

飞亚达三问三答：估值性价比凸显的国内腕表领军者

——飞亚达（000026）点评报告

买入（维持）

2021年08月03日

报告关键要素：

近期公司股价受挫，我国腕表流通行业龙头盛时集团也发布招股书（申报稿），值此之时，我们尝试梳理并解答市场对公司的关注点及担忧。

投资要点：

消费回流可持续性较差，出境游开放后亨吉利业绩下滑压力较大？

①从疫情发展角度讲，香港预期通关临近，或引发市场担忧，但近期我国内地疫情有所抬头，全球疫情防控仍未明朗，且各国之间疫情管控能力参差，我们认为全面放开出境游仍需较长时间。②从供给端角度看，在疫情对经济的负面影响下，可观察到香港及其他部分境外市场出现多家名表零售店关店的情况，后续重开仍有一定难度，此前习惯于境外购买名表的消费者若重返境外购买或将面临款式丰富度、折扣力度下降的情况，叠加品牌端近年有意缩小各国价差，加大对大陆市场的资源倾斜，我国亦加强打击违法代购的力度。在上述情形下，消费者对出境购表的热情预计将明显下降。③从公司自身发展角度看，亨吉利近年来通过优化品牌结构、减少促销等方式提质增效，且在终端服务能力、数字化管理等方面积累了一定的竞争优势，手表零售服务业务毛利率自2017年的22%提高至2019/2020年的24%/27%。21H2公司业绩增速确面临高基数压力，我们建议更加关注行业长期空间及公司自身竞争优势。

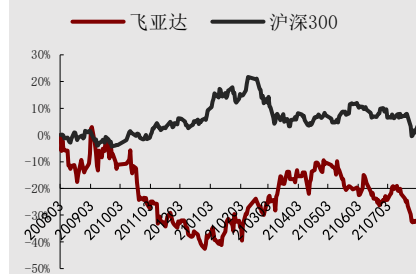
名表零售行业及亨吉利长期空间几何？

市场或担忧行业及公司的长期成长空间，我们认为，我国包含高端腕表在内的奢侈品消费未来仍大有可为。参考日本奢侈品消费发展路径，其奢侈品消费在1980-1990s发展迅猛，85-90年5年CAGR高达30%，主因泡沫经济以及童年时期经济高增长的“新人类一代”逐步步入社会，拥有一定的消费能力，这代人消费欲望较强，对品牌也有较高的追求。反观我国，成长于我国经济快速发展期以及受到父母宠爱的90后及Z世代逐渐成为消费主力，虽然我国经济环境与彼时的日本并非完全可比，但考虑到我国人均GDP刚于2019年突破10000美元，且近年来保持高单位数增长（排除疫情影响），我们认为未来我国奢侈品消费空间仍可期待。当前腕表流通服务商行业集中度仍较低，2020年盛时股份以18.0%的市场份额排名第

基础数据

总股本(百万股)	435.39
流通A股(百万股)	357.91
收盘价(元)	12.32
总市值(亿元)	53.64
流通A股市值(亿元)	44.09

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

21H1 业绩预计增长靓丽，回流效应持续日积跬步，掘金免税渠道可期
亨吉利保持高速增长，业绩如期靓丽

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(%)	14.6	32.2	14.0	10.0
净利润(百万元)	294.12	452.80	523.99	620.11
增长比率(%)	36.2	54.0	15.7	18.3
每股收益(元)	0.69	1.04	1.20	1.42
市盈率(倍)	17.93	11.85	10.24	8.65
市净率(倍)	1.92	1.77	1.63	1.49

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

一，亨吉利则以 7.5% 的份额排名第二，集中度提升空间仍大。名表品牌方对品牌形象的重视度极高，因而对经销商的终端服务、综合管理等多方面要求较高且考核严格，经销体系较为稳定，亨吉利作为与品牌方长期合作的优质伙伴，稳定性有一定保障，且有望通过自建 + 收购的方式加快拓店步伐。

免税渠道分流对公司冲击几何？

对行业来讲，我们认为海南免税新政是引导高端腕表消费回流，促进市场扩容的积极因素。关于对于有税渠道的分离，我们认为当前来看一方面由于部分高端腕表品牌对进驻免税渠道仍处于观望态度，另一方面海南相关配套仍在完善中，免税渠道占高端腕表市场的体量仍较低。此外，公司也在积极推进与免税经营主题的合作，并设立全资子公司亨吉利世界名表中心（海南），为后续海南封关运作做准备。

盈利预测与投资建议：我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 4.5/5.2/6.2 亿元，同比增速为 54%/16%/18%，对应 EPS 为 1.04/1.20/1.42 元/股，08 月 02 日股价对应 PE 为 12/10/9 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，估值性价比凸显；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
营业收入	4243	5610	6395	7033
%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	1122	1298	1421
%营业收入	21%	20%	20%	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	35	28	15
%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
营业利润	372	575	665	788
%营业收入	9%	10%	10%	11%
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	373	577	667	790
%营业收入	9%	10%	10%	11%
所得税费用	79	124	143	170
净利润	294	453	524	620
%营业收入	7%	8%	8%	9%
归属于母公司的净利润	294	453	524	620
%同比增速	36%	54%	16%	18%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	1.04	1.20	1.42

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.69	1.04	1.20	1.42
BVPS	6.43	6.97	7.57	8.28
PE	17.93	11.85	10.24	8.65
PEG	0.50	0.22	0.65	0.47
PB	1.92	1.77	1.63	1.49
EV/EBITDA	9.81	8.68	7.41	6.07
ROE	11%	15%	16%	17%
ROIC	9%	13%	14%	15%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	353	450	638	935
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	3859	4334
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
资产总计	4019	4477	4794	5207
短期借款	543	550	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	727	698	717
流动负债合计	1209	1434	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
负债合计	1219	1444	1498	1601
归属于母公司的所有者权益	2800	3034	3296	3606
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2800	3034	3296	3606
负债及股东权益	4019	4477	4794	5207

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	378	310	502	610
投资	0	0	-1	-1
资本性支出	-133	-3	-5	-4
其他	0	26	26	25
投资活动现金流净额	-133	23	21	20
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	7	-50	0
筹资成本	-107	-250	-285	-332
其他	-841	0	0	0
筹资活动现金流净额	-204	-236	-335	-332
现金净流量	38	97	188	297

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