



专业连锁

亨得利 (3389)

评级: 增持

当前价格 (元): 1.36

2015.03.17

中端业务支撑，盈利能力复苏

	瞿猛 (分析师)	童兰 (分析师)	林浩然 (分析师)
	021-38676442	021-38676430	021-38674763
	zimeng@gtjas.com	tonglan@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514030009	S0880514070005

交易数据

52周内股价区间 (港元)	1.18-1.65
当前股本 (百万股)	4784.37
当前市值 (百万港元)	66.98

本报告导读:

2014年上半年公司一改颓势，净利增长2.6%，我们判断中端手表销售回暖是业绩改善主要原因，同时公司重点布局的辅助业务也有望成为潜在利润驱动力量。

摘要:

- **高端手表受三公影响风险释放充分，公司盈利能力自2014年回升。**公司作为高端手表连锁龙头品牌，大部分门店在香港及内地，2012-2013年因受到三公消费影响，高端手表销售遭到较大冲击。但2014年上半年，公司销售收入及净利润增速分别回升至14.5%及5.90%，经营情况改善显著，我们认为，2014年瑞士手表整体出口额增长1.7%，高端手表销售开始呈回暖态势，且公司前期股价表现也已充分体现三公消费的市场风险，公司作为行业龙头，有望在行业复苏实现盈利回升和价值修复，给予推荐评级。
- **高档手表下降幅度收窄，中档手表销售渐成公司业绩复苏主力。**自2012年起，在国内三公消费等冲击影响下，公司高端手表业务销售增速开始出现较大幅度下滑，但自2014年，高端手表销售增速降幅已逐渐收窄。另一方面，中端手表销售增速在此区间销售增速持续攀升，且在内地二三线城市手表市场蓬勃发展背景下，公司内地中档表店不断铺开，随着公司零售业务中内地销售额比重不断增长，内地中端表业务对公司业绩回暖形成有效支撑。长期看，内地中端表业务有望成为公司业绩增长的新生主导力量。
- **辅助业务蓬勃发展，净利润率较高，将有望成为公司新的利润增长点：**除了主营瑞士手表的零售和批发业务外，公司也开始不断拓展包括维修、制造和自有品牌三块业务的辅助业务。公司自2013年开始，对配套工业进行调整整合，设立了表壳制造及零售道具、包装公司。另外，公司自有品牌NIVADA目前已开始盈利。2014年上半年，辅助业务营业收入占比为2.4%，预计2017年业务占比将达8%。因净利润率较高，辅助业务有望成为公司未来发展的利润点之一。我们认为，公司积极开拓辅助业务，在与原有业务形成协同效应的同时也有望为公司开拓新的利润来源。

财务摘要 (百万港元)	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	6700	8216	14031	14947	17013
(+/-)%	7%	23%	71%	7%	14%
毛利润	1600	2049	3524	3890	4634
净利润	438	617	1133	1166	596
(+/-)%	-21%	41%	84%	3%	-49%
PE	16	11	8	7	18
PB	2.0	1.4	1.3	1.1	1.2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 高端手表受三公影响风险释放充分, 公司盈利能力

自 2014 年回升

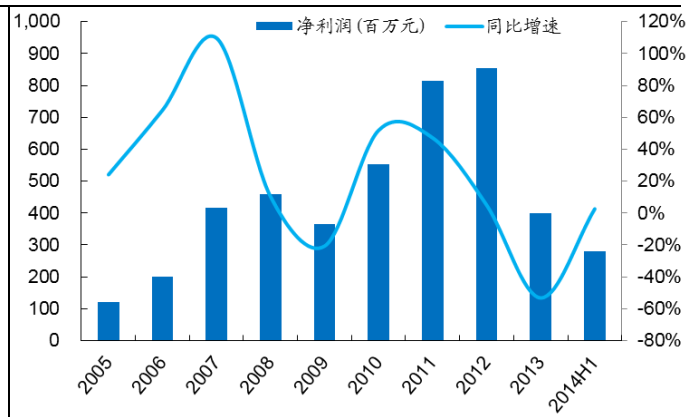
亨得利控股有限公司 (3389 HK) 作为全球最大国际名表零售集团, 业务主要专注于以中国内地和香港为主的大中华区国际名表零售, 并辅以全面的相关客户服务、延伸产品制造、品牌分销、电子商务等。公司拥有覆盖广泛的零售网络, 截止 2014 年上半年公司共拥有 494 家门店, 主要分布于内地、香港、台湾、澳门等地区。

自 2005 年 9 月上市以来, 公司股价经历两个长周期的波动, 目前处于与发行价几近持平的历史低位。且根据公司股价历史数据, 公司股价涨跌幅与公司净利润同比增速高度相关。公司股价自 2013 年 1 月开始持续下跌, 我们认为主要原因是 2012-2013 年在国内三公消费等冲击影响下, 公司高端手表业务销售增速开始出现较大幅度下滑, 其净利润增速也随之持续下滑。但 2014 年上半年, 在高端手表销售开始回暖的带动下, 公司净利润增速也开始出现改善, 其营业收入及净利润分别增长 14.5% 和 5.90%。

图 1: 2013 年以来亨得利股价与恒指背离



图 2: 2014 年上半年公司业绩回升



数据来源: Wind、公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 公司盈利能力回升

单位: 人民币	2011	2012	2013	2014H1
营业收入 (万元)	1,137,528	1,212,045	1,337,544	720,651
收入 yoy	38.46%	6.55%	10.35%	14.49%
毛利率	25.12%	26.03%	27.24%	28.59%
净利润 (万元)	91,828	94,552	46,887	32,004
净利润 yoy	48.74%	2.97%	-50.41%	5.90%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

此外, 从钟表行业来看, 2014 年瑞士手表整体出口额增长 1.7%, 呈回暖态势, 我们认为随着高端手表市场的回暖, 公司作为行业龙头有望充分受益。

图 3: 中国、香港奢侈品销售量下滑已探底

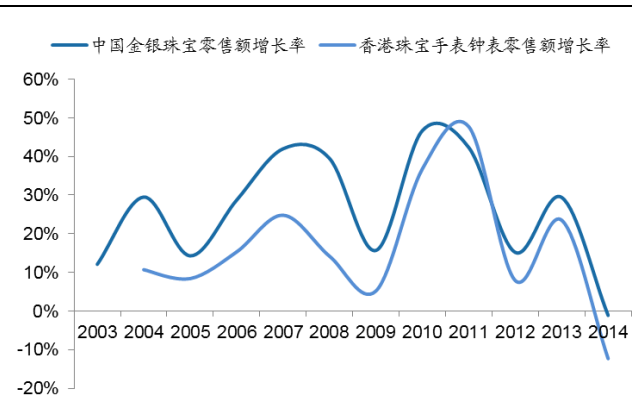
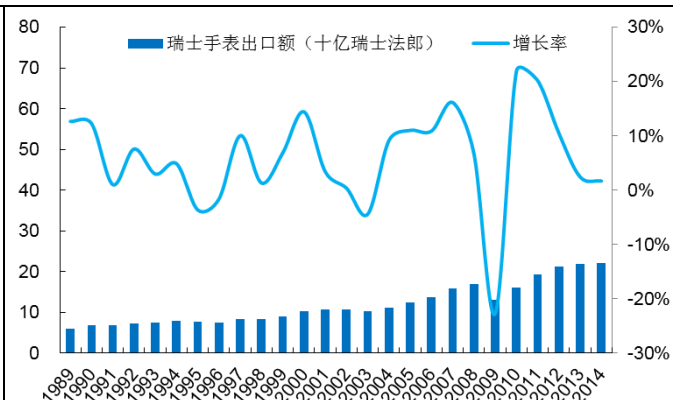


图 4: 瑞士手表 2014 年出口增速下滑趋缓



数据来源: Bloomberg、FH、国泰君安证券研究

2. 内地中端表业务成复苏主要力量

2014 年上半年,在高端表仍处于负增长的情况下,集团中档品牌销售增长达 19.3%,其 4.0%的同店销售增速也高于集团平均水平,我们判断这主要是由于大陆零售业务中端表的贡献。同时,公司批发业务同比增长 18.6%,也反映了中端表在大陆的增长情况。

随着内地城市化建设的加快,二三线城市的迅猛发展为中档品牌的成长提供有效支撑。2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年上半年,公司内地销售收入中二三线城市占比分别为 80%、82%、86%、88%,二三线城市销售收入对内地销售收入贡献不断提高。同时,公司在三线城市的店铺面积比重也程逐渐提升态势,2014 年上半年公司三线城市店铺面积占比增至 38%。

图 5: 内地销售收入地域分布

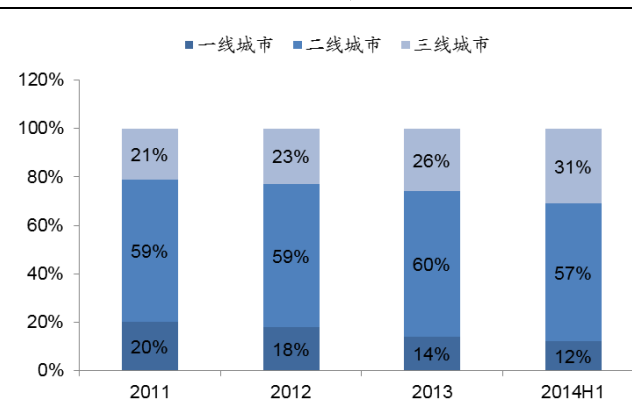
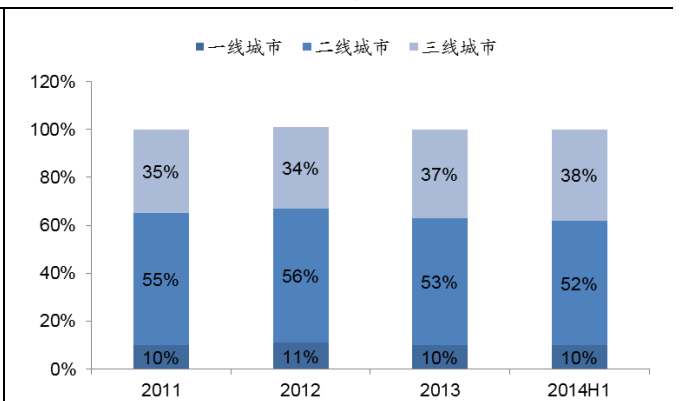


图 6: 内地店铺面积地域分布



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

备注: 一线城市是指北京、上海、广州、深圳; 二线城市是指省会城市和其他收入较高的城市, 比如温州、苏州等; 三线城市是指其他城市。

鉴于中档手表需求较高档手表旺盛以及内地二三线城市经济的快速发展,公司主要门店仍以经营中档和中高档手表为主。2014 年上半年,公司新开的 26 家门店均位于内地,均是经营中档和中高档国际名表的盛时表行店。至此,公司在大中华地区共经营 494 家门店,中档门店共计 405 家,占比 81.89%。

表 2: 公司门店以经营中高档表为主

零售店类型	主营产品	店铺分布	店数	
			2013	2014H1
三宝名表	顶级国际名表	中国内地	17	17
		香港	5	5
		台湾	1	1
盛时表行/亨得利	中档和中高档国际名表	中国内地	338	364
		香港	7	7
		台湾	36	34
单一品牌专卖店	单一品牌	中国内地	29	29
		香港	16	16
		台湾	20	20
		澳门	1	1

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

尽管 2012 年起, 公司高端手表业务开始受三公消费限制等负面性政策冲击影响, 销售额呈下降态势, 但目前下降幅度已经收窄; 另一方面, 公司零售业务中内地销售额比重不断增长, 且在内地销售手表主要为中端品牌, 而受益于国内消费升级, 国内中端手表销售增速持续维持较高水平, 使得公司中端表销售业务的较高增长对公司业绩形成有效支撑。

我们认为, 在内地二三线城市手表市场蓬勃发展背景下, 公司内地中档表店不断铺开, 长期看, 内地中端表业务有望成为公司业绩增长的新生主导力量。

图 7: 公司中端表业务大幅回暖

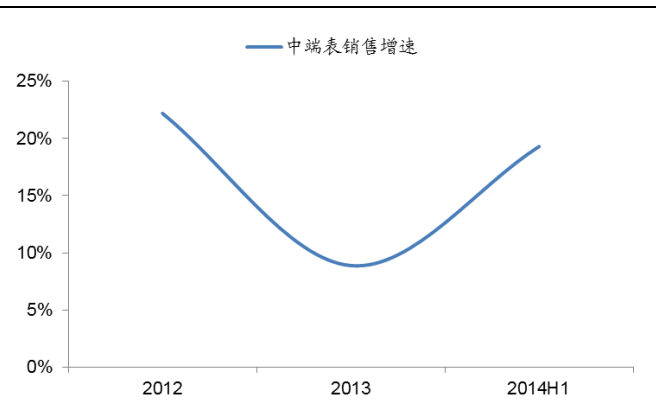
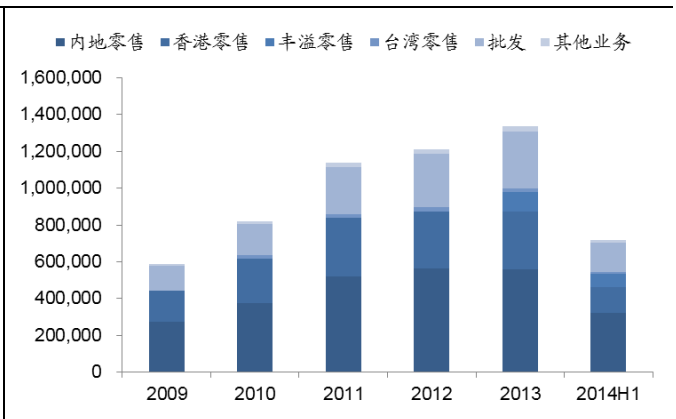


图 8: 公司内地业务持续增长 (万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 辅助业务有望成为新的利润增长点

在主营瑞士手表的零售和批发等业务外, 公司近年来也开始不断拓展包括维修、制造和自有品牌三块业务在内的辅助业务。自 2013 年开始, 公司对配套工业进行调整整合, 设立了表壳制造及零售道具、包装公司。此外, 公司自有品牌 NIVADA 目前已开始盈利。2014 年上半年, 辅助业务营业收入占公司总收入的 2.4%, 我们预计 2017 年业务占比将达 8%。且由于辅助业务净利润率较高, 未来有望逐渐成为公司的重要利润来

源。

图 9: 2014 年上半年亨得利营业收入构成

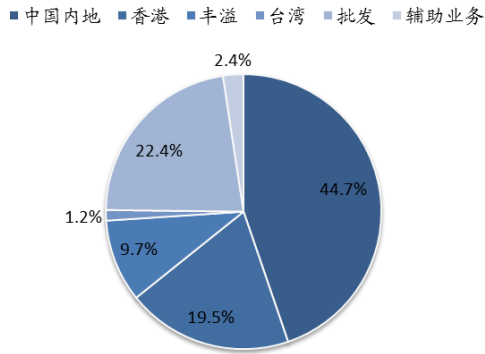
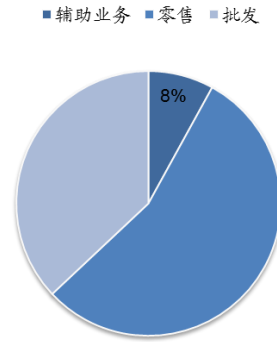


图 10: 我们预计 2017 年辅助业务比重将提升至 8%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

● 维修服务:

公司每年销售 5000-6000 万块手表, 如此巨大的基数将衍生大量的手表维修需求。亨得利是众多品牌首选的维修伙伴, 其中包括非公司经销的品牌。至今, 公司共拥有 66 个国际品牌的授权维修代理资格, 其中 49 个资格拥有排他性。

目前公司提供三个层面的维修服务, 公司旗下每个零售网点均可进行简单的更换表带和电池等维修工作, 区域维修网点承担较为复杂的维修工作, 同时公司在北上广均设有规模较大的维修中心。2014 年上半年, 维修利润占比 1%, 但客户服务的净利润率接近 10%, 长期来看有望成为集团新的利润增长点。

● 制造业务:

公司正在发展与手表业务相关的健全工业平台, 包括表盒、表带及表具的生产, 目的在于参与整个工业链。坐拥制造成本优势、品质保障以及与手表供应商的稳定关系, 公司制造部门有望长期增长。

目前亨得利已接手 swatch 的表壳表带业务, 涉足欧米茄, 雷达, 浪琴, 天梭的表盒制造, 按照原厂要求的方式进行生产。在柜台道具制造方面, 公司已收购位于上海的溢价装修厂。

● 自有品牌:

NIVADA 于 1926 年在瑞士成立, 公司 2004 年获得 NIVADA 品牌, 并于 2008 年成立 NIVADA 公司和工厂。NIVADA 现在拥有 360 个销售点, 并于 2012 年开始在电商领域铺开, 目前在天猫、京东、唯品会、亚马逊、一号店等均有专营店。

NIVADA 手表单价在几百到两三千元之间, 与公司主营的瑞士手表有明显区分, 在分销方式上与瑞士手表也作了区分, 主要是为了满足不同消费者的需求。目前 NIVADA 手表业务已开始盈利, 利润水平可期。

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

本报告仅限中国大陆地区发行，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

	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**指数涨跌幅为基准。	增持	相对**指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对**指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对**指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对**指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 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**指数的涨跌幅。	增持	明显强于**指数
	中性	基本与**指数持平
	减持	明显弱于**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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		