

公司研究/首次覆盖

2020年05月18日

家用电器/白色家电 II

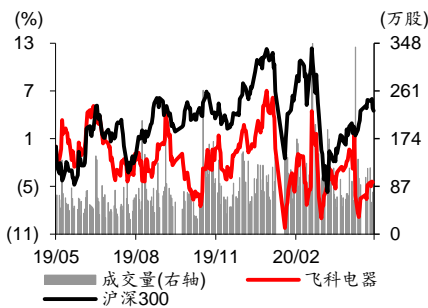
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 36.00  
合理价格区间(元): 39.69~41.31

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001  
研究员 0755-23987489  
wangsenquan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 迭代新品促价升，期待新成长

## 飞科电器(603868)

**剃须刀龙头企业，持续拓展、寻求成长，首次覆盖给予“增持”评级**

公司为电动剃须刀、电吹风国产品牌龙头，过去几年传统个护电器产品渗透率提升、饱和度增高，面临线上增速下降、竞争加剧压力，公司电动剃须刀销量增速有所放缓（2019 年销量同比-15.06%），但公司持续重视品牌营销，并更为重视研发投入，产品迭代加速，传统核心产品新品迭代带动产品均价提升（2019 年电动剃须刀、电吹风单价分别同比+4.63%、+5.60%），且公司在个护与生活电器品类扩张，陆续推出新品类，有望提升收入规模，期待成长空间。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.62、1.77、1.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**渠道重整调整，2019 年公司收入及业绩增速均处于低位区间**

公司 2019 年实现营业收入为 37.59 亿元，同比-5.46%，实现归母净利 6.86 亿元，同比-18.83%，受产品需求饱和度提升、博锐产品结构优化及公司内部渠道结构调整影响，核心电动剃须刀产品收入下滑（2019 年收入同比-11.13%），电吹风及其他新兴产品虽然有所增长，但是收入占比偏低。随着公司内部重整接近尾声，2020 年新品占比提升，核心主业或能逐步稳定。

**小家电蓝海细分市场多，拓品类成长成为行业竞争焦点**

全国家用电器工业信息中心数据显示，2019 年中国小家电市场规模为 1289 亿元，同比+3.6%，其中个护电器产品品类拓展，多元产品渗透加速，个护电器在小家电市场中占比提高到 12.1%，同比+1.9pct。我们认为虽然剃须刀产品增量需求成长空间减小，但小家电行业细分行业众多，未来产品升级及产品品类扩张或为个护电器规模成长的主要动力。

**面临渠道变革冲击，公司更重视营销及研发投入，或带来竞争力提升**

2018 年以来，公司持续调整线下渠道模式，2019 年调整为 KA 终端+区域分销全国批发的模式，持续的渠道模式调整，导致公司经销商数量虽有提升（2019 年公司经销商 749 家，2018 年为 670 家），但是收入并没有明显改善。考虑到公司研发投入增长明显，或能对公司产品力有实质性改善，且公司维持较高的销售费用投入，品牌影响力依然领先，在传统渠道内部调整稳定后，重新发力拓展新兴渠道，或能实现经营改善。

**品类拓展逻辑待验证，内生增长有望优化**

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.62、1.77、1.90 元，截至 2020 年 5 月 15 日，根据 Wind 一致预期，行业可比公司 2020 年平均 PE 为 24.5x，公司传统核心品类面临竞争，产品拓展对收入及净利润贡献还需要时间逐步体现。随着疫情结束，个护行业小家电需求恢复预期增强，公司渠道反复调整后或将进入稳态，同时研发投入增加，有望推出更具竞争力的传统产品以及更多元的产品品类，或能逐步实现量价齐升，带动市场份额增长。认可给予公司 2020 年 24.5-25.5x PE，对应目标价 39.69~41.31 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：小家电行业竞争加剧；需求不景气；原材料成本大幅波动。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	435.60
流通 A 股 (百万股)	435.60
52 周内股价区间 (元)	33.44-39.87
总市值 (百万元)	15,682
总资产 (百万元)	3,333
每股净资产 (元)	6.33

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,977	3,759	3,796	4,075	4,408
+/-%	3.20	(5.46)	0.97	7.35	8.18
归属母公司净利润 (百万元)	844.90	685.82	704.39	771.00	829.29
+/-%	1.14	(18.83)	2.71	9.46	7.56
EPS (元, 最新摊薄)	1.94	1.57	1.62	1.77	1.90
PE (倍)	18.56	22.87	22.26	20.34	18.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要件 .....	3
核心产品单价重回升势，产品竞争力增强 .....	3
个护产品推新品，小家电品类拓展继续寻找空间 .....	3
品牌运营持续高投入，并更为重视研发，有望持续提升品牌及产品竞争力 .....	3
业务延展+渠道改革，飞科继续寻找成长空间 .....	4
个护主业增长承压，业务多元化发展 .....	4
受渠道调整影响，2017 年以来营收净利增速持续下滑 .....	5
2019 年营收下滑，2020Q2 或能企稳 .....	5
2019 年净利润表现不佳，2020Q1 毛利率环比改善 .....	7
营销持续增长，研发投入持续加码 .....	8
因渠道调整与库存优化，2019 年周转效率有所降低 .....	11
实现多渠道立体覆盖，线上线下融合发展 .....	12
建设分销体系，渠道变革完成在即 .....	12
经销商数量持续扩张 .....	13
个护行业产品扩展、升级是大趋势 .....	14
电动剃须刀内销市场较为饱和，双品牌精细化营销稳份额 .....	14
电动剃须刀内销市场饱和度较高 .....	14
飞科是行业标准起草参与者，电动剃须刀享有较高品牌知名度 .....	15
强化双品牌战略，加大中高端产品自主生产 .....	16
电吹风市场向高端品质迈进，飞科贯彻“高端不高价”策略 .....	16
探索厨电领域，转型全能小家电品牌商 .....	18
股权结构高度集中，分红比例高 .....	19
盈利预测 .....	20
收入及毛利率预测 .....	20
费用率预测 .....	21
风险提示 .....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 投资要件

### 核心产品单价重回升势，产品竞争力增强

公司为电动剃须刀及电吹风国产品牌龙头，中怡康数据显示，2019 年飞科品牌电动剃须刀线上和线下零售量市场份额分别为 46.15%、39.15%，美发系列产品线上和线下零售量市场份额分别为 26.92%、34.53%。

虽然公司核心产品面临内部渠道调整与外部需求饱和、竞争加剧影响，2017 年以来，电动剃须刀及电吹风产品收入增速下滑，但以电动剃须刀及电吹风为主的个人护理电器产品功能性升级及颜值升级或成为未来产品加快迭代的主要驱动力，公司在 2019 年已经开始更为重视产品升级，推动产品迭代加速、产品结构优化，2019 年核心产品（电动剃须刀及电吹风）均价提升，其中，电动剃须刀均价同比+4.63%（2018 年同比-1.60%），电吹风均价同比+5.60%（2018 年同比+1.88%），我们认为公司在产品力上投入加大，有望提升竞争力，巩固核心产品市场优势，维持较高的盈利水平。

### 个护产品推新品，小家电品类拓展继续寻找空间

消费者对品质生活的追求，年轻消费群体对于时尚、自我颜值的注重，驱动了个护小家电各类新品的继续发展，同时小家电不断诞生细分产品市场，蓝海品类值得继续投入。随着公司推进产品迭代升级，持续推出个护新品，同时继续研发新产品线，从个护产品，向生活电器、电工电器等延伸。

个护类、电工电器类新品有望借力公司已有资源，形成协同效应，个护产品、电工产品（插线板）与传统电动剃须刀、电吹风在经销渠道、客户群体、成本结构定位相似，利于借助公司原始资源、加快产品渠道铺货、提升规模采购及与采购议价能力。

生活电器类产品持续拓宽业务市场。公司逐步丰富加湿器、空气净化器等家居生活小电器，并于 2020 年 3 月宣布通过股权转让及增资方式入股纯米科技（公司公告日期：2020 年 3 月 21 日，公告编号：2020-004，2020 年 3 月 20 日公司董事会已经审议通过并已经签署《股权转让协议》和《增资协议》，截至 2020 年 5 月 15 日，该股权转让、增资尚未实施完毕），在厨房小家电领域开始布局，向全品类小家电企业转型，随着公司产品品类的不断丰富与完善，有利于公司在零碎的消费场景中，获取更大的消费需求。

### 品牌运营持续高投入，并更为重视研发，有望继续提升品牌及产品竞争力

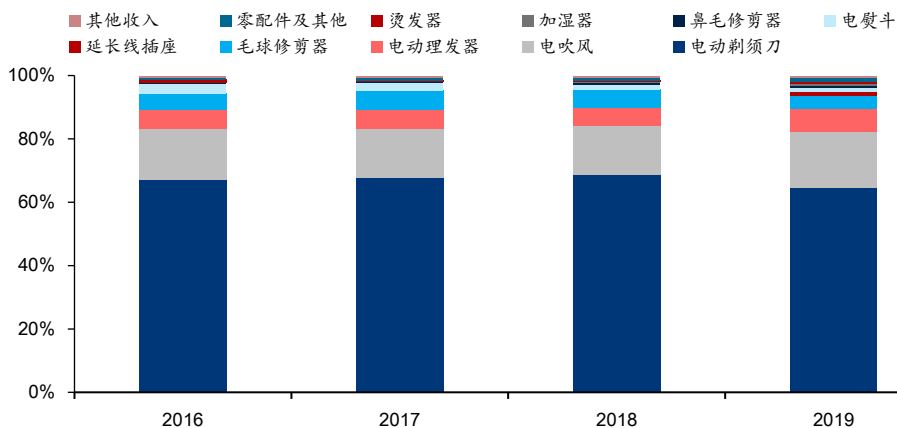
**维持品牌运营投入，销售费用保持高位。**公司重视在传统媒体的广告宣传投入，维持品牌曝光度，同时积极拥抱新兴媒介，获取社交/内容平台流量，重视线上品牌形象，有望在新兴消费人群中维持口碑优势。**产品力重视程度提升，公司增大研发投入，提升产品竞争力。**过去几年公司研发费用率低于小家电行业可比公司，但逐步重视研发投入，2019 年公司研发投入重视度进一步提升，研发费用为 0.85 亿元，同比+60.51%，研发费用率为 2.26%，同比+0.93pct。研发投入加速，有望加快产品迭代升级，拓宽新产品线，提升整体产品竞争力。

## 业务延展+渠道改革，飞科继续寻找成长空间

### 个护主业增长承压，业务多元化发展

公司收入承压，核心产品升级、提升价格，业务扩张、品类扩展。飞科电器成立于 1999 年，以电动剃须刀与电吹风为核心产品，2019 年二者合计营业收入占比达 80%以上，2016-2019 年电动剃须刀收入 CAGR 为 6.55%，电吹风收入 CAGR 为 12.26%。

图表1：2019 年电动剃须刀+电吹风业务合计收入占比达 80%以上

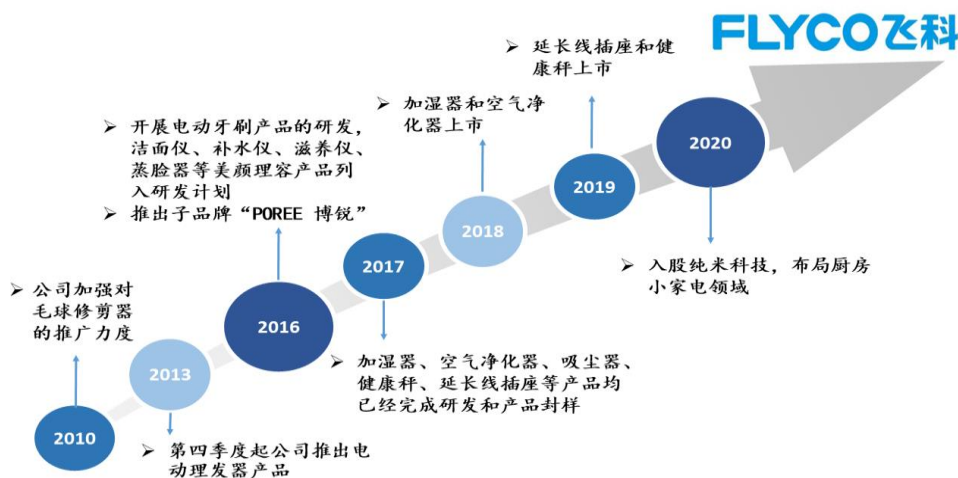


资料来源：wind、华泰证券研究所

**个护类新品推出有望提升协同效应。**公司个护电器主要包括电动剃须刀及电吹风，并陆续推出新产品品类，毛球修剪器、电动理发器、鼻毛器、烫发器、剃毛器等新产品品类与传统电动剃须刀、电吹风产品的经销渠道、客户群体、成本结构定位相似，利于借助公司原始资源、加快产品渠道铺货、提升规模采购及与采购议价能力。

**生活电器类产品持续拓宽业务市场。**2018 年公司推出的加湿器、空气净化器等家居生活小电器，2019 年公司推出电工电器类产品如延长线插座，2020 年公司入股纯米科技，计划开拓厨房小家电领域，随着公司产品品类的不断丰富与完善，有利于公司在零碎的小家电消费场景中，获取更大的消费需求。

图表2：飞科电器业务领域持续拓展



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

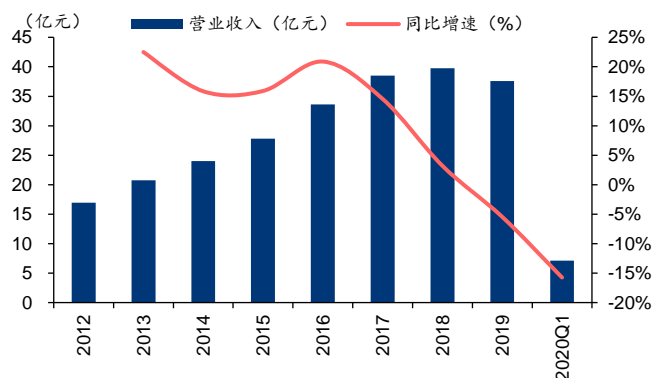
## 受渠道调整影响，2017 年以来营收净利增速持续下滑

### 2019 年营收下滑，2020Q2 或能企稳

公司营业收入大幅下滑，原主业收入承压。2019 年公司营业收入为 37.59 亿元，同比-5.46%。自 2017 年起，线上红利逐渐减弱，电动剃须刀产品收入增速下滑，同时公司反复对线下零售分销体系进行调整（2018 年公司取消义乌全国批发经销商，统一改为区域批发。2019 年公司再次将区域批发调整为全国批发，做线下渠道重要补充），导致经销商的稳定性与公司战略的执行均受影响，公司营业收入增速下滑。

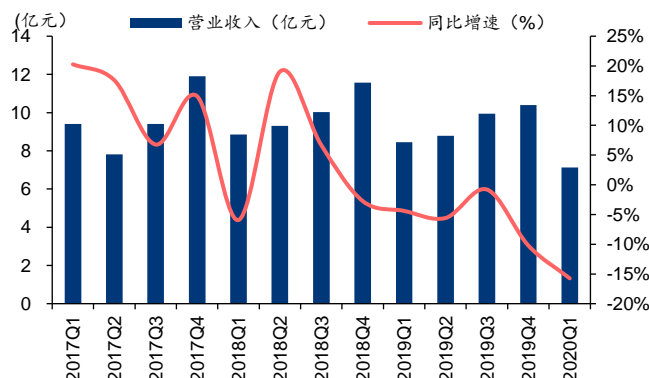
2020Q1 受新冠疫情影响，公司实现营业收入 7.13 亿元，同比-15.74%。居家隔离虽然导致部分个护电器需求提升（理发器等），但整体个护电器线下需求降低，表现不佳尚在意料之中。我们预计 2020Q2 线下零售门店逐步恢复营业，各个品类出货有望恢复。

图表3：公司营业收入及同比增速变化情况



资料来源：wind、华泰证券研究所

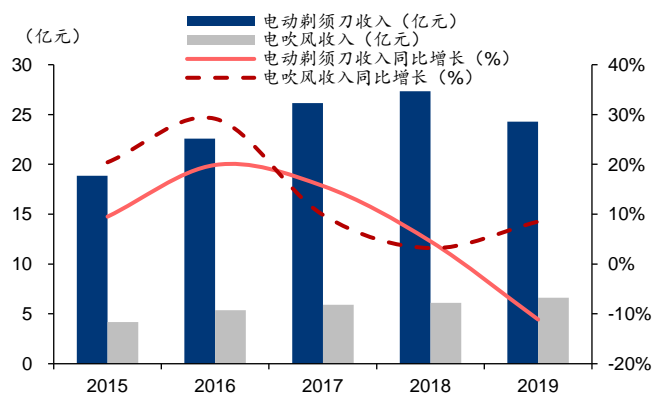
图表4：2018Q2起，季度营收增速趋势下行



资料来源：wind、华泰证券研究所

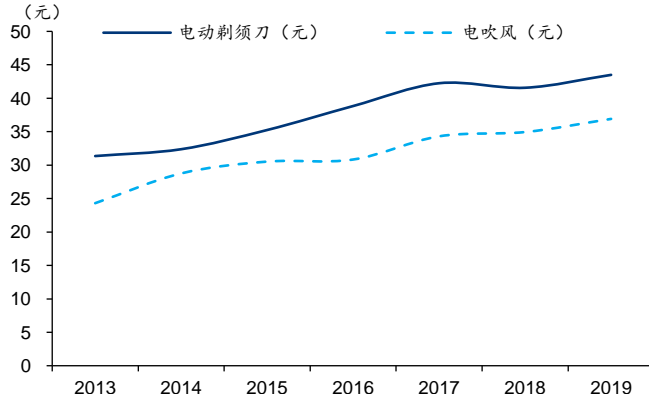
2019 年，公司继续推进产品优化迭代，核心产品均价继续提升。2019 年电动剃须刀/电吹风营业收入分别为 24.3 亿元/6.62 亿元，同比增速分别为-11.13%/+8.52%。2019 年公司继续巩固核心产品创新优势、优化产品结构，其中，电动剃须刀单价为 43.50 元，同比+4.63%，电吹风单价为 36.91 元，同比+5.60%。公司受累于渠道持续调整，以及主动调整“博锐”品牌（削减博锐产品品类和型号，精简 SKU，清理库存，导致剃须刀销量受到影响），2019 年电动剃须刀、电吹风销量同比增速分别为-15.06%、+2.76%。

图表5：2019 年电动剃须刀业务收入下滑明显



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表6：2019 年电动剃须刀单价为 43.5 元，同比+4.64%

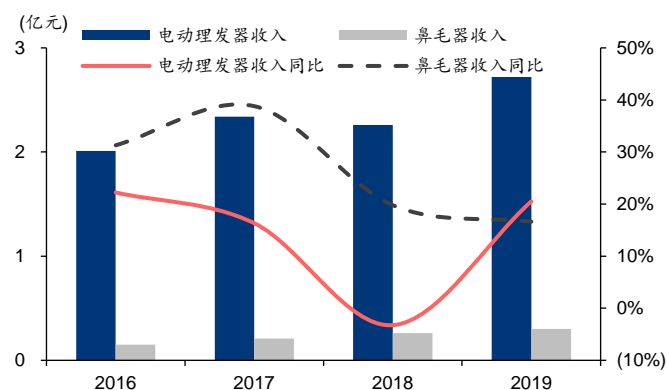


资料来源：公司公告、华泰证券研究所



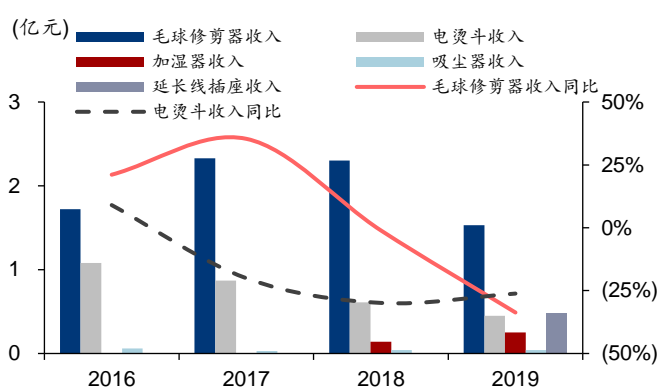
其他个护电器收入增长明显。2019 年电动理发器、鼻毛器业务实现营业收入 2.72 亿元/0.30 亿元，同比+20.54%/+16.62%。生活电器类产品（包括毛球修剪器、电熨斗、加湿器、净化器、吸尘器等）结构调整蓄力。部分老旧生活电器产品面临淘汰，2019 年电熨斗、毛球修剪器业务产品结构继续调整，2018-2019 年，公司生活电器营业收入同比增速分别为 -7.95%、-26.41%。拓电工品类，发挥公司渠道优势。2019 年公司推出电工电器类产品（延长线插座等），实现营收 4846 万元，插座产品与公司传统零售渠道协同度高，能有效利用现有资源，规模迅速提升。

图表7：2019 年公司其他个护电器收入增长明显



资料来源：wind、华泰证券研究所

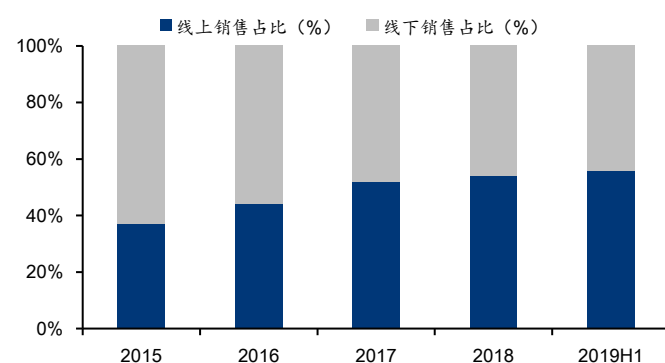
图表8：2019 年公司传统生活电器收入回落，新品收入快速提升



资料来源：wind、华泰证券研究所

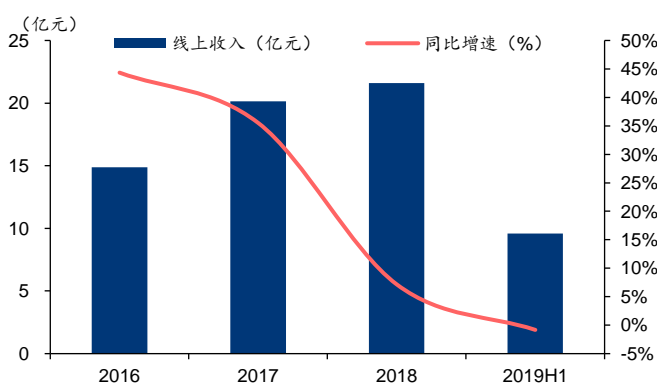
公司线上收入占据销售收入的半壁江山，电商红利减弱，2019H1 电商渠道收入承压。近年来公司大力发展电子商务渠道，公司线上销售收入由 2013 年的 2.43 亿元增长到 2015 年的 10.3 亿元。2017 年线上销售占比首次突破 50%，2019H1 公司线上销售（电子商务渠道实现收入 9.6 亿元，同比-0.83%）占全部销售收入的比重为 55.8%，同比+2.47pct（2019 年报未披露线上收入占比）。疫情影响下消费流量向线上聚集，线上销售或有所改善。2020 年 Q1 受新冠疫情影响，线下零售渠道受到关店影响，加速了消费流量向线上的聚集，或能改善公司线上销售情况。

图表9：2019H1 线上销售占比达 55.8%



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

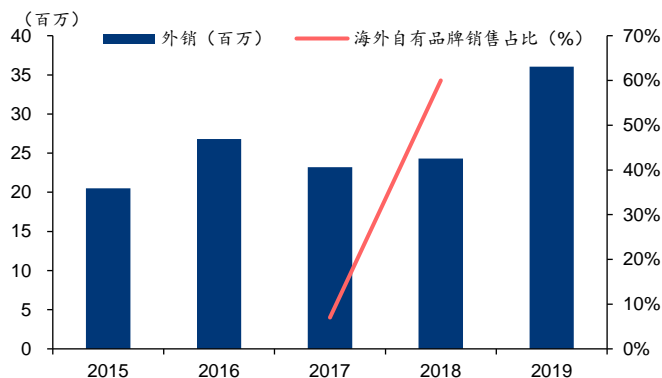
图表10：公司线上销售承压，增速放缓



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

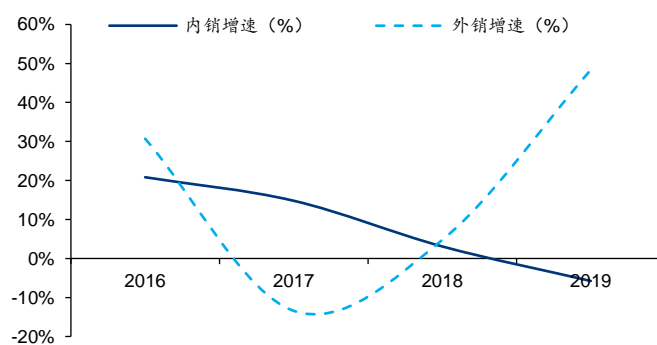
海外市场战略转型，推动自有品牌发展。2018 年出口结构中，自有品牌占比首次高于贴牌占比，自有品牌占比提高至 60%，同比+53pct。在内销表现不佳的情况下，2019 年海外市场营业收入为 3605.84 万，同比+48.37%，海外业务在全部业务中收入占比虽不足 2%，但公司战略继续扩大海外业务量，加强自主品牌建设，外销业务占比有望进一步提升。

图表11: 2018 年海外市场飞科自有品牌占比达 60%



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表12: 2019 年外销业务同比增速为+48.37%

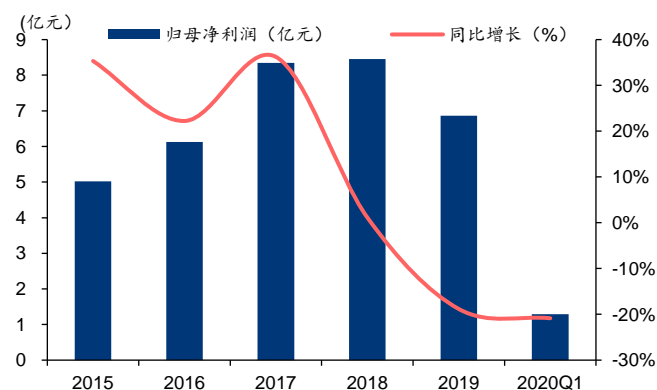


资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 2019 年净利润表现不佳, 2020Q1 毛利率环比改善

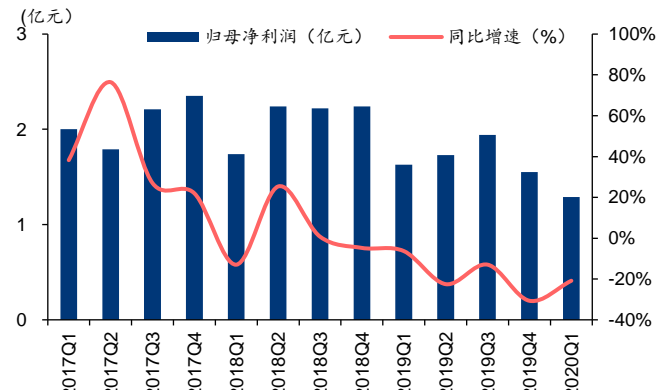
公司 2019 年实现归母净利润 6.86 亿元, 同比-18.83%, 归母净利润增速自 2017 年滑坡。其中, 2019Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润为 1.63 亿元/1.73 亿元/1.94 亿元/1.55 亿元, 同比-6.32%/-22.53%/-12.97%/-30.67%。2019 年公司线下销售承压、产品结构面临调整, 费用端支出增长明显 (四项费用率合计同比+4.40pct), 公司整体归母净利润下降较多。2020Q1 公司实现归母净利润 1.29 亿元, 同比-20.85%, 增速环比改善 9.82pct。

图表13: 归母净利润及同比增速情况



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表14: 归母净利润单季变化情况

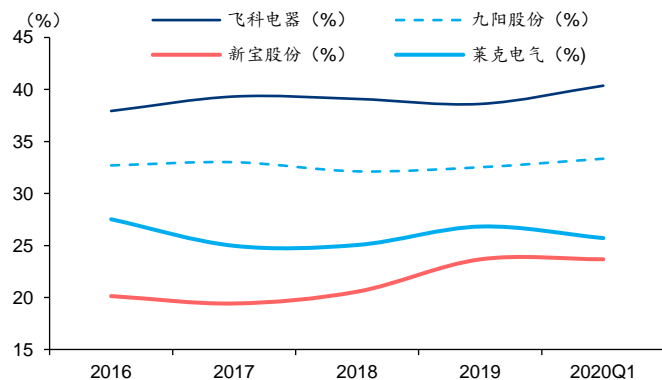


资料来源: wind、华泰证券研究所

**2020Q1 线上收入占比升高, 带动毛利率提升。**2017 年/2018 年/2019 年/2020Q1 公司整体毛利率分别为 39.32%/39.09%/38.61%/40.36%, 2019 年毛利率的下滑主要是受渠道调整影响, 高毛利率电动剃须刀产品收入出现下降, 同时 2018 年及 2019 年年初均有新产品品类上市, 新品毛利率较低 (2018 年加湿器毛利率仅为 6.66%, 2019 年新品延长线插座毛利率仅为 7.73%), 对整体毛利率水平有一定影响。2020Q1 由于线上收入占比提升, 带来更高的毛利率水平。

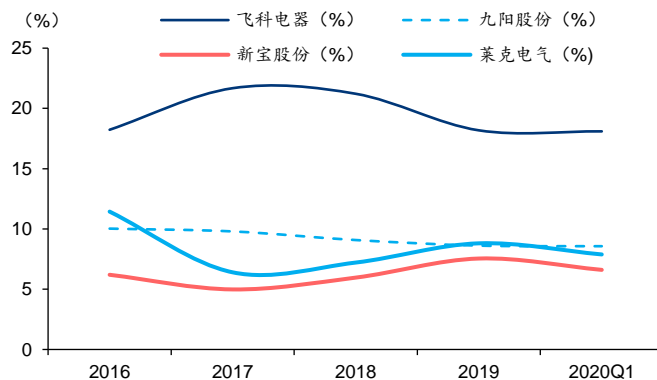
**对比小家电行业企业, 公司毛利率、净利润水平处于高位。**公司核心产品电动剃须刀毛利率产品接近 45%, 在小家电品类中毛利率较高, 但是由于公司 2017 年以来期间费用率又较明显增长, 影响了净利润率水平, 2019/2020Q1 公司净利润率分别为 18.18%、18.10%, 分别同比-3.03pct、-1.17pct。

图表 15: 2019 公司毛利率水平同比下滑, 仍处于行业高位



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 16: 2019/2020Q1 公司净利率均同比下降

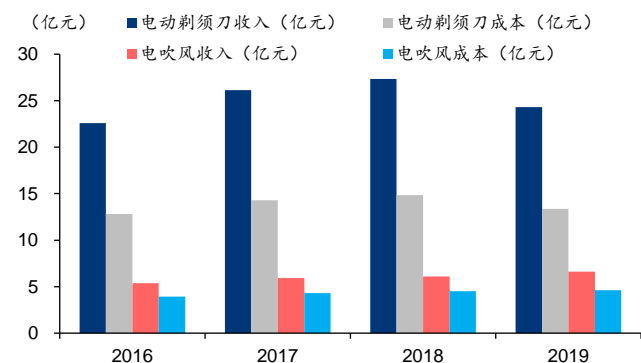


资料来源: Wind、华泰证券研究所

分产品来看, 电动剃须刀、鼻毛器在所有产品中毛利率较高。其中, 2018 年电动剃须刀单位售价的下降幅度低于单位成本的降幅, 毛利率同比+0.26pct。2019 年产品单价上涨, 但子公司新增设备及自动化投入带来折旧费用增加, 单位成本上升, 毛利率同比-0.75pct。

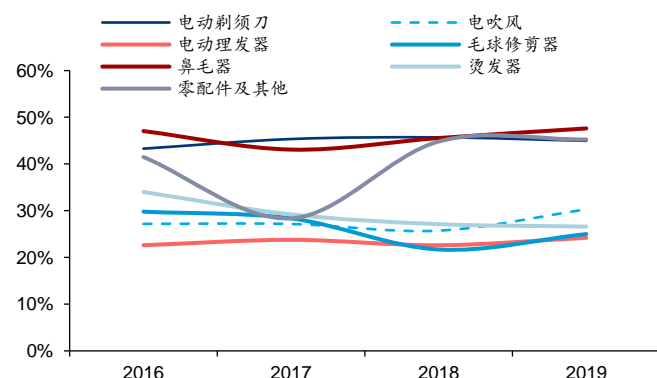
电吹风、电动理发器、毛球修剪器、烫发器等毛利率水平较低。其中, 2017 年-2019 年电吹风业务毛利率分别为 27.16%/25.74%/30.29%, 2018 年电吹风售价 (同比+1.86%) 与销量 (同比+1.28%) 同步上涨, 营业收入为 6.1 亿元 (同比+3.21%), 营业成本为 4.53 亿元 (同比+5.1%), 公司仅存的少部分自产均转外包生产, 外包采购成本上升, 而平均售价的涨幅不及平均单位成本的涨幅, 2018 年电吹风业务毛利率同比-1.42pct。2019 年公司优化电吹风产品结构, 且规模效应与上游议价能力增强, 产品成本得到有效控制, 电吹风毛利率同比+4.55pct。

图表 17: 电动剃须刀与电吹风收入与成本变化



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 18: 2019 年除电动剃须刀外大部分产品毛利率同比上升

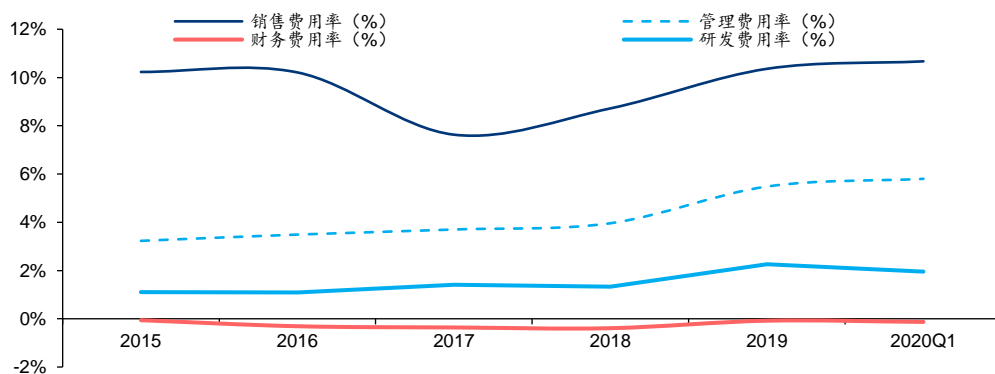


资料来源: wind、华泰证券研究所

### 营销持续增长, 研发投入持续加码

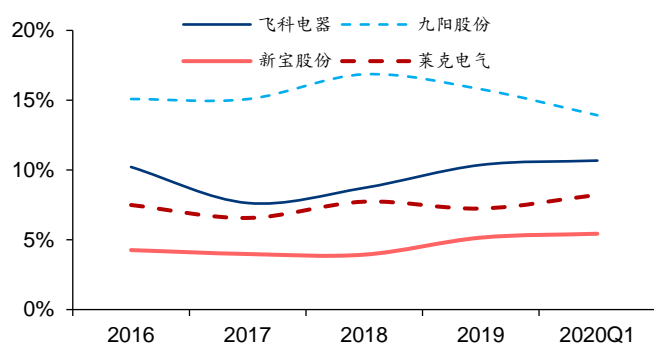
整体费用率水平持续增加, 销售、管理及研发费用增长均有较大贡献较大。2019 年公司期间费用率为 15.76%, 同比+4.40pct, 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.36%/5.48%/2.26%/-0.08%, 分别同比+1.64pct/+1.52pct/+0.93pct/+0.31pct。



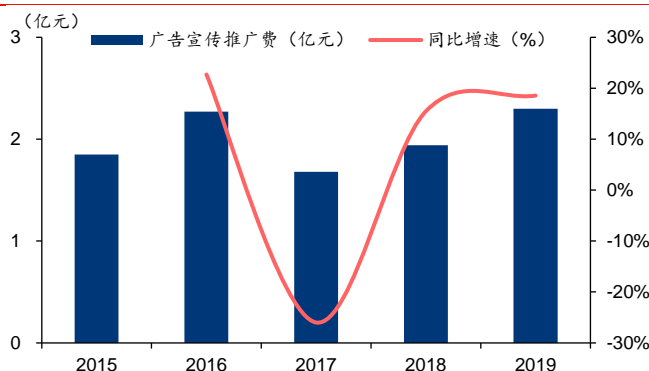
**图表19： 2019 年四项费用率合计为 18.02%，同比+4.4pct**

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司继续维持广告与促销高投入，多维度品牌宣传同步进行，传统媒体与新兴媒介均有较大广告宣传投入。销售费用率自 2017 年的 8.72% 逐渐上升至 2019 年的 10.36%。其中，2019 年广告宣传推广费为 2.30 亿元，同比+18.56%。

**图表20： 2019 年公司销售费用率为 10.36%，处于行业中上游**

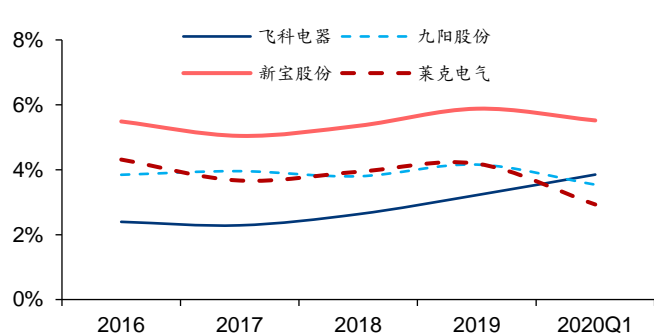
资料来源：wind、华泰证券研究所

**图表21： 2019 年广告宣传推广费同比+18.56%**

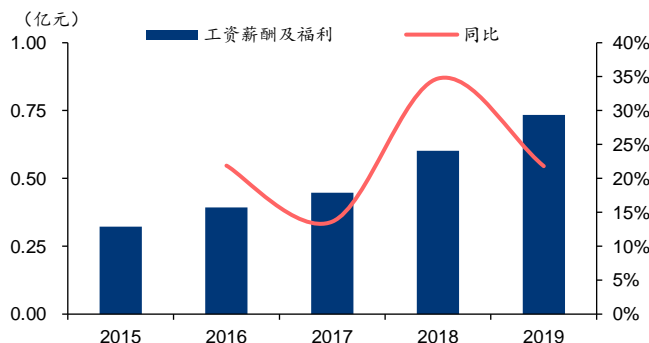
注：广告宣传推广费包括广告费、宣传费、促销费

资料来源：wind、华泰证券研究所

2019 年，公司工资及福利费增加（2018、2019 年工资及福利费同比增速均高于收入），管理费用率上升至 2019 年的 3.85%。

**图表22： 2019 年公司销售费用率为 3.85%，处于行业中游**

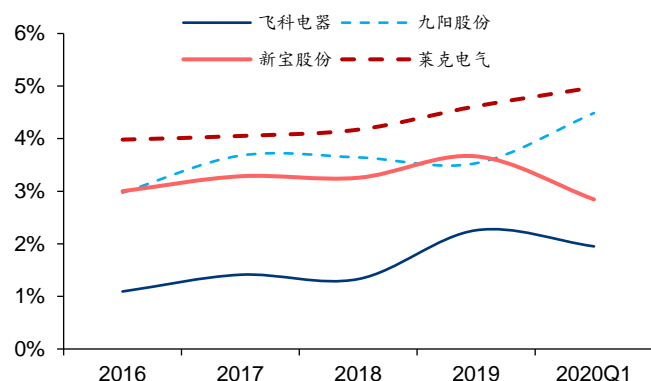
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表23： 2019 年工资薪酬及福利同比+21.81%**

资料来源：Wind、华泰证券研究所

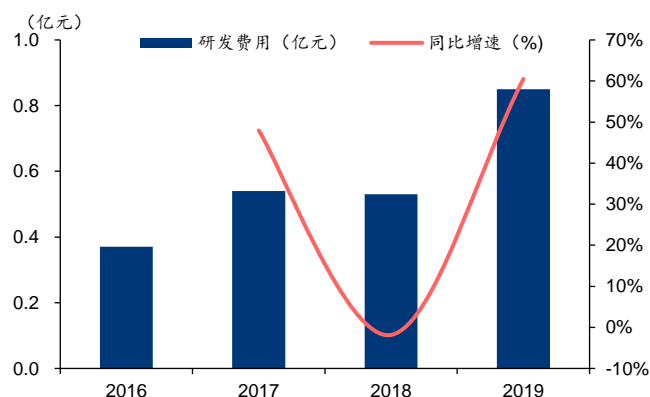
**增大研发投入，提升产品竞争力。**公司研发费用率低于小家电行业可比公司，近年来有所提升，2019 年研发费用为 0.85 亿元，同比+60.51%，研发费用率为 2.26%，同比+0.93pct。随着公司推进产品迭代升级，加大现有产品高端系列的研发，同时继续研发新产品线，从个护产品向生活电器、电工电器等延伸，研发费用率或维持提升态势。

图表24： 公司研发费用率处于行业中低位



资料来源：公司公告、wind、华泰证券研究所

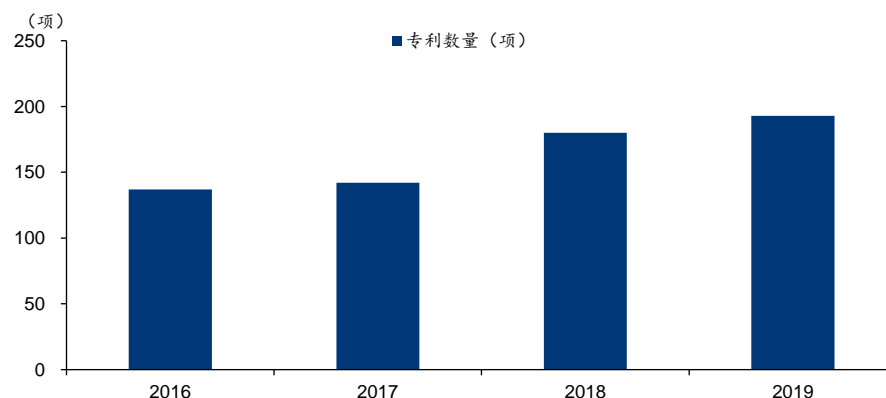
图表25： 2019 年研发费用同比增长 60.51%



资料来源：公司公告、wind、华泰证券研究所

公司继续围绕“研发设计”打造核心竞争力，或带动产品结构优化与升级。2019 年底，公司研发人员数量达到 165 人，较 2018 年底增加 35 人；拥有相关专利 193 项，其中 2019 年新增自主专利 22 项。

图表26： 公司专利数量逐年增加，研发设计能力提升，有望推出更具竞争力的产品



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 因渠道调整与库存优化，2019 年周转效率有所降低

2019 年受线下渠道调整、库存去化与新品推出影响，公司存货及应收账款周转效率下降，营业周期增加。2017 年公司取消义乌市场全国经销批发商，线下销售流通周转速度有所下降变慢，应收账款周转天数递增。2019 年部分经销商加大库存去化、减少提货，公司存货周转天数增加。另外 2019 年上半年有排插、健康秤等新品推出，品类增加提高库存。

2019 年公司存货及应收账款周转天数分别为 97.96 天、53.56 天，较同期+31.5 天、+17.26 天，整体营业周期上升 48.76 天。应付账款周转天数同比增加，整体净营业周期仍上升 29.10 天。2020Q1 存货及应收账款周转效率较去年同期有所改善。

图表27： 2019 年公司周转率继续下降，2020Q1 公司周转效率较上年同期改善

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
营业周期（天）	75.94	72.14	102.76	151.52	140.63	183.52
存货周转天数（天）	63.70	53.98	66.46	97.96	96.12	126.39
应收账款周转天数（天）	12.24	18.16	36.30	53.56	44.51	57.13
流动资产周转率	2.20	1.73	1.60	1.55	0.35	0.34
固定资产周转率	8.88	6.66	6.85	6.18	1.44	1.15
应付账款周转天数（天）	81.61	83.25	101.81	121.47	141.84	111.77
净营业周期（天）	-5.67	-11.12	0.95	30.05	-1.20	71.75

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年现金压力增加，2020Q1 现金流状况有所好转。2019 年公司应收票据及应收账款为 5.71 亿元，较期初增加 0.24 亿元。货币资金为 2.27 亿元，较期初大幅下降 7.46 亿元，是由于购买理财产品所致。存货为 6.93 亿元，较期初增加 1.3 亿元，其中一部分来自新品类的备货增加。2020Q1 存货为 5.01 亿元，较期初减少 1.92 亿元，疫情期间存货有所消化。

从现金流角度看，2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 41.90 亿元，同比略有下降。经营性净现金流 4.67 亿元，同比减少 0.87 亿元，现金管理水平有待提高。2020Q1 经营性净现金流 1.29 亿元，同比+239.47%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金减少。

图表28： 2019 年公司经营活动现金流有所下降

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	39.14	44.01	46.36	41.90	14.40	9.22
经营性净现金流（亿元）	8.00	8.59	5.54	4.67	0.38	1.29
货币资金（亿元）	8.72	6.18	9.73	2.27	5.19	6.24
应收票据及应收账款（亿元）	1.34	2.55	5.47	5.71	2.89	3.34
存货（亿元）	3.7	3.31	5.63	6.93	5.48	5.01

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 实现多渠道立体覆盖，线上线下融合发展

### 建设分销体系，渠道变革完成在即

分销体系的建设使销售渠道条理清晰，利于渠道快速扩张与产品的渗透。公司反复调整渠道建设，以期实现最优解。个人护理电器具有价格低、购买分散的特点，产品销售需要借助丰富渠道资源。公司产品销售以经销模式为主，辅以少量直营，构建了以商超终端、区域分销、全国批发、电子商务、礼品团购等相结合的立体式营销渠道。

终端经销商定位于覆盖授权销售区域内的各大型超市、电器连锁、便利店等卖场零售终端，批发经销商定位于小型超市、个体户、乡镇市场等。公司大力建设分销体系，对原本的批发经销商实施更为精细化的管理。公司的渠道变革分为以下三个阶段：

阶段一：2017 年渠道改革前，公司批发渠道分为区域批发与义乌全国批发。2015 年末，公司在义乌发展了 6 家辐射全国市场的批发经销商，在各省重要城市发展了 14 家区域批发经销商，覆盖相应省份的大型分销商。为保护经销商利益，减少窜货现象，2017 年公司取消义乌市场的全国批发经销商，全部转型为区域销售。

阶段二：2018 年公司将线下渠道调整为 KA 终端、区域分销和省区批发（取消义乌全国批发），并组建专业的区域卖场分销管理团队。公司继续完善区域分销体系，成立区域分销，地级范围内采用经销商直配，在县城采取分销商下拓模式，每个县城签约一个分销商，由分销商配送终端，区域分销对终端经销的大型零售终端形成有效补充。

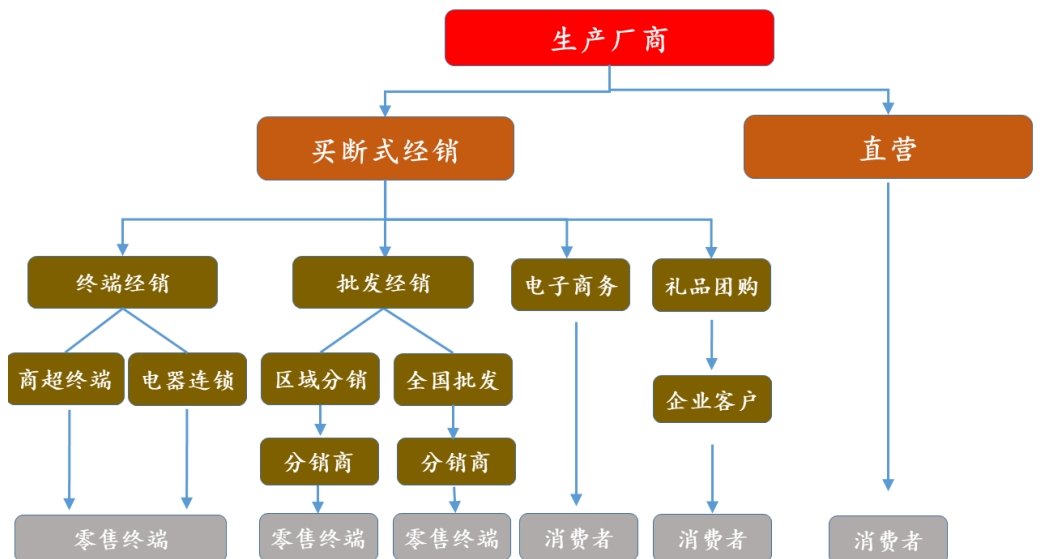
图表29：区域分销体系建设

分销区域	模式	覆盖终端
地级市	经销商直配	超市、电器店、便利店、烟酒店、化妆品店
县城	分销商为主下沉式拓展	县乡中小型超市、夫妻店、烟酒店、日杂店、手机店

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

阶段三：2019 年强化区域分销体系建设，基本实现县、区全覆盖。为调动线下批发商积极性，带动全国范围内销售，公司将省区批发再次调整为全国批发，将其作为线下渠道的重要补充，渠道建设仍在反复调整中寻找最优解。

图表30：阶段三：2019 年将省区批发调整为全国批发

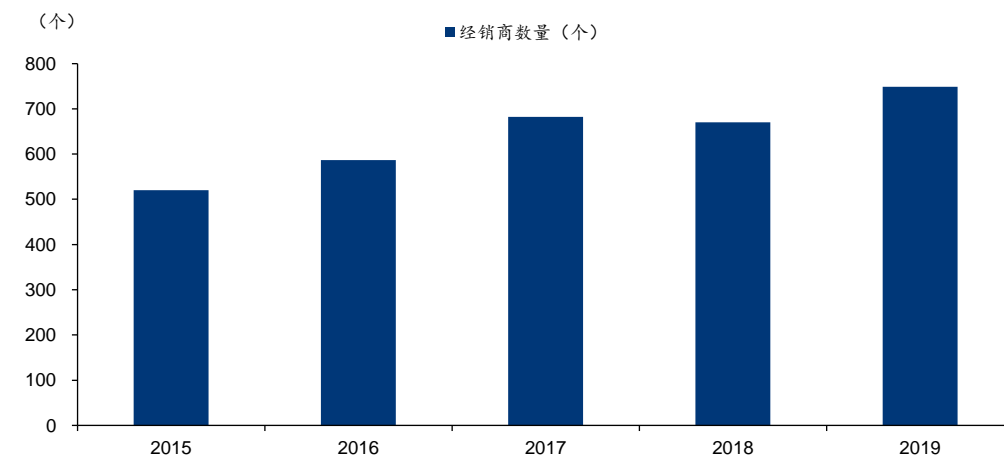


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 经销商数量持续扩张

营销精细化管理，经销商数目不断增多，经销商资质审核与监督依旧严格。2017 年/2018 年/2019 年公司经销商数量分别为 682 个/670 个/749 个，逐年增长显著。其中电商经销商由 2015 年的 47 家增加至 2017 年的 68 家，电商覆盖面不断扩大。经销商数目扩张的同时，公司严格对经销商质量把关。2019 年公司加强对批发渠道的经销商管理，优化批发经销商的考核激励机制，充分调动经销商的积极性。

图表31： 2019 年公司经销商数量达到 749 个



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**电商合作平台持续拓展。**公司继续探索新零售模式，截止至 2019 年末，飞科商城累计拓展用户 60 万个。公司加强与淘宝天猫、京东商城、拼多多等知名电商合作推广的同时，持续探索新兴电商平台，2019H1 公司牵手贝贝网、网易考拉、环球捕手等新兴平台，积极把握全年各个促销节点。

**探索线上+线下新模式，实现二者资源的优势互补。**公司线上电商销售收入占比逐年提高并突破 50%，为弥补线上销售的短板，丰富消费者现场使用的体验感与服务感，公司于近两年内探索线下体验店模式，扩大产品影响力。

图表32： 飞科线下体验店开店时间与地点

时间	线下体验店地点
2018	上海七宝商城
2019	上海长风大悦城
2019	上海闵行区南方商城
2019	上海浦东新区成山巴黎春天
2019	上海宝山区龙湖天街店

资料来源：公司公告、华泰证券研究所



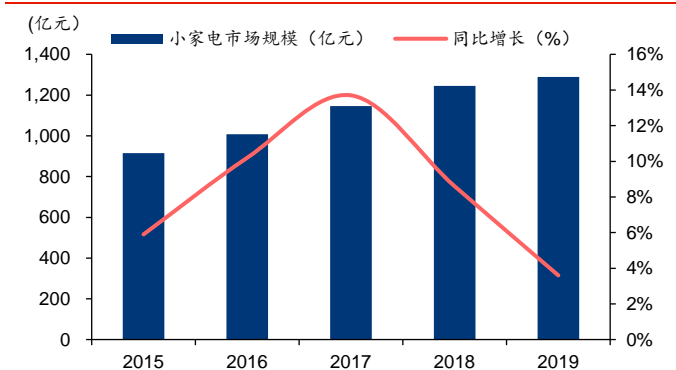
## 个护行业产品扩展、升级是大趋势

### 电动剃须刀内销市场较为饱和，双品牌精细化营销稳份额

**2019 年整体家电市场承压，小家电依然有所增长。**根据国家家用电器工业信息中心数据，2019 年中国家电行业国内市场销售规模为 8032 亿元，同比-2.2%。其中小家电市场规模为 1289 亿元，同比+3.6%，个护电器产品品类拓展，带来多元产品渗透提升市场，个护电器在小家电市场中的占比提高到 12.1%，同比+1.9pct，整体规模达到 155.97 亿元（同比+22.82%）。

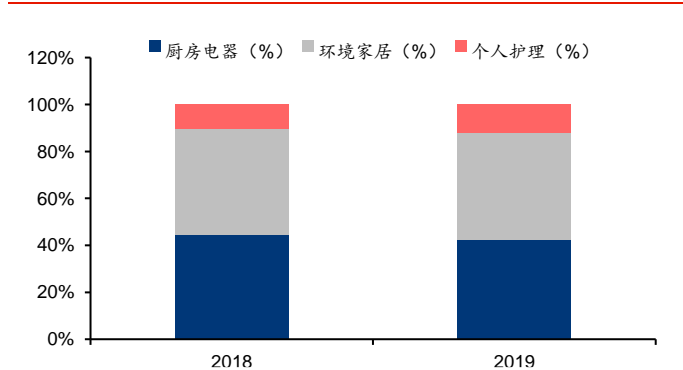
**2020 年疫情结束后有望迎来个护小家电需求反弹。**2020 年受疫情影响，长时间居家隔离成为主要生活方式，出门需求降低造成个人对造型关注度减弱，另外受快递停运等因素影响，根据 GfK 数据显示，2020 年 1~2 月剃须刀线上市场零售额同比-12.8%，我们预计 2020Q2 线上销售将出现恢复。

图表33： 2019 年小家电市场规模+3.6%



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

图表34： 厨房电器、环境家居、个人护理在小家电市场占比



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

### 电动剃须刀内销市场饱和度较高

剃须刀具有体积小、价格相对较低、品类新等特点，线上销售更具优势，并且受房地产周期影响小，属于男性必选小家电产品。我们以 15 岁以上男性需使用剃须刀为假设前提，电动剃须刀市场饱和度已经较高，未来产品升级及产品品类扩张或为个护电器规模成长的主要动力。

**我们根据剃须刀内销需求模型：电动剃须刀总需求量=存量更新需求+新增需求**

**市场需求测算：**经我们测算，以 2019 年 15 岁以上男性人口数据为基数情况下，电动剃须刀需求量约为 1.30 亿件（公司 2019 年电动剃须刀销量为 0.56 亿台，推算市场销量份额为 42.9%），假设单个电动剃须刀市场价格为 89 元（淘宝电动剃须刀产品 60%集中于 40-138 元价格区间，取中位数 89 元），则电动剃须刀市场规模约为 116 亿元，测算基于以下假设：

- （1）消费者假设：**我们假设 15 岁以上男性已经到需要使用剃须刀的年龄，根据国家统计局抽样数据测算 15 岁以上男性人口数（根据国家统计局人口抽样测算 15 岁以上男性比例，2019 年无抽样数据，因此使用 2012-2018 年样本中 15 岁以上男性占比的平均值估算），2019 年需要使用剃须刀的男性人口数达到 58996 万人，较 2018 年净增加 316 万人。
- （2）存量更新需求：**电动剃须刀需求由不同生活场景构成，如家庭、办公室、出差，分别假设每位男性拥有 1 件、2 件、3 件及以上电动剃须刀的人口比例，且电动剃须刀替换周期估计约大家电的一半左右，假设为 4 年，因此更新率为 25%。
- （3）新增需求：**每年新增的 15 岁以上男性人口数即为新增需求，剔除使用手动剃须刀的群体，保守估计每人将拥有一台电动剃须刀，我们以（1）中估算 2019 年净增加。

**图表35： 2019 年电动剃须刀市场需求测算**

存量需求		新增需求	
15 岁以上存量男性人口数 (万人)	58680	当年新增 15 岁以上男性人口 (万人)	316
拥有手动剃须刀的人口比例	20%	使用手动剃须刀比例	20%
拥有一台电动剃须刀的人口比例	74%	拥有一台电动剃须刀比例	80%
拥有两台电动剃须刀的人口比例	5%	电动剃须刀需求量 (万件)	252.8
拥有三台及以上的人口比例	1%		
电动剃须刀更新比例	25%		
电动剃须刀需求量 (万件)	12762.9		
<b>电动剃须刀总需求量 (万件)</b>		<b>13015.7</b>	

资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

**图表36： 对应不同均价情形下电动剃须刀市场规模**

市场规模预测	电动剃须刀均价 (元)	市场规模测算 (亿元)
情形一	40	52
情形二	89	116
情形三	138	180

资料来源：华泰证券研究所测算

备注：以上测算基于大量假设前提，且存量人口仅测算其更新需求，新增需求依赖于未来人口变动及保有量提升水平，不排除适龄男性根据不同使用场景新添置剃须刀的可能（由于电动剃须刀具有私人物品的性质，共用可能性较低。适龄男性可能会根据不同使用场景（如家里、办公室、出差等）提升电动剃须刀保有量），同时每年死亡人口不会再有剃须刀更新需求，因此测算可能与实际有明显差异。

### 飞科是行业标准起草参与者，电动剃须刀享有较高品牌知名度

飞科在个人护理电器和家居生活电器领域是 19 个国家标准和行业标准的参与起草单位。根据 2019 年中国电动剃须刀品牌力指数排名，飞利浦与飞科 C-BPI 得分分别为 639.9、465 分，飞科品牌认知度仅次于飞利浦，有 18.1% 的消费者首先提到飞科，未提示的情况下有 69.2% 的消费者提到，有提示的情况下提及飞科的消费者共占 75.5%，在国内品牌中知名度领先。

**图表37： 2019 年中国电动剃须刀品牌力指数排名**

排名	品牌	品牌发源地	C-BPI 得分	品牌认知		
				第一提及 (%)	未提示 (%)	有提示 (%)
1	飞利浦	荷兰	639.9	53.10%	79.70%	83.40%
2	飞科	上海	465	18.10%	69.20%	75.50%
3	松下	日本	360.8	5.70%	50.40%	59.80%
4	博朗	德国	344.4	8.40%	45.10%	52.80%
5	超人	浙江	326.8	4.20%	38.50%	49.50%
6	奔腾	上海	294.5	2.70%	26.80%	39.10%
7	朗威		233.4	0.70%	7.60%	13.50%

资料来源：Chnbrand、华泰证券研究所

电动剃须刀市场进入存量消费挖掘时期，产品由单一功能向多功能迈进，公司在线上中低端产品竞争中具口碑优势。随着剃须刀普及范围的扩大，现已进入存量市场产品迭代升级的阶段。在产品体验感越来越受消费者关注的时代，为提升剃须效率，剃须刀刀头数量逐渐向多刀头发展。同时，刀头设计越发注重细节，例如加入浮动刀头等元素。

根据淘宝天猫“剃须刀”搜索结果显示（截止至 2020 年 4 月 14 日），销量排名前十的剃须刀，有六款都是出自飞科电器，其中飞科品牌产品四款，博锐品牌产品两款，且顾客对飞科产品综合评分较高，对产品品质与外观设计均比较满意。另外，针对不同层级与喜好的消费者，公司推出的多系列产品，三刀头与两刀头系列分别涵盖全身水洗干湿双剃、无水干湿双剃等，可供消费者选择的产品较多，均在市场竞争上占明显优势。

图表38： 天猫淘宝销量前十的剃须刀（截止至 2020 年 4 月 14 日）

序号	品牌规格	价格(元)	月销量	评分	序号	品牌规格	价格	月销量	评分
1	飞科 FS373 (水洗干湿双剃)	89	20W+	4.8	6	吉列手动剃须刀	18.9	6W+	4.8
2	飞科 FS318 (无水洗干湿双剃)	69.9	10W+	4.8	7	超人 rs7325 (干剃刀头水洗)	39.9	6W+	4.8
3	小米有品趣剃须刀 (干剃)	59.9	9.5W+	4.8	8	飞科 FS808 (干湿双剃)	55	6W+	4.8
4	博锐 PS197 (全身水洗干湿双剃)	39.9	7W+	4.8	9	飞科 FS339 (干湿双剃)	99	5W+	4.8
5	博锐 ps187 (无水洗两刀头迷你)	19.9	6.5W+	4.8	10	飞利浦 S1103 (全身水洗)	249	4.5W+	4.8

资料来源：淘宝天猫、华泰证券研究所

### 强化双品牌战略，加大中高端产品自主生产

“飞科”+“博锐”双品牌运营，占据较高市场份额。在电动剃须刀领域，公司分别推出适用于中端市场的品牌“FLYCO 飞科”与主打中低端市场的品牌“POREE 博锐”，提升公司整体份额。中怡康数据显示，2018 年“飞科”与“博锐”品牌销售量市场份额分别为 45.39%与 4.30%，2019 年“飞科”品牌线电动剃须刀上/线下销售量市场份额分别为 46%/39%，“博锐”品牌电动剃须刀线上/线下销售量市场份额分别为 5%/0.23%，市场份额均有所提升。未来公司持续加大研发投入，有望加速产品迭代，“博锐”品牌深耕低端市场，继续实施差异化战略，期待公司剃须刀规模持续提升与市场份额的进一步增长。

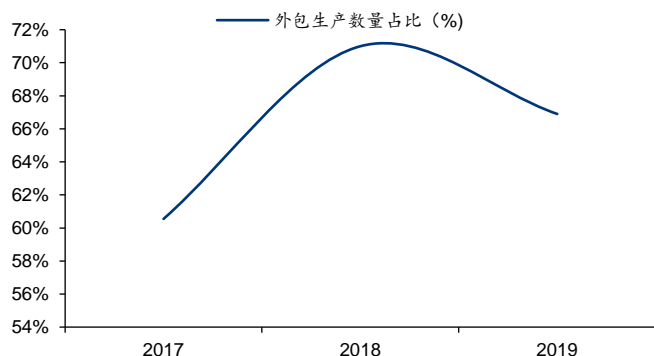
图表39：“FLYCO”与“POREE”电动剃须刀线上与线下零售量份额

	2018 年	2019 年
“FLYCO 飞科”线上 (%)	45.39%	46%
“FLYCO 飞科”线下 (%)		39%
“POREE 博锐”线上 (%)	4.30%	5%
“POREE 博锐”线下 (%)		0.23%

资料来源：中怡康、华泰证券研究所

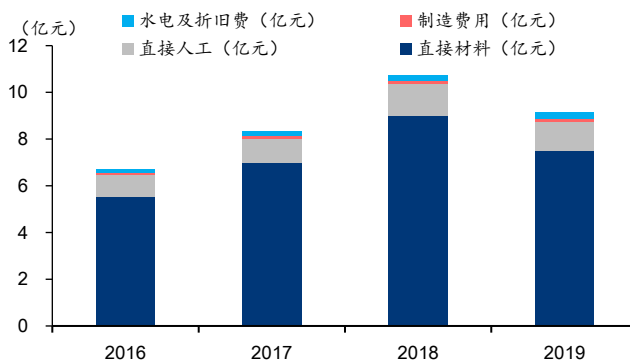
公司采用自主生产与外包生产相结合的方式，2019 年电动剃须刀外包生产比重下降，集约化程度有望加，进而降低单位成本，带来产品竞争力上升。2017 年/2018 年/2019 年公司电动剃须刀外包生产数量占总产量的比重分别为 60.55%/71%/66.90%。2019 年电动剃须刀外包生产数量占比下降，公司或将投入更多精力加大高端产品的自主生产。2016-2019 年自产剃须刀成本中直接材料占比均在 82%左右，规模化优势有望降低原材料采购成本，使用性价比更高的刀网和电机。

图表40： 公司电动剃须刀外包生产数量占总产量的比重



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表41： 电动剃须刀（自产）成本拆分



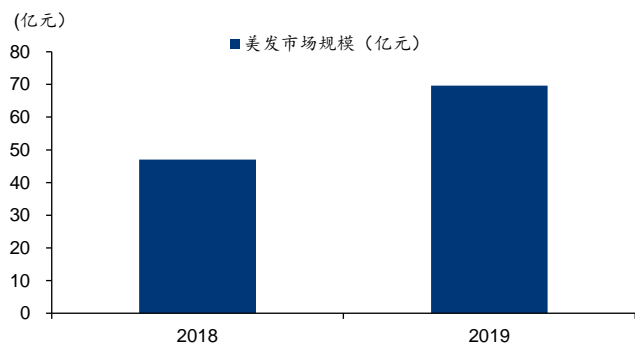
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 电吹风市场向高端品质迈进，飞科贯彻“高端不高价”策略

个护电器美发产品在消费升级浪潮中高速增长，电吹风市场迎来产品技术升级。全国家用电器工业信息中心数据显示，2019 年个护电器美发产品市场规模达到 69.6 亿元，同比大幅+47.7%。其中，2019 年线下市场电吹风在美发系列产品的销售额占比为 86.6%，同比-10.9pct，线上市场电吹风销售额占比为 73.1%，同比-9.1pct，在美发系列产品仍占据主要地位。根据 GfK 家电产品零售监测数据显示，2020 年 1~2 月疫情期间，电吹风在线市场零售额受影响，同比-13.5%。

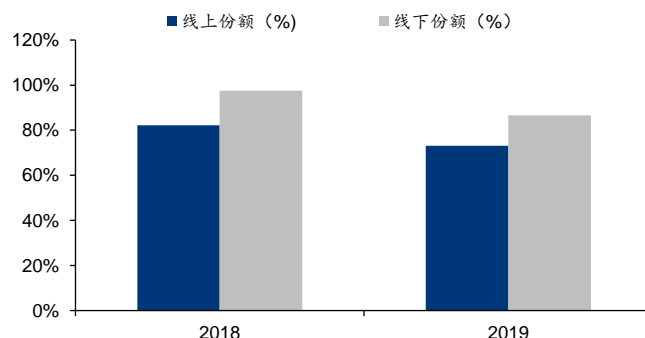
离子护发普及度逐渐提高，“护发养发”等健康功能需求提升。电吹风市场迎来新一轮产品升级，根据国家家用电器工业信息中心数据，2019 年电吹风中具有离子功能的产品销售量占比达到 61.4%，1600w 以上大功率零售量占比 85.1%，同比+10.6pct，大功率及恒温高品质电吹风更具有保护头发的优势。

图表42： 国内市场美发系列规模变化



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

图表43： 线上及线下电吹风市场占美发市场的份额



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

公司实施“高端不高价”策略，在行业内同档次产品中具备性价比优势。根据淘宝搜索“电吹风”得到的各品牌产品性能与价格数据，其中集 2000W 大功率、负离子护发、六档调节等功能电吹风产品，飞科产品价格行业中较低，具有高性价比的优势。

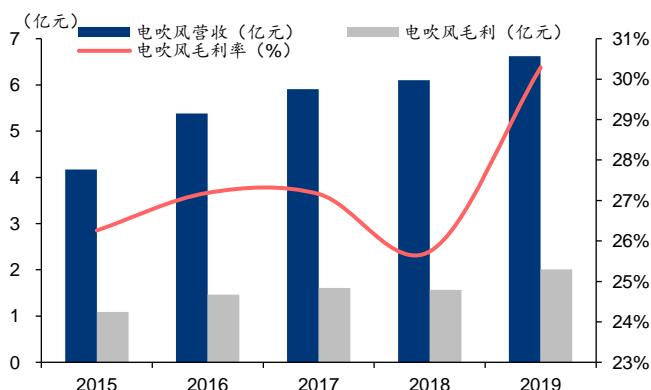
图表44： 不同品牌电吹风性能与价格对比（数据搜集日为 2020 年 4 月 14 日）

品牌	功率	性能	价格
飞科	2000W	负离子、六档调节	69.9
博锐	2200W	六档控温	34.9
小米	1600W	负离子、两档风速	99
飞利浦	1800W	六档调节	109
直白	1800W	负离子、三档风速两档风速	199
松下	1600W	三档调节	99

资料来源：淘宝、华泰证券研究所

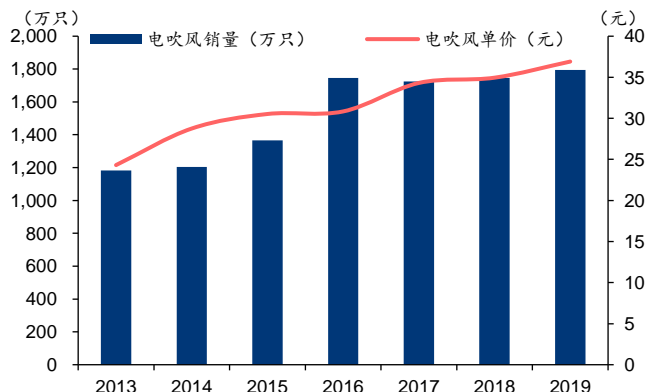
消费升级与“颜值经济”兴起，公司积极应对电吹风产品升级趋势，电吹风毛利率增加，销量与单价保持平稳增势。公司积极推出现有电吹风的迭代升级产品，2019 年电吹风业务毛利率达 29.59%。2019 年电吹风销量为 1794.4 万只（同比+2.76%），电吹风单价为 36.91 元（同比+5.61%）。随着公司研发技术投入增加，继续实施“高端不高价”策略，提高高端电吹风产品的性价比，水离子、超声波、胶原蛋白等技术有望被应用到电吹风之中，或将带来客单价与销售规模的进一步提升。

图表45： 公司电吹风业务营收与毛利情况



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表46： 公司电吹风销量稳定，价格递增

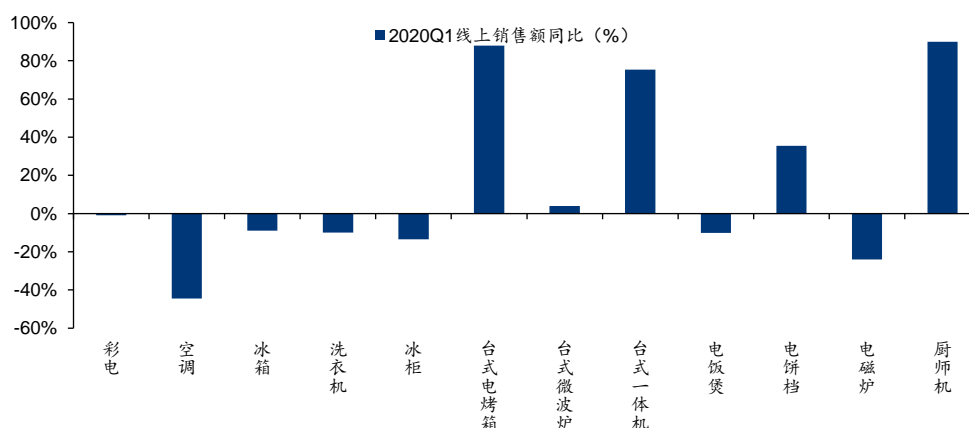


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 探索厨电领域，转型全能小家电品牌商

厨房小家电在疫情期间酝酿新机会，或迎来逐步复苏。根据中怡康数据显示，2020Q1 大家电类中彩电、空调、冰箱、洗衣机、冰柜销售额同比-0.8%、-44.5%、-9%、-9.9%、-13.5%。在行业普遍低迷的情况下，厨房家电中新兴品种展现亮眼的销量增势，台式电烤箱线上销量额同比+87.9%，台式一体机同比+75.4%，厨师机同比增 90%。电饭煲线上销量同比-10%，电磁炉销量同比-24%，此类厨房家电是用户烹饪的刚需产品，进入家庭时间较长，疫情期间更新换代需求不高。

图表47： 2020Q1 家电产品线上销售额同比变动情况



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

**携手纯米科技，完善小家电业务板块。**纯米科技致力于打造高端互联网厨房家电品牌，目前旗下拥有智能电饭煲、智能磁炉、智能电压力锅、智能烤箱、智能微波炉五大系列厨房小家电，并建立用户烹饪内容分享的独立社区，打造海量食谱与体验交流的平台。

飞科目前拥有环境家居电器与个人护理类电器产品线，2020 年 3 月宣布入股纯米科技（公司公告日期：2020 年 3 月 21 日，公告编号：2020-004，2020 年 3 月 20 日公司董事会已经审议通过并已经签署《股权转让协议》和《增资协议》，截至 2020 年 5 月 15 日，该股权转让、增资尚未实施完毕），布局厨房小家电业务。纯米是新晋互联网厨房家电商，而飞科是拥有成熟供应链与渠道资源的个护类知名品牌，二者有望实现优势互补。公司有望借助纯米步入厨房小家电领域，弥补业务蓝图上厨电的空缺，提升飞科在家电领域的知名度。随着多品类战略的持续实施，公司有望摆脱产品高度集中的弱点，实现多业务繁荣发展，全面带动营业收入的提升。

图表48： 公司完善个人护理电器、生活电器、厨房电器小家电产品线



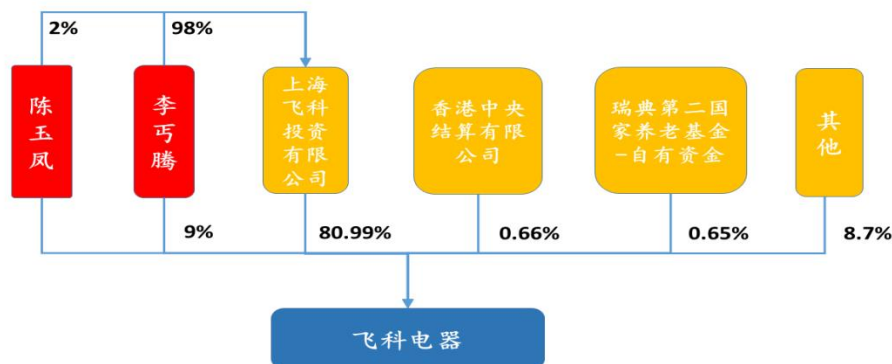
资料来源：公司官网、华泰证券研究所



## 股权结构高度集中，分红比例高

公司股权 88% 高度集中于实际控制人。公司实际控制人李丐腾持有上海飞科投资有限公司股权份额为 98%，直接持有飞科电器的股份为 9%，间接持有公司股权的比例为 79.37%，合计持有的飞科电器股份占比 88.37%。

图表49： 飞科电器股权结构图（截至 2020 年一季度）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

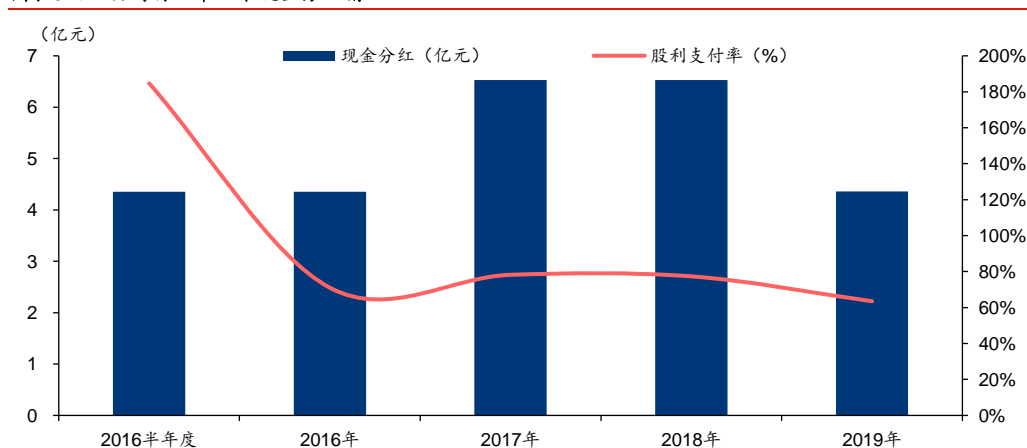
图表50： 截至 2020 年一季度，公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	上海飞科投资有限公司	352800000	80.99
2	李丐腾	39,200,000	9
3	香港中央结算有限公司	2,862,133	0.66
4	瑞典第二国家养老金-自有资金	2,814,600	0.65
5	不列颠哥伦比亚省投资管理公司-自有资金	2,756,345	0.63
6	中泰证券股份有限公司	2,200,000	0.51
7	富达基金（香港）有限公司-客户资金	2,005,517	0.46
8	挪威中央银行-自有资金	895,873	0.21
9	毕盛（上海）投资管理有限公司-毕盛狮盈私募证券投资基金	822,972	0.19
10	毕盛资产管理有限公司-毕盛大中华阿尔法母基金	775,500	0.18
	合计	407,132,940	93.48

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司自上市以来持续高比例现金分红回馈投资者。2016 年/2017 年/2018 年 2019 年现金分红金额为 8.72 亿元/6.53 亿元/6.53 亿元/4.36 亿元，股利支付率近年来维持在 60% 以上。

图表51： 公司自上市以来现金分红情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 收入及毛利率预测

个护类小家电需求与居民生活状态密不可分，2018 年/2019 年公司电动剃须刀销量同比+6.25%/-15.06%，电吹风销量同比+1.28%/+2.76%。2020Q1 疫情期间居民出门需求减少，对个人造型护理的需求降低。根据中怡康数据，2020Q1 电动剃须刀线上销售额同比-16.2%，但同样催生个别小电器销量增长（如理发器）。我们认为个护类小电器需求或将于 2020Q2 恢复，考虑到公司推动更高效的分销体系，2019 年公司分销体系已基本实现县、区全覆盖，渠道下沉拓展取得明显进展，“博锐”品牌产品型号调整结束。因此，考虑到疫情冲击的情况下，我们预计公司 2020-2022 年电动剃须刀销量同比增速或分别为-4.50%、+1.00%、+2.00%，电吹风销量同比增速或为+2.56%、+4.20%、+4.00%。

图表52： 各项业务收入盈利预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
电动剃须刀收入(亿元)	26.15	27.34	24.30	23.78	24.78	26.10
YOY	15.68%	4.54%	-11.13%	-2.12%	4.20%	5.33%
电动剃须刀单价（元）	42.25	41.57	43.50	44.58	45.99	47.50
YOY	8.78%	-1.60%	4.63%	2.49%	3.17%	3.26%
电动剃须刀销量（万台）	6189.04	6576.03	5585.58	5334.23	5387.57	5495.32
YOY	6.34%	6.25%	-15.06%	-4.50%	1.00%	2.00%
电吹风收入(亿元)	5.91	6.10	6.62	6.86	7.55	8.30
YOY	9.88%	3.28%	8.52%	3.53%	10.14%	9.85%
电吹风单价（元）	34.31	34.95	36.91	37.26	39.38	41.60
YOY	11.25%	1.88%	5.60%	0.95%	5.70%	5.62%
电吹风销量（万台）	1724.10	1746.16	1794.40	1840.34	1917.63	1994.34
YOY	-1.22%	1.28%	2.76%	2.56%	4.20%	4.00%
除剃须刀、电吹风以外业务收入（亿元）	6.47	6.32	6.67	7.32	8.41	9.68
YOY	14.31%	-2.26%	5.54%	9.66%	14.94%	15.10%
营业总收入（亿元）	38.53	39.77	37.59	37.96	40.75	44.08
YOY	14.55%	3.20%	-5.46%	0.97%	7.35%	8.18%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司电动剃须刀产品分双品牌精细化运营，针对不同层级消费者，采取差异化价格政策，同时逐步以新品带动价格提升，2019 年电动剃须刀/电吹风单价同比+4.63%、+5.60%。考虑到公司持续优化产品结构，提高产品制造的集约化程度，我们预计传统核心产品在新品持续迭代，同时渠道调整完毕带动下提货增长，产品结构或能持续优化，考虑到疫情冲击、市场竞争加大，价格提升幅度或偏小，我们预计 2020-2022 年电动剃须刀产品单价同比增速或分别为+2.49%、+3.17%、+3.26%，电吹风产品单价同比增速或分别为+0.95%、+5.70%、+5.62%。基于量价表现，我们预计 2020~2022 年电动剃须刀收入同比增速分别为-2.12%、+4.20%、+5.33%，电吹风收入同比增速分别为+3.53%、+10.14%、+9.85%。

除剃须刀及电吹风以外业务较为分散，各细分产品收入占比较低；一方面，2019 年公司推出插线板新品，快速铺货，当年实现收入 0.48 亿元，未来依然有望保持高速增长；另一方面，我们认为公司有望受益于持续拓展新产品线（加速电动牙刷等新品研发），且新产品基数较低、收入增速或好于传统核心产品；同时，公司渠道调整结束，部分老品类渠道库存下降，经销商提货动力提升，带动增速上行，因此我们简单预计 2020~2022 年除剃须刀及电吹风以外业务收入同比增速分别为+9.66%、+14.94%、+15.10%。

2018 年公司电吹风毛利率受产品自产转外包影响，采购成本上升。2019 年新增自动化设备折旧费用增加，电动剃须刀成本上升，毛利率下降。考虑到公司已成立飞科采购服务子公司，进行精益化采购管理，并随着规模效应提升与上游原材料议价能力提高（2020Q1 公司毛利率为 40.36%，同比+1.85pct）。

后期公司有望以新品持续优化产品结构、规模采购控制成本，毛利率或逐步提升，我们预计 2020-2022 年电动剃须刀毛利率或分别为 45.50%、45.60%、45.72%，电吹风业务毛利率或分别为 31.00%、32.00%、32.00%。除剃须刀及电吹风以外业务受益于新品规模提升，毛利率水平不断恢复，我们预计 2020-2022 年除剃须刀及电吹风以外业务毛利率或分别为 25.78%、27.48%、28.26%。

图表53： 各项业务毛利率预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
电动剃须刀毛利率	45.35%	45.71%	44.96%	45.50%	45.60%	45.72%
电吹风毛利率	27.16%	25.74%	30.29%	31.00%	32.00%	32.00%
除剃须刀、电吹风业务毛利率	26.12%	23.36%	23.74%	25.78%	27.48%	28.26%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 费用率预测

公司销售费用主要为广告费用、销售人员职工薪酬、促销费用、宣传费用等，2020Q1 公司销售费用率为 10.67%，同比+1.30pct，主要是受营业收入下降影响。由于 2020 年疫情影响，预计全年销售推广促销费或将维持去年水平，随着公司产品研发投入增加，竞争力提升，需求好转促销推广费用支持或有所减少，2021-2022 年销售费用率或将有小幅下降。因此我们预计 2020-2022 年销售费用率或将为 10.40%、10.20%、10.20%。

2020Q1 公司管理费用率为 3.85%，同比+0.79pct，主要是 Q1 销售收入减少使得管理费用率上升。管理费用整体较为刚性，我们预计 2020-2022 年管理费用为 3.22%、3.22%、3.22%。

2020Q1 公司研发费用率为 1.95%，同比+0.05pct。公司未来将加大研发力度，但考虑到 2019 年研发费用率同比增加较多，因此我们预计后续研发费用率不会增长过快，将维持在稳定水平，预计 2020-2022 年研发费用率为 2.18%、2.28%、2.28%。

2020Q1 公司财务费用率为-0.13%，同比-0.03pct。2019 年财务费用率为-0.08%，同比+0.31pct，主要是存款利息收入减少，汇兑收益减少。考虑到公司利息相关收入及支出较小，汇兑损益科目波动有一定影响，因此我们简单假设未来汇兑损益变化较小，2020-2022 年财务费用率维持较低水平为-0.09%、-0.11%、-0.10%。

图表54： 四项费用率测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	7.63%	8.72%	10.36%	10.40%	10.20%	10.20%
管理费用	3.70%	2.63%	3.22%	3.22%	3.22%	3.22%
研发费用	0.00%	1.33%	2.26%	2.18%	2.28%	2.28%
财务费用	-0.36%	-0.39%	-0.08%	-0.09%	-0.11%	-0.10%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.62、1.77、1.90 元，截至 2020 年 5 月 15 日，根据 Wind 一致预期，行业可比公司 2020 年平均 PE 为 24.5x，公司传统核心品类面临竞争，产品拓展对收入及净利润贡献还需要时间逐步体现。随着疫情结束，个护行业小家电需求恢复预期增强，公司渠道反复调整后或将进入稳态，同时研发投入增加，有望推出更具竞争力的传统产品以及更多元的产品品类，或能逐步实现价量齐升，带动市场份额增长。认可给予公司 2020 年 24.5-25.5x PE，对应目标价 39.69~41.31 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表55： 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002242.sz	九阳股份	16.29	23.20	27.22	23.49	20.61
002705.sz	新宝股份	14.85	19.97	29.25	24.14	19.86
603355.sh	莱克电气	20.38	19.27	17.12	14.83	13.63
平均		17.17	20.81	24.53	20.82	18.03

注：均为 Wind 一致预期，数据截至 2020/5/15

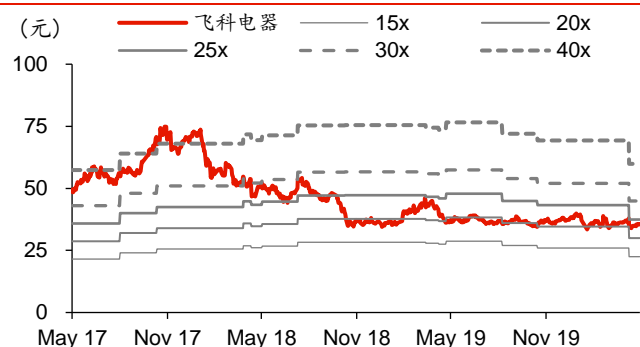
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) **小家电行业竞争加剧**: 小家电产品市场渗透率逐步提升, 部分产品已经进入存量博弈阶段, 行业增量空间减小, 如果行业竞争加剧, 可能导致对公司收入及净利润出现较大不利影响。
- 2) **需求不景气**: 疫情冲击下, 经济增速放缓, 居民消费延后, 如果后续小家电消费需求不景气, 可能导致公司经营恶化。
- 3) **原材料成本大幅波动**: 公司外包生产比例较高, 如果原材料成本大幅提升, 可能导致公司外包成本提升, 影响公司盈利水平。

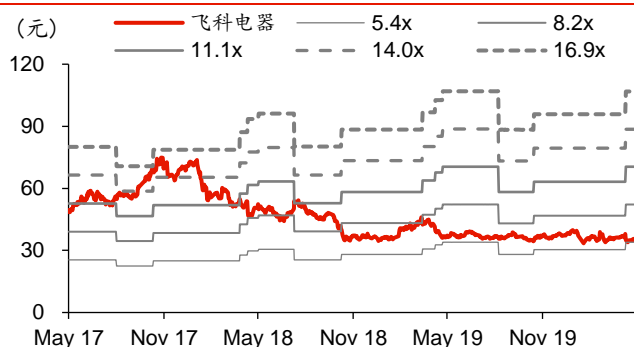
### PE/PB - Bands

图表56: 飞科电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表57: 飞科电器历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,559	2,283	3,058	3,404	3,917
现金	973.39	227.40	1,131	1,174	1,774
应收账款	547.31	571.22	558.13	654.17	657.35
其他应收账款	17.32	15.89	17.64	18.35	20.59
预付账款	25.60	16.80	26.01	19.95	29.77
存货	563.36	692.62	565.82	779.15	676.80
其他流动资产	431.61	758.74	758.74	758.74	758.74
非流动资产	1,138	1,411	1,403	1,440	1,488
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	591.38	625.36	700.48	789.94	867.23
无形资产	220.72	213.44	231.81	251.42	275.96
其他非流动资产	326.40	572.68	470.50	398.98	344.68
资产总计	3,697	3,694	4,461	4,845	5,405
流动负债	1,049	960.98	1,025	1,076	1,173
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	819.73	737.64	822.78	844.93	960.39
其他流动负债	229.07	223.35	202.44	231.35	212.70
非流动负债	44.85	103.23	103.23	103.23	103.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	44.85	103.23	103.23	103.23	103.23
负债合计	1,094	1,064	1,128	1,180	1,276
少数股东权益	1.76	0.28	(1.92)	(4.42)	(7.02)
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	688.05	688.05	688.05	688.05	688.05
留存公积	1,478	1,506	1,844	2,282	2,847
归属母公司股东权益	2,602	2,630	3,334	3,669	4,136
负债和股东权益	3,697	3,694	4,461	4,845	5,405

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	553.98	467.32	914.93	537.44	1,038
净利润	843.66	683.52	702.19	768.50	826.69
折旧摊销	52.99	61.29	44.21	51.51	59.21
财务费用	(15.36)	(3.08)	(3.50)	(4.50)	(4.50)
投资损失	(43.14)	(25.02)	(20.00)	(24.00)	(26.00)
营运资金变动	(293.26)	(253.84)	194.66	(250.95)	186.01
其他经营现金	9.10	4.45	(2.63)	(3.12)	(3.19)
投资活动现金	448.32	(560.72)	(14.39)	(63.94)	(79.65)
资本支出	329.24	272.35	35.52	89.06	106.74
长期投资	733.50	(313.50)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,511	(601.87)	21.13	25.12	27.09
筹资活动现金	(650.40)	(652.60)	3.50	(431.10)	(358.50)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(650.40)	(652.60)	3.50	(431.10)	(358.50)
现金净增加额	355.06	(745.99)	904.04	42.41	600.07

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,977	3,759	3,796	4,075	4,408
营业成本	2,422	2,308	2,312	2,471	2,675
营业税金及附加	32.17	26.02	26.00	26.00	28.00
营业费用	346.66	389.54	394.75	415.60	449.62
管理费用	104.63	120.99	122.16	131.13	141.86
财务费用	(15.36)	(3.08)	(3.50)	(4.50)	(4.50)
资产减值损失	(0.08)	(3.14)	(3.00)	(3.00)	(3.50)
公允价值变动收益	0.00	1.05	1.00	1.00	1.00
投资净收益	43.14	25.02	20.00	24.00	26.00
营业利润	1,084	860.20	884.75	970.07	1,048
营业外收入	39.88	50.90	53.00	55.00	55.00
营业外支出	0.39	0.32	1.50	0.40	0.40
利润总额	1,124	910.78	936.25	1,025	1,102
所得税	280.16	227.26	234.06	256.17	275.56
净利润	843.66	683.52	702.19	768.50	826.69
少数股东损益	(1.24)	(2.30)	(2.20)	(2.50)	(2.60)
归属母公司净利润	844.90	685.82	704.39	771.00	829.29
EBITDA	1,148	965.25	960.08	1,042	1,117
EPS (元, 基本)	1.94	1.57	1.62	1.77	1.90

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.20	(5.46)	0.97	7.35	8.18
营业利润	0.61	(20.67)	2.85	9.64	8.00
归属母公司净利润	1.14	(18.83)	2.71	9.46	7.56
获利能力 (%)					
毛利率	39.09	38.61	39.08	39.35	39.31
净利率	21.22	18.18	18.50	18.86	18.75
ROE	32.41	25.99	21.07	20.97	20.02
ROIC	50.86	38.80	44.35	40.31	46.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.58	28.81	25.30	24.35	23.61
净负债比率 (%)	(36.30)	(5.69)	(31.62)	(29.91)	(41.08)
流动比率	2.44	2.38	2.98	3.16	3.34
速动比率	1.47	1.61	2.38	2.39	2.71
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.02	0.93	0.88	0.86
应收账款周转率	9.92	6.72	7.31	7.31	7.31
应付账款周转率	3.54	2.96	3.07	3.07	3.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.94	1.57	1.62	1.77	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	2.03	2.10	1.23	2.38
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.04	7.65	8.42	9.49
估值比率					
PE (倍)	18.56	22.87	22.26	20.34	18.91
PB (倍)	6.03	5.96	4.70	4.27	3.79
EV_EBITDA (倍)	12.84	15.34	14.47	13.30	11.86

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

本人，林震宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司