



东兴证券
DONGXING SECURITIES

扩产叠加渠道调整，增速修复可期

——飞科电器（603868）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 24 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	执业证书编号：S1480117090003	
	minfh@dxzq.net.cn	010-66554036	

事件：

公司发布 2018 三季度报，公司在 2018 年 Q3 实现营业收入 10.03 亿元，较上年同期同比增长 6.66%，实现净利润 2.22 亿元，较上年同期同比增长 0.74%。公司前三季度实现营业收入 28.19 亿元，同比增长 5.85%，实现归母净利润 6.21 亿元，同比增长 3.47%，扣非净利润 5.72 亿元，同比增长 1.78%

表 1：财务指标预测

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	940.52	782.13	940.75	1190.02	884.75	931.03	1003.41
增长率（%）	20.27%	17.60%	6.77%	14.90%	-5.93%	19.04%	6.66%
毛利率（%）	39.08%	39.42%	40.99%	38.14%	37.87%	40.76%	40.06%
期间费用率（%）	10.43%	11.93%	5.99%	14.73%	11.51%	12.23%	7.81%
营业利润率（%）	27.87%	27.10%	31.11%	26.13%	25.97%	28.95%	29.14%
净利润（百万元）	200.45	178.54	220.86	235.49	174.42	223.53	222.19
增长率（%）	38.22%	76.43%	26.98%	21.97%	-12.99%	25.20%	00.60%
每股盈利（季度，元）	0.46	0.41	0.51	0.54	0.40	0.51	0.51
资产负债率（%）	21.82%	26.35%	26.68%	25.97%	18.13%	26.01%	26.54%
净资产收益率（%）	9.07%	9.14%	10.16%	9.77%	6.75%	10.36%	9.34%
总资产收益率（%）	7.09%	6.73%	7.45%	7.23%	5.52%	7.66%	6.86%

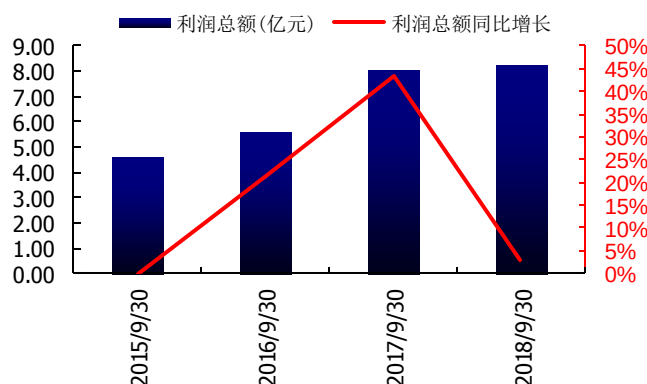
公司主营业务分析

指标	年初至本报告期	上年年初至同期	同比增减	变动原因
营业收入	2,819,192,074.63	2,663,407,530.64	5.85%	
营业成本	1,702,714,956.28	1,601,954,804.53	6.29%	
销售费用	234,854,339.95	194,235,110.64	20.91%	
管理费用	72,892,844.05	65,746,705.11	10.87%	
财务费用	-13,674,559.04	-12,219,662.89	11.91%	
经营活动产生的现金流量净额	286,585,511.17	608,903,331.87	-52.93%	本报告期购买商品、接受劳务支付的现金增加
投资活动产生的现金流量净额	50,090,308.49	-341,210,652.93	114.68%	本报告期利用闲置资金滚动购买银行理财产品本金减少
筹资活动产生的现金流量净额	-650,400,000.00	-429,671,400.00	-51.37%	主要是分配的现金红利增加
研发支出	33,700,009.52	31,304,046.21	7.65%	

观点：

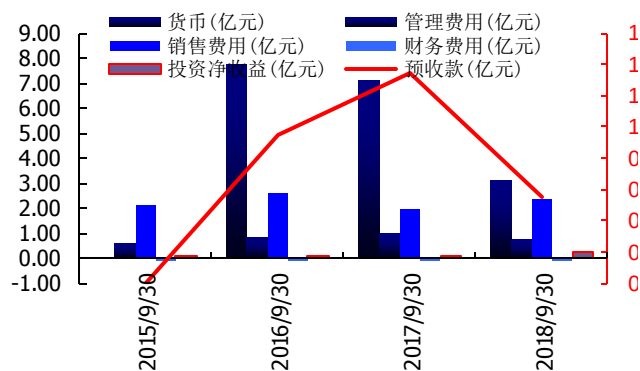
- **建设产业基地，扩大生产规模。**公司拟投资 15.2 亿元分批建设丽景园产业基地项目，主要用于生产剃须刀和电吹风等小家电，一期建成后产能预计扩大至 2250 万件小家电产品，可实现 1.5 亿净利润。去年开启的松江和芜湖个护生产基地扩产项目主体工程已完工，其中芜湖基地已实现效益 7743.3 万元。目前公司产品外包生产量高达 72.4%，生产基地的建成可提高自产比例，推动自动化生产可以降低生产和外包管理成本，增加企业规模优势，增加 0.44%研发投入，继续技术升级创新，满足国内及计划进一步开拓的海外市场需求。
- **渠道调整即将完毕，未来助企业提高业绩。**公司前三季度归属于母公司所有者的净利润为 6.21 亿元，较上年同期增 3.47%；营业收入为 28.19 亿元，较上年同期增 5.85%。毛利率受原材料价格影响同比下降 0.93%，同时公司推出的中低端品牌博锐对整体毛利有所影响。渠道转型即将结束，线下表现有所提高，未来线上继续保持增长，结合线下调整效果将带来业绩增长。
- **应收账款增加，理财产品投资回报提高。**企业应收账款同比增长 72.89%，是由于公司给予一定信用账期的客户的应收款余额增加。报告期内，企业资产由于坏账减值 119 万元，较去年同期增长 675.76%，此时提高应收账款，提高了企业坏账风险。公司将募集资金投资标的修改为低风险收益相对稳定的理财产品，投资回报收益较好，较去年同期增长 118.27%，收入 2822.76 万元。
- **企业主动备货，满足线上电商活动。**企业前三季存货同比增加 49.67%，去年由于企业备货不足，线上电商双十一活动以及次年一季度均出现了缺货，此次主动增加存货以满足需求。同时企业销售费用率同比提高 8.72%，是由于提高广告投入来提升品牌知名度，将在未来电商活动提供助力。双品牌策略优势显现，高性价比品牌博锐线上活动优势明显，继续快速成长，主品牌飞科保持高端品牌定位，维持稳健增长。

图 1：利润总额情况



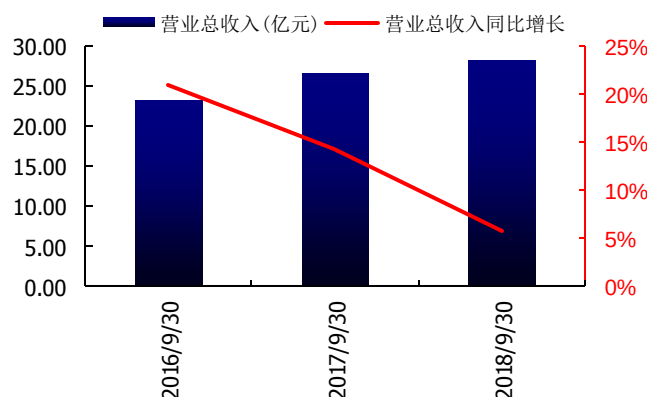
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：预收款情况



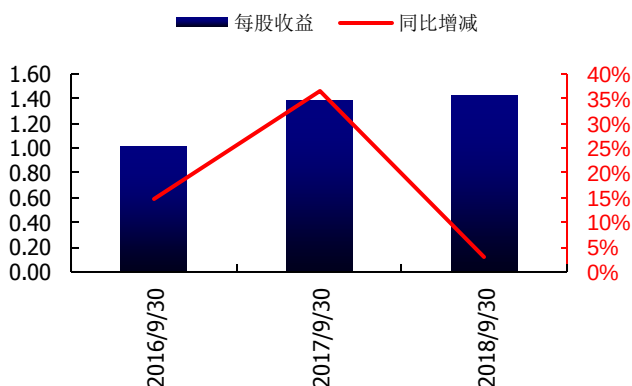
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：营业收入情况



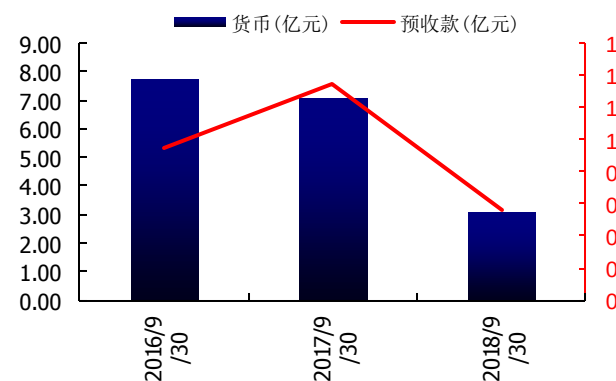
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：每股收益情况



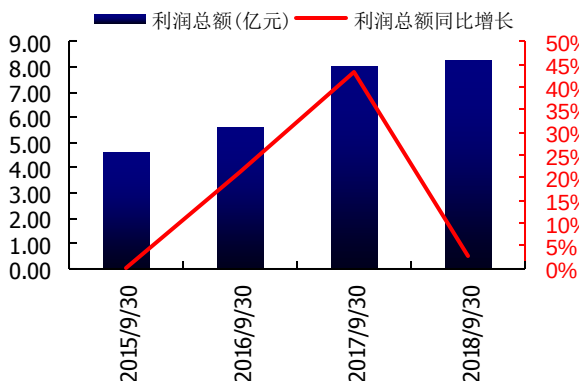
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：货币和预收款情况

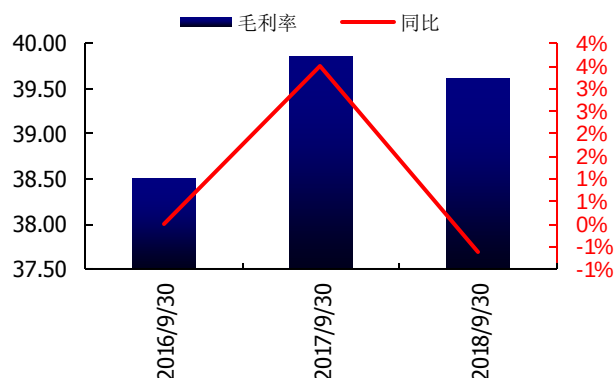


资料来源：公司公告、东兴证券

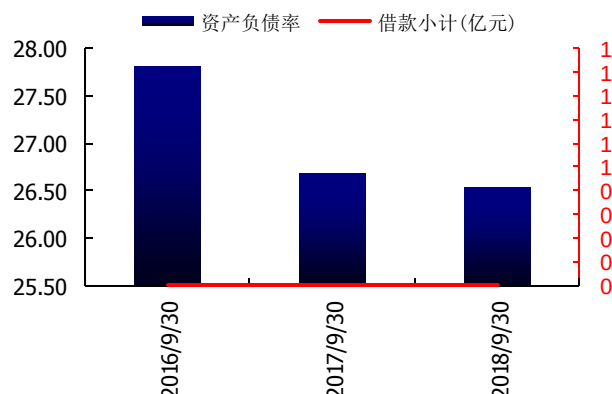
图 6：净利润情况



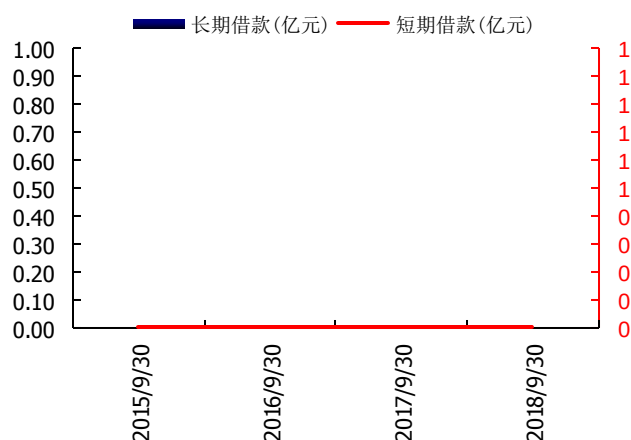
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：销售毛利率情况


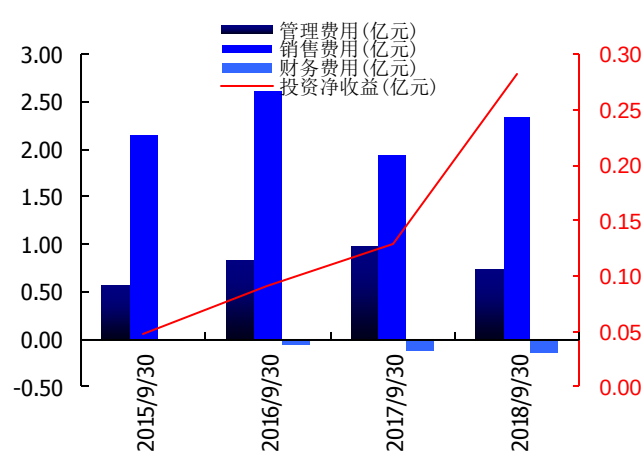
资料来源：公司公告、东兴证券

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 41.65 亿元、46.25 亿元和 52.52 亿元；每股收益分别为 2.04 元、2.28 元和 2.58 元，对应 PE 分别为 22X、20X 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						利润表					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2061	2399	2810	3272	3815	营业收入	3364	3853	4165	4625	5252
货币资金	872	618	855	1081	1297	营业成本	2088	2338	2536	2800	3167
应收账款	134	255	274	291	317	营业税金及附加	30	39	42	56	74
其他应收款	23	23	25	28	32	营业费用	344	294	372	413	469
预付款项	17	22	22	22	22	管理费用	117	143	145	161	183
存货	370	331	359	391	438	财务费用	-10	-14	-7	-10	-12
其他流动资产	644	1150	1275	1459	1709	资产减值损失	6.23	0.15	0.15	0.15	0.15
非流动资产合计	723	857	828	830	831	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	20.79	20.79	20.79
固定资产	586.86	569.64	622.75	643.06	659.32	营业利润	802	1078	1098	1226	1392
无形资产	94	184	165	149	134	营业外收入	13.62	41.21	14.62	15.62	15.62
其他非流动资产	0	33	0	0	0	营业外支出	0.37	1.44	0.37	0.37	0.37
资产总计	2784	3256	3637	4103	4646	利润总额	815	1118	1113	1241	1407
流动负债合计	738	803	832	901	993	所得税	202	282	223	248	281
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	613	835	890	993	1126
应付账款	531	550	598	652	729	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	36	48	60	74	90	归属母公司净利润	613	835	890	993	1126
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1	EBITDA	914	1285	1171	1303	1469
非流动负债合计	36	42	39	39	39	EPS（元）	1.46	1.92	2.04	2.28	2.58
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	871	939	1032	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%	8.09%	11.05%	13.55%
实收资本（或股本）	436	436	436	436	436	营业利润增长	26.00%	34.35%	1.92%	11.62%	13.52%
资本公积	688	688	688	688	688	归属于母公司净利润增长	22.23%	36.22%	6.55%	11.56%	13.35%
未分配利润	699	1069	1152	1246	1351	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2010	2410	2766	3163	3614	毛利率（%）	37.93%	39.32%	39.11%	39.47%	39.70%
负债和所有者权益	2784	3256	3637	4103	4646	净利率（%）	18.23%	21.68%	21.37%	21.47%	21.43%
现金流量表						总资产净利润（%）	22.02%	25.66%	24.47%	24.20%	24.23%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE（%）	30.50%	34.66%	32.18%	31.39%	31.15%
经营活动现金流	800	859	798	882	949	偿债能力					
净利润	613	835	890	993	1126	资产负债率（%）	28%	26%	24%	23%	22%
折旧摊销	122.19	220.81	0.00	69.69	73.74	流动比率	2.79	2.99	3.38	3.63	3.84
财务费用	-10	-14	-7	-10	-12	速动比率	2.29	2.57	2.94	3.20	3.40
应收账款减少	-40	-120	-19	-18	-25	营运能力					
预收账款增加	25	12	12	14	16	总资产周转率	1.50	1.28	1.21	1.20	1.20
投资活动现金流	-323	-680	-31	-69	-69	应收账款周转率	29	20	16	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.11	7.13	7.26	7.40	7.61
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	13	21	21	21	21	每股收益（最新摊薄）	1.46	1.92	2.04	2.28	2.58
筹资活动现金流	305	-429	-530	-586	-663	每股净现金流（最新摊薄）	1.79	-0.58	0.54	0.52	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊薄）	4.62	5.53	6.35	7.26	8.30
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	31.47	23.93	22.49	20.16	17.78
资本公积增加	685	0	0	0	0	P/B	9.96	8.30	7.24	6.33	5.54
现金净增加额	781	-251	237	226	216	EV/EBITDA	20.94	15.10	16.36	14.54	12.75

分析师简介

郑闵钢

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。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 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法律责任。

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。