

渠道转型结束，业绩重回增长通道

——飞科电器（603868）2018 半年报点评

2018 年 07 月 26 日

推荐/维持

飞科电器

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
闵繁皓	研究助理	
	minfh@dxzq.net.cn	010-66554036

事件：

公司发布 2018 半年报，公司在 2018 年 Q2 实现营业收入 9.31 亿元，较上年同期同比增长 19.04%，实现净利润 2.23 亿元，较上年同期同比增长 25.20%。

表 1: 财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1035.68	940.52	782.13	940.75	1190.02	884.75	931.03
增长率（%）	20.65%	20.27%	17.60%	6.77%	14.90%	-5.93%	19.04%
毛利率（%）	36.65%	39.08%	39.42%	40.99%	38.14%	37.87%	40.76%
期间费用率（%）	10.99%	10.43%	11.93%	9.32%	12.09%	11.51%	12.23%
营业利润率（%）	24.19%	27.87%	27.10%	31.11%	26.13%	25.97%	28.95%
净利润（百万元）	193.07	200.45	178.54	220.86	235.49	174.42	223.53
增长率（%）	24.69%	38.22%	76.43%	26.98%	21.97%	-12.99%	25.20%
每股盈利（季度，元）	0.44	0.46	0.41	0.51	0.54	0.40	0.51
资产负债率（%）	27.79%	21.82%	26.35%	26.68%	25.97%	18.13%	26.01%
净资产收益率（%）	9.60%	9.07%	9.14%	10.16%	9.77%	6.75%	10.36%
总资产收益率（%）	6.93%	7.09%	6.73%	7.45%	7.23%	5.52%	7.66%

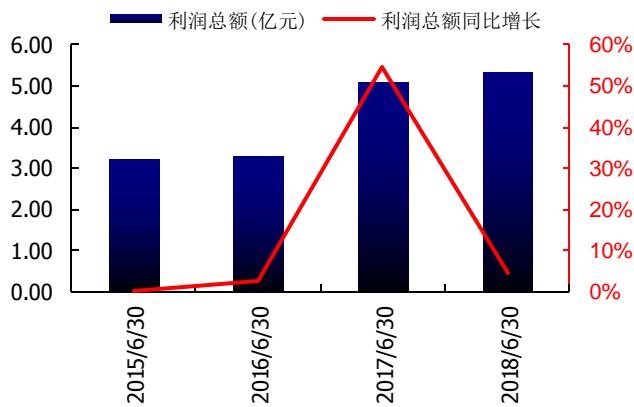
公司主营业务分析

指标	本报告期	上年同期	同比增减	变动原因
营业收入	1,815,780,838.37	1,722,653,337.33	5.41%	主要为电子商务渠道销售收入的增加
营业成本	1,101,244,299.28	1,046,793,592.44	5.20%	主要为主营业务收入的增加
销售费用	154,660,128.87	133,901,689.08	15.50%	主要为电视媒体广告费的增加
管理费用	70,488,653.92	66,111,102.00	6.62%	主要为工资及附加，以及员工福利费的增加
财务费用	-9,458,043.28	-8,640,407.98	-9.46%	主要为美元汇率的上升
经营活动产生的现金流量净额	239,579,762.96	282,859,198.96	-15.30%	主要为报告期内支付的购买商品的现金增加
投资活动产生的现金流量净额	236,435,331.51	-80,559,347.66	393.49%	主要为本报告期购买的短期银行理财产品本金减少
筹资活动产生的现金流量净额	-652,014,600.00	-429,671,400.00	-51.75%	本报告期分配现金股利 65340 万元，去年同期分配现金股利 43560 万元
研发支出	20,811,230.03	23,374,722.56	-10.97%	主要为模具费用的减少

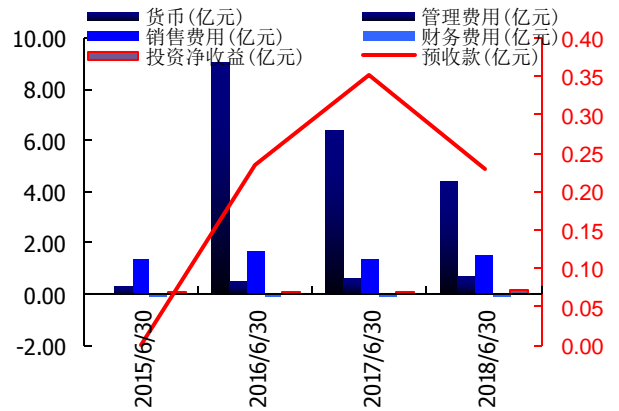
观点：

- 产品及渠道结构优化提升盈利能力。**公司上半年毛利率 39.27%，同比增加 0.07pct，其中电动剃须刀同比上涨 1.18pct，带动整体毛利率同比增加 0.07pct。二季度线下调整渠道完成，工厂供货问题缓解，营收同比增长 19.04%，其中线上销售收入同比增长 36%，高毛利线上渠道占比提升，带动整理毛利率上行，渠道转型调整成效在未来将继续显现，同时行业保有率远低于发达国家市场，未来仍有较大发展空间。
- 新产品储备优化产品结构，主力品牌保持市场优势。**公司主力产品市占率保持高位，双品牌运营体系初见成效。根据中怡康监测数据，报告期内，公司“FLYCO飞科”品牌电动剃须刀线上、线下市场份额分别为52.8%、37.7%；美发系列产品线上、线下市场份额分别为29.8%和37.0%，推动原有产品扩张和迭代升级，不断优化产品结构。品牌力持续提升，公司具有产业集群效应和规模优势，拥有较强的议价能力，可降低生产成本，提高产品性价比，保持产品的市场竞争力。
- 打造立体式营销渠道，电商突破海外市场。**报告期内电商渠道收入占比进一步提高，营业收入同比增长 16.56%，占营业收入的 53.33%。公司传统销售渠道已覆盖全国 90%的省市，同时加快推动建设商超终端、电器连锁等相结合的立体式营销渠道，并逐步以品牌经销商替代贴牌客户，公司目前已经在韩国、越南、泰国等地发展了海外品牌经销商，针对当地市场特性制定个性产品策划和营销策略，截止到报告期，公司共有 669 家经销商。同时，公司将以电商渠道为突破口，通过电商先行、逐步向线下渗透的方式进入海外市场，目前公司已在印度地区有签约的品牌经销商。

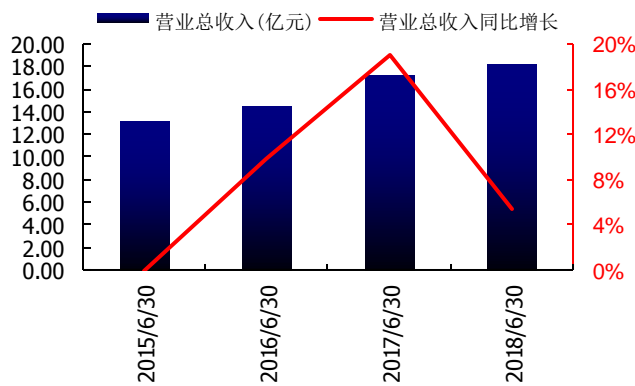
风险提示：区域市场销售不及预期、新品拓展存在不确定性、行业政策收紧

图 1: 利润总额情况


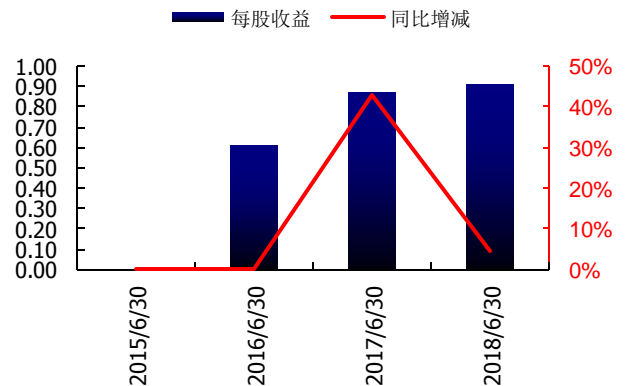
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 2: 预收款情况


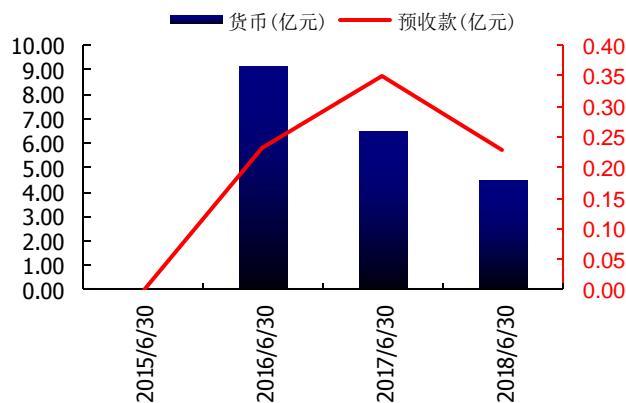
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 3: 营业收入情况


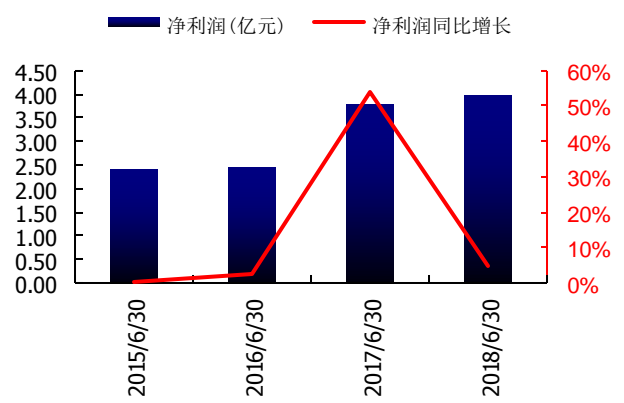
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况


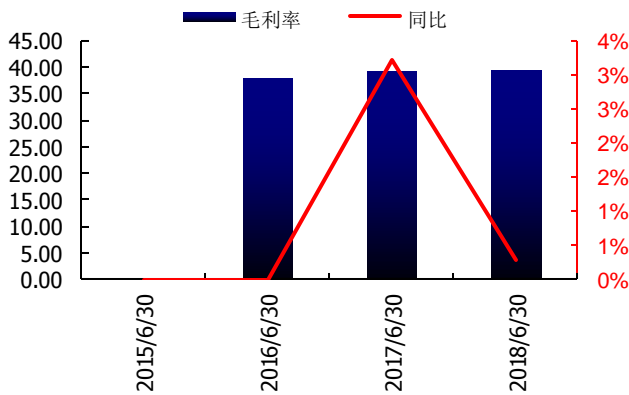
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况


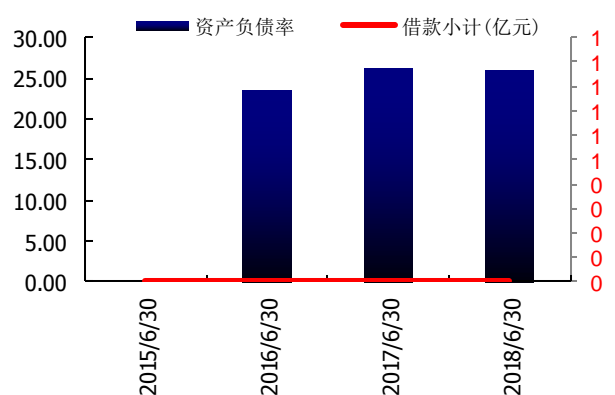
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况


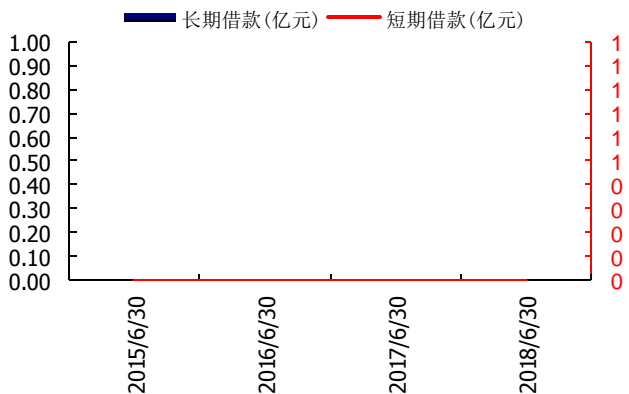
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况


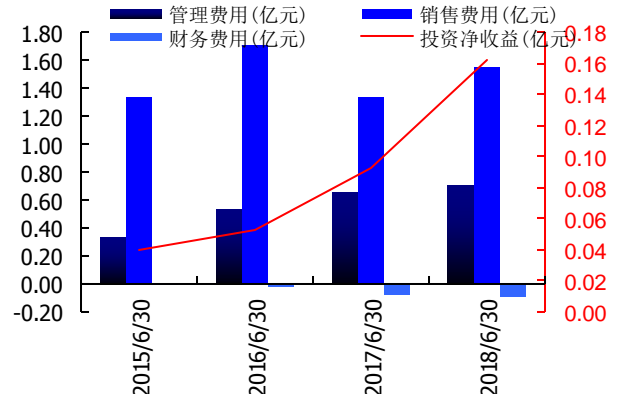
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 8: 资产负债率情况


资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源: 公司公告、东兴证券

结论:

报告期内, 公司继续保持研发设计和品牌运营两大核心竞争力。发挥行业龙头优势, 进一步提高成本控制能力, 产品力和品牌力持续提升, 同时加快产品结构优化升级, 推进立体营销渠道建设, 目标海外。公司主力产品继续保持高市占率, 个护小家电行业龙头地位稳固并将继续保持增势。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 44.76 亿元、53.02 亿元和 61.87 亿元; 每股收益分别为 2.23 元、2.65 元和 3.07 元, 对应 PE 分别为 25X、21X 和 18X, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 区域市场销售不及预期、新品拓展存在不确定性、行业政策收紧

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2061	2399	2970	3709	4542	营业收入	3364	3853	4476	5302	6187
货币资金	872	618	728	848	1018	营业成本	2088	2338	2694	3181	3713
应收账款	134	255	294	349	407	营业税金及附加	30	39	45	53	62
其他应收款	23	23	27	32	37	营业费用	344	294	342	405	472
预付款项	17	22	27	34	41	管理费用	117	143	157	186	217
存货	370	331	369	427	488	财务费用	-10	-14	-13	-16	-19
其他流动资产	644	1150	1523	2019	2550	资产减值损失	6.23	0.15	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	723	857	824	756	689	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	13.21	20.79	20.00	20.00	20.00
固定资产	586.86	569.64	518.37	467.11	415.84	营业利润	802	1078	1272	1513	1761
无形资产	94	184	165	149	134	营业外收入	13.62	41.21	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	33	30	30	30	营业外支出	0.37	1.44	1.00	1.00	1.00
资产总计	2784	3256	3793	4465	5231	利润总额	815	1118	1301	1542	1790
流动负债合计	738	803	876	996	1122	所得税	202	282	328	389	452
短期借款	0	0	0	2	0	净利润	613	835	972	1153	1338
应付账款	531	550	613	715	824	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	36	48	61	77	96	归属母公司净利润	613	835	972	1153	1338
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1	EBITDA	914	1285	1328	1565	1809
非流动负债合计	36	42	42	42	42	BPS (元)	1.46	1.92	2.23	2.65	3.07
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	774	845	918	1037	1164	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	20.89%	14.55%	16.15%	18.46%	16.69%
实收资本(或股本)	436	436	436	436	436	营业利润增长	26.00%	34.35%	18.00%	19.00%	16.39%
资本公积	688	688	688	688	688	归属于母公司净利润增长	22.23%	36.22%	16.40%	18.58%	16.09%
未分配利润	699	1069	1281	1532	1823	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2010	2410	2875	3427	4068	毛利率(%)	37.93%	39.32%	39.80%	40.00%	39.98%
负债和所有者权益	2784	3256	3793	4465	5231	净利率(%)	18.23%	21.68%	21.72%	21.74%	21.63%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润率(%)	22.02%	25.66%	25.63%	25.82%	25.58%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	30.50%	34.66%	33.81%	33.64%	32.90%
经营活动现金流	800	859	621	685	832	偿债能力					
净利润	613	835	972	1153	1338	资产负债率(%)	28%	26%	24%	23%	22%
折旧摊销	122.19	220.81	0.00	51.27	51.27	流动比率	2.79	2.99	3.39	3.72	4.05
财务费用	-10	-14	-13	-16	-19	速动比率	2.29	2.57	2.97	3.30	3.61
应收账款减少	-40	-120	-40	-54	-58	营运能力					
预收账款增加	25	12	13	16	19	总资产周转率	1.50	1.28	1.27	1.28	1.28
投资活动现金流	-323	-680	-17	19	19	应收账款周转率	29	20	16	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.11	7.13	7.70	7.99	8.04
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	13	21	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	1.46	1.92	2.23	2.65	3.07
筹资活动现金流	305	-429	-494	-584	-681	每股净现金流(最新摊薄)	1.79	-0.58	0.25	0.28	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.62	5.53	6.60	7.87	9.34
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	44	0	0	0	0	P/E	38.45	29.24	25.15	21.21	18.27
资本公积增加	685	0	0	0	0	P/B	12.16	10.15	8.50	7.14	6.01
现金净增加额	781	-251	110	120	170	EV/EBITDA	25.80	18.55	17.87	15.08	12.96

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。