

飞科电器 (603868.SH)

2023 年 11 月 14 日

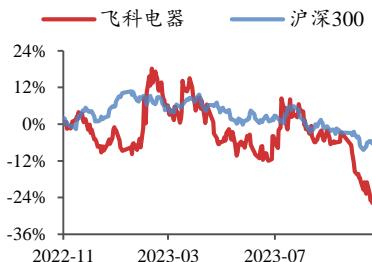
渠道调整致 Q3 收入承压，看好推新拉动增速恢复

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/13
当前股价(元)	54.13
一年最高最低(元)	89.57/52.60
总市值(亿元)	235.79
流通市值(亿元)	235.79
总股本(亿股)	4.36
流通股本(亿股)	4.36
近 3 个月换手率(%)	8.77

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 毛利率提升显著，开启新一轮推新升级周期—公司信息更新报告》
-2023.8.28

《推新预期叠加七夕旺季，看好公司新一轮产品周期—公司信息更新报告》-2023.7.11

《Q1 毛利率延续提升，看好推新开启新一轮产品周期—公司信息更新报告》-2023.5.4

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

陆帅坤（分析师）

lushuikun@kysec.cn

证书编号: S0790523060001

● 渠道调整致 Q3 收入承压，看好推新拉动增速恢复，维持“买入”评级

公司 Q1-3 营收 39.9 亿元 (+7.5%)，归母净利润 8.3 亿元 (+11.5%)，扣非归母净利润 7.1 亿元 (+2.1%)。Q3 营收 13.2 亿元 (-8.0%)，归母净利润 2.2 亿元 (-23.6%)，扣非归母净利润 2.1 亿元 (-23.2%)。Q3 业绩承压主线下渠道结构调整期导致收入端承压，同时 Q3 高速电吹风新品推广增加、叠加 2022Q3 净利率高基数导致利润承压。公司被列入上海市第二批拟认定高新技术企业，2023-2025 年有望享受减按 15% 的税率征收企业所得税。我们维持 2023 年，下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.1/13.4/15.5 亿元（2024-2025 年原值为 14.7/17.9 亿元），对应 EPS 分别为 2.55/3.07/3.55 元，当前股价对应 PE 为 21.2/17.6/15.2 倍，看好迎来新品周期，维持“买入”评级不变。

● 产品结构提升拉动毛利率提升，高举高打毛利率、销售费用率将延续提升

Q3 毛利率 57.3% (+4.5pcts)，产品结构提升带动。Q3 期间费用率为 35.7% (+9.0pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +8.6/+0.2/+0.2/+0.0pct，销售费用率提升主系高速电吹风新品推广费用投放增加、叠加费率较高的抖音渠道占比提升。Q3 净利率 16.6% (-3.4pcts)，扣非净利率为 15.7% (-3.1pcts)。我们预计伴随高速电吹风、便携式剃须刀新品持续推出，毛利率有望延续提升趋势，高速电吹风、电动牙刷等新品类收入占比持续提升，公司净利率将略有下降。

● 线下渠道结构调整加速，看好博锐加速升级步伐

Q3 线下渠道结构调整后看好博锐加速升级步伐。2023Q3 末应收账款 2.5 亿，同比下滑 46.5%，较 2023Q2 末下滑 19.1%；2022Q3 末营收应收账款 4.7 亿，较 2022Q2 末提升了 25.8%。预计应收账款的下降为线下渠道结构调整加速，为后续博锐品牌升级承接飞科品牌原有价格带、经销商提货让步。公司有望进入新一轮推新周期，看好高速电吹风、便携式剃须刀等多个低渗透率品类推出新品，持续拉动业绩增长。公司在个护赛道竞争壁垒深厚，看好行业端品牌出清利好份额提升。

● 风险提示：若缺市场需求不及预期、行业竞争加剧、高速吹风机拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,005	4,627	5,134	6,687	8,133
YOY(%)	12.3	15.5	10.9	30.3	21.6
归母净利润(百万元)	641	823	1,112	1,337	1,547
YOY(%)	0.4	28.4	35.1	20.2	15.7
毛利率(%)	47.0	53.6	58.2	59.4	61.5
净利率(%)	15.9	17.8	21.7	20.0	19.0
ROE(%)	21.0	24.0	30.3	32.3	32.2
EPS(摊薄/元)	1.47	1.89	2.55	3.07	3.55
P/E(倍)	36.8	28.7	21.2	17.6	15.2
P/B(倍)	7.8	6.9	6.4	5.7	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2369	2571	2951	3421	3734	营业收入	4005	4627	5134	6687	8133
现金	348	508	722	734	991	营业成本	2122	2146	2146	2713	3129
应收票据及应收账款	400	277	474	505	686	营业税金及附加	37	43	47	62	75
其他应收款	21	24	25	39	39	营业费用	770	1142	1232	1819	2456
预付账款	47	77	60	118	99	管理费用	161	161	180	234	285
存货	636	652	636	993	886	研发费用	132	89	103	134	163
其他流动资产	918	1032	1032	1032	1032	财务费用	-3	-6	-17	-13	-17
非流动资产	1798	1776	1831	2191	2493	资产减值损失	-7	-8	-9	-11	-14
长期投资	221	219	219	217	217	其他收益	3	10	6	8	4
固定资产	971	1124	1172	1445	1697	公允价值变动收益	13	12	13	13	10
无形资产	201	196	192	182	171	投资净收益	10	2	6	4	5
其他非流动资产	405	237	247	346	408	资产处置收益	-0	1	0	0	0
资产总计	4167	4347	4781	5612	6227	营业利润	781	1048	1432	1719	2005
流动负债	1027	810	1005	1370	1310	营业外收入	55	50	48	58	49
短期借款	0	0	0	267	0	营业外支出	2	11	11	11	11
应付票据及应付账款	655	510	760	777	1035	利润总额	835	1087	1469	1766	2043
其他流动负债	372	300	245	326	275	所得税	197	264	357	429	497
非流动负债	99	108	108	108	108	净利润	638	823	1111	1336	1546
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-0	-1	-1	-1
其他非流动负债	99	108	108	108	108	归属母公司净利润	641	823	1112	1337	1547
负债合计	1126	918	1113	1478	1418	EBITDA	903	1171	1548	1868	2169
少数股东权益	-1	0	-1	-1	-2	EPS(元)	1.47	1.89	2.55	3.07	3.55
股本	436	436	436	436	436						
资本公积	693	691	691	691	691	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	1914	2301	2447	2495	2624	成长能力					
归属母公司股东权益	3042	3428	3669	4135	4810	营业收入(%)	12.3	15.5	10.9	30.3	21.6
负债和股东权益	4167	4347	4781	5612	6227	营业利润(%)	-5.6	34.2	36.6	20.0	16.6
						归属于母公司净利润(%)	0.4	28.4	35.1	20.2	15.7
						获利能力					
						毛利率(%)	47.0	53.6	58.2	59.4	61.5
						净利率(%)	15.9	17.8	21.7	20.0	19.0
						ROE(%)	21.0	24.0	30.3	32.3	32.2
						ROIC(%)	38.1	45.5	61.3	52.8	57.5
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	741	816	1215	1062	1808	资产负债率(%)	27.0	21.1	23.3	26.3	22.8
净利润	638	823	1111	1336	1546	净负债比率(%)	-8.7	-12.2	-17.6	-9.5	-19.0
折旧摊销	78	100	97	115	143	流动比率	2.3	3.2	2.9	2.5	2.9
财务费用	-3	-6	-17	-13	-17	速动比率	1.6	2.2	2.2	1.7	2.1
投资损失	-10	-2	-6	-4	-5	营运能力					
营运资金变动	55	-130	72	-326	193	总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
其他经营现金流	-17	32	-41	-47	-53	应收账款周转率	8.8	13.8	13.8	13.8	13.8
投资活动现金流	-366	-210	-133	-458	-430	应付账款周转率	3.1	3.7	3.4	3.5	3.5
资本支出	180	113	151	476	446	每股指标(元)					
长期投资	-206	-116	-0	2	1	每股收益(最新摊薄)	1.47	1.89	2.55	3.07	3.55
其他投资现金流	19	19	19	17	15	每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.87	2.79	2.44	4.15
筹资活动现金流	-440	-448	-869	-859	-855	每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.87	8.42	9.49	11.04
短期借款	0	0	0	267	-267	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	36.8	28.7	21.2	17.6	15.2
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	7.8	6.9	6.4	5.7	4.9
资本公积增加	7	-1	0	0	0	EV/EBITDA	24.8	18.9	14.2	11.9	10.0
其他筹资现金流	-447	-446	-869	-1125	-588						
现金净增加额	-65	160	214	-255	523						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn