

2023年08月28日

飞科电器 (603868.SH)

高端化稳步推进，高速电吹风有望贡献增量

事件：公司发布2023年半年报。根据公告，23H1公司实现营业收入26.74亿元，同比增长17.30%，实现归母净利润6.08亿元，同比增长33.43%，实现扣非后归母净利润5.06亿元，同比增长18.18%；单季度来看，23Q2公司实现营业收入13.00亿元，同比增长12.06%，实现归母净利润2.88亿元，同比增长31.42%，实现扣非后归母净利润2.27亿元，同比增长12.21%。

投资要点

◆ **产品升级、营销发力，驱动收入较快增长。**根据奥维云网线上推总数据，23H1电动剃须刀/电吹风/电动牙刷零售额同比增长22.7%/26.3%/8.3%，个护电器迎来复苏反弹，在此背景下，公司坚持同心多品类战略，持续搭建多维产品创新矩阵以满足消费者多样化需求，23H1公司研发新品包括剃须刀等共计6个系列新品上市，获得新申请专利76项，产品持续实现创新升级，7月公司新推出“银河星环”FH6371高速吹风机，性价比优势突出，依托于飞科较强的品牌力和营销模式，后续有望快速打开市场。渠道方面，公司继续加强与淘宝天猫、京东、拼多多等电商平台的合作，深化线上“C端化”改革，有效推动产品销售结构优化，上半年中高端产品销售占比达到51%，同比提升10.4pct，抖音、微博、小红书等方面亦持续加大投入，扩大情感节假日营销、提升品牌内涵和形象，其中抖音已建立蓝V多账号多店铺同播矩阵，品牌自播运营表现优异，在情人节等多个情感节日和平台活动期间位列品牌和类目榜单第一；线下方面，公司继续推行KA卖场“直供化”、区域分销“精细化”和线下体验店“直营化”，不仅有效降低经营成本、提升对线下渠道的数据获取和管理能力，还增强了消费者客户黏性、提升品牌认知度。品牌方面，公司继续优化“博锐”“飞科”双品牌的定位及运营策略，有效推动博锐品牌高速增长，23H1博锐电器实现营收3.71亿元，同比+143.86%，双品牌定位明晰、共同发力，有望进一步巩固公司市场地位。

◆ **毛利率显著提升，Q2营销投放加码。**23H1/Q2公司毛利率为57.90%/59.82%，同比提升3.82pct/5.73pct，预计主要得益于产品结构升级均价提升、原材料价格下降。公司持续加码营销投放，23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为30.15%/2.97%/2.18%/-0.20%，同比+4.80pct/-0.46pct/+0.30pct/+0.02pct，销售费用率显著提升，主要源于广告、推广及促销费增加；23H1公司营业外收入中政府补助1.1亿元，同比+302%，最终23H1/23Q2净利率为22.75%/22.16%，同比+2.77pct/+3.29pct。23H1/Q2经营性净现金流为8.89/3.11亿元，较去年同期分别增长122.4%/-6%，上半年增长主要源于销售回款增加及与日常活动无关的政府补助增加。

◆ **投资建议：**公司持续推进高端化策略、强化产品创新和渠道营销，依托于品牌、产品、营销优势，电动剃须刀有望稳健增长，外拓品类高速电吹风、电动牙刷等持续发力、市场份额将快速提升，公司业绩潜力有望逐步释放。预计2023-2025年公司营业收入分别为56.28/70.08/83.88亿元，同比增长21.6%/24.5%/19.7%，归母净利润11.17/13.97/16.96亿元，同比增长35.7%/25.1%/21.4%，对应EPS分别为

公司快报

家电 | 小家电III

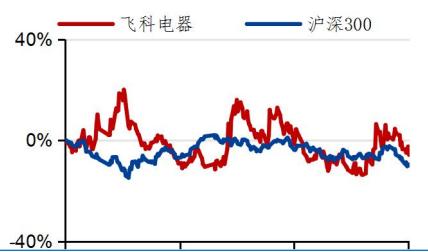
 投资评级 **增持-B(首次)**

股价(2023-08-25) 68.67元

交易数据

总市值 (百万元)	29,912.65
流通市值 (百万元)	29,912.65
总股本 (百万股)	435.60
流通股本 (百万股)	435.60
12个月价格区间	88.00/63.70

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.67	4.4	3.45
绝对收益	-8.2	0.52	-5.7

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号: S0910523070002
 wudongju@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

 SAC 执业证书编号: S0910123080010
 wangying5@huajinsec.cn

相关报告



为 2.56/3.21/3.89 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,005	4,627	5,628	7,008	8,388
YoY(%)	12.3	15.5	21.6	24.5	19.7
净利润(百万元)	641	823	1,117	1,397	1,696
YoY(%)	0.4	28.4	35.7	25.1	21.4
毛利率(%)	47.0	53.6	56.6	57.6	58.1
EPS(摊薄/元)	1.47	1.89	2.56	3.21	3.89
ROE(%)	21.0	24.0	30.4	30.9	30.0
P/E(倍)	46.7	36.3	26.8	21.4	17.6
P/B(倍)	9.8	8.7	8.1	6.6	5.3
净利率(%)	16.0	17.8	19.8	19.9	20.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 电动剃须刀：公司为国产剃须刀龙头，20年起凭借便携式小飞碟、智能感应剃须刀等新品成功实现飞科品牌高端化转型，考虑到便携式剃须刀仍有较大渗透空间，公司产品升级仍在持续推进，叠加飞科、博锐双品牌共驱，分别定位中高端、性价比，产品布局较为完善，预计2023-2025年电动剃须刀收入增速分别为17.60%、12.32%、8.15%，毛利率分别为61.5%、62.5%、63.0%。
- (2) 电吹风：高速电吹风低渗透率、成长空间大，公司兼具品牌、产品优势，市场份额有望快速提升，预计2023-2025年电吹风收入增速分别为40.40%、72.80%、48.40%，毛利率分别为43%、48%、51%。
- (3) 电动理发器：市场发展较为成熟，预计表现较为平稳。预计2023-2025年电动理发器收入增速分别为0%、3%、3%，毛利率分别为45%、46%、47%。
- (4) 电动牙刷：赛道景气度较高，随着后续新品上市、营销投放加强，该品类有望延续较好的发展势头，预计2023-2025年电动牙刷收入增速分别为90%、70%、50%，毛利率分别为49%、51%、52%。
- (5) 鼻毛修剪器：未来有望受益新品拉动实现快速增长，预计2023-2025年鼻毛修剪器收入增速分别为70%、50%、30%，毛利率分别为62%、65%、67%。

表1：公司业绩拆分及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电动剃须刀					
收入(百万元)	2782.56	3212.47	3777.87	4243.30	4589.13
YOY%	20.94%	15.45%	17.60%	12.32%	8.15%
销量(万台)	5461.81	4774.32	5013.04	5213.56	5369.96
YOY%	-3.43%	-12.59%	5.00%	4.00%	3.00%
均价(元)	50.95	67.29	75.36	81.39	85.46
YOY%	25.23%	32.07%	12.00%	8.00%	5.00%
收入占比	69.47%	69.43%	67.12%	60.55%	54.71%
毛利率%	51.02%	58.24%	61.50%	62.50%	63.00%
电吹风					
收入(百万元)	517.93	602.42	845.79	1461.53	2168.91
YOY%	-9.47%	16.31%	40.40%	72.80%	48.40%
销量(万台)	1249.81	1302.05	1406.21	1518.71	1609.83
YOY%	-18.80%	4.18%	8.00%	8.00%	6.00%
均价(元)	41.44	46.27	60.15	96.23	134.73
YOY%	11.49%	11.64%	30.00%	60.00%	40.00%
毛利(百万元)	191.44	229.29	363.69	701.53	1106.14
毛利率%	36.96%	38.06%	43.00%	48.00%	51.00%
电动理发器					

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	266.18	264.27	264.27	272.20	280.37
YOY%	-33.02%	-0.72%	0.00%	3.00%	3.00%
收入占比	7.08%	7.03%	7.03%	7.24%	7.46%
毛利率%	39.15%	42.86%	45.00%	46.00%	47.00%
电动牙刷					
收入 (百万元)	57.87	122.58	232.91	395.94	593.91
YOY%	2254.69%	111.84%	90.00%	70.00%	50.00%
收入占比	1.54%	3.26%	6.20%	10.53%	15.80%
毛利率%	50.00%	42.23%	49.00%	51.00%	52.00%
毛球修剪器					
收入 (百万元)	123.59	82.18	57.53	57.53	60.40
YOY%	25.39%	-33.51%	-30.00%	0.00%	5.00%
收入占比	3.29%	2.19%	1.53%	1.53%	1.61%
毛利率%	31.72%	44.75%	45.00%	46.00%	47.00%
鼻毛修剪器					
收入 (百万元)	51.95	133.81	227.48	341.22	443.59
YOY%	81.87%	157.56%	70.00%	50.00%	30.00%
收入占比	1.38%	3.56%	6.05%	9.08%	11.80%
毛利率%	75.47%	66.61%	62.00%	65.00%	67.00%
其他					
收入 (百万元)	195.34	195.48	205.25	215.52	226.29
YOY%	19.70%	0.07%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	4.89%	4.24%	3.65%	3.08%	2.70%
毛利率%	26.74%	41.71%	42.00%	42.50%	43.00%
主营业务合计					
收入 (百万元)	3995.44	4613.22	5611.10	6987.24	8362.60
YOY%	12.13%	15.46%	21.63%	24.53%	19.68%
毛利率%	46.92%	53.60%	56.55%	57.54%	58.13%
其他业务					
收入 (百万元)	9.82	13.92	17.40	20.88	25.05
YOY%	108.30%	41.74%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率%	90.03%	62.20%	63.00%	63.00%	63.00%
公司整体					
收入 (百万元)	4,005.26	4,627.13	5628.50	7008.11	8387.65
YOY%	12.26%	15.53%	21.64%	24.51%	19.68%
毛利率%	47.03%	53.63%	56.57%	57.56%	58.14%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是一家集剃须刀等个人护理电器、生活电器及厨房电器等智能时尚电器的研发、制造、销售于一体的企业。为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的小家电上市公司小熊电器、九阳股份、苏泊尔、北鼎股份 (以上 4 家主营厨房小家电)、倍轻松 (主营按摩小件) 作为可比公司,

进行估值对比。公司坚持高端化定位、持续推进品牌升级，产品力、品牌力和营销效率领先同业，市场竞争力较强，同时公司继续培育性价比品牌博锐、产品布局持续完善，双品牌驱动下预计未来剃须刀将实现稳健增长，新品类高速电吹风加速渗透、实现份额快速提升，电动牙刷亦有望实现通过新品拉动实现快速增长，看好公司未来发展。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
002959	小熊电器	93.94	3.86	5.01	5.95	6.91	21.02	18.75	15.78	13.59
002242	九阳股份	105.85	5.30	7.28	8.44	9.48	21.84	14.54	12.54	11.17
002032	苏泊尔	377.94	20.68	22.47	24.85	27.57	18.75	16.82	15.21	13.71
300824	北鼎股份	30.48	0.47	0.98	1.22	1.43	49.13	31.24	24.94	21.26
688793	倍轻松	29.20	(1.24)	0.88	1.21	1.50	-25.09	33.12	24.17	19.42
平均			-	5.81	7.32	8.34	9.38	17.13	22.89	18.53
603868	飞科电器	299.13	8.23	11.17	13.97	16.96	30.67	26.78	21.41	17.63

资料来源: [wind](#), 华金证券研究所 (可比公司数据来自 [wind](#) 一致预期, 截止日期 2023 年 8 月 25 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2369	2571	2905	3505	4655	营业收入	4005	4627	5628	7008	8388
现金	348	508	406	872	1582	营业成本	2122	2146	2444	2974	3511
应收票据及应收账款	400	277	547	479	749	营业税金及附加	37	43	51	56	67
预付账款	47	77	74	113	110	营业费用	770	1142	1492	1850	2231
存货	636	652	816	971	1138	管理费用	161	161	158	182	210
其他流动资产	938	1056	1063	1070	1076	研发费用	132	89	107	126	159
非流动资产	1798	1776	1970	2271	2548	财务费用	-3	-6	-3	-5	-21
长期投资	221	219	218	217	216	资产减值损失	-32	-29	-35	-44	-53
固定资产	971	1124	1274	1510	1745	公允价值变动收益	13	12	13	13	13
无形资产	201	196	192	182	171	投资净收益	10	2	10	6	7
其他非流动资产	405	237	286	362	416	营业利润	781	1048	1368	1799	2197
资产总计	4167	4347	4875	5776	7203	营业外收入	55	50	120	60	50
流动负债	1027	810	1093	1141	1443	营业外支出	2	11	4	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	835	1087	1484	1854	2241
应付票据及应付账款	655	510	818	799	1109	所得税	197	264	367	457	545
其他流动负债	372	300	275	343	334	税后利润	638	823	1117	1397	1696
非流动负债	99	108	108	108	108	少数股东损益	-2	-0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	641	823	1117	1397	1696
其他非流动负债	99	108	108	108	108	EBITDA	903	1171	1570	1956	2352
负债合计	1126	918	1201	1250	1552						
少数股东权益	-1	0	0	0	0						
股本	436	436	436	436	436						
资本公积	693	691	691	691	691						
留存收益	1914	2301	2565	2849	3147						
归属母公司股东权益	3042	3428	3674	4526	5651						
负债和股东权益	4167	4347	4875	5776	7203						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	741	816	1054	1408	1666	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	638	823	1117	1397	1696	成长能力					
折旧摊销	78	100	100	121	147	营业收入(%)	12.3	15.5	21.6	24.5	19.7
财务费用	-3	-6	-3	-5	-21	营业利润(%)	-5.6	34.2	30.5	31.5	22.1
投资损失	-10	-2	-10	-6	-7	归属于母公司净利润(%)	0.4	28.4	35.7	25.1	21.4
营运资金变动	55	-130	-138	-87	-138	获利能力					
其他经营现金流	-17	32	-13	-13	-13	毛利率(%)	47.0	53.6	56.6	57.6	58.1
投资活动现金流	-366	-210	-272	-403	-405	净利率(%)	16.0	17.8	19.8	19.9	20.2
筹资活动现金流	-440	-448	-883	-539	-551	ROE(%)	21.0	24.0	30.4	30.9	30.0
每股指标(元)						ROIC(%)	20.7	23.5	30.0	30.5	29.5
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.89	2.56	3.21	3.89	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.87	2.42	3.23	3.83	资产负债率(%)	27.0	21.1	24.6	21.6	21.5
每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.87	8.43	10.39	12.97	流动比率	2.3	3.2	2.7	3.1	3.2
						速动比率	1.6	2.2	1.8	2.1	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
						应收账款周转率	8.8	13.7	13.7	13.7	13.7
						应付账款周转率	3.1	3.7	3.7	3.7	3.7
						估值比率					
						P/E	46.7	36.3	26.8	21.4	17.6
						P/B	9.8	8.7	8.1	6.6	5.3
						EV/EBITDA	31.8	24.3	18.2	14.3	11.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn