

## 飞科电器 (603868.SH)

## 业绩困境反转曙光初现，双品牌战略收效需耐心

飞科电动剃须刀中高端占比提升，高速电吹风迭代驱动结构升级。24 年主要受飞科主动收缩主品牌低价格带产品、博锐子品牌成长不及预期影响，25Q1 收入止跌企稳，盈利水平有所恢复，我们预计随着新品上市、规模效应显现，飞科业绩有望实现困境反转，25 年业绩 7 亿元，当前估值 24 倍，给予“增持”评级。

□ 双品牌内部结构调整、消费环境外部冲击，双重影响收入业绩持续承压。2024 年公司实现营业收入 41.47 亿元，同比-18.03%，实现归母净利润 4.58 亿元，同比-55.10%，实现扣非归母净利润 3.58 亿元，同比-59.55%。其中，Q4 实现收入 8.26 亿元，同比-22.47%，实现归母净利润-673.56 万元，首次单季度利润亏损，主要受双品牌结构调整、消费环境变化双重影响。2025Q1 公司收入同比基本止跌略下滑 1.5%，业绩同比微增 0.5%。公司拟年报分红 2.18 亿元，分红比例 48%。

□ 电动剃须刀中高端占比提升，高速吹风新品迭代驱动价格上升。1)分品牌看，公司飞科主品牌 24 年收入下降 22%，博锐子品牌收入增长 1.55%；2)分产品看，公司电动剃须刀 24 年收入 26.87 亿元，同比-18.1%，其中销量下滑 15%、均价下降 3%，主要系双品牌战略调整及行业需求疲软影响；电吹风收入 7.71 亿元，同比-7.3%，其中销量大幅下滑 42%，不过高速电吹风新品迭代推动均价提升 61%；电动牙刷收入 1.63 亿元，同比-28.2%，品类拓展仍处培育期。3)分销售模式看，公司 24 年直销收入 21.64 亿元，同比-16.8%，经销收入 19.68 亿元，同比-19.6%，直销占比达 52.4%较上年提升 0.9 个百分点，渠道结构显著优化。

□ 产品创新引领高端化，双品牌战略显成效。坚持产品创新与双品牌战略，深化渠道改革，强化社交营销，博锐稳健承接性价比市场。1)产品端：持续以技术创新驱动高端化升级，推出“双电直驱”便携式剃须刀等差异化新品，通过高颜值设计和智能功能强化中高端品牌形象，中高端产品销售占比达 60.78%，同比提升 9.83 个百分点。2)渠道端：线下推进区域分销网格化管理，细化 12 个大区并升级“智潮”形象体验店，结合抖音直播、京东到家等平台实现新零售引流；线上优化自营电商矩阵，加强社交电商运营，直销模式毛利率达 64.17%，显著高于经销渠道。3)营销端：在抖音、快手等平台建立常态化品牌直播体系，投放高质量精准内容，重点打造节日营销与 IP 文化推广，社交平台品效合一策略驱动品牌年轻化。4)子品牌战略：博锐通过极致性价比模式优化，全年营收 8.82 亿元（同比+1.55%），销售额占比提升至 21.36%，有效承接飞科原有性价比市场，为母品牌高端化腾挪空间。

□ 合同负债环比回升，25Q1 净利率同比改善。公司 24Q4/25Q1 毛利率分别为 49%/56%，同比-5.9/-0.9pcts，主要跟博锐子品牌占比提升、高速吹风机毛利率下降拖累有关；期间费用方面，公司 24Q4 销售/研发/财务费用率分别同比提升 7.3/2.1/0.5pcts 拖累盈利表现，最终导致飞科迎来首次单季利润亏损，归母净利率同比-18.89pct；公司 25Q1 期间费用率同比下降 0.5pct，其中销售/管理费用率分别下降 0.6/0.3pct，最终实现 25Q1 净利率同比改善 0.3pct 至 15.6%。值得注意的是，24Q4-25Q1 合同负债持续环比回升，反映经销商季度末提货意愿回暖。

## 增持（下调）

消费品/家电

目标估值：NA

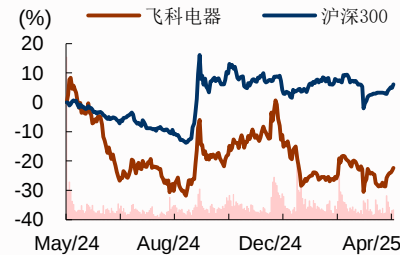
当前股价：36.96 元

## 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本（百万股）    | 436        |
| 已上市流通股（百万股） | 436        |
| 总市值（十亿元）    | 16.1       |
| 流通市值（十亿元）   | 16.1       |
| 每股净资产（MRQ）  | 7.4        |
| ROE（TTM）    | 14.3       |
| 资产负债率       | 16.5%      |
| 主要股东        | 上海飞科投资有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 80.99%     |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 5  | -10 | -18 |
| 相对表现 | 1  | -4  | -23 |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《飞科电器（603868）—盈利承压，毛利率降幅收窄》2024-11-01
- 2、《飞科电器（603868）—盈利暂时承压，博锐高增长》2024-08-30
- 3、《飞科电器（603868）—营收业绩暂时承压，高速电吹风加速布局》2024-05-06

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

□盈利预测：公司去年 Q4 起加大费用投入进一步提升高速电吹风市场份额，短期盈利或有承压，我们中长期持续看好公司发展。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 6.6/8.4/10.0 亿元，较前次有所下调。分别对应 PE 估值为 24/19/16 倍，给予“增持”投资评级。

□风险提示：原材料价格大幅上涨，新品表现不及预期，市场竞争激烈拖累毛利率；

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 5060 | 4147 | 5002  | 5784  | 6587  |
| 同比增长       | 9%   | -18% | 21%   | 16%   | 14%   |
| 营业利润(百万元)  | 1131 | 489  | 732   | 943   | 1132  |
| 同比增长       | 8%   | -57% | 50%   | 29%   | 20%   |
| 归母净利润(百万元) | 1020 | 458  | 660   | 839   | 997   |
| 同比增长       | 24%  | -55% | 44%   | 27%   | 19%   |
| 每股收益(元)    | 2.34 | 1.05 | 1.52  | 1.93  | 2.29  |
| PE         | 15.8 | 35.2 | 24.4  | 19.2  | 16.2  |
| PB         | 4.5  | 5.3  | 4.6   | 4.0   | 3.5   |

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 飞科电器历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 飞科电器历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2724        | 2160        | 2749        | 3395        | 4096        |
| 现金             | 525         | 187         | 579         | 1049        | 1582        |
| 交易性投资          | 1322        | 957         | 957         | 957         | 957         |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 242         | 261         | 315         | 364         | 415         |
| 其它应收款          | 28          | 33          | 40          | 46          | 52          |
| 存货             | 473         | 636         | 754         | 861         | 958         |
| 其他             | 134         | 87          | 104         | 118         | 132         |
| <b>非流动资产</b>   | 1735        | 1616        | 1549        | 1488        | 1435        |
| 长期股权投资         | 220         | 197         | 197         | 197         | 197         |
| 固定资产           | 1064        | 1015        | 971         | 931         | 894         |
| 无形资产商誉         | 192         | 187         | 168         | 151         | 136         |
| 其他             | 259         | 217         | 213         | 210         | 207         |
| <b>资产总计</b>    | <b>4459</b> | <b>3776</b> | <b>4297</b> | <b>4883</b> | <b>5531</b> |
| <b>流动负债</b>    | 771         | 670         | 749         | 826         | 896         |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 447         | 379         | 450         | 513         | 571         |
| 预收账款           | 58          | 48          | 57          | 65          | 72          |
| 其他             | 266         | 244         | 243         | 248         | 253         |
| <b>长期负债</b>    | 112         | 73          | 73          | 73          | 73          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 112         | 73          | 73          | 73          | 73          |
| <b>负债合计</b>    | <b>883</b>  | <b>743</b>  | <b>822</b>  | <b>899</b>  | <b>969</b>  |
| 股本             | 436         | 436         | 436         | 436         | 436         |
| 资本公积金          | 691         | 691         | 691         | 691         | 691         |
| 留存收益           | 2450        | 1906        | 2348        | 2858        | 3435        |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者权益    | 3576        | 3032        | 3475        | 3984        | 4561        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>4459</b> | <b>3776</b> | <b>4297</b> | <b>4883</b> | <b>5531</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023      | 2024         | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|----------------|-----------|--------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1311      | 296          | 622        | 804        | 958        |
| 净利润            | 1020      | 458          | 660        | 839        | 997        |
| 折旧摊销           | 114       | 121          | 122        | 115        | 109        |
| 财务费用           | 1         | 5            | (4)        | (4)        | (4)        |
| 投资收益           | (7)       | (10)         | (46)       | (46)       | (46)       |
| 营运资金变动         | 160       | (262)        | (110)      | (100)      | (98)       |
| 其它             | 23        | (15)         | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (403)     | 386          | (9)        | (9)        | (9)        |
| 资本支出           | (72)      | (88)         | (55)       | (55)       | (55)       |
| 其他投资           | (332)     | 473          | 46         | 46         | 46         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (891)     | (1021)       | (220)      | (326)      | (416)      |
| 借款变动           | (32)      | 17           | (6)        | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 0         | 0            | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | (0)       | (0)          | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | (871)     | (1002)       | (218)      | (330)      | (420)      |
| 其他             | 12        | (36)         | 4          | 4          | 4          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>17</b> | <b>(339)</b> | <b>393</b> | <b>469</b> | <b>533</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 5060        | 4147       | 5002       | 5784       | 6587       |
| 营业成本             | 2171        | 1883       | 2234       | 2550       | 2839       |
| 营业税金及附加          | 53          | 49         | 59         | 69         | 78         |
| 营业费用             | 1477        | 1486       | 1751       | 1967       | 2240       |
| 管理费用             | 177         | 182        | 175        | 202        | 231        |
| 研发费用             | 99          | 96         | 100        | 104        | 119        |
| 财务费用             | (7)         | (2)        | (4)        | (4)        | (4)        |
| 资产减值损失           | 2           | (9)        | 0          | 0          | 0          |
| 公允价值变动收益         | 24          | 23         | 23         | 23         | 23         |
| 其他收益             | 8           | 13         | 13         | 13         | 13         |
| 投资收益             | 7           | 10         | 10         | 10         | 10         |
| <b>营业利润</b>      | 1131        | 489        | 732        | 943        | 1132       |
| 营业外收入            | 130         | 74         | 80         | 90         | 95         |
| 营业外支出            | 8           | 2          | 2          | 2          | 2          |
| <b>利润总额</b>      | 1253        | 561        | 810        | 1030       | 1224       |
| 所得税              | 233         | 103        | 150        | 191        | 228        |
| 少数股东损益           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1020</b> | <b>458</b> | <b>660</b> | <b>839</b> | <b>997</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 9%    | -18%  | 21%   | 16%   | 14%   |
| 营业利润           | 8%    | -57%  | 50%   | 29%   | 20%   |
| 归母净利润          | 24%   | -55%  | 44%   | 27%   | 19%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 57.1% | 54.6% | 55.3% | 55.9% | 56.9% |
| 净利率            | 20.2% | 11.0% | 13.2% | 14.5% | 15.1% |
| ROE            | 29.1% | 13.9% | 20.3% | 22.5% | 23.3% |
| ROIC           | 26.0% | 11.9% | 18.2% | 20.5% | 21.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 19.8% | 19.7% | 19.1% | 18.4% | 17.5% |
| 净负债比率          | 0.4%  | 0.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 3.5   | 3.2   | 3.7   | 4.1   | 4.6   |
| 速动比率           | 2.9   | 2.3   | 2.7   | 3.1   | 3.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.1   | 1.0   | 1.2   | 1.3   | 1.3   |
| 存货周转率          | 3.9   | 3.4   | 3.2   | 3.2   | 3.1   |
| 应收账款周转率        | 19.5  | 16.5  | 17.4  | 17.0  | 16.9  |
| 应付账款周转率        | 4.5   | 4.6   | 5.4   | 5.3   | 5.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 2.34  | 1.05  | 1.52  | 1.93  | 2.29  |
| 每股经营净现金        | 3.01  | 0.68  | 1.43  | 1.85  | 2.20  |
| 每股净资产          | 8.21  | 6.96  | 7.98  | 9.15  | 10.47 |
| 每股股利           | 2.30  | 0.50  | 0.76  | 0.96  | 1.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 15.8  | 35.2  | 24.4  | 19.2  | 16.2  |
| PB             | 4.5   | 5.3   | 4.6   | 4.0   | 3.5   |
| EV/EBITDA      | 13.3  | 27.7  | 19.2  | 15.5  | 13.2  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。