

飞科电器 (603868.SH) 2023Q4 业绩同环比改善, 结构升级持续, 博锐子品牌高速增长

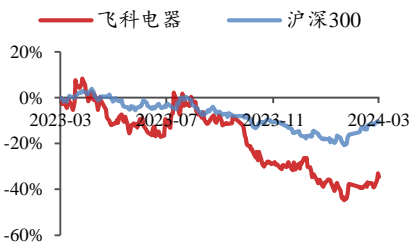
2024年03月13日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2024/3/13
当前股价(元)	49.68
一年最高最低(元)	85.88/40.65
总市值(亿元)	216.41
流通市值(亿元)	216.41
总股本(亿股)	4.36
流通股本(亿股)	4.36
近3个月换手率(%)	18.69

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《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》-2023.11.14
- 《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

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	林文隆 (联系人)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790122070043

● **2023Q4 业绩改善, 长期结构升级及博锐增长有望持续, 维持“买入”评级**
2023 年公司实现营收 50.6 亿元 (同比+9.35%, 下同), 归母净利润 10.2 亿元 (+23.9%), 扣非归母净利润 8.86 亿元 (+14.88%)。单季度上看 2023Q4 实现营收 10.66 亿元 (+16.72%), 归母净利润 1.93 亿元 (+138.02%), 扣非归母净利润 1.72 亿元 (+138.61%), 单季度业绩改善。考虑费用投入阶段性增加, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 11.80/13.56/15.47 亿元 (2024-2025 年原值为 13.37/15.47 亿元), 对应 EPS 为 2.71/3.11/3.55 元, 当前股价对应 PE 为 18.3/16.0/14.0 倍, 长期维度看好渠道/产品矩阵完善带动博锐持续增长, 以及结构性升级提盈利, 维持“买入”评级。

● **2023 年子品牌博锐及中高端产品占比持续提升**
分品牌, 2023 年博锐品牌实现营收 8.69 亿元 (+115.48%), 销售额占比 17.17% (+8.44pct), 预计飞科品牌营收保持稳定。产品结构上看, 2023 年公司中高端产品占比提升 5.73pct 至 50.95%。分销售模式, 2023 年直销模式收入 26.02 亿元 (+9.94%), 经销模式收入 24.5 亿元 (+8.9%)。展望后续, 渠道优化+推新有望带动博锐增长, 高速吹风机及便携剃须刀或持续渗透拉动整体业绩增长。

● **自产比例提升+结构升级+渠道优化共振带动毛利率持续提升**
2023 年毛利率 57.1% (+3.47pct), 2023Q4 毛利率 54.8% (+1.08pct), 毛利率提升主要系中高端产品占比提升+自产比例提升。分销售模式上看, 2023 年直销模式毛利率 67.17% (-0.38pct), 经销模式毛利率 46.33% (+7.43pct), 经销模式毛利率提升或系公司优化渠道营销模式例如经销商转运营服务商降低经营成本。费用端, 2023 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+4.5/+0.03/+0.04/-0.01pct。2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.29/+1.06/-0.04/-0.11pct, 单季度管理费用率提升或系折旧和摊销费用增加。综合影响下 2023 年公司净利率 20.15% (+2.37pct), 扣非净利率 17.51% (+0.84pct); 2023Q4 净利率 18.07% (+9.21pct), 扣非净利率 16.14% (+8.24pct), 单季度净利率显著提升主要系同期低基数+本期毛利率提升/费用率改善以及重获高新企业认定使得所得税费用减少。

● **风险提示:** 新品/新品类拓展不及预期; 原材料价格上涨; 行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,627	5,060	5,914	6,766	7,697
YOY(%)	15.5	9.3	16.9	14.4	13.8
归母净利润(百万元)	823	1,020	1,180	1,356	1,547
YOY(%)	28.4	23.9	15.8	14.9	14.1
毛利率(%)	53.6	57.1	58.3	59.2	59.8
净利率(%)	17.8	20.2	20.0	20.0	20.1
ROE(%)	24.0	28.5	24.8	23.9	22.8
EPS(摊薄/元)	1.89	2.34	2.71	3.11	3.55
P/E(倍)	26.3	21.2	18.3	16.0	14.0
P/B(倍)	6.3	6.1	4.5	3.8	3.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q4 业绩改善，中高端及博锐子品牌销售占比持续提升	3
2、 2023Q4 毛利率持续提升，净利率同环比改善	4
2.1、 盈利能力：结构升级+提升自产比例+渠道模式优化带动 2023 年及 2023Q4 毛利率持续提升	4
2.2、 营运能力：存货/应收账款周转效率有所提升，现金流状况良好	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

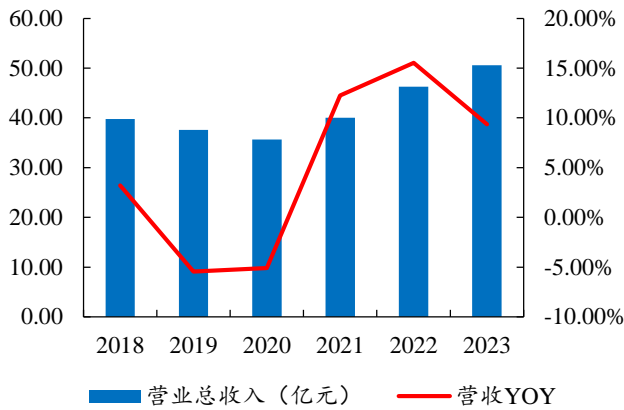
图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 50.6 亿元（+9.35%）	3
图 2： 2023Q4 公司实现营收 10.66 亿元（+16.72%），恢复正增长	3
图 3： 2023 年公司实现扣非净利润 8.86 亿元（+14.88%）	3
图 4： 2023Q4 公司实现扣非净利润 1.72 亿元（+138.61%）	3
图 5： 2023 年公司整体毛利率同比+3.47pct，扣非净利率同比+0.84pct	4
图 6： 2023Q4 公司整体毛利率同比+1.08pct，扣非净利率同比+8.24pct	4
图 7： 2023 年公司期间费用率同比+4.56pct，主要系销售费用率提升	5
图 8： 2023Q4 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别-0.29/+1.06/-0.04/-0.11pct	5
图 9： 2023 年公司存货周转效率提升，或系公司产品结构调整以及更新换代落地	5
图 10： 2023 年公司回款能力保持相对健康状况	5

1、2023Q4 业绩改善，中高端及博锐子品牌销售占比持续提升

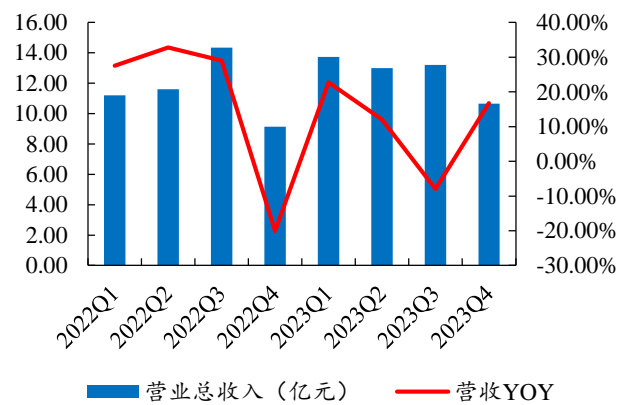
2023 年公司实现营收 50.6 亿元 (+9.35%)，归母净利润 10.2 亿元 (+23.9%)，扣非归母净利润 8.86 亿元 (+14.88%)。单季度上看 2023Q4 实现营收 10.66 亿元 (+16.72%)，归母净利润 1.93 亿元 (+138.02%)，扣非归母净利润 1.72 亿元 (+138.61%)，单季度在营收和利润低基数下实现恢复性增长。

图1：2023 年公司实现营收 50.6 亿元 (+9.35%)



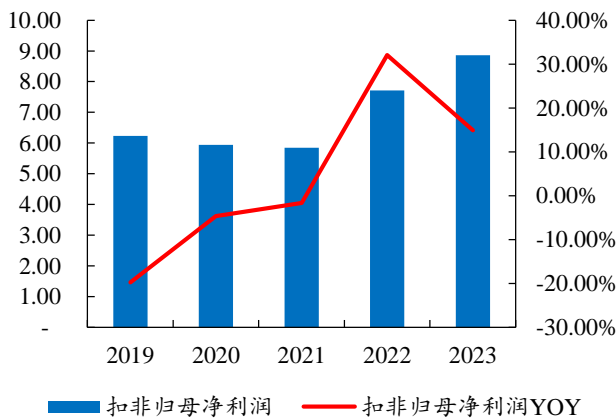
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4 公司实现营收 10.66 亿元 (+16.72%)，恢复正增长



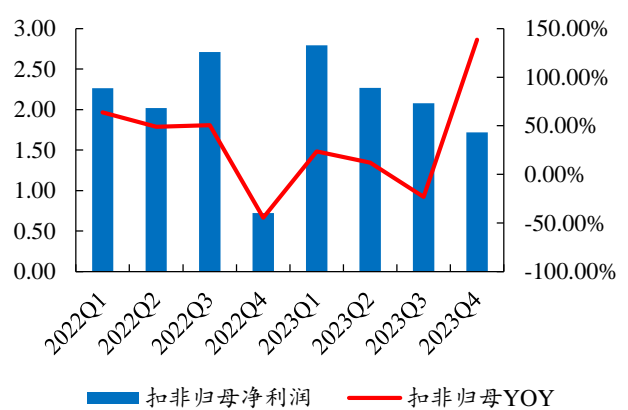
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司实现扣非净利润 8.86 亿元 (+14.88%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 公司实现扣非净利润 1.72 亿元 (+138.61%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

营收拆分上看，中高端产品以及子品牌博锐占比持续提升。

(1) 分品类：2023 年个护电器营收 47.69 亿元 (+9.7%)，生活电器营收 0.99 亿元 (-24.29%)，其他产品营收 1.8 亿元 (+33.77%)。(2) 分区域：2023 年国内营收 50.42 亿元 (+9.5%)，国外营收 0.06 亿元 (-28.27%)。(3) 分销售模式：2023 年直销收入 26.02 亿元 (+9.94%)，经销收入 24.5 亿元 (+8.9%)。

2023 年公司中高端产品占比同比提升 5.73pct 至 50.95%。子品牌博锐 2023 年营收 8.69 亿元 (+115.48%)，销售额占比同比提升 8.44pct 至 17.17%，预计飞科主品牌 2023 年营收同比基本持平。

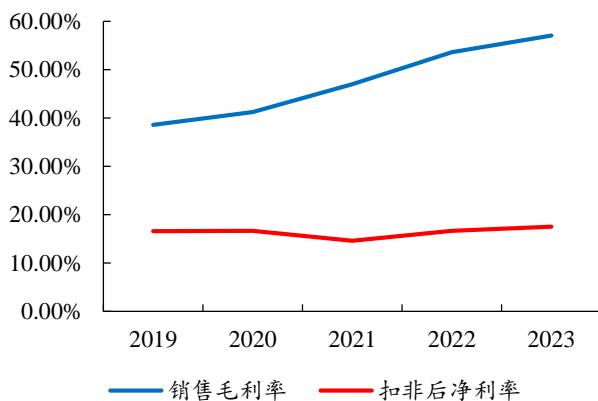
2、2023Q4 毛利率持续提升，净利率同环比改善

2.1、盈利能力：结构升级+提升自产比例+渠道模式优化带动 2023 年及 2023Q4 毛利率持续提升

(1) **毛利率**：2023 年毛利率 57.1% (+3.47pct)，其中 2023Q4 毛利率 54.8% (+1.08pct)，毛利率提升一方面系中高端产品占比提升，另一方面系部分产品由 OEM 转为自产（2023 年公司外销生产数量占总产量比重下降 12.92pct 至 31.88%）。分品类上看，2023 年个护电器毛利率 57.77% (+3.52pct)，生活电器毛利率 41.63% (+1.94pct)，其他产品毛利率 47.16% (+1.02pct)。直销模式毛利率 67.17% (-0.38pct)，经销模式毛利率 46.33% (+7.43pct)，经销模式毛利率提升或系公司优化渠道营销模式例如经销商转运营服务商降低经营成本。

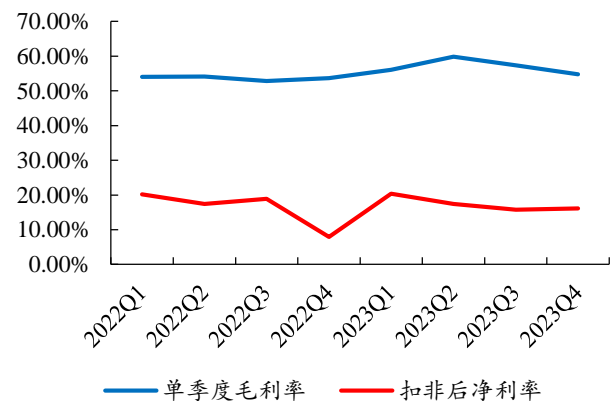
(2) **净利率**：2023 年公司净利率 20.15% (+2.37pct)，扣非净利率 17.51% (+0.84pct)；2023Q4 净利率 18.07% (+9.21pct)，扣非净利率 16.14% (+8.24pct)。单季度净利率较大幅度提升一方面系毛利率提升，另一方面系 2022Q4 同期较大信用减值损失导致的低基数以及本期所得税费用减少。

图5：2023 年公司整体毛利率同比+3.47pct，扣非净利率同比+0.84pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

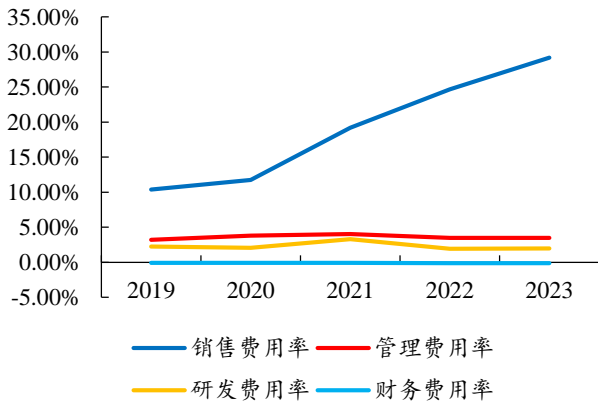
图6：2023Q4 公司整体毛利率同比+1.08pct，扣非净利率同比+8.24pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

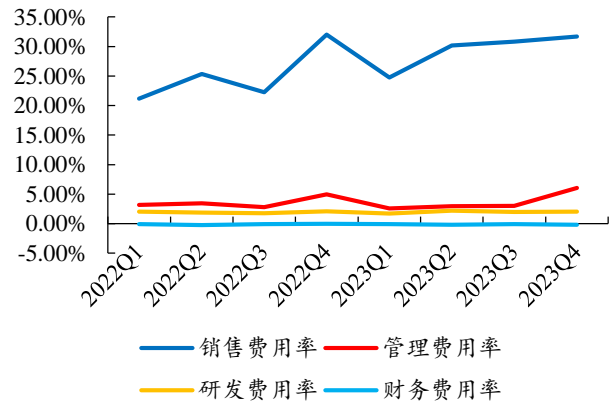
(3) **费用端**：2023 年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 29.19%/3.51%/1.96%/-0.13%，同比分别+4.5/+0.03/+0.04/-0.01pct。2023Q4 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 31.7%/6.03%/2.04%/-0.16%，同比分别-0.29/+1.06/-0.04/-0.11pct，单季度销售费用率下降或系收入改善摊薄，管理费用率提升或系在建工程转固使得折旧和摊销费用增加。

图7：2023 年公司期间费用率同比+4.56pct，主要系销售费用率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023Q4 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别-0.29/+1.06/-0.04/-0.11pct



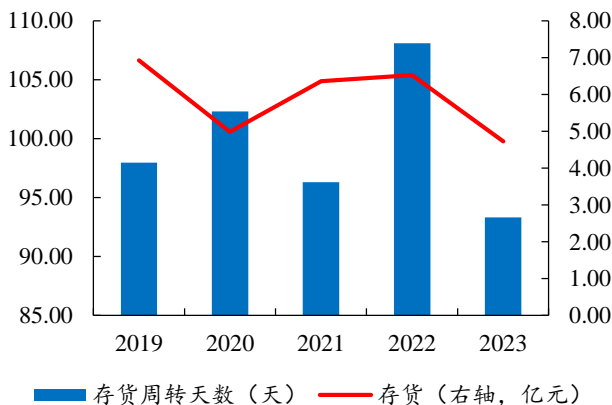
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力：存货/应收账款周转效率有所提升，现金流状况良好

(1) **存货**：截至 2023 年年末，公司存货为 4.73 亿元 (-27.52%)，或主要系本期集中进行了剃须刀产品更新换代以及电吹风产品结构调整，存货周转天数 93 天 (-15 天)，库存周转效率良好。

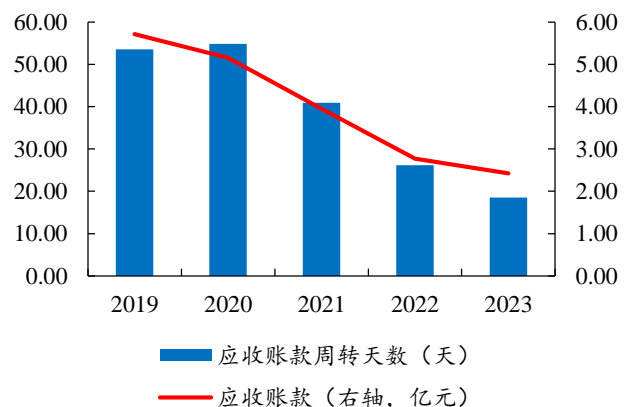
(2) **应收账款**：截至 2023 年年末，公司应收账款为 2.42 亿元 (-12.65%)，应收账款周转天数 18 天 (-8 天)，回款能力持续提升。

图9：2023 年公司存货周转效率提升，或系公司产品结构调整以及更新换代落地



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 年公司回款能力保持相对健康状况



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **现金流**：2023 年经营性现金净额为 13.11 亿元 (+60.66%)，主要系本期营业收入增加，现金回流增加所致。投资性现金净额为 -4.03 亿元 (-91.94%)，主要系本期购买理财产品金额增加所致。筹资性现金净额为 -8.91 亿元 (-99.01%)，主要系本期支付现金股利增加所致。

基于公司较好的盈利情况、现金流情况以及后续资金使用规划预期，公司拟以 2023 年 12 月 31 日的总股本 435,600,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 23.00 元 (含税)，共计分配现金红利 10.02 亿元，占 2023 年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比例为 98.26%，较 2020-2022 年 82.89% 的平均现金

分红比例有所提升。

3、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 50.6 亿元（同比+9.35%，下同），归母净利润 10.2 亿元（+23.9%），扣非归母净利润 8.86 亿元（+14.88%）。单季度上看 2023Q4 实现营收 10.66 亿元（+16.72%），归母净利润 1.93 亿元（+138.02%），扣非归母净利润 1.72 亿元（+138.61%），单季度业绩改善。考虑费用投入阶段性增加，我们下调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 11.80/13.56/15.47 亿元（2024-2025 年原值为 13.37/15.47 亿元），对应 EPS 为 2.71/3.11/3.55 元，当前股价对应 PE 为 18.3/16.0/14.0 倍，长期维度看好渠道/产品矩阵完善带动博锐持续增长，以及结构性升级提盈利，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品/新品类拓展不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2571	2724	4171	4625	6097
现金	508	525	1224	2224	2856
应收票据及应收账款	277	242	612	261	699
其他应收款	24	28	33	36	42
预付账款	77	59	99	82	124
存货	652	473	805	625	979
其他流动资产	1032	1397	1397	1397	1397
非流动资产	1776	1735	1887	2019	2152
长期投资	219	220	222	224	226
固定资产	1124	1064	1191	1313	1445
无形资产	196	192	180	169	158
其他非流动资产	237	259	293	313	324
资产总计	4347	4459	6057	6643	8249
流动负债	810	771	1189	854	1349
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	510	447	863	518	991
其他流动负债	300	325	326	336	358
非流动负债	108	112	112	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	108	112	112	112	112
负债合计	918	883	1301	966	1461
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	436	436	436	436	436
资本公积	691	691	691	691	691
留存收益	2301	2450	2916	3477	4154
归属母公司股东权益	3428	3576	4757	5677	6789
负债和股东权益	4347	4459	6057	6643	8249

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	816	1311	939	1656	1300
净利润	823	1020	1180	1356	1547
折旧摊销	100	114	101	118	131
财务费用	-6	-7	-7	-7	-7
投资损失	-2	-7	-6	-5	-6
营运资金变动	-130	167	-327	193	-370
其他经营现金流	32	23	-2	0	5
投资活动现金流	-210	-403	-230	-228	-239
资本支出	113	72	249	249	262
长期投资	-116	-355	-2	-1	-2
其他投资现金流	19	23	21	22	25
筹资活动现金流	-448	-891	-9	-429	-429
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-446	-891	-9	-429	-429
现金净增加额	160	17	699	1000	632

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4627	5060	5914	6766	7697
营业成本	2146	2171	2465	2758	3093
营业税金及附加	43	53	57	66	77
营业费用	1142	1477	1762	2043	2340
管理费用	161	177	201	223	254
研发费用	89	99	124	142	162
财务费用	-6	-7	-7	-7	-7
资产减值损失	-8	1	0	0	0
其他收益	10	8	7	8	8
公允价值变动收益	12	24	15	17	19
投资净收益	2	7	6	5	6
资产处置收益	1	-0	0	0	0
营业利润	1048	1131	1326	1553	1788
营业外收入	50	130	120	109	106
营业外支出	11	8	7	8	8
利润总额	1087	1253	1440	1654	1887
所得税	264	233	259	298	340
净利润	823	1020	1180	1356	1547
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	823	1020	1180	1356	1547
EBITDA	1171	1351	1515	1721	1942
EPS(元)	1.89	2.34	2.71	3.11	3.55

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.5	9.3	16.9	14.4	13.8
营业利润(%)	34.2	7.9	17.3	17.1	15.1
归属于母公司净利润(%)	28.4	23.9	15.8	14.9	14.1
获利能力					
毛利率(%)	53.6	57.1	58.3	59.2	59.8
净利率(%)	17.8	20.2	20.0	20.0	20.1
ROE(%)	24.0	28.5	24.8	23.9	22.8
ROIC(%)	23.0	27.4	24.0	22.8	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.1	19.8	21.5	14.5	17.7
净负债比率(%)	-12.2	-12.1	-24.1	-37.8	-40.9
流动比率	3.2	3.5	3.5	5.4	4.5
速动比率	2.2	2.7	2.7	4.5	3.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	13.8	19.5	14.0	15.7	16.4
应付账款周转率	3.7	4.5	3.8	4.0	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.89	2.34	2.71	3.11	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	3.01	2.16	3.80	2.98
每股净资产(最新摊薄)	7.87	8.21	10.92	13.03	15.58
估值比率					
P/E	26.3	21.2	18.3	16.0	14.0
P/B	6.3	6.1	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	17.3	14.7	12.7	10.6	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R4（中高风险），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