

Q3 利润增长靓丽超预期，国表龙头乘风起

——飞亚达 (000026) 季报点评报告

买入 (维持)

日期: 2020年10月22日

事件:

公司于昨晚发布2020年第三季度报告,公司前三季度实现营收29.4亿元 (YoY+7.5%),实现归母净利润2.1亿元 (YoY+20.2%),扣非归母净利为1.98亿元 (YoY+17.3%)。其中, Q3实现营收13.6亿元 (YoY+42.7%),归母净利润1.4亿元 (YoY+148.1%),扣非归母净利为1.3亿元 (YoY+134.0%),基本符合我们预期,超出市场预期。

投资要点:

- **名表消费回流驱动公司手表零售业务收入高增, 利润弹性凸显:** 受海外疫情及消费环境恶化等因素影响, 此前外流于境外的名表消费大幅回流, 7-9月瑞表出口中国内地金额同比分别高增59%/45%/79%, 回流逻辑不断验证。公司作为国内名表销售领军企业 (市占率约13%), 持续推进渠道升级, 优势进一步巩固, 营收及利润总额保持高速增长。由于低毛利率业务手表零售收入占比上升, 公司Q3整体毛利率率下滑2.7pct至38%, 但同时销售费用率及管理费用率分别下降4.3/1.4pct至19.1%/4.7%, 带动公司整体净利率上升4.3pct至10.1%, 利润弹性凸显。
- **自有品牌厚积薄发探索新模式, 精密业务增长势头强劲:** 近年公司不断加强自有品牌经营, 改善明显, Q3收入实现同比增长, 利润总额大幅提升, 智能表业务的技术储备和产品开发也在顺利推进中。此外, 公司发力探索“网红直播”等新零售模式并取得突破, 高圆圆与薇娅联合直播创平台手表品类单次直播销售最高记录。精密科技业务方面, 公司持续推进客户深耕和医疗等新市场领域拓展, 收入增幅超过50%。

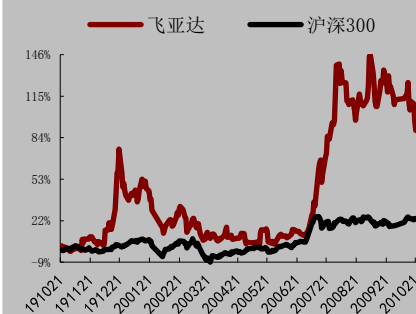
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	37.04	43.40	57.93	68.13
增长比率(%)	8.9%	17.2%	33.5%	17.6%
净利润(亿元)	2.16	2.90	3.92	4.88
增长比率(%)	17.4%	34.4%	35.2%	24.5%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.92	1.14
市盈率(倍)	29.15	21.69	16.05	12.89

资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 净利润为归母净利, 采用10.21收盘价

基础数据

行业	轻工制造
公司网址	
大股东/持股	中航国际控股股份有限公司/36.79%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	428.12
流通A股(百万股)	356.72
收盘价(元)	14.70
总市值(亿元)	62.93
流通A股市值(亿元)	52.44

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020年10月21日

相关研究

万联证券研究所 20200911_公司事项点评
_AAA_飞亚达 (000026) 事项点评报告
万联证券研究所 20200831_公司首次覆盖
_AAA_飞亚达 (000026) 首次覆盖报告

分析师:	陈雯
执业证书编号:	S0270519060001
电话:	18665372087
邮箱:	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理:	王鹏
电话:	15919158497
邮箱:	wangpeng1@wlzq.com.cn

- **重申三大成长路径，国表龙头乘风起：**①重视“双循环”新发展格局下国内市场的消费潜力，境外疫情防控的不确定，叠加境内外名表价差缩小及品牌方对中国大陆市场的重视等因素，名表回流趋势有望延续。公司依托自身渠道、管理等方面的优势有望抓住机会与主力消费人群建立更深刻的联系，引导新消费习惯养成，驱动公司名表零售业务收入利润长期增长。此外，免税新政有望带动名表市场量价齐升，名表经销商未来或有机会同新晋免税经营主体共享扩容空间。②自有品牌飞亚达等厚积薄发，专注打造更强的品牌力，经营态势向好，渠道管理及研发能力不断加强，有望乘国货崛起之风，实现弯道超车。③智能穿戴市场空间广阔，增速快，此外公司拥有新材料应用、航天工业、精密制造等领域关键技术与人才，智能穿戴与精密加工业务相互协同，中长期有望构建新的增长曲线。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持公司盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为2.90/3.92/4.88亿元，同比增长34.4%/35.2%/24.5%。对应EPS为0.68/0.92/1.14元，10月21日股价对应PE为21.7/16.0/12.9倍，根据公司历史估值中枢水平，考虑到标的稀缺性，给予公司2021年25倍PE，维持目标价23元及“买入”评级。
- **风险因素：**1. 海外消费回流不及预期的风险 2. 疫情风险 3. 免税政策落地不及预期的风险 4. 经济增速不及预期风险

图表 1: 飞亚达单季度利润表及重要财务比率

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	852	844	869	836	893	892	955	965	588	993	1363
营业收入	852	844	869	836	893	892	955	965	588	993	1363
营业总成本	777	780	806	828	815	820	877	919	608	893	1199
其中: 营业成本	499	477	506	512	533	519	565	601	354	623	843
营业税金及附加	8	10	7	9	8	7	7	6	4	4	7
销售费用	203	219	215	220	199	216	224	226	183	197	260
管理费用	59	67	56	59	56	61	58	66	49	49	64
研发费用			12	14	10	10	15	11	10	11	14
财务费用	10	9	9	9	9	7	8	8	8	9	10
资产减值损失	-2	-1	0	6	-	3	0	-7	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	-	0	-	1	-	2	-	0	-	2	-
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
营业利润	78	68	65	19	82	82	72	36	-19	109	171
营业外收入	0	0	0	1	0	0	0	4	0	1	0
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
利润总额	78	67	66	20	82	82	72	40	-19	110	171
所得税	19	15	15	-1	18	23	17	3	-6	19	34
净利润	60	53	50	21	64	59	55	37	-13	91	137
少数股东损益	0										0
归属母公司净利润	60	53	50	21	64	59	55	37	-13	91	137
EPS	0.14	0.12	0.12	0.05	0.15	0.14	0.13	0.09	-0.03	0.21	0.32
主要财务比率											
毛利率	41.4%	43.4%	41.8%	38.8%	40.4%	41.8%	40.8%	37.7%	39.8%	37.3%	38.1%
营业税金率	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%
销售费用率	23.9%	25.9%	24.7%	26.3%	22.3%	24.3%	23.4%	23.5%	31.2%	19.9%	19.1%
管理费用率	6.9%	7.9%	6.5%	7.0%	6.2%	6.8%	6.1%	6.9%	8.3%	4.9%	4.7%
营业利润率	9.2%	8.0%	7.5%	2.3%	9.2%	9.2%	7.6%	3.8%	-3.2%	11.0%	12.5%
实际税率	24.1%	21.6%	23.3%	-6.9%	21.5%	28.0%	23.5%	6.8%	30.0%	17.7%	19.8%
净利率	7.0%	6.3%	5.8%	2.5%	7.2%	6.6%	5.8%	3.9%	-2.2%	9.1%	10.1%
营业总收入YoY	36.8%	37.7%	23.2%	31.3%	4.9%	5.6%	9.9%	15.4%	-34.1%	11.4%	42.7%
营业利润YoY	39.3%	44.1%	23.1%	50.9%	5.0%	21.4%	10.3%	91.2%	-122.9%	32.9%	136.7%
归母净利YoY	38.4%	55.2%	19.6%	43.6%	8.1%	11.9%	9.8%	75.6%	-120.2%	53.4%	148.1%
收入占比	25.1%	24.8%	25.5%	24.6%	24.1%	24.1%	25.8%	26.0%	-	-	-

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,661	2,669	2,967	3,546	营业收入	3,704	4,340	5,793	6,813
货币资金	317	230	316	510	营业成本	2,217	2,661	3,553	4,269
应收票据及应收账款	408	479	639	752	营业税金及附加	28	17	23	27
其他应收款	47	53	74	86	销售费用	866	990	1,303	1,431
预付账款	11	15	19	23	管理费用	241	260	357	409
存货	1,809	1,823	1,849	2,105	研发费用	45	55	73	86
其他流动资产	69	69	69	69	财务费用	33	13	18	9
非流动资产	1,100	1,082	1,063	1,043	资产减值损失	-4	0	0	0
长期股权投资	46	48	49	51	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	364	351	339	326	投资净收益	2	2	3	3
在建工程	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
无形资产	39	35	31	27	营业利润	273	367	497	619
其他长期资产	651	647	643	639	营业外收入	5	4	4	4
资产总计	3,761	3,750	4,029	4,589	营业外支出	1	1	1	1
流动负债	1,098	898	870	1,027	利润总额	276	369	500	622
短期借款	568	245	0	0	所得税	60	79	108	134
应付票据及应付账款	280	345	457	547	净利润	216	290	392	488
预收账款	23	25	35	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	227	283	378	440	归属母公司净利润	216	290	392	488
非流动负债	9	8	8	8	EBITDA	461	402	530	637
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.50	0.68	0.92	1.14
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	4	4	4	4	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,106	906	879	1,035	成长能力				
股本	443	428	428	428	营业收入	8.9%	17.2%	33.5%	17.6%
资本公积	1,081	1,096	1,096	1,096	营业利润	18.4%	34.3%	35.6%	24.6%
留存收益	1,203	1,407	1,714	2,116	归属于母公司净利润	17.4%	34.4%	35.2%	24.5%
归属母公司股东权益	2,655	2,844	3,151	3,553	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	40.1%	38.7%	38.7%	37.3%
负债和股东权益	3,761	3,750	4,029	4,589	净利率	5.8%	6.7%	6.8%	7.2%
现金流量表					ROE				
单位: 百万元					ROIC				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	445	378	445	303	资产负债率	29.4%	24.2%	21.8%	22.6%
净利润	216	290	392	488	净负债比率	9.6%	0.7%	-9.9%	-14.2%
折旧摊销	154	46	46	46	流动比率	2.42	2.97	3.41	3.45
营运资金变动	13	28	6	-227	速动比率	0.77	0.93	1.26	1.38
其它	62	14	1	-4	营运能力				
投资活动现金流	-166	-23	-23	-23	总资产周转率	0.98	1.16	1.44	1.48
资本支出	-166	-1	-1	-1	应收账款周转率	9.32	9.27	9.29	9.28
投资变动	0	-1	-1	-1	存货周转率	1.23	1.46	1.92	2.03
其他	0	-21	-20	-20	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-127	-442	-336	-86	每股收益	0.50	0.68	0.92	1.14
银行借款	700	-324	-245	0	每股经营现金流	1.04	0.88	1.04	0.71
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	6.20	6.64	7.36	8.30
股权融资	19	-15	0	0	估值比率				
其他	-846	-103	-91	-86	P/E	29.15	21.69	16.05	12.89
现金净增加额	152	-87	86	194	P/B	2.37	2.21	2.00	1.77
期初现金余额	163	317	230	316	EV/EBITDA	11.20	17.25	12.45	10.05
期末现金余额	315	230	316	510					

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场