

飞科电器 (603868.SH)

白色家电行业

评级：买入 维持评级

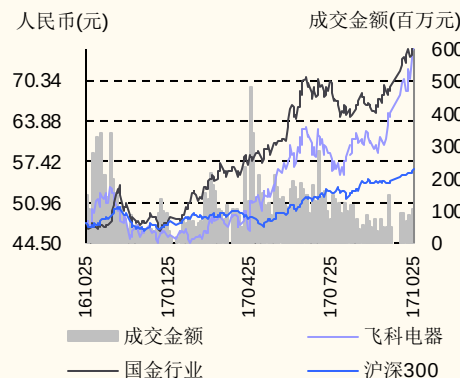
公司点评

市场价格 (人民币): 75.66 元
目标价格 (人民币): 84.70-84.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 43.60
总市值(百万元) 32,957.50
年内股价最高最低(元) 75.66/44.50
沪深 300 指数 3976.95
上证指数 3396.90



相关报告

- 1.《电商收入高增，海外拓展起航-飞科电器公司点评》，2017.8.16
- 2.《中报业绩预增 50%-60%，超出市场预期-飞科电器公司点评》，2017.7.10
- 3.《份额加速扩张，盈利水平领先-飞科电器公司深度研究》，2017.5.26

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
hongjiran@gjzq.com.cn

业绩平稳增长，确定性长期无忧

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.280	1.408	1.918	2.424	3.037
每股净资产(元)	2.82	4.62	5.53	6.96	8.99
每股经营性现金流(元)	1.08	1.83	2.17	2.60	3.25
市盈率(倍)	0.00	33.29	39.45	31.21	24.92
行业优化市盈率(倍)	0.00	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	35.33%	22.23%	36.23%	26.39%	25.28%
净资产收益率(%)	45.43%	30.50%	34.66%	34.84%	33.76%
总股本(百万股)	392.00	435.60	435.60	435.60	435.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017Q1-Q3 飞科电器实现营业收入 26.63 亿元 (YoY+14.40%)，归母净利润 6.00 亿元 (YoY+42.77%)，其中 Q3 单季公司收入同比+6.77%，归母净利润同比+26.98%。

经营分析

- **收入增速放缓，利润平稳增长。**上半年剃须刀量价齐升带动三季报收入增速维持 15%左右；Q3 单季收入增速 6.8%，较 17H1 (19.0%) 有所下滑，主因是 16Q3 高基数（当季收入增速高达 45%）以及销售费用投入放缓，四季度传统旺季+双 11 活动或将促使收入端好转。盈利能力方面，前三季度毛利率/净利率分别为 39.9%/22.5%，同比+1.4/+4.3pct，其中 Q3 单季毛利率/净利率 41.0%/23.5%，同比+1.7/+3.7pct，毛利率逆势上扬彰显规模效应以及上下游溢价能力，净利率持续提升源于今年电视广告投入减少导致的销售费用率下降。
- **经营性现金流充沛，预收账款健康增长。**飞科 17Q3 经营性净现金 3.3 亿元（同比+73%），环比 Q2 亦大幅改善（Q2 因 618 对电商放宽账期），公司的寡头地位以及轻资产模式使之在现金流管理方面收放自如。三季度末，公司预收账款为 6700 万，同比+42%，较二季度末增加近 3100 万元，预收健康增长为飞科收入的可持续增长提供保障。
- **品类拓展+海外扩张+高端延伸=长期增长无忧。**基于剃须刀渗透率和集中度较高，市场始终在寻找公司的长期增长逻辑，我们认为创开充裕的涨价空间，公司仍具备三个潜在增长逻辑：（1）品类拓展：公司将陆续推出加湿器、空气净化器、电动牙刷等全新品类，出色的营销、渠道和成本控制或将助力飞科在 5 年内占领新品类制高点；（2）海外扩张：飞科几乎所有的收入都来自内销，公司目前在印度、墨西哥等人口稠密的发展中国家逐步开拓利于其走向世界；（3）无论是通过海外收购或自主品牌升级，飞科进一步挤压飞利浦空间的可能性始终存在。
- **强确定性深受外资与社保青睐。**三季报的股权变动包括社保基金新进+增持 364 万股，外资通过陆股通增持 373 万股（占总股本的 0.9%）。我们认为基于以下三点原因的业绩确定性是飞科深受稳健资金青睐的主因：（1）极佳的竞争格局：飞科与飞利浦形成个护双寡头垄断，内外资区别以及定位差距使得行业远离恶性竞争；（2）宽广的成本护城河：16 年飞科剃须刀销量 5800

万支，是飞利浦的 5-6 倍，此外公司公告拟新建年产能 1360 万件个护电器的松江生产基地，规模效应带来的成本优势将进一步扩大；（3）远离外汇波动影响：由于产品基本内销，公司业绩不因人民币汇率变化而波动。

投资建议

- 个护电器竞争格局稳定，飞科电器作为龙头企业充分受益，精准定位+品牌效应+渠道扩张+研发升级确保公司在市场份额和盈利能力方面稳步前进。公司 2017-19 年 EPS 至 1.92 元、2.42 元以及 3.04 元，对应静态市盈率 39.5、31.2、24.9 倍。维持公司“买入”评级，给予公司 2018 年 35 倍 PE，上调目标价至 84.7 元。

风险提示：市场竞争明显加剧；外包生产比例较高；劳动力成本上升。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,401	2,783	3,364	4,111	4,919	5,850
增长率		15.9%	20.9%	22.2%	19.7%	18.9%
主营业务成本	-1,558	-1,764	-2,088	-2,458	-2,867	-3,322
%销售收入	64.9%	63.4%	62.1%	59.8%	58.3%	56.8%
毛利	843	1,018	1,276	1,653	2,052	2,528
%销售收入	35.1%	36.6%	37.9%	40.2%	41.7%	43.2%
营业税金及附加	-10	-14	-30	-37	-44	-53
%销售收入	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-299	-285	-344	-411	-492	-585
%销售收入	12.4%	10.2%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-71	-90	-117	-144	-172	-205
%销售收入	3.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	462	629	785	1,061	1,344	1,685
%销售收入	19.2%	22.6%	23.3%	25.8%	27.3%	28.8%
财务费用	4	2	10	21	30	44
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	0	0	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	13	10	10	10
%税前利润	1.1%	0.9%	1.6%	0.9%	0.7%	0.6%
营业利润	471	637	802	1,091	1,384	1,739
营业利润率	19.6%	22.9%	23.8%	26.5%	28.1%	29.7%
营业外收支	23	29	13	20	20	20
税前利润	494	666	815	1,111	1,404	1,759
利润率	20.6%	23.9%	24.2%	27.0%	28.5%	30.1%
所得税	-123	-164	-202	-276	-348	-436
所得税率	25.0%	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	371	502	613	835	1,056	1,323
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	371	502	613	835	1,056	1,323
净利率	15.4%	18.0%	18.2%	20.3%	21.5%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	371	502	613	835	1,056	1,323
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	10	38	48	54	61
非经营收益	-3	-10	-16	-29	-30	-30
营运资金变动	162	-76	164	92	54	62
经营活动现金净流	540	424	799	947	1,134	1,415
资本开支	-218	-169	-84	-187	-188	-188
投资	-120	-270	-253	-1	0	0
其他	6	6	14	10	10	10
投资活动现金净流	-332	-433	-323	-178	-178	-178
股权募资	0	0	741	0	0	0
债权募资	0	0	0	-4	0	0
其他	-232	-219	-435	-436	-436	-436
筹资活动现金净流	-232	-219	306	-440	-436	-436
现金净流量	-24	-228	782	329	521	801

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	316	89	872	1,200	1,721	2,523
应收账款	116	119	158	156	187	222
存货	267	369	370	431	503	583
其他流动资产	144	419	661	671	674	678
流动资产	844	995	2,061	2,459	3,085	4,005
%总资产	59.2%	58.9%	74.0%	73.6%	74.8%	77.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	477	565	594	749	898	1,039
%总资产	33.5%	33.4%	21.3%	22.4%	21.8%	20.0%
无形资产	80	97	108	114	119	126
非流动资产	580	695	723	883	1,037	1,185
%总资产	40.8%	41.1%	26.0%	26.4%	25.2%	22.8%
资产总计	1,424	1,690	2,784	3,341	4,122	5,190
短期借款	0	0	1	0	0	0
应付款项	496	439	577	615	719	835
其他流动负债	87	126	161	189	225	265
流动负债	583	565	738	804	943	1,100
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	21	36	127	148	172
负债	602	586	774	931	1,091	1,272
普通股股东权益	822	1,104	2,010	2,410	3,031	3,918
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,424	1,690	2,784	3,341	4,122	5,190

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.946	1.280	1.408	1.918	2.424	3.037
每股净资产	2.097	2.817	4.615	5.533	6.957	8.994
每股经营现金净流	1.377	1.083	1.834	2.174	2.603	3.249
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	45.09%	45.43%	30.50%	34.66%	34.84%	33.76%
总资产收益率	26.03%	29.68%	22.02%	25.00%	25.62%	25.49%
投入资本收益率	42.18%	42.96%	29.35%	33.10%	33.35%	32.35%
增长率						
主营业务收入增长率	15.85%	15.90%	20.89%	22.21%	19.66%	18.93%
EBIT增长率	28.35%	36.21%	24.70%	35.15%	26.70%	25.39%
净利润增长率	27.58%	35.33%	22.23%	36.23%	26.39%	25.28%
总资产增长率	35.65%	18.68%	64.73%	20.00%	23.36%	25.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	12.2	12.4	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	65.1	65.8	64.6	64.0	64.0	64.0
应付账款周转天数	85.5	91.5	82.7	83.0	83.0	83.0
固定资产周转天数	4.4	22.4	63.7	57.0	51.2	45.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.48%	-8.09%	-43.33%	-49.81%	-56.79%	-64.39%
EBIT利息保障倍数	-127.0	-406.2	-76.3	-49.5	-44.5	-38.4
资产负债率	42.27%	34.66%	27.79%	27.86%	26.47%	24.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	15	20
增持	0	0	1	9	11
中性	0	1	1	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.60	1.56	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-26	买入	55.02	61.05~61.05
2	2017-07-10	买入	58.07	63.36~63.36
3	2017-08-16	买入	60.05	67.20~67.20

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH