抓住新消费需求, 原有的渠道营销 (以经销为主) 对市场反应缓慢、无法了解终端消费者偏好, 与第三消费时代的市场趋势适配度削弱, 为此公司积极顺应趋势调整升级, 在产品端与渠道营销端做了诸多调整, 亦有效实现品牌升级。

图表 7: 第三消费社会企业变革要求



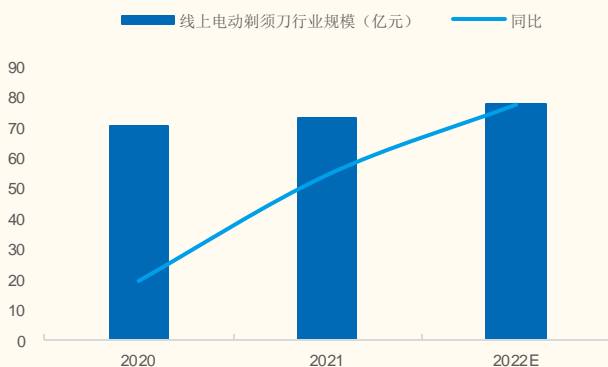
来源: 国金证券研究所

## 2.1 产品端：高端化年轻化背后的底层逻辑是什么？

剃须刀销量趋于平稳，升级为行业主调。剃须刀作为男性日常生活的刚需个护用品，产品普及已相对成熟，近年来国内电动剃须刀销量趋于平稳，奥维云网数据显示 21 年我国线上电动剃须刀零售额同比增长 4.2%，其中销量同比下滑 9.2%，均价提升 14.8%。

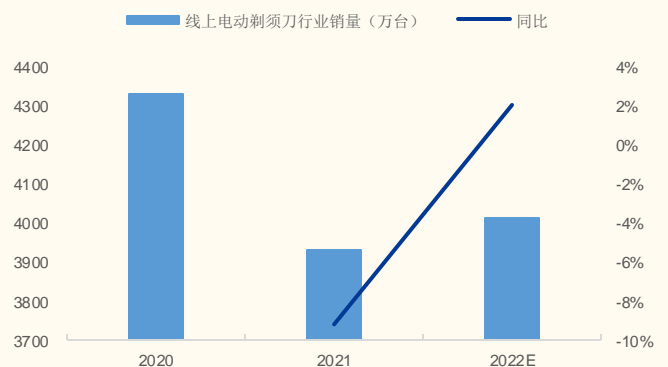
近年来剃须刀行业已较为成熟，销量维度或阶段性饱和，但行业内产品结构升级趋势明显，随着年轻消费者便携、多场景使用需求的增加，便携式剃须刀增长迅猛，奥维数据线上便携式占剃须刀零售额份额从 4.5%（1M20）提升至 17.8%（6M22），其中飞科的飞碟式亦备受青睐。

图表 8: 近年电动剃须刀线上零售规模保持平稳增长



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 9: 21 年国内电动剃须刀线上零售量同比下滑 9%

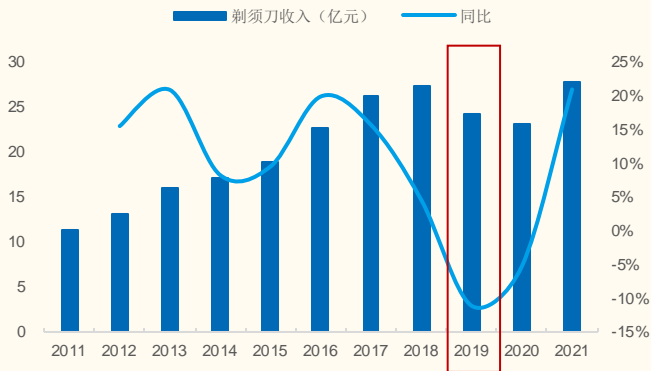


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

### ■ 调整背景：公司核心品类剃须刀销量表现较为低迷

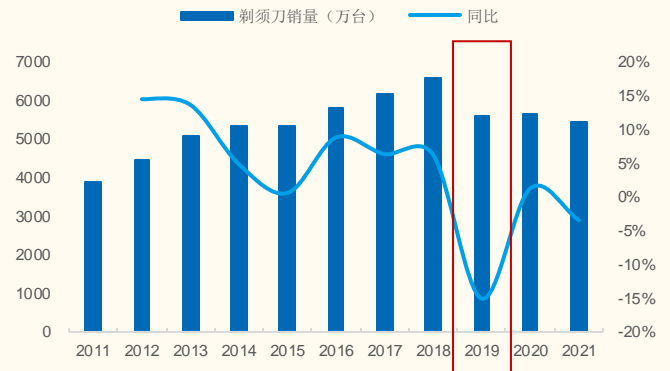
剃须刀常年以来是公司的主要收入和利润来源，2011-2018 年期间公司剃须刀品类收入复合增速+13.3%，其中销量复合增长 7.8%。随着剃须刀行业步入相对成熟期且市场消费趋势亦发生新变化，另外小米等品牌入局加剧性价比产品竞争，公司剃须刀产品增长亦遭遇一定瓶颈，2019 年销量出现明显下滑，幅度下探至 15%，另外公司产品定位于高性价比、均价提升幅度有限，使得收入端有所承压（下滑 11%）。

图表 10: 2019 年公司剃须刀收入略显承压



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 2019 年公司剃须刀销量拖累明显



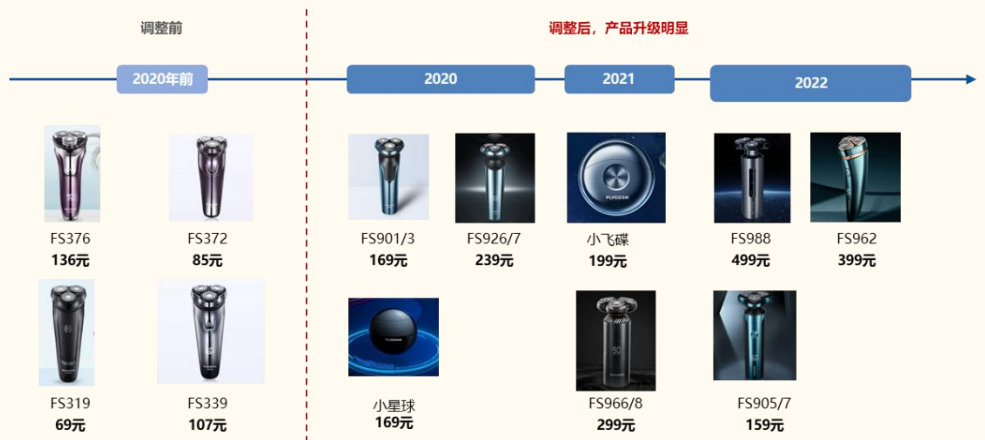
来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 定调: 向智能化、时尚化、年轻化转变, 产品升级推动均价提升

2020 年开始公司核心品类剃须刀以智能化、时尚化、年轻化为方向持续推出优质新品, 智能感应剃须刀、太空小飞碟剃须刀等产品备受消费者青睐, 其中感应剃须刀可实现刀网靠近肌肤时自动开启、离开时自动停止, 告别开关键, 智能化属性较为突出; 小飞碟首创飞碟式, 轻巧便携, 时尚化趋势明显。

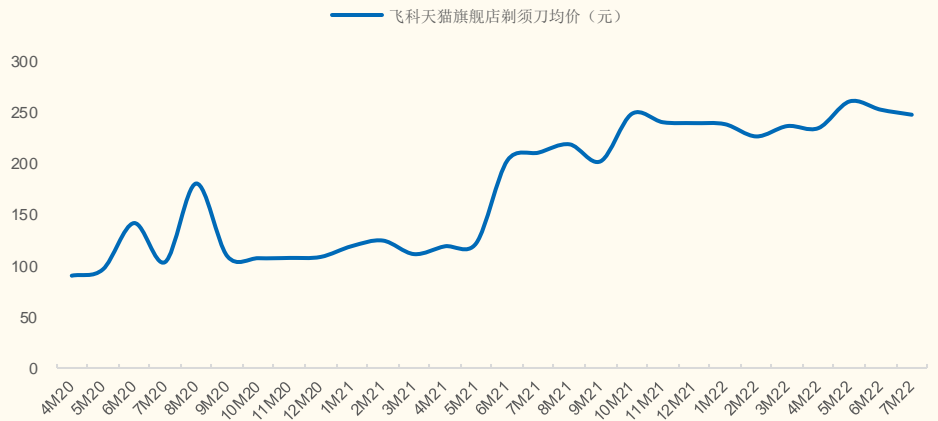
公司推出的升级新品售价亦有所上探, 21 年推出新品售价区间在 199 元~299 元, 22 年新推的 FS988 进一步上探至 499 元。受益于创新优质产品的热销, 飞科品牌剃须刀零售均价提升明显, 国金数字 LAB 数据显示飞科天猫旗舰店内剃须刀产品均价从 20 年 4 月的 91 元提升至 22 年 7 月的 248 元。

图表 12: 2020 年开始公司剃须刀产品升级明显



来源: 飞科天猫旗舰店, 飞科官方商城, 国金证券研究所; 备注: 2020 年前产品选取 19 年双十一一部分产品, 未完全罗列

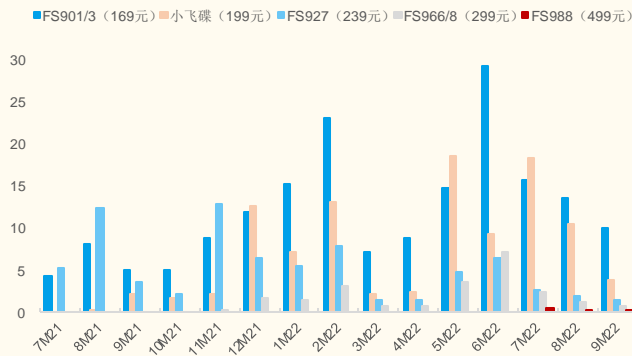
图表 13: 21 年下半年开始飞科天猫旗舰店剃须刀均价提升明显



来源: 国金数字 LAB, 国金证券研究所

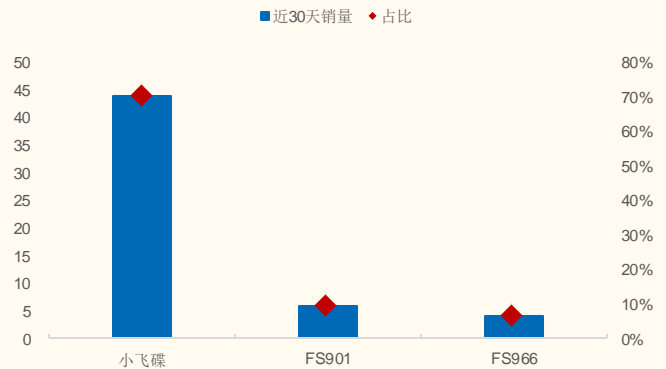
**旗舰店强化品牌中高端定位, 小飞碟成全平台热销爆款。**目前天猫飞科旗舰店内剃须刀在售产品仅 20 年以来新推出的 5 款新品, 产品售价在 169 元-499 元区间。小飞碟顺应便携趋势首创飞碟式, 凭借高颜值与便携属性成为时下热销爆款产品, 炼丹炉数据显示天猫旗舰店内小飞碟单月最高销量 18 万台。另小飞碟亦是抖音渠道爆款产品, 根据蝉妈妈数据显示近 30 天 (07/23-08/22) 飞科品牌成交额达 1.26 亿元, 其中小飞碟产品贡献约 8630 万元, 对应销售量近 44 万只, 占品牌销量约 70%。

图表 14: 天猫飞科旗舰店剃须刀主要产品销量 (万只)



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

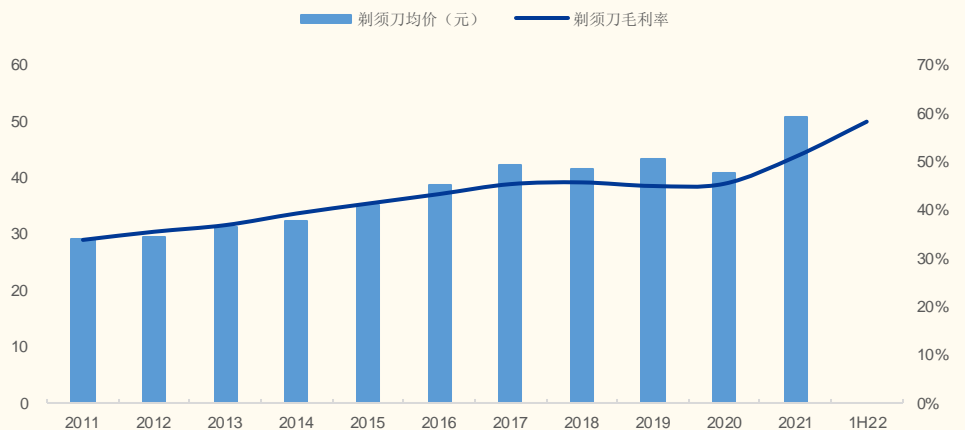
图表 15: 小飞碟亦是抖音渠道飞科品牌剃须刀爆款产品



来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

**剃须刀结构升级, 年内均价持续提升。**受益于产品顺利升级, 公司剃须刀品类均价提升明显, 21 年公司剃须刀均价 51 元, 同比提升 25.2%, 22 年以来提价趋势依旧, 22 年 1-2 月剃须刀中高端新品销售占比 43%, 较 21 年提升 23pct, 剃须刀产品均价较 21 年提升 47.6%。产品结构优化推动剃须刀品类毛利率提升, 1H22 公司剃须刀毛利率 58.3%, 同比提升 6.3pct。

图表 16: 1H22 公司剃须刀品类毛利率提升明显



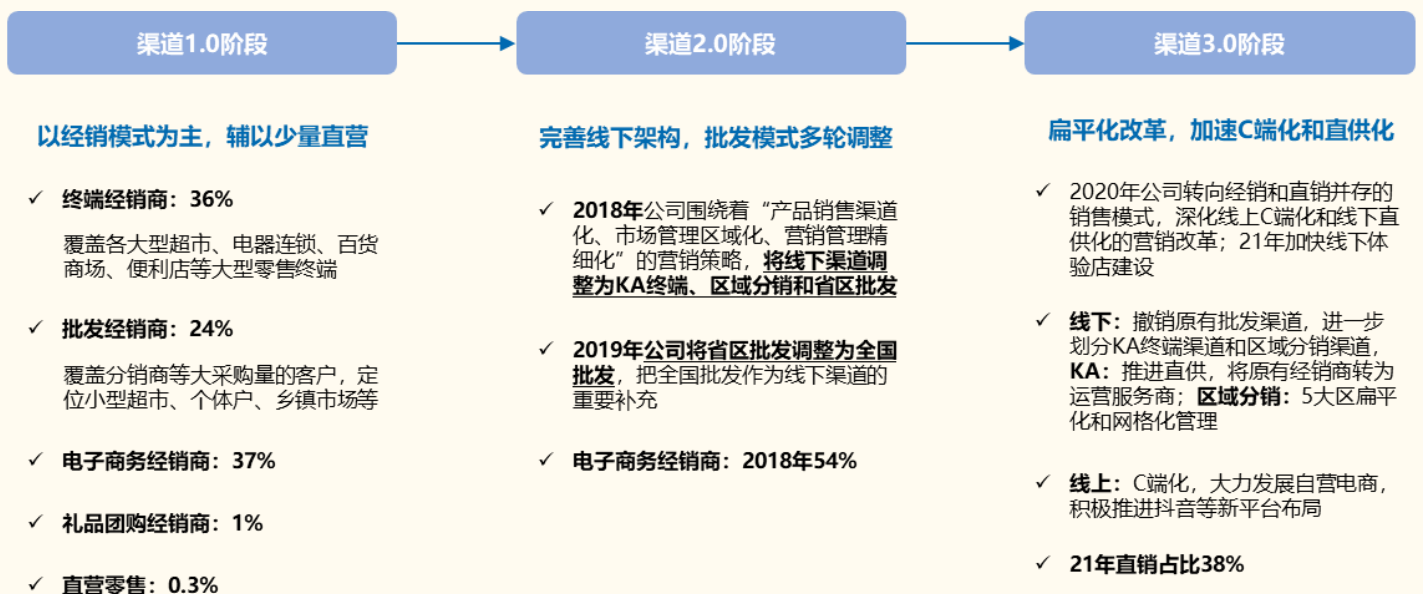
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2 渠道端: 找到年轻人, 精细化转型

为匹配品牌升级, 更好贯彻产品推新推高策略, 适应新消费市场趋势, 公司积极推动渠道适配转型——推进线上 C 端化和线下直供化。

- 线上: 加速 C 端化, 从经销为主向自营为主切换。2020 年下半年开始公司大规模引进电商团队, 逐步将天猫旗舰店收回直营, 截至 21 年底公司已设立 19 家电商销售子公司, 实行各店铺公司化运营管理、独立核算。另外公司亦加强抖音等新平台布局, 搭建专业抖音直播团队, 建立蓝 V 自直播电商运营阵地, 在抖音渠道取得优异成效。
- 线下: KA 卖场“直供化”, 区域分销精细化。2020 年开始公司撤销原有批发渠道, 进一步划分 KA 终端渠道和区域分销渠道。KA 渠道: 推进直供销售模式, 将原有经销商转化为运营服务商; 区域分销: 将全国划分为 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且进一步下沉拓展, 同时优化经销商考核和经销商结构。

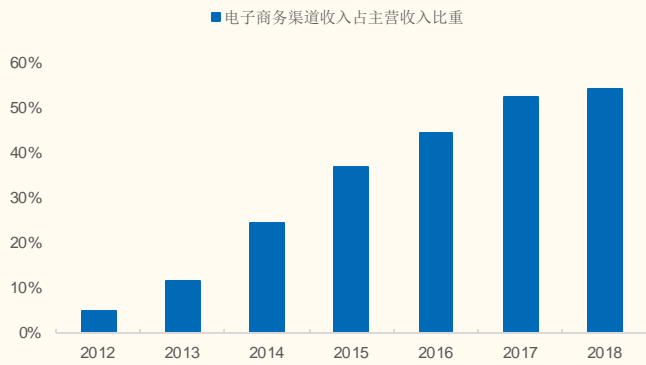
图表 17: 公司渠道变迁: 20 年以来加速扁平化改革



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 备注: 渠道 1.0 阶段下分渠道模式的收入占比为 2015 年数据

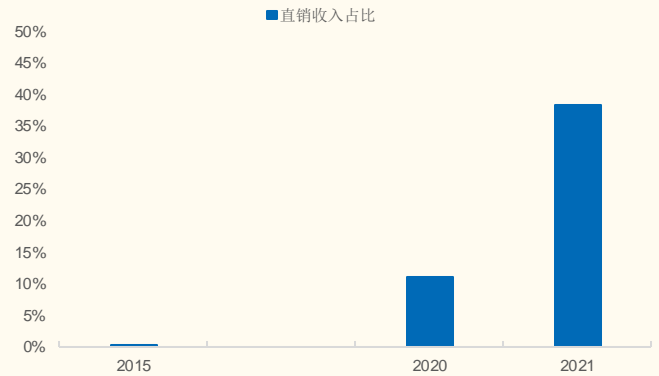
线上 C 端化成效显著，公司直销占比显著提升。公司过往销售以经销模式为主，辅以少量直营，2015 年公司直营零售收入贡献仅 0.25%。近年来公司转向经销和直销并存的销售模式，加速推进线上 C 端化，有望贯彻公司产品推新推贵的策略且更好掌握终端消费者的需求偏好。目前公司 C 端化获效显著，2021 年公司直销模式收入占比明显提升至 38%。

图表 18: 公司线上渠道收入占比提升至 54% (2018A)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

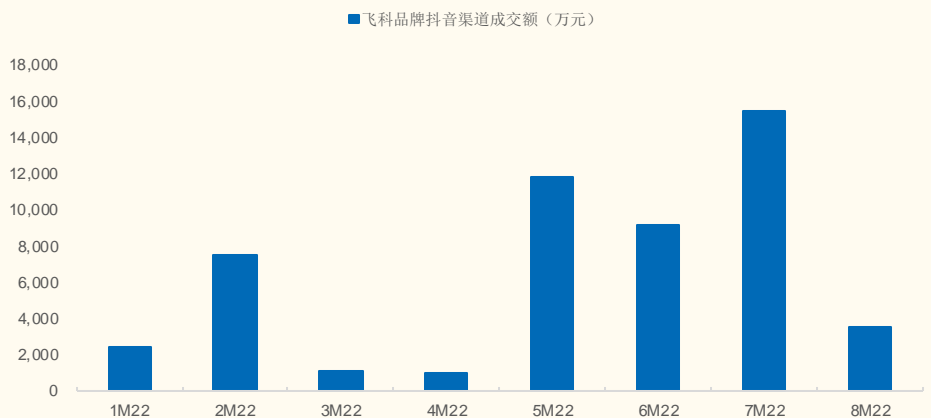
图表 19: 公司直销模式收入占比提升至 38%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**加码布局抖音平台，享受渠道发展红利。**公司较早顺应平台流量变迁，敏锐观察到抖音等新型电商渠道崛起趋势，积极建立了以抖音电商为主的自营直播团队，引进直播专业化人才，目前公司品牌自播团队人数超 50 人，且划分主播、编导、文案、品牌等不同职能，实现精细化运营。蝉妈妈数据显示，目前飞科品牌在抖音渠道自播账号达 14 个，通过矩阵式运营方式针对不同群体匹配不同的直播内容及产品。受益对抖音渠道的持续加码，公司充分享受渠道的发展红利，蝉妈妈数据 22 年 1-8 月飞科品牌在抖音渠道累计成交额超 5.19 亿元。

图表 20: 22 年 1-8 月飞科品牌抖音渠道累计成交额超 5 亿元

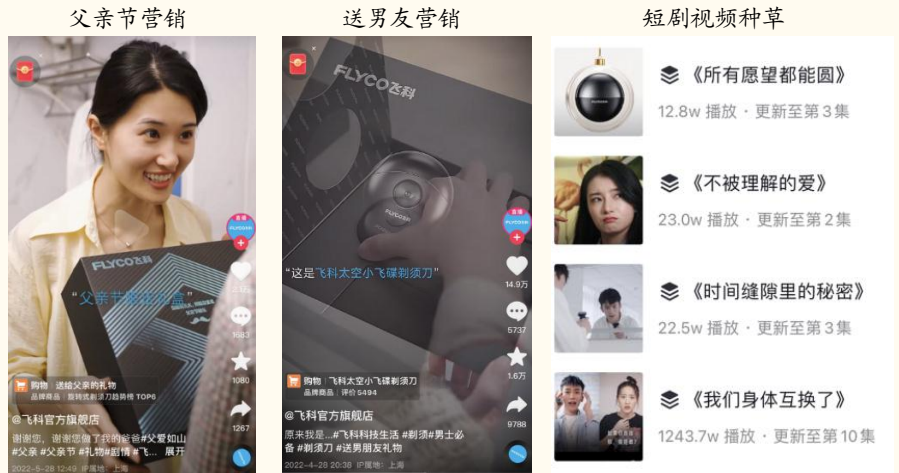


来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

### 2.3 营销端：抓住内容营销的本质，把握情感诉求

**把握情感诉求，强化礼品属性。**飞科品牌在抖音渠道通过观测产品与消费者的互动数据，挖掘到小飞碟的女性关注度及礼品属性，将精致与潮酷选择为营销的关键词，且优化产品包装推出礼盒装产品，另外在营销端持续推出短剧等视频内容种草强化礼品属性。目前抖音飞科官方旗舰店短剧《我们身体互换了》播放量超 1240 万次，且在情人节等节假日亦会发布相关短视频进行情感营销。另外短剧及视频内容由公司内部团队构思创意、拍摄剪辑，内容上与产品契合程度较高，不易被其他品牌模仿（其他品牌较少自行尝试，以外部合作为主）。

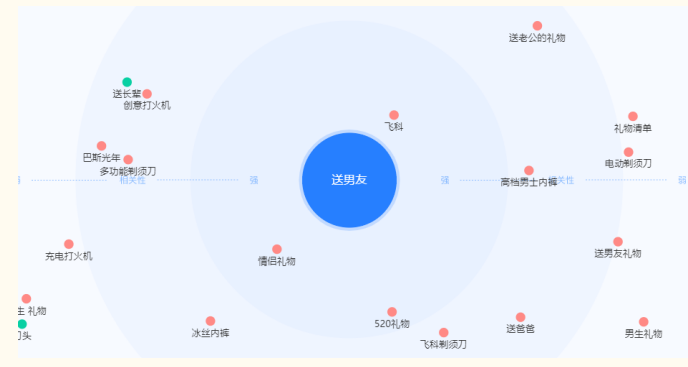
图表 21: 公司在抖音渠道通过短剧等视频内容强化礼品属性



来源: 抖音, 国金证券研究所

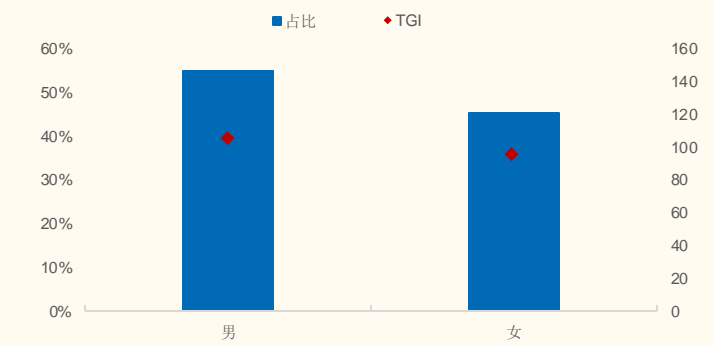
- 情感营销助力扩充用户, 女性成为公司抖音消费主力。公司抓住消费者节假日情感诉求, 强化父亲节送礼、送男友礼物等关联标签, 成功吸引众多女性消费者的关注。抖音指数显示 5 月 9 日-5 月 15 日 (520 促销营销期间) 抖音平台“送男友”关键词相关内容分析中相关度最强、热度呈上升趋势的关键词为“飞科”。另外根据上观新闻报道飞科抖音平台女性成交用户占比达 64%, 且在情人节、520 期间女性用户占比高达 80%。
- 情人节等节假日飞科品牌表现优异。公司情感营销成效显著, 蝉妈妈数据显示 22 年以来节假日所在月份飞科在抖音成交额明显领先 (节假日: 非节假日成交额为 5.5: 1), 具体来看, 2 月 (情人节)、5 月 (520)、6 月 (父亲节)、7 月 (七夕节) 在节假日情感营销加持下表现突出, 分别实现 0.75 亿元、1.18 亿元、0.92 亿元和 1.55 亿元的成交额。

图表 22: 抖音平台“送男友”关键词内容关联分析



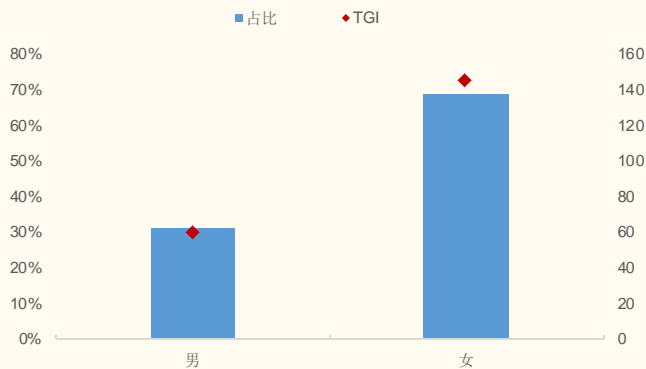
来源: 抖音指数, 国金证券研究所

图表 23: 抖音平台剃须刀关注用户以男性为主



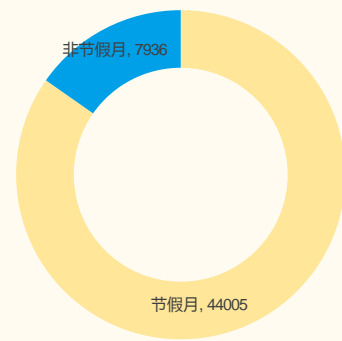
来源: 抖音指数, 国金证券研究所

图表 24: 抖音平台飞科品牌关注用户以女性为主



来源: 抖音指数, 国金证券研究所

图表 25: 飞科品牌节假日所在月成交额(万元)领先



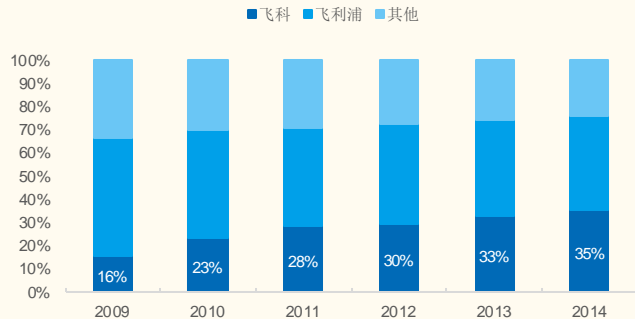
来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所; 统计时间 2022 年 1-8 月期间

### 3. 公司剃须刀还有多少升级空间?

#### 3.1 剃须刀领域积淀深厚, 研发供应链优势突出

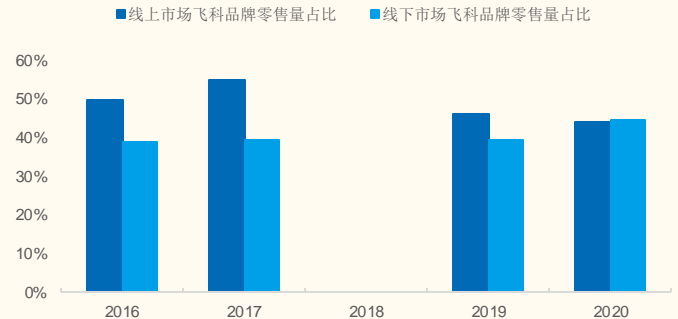
**电动剃须刀领域:** 飞科与飞利浦双寡头垄断, 飞科品牌销量跻身行业第一。经过多年深耕, 公司在剃须刀领域份额提升明显, 快速形成与飞利浦品牌双寡头的格局, 中怡康数据显示 2009 年-2014 年期间飞科品牌在电动剃须刀市场的占有率从 15.6% 提升至 35.4% (飞利浦: 从 51.1% 降低至 40.6%)。近年来飞科品牌依旧保持领先优势, 2020 年飞科电动剃须刀线上和线下零售量份额分别为 43.8% 和 44.5%。

图表 26: 2009-2014 年国内电动剃须刀品牌市场占有率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 国内电动剃须刀市场飞科零售量占有率居前



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 28: 11M21-8M22 电动剃须刀线上市场分月前五品牌销售额占比**

11M21		12M21		1M22		2M22		3M22	
philips/飞利浦	43.2%	flyco/飞科	32.0%	philips/飞利浦	33.6%	philips/飞利浦	29.5%	flyco/飞科	36.3%
flyco/飞科	18.2%	philips/飞利浦	31.8%	flyco/飞科	30.1%	flyco/飞科	26.1%	philips/飞利浦	31.3%
braun/博朗	12.7%	braun/博朗	9.0%	braun/博朗	9.2%	braun/博朗	8.1%	braun/博朗	8.7%
panasonic/松下	9.2%	panasonic/松下	4.6%	panasonic/松下	5.4%	panasonic/松下	5.4%	panasonic/松下	5.8%
mijia/米家	3.2%	yoose/有色	4.5%	yoose/有色	2.1%	素士	3.8%	yoose/有色	2.5%
CR5	86.4%	CR5	81.9%	CR5	80.3%	CR5	72.9%	CR5	84.6%
4M22		5M22		6M22		7M22		8M22	
flyco/飞科	33.9%	flyco/飞科	35.2%	flyco/飞科	42.2%	flyco/飞科	39.0%	philips/飞利浦	29.4%
philips/飞利浦	33.0%	philips/飞利浦	29.5%	philips/飞利浦	29.0%	philips/飞利浦	23.5%	flyco/飞科	26.9%
braun/博朗	8.2%	braun/博朗	9.1%	braun/博朗	6.9%	panasonic/松下	8.6%	braun/博朗	8.4%
panasonic/松下	5.9%	panasonic/松下	7.6%	panasonic/松下	5.2%	braun/博朗	8.0%	panasonic/松下	4.2%
sid/超人	2.7%	yoose/有色	4.0%	yoose/有色	2.1%	yoose/有色	4.5%	yoose/有色	2.9%
CR5	83.6%	CR5	85.4%	CR5	85.3%	CR5	83.6%	CR5	71.8%

来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

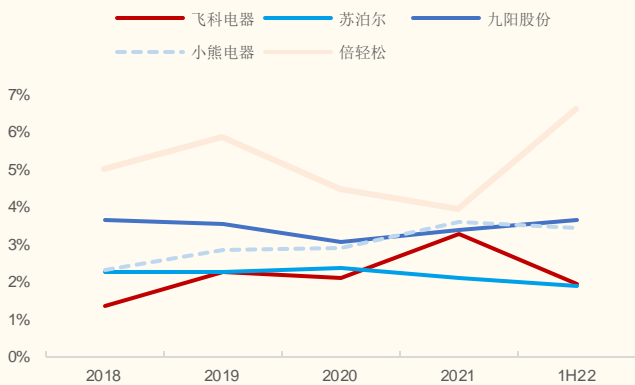
**图表 29: 11M21-8M22 电动剃须刀线上市场分月前五品牌销售量占比**

11M21		12M21		1M22		2M22		3M22	
flyco/飞科	26.5%	flyco/飞科	36.4%	flyco/飞科	31.9%	flyco/飞科	29.5%	flyco/飞科	36.6%
philips/飞利浦	26.2%	philips/飞利浦	17.7%	philips/飞利浦	17.9%	philips/飞利浦	16.5%	philips/飞利浦	18.1%
poree/博锐	9.4%	poree/博锐	4.7%	sid/超人	5.2%	sid/超人	5.7%	sid/超人	6.7%
mijia/米家	5.0%	sid/超人	4.6%	poree/博锐	2.9%	aux	2.8%	伍尚	4.6%
伍尚	4.2%	伍尚	3.8%	braun/博朗	2.4%	braun/博朗	2.8%	aux	3.3%
CR5	71.3%	CR5	67.2%	CR5	60.3%	CR5	57.3%	CR5	69.3%
4M22		5M22		6M22		7M22		8M22	
flyco/飞科	37.4%	flyco/飞科	38.7%	flyco/飞科	43.1%	flyco/飞科	39.7%	flyco/飞科	24.6%
philips/飞利浦	17.8%	philips/飞利浦	17.7%	philips/飞利浦	18.0%	philips/飞利浦	15.5%	philips/飞利浦	12.6%
sid/超人	7.8%	sid/超人	5.4%	sid/超人	5.2%	mericle	6.5%	sid/超人	2.9%
mijia/米家	3.8%	mericle	4.2%	mericle	4.1%	sid/超人	4.8%	mericle	2.5%
伍尚	3.6%	panasonic/松下	3.3%	mijia/米家	2.5%	aux	2.5%	aux	2.3%
CR5	70.4%	CR5	69.4%	CR5	73.0%	CR5	68.9%	CR5	44.9%

来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

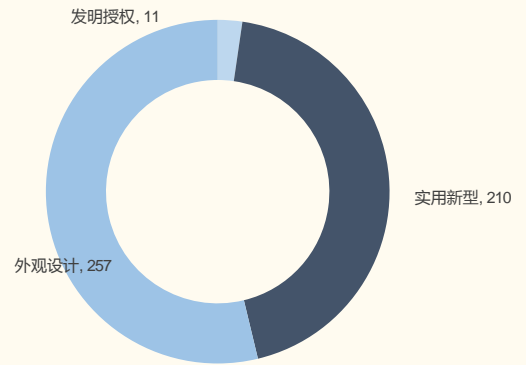
研发优势突出, 创新推出感应式和飞碟式剃须刀。公司董事长李总系研发出身, 注重研发投入, 2021 年公司研发费用 1.32 亿元, 占营收比重 3.3%。公司在剃须刀领域深耕多年, 多次参与国家标准和行业标准起草, 掌握全身水洗、全方位浮动剃须、弧面刀网、“S”型捕须、智能感应剃须等多项先进技术, 截至 1H22 公司共拥有授权专利 467 项。近年来凭借剃须刀领域的深厚积累, 公司顺应消费趋势挖掘出产品的便携和科技属性, 创新推出感应式和飞碟式剃须刀, 其中飞碟式备受消费者青睐。

图表 30: 公司研发费用率与可比公司较为接近



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 目前公司实用新型和外观设计均超 200 项



来源: 国家知识产权, 国金证券研究所

图表 32: 公司剃须刀相关专利概览

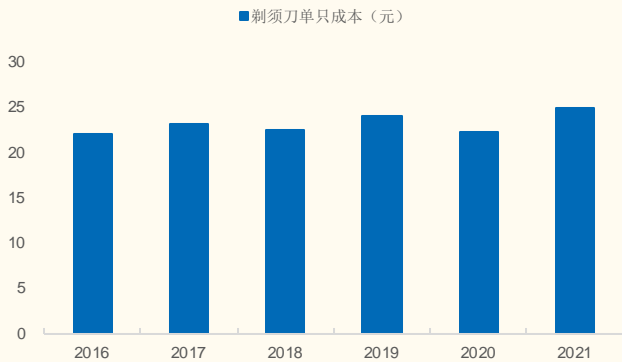
名称	剃刀刀头及电动剃刀	一种电动剃须刀	电动剃须刀	剃须刀
类型	实用新型	实用新型	外观设计	外观设计
公布日	2021.01.12 (授权公告日)	2020.10.09 (授权公告日)	2022.04.15 (授权公告日)	2022.07.22 (授权公告日)
摘要	通过感应式通电的方式替代了传统的感应开关或者机械开关, 通过感知使用状态控制电动剃须刀的启停, 提高了电动剃须刀的使用便捷性, 并且能够避免用户意外受伤等风险。	电机同时与第一转轴、第二转轴传动连接, 分别带动第一刀组、第二刀组转动。	本外观设计产品的设计要点: 在于形状。	本外观设计产品的设计要点: 在于形状。

来源: 国家知识产权局, 国金证券研究所

**供应链优势:** 规模效应明显, 集中采购有效控制成本。公司生产采取自产+外包模式, 无论自产还是外包公司主要原材料和核心零部件采购业务均由公司实行集中采购原则。2018 年公司成立飞科采购服务有限公司 (现更名: 飞科供应链有限公司), 专注于精益化采购管理。公司剃须刀年产量 (自产和外包) 超 5500 万台, 具备较强规模优势和议价能力, 另公司亦积极推进智能化制造生产线, 多举措降低产品制造成本。2017-2019 年公司剃须刀产品出货均价保持在 40 元左右, 剃须刀的毛利率亦可保持在 45% 左右的水平。

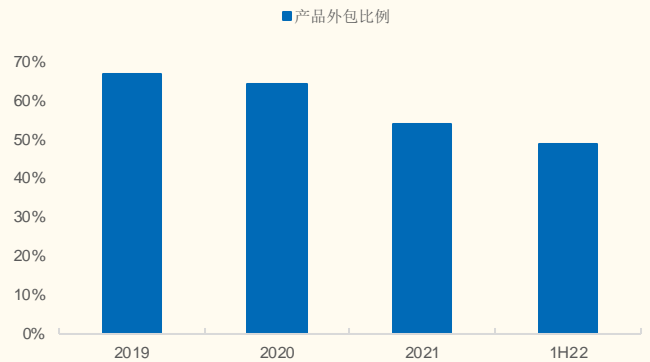
**推进智能制造, 提高自产比例。** 公司加快智能制造生产线的建设, 针对用工成本较高的环节进行自动化开发, 并将自动化和智能化改造在下属工厂复制推广。公司生产采取自产+外包模式, 中高端新品自产为主, 在保证产品品质的同时亦可对差异化创新进行保密, 近年来随着中高端新品占比提升, 公司外包比例持续降低, 1H22 已降至 49%。

图表 33: 公司剃须刀单只成本相对平稳



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 2019-1H22 公司产品外包比例逐年降低

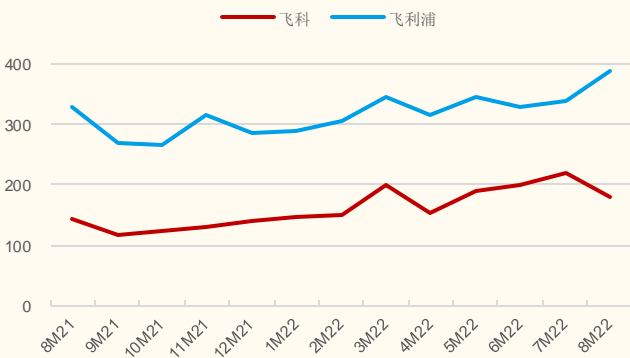


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2 新品获消费者认可, 年轻、高端仍有上探空间

飞科均价与飞利浦仍有明显差距。电动剃须刀领域飞科品牌在升级后的均价有所提升, 但与飞利浦品牌相比仍有明显差距, 炼丹炉数据显示 9M21-8M22 飞科品牌剃须刀均价约 163 元, 而飞利浦品牌均价约 313 元。从热销产品来看, 9M22 淘系飞利浦的热销产品前五中多为 300~600 元, 且高端 S8050 产品 (售价: 1399 元) 亦取得较好表现; 飞科品牌目前热销产品售价多在 250 元以内。

图表 35: 淘系剃须刀行业飞科均价与飞利浦仍有差距



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所; 备注: 单位为元

图表 36: 9M22 淘系飞利浦与飞科品牌剃须刀热销产品



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

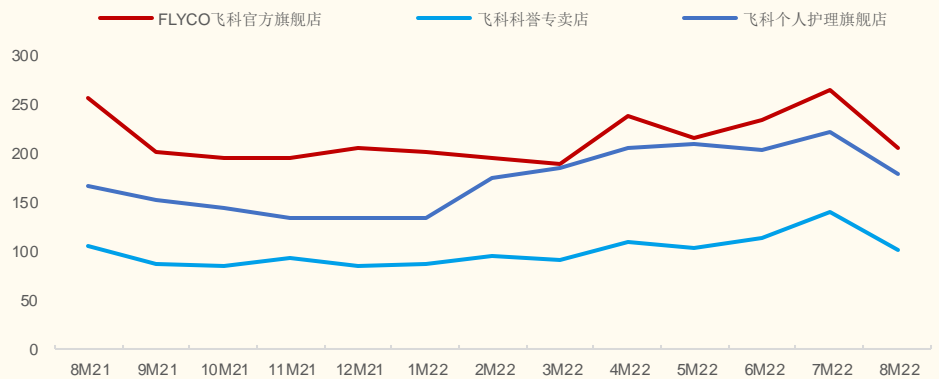
- 现有产品结构维度: 低端产品占据一定份额, 部分店铺结构仍有优化升级空间。公司设立多家子公司在淘系平台运营剃须刀销售, 不同店铺间主销产品结构亦有区别, 其中飞科官方旗舰店内主销剃须刀产品共 5 款 (169 元~499 元), 飞科个人护理旗舰店主销共 7 款 (159 元~499 元), 而飞科科誉专卖店主销剃须刀价格在 79 元~499 元, 其中相对低端产品 FS373、FS889 月销分别超 4 万只和 2 万只, 为店铺内热销主款。从现有的产品结构来看, 公司剃须刀仍有较高的低端产品 (低于 150 元售价的产品) 占比 (22 年 1-2 月占比约 57%), 后续仍有结构优化空间。

图表 37: 飞科品牌不同店铺主销产品型号有所差异

	FS988	FS962	FS905/7	FS966/8	小飞碟	FS927	FS901/3	FS373	FS888/9
	499元	399元	159元	299元	199元	239元	169元	79元	79元
									
飞科科誉专卖店	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
21M10-22M9剃须刀累计销额 0.45亿元									
飞科个人护理旗舰店	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	×
21M10-22M9剃须刀累计销额 1.11亿元									
飞科官方旗舰店	✓	×	×	✓	✓	✓	✓	×	×
21M10-22M9剃须刀累计销额 7.84亿元									
抖音官方旗舰店	✓	×	×	✓	✓	✓	✓	×	×

来源: 炼丹炉, 天猫店铺, 抖音, 国金证券研究所

图表 38: 天猫飞科科誉专卖店均价明显低于官方、个人护理旗舰店



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所; 备注: 单位为元

■ 产品推新维度: 499 元产品获消费者认可。2022 年公司推出剃须刀新品 FS985/FS988, 将产品定价向上拓展至 499 元, 采用航空铝材质, 品质感更为突出, 亦获得消费者的认可。炼丹炉数据显示天猫飞科官方旗舰店内 FS98 系列产品上市以来 7 月和 8 月销量分别达 0.40 和 0.34 万件; 蝉妈妈数据显示飞科品牌抖音渠道 7-8 月亦销售超 3000 件。

与飞利浦产品相比, 新品价格仍有上探空间。刀网是电动剃须刀的核心部件, 在决定刀网性能因素中材料影响最大。飞利浦热销产品 S3202 (309 元) 和 S5531 (599 元) 刀片为欧洲进口, 但产品智能性、续航能力等相对弱势。目前飞利浦官旗的主销价位段在 300~600 元及千元以上, 而 600~900 元区间布局产品竞争力较弱。与飞利浦产品相比, 飞科品牌剃须刀在刀网材料上仍有提升空间, 但产品外观设计、智能化、续航等维度均具备一定优势, 后续有望凭借创新功能进一步上探新品价位布局。

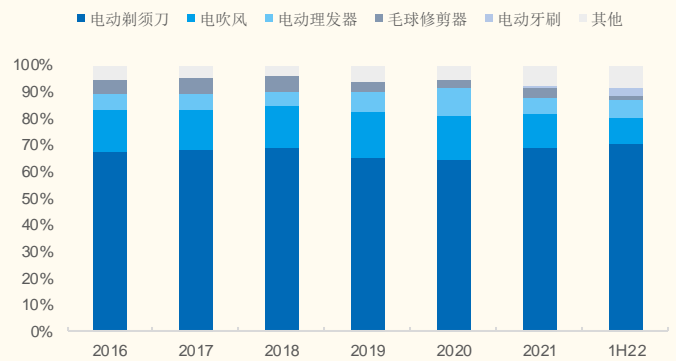
#### 4. 扩品类: 第二曲线成效如何?

剃须刀贡献主要收入与利润, 目前多元布局尚未获效。公司已覆盖个护电器 (剃须刀、电吹风等)、家居生活电器 (毛球修剪器、加湿器等) 及电工电器 (延长线插座) 等智能时尚家电品类。目前剃须刀仍为公司核心品类, 贡献主要收入与利润, 1H22 公司剃须刀收入占比 72% (2016A: 67%), 电吹风贡献 11% (2016A: 16%), 近年新拓展的品类中电动牙刷表现较为优异, 1H22 收入占比提升至 3%。

图表 39: 公司已覆盖个护、家居及电工电器等



图表 40: 剃须刀品类为公司主要收入来源



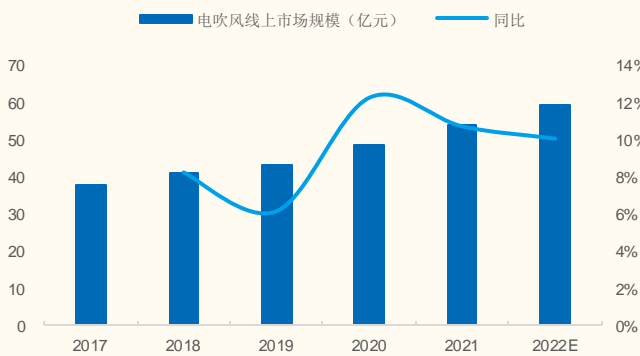
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.1 电吹风: 持续调整, 期待高速新品推出

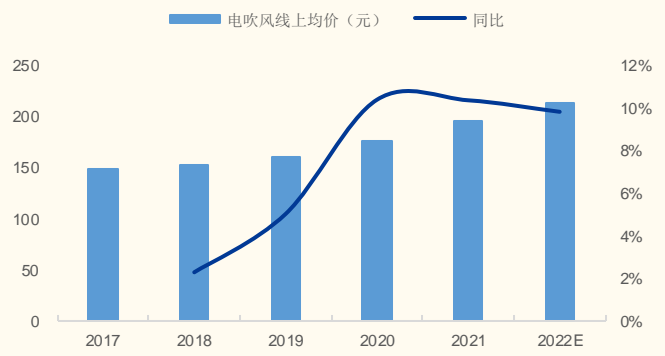
电吹风升级趋势明显, 戴森引领高速化、时尚化风潮。随着生活品质的提升, 电吹风市场迎来较快增长, 2017-2021 年我国电吹风线上市场规模以 9% 的复合增速扩张至 53.8 亿元, 主要受益于产品结构升级带来的均价提升 (均价复合增速+7%), 尤其是 2016 年以来戴森品牌引领行业高速化、时尚化风潮, 进一步抬升电吹风价格带, 且改变国内电吹风市场格局。奥维数据显示, 线上电吹风高速机型销额占比从 1H20 的 41% 提升至 1H22 的 46%, 另戴森掀起的的风潮亦吸引众多国产品牌的布局, 1H22 线上高速电吹风品牌数达 62 个。

图表 41: 2017-2021 年我国线上电吹风以 9% 复合增长



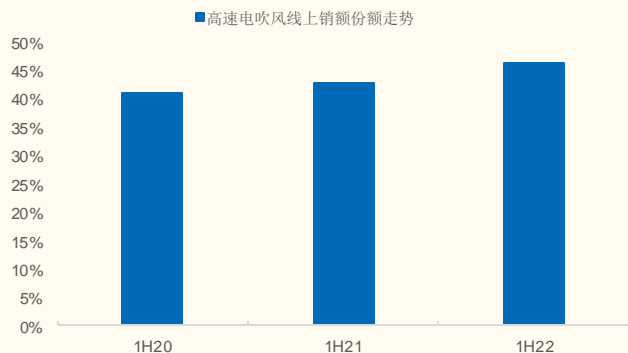
来源: 奥维云网, 观研天下, 国金证券研究所

图表 42: 近年电吹风市场增长主要依赖均价提升驱动



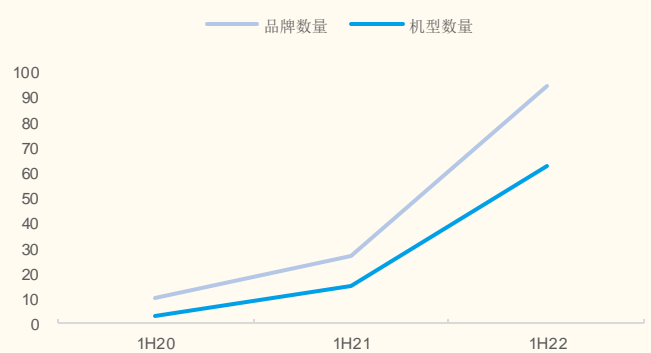
来源: 奥维云网, 观研天下, 国金证券研究所

图表 43: 1H22 高速电吹风线上销额份额提升至 46%



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

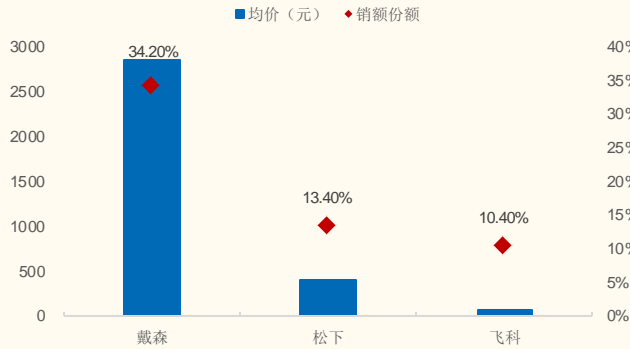
图表 44: 1H22 线上高速电吹风品牌数达 62 个



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

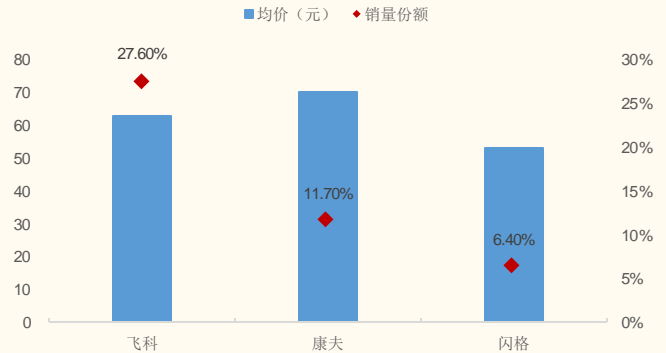
戴森引领高端市场，飞科品牌销量领先但均价较低。从竞争格局来看，2020年1-8月期间戴森品牌以34.2%的销售额占比跻身线上行业第一，其中戴森HD03（2867元）和HD01（2836元）为热销款，合计销售额占比达34%；飞科品牌销量跻身行业前列（27.6%），但定位性价比均价较低（63元）使得销售额占比仅约10.4%（位居线上第三）。

图表 45: 1M-8M20 线上电吹风主要品牌销额份额及均价



来源：奥维云网，国金证券研究所

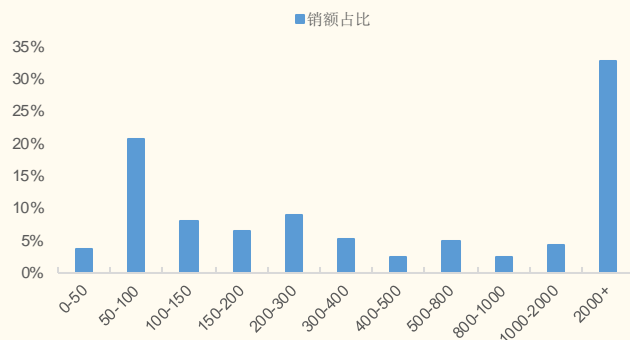
图表 46: 1M-8M20 线上电吹风主要品牌销量份额及均价



来源：奥维云网，国金证券研究所

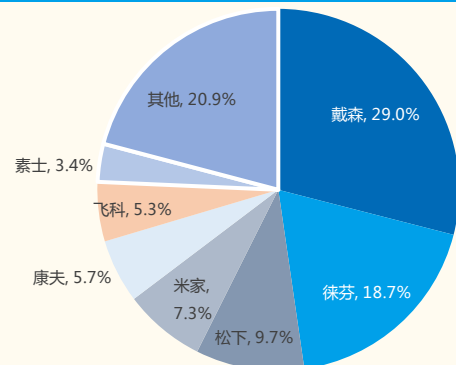
国产品牌加码，助力改写高速电吹风格局。戴森引领电吹风高速化风潮后，国产品牌亦加码布局，其中定位技术普惠的国产品牌徕芬推出具备高性价比的高速电吹风，目前徕芬 LF03（售价 599 元）累计出货量超百万台，且新品 SE 售价 399 元，价格进一步下探，主要定位年轻群体。随着国产高速电吹风的持续热销，行业产品结构逐步向中端聚拢，奥维数据低端与高端价位段销额占比均有所降低，其中 2000 元以上销额占比降低至 32.7%，或系国产品牌高速电吹风对戴森形成一定需求挤占。目前（1M-9M22）线上电吹风市场戴森品牌以 29% 份额领先，徕芬提升至 19%，飞科品牌稍显弱势（销额占比约 5%）。

图表 47: 1Q22 线上电吹风市场产品结构向中端聚拢



来源：奥维云网，国金证券研究所

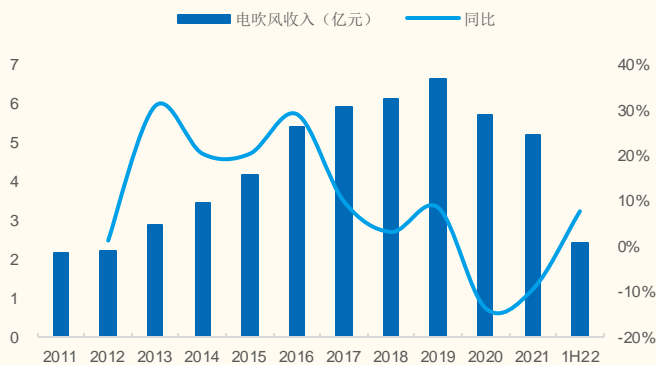
图表 48: 1M-9M22 线上电吹风市场品牌零售额份



来源：奥维云网，国金证券研究所

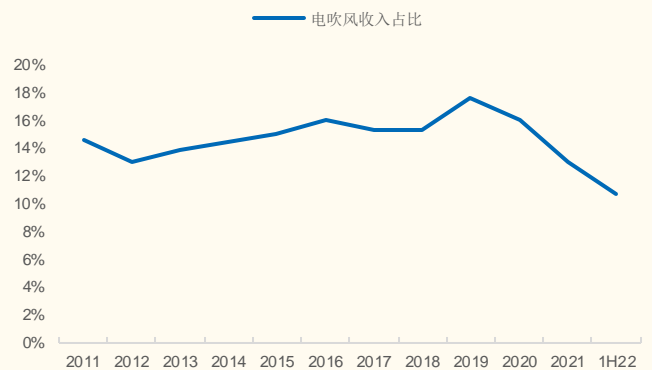
公司原有电吹风产品有所拖累，近年收入贡献降低。公司的电吹风定位于性价比，此前均价相对较低（不足百元），在行业高速化风潮中缺失产品占位，近年来表现较为弱势，2020-2021 年期间公司电吹风收入呈约双位数下滑态势，对公司收入贡献占比逐年降低，1H22 已降至约 11%（2019 年约 18%）。

图 49: 2020-2021 年公司电吹风收入有所承压



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图 50: 1H22 公司电吹风收入占比降低至 11% 左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 调整: 产品设计更加注重颜值, 百元以上热销助力结构升级

在承压背景下, 近年来公司注重电吹风产品的外观设计与颜值, 亦推出 200~300 元区间的高颜值新品, 主打特色聚焦于大功率负离子护发等。从炼丹炉数据来看, 近 30 天 (9/10-10/9) 飞科品牌电吹风热销产品以百元以上为主, (飞科科誉+飞科官旗+飞科个护官旗) 百元以上产品销量占比 92%, 200~300 元产品销量占比约 8%。受益于升级产品热销, 天猫飞科电吹风均价亦有抬升。

图 51: 飞科品牌电吹风天猫平台均价有所抬升



来源: 通联数据, 国金证券研究所

图 52: 飞科品牌天猫渠道电吹风主要型号价格



来源: 天猫 APP, 国金证券研究所

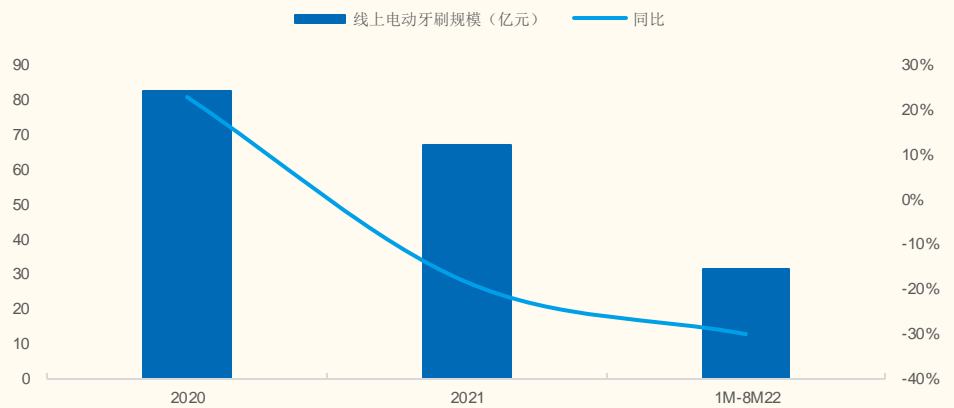
■ 后续: 产品价位带有待补充, 高速领域后续可期

目前飞科品牌电吹风售价主要在 79 元、239 元、259 元和 299 元, 价位段布局上仍存在较多空白区域, 如 100~200 元以及 300 元以上区间。另外高速电吹风领域除戴森定位高端外, 国产品牌售价主要集中在 399~599 元区间, 目前公司在高速电吹风领域尚处缺位状态, 高速化作为行业发展趋势, 公司料将加强高速电吹风的布局, 后续若新品推出有望进一步提升公司产品价位段。

4.2 电动牙刷: 坚持性价比, 有望贡献一定增量

电动牙刷: 渗透相对较低, 长期空间充足。2021 年我国电动牙刷线上市场规模达 67 亿元, 同比略有下滑 (-18.5%), 或系前期快速扩张及部分低价产品拖累口碑影响。从渗透率维度来看, 奥维数据显示 2019 年我国电动牙刷渗透率仅约 5%, 与海外主要发达国家 (60% 左右) 相比仍有差距, 预计随着消费者对口腔卫生的注重及品牌加强市场教育, 未来电动牙刷发展空间广阔。

图表 53: 我国电动牙刷线上市场规模及同比

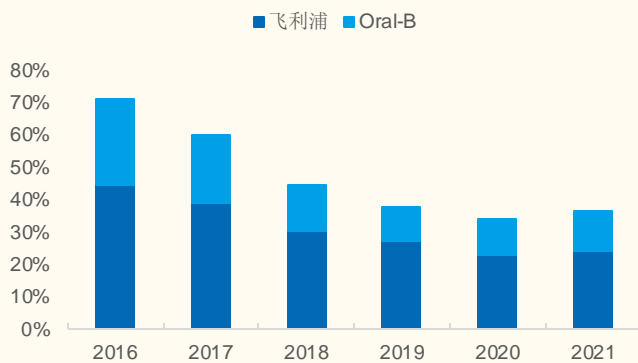


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

国产替代趋势明显。早期我国电动牙刷市场主要被外资品牌占据, 欧睿数据显示 2016 年飞利浦 (44.5%) 与欧乐 B (26.6%) 销售额占比合计达 71.1%, 双寡头格局明显。但随着市场兴起国产品牌持续入局, 凭借高颜值、性价比及对市场趋势的敏锐反应, 国产电动牙刷品牌备受消费者青睐, 行业内国产替代趋势明显, 2021 年飞利浦 (23.6%) 与欧乐 B (12.6%) 销售额占比降低至 36.2%, 国产品牌 uSmile 迅速崛起以 14.6% 的销额占比跻身行业第二。

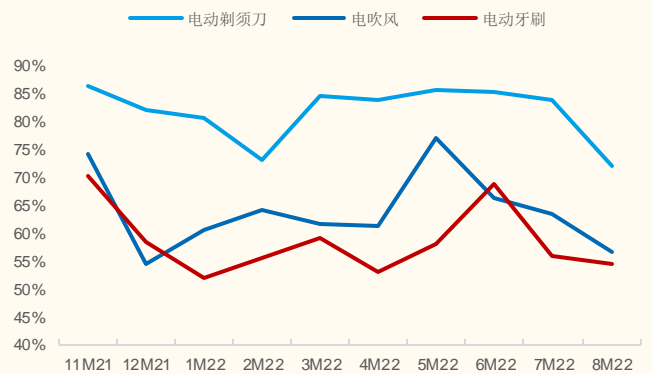
行业竞争激烈, 尾部格局分散。电动牙刷准入门槛相对较低, 市场兴起吸引众多品牌加入, 奥维全渠道监测数据显示 6M21 国内电动牙刷品牌数达 524 个, 远超电动剃须刀 (183 个)、电吹风品类 (286 个)。竞争格局维度, 11M21-8M22 淘系电动牙刷品类飞利浦 (23%) 和 uSmile (20%) 保持双位数销额占比, 其余品牌基本不超 10%, 尾部格局较为分散, 行业 CR5 低于电吹风、电动剃须刀等品类。

图表 54: 我国电动牙刷市场国产品牌替代趋势明显



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 55: 淘系电动牙刷 CR5 销额占比低于剃须刀等品类

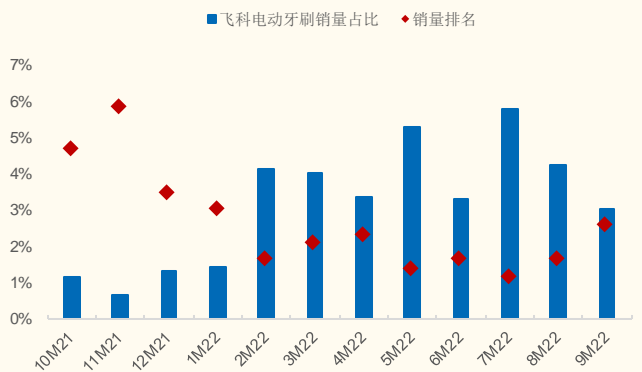


来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

■ 性价比打开销路, 飞科品牌电动牙刷份额提升明显

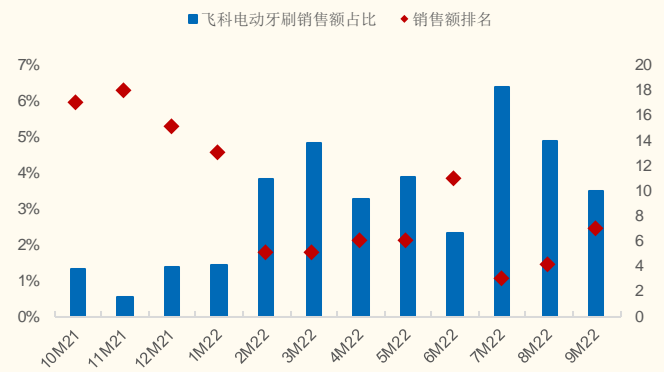
2020 年底公司布局电动牙刷品类, 定位性价比, 目前已推出幻彩日出、皓月夜空、智感尊尚系列等成人电动牙刷及儿童电动牙刷 (FT7110), 产品价格 100~300 元区间, 其中 FT7105 (幻彩、皓月系列, 目前售价 169 元) 凭借性价比备受消费者青睐, 为目前公司主销产品。公司利用高性价比产品积极抢占市场份额, 且适当加大投放保持产品种草热度, 22 年以来淘系飞科品牌电动牙刷销额占比提升明显, 炼丹炉数据显示 22 年以来各月飞科品牌销额排名基本跻身行业前十, 其中 7 月和 8 月排名分别位居第三位和第四位。

图表 56: 淘系电动牙刷飞科品牌销量占比及排名



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

图表 57: 淘系电动牙刷飞科品牌销额占比及排名

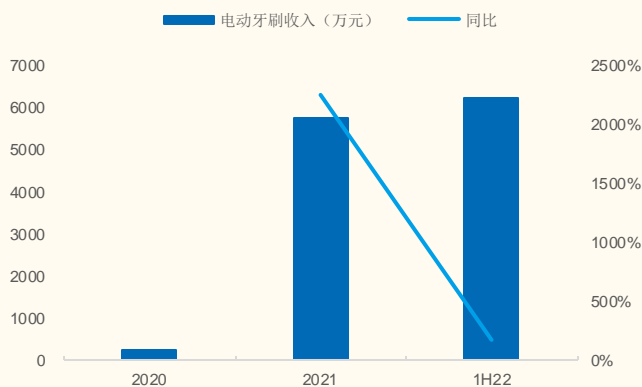


来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

■ 产品有待持续完善, 电动牙刷有望贡献增量

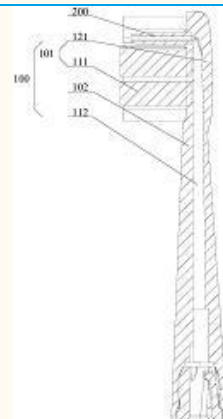
公司布局电动牙刷品牌以来凭借性价比、高颜值获得消费者青睐, 电动牙刷收入保持快速增长, 1H22 公司电动牙刷收入 0.62 亿元, 同比增长 172%。我国电动牙刷行业中长尾参与品牌众多, 格局尚未稳定, 有望留给飞科品牌充足破局空间。目前公司电动牙刷 SKU 数量相对较少, 尚未推出冲牙器等配套口腔清洁产品, 但公司已拥有电动牙刷冲牙一体机专利 (发明公布, 可实现刷牙、冲牙一体, 且解决目前存在的刷毛影响冲牙水流的问题), 后续有望推出创意新品完善产品布局, 助力电动牙刷业务的发展。

图表 58: 1H22 公司电动牙刷收入贡献提升至 3%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 59: 公司已具备电动牙刷冲牙一体机专利

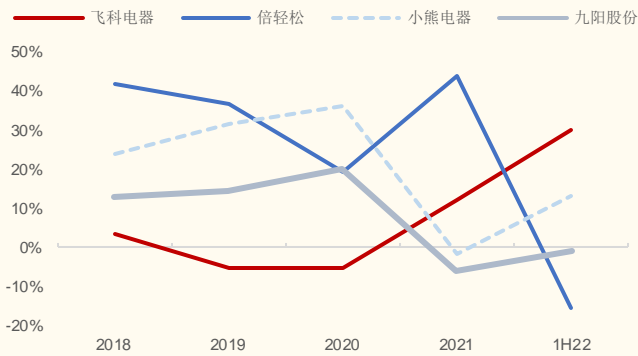


来源: 国家知识产权局, 国金证券研究所

5. 财务分析: 经营表现领先, 升级推动毛利与销售费率齐增

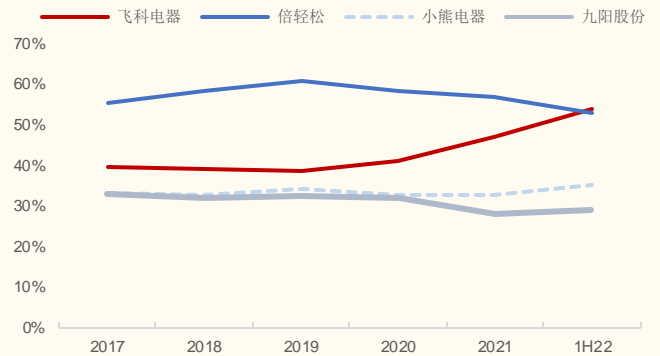
品牌升级后公司经营表现亮眼, 营收增速领先主要可比公司。1H22 公司营收增长 30.2%, 领先倍轻松等主要可比公司。毛利率方面, 受益于产品结构升级公司的毛利率提升明显, 1H22 公司的毛利率水平 (54.1%) 优于中高端生活小家电倍轻松 (53.0%)。

图表 60: 1H22 公司营收增速表现领先主要可比公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 1H22 公司毛利率领先主要可比公司

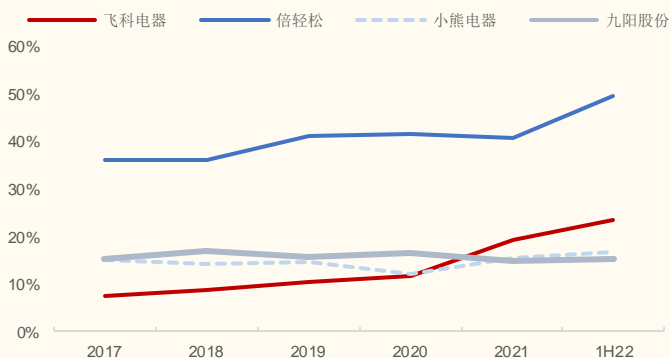


来源: 公司公告, 国金证券研究所

近年来渠道分散化叠加引流费用趋高, 多数品牌在销售费率投放上持续加码, 目前公司毛利率水平领先, 为销售费率的投放留有充足支撑空间。1H22 公司的销售费用率达 23.3%, 处于可比公司的中等水平。公司坚持高举高打策略, 销售费率的提升主要系匹配产品升级加强营销投入, 且持续加码费率较高的抖音等新内容渠道。

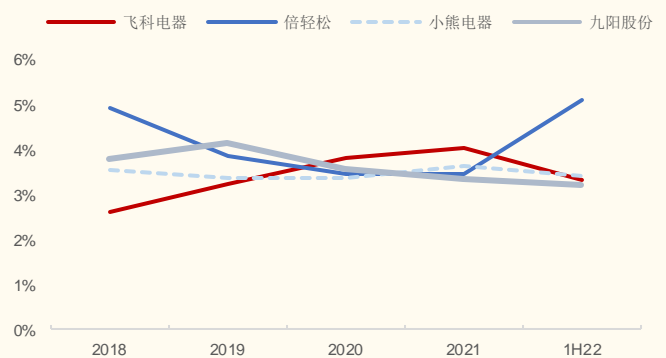
管理费用维度, 1H22 公司管理费用率 3.3%, 略有下降, 或主要系公司规模快速扩张带来的规模效应, 公司的管理费率水平处于行业偏低水平。

图表 62: 公司销售费用率处于可比公司中等水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

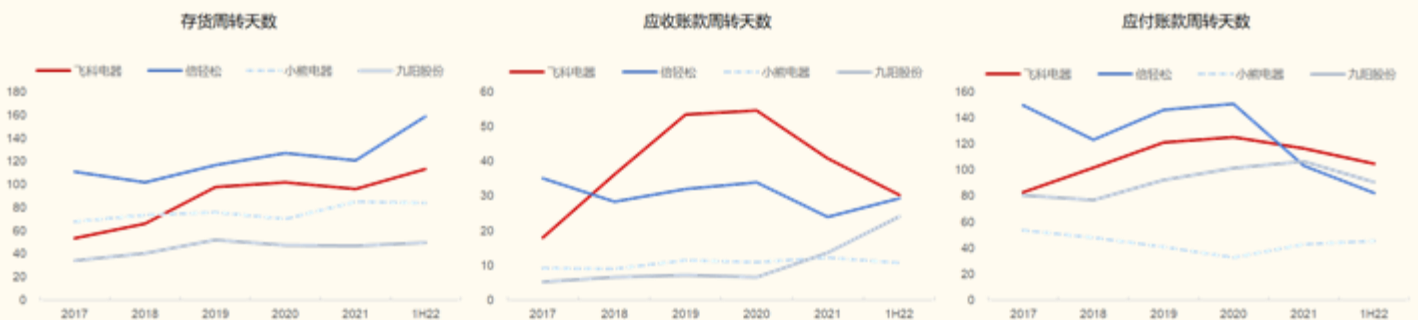
图表 63: 公司管理费用率处于可比公司偏低水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

营运能力维度, 应收账款周转向好。1H22 公司存货周转有所放缓, 周转天数 113 天 (1H21: 103 天), 或系为七夕大促备货影响。应收账款周转加快, 天数 30 天 (1H21: 51 天); 应付账款周转天数 105 天 (1H21: 127 天)。

图表 64: 可比公司主要营运能力指标比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 6. 盈利预测

收入端：公司在个护领域龙头地位突出，近年来核心品类剃须刀升级顺畅推动营收端的亮眼表现，后续第二曲线电吹风、电动牙刷有望贡献助力，具体来看：

- 电动剃须刀：品牌升级顺畅，中高端占比有望继续提升，均价抬升趋势明显，预计 22-24 年收入增速分别为 32%、18%、15%，其中出厂端均价提升幅度分别为 40%、15%和 10%，随着均价基数提升预计 23-24 年价格提升幅度有所收窄；
- 电吹风：高颜值新品推动 1H22 电吹风品类收入恢复增长态势，预计 22 年有望实现双位数（12%）的增长；23-24 年预计公司会加大电吹风品类布局力度，加强中高端新品推出，预计收入端有望实现 27%、35%的增长；
- 电动牙刷：飞科品牌在电动牙刷品类份额提升较为明显，1H22 该品类贡献的收入规模（0.62 亿元）已超去年全年体量，22 年收入有望增长 150%；随着产品进一步普及渗透及公司新品的加码预计 23-24 年电动牙刷品类收入有望保持高速增长（80%、50%）；
- 鼻毛修剪器：1H22 受益于新品推出实现高速增长（+248%），预计 2H22 大促加持有望持续释放，全年有望实现 200%增长；预计 23-24 年恢复常态化增长，收入增速分别为 30%和 18%；
- 毛球修剪器和电动理发器：预计今年表现相对平淡，后续（23-24 年）调整推新有望实现双位数的增长。

毛利率：核心品类剃须刀产品结构升级顺畅，后续中高端占比仍有提升空间，公司仍将持续推出优质高端新品，预期毛利率稳步提升；电吹风、电动牙刷有望复制剃须刀升级路径，预期推新后有望助力产品结构改善，毛利率亦将迎来改善；其余品类或保持稳中有升的趋势。综合预计公司 22-24 年毛利率分别为 54.5%、56.3%和 57.9%；

费用率：销售费用率：公司剃须刀品类仍将持续推新，且后续将培育电吹风、电动牙刷品类，预期销售费用率仍将持续提升，另渠道结构维度预期费率较高的抖音渠道占比将持续提升，综合来看我们预计 22-24 年销售费率分别为 23.7%、25.0%、25.8%；管理费用率：公司规模扩张同时注重内部提效，线上渠道（除京东）基本为自营，预期后续直营比例稳中略升，预计 22-24 年管理费用率分别为 4.0%、4.1%和 4.1%；研发费用率：公司将持续推出优质新品，预期研发费用率有所提升，预计 22-24 年研发费率分别为 2.9%、3.4%、3.7%。

图表 65: 公司盈利预测拆分

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>电动剃须刀</b>					
收入 (百万元)	2,301	2,783	3,678	4,355	5,011
yoy	-5%	21%	32%	18%	15%
毛利率	45%	51%	59%	61%	62%
<b>电吹风</b>					
收入 (百万元)	572	518	578	736	994
yoy	-14%	-9%	12%	27%	35%
毛利率	35%	37%	39%	44%	50%
<b>电动牙刷</b>					
收入 (百万元)	2	58	145	260	391
yoy		2255%	150%	80%	50%
毛利率	40%	50%	45%	48%	51%
<b>电动理发器</b>					
收入 (百万元)	397	266	272	307	337
yoy	46%	-33%	2%	13%	10%
毛利率	35%	39%	45%	45%	45%
<b>毛球修剪器</b>					
收入 (百万元)	99	124	120	141	163
yoy	-35%	25%	-3%	18%	15%
毛利率	30%	32%	45%	45%	45%
<b>鼻毛修剪器</b>					
收入 (百万元)	29	52	156	203	239
yoy	-4%	82%	200%	30%	18%
毛利率	49%	54%	60%	62%	64%
<b>其余</b>					
收入 (百万元)	168	205	196	237	296
yoy		22%	-5%	21%	25%
毛利率	26%	35%	40%	42%	43%
<b>营业总收入</b>					
收入 (百万元)	3,568	4,005	5,143	6,239	7,430
yoy	-5%	12%	28%	21%	19%
毛利率	41.2%	47.0%	54.5%	56.3%	57.9%
<b>费用率</b>					
销售费用率	11.8%	19.2%	23.7%	25.0%	25.8%
管理费用率	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%
研发费用率	2.1%	3.3%	2.9%	3.4%	3.7%

来源: 国金证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 51.43、62.39、74.30 亿元, 同比分别+28.41%、+21.32%、+19.08%, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 9.62、11.80、14.25 亿元, 同比分别+50.19%、+22.62%、+20.79%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 38x、31x、26x。我们选取倍轻松等主要小家电企业作为可比公司并参考历史估值, 给予公司 2023 年 36 倍 PE 估值, 对应目标价 98.0 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 66：主要可比公司估值表**

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)			
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
九阳股份	15.25	117	9.4	7.5	7.7	8.9	9.9	15.7	15.2	13.2	11.8
小熊电器	48.25	75	4.3	2.8	3.5	4.3	5.0	26.6	21.7	17.6	15.0
倍轻松	38.88	24	0.7	0.9	0.7	1.3	1.8	26.1	34.6	18.4	13.3
平均								22.8	23.9	16.4	13.4
飞科电器	84.00	366	6.4	6.4	9.6	11.8	14.3	57.1	38.0	31.0	25.7

来源：wind，国金证券研究所；备注：PE 采用 2022 年 10 月 20 日收盘价计算

## 7. 风险提示

**新品表现不及预期：**公司持续推出剃须刀、电动牙刷、电吹风等新品，存在新品拓展及销售表现不及预期的风险；

**行业竞争加剧风险：**随着众多新品牌进入行业，可能存在竞争加剧致使收入增长不及预期，利润率降低的风险；

**原材料价格大幅上涨风险：**原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>3,759</b>	<b>3,568</b>	<b>4,005</b>	<b>5,143</b>	<b>6,239</b>	<b>7,430</b>	货币资金	227	413	348	675	1,186	1,976	
增长率	-5.1%	12.3%	28.4%	21.3%	19.1%		应收款项	587	533	421	429	521	620	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,308</b>	<b>-2,096</b>	<b>-2,122</b>	<b>-2,343</b>	<b>-2,724</b>	<b>-3,126</b>	存货	693	499	636	692	805	923	
%销售收入	61.4%	58.8%	53.0%	45.5%	43.7%	42.1%	其他流动资产	776	725	964	984	997	1,009	
<b>毛利</b>	<b>1,452</b>	<b>1,471</b>	<b>1,884</b>	<b>2,801</b>	<b>3,515</b>	<b>4,304</b>	流动资产	2,283	2,171	2,369	2,780	3,509	4,529	
%销售收入	38.6%	41.2%	47.0%	54.5%	56.3%	57.9%	%总资产	61.8%	55.8%	56.9%	60.3%	65.0%	70.2%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-57</b>	<b>-68</b>	长期投资	0	210	221	221	221	221	
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,146	1,260	1,295	1,315	1,366	1,398	
<b>销售费用</b>	<b>-390</b>	<b>-420</b>	<b>-770</b>	<b>-1,220</b>	<b>-1,558</b>	<b>-1,919</b>	%总资产	31.0%	32.4%	31.1%	28.5%	25.3%	21.7%	
%销售收入	10.4%	11.8%	19.2%	23.7%	25.0%	25.8%	无形资产	220	210	203	210	216	222	
<b>管理费用</b>	<b>-121</b>	<b>-135</b>	<b>-161</b>	<b>-207</b>	<b>-253</b>	<b>-303</b>	非流动资产	1,411	1,719	1,798	1,832	1,889	1,926	
%销售收入	3.2%	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	%总资产	38.2%	44.2%	43.1%	39.7%	35.0%	29.8%	
<b>研发费用</b>	<b>-85</b>	<b>-74</b>	<b>-132</b>	<b>-149</b>	<b>-212</b>	<b>-274</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,694</b>	<b>3,889</b>	<b>4,167</b>	<b>4,611</b>	<b>5,397</b>	<b>6,455</b>	
%销售收入	2.3%	2.1%	3.3%	2.9%	3.4%	3.7%	短期借款	0	0	4	4	4	4	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>830</b>	<b>811</b>	<b>784</b>	<b>1,177</b>	<b>1,435</b>	<b>1,740</b>	应付款项	766	786	714	743	847	960	
%销售收入	22.1%	22.7%	19.6%	22.9%	23.0%	23.4%	其他流动负债	195	166	310	327	394	468	
<b>财务费用</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	流动负债	961	953	1,027	1,073	1,245	1,432	
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-32</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	其他长期负债	103	104	99	96	99	103	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,064	1,056	1,126	1,169	1,344	1,535	
<b>投资收益</b>	<b>25</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,630</b>	<b>2,831</b>	<b>3,042</b>	<b>3,446</b>	<b>4,060</b>	<b>4,929</b>	
%税前利润	2.7%	0.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	其中：股本	436	436	436	436	436	436	
<b>营业利润</b>	<b>860</b>	<b>828</b>	<b>781</b>	<b>1,191</b>	<b>1,472</b>	<b>1,790</b>	未分配利润	1,288	1,491	1,696	2,100	2,714	3,583	
营业利润率	22.9%	23.2%	19.5%	23.2%	23.6%	24.1%	少数股东权益	0	2	-1	-5	-7	-10	
<b>营业外收支</b>	<b>51</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,694</b>	<b>3,889</b>	<b>4,167</b>	<b>4,611</b>	<b>5,397</b>	<b>6,455</b>	
<b>税前利润</b>	<b>911</b>	<b>861</b>	<b>835</b>	<b>1,241</b>	<b>1,524</b>	<b>1,842</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	24.2%	24.1%	20.8%	24.1%	24.4%	24.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-227</b>	<b>-224</b>	<b>-197</b>	<b>-283</b>	<b>-347</b>	<b>-419</b>	每股收益	1.574	1.465	1.471	2.209	2.709	3.272	
所得税率	25.0%	26.0%	23.6%	22.8%	22.8%	22.8%	每股净资产	6.037	6.498	6.984	7.912	9.320	11.316	
<b>净利润</b>	<b>684</b>	<b>637</b>	<b>638</b>	<b>959</b>	<b>1,177</b>	<b>1,423</b>	每股经营现金净流	1.073	2.248	1.701	2.175	2.707	3.300	
少数股东损益	-2	-1	-2	-3	-3	-3	每股股利	1.000	1.000	1.000	1.281	1.300	1.276	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>686</b>	<b>638</b>	<b>641</b>	<b>962</b>	<b>1,180</b>	<b>1,425</b>	<b>回报率</b>							
净利率	18.2%	17.9%	16.0%	18.7%	18.9%	19.2%	净资产收益率	26.08%	22.55%	21.06%	27.92%	29.06%	28.91%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	18.57%	16.41%	15.37%	20.87%	21.86%	22.08%	
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	23.62%	21.09%	19.67%	26.39%	27.33%	27.29%	
<b>净利润</b>	<b>684</b>	<b>637</b>	<b>638</b>	<b>959</b>	<b>1,177</b>	<b>1,423</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-2	-1	-2	-3	-3	-3	主营业务收入增长率	-5.46%	-5.09%	12.26%	28.41%	21.32%	19.08%	
<b>非现金支出</b>	<b>64</b>	<b>83</b>	<b>113</b>	<b>112</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	EBIT增长率	-18.47%	-2.27%	-3.35%	50.12%	21.95%	21.20%	
非经营收益	-29	1	-65	-72	-64	-64	净利润增长率	-18.83%	-6.93%	0.38%	50.19%	22.62%	20.79%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-252</b>	<b>258</b>	<b>55</b>	<b>-51</b>	<b>-45</b>	<b>-41</b>	总资产增长率	-0.08%	5.28%	7.15%	10.65%	17.04%	19.60%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>467</b>	<b>979</b>	<b>741</b>	<b>947</b>	<b>1,179</b>	<b>1,437</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-272</b>	<b>-204</b>	<b>-177</b>	<b>-72</b>	<b>-113</b>	<b>-103</b>	应收账款周转天数	54.3	55.6	41.5	28.0	28.0	28.0	
投资	-314	-169	-206	0	0	0	存货周转天数	99.3	103.7	97.7	110.0	110.0	110.0	
其他	25	15	16	10	12	12	应付账款周转天数	123.2	127.2	118.6	97.0	94.0	92.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-561</b>	<b>-359</b>	<b>-366</b>	<b>-62</b>	<b>-101</b>	<b>-91</b>	固定资产周转天数	60.7	62.1	88.5	69.6	57.4	47.4	
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-36.39%	-38.88%	-40.78%	-45.51%	-51.27%	-58.30%	
<b>其他</b>	<b>-653</b>	<b>-436</b>	<b>-440</b>	<b>-558</b>	<b>-566</b>	<b>-556</b>	EBIT利息保障倍数	-269.8	-268.6	-224.1	-112.5	-74.9	-53.3	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-653</b>	<b>-435</b>	<b>-440</b>	<b>-558</b>	<b>-566</b>	<b>-556</b>	资产负债率	28.81%	27.16%	27.03%	25.36%	24.91%	23.78%	
<b>现金净流量</b>	<b>-746</b>	<b>186</b>	<b>-65</b>	<b>327</b>	<b>512</b>	<b>790</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	10	12	21	47
增持	4	7	10	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.40</b>	<b>1.41</b>	<b>1.45</b>	<b>1.49</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402