

公司研究/首次覆盖

2017年09月04日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（首次评级）

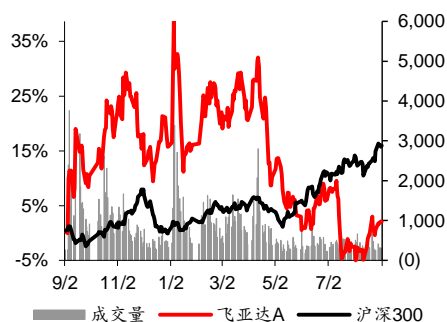
当前价格(元): 11.97
合理价格区间(元): 14.00~16.30

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

中国匠心，厚积薄发

飞亚达 A(000026)

国内腕表龙头，业绩迎来拐点

作为国内腕表龙头，公司以“品牌+渠道”双轮驱动，主要业务包括自有品牌飞亚达及世界名表零售业务。其中飞亚达表定位中端，均价在 2000-6000 元。截止 2016 年底，公司飞亚达表共有终端网点 3000 多个，名表零售网点（亨吉利）180 多个，终端网点遍布全国。2017H1 公司收入 16 亿元，同比增长 8.1%；归母净利 0.87 亿元，同比增长 43.3%，业绩迎来拐点。

居民收入持续增长、海外消费回流，行业触底回暖

反腐及经济低迷等因素压制名表消费需求，2013 年之后行业增速大幅放缓，高档手表冲击最为严重。以欧米茄、劳力士为代表的高档手表占国内腕表消费市场份额分别从 2012 年的 9.9%、5% 下滑至 2016 年的 5.6%、2.8%。居民收入的持续增长、海外消费回流等因素影响，名表行业 2016Q3 以来触底回暖。2017H1 瑞士出口中国大陆腕表增速达 21.7%，以浪琴、欧米茄、劳力士为代表的高端腕表表现最为突出。

工匠精神，厚积薄发，飞亚达表份额提升明显，毛利率持续创新高

自成立以来，飞亚达一直秉承着工匠精神，精耕细作、孜孜不倦。经过 30 年积累，飞亚达在技术、工艺、款式设计、品牌形象等方面大幅提升，领跑国内同行。飞亚达表市场份额从 2009 年的 3.3% 上升至 2016 年的 6.5%，市场份额提升明显。2017H1 飞亚达表收入同比增长 9.35%，收入增速触底回升；毛利率 68.75%，同比提升 0.74pct、创历史新高。此外，公司获得了北京牌、“Jeep”手表独家授权，新创简约时尚主攻电商渠道的新品牌唯路时，与阿里合作试水智能手表。新品牌的导入弥补了市场个性化、时尚化、智能化产品的不足，预期将成为新的业绩增长点。

精耕细作，名表业务触底反弹，业绩弹性大

作为国内第二大名表零售商，公司紧抓客户需求，积极向“名表全面服务商”转型。2017H1 名表业务收入同比增长 7.8%，业绩触底回暖；毛利率 25.86%，同比提升 0.87pct，创历史新高，转型升级效果显著。同龙头亨得利（新宇集团）相比，公司收入、网点等存在一定差距，但正不断缩窄。由于名表业务固定支出占比高的缘故，收入端的回暖将带来大的利润弹性（2017H1 公司收入同比+8.1%，净利润同比+43.3%，成功显示了这一点）。

首次覆盖给予“增持”评级

预计 2017-2019 年公司收入分别为 31.75、33.42、34.97 亿元，同比增长 6.05%、5.3%、4.6%。归母净利分别为 1.41/1.87/2.28 亿元，同比增长 27.8%、32.4%、22.1%。考虑到国企改革预期、基本面（市值小业绩弹性大）及标的稀缺性等因素，给予公司一定估值溢价，给予 2018 年 33-38 倍 PE（PEG 为 1.2-1.4 倍），合理目标价为 14~16.3 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：1) 科技巨头大力投资智能手表行业，导致传统腕表市场需求大幅下滑；2) 行业复苏不及预期；3) 人民币汇率波动影响名表海内外价差。

公司基本资料

总股本 (百万股)	438.74
流通 A 股 (百万股)	357.05
52 周内股价区间 (元)	11.14-16.41
总市值 (百万元)	5,252
总资产 (百万元)	3,845
每股净资产 (元)	5.52

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,162	2,994	3,175	3,342	3,497
+/-%	(3.54)	(5.32)	6.05	5.27	4.61
归属母公司净利润 (百万元)	121.70	110.66	141.39	187.16	228.47
+/-%	(16.41)	(9.07)	27.77	32.37	22.08
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.25	0.32	0.43	0.52
PE (倍)	43.19	47.50	37.17	28.08	23.01

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

国内腕表龙头，业绩迎来拐点.....	5
腕表龙头，“品牌+渠道”双轮驱动.....	5
业绩迎来拐点，2017H1 净利同比增长 43.3%.....	6
居民收入持续增长、海外消费回流，行业触底回暖.....	8
名表市场触底回暖，中档市场平稳增长.....	8
收入持续增长、海外消费回流等是名表市场回暖的重要因素.....	11
自有品牌飞亚达：工匠精神，厚积薄发.....	14
工匠精神，研发设计、营销、渠道、终端培训精耕细作.....	14
获北京牌、“Jeep”手表独家授权，新设唯路时，产品体系不断完善.....	16
飞亚达表毛利率持续上扬，收入增速触底回升，吹尽黄沙始到金.....	17
试水智能手表，积极应对智能手表可能的冲击.....	18
天王、飞亚达、罗西尼、依波，四大国产品牌比较.....	19
名表零售亨吉利：精耕细作，毛利率创历史新高.....	21
精耕细作，毛利率不断提升.....	21
对标龙头亨得利，差距不断缩小.....	21
维修业务稳健增长，自有物业价值丰富.....	25
线上线下掘金名表维修业务，渠道、品牌资源优势明显，发展潜力大.....	25
自有物业丰富，租金收入稳定，重估价值大.....	26
中航工业旗下企业，关注国企改革预期.....	27
盈利预测与投资建议.....	29
PE/PB - Bands.....	30

图表目录

图表 1：飞亚达发展历程.....	5
图表 2：飞亚达产品线齐全.....	6
图表 3：飞亚达渠道构建了立体化渠道体系.....	6
图表 4：飞亚达全产业链协同发展.....	6
图表 5：飞亚达营业收入及同比增速.....	7
图表 6：飞亚达归母净利润及同比增速.....	7
图表 7：飞亚达营业收入构成（2017H1）.....	7
图表 8：飞亚达毛利构成（2017H1）.....	7
图表 9：我国手表年销售额及同比增速.....	8
图表 10：我国高档手表年销售额及同比增速.....	8
图表 11：我国前十二大腕表品牌市场份额变化图.....	8
图表 12：瑞士钟表工业联合会出口中国大陆腕表金额当月同比增速.....	9

图表 13:	飞亚达名表业务收入增速首次转正	9
图表 14:	2017H1 飞亚达名表业务毛利率创历史新高	9
图表 15:	中档手表年销售额及同比增速	10
图表 16:	低档手表年销售额及同比增速	10
图表 17:	我国手表不同价格段市场份额占比	10
图表 18:	中档腕表市场各品牌零售市场占有率 (2016 年)	11
图表 19:	前十大中档手表品牌占中档手表份额变化图	11
图表 20:	中国城镇居民人均可支配收入及同比增速	12
图表 21:	近期时尚及奢侈品牌纷纷调降中国市场售价	12
图表 22:	2017 年 1-4 月境外旅游人均消费额变化	13
图表 23:	未来 5 年上层中产及富裕阶层是拉动消费主要力量	13
图表 24:	中产及以上阶层家庭月消费 (2015 年)	13
图表 25:	2003 年, 杨利伟佩戴飞亚达极限系列航天表完成任务	14
图表 26:	2010 年, 飞亚达表获德国红点产品设计大奖殊荣	14
图表 27:	飞亚达设计中心构建内外部协作开放式的创新生态圈	15
图表 28:	飞亚达印系列	15
图表 29:	飞亚达四叶草系列	15
图表 30:	飞亚达代言人高圆圆、古天乐	16
图表 31:	飞亚达参加巴塞尔钟表展	16
图表 32:	艾米龙银河系列表	16
图表 33:	Jeep 牧马人系列	16
图表 34:	北京牌穿越未来陀飞轮腕表	17
图表 35:	唯路时简约时尚石英男表	17
图表 36:	飞亚达自有品牌 (含独家授权) 价格及定位情况	17
图表 37:	飞亚达表营收及同比增速	18
图表 38:	飞亚达表毛利率持续提升	18
图表 39:	飞亚达表占总收入比变化情况图	18
图表 40:	飞亚达表毛利占总毛利比变化情况图	18
图表 41:	飞亚达印系列轻智能手表	19
图表 42:	受访者购买智能手表设备的预算 (2015 年)	19
图表 43:	热门智能手表价格比较	19
图表 44:	国产四大名表销售额对比	20
图表 45:	国产四大名表毛利率对比 (2014-2016)	20
图表 46:	国产四大名表终端网点数量对比	20
图表 47:	飞亚达名表业务收入及增速	21
图表 48:	飞亚达名表业务毛利率已经到达历史最高水平	21
图表 49:	飞亚达名表业务净利润 (含维修业务) 及同比增速	21
图表 50:	亨得利发展历程	22
图表 51:	亨得利集团架构 (出售资产前)	23
图表 52:	亨得利股权结构 (截止 2016 年底)	23
图表 53:	亨得利 (内地零售业务) 与亨吉利营业收入及增速比较	24

图表 54: 亨得利 (内地零售业务) 与亨吉利门店数量对比	24
图表 55: 亨得利 (内地零售业务) 与亨吉利毛利率对比	24
图表 56: 亨吉利获得授权维修服务商资格的 55 个品牌	25
图表 57: 亨吉利线上线下载维修流程	26
图表 58: 飞亚达租赁业务收入及毛利贡献情况	26
图表 59: 飞亚达自有物业情况	26
图表 60: 飞亚达股权结构图 (2017 年中报)	27
图表 61: 飞亚达前十大股东 (2017 年中报)	27
图表 62: 中航工业集团业务领域	28
图表 63: 盈利预测 (单位: 百万元)	29
图表 64: 飞亚达 A 历史 PE-Bands	30
图表 65: 飞亚达 A 历史 PB-Bands	30

国内腕表龙头，业绩迎来拐点

腕表龙头，“品牌+渠道”双轮驱动

飞亚达创立于1987年，是中航工业集团旗下国内腕表龙头公司。公司专注于手表行业，采用“品牌+渠道”双轮驱动的商业模式，主要业务包括自有品牌飞亚达的研发、设计、制造和销售以及世界名表连锁零售业务。

公司旗下腕表产品线齐全，品牌梯队涵盖高端、中端及时尚品牌。自有品牌方面，公司以飞亚达品牌为核心，收购了瑞士高端品牌艾米龙，同时还新创电商品牌唯路时。另外，公司还获得独家授权经营Jeep时尚品牌和“北京”牌手表。其中飞亚达产品定位中端，目前均价在2000-6000元；唯路时定位千元以下市场及电商渠道；JEPP则弥补个性、时尚表的市场空缺。

在渠道方面，公司旗下拥有亨吉利世界名表中心，是国内第二大名表分销商，目前从事40余个国际品牌的批发与零售。截至2016年底，亨吉利在全国拥有超过180个网点。自有品牌飞亚达手表主要通过百货、购物中心、旗舰店、店中店等渠道销售，截止2016年底飞亚达品牌在全国拥有3000多个销售网点。2010年公司成立综合性腕表在线销售平台酷时街，专注国内外著名手表品牌，公司唯路时主要通过酷时街、天猫等电商渠道销售。2012年，公司又顺应市场需求，成立了定位中端、多品牌腕表集合店博观表行渠道，目前也在稳步推进之中。

此外，公司一直致力于掌握核心零部件生产及提升设计水平，积极布局研发、设计，关键零部件生产等重要环节，技术研发领跑于国内同行。

图表1：飞亚达发展历程



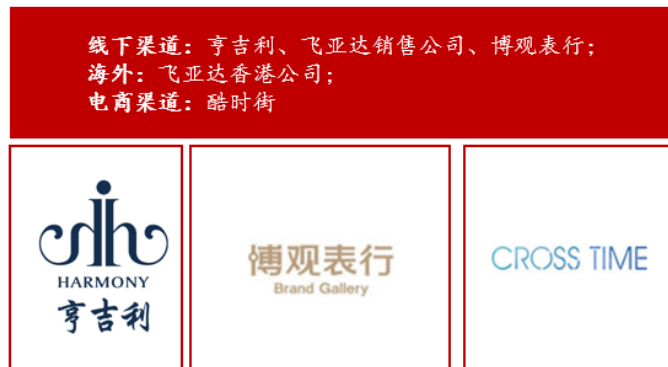
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：飞亚达产品线齐全



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：飞亚达渠道构建了立体化渠道体系



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表4：飞亚达全产业链协同发展



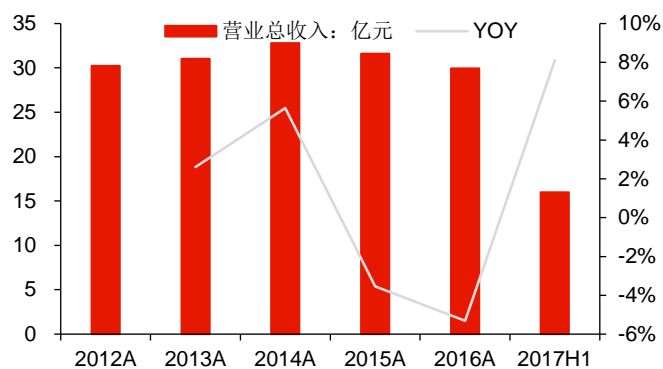
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

业绩迎来拐点，2017H1 净利同比增长 43.3%

从财务数据看，2016 年公司共实现营业收入 29.94 亿元，同比下滑 5.3%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比下滑 9.1%。从 2017 年上半年数据看，2017 年上半年公司共实现收入 16 亿元，同比增长 8.1%；共实现归母净利润 0.87 亿元，同比大幅增长 43.3%，公司业绩迎来拐点。

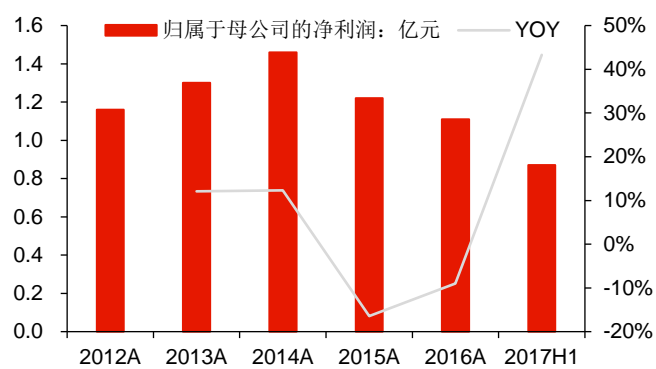
从收入构成看，2017 年上半年公司名表业务收入 10.52 亿元，收入占比 65.8%；飞亚达表收入 4.86 亿元，收入占比 30.4%；名表与飞亚达表是公司收入主要来源。从毛利构成看，由于自有品牌毛利率较高，2017H1 飞亚达表毛利占比 50.8%，名表毛利占比 41.3%，租赁及其他业务毛利占比分别为 6.5%、1.5%。

图表5: 飞亚达营业收入及同比增速



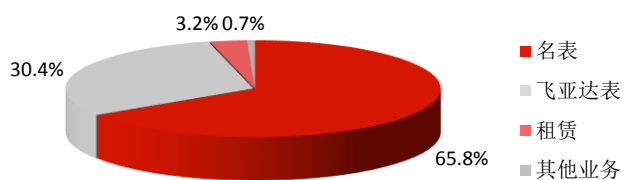
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 飞亚达归母净利润及同比增速



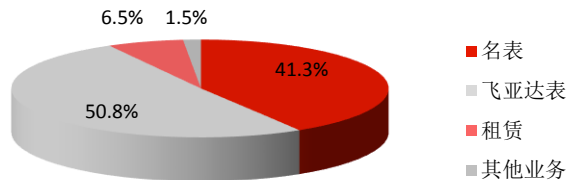
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 飞亚达营业收入构成 (2017H1)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 飞亚达毛利构成 (2017H1)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

居民收入持续增长、海外消费回流，行业触底回暖

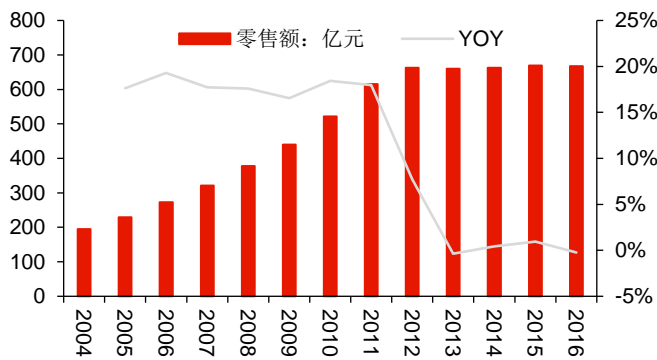
名表市场触底回暖，中档市场平稳增长

反腐及经济低迷压制名表需求，但目前已经触底回升

对于腕表而言，除了传统的计时功能之外，还有装饰、商务及收藏功能，在手机普及之后，腕表尤其是高档腕表的装饰、商务及收藏功能成为主导。在2012年反腐之前，由于经济的高速增长，富裕阶层规模的不断壮大等因素，腕表行业需求一直维持15%以上的高速增长。由于反腐因素及宏观经济的不景气，2013年开始腕表行业消费增速大幅放缓。欧睿数据统计，2016年腕表行业收入规模668亿元，同比下滑0.2%。

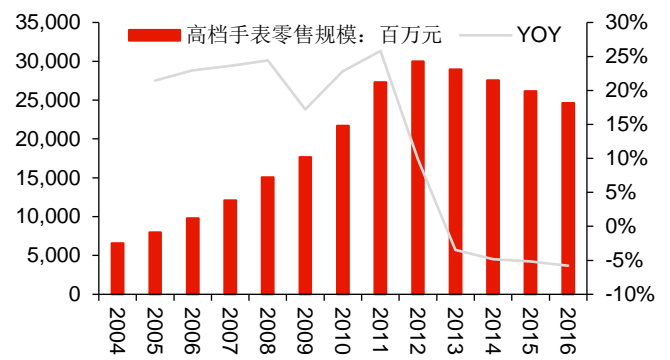
我们根据欧睿咨询的分类，将价格低于150美元的腕表定义为低档表，150-1000美元之间的腕表归于中档表，1000美元以上的腕表归于高档表。高档表以瑞士表为绝对主导，包括劳力士、欧米茄、浪琴等。分价格段看，高端名表受冲击最为严重。据欧睿数据，2016年高档手表收入规模246亿元，同比下滑5.8%。在行业消费增速大幅下滑的大环境下，以欧米茄、劳力士为代表的高档手表品牌占国内腕表消费市场份额分别从2012年的9.9%、5%下滑至2016年的5.6%、2.8%。

图表9：我国手表年销售额及同比增速



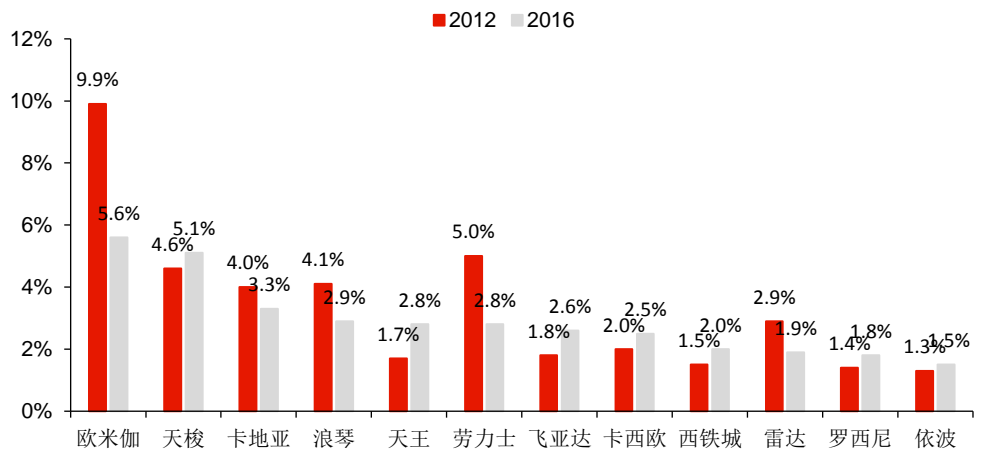
资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

图表10：我国高档手表年销售额及同比增速



资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

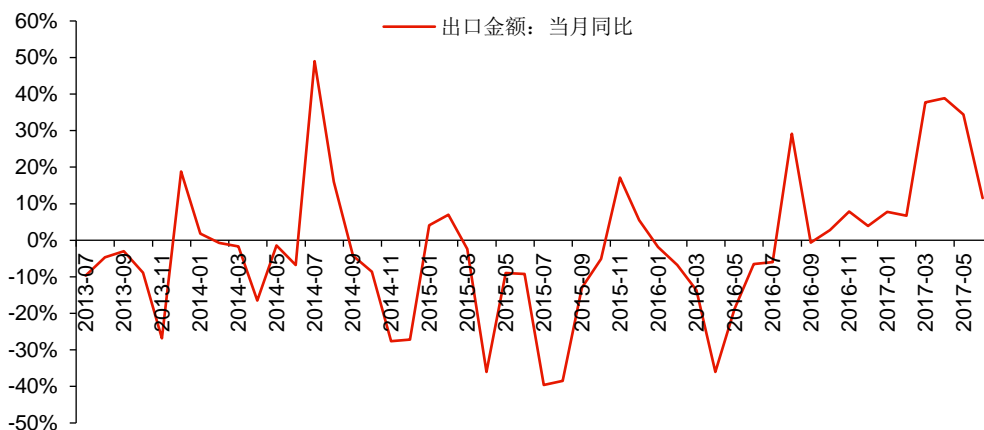
图表11：我国前十二大腕表品牌市场份额变化图



资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

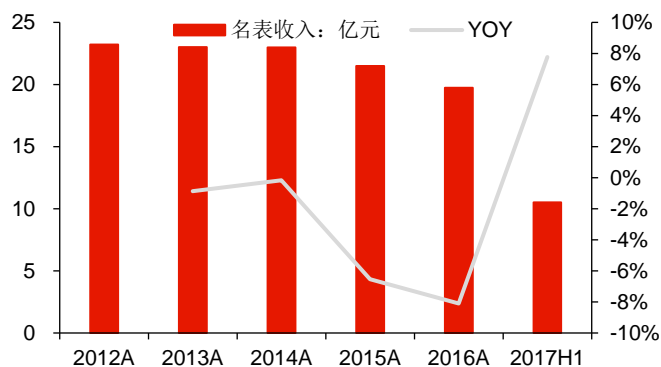
2016 年下半年开始行业回暖，名表市场触底回升。根据瑞士钟表工业联合会数据，在连续多年下滑之后，2016Q3 以来瑞士出口中国大陆腕表金额增速由负转正，2017 年上半年同比增速达 21.7%，行业出现触底回升。从飞亚达名表经营数据看，2017 年上半年公司名表收入同比增长 7.8%，2012 年至今名表收入增速首次转正。据调研得知，以浪琴、欧米茄、劳力士为代表的高端腕表表现最为突出。

图表12： 瑞士钟表工业联合会出口中国大陆腕表金额当月同比增速



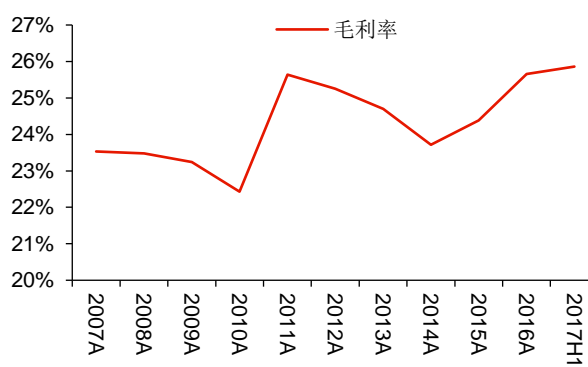
资料来源：瑞士钟表工业联合会，华泰证券研究所

图表13： 飞亚达名表业务收入增速首次转正



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表14： 2017H1 飞亚达名表业务毛利率创历史新高

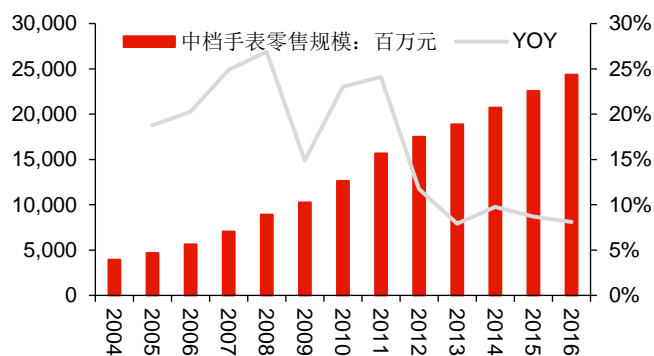


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中档市场平稳增长，飞亚达、天王市占率提升最为明显

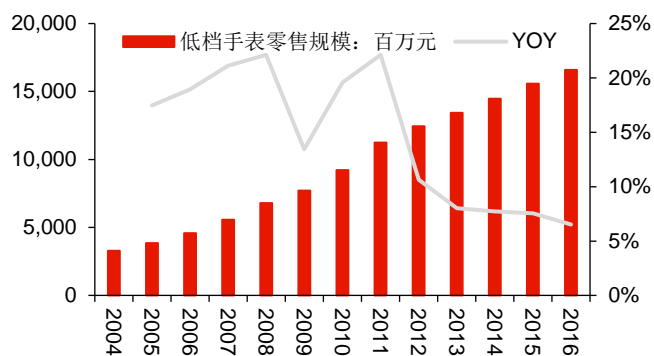
对于中档市场而言，在多年的两位数增长结束之后，2013~2016 年中档腕表整体维持平稳增长趋势。2016 年中档腕表市场规模 244 亿元，同比增长 8.1%。中档腕表市场份额也从 2012 年的 29% 上升至 2016 年的 37%，同比提升 8 个百分点。

图表15: 中档手表年销售额及同比增速



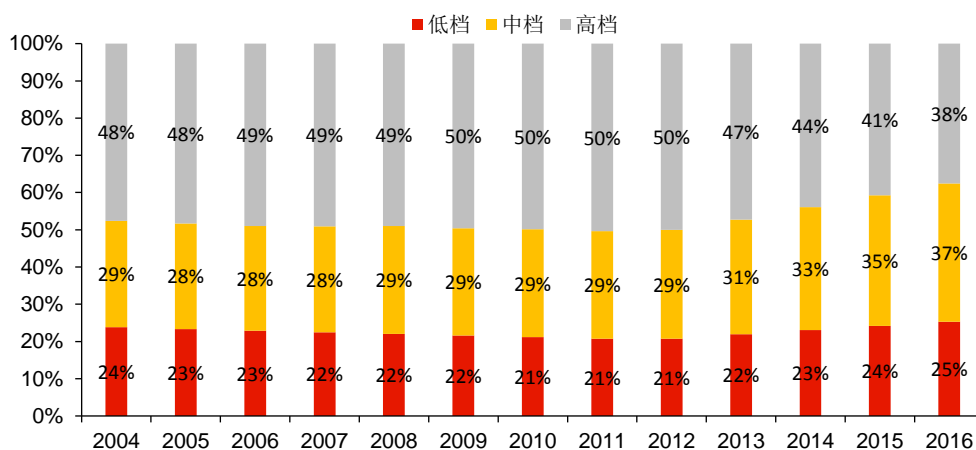
资料来源: 欧睿咨询, 华泰证券研究所

图表16: 低档手表年销售额及同比增速



资料来源: 欧睿咨询, 华泰证券研究所

图表17: 我国手表不同价格段市场份额占比



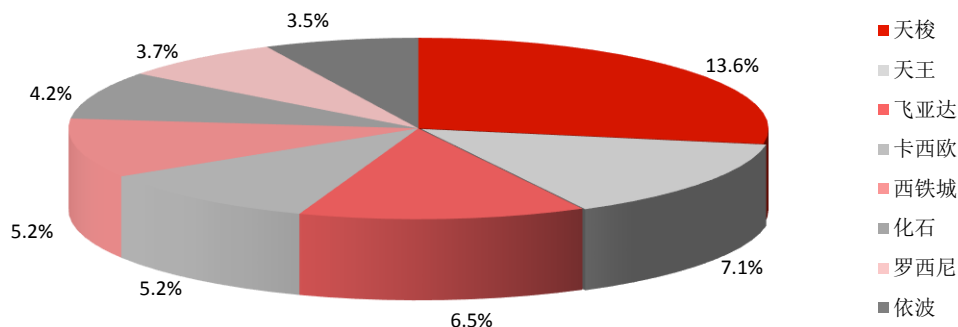
资料来源: 欧睿咨询, 华泰证券研究所

从钟表业全球竞争格局来看, 瑞士钟表业在高档机械表领域具有绝对优势。中档手表则主要包括西铁城、卡西欧等日本占据主导地位的石英表; 瑞士天梭及飞亚达、天王、罗西尼、依波四大国产名表。其中天梭在国内中档手表市场份额中排名第一, 跟据欧睿咨询数据, 2016年天梭在中档市场市占率为13.6%, 天王(7.1%)、飞亚达(6.5%)紧随其次。

尽管近年来中档手表一直维持平稳增长, 但中档手表品牌众多, 行业竞争激烈。高档手表行业的不景气, 瑞士手表又纷纷开发中低档价位手表, 挤压原国产中档手表的份额, 进一步加剧了行业竞争。

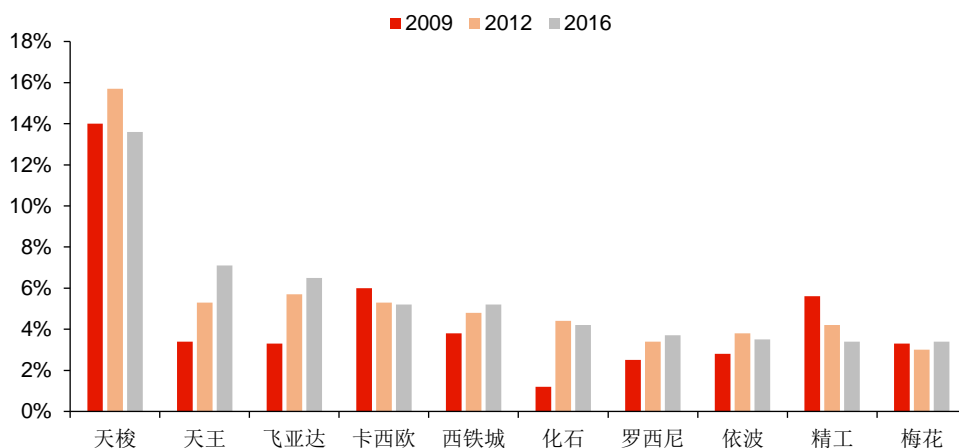
飞亚达、天王市占率提升最为明显。以飞亚达、天王为代表的国产品牌通过精耕细作, 占中档手表市场份额分别从2009年的3.3%、3.4%上升至2016年的6.5%、7.1%, 分别同比提升3.2、3.7个百分点。

图表18: 中档腕表市场各品牌零售市场占有率(2016年)



资料来源: 欧睿咨询, 华泰证券研究所

图表19: 前十大中档手表品牌占中档手表份额变化图



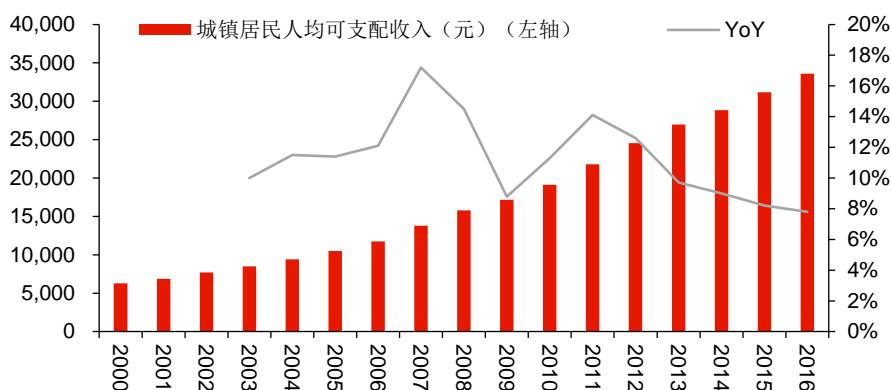
资料来源: 欧睿咨询, 华泰证券研究所

收入持续增长、海外消费回流等是名表市场回暖的重要因素

人均可支配收入持续增长奠定消费基础

人均可支配收入的持续增长、中产阶级群体的不断扩大是名表市场回暖的根本基础。此前名表行业大幅下滑主要是政府加大反腐力度,“三公”消费的减少以及经济环境的持续低迷,导致名表市场增速大幅下滑。随着居民收入水平的不断上升、经济企稳,目前居民消费已经取代了原“三公”消费的市场份额,行业回暖。

图表20：中国城镇居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

海内外价差缩小+旅购热度下滑+跨境电商价格优势弱化，海外消费回流

我们认为海外消费回流也是国内名表消费回暖的重要因素。由于定价机制、关税等因素，高端腕表海外价格此前一直低于国内价格，通过跨境电商、出境“旅购”是国内居民腕表消费的重要渠道。

一方面由于奢侈品行业不景气，国际大牌从2015年开始纷纷调低了其在中国市场售价，缩小了海内外价差，海外购优势减少。

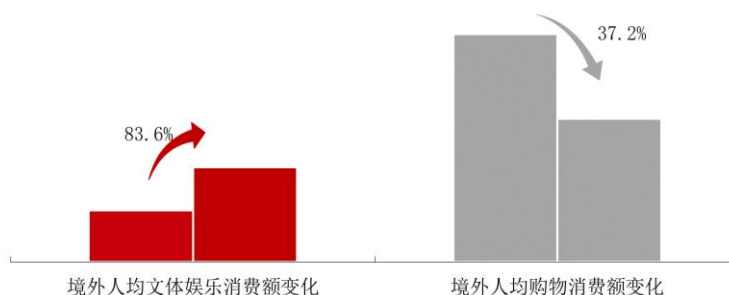
另一方面，在出国旅游成为大众休闲方式的年代，国人的旅游方式也在发生变化，逐渐从以购物为主导向休闲娱乐为主转变。根据蚂蜂窝旅行网发布的中国人全球旅游消费报告，2017年1-4月，中国游客境外人均购物消费与去年同期相比下降37.2%，而境外人均文娱消费则同比增长83.6%。

图表21：近期时尚及奢侈品牌纷纷调降中国市场售价

品牌	时间	地点	降价幅度	降价产品类别
Burberry	2016年9月	香港及内地市场	20%-25%	包袋产品
Hugo Boss	2016年2月/7月	中国	2月降价20%，7月降价30%-50%	春夏系列
施华洛世奇	2015年11月	中国市场	中国市场下调20%，欧洲市场上调20%	时尚首饰
Prada	2015年7月	中国	调价并无统一的降价幅度；2015年12月Prada首席执行官表示会推行全球协调定价，通过提高欧洲区售价把目前欧洲与中国35%的价差幅度缩窄至10%-15%	
GUCCI	2015年5月	中国多地专柜	部分商品低至五折	箱包、手袋、服装、鞋子、香水、围中、太阳眼镜等
卡地亚	2015年4月	香港、内地等	5%-10%	大部分的珠宝和手表产品
香奈儿	2015年3月	中国内地	中国市场下调20%，欧洲市场上调20%，调价后两地价差不得超过5%	首先对三款经典手袋调价，此后价格协调将在2015年对所有精品的产品陆续调整
百达翡丽	2015年2月10日	降低亚太地区主要是美国、香港和瑞士的零售价，提高欧元区和日本地区的零售价格	香港地区降价5%到22%不等	

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表22: 2017年1-4月境外旅游人均消费额变化

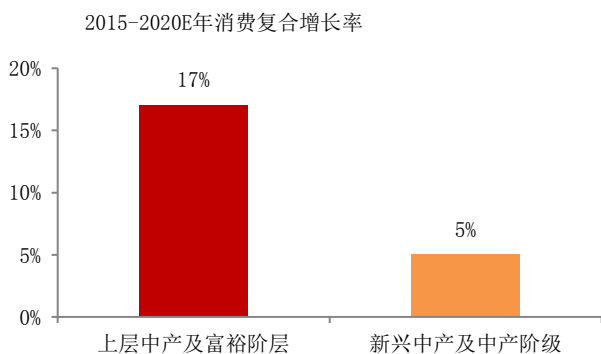


资料来源: 蚂蜂窝旅行网, 银联智慧, 华泰证券研究所

另外, 2016年电商新政出台, 跨境电商渠道(含海淘代购)价格优势大幅减弱, 也是导致海外消费回流重要因素。具体看, 根据上述规定, 对于10000元以上的高档手表, 新政之前只征收30%的行邮税。新政之后, 通过海淘、代购等渠道行邮税提升至60%; 如果通过跨境电商则需要按照一般贸易方式全额征税。电商新政后, 跨境电商(含海淘)价格优势大幅减少。

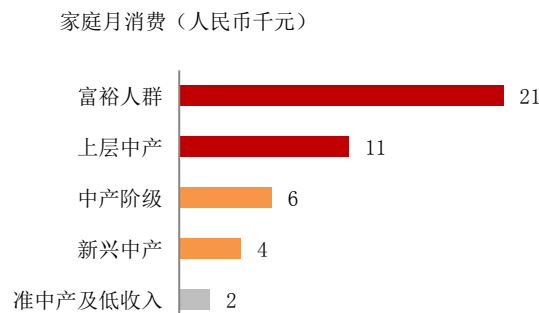
展望未来, 中产阶级规模的不断扩大将为名表市场提供长期增长动力。据西南财经大学2015年调查数据显示, 2015年我国中产阶层成年人口数量已达2.04亿(人均财富13.9万美元), 位列世界第一。据波士顿咨询公司预测, 2015-2020年上层中产及富裕阶层(家庭年可支配收入在2.4万美元以上)消费复合增速将达17%, 这将成为高端腕表需求增长的长期动力。

图表23: 未来5年上层中产及富裕阶层是拉动消费主要力量



资料来源: EIU, BCG, 华泰证券研究所

图表24: 中产及以上阶层家庭月消费(2015年)



资料来源: BCG, 华泰证券研究所

自有品牌飞亚达：工匠精神，厚积薄发

工匠精神，研发设计、营销、渠道、终端培训精耕细作

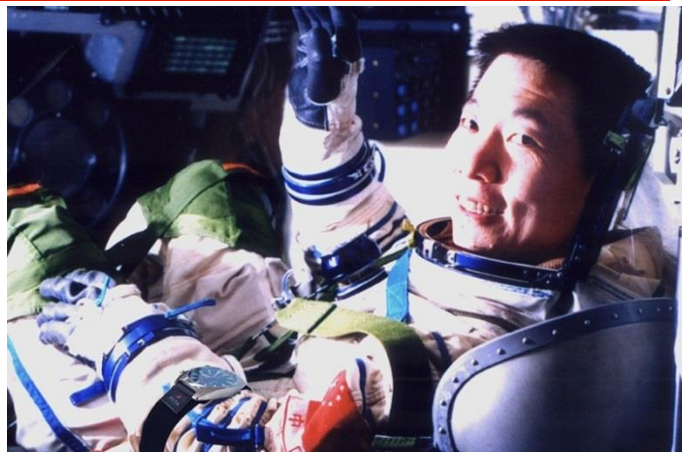
作为中国四大国产手表品牌之一，飞亚达表目前拥有印系列、四叶草系列、摄影师系列、花语系列、航天系列等经典腕表，主体销售价位为2000-6000元。自成立以来，飞亚达一直秉承着工匠精神，在研发、设计、营销及终端培训方面精耕细作，孜孜不倦。经过30年的积累，飞亚达在关键零部件技术、工艺、款式设计、品牌形象等方面大幅提升，领跑于国内同行，与瑞士品牌的差距也逐步缩小。

研发&设计

技术研发方面，公司一直重视技术研发投入，拥有强大技术研发团队。在手表技术最关键的部分——机芯领域，拥有陀飞轮机芯、航天机芯以及自动机械计时机芯等多项自主研发技术。作为中国载人航天事业合作伙伴，飞亚达制造了中国第一块航天表，随杨利伟成功完成了中国首次载人航天飞行任务，大幅提升了公司品牌形象。从神舟五号至今，一直为中国航天员提供执行任务用表、训练工作用表、地面训练用表等。

国产表设计领导者，产品工艺、设计优势突出。飞亚达目前拥有国家级工业设计中心，在产品的设计方面不遗余力。公司设计团队拥有30多名中高级专业人才，集团总经理亲自担任设计中心主任，直接隶属于飞亚达集团独立运行。公司每年均会派几十人去海外学习和采风。从摄影师系列到四叶草系列、花语系列，再到近期推出的广受消费者欢迎的印系列，持续多年不遗余力的投入使得飞亚达在产品的设计方面已经大幅领先于国内同行，与瑞士品牌差距也逐步缩小。据草根调研，相对于瑞士名表，飞亚达更加年轻化、时尚化，且女表占比高于同行（2016年飞亚达女表收入占总收入比约50%，其他竞品则以男表为主），符合腕表消费趋势。

图表25：2003年，杨利伟佩戴飞亚达极限系列航天表完成任务



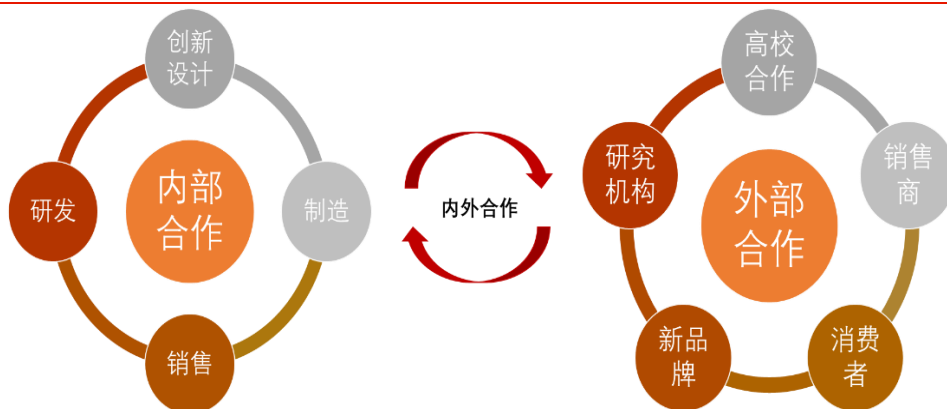
资料来源：飞亚达官网，华泰证券研究所

图表26：2010年，飞亚达表获德国红点产品设计大奖殊荣



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表27： 飞亚达设计中心构建内外部协作开放式的创新生态圈



资料来源：飞亚达官网，华泰证券研究所

图表28： 飞亚达印系列



资料来源：公司官网，华泰证券研究所（官网价格：2980 元）

图表29： 飞亚达四叶草系列



资料来源：公司官网，华泰证券研究所（官网价格：3680 元）

营销

在品牌营销推广方面，公司一直走在行业前沿。自成立至今，30 年来飞亚达不遗余力逐步努力提升品牌和国际化程度，自 2011 年成为首个跻身巴塞尔钟表展 1 号馆的企业以来，公司连续七年到瑞士巴塞尔 1 号馆参展，在中国品牌中绝无仅有。目前公司品牌已经逐步融入国际品牌序列，进入 30 个国家和地区，国际影响力逐步体现。在数字营销时代，飞亚达又紧跟时代潮流，采用微信、微博、短视频等新媒体作为营销宣传，效果良好。

渠道

目前公司亨吉利拥有 180 多个网点，飞亚达自有品牌拥有 3000 多个网点，目前公司重点在于精耕细作现有渠道，提升单店产出。此外，2010 年推出电商平台酷时街，2012 年成立定位中端、多品牌腕表集合店博观表行渠道，目前已经构筑了亨吉利、销售公司（含博观表行）、电商平台等全覆盖的手表零售网络，为广大消费者提供体贴入微的优质服务。

终端培训

对于手表而言，终端销售人员素质对手表成功销售至关重要，飞亚达一直非常重视终端销售人员培训，精耕细作终端渠道。根据草根调研，门店员工每周都需要接受培训，培训方式包括授课方式，也包括案例分享、探讨，销售经理也会经常到店指导。常年持续的培训大幅提高了员工的素质，也提高了员工销售积极性。培训资料、案例的积累沉淀也减少了优秀员工离职后可能带来的损失，公司也连续十一年获得“中国年度最佳雇主”称号。

图表30: 飞亚达代言人高圆圆、古天乐



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表31: 飞亚达参加巴塞尔钟表展



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

获北京牌、“Jeep”手表独家授权，新设唯路时，产品体系不断完善

在精耕细作的同时，公司不断完善产品体系。2009年公司出资900万港元顺利收购瑞士高端手表品牌艾米龙，目前艾米龙经营良好。艾米龙拥有300多年悠久历史，其腕表工艺精湛，属于高档腕表，均价在1万元以上。艾米龙的引入一方面拓宽了公司市场，提升了公司形象；另一方面公司也得以进一步学习瑞士钟表工艺及营销管理理念，对于提升公司产品设计水平功不可没。

继收购艾米龙后，飞亚达又相继获得“Jeep”牌腕表在中国及东南亚的独家代理权、北京牌手表独家授权。Jeep品牌由戴姆勒·克莱斯勒公司于1941年创立，主要用于生产具有越野性能的四轮驱动车。Jeep品牌因越野车而声名远播，代表健康积极的生活方式、勇于冒险和坚毅不屈的性格，被视为物化了的美国精神的象征。作为Jeep品牌的新形态，Jeep手表目标群体为崇尚冒险、自由、激情的精英阶层男士，品牌强调自由的生活态度，讲究时尚与生活的搭配，以男士硬派风格为主。旗下具有大切诺基系列、牧马人系列、指南者系列等三个系列产品。Jeep牌的引入弥补了个性、时尚表的市场空缺，丰富了产品系列。

图表32: 艾米龙银河系列表



资料来源: 京东旗舰店, 华泰证券研究所 (价格: 23320元)

图表33: Jeep 牧马人系列



资料来源: 京东旗舰店, 华泰证券研究所 (价格: 2278元)

2016年6月，飞亚达与北京手表厂有限公司签订《“北京”品牌独家授权业务合作协议》，受托运营管理北京手表。北京牌创立于1958年，是中国钟表行业具有独立制表能力的传统品牌。品牌专注高复杂机芯的制作与高端腕表的定制，将东方美学元素、文化内涵融入制表，具有镶嵌、珐琅、刺绣、微雕、金雕、镂空、精饰等精饰工艺，形成了严谨、典范的品牌形象和强烈的品牌识别度，具有亲民、传承情怀、注重品质内涵、定制、专业精准五大品牌亮点。北京牌手表品牌定位轻奢，现有潜锋系列、丝语系列、北海系列、经典系列、复刻系列、名筑系列、灵感系列、猎户系列等八个系列产品。

唯路时 (JONAS&VERUS) 是飞亚达于 2014 年推出的简约时装表品牌, 由公司自有团队进行设计、研发、生产和销售。品牌以 “Be yourself” 为口号, 以坚持极简美学、10 秒拆换表带、多色表带搭配的独特设计为特色, 定位年轻消费群体, 推崇在注重设计感和品质感的同时拒绝虚高价格的 “新轻奢态度”。包括简尚系列、骑士系列、锋范系列、尊享系列、my queen 系列、v-Sport 系列等六大系列产品。

唯路时作为电商品牌, 价格定位在 1000 元以下, 目前以线上销售为主, 主要通过酷时街、天猫等电商渠道销售, 线下有近 300 家销售网点, 先后入驻深圳海岸城、上海港汇恒隆、北京东方新天地等一线城市购物中心, 累积覆盖全球 100 多个城市, 在东南亚、加拿大、美国均有发售。

图表34: 北京牌穿越未来陀飞轮腕表



资料来源: 京东旗舰店, 华泰证券研究所 (价格: 10480 元)

图表35: 唯路时简约时尚石英男表



资料来源: 京东旗舰店, 华泰证券研究所 (价格: 919 元)

总结而言, 目前公司高端品牌有艾米龙, 中高端品牌包括北京牌及飞亚达表, Jeep 则补充了市场个性化、时尚化产品的不足, 唯路时的推出顺应了年轻时尚、追求简约生活的消费者的需求。高、中、低端全方位布局, 产品线已经逐步完善, 新品牌的导入一方面能通过共享现有渠道资源, 预期将成为新的盈利增长点。另一方面也有助于飞亚达吸收这些品牌工艺、设计、运营等方面优势, 博采众长, 进一步提升自身水平。

图表36: 飞亚达自有品牌 (含独家授权) 价格及定位情况

品牌	均价	定位	运营渠道
艾米龙	1 万元以上	瑞士制造, 国际名表	亨吉利世界名表中心
北京牌	3000-4000 元	传统承传、东方美学	亨吉利世界名表中心
Jeep	1000-1500 元	个性时尚、自由、冒险	亨吉利世界名表中心
飞亚达	2000 多元	年轻、时尚、经典品牌	飞亚达销售公司
唯路时	1000 元左右	简约、时尚、电商品牌	电商渠道

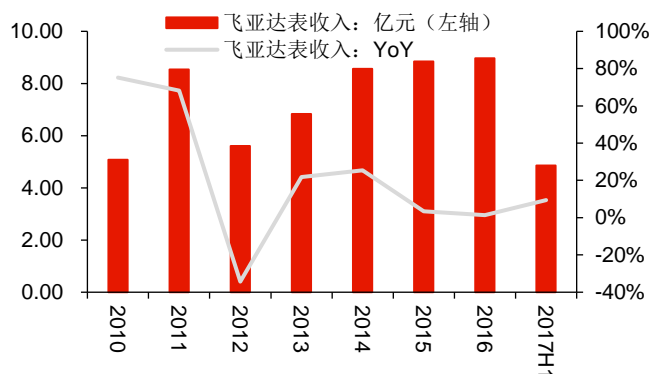
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

飞亚达表毛利率持续上扬, 收入增速触底回升, 吹尽黄沙始到金

在持续多年高速增长之后, 受经济不景气及瑞士手表因为纷纷开发中低端产品线影响, 公司 2015 年、2016 年营收增速从 2014 年的 20% 以上跌至 5% 以下。但从 2017H1 数据看, 飞亚达表营业收入达 4.86 亿元, 同比增长 9.35%, 收入增速触底回升。从毛利率来看, 飞亚达表毛利率整体呈不断上升趋势, 2017 年 H1 毛利率提升至 68.75%。公司秉承工匠精神, 孜孜不倦, 收入改善、毛利率持续提升, 精耕细作逐见成效。

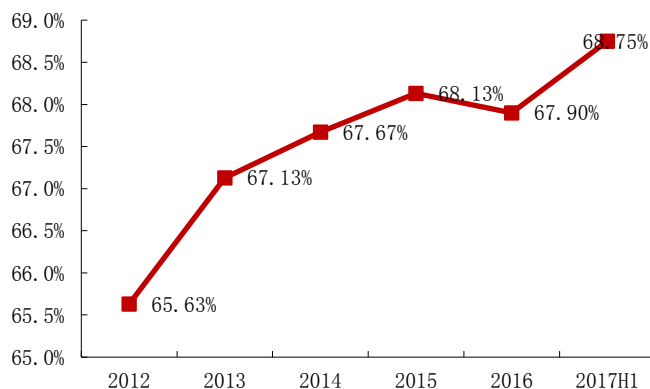
自 2012 年以来, 飞亚达表毛利、收入占公司整体比重不断提升, 营收贡献从 2012 年的 22.27% 提高到 2017H1 年 30.4%, 毛利贡献从 2012 年的 35.52% 提高到 2017H1 的 50.8%, 自有品牌已经成为公司最主要利润来源。

图表37: 飞亚达表营收及同比增速



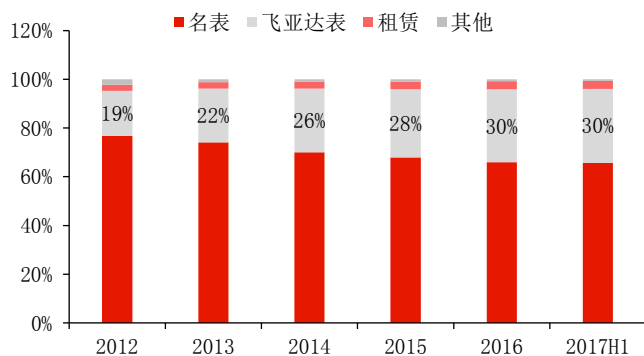
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表38: 飞亚达表毛利率持续提升



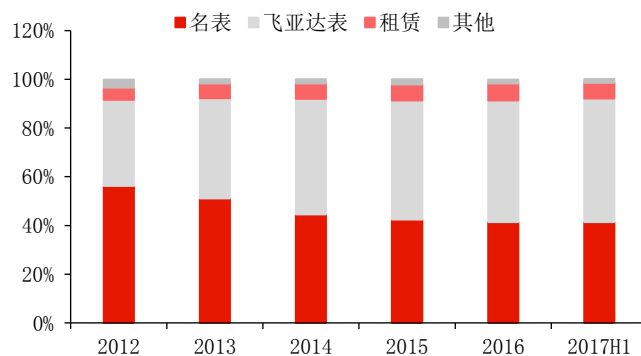
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表39: 飞亚达表占总收入比变化情况图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表40: 飞亚达表毛利占总毛利比变化情况图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

试水智能手表, 积极应对智能手表可能的冲击

为了应对智能手表带来的冲击, 飞亚达率先布局智能手表市场, 与阿里巴巴联手推出智能手表——飞亚达印系列智能腕表。2016年3月17日, 飞亚达在巴塞尔国际腕表展上与阿里 YunOs 事业部合作推出印 (In) 系列智能腕表。该腕表由公司原创设计, 与其他腕表有所不同, 印系列主打轻智能, 外形与传统手表类似, 功能精简化, 更具针对性, 有信息提醒、运动计步、智能防丢、30米防水、无线充电、蓝牙连接等功能, 能够保持30天超长待机。目前印系列支持深圳、武汉、苏州等地的公交、地铁、便利店支付。

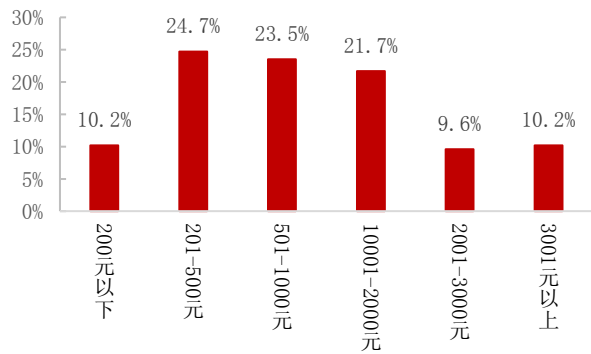
印系列手表亦走中端亲民价位, 售价1569元起。根据易观智库2015年度中国智能手表综合报告, 受访者购买智能手表设备的预算主要集中在200-2000元, 占比69.9%。在2001-3000元区间内则不但有Apple Watch Sport, 还涵盖了HUAWEI WATCH、三星Gear S2和MOTO 360二代。百元价格内则多为功能、配置更为简化的智能手环。作为机械式手表, 印系列设计灵感源自单车, 在塑造复古时尚情调的同时, 巧妙地融入了科技美感, 不仅彰显了轻复古时尚的产品理念, 也传达出印系列简约利落的年轻印象。印系列是公司向智能化方向尝试, 产品一经推出大受市场欢迎。

图表41: 飞亚达印系列轻智能手表



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表42: 受访者购买智能手表设备的预算 (2015年)



资料来源: 易观智库 2015, 华泰证券研究所

图表43: 热门智能手表价格比较

产 品	Apple watch sport	Apple watch edition	Huawei watch 尊享系列	三星 galaxy gear v700	MOTO 360 二代	三星 Gear S2	索尼 smartwatch	
价 格	4188-8288	2588-2988	9588-9988	3288	499	1799	2799	1278

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

天王、飞亚达、罗西尼、依波, 四大国产品牌比较

从行业层面看, 中档手表市场平稳增长, 以天王、飞亚达为代表的品牌市占率提升最为明显, 为此我们将国产四大名表做了详细比较。

我国国产四大名表分别为飞亚达、罗西尼、依波、天王表, 四大品牌都定位中档。其中, 依波和罗西尼是冠城钟表珠宝集团旗下手表品牌, 天王表是时计宝集团公司旗下手表品牌。冠城钟表珠宝集团有限公司于 1991 年在香港联交所主板上市, 旗下拥有罗西尼、依波、昆仑、绮年华、劳特莱、Dreyfuss & Co 及 J&T Windmills 等自有品牌。时计宝集团于 2013 年 2 月在港交所主板上市, 拥有核心自主品牌“天王”、“拜戈”, 是国内领先的手表制造商与零售商。

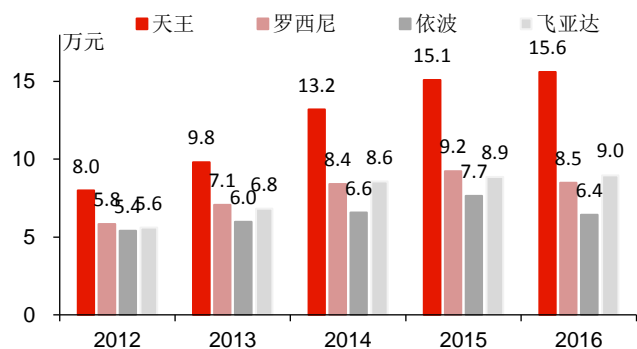
从价格定位上来说, 飞亚达定位最高, 主打价位在 2000-6000 元, 而其它三大品牌均有部分低端市场的产品, 依波表和罗西尼主打 1000-3000 元产品。

从终端网点数看, 截止 2016 年底, 罗西尼以 3400 家网点排名第一, 其次分别是依波、飞亚达、天王。由于天王门店都属于直营店, 因此尽管天王网点数目少, 但收入规模排名第一。

从收入端看, 2016 年天王表销售额达到 15.6 亿元 (未扣除商场扣点, 统一口径后的实际净销售额约 11.5 亿元), 四大名表中排名第一; 其次是飞亚达 (8.97 亿元); 罗西尼、依波收入分别为 8.8 亿元、6.7 亿元。从收入增速看, 天王 2016 年收入同比下滑 4.29%, 2017H1 收入同比下滑 1.22%; 罗西尼、依波 2016 年收入分别下滑 7.9%、16%。飞亚达表 2016 年收入同比增速 1.36%、2017H1 收入增速 9.35%, 表现优于天王、罗西尼及依波。

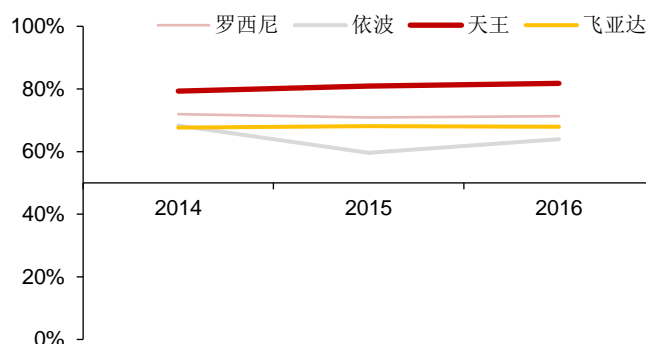
从毛利率角度看, 2014~2016 年四大国产表毛利率均在 60% 以上, 天王因为全部直营模式, 毛利率最高, 2016 年毛利率为 82%。

图表44: 国产四大名表销售额对比



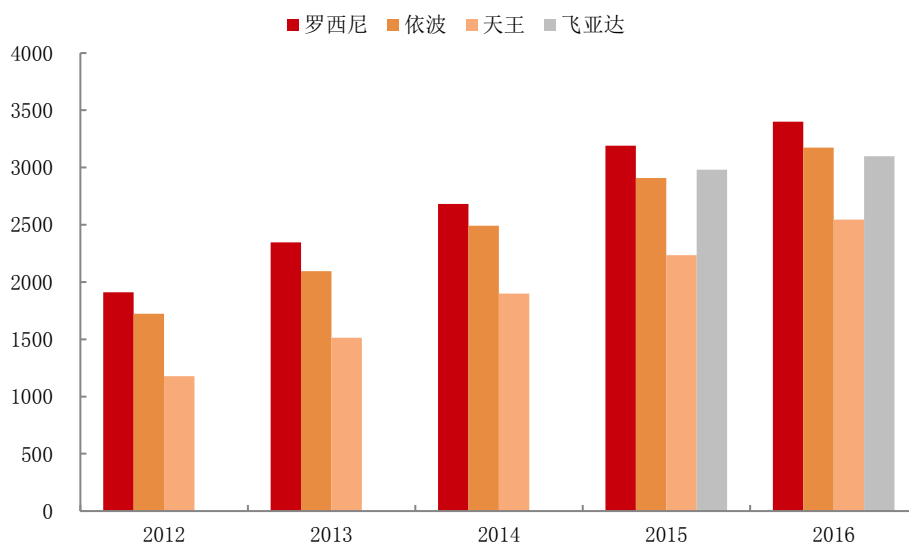
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所 (天王收入未扣除商场扣点, 统一口径后的实际净销售额约 11.5 亿元, 另外其以 6 月 30 日作为年报截止日)

图表45: 国产四大名表毛利率对比 (2014-2016)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表46: 国产四大名表终端网点数量对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

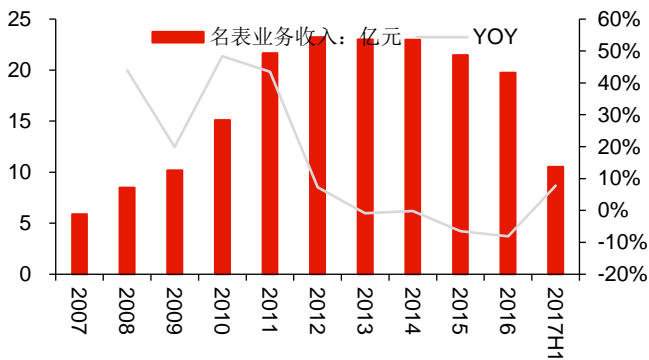
名表零售亨吉利：精耕细作，毛利率创历史新高 精耕细作，毛利率不断提升

飞亚达旗下名表零售业务由亨吉利世界名表中心（简称“亨吉利”）负责运营，2012年之前，飞亚达名表一直维持20%以上的收入增速。行业不景气，飞亚达名表业务增速也出现下滑，2016年公司名表业务收入同比下滑8.1%。2017年上半年行业复苏，飞亚达名表业务收入同比增长7.8%。

从“名表零售服务商”向“名表全面服务商”转型，2017H1毛利率创历史新高。面对复杂多变的消费环境，公司紧紧围绕“重铸基础、深耕运营、顾客研究、创新发展”工作主题，不断提升盈利能力，深入开展顾客研究工作，推进商业模式的转型升级以“深耕”为导向，持续开展单产提升工作。通过调整店铺结构，缩减冗余投入，置换低效资产，提升资产运营效率，推进从名表零售服务商”向“名表全面服务商”的商业模式转型。

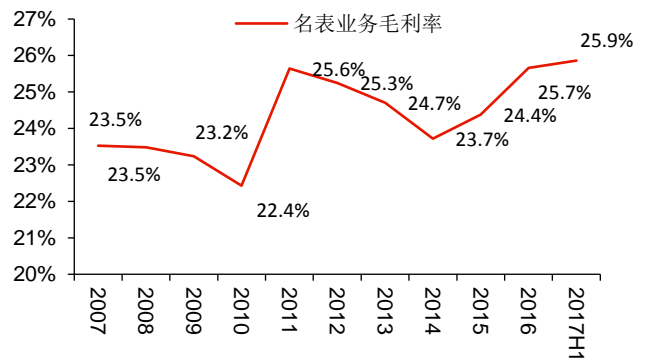
从毛利率角度看，公司2015年至今毛利率不断提升，2017年上半年度毛利率为25.9%，创历史最高水平，商业模式转型初见成效。从净利润角度看，2016年公司名表业务（含维修）净利润2766万元，同比增长81%。2017年上半年名表净利润2222万元，同比增长12%。

图表47： 飞亚达名表业务收入及增速



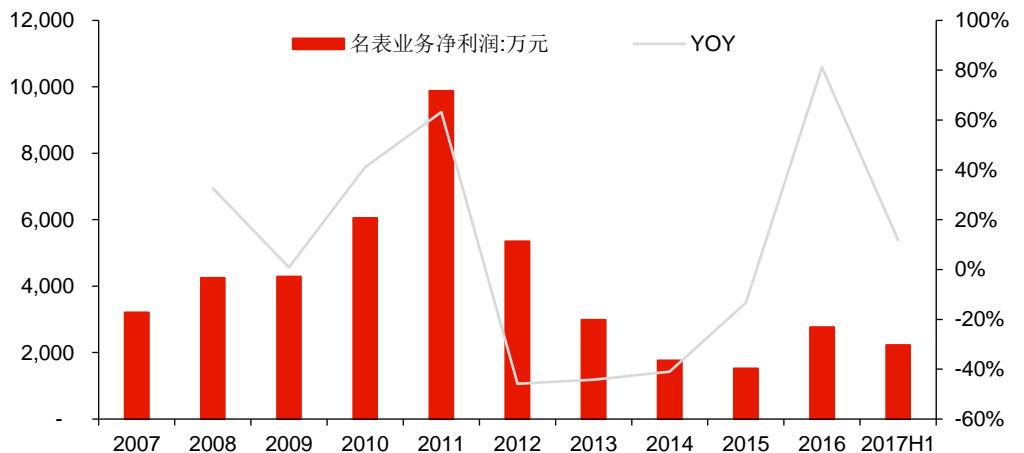
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48： 飞亚达名表业务毛利率已经到达历史最高水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表49： 飞亚达名表业务净利润（含维修业务）及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

对标龙头亨得利，差距不断缩小

目前国内名表零售业务中，亨得利市场份额排名第一，飞亚达名表业务（即亨吉利）其次，其余都属于区域性名表零售企业，因此我们重点比较了亨得利和亨吉利。

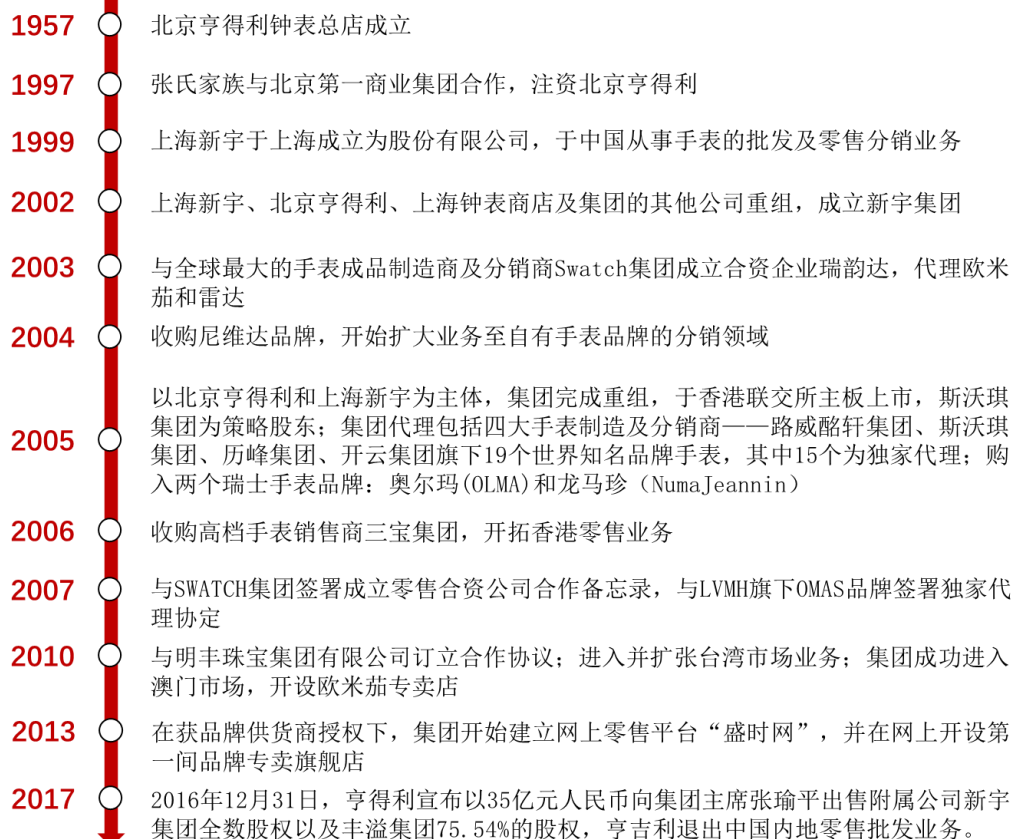
作为国内第一大国际名表分销商，亨得利实际控制人为公司董事长张瑜平，其他股东包括Swatch集团（2016年底持股9.16%）及LVMH（2016年底持股5.97%）等。公司旗下拥有超过50个国际品牌的零售和分销权，销售体系包括盛时表行/亨得利（中档及中高档国际名表）、三宝名表（顶级国际名表）以及单一品牌专门店，并于2013年建立电商平台盛时网。其中，公司国内手表零售业务由上海新宇集团负责运营。

2016年亨得利共实现收入123亿元，同比下滑7.3%。其中零售业务实现收入85.6亿元，同比下滑8.7%；中国内地零售业务实现收入56亿元，同比下滑3.1%。

截止2016年底，亨得利共有门店446家，其中内地门店数375家，港澳门店16家、台湾门店55家。亨得利中国内地零售门店主要分布在北京、上海、浙江、江苏、河南、山西、湖北、东北三省、西南等区域，市场分布较为集中。除零售业务之外，公司还拥有400多家批发客户，2016年批发业务贡献收入31.94亿元。

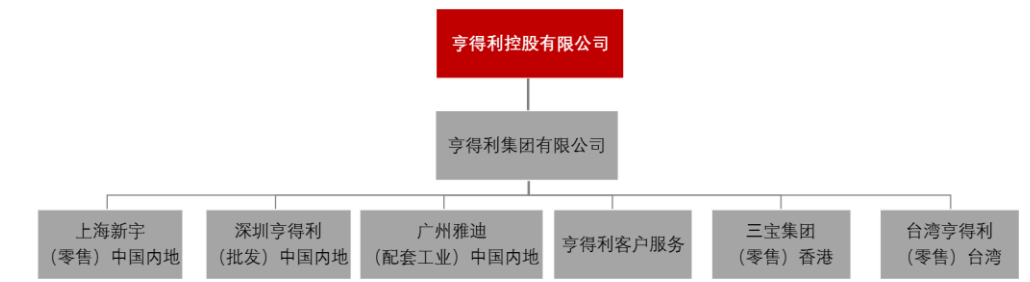
出售新宇集团及丰溢集团，上市公司层面退出中国内地零售及批发业务。由于内地经营业绩的下滑、访港游客数量减少等因素，2016年12月31日，亨得利宣布以35亿元人民币向集团主席张瑜平出售附属公司新宇集团全数股权以及丰溢集团（丰溢集团主要于香港从事珠宝及钟表零售业务）75.54%的股权，退出中国内地零售及批发业务，2017年6月28日交易完成。未来，亨得利将主要从事香港、澳门、台湾的中高端手表品牌零售以及手表配套产品制造业务，专注于香港、台湾和其它海外市场拥有高消费力的高净值客户。出售之后，新宇及其附属公司将以其自有注册商标「盛时表行」或不含有「亨得利」或「三宝名表」名称的其他新品牌经营其零售网络。

图表50：亨得利发展历程



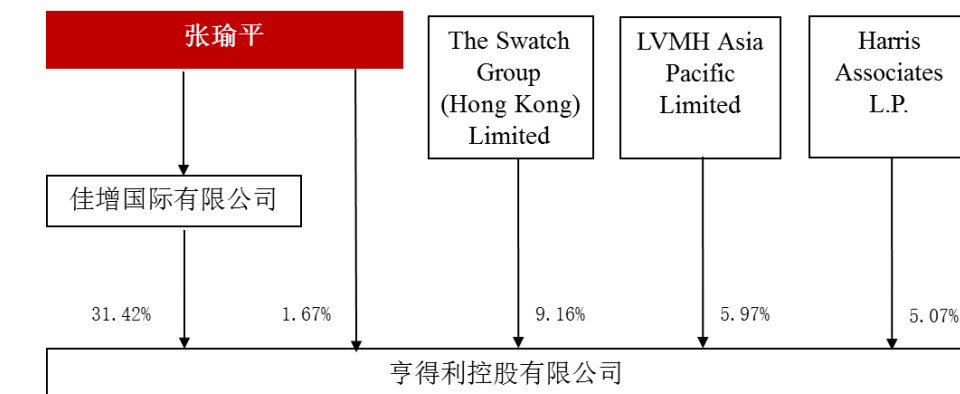
资料来源：亨得利官网，华泰证券研究所

图表51: 亨得利集团架构 (出售资产前)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表52: 亨得利股权结构 (截止 2016 年底)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

我们详细比较了亨得利 (以下均专指内地零售业务, 即新宇集团) 与飞亚达亨吉利:

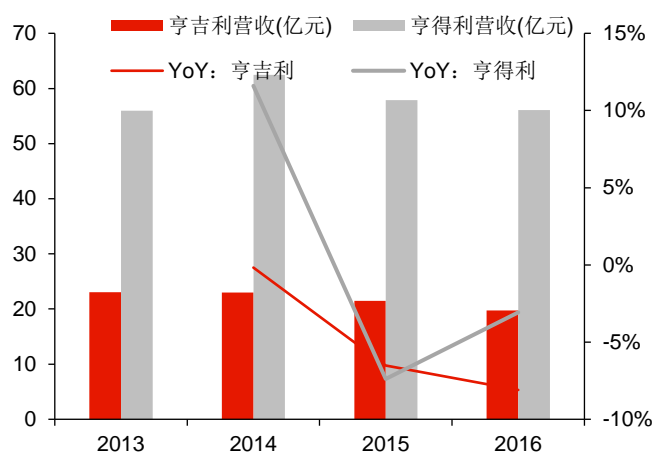
首先, 从收入端角度看, 2016 年亨得利零售收入 56 亿元, 亨吉利为 19.7 亿元, 亨吉利收入规模仍有较大差距。从增速角度看, 亨得利 2016 年收入同比下滑 8.1%, 亨吉利同比下滑 3%。从 2017 年上半年数据看, 名表消费出现复苏, 亨吉利收入同比增长 7.8%。亨得利因为资产出售缘故, 未单独披露国内零售业务, 新宇集团、丰溢集团两者合计收入同比增长 8.9%, 也出现回暖。

其次, 从门店数目看, 2016 年亨得利 (内地) 门店 375 家, 亨吉利门店数目 180 多家, 亨得利门店比亨吉利高出 195 家。

从毛利率角度看, 背靠 Swatch 及 LVMH 的亨得利拥有部分名表的独家代理权, 亨得利毛利率一直高于亨吉利。但亨吉利毛利率近几年不断提升, 目前已经到达历史最高水平, 亨得利毛利率则呈下滑趋势, 2016 年亨得利毛利率 28.6%, 亨吉利毛利率 25.7%, 两者毛利率差距缩小至 2.9%。

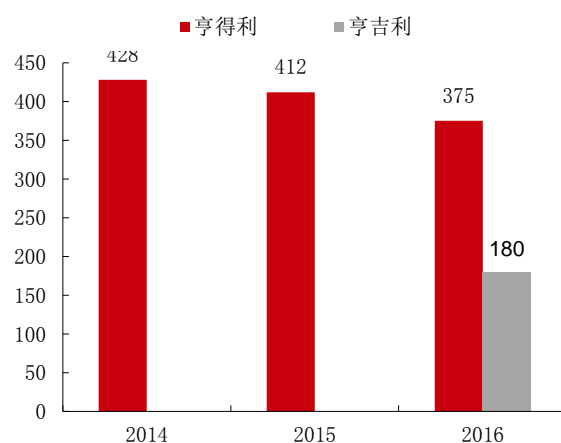
总结而言, 飞亚达名表业务相比亨得利在收入规模、门店数目、毛利率等方面都存在一定差距, 但差距也在逐渐缩小。在行业回暖的大背景下, 不管是亨吉利, 还是亨得利, 两者都出现了不同程度复苏。

图表53: 亨得利(内地零售业务)与亨吉利营业收入及增速比较



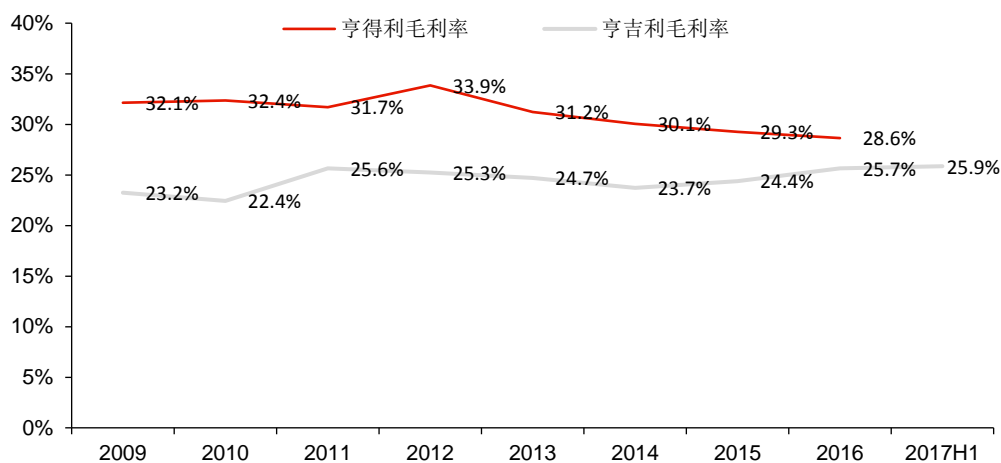
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表54: 亨得利(内地零售业务)与亨吉利门店数量对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所 (注: 2014、2015年亨吉利门店数据缺失)

图表55: 亨得利(内地零售业务)与亨吉利毛利率对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

维修业务稳健增长，自有物业价值丰富

线上线下掘金名表维修业务，渠道、品牌资源优势明显，发展潜力大

手表维修毛利高，庞大的名表存量市场带来可观的维修业务空间。根据欧睿咨询数据，2009-2016 高档表销售规模 2040 亿元，保守估计假设海外消费是国内消费 1.5 倍，存量高档手表价值为 5100 万元。按照欧米茄官网给出的维修频率，每 4-5 年名表一般需要接受一次全套保养或维修，即每年有 20%-25% 的名表需要维护。假设名表的维修费用占比为手表售价的 5%，则名表维修规模在 50~60 亿之间。

尽管品牌商在国内有维修网点布局，但网点少，维修时间长，难以满足消费者需求。个体户为代表的维修网点则因为维修行业信息严重不对称，消费者难以产生信任感。

凭借多年经营，公司积累了强大售后服务能力和一流技师团队，终端渠道资源、客户资源优势明显。目前公司亨吉利线下拥有 150 多家售后维修服务网点，在西安、深圳、北京、沈阳和太原五个城市设有大型技术服务中心，名表维修团队均由公司自己培训。2016 年维修业务共贡献 7000-8000 万收入，3000 万净利润，业绩贡献可观。

图表56：亨吉利获得授权维修服务商资格的 55 个品牌

欧米茄	浪琴	天梭	雷达	劳力士	帝舵	宇路表88	飞亚达
艾米龙	积家	芝柏	卡地亚	宝珀	梅花	美度	萧邦
雅典	万国	依波路	宝玑	蕾蒙威	宝齐莱	豪利时	伯爵
爱彼	格拉苏蒂原创	朗格	英纳格	百达翡丽	江诗丹顿	百年灵	昆仑
沛纳海	艾美	名士	法兰穆勒	迪奥	宝格丽	爱马仕	香奈儿
万宝龙	真力时	玉宝	泰格豪雅	LV	摩凡陀	古驰	伊度
西马	罗马	绿琴	山度士	宝路华	阿玛尼	精工	

资料来源：亨吉利官网，华泰证券研究所

推出“互联网+”线上快捷维修平台，标准化服务流程，线上线下结合解决维修网点搜寻困难、信息不对称收费不合理等用户痛点。2016年8月，亨吉利“互联网+”快捷维修平台上线，官方商城推出线上快捷维修业务，顾客可通过线下前往服务中心及线上寄修两种方式获得维修服务。

针对顾客所担心的维修费用不合理问题，公司设置了 8 项标准化服务，分别为防水处理、洗油保养、走时检测、清洗外观、抛光打磨、拆表带/节、更换电池、消磁处理，用户可以根据自己的需求直接从线上商城下单，先支付标准化的服务费用，在维修师预检手表、确认是否存在其他问题后，事先确认最终报价支付差价，解决腕表用户担心收费不合理的痛点。同时，顾客可在微信端或 PC 端查询手表维修实时进度，维修状态全程可观。

假设公司未来维修业务市占率为 20%，收入规模将达 10-12 亿元，按照 40% 的净利率计算，净利润空间达 4~4.8 亿元，发展前景广阔。

图表57: 亨吉利线上线下维修流程



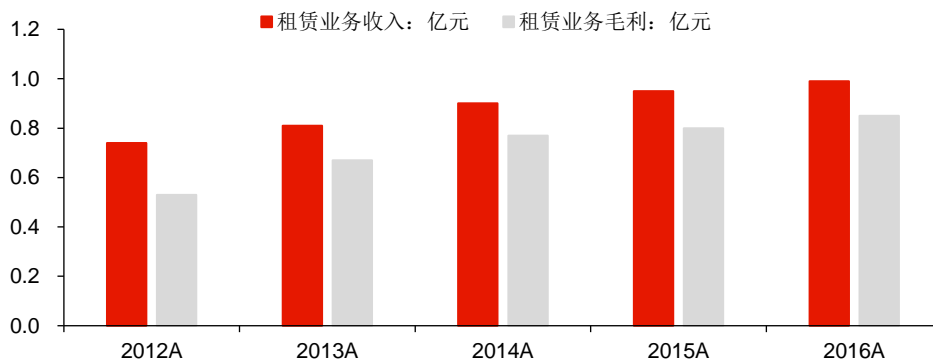
资料来源: 亨吉利官网, 华泰证券研究所

自有物业丰富, 租金收入稳定, 重估价值大

目前公司共拥有飞亚达科技大厦、飞亚达大厦、沈阳 1928 大楼、西安飞亚达大厦、飞亚达钟表大厦共五处物业, 合计面积约 17 万平方米, 持有权益均为 100%。其中飞亚达大厦及飞亚达科技大厦位于深圳, 除少部分自用外, 大部分用于对外出租; 西安及沈阳大厦以公司自营名表专卖店为主, 少部分用于出租; 飞亚达钟表大厦则 2016 年 9 月建成刚投入使用。

从业绩贡献看, 公司租赁业务收入、毛利处于稳中有升的情况, 2016 年租赁业务贡献收入 0.99 亿元, 贡献毛利 0.85 亿元, 是公司稳定的利润来源之一。从物业重估价值角度看, 公司 17 万平米自有物业面积, 保守估计重估价值在 57 亿元左右, 为公司市值提供了较高的安全垫。

图表58: 飞亚达租赁业务收入及毛利贡献情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表59: 飞亚达自有物业情况

自有物业	位置	建筑面积 (平方米)	参考价格 (万元/平方米)	参考价值 (亿元)
飞亚达科技大厦	深圳市南山区	67938	4	27.2
飞亚达大厦	深圳市福田区	19615	4	7.8
沈阳 1928 大楼	沈阳市和平区	8520	2	1.7
西安飞亚达大厦	西安市碑林区	18142	2	3.6
飞亚达钟表大厦	深圳市光明新区	56586	3	17.0
合计		170801		57.3

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

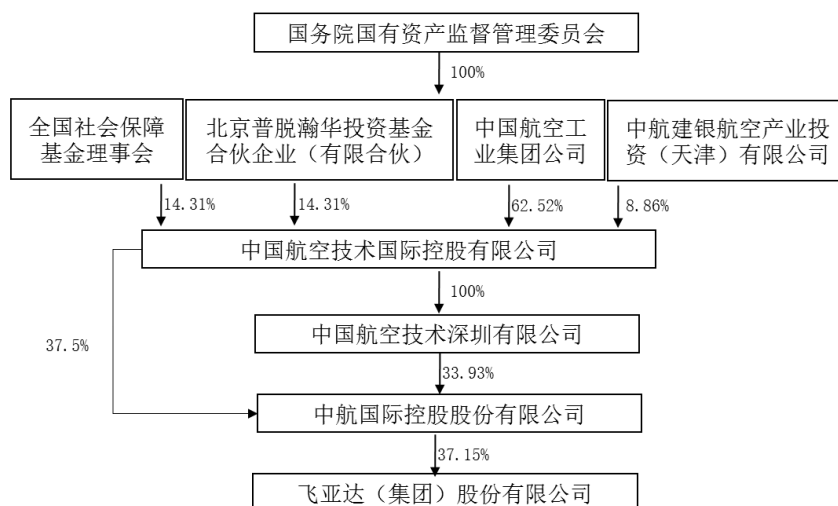
中航工业旗下企业，关注国企改革预期

飞亚达第一大股东为中航国际控股股份有限公司（简称中航国际控股），截止2017年6月底持有公司37.15%的股权，最终实际控制人为中航工业集团。作为最终控制人的中航工业集团是中央管理的国有特大型企业，旗下设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统与汽车零部件、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业，下辖100余家成员单位、近27家上市公司，员工逾45万人。

2016年，中航工业开启自2008年集团成立以来新一轮全面深化改革，围绕“聚焦主业发展、做强做优做大”的思路，推进优化资源、产业调整等工作，逐步剥离非主营业务资产。其中，2016年9月，中航工业将地产业务整体剥离并入保利。2017年1月，中航工业2017年工作会议表示将坚定不移继续剥离辅业，要把全集团业务涉及的国民经济行业大类由75个减少到60个。

作为中航工业集团旗下消费品公司，公司从神舟五号至今，一直为中国航天员提供执行任务用表、训练工作用表、地面训练用表等，是中国载人航天事业合作伙伴，且市值小，国企改革值得关注。

图表60：飞亚达股权结构图（2017年中报）



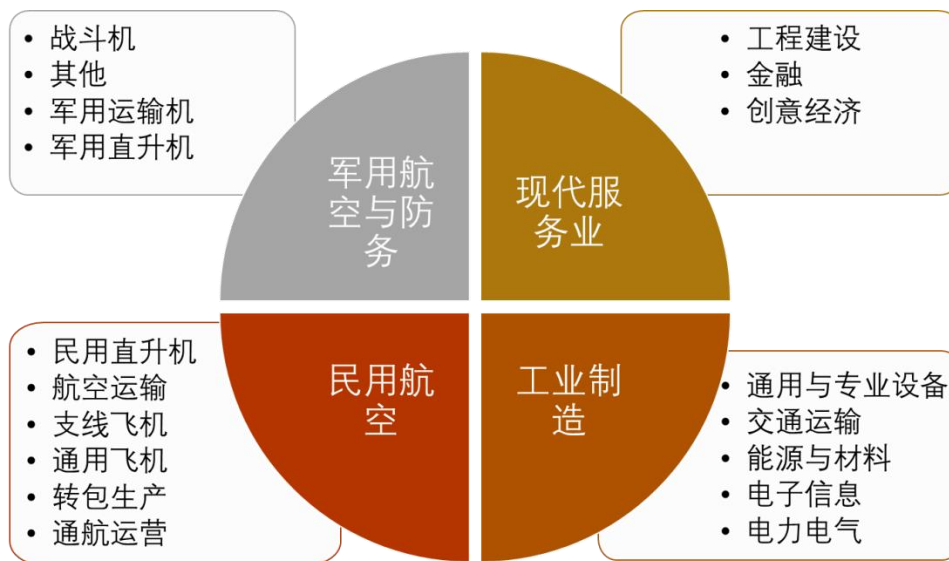
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表61：飞亚达前十大股东（2017年中报）

股东名称	持股数量(股)	持股比例
中航国际控股股份有限公司	162,977,327	37.15%
重庆国际信托股份有限公司-渝信贰号信托	9,103,318	2.07%
杨祖贵	5,901,669	1.35%
泰达宏利基金-民生银行-泰达宏利价值成长定向增发351号资产管理计划	5,043,559	1.15%
西藏自治区投资有限公司	4,976,551	1.13%
金鹰基金-民生银行-金鹰温氏筠业灵活配置3号资产管理计划	4,674,329	1.07%
重庆国际信托股份有限公司-融信通系列单一信托10号	3,870,700	0.88%
招商银行股份有限公司-汇添富医疗服务灵活配置混合型证券投资基金	3,199,886	0.73%
深圳市赫利丰原商贸有限公司	2,663,481	0.61%
徐国亮	2,565,195	0.58%
合计	204,976,015	46.72%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表62：中航工业集团业务领域



资料来源：中航工业集团官网，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

自成立以来，公司秉承工匠精神，精耕细作，孜孜不倦，业绩迎来拐点，飞亚达品牌及名表业务毛利率不断提升。新导入的北京、Jeep、唯路时表现良好，弥补了市场个性化、时尚化产品的缺失，通过共享现有渠道预期将成为新的业绩增长点。

预计 2017-2019 年公司收入分别为 31.75、33.42、34.97 亿元，分别同比增长 6%、5.3%、4.6%。其中名表收入分别为 20.92/21.97/22.85 亿元，分别同比增长 6%、5%、4%；飞亚达表收入分别为 9.69/10.27/10.88 亿元，分别同比增长 8%、6%、6%；租赁收入分别为 1.14/1.18/1.23 亿元，分别同比增长 15%、4%、4%。

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.41/1.87/2.28 亿元，同比增长 27.8%、32.4%、22.1%。收入规模扩张，期间费用率下滑(预计 2017-2019 年期间费用率分别为 33.65%、32.76%、32.12%)；产品结构改变、渠道精耕细作，公司综合毛利率将逐步提升(预计 2017-2019 年综合毛利率分别为 41%、41.3%、41.8%)，两者共同带动归母净利润增速高于收入增速。

作为 A 股唯一手表行业上市企业，公司暂无可比标的。公司 2017~2019 年利润年均复合增速在 27.3%，以 PEG=1 作为估值定价基础，考虑到国企改革预期、基本面（小市值标的，业绩弹性大）及标的稀缺性等因素，给予公司一定估值溢价，给予 2018 年 33-38 倍 PE (PEG 为 1.2-1.4 倍)，公司合理目标价为 14~16.3 元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表63： 盈利预测（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
名表收入	2302	2298	2148	1974	2092	2197	2285
YOY	-0.9%	-0.2%	-6.5%	-8.1%	6.0%	5.0%	4.0%
飞亚达表收入	683	856	885	897	969	1027	1088
YOY	21.7%	25.3%	3.4%	1.4%	8.0%	6.0%	6.0%
租赁收入	81	90	95	99	114	118	123
YOY	9.5%	11.1%	5.6%	4.2%	15.0%	4.0%	4.0%
名表毛利率	25.3%	24.7%	23.7%	24.4%	26.0%	26.2%	26.4%
飞亚达表毛利率	65.6%	67.1%	67.7%	68.1%	68.2%	68.5%	69.0%
租赁毛利率	71.8%	82.8%	85.7%	84.7%	86.0%	86.0%	86.0%
收入合计	3103	3278	3162	2994	3175	3342	3497
YOY	2.6%	5.6%	-3.5%	-5.3%	6.0%	5.3%	4.6%
毛利合计	1113	1223	1232	1221	1303	1381	1460
YOY		9.9%	0.7%	-0.9%	6.7%	6.0%	5.7%
综合毛利率	35.9%	37.3%	39.0%	40.8%	41.0%	41.3%	41.8%

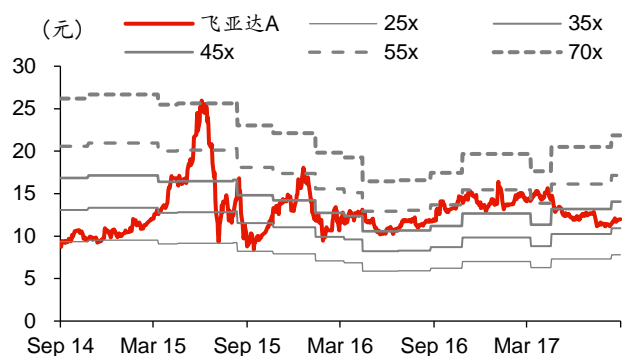
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 科技巨头大力投资智能手表行业，导致传统腕表市场需求大幅下滑；
- 2) 腕表行业景气度大幅下滑；
- 3) 人民币汇率大幅波动影响名表海内外价差。

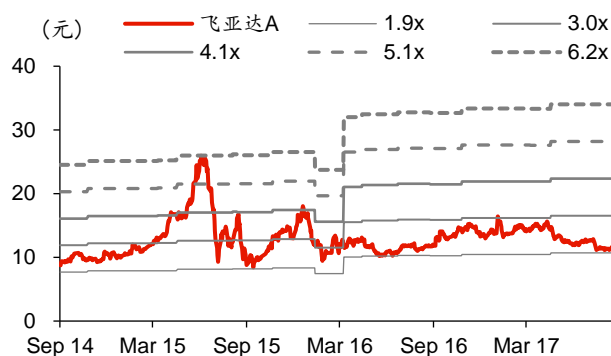
PE/PB - Bands

图表64: 飞亚达 A 历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表65: 飞亚达 A 历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,148	2,828	2,900	3,072	3,316
现金	638.96	428.80	446.80	696.65	966.95
应收账款	304.73	306.67	323.17	339.25	356.31
其他应收账款	39.85	33.39	38.11	39.69	41.29
预付账款	48.87	33.71	40.15	41.74	42.68
存货	2,093	1,997	2,026	1,929	1,881
其他流动资产	22.99	28.01	25.40	26.42	26.98
非流动资产	1,099	1,177	1,014	847.10	680.67
长期投资	43.22	43.42	43.09	43.14	43.14
固定投资	361.98	611.20	558.72	506.24	453.76
无形资产	36.43	38.75	37.19	35.61	34.02
其他非流动资产	656.95	483.84	374.77	262.11	149.75
资产总计	4,247	4,005	3,913	3,919	3,996
流动负债	1,449	1,509	1,321	1,188	1,102
短期借款	988.19	1,098	936.73	800.00	700.00
应付账款	155.94	215.42	186.55	203.58	214.55
其他流动负债	304.60	194.81	197.53	184.66	187.22
非流动负债	495.12	121.28	120.13	120.34	120.58
长期借款	91.00	115.30	115.30	115.30	115.30
其他非流动负债	404.12	5.98	4.83	5.04	5.28
负债合计	1,944	1,630	1,441	1,309	1,222
少数股东权益	3.61	3.58	3.64	3.63	3.55
股本	438.74	438.74	438.74	438.74	438.74
资本公积	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062
留存公积	815.16	881.95	967.69	1,106	1,269
归属母公司股	2,299	2,371	2,469	2,607	2,770
负债和股东权益	4,247	4,005	3,913	3,919	3,996

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	396.24	455.76	399.04	574.52	563.33
净利润	122.04	110.37	141.46	187.14	228.40
折旧摊销	139.66	144.88	154.34	154.36	154.38
财务费用	94.35	68.89	60.47	50.26	39.85
投资损失	(0.83)	(0.45)	(0.36)	(0.47)	(0.43)
营运资金变动	58.15	98.99	69.41	181.03	139.65
其他经营现金	(17.13)	33.07	(26.28)	2.20	1.48
投资活动现金	(230.01)	(185.21)	(86.40)	(88.89)	(87.88)
资本支出	230.35	189.74	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	(13.54)	(10.95)	(12.00)
其他投资现金	0.34	4.53	(99.94)	(99.83)	(99.87)
筹资活动现金	354.69	(482.61)	(294.65)	(235.78)	(205.15)
短期借款	(1.26)	110.25	(161.71)	(136.73)	(100.00)
长期借款	(48.96)	24.31	0.00	0.00	0.00
普通股增加	45.98	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	536.95	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(178.02)	(617.17)	(132.94)	(99.05)	(105.15)
现金净增加额	522.51	(210.16)	18.00	249.85	270.30

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,162	2,994	3,175	3,342	3,497
营业成本	1,930	1,773	1,872	1,961	2,036
营业税金及附加	30.67	34.05	34.34	36.77	38.25
营业费用	779.54	760.53	798.11	825.81	854.49
管理费用	198.08	201.27	209.83	218.87	228.67
财务费用	94.35	68.89	60.47	50.26	39.85
资产减值损失	6.25	29.38	26.00	15.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.83	0.45	0.36	0.47	0.43
营业利润	124.62	127.38	174.24	234.63	289.36
营业外收入	12.04	18.58	15.39	15.90	16.18
营业外支出	1.13	0.93	1.02	1.01	1.00
利润总额	135.53	145.03	188.61	249.52	304.53
所得税	13.49	34.66	47.15	62.38	76.13
净利润	122.04	110.37	141.46	187.14	228.40
少数股东损益	0.34	(0.29)	0.07	(0.02)	(0.08)
归属母公司净利润	121.70	110.66	141.39	187.16	228.47
EBITDA	358.63	341.15	389.06	439.26	483.58
EPS (元)	0.28	0.25	0.32	0.43	0.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.54)	(5.32)	6.05	5.27	4.61
营业利润	(21.59)	2.21	36.79	34.66	23.32
归属母公司净利润	(16.41)	(9.07)	27.77	32.37	22.08
获利能力 (%)					
毛利率	38.98	40.79	41.03	41.31	41.76
净利率	3.85	3.70	4.45	5.60	6.53
ROE	5.29	4.67	5.73	7.18	8.25
ROIC	6.44	5.09	6.44	8.92	11.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.77	40.70	36.82	33.39	30.59
净负债比率 (%)	61.12	76.07	73.01	69.95	66.70
流动比率	2.17	1.87	2.20	2.59	3.01
速动比率	0.71	0.52	0.64	0.93	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.73	0.80	0.85	0.88
应收账款周转率	9.40	9.41	9.65	9.74	9.70
应付账款周转率	12.73	9.55	9.32	10.06	9.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.25	0.32	0.43	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.04	0.91	1.31	1.28
每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.40	5.63	5.94	6.31
估值比率					
PE (倍)	43.19	47.50	37.17	28.08	23.01
PB (倍)	2.29	2.22	2.13	2.02	1.90
EV_EBITDA (倍)	16.10	16.92	14.84	13.14	11.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com