长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2020 年 09 月 22 日

市场数据

目前股价	16.93
总市值（亿元）	72.48
流通市值（亿元）	60.39
总股本（万股）	42,812
流通股本（万股）	35,672
12 个月最高/最低	19.58/7.29

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

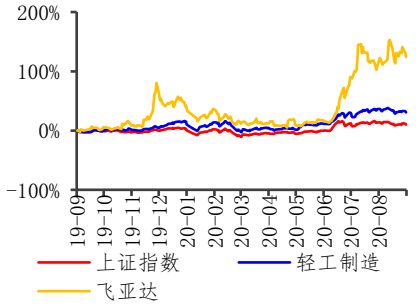
联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<名表回流大势可期，国表龙头细水长流>> 2020-08-04

<<名表回流表现靓丽，H2 有望提速>> 2020-07-30

<<疫情限制出境游名表销售回流，长期看好自有品牌>> 2020-07-14

8 月瑞表及社零数据加强印证，名表回流乃长期趋势

——飞亚达（000026）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3400	3704	3969	4933	5883
(+/-%)	1.6%	8.9%	7.2%	24.3%	19.3%
净利润	184	216	292	430	509
(+/-%)	31.1%	17.4%	35.3%	47.0%	18.5%
摊薄 EPS	0.43	0.50	0.68	1.00	1.19
PE	39	34	25	17	14

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **中国 8 月瑞表进口继续逆势增长，今年有望成为瑞表第一大消费国。**瑞士钟表联合会披露瑞士钟表出口数据，对中国的出口延续中高位数增长，同比+44.9%，是唯一实现正增长的主要消费市场，其他地区则出现不同程度下滑，其中美国-4%、香港-16.4%、日本-24.5%、英国-15.3%、德国-7.5%，海外消费回流信号进一步确认。随着中国地区的逆势增长，2020 年年初至今，中国市场的份额同比上升 3.51pp 至 12.69% vs 2019 年 9.18%，体量超过美国及香港地区，成为瑞表第一大消费国。零售方面，8 月金银珠宝社零表现亮眼，8 月同比+15.3%，较 7 月提升 7.8pp，国内公共卫生事件控制得当、资产增值的消费刺激效应叠加七夕催化，奢侈品的消费在下半年总体呈快速增长势头。

- **香港名表零售龙头长期退出，香港名表消费回流国内为不可逆事件。**9 月 4 日亨得利控股有限公司公告结束钟表零售业务，本次公告意味着亨得利旗下以香港市场为主的 67 家店铺将会关闭。经历 2019 年的消费环境转差及 2020 年的疫情冲击，香港零售业受重创，作为香港表业零售巨头之一的亨得利选择长期退出。我们认为香港名表消费回流并非短期事件，而是长期的大势所趋。根据瑞表联合会，2019 年香港地区名表消费约是我国两倍，国内市场有望迎来三倍扩容的机会，增长潜力巨大。

- **亨吉利费用刚性下业绩弹性可期，后续增长空间巨大。**根据草根调研，Q3 店铺增长势头相较 Q2 明显提速，而门店人员、店租、装修摊销等费用相对固定，经营杠杆系数高，净利润增长将大幅快于销售增长。空间方面，我们测算中国人的名表消费（海内+海外）占全球瑞士名表消费额约 29%。2020 年 1~8 月累计占比约为 12.69%，较 29%仍有 2.3 倍的提升空间。

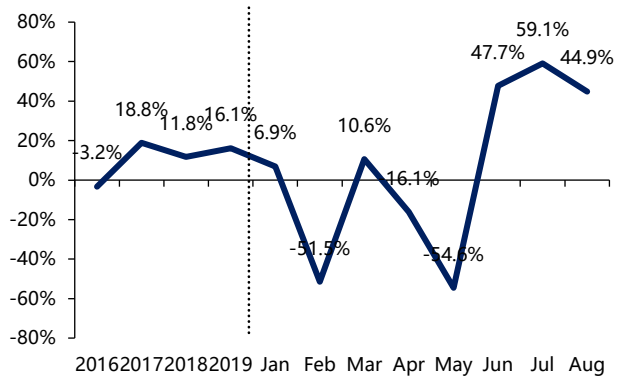
- **内外双循环，海外名表消费回流符合全产业链利益。**首先，政策层面推进内外双循环，政策引导下的海外消费回流乃大势所趋。其次，产业层面随着中国消费者重要程度上升，各大奢侈名表考虑品牌形象和客户体验，致力于引导本土消费者在本土消费场景中购买。通过定价策略调整

及中瑞自贸协定关税的不断下降，瑞表的中外价差在不断收窄，同时稀缺表款的供应也在逐渐向中国大陆市场倾斜。此外，亨吉利通过对增量高端客户的加强维护，有望实现长期高速发展。我们认为消费回流下公司抓住机遇实现业绩增长为长期事件。

- **投资建议：**公司受益于海外名表消费回流及中产阶级崛起带来的消费升级，自主品牌手表、瑞表零售、精密制造等板块之间强协同。未来有望维持高速增长。考虑到名表回流弹性或超预期，上调公司 2020-2022 年 EPS 至 0.68 元、1.0 元、1.19 元，对应 PE 分别为 25X、17X、14X，维持“强烈推荐”评级。

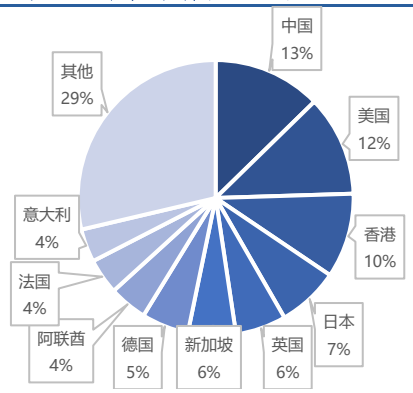
- **风险提示：**钟表消费市场不确定性较大；海外消费回流不及预期；名表供应受疫情影响；新零售渠道发展不达预期

图 1: 瑞表出口中国金额 YOY



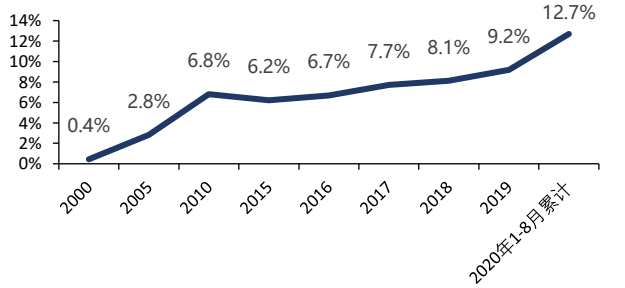
资料来源：瑞士钟表协会，长城证券研究所

图 2: 2020 年 1-8 月累计瑞表出口份额



资料来源：瑞士钟表协会，长城证券研究所

图 3: 瑞表出口中国金额占出口总额比例呈上升趋势



资料来源：瑞士钟表协会，长城证券研究所

图 4: 中国人名表消费占比测算

项目	数值（亿元）	数据来源
中国人海外消费名表	427	根据要客研究院，瑞士钟表协会，长城轻工测算
中国人国内名表消费	186	瑞士钟表协会
中国人合计名表消费值	613	前两项加总
占瑞士名表市场比例	29.3%	

资料来源：要客研究院，瑞士钟表协会，长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3400.45	3704.21	3969.19	4932.50	5882.94
营业成本	1993.81	2217.21	2465.25	3130.75	3882.89
营业费用	856.97	865.79	797.81	887.85	941.27
管理费用	219.16	240.62	218.31	221.96	235.32
研发费用	47.35	45.06	43.66	49.33	58.83
财务费用	35.92	32.82	36.44	52.26	65.12
其他收益	19.38	18.43	13.83	17.29	17.23
投资净收益	1.00	1.79	0.96	1.05	1.20
营业利润	230.40	272.88	371.61	547.18	648.59
营业外收支	0.79	3.35	2.21	2.35	2.56
利润总额	231.20	276.23	373.82	549.52	651.15
所得税	47.36	60.32	81.64	120.01	142.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	183.84	215.91	292.18	429.52	508.95

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2457.97	2660.50	4637.52	6011.09	6867.06
货币资金	164.83	316.67	2075.69	2579.45	3076.48
应收票据及应收账款合计	377.60	408.07	440.96	619.80	652.19
其他应收款	45.87	47.24	52.53	71.45	76.42
存货	1782.31	1808.82	1983.88	2654.27	2892.72
非流动资产	1141.72	1100.42	1000.65	1106.99	1192.34
固定资产	425.65	364.00	372.10	476.29	557.55
资产总计	3599.69	3760.92	5638.17	7118.08	8059.40
流动负债	1021.36	1097.76	2791.61	3923.76	4442.08
短期借款	547.12	567.91	1956.36	2086.62	1900.16
应付账款	259.91	279.77	706.33	1529.92	2352.97
非流动负债	8.19	8.62	-11.57	-4.73	-2.09
长期借款	4.52	4.32	-15.87	-9.04	-6.39
负债合计	1029.55	1106.38	2780.04	3919.03	4439.99
股东权益	2570.14	2654.54	2858.13	3199.05	3619.41
股本	438.74	442.97	442.97	442.97	442.97
留存收益	1074.38	1202.54	1374.83	1628.11	1928.22
少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
负债和股东权益	3599.69	3760.92	5638.17	7118.08	8059.40

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	331.63	444.82	558.82	650.71	969.91
其中营运资本减少	-43.56	4.91	86.89	130.16	344.48
投资活动现金流	-146.82	-166.06	-43.53	-145.11	-136.72
资本支出	146.88	166.69	-102.27	103.75	82.61
筹资活动现金流	-207.83	-126.76	-144.72	-132.10	-149.71
现金净增加额	-22.32	152.47	370.57	373.50	683.49

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	1.6%	8.9%	7.2%	24.3%	19.3%
营业成本增长	0.4%	11.2%	11.2%	27.0%	24.0%
营业利润增长	22.2%	18.4%	36.2%	47.2%	18.5%
利润总额增长	21.9%	19.5%	35.3%	47.0%	18.5%
净利润增长	31.1%	17.4%	35.3%	47.0%	18.5%
获利能力					
毛利率(%)	41.4%	40.1%	37.9%	36.5%	34.0%
销售净利率(%)	5.4%	5.8%	7.4%	8.7%	8.7%
ROE(%)	7.2%	8.1%	10.2%	13.4%	14.1%
ROIC(%)	8.2%	9.6%	14.3%	21.0%	27.2%
营运效率					
销售费用/营业收入	25.2%	23.4%	20.1%	18.0%	16.0%
管理费用/营业收入	6.4%	6.5%	5.5%	4.5%	4.0%
研发费用/营业收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
财务费用/营业收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%
投资收益/营业利润	0.4%	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%
所得税/利润总额	20.5%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
应收账款周转率	9.53	9.43	9.35	9.30	9.25
存货周转率	1.11	1.23	1.30	1.35	1.40
流动资产周转率	1.39	1.45	1.09	0.93	0.91
总资产周转率	0.95	1.01	0.84	0.77	0.78
偿债能力					
资产负债率(%)	28.6%	29.4%	49.3%	55.1%	55.1%
流动比率	2.41	2.42	1.66	1.53	1.55
速动比率	0.58	0.70	0.92	0.83	0.86
每股指标（元）					
EPS	0.43	0.50	0.68	1.00	1.19
每股净资产	6.00	6.20	6.68	7.47	8.45
每股经营现金流	0.75	0.99	1.31	1.52	2.27
每股经营现金/EPS	1.74	1.97	1.91	1.51	1.91
估值比率					
P/E	39.43	33.57	24.81	16.88	14.24
PEG	2.69	1.34	0.92	0.52	0.43
P/B	2.82	2.73	2.54	2.27	2.00
EV/EBITDA	19.82	17.04	13.21	10.93	8.56
EV/SALES	2.32	2.09	1.86	1.42	1.07
EV/IC	2.52	2.40	1.53	1.33	1.15
ROIC/WACC	0.99	1.17	1.74	2.54	3.17
REP	2.54	2.06	0.88	0.52	0.36

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES