

稳定增长，享有溢价

——飞亚达（000026）2010 年三季度报点评

2010 年 10 月 21 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10月21日公布了2010年三季度报告。报告期内公司实现营业收入16.64亿元，同比增长42.73%。实现净利润6852万元，同比上升43.3%，每股收益0.28元。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入（百万元）	282.12	290.57	313.12	351.58	407.99	402.82	453.53
增长率（%）	3.47	10.44	13.83	13.9	44.62	41.58	42.73
毛利率（%）	32.64	34.21	33.03	32.82	29.59	30.98	30.75
期间费用率（%）	27.44	27	26	26.93	22.91	24.33	24.16
营业利润率（%）	4.74	5.66	6.58	6.46	6.29	5.52	5.89
净利润（百万元）	10.69	16.91	20.63	22.51	20.31	22.12	26.12
增长率（%）	-31.11	-29.29	-12.51	8.59	92.85	56.07	43.3
每股盈利（季度，元）	0.04	0.07	0.08	0.09	0.08	0.09	0.10
资产负债率（%）	52.12	52.64	52.38	51.76	53.31	52.58	55.43
存货周转率（%）	0.29	0.56	0.85	1.15	0.37	0.71	1.04
应收帐款周转率（%）	2.88	5.21	8.12	11.12	3.19	6.05	8.78

评论：

积极因素：

- **保持高速增长，彰显国际视野。**前三季度公司收入同比增速仍然维持了上半年40%以上的水平，高于国内奢侈品消费30%的增速。按照制造和商业两块业务来看，飞亚达表的增速为30%，达到了阶段性的历史高位，充分体现了公司在自有品牌营销和产品设计等方面由“投入期”到“收益期”的华丽转身；经销代理部分的增速在50%以上，高出名表销售行业40%的平均水平近10个百分点。报告期内公司继续快速拓展网络，共净增11家连锁店，期末终端销售网络达到了150 家。

公司同时公告为了“塑造国际化品牌，成为全球化企业”，按照塑造国际品牌尽量摆脱区域性限制的一般做法，拟将原用名“深圳市飞亚达（集团）股份有限公司”变更为“飞亚达（集团）股份有限公司”。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，作为品牌制胜的中高端消费品行业，在消费的国际化浪潮下，积极的全球战略布局不仅有利于公司在管理、设计、营销等全产业链节点与国际接轨，实现品牌成长周期的全面加速，也同时为自有品牌进一步的市场拓展和渠道网点铺设打开了新

的盈利空间。

- **渠道地位、品牌价值双轨提升。**报告期内，公司的综合毛利率水平为30.75%，确立了一季度毛利率下滑之后的扭转态势。一方面，继“印象城市”、“摄影师”上市成功后，凯旋”系列新品的良好销售表现进一步提升了飞亚达手表品牌溢价的空间，从而在避免了因打折促销对盈利能力削弱；另一方面，三季度公司因名表采购而产生的应付账款比年初增加2917万元，占营业成本增加额的近30%，一定程度上反映了公司在向时尚品牌转型过程中，对上游手表制造商议价能力的提升。目前时尚品牌的渠道建设仍以内地为主，COSMO 和JEEP 东南亚市场渠道初步铺设完毕，外围渠道铺设大致在20个左右，国内市场目前也已有40家网络。无论是自有品牌品牌价值提升带来的产品价格溢价，还是经销代理时尚中高端品牌的快速有效推进，公司必然在分享手表销售行业高速成长的同时，获得自身盈利能力的全体提升。

消极因素：

- **名表连锁带来较高财务杠杆。**公司今年报告期的资产负债率为55.43%，比上半年提高了2.7个百分点。经营活动产生的现金流量净额比去年同期大幅下降了171.69%。现金流的支出和财务杠杆的提高主要是源于新开的终端门店和时尚手表渠道的铺设。其中，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。按照公司每年20-30家左右的外延扩张计划，仍有一定渠道资金需求，如非公开增发短期内难以获批，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。

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。虽然香港、瑞士等原产地购买的趋势近年来有所加强，但相对于目前我国出国能力较弱的二三线富裕阶层人数，比例较为有限，财富效应和高端人才的分散下沉趋势将成为高端手表爆发增长的有力支撑，公司商业部分的年均复合增长率有望超过40%。另外，随着明年时尚手表渠道建设的全面铺开，受制于国际四大手表制造商的渠道毛利有望突破25%，从而最终与已有的名表经销渠道形成两条独立而又关联的良性循环轨道。

就制造业部分而言，飞亚达自有品牌的树立和向全球品牌的跨越拥有着贯穿全产业链的三大孵化平台：首先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，太空概念及相关稀有材质的市场化延伸必然带来品牌价值的极大提升；其次相对于国内其他三大国产名表，飞亚达是唯一一个能够与国际一线品牌放在同一门店或是专柜同台展示的品牌；最后在终端市场，系列化的营销手段在凯旋系列的上市后得到了积极的反馈和突破性的市场认同度，二三线城市的消费升级浪潮也将为国有名表龙头带来巨大的发展红利。预计自有品牌的毛利率每年保持0.5%—1%的增速，而全球化品牌运作也有望带来品牌溢价的快速提升。

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。自有品牌溢价空间提升的华丽转身和经销收购品牌的稳定高速增长，使得公司在全球化战略定位的基点上能够充分分享国内手表消费市场的升级盛宴。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，应充分享有高于行业平均水平的估值溢价。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31倍、24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。