CMS 招商证券

强烈推荐-A（首次）

飞亚达A 000026.SZ

目标估值：17.5 元
当前股价：14.52 元
2017 年 03 月 28 日

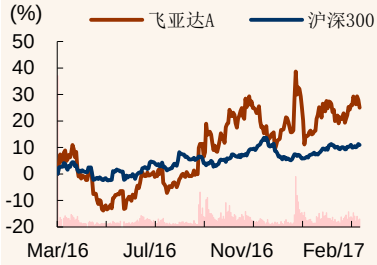
行业复苏在即，业绩弹性显著

基础数据

上证综指	3267
总股本（万股）	43874
已上市流通股（万股）	35705
总市值（亿元）	64
流通市值（亿元）	52
每股净资产（MRQ）	5.4
ROE（TTM）	4.7
资产负债率	40.7%
主要股东	中航国际控股股份有
主要股东持股比例	37.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	15	20
相对表现	-0	7	11



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

许荣聪
021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

邹恒超
021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

去年年底以来，国内腕表行业回暖迹象显著。公司为 A 股市场唯一一家腕表类上市企业，品牌与渠道并重，受益行业复苏。2016 年处于业绩低点且已显露出好转的趋势，利润弹性充足。预计 17-19 年净利润达到 1.55/1.86/2.12 亿元，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **行业复苏迹象明显。**去年年底以来，从宏观和微观层面均显露出腕表行业尤其是中高端名表的复苏迹象，瑞士腕表对中国大陆出口量连续四个月同比增长，远超全球平均水平。我们分析主要由于人民币走弱和跨境电商税收新政导致国内外腕表差价缩小，部分海外购物需求回流；加之行业四年寒冬积蓄的内生性需求逐步释放，长期景气度无忧。
- **“品牌+渠道”双轮驱动。**公司自有品牌飞亚达表为国产四大名表之一，业绩平稳发展，战略从规模扩张转向提升单店产出，注重品牌建设和线上渠道发展，看好品牌效应逐步提升给公司带来的长期收益。名表经销品牌亨吉利前几年受行业低迷影响，收入和利润有所萎缩，毛利率保持增长，2016 年净利仅 2706 万，处历年低点，看好行业复苏带来的业绩弹性。此外公司借助亨吉利门店大力发展名表维修业务，行业理论规模高达百亿，长期成长空间较大。
- **业绩弹性巨大。**名表业务在上个景气周期净利率达近 5%，目前仅 1.42%，随着行业再次步入景气周期，业绩存巨大弹性。飞亚达表净利维持在 10%左右，预计未来稳中有升作为安全垫。库存水平逐步降低，现金流量情况持续好转，五年期债券到期后财务费用降低，都为业绩反弹提供稳固支撑。
- **存在一定国改预期。**公司属中航工业旗下非主业上市平台，中航工业 15 年来坚持剥离主业，计划 17 年把集团业务涉及的国民经济大类由 75 个减少到 60 个，公司存在一定国企改革预期。
- **投资建议：**预测 17-19 年营业收入分别达 31.58/33.57/35.81 亿元，17-19 年净利润为 1.55/1.86/2.12 亿元。对应 EPS0.35/0.42/0.48 元。给予 17 年 50x 市盈率，对应市值 77.5 亿，目标价 17.5 元，给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**行业复苏缓慢,单店产出提升效果不显著,国企改革进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3162	2994	3159	3358	3582
同比增长	-4%	-5%	5%	6%	7%
营业利润(百万元)	125	127	185	225	260
同比增长	-22%	2%	45%	22%	15%
净利润(百万元)	122	111	155	186	212
同比增长	-16%	-9%	40%	20%	14%
每股收益(元)	0.28	0.25	0.35	0.42	0.48
PE	55.1	60.6	43.3	36.1	31.6
PB	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6

正文目录

一、内外因素叠加，名表行业显著回暖 4
（一）名表行业回暖趋势显著 4
（二）回暖原因洞悉：海外购物回流+内生需求释放 5
1、人民币持续走弱缩短国内外商品价差 5
2、跨境电商税率新政增加海外购物成本 6
3、内生性需求释放 7
二、产品+渠道双管齐下，业绩底部回升 9
（一）国内腕表龙头，财务状况好转 9
（二）飞亚达表：品牌效应渐显，紧跟新兴趋势 11
1、经营情况：业绩保持稳定，从规模扩张转向提升单店产出 11
2、品牌发展：定位年轻群体，以品牌建设为核心 12
3、线上渠道：发展状况良好 14
4、智能腕表：渠道优势明显 15
（三）亨吉利：受益行业回暖，业绩底部反弹 16
1、业绩弹性显著 16
2、盈利能力与龙头差距缩小 17
3、维修业务存量庞大，前景广阔 18
三、中航工业旗下企业，国改预期强烈 19
四、投资建议 20
（一）利润情况分析 20
（二）核心逻辑 21
（三）盈利预测 22

图表目录

图 1: 国内腕表行业市场规模增速回升 4
图 2: 瑞士腕表出口中国大陆和全球月度同比增速（%） 5
图 3: 瑞士腕表对中国大陆出口额及占全球市场份额（%） 5
图 4: 各国消费者购买奢侈品去向占比 6
图 5: 人民币汇率持续走低 6
图 6: 人均可支配收入的提升是消费升级的根本动力 8
图 7: 中高收入人群比例将持续上升 8
图 8: 消费者对奢侈品的花费增长期望 9
图 9: 香港腕表展买家和参会商对市场预期情况 9
图 10: 飞亚达主营构成（亿元） 9
图 11: 营业收入呈明显 V 型反弹 10
图 12: 净利呈反弹态势，四季度受资产减值影响 10
图 13: 资产减值损失和存货水平 10
图 14: 经营活动产生的现金净流量（亿元） 10
图 15: 营业收入保持增长 11
图 16: 毛利率高位稳定（%） 11
图 17: 飞亚达制造公司净利水平有所波动（单位：亿元） 12
图 18: 网点数量增长趋缓 12
图 19: 中国市场各品牌单价和综合市占率情况（2015 年） 12
图 20: 公司注重产品设计和联动吸引年轻群体 13
图 21: 国产四大名表收入变化情况（单位：亿元） 13
图 22: 国产四大名表目前网点情况 13
图 23: 奢侈品线上规模快速增长 14
图 24: 天猫旗舰店销量前十产品情况 15
图 25: 飞亚达智能腕表主推轻智能 15
图 26: 2016 年 6 月国内智能手表市场份额 16
图 27: 亨吉利收入情况（单位：亿元） 17
图 28: 亨吉利净利润情况（单位：万元） 17
图 29: 亨得利中国内地收入变化情况 17
图 30: 亨吉利与亨得利净利对比 18
图 31: 亨吉利与亨得利毛利率对比 18
图 32: 08-16 年手表进口额（单位：万美元） 18
图 33: 亨得利名表维修已有实体店和寄修两种模式 19
图 34: 飞亚达股权结构 20
图 35: 名表和飞亚达表利润率变化情况 21

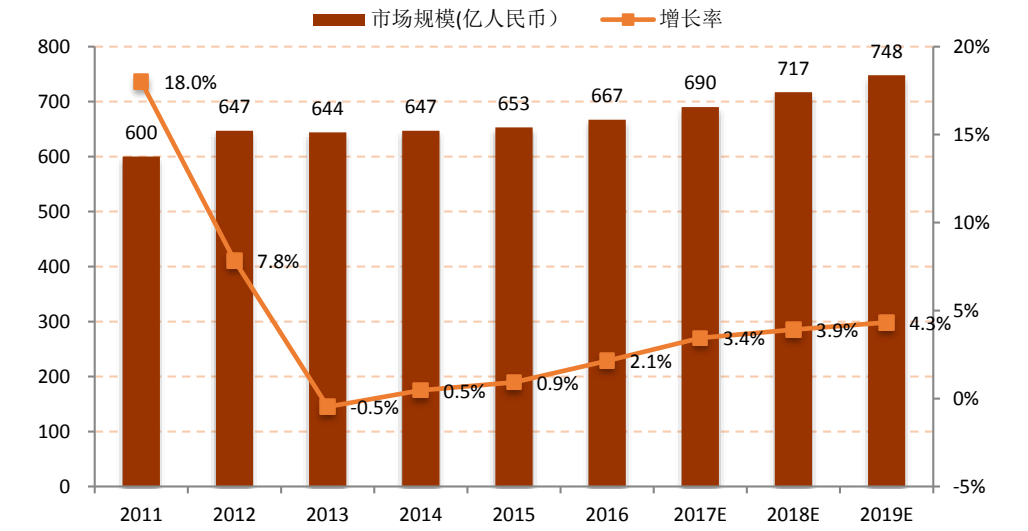
表 1: 跨境电商商品新政前后税率对比 7
表 2: 飞亚达物业价值 11
表 3: 亨吉利代理品牌一览 16
表 4: 名表集团大陆官方售后服务中心布局情况 19
表 5: 飞亚达盈利预测 22
附：财务预测表 23

一、内外因素叠加，名表行业显著回暖

（一）名表行业回暖趋势显著

16 年国内腕表行业整体规模达 667 亿。根据欧睿咨询公司（Euromonitor）的数据，2016 年中国大陆腕表行业市场规模达到 667 亿元，同比增长 2.1%，较前几年增速显著提升。欧睿预测未来三年行业大概保持 4%左右的增长规模，整体行业状况较 12-15 年有明显改善。

图 1：国内腕表行业市场规模增速回升

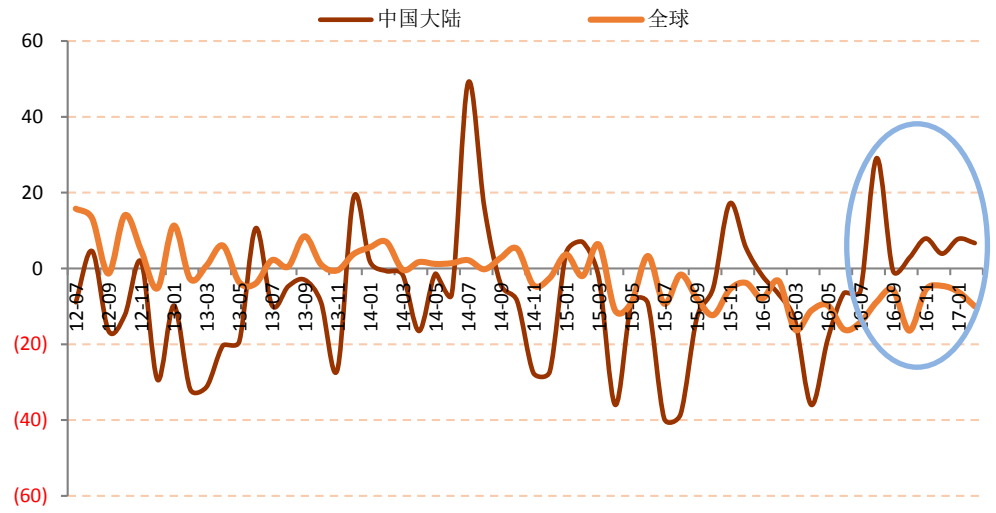


资料来源：Euromonitor、招商证券

腕表行业四年低迷后迎来复苏。腕表行业自 2012 年下半年政府加大反腐力度以来，持续四年处于整体低迷的状态。但从去年下半年开始，行业出现显著的回暖迹象。

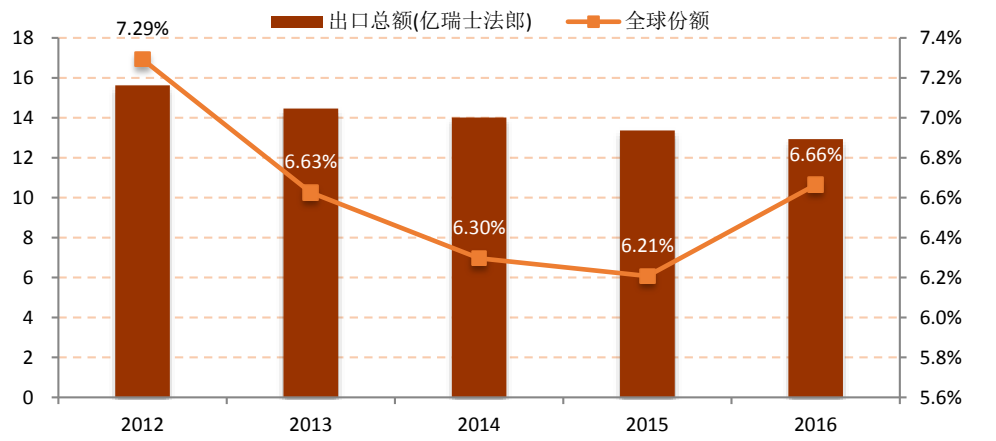
宏观层面来看，瑞士腕表在全球出口量仍逐步缩减的背景下，其对中国大陆的出口量自去年 10 月起保持增长态势，今年 2 月同比增长率达 6.7%，连续 5 个月保持增长，而同期全球市场出口额下降 10%，反映出中国大陆瑞士腕表消费情况明显改善。年度数据上，16 年瑞士对中国大陆腕表出口额缩减速度放缓，同时中国大陆占全球市场份额自 12 年之后首次出现回升，景气度居全球市场前列。

图 2：瑞士腕表出口中国大陆和全球月度同比增速（%）



资料来源：瑞士腕表协会、招商证券

图 3：瑞士腕表对中国大陆出口额及占全球市场份额（%）



资料来源：瑞士腕表协会、招商证券

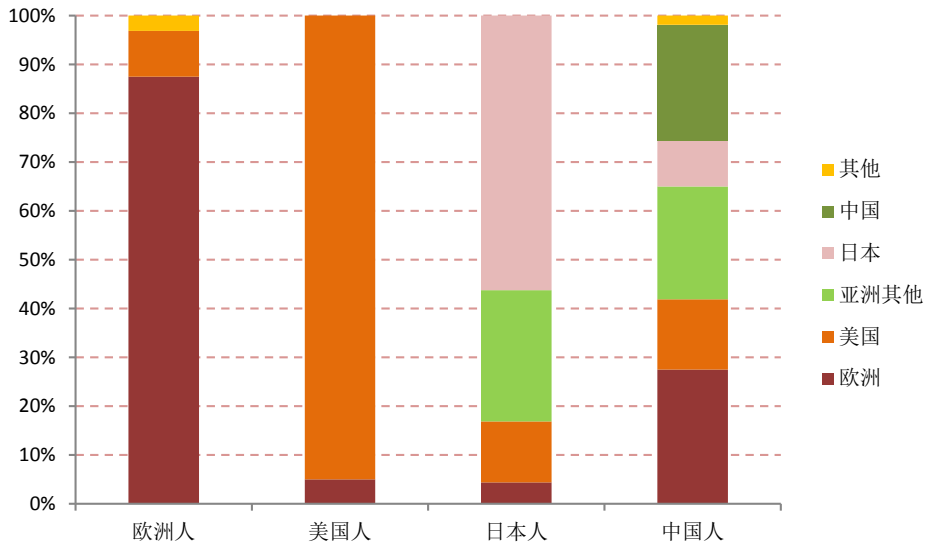
微观层面来看，腕表行业公司从经营数据上显著感受到整体行业尤其是中高端手表的好转趋势，对于未来的行业发展形势也大多持乐观态度。

（二）回暖原因洞悉：海外购物回流+内生需求释放

1、人民币持续走弱缩短国内外商品价差

中国消费者奢侈品海外购买比例显著高于其他国家。由于奢侈品行业国内外商品客观价差以及消费习惯，一直以来中国消费者前往海外购买奢侈品的比例一直处于较高的水平。根据贝恩咨询 2016 年的数据，中国消费者在中国本土购买奢侈品的比例仅 24%，跟欧美 90%左右的本土购买率和日本近 60%的本土购买率相比差距显著，仍存较大的提升潜力。

图 4：各国消费者购买奢侈品去向占比



资料来源：贝恩咨询、招商证券

人民币汇率走低缩小国内外货品价差。16 年以来，人民币在汇率市场持续走弱，美元兑人民币中间价从 2015 年 11 月的最低点 6.22 一路攀升至 6.9 左右，上涨超过 10%，人民币的走弱也客观上缩小了国内外奢侈品的价差，降低了中国消费者海外购买名表等奢侈品的积极性，促使了一部分海外消费需求回流到中国本土市场，成为中国腕表行业回暖的驱动力之一。

图 5：人民币汇率持续走低

资料来源：贝恩咨询、招商证券

2、跨境电商税率新政增加海外购物成本

财政部于 16 年 4 月调整跨境电子商务零售税收政策。该政策覆盖代购、海淘、跨境电商等商业模式。新政前个人自用、合理数量的跨境电子商务进口商品主要按行邮税征税，

根据商品类型统一征收进口税，总体税负水平低于传统渠道。**新政实施后，取消行邮税，改为正常按照货物征收关税和进口环节增值税、消费税，税负成本提升。**与腕表产品相关的具体政策包括：

1、跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 20000 元。在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税按法定应纳税额的 70%征收。

2、超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易，以及完税价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品，均按照一般贸易方式全额征税。

3、调整表类产品进口关税：中低档手表（价值万元以内）由 20%调整为 30%，高档手表（价值 10000 元以上）由 30%调整为 60%。

税收新政对跨境电商名表类产品冲击较大。经过对比分析，新政实施前后，2000 元以内的商品，税率有所降低；2000 元到 10000 元之间的商品，新政后综合税率超过新政前 2 倍；10000 元以上的名表类产品，新政后综合税率大约是新政前 4 倍，税收水平显著提升。财政部调整这一税收政策主要也是出于平衡跨境电商与传统商家之间的税负成本，避免不正当竞争。此前关税是造成国内外腕表商品存在价差的重要原因之一，新政之后，跨境电商渠道价格优势减弱，也促使部分需求流入国内传统渠道。

表 1：跨境电商商品新政前后税率对比

商品价值	新政前	新政后		
	行邮税	关税	增值税	消费税
2000 元以内不超过限额	20%	0%	11.9%	0
10000 元以内超过限额	20%	30%	17%	0
10000 元以上	30%	60%	17%	20%

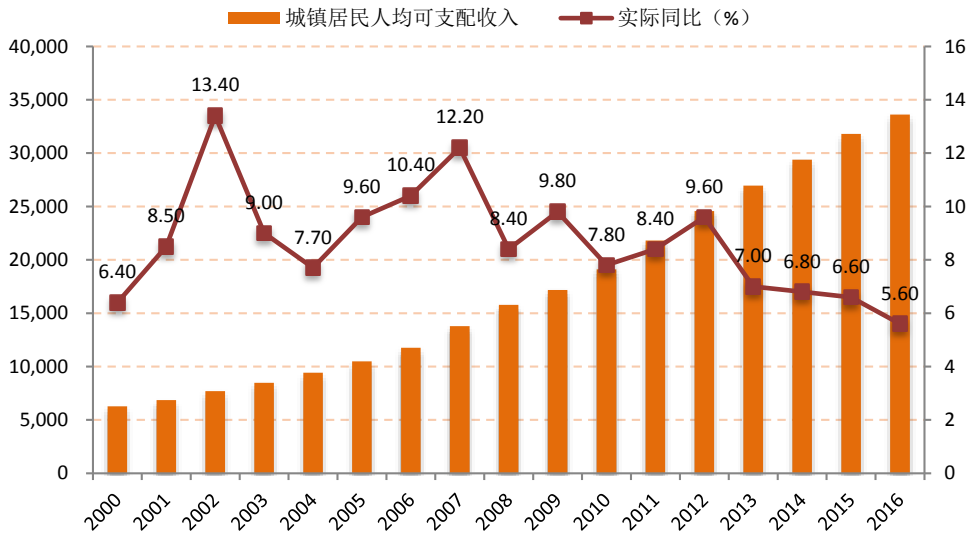
资料来源：财政部、招商证券
注：限额即单次 2000 元以内，年度 20000 元以内

对于个人携带手表入境的消费者，中低档和高档手表的关税由之前的 20%、30%提升至 30%、60%，也抬高了海外购买手表的成本。

3、内生性需求释放

我们认为在这波腕表行业的复苏中，除去海外消费需求的回流以外，还伴有消费升级引导的内生性需求释放，这将成为未来几年腕表行业景气度提升的持续性推动力。近几年来国民人均可支配收入不断增长，2016 年人均可支配收入相较于 2012 年已增长了 40%左右，而这段时间腕表行业的整体规模却停滞不前，四年的市场低迷也积蓄了一定的需求，加之反腐对中高端消费的冲击已逐步减弱，预计之后这些需求能更多的得到释放。

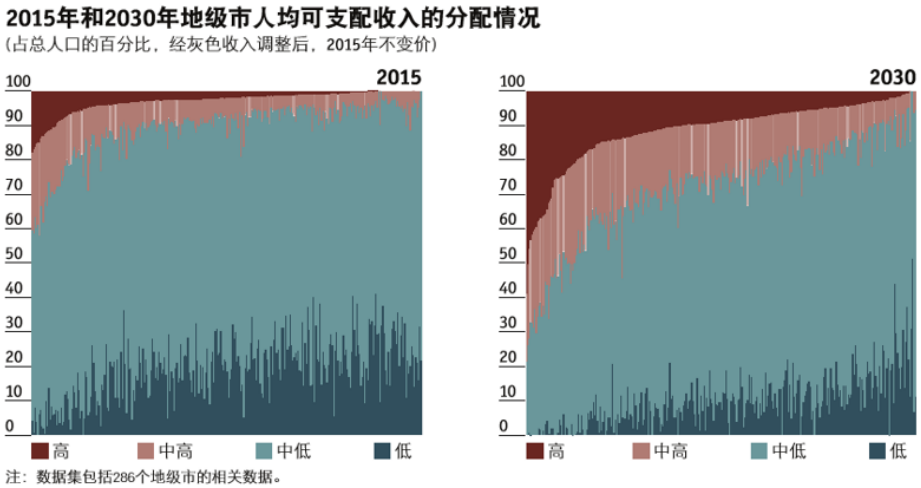
图 6：人均可支配收入的提升是消费升级的根本动力



资料来源：国家统计局、招商证券

未来中高收入人群数量会持续上升。根据经济学人智库的预测，伴随着国民可支配收入的提升，未来富有的城市会越来越多，中高收入群体的分布比例也将越来越大，到 2030 年，中高水平以上收入的群体将占总人口的 30%左右，他们是腕表消费的主要人群，人群基数的增长将在未来推动这个行业规模逐步扩展。

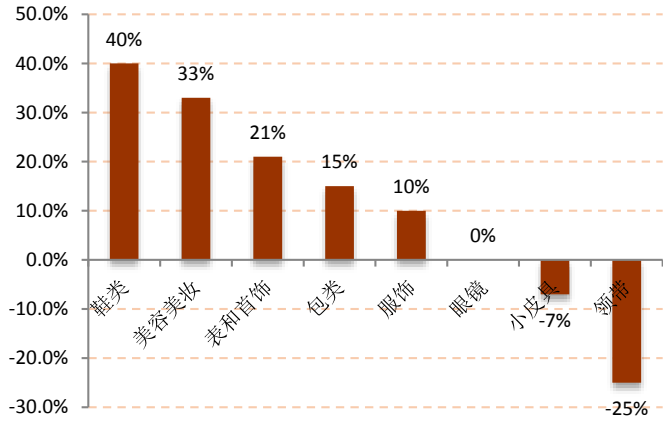
图 7：中高收入人群比例将持续上升



资料来源：经济学人智库、招商证券

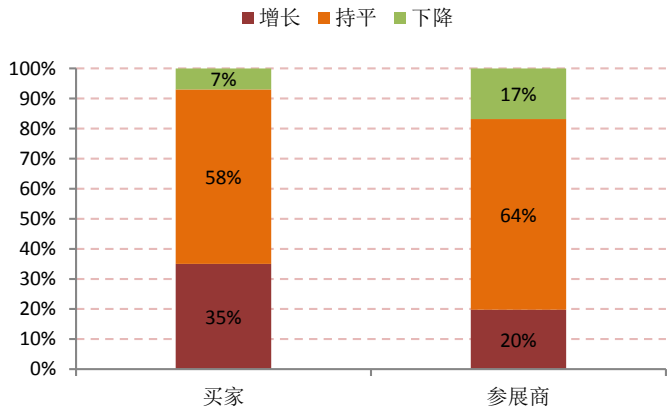
从一些消费端的数据也能看出消费者对未来腕表消费的乐观预期。波士顿咨询在 2017 年 2 月发布了 2016 年的奢侈品洞察报告，通过研究超过 12000 名奢侈品消费者，测算出他们在未来对不同品类花费增长的期望，其中对表类未来的花费期望增长 21%，居全品类第三。在 2016 年 11 月底的香港腕表展上，大概 35%的买家看好未来腕表行业的增长，93%的买家认为不会变的更差。近期释放出的这些积极信号都表明，当下这个时点已经开始内生性的需求释放，将支撑整个腕表行业景气度往上抬升。

图 8：消费者对奢侈品的花费增长期望



资料来源：波士顿咨询、招商证券

图 9：香港腕表展买家和参会商对市场预期情况



资料来源：香港贸发局、招商证券

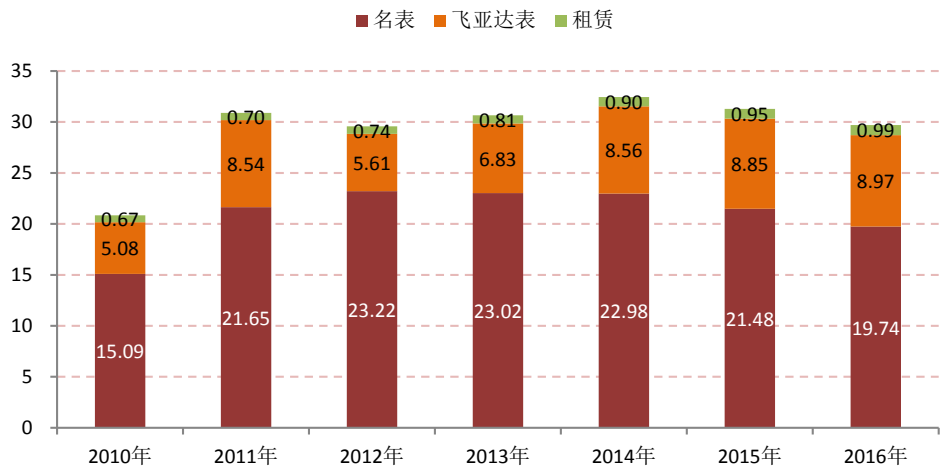
综合来看我们认为，汇率和税收双重作用下的海外购物需求回流，是导致此次腕表行业回暖较为直接的因素，且还有很大的空间；而中高收入人群比例提升带动的消费升级是未来腕表行业保持高景气度的重要保证，通过一些近期的消费端数据表明目前这一内生性需求的释放已经开始逐步作用于市场。

二、产品+渠道双管齐下，业绩底部回升

（一）国内腕表龙头，财务状况好转

飞亚达是国内腕表行业龙头企业，一直坚持“产品+渠道”并行发展的商业模式。拥有自有国产品牌“飞亚达”表，近几年收入保持稳步增长，2016 年收入占比达 30.21%；亨吉利作为渠道商开展名表销售业务，近五年亨吉利受名表市场低迷影响收入逐年缩减，2016 年收入占比降至 66.45%。另外公司自有物业租赁每年也提供一定的收入，这部分收入基本保持稳定，占比维持在 3%左右的水平。

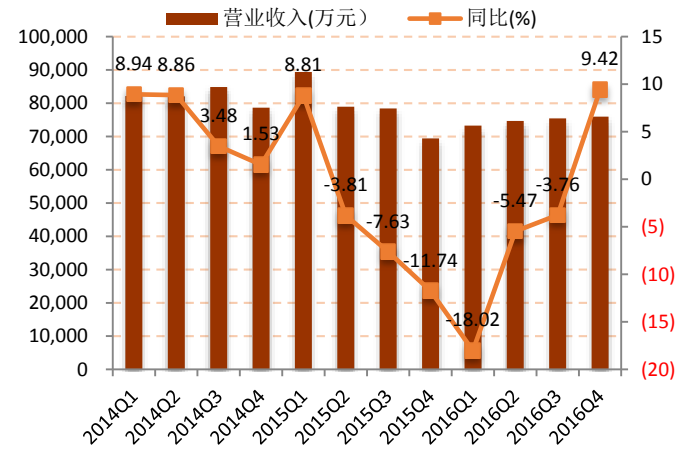
图 10：飞亚达主营构成（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

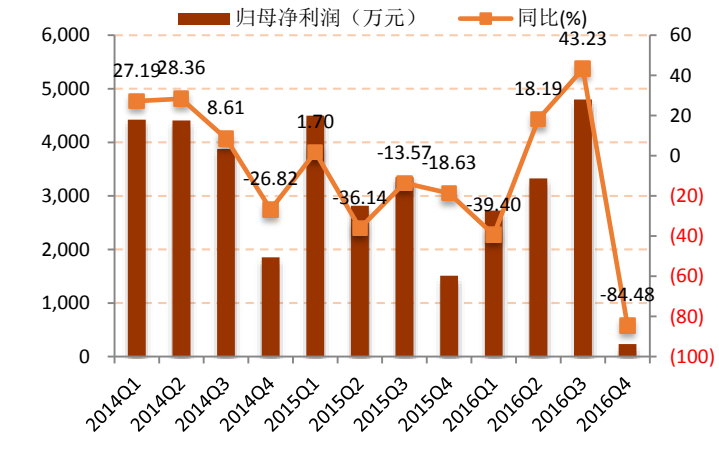
公司财务状况好转明显。2016 年，公司营业收入 29.9 亿元，同比减少 5.3%；归属净利润 1.1 亿元，同比减少 9.1%。就季度来看，财务状况好转明显，营业收入同比增速自 2016 年一季度起逐步回升，呈 V 型反弹态势，4 季度同比上升 9.42%。净利润在 2 季度、3 季度已有良好表现，4 季度主要受库存减值影响，同比有较大回落。

图 11：营业收入呈明显 V 型反弹



资料来源：公司年报、招商证券

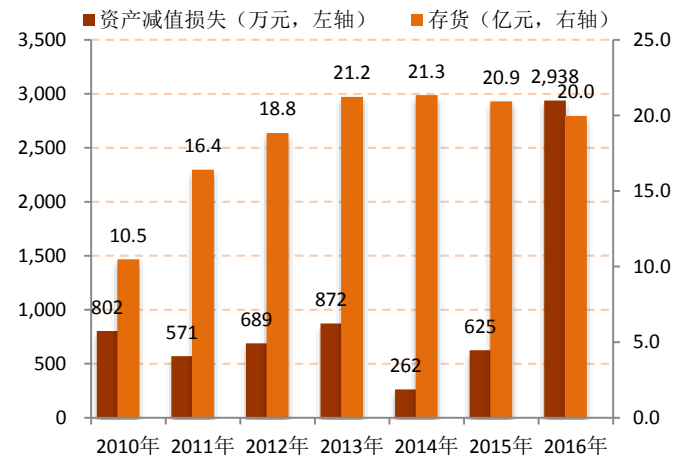
图 12：净利呈反弹态势，四季度受资产减值影响



资料来源：公司年报、招商证券

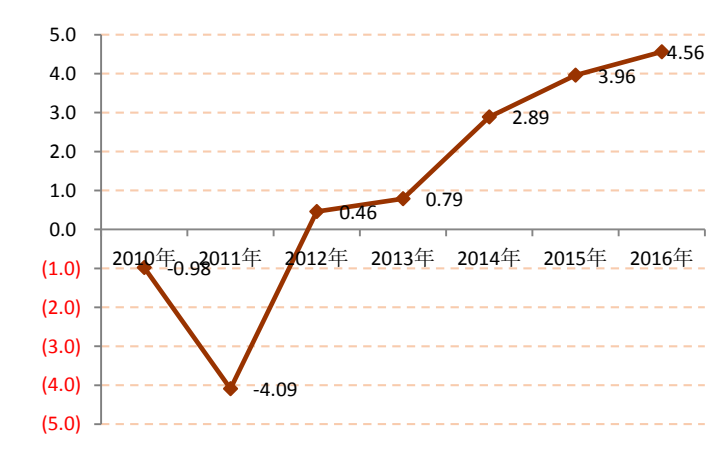
库存逐步消化，现金流量持续向好。公司 2016 年资产减值损失达 2938 万元，显著高于之前几年，主要由于前两年飞亚达表发展速度较快，库存投放较大，对库存进行了一定的计提。公司在 10 年到 14 年存货水平快速增长，近两年公司加大了对低效库存的消化力度，库存水平也有所回落，此次资产计提后利于公司轻装上阵。同时公司近几年经营活动产生的净现金流也持续增长态势，2016 年达到 4.56 亿元，创历年新高。

图 13：资产减值损失和存货水平



资料来源：公司年报、招商证券

图 14：经营活动产生的现金净流量（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

资产重估较市值有所溢价。飞亚达公司现有物业总面积约 17 万平米，持有权益均为 100%，分布在深圳、西安和沈阳，对物业进行资产评估，价值为 59.05 亿。在 2016 年年报中对所持有的物业资产估值为 10.08 亿，进行物业重估后上市公司净值为 70.76

亿元，较最新收盘市值（2017 年 3 月 28 日）溢价 23.84%。

表 2：飞亚达物业价值

名称	位置	面积（平米）	重估价格（万元/平米）	重估总价（万元）
飞亚达科技大	深圳南山高新园区	67,938	4	271,752
飞亚达大厦	深圳福田振华路	19,615	6	117,690
飞亚达腕表大	深圳市光明新区南环大	56,586	2.5	141,465
西安飞亚达大	西安市碑林区南大街	18,142	1.5	27,213
沈阳 1928 大	沈阳市和平区南京北街	8,520	1.5	12,780
总计		170,201		570,900

资料来源：公司公告，网络资料，招商证券

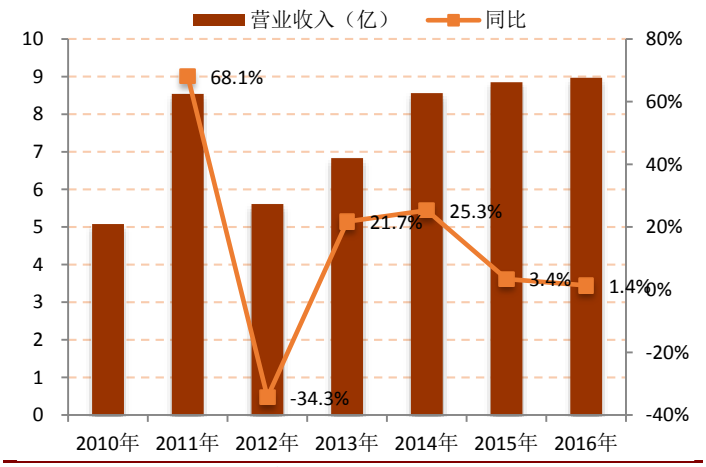
（二）飞亚达表：品牌效应渐显，紧跟新兴趋势

飞亚达表成立于 1987 年，是国产四大名表之一。旗下有印（In）、航天、琅轩、极限、卓雅等多个系列产品，平均单价 2000 余元，主打产品在 2000-6000 这一区间。公司有自己的研发制造平台，具备独立研发机芯的能力，但目前出于性价比方面考虑，还是以进口机芯为主。

1、经营情况：业绩保持稳定，从规模扩张转向提升单店产出

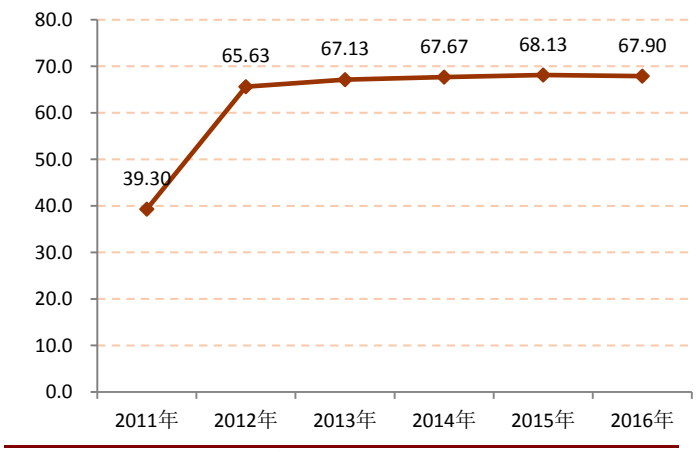
2012 年以来飞亚达表保持稳定的增长态势，12 年-16 年 CAGR 达 12.4%，在 13 和 14 年增速达到了 20%以上，15 年和 16 年增速放缓至 5%以下，仍是公司收入的稳定贡献点。毛利率从 12 年超过 65%后基本保持稳定，为公司整体毛利贡献在 50%左右。

图 15：营业收入保持增长



资料来源：公司年报、招商证券

图 16：毛利率高位稳定（%）



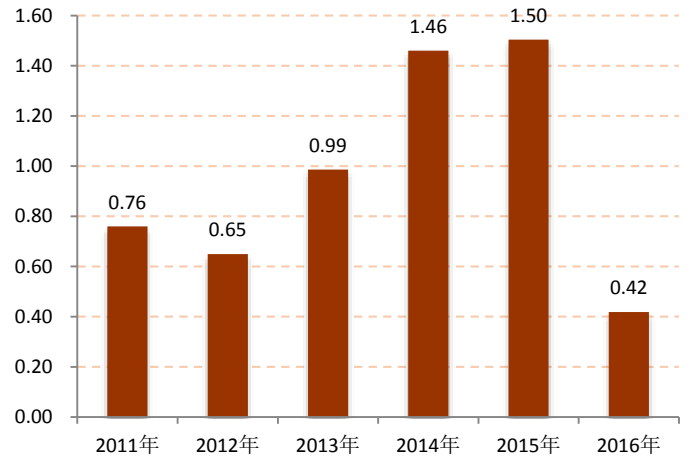
资料来源：公司年报、招商证券

相较于毛利率，飞亚达的净利水平有所波动，14 年和 15 年从事飞亚达表生产的飞亚达精密计时制造公司净利水平达到 1.5 亿左右，16 年回落到 0.42 亿，受老旧库存的资产减值影响较大。

渠道数量方面，飞亚达表 10 到 15 年分销网点数量复合增长率超过 30%，2016 年这一增速减缓至 4%左右，达到 3100 家的规模。目前公司整体战略从网点规模扩张转向提

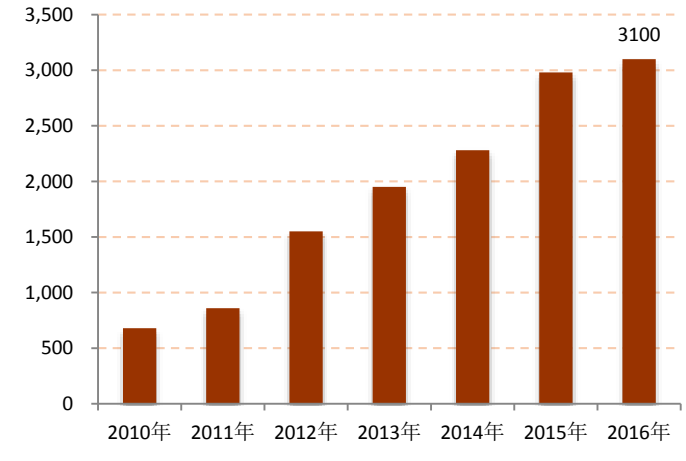
升单店产出。现有网点中大概 1300-1400 家是批发经销的门店，有一定的供货折扣，会对利润情况会造成一定的影响，之后可能会相应减少这部分比例。公司目前对店铺选址、对整体品牌形象贡献、运营风险等都会进行全面的评估，比之前更为谨慎。

图 17：飞亚达制造公司净利水平有所波动（单位：亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 18：网点数量增长趋缓

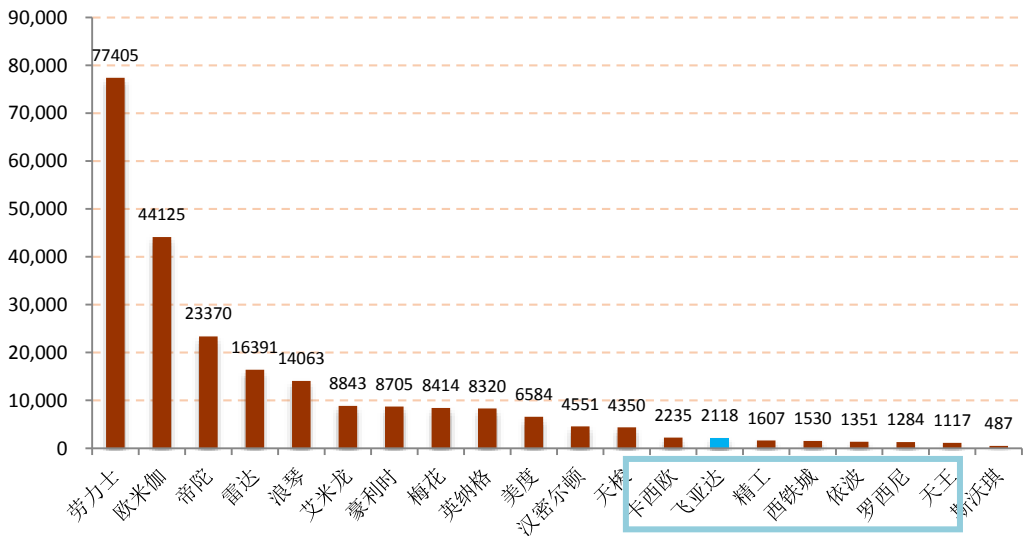


资料来源：公司年报、招商证券

2、品牌发展：定位年轻群体，以品牌建设为核心

国内腕表市场存在明显的差异化竞争体系。瑞士名牌手表把控着国内的高端（10000 元以上）和中高端（5000 元-10000 元）市场。日本和国产手表品牌集中在 1000-3000 元这一中低端区间，市占率相较于欧美品牌也有一定优势。飞亚达表平均单价为 2118 元，与其他国产品牌拉开差距，品牌定位层级相对较高。

图 19：中国市场各品牌均价情况（2015 年）



资料来源：中国腕表网、招商证券

注：综合市占率是中国腕表网根据销售市场份额和销售额市场份额综合测算得出

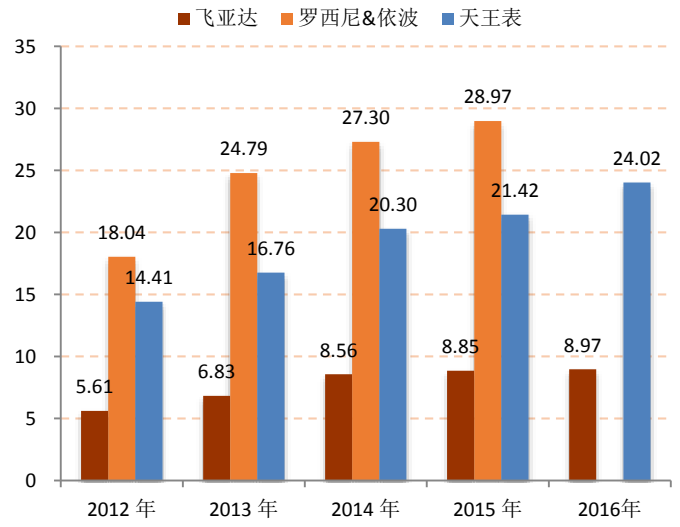
品牌定位年轻化。飞亚达目标群体以年轻人为主。目前飞亚达的消费者中 80、90 后占 2/3 以上，收入月薪主体在 10000 元以下，工作时间主要在 3、5 年左右。这一年轻人群对品质、设计更为注重，飞亚达也推出的设计感强的车元素、摄影师等系列迎合需求，也积极与明星、电影等联动拓展年轻群体市场。

图 20：公司注重产品设计和联动吸引年轻群体

资料来源：公司官网、招商证券

重视品牌战略是飞亚达相较于其他国产名表的显著特征。飞亚达表一直将品牌建设置于公司的核心地位。公司拥有自身的研发团队，所有产品均为自主设计。品牌影响力不断提升，是唯一一个连续六年进驻巴塞尔腕表展的中国腕表品牌。公司也有专门的团队依托公司立体销售体系，调研客户需求，服务于产品研发。

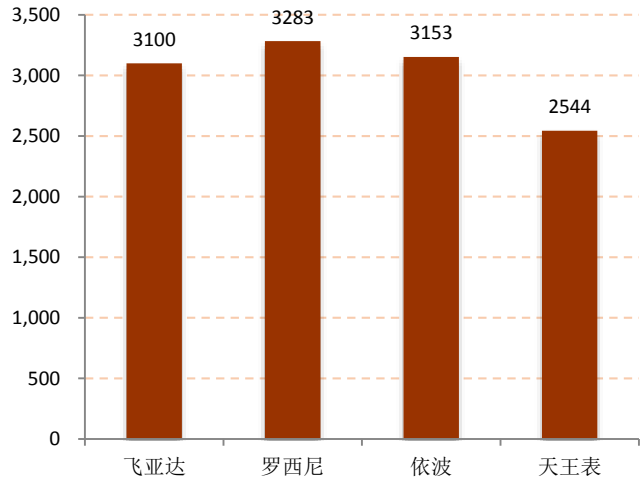
图 21：国产四大名表收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

注：以每年 1 月 1 日至 12 月 31 日作为一个会计年度，依此对天王表的数据进行了调整。

图 22：国产四大名表目前网点情况



资料来源：公司年报、招商证券

国产四大名表中，天王表属于时计宝公司旗下品牌，罗西尼和依波均属于冠城腕表旗下品牌。近五年四大名表的收入规模均保持稳步上涨，表明国内中低端腕表市场较好的发

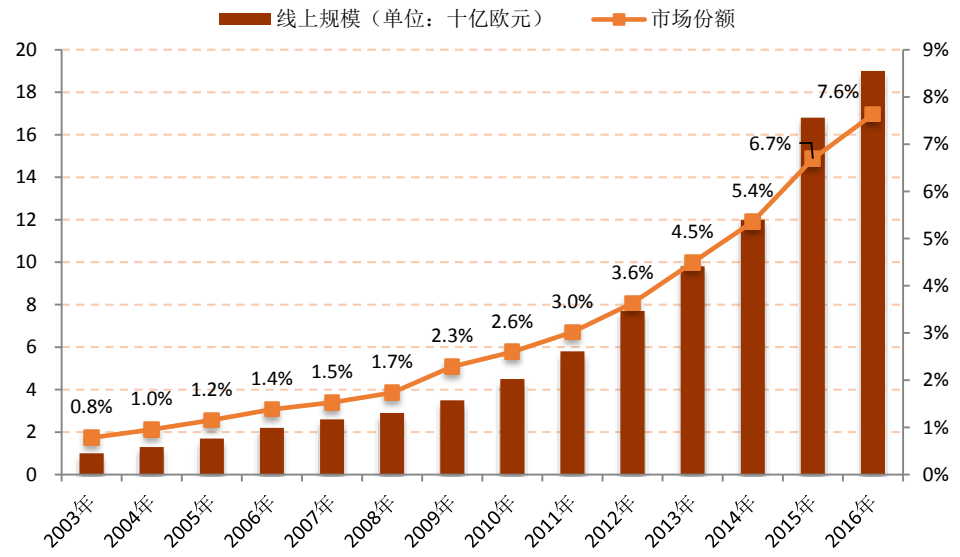
展势头，国产手表的品牌效应逐步凸显。四大品牌网点规模大致相当，但飞亚达的收入水平与其他品牌相比有一定差距。其主要原因是飞亚达重视品牌发展，并不一味的追求销量。飞亚达认为盲目折扣也许能促进短期销售，但对品牌会有损害，因此对于促销打折持较为谨慎的态度，主要以提升内在营销能力和运营创新提升销售。

我们认为公司对品牌形象的重视虽然短期不会显著的体现在收入规模上，但长远来看品牌效应的提升会使公司持续受益。

3、线上渠道：发展状况良好

线上比例提升是行业的大势所趋。奢侈品行业由于商品价值高、消费者价格敏感度低、假冒伪劣等问题电商化程度一直处于一个较低的水平。但随着电商体系的日益成熟，奢侈品行业线上比例进一步升高是必然趋势。根据贝恩咨询的数据，2013 年开始全球奢侈品线上规模显著提升。2016 年达到约 190 亿欧元，占全渠道比重为 7.6%。。

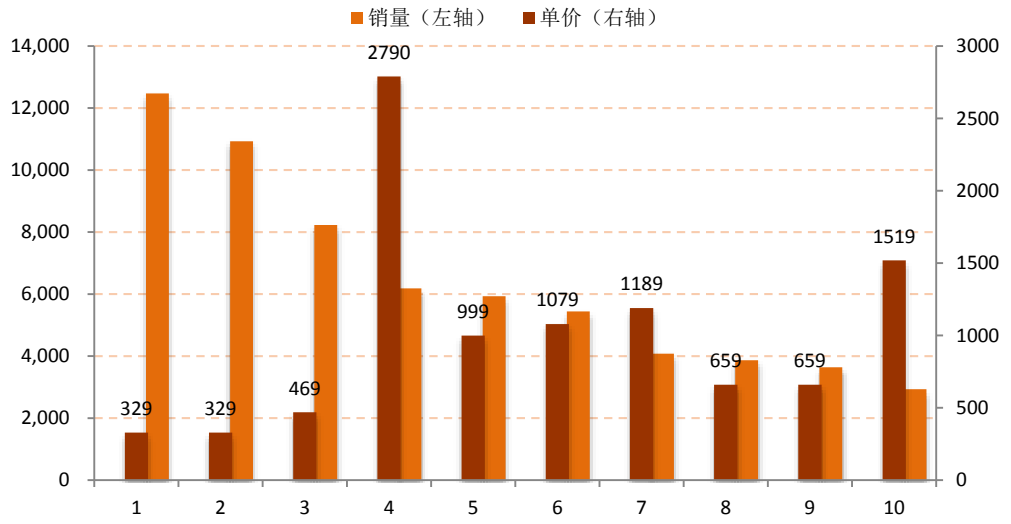
图 23：奢侈品线上规模快速增长



资料来源：贝恩咨询、招商证券

飞亚达十分重视线上渠道布局。天猫、京东、唯品会是飞亚达的主要平台。由于线上的消费者特性，飞亚达对线上渠道的产品定位更低端，有专供线上的产品，整体均价在 1500-1700 元。飞亚达官方旗舰店上销量居于前十的爆款产品均价为 1000 元左右，其中前三位的产品售价均在 500 元以内，契合公司线上线下差异化的布局。

图 24：天猫旗舰店销量前十产品情况



资料来源：公司官网、招商证券

公司在线上渠道仍然坚持品牌形象的维护，电商低价大促飞亚达一般都不参与，不过度的追求销量的提升。目前公司线上销售占比超过 10%，高于行业水平，保持平稳增长，总体发展状况良好。

4、智能腕表：渠道优势明显

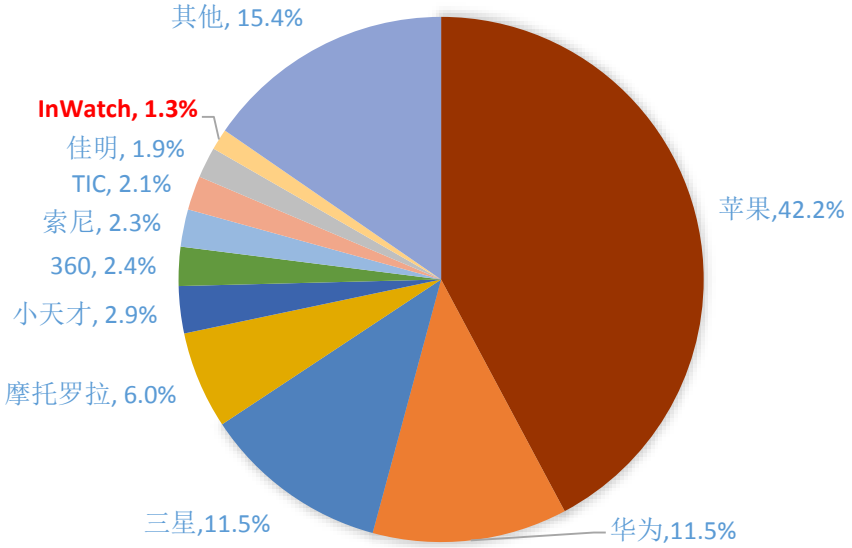
2016 年 3 月 17 日，飞亚达在巴塞尔国际腕表展上推出阿里 YunOs 事业部合作推出印（In）系列智能腕表。该腕表由公司原创设计，与其他腕表有所不同，主打轻智能，外形与传统手表类似，功能精简化，更具针对性，有支付、运动管理、信息提醒、防丢失等功能，能够保持 30 天超长待机。售价 1469 元，也与其他知名厂商形成差异化竞争。

图 25：飞亚达智能腕表主推轻智能

资料来源：公司官网、招商证券

飞亚达智能腕表渠道优势明显。跟主流智能手表厂商相比，飞亚达的明显优势在于自身拥有立体的销售渠道支撑智能手表业务拓展。根据智能穿戴新咨询 6 月的报告显示，飞亚达的 Inwatch 智能手表正式推出仅三个月后，在市场上的占有率已达到 1.3%，居第十位，凸显其借助渠道快速扩张能力。公司也在不断收集相关的市场信息，及时进行研究并升级和迭代产品。

图 26：2016 年 6 月国内智能手表市场份额



资料来源：智能穿戴新咨询、招商证券

智能化可穿戴设备是目前一种创新的趋势，未来成长空间广阔。跟腕表业其他同行相比，飞亚达提前在这一领域进行布局，有利于在未来的竞争中夺得先发优势。

（三）亨吉利：受益行业回暖，业绩底部反弹

亨吉利名表经营业务开始于 1997 年，现有 40 余个名表品牌中国大陆代理权，在国内名表经销商中市场份额仅次于亨得利。店铺以百货商场形式为主，自有门店占比不高。未来以入驻大型购物中心为发展方向。

表 3：亨吉利代理品牌一览

合作企业	代理品牌
Swatch	欧米伽、浪琴、宝玑、格拉苏蒂、宝珀、雅阁德罗、雷达、天梭等
Richemont	朗格、积家、卡地亚、伯爵、万国等
Kering	芝柏、尚维沙、雅典
Rolex	劳力士、帝舵
其他品牌	爱彼、豪利时、萧邦、昆仑、柏莱仕、梅花等

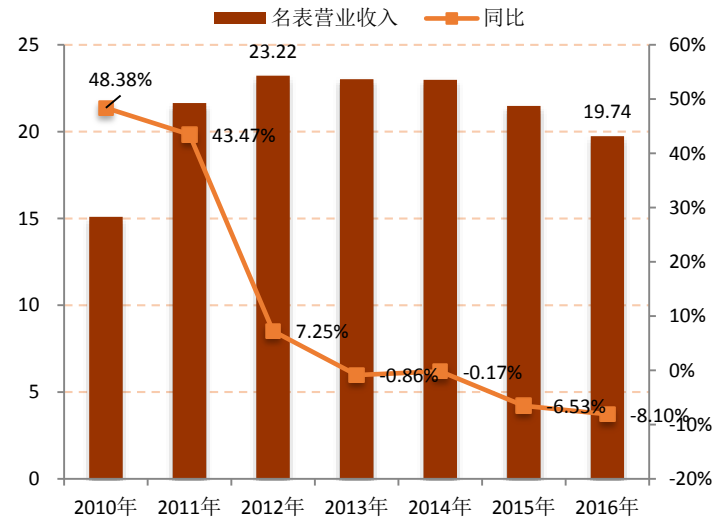
资料来源：公司官网，招商证券

1、业绩弹性显著

受 12 年以来名表行业不景气的影响，亨吉利收入连续四年负增长，2016 年亨吉利全年营收 19.74 亿元，较历史最高点 23.22 亿元下降 15%。行业调整期亨吉利也不断优化店铺结构，关闭低收益门店，降本增效，目前门店数量大概在 180 家左右，相较于 11、

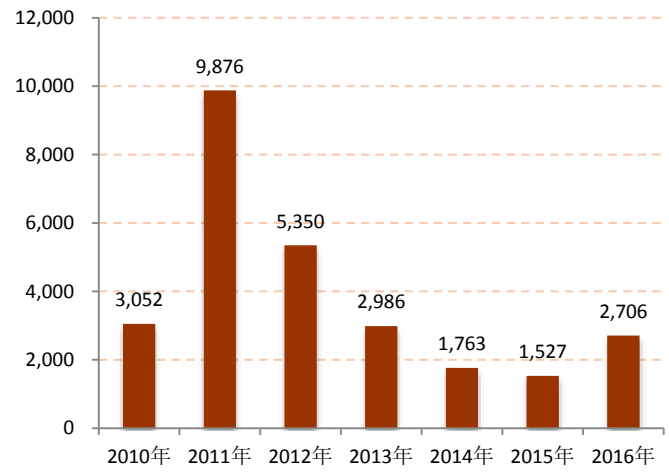
12 年峰值的 250 家也有明显的萎缩。2016 年净利达到 2706 万元，同比增长 77%，有明显触底反弹的迹象。**整体行业尤其是中高端名表复苏迹象明显，亨吉利目前收入处于低点，今年 1、2 月亨吉利收入和利润均已呈增长态势，业绩弹性明显。**

图 27：亨吉利收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 28：亨吉利净利润情况（单位：万元）

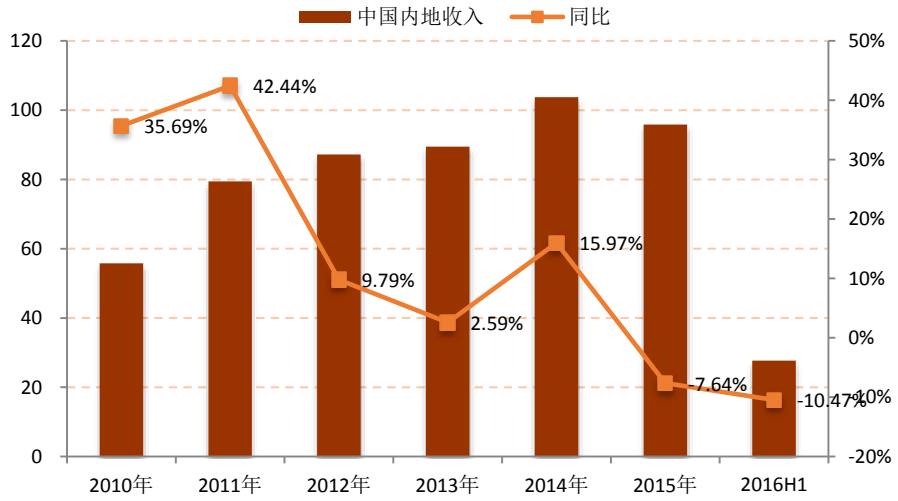


资料来源：公司年报、招商证券

2、盈利能力与龙头差距缩小

亨得利是国内名表经销行业龙头。同亨吉利一样，亨得利在名表业近四年的阵痛期也面临窘境，公司中国内地的业务收入在 2015 年和 2016 年上半年缩减比例分别达 7.64% 和 10.47%。大陆的经营网点数量也从最高峰的 430 家左右缩减到 397 家。

图 29：亨得利中国内地收入变化情况

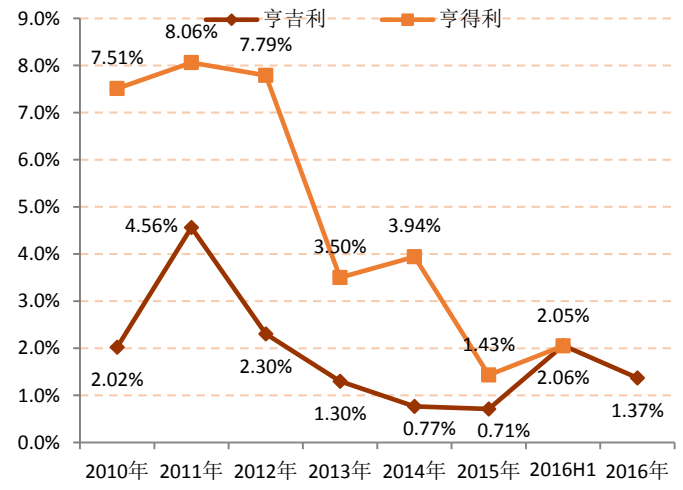


资料来源：公司年报，招商证券

就盈利能力来看，亨吉利的净利率和毛利率长期以来都低于亨得利，因为亨得利有一些名表品牌的总代理权，而且自有门店较多，毛利率高的同时费用率也较高。但就整体趋势来看，亨吉利近几年盈利水平呈上升趋势，与亨得利的差距逐步在缩小，主要受益于

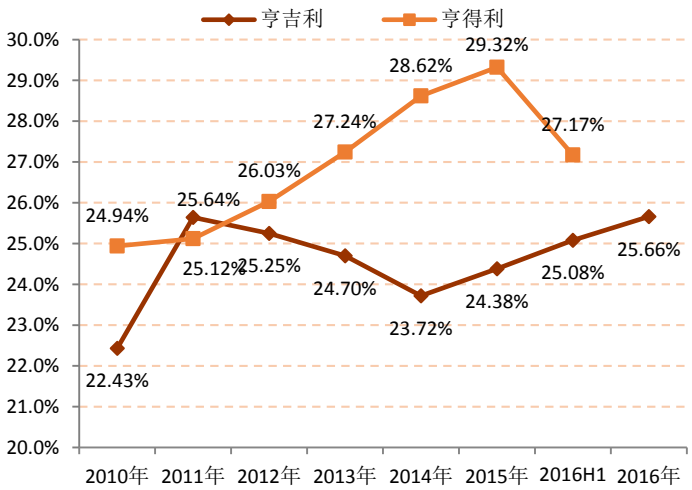
公司在顾客研究、单店单产提升及经营效率改善方面做了诸多工作，在去库存方面也取得一定成效，盈利能力相较同业改善显著，也进一步提升未来业绩弹性。

图 30：亨吉利与亨得利净利对比



资料来源：公司年报、招商证券

图 31：亨吉利与亨得利毛利率对比

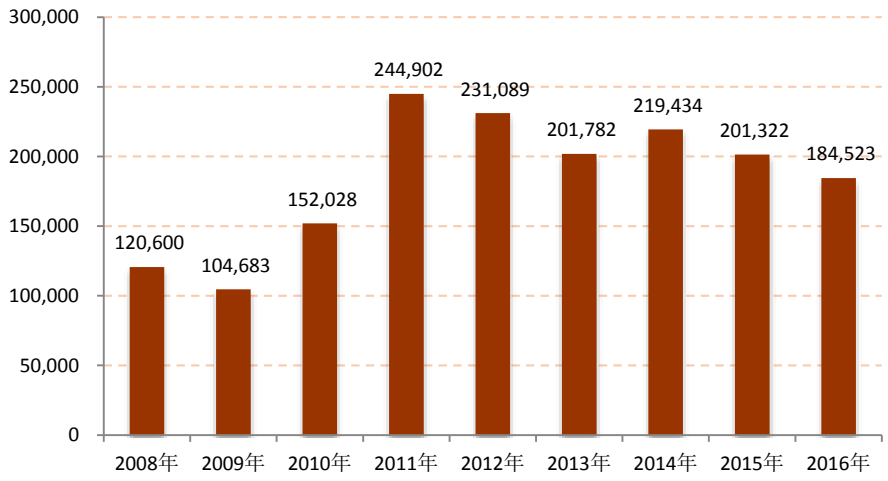


资料来源：公司年报、招商证券

3、维修业务存量庞大，前景广阔

我国名表维修理论空间在百亿水平。一块名表的寿命大约在 20 年左右，每 2-3 年需要对名表进行例行维护，出现损坏还需进行维修。取近 9 年数据估算手表存量市场，08 到 16 年间我国进口手表的总金额达 166 亿美元，折合人民币约 1000 亿元，考虑到税收、经销渠道加价以及物流成本等，消费者层面的存量市场规模粗略估算能达到 3000 亿元，名表按理每 3 年进行一次维护，即每年大概 30%的手表需要维护，假定维护费占总价值的 5%，再加上维修业务，理论上这一行业规模可以达到百亿水平。

图 32：08-16 年手表进口额（单位：万美元）



资料来源：海关总署，招商证券

现有渠道难以满足名表维修的需求。名表维修的渠道现在比较有限，名表的官方自营售

后服务中心，通常是消费者进行名表维护最佳的选择，但这些官方售后中心布局数量非常稀少，基本都集中于一线城市，覆盖到的消费者数量非常有限。而私人的腕表维修点没有统一的标准和体系，维修质量得不到保证，难以取得消费者信任。因此现有的维修服务供给端和需求端还有很大差距，也使得很大一部分需求尤其维护的需求未能完全释放出来。

表 4：名表集团大陆官方售后服务中心布局情况

品牌	布局城市
斯沃琪集团	上海、北京、沈阳、广州、成都
劳力士	上海、北京、广州
历峰集团、雅典、百年灵等	上海、北京

资料来源：Rainmei 匠芯腕表，招商证券

公司重视维修业务发展，希望进一步挖掘市场潜力。公司主要依托亨吉利门店开展维修业务。公司目前名表维修团队均由自己培训，配件渠道、人员培育、网络建设等方面已具备一定的优势。亨吉利开通 MISS 系统实现维修业务线上线下的互动，其他模式也还在不断创新和探索中。目前维修业务年收入已超 7000 万，利润 3000 万左右。在整体行业规模百亿的理论空间下，如果亨吉利未来拿到 10%的市场份额，也能贡献 10 亿的收入，因此这部分业务现有收入规模不大，但存在很大的发展潜力。

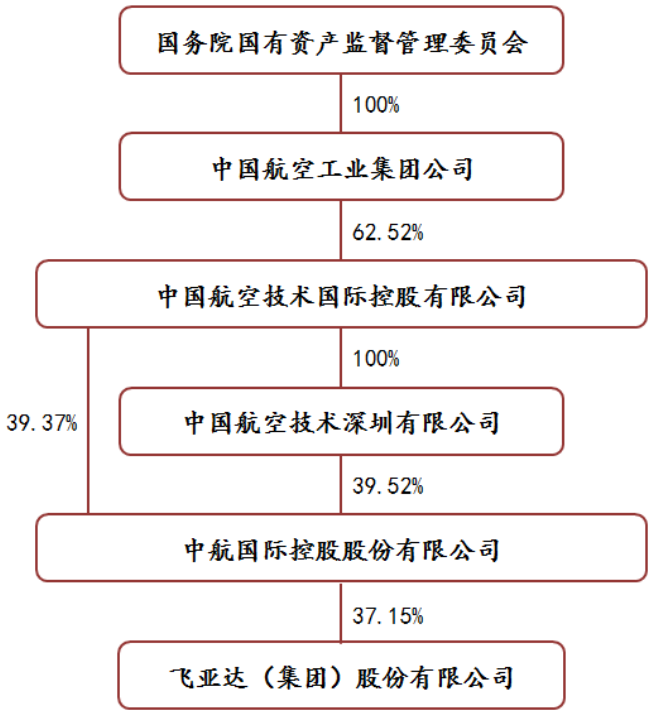
图 33：亨得利名表维修已有实体店和寄修两种模式

资料来源：公司官网，招商证券

三、中航工业旗下企业，国改预期强烈

飞亚达是中航工业集团旗下上市平台，中航工业主业为军用航空武器装备和民用航空装备为代表的先进装备制造。集团控股业务涉及广泛，旗下 A 股上市公司包括中航重机、中航三鑫、中航地产、深天马、天虹商场、飞亚达等 20 余家上市公司。

图 34：飞亚达股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

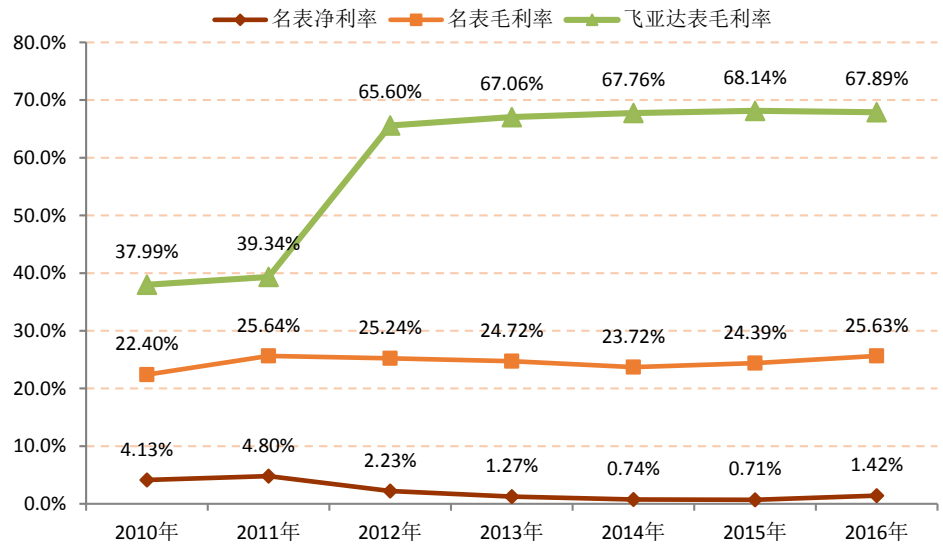
2017 年国企改革依然是市场主旋律。深圳作为国企改革的排头兵，在 2016 年 12 月制定了“1+12”深化国有企业改革系列制度文件，推动国改进一步落实。中航工业集团在 2017 年年度工作会议上也明确，今年将继续坚定不移的剥离主业，要把集团业务涉及的国民经济大类由 75 个减少到 60 个。飞亚达属于中航工业集团旗下为数不多的非主业上市公司之一。去年 9 月，集团另一家非主业上市公司中航地产将房地产业务资产出售给保利集团，完成主业切换。因此**飞亚达作为深圳地区中航工业非主业上市资产，未来具有较强国改预期。**

四、投资建议

（一）利润情况分析

就历史数据来看，飞亚达表毛利率在 12 年后稳定在 68%左右水平，净利率水平大概在 10%左右，营收稳定增长，为业绩发展提供安全垫保护。名表业务毛利率维持在 25%左右，呈缓慢上涨趋势，净利水平在 10-11 年景气时期接近 5%， 14-15 年低迷时期不及 1%，存在较大弹性，16 年在近 1000 万资产计提下净利率仍升至 1.42%，反转趋势明显。2017 年乐观估计其业务发展情况达到 10-11 年水平，净利率达 4.5%；中性情况业务跟随名表行业整体复苏趋势，在资产计提减少情况下达到 3%；保守情况行业复苏较为缓慢，业务效率提升不明显，净利率在 2%左右水平。名表业务收入占比在 2/3 以上，业绩反转会为公司整体业绩带来显著贡献。

图 35：名表和飞亚达表利润率变化情况



资料来源：公司公告，招商证券

（二）核心逻辑

名表行业复苏明显，步入景气周期。名表行业在过去四年受反腐等冲击表现低迷，目前微观和宏观的多项数据表明名表市场已经有回暖迹象。我们经过分析认为，本次行业回暖，短期来看主要受汇率和跨境电商新政影响，海外购物的需求部分回流，同时这一需求回流仍还有很大提升空间。另外长远来看，过去四年市场低迷期，人均可支配收入上涨 40%左右，中高收入人群占比也有所提升，而名表行业规模却几乎没有增长，这部分积蓄的内生性需求会在消费升级的带动下逐步释放出来，成为名表行业长期景气度的重要保证。

注重品牌建设，带来长期收益。公司跟同行业其他公司相比，对品牌建设更为注重。公司谨慎采取降价促销等博取短期收益而损坏品牌价值的方式提升销量，花更多精力在创新设计和创意营销上，品牌影响力逐步提升。我们认为随着公司品牌效应逐步扩大，品牌价值会在未来持续给公司提升业绩，因此相较于其他同业公司来说，能更好的受益行业的景气度回升。

上个景气周期利润水平可观，业绩弹性巨大。名表行业上个景气周期在 10-11 年左右。当时公司名表业务净利率近 5%，而 16 年名表净利率仅 1.42%。随着行业再次进入景气周期，以及维修业务发展对净利率的拉升，净利率回到 5%的这一高点应该只是时间问题，业绩弹性巨大。飞亚达表利润保持在 10%左右水平，预计随着品牌效应逐步凸显未来稳中有升，为公司业绩提供安全垫。公司层面，现金流量情况也明显改善，随着五年期债券的到期，财务成本也有所降低，这些因素都将助力公司 17 年业绩反转。此外 16 年一季度由于开新店销售费用提升，导致净利润仅 2710 万，较 15 年大跌 39.4%，处于历史低点，今年一季度业绩提升将会非常明显。

（三）盈利预测

关键假设:

1、17-19 年行业持续回暖,维修业务逐步贡献利润，名表行业增速分别达 6%\7%\8%。毛利率水平逐步向亨得利靠近，分别达到 26%/26.2%/26.5%。

2、飞亚达表在提升单店产出上逐步取得成效，品牌价值得以兑现，营业收入增速分别达 4%\5%\4%，毛利率达 68%\68.2%\68.4%。

3、随着飞亚达腕表大厦产权证书的审批落实以及新增光明新区腕表基地的租赁收入，租赁业务收入在 2017 增速达 10%，18、19 年保持 5%，毛利率稳定在 86%。

表 5: 飞亚达盈利预测

	2015A	2016A	2017 E	2018 E	2019 E
营业收入（亿元）	31.62	29.94	31.58	33.57	35.81
同比	-3.5%	-5.3%	5.5%	6.3%	6.7%
名表业务	21.48	19.74	20.92	22.39	24.18
同比	-6.53%	-8.10%	6%	7%	8%
飞亚达表	8.85	8.97	9.33	9.80	10.19
同比	3.4%	1.4%	4%	5%	4%
租赁业务	0.95	0.99	1.09	1.14	1.20
同比	5.6%	4.2%	10%	5%	5%
其他业务	0.34	0.24	0.24	0.24	0.24
毛利率(%)	38.98	40.79	40.85	40.84	40.74
名表业务	24.38	25.66	26.00	26.20	26.50
飞亚达表	68.13	67.90	68.00	68.20	68.40
租赁业务	84.68	86.32	86.00	86.00	86.00
其他业务	74.16	83.67	75	75	75

资料来源：公司年报，招商证券

预测 17-19 年营业收入分别达 31.58/33.57/35.81 亿元，同比增长 5.5%/6.3%/6.7%。整体毛利率分别为 40.85%/40.84%/40.74%。预计 17-19 年净利润为 1.55/1.86/2.12 亿元。对应 EPS0.35/0.42/0.48 元。给予 17 年 50x 市盈率，对应市值 77.5 亿，也与物业重估值相当，目标价 17.5 元。

风险提示:

1、行业复苏缓慢。

2、单店产出提升效果不显著。

3、国企改革进展不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3148	2828	2748	2919	3173
现金	639	429	248	261	332
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	8	8	9	9
应收款项	305	307	304	323	345
其它应收款	40	33	35	37	40
存货	2093	1997	2096	2229	2382
其他	65	54	57	61	65
非流动资产	1099	1177	1380	1572	1753
长期股权投资	43	43	43	43	43
固定资产	362	611	845	1062	1263
无形资产	36	39	35	31	28
其他	657	484	457	436	419
资产总计	**4247**	**4005**	**4129**	**4492**	**4926**
流动负债	1449	1509	1697	1920	2198
短期借款	988	1098	1300	1508	1767
应付账款	156	215	227	241	258
预收账款	18	14	15	16	17
其他	287	181	155	155	156
长期负债	495	121	121	121	121
长期借款	91	115	115	115	115
其他	404	6	6	6	6
负债合计	**1944**	**1630**	**1818**	**2041**	**2319**
股本	439	439	439	439	439
资本公积金	1045	1050	1050	1050	1050
留存收益	815	882	818	957	1113
少数股东权益	4	4	4	4	5
归属于母公司所有者权益	2299	2371	2307	2446	2602
负债及权益合计	**4247**	**4005**	**4128**	**4492**	**4926**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	396	456	217	206	221
净利润	122	111	155	186	212
折旧摊销	140	145	76	88	100
财务费用	86	61	70	70	70
投资收益	(1)	(0)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	64	129	(89)	(144)	(166)
其它	(15)	10	7	8	8
投资活动现金流	(230)	(185)	(284)	(284)	(284)
资本支出	(230)	(190)	(286)	(286)	(286)
其他投资	0	5	2	2	2
筹资活动现金流	355	(483)	(114)	91	134
借款变动	60	199	175	208	259
普通股增加	46	0	0	0	0
资本公积增加	538	5	0	0	0
股利分配	(196)	(219)	(219)	(46)	(56)
其他	(93)	(467)	(70)	(70)	(70)
现金净增加额	521	(212)	(181)	13	71

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3162	2994	3159	3358	3582
营业成本	1930	1773	1868	1986	2123
营业税金及附加	31	34	36	38	41
营业费用	780	761	786	819	863
管理费用	198	201	205	215	226
财务费用	94	69	70	70	70
资产减值损失	6	29	10	6	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	2	2
营业利润	125	127	185	225	260
营业外收入	12	19	20	20	20
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	136	145	204	244	279
所得税	13	35	48	58	66
净利润	122	110	155	186	212
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	122	111	155	186	212
EPS（元）	0.28	0.25	0.35	0.42	0.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-4%	-5%	5%	6%	7%
营业利润	-22%	2%	45%	22%	15%
净利润	-16%	-9%	40%	20%	14%
获利能力					
毛利率	39.0%	40.8%	40.9%	40.8%	40.7%
净利率	3.8%	3.7%	4.9%	5.5%	5.9%
ROE	5.3%	4.7%	6.7%	7.6%	8.1%
ROIC	5.6%	4.1%	5.2%	5.5%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	45.8%	40.7%	44.0%	45.4%	47.1%
净负债比率	28.0%	31.0%	34.3%	36.1%	38.2%
流动比率	2.2	1.9	1.6	1.5	1.4
速动比率	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	9.6	9.8	10.3	10.7	10.7
应付帐款周转率	12.7	9.5	8.4	8.5	8.5
每股资料（元）					
每股收益	0.28	0.25	0.35	0.42	0.48
每股经营现金	0.90	1.04	0.49	0.47	0.50
每股净资产	5.24	5.40	5.26	5.57	5.93
每股股利	0.50	0.50	0.11	0.13	0.14
估值比率					
PE	55.1	60.6	43.3	36.1	31.6
PB	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	69.0	75.0	52.8	45.6	40.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。