

公司研究/年报点评

2017年03月29日

家用电器/白色家电 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 47.5
合理价格区间(元): 57.00-66.50

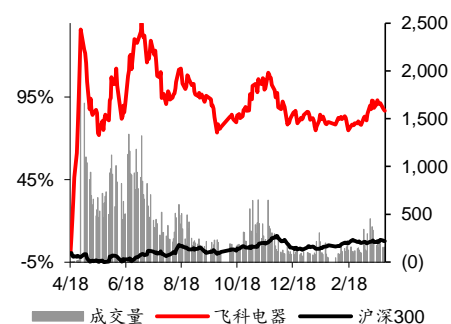
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

1 《飞科电器(603868):品牌崛起,轻资产打造行业龙头》2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

市场份额第一, 持续成长可期

飞科电器(603868)

剃须刀龙头有望长期增长

飞科电器 2016Q4 单季度实现业绩 1.9 亿元, YOY+24.5%。飞科定位精准, 剃须刀线上与线下零售量市场份额均位列行业第一。公司产品优势显著, 产品均价提升、份额扩张以及品类拓展将为公司带来充足的业绩弹性。

2016Q4 业绩 YoY+24.5%

飞科电器 2016 年实现收入 33.6 亿元, YOY+20.9%, 实现业绩 6.1 亿元, YOY+22.1%; 其中 Q4 单季度实现收入 10.4 亿元, YOY+20.6%, 实现业绩 1.9 亿元, YOY+24.5%; 实现 EPS1.46 元。公司业绩增速略高于前三季度, 符合市场预期。公司业绩快速增长主要原因在于剃须刀、电吹风收入快速增长。由于产品结构优化, 公司 2016 年毛利率 37.9%, 同比提升 1.3pct; 公司继续推进研发设计与产品推广, 期间费用率基本持平。整体来看, 飞科全年实现归母净利率 18.2%, 同比小幅提升 0.2pct。未来, 随着现有产品市场份额的提升以及品类的拓展, 公司业绩有望延续快速增长。

定位精准, 市场份额快速扩张

飞科剃须刀定位于大众消费群体, 在产品性能差别不大的情况下, 均价远低于飞利浦等外资品牌。同时, 作为本土品牌, 飞科更善于利用电商平台进行促销活动, 线上渠道放量增长, 2016 全年线上收入 14.9 亿元, 整体收入占比 44%; Q4 单季度线上收入 5.6 亿元, YoY+41.7%。依托性价比与线上渠道优势, 飞科市场份额迅速扩张。根据中怡康最新数据, 飞科剃须刀线上零售量市场份额 52.7%、线下市场份额 39.5%, 已全面超越飞利浦, 位列行业第一。

十余年聚焦, 深挖品牌护城河

相对于国内其它品牌, 飞科已构建起较高的品牌壁垒。公司将大部分产能外包, 资源聚焦于品牌运营。早在 2002 年, 飞科就投入巨资在中央电视台黄金时段做广告, 并持续多年在主流媒体进行全方位高频率的宣传与推广, 实现对青春时尚消费群体的定向投放。飞科“全方位浮动剃须”的广告语耳熟能详, 俨然已成为民族第一品牌。其它国产品牌, 即使价格低于飞科, 但飞科已建立很高的品牌认知度, 消费者对微小的价格差异并不敏感, 因而很难抢夺其市场份额。

业绩有望维持长期快速增长, 维持“增持”评级

飞科电器为我国电动剃须刀领军企业, 产品定位精准、性价比高, 多年品牌运营已建立较高品牌壁垒, 市场份额领先地位稳固。同时, 产品均价提升与品类拓展将为业绩增长提供长期支撑。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.90/2.53/3.32 元, 给予 2017 年 30-35 倍估值, 对应合理价格区间为 57.00-66.50 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 供应商集中度较高, 劳动力成本上升。

公司基本资料

总股本 (百万股)	435.60
流通 A 股 (百万股)	43.60
52 周内股价区间 (元)	25.96-62.26
总市值 (百万元)	20,691
总资产 (百万元)	2,517
每股净资产 (元)	4.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,783	3,364	4,214	5,308	6,786
+/-%	15.90	20.89	25.26	25.97	27.84
净利润 (百万元)	501.71	613.23	829.03	1,101	1,447
+/-%	35.33	22.23	35.19	32.85	31.35
EPS (元, 最新摊薄)	1.15	1.41	1.90	2.53	3.32
PE (倍)	41.24	33.74	24.96	18.79	14.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

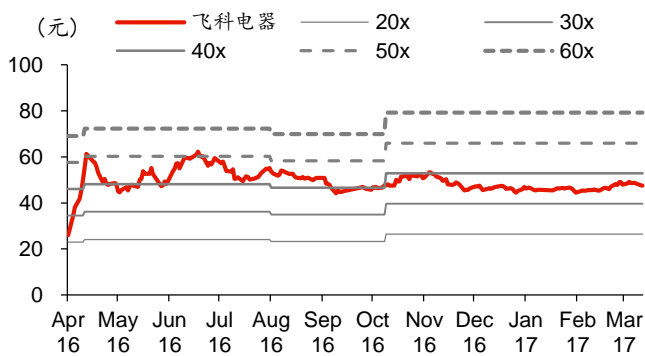
图表1： 公司单季度财务分析

单位：亿元	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 YoY(%)	0.0	12.8	6.7	45.1	20.7
归母净利 YoY(%)	0.0	19.2	-15.0	63.8	24.7
ROE(%)	14.0	12.3	6.1	8.9	10.1
扣非后 ROE(%)	0.0	11.9	5.9	8.7	9.8
ROA(%)	9.2	8.6	4.6	6.6	7.3
销售毛利率(%)	36.0	37.9	38.1	39.3	36.7
销售净利率(%)	18.0	18.5	15.2	19.7	18.6
销售商品提供劳务收到的现金	9.2	9.5	7.8	10.1	11.8
经营活动现金净流量	1.9	1.3	1.5	1.9	3.3
购建固定无形长期资产支付的现金	0.5	0.2	0.1	0.1	0.4
投资支付的现金	7.4	6.9	10.0	8.0	15.1
投资活动现金净流量	-2.5	-0.8	-1.3	1.1	-2.3
吸收投资收到的现金	0.0	0.0	7.3	0.0	0.1
取得借款收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金净流量	0.0	0.1	7.3	-4.3	0.0
现金流量净额	-0.6	0.6	7.6	-1.4	1.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

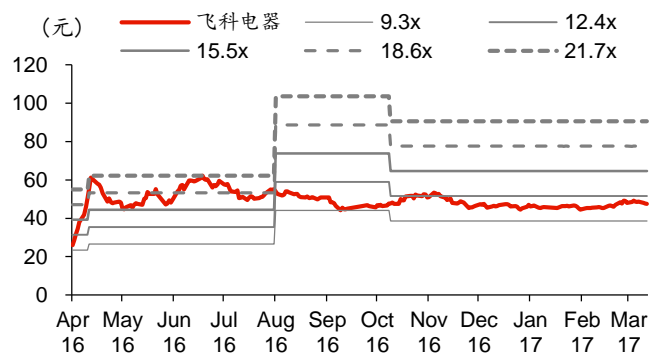
PE/PB - Bands

图表2： 飞科电器历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 飞科电器历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	995.26	2,061	2,980	4,284	5,981
现金	89.31	871.74	2,274	3,400	4,862
应收账款	94.56	134.22	158.38	200.41	258.26
其他应收账款	24.21	23.38	34.16	41.51	52.74
预付账款	27.78	17.02	27.76	32.00	41.81
存货	368.65	370.19	485.75	609.45	766.42
其他流动资产	390.76	644.42	0.00	0.00	0.00
非流动资产	694.97	723.38	710.89	695.46	678.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	170.83	586.86	560.86	533.02	504.25
无形资产	95.36	93.55	97.49	101.43	104.41
其他非流动资产	428.79	42.97	52.54	61.01	69.42
资产总计	1,690	2,784	3,691	4,979	6,659
流动负债	565.16	738.20	825.15	1,011	1,242
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	415.46	531.15	644.78	813.76	1,031
其他流动负债	149.69	207.05	180.38	196.94	211.84
非流动负债	20.69	35.69	26.03	27.73	29.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	20.69	35.69	26.03	27.73	29.54
负债合计	585.84	773.89	851.19	1,038	1,272
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	392.00	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	3.22	688.05	688.05	688.05	688.05
留存公积	709.17	886.80	1,716	2,817	4,264
归属母公司股	1,104	2,010	2,839	3,941	5,387
负债和股东权益	1,690	2,784	3,691	4,979	6,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	425.01	799.85	1,332	1,002	1,283
净利润	501.71	613.23	829.03	1,101	1,447
折旧摊销	9.82	32.88	29.43	29.56	29.62
财务费用	(1.55)	(10.28)	(65.06)	(117.40)	(170.98)
投资损失	(6.00)	(13.21)	(9.61)	(11.41)	(10.51)
营运资金变动	(76.46)	163.86	559.68	(1.64)	(13.85)
其他经营现金	(2.50)	13.37	(11.55)	1.38	2.29
投资活动现金	(432.99)	(323.40)	5.67	7.47	7.53
资本支出	170.14	84.31	0.00	0.00	0.00
长期投资	270.00	253.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	7.14	13.91	5.67	7.47	7.53
筹资活动现金	(219.51)	304.78	64.38	117.40	170.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	43.60	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	684.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(219.51)	(423.65)	64.38	117.40	170.98
现金净增加额	(227.10)	782.43	1,402	1,127	1,462

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,783	3,364	4,214	5,308	6,786
营业成本	1,764	2,088	2,599	3,253	4,131
营业税金及附加	14.20	30.15	32.35	43.03	54.04
营业费用	284.68	343.58	430.64	530.80	671.81
管理费用	89.94	117.34	139.89	161.89	203.58
财务费用	(1.55)	(10.28)	(65.06)	(117.40)	(170.98)
资产减值损失	0.34	6.23	4.27	4.92	4.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.00	13.21	9.61	11.41	10.51
营业利润	636.65	802.17	1,082	1,444	1,902
营业外收入	29.41	13.62	19.71	20.53	20.30
营业外支出	0.52	0.37	0.41	0.41	0.40
利润总额	665.54	815.42	1,101	1,464	1,922
所得税	163.83	202.19	272.46	362.34	475.77
净利润	501.71	613.23	829.03	1,101	1,447
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	501.71	613.23	829.03	1,101	1,447
EBITDA	644.92	824.77	1,047	1,356	1,761
EPS (元)	1.28	1.41	1.90	2.53	3.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.90	20.89	25.26	25.97	27.84
营业利润	35.19	26.00	34.91	33.39	31.79
归属母公司净利润	35.33	22.23	35.19	32.85	31.35
获利能力 (%)					
毛利率	36.59	37.93	38.32	38.72	39.13
净利率	18.03	18.23	19.67	20.75	21.32
ROE	45.43	30.50	29.20	27.95	26.85
ROIC	48.04	51.50	131.94	176.13	231.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.66	27.79	23.06	20.86	19.10
净负债比率 (%)	0	0.09	0	0	0
流动比率	1.76	2.79	3.61	4.24	4.81
速动比率	1.11	2.29	3.02	3.64	4.20
营运能力					
总资产周转率	1.79	1.50	1.30	1.22	1.17
应收账款周转率	30.00	29.41	28.80	29.59	29.59
应付账款周转率	3.99	4.41	4.42	4.46	4.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.41	1.90	2.53	3.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.84	3.06	2.30	2.95
每股净资产(最新摊薄)	2.54	4.62	6.52	9.05	12.37
估值比率					
PE (倍)	41.24	33.74	24.96	18.79	14.30
PB (倍)	18.74	10.29	7.29	5.25	3.84
EV_EBITDA (倍)	30.73	24.03	18.94	14.62	11.25

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com