

2017年08月16日

飞科电器 (603868.SH)

公司快报

渠道、研发双管齐下，乘品牌之风，助业绩放量

投资要点

◆ **转移原料涨价成本，加强成本管控，公司实现近几年最高盈利增速：**2017年8月15日公司发布半年报，报告期内，公司实现营业收入172,265.33万元，同比增长19.04%；实现归母净利润37,899.07万元，同比大幅增长53.93%，扣除非经常性损益的归属净利润345.77万元，同比增长45.64%，为公司近几年来最高增速。公司一季度和二季度的营收分别为9.41亿元和7.82亿元，同比从20.27%下降到17.60%，营收增速逐渐放缓，但始终维持在15%-20%的增速，且利润增速持续上升，体现公司持续盈利的能力。

上半年由于原材料价格上涨，公司对多款电动剃须刀、电吹风等进行了提价。得益于公司的品牌效应和较强的营销策略，公司在市场拥有较强的溢价能力，公司产品量价齐升。其中，电动剃须刀实现销售数量为2,854.98万只，同比增长4.72%，毛球修剪器、电动理发器产品的销售数量同比也均有较大幅度的增长。电动剃须刀的毛利率也一直处于上行通道，报告期内毛利为44.69%，较去年末上升1.4pct。

公司成本管控能力较去年同期明显加强，营业成本增速低于营业收入增速，同时销售费用较去年同期有所减少，销售费用率从去年同期的11.8%下降到7.77%，是公司大力发展线上渠道并通过扁平化管理取得的成果。

◆ **电商渠道发力，网络销售逐渐成为创收主角：**公司近年来不断深耕电子商务渠道，报告期内线上实现营业收入83,083.93万元，同比增长51.02%，线上业务占比达到48.23%。经过几年的发展，公司线上与线下在营业收入占比之差从2012年的89.97%大幅下降到2017年的3.54%。

由于个人护理电器有体积重量较小，易于运输，无需安装，使用便捷等特点，线上销售有天然的优势。公司大力发展线上销售渠道的销售策略适合产品特性和商业发展趋势，极大地加快了产品的流转效率。根据天猫商城数据显示，飞科电动剃须刀与其旗下低端品牌博锐的各型号在不同天猫专卖店总销量分别占据电动剃须刀品类月总销量的前1-6名，且第6名的销量明显高于第7名飞利浦电动剃须刀的销量。依据网络客户喜欢购买爆款产品和销量排名靠前的产品的习惯，公司产品网上销量与排名可形成良性循环，产品份额有望持续提升，成为助力公司发展不可或缺的一部分。

◆ **品类不断丰富，品质不断提升，增收同时增强公司抗风险能力：**公司以生产电动剃须刀和电吹风为主，其中电动剃须刀占公司主营业务收入69.54%，电吹风占12.87%。13年公司开始销售电动理发器，该产品长期保持很高的收入增速，本报告期内增速达32.31%，短短几年时间该产品在公司营收占比达到7.62%，未来对公司利润的贡献将逐步加大。公司的其他品类，如毛球修剪器和鼻毛器虽然目前收入占比低但保持着较高增速，未来有望增厚公司业绩。目前，公司还致力于加湿器、空气净化器、健康秤、吸尘器等新产品的研究和推广，并计划于2017年下

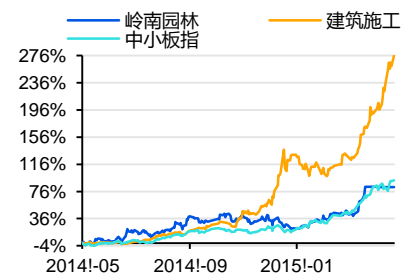
家电 | 小家电 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6个月目标价 62元
 股价(2017-08-16) 58.67元

交易数据

总市值(百万元) 25,556.65
 流通市值(百万元) 2,558.01
 总股本(百万股) 435.60
 流通股本(百万股) 43.60
 12个月价格区间 42.81/63.97元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.05	9.9	16.17
绝对收益	-2.3	14.96	20.05

分析师

王刚
 SAC 执业证书编号：S0910515070001
 wanggang@huajinsec.cn
 021-20377098

报告联系人

王洁婷
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20377166

相关报告

半年上市销售，未来有望成为公司营收增长的又一看点。

公司生产的电动剃须刀和电吹风以中低端为主，天猫售价在 20-500 元之间，而主要竞争对手飞利浦的价格在 80-20000 元之间，在我国消费升级以及国产品牌替代化的推动下公司产品价格成长空间很大。目前公司加大研发力度，对部分产品进行了智能化改造和研发，在提升用户体验的同时增加产品售价和毛利率。报告期内公司研发支出同比增加 66.07%，建立研发及管理中心投入进度 65.7%，目前基建主体已完工，未来在研发中心的帮助加公司产品创新、升级大概率加速，公司盈利能力有望进一步提升。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.91、2.38 和 2.79 元。净资产收益率分别为 33.5%、33.2%和 32.7%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 62 元，相当于 2017 年 32.5 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**新产品研发和销售不及预期；投放产能后销量不及预期导致产能利用率下降或运营效率降低。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,782.6	3,363.9	3,978.0	4,683.0	5,535.0
同比增长(%)	15.9%	20.9%	18.3%	17.7%	18.2%
营业利润(百万元)	636.7	802.2	1,063.0	1,351.0	1,586.1
同比增长(%)	35.2%	26.0%	32.5%	27.1%	17.4%
净利润(百万元)	501.7	613.2	831.0	1,037.2	1,214.4
同比增长(%)	35.3%	22.2%	35.5%	24.8%	17.1%
每股收益(元)	1.15	1.41	1.91	2.38	2.79
PE	51.9	42.5	31.3	25.1	21.4
PB	23.6	13.0	10.5	8.3	7.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,782.6	3,363.9	3,978.0	4,683.0	5,535.0	年增长率					
减:营业成本	1,764.4	2,087.9	2,417.4	2,822.5	3,308.2	营业收入增长率	15.9%	20.9%	18.3%	17.7%	18.2%
营业税费	14.2	30.2	24.3	31.5	40.2	营业利润增长率	35.2%	26.0%	32.5%	27.1%	17.4%
销售费用	284.7	343.6	357.7	363.9	463.9	净利润增长率	35.3%	22.2%	35.5%	24.8%	17.1%
管理费用	89.9	117.3	152.7	164.8	200.1	EBITDA 增长率	35.2%	27.9%	28.3%	26.1%	16.7%
财务费用	-1.5	-10.3	-32.6	-44.9	-57.8	EBIT 增长率	35.9%	24.7%	30.1%	26.7%	17.0%
资产减值损失	0.3	6.2	4.6	3.7	4.9	NOPLAT 增长率	36.5%	24.4%	30.2%	26.7%	17.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	120.0%	24.6%	-1.8%	-7.1%	14.7%
投资和汇兑收益	6.0	13.2	9.2	9.5	10.6	净资产增长率	34.3%	82.0%	23.4%	25.9%	19.1%
营业利润	636.7	802.2	1,063.0	1,351.0	1,586.1	盈利能力					
加:营业外净收支	28.9	13.2	41.6	27.9	27.6	毛利率	36.6%	37.9%	39.2%	39.7%	40.2%
利润总额	665.5	815.4	1,104.7	1,378.9	1,613.6	营业利润率	22.9%	23.8%	26.7%	28.8%	28.7%
减:所得税	163.8	202.2	273.7	341.8	399.3	净利润率	18.0%	18.2%	20.9%	22.1%	21.9%
净利润	501.7	613.2	831.0	1,037.2	1,214.4	EBITDA/营业收入	23.2%	24.5%	26.6%	28.5%	28.1%
						EBIT/营业收入	22.8%	23.5%	25.9%	27.9%	27.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	34.7%	27.8%	24.2%	23.4%	21.8%
货币资金	89.3	871.7	1,299.8	2,025.8	2,493.1	负债权益比	53.0%	38.5%	31.9%	30.6%	27.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.76	2.79	3.14	3.50	3.95
应收帐款	118.8	157.6	191.1	205.6	264.0	速动比率	1.11	2.29	2.50	2.95	3.29
应收票据	-	-	0.1	0.0	0.1	利息保障倍数	-409.81	-77.00	-31.64	-29.10	-26.45
预付帐款	27.8	17.0	42.0	28.7	49.5	营运能力					
存货	368.6	370.2	492.9	515.1	662.6	固定资产周转天数	13	41	53	44	36
其他流动资产	390.8	644.4	385.2	473.4	501.0	流动营业资本周转天数	18	42	36	25	25
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	119	164	202	218	235
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	15	15	16	15	15
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	41	40	39	39	38
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	201	239	274	282	287
固定资产	170.8	586.9	577.3	564.1	550.9	投资资本周转天数	83	106	99	80	70
在建工程	394.3	6.9	19.3	19.3	19.3	费用率					
无形资产	-	93.6	168.3	154.9	141.4	销售费用率	10.2%	10.2%	9.0%	7.8%	8.4%
其他非流动资产	129.8	36.1	97.2	89.6	71.5	管理费用率	3.2%	3.5%	3.8%	3.5%	3.6%
资产总额	1,690.2	2,784.3	3,273.2	4,076.5	4,753.4	财务费用率	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.0%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.4%	13.4%	12.0%	10.3%	11.0%
应付帐款	427.3	540.4	636.9	742.4	844.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	45.4%	30.5%	33.5%	33.2%	32.7%
其他流动负债	137.8	197.8	130.5	184.9	160.6	ROA	29.7%	22.0%	25.4%	25.4%	25.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	119.0%	67.3%	70.3%	90.6%	114.2%
其他非流动负债	20.7	35.7	25.2	27.2	29.3	分红指标					
负债总额	585.8	773.9	792.5	954.4	1,034.6	DPS(元)	-	1.00	0.83	0.91	1.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	71.0%	43.4%	38.1%	50.9%
股本	392.0	435.6	435.6	435.6	435.6	股息收益率	0.0%	1.7%	1.4%	1.5%	2.4%
留存收益	712.4	1,574.8	2,045.0	2,686.5	3,283.2						
股东权益	1,104.4	2,010.4	2,480.6	3,122.1	3,718.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	501.7	613.2	831.0	1,037.2	1,214.4	EPS(元)	1.15	1.41	1.91	2.38	2.79
加:折旧和摊销	9.8	32.9	26.7	26.7	26.7	BVPS(元)	2.54	4.62	5.69	7.17	8.54
资产减值准备	0.3	6.2	-	-	-	PE(X)	51.9	42.5	31.3	25.1	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.6	13.0	10.5	8.3	7.0
财务费用	-0.4	-1.2	-32.6	-44.9	-57.8	P/FCF	1,383.1	65.8	30.6	23.4	24.4
投资损失	-6.0	-13.2	-9.2	-9.5	-10.6	P/S	9.4	7.7	6.5	5.6	4.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	36.0	30.5	23.3	18.0	15.1
营运资金的变动	-331.3	66.5	36.0	57.8	-156.1	CAGR(%)	27.4%	25.6%	30.9%	27.4%	25.6%
经营活动产生现金流量	425.0	799.9	851.8	1,067.2	1,016.5	PEG	1.9	1.7	1.0	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-433.0	-323.4	-95.1	9.5	10.6	ROIC/WACC	11.3	6.4	6.7	8.6	10.9
融资活动产生现金流量	-219.5	304.8	-328.6	-350.7	-559.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn