

## 日积跬步，掘金免税渠道可期

买入(维持)

——飞亚达(000026)点评报告

2021年05月25日

### 报告关键要素:

近日,公司发布公告,公告指出公司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 and 推进相关业务发展,决定以自有资金1,000万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)。

### 投资要点:

**全球高端瑞表行业品牌进一步集中,海南免税新政下名表消费空间被打开。**根据《2020年瑞士手表市场报告》(Morgan Stanley与LuxeConsult合作发布),Covid-19疫情虽打击整体市场需求(根据瑞士钟表工业联合会数据,瑞表出口金额同降21.8%),但财富效应凸显,市场份额进一步向头部品牌集中,劳力士市场份额同增2.9pcts至24.9%蝉联第一。而我国消费者是瑞表消费的重要力量,20年瑞表出口内地金额同增20%,21年1-3月同增58%/161%/100%,相比正常年份19年增长69%/27%/122%,主因我国消费者此前多在境外购买奢侈品,疫情作用下回流。为更好地引导消费回流,海南免税新政不断落地,我们认为,海南免税新政进一步打开名表消费空间的主要逻辑如下:①政策变更带来的客流量为名表消费引流;②总额度提升至10万元,单件商品8000元限额取消(无需缴纳超额部分行邮税),高端腕表主力价格带得以覆盖;③取消手表购买件数限制,有望催生团购、为亲友选购礼品等需求。

**公司投资设立亨吉利(海南)子公司,把握海南免税新政下名表消费扩容良机。**亨吉利世界名表中心作为公司全资子公司是国内前二的名表零售商,在供应链管理、销售团队培养、消费者服务等方面具备强大的竞争优势,也是公司收入及利润的重要贡献。我们认为未来海南有望成为免税(以离岛免税+岛民免税+离境退税等为主)与有税并行的国际购物天堂,2025年前有望适时全面开展全岛封关运作(发改委表示正在积极推进),公司有望依托亨吉利(海南)子公司采用供货、开店等多种模式从多渠道深挖海南腕表市场机会,助力公司中长期发展。

### 基础数据

总股本(百万股)	435.55
流通A股(百万股)	357.96
收盘价(元)	14.99
总市值(亿元)	65.29
流通A股市值(亿元)	53.66

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

### 相关研究

亨吉利保持高速增长,业绩如期靓丽  
Q1扭亏为盈增长靓丽,关注公司核心竞争力及长期成长性  
万联证券研究所 20210310-公司年报点评-AAA-飞亚达(000026)年报点评报告

### 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

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4243.44	5610.16	6394.97	7032.79
增长比率(%)	15	32	14	10
净利润(百万元)	294.12	417.29	513.18	613.62
增长比率(%)	36	42	23	20
每股收益(元)	0.69	0.96	1.18	1.41
市盈率(倍)	21.82	15.65	12.72	10.64
市净率(倍)	2.33	2.16	1.99	1.82

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所注:净利润为归母净利润

**盈利预测与投资建议：**我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 4.17/5.13/6.14 亿元，同比增长 42%/23%/20%，对应 EPS 为 0.96/1.18/1.41 元/股，05 月 25 日股价对应 PE 为 16/13/11 倍，考虑到公司顶级奢侈品零售商的标的稀缺性以及国产腕表的龙头地位，估值仍具性价比；考虑到亨吉利与免税牌照方相关业务合作的深化，估值仍有向上空间，维持“买入”评级。

**风险因素：**疫情风险、回流不及预期、自有品牌恢复不及预期、免税相关合作推进不及预期

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4243</b>	<b>5610</b>	<b>6395</b>	<b>7033</b>
%同比增速	15%	32%	14%	10%
营业成本	2639	3457	3923	4283
毛利	1604	2154	2472	2750
%营业收入	38%	38%	39%	39%
税金及附加	25	36	42	42
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	871	1167	1311	1428
%营业收入	21%	21%	21%	20%
管理费用	257	348	393	433
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	51	68	83	91
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	33	36	29	16
%营业收入	1%	1%	0%	0%
资产减值损失	-15	-5	-5	-5
信用减值损失	-9	0	0	0
其他收益	25	31	37	40
投资收益	5	5	6	7
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>372</b>	<b>530</b>	<b>651</b>	<b>779</b>
%营业收入	9%	9%	10%	11%
营业外收支	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>373</b>	<b>532</b>	<b>653</b>	<b>781</b>
%营业收入	9%	9%	10%	11%
所得税费用	79	115	140	168
净利润	294	417	513	614
%营业收入	7%	7%	8%	9%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>294</b>	<b>417</b>	<b>513</b>	<b>614</b>
%同比增速	36%	42%	23%	20%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	0.96	1.18	1.41

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.69	0.96	1.18	1.41
BVPS	6.43	6.92	7.51	8.22
PE	21.82	15.65	12.72	10.64
PEG	0.60	0.37	0.55	0.54
PB	2.33	2.16	1.99	1.82
EV/EBITDA	11.86	11.37	9.26	7.60
ROE	11%	14%	16%	17%
ROIC	9%	12%	13%	15%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	353	450	615	909
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	524	684	784	862
存货	1932	2178	2257	2347
预付款项	17	20	23	25
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	129	147	156	164
流动资产合计	2954	3479	3836	4308
长期股权投资	51	52	52	53
固定资产	353	330	307	284
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	34	31	27
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	81	81	81	81
其他非流动资产	542	502	464	428
<b>资产总计</b>	<b>4019</b>	<b>4478</b>	<b>4771</b>	<b>5181</b>
短期借款	543	568	500	500
应付票据及应付账款	305	422	474	516
预收账款	10	13	15	17
合同负债	18	24	27	30
应付职工薪酬	133	174	197	216
应交税费	69	73	76	97
其他流动负债	674	745	698	717
流动负债合计	1209	1452	1488	1591
长期借款	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>1219</b>	<b>1461</b>	<b>1498</b>	<b>1601</b>
归属于母公司的所有者权益	2800	3016	3273	3579
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>2800</b>	<b>3016</b>	<b>3273</b>	<b>3579</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4019</b>	<b>4478</b>	<b>4771</b>	<b>5181</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>378</b>	<b>275</b>	<b>492</b>	<b>603</b>
投资	0	0	-1	-1
资本性支出	-133	-3	-5	-4
其他	0	26	26	25
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-133</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>20</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	7	0	0
银行贷款增加(减少)	743	25	-68	0
筹资成本	-107	-233	-280	-329
其他	-841	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-204</b>	<b>-201</b>	<b>-348</b>	<b>-329</b>
<b>现金净流量</b>	<b>38</b>	<b>97</b>	<b>165</b>	<b>294</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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