

## 飞亚达 (000026.SZ)

强烈推荐-A (维持)

### 疫情下业绩承压，静待边际改善

事件：公司发布 2022 年一季度财务报告，公司 22Q1 实现营业总收入 11.74 亿元，同比下滑 14.8%，实现归母净利润 0.86 亿元，同比下滑 27.0%，实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同比下滑 25.9%。整体来看，公司业绩略低于市场预期，预计主要与国内疫情散点式爆发有关。

- 疫情之下名表零售+自有品牌业务均承压，精密业务预计仍实现较好增长。分业务来看，**①名表零售业务**：22Q1 以来，全国多地疫情仍出现散点式爆发，根据瑞士钟表联合会数据，22 年 1-2 月瑞表出口至中国大陆合计金额为 4.6 亿瑞士法郎，同比增长 2.6%，基本持平，亨吉利 1-2 月表现与行业趋势相符，3 月以来，疫情愈发严重，亨吉利门店客流量明显下滑，甚至暂停营业致使名表零售业务板块 Q1 收入及利润均出现下滑，拓店等规划虽受疫情扰动，但公司仍坚持修炼内功，保障运营效率，并积极探索新商业模式，例如加大与历峰集团合作开设的 TV 店的力度，在各大品牌相互引流的作用下收获更多客流，提升门店规模效应，且已收效良好。**②自有品牌业务**：同样受制于疫情影响，公司自有品牌业务板块收入及利润预计同样出现下滑，公司牢牢把握自身“航天”基因，产品端以“航空航天”为抓手进行设计，门店端保持动态优化调整，中长期发展可期。**③精密及智能穿戴业务**：公司对该业务板块的重视程度不断提高，以此打造公司新增长曲线，Q1 继续加大医疗等领域的客户拓展，预计收入端仍实现较好增长。
- 公司 22Q1 归母净利率略降，毛利率及费用率双升。公司 22Q1 综合毛利率为 38.2%，同比提升 0.9pct，预计主因名表零售业务板块中品牌结构升级。22Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 21.9%、4.7%、1.1%，分别同比提升 1.6pcts、0.6pct、0.1pct。综合来看，公司整体盈利能力略有下滑，22Q1 归母净利率同降 1.2pcts 至 7.4%，主因新店开拓、收入下滑等致费用率提升。
- 盈利预测及投资建议：由于今年以来国内多地疫情爆发，且疫情常态化下消费者消费能力及消费意愿预计承压，根据公司一季报情况，我们略下调公司全年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 4.20/5.16/5.89 亿元，分别同比增长 8%/23%/14%，对应 EPS 为 0.99/1.21/1.38 元/股，4 月 22 日股价对应 22 年 PE 为 10X，腕表龙头估值性价比凸显，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：疫情风险、高端消费不及预期风险

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4243 | 5244 | 5569  | 6309  | 7001  |
| 同比增长       | 15%  | 24%  | 6%    | 13%   | 11%   |
| 营业利润(百万元)  | 372  | 505  | 538   | 669   | 765   |
| 同比增长       | 36%  | 36%  | 6%    | 24%   | 14%   |
| 归母净利润(百万元) | 294  | 388  | 420   | 516   | 589   |
| 同比增长       | 36%  | 32%  | 8%    | 23%   | 14%   |
| 每股收益(元)    | 0.69 | 0.91 | 0.99  | 1.21  | 1.38  |
| PE         | 14.3 | 10.8 | 10.0  | 8.1   | 7.1   |
| PB         | 1.5  | 1.4  | 1.3   | 1.1   | 1.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

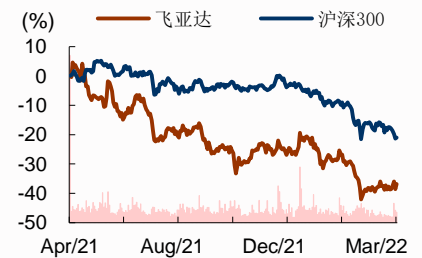
消费品/商业  
目标估值：NA  
当前股价：9.86 元

#### 基础数据

|            |            |
|------------|------------|
| 总股本(万股)    | 42605      |
| 已上市流通股(万股) | 35799      |
| 总市值(亿元)    | 42         |
| 流通市值(亿元)   | 35         |
| 每股净资产(MRQ) | 7.2        |
| ROE(TTM)   | 11.6       |
| 资产负债率      | 24.6%      |
| 主要股东       | 中航国际控股有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 38.25%     |

#### 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 4  | -15 | -39 |
| 相对表现 | 10 | 5   | -18 |



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《飞亚达 (000026) —疫情反复拖累业绩，内功修炼成效渐显》 2022-03-10
- 《飞亚达 (000026) —理性看待高基数下增速承压，腕表龙头估值性价比凸显》 2021-10-26
- 《飞亚达 (000026) —前三季度业绩预告高增，单 Q3 高基数影响盈利》 2021-10-12

赵中平 S1090521080001  
 zhaozhongping@cmschina.com.cn  
 丁浙川 S1090519070002  
 dingzhechuan@cmschina.com.cn  
 王鹏 研究助理  
 wangpeng25@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2954        | 2853        | 3427        | 3818        | 4212        |
| 现金             | 353         | 210         | 469         | 563         | 578         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 48          | 61          | 64          | 73          | 81          |
| 应收款项           | 476         | 389         | 461         | 497         | 561         |
| 其它应收款          | 53          | 62          | 67          | 75          | 84          |
| 存货             | 1932        | 2050        | 2268        | 2504        | 2789        |
| 其他             | 93          | 81          | 97          | 106         | 119         |
| <b>非流动资产</b>   | 1065        | 1258        | 861         | 881         | 825         |
| 长期股权投资         | 51          | 55          | 54          | 54          | 54          |
| 固定资产           | 353         | 349         | 257         | 202         | 169         |
| 无形资产商誉         | 38          | 34          | 31          | 28          | 25          |
| 其他             | 623         | 819         | 519         | 597         | 577         |
| <b>资产总计</b>    | <b>4019</b> | <b>4111</b> | <b>4289</b> | <b>4699</b> | <b>5036</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1209        | 1025        | 917         | 937         | 840         |
| 短期借款           | 543         | 266         | 186         | 180         | 37          |
| 应付账款           | 305         | 255         | 311         | 333         | 375         |
| 预收账款           | 28          | 34          | 36          | 40          | 44          |
| 其他             | 333         | 471         | 384         | 384         | 384         |
| <b>长期负债</b>    | 10          | 72          | 71          | 71          | 71          |
| 长期借款           | 4           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 6           | 72          | 71          | 71          | 71          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1219</b> | <b>1097</b> | <b>988</b>  | <b>1009</b> | <b>912</b>  |
| 股本             | 428         | 426         | 426         | 426         | 426         |
| 资本公积金          | 960         | 980         | 980         | 980         | 980         |
| 留存收益           | 1412        | 1607        | 1894        | 2284        | 2718        |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者权益    | 2800        | 3013        | 3301        | 3690        | 4125        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>4019</b> | <b>4111</b> | <b>4289</b> | <b>4699</b> | <b>5036</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2020      | 2021         | 2022E      | 2023E     | 2024E     |
|----------------|-----------|--------------|------------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 378       | 547          | 329        | 360       | 339       |
| 净利润            | 294       | 388          | 420        | 516       | 589       |
| 折旧摊销           | 158       | 253          | 183        | 137       | 108       |
| 财务费用           | 21        | 23           | 13         | 7         | 2         |
| 投资收益           | (5)       | (4)          | (25)       | (27)      | (26)      |
| 营运资金变动         | (94)      | (115)        | (260)      | (274)     | (337)     |
| 其它             | 5         | 2            | (2)        | 1         | 2         |
| <b>投资活动现金流</b> | (133)     | (204)        | 243        | (127)     | (25)      |
| 资本支出           | (134)     | (204)        | (50)       | (50)      | (50)      |
| 其他投资           | 0         | 0            | 293        | (77)      | 25        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (204)     | (485)        | (313)      | (139)     | (299)     |
| 借款变动           | (17)      | (357)        | (167)      | (6)       | (143)     |
| 普通股增加          | (15)      | (2)          | 0          | 0         | 0         |
| 资本公积增加         | (50)      | 20           | 0          | 0         | 0         |
| 股利分配           | (89)      | (176)        | (132)      | (126)     | (155)     |
| 其他             | (34)      | 29           | (13)       | (7)       | (2)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>41</b> | <b>(142)</b> | <b>259</b> | <b>94</b> | <b>15</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 4243 | 5244 | 5569  | 6309  | 7001  |
| 营业成本             | 2639 | 3286 | 3450  | 3880  | 4295  |
| 营业税金及附加          | 25   | 38   | 40    | 41    | 42    |
| 营业费用             | 871  | 1050 | 1169  | 1318  | 1456  |
| 管理费用             | 257  | 262  | 278   | 315   | 350   |
| 研发费用             | 51   | 58   | 64    | 71    | 80    |
| 财务费用             | 33   | 35   | 13    | 7     | 2     |
| 资产减值损失           | (25) | (36) | (40)  | (34)  | (37)  |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益             | 25   | 21   | 22    | 23    | 22    |
| 投资收益             | 5    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| <b>营业利润</b>      | 372  | 505  | 538   | 669   | 765   |
| 营业外收入            | 3    | 1    | 3     | 2     | 2     |
| 营业外支出            | 2    | 4    | 2     | 2     | 3     |
| <b>利润总额</b>      | 373  | 502  | 538   | 669   | 764   |
| 所得税              | 79   | 114  | 119   | 153   | 175   |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 294  | 388  | 420   | 516   | 589   |

主要财务比率

|                | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 15%   | 24%   | 6%    | 13%   | 11%   |
| 营业利润           | 36%   | 36%   | 6%    | 24%   | 14%   |
| 归母净利润          | 36%   | 32%   | 8%    | 23%   | 14%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 37.8% | 37.3% | 38.0% | 38.5% | 38.7% |
| 净利率            | 6.9%  | 7.4%  | 7.5%  | 8.2%  | 8.4%  |
| ROE            | 10.8% | 13.3% | 13.3% | 14.8% | 15.1% |
| ROIC           | 9.7%  | 12.4% | 12.5% | 14.1% | 14.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 30.3% | 26.7% | 23.0% | 21.5% | 18.1% |
| 净负债比率          | 13.6% | 8.6%  | 4.3%  | 3.8%  | 0.7%  |
| 流动比率           | 2.4   | 2.8   | 3.7   | 4.1   | 5.0   |
| 速动比率           | 0.8   | 0.8   | 1.3   | 1.4   | 1.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.1   | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4   |
| 存货周转率          | 1.4   | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 应收账款周转率        | 9.1   | 10.8  | 11.4  | 11.5  | 11.6  |
| 应付账款周转率        | 9.0   | 11.7  | 12.2  | 12.0  | 12.1  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.69  | 0.91  | 0.99  | 1.21  | 1.38  |
| 每股经营净现金        | 0.89  | 1.28  | 0.77  | 0.84  | 0.80  |
| 每股净资产          | 6.57  | 7.07  | 7.75  | 8.66  | 9.68  |
| 每股股利           | 0.41  | 0.31  | 0.30  | 0.36  | 0.41  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 14.3  | 10.8  | 10.0  | 8.1   | 7.1   |
| PB             | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA      | 10.5  | 6.9   | 6.4   | 5.8   | 5.4   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020 年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020 年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。