

飞亚达 (000026)

证券研究报告

2021年02月06日

品牌渠道优势+严格成本管控，推动业绩逆势增长

公司发布 2020 年度业绩快报。疫情短暂冲击飞亚达业绩，公司反应迅速实现逆势增长。公司预告 2020 年营业收入为 42.43 亿元，同比增长 14.6%，归母净利润为 2.94 亿元，同比增长 36.2%，基本每股收益为 0.68 元/股，同比增长 36.8%。20Q1 受疫情影响较大，营收和利润都有所下滑，Q2-Q4 业绩迅速恢复，Q3 增幅最大。公司预告 2020 年度资产总额 40.19 亿元，较年初增长 6.85%，较 Q4 期初下降 0.23%；归属于上市公司股东的所有者权益 28.00 亿元，较年初增长 5.48%，较 Q4 期初增长 1.92%；归属于上市公司股东的每股净资产 6.5405 元，较年初增长 9.14%，较 Q4 期初增长 1.93%。

消费回流加速打开国内手表市场，品牌渠道资源承接高端消费驱动增长。随着疫情基本得到控制，手表行业整体复苏回暖，2020 年 6 月后手表进出口净额逐步上涨，截至 12 月已超过 19 年 10 月历史高点，达到 18.07 亿元；腕表销售景气继续保持，2020 年下半年瑞士出口大陆腕表逐渐增长，12 月同比增长 45.2%。受疫情影响，中国国民境外消费受限，有助于加速境外奢侈品消费回流至国内渠道及国内品牌。一方面，亨吉利拥有深厚的品牌及渠道资源，与上下游公司建立稳定密切的合作关系，有望承接高端消费驱动增长；另一方面公司具有优质产品实力及口碑，可以作为奢侈品名表的替代消费品，引流部分消费需求。

严控成本费用，积极培育新增长点。面对疫情，飞亚达迅速启动“战时指挥体系”，全力推进复工复产，加强精细化管理严控成本费用；截至 2020Q3，公司的期间费用率为 29.3%，相比 2019 年有所下滑。积极把握市场机会培育新增长点，公司于 12 月发布公告拟设立全资子公司，推进智能穿戴和精密科技业务拓展，“网红直播”新零售模式探索亦取得新突破，深入推进能力建设，支撑经营业绩再上新台阶。

投资建议：飞亚达三十年精耕细作，“手表品牌运营+世界名表零售”双轮驱动成就国产手表龙头企业。“双循环”新发展格局下国内消费市场潜力增大，随着境外消费回流、免税新政扩容，中国手表市场有望稳步发展。飞亚达集“品牌+产品+渠道”之合力，深挖护城河，凸显竞争优势。1) 零售业务板块：亨吉利拥有覆盖全国的成熟零售与技术服务网络，门店运营及渠道周转效率不断提升，具备承接海外高端消费的渠道布局及服务实力；2) 品牌业务板块：多维度组合营销下品牌力趋强，飞亚达品牌销售规模始终居市场前列，业务毛利率稳步提升；3) 产品技术方面：公司自主研发机芯，与瑞士团队强强合作开发精品系列腕表。我们预计 21-22 年净利润 3.48 亿元/4.83 亿元；对应 PE 为 15X/11X。

风险提示：疫情恢复不及预期；经济下滑导致消费需求减少；渠道拓展不及预期；业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,400.45	3,704.21	4,243.75	5,329.72	6,389.76
增长率(%)	1.63	8.93	14.57	25.59	19.89
EBITDA(百万元)	344.62	409.59	421.08	481.28	651.68
净利润(百万元)	183.84	215.91	294.13	347.72	482.81
增长率(%)	31.11	17.45	36.23	18.22	38.85
EPS(元/股)	0.42	0.50	0.67	0.80	1.11
市盈率(P/E)	29.27	24.93	18.30	15.48	11.15
市净率(P/B)	2.09	2.03	1.88	1.76	1.62
市销率(P/S)	1.58	1.45	1.27	1.01	0.84
EV/EBITDA	8.62	11.03	11.40	9.61	6.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	368.83
流通 A 股股本(百万股)	358.07
A 股总市值(百万元)	4,555.10
流通 A 股市值(百万元)	4,422.21
每股净资产(元)	6.42
资产负债率(%)	31.80
一年内最高/最低(元)	19.58/8.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《飞亚达-公司点评:股票激励计划解锁条件提高，推动业绩稳步提升》2020-12-07
- 《飞亚达-季报点评:Q3 归母净利润+148%，降费增效盈利能力提升》2020-10-22
- 《飞亚达-半年报点评:海外消费回流，渠道运营优化，Q2 业绩增长 53%》2020-08-03

1. 公司公布 2020 年度业绩快报

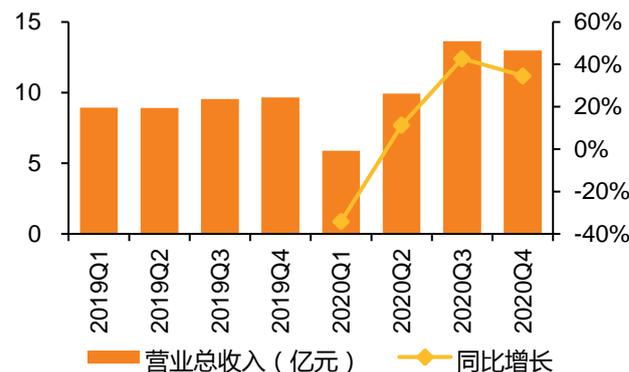
经营状况：疫情短暂冲击飞亚达业绩，公司反应迅速实现逆势增长。公司预告 2020 年营业收入为 42.43 亿元，同比增长 14.6%，归母净利润为 2.94 亿元，同比增长 36.2%，基本每股收益为 0.68 元/股，同比增长 36.8%。2020Q1/Q2/Q3/Q4 的营业收入分别为 5.88/9.93/13.63/12.99 亿元，同比增长分别为 -34.2%/11.3%/42.7%/34.6%，四个季度的归母净利润分别为 -0.13/0.91/1.37/0.79 亿元，同比增速分别为 -120.3%/54.2%/149.1%/113.5%。20Q1 受疫情影响较大，营收和利润都有所下滑，Q2-Q4 业绩迅速恢复，Q3 增幅最大。

图 1：2020 年营业收入同比增长 14.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2020 年 Q3 营收增速最快



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2020 年营业利润同比增长 36.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2020 年利润总额同比增长 35.1%



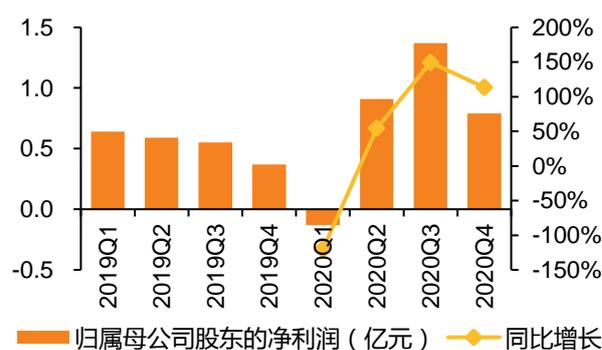
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020 年归母净利润同比增长 36.2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020 年 Q3 归母净利润增幅最大



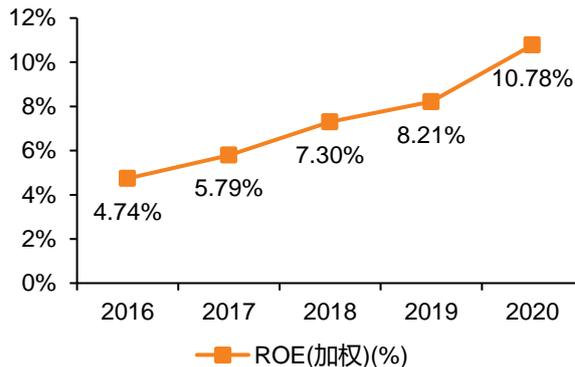
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020 年 EPS 同比增长 38.8%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020 年 ROE 增长 2.57pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

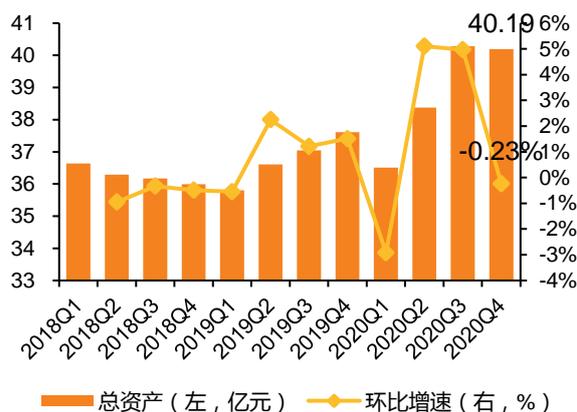
财务状况：公司预告 2020 年度资产总额 40.19 亿元，较年初增长 6.85%，较 Q4 期初下降 0.23%；归属于上市公司股东的所有者权益 28.00 亿元，较年初增长 5.48%，较 Q4 期初增长 1.92%；归属于上市公司股东的每股净资产 6.5405 元，较年初增长 9.14%，较 Q4 期初增长 1.93%。

图 9：2020 年末总资产达 40.19 亿元



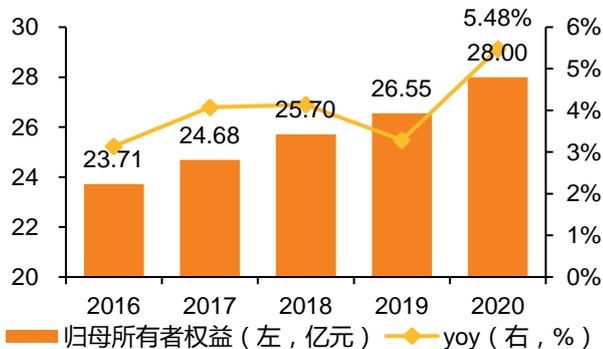
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：20Q4 末总资产相比期初保持稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2020 年末归属母公司股东的所有者权益达 28 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：20Q4 末归母所有者权益相比期初有所增长

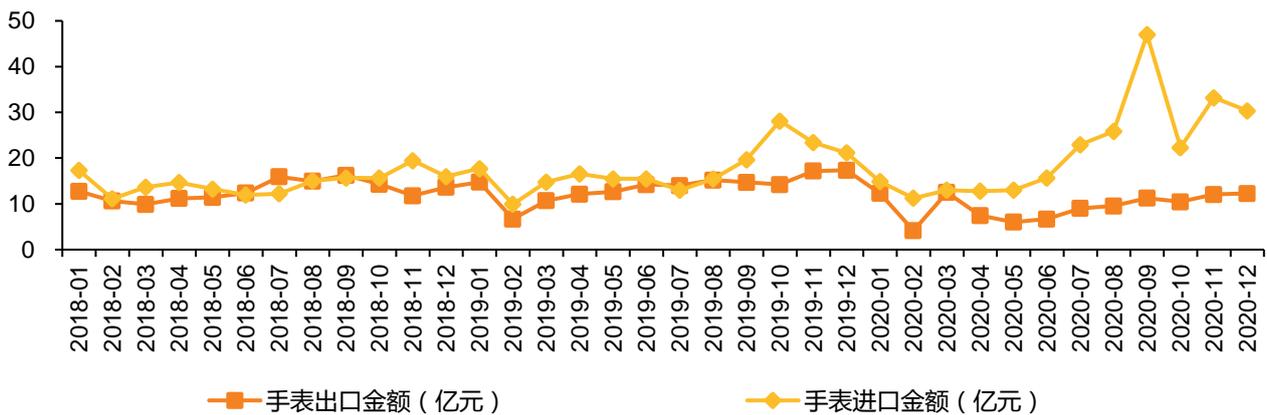


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 借力品牌渠道优势，严控成本积极探索新增长点

消费回流加速打开国内手表市场，品牌渠道资源承接高端消费驱动增长。随着疫情基本得到控制，手表行业整体复苏回暖，2020年6月后手表进出口净额逐步上涨，截至12月已超过19年10月历史高点，达到18.07亿元；腕表销售景气继续保持，2020年下半年瑞士出口大陆腕表逐渐增长，12月同比增长45.2%。受疫情影响，中国国民境外消费受限，有助于加速境外奢侈品消费回流至国内渠道及国内品牌。一方面，亨吉利拥有深厚的品牌及渠道资源，与上下游公司建立稳定密切的合作关系，有望承接高端消费驱动增长；另一方面公司具有优质产品实力及口碑，可以作为奢侈品名表的替代消费品，引流部分消费需求。

图 13：2020 年 12 月中国手表进出口净额达到 18.07 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

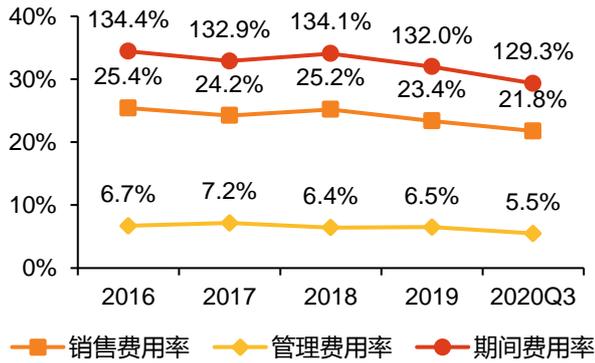
图 14：2020 年 12 月瑞士手表出口至中国金额同比增长 45.2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

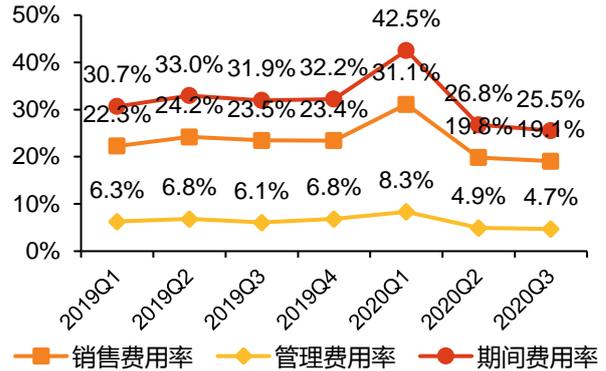
严控成本费用，积极培育新增长点。面对疫情，飞亚达迅速启动“战时指挥体系”，全力推进复工复产，加强精细化管理严控成本费用；截至2020Q3，公司的期间费用率为29.3%，相比2019年有所下滑。2020Q1/Q2/Q3的期间费用率分别为42.5%/26.8%/25.5%，同比变化分别为+11.8pct/-6.2pct/-6.4pct，费用管控能力逐渐增强。积极把握市场机会培育新增长点，公司于12月发布公告拟出资1000万元设立全资子公司，推进智能穿戴和精密科技业务拓展，“网红直播”等新零售模式探索亦取得新突破，深入推进能力建设，支撑经营业绩再上新台阶。

图 15：2020 年期间费用率有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2020 年费用管控能力逐渐增强



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

飞亚达三十年精耕细作，“手表品牌运营+世界名表零售”双轮驱动成就国产手表龙头企业。“双循环”新发展格局下国内消费市场潜力增大，随着境外消费回流、免税新政扩容，中国手表市场有望稳步发展。飞亚达集“品牌+产品+渠道”之合力，深挖护城河，凸显竞争优势。1) 零售业务板块：亨吉利拥有覆盖全国的成熟零售与技术服务网络，门店运营及渠道周转效率不断提升，具备承接海外高端消费的渠道布局及服务实力；2) 品牌业务板块：多维度组合营销下品牌力趋强，飞亚达品牌销售规模始终居市场前列，业务毛利率稳步提升；3) 产品技术方面：公司自主研发机心，与瑞士团队强强合作开发精品系列腕表。我们预计 21-22 年净利润 3.48 亿元/ 4.83 亿元；对应 PE 为 15X/ 11X。

4. 风险提示

疫情恢复不及预期：疫情冲击下消费者的消费信心受到影响，钟表行业需求下降，从而影响钟表行业公司业绩。

经济下滑导致消费需求减少：手表的消费属于可选消费，其需求与人均可支配收入等息息相关，宏观经济的不确定性将影响手表消费需求。

渠道拓展不及预期：手表的销售依赖于渠道建设，公司线下门店建设不及预期，或没有抓住新渠道发展机遇，均将影响渠道网络建设和市场拓展。

业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	164.83	316.67	339.50	426.38	511.18
应收票据及应收账款	377.60	408.07	463.73	354.74	626.52
预付账款	13.67	10.85	40.30	14.07	47.93
存货	1,782.31	1,808.82	1,806.22	2,167.50	2,059.23
其他	119.57	116.10	106.59	143.20	140.37
流动资产合计	2,457.97	2,660.50	2,756.35	3,105.89	3,385.23
长期股权投资	44.88	46.42	46.42	46.42	46.42
固定资产	425.65	364.00	346.51	331.11	316.76
在建工程	12.04	0.00	6.00	9.60	11.76
无形资产	43.55	38.71	32.22	25.73	19.23
其他	615.60	651.29	553.41	509.44	506.88
非流动资产合计	1,141.72	1,100.42	984.57	922.30	901.06
资产总计	3,599.69	3,760.92	3,740.92	4,028.19	4,286.29
短期借款	547.12	567.91	299.61	174.17	186.14
应付票据及应付账款	259.91	279.77	360.43	457.49	509.97
其他	214.33	250.08	209.63	337.23	265.88
流动负债合计	1,021.36	1,097.76	869.68	968.89	961.99
长期借款	4.52	4.32	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.67	4.30	4.63	4.20	4.38
非流动负债合计	8.19	8.62	4.63	4.20	4.38
负债合计	1,029.55	1,106.38	874.31	973.09	966.37
少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
股本	438.74	442.97	435.75	435.75	435.75
资本公积	1,062.46	1,081.23	1,081.23	1,081.23	1,081.23
留存收益	2,136.83	2,283.77	2,430.86	2,619.34	2,884.16
其他	(1,067.90)	(1,153.44)	(1,081.23)	(1,081.23)	(1,081.23)
股东权益合计	2,570.14	2,654.54	2,866.62	3,055.10	3,319.92
负债和股东权益总	3,599.69	3,760.92	3,740.92	4,028.19	4,286.29

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	183.84	215.91	294.13	347.72	482.81
折旧摊销	138.40	153.99	27.97	28.29	28.69
财务费用	27.55	23.98	18.59	10.10	7.68
投资损失	(1.00)	(1.79)	(1.08)	(1.29)	(1.39)
营运资金变动	(74.35)	17.55	53.86	13.24	(211.96)
其它	57.18	35.19	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	331.63	444.82	393.47	398.07	305.83
资本支出	(44.25)	(26.51)	9.68	10.43	9.82
长期投资	1.00	1.54	0.00	0.00	0.00
其他	(103.57)	(141.10)	(18.59)	(19.13)	(18.44)
投资活动现金流	(146.82)	(166.06)	(8.92)	(8.71)	(8.61)
债权融资	551.98	572.59	311.51	178.37	191.63
股权融资	(29.83)	(76.58)	46.40	(10.10)	(7.68)
其他	(729.98)	(622.76)	(719.63)	(470.75)	(396.36)
筹资活动现金流	(207.83)	(126.76)	(361.72)	(302.48)	(212.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(23.03)	152.00	22.83	86.88	84.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,400.45	3,704.21	4,243.75	5,329.72	6,389.76
营业成本	1,993.81	2,217.21	2,571.97	3,251.22	3,901.59
营业税金及附加	33.77	28.19	41.11	51.62	59.73
营业费用	856.97	865.79	942.11	1,215.18	1,392.97
管理费用	219.16	240.62	254.62	309.12	351.44
研发费用	47.35	45.06	42.44	53.30	63.90
财务费用	35.92	32.82	18.59	10.10	7.68
资产减值损失	3.26	(4.30)	(0.52)	(2.41)	(1.47)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.00	1.79	1.08	1.29	1.39
其他	(21.20)	4.15	(2.17)	(2.58)	(2.78)
营业利润	230.40	272.88	374.51	442.88	615.31
营业外收入	1.45	4.75	2.94	3.05	3.58
营业外支出	0.65	1.40	1.14	1.06	1.20
利润总额	231.20	276.23	376.30	444.86	617.69
所得税	47.36	60.32	82.17	97.14	134.88
净利润	183.84	215.91	294.13	347.72	482.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	183.84	215.91	294.13	347.72	482.81
每股收益(元)	0.42	0.50	0.67	0.80	1.11

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.63%	8.93%	14.57%	25.59%	19.89%
营业利润	22.25%	18.44%	37.24%	18.26%	38.93%
归属于母公司净利润	31.11%	17.45%	36.23%	18.22%	38.85%
获利能力					
毛利率	41.37%	40.14%	39.39%	39.00%	38.94%
净利率	5.41%	5.83%	6.93%	6.52%	7.56%
ROE	7.15%	8.13%	10.26%	11.38%	14.54%
ROIC	8.85%	10.20%	13.60%	15.49%	21.19%
偿债能力					
资产负债率	28.60%	29.42%	23.37%	24.16%	22.55%
净负债率	15.06%	9.64%	-0.98%	-8.12%	-9.63%
流动比率	2.41	2.42	3.17	3.21	3.52
速动比率	0.66	0.78	1.09	0.97	1.38
营运能力					
应收账款周转率	9.53	9.43	9.74	13.02	13.02
存货周转率	1.89	2.06	2.35	2.68	3.02
总资产周转率	0.95	1.01	1.13	1.37	1.54
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.50	0.67	0.80	1.11
每股经营现金流	0.76	1.02	0.90	0.91	0.70
每股净资产	5.90	6.09	6.58	7.01	7.62
估值比率					
市盈率	29.27	24.93	18.30	15.48	11.15
市净率	2.09	2.03	1.88	1.76	1.62
EV/EBITDA	8.62	11.03	11.40	9.61	6.99
EV/EBIT	10.09	12.60	12.21	10.21	7.31

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