CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：N.A.
当前股价：17.45 元
2020 年 09 月 17 日

飞亚达000026.SZ

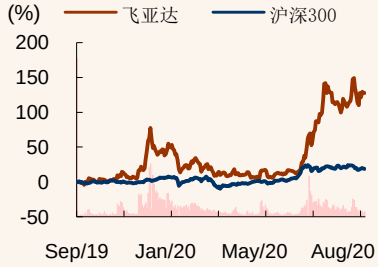
消费回流商业模式优化，收入盈利弹性双击

基础数据

上证综指	3270
总股本（万股）	42812
已上市流通股（万股）	35672
总市值（亿元）	75
流通市值（亿元）	62
每股净资产（MRQ）	6.1
ROE（TTM）	6.5
资产负债率	31.5%
主要股东	中航国际控股有限公
主要股东持股比例	38.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	101	120
相对表现	9	76	102



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《飞亚达（000026）—Q2 业绩超预期，消费回流盈利弹性如期释放》2020-07-30

2、《飞亚达（000026）—客路青山外，游子归家前》2020-07-13

丁浙川
dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

事件：

Hengdeli Holdings Ltd. (3389.HK)亨得利控股有限公司近期宣布终止钟表零售业务，亨得利表示会在下半年进一步关店、裁员应对不利环境。我们就公司“亨吉利”经营近况进行了最新跟踪了解。

评论：

1、消费回流有望持续，高增长或将维持至 2021 年 Q1

Q2 单季公司实现收入 9.93 亿元，同比增长 11.42%，较一季度 34%的降幅明显改善；归母净利 9071 万元，同比增长 53.4%，当季收入和利润均创季度历史新高。从 3 月份开始，公司整体经营逐月回暖，主要因二季度海外疫情对于国人境外消费的压抑，境外高端消费明显回流带动“亨吉利”名表零售业务快速恢复。后续来看，我们认为一方面，境外消费回流趋势有望持续，名表业务高增长或将维持至 2021 年 Q1；另一方面，中秋国庆消费旺季来临，预计也将带动公司自有品牌业务持续恢复，长期亦有望通过打造飞亚达自有品牌爆款、终端升级调结构，实现自有品牌的档次提升和稳步发展。

2、利润率提升逻辑优化，利润弹性仍有较大空间

我们认为，在消费回流带动收入高增的背景下，今年公司利润率提升的逻辑进一步优化：从过去 5 年来看，公司毛利率的提升主要依靠降低折扣率，即折扣率从 85%左右降至 95%左右。而今年来看，受益于消费回流增加收入弹性，同时提升客单值，公司单店商业模型中固定费用占比 10%，人工和租金扣点占比最高，属于典型的直营重资产运营模式，经营杠杆较高。同时，国家政策减免企业费用压力，上半年名表盈利弹性已然显现，H1 名表毛利率同比升 1.49pct，Q2 整体净利率同比升 2.5pct 至历史新高 9.13%。

3、业绩高增趋势预期延续，维持“强烈推荐-A”评级

预计未来 3 个季度全球疫情影响仍然持续，飞亚达作为国内手表行业龙头，持续看好公司名表业务受益于消费回流延续带来的收入和业绩高弹性，同时自有品牌业务持续回暖。依托精密科技实力推出智能手表，亦有望新增收入增长点。费用优化和运营效率仍有提升空间，预计 2020~2021 年净利润分别为 2.61 亿元、3.59 亿元，同比分别增长 21%、38%，目前股价对应 2020 年、2021 年 PE 分别为 29x、21x，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：名表消费不及预期、国内疫情二次爆发风险

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3400	3704	4202	5371	6195
同比增长	2%	9%	13%	28%	15%
营业利润(百万元)	230	273	330	457	546
同比增长	22%	18%	21%	38%	20%
净利润(百万元)	184	216	261	359	429
同比增长	31%	17%	21%	38%	19%
每股收益(元)	0.42	0.49	0.61	0.84	1.00
PE	41.6	35.8	28.7	20.8	17.4
PB	3.0	2.9	2.7	2.4	2.2

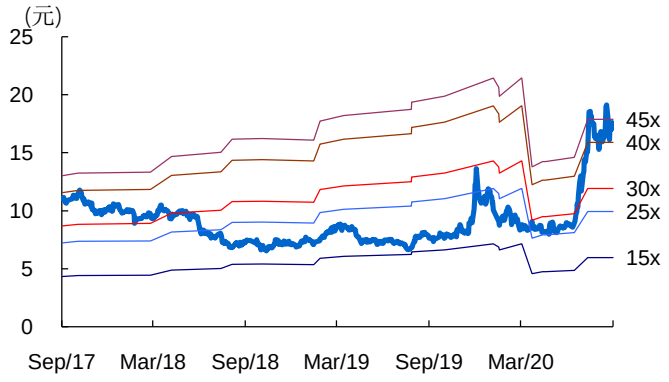
资料来源：公司数据、招商证券

表 1：业绩多季度回顾

（百万元）	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营业收入	892	955	965	588	993
营业毛利	373	390	364	234	371
营业费用	216	224	226	183	197
管理费用	61	58	66	49	49
财务费用	7	8	8	8	9
投资收益	2	0	0	0	2
营业利润	82	72	36	-19	109
归属母公司净利润	59	55	37	-13	91
EPS（元）	0.14	0.13	0.09	-0.03	0.21
主要比率					
毛利率	41.8%	40.8%	37.7%	39.8%	37.3%
营业费用率	24.3%	23.4%	23.5%	31.2%	19.9%
管理费用率	6.8%	6.1%	6.9%	8.3%	4.9%
营业利润率	9.2%	7.6%	3.8%	-3.2%	11.0%
有效税率	28.0%	23.5%	6.8%	30.0%	17.7%
净利率	6.6%	5.8%	3.9%	-2.2%	9.1%
YoY					
收入	6%	10%	15%	-34%	11%
归属母公司净利润	12%	10%	76%	-120%	53%

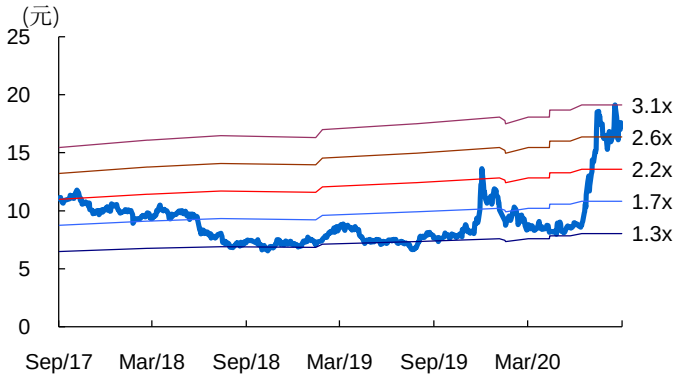
资料来源：Wind、招商证券

图 1：飞亚达历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：飞亚达历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《飞亚达（000026）—Q2 业绩超预期，消费回流盈利弹性如期释放》2020-07-30

2、《飞亚达（000026）—客路青山外，游子归家前》2020-07-13

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2458	2661	2789	2888	2991
现金	165	317	410	492	607
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	11	12	15	18
应收款项	371	397	429	549	633
其它应收款	46	47	54	68	79
存货	1782	1809	1794	1648	1520
其他	87	80	91	116	134
非流动资产	1142	1100	1140	1167	1180
长期股权投资	45	46	46	46	46
固定资产	426	364	442	499	537
无形资产	44	39	31	25	20
其他	628	651	621	596	577
资产总计	**3600**	**3761**	**3929**	**4055**	**4171**
流动负债	1021	1098	1109	954	748
短期借款	547	568	530	275	0
应付账款	260	280	325	418	482
预收账款	16	23	27	35	40
其他	198	227	226	226	226
长期负债	8	9	9	9	9
长期借款	5	4	4	4	4
其他	4	4	4	4	4
负债合计	**1030**	**1106**	**1117**	**962**	**756**
股本	439	443	428	428	428
资本公积金	1062	1010	1010	1010	1010
留存收益	1069	1202	1374	1655	1976
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2570	2655	2812	3093	3414
负债及权益合计	**3600**	**3761**	**3929**	**4055**	**4171**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	332	445	368	527	578
净利润	184	216	261	359	429
折旧摊销	138	154	79	80	81
财务费用	28	24	30	21	4
投资收益	(1)	(2)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(22)	35	11	78	78
其它	5	18	5	8	5
投资活动现金流	(147)	(166)	(103)	(91)	(76)
资本支出	(147)	(167)	(122)	(110)	(95)
其他投资	0	1	19	19	19
筹资活动现金流	(208)	(127)	(172)	(354)	(387)
借款变动	(82)	43	(38)	(255)	(275)
普通股增加	0	4	(15)	0	0
资本公积增加	0	(52)	0	0	0
股利分配	(88)	(88)	(89)	(78)	(108)
其他	(38)	(33)	(30)	(21)	(4)
现金净增加额	(23)	152	93	82	115

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3400	3704	4202	5371	6195
营业成本	1994	2217	2574	3310	3818
营业税金及附加	34	28	32	41	47
营业费用	857	866	924	1155	1332
管理费用	219	241	273	338	390
研发费用	47	45	42	54	62
财务费用	36	33	30	21	4
资产减值损失	(3)	(21)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	19	18	18	18	18
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	230	273	330	457	546
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	231	276	334	460	549
所得税	47	60	73	101	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	184	216	261	359	429

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	2%	9%	13%	28%	15%
营业利润	22%	18%	21%	38%	20%
净利润	31%	17%	21%	38%	19%
获利能力					
毛利率	41.4%	40.1%	38.7%	38.4%	38.4%
净利率	5.4%	5.8%	6.2%	6.7%	6.9%
ROE	7.2%	8.1%	9.3%	11.6%	12.6%
ROIC	6.8%	7.4%	8.4%	11.1%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	29.4%	28.4%	23.7%	18.1%
净负债比率	15.3%	15.2%	13.6%	6.9%	0.1%
流动比率	2.4	2.4	2.5	3.0	4.0
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.3	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5
存货周转率	1.1	1.2	1.4	1.9	2.4
应收帐款周转率	9.5	9.4	9.9	10.7	10.2
应付帐款周转率	7.6	8.2	8.5	8.9	8.5
每股资料（元）					
EPS	0.42	0.49	0.61	0.84	1.00
每股经营现金	0.76	1.00	0.86	1.23	1.35
每股净资产	5.86	5.99	6.57	7.22	7.97
每股股利	0.20	0.20	0.18	0.25	0.30
估值比率					
PE	41.6	35.8	28.7	20.8	17.4
PB	3.0	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	26.4	23.4	18.6	14.7	13.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

丁浙川：布里斯托大学金融硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

郑 恺：同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏：经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。