

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年10月22日
市场数据

目前股价	14.7
总市值（亿元）	62.93
流通市值（亿元）	52.44
总股本（万股）	42,812
流通股本（万股）	35,672
12个月最高/最低	19.58/7.60

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

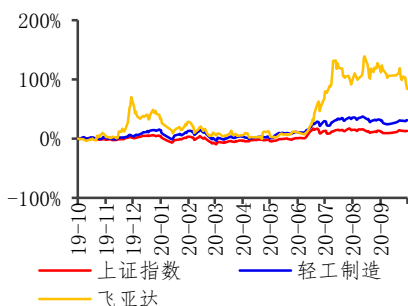
✉ linyh@cgws.com

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

<<8月瑞表及社零数据加强印证，名表回流乃长期趋势>> 2020-09-22

<<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

Q3 业绩超预期，后续弹性空间可期

——飞亚达（000026）2020Q3 点评

盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3400	3704	4032	5065	6041
(+/-%)	1.6%	8.9%	8.9%	25.6%	19.3%
净利润	184	216	302	451	555
(+/-%)	31.1%	17.4%	39.8%	49.4%	22.9%
摊薄 EPS	0.43	0.50	0.71	1.05	1.30
PE	34	29	21	14	11

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- Q3 收入、利润增长加速，业绩超预期。** 公司前三季度实现营业收入 29.44 亿元，同比+7.47%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比+20.17%；扣非后归母净利润 1.98 亿元，同比+17.34%；单季度看，Q3 实现营业收入 13.63 亿元，同比+42.73%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比+148.12%，业绩超预期。
- 名表业务表现靓丽，自主品牌显著修复。** 业务拆分来看，亨吉利名表业务是驱动公司增长的主要板块。Q3 亨吉利同比高双位数增长，且增速有逐月提升的态势；自有品牌加强与网红主播的合作及线上运作，Q3 收入端修复至去年同期水平。同时精密仪器也有同比高双位数的增长。
- 业务结构变化撬动经营杠杆，净利率创新高。** 前三季度毛利率同比-2.83pcpts 至 38.17%，主要由于公司的亨吉利名表销售占比提升所致；净利率同比+0.77pcpts 至 7.29%，体现出公司较高的经营杠杆。名表销售费用相对刚性，业务快速扩张驱使期间费用率同比-2.49pcpts 至 29.36%；其中，销售费用率-1.57pcpts 至 21.77%；管理费用率（含研发费用率 1.18%）同比-0.93pcpts 至 6.69%；财务费用率同比+0.01pcpts 至 0.9%。单 Q3 来看，净利率同比+4.27pcpts 至 10.06%，该趋势有望在 Q4 持续。
- 加强备货拖累现金流，货源充足有望推动业绩走高。** 公司报告期内实现经营现金流 2.16 亿元，同比-29.07%。现金流的下滑主要由于公司加强名表备货所致，Q3 单季公司购买商品、劳务支付的现金为 9.6 亿元，相比去年同期增加 3.1 亿；与此同时公司动销顺畅，存货周转天数 271.38 天，同比下降 21.78 天。名表消费大幅回流下，此前公司多款手表呈现供不应求的状态，加强备货将进一步支撑公司业绩向好。
- 疫情短期催化下，全年名表销售有望维持高增态势。** 瑞士钟表工业协会数据显示，中国瑞表 9 月进口同比+78.7% vs 8 月+44.9%，单月增速创新高，环比+33.8pp；香港、美国、日本、新加坡等地同比-15.8%、-13.8%、-26.8%、-24.7%，总体仍呈此消彼长，海外消费回流在国际贸易层面强化印证；此外 9 月珠宝社零同比+13.1% vs 8 月+15.3%，延续双位数高增势头，双重数据加强印证。秋冬疫情催化下，Q4 名表回流大势可期。

- **坚定看好名表回流长期趋势。**根据瑞表出口数据，9月对中国出口金额仅占18%，对比国人名表消费占全球40%的比例，名表回流仍有2.2倍的空间。我们认为政策+产业+公司三个层级均致力于为国人营造更好的境内奢侈品消费环境，回流将是长期不可逆趋势。
- **投资建议：**名表消费回流乃长时间维度下的大势所趋，亨吉利作为国内名表销售TOP2零售商，将深刻受益回流浪潮。公司自主品牌手表、瑞表零售、精密制造三大板块强协同，有望在消费升级下持续稳定增长。考虑名表回流持续向好，上调公司2020-2021年EPS至0.71元、1.05元，对应PE分别为21X、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

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3400.45	3704.21	4032.17	5064.75	6040.67	成长能力					
营业成本	1993.81	2217.21	2511.85	3229.43	3987.00	营业收入增长	1.6%	8.9%	8.9%	25.6%	19.3%
销售费用	856.97	865.79	810.47	886.33	936.30	营业成本增长	0.4%	11.2%	13.3%	28.6%	23.5%
管理费用	219.16	240.62	221.77	227.91	241.63	营业利润增长	22.2%	18.4%	40.8%	49.7%	23.0%
研发费用	47.35	45.06	44.35	50.65	60.41	利润总额增长	21.9%	19.5%	39.8%	49.4%	22.9%
财务费用	35.92	32.82	38.89	51.37	56.34	净利润增长	31.1%	17.4%	39.8%	49.4%	22.9%
其他收益	19.38	18.43	30.00	18.00	18.00	获利能力					
投资净收益	1.00	1.79	0.96	1.05	1.20	毛利率(%)	41.4%	40.1%	37.7%	36.2%	34.0%
营业利润	230.40	272.88	384.10	574.98	707.01	销售净利率(%)	5.4%	5.8%	7.5%	8.9%	9.2%
营业外收支	0.79	3.35	2.21	2.35	2.56	ROE(%)	7.2%	8.1%	10.5%	14.0%	15.0%
利润总额	231.20	276.23	386.30	577.32	709.56	ROIC(%)	8.2%	9.6%	14.3%	21.6%	28.7%
所得税	47.36	60.32	84.36	126.08	154.96	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	25.2%	23.4%	20.1%	17.5%	15.5%
净利润	183.84	215.91	301.94	451.24	554.61	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%	1.0%	1.0%	0.9%
						投资收益/营业利润	0.4%	0.7%	0.2%	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	0.85	0.78	0.78
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.6%	29.4%	50.3%	55.7%	55.3%
						流动比率	2.41	2.42	1.64	1.52	1.54
						速动比率	0.58	0.70	0.90	0.82	0.86
						每股指标(元)					
						EPS	0.43	0.50	0.71	1.05	1.30
						每股净资产	6.00	6.20	6.70	7.55	8.63
						每股经营现金流	0.75	0.99	1.18	1.65	2.33
						每股经营现金/EPS	1.74	1.97	1.67	1.57	1.80
						估值比率					
						P/E	34.23	29.15	20.84	13.95	11.35
						PEG	2.34	1.16	0.73	0.40	0.31
						P/B	2.45	2.37	2.19	1.95	1.70
						EV/EBITDA	17.34	14.87	11.25	8.96	6.65
						EV/SALES	2.03	1.83	1.60	1.19	0.88
						EV/IC	2.21	2.10	1.31	1.12	0.94
						ROIC/WACC	1.00	1.18	1.76	2.63	3.35
						REP	2.21	1.78	0.75	0.43	0.28

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	4757.62	6171.93	7047.81
货币资金	164.83	316.67	2108.62	2648.61	3158.96
应收票据及应收账款合计	377.60	408.07	454.43	634.77	671.33
其他应收款	45.87	47.24	54.11	73.20	78.65
存货	1782.31	1808.82	2055.57	2728.77	2966.94
非流动资产	1141.72	1100.42	1009.90	1125.52	1212.84
固定资产	425.65	364.00	380.71	494.04	577.27
资产总计	3599.69	3760.92	5767.53	7297.45	8260.66
流动负债	1021.36	1097.76	2909.46	4069.21	4563.80
短期借款	547.12	567.91	2054.73	2173.99	1968.08
应付账款	259.91	279.77	724.97	1581.77	2405.23
非流动负债	8.19	8.62	-9.82	-2.30	0.31
长期借款	4.52	4.32	-14.12	-6.60	-3.99
负债合计	1029.55	1106.38	2899.64	4066.91	4564.11
股东权益	2570.14	2654.54	2867.89	3230.54	3696.55
股本	438.74	442.97	442.97	442.97	442.97
留存收益	1074.38	1202.54	1380.59	1646.67	1973.71
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	5767.53	7297.45	8260.66

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	503.69	706.53	997.50
其中营运资本减少	-43.56	4.91	19.21	164.07	333.57
投资活动现金流	-146.82	-166.06	-53.13	-155.47	-140.30
资本支出	146.88	166.69	-93.02	113.02	84.58
筹资活动现金流	-207.83	-126.76	-145.43	-130.34	-140.93
现金净增加额	-22.32	152.47	305.14	420.72	716.26

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>