

# 飞科电器 (603868)

证券研究报告

2018年04月11日

## 短期渠道调整, 降本增效成效显著

### 事件

公司发布 2017 年度业绩报告, 1) 2017 年实现收入 38.53 亿元, 同比增长 14.55%; 实现归母净利润 8.35 亿元, 同比增长 36.22%。2) 17Q4 实现收入 11.90 亿元, 同比增长 14.90%; 实现归母净利润 2.35 亿元, 同比增长 21.97%。3) 分红方案为每 10 股派发现金红利 15 元, 分红率为 78.2%, 共计分配现金红利 6.53 亿元。

### 主业量价齐升, 渠道调整增速略有放缓

报告期内, 公司取消义乌市场的全国批发经销商, 全部转型为区域销售, 我们预计该渠道调整或对收入增速产生一定影响。分产品看, 主业表现优异, 电动剃须刀收入实现量价齐升, 出厂均价仅 42 元, 未来仍有较高提升空间; 分渠道看, 公司持续扩大电商覆盖面, 加大电商渠道的推广力度, 并对线下渠道整合, 加强和规范线下分销体系。公司实行双品牌战略, 子品牌“POREE 博锐”17 年实现收入 2.5 亿元, 同比增长高达 79.7%

### 积极转型加强研发, 盈利能力大幅提升, Q1 费用率或将增加

公司在原材料涨价环境下实现毛利率逆势提升, 17A 和 Q4 分别实现毛利率 39.32%和 38.14%, 同比分别+1.4pct 和 1.5pct。公司减少传统媒体广告的投放, 加大互联网营销, 销售费用率同比下降, 但 18 年为体育赛事大年, 营销投入或略有提升, 且公司当前预计为渠道调整期, 费用率预计或将提升; 公司持续加大研发投入, 17 年研发费用同比大幅增加 48%。

### 现金流稳健, 经营效率显著提升

公司现金流稳健增长, 17A 和 Q4 销售商品、提供劳务收到现金分别为 44.02 和 12.92 亿元, 同比分别增加 12.45%和 9.29%, 与收入增速良好匹配。公司经营效率提升显著, 17 年公司存货和应收账款周转天数分别为 53.98 和 18.16 天, 同比分别-9.72 和+5.92 天, 存货周转效率大幅提升。

### 投资建议

公司产品结构向中高端升级明显, 仍有较高提价空间, 规模效应优势明显, 在上下游具有较强议价能力, 且公司积极转型投入研发, 着力产品升级、品类扩张, 有望大幅受益个护领域消费升级。我们预计受到渠道调整影响, 18 年业绩增速或将有所放缓, 预计 18-20 年收入增速为 9.52%、17.79%、17.56%, 净利润增速分别为 15.90%、23.75%、21.09%, 对应 18-20 年 EPS 为 2.22、2.75、3.33 元/股 (前次预计 18、19 年分别 2.37、2.97 元/股)。维持买入评级。

**风险提示:** 渠道调整或影响 18 年销售, 原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,363.89	3,853.43	4,220.43	4,971.20	5,844.10
增长率(%)	20.89	14.55	9.52	17.79	17.56
EBITDA(百万元)	823.99	1,103.42	1,275.68	1,583.34	1,920.95
净利润(百万元)	613.23	835.35	968.20	1,198.19	1,450.94
增长率(%)	22.23	36.22	15.90	23.75	21.09
EPS(元/股)	1.41	1.92	2.22	2.75	3.33
市盈率(P/E)	41.55	30.51	26.32	21.27	17.56
市净率(P/B)	12.68	10.57	9.50	8.45	7.44
市销率(P/S)	7.58	6.61	6.04	5.13	4.36
EV/EBITDA	23.67	29.28	19.19	15.29	12.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	58.50 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	435.60
流通 A 股股本(百万股)	43.60
A 股总市值(百万元)	25,482.60
流通 A 股市值(百万元)	2,550.60
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	25.97
一年内最高/最低(元)	81.39/45.81

### 作者

**蔡雯娟** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

**罗岸阳** 联系人  
luoanyang@tfzq.com

**谢丽媛** 联系人  
xieliyuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《飞科电器-季报点评:消费升级带动结构提升, 费用控制带来利润增长》2017-10-26
- 《飞科电器-半年报点评:剃须刀提价 15%优化结构, 618 备货致应收账款增加》2017-08-16
- 《飞科电器-公司点评:业绩预增 50%~60%超预期, 持续受益产品结构提升》2017-07-10



## 事件

公司发布 2017 年度业绩报告，

1) 2017 年实现收入 38.53 亿元，同比增长 14.55%；实现归母净利润 8.35 亿元，同比增长 36.22%；实现扣非归母净利润 7.87 亿元，同比增长 32.62%。

2) 17Q4 实现收入 11.90 亿元，同比增长 14.90%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 21.97%；实现扣非归母净利润 2.25 亿元，同比增长 20.32%。

3) 分红方案为每 10 股派发现金红利 15 元，分红率为 78.2%，共计分配现金红利 6.53 亿元，该利润分配预案尚需公司股东大会批准。

## 主业量价齐升，渠道调整增速略有放缓

报告期内，公司取消义乌市场的全国批发经销商，全部转型为区域销售，我们预计该渠道调整或对收入增速产生一定影响，带来电商旺季的 Q4 收入增速比去年同期有所放缓，并且预计该影响或将延续一定时间。

分产品看，主业表现优异，电动剃须刀收入（占比 68%）同比增长 16%，其中销量和均价同比分别增长 6%和 9%，实现量价齐升，出厂均价仅 42 元，未来仍有较高提升空间，根据中怡康数据，2017 年飞科品牌电动剃须刀线上销售量市占率为 54.7%，线下销售量市占率为 39.2%，与飞利浦在电动剃须刀领域形成双寡头格局。电吹风收入（占比 15%）同比增长 10%，量价分别增长-1%和 11%，预计提价对销量增速产生一定影响。其他新品迅速扩张，毛球修剪器/理发器/鼻毛修剪器/女士剃毛器收入分别同比增长 35%/16%/39%/81%，电熨斗/烫发器/吸尘器由于产品结构调整、尚未推广等原因收入有所下滑。

分渠道看，公司仍以经销模式为主，截至 17 年底，公司已发展 682 家经销商。公司持续扩大电商覆盖面，加大电商渠道的推广力度，公司产品销售已覆盖主要电商平台，2017 年公司实现线上收入 20.2 亿元，同比增长 35.5%，电子商务销售占比达到 52.3%（去年预计为 44%）。公司对线下渠道整合，加强和规范线下分销体系，地级市范围内以经销商直配为主，县城以分销商为主进行渠道下沉，深入挖掘潜在市场，线下实现收入 18.34 亿元，同比基本持平。

此外，公司实行双品牌战略，使用主品牌“FLYCO 飞科”来顺应消费升级优化产品结构，子品牌“POREE 博锐”在低端市场形成竞争优势，17 年博锐品牌实现收入 2.5 亿元，同比增长高达 79.7%。

## 积极转型加强研发，盈利能力大幅提升，Q1 费用率或将增加

公司在原材料涨价环境下实现毛利率逆势提升，17A 和 Q4 分别实现毛利率 39.32%和 38.14%，同比分别+1.4pct 和 1.5pct，公司产品以外包为主（剃须刀外包产量占其总产量 61%），且公司作为行业龙头，规模效应显现，对上下游议价能力较强。其中，剃须刀和电吹风毛利率分别+2.06pct 和-0.04pct。

公司盈利能力大幅提升，17A 和 Q4 分别实现净利率 21.68%和 19.79%，同比分别+3.5pct 和+1.2pct。针对新消费模式调整销售费用投入，减少传统媒体广告的投放，加大互联网营销，销售费用率同比下降，17A 和 Q4 销售费用率同比分别-2.6pct 和+0.4pct，其中广告费为主，同比下降 29%，但 18 年为体育赛事大年，营销投入或略有提升，且公司当前预计为渠道调整期，费用率预计或将提升；公司持续加大研发投入，17 年研发费用 5443 万元，同比大幅增加 48%，为管理费用率提升主因，17A 和 Q4 管理费用率同比分别+0.2pct 和+0.5pct；17A 和 Q4 财务费用率同比分别-0.05pct 和+0.3pct，主要为利息收入增加。

## 现金流稳健，经营效率显著提升：

得益于盈利能力的提升，公司现金流和自有资金持续增长，17年末货币资金+银行理财产品（包含于其他流动资产）17.6亿元，同比增长16.6%，与收入增速匹配；应收账款2.5亿元，同比增加89.6%，其中56%来自于京东（对京东的应收账款同比增加89%，占17年来自京东收入的27%）（此处“京东”我们预计为京东自营）；应付账款5.5亿元，同比增加3.8%，主要为应付货款同比增加8%；存货3.3亿元，同比减少10.6%，主要为库存商品同比减少21%，预计主要为渠道调整，对Q1销售情况略有影响所致。

公司现金流稳健增长，17A和Q4销售商品、提供劳务收到现金分别为44.02和12.92亿元，同比分别增加12.45%和9.29%，与收入增速良好匹配；17A和Q4分别实现经营性净现金流8.59和2.50亿元，同比分别增加7.34%和-24.17%，现金流稳健增长，Q4净现金流下滑，预计主要为双十一备货增加、电商结算方式后付款所致。

公司经营效率提升显著，17年公司存货和应收账款周转天数分别为53.98和18.16天，同比分别-9.72和+5.92天，存货周转效率大幅提升，此外，渠道调整对存货也有一定影响；预计受电商结算方式影响，应收账款周转效率有所下降。

## 高额现金分红，增强股东回报：

为回馈广大投资者，公司自上市以来持续高额进行现金分红，2017年度利润分配预案为拟以2017年12月31日的总股本4.36亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利15元（含税），共计分配现金红利6.5亿元，占净利润的比率为78.2%。

## 投资建议：

公司为国内剃须刀、电吹风龙头，公司产品结构向中高端升级明显，仍有较高提价空间。公司规模效应优势明显，在上下游具有较强议价能力，低成本优势为公司赢得较大提价空间。且公司积极转型投入研发，着力产品升级、品类扩张，有望大幅受益个护领域消费升级。我们预计受到渠道调整影响，18年业绩增速或将有所放缓，预计18-20年收入增速为9.52%、17.79%、17.56%，净利润增速分别为15.90%、23.75%、21.09%，对应18-20年EPS为2.22、2.75、3.33元/股（前次预计18、19年分别2.37、2.97元/股），当前股价分别对应26.32x、21.27x、17.56xPE，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	871.74	618.32	929.92	1,199.95	1,672.50
应收账款	157.60	277.74	199.06	362.56	297.67
预付账款	17.02	22.00	19.54	28.32	27.00
存货	370.19	330.94	388.10	408.53	475.51
其他	644.42	1,149.92	1,149.92	1,149.92	1,149.92
<b>流动资产合计</b>	<b>2,060.96</b>	<b>2,398.92</b>	<b>2,686.54</b>	<b>3,149.28</b>	<b>3,622.61</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	586.86	569.64	574.22	593.85	609.51
在建工程	6.86	29.28	53.57	80.14	78.08
无形资产	93.55	183.51	175.34	167.17	159.00
其他	36.11	74.34	71.61	68.88	66.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>723.38</b>	<b>856.77</b>	<b>874.74</b>	<b>910.04</b>	<b>912.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,784.34</b>	<b>3,255.69</b>	<b>3,561.28</b>	<b>4,059.32</b>	<b>4,535.35</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	540.37	574.17	612.30	754.79	825.51
其他	197.82	229.27	225.63	245.70	244.73
<b>流动负债合计</b>	<b>738.20</b>	<b>803.44</b>	<b>837.93</b>	<b>1,000.48</b>	<b>1,070.25</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.69	42.06	42.06	42.06	42.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>35.69</b>	<b>42.06</b>	<b>42.06</b>	<b>42.06</b>	<b>42.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>773.89</b>	<b>845.49</b>	<b>879.99</b>	<b>1,042.54</b>	<b>1,112.30</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	688.05	688.05	688.05	688.05	688.05
留存收益	1,574.85	1,974.59	2,245.69	2,581.19	2,987.45
其他	(688.05)	(688.05)	(688.05)	(688.05)	(688.05)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,010.45</b>	<b>2,410.19</b>	<b>2,681.29</b>	<b>3,016.79</b>	<b>3,423.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,784.34</b>	<b>3,255.69</b>	<b>3,561.28</b>	<b>4,059.32</b>	<b>4,535.35</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	613.23	835.35	968.20	1,198.19	1,450.94
折旧摊销	32.88	46.55	39.30	41.97	44.57
财务费用	(1.20)	2.30	(15.05)	(17.72)	(20.84)
投资损失	(13.21)	(20.79)	(20.79)	(20.79)	(20.79)
营运资金变动	(28.85)	(517.98)	61.20	(27.43)	71.72
其它	196.99	513.13	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>799.85</b>	<b>858.55</b>	<b>1,032.86</b>	<b>1,174.21</b>	<b>1,525.60</b>
资本支出	43.84	132.26	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(367.24)	(812.45)	(99.21)	(139.21)	(79.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(323.40)</b>	<b>(680.20)</b>	<b>(39.21)</b>	<b>(59.21)</b>	<b>(29.21)</b>
债权融资	0.67	1.01	1.01	1.01	1.01
股权融资	738.71	13.74	15.05	17.72	20.84
其他	(434.60)	(444.22)	(698.12)	(863.71)	(1,045.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>304.78</b>	<b>(429.47)</b>	<b>(682.06)</b>	<b>(844.97)</b>	<b>(1,023.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>781.23</b>	<b>(251.12)</b>	<b>311.60</b>	<b>270.03</b>	<b>472.55</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3,363.89</b>	<b>3,853.43</b>	<b>4,220.43</b>	<b>4,971.20</b>	<b>5,844.10</b>
营业成本	2,087.91	2,338.10	2,488.99	2,867.88	3,315.17
营业税金及附加	30.15	39.28	43.02	50.67	59.57
营业费用	343.58	294.20	324.97	357.93	409.09
管理费用	117.34	142.54	147.71	173.99	204.54
财务费用	(10.28)	(13.74)	(15.05)	(17.72)	(20.84)
资产减值损失	6.23	0.15	0.15	0.15	0.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.21	20.79	20.79	20.79	20.79
其他	(26.42)	(45.63)	(45.63)	(45.63)	(45.63)
<b>营业利润</b>	<b>802.17</b>	<b>1,077.74</b>	<b>1,255.47</b>	<b>1,563.14</b>	<b>1,901.26</b>
营业外收入	13.62	41.21	41.21	41.21	41.21
营业外支出	0.37	1.44	1.44	1.44	1.44
<b>利润总额</b>	<b>815.42</b>	<b>1,117.50</b>	<b>1,295.23</b>	<b>1,602.90</b>	<b>1,941.02</b>
所得税	202.19	282.16	327.03	404.71	490.08
<b>净利润</b>	<b>613.23</b>	<b>835.35</b>	<b>968.20</b>	<b>1,198.19</b>	<b>1,450.94</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>613.23</b>	<b>835.35</b>	<b>968.20</b>	<b>1,198.19</b>	<b>1,450.94</b>
每股收益(元)	1.41	1.92	2.22	2.75	3.33

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.89%	14.55%	9.52%	17.79%	17.56%
营业利润	26.00%	34.35%	16.49%	24.51%	21.63%
归属于母公司净利润	22.23%	36.22%	15.90%	23.75%	21.09%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.93%	39.32%	41.03%	42.31%	43.27%
净利率	18.23%	21.68%	22.94%	24.10%	24.83%
ROE	30.50%	34.66%	36.11%	39.72%	42.39%
ROIC	60.73%	72.09%	53.95%	68.73%	80.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.79%	25.97%	24.71%	25.68%	24.53%
净负债率	24.70%	-4.09%	8.43%	-1.69%	-4.63%
流动比率	2.79	2.99	3.21	3.15	3.38
速动比率	2.29	2.57	2.74	2.74	2.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	24.34	17.70	17.70	17.70	17.70
存货周转率	9.11	10.99	11.74	12.48	13.22
总资产周转率	1.50	1.28	1.24	1.30	1.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.41	1.92	2.22	2.75	3.33
每股经营现金流	1.84	1.97	2.37	2.70	3.50
每股净资产	4.62	5.53	6.16	6.93	7.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.55	30.51	26.32	21.27	17.56
市净率	12.68	10.57	9.50	8.45	7.44
EV/EBITDA	23.67	29.28	19.19	15.29	12.36
EV/EBIT	24.63	30.48	19.80	15.71	12.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com