


2024年08月28日
飞科电器 (603868.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

小家电 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

41.75元

股价 (2024-08-27)

34.95元

交易数据

总市值(百万元)	15,224.22
流通市值(百万元)	15,224.22
总股本(百万股)	435.60
流通股本(百万股)	435.60
12个月价格区间	34.39/70.01元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	-17.3	-38.2
绝对收益	-7.6	-26.4	-49.1

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liy24@essence.com.cn

杨小天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040003

yangxt2@essence.com.cn

相关报告

费用投放力度加大, 短期业绩承压	2024-04-30
博锐高速增长, Q4 收入增速转正	2024-03-12

整体业绩承压, 博锐维持较快增长

事件:飞科电器公布 2024 年半年报。公司 2024H1 实现收入 23.2 亿元, YoY-13.3%; 实现归母净利润 3.2 亿元, YoY-48.1%; 实现扣非归母净利润 2.7 亿元, YoY-45.7%。折算 2024Q2 单季度实现收入 11.4 亿元, YoY-11.9%; 实现归母净利润 1.4 亿元, YoY-53.0%; 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, YoY-51.8%。我们认为, 受个护市场景气波动影响, 公司收入业绩承压, 高速电吹风销量增长将带动公司收入与盈利能力改善。

抖音渠道与博锐品牌延续较快增长:根据久谦数据, 飞科主品牌天猫/京东/抖音渠道 2024Q2 销售额分别 YoY-15%/+9%/+27%, 线上渠道整体+4%, 抖音渠道延续较快增长。根据公司公告, 2024H1 博锐品牌收入增长 36%, 收入占比提升 4.5pct 至 21.7%。公司在推动“飞科”主品牌升级的同时, 也对“博锐”品牌的定位进行提升。公司博锐品牌收入的增长, 长期来看能拉动公司市场份额提升。

电吹风收入增速相对较快:根据公司公告, 2024H1 公司剃须刀/电吹风/电动牙刷收入分别 YoY-20%/+24%/-6%。久谦数据显示, 飞科主品牌线上 2024Q2 线上剃须刀/电吹风/电动牙刷销售额分别 YoY-3%/+87%/-27%。其中电吹风 2024Q2 均价同比提升 64%, 环比下降 11%。电吹风均价同比加速提升, 我们认为主要因为高速电吹风拉动。高速电吹风产品放量, 有望带动公司整体均价与收入改善。

Q2 毛利率同比下降:公司 Q2 毛利率 54.1%, 同比-5.8pct; 根据公司公告, 2024H1 剃须刀/电吹风毛利率同比分别+1.4/-6.3pct。我们认为公司毛利率下降主要因市场竞争较为激烈, 公司高速电吹风处于投入期, 受电吹风毛利率下降影响所致。

盈利能力 Q2 同比下降:公司 Q2 净利率 11.8%, 同比下降 10.3pct。除因公司毛利率下降以外, 净利率同比下降主要因为销售费用率 Q2 同比提升+5.4pct。我们认为主要因为受外部环境影响, 公司加大各渠道营销投入力度。此外线上渠道中抖音占比进一步提升, 因此公司销售费用率提升。我们认为公司中高端产品占比提升, 有望推动公司长期盈利能力维持稳定(详见深度报告《国潮崛起, 飞科提价能否再接再厉?》)。

经营性现金流 Q2 下降:公司 Q2 经营性现金流净额同比下降 80%, 同比去年减少 2.5 亿元。主要是因为公司销售回款有所放缓, 销售商品、提供劳务收到的现金 Q2 同比减少 1.6 亿元。

投资建议:飞科作为国产剃须刀龙头企业, 已逐渐缩小了和外资品牌的均价差距。高速电吹风产品的推出不仅能进一步提升产品均价, 多品类发力也有望打开其进一步的成长空间。预计公司

2024~2025 年 EPS 为 1.67/1.76 元，6 个月目标价为 41.75 元，对应 2024 年 25 倍 PE，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：行业竞争加剧，消费者对新品接受度不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,627.1	5,059.7	4,783.3	5,066.9	5,672.0
净利润	823.0	1,019.6	727.9	765.3	889.6
每股收益(元)	1.89	2.34	1.67	1.76	2.04
每股净资产(元)	7.87	8.21	8.23	8.24	8.65

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.5	14.9	20.9	19.9	17.1
市净率(倍)	4.4	4.3	4.2	4.2	4.0
净利润率	17.8%	20.2%	15.2%	15.1%	15.7%
净资产收益率	24.0%	28.5%	20.3%	21.3%	23.6%
股息收益率	5.7%	5.7%	4.7%	5.0%	4.7%
ROIC	45.9%	50.5%	38.9%	40.0%	51.4%

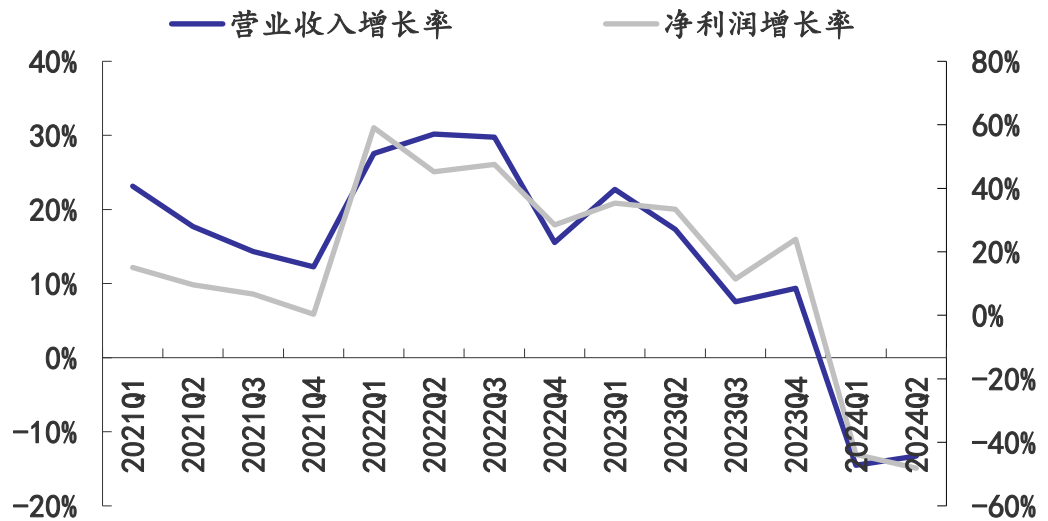
数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 YoY	27.5	32.8	29.0	-20.1	22.7	12.1	-8.0	16.7	-14.5	-11.9
归母净利 YoY	59.1	32.7	51.5	-41.3	35.3	31.4	-23.6	138.0	-43.8	-53.0
扣非归母净利 YoY	63.6	49.0	50.5	-44.7	23.5	12.2	-23.2	138.6	-40.8	-51.8
销售毛利率	54.1	54.1	52.8	53.7	56.1	59.8	57.3	54.8	57.1	54.1
销售费用率	21.2	25.3	22.3	32.0	24.8	30.1	30.8	31.7	33.6	35.5
毛利率-销售费用率	32.9	28.8	30.6	21.7	31.3	29.7	26.5	23.1	23.5	18.6
销售净利率	21.1	18.9	19.9	8.9	23.3	22.2	16.6	18.1	15.3	11.8
ROE	7.5	6.9	8.9	2.4	8.9	8.3	6.7	5.5	4.9	4.1
扣非后 ROE	7.2	6.4	8.5	2.1	7.8	6.6	6.4	4.9	4.5	3.3
ROA	5.7	5.4	6.8	1.9	7.2	6.6	5.2	4.4	4.0	3.3
销售商品提供劳务收到的现金/收入	110.2	115.9	101.9	126.7	114.2	103.0	113.9	119.9	111.9	102.9
经营活动现金净流量/收入	6.1	28.6	17.9	17.4	42.1	23.9	26.1	7.3	20.2	5.5
经营活动现金净流量/经营净收益	22.4	127.8	71.2	164.3	157.2	102.9	125.4	52.9	119.1	47.1
经营现金流净额占比	89.0	145.2	-93.5	124.3	269.8	172.5	-111.9	-111.2	36.6	-8.8
投资现金流净额占比	14.1	146.1	192.7	-18.8	-167.9	413.7	210.2	202.5	64.2	-32.1
筹资现金流净额占比	-3.1	-191.4	0.8	-5.5	-1.9	-486.2	1.7	8.7	-0.8	140.9

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,627.1	5,059.7	4,783.3	5,066.9	5,672.0	成长性					
减:营业成本	2,145.8	2,170.7	2,101.2	2,168.2	2,371.0	营业收入增长率	15.5%	9.3%	-5.5%	5.9%	11.9%
营业税费	42.6	53.1	50.2	53.2	59.6	营业利润增长率	34.2%	7.9%	-32.6%	6.0%	18.7%
销售费用	1,142.4	1,476.9	1,635.4	1,783.0	1,996.0	净利润增长率	28.4%	23.9%	-28.6%	5.1%	16.2%
管理费用	161.0	177.4	167.7	177.6	198.8	EBITDA 增长率	31.2%	4.5%	-29.0%	5.5%	17.9%
研发费用	88.8	99.3	93.9	99.4	111.3	EBIT 增长率	31.3%	4.2%	-32.2%	6.0%	18.7%
财务费用	-5.7	-6.7	-7.4	-7.9	-8.8	NOPLAT 增长率	32.7%	15.9%	-32.0%	6.0%	18.7%
资产减值损失	-7.7	0.6	-	-	-	投资资本增长率	5.3%	-11.7%	3.0%	-7.5%	10.8%
加:公允价值变动收益	12.4	24.1	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	12.7%	4.3%	0.2%	0.2%	4.9%
投资和汇兑收益	1.8	6.9	5.0	-	-						
营业利润	1,048.1	1,130.6	762.3	808.4	959.2	利润率					
加:营业外净收支	38.7	122.4	120.1	120.1	120.1	毛利率	53.6%	57.1%	56.1%	57.2%	58.2%
利润总额	1,086.8	1,253.1	882.4	928.5	1,079.3	营业利润率	22.7%	22.3%	15.9%	16.0%	16.9%
减:所得税	264.3	233.4	155.6	163.7	190.3	净利润率	17.8%	20.2%	15.2%	15.1%	15.7%
净利润	823.0	1,019.6	727.9	765.3	889.6	EBITDA/营业收入	25.2%	24.1%	18.1%	18.0%	19.0%
						EBIT/营业收入	23.1%	22.0%	15.8%	15.8%	16.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	81	78	77	66	57
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资本周转天数	14	13	15	16	17
货币资金	507.9	524.8	471.0	596.9	596.6	流动资产周转天数	192	188	220	215	204
交易性金融资产	1,010.4	1,322.1	1,337.1	1,352.1	1,367.1	应收账款周转天数	28	20	30	31	32
应收账款	301.5	270.0	527.2	345.5	662.9	存货周转天数	50	40	44	43	41
应收票据	-	-	3.7	1.6	1.1	总资产周转天数	331	313	346	329	305
预付账款	76.5	58.8	46.7	76.2	57.5	投资资本周转天数	137	121	122	113	102
存货	652.5	472.9	685.6	521.6	764.0						
其他流动资产	22.0	75.2	39.7	45.6	53.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.0%	28.5%	20.3%	21.3%	23.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.9%	22.9%	15.4%	16.9%	17.5%
长期股权投资	219.0	219.9	219.9	219.9	219.9	ROIC	45.9%	50.5%	38.9%	40.0%	51.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,123.6	1,064.2	970.7	884.3	905.2	销售费用率	24.7%	29.2%	34.2%	35.2%	35.2%
在建工程	122.3	112.3	101.1	181.0	140.5	管理费用率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
无形资产	196.5	191.9	186.6	181.4	176.1	研发费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	114.4	147.1	138.8	130.5	128.9	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产总额	4,346.5	4,459.2	4,728.2	4,536.4	5,073.3	四费/营业收入	30.0%	34.5%	39.5%	40.5%	40.5%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	608.6	555.1	828.3	624.3	983.8	资产负债率	21.1%	19.8%	24.2%	20.9%	25.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	26.8%	24.7%	32.0%	26.4%	34.7%
其他流动负债	201.5	216.0	211.2	213.9	213.7	流动比率	3.17	3.53	2.99	3.51	2.92
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.37	2.92	2.33	2.88	2.29
其他非流动负债	108.3	111.7	106.3	108.8	108.9	利息保障倍数	-188.44	-166.60	-102.57	-101.41	-107.73
负债总额	918.4	882.9	1,145.8	946.9	1,306.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-1.0	-1.5	-2.2	DPS(元)	2.00	2.00	1.65	1.74	1.63
股本	435.6	435.6	435.6	435.6	435.6	分红比率	105.9%	85.4%	99.0%	99.0%	80.0%
留存收益	2,992.5	3,140.5	3,147.8	3,155.4	3,333.4	股息收益率	5.7%	5.7%	4.7%	5.0%	4.7%
股东权益	3,428.1	3,576.3	3,582.4	3,589.5	3,766.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	822.5	1,019.6	727.9	765.3	889.6
						加:折旧和摊销	99.7	114.1	110.0	111.8	124.8
						资产减值准备	7.7	-0.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-12.4	-24.1	15.0	15.0	15.0
						财务费用	-0.9	0.8	-7.4	-7.9	-8.8
						投资收益	-1.8	-6.9	-5.0	-	-
						少数股东损益	-0.4	-	-1.0	-0.5	-0.6
						营运资金的变动	-263.1	100.0	-150.0	119.2	-187.3
						经营活动产生现金流量	816.0	1,311.0	689.5	1,003.0	832.8
						投资活动产生现金流量	-210.1	-403.2	-25.0	-130.0	-130.0
						融资活动产生现金流量	-447.8	-891.2	-718.3	-747.1	-703.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.89	2.34	1.67	1.76	2.04
						BVPS(元)	7.87	8.21	8.23	8.24	8.65
						PE(X)	18.5	14.9	20.9	19.9	17.1
						PB(X)	4.4	4.3	4.2	4.2	4.0
						P/FCF	20.5	12.4	22.6	17.1	21.0
						P/S	3.3	3.0	3.2	3.0	2.7
						EV/EBITDA	23.8	16.4	15.4	14.4	12.2
						CAGR(%)	-2.4%	-4.5%	4.4%	-2.4%	-4.5%
						PEG	-7.7	-3.3	4.7	-8.3	-3.8
						ROIC/WACC	7.2	7.9	6.1	6.2	8.0
						REP	2.1	1.6	1.3	1.4	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034