

耐用消费品/可选消费品

飞亚达 A (000026)

整合社会资源，发力轻扩张战略

	瞿猛 (分析师)	林浩然 (分析师)	陈彦辛 (研究助理)
	021-38676442	021-38674763	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514070005	S0880115050030

本报告导读：

飞亚达致力于整合社会化渠道资源，利用虚拟展示等新兴模式促进渠道扩张，并将为未来“后服务市场”发展蓄力，我们看好中低端时尚品牌手表轻资产扩张成效。

投资要点：

- **投资建议：**电子商务快速发展使得社会化渠道效率大大改善，对具备商品优势的品牌商来说是发展良机。公司致力于实现全产业链多品牌经营，公司将实现无门店扩张并为后市场发展蓄力。线下网点整合+微商城展示营销的方式更适合主打时尚概念的中低端品牌，后续整合进展值得看好。考虑实体渠道扩张放缓及名表业务下滑，下调2015-2017年EPS预测至0.38/0.43/0.49，参考行业可比公司估值下调目标价至28元，维持“增持”评级。
- **定增获批，电商平台建设及品牌营销加码。**募集资金到位后牌营销推广项目，并在品牌自主创新、信息化建设等方面持续发力。电商平台建设是未来重要战略，2014年公司推出电商品牌VERUS，精准定位千元以下手表市场。2014年电商平台销售飞亚达表数量及销售收入分别增长92%、69.5%，线上渗透率达8.8%，仍有较大提升空间。未来将形成以飞亚达为中高端、VERUS和JEEP为中低端的品牌体系，利用并购等方式持续整合国内手表产业（已收购北表51%股权）。
- **整合存量社会化渠道资源，利用虚拟展示方式实现“轻扩张”。**扫码信息将直接储备在会员信息系统，交易完成后利用专属物流方式实现配送，未来将根据数据分析逐渐将合作网点向经销商转换。由于不需要铺货及资本投入，激励合理将增加店铺参与热情。新供应链时代下渠道资源共享是趋势，信息化、标准化是重要基础。不仅将大大减少公司渠道扩张成本、实现无边界引流，并能够为未来重点发展的后市场服务织就广泛网络，提升影响力及品牌价值。
- **催化剂：**产业扶持政策出台；外延扩张延续
- **风险提示：**需求持续低迷；名表大幅下滑。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,103	3,278	3,475	3,753	4,091
(+/-)%	3%	6%	6%	8%	9%
经营利润 (EBIT)	255	265	316	378	445
(+/-)%	0%	4%	19%	20%	18%
净利润	130	146	150	169	193
(+/-)%	12%	12%	3%	13%	14%
每股净收益 (元)	0.33	0.37	0.38	0.43	0.49
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	8.2%	5.9%	7.2%	8.4%	8.9%
净资产收益率 (%)	8.5%	8.9%	9.1%	9.7%	9.9%
投入资本回报率 (%)	7.9%	8.0%	8.2%	8.6%	8.9%
EV/EBITDA	17.5	26.3	34.0	34.0	43.8
市盈率	40.1	35.9	34.9	30.9	27.1
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：28.00

上次预测：35.72

当前价格：14.76

2015.11.25

交易数据

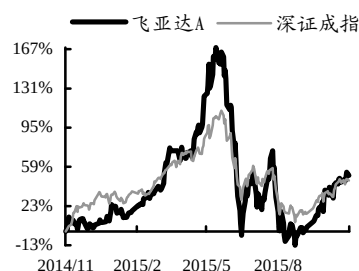
52周内股价区间 (元)	8.38-27.50
总市值 (百万元)	5,797
总股本/流通A股 (百万股)	393/311
流通B股/H股 (百万股)	82/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1268.33
日均成交值 (百万元)	152.82

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,705
每股净资产	4.34
市净率	3.4
净负债率	92.75%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.11	0.11
Q2	0.11	0.07
Q3	0.10	0.09
Q4	0.05	0.11
全年	0.37	0.38

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	15%	51%
相对指数	1%	10%	5%

相关报告

《强化自主创新力，加码多品牌繁荣》2015.06.06

《融资打造自有品牌及践行互联网战略》2015.04.18

《政策红利下看好自有品牌繁荣》2015.03.12

《借政策东风，实现自主品牌腾飞》2015.02.25

《短期波动不改长期向好趋势》2014.10.27

模型更新时间: 2015.11.24

股票研究

可选消费品

耐用消费品

飞亚达 A (000026)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 35.72

当前价格: 14.76

公司网址

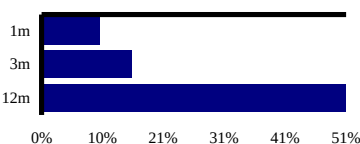
www.fiytagroup.com

公司简介

公司是从事钟表行业的企业,主要从事世界名表零售和自有品牌钟表的研发、设计、制造和销售业务。

在名表零售业务方面,公司旗下有着“亨吉利世界名表中心”,公司还有自有的飞亚达表系列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.38-27.50

市值 (百万)

5,797

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

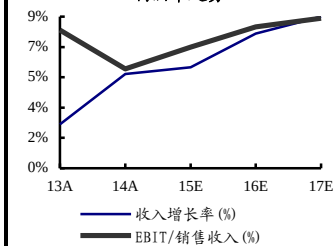
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,103	3,278	3,475	3,753	4,091
营业成本	1,990	2,055	2,263	2,457	2,664
税金及附加	23	24	25	27	28
销售费用	649	723	754	779	793
管理费用	186	208	214	225	241
EBIT	255	265	316	378	445
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	-1	1	1	-1
财务费用	100	106	113	117	124
营业利润	148	159	187	223	267
所得税	21	24	27	29	32
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	130	146	150	169	193
货币资金、交易性金融资产	108	116	123	22,313	-162
其他流动资产	31	34	37	41	46
长期投资	279	279	279	279	279
固定资产合计	313	324	354	316	310
无形资产及其他资产	215	187	199	177	176
资产合计	3,559	3,658	3,783	3,972	4,011
流动负债	1,446	1,478	1,521	1,136	859
非流动负债	574	543	556	571	571
股东权益	1,536	1,634	1,689	1,711	1,784
投入资本(IC)	2,786	2,089	2,153	2,261	2,303
NOPLAT	219	166	223	243	256
折旧与摊销	130	145	167	176	199
流动资金增量	-221	114	-131	-186	-127
资本支出	-118	-123	-156	-198	-211
自由现金流	9	302	342	376	321
经营现金流	79	532	448	-7	83
投资现金流	-118	-132	-145	-25	-28
融资现金流	7	-236	-331	-417	-440
现金流净增加额	-32	164	-28	-449	-385
收入增长率	2.6%	5.6%	6.0%	8.0%	9.0%
EBIT 增长率	0.4%	3.9%	19.2%	19.6%	17.7%
净利润增长率	12.2%	11.9%	2.7%	13.2%	14.0%
利润率					
毛利率	35.9%	37.3%	37.4%	34.9%	34.5%
EBIT 率	8.2%	5.9%	7.2%	8.4%	8.9%
净利率	4.2%	4.4%	4.3%	4.5%	4.7%
净资产收益率(ROE)	8.5%	8.9%	9.1%	9.7%	9.9%
总资产收益率(ROA)	3.7%	4.0%	4.5%	3.8%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	7.9%	8.0%	8.2%	8.6%	8.9%
存货周转天数	367	322	275	275	270
应收账款周转天数	37	36	37	37	37
总资产周转天数	405	393	364	354	301
净利润现金含量	0.61	8.85	5.40	7.40	8.20
资本支出/收入	4%	0%	1%	1%	1%
资产负债率	56.8%	55.4%	59.3%	61.4%	62.1%
净负债率	99.3%	51.9%	55.7%	59.2%	58.3%
PE	40.1	35.9	34.9	30.9	27.1
PB	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5
EV/EBITDA	17.5	26.3	34.0	34.0	43.8
P/S	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

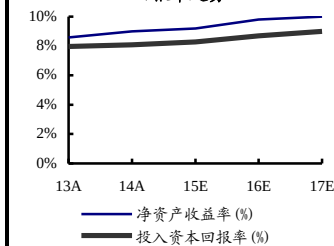
股票绝对涨幅和相对涨幅



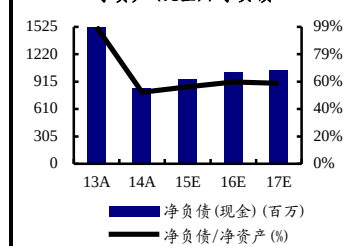
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 定增获批，电商平台及品牌营销加码

根据公司公告,2015 年 11 月 17 日收到证监会关于非公开发行核准批复。本次非公开发行将以不超过 12.79 元/股发行不超过 4654 万股,募集资金不超过 6 亿。募集资金主要投向飞亚达表新品上市项目、飞亚达电子商务项目、飞亚达品牌营销推广项目、技术服务网络建设项目及补充流动资金等。

飞亚达是国产手表品牌建设的佼佼者,募集资金到位将进一步加强品牌营销推广项目,并在品牌自主创新、国家化建设等方面持续发力;提升技术服务网络建设,将继续发挥公司在“后市场”(售后保障及技术支持)领先优势,利用服务体验提升固化消费者粘性并可能为核心会员系统持续沉淀用户,为将来精准营销奠定基础。

电商平台建设是公司未来重要战略,电商在营销及信息展示等方面的优势对品牌建设及销售都具备重要作用,并能沉淀有效会员用户。在产业链领域的持续布局是公司发展电商平台并致力于实现 O2O 的重要基础,2014 年公司推出电商品牌 VERUS,精准定位千元以下手表市场,利用市场及高性价比吸引消费者,取得不错成效。

公司已建立自主 O2O 销售平台 CROSS TIME,并入住天猫、京东、苏宁、1 号商城等主流电商渠道,品牌营销上的优势(包括聘请时尚明星代言等)使得线上业务表现突出。2014 年通过电商平台销售飞亚达表数量及销售收入分别增长 92%、69.5%,线上渗透率达到 8.8%,未来仍有较大提升空间。

通过线上线下资源整合,公司未来将形成以飞亚达为中高端、VERUS 和 JEEP 为中低端的品牌体系,利用并购等方式持续整合国内手表产业(已收购北表 51%股权),并在手表维修保养等后市场领域巩固优势。

表 1: 飞亚达非公开发行募集资金用途

序号	募投资金投资项目	金额(万元)
1	飞亚达表新品上市项目	18000
2	飞亚达电子商务项目	12000
3	飞亚达品牌营销推广项目	10000
4	技术服务网络建设项目	5000
5	补充流动资金	15000
	募集资金合计	60000

数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

2. 渠道建设做加法,有效整合社会化网点资源

2.1. 实体门店虚拟展示功能逐渐被强化

手表对于消费者来说具备情感属性，因此线下网点建设必不可少。实体门店天生被赋予商品展示、容纳库存及撮合成交等功能，但随着电子商务的快速发展，商品信息传导模式也发生显著变化。商品信息的易得性使得实体门店容纳库存及撮合成交等功能被大大弱化，而商品展示及体验功能则被突出。在这种趋势下，纯粹依靠线下网点建设推进品牌渠道效率不再，物业、人工等成本刚性上升将进一步加剧该趋势。

低价品牌手表的推出有望逐步突破实体门店展示限制，公司已开发出主打电商销售的千元以下品牌，从销售增速来看更适合主打标准化销售的线上平台。随着消费习惯形成，未来中高端表销售也有望逐步铺开。

渠道商越来越重视门店虚拟展示功能，近年以来包括苏宁云店、天虹跨境电商体验店、华润万家 ewi zone 等均试图通过 APP 扫购实现门店经营轻资产化，并促进销售过程信息化。从本质上看，这是电商供应链与传统线下供应链融合的结果，线下虚拟展示+APP 扫码下单+专属物流配送有望逐渐成为标准化品牌商品的重要销售方式。

图 1：线下门店虚拟体验功能被逐渐重视



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

2.2. 整合存量社会渠道，打造轻扩张模式

公司近期力图通过整合存量社会化渠道资源，利用虚拟展示方式实现“轻扩张”，在黄金珠宝、咖啡店、影院等客流量富集区域推广扫码购。扫码信息将直接储备在会员信息系统，交易完成后利用专属物流方式实现配送（也可门店自提），未来将根据数据分析逐渐将合作网点向经销商转换。

酷时街是飞亚达旗下多品牌电商平台，品类包含飞亚达电商款、维路时及国外进口品牌 jeep、avi8、贝可贝尔、恩梭等。由于名表品牌商授权问题名表暂时无法上线，但近年来公司着重发展的名表维修保养等后服务市场有望无缝对接。

图 2：整合社会化渠道，利用虚拟展示撮合成交



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

近年来保持快速增长，但同时实体渠道也快速扩张，扩张成本及存货压力并存。公司通过整合社会网点并利用虚拟展示、微信商城等新兴渠道，有望快速推动旗下线上手表品牌放量，并能够实现品牌营销的无边界扩张。

网点激励是被整合渠道拓展效果的关键，通过设置专属二维码飞亚达将门店系统唯一化，并可通过信息系统随时跟踪特定门店导流数据及成交数据。整合门店后主要采用虚拟展示方式，因此不存在库存及远程调货等压力，未来核心网点可能将铺设少量展示商品。消费者扫码后将被系统标实成特定门店客源，在微商城等渠道销售将直接被计入店铺销售，并给予一定业务提成。对店铺来说，将在不增加运营成本基础上增加业务内容并获取分成。

新供应链时代下资源共享是大趋势，信息化、标准化是重要基础。不仅将大大减少公司渠道扩张成本、实现无边界引流，并能够为未来重点发展的后市场服务织就广泛网络，提升影响力及品牌价值。

图 3：中国进口机械表保有量持续增加

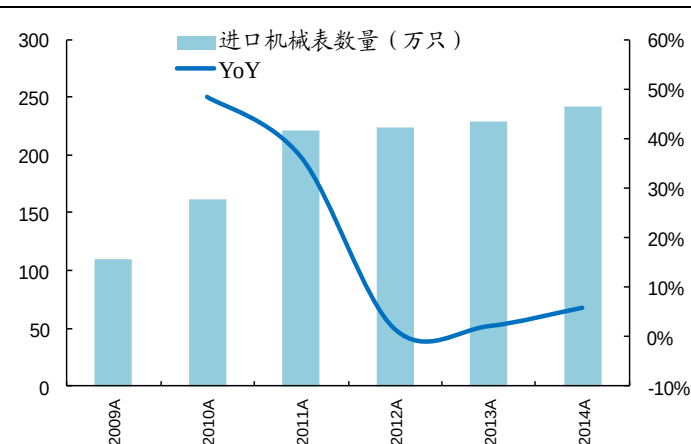
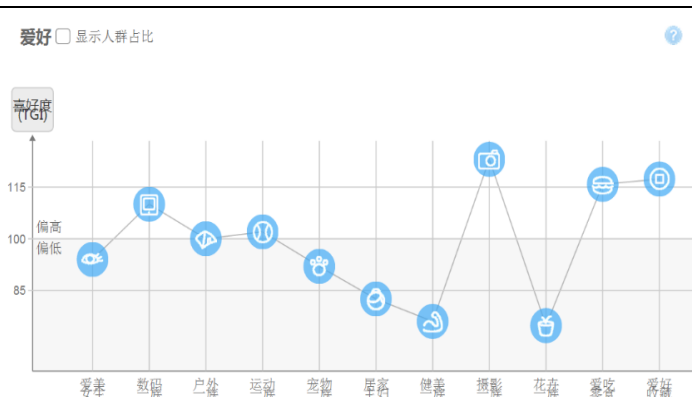


图 4：飞亚达用户爱好广泛，为将来跨界合作提供基础



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 多品牌、轻扩张，手表后市场值得看好

投资建议：电子商务快速发展使得社会化渠道效率大大改善，对具备商品优势的品牌商来说是发展良机。此前国家多部门联合发布《加快推进钟表自主品牌建设意见》，鼓励行业增强自主创新和品牌培育能力，民族品牌崛起是大趋势。公司致力于实现全产业链多品牌经营，将实现无门店扩张并为后市场发展蓄力。线下网点整合+微商城展示营销的方式更适合主打时尚概念的中低端品牌，后续整合进展值得看好。

考虑实体渠道扩张放缓及名表业务下滑，飞亚达表和名表业务增速均将下降，电商渠道发力短期无法贡献业绩，下调 2015-2017 年 EPS 预测至 0.38/0.43/0.49，行业可比公司 2015 年平均 PE 为 73X，参考此估值下调目标价至 28 元，维持“增持”评级。

表 2：可比 A/H 股上市公司估值比较（2015/11/25）

公司代码	简称	最新价格（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		市净率 PB（MRQ）	市销率 PS（TTM）
				2015E	2016E	2015E	2016E		
002345.SZ	潮宏基	14.50	122.54	0.39	0.49	37.18	29.59	4.91	4.52
600249.SH	两面针	9.12	50.16	0.08	0.12	114.00	76.00	2.40	3.73
000523.SZ	广州浪奇	16.32	72.65	0.26	0.49	62.77	35.31	6.65	1.09
平均						73.24	48.46	4.65	3.11
000026.SZ	飞亚达 A	14.70	51.60	0.38	0.43	38.68	34.19	3.39	1.77

数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

注：潮宏基、两面针、广州浪奇、飞亚达 EPS 均为国泰君安预测

4. 风险提示

- 1、社会渠道整合进展缓慢；
- 2、名表业务销售大幅下滑；
- 3、线上线下渠道利益博弈。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		