

飞亚达 (000026)

证券研究报告

2021年03月10日

受益消费回流,运营降本增效,全年归母净利+36%

公司发布2020年年报。2020年全年营收42.43亿元,同比+14.56%;归母净利润2.94亿元,同比+36.22%;扣非归母净利润2.69亿元,同比+34.76%;EPS为0.6764元/股。分季度来看,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-34.1%/11.4%/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-120.2%/53.4%/148.1%/113.4%。

国内疫情控制良好,消费需求复苏;海外疫情严重,海外消费需求回流。飞亚达Q2-Q4营收大幅上涨,超过去年同期。全年毛利率为37.80%,同比下降3.34pct,主要系毛利率水平较低的手表零售服务业务占比提升。归母净利润和归母净利率同比大幅提升。**手表零售服务业务受益境外消费回流同比上升明显,手表品牌业务受疫情短期冲击,并通过新零售手段降低损失。精密业务势头强劲,不断拓展运营边界,租赁业务收入保持稳定。**2020年,手表零售服务业务实现营收30.01亿元,占比70.73%,较上年同期上升7.21pct。2020年手表品牌业务实现营收9.70亿元,受疫情冲击较大同比下滑13%,占比22.8%。2020年精密业务实现营收1.39亿元,同比增长51.97%,占比3.27%;租赁业务实现营收1.17亿元,同比下降11%,占比2.75%;其他业务实现营收0.16亿元,同比下降4.47%,占比0.11%。受益于名表境外消费回流,手表零售服务业务自Q2开始快速复苏,成为公司2020年增长的主要动力;自有品牌业务市场恢复,公司通过网络电商直播等方式积极应对,通过零售模式的创新开拓新渠道,全年收入保持稳定;精密科技业务持续推进客户深耕和医疗、航空航天等新市场领域拓展,智能手表业务蓬勃发展;租赁业务贡献稳定收入。

增资三大全资子公司,助力核心主业长期发展。2020年,飞亚达以自有资金增资全资子公司精密科技公司、亨吉利电商公司、科技发展公司,并新设子公司研发智能穿戴设备。公司继续大力发展手表品牌业务、手表零售服务业务、精密业务,拓展经营范围边界,强化核心竞争优势,不断提升行业地位,推进业务稳定发展。

国内钟表消费市场前景广阔,飞亚达深耕渠道端,推进渠道升级,在名牌手表零售业务具有明显优势。借助“网红直播”,开拓零售新渠道;聚焦核心品类,品牌手表持续推陈出新。“世界名表零售+自有手表运营”双轮驱动,公司保持国内手表龙头地位。基于国内疫情逐步恢复,海外疫情恢复相对缓慢,公司将继续受益于经济复苏和消费回流的原因,我们预计公司2021-2022年净利润分别为3.97亿元/4.81亿元;对应PE分别为15X/12X。维持“买入”评级。

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。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,704.21	4,243.44	5,453.22	6,569.64	7,766.40
增长率(%)	8.93	14.56	28.51	20.47	18.22
EBITDA(百万元)	409.59	522.15	543.55	650.19	751.30
净利润(百万元)	215.91	294.12	397.01	481.44	562.22
增长率(%)	17.45	36.22	34.98	21.27	16.78
EPS(元/股)	0.50	0.67	0.91	1.10	1.29
市盈率(P/E)	26.88	19.73	14.62	12.06	10.32
市净率(P/B)	2.19	2.07	1.84	1.65	1.46
市销率(P/S)	1.57	1.37	1.06	0.88	0.75
EV/EBITDA	11.03	8.55	9.88	8.21	6.85

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	13.32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)	4,912.87
流通A股市值(百万元)	4,769.55
每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	30.33
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:品牌渠道优势+严格成本管控,推动业绩逆势增长》2021-02-06
- 《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+148%,降费增效盈利能力提升》2020-10-22

1. 公司公布 2020 年年报

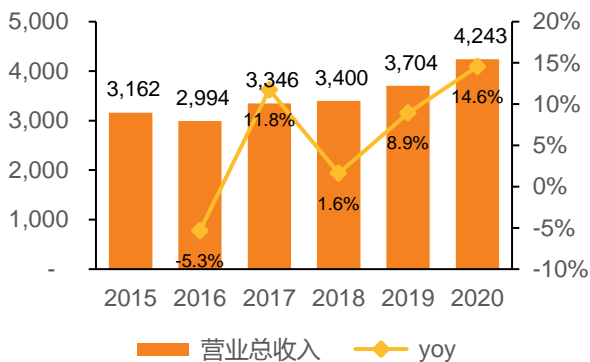
公司发布 2020 年年报，2020 全年实现营收 42.43 亿元，同比上升 14.56%，系国内疫情明显改善，疫情影响国外消费回流所致；归母净利润 2.94 亿元，同比增加 36.22%；扣非后归母净利为 2.69 亿元，同比上升 34.76%；EPS 为 0.6764 元/股。

分季度来看，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-34.1%/11.4%/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-120.2%/53.4%/148.1%/113.4%。

2. 2020 年年报点评

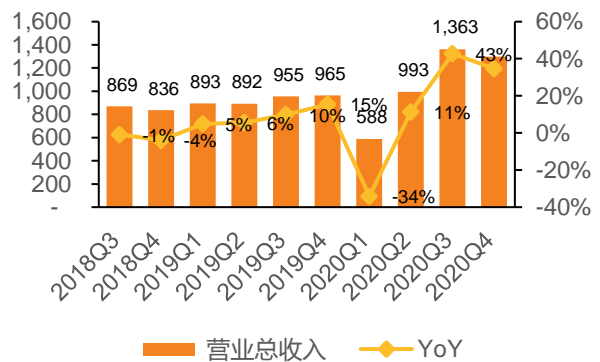
收入端：海外消费回流，自 Q2 起营收大幅上涨。20Q2/Q3/Q4 公司营业收入为 9.93/13.63/12.99 亿元，Q2 同比上升 11.42%，Q3/Q4 同比上升超过 30%。20Q1 公司营业收入为 5.88 亿元，同比下降-34.14%。一季度经营主要受疫情影响，全国范围内消费需求降低；二季度国内疫情好转，消费需求逐渐被释放，同时海外疫情严重限制了出境游，高端消费回流，促进公司 Q2 收入快速恢复，下半年由于国外疫情反复，国内疫情控制良好，进一步增加国际名表的零售收入。

图 1：2020 年营业收入同比上升 14.6%（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2020 年 Q2 之后收入好于往年（单位：百万元）

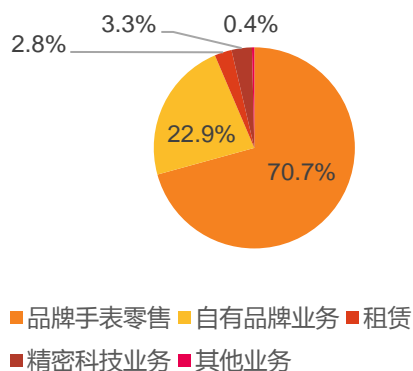


资料来源：Wind，天风证券研究所

分业务看：①手表零售服务业务：2020 年实现营收 30.01 亿元，同比上升 27.54%，占比 70.73%，同比增加 7.21%，受益于国外消费回流，公司 2020 年国际名表业务自 Q2 开始快速复苏，成为公司今年增长的主要动力。**②手表品牌业务：**2020H1 实现营收 9.70 亿元，同比下降 13%，占比 22.86%（同比下降 7.13pct）。收到第一季度疫情冲击的影响，国内手表销售业务收入有所下滑。在疫情期间，公司通过网络电商直播等方式积极应对，通过零售模式的创新开拓新渠道。**③精密业务势头强劲，租赁业务贡献稳定收入。**2020 年精密业务实现营收 1.39 亿元，同比增长 51.97%，占比 3.27%；租赁业务实现营收 1.17 亿元，同比下降 11%，占比 2.75%；其他业务实现营收 0.16 亿元，同比下降 4.47%，占比 0.38%。报告期内，公司精密科技创新业务增长势头良好，深耕光通讯、激光器市场，继续延伸业务至医疗、航空航天领域的发展。除此之外，公司组建智能手表研发团队，顺利上市新产品，“双十一”期间录得 10 万余只智能手表的销售。

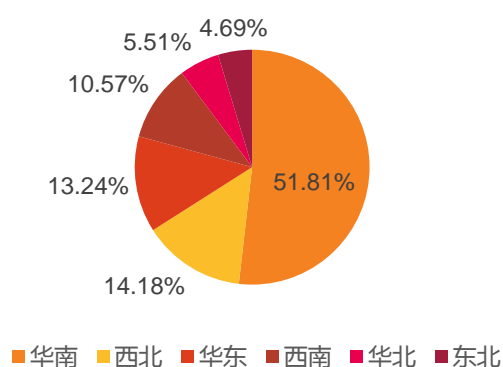
分地区看：公司营收过半集中于华南地区，其余地区较为分散。2020 年，华南地区营收达 21.99 亿元，占总营收的 51.81%，西北/华东/西南地区位居其后，营收分别为 6.02/5.62/4.48 亿元，占比分别达为 14.18%/13.24%/10.57%。华北与东北地区营收相对较少，为 2.33/1.99 亿元，占比分别为 5.51%和 4.69%。

图 3：手表品牌业务营收贡献最大



资料来源：Wind，天风证券研究所

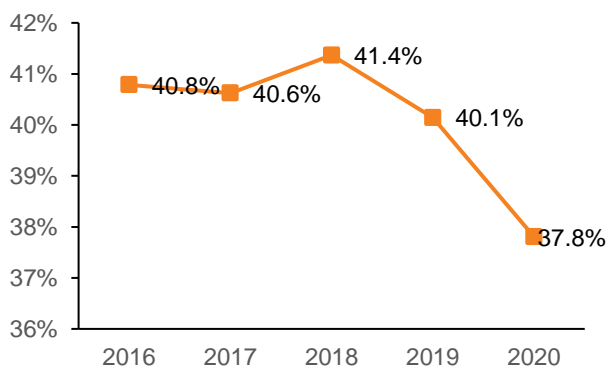
图 4：华南地区营收占比过半



资料来源：Wind，天风证券研究所

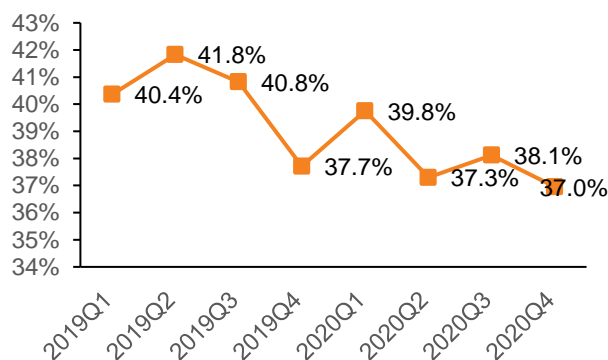
成本费用端：2020 年公司毛利率为 37.80%，同比下降 3.34pct，主要系毛利率水平较低的手表零售服务业务在下半年占比大幅提升。手表零售服务业务毛利率为 26.74%，同比提升 2.35pct；手表品牌业务毛利率为 71.14%，同比提升 0.94pct。2020 年全年销售费用率/ 管理费用率/ 研发费用率/ 财务费用率分别 20.52%/ 6.05%/ 1.21%/ 0.79%，同比变动-2.85pct/ -0.45pct/ -0.01pct/ 0.1pct。公司渠道不断优化升级，持续推进渠道运营效率提升，手表零售服务，自有手表运营业务毛利率不断上升，期间费用率不断下滑。

图 5：2020 年零售业务上升导致毛利率下滑



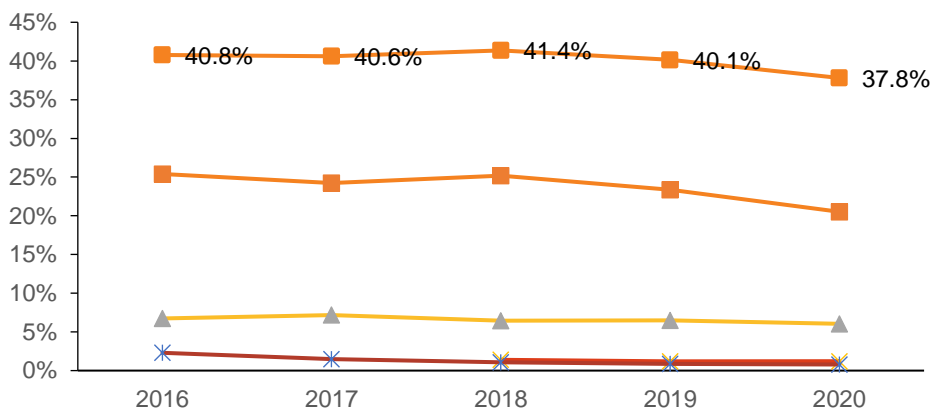
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：20 年公司毛利率呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

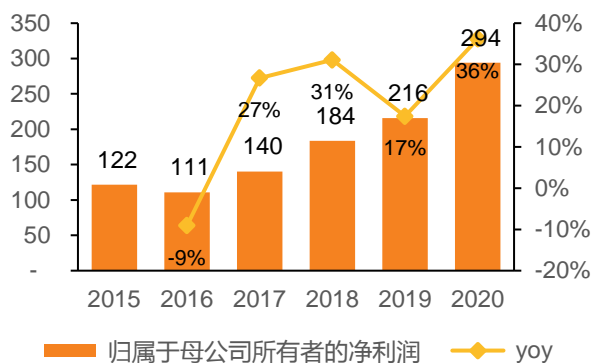
图 7：期间费用率显著下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

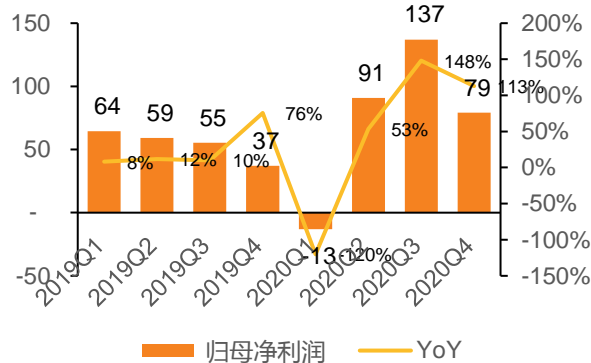
盈利端：疫情影响有限，盈利逆势回升。2020年，公司归母净利润为2.94亿元，同比上升36.22%；归母净利率为6.95%，同比上升1.1pct，其中Q1/Q2/Q3/Q4分别为-2.21%/9.13%/10.06%/6.10%。

图 8：2020 归母净利润继续上升（单位：百万元）



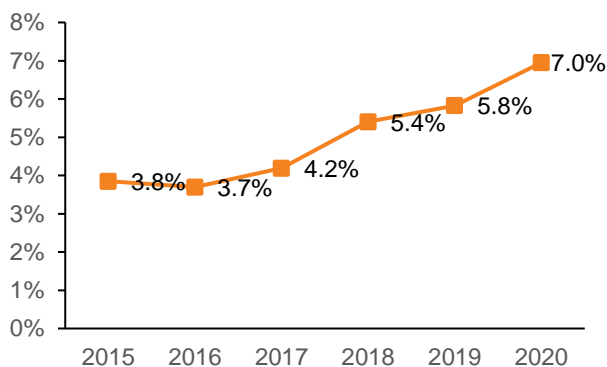
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：各季度归母净利润情况（单位：百万元）



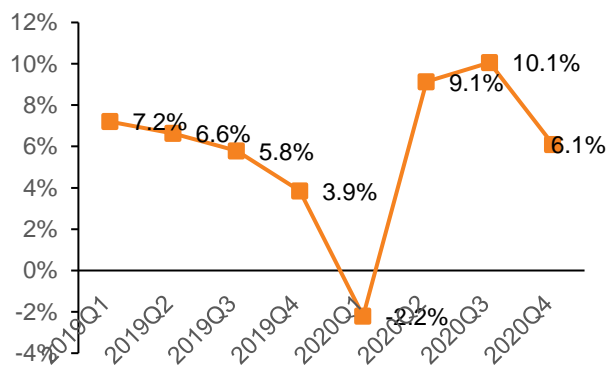
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2020 年归母净利率呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

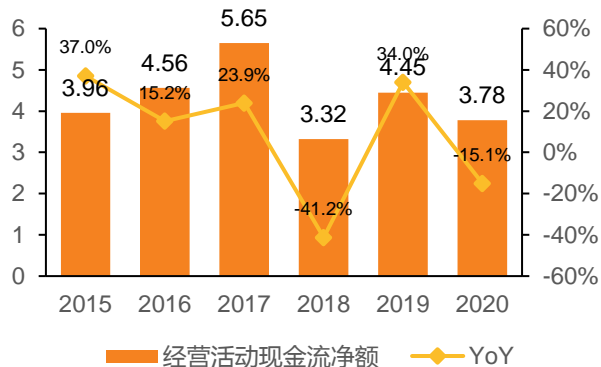
图 11：2020Q2-4 归母净利率显著提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流：经营活动现金流量净额有所下滑。2020年，公司经营活动净现金流入为3.78亿元（上年同期净流入4.45亿元），同比下降14.97%。其中Q1/Q2/Q3/Q4分别为-1.07/2.11/1.12/1.62亿元，同比变化为-972.7%/142.6%/76.7%/115.7%。全年现金流有所下滑主要在于Q1受疫情影响导致的现金流净流出。

图 12：经营活动净现金流有所下降（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：各季度经营活动现金流量净额情况（单位：百万元）

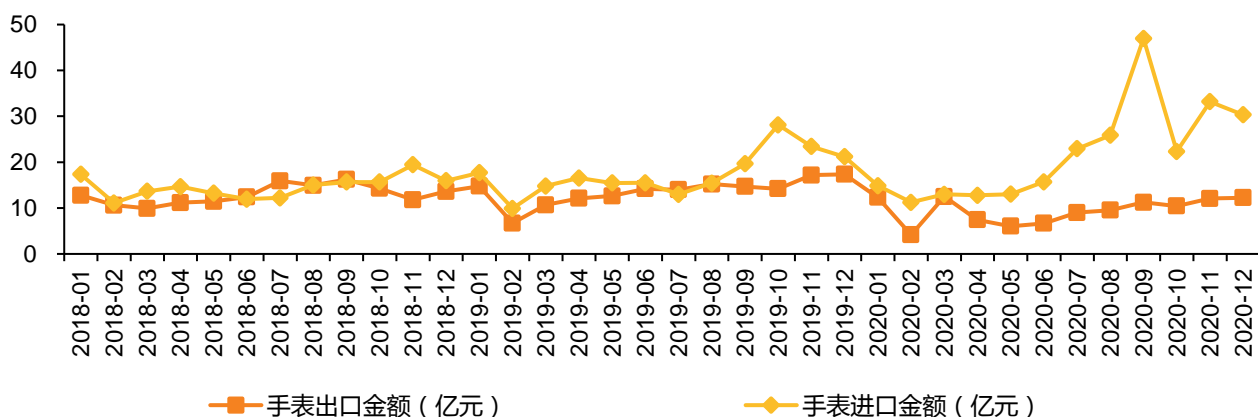


资料来源：Wind，天风证券研究所

增资三大全资子公司，设立新分公司，赋能核心主业，拓展业务边界。在手表品牌方面，飞亚达决定以自有资金 9,000 万增资全资子公司精密科技公司（增资完成后注册资本达 1 亿元），以增强精密科技公司的经营实力，加速核心技术能力突破，强化手表品牌管理业务核心竞争优势，不断提升行业地位。**②手表零售服务：**飞亚达决定以自有资金 950 万增资全资子公司亨吉利电商公司（增资完成后注册资本达 1,000 万元），推进电商业务的稳定发展，扩展渠道和品牌影响力。**③精密业务：**飞亚达决定以自有资金 4,000 万增资全资子公司科技发展公司（增资完成后注册资本达 5,000 万元），助力其紧抓 5G 等领域市场机会，持续提升规模实力、技术优势和行业地位，进一步深耕通讯器件、激光器器件等领域，加深与国内外龙头企业的长期合作关系。公司不断拓展精密业务的运营边界，2020 年 12 月，公司发布公告拟出资 1000 万元设立全资子公司，成立专属研发团队，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。

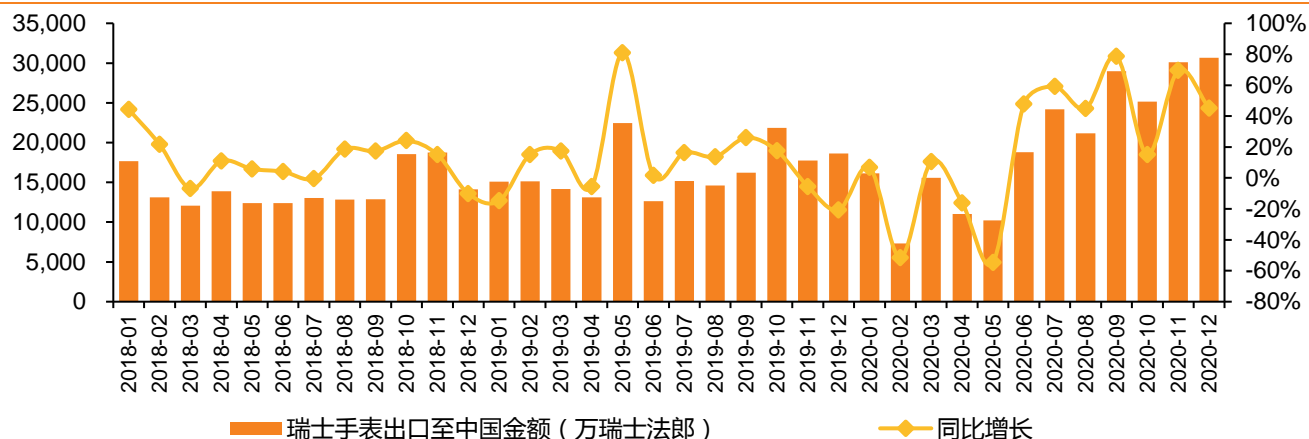
国内疫情逐步得到控制，海外消费回流，业绩有望逐渐复苏回暖。目前国内疫情基本得到控制，手表行业整体复苏回暖，下半年的手表进出口额较上半年显著提升。疫情影响下国家对于出入境把控严格，国内消费者出境消费锐减，逐渐回流至国产品牌以及国内销售渠道。亨吉利品牌底蕴深厚，上下游合作紧密，承接国外高端手表需求的潜力较强；另一方面，国产品牌手表产品力强，在一定程度上可以替代国外手表的需求。飞亚达双轮发展，均有承接国外消费回流的实力。

图 14：2020 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 15：2020 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

3. 盈利预测

国内钟表消费市场前景广阔，飞亚达深耕渠道端，推进渠道升级，在名牌手表零售业务具有明显优势。借助“网红直播”，开拓零售新渠道；聚焦核心品类，品牌手表持续推陈出新。“世界名表零售+自有手表运营”双轮驱动，公司保持国内手表龙头地位。基于国内疫情逐步恢复，海外疫情恢复相对缓慢，公司将继续受益于经济复苏和消费回流的原因，我们预计公司 2021-2022 年净利润分别为 3.97 亿元/ 4.81 亿元；对应 PE 分别为 15X /12X。维持“买入”评级。

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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	316.67	353.06	463.52	578.13	698.98
应收票据及应收账款	408.07	523.79	627.44	759.48	880.09
预付账款	10.85	16.61	29.50	18.36	39.35
存货	1,808.82	1,931.78	2,223.84	2,559.09	2,838.29
其他	116.10	128.84	151.74	153.29	179.61
流动资产合计	2,660.50	2,954.08	3,496.06	4,068.35	4,636.32
长期股权投资	46.42	51.40	51.40	51.40	51.40
固定资产	364.00	352.73	338.33	326.01	314.74
在建工程	0.00	0.00	6.00	9.60	11.76
无形资产	38.71	37.86	29.94	22.01	14.09
其他	651.29	622.64	527.73	492.81	493.99
非流动资产合计	1,100.42	1,064.63	953.40	901.84	885.99
资产总计	3,760.92	4,018.71	4,449.46	4,970.19	5,522.30
短期借款	567.91	542.67	558.00	606.71	533.08
应付票据及应付账款	279.77	304.79	394.11	448.60	549.92
其他	250.08	361.23	343.06	389.22	448.77
流动负债合计	1,097.76	1,208.70	1,295.17	1,444.53	1,531.76
长期借款	4.32	4.07	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.30	5.98	4.65	4.98	5.21
非流动负债合计	8.62	10.05	4.65	4.98	5.21
负债合计	1,106.38	1,218.75	1,299.82	1,449.51	1,536.96
少数股东权益	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03
股本	442.97	428.09	435.75	435.75	435.75
资本公积	1,081.23	1,021.49	1,021.49	1,021.49	1,021.49
留存收益	2,283.77	2,432.51	2,713.87	3,084.91	3,549.56
其他	(1,153.44)	(1,082.15)	(1,021.49)	(1,021.49)	(1,021.49)
股东权益合计	2,654.54	2,799.96	3,149.64	3,520.68	3,985.34
负债和股东权益总	3,760.92	4,018.71	4,449.46	4,970.19	5,522.30

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	215.91	294.12	397.01	481.44	562.22
折旧摊销	153.99	157.56	26.32	26.64	27.03
财务费用	23.98	21.32	15.02	14.50	12.29
投资损失	(1.79)	(5.07)	(2.62)	(3.16)	(3.62)
营运资金变动	17.55	(12.35)	(266.78)	(321.79)	(287.22)
其它	35.19	(77.36)	0.00	0.01	0.01
经营活动现金流	444.82	378.21	168.96	197.64	310.72
资本支出	(26.51)	41.34	11.33	9.67	9.77
长期投资	1.54	4.98	0.00	0.00	0.00
其他	(141.10)	(179.70)	(18.71)	(16.51)	(16.16)
投资活动现金流	(166.06)	(133.38)	(7.38)	(6.84)	(6.38)
债权融资	572.59	547.11	558.36	607.07	533.44
股权融资	(76.58)	(96.52)	53.30	(14.50)	(12.29)
其他	(622.76)	(654.65)	(662.77)	(668.76)	(704.64)
筹资活动现金流	(126.76)	(204.05)	(51.11)	(76.19)	(183.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	152.00	40.77	110.47	114.60	120.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,704.21	4,243.44	5,453.22	6,569.64	7,766.40
营业成本	2,217.21	2,639.23	3,400.06	4,099.65	4,857.64
营业税金及附加	28.19	25.44	48.79	55.59	63.60
营业费用	865.79	870.71	1,117.91	1,346.78	1,592.11
管理费用	240.62	256.56	327.19	394.18	465.98
研发费用	45.06	51.49	54.53	65.70	77.66
财务费用	32.82	33.45	15.02	14.50	12.29
资产减值损失	(4.30)	(15.43)	(9.86)	(12.64)	(11.25)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.79	5.07	2.62	3.16	3.62
其他	4.15	5.00	(5.24)	(6.32)	(7.23)
营业利润	272.88	371.90	502.20	609.05	711.98
营业外收入	4.75	3.11	3.10	3.65	3.29
营业外支出	1.40	1.56	1.20	1.39	1.38
利润总额	276.23	373.46	504.11	611.32	713.89
所得税	60.32	79.34	107.09	129.87	151.66
净利润	215.91	294.12	397.01	481.45	562.23
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
归属于母公司净利润	215.91	294.12	397.01	481.44	562.22
每股收益(元)	0.50	0.67	0.91	1.10	1.29

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	8.93%	14.56%	28.51%	20.47%	18.22%
营业利润	18.44%	36.29%	35.04%	21.28%	16.90%
归属于母公司净利润	17.45%	36.22%	34.98%	21.27%	16.78%
获利能力					
毛利率	40.14%	37.80%	37.65%	37.60%	37.45%
净利率	5.83%	6.93%	7.28%	7.33%	7.24%
ROE	8.13%	10.50%	12.60%	13.67%	14.11%
ROIC	10.20%	14.13%	17.18%	18.08%	18.66%
偿债能力					
资产负债率	29.42%	30.33%	29.21%	29.16%	27.83%
净负债率	9.64%	6.93%	3.01%	0.82%	-4.15%
流动比率	2.42	2.44	2.70	2.82	3.03
速动比率	0.78	0.85	0.98	1.04	1.17
营运能力					
应收账款周转率	9.43	9.11	9.47	9.47	9.47
存货周转率	2.06	2.27	2.62	2.75	2.88
总资产周转率	1.01	1.09	1.29	1.39	1.48
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.67	0.91	1.10	1.29
每股经营现金流	1.02	0.87	0.39	0.45	0.71
每股净资产	6.09	6.43	7.23	8.08	9.15
估值比率					
市盈率	26.88	19.73	14.62	12.06	10.32
市净率	2.19	2.07	1.84	1.65	1.46
EV/EBITDA	11.03	8.55	9.88	8.21	6.85
EV/EBIT	12.60	9.46	10.38	8.56	7.10

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