

公司研究

业绩平稳增长，渠道加速革新

——飞科电器（603868.SH）2021年三季度报点评

增持（维持）

当前价：41.87元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

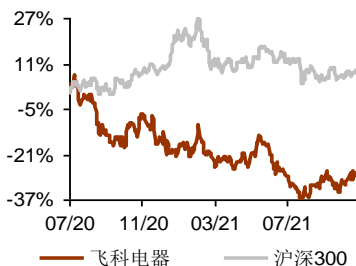
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.36
总市值(亿元)	182.39
一年最低/最高(元)	35.50/55.17
近3月换手率	7.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.32	12.72	-22.04
绝对	5.95	13.01	-18.50

资料来源：Wind

相关研报

产品升级助力盈利改善，销售费用提升着眼长远——飞科电器（603868.SH）2021年半年报点评（2021-08-30）

要点

事件：

公司发布2021年三季度报：1-3Q21实现营收28.6亿元，YoY+14.3%，较19年同期变化+5.2%；归母净利润5.0亿元，YoY+6.8%，较19年同期变化-5.2%。其中3Q21实现营收11.1亿元，YoY+9.3%，较19年同期变化+11.7%；归母净利润1.9亿元，YoY+2.3%，较19年同期变化-2.4%。

点评：

渠道改革+品牌升级，多品类发展路径逐渐清晰。分渠道来看，1)线上：公司发力线上“C端化”改革，在京东、抖音、快手、小红书等平台已构筑起较强的自营能力，有助于品牌升级和高端新品的推广；2)线下批发渠道改革，通过线下KA（直供化）+区域分销（精细化）+体验店模式探索+社区团购渠道与来伊份合作，把握中小超市和便利店具备较高客户粘性的特点，整体推新品效率和覆盖范围得到提升，线下销售已恢复至疫情前。**分品类来看**，1)飞科剃须刀品类护城河高优势明显，近两年积极去库存解决产品老化和渠道调整等问题，智能化高端化程度提高，同时公司采取阶梯提价策略提升利润水平；2)公司将口腔护理电器视为第二赛道加大研发力度，利用供应链和渠道优势做到更高的毛利率，电动牙刷、冲牙器陆续投放市场，此外公司还将向女性护理、按摩仪等小件产品扩展。

毛利率快速提升，加大费用投放着力提升自营能力。1-3Q21公司毛利率47.2%，YoY+4.2pcts，其中21Q3毛利率YoY+3.5pcts，主因公司高端产品投放增多+提价策略被市场接受+自营占比提升。1-3Q21销售费用率YoY+6.0pcts，主因公司加大抖音、小红书等内容电商的渠道投入；研发费用率YoY+0.9pcts，主因公司加大研发人员及研发模具投入。受到费用率提升影响，1-3Q21和3Q21净利率YoY均为-1.2pcts。资产负债方面，3Q21末应收账款YoY+18.2%；合同负债0.44亿元（YoY+368%），终端动销状况良好。现金流方面，1-3Q21公司经营性净现金+3.6亿元，YoY-40.2%，或因公司在内容社交平台直播所进行的产品宣传推广支出增多。

盈利预测、估值与评级：飞科自上市以来无有息负债，2018-2020年平均摊薄ROE达27%，行业寡头地位+轻资产模式带给股东优质回报，海外市场开拓存在潜在空间。维持公司2021-23年归母净利润6.8、7.2、7.8亿元，当前股价对应PE为27、25、23倍，维持“增持”评级。

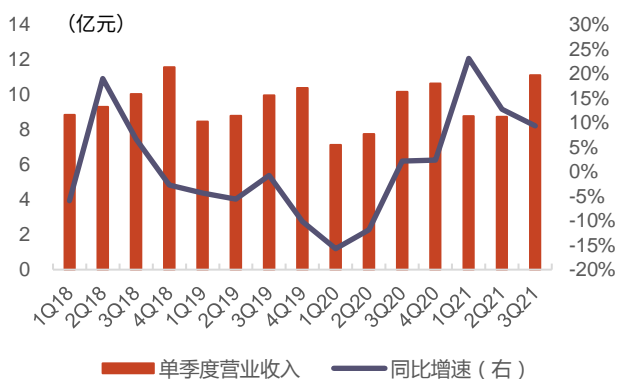
风险提示：新品拓展不及预期，传统品类竞争加剧，原材料涨价风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,759	3,568	4,005	4,309	4,631
营业收入增长率	-5.46%	-5.09%	12.25%	7.60%	7.48%
净利润 (百万元)	686	638	679	723	778
净利润增长率	-18.83%	-6.93%	6.44%	6.42%	7.58%
EPS (元)	1.57	1.47	1.56	1.66	1.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.08%	22.55%	22.10%	21.76%	21.64%
P/E	27	29	27	25	23
P/B	6.9	6.4	5.9	5.5	5.1

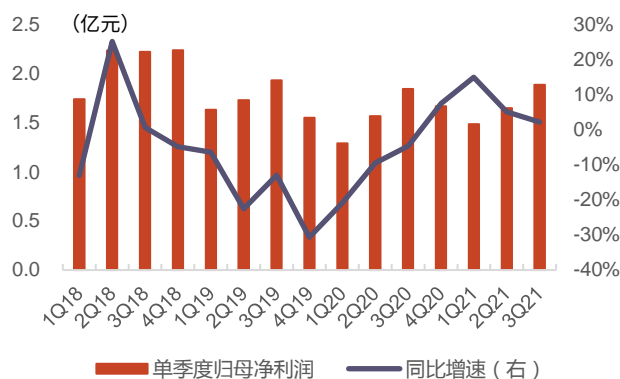
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-28

图 1: 公司单季度营业收入及同比



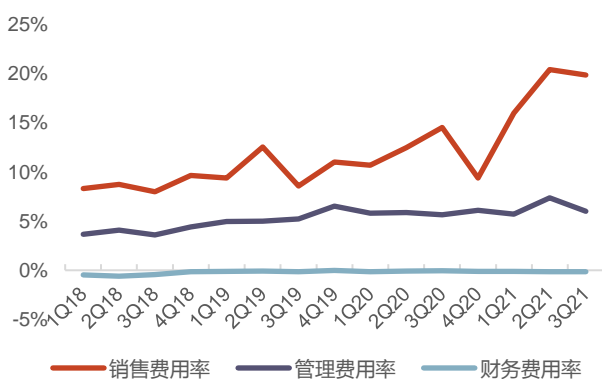
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



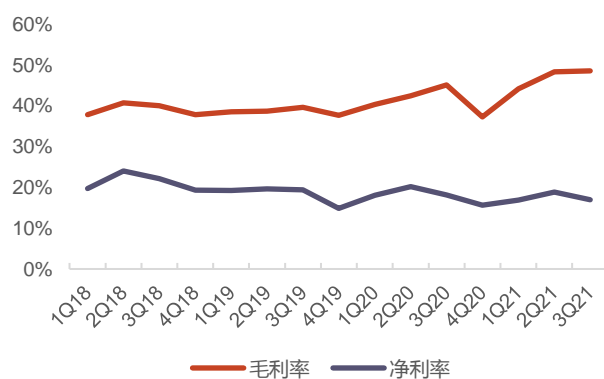
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,759	3,568	4,005	4,309	4,631
营业成本	2,308	2,096	2,292	2,471	2,656
折旧和摊销	58	70	67	84	99
税金及附加	26	31	28	30	32
销售费用	390	420	641	689	741
管理费用	121	135	132	142	153
研发费用	85	74	100	108	116
财务费用	-3	-3	-3	-8	-9
投资收益	25	2	20	20	20
营业利润	860	828	851	904	973
利润总额	911	861	906	964	1,037
所得税	227	224	226	241	259
净利润	684	637	679	723	778
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	686	638	679	723	778
EPS(元)	1.57	1.47	1.56	1.66	1.79

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	467	979	513	664	814
净利润	686	638	679	723	778
折旧摊销	58	70	67	84	99
净营运资金增加	-205	-277	264	160	82
其他	-71	548	-496	-304	-145
投资活动产生现金流	-561	-359	409	-230	-180
净资本支出	-272	-204	-250	-200	-150
长期投资变化	0	210	0	0	0
其他资产变化	-288	-364	659	-30	-30
融资活动现金流	-653	-435	-406	-449	-478
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	0	0	0	0
无息负债变化	-28	-8	126	103	106
净现金流	-746	186	516	-15	156

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.6%	41.2%	42.8%	42.7%	42.6%
EBITDA 率	24.0%	25.3%	21.9%	22.3%	22.5%
EBIT 率	22.3%	23.2%	20.2%	20.4%	20.3%
税前净利润率	24.2%	24.1%	22.6%	22.4%	22.4%
归母净利润率	18.2%	17.9%	17.0%	16.8%	16.8%
ROA	18.5%	16.4%	16.0%	15.7%	15.6%
ROE (摊薄)	26.1%	22.5%	22.1%	21.8%	21.6%
经营性 ROIC	28.2%	29.8%	23.9%	23.1%	23.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	27%	28%	28%	28%
流动比率	2.38	2.28	2.17	2.17	2.24
速动比率	1.65	1.75	1.63	1.63	1.70
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,694	3,889	4,259	4,609	4,986
货币资金	227	413	929	914	1,070
交易性金融资产	730	688	0	0	0
应收账款	571	515	583	627	584
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	18	28	30	32
存货	693	499	573	618	664
其他流动资产	29	19	172	278	391
流动资产合计	2,283	2,171	2,307	2,491	2,768
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	210	210	210	210
固定资产	625	607	784	914	996
在建工程	521	653	595	525	446
无形资产	213	206	252	296	340
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2	5	5	5	5
非流动资产合计	1,411	1,719	1,952	2,118	2,219
总负债	1,064	1,056	1,182	1,285	1,390
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	738	724	779	840	903
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	40	0	48	52	56
其他流动负债	-18	3	3	3	3
流动负债合计	961	953	1,063	1,148	1,234
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	91	117	135	154
非流动负债合计	103	104	119	137	156
股东权益	2,630	2,833	3,077	3,324	3,596
股本	436	436	436	436	436
公积金	906	904	904	904	904
未分配利润	1,288	1,491	1,735	1,982	2,254
归属母公司权益	2,630	2,831	3,074	3,322	3,593
少数股东权益	0	2	2	2	2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.36%	11.78%	16.00%	16.00%	16.00%
管理费用率	3.22%	3.79%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.19%	-0.19%
研发费用率	2.26%	2.08%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	25%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.00	1.09	1.16	1.25
每股经营现金流	1.07	2.25	1.18	1.52	1.87
每股净资产	6.04	6.50	7.06	7.63	8.25
每股销售收入	8.63	8.19	9.19	9.89	10.63

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	29	27	25	23
PB	6.9	6.4	5.9	5.5	5.1
EV/EBITDA	19.9	19.4	20.2	18.5	17.0
股息率	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE