

飞科电器 (603868.SH)

新渠道、提价双驱动，业绩增速领跑行业

核心观点:

- **产品结构升级、直播渠道的拓展以及渠道自营化带动收入快速增长，净利率持续改善。**公司披露 2022 年中报，基本与业绩快报相符：2022H1 实现收入 22.8 亿元 (YoY+30.2%)，归母净利 4.6 亿元 (YoY+45.2%)，毛利率 54.1% (YoY+7.8pct)，净利率 20.0% (YoY+2.1pct)；Q2 收入 11.6 亿元 (YoY+32.8%)，归母净利 2.2 亿元 (YoY+32.7%)，毛利率 54.1% (YoY+5.8pct)，净利率 18.9% (YoY+0.02pct)。收入快速增长，原因：(1) 产品转型升级，均价快速提升带动整体收入提升；(2) 大力拓展新兴渠道，包括自营电商、直播渠道，而新兴渠道增速大幅快于天猫、京东以及线下传统渠道。毛利率提升，原因：(1) 产品结构升级使均价提升；(2) 线上渠道深化“C 端化”改革，出厂价提升。销售/管理/研发费用率同比+5.1/-0.2/-1.1pct，线上渠道自营化，故销售费用率提升较多，整体净利率稳步提升。
- **主力产品剃须刀表现亮眼，贡献主要增长。**分产品，2022H1 剃须刀收入 16.4 亿元 (YoY+36.2%)，毛利率 58.3% (YoY+6.3pct)，公司推出“智能感应”剃须刀以及“小飞碟便携剃须刀”，带动公司整体收入快速增长，均价大幅提升；电吹风收入 2.4 亿元 (YoY+7.7%)，毛利率 39.5% (YoY+4.1pct)；电动理发机收入 1.4 亿元 (YoY-1.6%)；电动牙刷收入 0.6 亿元 (YoY+172.2%)；鼻毛修剪器收入 0.6 亿元 (YoY+247.5%)；其他收入 1.3 亿元 (YoY-3.5%)。
- **盈利预测与投资建议：**公司新兴渠道拓展顺利、产品结构持续升级。预计 2022-24 年公司归母净利润分别同比增长 46%、25%、19%，参考可比公司估值，我们给予公司 2022 年 40xPE，对应合理价值 85.58 元人民币/股。维持“增持”评级。
- **风险提示。**内销需求低迷；新品拓展不力；行业竞争格局恶化。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,568	4,005	5,037	6,036	7,047
增长率 (%)	-5.1	12.3	25.8	19.8	16.7
EBITDA (百万元)	885	866	1,273	1,570	1,868
归母净利润 (百万元)	638	641	932	1,161	1,376
增长率 (%)	-6.9	0.4	45.5	24.6	18.5
EPS (元/股)	1.47	1.47	2.14	2.67	3.16
市盈率 (x)	31.93	29.52	38.88	31.22	26.34
ROE (%)	22.5	21.1	28.0	31.3	31.8
EV/EBITDA (x)	22.57	21.45	27.95	22.44	18.50

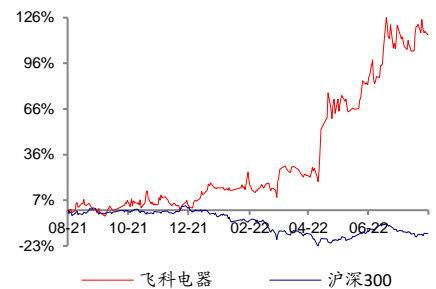
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	83.19 元
合理价值	85.58 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-16

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

相关研究:

飞科电器 (603868.SH) :22Q1 收入快速增长，业绩超预期	2022-04-28
飞科电器 (603868.SH) :Q3 保持增长，渠道改革持续	2021-10-28
飞科电器 (603868.SH) :渠道改善，经营情况持续恢复	2021-08-27

请务必阅读末页的免责声明

模型假设与盈利预测

假设:

- (1) 公司顺利拓展抖音等直播渠道，抖音等直播渠道增长快于天猫、京东以及线下等传统渠道，因此抖音渠道收入占比提升，将带动公司收入实现持续良好增长；
- (2) 公司近几年来研发投入加大，注重产品创新，持续推出剃须刀、电吹风高端新品，有望带动产品均价持续提升；
- (3) 公司产品持续升级，考虑到电动剃须刀、电吹风市场的良好竞争格局以及公司的强大的品牌力，预计将带动产品毛利率持续提升。

投资建议:

公司新兴渠道拓展顺利、产品结构持续升级。预计2022-24年公司归母净利润分别同比增长46%、25%、19%，参考可比公司估值，考虑到公司的增速远快于小家电行业其他公司，同时鉴于公司强大的品牌力以及稳定的市场地位，我们给予公司2022年40xPE，对应合理价值85.58元人民币/股。维持“增持”评级。

表1: 飞科收入拆分表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万)	3568	4015	5037	6036	7047
YoY	-5.08%	12.53%	25.47%	19.83%	16.74%
电动剃须刀					
收入 (百万)	2301	2784	3703	4480	5226
YoY	-5.21%	20.99%	33.00%	21.00%	16.64%
电吹风					
收入 (百万)	573	520	557	675	816
YoY	-13.60%	-9.10%	7.10%	21.00%	21.00%
其他产品					
收入 (百万)	694	710	777	882	1005
YoY	3.83%	2.32%	9.40%	13.42%	13.98%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 飞科毛利率拆分表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万)	3568	4015	5037	6036	7047
营业成本 (百万)	2096	2118	2308	2708	3105
毛利率	41.27%	47.24%	54.19%	55.14%	55.93%
电动剃须刀					
毛利率	45.40%	51.00%	59.00%	59.50%	60.00%
电吹风					
毛利率	35.00%	37.40%	40.00%	43.00%	46.00%
其他产品					
毛利率	32.73%	39.70%	41.45%	42.24%	42.84%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

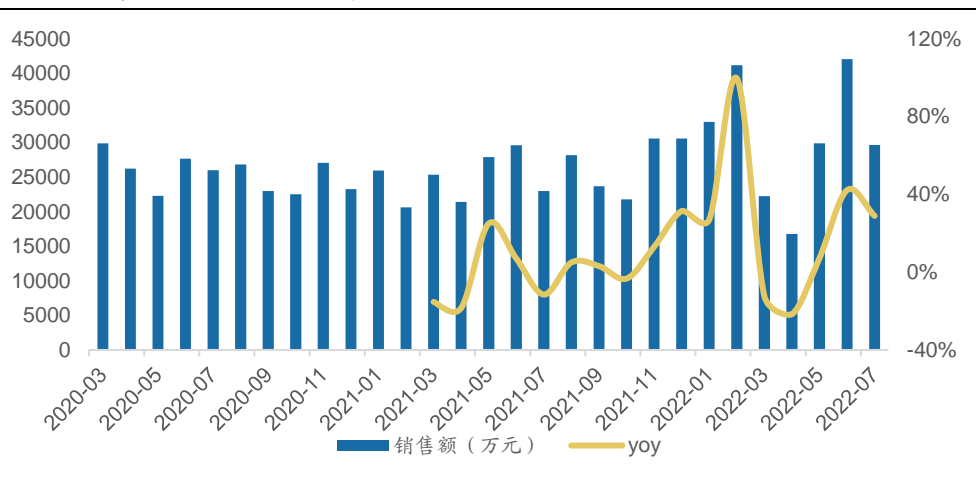
表3: 飞科电器可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002032.SZ	苏泊尔	44.70	2.78	3.07	16.1	14.6
002242.SZ	九阳股份	16.20	1.06	1.24	15.2	13.1
002705.SZ	新宝股份	21.21	1.27	1.47	16.7	14.4
603355.SH	莱克电气	35.20	1.06	1.26	33.1	27.8
603486.SH	科沃斯	93.29	4.54	5.77	20.5	16.2
	行业平均				20.3	17.2
603868.SH	飞科电器	83.19	2.14	2.67	38.9	31.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2022/08/15 收盘价; 可比公司盈利预测均与广发最新外发报告一致。

图1: 飞科淘系+京东合计销售额及同比增速



数据来源: 魔镜市场情报, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,171	2,373	2,329	2,958	3,868
货币资金	413	348	650	1,016	1,682
应收及预付	534	451	252	309	350
存货	499	636	329	378	425
其他流动资产	725	938	1,098	1,254	1,410
非流动资产	1,719	1,792	1,960	2,037	2,105
长期股权投资	210	221	221	221	221
固定资产	607	971	1,102	1,126	1,141
在建工程	653	324	324	324	324
无形资产	206	201	195	193	191
其他长期资产	43	75	118	173	228
资产总计	3,889	4,165	4,289	4,995	5,973
流动负债	953	1,027	924	1,244	1,603
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	724	655	691	963	1,274
其他流动负债	229	372	233	281	328
非流动负债	104	97	42	42	42
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	104	97	42	42	42
负债合计	1,056	1,124	966	1,286	1,645
股本	436	436	436	436	436
资本公积	686	693	693	693	693
留存收益	1,709	1,914	2,196	2,582	3,098
归属母公司股东权益	2,831	3,042	3,324	3,710	4,329
少数股东权益	2	-1	-1	-1	-1
负债和股东权益	3,889	4,165	4,289	4,995	5,973

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,568	4,005	5,037	6,036	7,047
营业成本	2,096	2,122	2,308	2,708	3,105
营业税金及附加	31	37	35	42	49
销售费用	420	770	1,159	1,388	1,621
管理费用	135	161	166	199	233
研发费用	74	132	176	217	268
财务费用	-3	-3	-5	-8	-13
资产减值损失	-8	-7	-7	-5	-6
公允价值变动收益	11	13	0	0	0
投资净收益	2	10	21	26	21
营业利润	828	781	1,213	1,511	1,800
营业外收支	33	54	27	33	30
利润总额	861	835	1,239	1,544	1,830
所得税	224	197	307	383	454
净利润	637	638	932	1,161	1,376
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	638	641	932	1,161	1,376
EBITDA	885	866	1,273	1,570	1,868
EPS (元)	1.47	1.47	2.14	2.67	3.16

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	979	741	1,240	1,242	1,532
净利润	637	638	932	1,161	1,376
折旧摊销	73	82	80	89	97
营运资金变动	258	55	239	52	109
其它	11	-33	-11	-59	-50
投资活动现金流	-359	-366	-233	-101	-109
资本支出	-204	-177	-178	-77	-80
投资变动	-169	-206	-50	-50	-50
其他	15	16	-5	26	21
筹资活动现金流	-435	-440	-704	-775	-757
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1	0	0	0	0
其他	-436	-440	-704	-775	-757
现金净增加额	186	-65	302	366	666
期初现金余额	227	413	348	650	1,016
期末现金余额	413	348	650	1,016	1,682

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-5.1%	12.3%	25.8%	19.8%	16.7%
营业利润增长	-3.8%	-5.6%	55.2%	24.6%	19.1%
归母净利润增长	-6.9%	0.4%	45.5%	24.6%	18.5%
获利能力					
毛利率	41.2%	47.0%	54.2%	55.1%	55.9%
净利率	17.9%	15.9%	18.5%	19.2%	19.5%
ROE	22.5%	21.1%	28.0%	31.3%	31.8%
ROIC	34.7%	33.3%	50.5%	61.9%	76.1%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	27.0%	22.5%	25.7%	27.5%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.28	2.31	2.52	2.38	2.41
速动比率	1.74	1.64	2.14	2.05	2.13
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.99	1.19	1.30	1.28
应收账款周转率	6.57	8.72	22.12	21.47	22.12
存货周转率	3.52	3.74	7.02	7.16	7.30
每股指标 (元)					
每股收益	1.47	1.47	2.14	2.67	3.16
每股经营现金流	2.25	1.70	2.85	2.85	3.52
每股净资产	6.50	6.98	7.63	8.52	9.94
估值比率					
P/E	31.93	29.52	38.88	31.22	26.34
P/B	7.20	6.22	10.90	9.77	8.37
EV/EBITDA	22.57	21.45	27.95	22.44	18.50

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：高级研究员，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 尧：研究员，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。