

飞科电器 (603868)

证券研究报告

2024年03月12日

产品结构显著提升，子品牌增速亮眼

事件: 公司 2023 年实现营业收入 50.6 亿元, 同比+9.35%, 归母净利润 10.2 亿元, 同比+23.9%; 其中 2023Q4 实现营业收入 10.66 亿元, 同比+16.72%, 归母净利润 1.93 亿元, 同比+138.02%。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 23.00 元 (含税)。

个护品类稳步增长, 子品牌增速亮眼。 分品类看, 23 年个护电器收入 47.7 亿元, 同比+9.7%; 生活电器收入 0.99 亿元, 同比-24.3%; 其他产品收入 1.8 亿元, 同比+33.8%。其中营收占比较大的核心品类个护电器 23H2 营收同比+1%, 营收增速环比有所下降。分品牌看, 子品牌增长较好。博锐 2023 年度实现营业收入 8.69 亿元, 同比增加 115.48%, 市场份额亦得到显著提升。多品牌战略进一步巩固了公司的市场竞争地位, 为“飞科”品牌的进一步升级提供了空间。

高端产品占比持续提升带动毛利率上升。 2023 年公司毛利率为 57.1%, 同比+3.47pct, 净利率为 20.15%, 同比+2.38pct; 其中 2023Q4 毛利率为 54.8%, 同比+1.08pct, 净利率为 18.07%, 同比+9.21pct。分品类看, 个护电器/生活电器/其他产品毛利率同比分别+3.5/+1.9/+1pct; 其中 23H2 个护品类毛利率同比+4.1pct, 下半年高端产品收入占比进一步提升。整体看, 2023 年公司销售结构升级, 中高端产品销售占比持续提升, 销售占比达到 50.95%, 同比+5.73pct。子品牌博锐销售额占比提升至 17.17%, 同比+8.44pct。

费用端, 公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 29.19%、3.51%、1.96%、-0.13%, 同比+4.5、+0.03、+0.04、-0.01pct; 其中 23Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 31.7%、6.03%、2.04%、-0.16%, 同比-0.29、+1.06、-0.04、-0.11pct。全年销售费用率显著提升, 主要由于推广费及职工薪酬等增加所致。管理费用有所提升, 主要由于部分在建工程转固使得折旧和摊销费用增加所致。此外, 公司在 2023 年 11 月 15 日, 获得高新技术企业认证, 按照《企业所得税法》等相关规定, 本公司享受高新技术企业 15% 的所得税优惠税率, 有效期 3 年。我们认为, 高新技术企业认证退税也对公司 23Q4 净利润有一次性贡献。

投资建议: 收入端, 核心品类个护电器实现稳步增长; 利润端, 公司产品结构显著提升; 分品牌看, 博锐增速较好贡献收入增长。分红方面, 公司后续有望保持分红的稳定性和连续性。随着后续公司新品落地, 收入业绩有望进一步提升。我们看好公司未来的发展, 根据公司 23 年年报的情况, 我们适当下调了公司个护电器品类的增速, 同时略上调了销售费用率, 预计 24-26 年归母净利润分别为 11.5/12.8/14.4 亿元(24-25 年前值 12.5/14.3 亿元), 对应动态 PE 为 19.3x/17.3x/15.4x, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品结构升级不及预期; 新品推广不及预期; 原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,627.13	5,059.68	5,832.33	6,623.75	7,485.59
增长率(%)	15.53	9.35	15.27	13.57	13.01
EBITDA(百万元)	1,255.07	1,318.36	1,384.37	1,552.36	1,739.73
归属母公司净利润(百万元)	822.98	1,019.64	1,145.35	1,277.92	1,435.26
增长率(%)	28.45	23.90	12.33	11.57	12.31
EPS(元/股)	1.89	2.34	2.63	2.93	3.29
市盈率(P/E)	26.88	21.69	19.31	17.31	15.41
市净率(P/B)	6.45	6.19	5.45	4.77	4.00
市销率(P/S)	4.78	4.37	3.79	3.34	2.95
EV/EBITDA	22.08	15.19	14.44	12.25	10.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	50.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	435.60
流通 A 股股本(百万股)	435.60
A 股总市值(百万元)	21,170.16
流通 A 股市值(百万元)	21,170.16
每股净资产(元)	8.21
资产负债率(%)	19.80
一年内最高/最低(元)	85.88/40.65

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《飞科电器-季报点评:收入增速略有承压, 销售费用率提升影响利润增速》2023-11-02
- 《飞科电器-半年报点评:中高端产品占比持续提升, 博锐收入增速亮眼》2023-08-25
- 《飞科电器-年报点评报告:品类高端化稳步推进, 利润水平持续提升》2023-04-28

事件:公司2023年实现营业收入50.6亿元,同比+9.35%,归母净利润10.2亿元,同比+23.9%;其中2023Q4实现营业收入10.66亿元,同比+16.72%,归母净利润1.93亿元,同比+138.02%。公司向全体股东每10股派发现金红利23.00元(含税)。

个护品类稳步增长,子品牌增速亮眼

分品类看,23年个护电器收入47.7亿元,同比+9.7%;生活电器收入0.99亿元,同比-24.3%;其他产品收入1.8亿元,同比+33.8%。其中营收占比较大的核心品类个护电器23H2营收同比+1%,营收增速环比有所下降。分品牌看,子品牌增长较好。博锐2023年度实现营业收入8.69亿元,同比增加115.48%,市场份额亦得到显著提升。多品牌战略进一步巩固了公司的市场竞争地位,为“飞科”品牌的进一步升级提供了空间。

高端产品占比持续提升带动毛利率上升

2023年公司毛利率为57.1%,同比+3.47pct,净利率为20.15%,同比+2.38pct;其中2023Q4毛利率为54.8%,同比+1.08pct,净利率为18.07%,同比+9.21pct。分品类看,个护电器/生活电器/其他产品毛利率同比分别+3.5/+1.9/+1pct;其中23H2个护品类毛利率同比+4.1pct,下半年高端产品收入占比进一步提升。整体看,2023年公司销售结构升级,中高端产品销售占比持续提升,销售占比达到50.95%,同比+5.73pct。子品牌博锐销售额占比提升至17.17%,同比+8.44pct。

费用端,公司2023年销售、管理、研发、财务费用率分别为29.19%、3.51%、1.96%、-0.13%,同比+4.5、+0.03、+0.04、-0.01pct;其中23Q4季度销售、管理、研发、财务费用率分别为31.7%、6.03%、2.04%、-0.16%,同比-0.29、+1.06、-0.04、-0.11pct。全年销售费用率显著提升,主要由于推广费及职工薪酬等增加所致。管理费用有所提升,主要由于部分在建工程转固使得折旧和摊销费用增加所致。此外,公司在2023年11月15日,获得高新技术企业认证,按照《企业所得税法》等相关规定,本公司享受高新技术企业15%的所得税优惠税率,有效期3年。我们认为,高新技术企业认证退税也对公司23Q4净利润有一次性贡献。

资产负债表端,公司2023年货币资金+交易性金融资产为18.47亿元,同比21.65%,存货为4.73亿元,同比-27.52%,应收票据和账款合计为2.42亿元,同比-12.65%。**周转端,**公司2023年期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为93.32、18.49和79.36天,同比-14.78、-7.67和-18.45天。**现金流端,**公司2023年经营活动产生的现金流量净额为13.11亿元,同比+60.66%,其中销售商品及提供劳务现金流入56.9亿元,同比+9.49%;其中2023Q4经营活动产生的现金流量净额为0.78亿元,同比-51.1%,其中购买商品、接受劳务支付的现金5.06亿元,同比-2.52%。

公司董事会提请年度股东大会授权董事会全权办理以简易程序向特定对象发行融资总额不超过人民币3亿元且不超过最近一年末净资产20%股票。发行数量按照募集资金总额除以发行价格确定,不超过发行前公司股本总数的30%。发行对象为符合监管部门规定的法人、自然人或者其他合法投资组织等不超过35名(含35名)的特定对象。

分红方面,近三年(2020-2022)公司现金分红比例达到近三年合并报表实现净利润的82.89%。其中2023年共计分配现金红利10.02亿元,占2023年归母净利润比例为98.26%。未来公司将在满足公司正常生产经营的资金需求情况下,持续做好投资者回报工作,保持分红的稳定性和连续性。

投资建议

收入端,核心品类个护电器实现稳步增长;利润端,公司产品结构显著提升;分品牌看,博锐增速较好贡献收入增长。分红方面,公司后续有望保持分红的稳定性和连续性。随着后续公司新品落地,收入业绩有望进一步提升。我们看好公司未来的发展,根据公司23年年报的情况,我们适当下调了公司个护电器品类的增速,同时略上调了销售费用率,预计24-26年归母净利润分别为11.5/12.8/14.4亿元(24-25年前值12.5/14.3亿元),对应动态PE为19.3x/17.3x/15.4x,维持“买入”评级。

风险提示:产品结构升级不及预期;新品推广不及预期;原材料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	507.90	524.76	953.23	1,863.02	2,779.93
应收票据及应收账款	277.43	242.35	686.36	266.86	336.31
预付账款	76.52	58.76	65.66	92.86	85.36
存货	652.45	472.91	893.92	663.40	1,082.44
其他	1,056.46	1,424.94	1,145.22	1,217.80	1,270.25
流动资产合计	2,570.75	2,723.72	3,744.39	4,103.94	5,554.28
长期股权投资	218.99	219.95	219.95	219.95	219.95
固定资产	1,123.63	1,064.24	966.03	867.81	769.60
在建工程	122.31	112.32	152.32	182.32	202.32
无形资产	196.47	191.90	186.65	181.39	176.14
其他	114.40	147.07	112.10	111.36	113.61
非流动资产合计	1,775.78	1,735.49	1,637.04	1,562.84	1,481.61
资产总计	4,346.54	4,459.20	5,381.44	5,666.78	7,035.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	510.48	446.53	903.97	521.58	1,053.59
其他	259.40	266.17	314.69	399.78	339.91
流动负债合计	769.88	712.71	1,218.67	921.36	1,393.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.30	111.72	106.29	108.77	108.93
非流动负债合计	108.30	111.72	106.29	108.77	108.93
负债合计	918.40	882.85	1,324.96	1,030.13	1,502.43
少数股东权益	0.00	0.00	(1.34)	(1.34)	(1.34)
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	691.36	690.89	690.89	690.89	690.89
留存收益	2,301.18	2,449.62	2,931.25	3,511.39	4,408.17
其他	0.00	0.24	0.08	0.11	0.14
股东权益合计	3,428.14	3,576.35	4,056.48	4,636.64	5,533.47
负债和股东权益总计	4,346.54	4,459.20	5,381.44	5,666.78	7,035.90

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	822.53	1,019.64	1,145.35	1,277.92	1,435.26
折旧摊销	99.70	114.11	103.47	103.47	103.47
财务费用	(0.94)	0.79	(5.83)	3.31	3.74
投资损失	(1.85)	(6.92)	(6.02)	(4.93)	(5.96)
营运资金变动	(265.51)	81.77	(356.36)	313.60	(21.28)
其它	162.05	101.55	16.52	17.67	19.45
经营活动现金流	816.00	1,310.95	897.13	1,711.05	1,534.69
资本支出	32.97	29.88	45.43	27.52	19.84
长期投资	(1.54)	0.96	0.00	0.00	0.00
其他	(241.52)	(434.08)	150.13	(130.41)	(95.26)
投资活动现金流	(210.09)	(403.24)	195.56	(102.89)	(75.41)
债权融资	17.01	8.26	1.00	(0.62)	(3.93)
股权融资	(872.67)	(0.23)	(665.22)	(697.76)	(538.43)
其他	407.86	(899.19)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(447.81)	(891.16)	(664.22)	(698.37)	(542.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	158.10	16.55	428.47	909.79	916.91

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,627.13	5,059.68	5,832.33	6,623.75	7,485.59
营业成本	2,145.80	2,170.68	2,478.95	2,796.94	3,160.11
营业税金及附加	42.61	53.14	58.32	66.24	74.86
销售费用	1,142.41	1,476.89	1,720.54	1,973.88	2,230.71
管理费用	160.98	177.36	204.13	231.83	262.00
研发费用	88.83	99.28	116.65	132.48	149.71
财务费用	(5.67)	(6.68)	(5.83)	3.31	3.74
资产/信用减值损失	(28.99)	2.31	(19.65)	(15.44)	(10.93)
公允价值变动收益	12.36	24.15	16.52	17.67	19.45
投资净收益	1.85	6.92	6.02	4.93	5.96
其他	18.82	(74.99)	(41.60)	(35.62)	(27.14)
营业利润	1,048.15	1,130.63	1,304.07	1,461.86	1,646.08
营业外收入	49.75	130.07	50.00	50.00	50.00
营业外支出	11.06	7.62	6.60	8.42	7.55
利润总额	1,086.84	1,253.08	1,347.47	1,503.44	1,688.54
所得税	264.31	233.44	202.12	225.52	253.28
净利润	822.53	1,019.64	1,145.35	1,277.92	1,435.26
少数股东损益	(0.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	822.98	1,019.64	1,145.35	1,277.92	1,435.26
每股收益(元)	1.89	2.34	2.63	2.93	3.29

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.53%	9.35%	15.27%	13.57%	13.01%
营业利润	34.17%	7.87%	15.34%	12.10%	12.60%
归属于母公司净利润	28.45%	23.90%	12.33%	11.57%	12.31%
获利能力					
毛利率	53.63%	57.10%	57.50%	57.77%	57.78%
净利率	17.79%	20.15%	19.64%	19.29%	19.17%
ROE	24.01%	28.51%	28.23%	27.55%	25.93%
ROIC	45.87%	50.52%	69.30%	64.64%	91.04%
偿债能力					
资产负债率	21.13%	19.80%	24.62%	18.18%	21.35%
净负债率	-14.38%	-14.21%	-23.21%	-39.87%	-49.98%
流动比率	3.17	3.53	3.07	4.45	3.99
速动比率	2.37	2.92	2.34	3.73	3.21
营运能力					
应收账款周转率	13.66	19.47	12.56	13.90	24.82
存货周转率	7.18	8.99	8.53	8.51	8.58
总资产周转率	1.09	1.15	1.19	1.20	1.18
每股指标(元)					
每股收益	1.89	2.34	2.63	2.93	3.29
每股经营现金流	1.87	3.01	2.06	3.93	3.52
每股净资产	7.87	8.21	9.32	10.65	12.71
估值比率					
市盈率	26.88	21.69	19.31	17.31	15.41
市净率	6.45	6.19	5.45	4.77	4.00
EV/EBITDA	22.08	15.19	14.44	12.25	10.38
EV/EBIT	23.95	16.52	15.61	13.13	11.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com