

非金融公司|公司深度|飞科电器（603868）

飞科电器深度报告： 高股息个护龙头，重拾增长可期



| 报告要点

飞科电器进一步优化品牌与业务布局，一方面品牌多元化，加快博锐子品牌承接性价比市场，延续飞科品牌高端、潮流年轻化升级，同时加速海外市场布局；另一方面，积极拓张高速电吹风新品类，有望贡献第二增长曲线，同时结合季度收入与业绩基数，我们认为公司经营拐点在即，后续重拾增长值得期待，进一步结合公司较高股息率水平，公司投资价值值得重视。

| 分析师及联系人



管泉森



孙珊



崔甜甜

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523110009

飞科电器 (603868)

飞科电器深度报告：

高股息个护龙头，重拾增长可期

行业：家用电器/小家电
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：34.94 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 435.60/435.60
 流通A股市值(百万元) 15,219.86
 每股净资产(元) 8.62
 资产负债率(%) 17.01
 一年内最高/最低(元) 72.20/33.88

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

回顾来路：个护小电龙头，极致性价比典范

飞科电器是中国个护小电龙头，主营剃须刀、电吹风等业务。2020年前公司定位高性价比，但低价并不意味低盈利，在销售网络与规模优势，以及高效供应链助力下，公司净利率、ROE均处于领先水平，且现金流表现持续优异。此外，公司上市以来分红率达88%，投资者回报丰厚。考虑到飞科品牌与飞利浦价差极为显著，叠加电动牙刷、高速电吹风等新品类涌现，公司从2020年开始酝酿品牌转型与升级。

革故鼎新：2020年开启品牌升级，成效显著

2020Q4公司从底层组织架构开始调整，同时显著加大研发投入，为配合快速创新迭代，生产端转向自产为主，渠道端走向直营。2020年底公司推出现象级爆款小飞碟，使得飞科品牌剃须刀零售均价从100元提升至接近200元，从而带动公司剃须刀收入、盈利能力大幅提升。但飞科品牌升级让出了较大空白性价比市场，同时高速电吹风行业红利突出，在2023年下半年公司开始了新一轮品牌与品类布局。

重拾增长——剃须刀全价格段竞争&海外增量

为了契合消费分级趋势，公司剃须刀业务优化布局：(1)借力公司供应链及线下渠道优势，加速博锐品牌发展，承接飞科品牌升级后遗留的性价比市场；(2)发展便携式剃须刀业务，以契合年轻、潮酷趋势，有序迭代小飞碟及其他便携式新品；(3)飞科品牌持续高端升级，增强技术、供应链实力，逐渐拉近与飞利浦价差；(4)品牌出海，理发器、剃须刀等业务加速出海步伐，有望获得海外收入增量。

重拾增长——高速电吹风打造第二增长曲线

高速电吹风具备显著性能优势，且随着大量品牌参与以及供应链逐步完善，目前产品价格已下沉至大众消费水平，对传统电吹风的替代趋势较为确定。2023年之前飞科对高速电吹风业务布局较少，随着供应链、产品打磨逐渐成熟，公司2023Q3上线第一款高速电吹风产品，开启了业务的快速增长趋势。当前公司高度重视高速电吹风业务发展，产品价格带逐渐拉宽且积极投入营销，第二增长曲线可期。

重拾增长的高股息龙头，给予“买入”评级

基于剃须刀业务重新梳理及高速电吹风业务放量增长，公司有望重回增长。预计2024-2026年营收分别同比-1%/+16%/+15%，业绩分别同比-13%/+21%/+21%，对应PE分别17/14/12X；参考过去2年分红比例，股息率达5.8%。可比公司2024年平均PE 21X，综合考虑公司未来成长性及股息率优势，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：终端需求大幅不及预期；行业竞争大幅加剧。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4627	5060	5010	5821	6723
增长率(%)	15.53%	9.35%	-0.98%	16.19%	15.48%
归属净利润	823	1020	885	1072	1292
增长率(%)	28.45%	23.90%	-13.19%	21.10%	20.51%
销售净利率	17.78%	20.15%	17.67%	18.41%	19.22%
市盈率(P/E)	18.49	14.93	17.19	14.20	11.78

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月23日收盘价

正文目录

1. 回顾来路：个护小家电龙头，极致性价比典范.....	6
1.1 中国个护电器的品牌龙头	6
1.2 极致性价比模式的典范	7
2. 革故鼎新：2020 年开启品牌升级，成效显著	10
2.1 2020H2 开启变革，底层架构调整后颇见成效	10
2.2 小飞碟革新“飞科”形象，“博锐”补充低端市场	13
3. 重拾增长——剃须刀全价格段竞争&海外增量.....	17
3.1 博锐品牌承接“性价比”市场	18
3.2 在便携式、年轻化市场持续发力	19
3.3 高端升级，飞科品牌更进一步	20
3.4 加速出海步伐，海外空间广阔	22
4. 重拾增长——高速电吹风打造第二增长曲线.....	24
4.1 性能突出，高速电吹风持续渗透	24
4.2 多品牌入局，竞争转向性价比	26
4.3 高速有望成为飞科第二增长曲线.....	29
5. 盈利预测、估值与投资建议	31
5.1 盈利预测	31
5.2 估值与投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1:	飞科电器两大产品类目是剃须刀、电吹风	6
图表 2:	飞科品牌剃须刀线上零售额份额位居第二	6
图表 3:	飞科极致性价比, 规模效应获取高净利率	7
图表 4:	2009-2018 年剃须刀、电吹风出货量持续攀升	8
图表 5:	2009-2018 年剃须刀、电吹风出厂均价绝对水平较低	8
图表 6:	转型前毛利率持续上行, 期间费用率持续下行	8
图表 7:	转型前毛销差持续上行, 归属净利率高点达到 22%	8
图表 8:	飞科账面较多现金资产影响了资产周转效率, ROE 有所下滑, 但仍是小家电中较高水平	9
图表 9:	飞科电器连续三年分红率居于 90%-110% 之间	10
图表 10:	按照三年平均分红比例与 PETTM, 飞科股息率为 5.2%	10
图表 11:	公司品牌升级前后的对比	11
图表 12:	公司生产、销售、研发人员均明显增加 (单位: 人)	11
图表 13:	员工总人数大幅增加的背景下, 人均薪酬调涨	11
图表 14:	飞科电器的研发费用率中枢提升	12
图表 15:	飞科的研发费用规模也接近翻倍 (单位: 亿元)	12
图表 16:	飞科研发人员的人均薪酬明显提升 (单位: 万元)	12
图表 17:	飞科的专利近年来持续增加	12
图表 18:	公司制造的外包比例由早期 70% 下滑至当前 32%	13
图表 19:	采用外包生产的主要为中低端产品线	13
图表 20:	飞科的渠道结构变化, 为配合品牌升级, 渠道走向直营化、直供化	13
图表 21:	飞科在产品、营销、渠道等各个维度的有效策略, 推动公司不断壮大	14
图表 22:	飞科品牌升级的翻身之作——小飞碟	14
图表 23:	创新性需求定位, 女性送礼、情感营销	14
图表 24:	飞科在抖音渠道的销售, “七夕、父亲节、情人节等”节日放量特点很明显	15
图表 25:	品牌升级, 飞科向上、博锐向下	15
图表 26:	飞科、飞利浦、博锐之间的价格差异变化	15
图表 27:	三大品牌的线上零售量份额变化	16
图表 28:	三大品牌的线上零售额份额变化	16
图表 29:	飞科品牌升级以来的经营表现、估值表现复盘	17
图表 30:	飞科转型前的剃须刀销量及均价	18
图表 31:	飞科转型前的剃须刀的毛利率情况	18
图表 32:	博锐子品牌近年来收入占比逐步提升	18
图表 33:	便携式电动剃须刀销额&销量份额走势	19
图表 34:	便携式电动剃须刀内的机型情况	19
图表 35:	小飞碟行业的销售占比较高, 成功打爆	19
图表 36:	2024 年上半年公司推出了机甲酷酷	19
图表 37:	飞科储备部分外观专利, 且智能感应技术突破	20
图表 38:	飞科与飞利浦产品的对比, 及部分新品展示	21
图表 39:	飞科与飞利浦产品的对比, 及部分新品展示	21
图表 40:	剃须刀的进步空间仍然大, 核心差异在材料	22
图表 41:	中国出口的电护电器中电动理发器规模较大	23
图表 42:	中国出口的电动剃须刀均价为 7-8.0 美元/个	23
图表 43:	戴森中国的核心发展节点	24

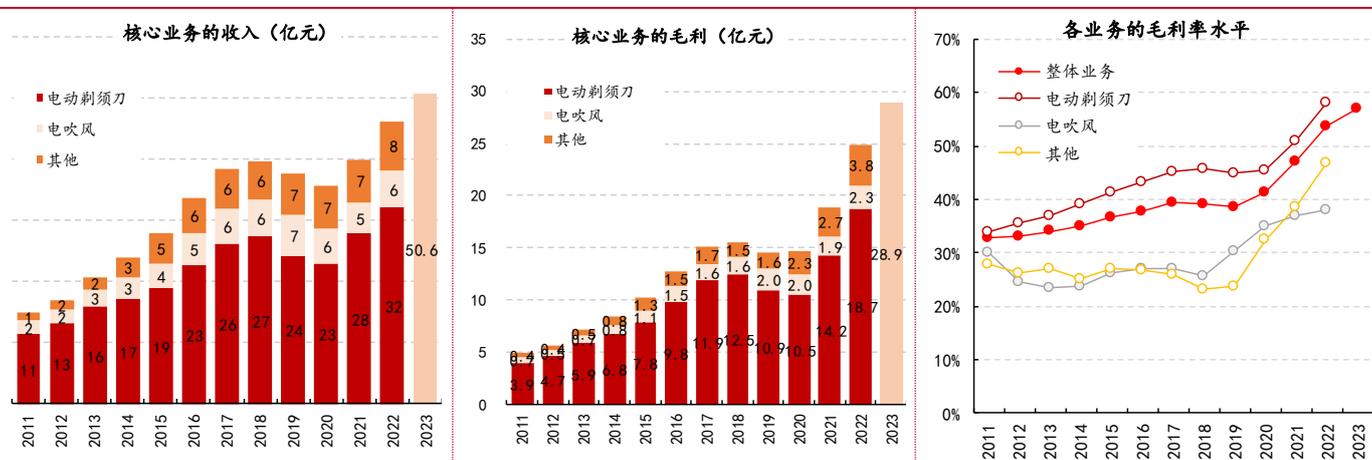
图表 44:	戴森的高速马达+其他技术结合产生多种产品.....	24
图表 45:	高速电吹风及传统电吹风之间的差异.....	25
图表 46:	2021 年以来, 高速电吹风线上销额份额走势	26
图表 47:	电吹风行业的品牌竞争状况追溯.....	27
图表 48:	高速电吹风行业当前的竞争格局.....	27
图表 49:	戴森领先, 部分技术仍是行业的天花板.....	28
图表 50:	徕芬的发展情况.....	29
图表 51:	当前竞争, 好用/低价的产品+高营销.....	29
图表 52:	飞科电吹风的销额份额开始企稳回升.....	30
图表 53:	飞科电吹风的销售均价表现.....	30
图表 54:	徕芬目前在售的主要高速产品.....	30
图表 55:	飞科目前在售的主要高速产品.....	30
图表 56:	可比公司估值指标比较.....	32
图表 57:	飞科当前估值处于历史低位.....	32
图表 58:	飞科股息率 5.2% (前三年平均分红率/PEttm)	32

1. 回顾来路：个护小家电龙头，极致性价比典范

1.1 中国个护电器的品牌龙头

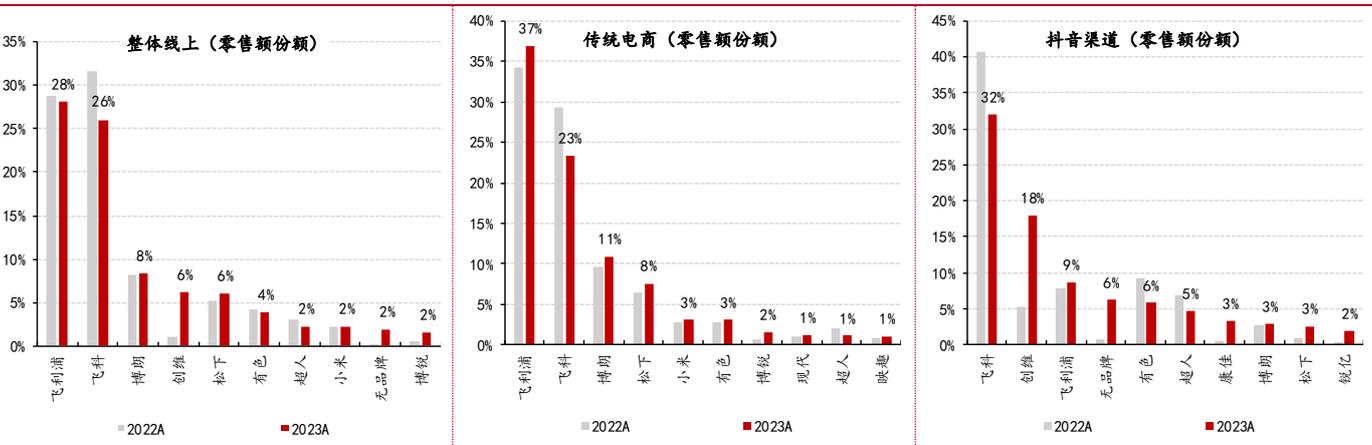
飞科电器是中国的个护小家电龙头，2023 年营收入达 50.6 亿元。其中，电动剃须刀、电吹风是两大核心产品，收入分别¹占比近 70%、15%；此外还经营电动理发器、电动牙刷，收入占比均约 5% 左右。参考奥维线上数据，2023 年飞科、飞利浦剃须刀线上额份额分别为 26%、28%，飞科为国内个护电器的龙头品牌之一。

图表1：飞科电器两大产品类目是剃须刀、电吹风



资料来源：iFind，国联证券研究所（注：分业务的收入及毛利率自 2023 年起不再披露）

图表2：飞科品牌剃须刀线上零售额份额位居第二



资料来源：奥维监测，国联证券研究所

¹ 注：2023 年之后公司不再披露分品类细项数据，参考 2022 年之前口径。

1.2 极致性价比模式的典范

飞科电器是性价比商业模式的经营典范，主品牌飞科定位性价比，以分销、批发的渠道模式撬动了大规模销售，且生产层面大比例外包给代工厂，以追求规模效应及运营效率。随着销售规模的抬升，飞科电器形成了大规模、低单价、低成本、高盈利的模式，成为了极致性价比的经营典范。

图表3：飞科极致性价比，规模效应获取高净利率

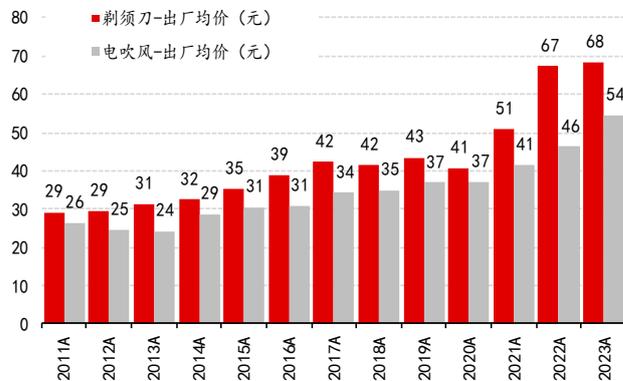


资料来源：国联证券研究所

2009年以来公司电动剃须刀、电吹风出货量节节攀升，2018年达到巅峰，两大产品出货量分别为6576、1746万台，2009-2018年销量复合增速分别为16%、19%。均价层面，尚未转型之前，2020年公司剃须刀、电吹风出厂均价仅分别41、37元，绝对水平偏低且长周期的提升幅度有限。2020年之后公司开始品牌升级，对应量、价关系相比之前有明显的变化。

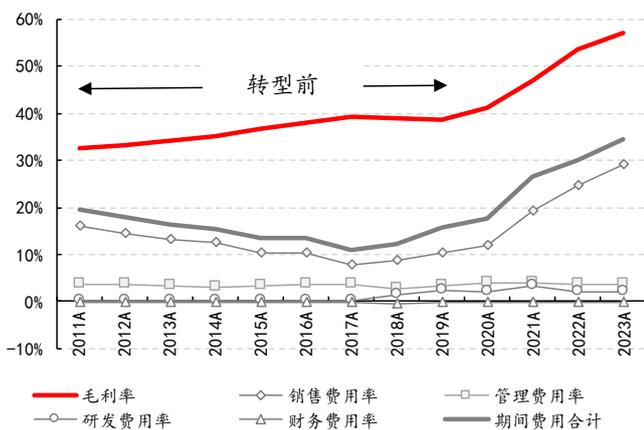
图表4：2009-2018年剃须刀、电吹风出货量持续攀升


资料来源：公司公告，国联证券研究所

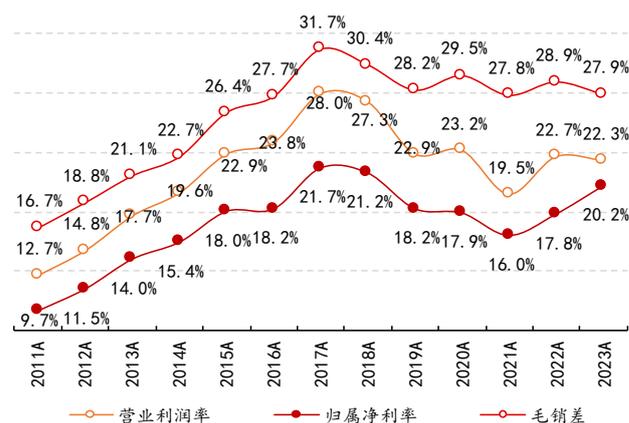
图表5：2009-2018年剃须刀、电吹风出厂均价绝对水平较低


资料来源：公司公告，国联证券研究所

定位性价比并不意味着盈利能力低。公司的毛利率从2011年33%提升至2018年39%，其中剃须刀业务毛利率最高，2022年公司整体、剃须刀、电吹风、其他产品的毛利率分别54%、58%、38%、47%（由于2023年开始公司不再披露子业务的毛利率，我们引用2022年数据）。费用端，随着规模扩张和内部优化，公司销售费用率自2011年的16%下行至2018年的9%左右；因此，2018年也是公司盈利水平的顶峰，营业利润率、归属净利率的分别达到27%、21%。

图表6：转型前毛利率持续上行，期间费用率持续下行


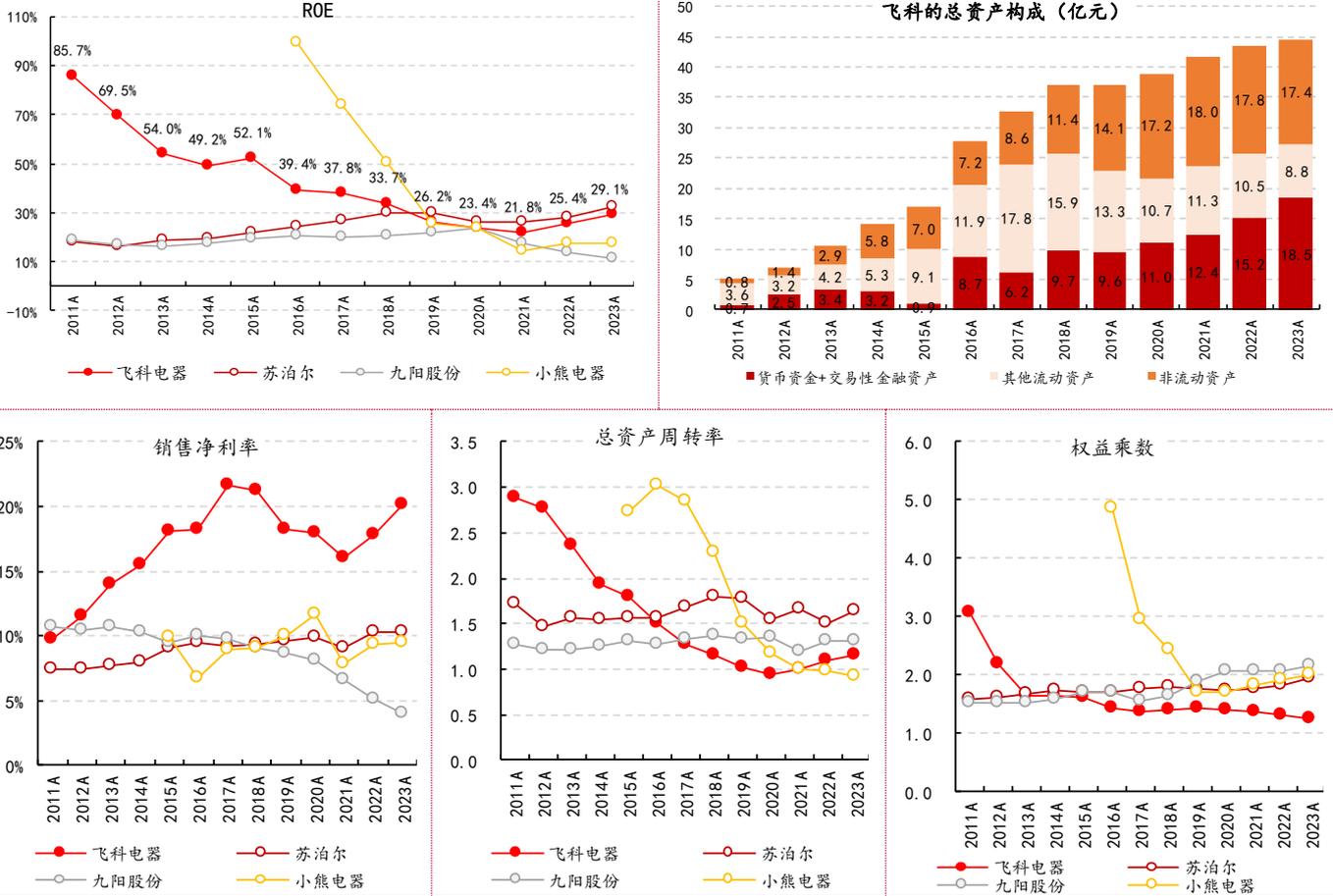
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表7：转型前毛销差持续上行，归属净利率高点达到22%


资料来源：iFinD，国联证券研究所

2023年飞科电器的ROE达到29%，投资回报高。历史趋势来看，尽管公司销售净利率持续提升，但后续资产利用效率逐步降低，且权益乘数逐步下滑，因此ROE从2011年高点86%下降至2023年29%。

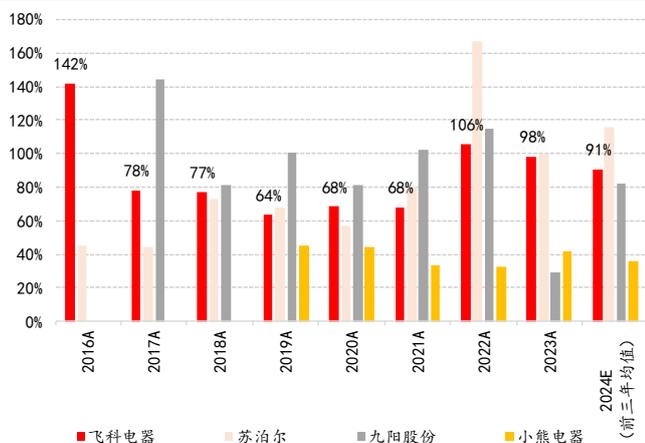
图表8：飞科账面较多现金资产影响了资产周转效率，ROE有所下滑，但仍是小家电中较高水平



资料来源：国联证券研究所

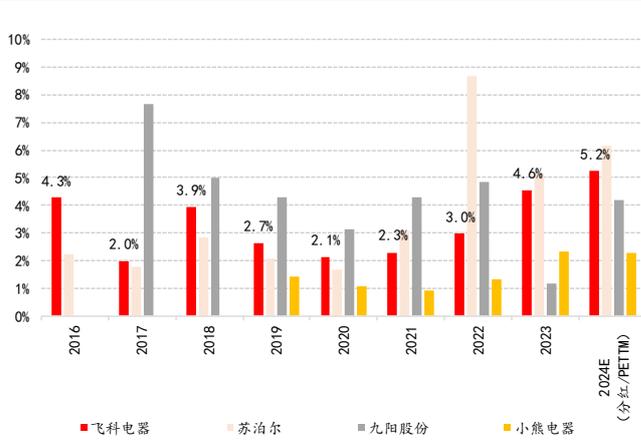
更值得重视的是，飞科的分红比例持续处于较高水平，上市以来的2016-2023年平均分红比例达到88%，2017-2021年分红比例中枢在70%左右，2022-2023年分红中枢在100%，股息率优势极为突出。

图表9：飞科电器连续三年分红率居于 90%-110%之间



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表10：按照三年平均分红比例与 PETTM，飞科股息率为 5.2%



资料来源：iFind，国联证券研究所

总结来看，早期飞科电器的经营表现为：大规模、低单价、低成本、高盈利，极致性价比的经营成果可观。但为更长期的发展，公司 2020 年酝酿转型，主要基于以下几个因素考量：

其一，剃须刀、电吹风行业销量逐渐饱和，而公司份额位居高位，来自出货量的增长驱动力逐步转弱。后续若想增长，打开产品价格的天花板成为顺理成章的路径，这就要诉诸于品牌形象从性价比向中高端转型。且格局来看，电动剃须刀以飞利浦、飞科为双寡头，且两者间价差显著；在格局稳定，飞利浦维持高端定位背景下，飞科存在较大的向上升级空间。

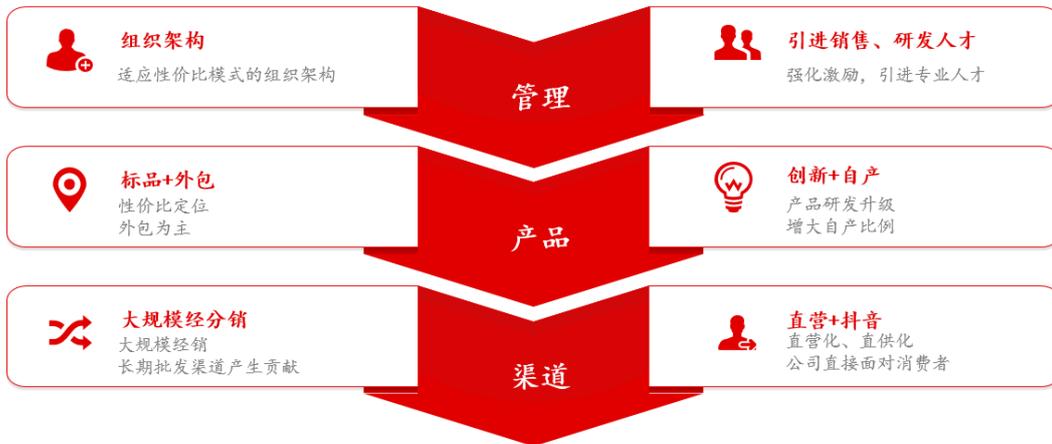
其二，个护行业近年来涌现出了电动牙刷、冲牙器等新成长赛道，剃须刀、吹风机也出现了创新的细分品类；而小家电消费的个性化、品质化成为主流趋势，产品功能创新、情绪价值消费成为主流，性价比不再是唯一的要素；**转型品牌模式，适应新消费时代成为必选之路。**

2. 革故鼎新：2020 年开启品牌升级，成效显著

2.1 2020H2 开启变革，底层架构调整后颇见成效

2020 年底，飞科电器正式围绕“品牌升级”开启变革。由于新、旧商业模式差异大，公司首先调整了组织、人员体系，解决底层能力；其次，开始向产业链上下游加大把控，生产端步自产，渠道走向直营、直供；最后目的是加速推出优质新品，获得消费者喜爱，翻新品牌形象。

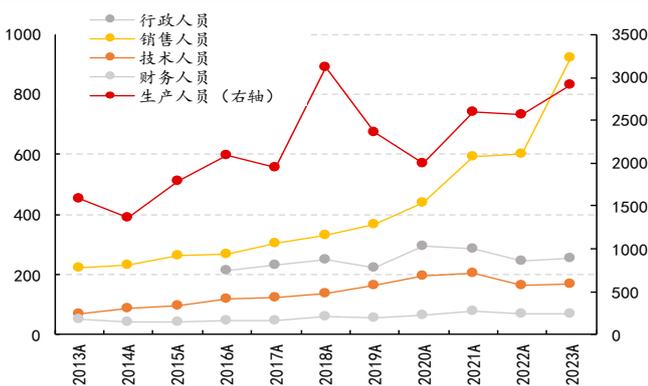
图表11: 公司品牌升级前后的对比



资料来源: 国联证券研究所

首先, 引进人才, 重构组织架构。为切换经营模式, 公司引进了大量适配的人才, 且提升了整体薪酬水平。具体来看, 2023 年公司生产、销售及研发人员相比 2019 年分别增加 550、556、4 人; 其中研发人员的数量变化更早, 2019 年即环比增加了 28 人。薪酬层面, 公司在员工总人数相比 2019 年增加 1153 人的同时, 人均薪酬仍明显调涨; 2023 年管理层、员工人均薪酬相比 2019 年分别+13.6、+1.6 万达到 82.2、12.3 万。进一步的, 组织架构重构, 销售强化了直营的管理, 研发端也按照品类划分了多部门, 此外为了充分发展各个品类, 公司也细分了事业部。

图表12: 公司生产、销售、研发人员均明显增加 (单位: 人)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

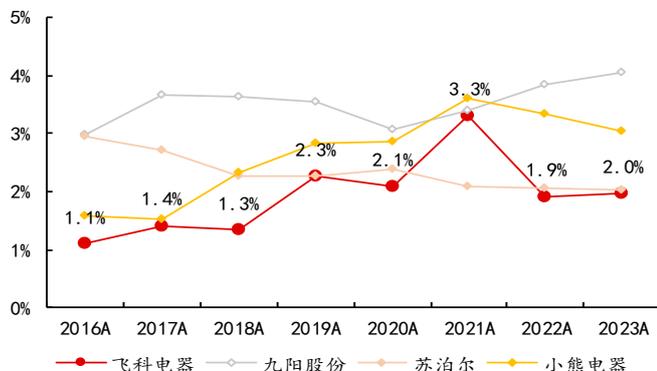
图表13: 员工总人数大幅增加的背景下, 人均薪酬调涨



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

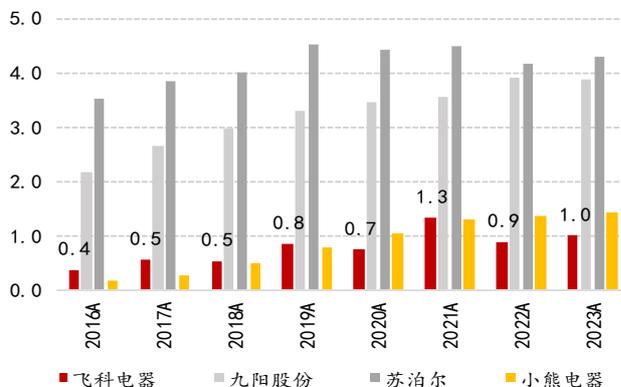
其次, 围绕新品迭代创新, 加大研发力度。自转型以来, 飞科研发费用率从原来的 1% 左右提升至 2%-3%, 达到了行业平均水平。专利研发也颇有成效, 近年来与电动剃须刀相关专利申请数量明显增多, 其中外观设计能力尤为突出, 2019、2020 年也分别新增了 2、3 个发明专利。

图表14：飞科电器的研发费用率中枢提升



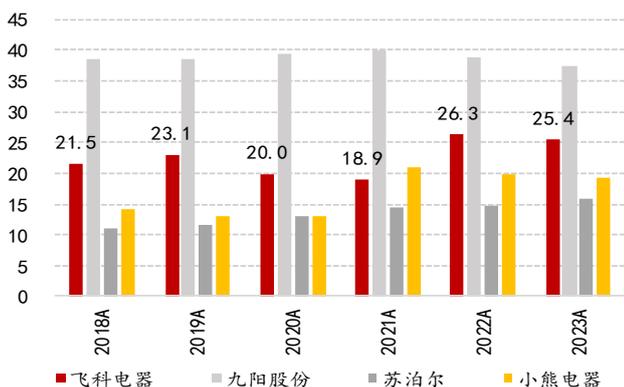
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表15：飞科的研发费用规模也接近翻倍（单位：亿元）



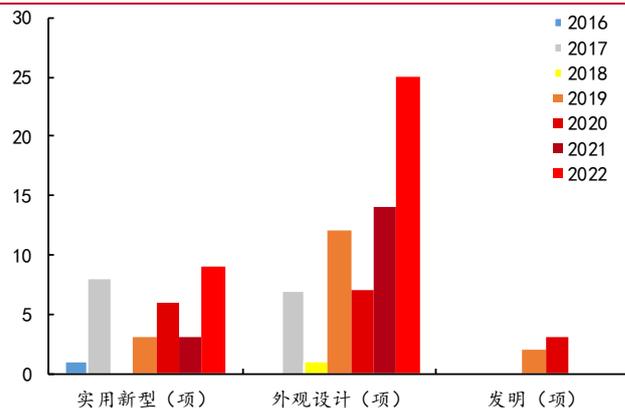
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表16：飞科研发人员的人均薪酬明显提升（单位：万元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

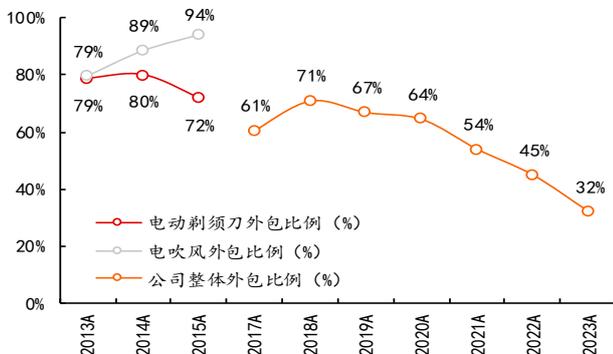
图表17：飞科的专利近年来持续增加



资料来源：国家知识产权局，国联证券研究所

为配合更快的产品迭代，生产由外协为主转为自产为主。早期模式下，飞科子公司主要生产中高端旋转式电动剃须刀，外包厂家则集中生产中低端产品；随着品牌升级，公司制造的外包比例由早期70%下滑至当前32%。

图表18: 公司制造的外包比例由早期 70%下滑至当前 32%



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

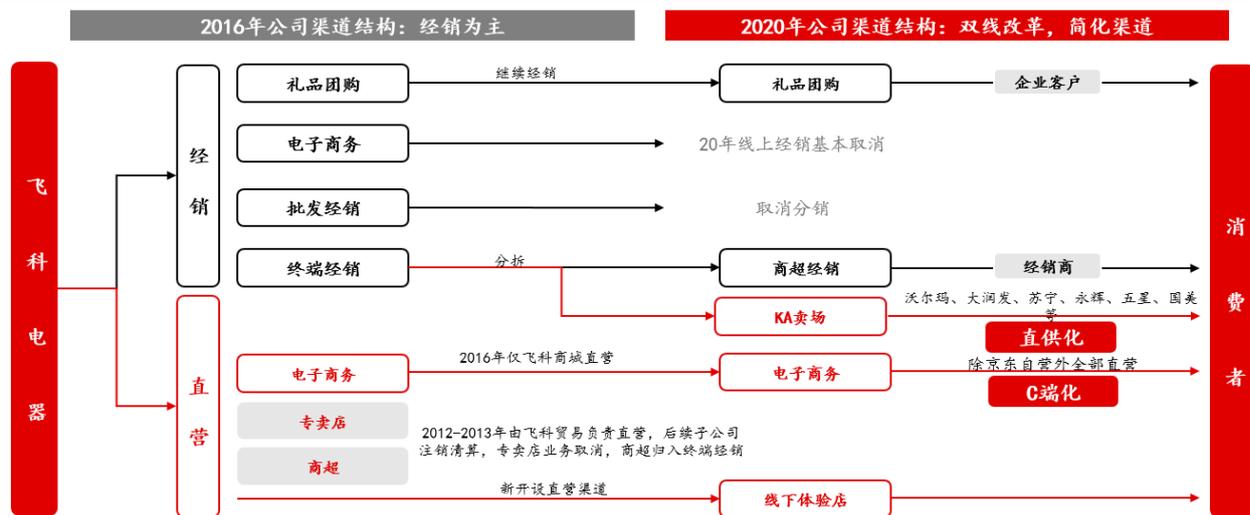
图表19: 采用外包生产的主要为中低端产品线

生产类型	公司名	产品	
自产	飞科剃须刀	旋转式三刀头、两刀头	中高端
	飞科美发器具	旋转式三刀头	高端
	芜湖飞科	旋转式三刀头、两刀头	中高端
外包	温州川洋	旋转式三刀头、两刀头	中低端
	温州朗驰	旋转式三刀头、两刀头	中低端
	浙江三明	旋转式单刀头、两刀头	中低端

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

渠道走向直营化, 加强渠道把控, 加快新品推新。2020 年末公司将线上渠道收归直营, 目前已实现了除京东自营外的其他电商基本为直营; 线下渠道推进直供化, KA 类渠道将经销商角色转为运营商; 同时公司在线下大力发展品牌体验店, 进一步提升“飞科”品牌形象。直接面对消费者也更容易把控消费者喜好, 更容易监测实际动销情况。

图表20: 飞科的渠道结构变化, 为配合品牌升级, 渠道走向直营化、直供化



资料来源: 国联证券研究所

2.2 小飞碟革新“飞科”形象, “博锐”补充低端市场

所有一切的组织、底层变革, 最终要落实在创新产品, 进而翻新消费者对品牌的认知。2020 年下半年开始, 飞科剃须刀的新品推出频率加快, 产品走向便携、智能、潮流; 其中就出现了公司转型以来的代表作: 现象级爆款产品“小飞碟”FS891, 其

于2021年8月推出，外观设计新潮，主打便携；同时创新性地将需求定位为女性送礼，进行情感营销，效果显著。

图表21：飞科在产品、营销、渠道等各个维度的有效策略，推动公司不断壮大



资料来源：天猫官网，国联证券研究所

图表22：飞科品牌升级的翻身之作——小飞碟



资料来源：天猫官网，国联证券研究所

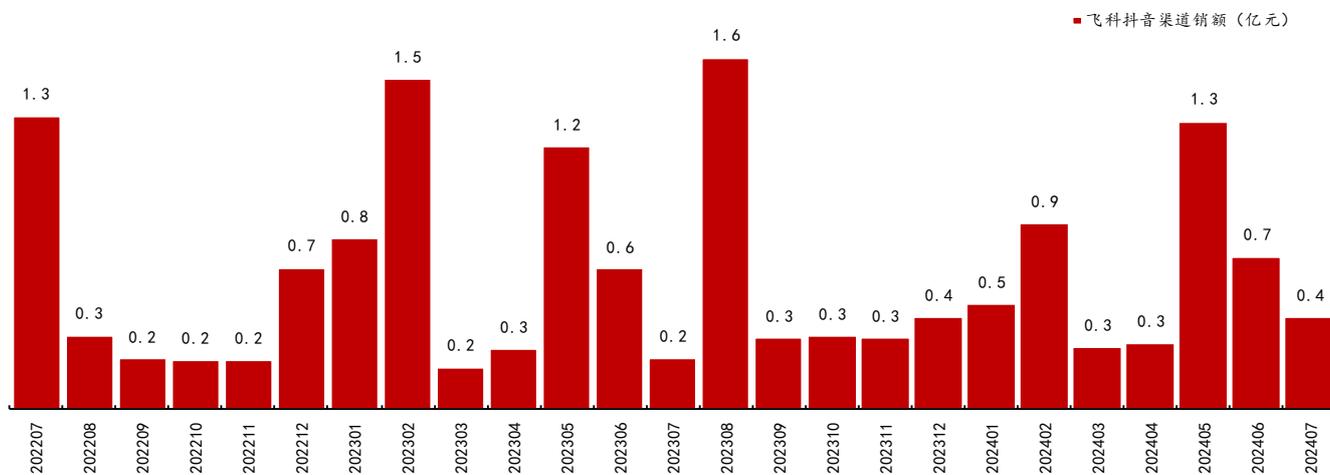
图表23：创新性需求定位，女性送礼、情感营销



资料来源：抖音，国联证券研究所

由于满足送礼需求，产品主要以节日礼盒+礼袋贺卡的方式，在节日期间实现消费转化，小飞碟基本围绕“情人节”、“520”、“父亲节”、“七夕”等节日放量。由于送礼背后需要较强营销，小飞碟主要根植于抖音渠道进行流量、营销投入、销售转化。

图表24：飞科在抖音渠道的销售，“七夕、父亲节、情人节等”节日放量特点很明显



资料来源：蝉妈妈，国联证券研究所

价格更高的小飞碟持续放量，驱动飞科品牌剃须刀零售均价大幅提升。久谦口径显示，飞科品牌线上均价由2020年的不足100元提升至173元，对公司盈利能力提升带动显著。

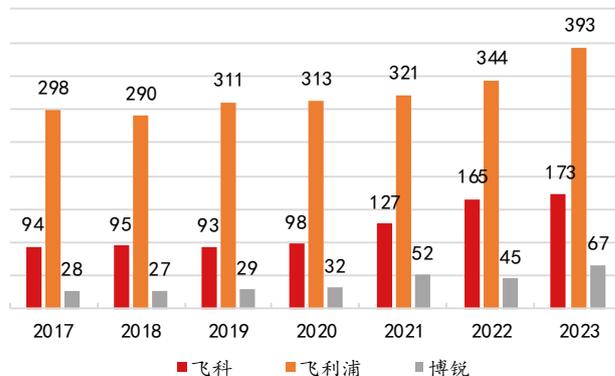
在飞科品牌顺利升级的同时，飞科品牌终端的零售量份额有所下滑，让出了较大的性价比市场。2023Q3公司开始重新梳理双品牌运营，飞科品牌将低端业务线更为彻底地剥离，进而更顺利地升级；而公司原有性价比模式十分成熟，供应链、渠道优势突出，子品牌博锐拟承接早期飞科品牌的规模。此外，2023Q3公司也顺利推出了高速电吹风，开辟第二成长曲线。

图表25：品牌升级，飞科向上、博锐向下



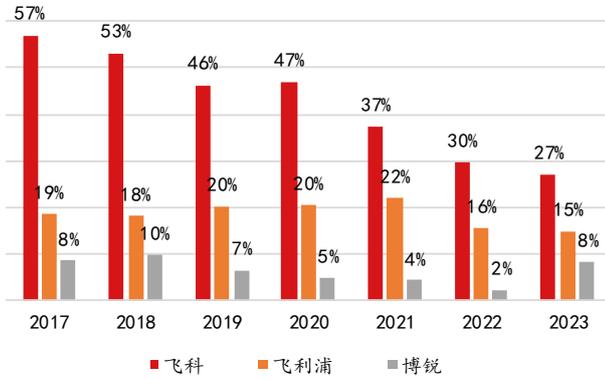
资料来源：国联证券研究所

图表26：飞科、飞利浦、博锐之间的价格差异变化



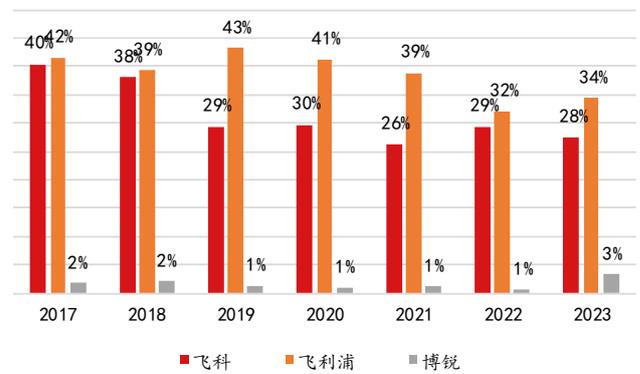
资料来源：久谦，国联证券研究所

图表27：三大品牌的线上零售量份额变化



资料来源：久谦，国联证券研究所

图表28：三大品牌的线上零售额份额变化

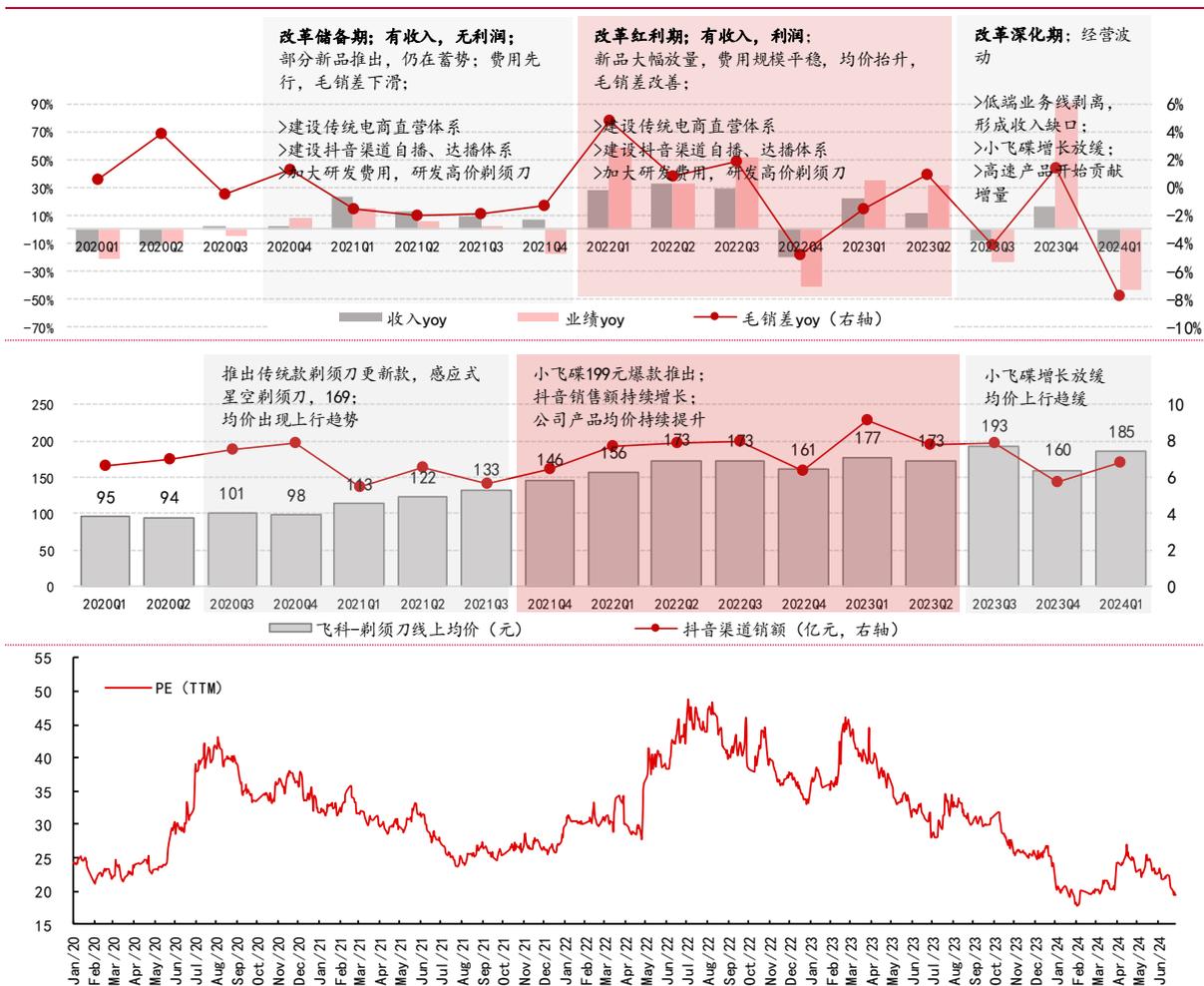


资料来源：久谦，国联证券研究所

整体回溯来看，飞科电器自品牌升级开始至今，可以分为三个阶段

- (1) 变革储备阶段：2020Q4-2021Q3；公司投入先行，成果仍在储备；经营表现为收入承压，费用抬升，毛销差下降。
- (2) 变革红利阶段：2021Q4-2023Q2；迎来变革红利期，有效新品驱动收入增长，毛利率抬升，费用获得有效摊销，毛销差抬升。
- (3) 变革升级阶段：2023Q2 至今，迎来变革深化阶段；加速博锐承接低端业务，飞科加速升级；高速电吹风业务线推出新品，贡献收入。

图表29：飞科品牌升级以来的经营表现、估值表现复盘



资料来源：iFinD，久谦，国联证券研究所

综合来看，2020Q4 公司从组织、人员体系等底层能力开始调整，而后为配合新品的快速创新迭代，向产业链上下游加大把控力，生产端逐步自产，渠道端走向直营化、直供化。自 2020Q4 开始进行品牌升级至今，公司推出了小飞碟等现象级爆款获得消费者青睐，飞科品牌剃须刀零售价也得到了大幅提升。2023Q3 品牌升级进入新阶段，公司加速博锐子品牌对性价比市场的承接。

3. 重拾增长——剃须刀全价格段竞争&海外增量

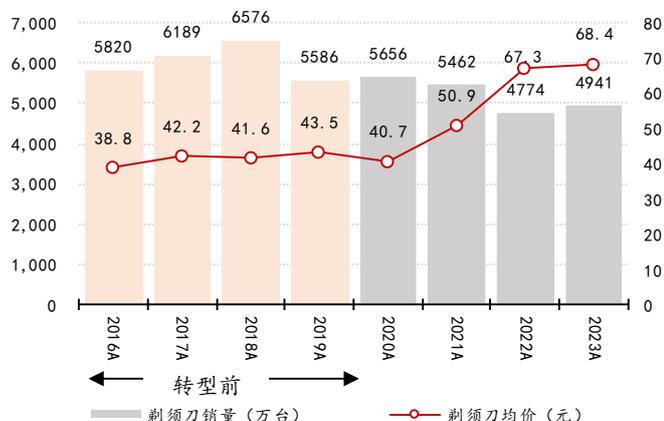
针对剃须刀主业，公司重新梳理增长曲线：1) 重视博锐子品牌，契合消费下沉趋势，面对广大的性价比人群；2) 坚持剃须刀的潮酷、年轻化、便携趋势，代表为小飞碟、机甲酷酷及持续迭代的新品；3) 飞科品牌持续升级，契合高端消费趋势，与以飞利浦为代表的高端品牌竞争；4) 品牌出海，理发器、剃须刀等业务加快出海步

伐，有望在海外获得收入增量。

3.1 博锐品牌承接“性价比”市场

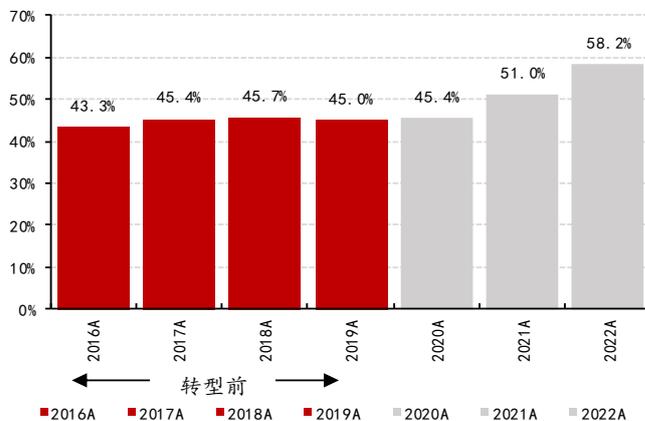
2023Q3 飞科品牌剥离低端产品线，且两大品牌开始独立运营。我们认为，高性价比且高毛利的产品及线下流通渠道，是公司的核心能力之一，可以延续至博锐子品牌，成为承接的保障；而博锐承接的难点，主要在于终端消费者对于博锐品牌的认同，因此后续博锐品牌将在一个阶段内保持高营销投入。

图表30：飞科转型前的剃须刀销量及均价



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表31：飞科转型前的剃须刀的毛利率情况

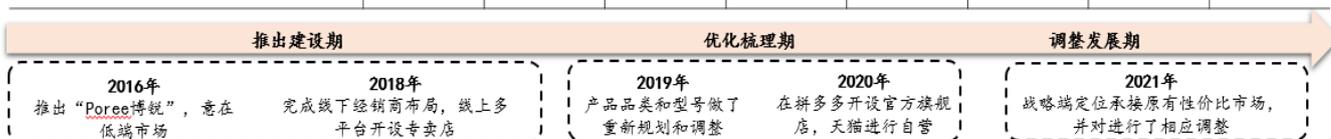


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2023Q3-2024Q2 连续四个季度，低端业务的剥离使公司持续存在收入缺口，而博锐子品牌的承接需要逐步爬坡，因此这四个季度收入有所波动。但去年开始，博锐已然实现较好增长，且年初以来增长趋势较好，未来有望承接更多低端市场需求。

图表32：博锐子品牌近年来收入占比逐步提升

博锐营收	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
博锐收入 (亿元)	1.40	2.51	3.77	2.52	3.25	3.56	4.04	8.69
增速 (%)		80%	50%	-33%	29%	10%	14%	115%
占比公司营收 (%)	6%	10%	14%	10%	14%	13%	13%	26%
公司剃须刀营收 (亿元)	22.6	26.1	27.3	24.3	23.0	27.8	32.1	33.8
公司剃须刀营收增速 (%)		16%	5%	-11%	-5%	21%	15%	5%
占比剃须刀	6%	10%	14%	10%	14%	13%	13%	26%

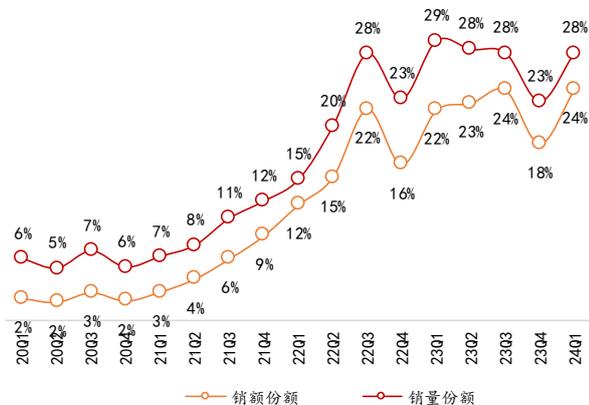


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 在便携式、年轻化市场持续发力

便携式剃须刀定位为第二把剃须刀，作为家庭常用剃须刀外补充场景的需求，比如办公室、车内、出差等。奥维数据显示，2020 年便携式剃须刀逐步放量，2024Q1 便携式行业销量占比达到 28%，便携式剃须刀展现出较强的成长性；在此背景下，大量品牌涌入。

图表33：便携式电动剃须刀销额&销量份额走势



资料来源：国联证券研究所

图表34：便携式电动剃须刀内的机型情况

价格段	机型	品牌	23M1-2	24M1-2	上市时间
0-50			19.5%	15.7%	
50-100			31.0%	30.0%	
100-150			6.0%	4.6%	
150-250			34.7%	33.3%	
250-300			1.5%	4.0%	
	S3	同诗	0.2%	1.1%	
	FS891	飞科	0.4%	0.8%	
	FS893	飞科	0.0%	0.7%	
	H1	艾优	0.0%	0.3%	
300-500			6.7%	9.0%	
	MINI	有色	3.5%	3.5%	
	PQ888	飞利浦	1.4%	2.5%	
	ES-CM20	松下	0.0%	0.9%	23.12上新
	C1	有色	0.0%	0.5%	23.06上新
	MINI-X	有色	0.1%	0.3%	23.03上新
	S600	小米	0.3%	0.2%	
	PQ889	飞利浦	0.0%	0.2%	23.02上新
500-1000			0.7%	3.5%	
	ES-CM30	松下	0.0%	2.8%	23.04上新
	ES-CM32	松下	0.0%	0.2%	23.12上新
	赏金猎人	有色	0.2%	0.1%	
	MINI-S	有色	0.2%	0.1%	
	MINI	有色	0.0%	0.1%	
	M1011Y	博朗	0.0%	0.0%	
1000+			0.0%	0.0%	

资料来源：国联证券研究所

便携式赛道中，飞科的小飞碟已经获得了消费者的认可。后续一方面，公司仍将持续迭代小飞碟产品，陆续推出二代、三代；且去年三季度公司也推出了小飞碟的联名款产品。另一方面，便携式产品仍存在很多创新，公司也将推出非小飞碟形态的其他便携式产品，积极参与市场竞争。

图表35：小飞碟行业的销售占比较高，成功打爆



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表36：2024年上半年公司推出了机甲酷酷

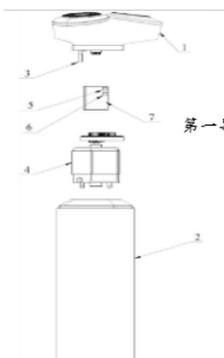


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

3.3 高端升级，飞科品牌更进一步

飞科品牌升级已历经三年，除了小飞碟这样的创新型新品外，公司也在产品技术层面有所突破。公司在 2021 年推出了智能感应剃须刀，刀网能够灵敏感知肌肤表面微电荷，瞬间智能启动，离开肌肤瞬间停止，增强产品体验。

图表37：飞科储备部分外观专利，且智能感应技术突破

飞科智能感应一触即启专利		2020 年以来公司部分外观设计专利				
<p>CN202121774433.4</p> <p>2021.7.30</p>  <p>1 刀头：感知脸部电荷、带动第一导电件旋转</p> <p>2 机身</p> <p>3 第一导电件：旋转至预设位置时连接导通电源和电机</p> <p>4 电机：通过第一导电件与店员连接之后即可启动</p>		<p>申请号</p> <p>CN20203040244</p> <p>5.9</p>	<p>申请号</p> <p>CN202030469799</p> <p>5</p>	<p>申请号</p> <p>CN202130882204</p> <p>3</p>	<p>申请号</p> <p>CN202230174145</p> <p>9</p>	<p>申请号</p> <p>CN202230087612</p> <p>4</p>
		<p>申请时间</p> <p>2020.07.22</p>	<p>申请时间</p> <p>2020.08.17</p>	<p>申请时间</p> <p>2021.12.31</p>	<p>申请时间</p> <p>2022.03.30</p>	<p>申请时间</p> <p>2022.02.23</p>
		<p>图片</p> 	<p>图片</p> 	<p>图片</p> 	<p>图片</p> 	<p>图片</p> 
		<p>设计名称</p> <p>剃须刀 (FS961)</p>	<p>设计名称</p> <p>电动剃须刀</p>	<p>设计名称</p> <p>电动剃须刀 (FS891)</p>	<p>设计名称</p> <p>电动剃须刀</p>	<p>设计名称</p> <p>电动剃须刀 (往复式)</p>
		<p>设计要点</p> <p>在于形状与图案的结合</p>	<p>设计要点</p> <p>在于形状</p>	<p>设计要点</p> <p>在于形状</p>	<p>设计要点</p> <p>在于形状</p>	<p>设计要点</p> <p>在于形状</p>

资料来源：国家专利局，国联证券研究所

经过研发投入、性能提升后，飞科的旗舰款剃须刀 FS988 定价 499 元，能够与飞利浦 499 元产品对标；产品搭载公司目前最新智能感应、一触即启技术，产品最终定价 499 元，是公司首款定价超 400 元的电动剃须刀。此外，飞科也陆续推出了众多新品其他价位段的产品，在自动感应、智能化、用材等维度都持续升级。

图表38：飞科与飞利浦产品的对比，及部分新品展示

飞科旗舰款 FS988 VS 飞利浦 5 系之间的产品能力对比			飞科部分新品性能展示					
品牌型号	飞科 FS988	飞利浦 X5000	型号	FS988	FS966	FS891	FS375	FS339
价格	499元	499元	价格	499	299	199	149	129
刀头材质	精钢，弧面刀网	精钢，微珠保护性涂层	剃须性能	智能感应弧面刀网浮动贴面精钢，机身升级，转速升级，智能防夹须，自动休眠	智能感应弧面刀网浮动贴面，智能防夹须，自动休眠	弧面双环刀网浮动贴面，智能防夹须	双环刀网浮动贴面，智能防夹须，堵塞保护	双环刀网浮动刀头，智能防夹须
转速	57600次/分钟	56,000 次/分钟	操作便捷	全身水洗，LED显示屏	全身水洗，LED显示屏	支持边充边用，全身水洗	干湿两用，全身水洗，支持边充边用，LED显示屏	干湿两用，全身水洗
刀片数量	27 片刀片	27 片刀片	使用时间	90分钟	90分钟	60分钟	90分钟	60分钟
启动方式	智能感应	一键式开启	充电时间	60分钟	60分钟	60分钟	60分钟	60分钟
防水能力	IPX7	IPX7						
快充/续航	1分钟快充；1小时充电，续航90天	5分钟快充；1小时充电，50分钟续航						
外观	LED显示	LED显示						
机身	航空级铝合金机身，CNC高光钻切工艺							
充电口	USBType-C	USB圆孔						
其他	智能防夹	压力感应						

资料来源：天猫官网，国联证券研究所

即使在飞科品牌升级之后的第三年，飞科、飞利浦两大龙头的剃须刀产品均价仍存在较大距离。较大的价差背后一方面自然有飞利浦在个护赛道的品牌心智，另一方面则在于飞科早期并未投入太多技术储备，产品性能方面仍有差异。飞利浦当前的核心价格段主要在 500 元以上，这部分产品附加了更高端的产品性能。

图表39：飞科与飞利浦产品的对比，及部分新品展示

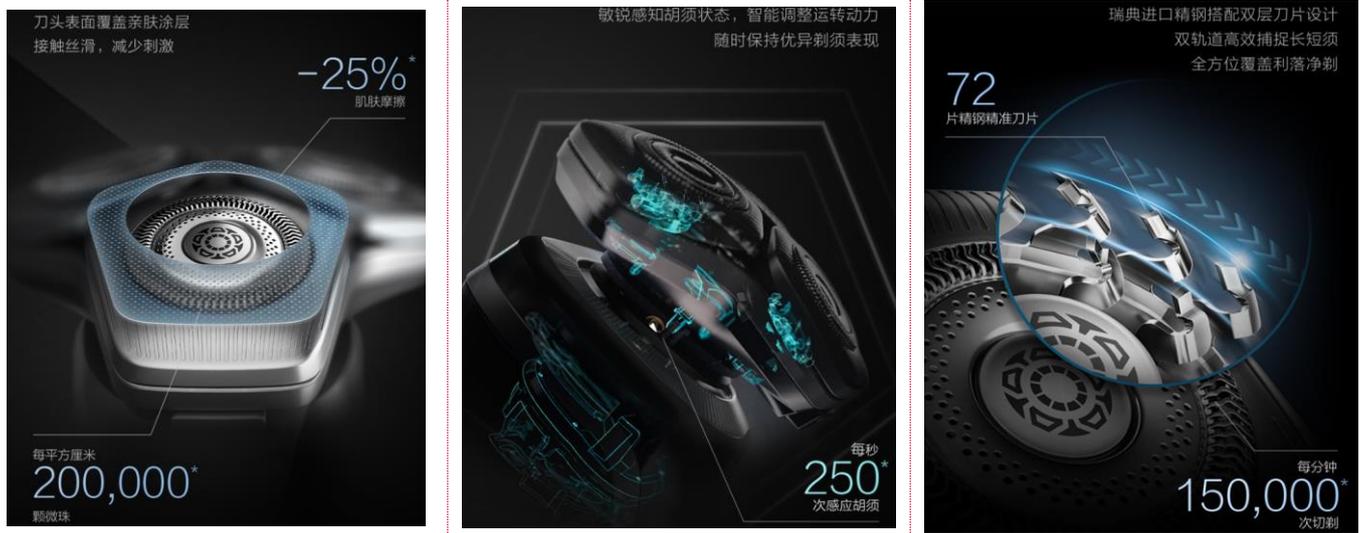
飞利浦不同价格带 SKU 一览						飞利浦旗下电动剃须刀性能		
系列	9系列	7系列	5系列	3系列	1系列			
热销型号	S9936/55	S7731	S5066/02	S3203/08	S1101/02			
价格	2099	1099	499	299	159			
剃须性能	双轨精钢刀片360度刀头SkinIQ 肌能感应科技（动力自适应、动态感应传感器，微珠舒适圈，压力感应）	精钢精准刀片，360度刀头SkinIQ 肌能智能科技（动力自适应、动态感应传感器，微珠舒适圈）	舒适切割刀片，弧形+5向独立浮动刀头智能感应、压力自适应	弧形槽切割系统，5向浮动刀头、恒稳智控马达、强力模式	弧形槽切割系统，多维浮动刀头			
操作便捷	干湿两用、全身水洗、高级LED显示屏，压力指示	干湿两用、全身水洗，LED屏幕、动态感应指示	干湿两用、全身水洗	干湿两用	全身水洗			
使用时间	60分钟	60分钟	40分钟	50分钟	30分钟			
充电时间	60分钟充满，5分钟快充	60分钟充满，5分钟快充	60分钟充满，5分钟快充	60分钟充满，5分钟快充	8小时充满			
清洁中心	配无线清洁中心	配无线清洁中心	-	-	-			

资料来源：天猫旗舰店，国联证券研究所

中/低端的产品价差，核心差异来源在于刀头、刀网等用材上，且技术上也有差距；1) 材料：刀头/刀网要兼顾“薄”（越薄，根部切割越多）与“韧”（不容易断）且不伤皮肤；目前飞利浦、松下等品牌偏贵的产品，刀头一般都是进口的。2) 电机：稳定的实现动力输出，保证刀头的快速转动，越快越能减少与胡须的拉扯感。3) 部

分技术：贴面（五维浮动）、智能感应、智能 APP 等；其他如防水、快充、续航、外形设计等。

图表40：剃须刀的进步空间仍然大，核心差异在材料



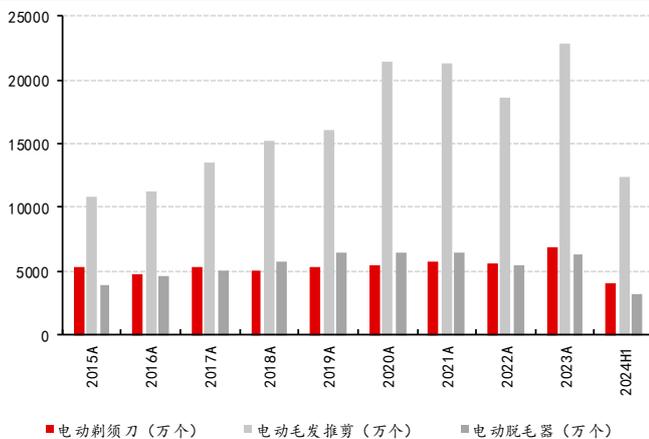
资料来源：飞利浦官网，国联证券研究所

考虑到电动剃须刀制造并非高壁垒的产业，过去飞科在高端产品性能的表现不及飞利浦，是囿于定位，研发也配合性价比需求并未大幅投入；当前公司迎来品牌升级阶段，正逐步加大研发投入，剃须刀对应的技术也持续积累，公司未来价格段线上突破有空间。

3.4 加速出海步伐，海外空间广阔

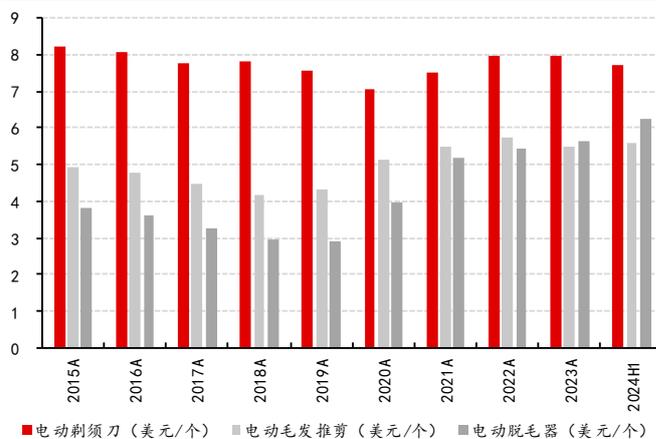
2023 年以来，飞科电器加速了海外业务的拓张。出海的目标市场有两个：一是人群基数较大、消费水平类似于中国早期的东南亚、中东非等地区；当地人群毛发处理需求较为旺盛，理发、修胡须的需求较大，同时外资品牌在当地市场的产品定价偏贵；二是欧美等发达区域的低端需求。参考海关总署的个护电器出口数据，2023 年中国出口的电动剃须刀、电动毛发推剪、电动脱毛器分别 6920、22822、6312 万个，平均出口均价为 8.0、5.5、5.6 美元/个，规模并不小，但飞科海外收入较低。

图表41：中国出口的个护电器中电动理发器规模较大



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表42：中国出口的电动剃须刀均价为7-8.0美元/个



资料来源：海关总署，国联证券研究所

我们认为，剃须刀、理发器产品在全球范围内属于相对的标准品，而考虑到飞科电器通过极致的供应链优势，产品兼具高性价比及高盈利能力的产品，国内的成功路径，也能够海外市场得到演绎。

综合上述，飞科一方面在国内重新梳理剃须刀业务、巩固在剃须刀行业的地位，博锐承接低价市场、便携式迎合潮流消费、飞科品牌坚持高端升级，此外公司也在落地出海的步伐，未来剃须刀主业实现稳健增长可期。具体来看，当前飞科的剃须刀业务可分为三大维度，契合行业的三大趋势。(1) 博锐子品牌，契合广大性价比人群；考虑到公司的供应链、渠道实力，博锐长期希望承接飞科品牌早期的性价比市场规模；(2) 便携式剃须刀，契合年轻超酷趋势，代表为小飞碟、机甲酷酷及后续持续迭代的新品；(3) 飞科品牌持续高端升级，增强技术、供应链实力，进入飞利浦品牌的主流价格段。此外公司的理发器、剃须刀也在加大出海力度，有望在海外获得收入增量。

4. 重拾增长——高速电吹风打造第二增长曲线

4.1 性能突出，高速电吹风持续渗透

电吹风是公司第二大主营业务，但一直以来未有很大突破；近年来高速吹风机在国内迎来快速发展，公司积极补齐供应链、推出产品，未来在高速电吹风领域获得增量可期。

高速电吹风主要由戴森引领，戴森 2012 年重返中国，成功通过吸尘器产品顺利布局中国市场，2016 年戴森吹风机于中国上线，席卷市场；后来戴森形成了吸尘器、吹风机、卷发棒三大拳头产品。在戴森引领下，2017 年后中国高速电机研发有了较大进展，其中徕芬主要的应用方向是高速电吹风，同样类型的企业还有追觅，对高速电机的主要应用方向是清洁品类吸尘器、扫地机产品。

图表43：戴森中国的核心发展节点

时间	戴森中国的发展情况
2012年	戴森再度进入中国，吸尘器逐步获得中国市场，并打响了一定的品牌影响力
2016年	中国上线Supersonic吹风机系列产品 2016年戴森中国营收+24%达到57亿人民币，
2017年	戴森在中国2017年营收突破100亿

资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表44：戴森的高速马达+其他技术结合产生多种产品



资料来源：公司官网，国联证券研究所

相较于传统电吹风，高速电吹风性能优势凸出，由于高速电机在电吹风产品上的使用，使得产品让头发变干的方式上从原来的烘干，变成真正的吹干，进而对头发的损害等大大减小。

图表45：高速电吹风及传统电吹风之间的差异

	性能	优劣势	核心零部件	价格带
非高速	核心在于“热”。高温热风，加速头发表面水分蒸发。	可能会高温伤发。毛躁、枯干、损伤头皮和发质	电机、发热丝等	部分主流品牌的最低价做到45元
高速	核心在于“吹”。高速风力带动水分。	不伤头发。避免枯干，且可以添加负离子或水离子护发，边吹头边养发。	高速直流无刷电机、发热丝、主板等	戴森2500，目前主流核心品牌的最低价触及199元

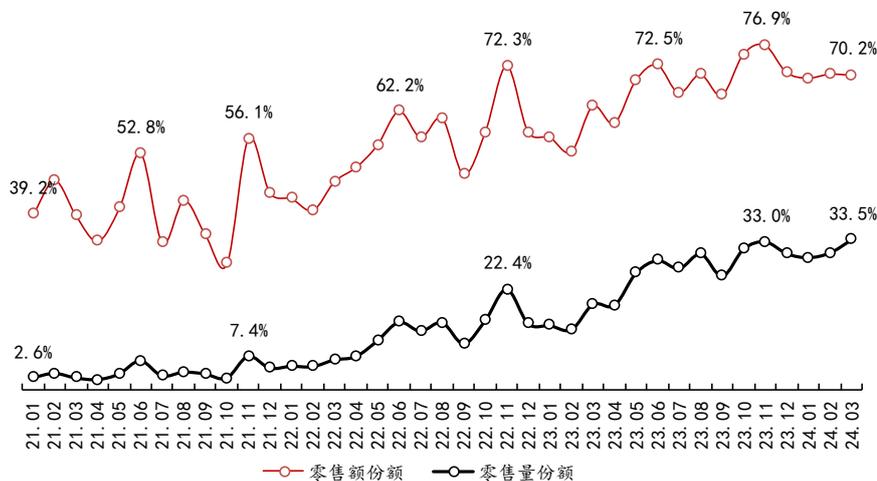
高速与传统的马达位置不同



资料来源：戴森官网等，国联证券研究所

多个品牌争相入局高速电吹风，使得高速电吹风价格快速下沉，叠加高速电吹风更为优秀的性能，高速电吹风替代传统电吹风的趋势较为确定。奥维数据显示，2023年高速在线上渠道的销量替代率达到25%；考虑到电吹风行业本身较为成熟，预计整体电吹风行业销量平稳，但高速产品将持续形成替代。

图表46：2021年以来，高速电吹风线上销额份额走势



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

4.2 多品牌入局，竞争转向性价比

格局层面，2017年之前，飞科、康夫线上合计销量份额达到60%以上，但定价百元以下，销额合计40%；其他品牌中，飞利浦、松下定价偏贵，均价分别达到150+元，200+元，销量占比合计12%，销额占比合计25%。2021年前后，飞科、康夫、飞利浦等主要品牌的量、额份额已经开始下滑，因为电商渠道的红利，孕育了一批更为灵活、个性化的中小品牌。2022年开始，徕芬开始放量增长，2024年1-5月徕芬线上量份额为14%、额份额为27%。徕芬份额快速上行，进一步影响了飞科、松下、飞利浦的份额，销量份额持续下滑；与此同时，戴森的份额也被一定程度分流。

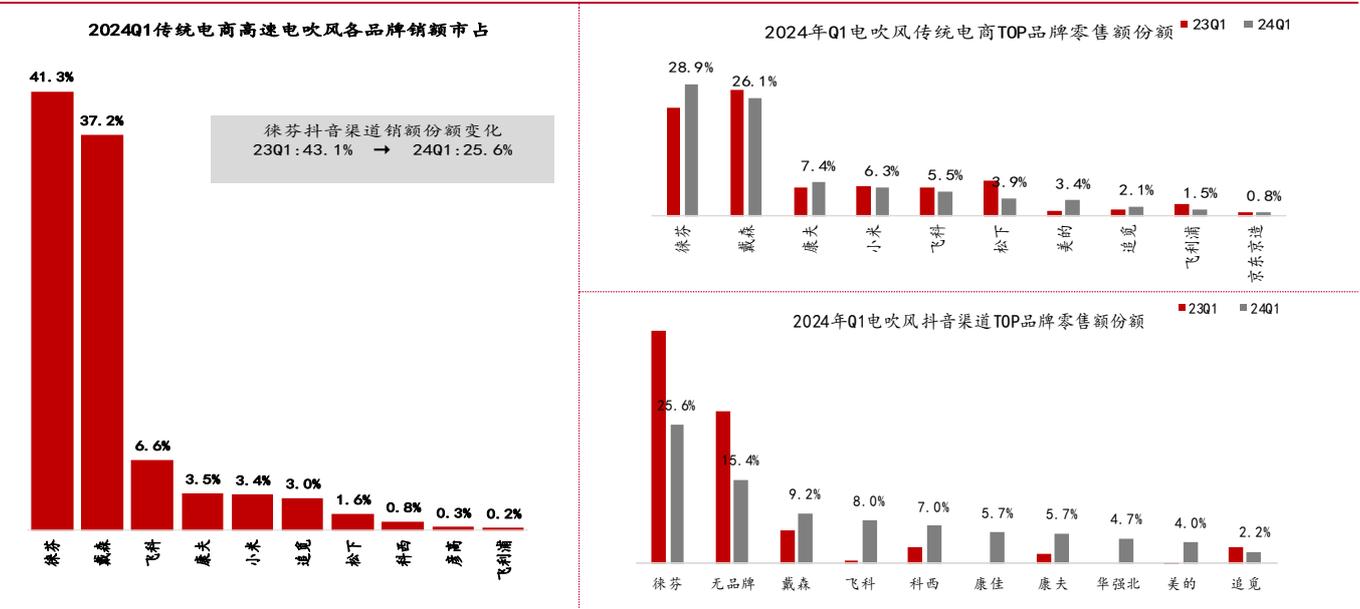
图表47：电吹风行业的品牌竞争状况追溯



资料来源：久谦，国联证券研究所

仅看高速电吹风子赛道，徕芬、戴森的销额份额当前各占40%，徕芬近年来销量已经逐步超出戴森水平。飞科2023年三季度推出高速电吹风产品，额份额目前达到5%-10%，小米、康夫等品牌的份额则处于第二梯队；且由于赛道本身的高成长性，大部分熟悉的小家电品牌均有参与高速电吹风行业竞争。

图表48：高速电吹风行业当前的竞争格局



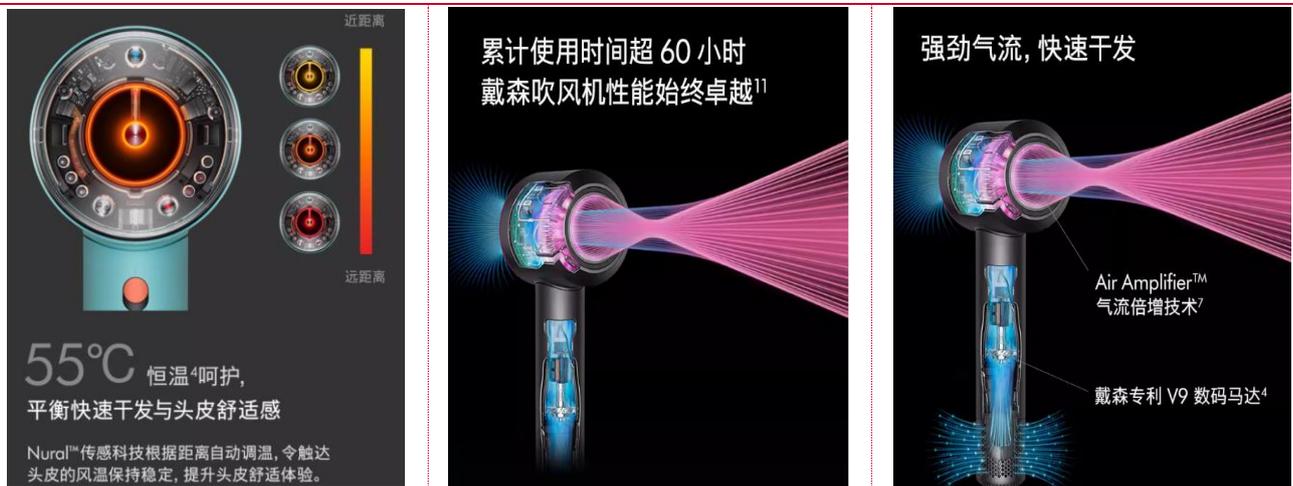
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

从产品来看，高速电吹风的技术天花板目前仍以戴森为代表，该品牌近年来在产品上附着了更强的技术，目前戴森最新的产品技术是：(1) 自动调控风温（不论距离

远近保持在 55° C, 使用头皮保护模式); (2) 多功能, 比如直发、卷发、吹发三合一。且戴森的优势体现在: (1) 高速电机戴森的技术自成一派; (2) 转速高, 且长期损耗小, 转速稳定性强; (3) 吹风机的外观中空设计, 戴森仍有专利保护。

但除了戴森之外, 目前其他品牌技术差距不大。考虑到多个工厂突破了制造门槛, 获得了高速电机的技术; 且无论是零部件还是整机产品的代工产能都较为充沛, 典型如苏泊尔、小熊、德尔玛基本以外协为主参与竞争。因此, 除了戴森之外的其他品牌, 是在同样的技术平台基础上, 上市销售各自的产品。

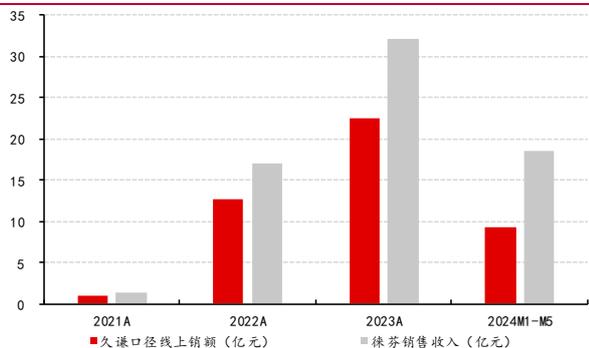
图表49: 戴森领先, 部分技术仍是行业的天花板



资料来源: 戴森官网, 国联证券研究所

份额第一的徕芬, 具备先发优势且十分擅长营销。徕芬作为将高速产品推向消费者的首创品牌, 主打“戴森平替”。2023 年高速收入 32 亿元, 增长极为亮眼。近年来, 徕芬高速电吹风的价格逐年下调, 从开始的 800 元+降价至 2023 年 399 元, 2024 年 2 月发布徕芬 SE, 降价至 199 元; 此外公司以高速电机为轴心逐步扩展其他产品, 2024 年大幅发力电动牙刷。

图表50: 徕芬的发展情况



过去两年一年融资两笔，去年11月刚融到一笔资金

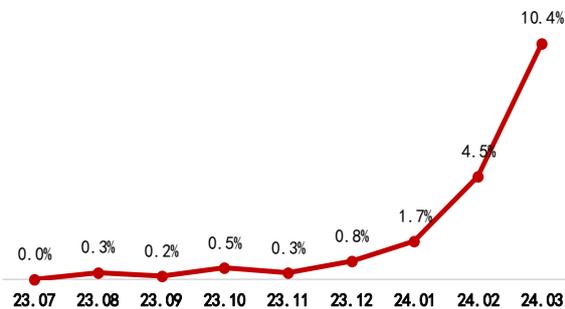
融资轮次	融资时间	融资金额	投资方
B轮	2023-11	未透露	钟鼎资本, 麦量投资, 建鑫投资, 大望资本
A轮	2023-01	未透露	融汇资本, 广州新兴基金
Pre-A轮	2022-11	未透露	坚果资本, 阿里巴巴
天使轮	2022-01	未透露	梅花创投, 大望资本, XVC

资料来源: 久谦, 徕芬官网, 国联证券研究所

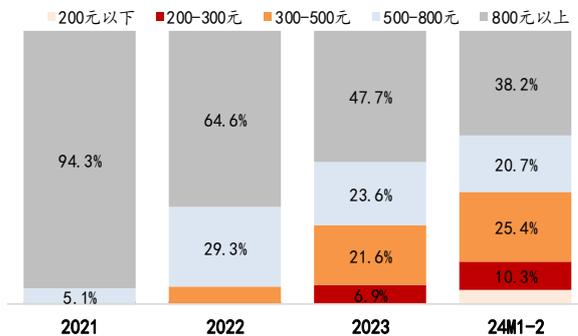
当前时点，高速电吹风赛道的竞争主要集中在“好用/低价的产品+好营销”，结合当前的消费环境，随着供应链逐渐成熟，高速电吹风走向主流性价比消费人群，因此产品降本、价格竞争是当前产业竞争的核心因素之一。

图表51: 当前竞争，好用/低价的产品+高营销

200元以下高速电吹风销额份额走势



高速电吹风分价格段销额份额走势

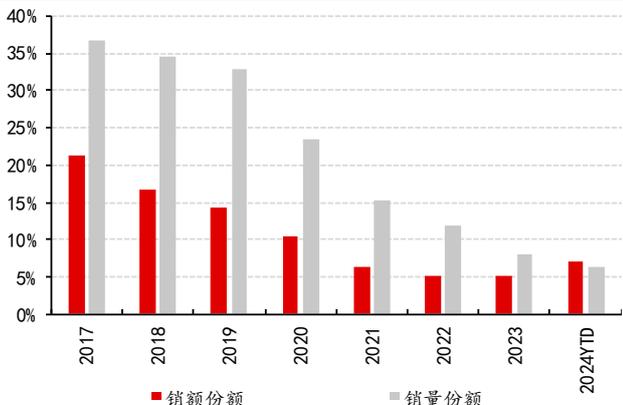


资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

4.3 高速有望成为飞科第二增长曲线

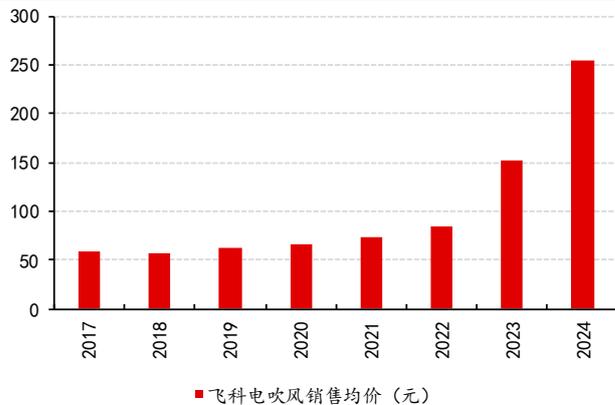
在这一轮高速电吹风渗透的浪潮中，飞科早期策略无疑十分缓慢。主因在于一方面公司内部重视程度不够；另一方面是飞科早期的模式，使得公司对于线上渠道、产品技术的研发投入相对少一些。

图表52：飞科电吹风的销额份额开始企稳回升



资料来源：久谦，国联证券研究所

图表53：飞科电吹风的销售均价表现



资料来源：久谦，国联证券研究所

但从 2023 年开始，无论是产品、供应链、品牌，公司已经较为成熟，公司高速电吹风产品于 2023Q3 正式发售，公司第一代产品 399 元探路之后，第二代产品快速降价至 199 元。考虑到行业竞争走向性价比，飞科本身在个护赛道的供应链优势、自身擅长管控成本的优势或将得到发挥。若飞科 199-299 元的高速产品在保证一定量的基础上，能够完成较好的盈利，那么公司未来在该赛道的收入及盈利均值得期待。

图表54：徕芬目前在售的主要高速产品

产品型号	价格 (元)	总销量
Laifen 徕芬SE高速吹风机家用负离子护发速干莱芬电吹风筒生日礼物	369.00	100万+
Laifen 徕芬高速吹风机家用负离子护发莱芬LF03速干电吹风筒礼物	569.00	100万+
Laifen 徕芬SE Lite入门款高速吹风机家用负离子护发莱芬电吹风	199.00	20万+

资料来源：天猫官网，国联证券研究所

图表55：飞科目前在售的主要高速产品

产品型号	价格 (元)	总销量
飞科高速吹风机家用负离子护发速干大风力电吹风筒官方旗舰店正品	199.00	3万+
飞科高速吹风机家用大风力电吹风筒官方旗舰店正品	239.00	4000+
飞科高速吹风机家用负离子护发速干大风力电吹风筒官方旗舰店正品	199.00	500+

资料来源：天猫官网，国联证券研究所

展望未来，高速产品将在线上渠道快速完成替代，线下的超市、中小网点等也将随着高速产品价格下沉后，逐步替代传统电吹风产品；高速吹风机逐步实现替代的过程中，线上飞科积极竞争，份额有望逐步提升，线下渠道属于飞科的优势渠道，份额有望维持较高水平。

综合上述，高速电吹风具备更优秀的性能，对传统电吹风的替代趋势确定，赛道的快速成长吸引了众多品牌参与竞争，随着消费人群扩张，当前行业竞争核心落脚在

性价比。飞科尽管参与高速电吹风产业竞争较晚，当前公司高度重视高速电吹风业务，打磨 1 年后，产品、供应链趋于成熟，考虑飞科在个护赛道的供应链优势、成本管控优势、渠道优势，未来成长值得期待。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

展望 2024-2026 年：剃须刀业务，考虑到博锐子品牌承接、便携式新品推出、飞科品牌升级、海外扩张逐步加速，预计公司 2024-2026 年收入复合增速为 15%；吹风机业务，考虑到行业快速增长叠加飞科份额提升预计公司 2024-2026 年收入复合增速为 24%；叠加其他业务的平稳发展，预计整体收入增速达到 16%左右；盈利层面，考虑到 2023 年净利率偏低，未来规模恢复增长后，净利率有望逐步恢复中枢水平，预计业绩未来两年增速为 21%。

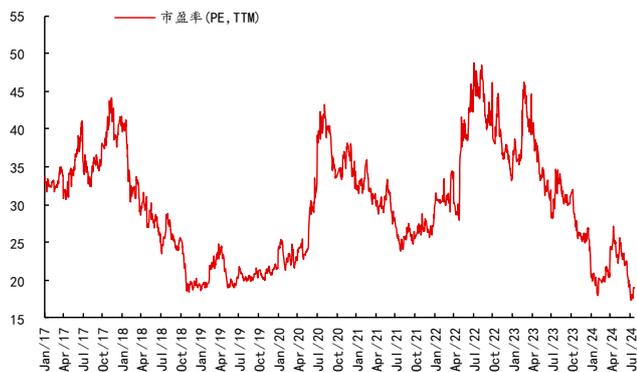
5.2 估值与投资建议

飞科电器进一步优化品牌及品类布局：一方面加快博锐子品牌承接，且飞科品牌延续高端、潮流年轻化升级，同时加速海外市场布局；另一方面，积极拓张高速电吹风新品类，增加第二增长曲线；此外，结合季度收入与业绩基数，我们认为公司经营拐点在即，后续重拾增长值得期待。我们预计，公司 2024-2026 年营业收入分别 50.1/58.2/67.2 亿，同比-1%/+16%/+15%；归属净利润分别 8.9/10.7/12.9 亿，同比-13%/+21%/+21%，对应 PE 分别为 17/14/12 倍。可比公司 2024 年平均 PE 为 21 倍，综合考虑公司未来成长性及较高股息率水平（若按照过去两年均值，分红比例将达到 100%，股息率达到 5.8%），我们认为公司合理估值为 25 倍，给予目标价 50.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表56：可比公司估值指标比较

代码	简称	总市值(亿元)	PE (X)			EPS (元)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
002032.SZ	苏泊尔	416.48	17.74	16.23	14.93	2.92	3.19	3.47
002242.SZ	九阳股份	78.16	16.56	14.55	13.07	0.62	0.70	0.78
002959.SZ	小熊电器	67.81	13.68	12.16	10.82	3.16	3.55	4.00
300824.SZ	北鼎股份	23.01	27.13	23.34	20.51	0.26	0.30	0.34
301332.SZ	德尔玛	38.17	22.72	18.90	16.08	0.36	0.44	0.51
688793.SH	倍轻松	26.57	28.76	20.69	16.08	1.08	1.49	1.92

资料来源：iFinD，国联证券研究所（收盘日期：2024/08/23，可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期）

图表57：飞科当前估值处于历史低位


资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表58：飞科股息率 5.2%（前三年平均分红率/PEttm）


资料来源：iFinD，国联证券研究所

6. 风险提示

- 1、终端需求大幅不及预期；**小家电行业需求偏可选，考虑到当前消费信心平淡，小家电市场需求或相对疲软，表现低于市场预期；
- 2、行业竞争大幅加剧；**剃须刀、高速电吹风行业近年来创新活力充足，爆品不断出现，中小品牌积极创新，竞争压力或大于市场预期；
- 3、公司研发创新进度不及预期；**飞科当前处于品牌升级的阶段，产品迭代是重要的路径，若新产品迭代更新进度大幅不及预期，则公司整体经营增长将缺乏驱动。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	508	525	550	614	720					
应收账款+票据	277	242	240	279	322					
预付账款	77	59	58	68	78					
存货	652	473	446	506	570					
其他	1056	1425	1424	1440	1459					
流动资产合计	2571	2724	2719	2907	3149					
长期股权投资	219	220	221	222	224					
固定资产	1151	1092	947	868	755					
在建工程	122	112	194	175	156					
无形资产	196	192	192	224	241					
其他非流动资产	87	119	160	151	151					
非流动资产合计	1776	1735	1714	1641	1526					
资产总计	4347	4459	4432	4548	4675					
短期借款	0	0	0	0	0					
应付账款+票据	510	447	422	478	538					
其他	300	325	309	352	399					
流动负债合计	810	771	731	830	937					
长期带息负债	11	10	8	5	3					
长期应付款	0	0	0	0	0					
其他	98	102	102	102	102					
非流动负债合计	108	112	110	107	105					
负债合计	918	883	840	938	1042					
少数股东权益	0	0	0	0	0					
股本	436	436	436	436	436					
资本公积	691	691	691	691	691					
留存收益	2301	2450	2465	2484	2506					
股东权益合计	3428	3576	3592	3610	3633					
负债和股东权益总计	4347	4459	4432	4548	4675					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	823	1020	885	1072	1292					
折旧摊销	109	133	323	374	416					
财务费用	-6	-7	-1	-2	-2					
存货减少(增加为“-”)	-16	180	26	-60	-64					
营运资金变动	-130	167	-10	-25	-29					
其它	36	-182	-8	78	82					
经营活动现金流	816	1311	1216	1438	1695					
资本支出	-112	-67	-300	-300	-300					
长期投资	-116	-355	0	0	0					
其他	18	19	-20	-20	-20					
投资活动现金流	-210	-403	-320	-320	-320					
债权融资	9	-1	-2	-2	-2					
股权融资	0	0	0	0	0					
其他	-456	-890	-868	-1052	-1267					
筹资活动现金流	-448	-891	-870	-1054	-1270					
现金净增加额	160	17	25	64	106					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	4627	5060	5010	5821	6723					
营业成本	2146	2171	2049	2323	2615					
营业税金及附加	43	53	53	61	71					
营业费用	1142	1477	1638	1856	2090					
管理费用	250	277	324	406	502					
财务费用	-6	-7	-1	-2	-2					
资产减值损失	-8	1	1	1	1					
公允价值变动收益	12	24	0	0	0					
投资净收益	2	7	7	7	7					
其他	-11	10	10	10	11					
营业利润	1048	1131	965	1195	1465					
营业外净收益	39	122	122	122	122					
利润总额	1087	1253	1088	1317	1588					
所得税	264	233	203	245	296					
净利润	823	1020	885	1072	1292					
少数股东损益	0	0	0	0	0					
归属于母公司净利润	823	1020	885	1072	1292					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.53%	9.35%	-0.98%	16.19%	15.48%
EBIT	30.01%	15.28%	-12.84%	21.11%	20.50%
EBITDA	30.40%	15.82%	2.20%	19.88%	18.44%
归属于母公司净利润	28.45%	23.90%	-13.19%	21.10%	20.51%
获利能力					
毛利率	53.63%	57.10%	59.10%	60.10%	61.10%
净利率	17.78%	20.15%	17.67%	18.41%	19.22%
ROE	24.01%	28.51%	24.64%	29.69%	35.56%
ROIC	36.28%	37.99%	35.74%	44.58%	53.84%
偿债能力					
资产负债率	21.13%	19.80%	18.96%	20.62%	22.29%
流动比率	3.2	3.5	3.7	3.5	3.4
速动比率	2.2	2.7	2.9	2.7	2.6
营运能力					
应收账款周转率	16.7	20.9	20.9	20.9	20.9
存货周转率	3.3	4.6	4.6	4.6	4.6
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4
每股指标(元)					
每股收益	1.9	2.3	2.0	2.5	3.0
每股经营现金流	1.9	3.0	2.8	3.3	3.9
每股净资产	7.9	8.2	8.2	8.3	8.3
估值比率					
市盈率	19.5	15.7	18.1	14.9	12.4
市净率	4.7	4.5	4.5	4.4	4.4
EV/EBITDA	23.8	15.0	10.4	8.7	7.3
EV/EBIT	26.2	16.5	13.4	11.1	9.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼