

渠道价值和自有平台双重红利共铸成长空间

——飞亚达（000026）2010 年中报点评

2010 年 8 月 17 日

推荐/维持

飞亚达

财报点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn

010-66507320

事件：

公司于8月17日公布了2010年中期报告。报告期内公司实现营业收入8.1亿元，同比增长41.58%，实现利润总额5196 万元，同比上升50.51%，实现净利润4240 万元，同比上升56.07%，每股收益0.17元。此外，公司同时公告将公司行业重新分类为批发和零售贸易；拟采用自筹资金受让中国航空技术深圳有限公司持有的亨吉利0.50%的股权。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	308.23	282.12	290.57	313.12	351.58	407.99	402.82
增长率（%）	34.91	3.47	10.44	13.83	13.9	44.62	41.58
毛利率（%）	35.7	32.64	33.43	33.1	33.02	29.59	30.28
期间费用率（%）	28.32	27.44	27	26	26.93	22.91	24.33
营业利润率（%）	6.4	4.74	5.66	6.58	6.46	6.29	5.52
净利润（百万元）	9.69	10.69	16.91	20.63	22.51	20.31	22.12
增长率（%）	5.99	-31.11	-29.29	-12.51	8.59	92.85	56.07
每股盈利（季度，元）	0.26	0.04	0.11	0.19	0.28	0.08	0.17
资产负债率（%）	52.85	52.12	52.64	52.38	51.76	53.31	52.58
存货周转率（%）	1.17	0.29	0.56	0.85	1.15	0.37	0.71
应收帐款周转率（%）	15.77	2.88	5.21	8.12	11.12	3.19	6.05

评论：

积极因素：

- **纵横拓展增强渠道价值。**上半年，商业部分的营业收入同比增长49.32%，毛利率下降1.02%，主要由上半年系列产品的促销活动较多所致，但整体的销售费用率同时下降了0.9%，从而没有对净利率水平造成较大影响。未来商业毛利率将在渠道广、深价值的双重红利中稳步提升。**在渠道广度方面：**报告期内公司继续快速拓展网络，共净增9家连锁店，期末亨吉利名表销售网络达到139 家（其中亨联达店面30 家）。分地区来看，优势西北地区依然保持了50%以上的较高增速，西南地区也突破性的达到了54.76%的增速；**在渠道深度方面：**公司继续加强、深化与国际手表集团及独立钟表品牌的沟通和合作，在渠道建设上，高端品牌半年度新增25 家销售网点，销售网点达到85 家。时尚品牌报告期内以渠道建设为主，COSMO 和JEEP 东南亚市场渠道初步铺设完毕；国内市场拓展和开拓新的销售网点计划已经实施。

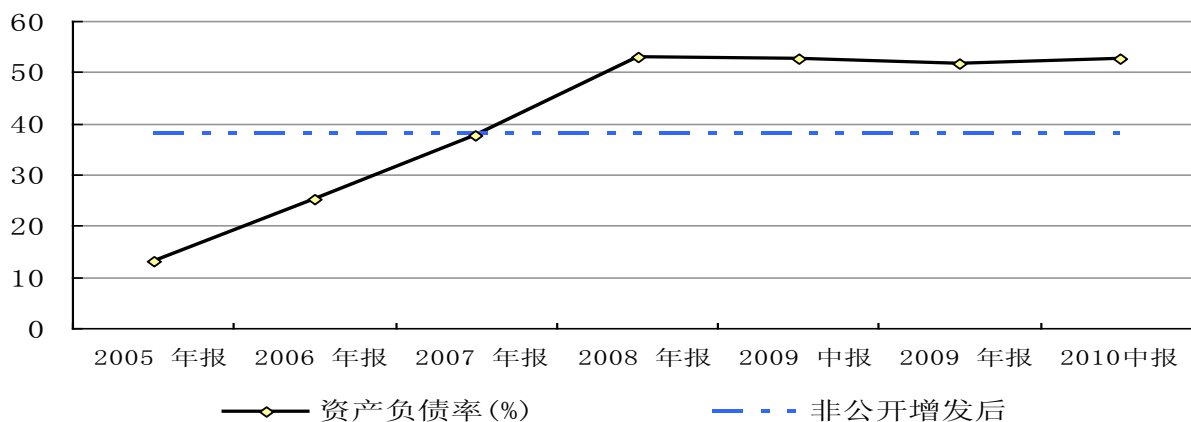
- **飞亚达自有品牌锦上添花。**报告期内，飞亚达表业实现营业收入11724 万元，比去年同期增长25.14%。从海外市场来看，飞亚达表已经进入的新加坡、马来西亚、加拿大、越南等海外市场，销售势头良好。而在内陆市场，在区域推广活动及销售竞赛的配合下，古天乐代言的“凯旋”系列新品成功上市，是继“印象城市”、“摄影师”上市成功后，再次成为新开发系列上市即获得成功的产品。量增的同时，自有品牌的盈利也有所提升，伴随着珠三角手表制造产业的升级背景，系列化的营销定位和品牌影响力的不断提升，使得飞亚达手表单价也稳步提升，毛利率同比增长0.9%。

此外，收购的时尚高端品牌“Emile Chouriet”腕表报告期内销售同比有较大提升，实现了快速增长，销售数量及金额同比去年均实现100%的增长，全年有望维持这一增速，在未来2-3年回归行业平均40%左右的增速。艾米龙腕表的价位区间在9000-60000元，全年并表将进一步提升自有品牌的整体价位，可谓锦上添花。不排除公司通过资本手段进一步收购相关高端时尚手表品牌的可能。

消极因素：

- **名表“重资金”模式带来较高财务杠杆。**公司今年上半年资产负债率为52.73%，比年初51.76%的水平略有增加。新开门店和飞亚达手表的渠道推广是主要的现金流出处，铺货资金占据了门店开办资金的70-80%左右，相关的装修、租赁和广告推广费用则是其他三大资金支出的主要渠道：报告期经营活动产生的现金流量净额比上年同期大幅下降了同比大幅下降98.91%，投资活动产生的现金流量净额为-2225万元，其中开店装修等支出2938 万元，长期待摊费用比年初增加549 万元，由此所涉及的主要租赁费和广告费两项合计达3189万元；存货较年初增加6938 万元，其中亨吉利由于新开店和增加品牌，库存增加4742万元；飞亚达表由于开发新款和新增网点，增加1940 万元。上半年净增的9家门店与全年的开店计划仍有一段距离，如非公开增发短期内难以获批，下半年的密集开店将带来较大的资金和财务压力，获批后资产负债率有望回落到38%左右的合理水平。

图 1：公司资产负债率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

业务展望：

就商业部分而言，公司将稳步加快亨吉利渠道建设，沿着丰富产品线即渠道深度和拓宽渠道广度两条主线，不断铸就亨吉利坚实的渠道及终端形象，目前的年均复合增长率达到了39%。前者的亮点主要体现在时尚品牌的重点运作：一方面提高了对上游供应商的议价能力和减缓了终端门店的资金压力，另一方面符合消费升级

级浪潮之下的中产阶级消费内涵化，时尚化的主流趋势。后者的经营亮点则主要体现在二三线城市网点的铺设空间，中西部城市的消费能力提升将与公司的网点定位相得益彰，从半年报西南、西北地区50%以上的高速增长可以略见一斑。而渠道网络的不断壮大和完善又为渠道的深度拓展奠定了良好基础，从而最终形成了两者的良性循环。

就制造业部分而言，飞亚达已经从产业链的低端逐步向微笑曲线的两端上移，在制造的前端：飞亚达“神舟七号”舱外航天服表（即天行者珍藏版）技压群雄，以新型的润滑技术，适用于高磁场强度环境的防磁技术，防震技术，精密加工技术以及清新而又简洁的设计特点，荣获“红点产品设计大奖”（“reddot product design”），成为中国大陆首个获此殊荣的手表品牌。公司依托大股东的技术核心竞争优势具备较高的进入壁垒，延伸至民用自有品牌手表必然带来品牌价值的极大提升，以及由此带来的较大盈利空间。预计自有品牌的毛利率每年保持0.5%—1%的增速，而未来收购高端时尚品牌的想象空间则为自有品牌带来了一定的利润想象空间。

盈利预测及投资建议：

公司的核心竞争力在于自有品牌、收购品牌、经销品牌的分层次定位。这一核心竞争力在形成与同类公司差异化壁垒的同时，拓宽了相关产品的目标人群，从而进一步对渠道铺设和终端网点的可复制性纵深外延奠定了坚实的基础。无论是从自上而下的行业逻辑还是自下而上的公司四维竞争力逻辑都充分体现了公司作为手表全产业链龙头的成长空间。暂不考虑非公开增发对业绩的影响，我们维持对公司10-11年EPS0.44和0.58的预测，对应的PE为32倍、25倍，维持“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1086.4	1237.4	1617.3	2183.3
(+/-)%	34.91	13.90	30.70	35.00
经营利润（EBIT）	112.28	117.64	156	175
(+/-)%	30.88	4.77	32.61	12.18
净利润	64.52	70.07	110.01	145.34
(+/-)%	5.99	8.59	57.01	32.11
每股净收益（元）	0.26	0.28	0.44	0.58

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。