

飞科电器 (603868)

证券研究报告

2021年08月27日

毛利提升渠道改革完成，业绩增长可期

事件：公司 21H1 实现营收 17.51 亿元，同比+17.72%，19H1-21H1 CAGR+0.75%；归母净利润 3.14 亿元，同比+9.63%，19H1-21H1CAGR 为 -3.45%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比+7.06%，19H1-21H1CAGR 为-2.76%。其中，2021Q2 实现营收 8.73 亿元，同比+12.72%，归母净利润 1.65 亿元，同比+5.16%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比+3.53%。

产品升级毛利提升，渠道改革初见成效

业务：公司 H1 营收增长主要受益于：1) 产品全面升级，高端产品销售占比迅速提升，剃须刀产品销售均价同比提升 16.3%。2) 深化线上“C 端化”改革，不断提高自营电商运营水平，已设立 15 家电商平台运营子公司；3) 继续加强与 KA 终端渠道合作，逐步推进直供营销模式；4) 继续加大研发投入，重点加强美发系列和口腔护理产品的研发力度。**分品类看**，个护电器收入 16.29 亿元，同比+16.34%；生活电器收入 0.66 亿元，同比+38.15%；电工电气 0.12 亿元，同比-25.58%。其中电动剃须刀、毛球修剪器、鼻毛修剪器、电动牙刷等细分品类表现优异。**从品牌看**，公司“FLYCO 飞科”品牌电动剃须刀 2021 年 H1 线上和线下市场零售量占比为 40.3%、47.26%，美发系列产品 2021 年 H1 线上和线下市场零售量占比 14.8%、48.36%，位居行业前列。

销售研发费率上升，利润承压

盈利能力：21H1 毛利率 46.24%，同比+4.79pct，净利率 17.93%，同比-1.32pct；Q2 毛利率 48.34%，同比+5.88pct，净利率 18.91%，同比-1.36pct。公司产品升级均价提升，导致毛利率同比提升。21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +6.57/-0.42/+1.11/-0.02pct，21Q2 分别同比 +7.92/-0.72/+2.2/-0.06pct。销售费用大幅增加，为公司大力发展自营电商，搭建线上运营团队，在内容社交平台的宣传推广力度加大。

存货变动合理，现金流同比减少

资产负债表&现金流：21H1 经营活动产生的现金流量净额 2.14 亿元，同比-38.28%，主要与存货增加与递延所得税变动相关，其中 21H1 存货同比下降约 7%，相较收入变动仍健康；投资活动产生的现金流量净额 3.21 亿元，同比+201.45%，主要为上年同期新增对联营企业的投资。

投资建议：

产品端，公司核心品类产品结构升级，剃须刀和电吹风向高价格带提升，同时高毛利的新品电动牙刷销售情况良好，今年有望为公司营收利润做出正向贡献。渠道端，公司渠道改革已基本完成，线上采用直播带货、短视频等方式加大新兴渠道的产品推广同时提升直营比例，线下采取 KA 卖场“直供化”+区域分销“精细化”提升利润水平。未来随着产品结构改善和渠道布局成熟的逐步兑现，公司营收业绩有望更上一层楼。基于公司中报表现，我们预测公司 21-23 年净利润为 7.22，8.27，9.61 亿元（21-22 年前值 7.8，8.8 亿元），对应动态估值分别 24.21x、21.14x、18.19x，给予“买入”评级。

风险提示：产品结构升级不及预期；渠道改革进度不及预期；原材料价格波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,759.37	3,567.88	4,276.11	4,965.38	5,662.19
增长率(%)	(5.46)	(5.09)	19.85	16.12	14.03
EBITDA(百万元)	1,002.06	977.34	965.04	1,182.33	1,398.36
净利润(百万元)	685.82	638.28	722.31	827.01	961.34
增长率(%)	(18.83)	(6.93)	13.17	14.50	16.24
EPS(元/股)	1.57	1.47	1.66	1.90	2.21
市盈率(P/E)	25.49	27.39	24.21	21.14	18.19
市净率(P/B)	6.65	6.18	5.73	5.26	4.82
市销率(P/S)	4.65	4.90	4.09	3.52	3.09
EV/EBITDA	15.37	19.68	17.33	13.87	11.69

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	40.14 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)	435.60
A 股总市值(百万元)	17,484.98
流通 A 股市值(百万元)	17,484.98
每股净资产(元)	6.23
资产负债率(%)	26.91
一年内最高/最低(元)	59.33/35.50

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

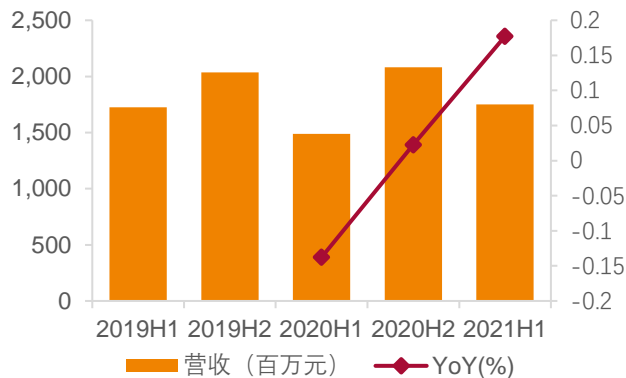
相关报告

- 《飞科电器-季报点评:高价格带新品提升整体毛利率，销售情况逐步向好》2020-10-28
- 《飞科电器-半年报点评:产品升级提升毛利率，积极拓展布局线上渠道》2020-08-21
- 《飞科电器-公司深度研究:能否重生的国货之光?》2020-06-23

事件

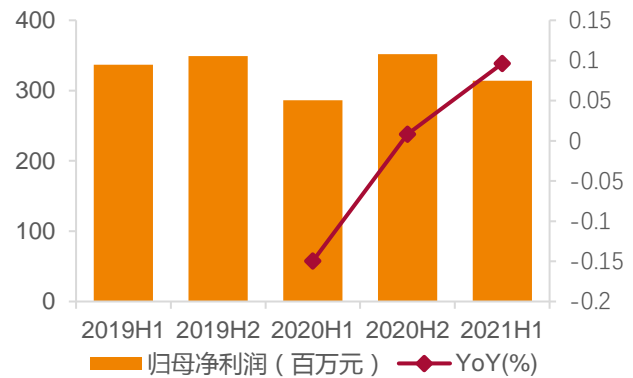
公司 21H1 实现营收 17.51 亿元, 同比+17.72%, 19H1-21H1 CAGR+0.75%; 归母净利润 3.14 亿元, 同比+9.63%, 19H1-21H1CAGR 为-3.45%; 扣非归母净利润 2.74 亿元, 同比+7.06%, 19H1-21H1CAGR 为-2.76%。其中, 2021Q2 实现营收 8.73 亿元, 同比+12.72%, 归母净利润 1.65 亿元, 同比+5.16%; 扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比+3.53%。

图 1: 2019-2021H1 公司营业收入情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2019-2021H1 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

产品升级毛利提升, 渠道改革初见成效

业务方面: 公司 H1 营收增长主要受益于: 1) 产品全面升级, 高端产品销售占比迅速提升, 剃须刀产品销售均价同比提升 16.3%, 推动公司业绩向好。2) 深化线上“C 端化”改革, 不断提高自营电商运营水平, 已设立 15 家电商平台运营子公司; 与抖音深度合作, 同时加强在微信、微博、快手、小红书、B 站等其他内容社交新媒体上的情感节假日营销品牌自播运营表现优异, 618 期间创个护电器抖音自播新记录。3) 继续加强与 KA 终端渠道合作, 逐步推进直供营销模式, 将原有经销商转换为运营服务商。4) 继续加大研发投入, 除对核心产品电动剃须刀继续加强研发创新外, 重点加强美发系列和口腔护理产品的研发力度, 公司新申请专利 63 项, 获得授权专利 75 项, 期末共拥有授权专利 348 项。

分品类看: 个护电器收入 16.29 亿元, 同比+16.34%; 生活电器收入 0.66 亿元, 同比+38.15%; 电工电气 0.12 亿元, 同比-25.58%。其中电动剃须刀、毛球修剪器、鼻毛修剪器、电动牙刷等细分品类表现优异。**从品牌看:** 公司“FLYCO 飞科”品牌电动剃须刀 2021 年 H1 线上和线下市场零售量占比为 40.3%、47.26%, 美发系列产品 2021 年 H1 线上和线下市场零售量占比 14.8%、48.36%, 位居行业前列。

图 3：公司细分品类营收及毛利率变化情况

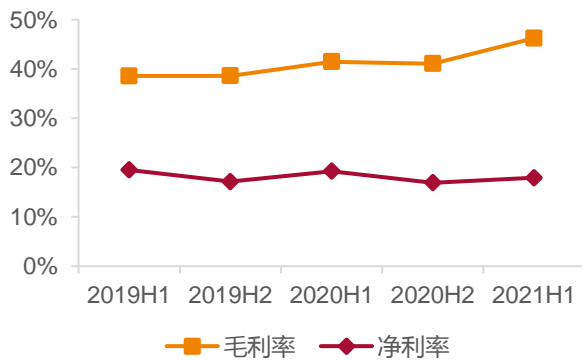
	营收(百万元)	营收同比20年	营收同比19年	毛利率	对比20年 毛利率变化	对比19年 毛利率变化
电动剃须刀	1,201.25	20.05%	6.28%	51.96%	4.38%	6.68%
电吹风	224.86	4.29%	-23.46%	35.32%	2.66%	5.73%
毛球修剪器	44.83	39.74%	17.27%	29.92%	4.21%	8.51%
电熨斗和挂烫机	9.50	-22.64%	-66.63%	8.11%	23.26%	9.14%
电动理发器	146.99	-39.64%	-0.71%	30.80%	-2.21%	8.45%
烫发器	8.36	6.69%	6.02%	27.79%	3.57%	-0.12%
鼻毛修剪器	16.06	62.54%	49.23%	46.15%	-2.04%	-0.70%
女士剃毛器	4.63	-27.15%	-56.00%	45.14%	-1.82%	-3.97%
吸尘器	0.88	-23.87%	-65.03%	10.65%	7.27%	5.25%
延长线插座	12.81	-24.45%	-44.10%	17.32%	0.91%	9.59%
电动牙刷	22.95			41.07%		
零配件及其他	54.43	85.88%	95.31%	38.01%	3.91%	5.31%

资料来源：公司 20H1、21H1 公告，天风证券研究所

销售研发费率上升，利润承压

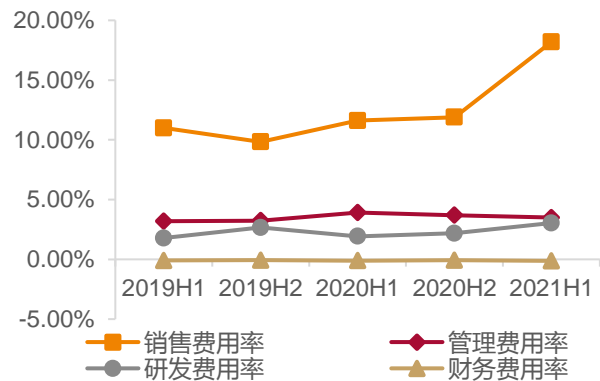
盈利能力：21H1 毛利率 46.24%，同比+4.79pct，净利率 17.93%，同比-1.32pct；Q2 毛利率 48.34%，同比+5.88pct，净利率 18.91%，同比-1.36pct。公司产品升级均价提升，导致毛利率同比提升；公司加大自营电商、内容运营以及研发团队投入加大导致净利率同比下降。

图 4：19-21H1 公司利润率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：19-21H1 公司费用率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

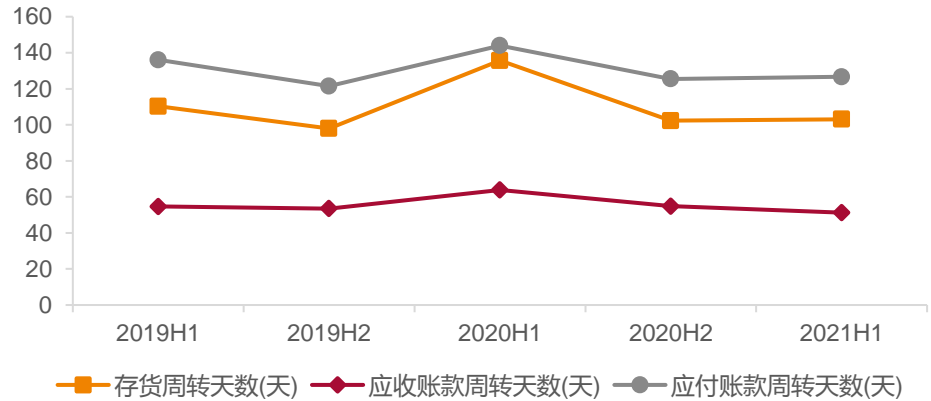
费用端：21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.57/-0.42/+1.11/-0.02pct，21Q2 分别同比+7.92/-0.72/+2.2/-0.06pct。销售、研发费用大幅增加，为公司大力发展自营电商，搭建线上运营团队，在内容社交平台的宣传推广力度加大，引起广告费和职工薪酬增加；同时研发机构扩大，增加研发人员及研发模具投入所致。

存货变动合理，现金流同比减少

资产负债表方面：公司 2021 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 7.73 亿元，环比-29.9%，主要系公司理财产品余额减少所致，其中货币资金环比+23.5%，交易性金融资产环比

-61.9%。应收票据+账款 5.03 亿元，环比-2.4%。存货为 5.79 亿元，环比+16%。应付票据+账款 6.01 亿元，环比-17.0%。合同负债为 0.52 亿元，环比+200.82%，为预收客户订货款增加导致。公司 2021H1 期末存货、应收、应付账款周转天数分别为 103.05、51.26、126.05 天，同比-32.64、-12.58、-17.3 天。

图 6：19-21H1 公司周转天数水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流方面：公司 2021 年 H1 经营活动产生的现金流量净额 2.14 亿元，同比-38.28%，主要与存货增加与递延所得税变动相关，其中影响损益的递延所得税资产增加 0.16 亿元（20H1 为减少 0.09 亿元），影响损益的递延所得税负债减少 0.1 亿元（20H1 为增加 0.02 亿元），相关科目变动我们预计与公司在内容社交平台直播自播等形式进行产品宣传推广支出增加有关；存货 21H1 同比下降约 7%，相较收入变动仍健康。投资活动产生的现金流量净额 3.21 亿元，同比+201.45%，主要为上年同期新增对联营企业的投资。

投资建议

产品端，公司核心品类产品结构升级，剃须刀和电吹风向高价格带提升，同时高毛利的新品电动牙刷销售情况良好，今年有望为公司营收利润做出正向贡献。渠道端，公司渠道改革已基本完成，线上采用直播带货、短视频等方式加大新兴渠道的产品推广同时提升直营比例，线下采取 KA 卖场“直供化”+区域分销“精细化”提升利润水平。未来随着产品结构改善和渠道布局成熟的逐步兑现，公司营收业绩有望更上一层楼。基于公司中报表现，我们预测公司 21-23 年净利润为 7.22，8.27，9.61 亿元（21-22 年前值 7.8，8.8 亿元），对应动态估值分别 24.21x、21.14x、18.19x，给予“买入”评级。

风险提示：产品结构升级不及预期；渠道改革进度不及预期；原材料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	227.40	413.29	342.09	413.00	494.79
应收票据及应收账款	571.22	515.19	630.34	533.63	793.69
预付账款	16.80	18.32	22.65	23.38	28.91
存货	692.62	499.03	609.15	776.08	715.94
其他	774.63	724.75	655.24	722.52	709.64
流动资产合计	2,282.68	2,170.57	2,259.47	2,468.61	2,742.97
长期股权投资	0.00	209.85	209.85	209.85	209.85
固定资产	625.36	606.76	606.32	893.97	1,304.61
在建工程	520.70	652.79	905.16	843.61	521.80
无形资产	213.44	206.34	198.11	189.87	181.63
其他	51.98	42.92	53.88	45.81	45.92
非流动资产合计	1,411.48	1,718.67	1,973.32	2,183.12	2,263.81
资产总计	3,694.16	3,889.24	4,232.79	4,651.73	5,006.78
短期借款	0.00	0.00	103.71	0.00	0.00
应付票据及应付账款	737.64	723.75	725.17	1,014.54	981.18
其他	223.35	228.80	268.15	216.76	303.15
流动负债合计	960.98	952.55	1,097.03	1,231.30	1,284.32
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	103.23	103.75	83.94	96.97	94.89
非流动负债合计	103.23	103.75	83.94	96.97	94.89
负债合计	1,064.21	1,056.30	1,180.97	1,328.27	1,379.21
少数股东权益	0.28	2.36	2.36	2.36	2.36
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	688.05	686.29	686.29	686.29	686.29
留存收益	2,194.07	2,394.99	2,613.86	2,885.50	3,189.61
其他	(688.05)	(686.29)	(686.29)	(686.29)	(686.29)
股东权益合计	2,629.95	2,832.95	3,051.81	3,323.46	3,627.57
负债和股东权益总计	3,694.16	3,889.24	4,232.79	4,651.73	5,006.78

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	683.52	636.92	722.31	827.01	961.34
折旧摊销	61.29	73.44	56.31	82.13	119.41
财务费用	(0.01)	0.24	(4.73)	(2.48)	(2.83)
投资损失	(25.02)	(2.07)	(16.95)	0.00	0.00
营运资金变动	209.00	286.74	(366.05)	278.61	(174.92)
其它	(461.46)	(16.07)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	467.32	979.21	390.89	1,185.27	903.00
资本支出	303.68	385.76	319.80	286.97	202.09
长期投资	0.00	209.85	0.00	0.00	0.00
其他	(864.40)	(954.18)	(387.24)	(744.52)	(368.93)
投资活动现金流	(560.72)	(358.57)	(67.43)	(457.55)	(166.84)
债权融资	0.00	0.00	104.04	0.11	0.15
股权融资	3.08	1.27	4.73	2.48	2.83
其他	(655.68)	(435.77)	(503.44)	(659.40)	(657.34)
筹资活动现金流	(652.60)	(434.50)	(394.67)	(656.81)	(654.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(746.00)	186.14	(71.21)	70.91	81.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,759.37	3,567.88	4,276.11	4,965.38	5,662.19
营业成本	2,307.85	2,096.40	2,243.45	2,586.60	2,970.52
营业税金及附加	26.02	30.85	35.35	37.24	42.47
营业费用	389.54	420.13	810.18	918.60	1,030.52
管理费用	120.99	135.17	143.29	173.79	198.18
研发费用	84.89	74.07	155.58	148.96	141.55
财务费用	(3.08)	(3.02)	(4.73)	(2.48)	(2.83)
资产减值损失	(3.14)	(8.48)	(3.52)	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.05	11.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.02	2.07	16.95	0.00	0.00
其他	(49.97)	(18.30)	(43.56)	0.00	0.00
营业利润	860.20	827.57	923.13	1,102.68	1,281.79
营业外收入	50.90	36.33	39.97	0.00	0.00
营业外支出	0.32	2.89	0.03	0.00	0.00
利润总额	910.78	861.02	963.08	1,102.68	1,281.79
所得税	227.26	224.10	240.77	275.67	320.45
净利润	683.52	636.92	645.78	827.01	961.34
少数股东损益	(2.30)	(1.36)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	685.82	638.28	722.31	827.01	961.34
每股收益(元)	1.57	1.47	1.66	1.90	2.21

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-5.46%	-5.09%	19.85%	16.12%	14.03%
营业利润	-20.67%	-3.79%	11.55%	19.45%	16.24%
归属于母公司净利润	-18.83%	-6.93%	13.17%	14.50%	16.24%
获利能力					
毛利率	38.61%	41.24%	47.54%	47.91%	47.54%
净利率	18.24%	17.89%	16.89%	16.66%	16.98%
ROE	26.08%	22.55%	23.69%	24.90%	26.52%
ROIC	41.56%	37.63%	40.79%	36.07%	42.91%
偿债能力					
资产负债率	28.81%	27.16%	27.90%	28.55%	27.55%
净负债率	-8.65%	-14.59%	-7.80%	-12.42%	-13.64%
流动比率	2.38	2.28	2.06	2.00	2.14
速动比率	1.65	1.75	1.50	1.37	1.58
营运能力					
应收账款周转率	6.72	6.57	7.47	8.53	8.53
存货周转率	5.99	5.99	7.72	7.17	7.59
总资产周转率	1.02	0.94	1.05	1.12	1.17
每股指标(元)					
每股收益	1.57	1.47	1.66	1.90	2.21
每股经营现金流	1.07	2.25	0.90	2.72	2.07
每股净资产	6.04	6.50	7.00	7.62	8.32
估值比率					
市盈率	25.49	27.39	24.21	21.14	18.19
市净率	6.65	6.18	5.73	5.26	4.82
EV/EBITDA	15.37	19.68	17.33	13.87	11.69
EV/EBIT	16.32	21.20	18.40	14.91	12.78

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