

飞亚达 (000026.SZ)

持有 (首次评级)

国内钟表龙头，品牌渠道双轮驱动

投资要点:

► 飞亚达：国内钟表行业领军者

公司创立于1987年，系中国航空工业集团下属中航国际的主要投资企业之一，是境内唯一表业上市公司。飞亚达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。24Q1-3公司营收30.4亿元，同比-13.8%，归母净利1.98亿元，同比-25.6%；Q3单季度营收9.63亿元，同比-17.2%，归母净利0.5亿元，同比-35.4%。

► 品牌&渠道建设并重，智能可穿戴培育新增长点

自主品牌推进品牌定位升级、渠道结构优化。公司通过自创和授权经营和合资等方式，目前已形成了以“飞亚达”为主的多品牌矩阵。2023年公司手表品牌业务7.97亿元，同比+9.88%。2023年公司手表品牌业务毛利率66.9%。飞亚达品牌基于“以航空航天表为特色的高品质中国手表品牌”定位，相继推出多款航空航天主题手表；同时优化渠道结构，进驻一二线城市主流购物中心，持续强化线上新品开发与自营直播矩阵搭建。

亨吉利品牌及渠道资源深厚，合作一流名表企业。亨吉利名表零售渠道历经二十余年的发展，至今已建成遍布全国60多个城市，拥有近200家连锁店的名表销售连锁网络。与众多名表集团及品牌长期深入合作，市场占有率位居国内名表零售业前列，是国内使用统一商号、覆盖地域广泛的名表销售连锁品牌。2023年公司手表零售业务营收34.7亿元，同比+4.6%，毛利率28.5%。2023年累计新开及升级改造48家门店；推进线上线下一体化融合，构建亨吉利“1+N+X”抖音营销矩阵，持续提升名表全面服务能力。**推进精密科技业务探索，培育新增长点。**公司精密科技业务继续夯实匹配复杂高精度产品的技术实力，推进向航空航天、医疗器械等领域拓展，继续推进新客户突破；智能穿戴业务持续提升技术研发能力，不断完善产品软硬件功能，发力新品类、新业务和新渠道。24年公司Jeep品牌推出融合AI技术的弧形屏方形智能表等新品。公司注重研发与创新投入，研发人员数量占比2023年提升至2.8%，同时公司研发费率在行业内保持领先。

► 盈利预测与投资建议

公司作为国内钟表行业龙头，自有品牌稳健发展，名表精细化运营，精密科技业务培育新增长点；重视股东回报，2023年分红率50%。我们预计公司2024-2026年收入增速分别为-12%、10%、7%，归母净利润增速分别为-21%、12%、13%，对应EPS分别为0.65元、0.73元、0.82元，目前股价对应25年PE为14x，略高于可比公司25年平均13x的PE水平，首次覆盖给予“持有”评级。

► 风险提示

国内消费复苏缓慢风险、名表消费外流风险。

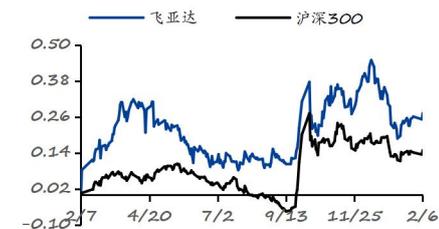
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,354	4,570	4,037	4,428	4,752
增长率	-17%	5%	-12%	10%	7%
净利润(百万元)	267	333	263	295	334
增长率	-31%	25%	-21%	12%	13%
EPS(元/股)	0.66	0.82	0.65	0.73	0.82
市盈率(P/E)	15.4	12.3	15.6	13.9	12.3
市净率(P/B)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-06
收盘价:	10.12元
总股本/流通股本(百万股)	405.76/364.77
流通A股市值(百万元)	3,691.47
每股净资产(元)	8.31
资产负债率(%)	19.53
一年内最高/最低价(元)	11.78/8.19

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhq30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告



正文目录

1 飞亚达：国内钟表行业领军者	3
2 品牌&渠道建设并重，智能可穿戴培育新增长点	7
2.1 建设自主品牌矩阵，抢占先发优势	8
2.2 亨吉利品牌及渠道资源深厚，合作一流名表企业	9
2.3 推进精密科技业务探索，培育新增长点	10
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测	12
3.2 投资建议	14
4 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程	3
图表 2: 公司自有品牌及名表零售渠道	4
图表 3: 公司股权结构（截至 24/10/10）	5
图表 4: 公司历年营收及增速	5
图表 5: 公司历年归母净利润及增速	5
图表 6: 公司各产品营收（百万元）	5
图表 7: 2023 年公司各产品营收占比	5
图表 8: 公司销售毛利率、销售净利率情况	6
图表 9: 公司分业务毛利率情况	6
图表 10: 公司期间费用率近年来基本稳定	6
图表 11: 公司存货周转率有所改善	6
图表 12: 2021-2023 年钟表行业规模以上企业营收	7
图表 13: 2021-2023 年我国表产量	7
图表 14: 公司市场份额（营收计）	7
图表 15: 公司市场份额（产量计）	7
图表 16: 公司手表品牌业务及增速	8
图表 17: 公司手表品牌业务毛利率较高	8
图表 18: 飞亚达“中国航天表 20 周年”特别款	8
图表 19: 飞亚达“小金表”系列	8
图表 20: 公司手表零售服务业务营收及增速	9
图表 21: 公司手表零售服务业务毛利率	9
图表 22: 公司拥有细致全面的售后服务网络	10
图表 23: 亨吉利主要经营名表品牌	10
图表 24: 2024-2028E 中国腕戴设备市场出货量预测	11
图表 25: 全球可穿戴腕带设备出货量（百万台）	11
图表 26: 公司 jeep 品牌智能表	11
图表 27: 公司 ADASHER 品牌智能手表及蓝牙耳机	11
图表 28: 公司研发人员数量占比持续提升	12
图表 29: 公司研发费率在行业内领先	12
图表 30: 公司精密零部件示意图	12
图表 31: 公司业绩拆分预测表	13
图表 32: 可比公司估值表	14
图表 33: 财务预测摘要	15



1 飞亚达：国内钟表行业领军者

聚焦手表主业，品牌+渠道双轮驱动。公司创立于1987年，系中国航空工业集团下属中航国际的主要投资企业之一。1993年在深交所上市，为深圳市首批上市公司之一，是境内唯一表业上市公司。飞亚达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。

起步创业期（1987-1993）：1987年12月23日，公司前身——深圳飞达表业有限公司在深圳成立。以广告为先导，拓展营销网络，提升品牌知名度，推出G/L208、G/L888等畅销新品。于1993年A、B股同时上市；

多元探索期（1994-2002）：1994年钟表行业竞争加剧下，公司决定调整经营策略，实行“工商一体化”战略。把飞亚达品牌创建为国际品牌，陆续在各地设立世界名表中心连锁店，建设高端品牌销售网络，1997年“亨吉利世界名表中心”诞生。此外尝试进军餐饮业，工商一体化项目亦逐渐形成气候，一度成为公司利润的补充。

调整聚焦期（2003-2008）：重塑品牌战略转型。公司清理和退出餐饮等非主营业务，明确飞亚达表业和亨吉利名表零售两条业务主线，从多元化投资回归到专注于钟表主业。

专业拓展期（2009年至今）：围绕手表品牌管理及名表零售服务两条经营主线，逐步发展起飞亚达、沐杨时计等自有手表品牌，把亨吉利打造成国内名表零售行业最优秀的零售商，持续推动精密科技业务发展和智能表业务探索。

图表 1：公司主要发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司已经形成了高端定制、精密工艺、传统文化、流行时尚、智能穿戴等品牌族群。其中“飞亚达”是国内手表领军品牌，曾为中国载人航天提供航天佩戴用表，品牌版图覆盖东南亚、中东和欧美等30多个国家与地区，国内设有3000多个零售



店，全面覆盖一线城市优质商圈，广受品位人士的喜爱。公司还拥有中国手表行业高端设计师品牌“沐杨时计”、瑞士高端品牌、简约时尚的“唯路时”、东方美学现代表达的“北京表”和运动智能“Jeep”多个子品牌，基于智能可穿戴产品的战略发展需要，公司发布旗下智能手表品牌“ADASHER”，形成具有差异化定位的品牌族群。

零售渠道方面，“亨吉利”作为国内排名前列的名表零售和服务渠道，遍布全国 60 多个城市，拥有 200 余家连锁店；适应新消费趋势需求、定位中高端的“博观表行”创立，目前已拥有 170 家门店；伴随互联网的快速发展，近年公司大力发展电商业务，进入了国内主流电商平台，并开始了智慧零售的探索。公司覆盖线上线、横跨境内外的立体渠道网络基本形成。

图表 2：公司自有品牌及名表零售渠道

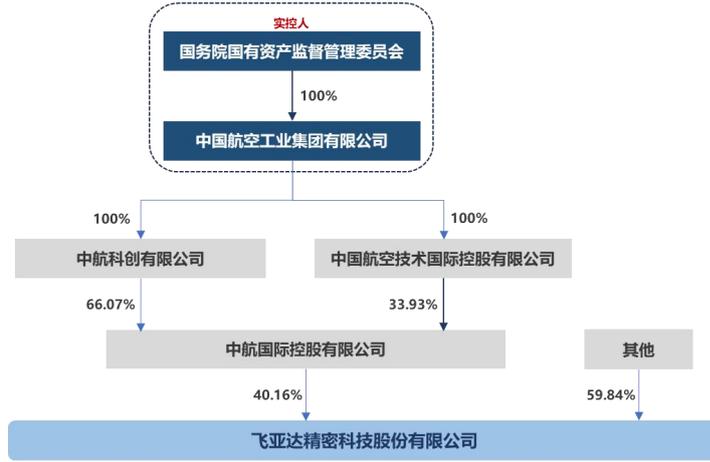
品牌	FIYTA	MOONYANG	唯路时 JONAS & VERUS	BEIJING	Jeep	ADASHER
	飞亚达	沐杨时计	唯路时	北京	Jeep	ADA
渠道	亨吉利世界名表中心		博观表行			

数据来源：公司官网，华福证券研究所

飞亚达由中国航空工业集团控股，股权结构集中。公司的控股股东及实控人为中国航空工业集团及国务院国有资产监督管理委员会。截至 2024 年末，中航国际控股的持股比例为 40.16%。作为属于中国航空工业集团的第一家上市公司，有望在战略规划、运营发展、财务资源、渠道客户资源等方面持续获得中国航空工业集团的支持。



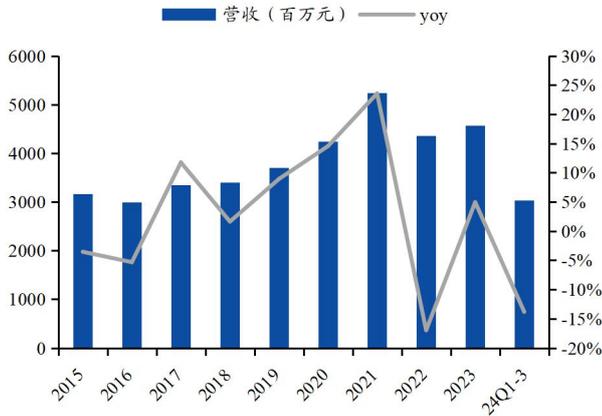
图表 3: 公司股权结构 (截至 24/10/10)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

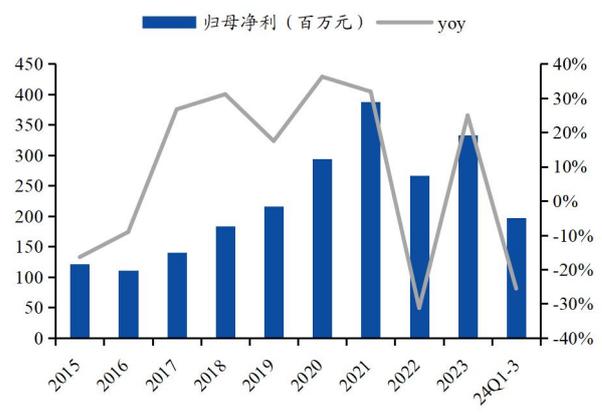
2023 年公司收入、归母净利分别同比增长 5%、24.9%。公司近年紧抓消费市场的发展机遇,在继续提升能力、巩固优势的基础上,坚决落实“大国品牌”发展战略,加速渠道升级、数字化建设及新增长点培育,经营业绩实现增长。据公司公告数据,2015-2023 年收入、归母净利复合增速分别为 4.7%、13.4%,保持持续发展态势。2023 年,公司实现营业收入 45.7 亿元,同比增长 5%,实现归母净利润 3.3 亿元,同比增长 24.9%。

图表 4: 公司历年营收及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 公司历年归母净利润及增速

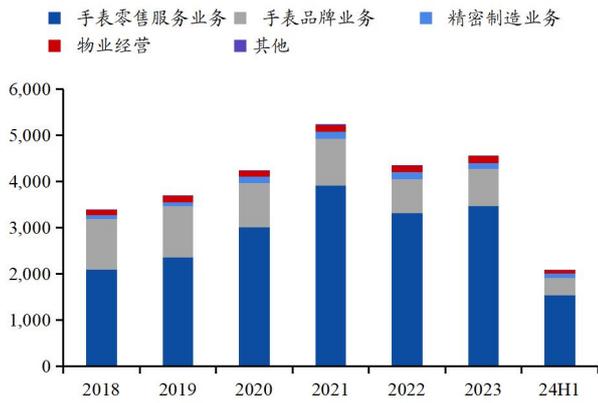


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

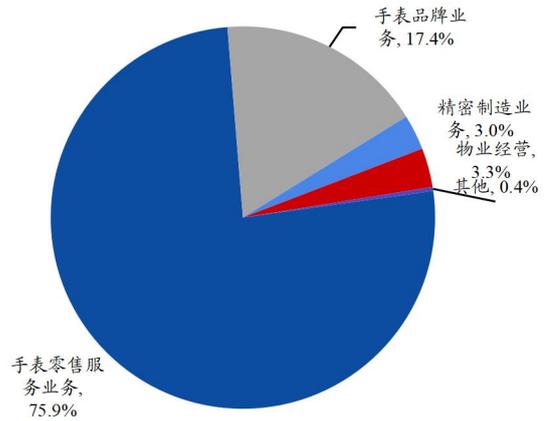
公司聚焦手表品牌业务及手表零售服务两条经营主线,其中手表零售服务业务收入占比最高,2023 年手表零售服务业务收入 34.7 亿元,同比+4.6%,占比高达 75.9%;手表品牌业务收入 7.97 亿元,同比+9.9%,占比 17.4%;精密科技业务营收 1.36 亿元,同比-16.7%,占比 3.0%,物业经营业务营收 1.5 亿元,同比+16.3%,占比 3.3%。

图表 6: 公司各产品营收 (百万元)

图表 7: 2023 年公司各产品营收占比



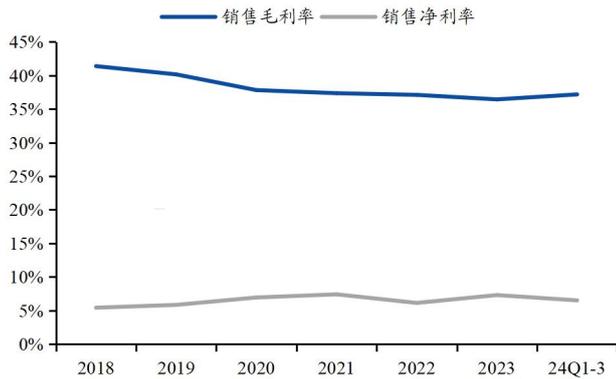
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

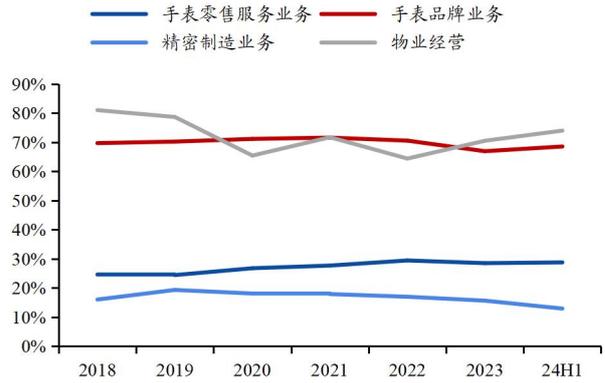
2018-2023年, 公司毛利率、净利率基本稳定。2023年公司毛利率为36.4%, 同比下降0.7pct。分产品来看, 公司手表品牌业务毛利率一般在65%以上, 而手表零售服务业务毛利率则在30%以下。24Q1-3公司毛利率37.2%, 净利率6.5%。

图表 8: 公司销售毛利率、销售净利率情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司分业务毛利率情况



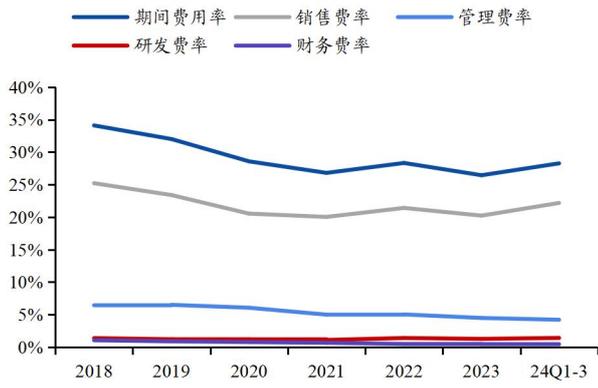
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2023年公司净利率7.3%, 同比+1.2pct, 主要系公司期间费用控制较好, 2023年公司期间费用率26.4%, 同比-1.9pct, 其中销售费率20.2%, 同比-1.2pct。24Q1-3公司期间费用率28.3%。

公司2023年存货周转率有所改善。2016-2021年, 公司存货周转率次数持续提升, 2021年存货周转次数达到1.65次, 2022年受疫情影响存货周转率有所回落, 2023年公司持续推进渠道结构优化, 发挥运营管理优势, 存货周转率有所改善。

图表 10: 公司期间费用率近年来基本稳定

图表 11: 公司存货周转率有所改善



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

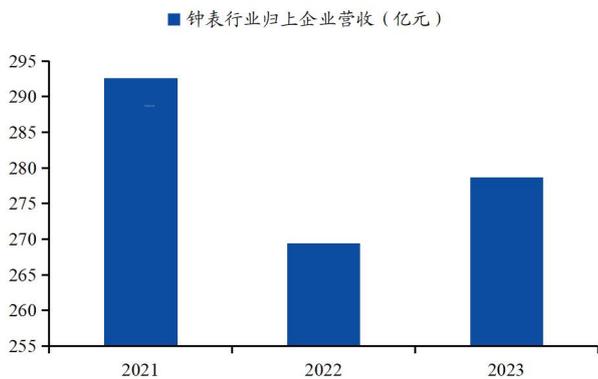


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 品牌&渠道建设并重, 智能可穿戴培育新增长点

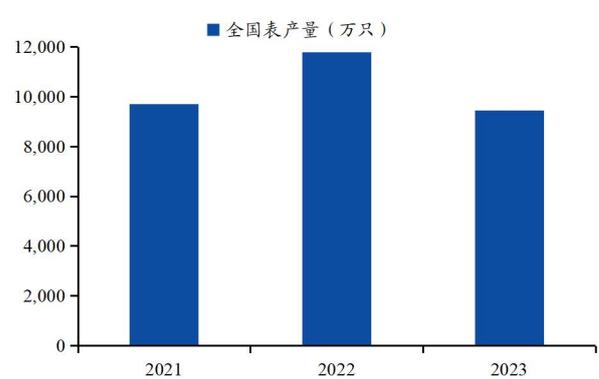
根据中国钟表协会, 2023年我国钟表规模以上企业营收规模为278.64亿元, 较2022年同比有所提升; 2023年我国表产量为9449.53万只。2023年公司手表品牌业务营收规模占国内钟表行业的2.9%, 产量占国内表总产量的0.9%。

图表 12: 2021-2023 年钟表行业规模以上企业营收



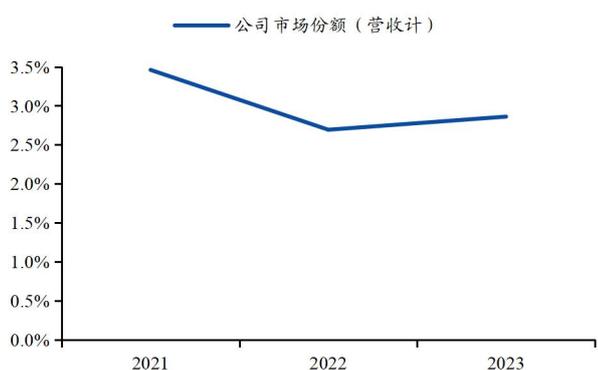
数据来源: 中国钟表协会, 华福证券研究所

图表 13: 2021-2023 年我国表产量



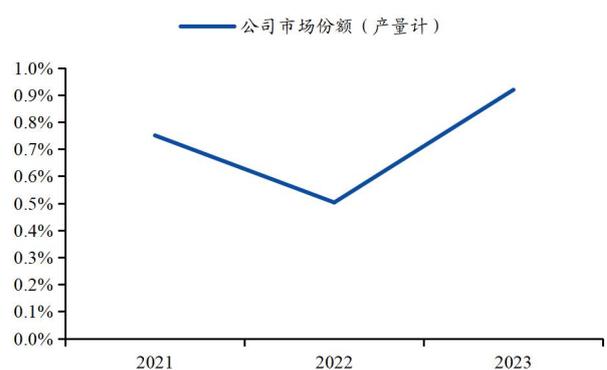
数据来源: 中国钟表协会, 华福证券研究所

图表 14: 公司市场份额 (营收计)



数据来源: ifind, 公司公告, 中国钟表协会, 华福证券研究所

图表 15: 公司市场份额 (产量计)

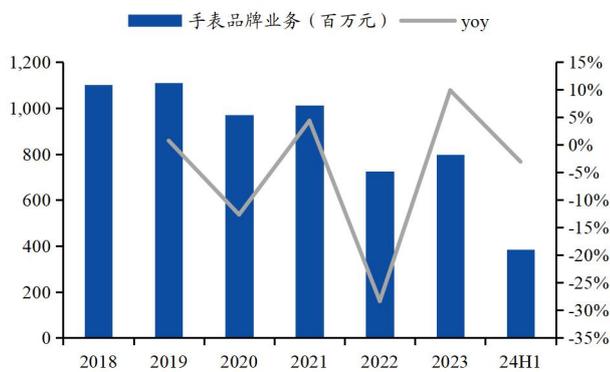


数据来源: ifind, 公司公告, 中国钟表协会, 华福证券研究所

2.1 建设自主品牌矩阵，抢占先发优势

稳健发力自有品牌，产品矩阵完善，毛利率持续高位。手表品牌业务方面，公司在通过自创、授权经营和合资等方式，目前已形成了以“飞亚达”为主的多品牌矩阵。自 2011 年起，飞亚达表进驻被誉为世界第一钟表展的瑞士巴塞尔钟表展 1 号国际品牌馆。如今，飞亚达表的国际版图已经覆盖英国、法国、澳大利亚等 30 多个国家与地区，国内拥有 3000+精品零售店。2023 年公司手表品牌业务 7.97 亿元，同比+9.88%，24H1 实现营收 3.85 亿元，同比-3.1%。公司自有品牌毛利率维持在 65% 以上，2023 年公司手表品牌业务毛利率 66.9%，24H1 毛利率提升至 68.5%。

图表 16: 公司手表品牌业务及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 公司手表品牌业务毛利率较高



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

飞亚达品牌基于“以航空航天表为特色的高品质中国手表品牌”定位，聚焦核心产品矩阵集中资源投放，相继推出运 20 两地时、直 20 凯旋款、国潮金龙限定款、太空漫步返回舱款等多款航空航天主题手表；结合新媒体平台开展品销合一活动，通过亮相米兰时装周、“与辉同行”直播间、2024 中国品牌日等方式，多途径提升品牌声量，成功打造小金表等爆品。

图表 18: 飞亚达“中国航天表 20 周年”特别款



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 19: 飞亚达“小金表”系列



数据来源: 飞亚达淘宝官旗店, 华福证券研究所

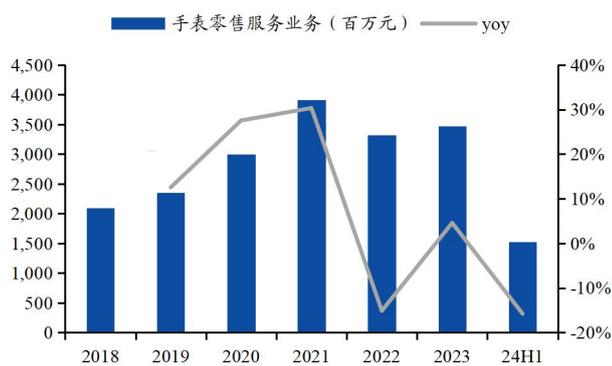


近年来，飞亚达品牌全新升级门店形象，以航空航天主题店、博观整包店等店型为抓手，持续优化渠道结构，进驻一二线城市主流购物中心，2024年上半年新开17家航空航天主题店；以本地生活及抖音店播等为抓手深入推进门店新媒体运营能力提升，持续强化线上新品开发、自营直播矩阵搭建，618期间，电商GMV实现逆势增长，位列全网国表成交额第一，爆品“小金表”进入各主要平台TOP榜；同时还积极拓展免税渠道，挖掘机场、口岸、游轮等免税渠道合作机会。

2.2 亨吉利品牌及渠道资源深厚，合作一流名表企业

公司把握国内名表市场机会、促进自有品牌长足发展，创立了亨吉利名表零售渠道，历经二十余年的发展，至今已建成遍布全国60多个城市，拥有近200家连锁店的名表销售连锁网络。亨吉利致力于成为最优异的名表全面服务商，与众多名表集团及品牌长期深入合作，淬炼了行业领先的运营管理能力和顾客服务能力，其市场占有率位居国内名表零售业前列，是国内使用统一商号、覆盖地域广泛的名表销售连锁品牌。2023年公司手表零售业务营收34.7亿元，同比+4.6%，毛利率28.5%。

图表 20: 公司手表零售服务业务营收及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 公司手表零售服务业务毛利率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

亨吉利名表零售深耕精细化运营，围绕“城市、品牌、业态、合作方”四要素，发展中高端品牌和核心优质渠道，2023年累计新开及升级改造48家门店；推进线上线下一体化融合，构建亨吉利“1+N+X”抖音营销矩阵，持续提升名表全面服务能力。

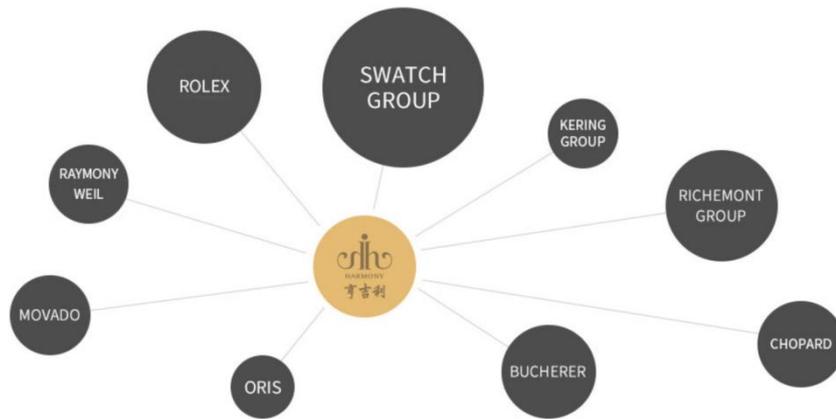
图表 22: 公司拥有细致全面的售后服务网络



数据来源: 亨吉利官网, 华福证券研究所

长期以来, 亨吉利与包括 Swatch 集团麾下的宝玑、宝珀、雅克德罗、格拉苏蒂原创、欧米茄、浪琴、雷达、天梭、汉米尔顿、美度和雪铁纳等, Rolex 集团的劳力士和帝舵, Richemont 历峰集团的朗格、积家、卡地亚、伯爵、沛纳海、万国、万宝龙和名士等, Kering 开云集团的芝柏、雅典, LVMH 路易酩轩集团的泰格豪雅和真力时, 以及独立品牌萧邦、宝齐莱、百年灵、柏莱士、蕾蒙威、豪利时、梅花、依波路和宇路等众多世界高端品牌和主流品牌建立了密切的合作关系。

图表 23: 亨吉利主要经营名表品牌



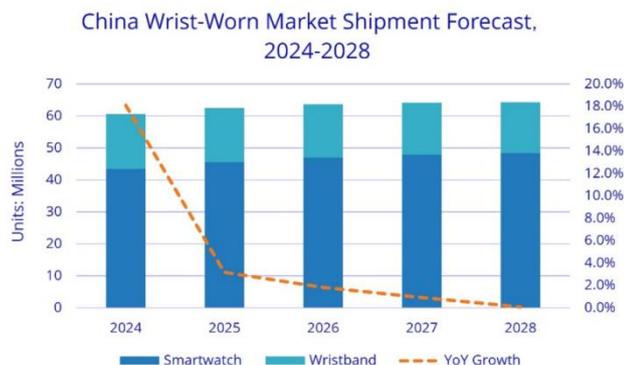
数据来源: 亨吉利官网, 华福证券研究所

2.3 推进精密科技业务探索, 培育新增长点

根据 IDC 受消费者对运动和健康的强烈需求影响, 中国智能手表和腕带市场在过去一年中大幅增长, 随着居民对生活质量和体验要求的提高, 这种需求将继续增长。IDC 预测 2025 年中国腕戴市场出货量预计为 6250 万台, 同比增长 3.2%。根据

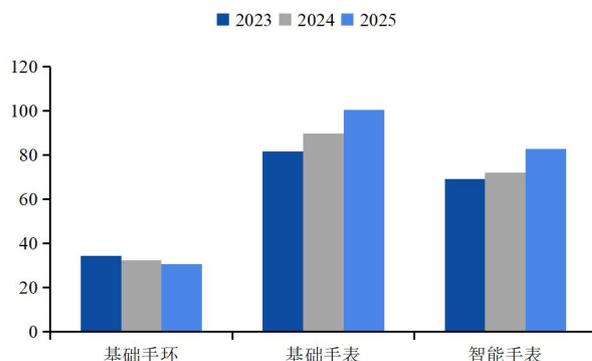
Canalys, 2024 年, 全球可穿戴腕带设备市场的出货量将增长 4.8%, 总量达 1.94 亿台, 其中智能手表 2024 年增量率预计 4%。2025 年 Canalys 预测全球可穿戴腕带设备市场的出货量将增长 10.2%, 其中智能手表 2025 年增长率预计为 15%, 出货量达到 8290 万台。

图表 24: 2024-2028E 中国腕戴设备市场出货量预测



数据来源: IDC, 华福证券研究所

图表 25: 全球可穿戴腕带设备出货量 (百万台)



数据来源: Canalys, 华福证券研究所

公司精密科技业务继续夯实匹配复杂高精度产品的技术实力, 推进向航空航天、医疗器械等领域拓展, 继续推进新客户突破; 智能穿戴业务持续提升技术研发能力, 不断完善产品软硬件功能, 发力新品类、新业务和新渠道。24 年公司 Jeep 品牌推出融合 AI 技术的弧形屏方形智能表等新品, ADASHER 品牌在抖音、快手等平台销售稳步增长, 上述两项新业务营业收入均实现增长。

图表 26: 公司 jeep 品牌智能表



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 27: 公司 ADASHER 品牌智能手表及蓝牙耳机



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

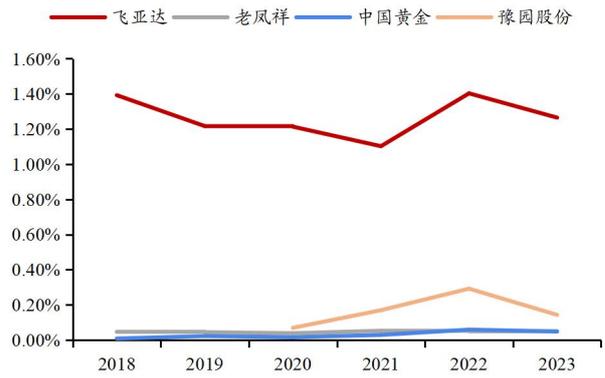
公司加大机心技术、科技材料应用、精密计时装备等领域的投入, 在实现机心在部分产品国产化应用的基础上, 继续推进机心国产化及夹板等关键零部件的研制。公司研制成功的中国载人航天配套装备航天员专用手表, 打破了国外垄断, 使中国成为第二个自主拥有航天表的国家, 使飞亚达品牌成为世界上第三个拥有航天表研制能力企业。公司一直以来注重研发与创新投入, 研发人员数量占比持续提升, 2023 年提升至 2.8%, 同时公司研发费率在行业内领先。

图表 28: 公司研发人员数量占比持续提升



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

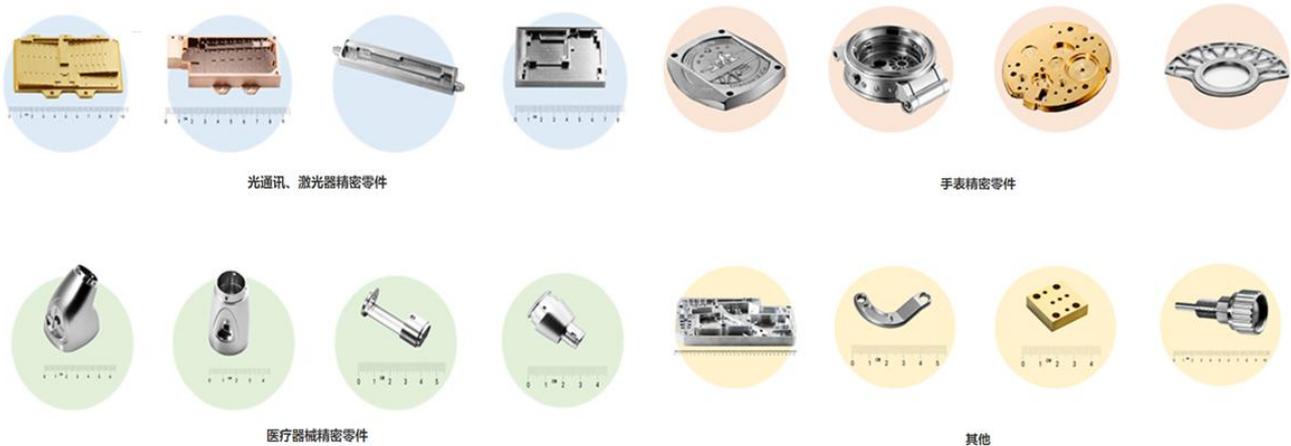
图表 29: 公司研发费率在行业内领先



数据来源: ifind, 公司公告华福证券研究所

公司还一直致力于精密零部件的生产加工和技术开发, 精密业务主要通过全资子公司深圳市飞亚达科技发展有限公司开展, 飞亚达科技公司专业从事高精度钟表零配件的设计和制造以及光通讯、激光器、电子、医疗器械等行业精密零部件的生产加工和技术开发, 为客户提供定制化产品加工服务, 不断强化技术和工艺创新, 追求完善、精益求精, 是国家高新技术企业, 在光通讯、激光器、电子、医疗器械等领域加工经验丰富。

图表 30: 公司精密零部件示意图



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) **手表零售服务业务:** 根据金银珠宝类社零数据以及瑞表出口数据, 24 年瑞表出口中国区域下滑比例约 25.8%, 公司手表零售业务多为国际一流名表品牌, 具备



奢侈品属性，我们预计 24 年公司零售业务也保持下滑。25-26 年，随着宏观经济的持续修复，我们假设消费者基于对未来经济企稳回预期，以及公司渠道端的持续精细化运营，预期手表零售服务有望逐渐回暖，收入小幅提升。手表零售服务的成本均为名表的采购成本，我们假设 2024 年采购成本有所下降。25-26 年随着公司渠道布局持续深入以及规模的提升，我们假设公司采购成本增速将小于收入增长幅度。

(2) 手表品牌业务：公司近年来大力发展自主品牌建设，通过联名、加强渠道营销等方式打造爆品等，预计 24-26 年销量也将有所增长。公司手表品牌为国内中高端档次，我们假设 24 年公司将小幅下调售价。25-26 年，随着品牌建设的推进，以及公司产品矩阵的优化，公司将通过包含打造爆品、联名等方式升级产品结构，从而带动整体价格中枢与毛利率上行。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-12%、10%、7%，归母净利润增速分别为-21%、12%、13%，对应 EPS 分别为 0.65 元、0.73 元、0.82 元。

图表 31：公司业绩拆分预测表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1	2024E	2025E	2026E
总营收	3400.45	3704.21	4243.44	5243.73	4354.10	4569.69	2076.40	4037.23	4427.96	4752.07
yoy		8.9%	14.6%	23.6%	-17.0%	5.0%	-12.2%	-11.7%	9.7%	7.3%
营业成本	1993.81	2217.21	2639.23	3285.66	2738.97	2905.46	1304.48	2537.21	2781.65	2971.34
yoy		11.2%	19.0%	24.5%	-16.6%	6.1%	-13.8%	-12.7%	9.6%	6.8%
毛利率	41.4%	40.1%	37.8%	37.3%	37.1%	36.4%	37.2%	37.2%	37.2%	37.5%
手表零售服务业务										
收入	2090.97	2352.93	3000.87	3910.84	3318.82	3470.29	1526.08	2932.39	3225.63	3451.43
yoy		12.5%	27.5%	30.3%	-15.1%	4.6%	-15.8%	-15.5%	10.0%	7.0%
成本	1576.86	1779.03	2198.56	2829.46	2342.87	2481.85	1087.36	2089.72	2292.42	2448.31
yoy		12.8%	23.6%	28.7%	-17.2%	5.9%	-17.0%	-15.8%	9.7%	6.8%
毛利率	24.6%	24.4%	26.7%	27.7%	29.4%	28.5%	28.7%	28.7%	28.9%	29.1%
手表品牌业务										
收入	1102.31	1110.68	970.04	1012.44	725.39	797.08	384.62	771.58	848.30	927.16
yoy		0.8%	-12.7%	4.4%	-28.4%	9.9%	-3.1%	-3.2%	9.9%	9.3%
成本	334.14	330.95	279.99	287.83	213.73	263.77	121.05	247.68	268.91	289.27
yoy		-1.0%	-15.4%	2.8%	-25.7%	23.4%	-3.4%	-6.1%	8.6%	7.6%
毛利率	69.7%	70.2%	71.1%	71.6%	70.5%	66.9%	68.5%	67.9%	68.3%	68.8%
精密制造业务										
收入	70.74	91.34	138.81	150.09	163.11	135.95	88.91	183.53	211.06	227.95
yoy		29.1%	52.0%	8.1%	8.7%	-16.7%	31.3%	35.0%	15.0%	8.0%
成本	59.43	73.72	113.75	123.28	135.47	114.73	77.45	158.33	181.29	194.34
yoy		24.0%	54.3%	8.4%	9.9%	-15.3%	33.9%	38.0%	14.5%	7.2%
毛利率	16.0%	19.3%	18.1%	17.9%	16.9%	15.6%	12.9%	13.7%	14.1%	14.7%
租赁业务										
收入	118.32	132.01	117.28	151.46	129.27	150.36	70.91	135.33	128.56	131.13
yoy		11.6%	-11.2%	29.1%	-14.7%	16.3%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	2.0%
成本	22.47	28.18	40.57	42.87	46.04	44.37	18.45	40.82	38.37	38.76
yoy		25.4%	44.0%	5.7%	7.4%	-3.6%	-5.6%	-8.0%	-6.0%	1.0%



毛利率	81.0%	78.7%	65.4%	71.7%	64.4%	70.5%	74.0%	69.8%	70.2%	70.4%
其他										
收入	18.10	17.25	16.45	18.90	17.51	16.01	5.88	14.41	14.41	14.41
yoy		-4.7%	-4.7%	14.9%	-7.3%	-8.6%	-10.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
成本	0.90	5.34	6.36	2.23	0.87	0.73	0.17	0.66	0.66	0.66
yoy		490.1%	19.2%	-65.0%	-60.9%	-15.9%	-5.6%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	95.0%	69.1%	61.3%	88.2%	95.0%	95.4%	97.1%	95.4%	95.4%	95.4%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 投资建议

公司作为国内钟表行业龙头, 自有品牌稳健发展, 名表精细化运营, 精密科技业务培育新增长点; 重视股东回报, 2023年分红率50%。我们选取申万钟表珠宝行业的公司为可比公司, 2025年可比公司平均估值为13X, 公司2025年PE为14X, 略高于可比公司, 首次覆盖给予“持有”评级。

图表 32: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2025/2/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002867.SZ	周大生	12.15	1.20	1.05	1.21	1.35	10.12	11.54	10.07	9.01	
002345.SZ	潮宏基	5.23	0.38	0.42	0.49	0.56	13.94	12.58	10.70	9.29	
600612.SH	老凤祥	50.51	4.23	4.10	4.54	4.97	11.93	12.32	11.14	10.16	
600916.SH	中国黄金	8.62	0.58	0.63	0.72	0.81	14.88	13.78	11.96	10.61	
605599.SH	菜百股份	10.78	0.91	0.91	1.03	1.15	11.86	11.86	10.49	9.34	
300945.SZ	曼卡龙	11.18	0.31	0.38	0.44	0.51	36.57	29.17	25.22	22.06	
	平均值						16.55	15.21	13.26	11.75	
000026.SZ	飞亚达	10.12	0.82	0.65	0.73	0.82	12.32	15.63	13.93	12.31	

数据来源: ifind 一致预期, 华福证券研究所; 注: 飞亚达 24-26E 的 EPS 数据为华福研究所预测

4 风险提示

1、国内消费力复苏缓慢风险。当前国内消费市场呈弱复苏状态, 居民消费偏好理性、谨慎, 公司所处的手表消费行业依然承压。若国内居民消费力修复承压, 公司经营业绩将受到影响。

2、名表消费外流风险。随疫后境外出行的恢复, 国内名表消费市场面临分流压力, 继而影响公司手表零售服务业务。



图表 33: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	505	802	688	722	营业收入	4,570	4,037	4,428	4,752
应收票据及账款	341	304	307	316	营业成本	2,905	2,537	2,782	2,971
预付账款	7	5	6	6	税金及附加	36	28	35	38
存货	2,101	1,835	2,083	2,211	销售费用	924	888	965	1,026
合同资产	0	0	0	0	管理费用	205	178	195	204
其他流动资产	130	105	124	128	研发费用	58	57	62	67
流动资产合计	3,083	3,051	3,207	3,384	财务费用	21	17	15	12
长期股权投资	52	52	52	52	信用减值损失	7	3	5	0
固定资产	356	323	295	271	资产减值损失	1	0	1	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	32	31	31	31	投资收益	-6	-5	4	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	11	10	5	5
其他非流动资产	682	753	813	850	营业利润	433	343	389	441
非流动资产合计	1,121	1,159	1,191	1,204	营业外收入	5	2	1	0
资产合计	4,204	4,209	4,398	4,588	营业外支出	1	1	3	4
短期借款	250	230	220	200	利润总额	437	345	387	438
应付票据及账款	174	154	168	179	所得税	104	82	92	104
预收款项	10	8	9	10	净利润	333	263	295	334
合同负债	12	8	9	10	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	120	120	120	120	归属母公司净利润	333	263	295	334
其他流动负债	254	238	248	254	EPS (按最新股本摊薄)	0.82	0.65	0.73	0.82
流动负债合计	821	757	773	772					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	50	50	50	50					
非流动负债合计	50	50	50	50					
负债合计	870	807	823	822					
归属母公司所有者权益	3,334	3,402	3,575	3,766					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,334	3,402	3,575	3,766					
负债和股东权益	4,204	4,209	4,398	4,588					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	632	621	141	307
现金收益	491	349	389	433
存货影响	41	265	-248	-128
经营性应收影响	-3	39	-4	-10
经营性应付影响	-44	-22	15	12
其他影响	148	-10	-12	0
投资活动现金流	-89	-112	-107	-99
资本支出	-126	-35	-52	-63
股权投资	6	0	0	0
其他长期资产变化	30	-76	-56	-36
融资活动现金流	-352	-212	-147	-174
借款增加	-45	-20	-10	-20
股利及利息支付	-114	-131	-151	-175
股东融资	0	-9	0	0
其他影响	-193	-52	14	21

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.0%	-11.7%	9.7%	7.3%
EBIT 增长率	27.2%	-21.1%	11.1%	11.8%
归母公司净利润增长率	24.9%	-21.2%	12.3%	13.1%
获利能力				
毛利率	36.4%	37.2%	37.2%	37.5%
净利率	7.3%	6.5%	6.7%	7.0%
ROE	10.0%	7.7%	8.2%	8.9%
ROIC	14.7%	11.5%	12.2%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	20.7%	19.2%	18.7%	17.9%
流动比率	3.8	4.0	4.1	4.4
速动比率	1.2	1.6	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	25	27	23	22
存货周转天数	263	279	254	260
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.65	0.73	0.82
每股经营现金流	1.56	1.53	0.35	0.76
每股净资产	8.22	8.38	8.81	9.28
估值比率				
P/E	12	16	14	12
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	48	66	59	53

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn