


2023年04月28日
 飞科电器 (603868.SH)

ESSENCE


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

96.4元

股价 (2023-04-27)

78.43元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 34,164.11 |
| 流通市值(百万元) | 34,164.11 |
| 总股本(百万股) | 435.60 |
| 流通股本(百万股) | 435.60 |
| 12个月价格区间 | 49.66/90.15元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-----|------|------|
| 相对收益 | 6.5 | 21.2 | 55.5 |
| 绝对收益 | 5.9 | 16.6 | 57.9 |

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-------------------|------------|
| 国潮崛起, 飞科提价能否再接再厉? | 2023-02-09 |
| 盈利能力改善, 多品类有望持续发力 | 2022-10-28 |

Q1 毛利率达上市以来新高

事件: 飞科电器公布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年实现收入 46.3 亿元, YoY+15.5%, 实现归母净利 8.2 亿元, YoY+28.4%; 经折算, Q4 单季度实现收入 9.1 亿元, YoY-20.1%, 实现归母净利 0.8 亿元, YoY-41.3%。2023Q1 单季度实现收入 13.7 亿元, YoY+22.7%, 实现归母净利 3.2 亿元, YoY+35.3%。我们认为, 公司便携式剃须刀迭代产品有望成为下一款爆款, 带动公司剃须刀均价持续提升。

Q1 单季度收入增速大幅提升: 根据久谦数据, 飞科 2022Q4/2023Q1 线上销售额分别 YoY-8%/+12%, 抖音渠道 2022Q4/2023Q1 销售额分别 YoY+42%/131%。2022Q4 公司收入同比下降, 主要是疫情期间公司线下渠道受到影响较大, 电商渠道发货亦受疫情管控的影响。公司 2023Q1 收入增速环比 2022Q4 大幅提升, 除了线下消费复苏的因素外, 还因公司抖音渠道今年情人节表现亮眼, 抖音渠道 2023Q1 延续高增势态。我们认为, 公司 2023Q1 线下渠道也实现了较快增长, 公司抖音渠道的先发优势后续仍能带动公司收入快速增长。

Q1 剃须刀均价同比持续提升: 根据久谦数据, 飞科 2023Q1 线上剃须刀/电吹风/电动牙刷销售额分别 YoY+31%/-7%/105%, 其中剃须刀均价 YoY+15%。我们认为: 1) 2023Q1 飞科剃须刀均价在高基数下仍实现较高同比提升, 爆款便携式剃须刀迭代有望带动剃须刀均价同比进一步提升; 2) 高速电吹风渗透率提升, 传统电吹风品牌 2023Q1 普遍承压。久谦数据显示, 松下/康夫/飞利浦电吹风 2023Q1 线上销售额 YoY 分别-22%/-19%/-28%。飞科如推出高速电吹风新品, 电吹风收入增速有望大幅提升; 3) 根据久谦数据, 飞科电动牙刷 2023Q1 线上销售额份额 4.8%, 份额排名第五, 已接近小米电动牙刷份额。随着飞科电动牙刷占收入比例增大, 电动牙刷对公司收入拉动效应将进一步显现。

Q1 单季度盈利能力改善: 飞科 Q1 毛利率 56.1%, 同比+2.0pct, 达到公司上市以来最高水平, 我们认为主要因为小飞碟剃须刀等中高端产品自 2021 年推出以来占比持续提升(详见深度报告《国潮崛起, 飞科提价能否再接再厉?》)。公司 Q1 净利率 23.3%, 同比提升 2.2pct, 除公司毛利率提升外, 还因公司 Q1 收到较大金额的政府补助。Q1 公司销售、管理、研发费用率分别同比+3.6pct、-0.6pct、-0.3pct, 其中销售费用率提升主要因为抖音渠道费用率较高, 公司 Q1 抖音渠道收入占比提升。

Q1 经营性现金大幅增加: 飞科电器 Q1 经营性现金流净额同比+5.1 亿元, 公司经营性现金流大幅改善, 主要因为公司品牌知名度提升, Q1 线上销售额增长较快及线下经销商提货积极。

■ **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。飞科剃须刀 2023 年新品推出有望进一步提升均价，多品类发力有望打开其进一步的成长空间。预计公司 2023~2024 年 EPS 为 2.41/2.91 元，6 个月目标价为 96.4 元，对应 2023 年 40 倍 PE，维持买入-A 的投资评级。

■ **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) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 4,005.3 | 4,627.1 | 5,710.4 | 7,047.2 | 7,856.1 |
| 净利润 | 640.7 | 823.0 | 1,048.8 | 1,268.0 | 1,433.7 |
| 每股收益(元) | 1.47 | 1.89 | 2.41 | 2.91 | 3.29 |
| 每股净资产(元) | 6.98 | 7.87 | 8.71 | 9.73 | 10.88 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 53.3 | 41.5 | 32.6 | 26.9 | 23.8 |
| 市净率(倍) | 11.2 | 10.0 | 9.0 | 8.1 | 7.2 |
| 净利润率 | 16.0% | 17.8% | 18.4% | 18.0% | 18.2% |
| 净资产收益率 | 21.1% | 24.0% | 27.6% | 29.9% | 30.2% |
| 股息收益率 | 1.3% | 2.6% | 2.0% | 2.4% | 2.7% |
| ROIC | 35.2% | 45.9% | 53.5% | 68.9% | 66.1% |

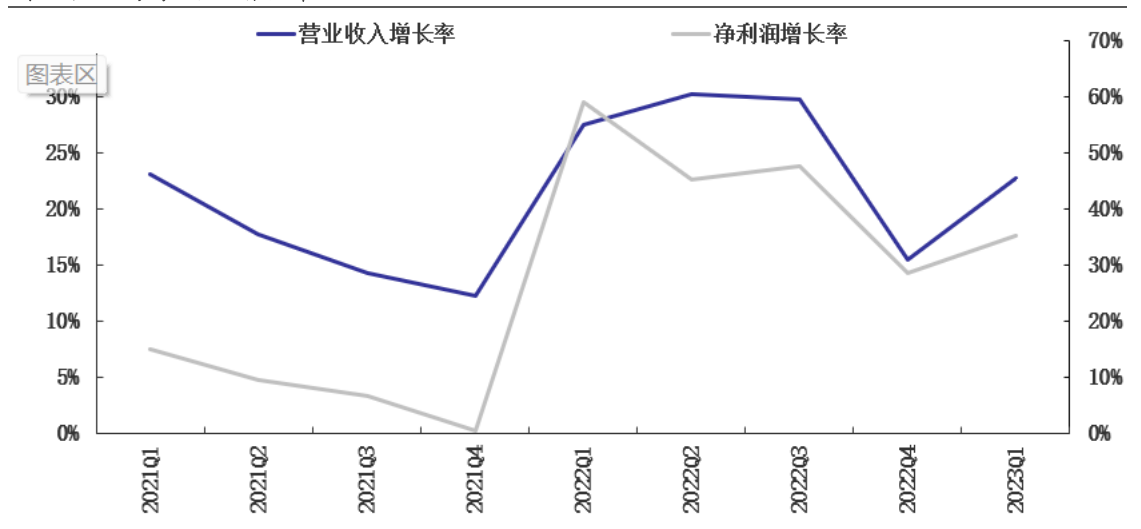
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

| % | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 YoY | -16 | -12 | 2 | 2 | 23 | 13 | 9 | 7 | 28 | 33 | 29 | -20 | 23 |
| 归母净利润 YoY | -21 | -9 | -5 | 8 | 15 | 5 | 2 | -18 | 59 | 33 | 51 | -41 | 35 |
| 扣非归母净利润 YoY | -17 | -5 | -4 | 9 | 11 | 4 | 0 | -18 | 64 | 49 | 50 | -45 | 24 |
| 销售毛利率 | 40 | 42 | 45 | 37 | 44 | 48 | 49 | 47 | 54 | 54 | 53 | 54 | 56 |
| 销售费用率 | 11 | 12 | 15 | 9 | 16 | 20 | 20 | 20 | 21 | 25 | 22 | 32 | 25 |
| 毛利率-销售费用率 | 30 | 30 | 31 | 28 | 28 | 28 | 29 | 27 | 33 | 29 | 31 | 22 | 31 |
| 销售净利率 | 18 | 20 | 18 | 16 | 17 | 19 | 17 | 12 | 21 | 19 | 20 | 9 | 23 |
| ROE | 5 | 6 | 7 | 6 | 5 | 6 | 7 | 5 | 7 | 7 | 9 | 2 | 9 |
| 扣非后 ROE | 5 | 5 | 7 | 6 | 5 | 5 | 6 | 4 | 7 | 6 | 8 | 2 | 8 |
| ROA | 4 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 | 5 | 3 | 6 | 5 | 7 | 2 | 7 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/收入 | 129 | 101 | 114 | 123 | 101 | 118 | 108 | 127 | 110 | 116 | 102 | 127 | 114 |
| 经营活动现金净流量/收入 | 18 | 28 | 25 | 35 | -6 | 31 | 13 | 33 | 6 | 29 | 18 | 17 | 42 |
| 经营活动现金净流量/经营净收益 | 78 | 126 | 102 | 174 | -31 | 152 | 60 | 253 | 22 | 128 | 71 | 164 | 157 |
| 经营现金流净额占比 | 33 | -58 | 119 | -780 | -27 | -244 | -53 | 334 | 89 | 145 | -93 | 124 | 270 |
| 投资现金流净额占比 | 67 | 42 | -19 | 880 | 128 | -49 | 153 | -233 | 14 | 146 | 193 | -19 | -168 |
| 筹资现金流净额占比 | 0 | 115 | 0 | 0 | -1 | 393 | 1 | 0 | -3 | -191 | 1 | -5 | -2 |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 4,005.3 | 4,627.1 | 5,710.4 | 7,047.2 | 7,856.1 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,121.6 | 2,145.8 | 2,478.4 | 3,058.6 | 3,244.9 | 营业收入增长率 | 12.3% | 15.5% | 23.4% | 23.4% | 11.5% |
| 营业税费 | 36.7 | 42.6 | 50.0 | 61.8 | 70.0 | 营业利润增长率 | -5.6% | 34.2% | 20.2% | 22.5% | 17.6% |
| 销售费用 | 769.8 | 1,142.4 | 1,593.3 | 1,966.2 | 2,270.5 | 净利润增长率 | 0.4% | 28.4% | 27.4% | 20.9% | 13.1% |
| 管理费用 | 161.2 | 161.0 | 196.6 | 242.6 | 270.4 | EBITDA 增长率 | -1.6% | 31.2% | 15.2% | 20.9% | 17.3% |
| 研发费用 | 131.9 | 88.8 | 144.6 | 178.5 | 199.0 | EBIT 增长率 | -2.3% | 31.3% | 17.2% | 22.3% | 17.5% |
| 财务费用 | -3.5 | -5.7 | -8.4 | -11.6 | -15.9 | NOPLAT 增长率 | -2.5% | 32.7% | 22.7% | 22.3% | 14.0% |
| 资产减值损失 | -6.7 | -7.7 | 8.1 | 8.1 | 2.8 | 投资资本增长率 | 1.9% | 5.3% | -5.1% | 18.8% | -6.2% |
| 加:公允价值变动收益 | 13.4 | 12.4 | 12.4 | - | - | 净资产增长率 | 7.3% | 12.7% | 10.6% | 11.6% | 11.8% |
| 投资和汇兑收益 | 9.6 | 1.8 | - | - | 0.6 | | | | | | |
| 营业利润 | 781.2 | 1,048.1 | 1,260.1 | 1,543.1 | 1,815.1 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 53.9 | 38.7 | 93.5 | 93.5 | 93.5 | 毛利率 | 47.0% | 53.6% | 56.6% | 56.6% | 58.7% |
| 利润总额 | 835.1 | 1,086.8 | 1,353.6 | 1,636.5 | 1,908.5 | 营业利润率 | 19.5% | 22.7% | 22.1% | 21.9% | 23.1% |
| 减:所得税 | 196.8 | 264.3 | 307.0 | 371.2 | 477.1 | 净利润率 | 16.0% | 17.8% | 18.4% | 18.0% | 18.2% |
| 净利润 | 640.7 | 823.0 | 1,048.8 | 1,268.0 | 1,433.7 | EBITDA/营业收入 | 22.2% | 25.2% | 23.5% | 23.1% | 24.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 20.3% | 23.1% | 21.9% | 21.7% | 22.9% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 71 | 81 | 68 | 52 | 46 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动营业资本周转天数 | 10 | 14 | 16 | 21 | 23 |
| 货币资金 | 348.1 | 507.9 | 959.4 | 1,082.2 | 1,713.0 | 流动资产周转天数 | 204 | 192 | 189 | 188 | 193 |
| 交易性金融资产 | 895.6 | 1,010.4 | 1,010.4 | 1,010.4 | 1,010.4 | 应收账款周转天数 | 43 | 28 | 30 | 35 | 35 |
| 应收账款 | 415.7 | 301.5 | 650.2 | 720.1 | 807.5 | 存货周转天数 | 51 | 50 | 44 | 44 | 43 |
| 应收票据 | 5.0 | - | 4.4 | 2.9 | 4.7 | 总资产周转天数 | 362 | 331 | 297 | 274 | 270 |
| 预付账款 | 46.9 | 76.5 | 10.2 | 115.4 | 29.1 | 投资资本周转天数 | 153 | 137 | 111 | 96 | 91 |
| 存货 | 636.3 | 652.5 | 755.4 | 981.6 | 896.6 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 22.0 | 22.0 | 20.9 | 21.6 | 21.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 21.1% | 24.0% | 27.6% | 29.9% | 30.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 15.3% | 18.9% | 20.6% | 22.5% | 23.3% |
| 长期股权投资 | 220.5 | 219.0 | 219.0 | 219.0 | 219.0 | ROIC | 35.2% | 45.9% | 53.5% | 68.9% | 66.1% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 971.1 | 1,123.6 | 1,049.0 | 981.3 | 1,024.4 | 销售费用率 | 19.2% | 24.7% | 27.9% | 27.9% | 28.9% |
| 在建工程 | 323.8 | 122.3 | 110.1 | 189.1 | 144.5 | 管理费用率 | 4.0% | 3.5% | 3.4% | 3.4% | 3.4% |
| 无形资产 | 201.4 | 196.5 | 191.2 | 185.9 | 180.6 | 研发费用率 | 3.3% | 1.9% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 其他非流动资产 | 81.1 | 114.4 | 111.0 | 107.7 | 104.3 | 财务费用率 | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.2% |
| 资产总额 | 4,167.4 | 4,346.5 | 5,091.2 | 5,617.1 | 6,155.7 | 四费/营业收入 | 26.4% | 30.0% | 33.7% | 33.7% | 34.7% |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 713.9 | 608.6 | 980.3 | 1,080.2 | 1,111.8 | 资产负债率 | 27.0% | 21.1% | 25.5% | 24.6% | 23.1% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 37.0% | 26.8% | 34.2% | 32.7% | 30.0% |
| 其他流动负债 | 313.6 | 201.5 | 214.2 | 199.2 | 205.1 | 流动比率 | 2.31 | 3.17 | 2.86 | 3.07 | 3.40 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.69 | 2.37 | 2.22 | 2.31 | 2.72 |
| 其他非流动负债 | 98.9 | 108.3 | 103.6 | 103.6 | 105.2 | 利息保障倍数 | -232.58 | -188.44 | -149.54 | -131.48 | -112.82 |
| 负债总额 | 1,126.3 | 918.4 | 1,298.2 | 1,383.0 | 1,422.1 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | -1.1 | - | -2.2 | -4.9 | -7.2 | DPS(元) | 1.00 | 2.00 | 1.57 | 1.89 | 2.14 |
| 股本 | 435.6 | 435.6 | 435.6 | 435.6 | 435.6 | 分红比率 | 68.0% | 105.9% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |
| 留存收益 | 2,606.6 | 2,992.5 | 3,359.6 | 3,803.4 | 4,305.2 | 股息收益率 | 1.3% | 2.6% | 2.0% | 2.4% | 2.7% |
| 股东权益 | 3,041.1 | 3,428.1 | 3,793.0 | 4,234.1 | 4,733.6 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 1.47 | 1.89 | 2.41 | 2.91 | 3.29 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | BVPS(元) | 6.98 | 7.87 | 8.71 | 9.73 | 10.88 |
| 净利润 | 638.3 | 822.5 | 1,048.8 | 1,268.0 | 1,433.7 | PE(X) | 53.3 | 41.5 | 32.6 | 26.9 | 23.8 |
| 加:折旧和摊销 | 77.9 | 99.7 | 92.1 | 94.0 | 106.8 | PB(X) | 11.2 | 10.0 | 9.0 | 8.1 | 7.2 |
| 资产减值准备 | 6.7 | 7.7 | - | - | - | P/FCF | 55.7 | 45.9 | 30.2 | 36.1 | 21.9 |
| 公允价值变动损失 | -13.4 | -12.4 | 12.4 | - | - | P/S | 8.5 | 7.4 | 6.0 | 4.8 | 4.3 |
| 财务费用 | 0.7 | -0.9 | -8.4 | -11.6 | -15.9 | EV/EBITDA | 19.8 | 23.8 | 23.9 | 19.7 | 16.4 |
| 投资收益 | -9.6 | -1.8 | - | - | -0.6 | CAGR(%) | 25.6% | 20.3% | 18.0% | 25.6% | 20.3% |
| 少数股东损益 | -2.4 | -0.4 | -2.2 | -2.7 | -2.3 | PEG | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.1 | 1.2 |
| 营运资金的变动 | 149.9 | -263.1 | 3.2 | -314.3 | 123.0 | ROIC/WACC | 5.5 | 7.2 | 8.3 | 10.8 | 10.3 |
| 经营活动产生现金流量 | 740.9 | 816.0 | 1,145.9 | 1,033.3 | 1,644.6 | REP | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 1.5 | 1.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -365.8 | -210.1 | -12.4 | -100.0 | -99.4 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -440.0 | -447.8 | -682.1 | -810.5 | -914.4 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

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