

飞亚达(000026)

公司研究/点评报告

投资设立海南公司，有望切入名表免税供应链

点评报告/商贸零售

2021年05月24日

一、事件概述

5月21日，公司发布公告，基于名表零售业务的战略发展需要，为把握海南自由贸易港的政策机遇及免税市场的发展机会，加速布局和推进相关业务发展，决定以自有资金1000万元人民币投资设立全资子公司亨吉利世界名表中心（海南）有限公司（暂定名，以工商部门登记名称为准）。

二、分析与判断

➤ 离岛腕表免税市场广阔，预计未来将迎高速增长

受益于海南离岛免税新政，海南腕表免税销售额实现放量，2020年中免集团在海南实现腕表销售约24亿元，同比大幅增长163%，占整体市场销售比重（海关统计口径）约9%。此前，受制于离岛免税的8000元行邮税，海南腕表免税市场主力销售品类以千元价格带的国产腕表、品牌时尚表为主，万元以上高端腕表较少，如劳力士等高端品牌早年已退出该市场。而新政取消了8000元行邮税限制，使得万元以上高端腕表销售开始放量，高端品牌也重新开始加大对离岛免税市场供应。我们预计，以2021-2022年海南离岛免税600亿、1000亿销售目标为基数，对应年度离岛免税腕表销售额或有望达到60亿、100亿（全球免税销售品类结构重腕表、珠宝占比约8%-9%，同时贵价手表的税费节省绝对值较高，易于吸引国人在海外的名表消费回流，因此高端腕表的销售占比可能会高于全球免税销售品类的占比）。

➤ 飞亚达具备供应链优势，有望切入新运营商免税供应链+岛民免税市场

公司全资子公司亨吉利作为深耕钟表市场二十余年的专业钟表零售商，与全球知名腕表品牌均拥有稳定、持久的合作关系，也是国内TOP2的高端瑞士腕表零售商，拥有从招商、采购、选品、到门店运营全链条的专业运营团队。此次在海南投资设立的全资子公司，我们预计其将从现有的离岛免税运营商，以及即将落地的岛民免税两大渠道对海南市场进行布局。其中，公司代理的万元以上高端瑞士腕表，或有望进入现有免税运营商供应链（除中免系），岛民免税业务则以天梭等价格带品牌为主。

三、投资建议

作为国内稀缺的顶奢销售渠道，我们认为市场对公司该部分业务认知依然不足：（1）我国名表消费海外回流空间巨大，且国内零售商集中度趋于提升，这是由于目前高端腕表销售增长主要集中于TOP品牌，而TOP品牌对零售商素质有较高要求（资金、门店选址、人员素质），故可以预见的是未来钟表零售商的集中度将趋于提升；（2）内部运营层面，一看公司名表业务重新进入开店周期，截止目前销售持续高增；二看离岛免税布局进展，此次投资设立海南公司，标志公司在海南离岛免税项目布局或已有实质进展。此外，自有品牌未来通过精细化运营和培育，成长性依然值得期待。我们预计公司2021-23年EPS各为0.99、1.19、1.35元，参考公司过往估值水平（10年PETTM平均30X），当前21年PE仅14.8X，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

名表消费回流低于预期；新店开拓进度低于预期；免税渠道拓展进度低于预期。

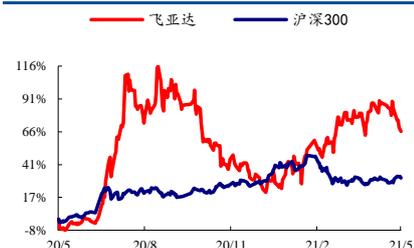
推荐 维持评级

当前价格：14.73

交易数据 2021-5-21

近12个月最高/最低(元)	19.11/8.3
总股本(百万股)	436
流通股本(百万股)	358
流通股比例(%)	82.19
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	53

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

1. 飞亚达(000026):一季报如期高增,关注长期成长性
2. 飞亚达(000026):业绩符合预期,一季度业绩有望维持高增

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,243	5,239	6,220	7,334
增长率 (%)	14.6%	23.5%	18.7%	17.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	294	425	509	578
增长率 (%)	36.2%	44.4%	19.9%	13.5%
每股收益 (元)	0.68	0.99	1.19	1.35
PE (现价)	21.8	14.8	12.4	10.9
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,243	5,239	6,220	7,334
营业成本	2,639	3,311	3,963	4,700
营业税金及附加	25	41	44	51
销售费用	871	1,022	1,182	1,393
管理费用	257	262	311	367
研发费用	51	68	78	94
EBIT	400	535	641	728
财务费用	33	0	0	0
资产减值损失	(15)	0	0	0
投资收益	5	3	3	4
营业利润	372	537	644	732
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	373	539	646	734
所得税	79	115	137	156
净利润	294	425	509	578
归属于母公司净利润	294	425	509	578
EBITDA	558	573	676	760
资产负债表 (百万元)				
货币资金	353	701	686	1054
应收账款及票据	524	602	722	867
预付款项	17	20	23	28
存货	1932	2115	2728	3016
其他流动资产	76	76	76	76
流动资产合计	2954	3588	4313	5140
长期股权投资	51	54	57	61
固定资产	353	316	292	262
无形资产	38	36	33	31
非流动资产合计	1065	991	933	863
资产合计	4019	4580	5246	6003
短期借款	543	543	543	543
应付账款及票据	305	411	483	566
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	1209	1345	1502	1681
长期借款	4	4	4	4
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	10	10	10	10
负债合计	1219	1355	1512	1691
股本	428	436	436	436
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2800	3225	3734	4312
负债和股东权益合计	4019	4580	5246	6003

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.6%	23.5%	18.7%	17.9%
EBIT 增长率	30.2%	33.7%	19.9%	13.6%
净利润增长率	36.2%	44.4%	19.9%	13.5%
盈利能力				
毛利率	37.8%	36.8%	36.3%	35.9%
净利润率	6.9%	8.1%	8.2%	7.9%
总资产收益率 ROA	7.3%	9.3%	9.7%	9.6%
净资产收益率 ROE	10.5%	13.2%	13.6%	13.4%
偿债能力				
流动比率	2.4	2.7	2.9	3.1
速动比率	0.8	1.1	1.1	1.3
现金比率	0.3	0.5	0.5	0.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	37.0	37.1	37.1	37.1
存货周转天数	255.1	220.0	220.0	220.0
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.0	1.2	1.3
每股净资产	6.5	7.5	8.7	10.1
每股经营现金流	0.9	0.7	(0.1)	0.8
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.8	14.8	12.4	10.9
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.9	9.8	8.3	6.9
股息收益率	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	294	425	509	578
折旧和摊销	173	38	35	32
营运资金变动	(119)	(150)	(583)	(279)
经营活动现金流	369	309	(44)	325
资本开支	133	(39)	(29)	(43)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(133)	39	29	43
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(25)	0	0	0
筹资活动现金流	(204)	0	0	0
现金净流量	32	348	(15)	368

分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。