



Research and
Development Center

“运营提升+结构升级”夯实内生动力

一飞 亚 达(000026)首次覆盖报告

2022年03月23日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

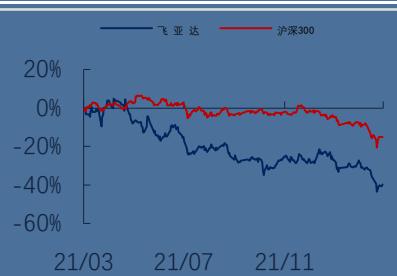
公司研究

公司首次覆盖报告

飞 亚 达(000026)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	9.64
52 周内股价波动区间 (元)	17.00-8.89
最近一月涨跌幅 (%)	-11.4
总股本 (亿股)	4.26
流通 A 股比例 (%)	97.6
总市值 (亿元)	39.69

资料来源：信达证券研发中心

“运营提升+结构升级”夯实内生动力

2022 年 03 月 23 日

报告内容摘要：

◆钟表龙头品牌领先，盈利能力稳步提升。飞亚达 1987 年成立于深圳，是中航国际控股公司旗下的投资企业之一。公司以精密制造技术专注钟表行业，形成自有品牌腕表研发、设计、制造、销售、服务和名表零售两大核心业务，目前已经拥有自主品牌“飞亚达”、“唯路时”、“沐杨时计”及授权品牌“Jeep”、“北京”。2016-2021 年收入、净利复合增速分别为 12%、29%，2021 年公司实现营业收入 52.44 亿元，同比增长 23.57%，实现归母净利润 3.89 亿元，同比增长 31.87%。盈利能力稳定提升、运营效率优化。2021 年加权 ROE 达 13.39%，同比提升 2.61 pct，存货周转率 1.57 次，同比提升 0.22 次。

◆飞亚达在钟表行业市场份额扩张，高端表进口增加趋势利好公司名表业务发展。据 iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，2018-2021 年中国钟表行业规模复合增速 21.5%，2021 年行业规模达 2293.3 亿元，同比增长 10.9%，且预计至 2023 年市场规模有望达 2815 亿元，对应 2021-2023 年复合增速为 10.7%。以规模以上钟表行业工业企业营业收入测算，公司市占率从 2017 年的 8.5% 升至 2021 年的 17.9%，市场份额快速扩张。近年受海外高端手表消费回流带动中国进口手表均价明显上行，虽然近期中国占瑞表出口份额有所回落，但我们认为中长期来看，国内消费升级和海外高端消费回流仍是大势所趋，支撑公司名表业务长期发展。

◆稳扎稳打，品效合一，夯实内生发展动力。与多数可选消费品主要依靠渠道扩张增长路径不同的是，近年来公司增长驱动主要是通过产品结构优化、以及渠道精细化运营管理带来的运营效率提升。1) 名表业务在 2020 年高基数背景下仍实现 30.3% 的较好增长，受益于高端表占比提升，2021 年中高端渠道占比超过 55%，老店平均单店产出同比提升 27.93%，平均客单价同比提升 25.44%；2) 自有品牌手表业务保持稳定发展，2021 年实现营业收入 10.12 亿元，同比增长 4.4%，自有品牌手表近年平均售价稳步上行，毛利率持续高位。3) 精密科技业务尚处培育期，21 年在深耕光通讯、激光器的基础上，有序推进航空航天、医疗器械等新市场和新客户拓展，部分项目进入批量合作阶段。

◆盈利预测与投资评级：飞亚达作为国内钟表行业龙头，自有品牌稳健发展，近年来积极把握名表市场发展机遇，加快渠道布局、市场份额持续提升。公司依托精密科技实力推出智能手表，亦有望新增收入增长点。国企改革预期激发企业活力，运营效率提升成效显现。预计 2022-2024 年营业收入分别为 60.97 亿元、68.75 亿元、78.79 亿元，同比分别增长 16.3%、12.8%、14.6%。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.49 亿元、5.15 亿元、5.87 亿元，同比分别增长 15.7%、14.8%、13.9%，目前(2022/3/22)股价对应 2022 年 PE 为 9x，估值优势明显，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险因素：国内疫情大范围爆发风险，高端消费不及预期。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,243	5,244	6,097	6,875	7,879
增长率 YoY %	14.6%	23.6%	16.3%	12.8%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	294	388	449	515	587
增长率 YoY%	36.2%	31.9%	15.7%	14.8%	13.9%
毛利率%	37.8%	37.3%	36.7%	36.4%	35.9%
净资产收益率ROE%	10.5%	12.9%	14.2%	15.4%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	0.68	0.90	1.05	1.21	1.38
市盈率 P/E(倍)	16.90	13.11	9.18	8.00	7.02
市净率 P/B(倍)	1.75	1.68	1.30	1.23	1.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年03月22日收盘价



目 录

一、飞亚达：国内钟表行业龙头.....	5
二、中国钟表市场扩容、高端表进口增加.....	7
三、品效合一、运营提效成效显著.....	10
四、盈利预测与投资评级.....	13
五、风险因素	15

表 目 录

表 1：收入成本预测简表	13
表 2：利润预测简表.....	14
表 3：可比公司目前股价对应 22 年平均估值为 14x	15

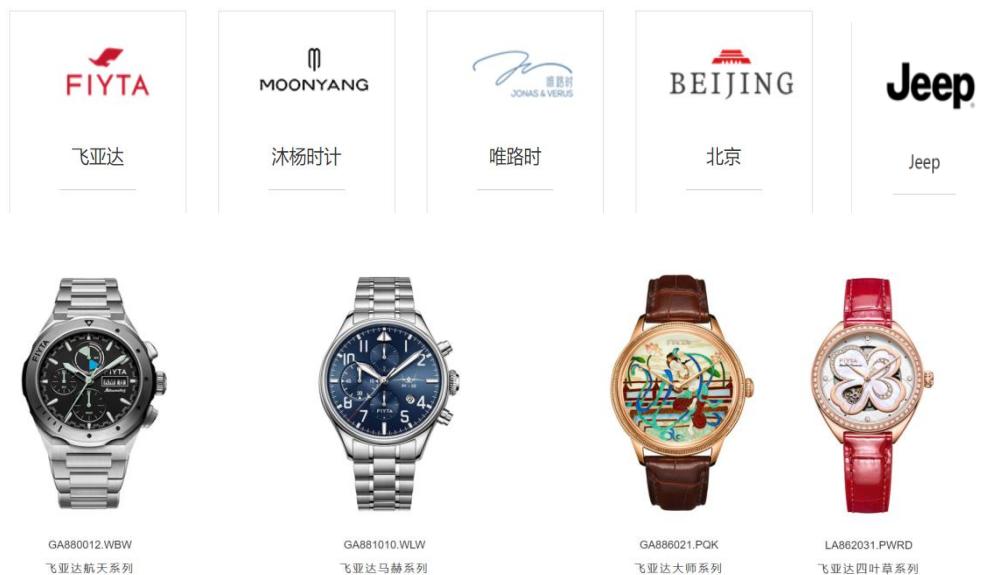
图 目 录

图 1：公司产品图	5
图 2：中航国际仍为公司实际控制人.....	6
图 3：2021 年公司收入同比增长 23.57%.....	6
图 4：2021 年公司利润同比增长 31.87%.....	6
图 5：21Q4 公司营业收入同比下降 11%.....	7
图 6：21Q4 公司归母净利润同比下降 43%.....	7
图 7：2021 年加权 ROE 提升至 13.39%	7
图 8：2021 年公司存货周转率 1.57 次	7
图 9：2021 年中国钟表行业规模 2293 亿元	8
图 10：新表市场结构占比约 4 成.....	8
图 11：2021 年钟表行业规模以上企业收入 292.59 亿元	8
图 12：飞亚达市场份额加速提升	8
图 13：近两年中国手表进口均价明显提升	9
图 14：2021 年以来瑞表出口到中国增速放缓	9
图 15：瑞表出口中国市场份额 21 年小幅回落	9
图 16：近年名表业务销售占比有所提升	10
图 17：2021 年公司手表零售业务收入同比增长 30%.....	10
图 18：近年公司手表零售业务毛利率稳定略升	10
图 19：与历峰集团合作的高端集合门店 Time Vallée.....	11
图 20：亨吉利单店收入持续提升	11
图 21：2021 年公司手表品牌业务收入同比增长 4.4%.....	11
图 22：近年公司手表品牌业务毛利率持续高位	11
图 23：自有品牌手表单店收入呈稳定上行趋势	12
图 24：自有品牌手表销售均价持续提升	12
图 25：公司部分精密制造产品	12
图 26：2021 年精密科技业务收入同比增长 8%.....	13
图 27：精密科技业务毛利率基本稳定	13

一、飞亚达：国内钟表行业龙头

公司于1987年成立于深圳，是中航国际控股公司旗下的投资企业之一。公司专注于钟表行业，1999年被认定为“中国驰名商标”，经过多年发展，目前已成长为国内钟表行业龙头企业。三十多年来，公司始终坚持品牌战略和创新驱动，以精密制造技术专注钟表行业，形成自有品牌腕表研发、设计、制造、销售、服务和名表零售两大核心业务。经过多年持续耕耘建设，目前已经拥有自主品牌“飞亚达”、“唯路时”，创立了中国手表行业首个高端设计师品牌“沐杨时计”，用授权经营的方式运营了“Jeep”时尚品牌及“北京”手表品牌。

图1：公司产品图

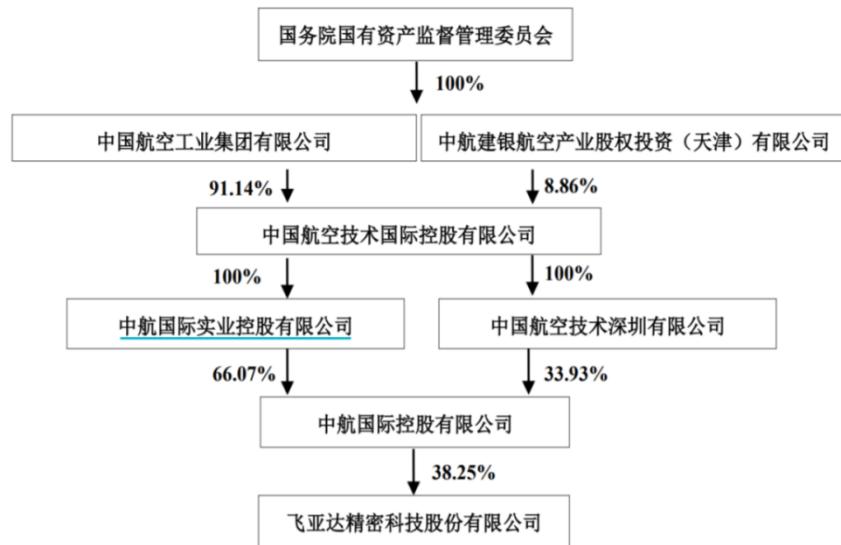


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2021年11月控股股东结构变更，公司控股股东以及实控人不变。公司于2021年11月29日收到控股股东中航国际控股有限公司(简称“中航国际控股”)的通知，获悉中航国际控股的股权结构拟变更。同日，公司实际控制人中国航空技术国际控股有限公司(简称“中航国际”)、中航国际控股及中航国际实业控股有限公司(简称“中航国际实业”)签订了《股东出资协议》。据协议约定，中航国际拟将其持有的中航国际控股的66.07%股权全部注入中航国际实业。

本次公司控股股东股权结构变更后，不会导致其持有公司股份数量和持股比例发生变化，不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化，公司控股股东仍为中航国际控股，实际控制人仍为中航国际。

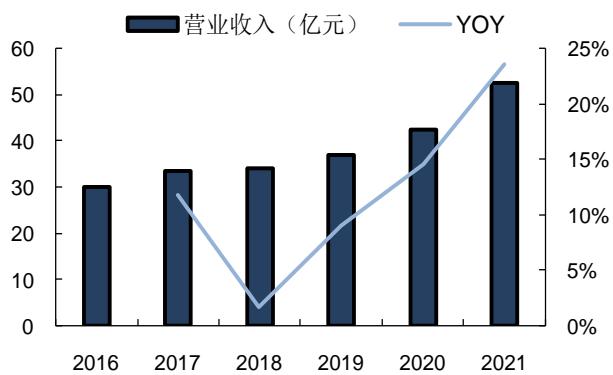
图 2: 中航国际仍为公司实际控制人



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2021 年公司收入、净利分别同比增长 23.57%、31.87%。公司近年紧抓消费市场的发展机遇，在继续提升能力、巩固优势的基础上，坚决落实“大国品牌”发展战略，加速渠道升级、数字化建设及新增长点培育，经营业绩继续保持高速增长。据公司年报数据，2016-2021 年收入、净利复合增速分别为 12%、29%，保持持续发展态势。2021 年，公司实现营业收入 52.44 亿元，同比增长 23.57%，实现净利润 3.89 亿元，同比增长 31.87%，扣非净利润 3.69 亿元，同比增长 37.28%。

图 3: 2021 年公司收入同比增长 23.57%



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

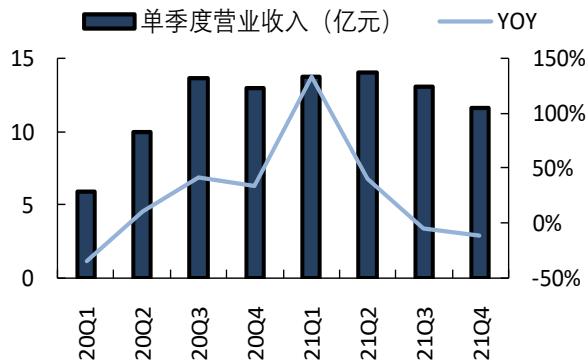
图 4: 2021 年公司利润同比增长 31.87%



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

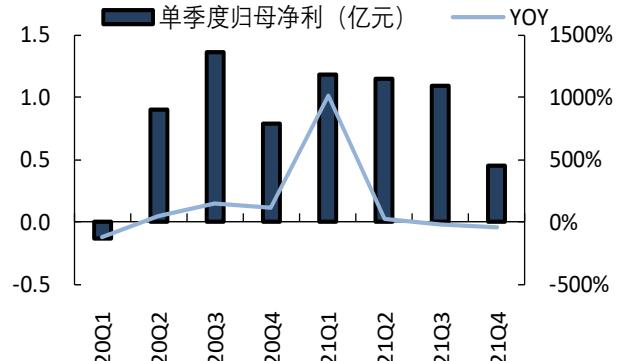
高基数以及国内疫情影响收入，费用四季度集中计提，导致 Q4 单季业绩同比下滑。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为 +134%/+41%/-4%/-11%，归母净利增速分别为 +1011%/+27%/-20%/-43%，21 下半年在业绩高基数以及国内疫情多地反复的背景下，公司在 Q4 进行常规计提减值、费用预提等，导致 Q4 利润同比下滑。

图 5: 21Q4 公司营业收入同比下降 11%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 21Q4 公司归母净利同比下降 43%

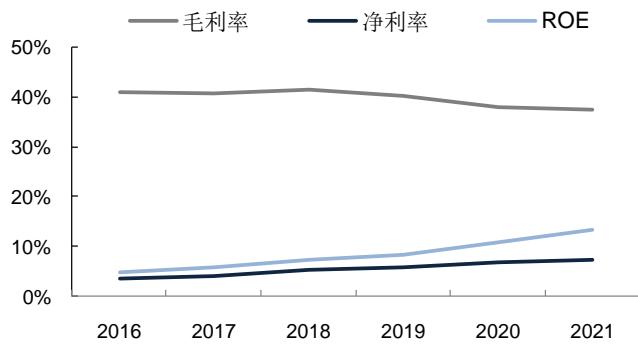


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力稳定提升、运营效率优化。毛利率近年呈稳定略降趋势，主要因毛利较低的名表业务占比增加所致，得益于公司费用管控以及名表业务利润弹性，净利率整体仍稳定略升。

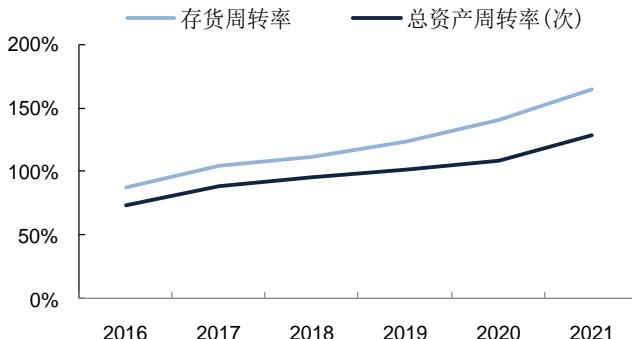
2021年公司综合毛利率37.34%，同比-0.5pct，净利率7.4%，同比+0.5pct。随着公司内部对于各业务部门的全面提效措施推进，运营能力及效率进一步提升，2021年公司加权ROE达13.39%，同比增长2.61pct，存货周转率达1.57次，同比提升0.22次。

图 7: 2021 年加权 ROE 提升至 13.39%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 2021 年公司存货周转率 1.57 次

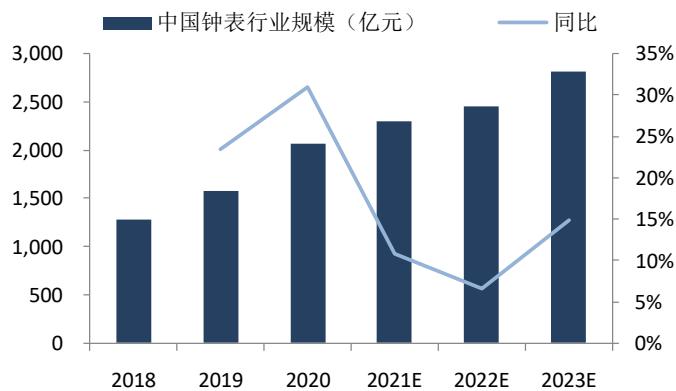


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、中国钟表市场扩容、高端表进口增加

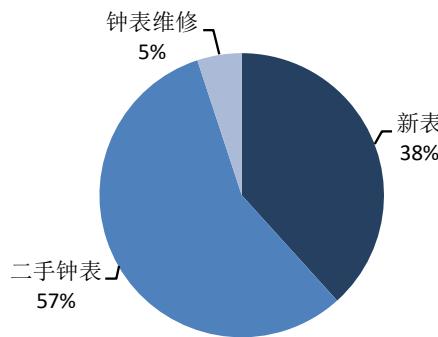
中国钟表行业空间超过2000亿元，预计未来市场规模继续扩容。据iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，近年中国钟表行业规模呈稳步扩张趋势，2018-2021年行业规模复合增速为21.5%，至2021年中国钟表行业市场规模达2293.3亿元，同比增长10.9%。其中，2021年二手钟表市场规模1287.1亿元，新表市场规模870.3亿元，维修市场规模114.9亿元；且预计未来3年中国钟表规模仍持续扩容，至2023年中国钟表行业的市场规模有望达到2815亿元，对应2021-2023年复合增速为10.7%，整体维持稳定扩张的趋势。

图 9: 2021 年中国钟表行业规模 2293 亿元



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 10: 新表市场结构占比约 4 成

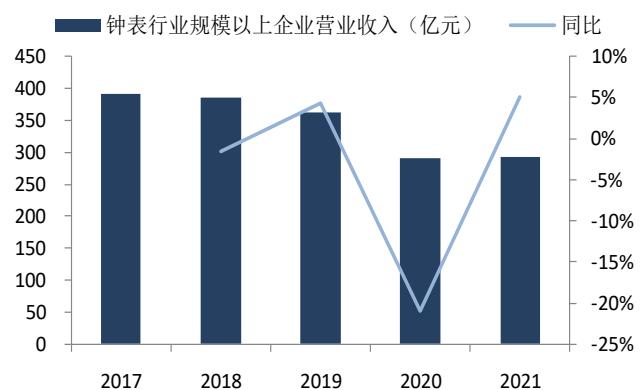


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

疫情影响国内钟表行业规模以上企业收入下滑，飞亚达市占率加速提升。以国家统计局公布的规模以上工业企业经济数据来看，我国钟表行业规模以上工业企业营收规模有所波动，2017-2021 年行业营收复合增速-7.1%，2020 年受疫情影响行业整体收入下滑 20.96%。

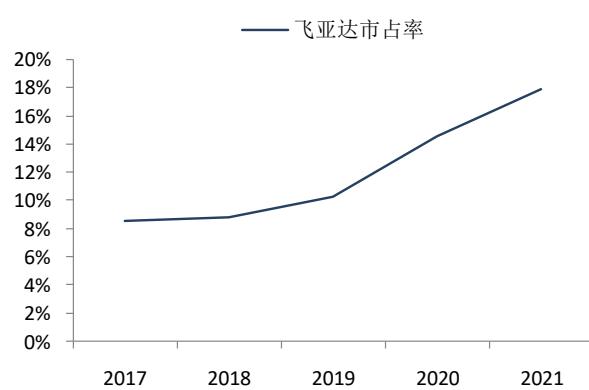
2021 年随着疫情影响趋弱行业收入规模小幅回升，至 2021 年钟表行业规模以上企业营业收入为 292.59 亿元，同比增长 5.06%。飞亚达作为国内钟表行业龙头，收入规模保持稳定增长态势，2017-2021 年公司营业收入复合增速 11.9%，明显高于行业增速水平，市占率从 2017 年 8.5% 升至 2021 年的 17.9%。

图 11: 2021 年钟表行业规模以上企业收入 292.59 亿元



资料来源：钟表行业协会，信达证券研发中心

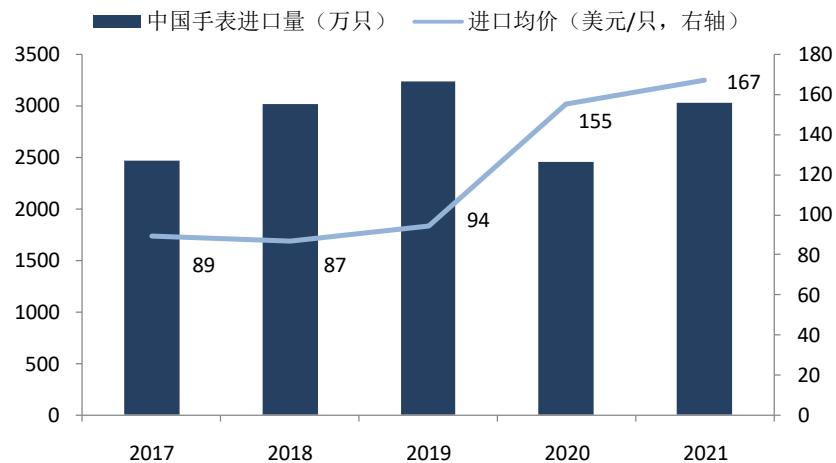
图 12: 飞亚达市场份额加速提升



资料来源：公司公告，钟表行业协会，信达证券研发中心

近年中国进口手表数量波动，进口均价持续上行。据中商产业研究院数据显示，近年来，我国手表进口量有所波动，2017-2019 年手表进口量持续增加，但 2020 年手表进口量有所下降，同比-24.1%。2021 年手表进口数量有所恢复，2021 年中国手表进口量达 3028 万只，同比增长 23.4%。从进口均价来看，近 2 年来进口均价提升趋势较为明显，2020 年下半年以来，在中国疫情防控较好、海外疫情形势依然严峻的背景下，国内对于高端手表的消费需求明显增加，带动高端手表进口增加。2017-2019 年手表进口均价约 90 美元/只，2020-2021 年进口均价分别提升至 155 美元/只、167 美元/只。

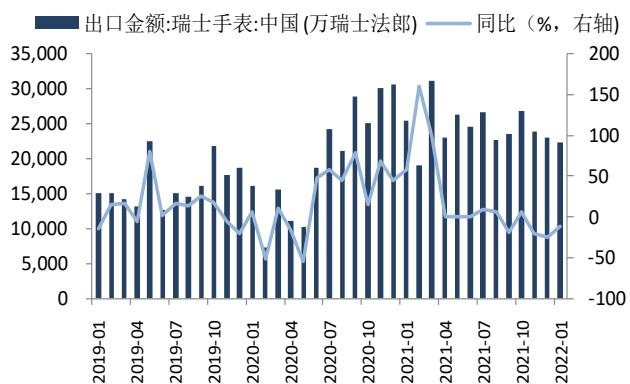
图 13：近两年中国手表进口均价明显提升



资料来源：Wind, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

全球疫情加速名表消费回流，2021 年下半年以来趋势放缓。2H20 至 1H21 受新冠疫情影
响，伴随中国新冠疫情的有效控制、海南离岛免税购物兴起，中国高端名表零售行业快速复
苏。据瑞士钟表工业联合会披露数据，2020 年全年虽然瑞士手表出口额同比下降 21.8%，
但出口到中国大陆的金额自 20 年 6 月开始增速转正，2020 年全年同比增长 22%，中国大
陆亦首次成为瑞士钟表的全球最大市场。2021 年，瑞表对中国出口金额虽然仍实现 24%的
同比增速，但 21 年下半年以来随着欧美市场的逐步复苏，中国大陆份额有所回落，12 月单
月中国大陆市场份额为 12.1%，2022 年 1 月回升至 13.1%。

图 14：2021 年以来瑞表出口到中国增速放缓



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 15：瑞表出口中国市场份额 21 年小幅回落

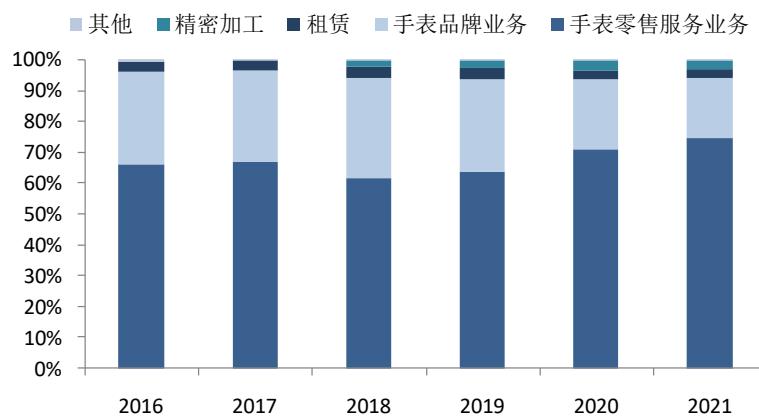


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

三、品效合一、运营提效成效显著

与多数可选消费品主要依靠渠道扩张增长路径不同的是，近年来公司增长驱动主要是通过产品结构优化、以及渠道精细化运营管理带来的运营效率提升。从产品结构来看，公司名表代理业务 2021 年为公司贡献约 75% 的营业收入，公司于 1997 年开始拓展名表零售连锁业务，并致力于成为最优异的名表全面服务商，主要是通过“亨吉利”这一全国连锁渠道代销瑞士名表。此外，以“飞亚达”为主的自有品牌业务是第二大收入来源，2021 年自有品牌业务销售占比 19%。

图 16：近年名表业务销售占比有所提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

手表零售业务：“亨吉利”店效优化，老客复购及潜客成交金额收入占比超 50%。“亨吉利”是国内领先的名表销售连锁品牌，定位全球高端品牌手表销售，目前拥有 200 多家连锁店，遍布全国 60 多个城市。亨吉利稳步推进优质新店拓展及老店改造，围绕客单价、销售折扣及服务提升深化精细化运营，致力于门店质量梳理，推动门店数字化，老客复购及潜客成交金额均大幅增长，合计金额占整体收入 50% 以上。公司积极推动门店创新合作模式，在深圳及东莞开设与历峰集团合作的高端集合门店 Time Vallée，带动单店营收稳步提升。老店平均单店产出同比提升 27.93%，平均客单价同比提升 25.44%，库存周转率突破 2 次。

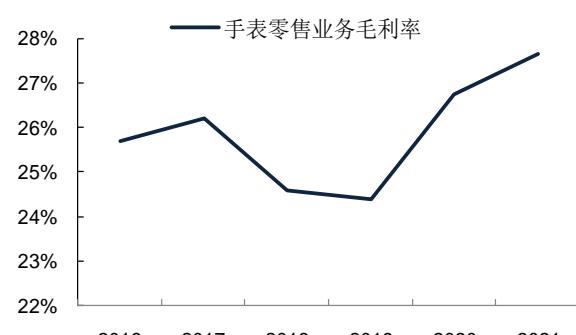
2021 年公司手表零售业务实现营业收入 39.1 亿元，在 2020 年高基数背景下仍实现 30.3% 的较好增长。此外，受益于高端表占比提升，2021 年中高端渠道占比超过 55%，“亨吉利”名表零售业务毛利率近年呈稳定略升态势，2021 年毛利率 27.7%。

图 17：2021 年公司手表零售业务收入同比增长 30%



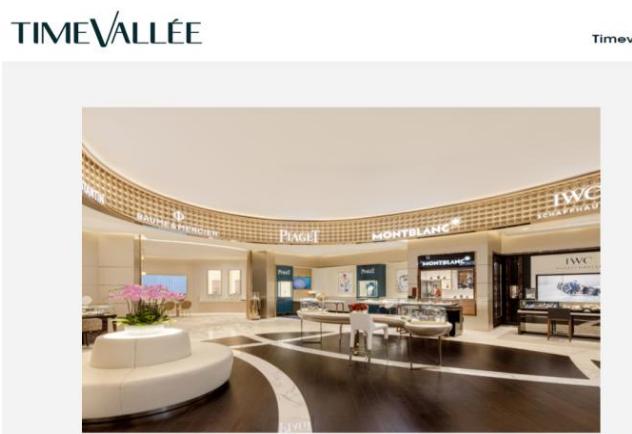
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：近年公司手表零售业务毛利率稳定略升



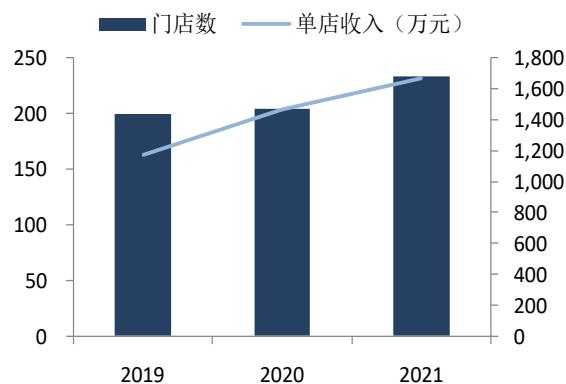
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：与历峰集团合作的高端集合门店 Time Vallée



资料来源：Time Vallée 官网，信达证券研发中心

图 20：亨吉利单店收入持续提升



资料来源：Wind, 公司公告，信达证券研发中心

手表品牌业务：自有品牌手表保持稳定发展，毛利率持续高位。手表品牌业务方面，公司在通过收购、自创和授权经营等方式，目前已形成了以“飞亚达”为主的多品牌矩阵。“飞亚达”品牌的渠道已遍布全球 30 多个国家和地区，2021 年公司新开购物中心自营店 100 家，目前全部门店超 3000 家。自有品牌业务销售收入基本稳定，2021 年实现营业收入 10.12 亿元，同比增长 4.4%。

公司深耕核心系列，优化新品开发逻辑，新品开发成功率显著提升；继续以“卓越运营”、“卓越销售”和 CRM 系统为抓手，扎实推进精细化运营，飞亚达品牌持续深化 CRM 系统运营，会员招募及潜客转化持续稳定增长，线下会员销售占比达 94%。2021 年，飞亚达平均客单价同比提升 12%，带动自主品牌业务毛利率持续较好水平，2021 年毛利率升至 71.57%。

图 21：2021 年公司手表品牌业务收入同比增长 4.4%



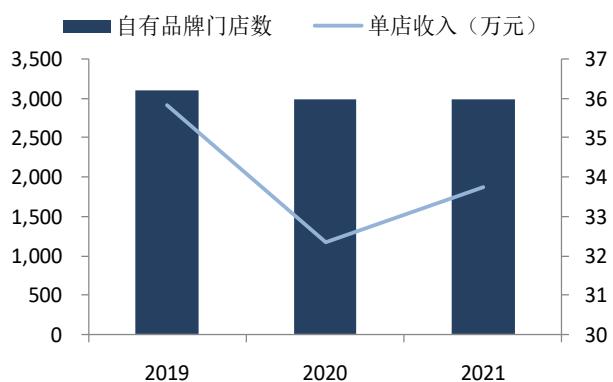
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 22：近年公司手表品牌业务毛利率持续高位



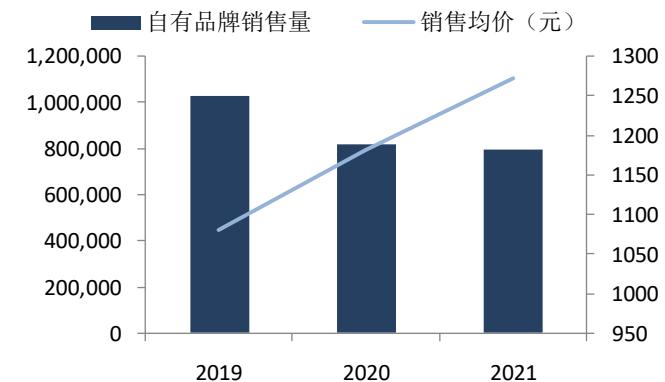
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 23：自有品牌手表单店收入呈稳定上行趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

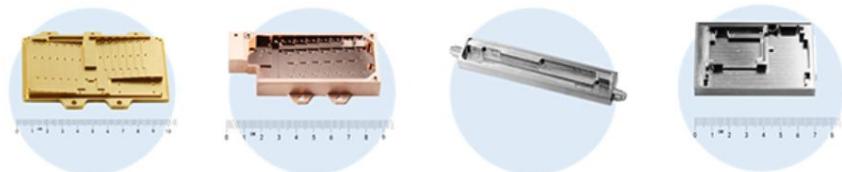
图 24：自有品牌手表销售均价持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

精密科技业务：立足精密科技强大研发实力，未来有望向医疗、航空航天领域拓展。三十多年来，公司持续致力于精密科技研发能力建设，先后构建了先进的研发生产技术和制造工艺平台，于深圳和瑞士分别建立了研发生产基地，已经建立了囊括手表自有机心和关键零部件制造、航天表研制与高端制表技艺等方面的专业制表能力，在新材料、新工艺、新技术等研发与应用上实现持续突破。2021 年公司精密科技业务在深耕光通讯、激光器的基础上，有序推进航空航天、医疗器械等新市场和新客户拓展，部分项目进入批量合作阶段。

图 25：公司部分精密制造产品



光通讯、激光器精密零件

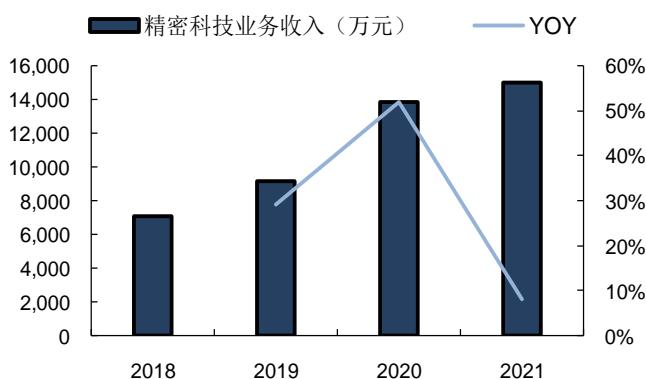


医疗器械精密零件

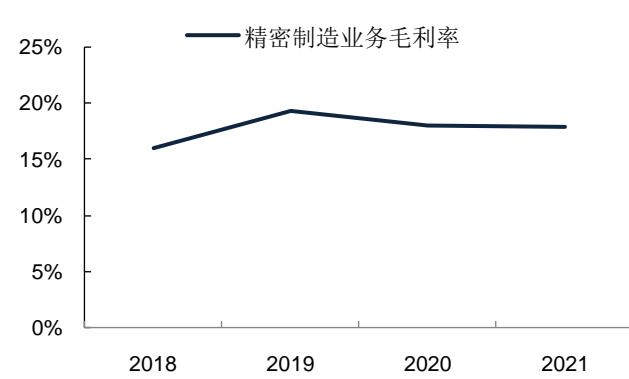


手表精密零件

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 26: 2021 年精密科技业务收入同比增长 8%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 精密科技业务毛利率基本稳定


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、盈利预测与投资评级

主要收入预测假设: 1) 假设 2022-2024 年名表业务每年新开店 10 家、自有品牌门店数量稳定；2) 假设 2022-2024 年名表业务每年单店收入提升 6%、自有品牌业务单店收入年均提升 4%；3) 假设 2022-2024 年租赁业务和精密加工业务由于基数相对较低，分别保持 25%、80% 的年均增速。综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 60.97 亿元、68.75 亿元、78.79 亿元，同比分别增长 16.3%、12.8%、14.6%。

毛利率和费用率假设: 1) 假设 2022-2024 年名表毛利率分别为 28%、28.5%、29%，自有品牌手表毛利率分别为 72%、73%、73%，租赁业务和精密加工业务毛利率基本稳定。2) 假设 2022-2024 年销售费用率、管理费用率稳定略降，研发费用率稳定。3) 假设 2022-2024 年无大额资产减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.49 亿元、5.15 亿元、5.87 亿元，同比分别增长 15.7%、14.8%、13.9%，2022-2024 年对应综合净利率分别为 7.4%、7.5%、7.4%。

表 1: 收入成本预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,704	4243	5,244	6097	6875	7879
yoY	9%	15%	24%	16%	13%	15%
1) 名表	2,353	3001	3,911	4566	5038	5550
yoY	13%	28%	30%	17%	10%	10%
2) 自有品牌	1,111	970	1,012	1053	1095	1139
yoY	1%	-13%	4%	4%	4%	4%
3) 租赁	132	117	151	189	237	296
yoY	12%	-11%	29%	25%	25%	25%
4) 精密加工	91	139	150	270	486	875
yoY	29%	52%	30%	80%	80%	80%
营业成本	2,217	2,639	3,286	3,859	4,371	5,052



名表	1,779	2,199	2,829	3,287	3,602	3,941
自有品牌	331	280	288	295	301	307
租赁	28	41	43	54	67	84
精密加工	74	114	123	222	399	718
毛利率	40.1%	37.8%	37.3%	36.7%	36.4%	35.9%
名表	24.4%	26.7%	27.7%	28.0%	28.5%	29.0%
自有品牌	70.2%	71.1%	71.6%	72.0%	72.5%	73.0%
租赁	78.7%	65.4%	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%
精密加工	19.3%	18.1%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,704	4,243	5,244	6,097	6,875	7,879
%增长率	8.9%	14.6%	23.6%	16.3%	12.8%	14.6%
营业成本	2,217	2,639	3,286	3,859	4,371	5,052
%销售收入	59.9%	62.2%	62.7%	63.3%	63.6%	64.1%
销售费用	866	871	1,050	1,221	1,342	1,499
%销售收入	23.4%	20.5%	20.0%	20.0%	19.5%	19.0%
管理费用	241	257	262	293	309	355
%销售收入	6.5%	6.0%	5.0%	4.8%	4.5%	4.5%
研发费用	45	51	58	67	76	87
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
财务费用	33	33	35	39	71	88
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	1.0%	1.1%
营业利润	273	372	505	577	662	754
%增长率	18.4%	36.3%	35.9%	14.2%	14.8%	13.8%
利润总额	276	373	502	575	660	752
%增长率	19.48%	35.2%	34.5%	14.5%	14.8%	13.9%
归属于母公司的净利润	216	294	388	449	515	587
%增长率	17.4%	36.2%	31.9%	15.7%	14.8%	13.9%
净利润率	5.8%	6.9%	7.4%	7.4%	7.5%	7.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

看好钟表龙头中长期发展，首次覆盖给予“增持”评级。飞亚达作为国内钟表行业龙头，自有品牌稳健发展，近年来积极把握名表市场发展机遇，加快渠道布局、市场份额持续提升。公司依托精密科技实力推出智能手表，亦有望新增收入增长点。国企改革预期激发企业活力，运营效率提升成效显现。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.49 亿元、5.15 亿元，5.87 亿元，同比分别增长 15.7%、14.8%、13.9%，以 2022 年 3 月 22 日收盘价计算，对应 2022 年 PE 为 9x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：可比公司目前股价对应 22 年平均 PE 为 14x

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB	ROE
	2022/3/23	(亿元)	2021E	2022E	21PE	22PE	(MRQ)	(%)
老凤祥	43.90	229.6	18.8	20.4	12.2	11.3	2.5	17.86
迪阿股份	84.80	339.2	13.0	17.9	26.1	19.0	4.9	61.32
中国黄金	11.30	189.8	8.0	10.2	23.7	18.7	2.9	9.70
周大生	13.70	150.2	12.3	15.6	12.2	9.7	2.7	17.82
稳健医疗	68.31	291.3	14.7	17.9	19.8	16.3	2.7	10.45
豫园股份	10.41	405.0	38.6	44.2	10.5	9.2	1.2	5.43
平均					17.4	14.0	2.8	20.4

资料来源：Wind 一致预期，信达证券研发中心

五、风险因素

- 1) 国内疫情大范围爆发风险：近年来新冠肺炎疫情的爆发对国内经济增速产生较大影响，大量行业和企业的正常经营活动因此受到影响。虽然国内疫情已逐步得到有效控制，但 2022 年初疫情在国内多地频发。如果未来国内疫情发生大范围的再次爆发，或将对轻工行业相关企业的需求再次带来重大冲击，导致内销业绩再次出现下滑。
- 2) 高端消费不及预期：钟表行业作为可选消费品行业，国内居民消费升级趋势是其发展的重要支撑，尤其是以名表为代表的奢侈品消费能力。如果未来出现国内经济增速大幅下滑，居民收入下降导致高端消费不及预期，或将对公司发展造成较大影响，提示高端消费不及预期风险。

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,954	2,853	3,832	4,331	4,991
货币资金	353	210	772	874	1,010
应收票据	48	61	71	80	92
应收账款	476	389	442	500	574
应付账款	17	8	9	11	12
存货	1,932	2,050	2,393	2,712	3,137
其他	129	134	144	153	165
非流动资产	1,065	1,258	1,486	1,522	1,534
长期股权投资	51	55	55	55	55
固定资产(合计)	353	349	442	478	489
无形资产	38	34	34	34	34
其他	623	819	955	955	955
资产总计	4,019	4,111	5,318	5,853	6,525
流动负债	1,209	1,025	2,082	2,444	2,919
短期借款	543	266	1,219	1,480	1,819
应付票据	4	0	0	0	0
应付账款	301	255	299	339	391
其他	361	505	564	626	709
非流动负债	10	72	72	72	72
长期借款	4	0	0	0	0
其他	6	72	72	72	72
负债合计	1,219	1,097	2,154	2,516	2,991
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,800	3,013	3,164	3,337	3,534
负债和股东权益	4,019	4,111	5,318	5,853	6,525

重要财务指标					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,243	5,244	6,097	6,875	7,879
同比 (%)	14.6%	23.6%	16.3%	12.8%	14.6%
归属母公司净利润	294	388	449	515	587
同比 (%)	36.2%	31.9%	15.7%	14.8%	13.9%
毛利率 (%)	37.8%	37.3%	36.7%	36.4%	35.9%
ROE%	10.5%	12.9%	14.2%	15.4%	16.6%
EPS (摊薄)(元)	0.68	0.90	1.05	1.21	1.38
P/E	16.90	13.11	9.18	8.00	7.02
P/B	1.75	1.68	1.30	1.23	1.17
EV/EBITDA	9.11	6.67	7.02	6.16	5.64

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,243	5,244	6,097	6,875	7,879
营业成本	2,639	3,286	3,859	4,371	5,052
营业税金及附加		25	38	43	48
销售费用	871	1,050	1,221	1,342	1,499
管理费用	257	262	293	309	355
研发费用	51	58	67	76	87
财务费用	33	35	39	71	88
减值损失合计	-15	-26	-15	-15	-15
投资净收益	5	4	1	1	2
其他	16	11	16	19	23
营业利润	372	505	577	662	754
营业外收支	2	-3	-2	-2	-2
利润总额	373	502	575	660	752
所得税	79	114	127	145	165
净利润	294	388	449	515	587
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	294	388	449	515	587
EBITDA	558	788	672	792	901
EPS (当年)(元)	0.68	0.90	1.05	1.21	1.38

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	378	547	238	366	365
净利润	294	388	449	515	587
折旧摊销	158	253	58	64	69
财务费用	21	23	45	82	100
投资损失	-5	-4	-1	-1	-2
营运资金变动	-119	-151	-339	-319	-414
其它	30	38	27	26	26
投资活动现金流	-133	-204	-287	-100	-79
资本支出	-133	-204	-151	-101	-81
长期投资	0	0	-10	0	0
其他	0	0	-126	1	2
筹资活动现金流	-204	-485	610	-164	-150
吸收投资	0	58	0	0	0
借款	743	1,156	953	260	339
支付利息或股息	-107	-187	-343	-424	-489
现金流净增加额	38	-143	562	102	136

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。