

强烈推荐-A (维持)

飞亚达 000026.SZ

目标估值: N.A.

当前股价: 11.35 元

2020年07月12日

客路青山外，游子归家前

基础数据

上证综指	3383
总股本(万股)	42817
已上市流通股(万股)	35672
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	27.8%
主要股东	中航国际控股股份有
主要股东持股比例	38.06%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

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:

据和讯新闻报道,今年二季度在全球疫情大背景下,国内高端手表逐步复苏,国内名表零售商万表商城今年618销售同比增长232%。

评论:

1、疫情促使境外高端消费回流,有望带动“亨吉利”名表回暖

据贝恩咨询统计,2019年中国消费者在境外消费奢侈品金额超过5000亿元人民币,而中国内地奢侈品市场仅约2345亿元人民币。我们以贝恩咨询和iResearch对2018年国内奢侈品和高端手表市场规模、以及飞亚达名表市占率测算,假设2020年受疫情影响,内地存量手表消费减少5%、境外消费减少30%,对境外消费回流进行情景假设分析。在我们对今年20%消费回流的中性假设下,预计2020年公司名表零售业务增长25%;假设2021年奢侈品市场规模与今年持平,仅考虑境外消费回流幅度升至50%,则对应公司名表零售收入预计增长40%。Q1受国内疫情影响公司收入同比减少34%,但我们认为海外疫情对于国人境外消费的压抑或将持续1~2年,利好内地高端消费复苏,有望带动公司“亨吉利”名表零售业务加速增长,而收入端的改善也有助于提振名表业务盈利。

2、近年降本增效成效渐显,运营效率逐步提升

国企改革预期下近年运营效率逐步优化:2017年以来人均创收持续提升,2019年达74万元创历史新高,同比增长12.6%;核心渠道单产同比提升超过10%,人均利润同比提升超20%;存货周转亦同步改善,2019年存货周转率1.23次,同比提升0.12;费用控制优化,2019年期间费用率下降,2019年销售、研发、财务费用率分别同比下降1.8pct、0.2pct、0.2pct,管理费用率稳定。

3、建议关注公司名表零售业务弹性,维持“强烈推荐-A”评级

公司作为国内手表行业龙头,“亨吉利”世界名表中心成立于1997年,目前已覆盖全球主要一线手表品牌,通过合作高档购物中心及知名货企,国内门店约200家,品牌和渠道优势显著。预计未来境外消费回流带动名表业务快速发展,将是主要规模驱动,手表品牌业务预期稳增。公司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2.3亿元、3.1亿元,同比分别增长6%、35%,目前股价对应2020年、2021年PE分别为19x、14x,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	5513	6487
同比增长	2%	9%	13%	31%	18%
营业利润(百万元)	230	273	290	391	472
同比增长	22%	18%	6%	35%	21%
净利润(百万元)	184	216	229	308	372
同比增长	31%	17%	6%	35%	21%
每股收益(元)	0.42	0.49	0.53	0.72	0.87
PE	24.2	20.6	19.4	14.4	12.0
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源:公司数据、招商证券

图 1：“亨吉利”名表覆盖全球主要一线手表品牌



资料来源：公司网站、招商证券

表 1：国内高端手表市场规模测算

国内高端手表市场规模	亿元	悲观	中性	乐观
2019 内地奢侈品消费	2345			
2018 年内地高端手表消费占奢侈品	11.4%			
2019 内地名表消费	268			
2019 海外奢侈品消费	5000			
海外回流幅度假设预期	20%	30%	50%	70%
海外奢侈品消费回流	1000	1500	2500	3500
假设疫情影响 2020 内地存量消费下滑 5%，海外奢侈品消费降 30%				
2020 内地存量+海外回流名表消费	334	387	467	547
<b>飞亚达</b>				
2019 年名表收入	23.5			
2019 年市占率	8.8%			
海外回流幅度假设预期	20%	30%	50%	70%
对应 2020 飞亚达名表收入预期	29	34	41	48
2020 yoy	25%	45%	75%	104%
<b>假设 2021 市场整体规模稳定，只考虑回流幅度增至 50%</b>				
对应 2021 飞亚达名表收入预期	41			
2021 yoy	40%			

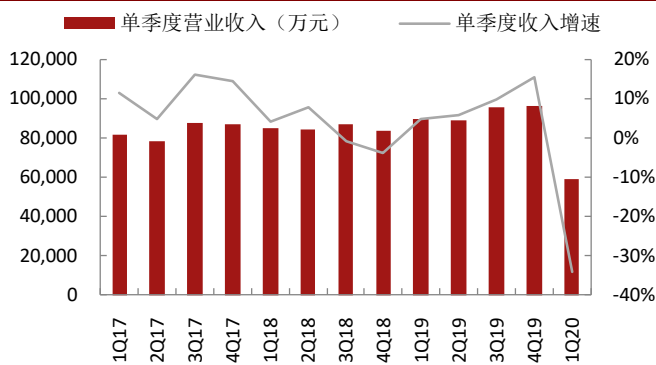
资料来源：贝恩咨询、iResearch、公司数据、招商证券

表 2: 业绩多季度回顾

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	893	892	955	965	588
营业毛利	361	373	390	364	234
营业费用	199	216	224	226	183
管理费用	56	61	58	66	49
财务费用	9	7	8	8	8
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	82	82	72	36	-19
归属母公司净利润	64	59	55	37	-13
EPS (元)	0.15	0.14	0.13	0.09	-0.03
<b>主要比率</b>					
毛利率	40.4%	41.8%	40.8%	37.7%	39.8%
营业费用率	22.3%	24.3%	23.4%	23.5%	31.2%
管理费用率	6.2%	6.8%	6.1%	6.9%	8.3%
营业利润率	9.2%	9.2%	7.6%	3.8%	-3.2%
有效税率	21.5%	28.0%	23.5%	6.8%	30.0%
净利率	7.2%	6.6%	5.8%	3.9%	-2.2%
<b>YoY</b>					
收入	5%	6%	10%	15%	-34%
归属母公司净利润	8%	12%	10%	76%	-120%

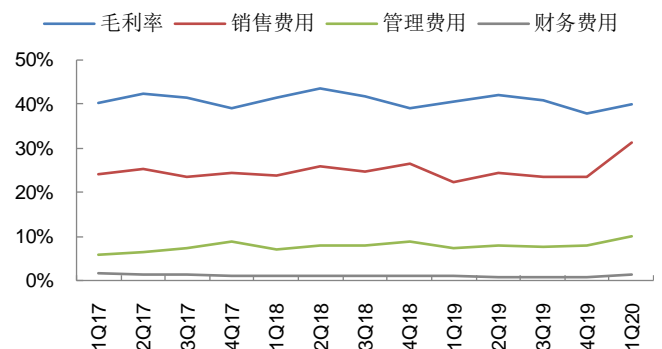
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 一季度营收同比下滑 34%



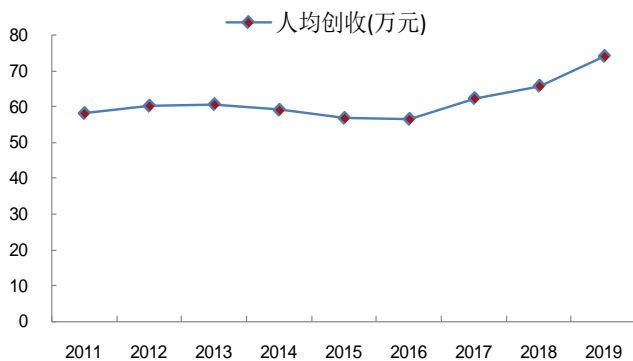
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 一季度毛利率基本稳定, 费用率提升



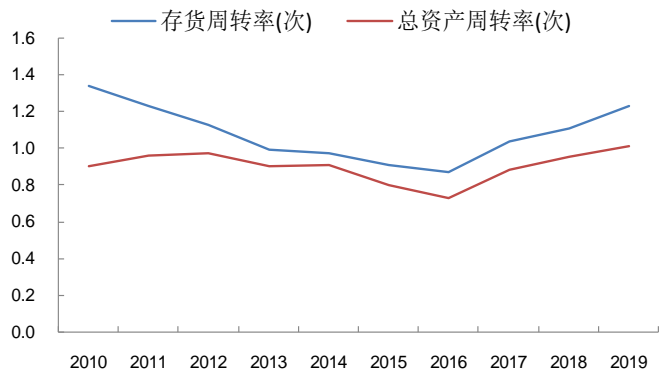
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 2017 年以来人均创收持续提升



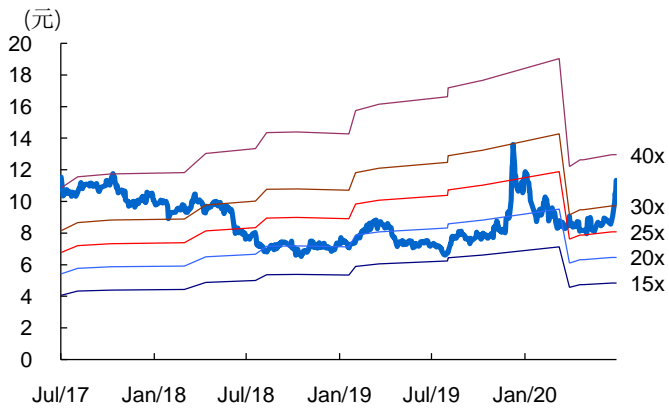
资料来源: 招商证券

图 5: 2017 年以来周转效率持续改善



资料来源: 招商证券

图 6: 飞亚达历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 飞亚达历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2458	2661	2821	3000	3110
现金	165	317	427	513	570
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	11	12	16	19
应收款项	371	397	429	563	663
其它应收款	46	47	54	70	83
存货	1782	1809	1808	1719	1635
其他	87	80	91	119	141
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>3600</b>	<b>3761</b>	<b>3960</b>	<b>4167</b>	<b>4289</b>
<b>流动负债</b>	1021	1098	1172	1138	982
短期借款	547	568	591	440	194
应付账款	260	280	327	436	518
预收账款	16	23	27	36	43
其他	198	227	226	226	226
<b>长期负债</b>	8	9	9	9	9
长期借款	5	4	4	4	4
其他	4	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>1030</b>	<b>1106</b>	<b>1180</b>	<b>1147</b>	<b>990</b>
股本	439	443	428	428	428
资本公积金	1062	1010	1010	1010	1010
留存收益	1069	1202	1342	1582	1861
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2570	2655	2780	3020	3299
<b>负债及权益合计</b>	<b>3600</b>	<b>3761</b>	<b>3960</b>	<b>4167</b>	<b>4289</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	332	445	326	423	486
净利润	184	216	229	308	372
折旧摊销	138	154	79	80	81
财务费用	28	24	32	27	15
投资收益	(1)	(2)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(22)	35	0	17	32
其它	5	18	5	9	6
<b>投资活动现金流</b>	(147)	(166)	(103)	(91)	(76)
资本支出	(147)	(167)	(122)	(110)	(95)
其他投资	0	1	19	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	(208)	(127)	(113)	(246)	(353)
借款变动	(82)	43	22	(150)	(246)
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)	(69)	(93)
其他	(38)	(33)	(32)	(27)	(15)
<b>现金净增加额</b>	<b>(23)</b>	<b>152</b>	<b>110</b>	<b>85</b>	<b>57</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3400	3704	4202	5513	6487
营业成本	1994	2217	2594	3453	4106
营业税金及附加	34	28	32	42	49
营业费用	857	866	943	1191	1362
管理费用	219	241	273	358	421
研发费用	47	45	42	55	65
财务费用	36	33	32	27	15
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
<b>营业利润</b>	230	273	290	391	472
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	231	276	293	395	476
所得税	47	60	64	86	104
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	184	216	229	308	372

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2%	9%	13%	31%	18%
营业利润	22%	18%	6%	35%	21%
净利润	31%	17%	6%	35%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.4%	40.1%	38.3%	37.4%	36.7%
净利率	5.4%	5.8%	5.5%	5.6%	5.7%
ROE	7.2%	8.1%	8.2%	10.2%	11.3%
ROIC	6.8%	7.4%	7.4%	9.4%	10.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.6%	29.4%	29.8%	27.5%	23.1%
净负债比率	15.3%	15.2%	15.0%	10.7%	4.6%
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.6	3.2
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.5
<b>营运能力</b>					
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	2.0	2.4
应收帐款周转率	9.5	9.4	9.9	10.8	10.3
应付帐款周转率	7.6	8.2	8.5	9.1	8.6
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.42	0.49	0.53	0.72	0.87
每股经营现金	0.76	1.00	0.76	0.99	1.14
每股净资产	5.86	5.99	6.49	7.05	7.70
每股股利	0.20	0.20	0.16	0.22	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	24.2	20.6	19.4	14.4	12.0
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.0	16.0	14.0	11.2	9.9

## 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。