

## 产品提价助力业绩增长，电商渠道增速迅猛

### 投资要点

- 事件: 公司发布 2017 年半年报, 17H1 实现营收 17.23 亿元, 同比增长 19.04%, 实现归母净利润 3.79 亿元, 同比增长 53.93%, 实现扣非后归母净利润 3.46 亿, 同比增长 45.64%。当期非经常性损益项目主要是政府补助。Q2 单季度实现营收 7.82 亿元, 同比增长 17.59%, 实现归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 77.23%。
- 均价提升助力业绩增长。报告期内, 公司主力产品电动剃须刀、电吹风营收分别实现 11.98 亿元、2.22 亿元, 同比增长 20.46%、5.27%。受益原材料价格上涨影响, 公司各产品线有不同幅度提价。主力产品剃须刀均价较为明显, 2017H1 相比 2016 年电动剃须刀单价提升 9.46%。产品均价的提升, 体现了公司品牌溢价能力的增强, 公司产品均价较国外高端品牌价差较大, 预计未来高端产品线能较好填补这一空白。
- 电商渠道保持高速扩张, 提振业绩增速。报告期内, 公司持续优化销售渠道, 加大电子商务渠道的推广力度, 成效显著。2017H1 电商渠道营收占比 48.23%, 同比增长 51.02%, 相比 2016 年分别提升了 4.03 个 pct、6.67 个 pct, 与预期相符。同时, 公司营收增速为 19.04%, 可见电商渠道撑起了公司营收及营收增速的半壁江山。随着公司持续发力电商渠道, 我们预计全年业绩将基本保持这一增速。
- 成本费用有效控制, 盈利能力持续增强。报告期内, 公司盈利能力持续增强, 毛利率高达 39.2%, 同比增长 1.2%。一是受益产品均价提升, 二是公司采取统一采购与生产外包的经营模式, 有效对冲了成本上涨压力。同时, 公司净利率为 22%, 同比提升了 5 个 pct, 这主要得益于费用的有效控制。2017H1, 公司销售费用同比减少 21.59%, 主要因为电视媒体广告费减少; 管理费用增加 23.72%, 主要因为研发费用、折旧费用的增加; 财务费用持续为负。随着宣传渠道稳定、品牌知名度提升及管理效率提高, 预计全年三费分别在 8%、4%、-4%左右, 盈利空间将进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.01 元、2.49 元、3.06 元, 参考申万三级行业小家电板块, 给予公司 2018 年 28 倍估值, 对应目标价 70 元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨风险, 新品销售不及预期风险。

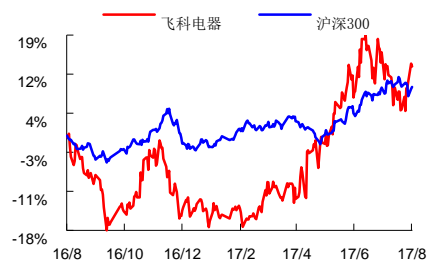
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3363.89	3930.60	4656.76	5498.00
增长率	20.89%	16.85%	18.47%	18.06%
归属母公司净利润 (百万元)	613.23	874.42	1085.14	1331.63
增长率	22.23%	42.59%	24.10%	22.72%
每股收益 EPS (元)	1.41	2.01	2.49	3.06
净资产收益率 ROE	30.50%	31.66%	29.55%	27.82%
PE	42	30	24	20
PB	12.95	9.43	7.09	5.44

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 龚梦泓  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.36
流通 A 股(亿股)	0.44
52 周内股价区间(元)	44.15-62.92
总市值(亿元)	260.45
总资产(亿元)	26.53
每股净资产(元)	4.49

### 相关研究

1. 飞科电器 (603868): 个护小家电蓝海市场, 营收规模加速提升 (2017-03-30)
2. 飞科电器 (603868): 研发、品牌、渠道并重, 打造个人护理民族品牌 (2017-01-18)
3. 飞科电器 (603868): 研发、品牌、渠道并重, 打造个人护理民族品牌 (2017-01-17)

**关键假设：**

假设 1：随着高端产品推出及产品均价提升，公司电动剃须刀毛利率逐年提升，17-19 年毛利率为 44%、45%、46%。量价齐升作用下，电动剃须刀营收保持较快增速；

假设 2：今年广告投入较去年减少，公司三费率降低，但下半年销售费用投入可能增长，全年销售费用率维持在 9% 的水平，未来几年保持稳定；

假设 3：公司毛球修剪器、电熨斗等其他小家电成长迅速。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电动剃须刀	收入	2260.3	2712.3	3254.8	3905.8
	增速	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	43.3%	44.0%	45.0%	46.0%
电吹风	收入	538.3	570.6	610.5	653.3
	增速	29.2%	6.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	27.2%	25.5%	26.0%	27.0%
电动理发器	收入	200.9	253.1	311.3	373.6
	增速	22.2%	26.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	22.6%	23.0%	24.0%	25.0%
毛球修剪器	收入	172.0	191.7	249.2	311.5
	增速	21.1%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	29.8%	31.0%	32.5%	33.7%
电熨斗	收入	108.5	102.0	112.0	115.4
	增速	9.0%	-6.0%	2.0%	3.0%
	毛利率	20.1%	21.0%	22.0%	23.0%
零配件及其他	收入	28.3	39.6	51.5	64.3
	增速	19.63%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	41.51%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	55.7	61.3	67.4	74.2
	增速	9.34%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	37.44%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	3363.9	3930.6	4656.8	5498.0
	增速	20.9%	16.8%	18.5%	18.1%
	毛利率	37.9%	39.0%	40.3%	41.5%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3363.89	3930.60	4656.76	5498.00	净利润	613.23	874.42	1085.14	1331.63
营业成本	2087.91	2395.80	2779.08	3214.46	折旧与摊销	32.88	40.91	42.15	43.67
营业税金及附加	30.15	27.11	33.93	40.89	财务费用	-10.28	-14.21	-22.66	-33.11
销售费用	343.58	369.48	440.06	522.31	资产减值损失	6.23	10.00	12.00	13.00
管理费用	117.34	153.29	172.30	203.43	经营营运资本变动	-123.82	-89.66	-108.80	-120.39
财务费用	-10.28	-14.21	-22.66	-33.11	其他	281.61	-20.00	-20.00	-24.00
资产减值损失	6.23	10.00	12.00	13.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>799.85</b>	<b>801.46</b>	<b>987.83</b>	<b>1210.81</b>
投资收益	13.21	10.00	10.00	10.00	资本支出	-134.14	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-189.26	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-323.40</b>	<b>-60.00</b>	<b>-60.00</b>	<b>-60.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>802.17</b>	<b>999.14</b>	<b>1252.04</b>	<b>1547.03</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.25	29.59	24.59	19.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>815.42</b>	<b>1028.73</b>	<b>1276.63</b>	<b>1566.63</b>	股权融资	728.42	0.00	0.00	0.00
所得税	202.19	154.31	191.49	234.99	支付股利	-435.60	-122.65	-174.88	-217.03
净利润	613.23	874.42	1085.14	1331.63	其他	11.95	13.54	22.66	33.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>304.78</b>	<b>-109.11</b>	<b>-152.22</b>	<b>-183.91</b>
归属母公司股东净利润	613.23	874.42	1085.14	1331.63	<b>现金流量净额</b>	<b>782.43</b>	<b>632.35</b>	<b>775.61</b>	<b>966.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	871.74	1504.09	2279.70	3246.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	174.62	205.20	239.59	284.50	销售收入增长率	20.89%	16.85%	18.47%	18.06%
存货	370.19	424.77	490.73	568.92	营业利润增长率	26.00%	24.55%	25.31%	23.56%
其他流动资产	644.42	752.98	892.09	1053.25	净利润增长率	22.23%	42.59%	24.10%	22.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.89%	24.38%	23.95%	22.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	593.72	604.46	613.96	621.94	毛利率	37.93%	39.05%	40.32%	41.53%
无形资产和开发支出	93.55	113.36	133.17	152.98	三费率	13.40%	12.94%	12.66%	12.60%
其他非流动资产	36.11	34.64	33.17	31.71	净利率	18.23%	22.25%	23.30%	24.22%
<b>资产总计</b>	<b>2784.34</b>	<b>3639.52</b>	<b>4682.42</b>	<b>5959.90</b>	ROE	30.50%	31.66%	29.55%	27.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.02%	24.03%	23.17%	22.34%
应付和预收款项	728.30	831.02	961.98	1122.93	ROIC	43.87%	54.27%	60.21%	65.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.52%	26.10%	27.31%	28.33%
其他负债	45.59	46.28	47.97	49.89	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>773.89</b>	<b>877.30</b>	<b>1009.95</b>	<b>1172.82</b>	总资产周转率	1.50	1.22	1.12	1.03
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	固定资产周转率	8.88	6.73	8.01	9.41
资本公积	688.05	688.05	688.05	688.05	应收账款周转率	29.41	27.88	28.78	28.56
留存收益	886.80	1638.58	2548.83	3663.43	存货周转率	5.65	6.03	6.06	6.05
归属母公司股东权益	2010.45	2762.22	3672.47	4787.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2010.45</b>	<b>2762.22</b>	<b>3672.47</b>	<b>4787.08</b>	资产负债率	27.79%	24.10%	21.57%	19.68%
负债和股东权益合计	2784.34	3639.52	4682.42	5959.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	3.43	4.01	4.53
					速动比率	2.29	2.93	3.50	4.03
					股利支付率	71.03%	14.03%	16.12%	16.30%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.41	2.01	2.49	3.06
					每股净资产	4.62	6.34	8.43	10.99
					每股经营现金	1.84	1.84	2.27	2.78
					每股股利	1.00	0.28	0.40	0.50
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	824.77	1025.84	1271.54	1557.59					
PE	42.47	29.78	24.00	19.56					
PB	12.95	9.43	7.09	5.44					
PS	7.74	6.63	5.59	4.74					
EV/EBITDA	30.50	23.90	18.67	14.62					
股息率	1.67%	0.47%	0.67%	0.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn