

# 飞亚达 A (000026) \ 轻工制造

## ——精耕细作引领国产腕表品牌

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 8.54 元

目标价格: 12 元

### 投资要点:

#### ► 奢侈品行业复苏带动名表销售回暖

2017年全球个人奢侈品市场销售额创下历史新高, 达到2,620亿欧元。自2012年政府加大反腐力度以及国际宏观经济不稳定的影响, 名表消费陷入低迷, 自2016年第三季度以来, 瑞士出口中国手表金额呈持续复苏态势, 尤其是2017年3-5月连续三月同比增长超过30%, 2017年瑞士出口中国大陆手表15.36亿瑞士法郎, 同比增长18.8%, 占我国手表总进口额的70%, 景气度回暖带动公司销售增长。

#### ► “品牌+渠道”模式持续深耕腕表市场

人民币对瑞士法郎经历2017年7月以来的升值行情, 由7.13升值到2018年5月初的6.33, 有利于减轻公司成本压力。公司业绩经历2015年和2016年的调整修复期2017和2018年业绩有望持续改善, 公司自有品牌飞亚达不断深耕, 毛利率稳定在68%左右, 名表销售毛利率自2014年的23.72%上升至2017年的26.16%, 随着国内外奢侈品价差呈缩小趋势且国内品牌服务的提升, 本土化购买有望迎来契机。随着名表消费回暖公司业绩迎来转折点。

#### ► 高管增持彰显信心

公司董事长黄勇峰等高管于2017年12月14日-15日增持公司股份44.10万股, 占公司总股本的0.1%, 增持均价10.76元/股, 彰显对公司未来前景的信心及公司价值的认可。

#### ► 首次覆盖给予“推荐”评级。

受益名表回暖, 预计2018-2020年EPS分别为0.41元、0.46元与0.50元。对应PE分别为20.83、18.57和17.08倍。首次覆盖给予推荐评级。

#### ► 风险提示

奢侈品消费放缓、宏观经济下滑、人民币贬值

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	439/357
流通A股市值 (百万元)	3,160
每股净资产 (元)	5.76
资产负债率 (%)	31.07
一年内最高/最低 (元)	12.88/8.40

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号: S0590515040001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

祝璞 研究助理

电话: 0510-85630532

邮箱: zhupu@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2993.86	3345.81	3630.20	3873.43	4098.09
增长率 (%)	-5.32%	11.76%	8.50%	6.70%	5.80%
EBITDA (百万元)	351.45	342.79	410.37	451.11	483.91
净利润 (百万元)	110.66	140.22	179.52	203.26	219.31
增长率 (%)	-9.07%	26.71%	28.02%	13.22%	7.90%
EPS (元/股)	0.25	0.32	0.41	0.46	0.50
市盈率 (P/E)	34.29	27.07	20.83	18.57	17.08
市净率 (P/B)	1.60	1.54	1.47	1.40	1.33
EV/EBITDA	13.92	12.84	13.12	10.89	12.22

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	专注腕表行业，精耕细作引领.....	4
1.1.	公司概况.....	4
1.2.	奢侈品行业正经历温和复苏.....	6
1.3.	瑞士出口中国数据持续回暖，消费升级迎来新契机.....	8
1.4.	本土化购买迎来机遇.....	9
2.	布局全产业链，“渠道+品牌”模式攻守兼备.....	11
2.1.	飞亚达品牌手表业绩稳定，品牌不断深耕.....	11
2.2.	亨吉利转型升级效果显著，名表维修市场大.....	13
2.3.	推新品参展巴塞尔紧跟市场大势.....	14
3.	改革存预期.....	15
3.1.	自有物业租金收入稳定.....	15
3.2.	名表维修市场.....	16
4.	公司估值迎来契机.....	17
5.	盈利预测及估值比较。.....	17
6.	风险提示：.....	18

## 图表目录

图表 1:	飞亚达 A 股权结构图.....	4
图表 2:	飞亚达“品牌”+“渠道”业务模式.....	5
图表 3:	唯路时品牌以时尚为主.....	5
图表 4:	JEEP 品牌极具个性化.....	5
图表 5:	飞亚达 A 年度专利情况.....	6
图表 6:	飞亚达 A 近几年营收和利润增速情况.....	6
图表 7:	我国进口机械表数量累计同比 (%).....	6
图表 8:	2010 年以来手表出口额累计同比 (%).....	6
图表 9:	个人奢侈品市场规模及演变情况.....	7
图表 10:	四大腕表集团概况和旗下品牌.....	8
图表 11:	近三年瑞士手表主要出口地区 (Mil.of CHF).....	8
图表 12:	瑞士出口中国市场腕表金额与占比情况.....	8
图表 13:	瑞士手表出口中国当月值及同比情况.....	9
图表 14:	中国富豪人均拥有腕表数量.....	9
图表 15:	中国富豪购买本土手表情况.....	9
图表 16:	国内腕表购买渠道占比.....	10
图表 17:	瑞郎兑人民币中间价.....	10
图表 18:	人均可支配收入分布图.....	10
图表 19:	飞亚达名表收入及毛利情况.....	11
图表 20:	飞亚达表收入及毛利情况.....	11
图表 21:	飞亚达近年来经营活动现金流量和负债率.....	12
图表 22:	历年国内腕表市场规模情况.....	12
图表 23:	2015 年我国品牌手表售价情况.....	12
图表 24:	我国城镇居民人均可支配收入.....	12
图表 25:	四大国产品牌销售对比.....	13
图表 26:	四大国产品牌门店数量对比.....	13
图表 27:	亨得利和亨吉利营业收入对比.....	13
图表 28:	亨得利和亨吉利毛利率对比.....	13

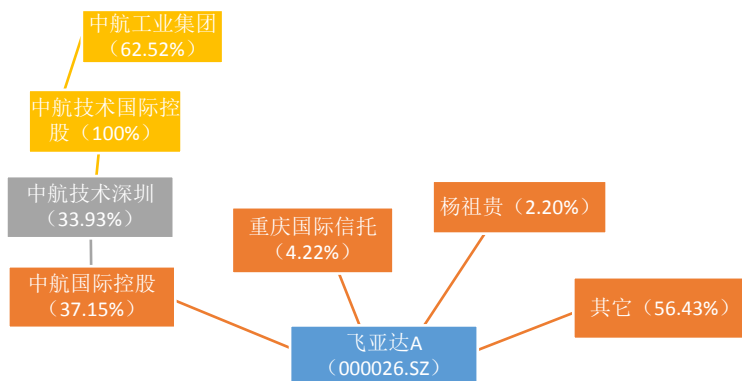
图表 29: 飞亚达“Solo”系列亮相 2018 巴塞尔.....	14
图表 30: 中国第一块手表——“五一”牌手表.....	14
图表 31: 飞亚达“印”系列智能手表.....	14
图表 32: 中国智能手表收藏 AMC 模型.....	14
图表 33: 飞亚达公司自有物业情况.....	15
图表 34: 物业价值.....	15
图表 35: 名表维修保养项目和支持品牌.....	16
图表 36: 我国近年来进口机械表金额.....	16
图表 37: 飞亚达 A 近年来 PE 变化情况.....	17
图表 38: 飞亚达 A 近年来 PB 变化情况.....	17
图表 39: 可比公司估值比较 (截至 2018 年 7 月 6 日).....	17
图表 40: 财务预测摘要.....	19

## 1. 专注腕表行业，精耕细作引领

### 1.1. 公司概况

飞亚达公司成立于 1990 年 3 月，多年来专注我国钟表行业，主要从事名表零售（以亨吉利世界名表中心为依托）和自主品牌研发、设计和销售（国产品牌飞亚达）两大块业务，系中航工业集团下属中航国际深圳公司的主要投资企业之一。

图表 1：飞亚达 A 股权结构图



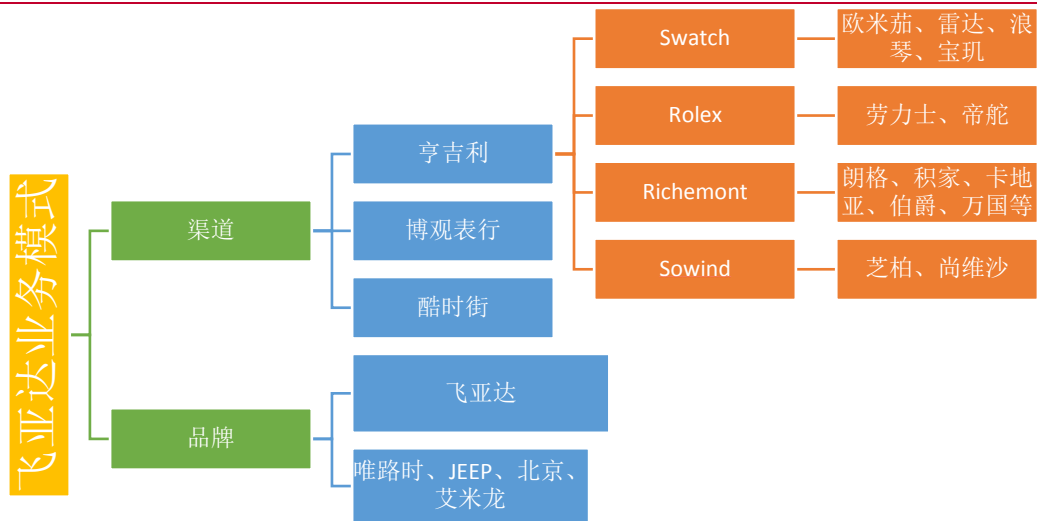
来源：公司公告、国联证券研究所

公司多年来一直坚持品牌发展战略，以“产品+渠道”的商业模式，深耕国内腕表市场，在自有品牌建设和销售渠道上不断拓展，以产品和渠道相互支持，协同发展，近年来积极推进关键价值链整合提升，纵向一体化的品牌发展战略已初步达成。

渠道上目前构筑了亨吉利、销售公司（含博观表行）、电商平台等全覆盖的手表零售网络；涵盖了手表的研发、设计、制造等环节，形成了以高端品牌、飞亚达表和唯路时等为主的自有品牌群组，品牌和产品得到不断提升。

公司表示目前北京表和 Jeep 表的销售主战场都在线上，北京表的规模已经达到千万级。公司表示除飞亚达表的自有品牌表加在一起 1 个多亿实销规模。从盈利来看，目前唯路时和 JEEP 均已经实现盈利，北京表还在前期投入期，公司多品牌多层次的市场投放也是迎合不同的消费者的口味，在电商发展迅猛的今天为公司拓展新的业务提供了良好的契机。

图表 2：飞亚达“品牌”+“渠道”业务模式



来源：公司官网、国联证券研究所

公司属于现代服务业，一切布局围绕市场需求和消费趋势，目前来说公司的品牌+服务+创新等能力是公司的主要核心竞争力，唯路时价格比较适中一些，主打快捷时尚。北京表目标客群相对中高端。JEEP 表款式风格独树一帜，从服务于战时的精兵，到相伴于当今时代的各界精英，Jeep 一直都在无声的为那些坚持和崇尚冒险、自由、激情的精英阶层代言。

图表 3：唯路时品牌以时尚为主



来源：公司官网

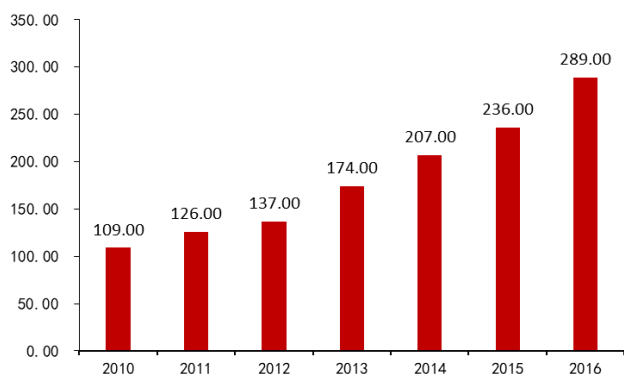
图表 4：JEEP 品牌极具个性化



来源：公司官网

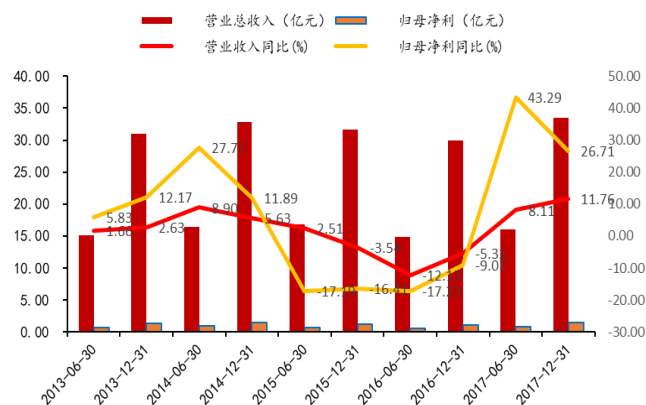
飞亚达保持平稳增长,2017 年飞亚达表销量 102.1 万只,线上增长略好于线下,但线上销售占比主要国产品牌要少,2018 年会加大线上占比的营销力度。目前亨吉利渠道均是自营,以确保服务质量、服务标准的一致性,给顾客带来温馨愉悦的购物体验。飞亚达自营+经销商模式并存,其中经销商(公司授权经营)占比近年来持续提升,主要集中在三四线城市。

图表 5: 飞亚达 A 年度专利情况



来源: 国家知识产权局、国联证券研究所

图表 6: 飞亚达 A 近几年营收和利润增速情况

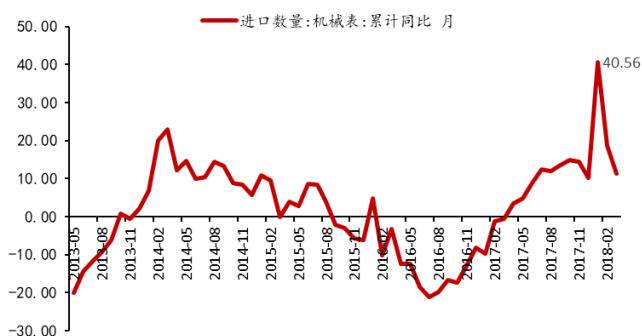


来源: Wind、国联证券研究所

## 1.2. 奢侈品行业正经历温和复苏

根据贝恩咨询数据: 2016 年以来, 中国消费者对全球奢侈品市场的贡献首次出现回落, 幅度下降 1%至 30%。停滞了 3 年的中国本土市场第一次出现了 4%的增长 (按照恒定汇率)。互联网在行业渗透率已达到 7%。

图表 7: 我国进口机械表数量累计同比 (%)



来源: 海关总署、国联证券研究所

图表 8: 2010 年以来手表出口额累计同比 (%)



来源: 海关总署、国家统计局

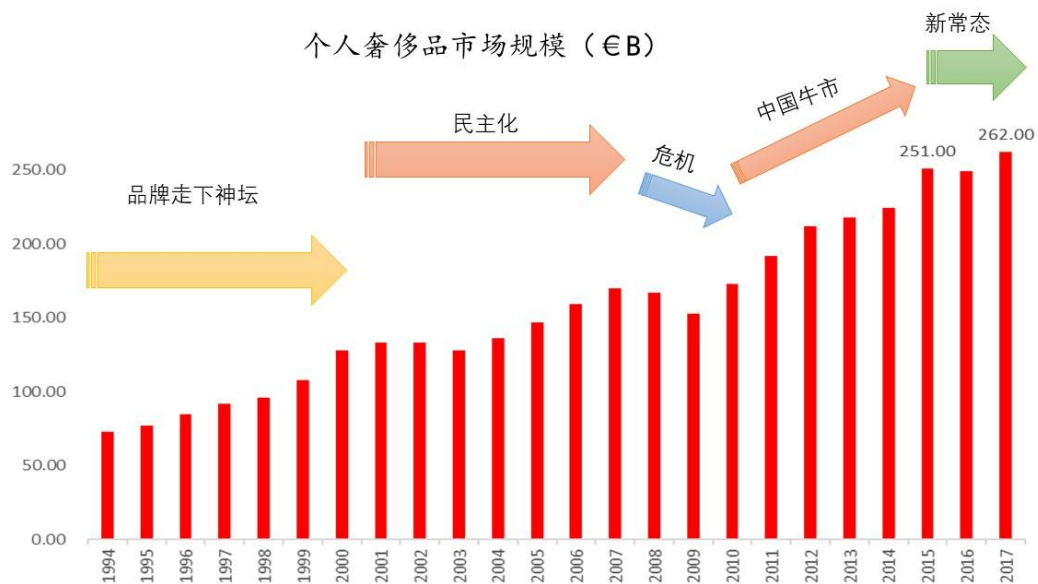
2017 年全年进口机械表数量 230 万只, 同比增长 10.28%, 零售行业受宏观经济环境的影响较为明显, 16 年底后出现的手表销售回暖主要由于市场环境的好转: 消费升级的推动中高端手表需求量加大, 境内外价差缩小、以及行邮税率提高导致的销售回流都较好地支撑了手表市场的逐步回暖。

手表销售属于消费品行业, 跟宏观消费市场的变化密切相关, 从近期的销售情况来看, 可能受以下个因素影响: 个人消费需求的驱动, 伴随着消费升级, 越来越多消费者比以往更加注重内生需求, 例如和钻石一样从单一的结婚需求演变为自我奖励、彰显身份等等需求, 购买手表等奢侈品的需求增加; 价差缩小导致的消费回流的影响,

整体手表品牌境内外差价不断缩小,使得消费者更愿意在国内购买奢侈品手表以及享受国内的服务;海关严控的影响,海关对入境奢侈品的抽查力度不断加大,打击了海外购买奢侈品手表以及代购奢侈品手表的人群,也促进了消费的回流。

财政部于 16 年 4 月调整跨境电子商务零售税收政策。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。导致高档手表无论是跨境电商还是个人代购成本提升,明显促使部分需求回归国内传统渠道。

图表 9: 个人奢侈品市场规模及演变情况



来源: 贝恩咨询、国联证券研究所

根据《2017 年全球奢侈品行业研究报告》报数据显示,2017 年全球奢侈品市场的整体规模将增长 5%,达到 1.2 万亿欧元。2017 年中国奢侈品市场增长高达 15%,总市场规模达 200 亿欧元,越来越多的中国时尚消费者选择在本土购买奢侈品。同时,中国消费者在海外的购买量也在增加。2017 年中国消费者在全球个人奢侈品消费中所占比例达到 32%,相比 2016 年提升 2 个百分点。

手表作为“三转一响”收音机、自行车、缝纫机及手表之一,是上个世纪六七十年代重要的择偶标准之一。是国人的情节,如今我们有众多的计时工具,手表也许计时的属性在下降,但是从审美的角度,个性化的角度,以及高端腕表的收藏和文化传播的角度而言,时代赋予手表新的需求和内涵在增加。

图表 10：四大腕表集团概况和旗下品牌

集团名称	简介	旗下腕表品牌	2016集团营收规模（亿欧元）
斯沃琪集团（瑞士）	全球最大的钟表制造商。1983年由尼古拉斯海耶克通过收购兼并ASUAG和SSIH成立	浪琴、欧米茄、雷达	73.31
历峰集团（瑞士）	南非亿万富翁安顿·鲁伯特于1988年建立。主营珠宝、手表、附件以及时装。是全球第二大奢侈品公司。	卡地亚、万国、朗格、万宝龙、江诗丹顿	106.5
劳力士集团（瑞士）	由德国人汉斯·威斯多夫与英国人戴维斯于1905年在伦敦合伙经营。1908年由汉斯·威斯多夫在瑞士的拉夏德芬注册更名为ROLEX	劳力士、帝陀	——
路易酩轩集团（法国）	全球最大的奢侈品集团，乃路易威登与酒业家族酩悦轩尼诗于1987年合并而成。。以服装、箱包、烈酒、香水、化妆品等奢侈品为主	豪雅、宇舶、真力时	376.03

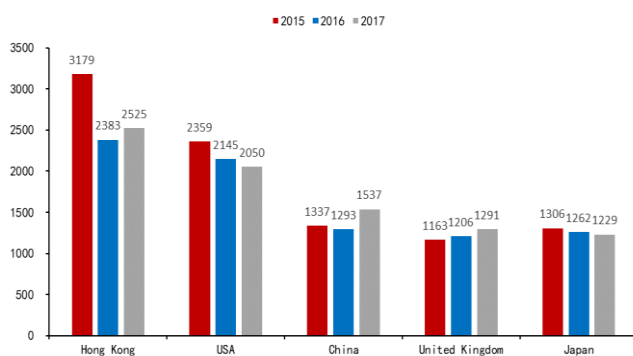
来源：Wind、互联网、国联证券研究所

欧睿数据显示,自有品牌飞亚达表占中档腕表市场份额从2009年的3.3%提升至2016年的6.5%,市场份额提升明显。腕表行业有望走出低迷,高端腕表迎来契机。

### 1.3. 瑞士出口中国数据持续回暖，消费升级迎来新契机

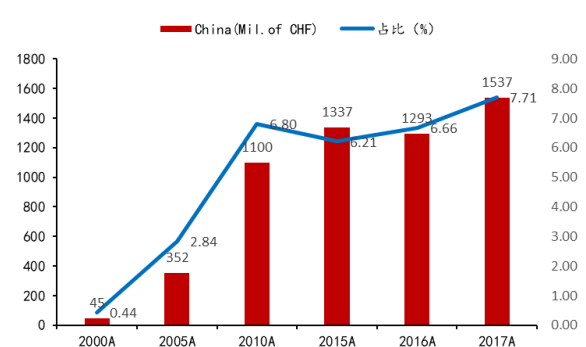
目前中国大陆市场已经成为瑞士手表出口的第三大国家或地区市场，2017年出口中国大陆15.37亿瑞士法郎，占瑞士手表出口份额的7.71%，相比2005年的2.84%占比已经大幅提升4.87%，同时，2017年瑞士出口我国手表金额已占到我国手表进口总额的72%。

图表 11：近三年瑞士手表主要出口地区（Mil.of CHF）



来源：瑞士钟表工业联合会、国联证券研究所

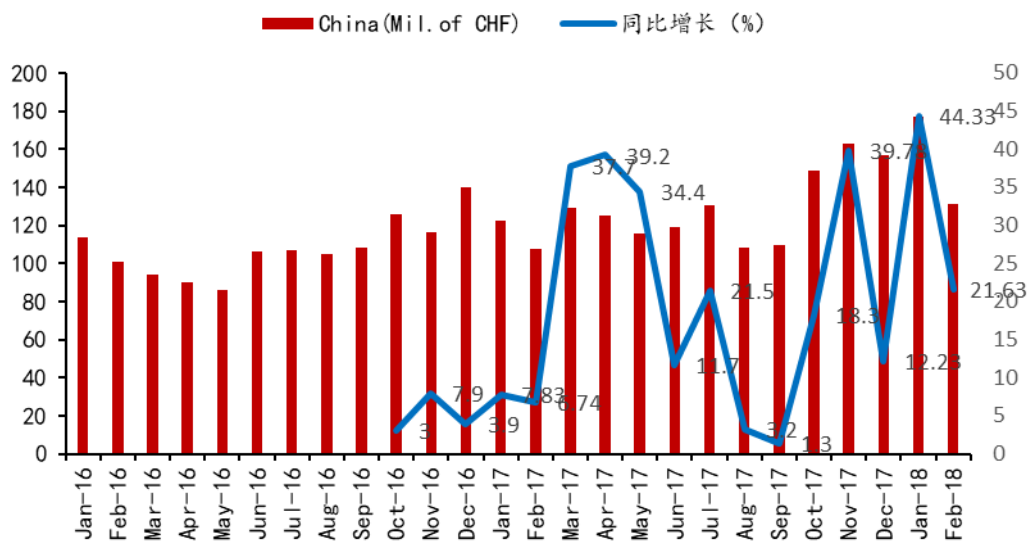
图表 12：瑞士出口中国市场腕表金额与占比情况



来源：瑞士钟表工业联合会、国联证券研究所



图表 13: 瑞士手表出口中国当月值及同比情况



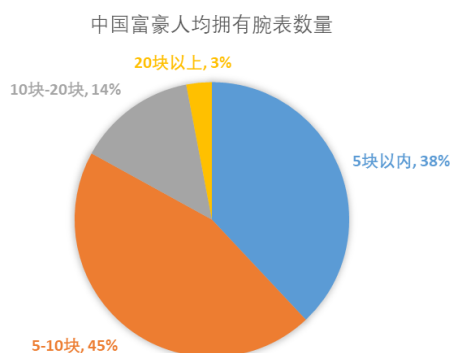
来源: 瑞士钟表工业联合会、国联证券研究所

根据财富品质院的研究数据, 男性富豪购买高端腕表 30%是为了收藏、18%是为了保值增值。是否限量也是男性富豪关注的焦点之一, 而女性则更看中款式和服饰搭配。2011-2017 年奢侈品价差由 68%下降至 16%, 价差缩小了 52%。其中, 高端腕表价差变化幅度最大, 2011 年国内外平均价差高达 161%, 而 2017 年则下降至 6% (备注: 产品价格指为财富品质研究员依据各大奢侈品官网所公布的当年产品价格指计算所得, 价指基数为当年中国大陆奢侈品市场价指)

#### 1.4. 本土化购买迎来机遇

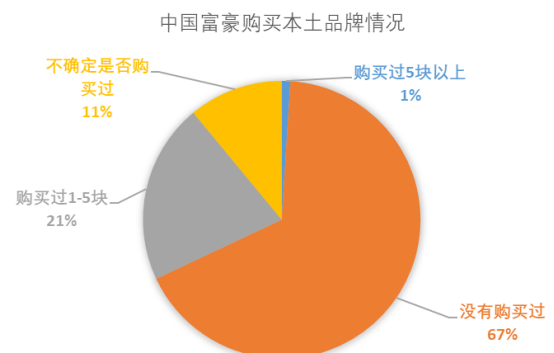
虽然中国本土市场依然存在许多问题导致本土购买率依然低于海外, 比如与国外的价格差、服务水平较低、总体购物体验不佳等, 但 2016 年国内购买奢侈品的比例却大幅增加。

图表 14: 中国富豪人均拥有腕表数量



来源: 财富品质研究院、国联证券研究所

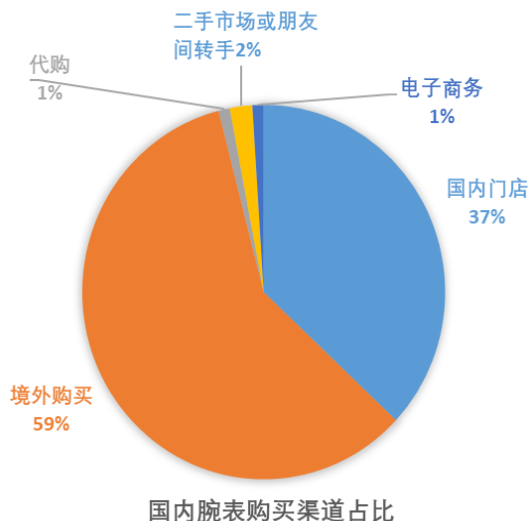
图表 15: 中国富豪购买本土手表情况



来源: 财富品质研究院、国联证券研究所

不过，这方面的增长并没有抵消中国游客海外消费减少带来的损失，这在欧洲市场尤为明显。不过从长远来看，中国中产阶级正在迅速崛起，可供支配收入增加，未来五年对个人奢侈品市场未来将贡献良多，总体趋势向上。

图表 16: 国内腕表购买渠道占比



来源：财富品质研究院、国联证券研究所

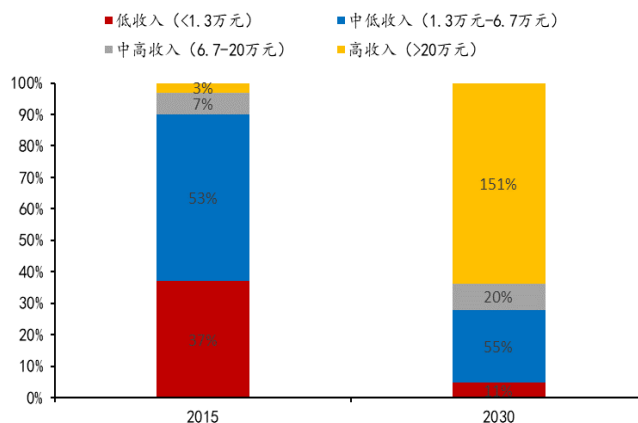
人民币升值和人均可支配收入提升有利于国人消费名表等奢侈品：人民币兑瑞郎自 2017 年 7 月至 2018 年 5 月有较大幅度升值，有利消费者对进口手表消费，根据经济学人的报告显示：预计截至到 2030 年，中国将有近 35% 的人口（4.8 亿人）符合对于中高收入和高收入人群的定义，与当前的 10% 的比例（1.32 亿）相比增幅巨大。人均可支配收入超过 10,000 美元，他们的崛起将改变中国消费者的面貌。

图表 17: 瑞郎兑人民币中间价



来源：Wind、国联证券研究所

图表 18: 人均可支配收入分布图



来源：经济学人智库、国联证券研究所

2016 年 5 月，中国进口电商免税时代终结，随即进口跨境电商新政进入过渡期，后延长至 2017 年底。中国跨境电商政策红利逐步消失，未来相关部门在税收、清关、支付等方面将进一步走向规范化。中国进口跨境电商平台需提升用户体验、创新盈利模式，增强政策适应能力及自身抗风险能力。

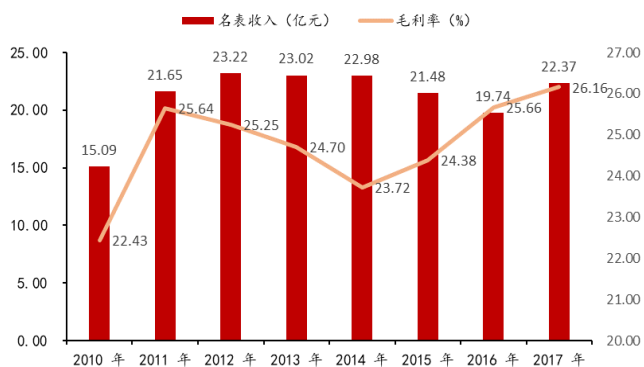
表行业其固定成本占比高，其盈利增减相较于销售增减呈现出更大的弹性，亨吉利名表相对于飞亚达表业，其绩弹性受销售规模影响会稍大些。公司名表渠道亨吉利在业绩增长的情况下，公司可能会针对市场情况增加投入，开设更多的新的店铺，进行店面调整，增加更多的存货，以抓住销售机会，满足市场需求，伴随着追加的投入以及新开店当年可能带来的亏损，业绩立竿见影存在不确定性，会有一个对市场滞后和随市场调整的过程。名表是重资产行业，而自有品牌产业链较长，存货周转速度会偏低一些，库存水平较高，人民币贬值对公司存货形成利好。

## 2. 布局全产业链，“渠道+品牌”模式攻守兼备

### 2.1. 飞亚达品牌手表业绩稳定，品牌不断深耕

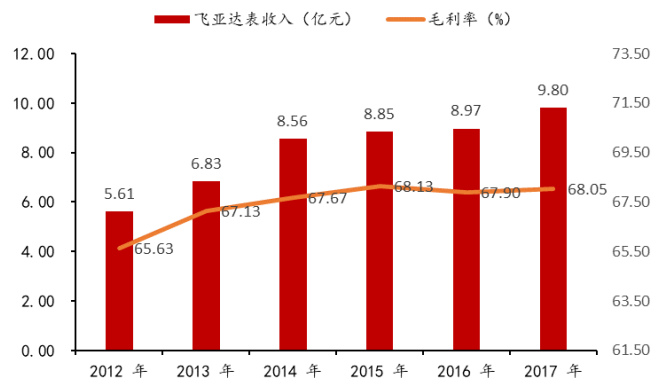
飞亚达表在三四线增长比较快。飞亚达在三四线增长比一二线略高。亨吉利：个别地方会进入到三线城市，如一些战略合作进驻的地区，二线相对多一些，比如西安，重庆等省会城市和准二线城市，总体来说，亨吉利在西部、华南、华中、东北等区域都表现不错，2018年，飞亚达表在一二线、三四线门店数量大致上各一半，2017年飞亚达总门店3100家左右，公司表示店铺总量上基本不会扩张，未来会在结构上去做优化，今年也会规划如何提升一二线城市占比情况。在新店方面，会考虑入驻当地新的购物中心。2018年会继续把提高飞亚达表单店产出作为运营的重点。

图表 19：飞亚达名表收入及毛利情况



来源：公司年报、国联证券研究所

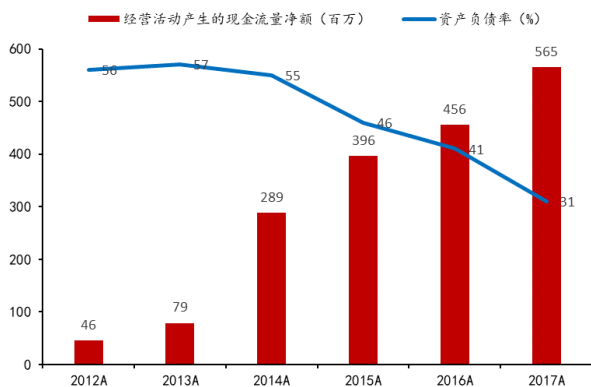
图表 20：飞亚达表收入及毛利情况



来源：公司年报、国联证券研究所

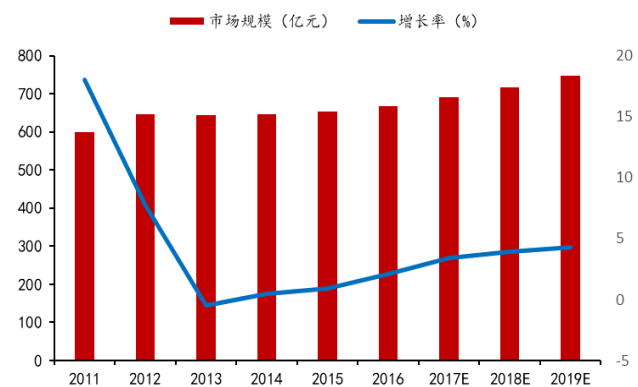
公司近两年来在渠道策略上以提高渠道质量为主，渠道扩张速度有所放缓。渠道工作以优化和调整现有渠道为主，关闭一些低效店面，开设质量更高的店面，渠道总数没有发生较大变化。通过这些调整和优化，渠道质量得到改善，单店产出效率提升明显。飞亚达表销售增长方面，数量和单价都有所增长。亨吉利销售增长是由单价提升所带来的增长。

图表 21: 飞亚达近年来经营活动现金流量和负债率



来源: Wind、国联证券研究所

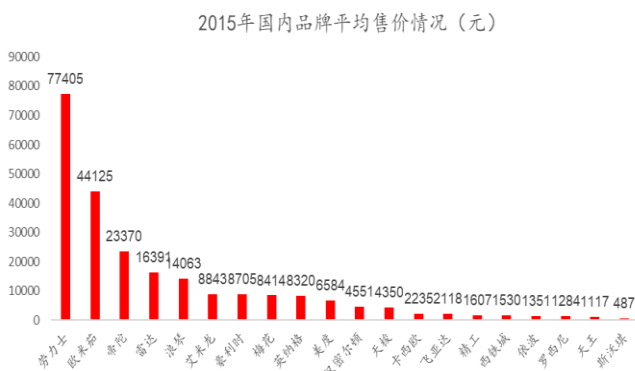
图表 22: 历年国内腕表市场规模情况



来源: Wind、国联证券研究所

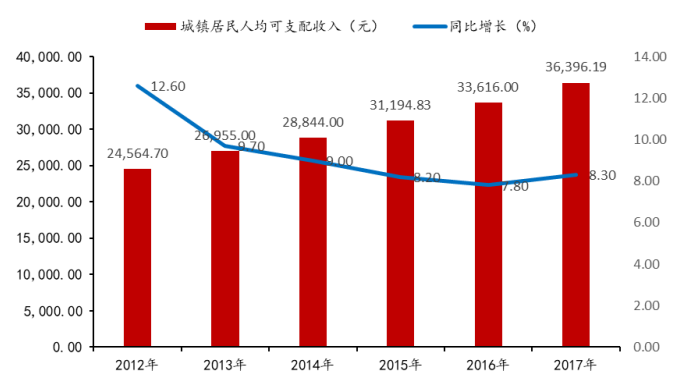
公司前期在奢侈品销售不景气年份实行关店控费策略,目前侧重单产:主要关注品牌档次、店铺形象、当地影响力等方面。继续推进由“名表零售服务商”向“名表全面服务商”的商业模式转型。消费升级、境外消费回流、三四线的崛起,都会催生销售市场的好转。手表和如今的钻石消费相比,虽然不是刚需,但是同样传递情感诉求和时尚配饰的特殊商品,是一种符号化产品,2018年的市场预期相对乐观。公司也在推出一些全新的款式,不断丰富品牌风格和内在底蕴。

图表 23: 2015 年我国品牌手表售价情况



来源: 中国腕表网、国联证券研究所

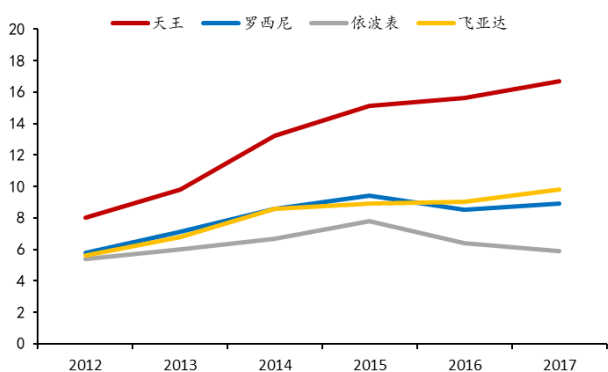
图表 24: 我国城镇居民人均可支配收入



来源: 国家统计局、国联证券研究所

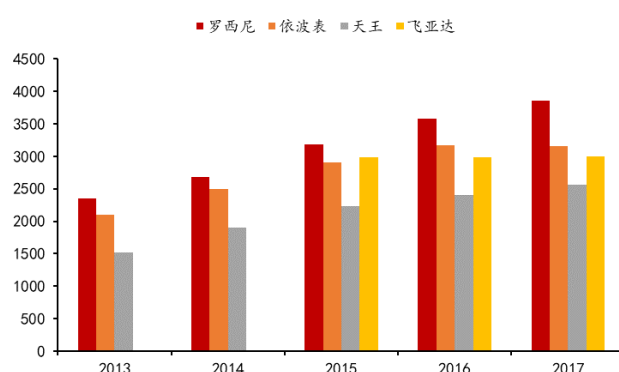
国产品牌情况: 飞亚达、罗西尼、依波、天王表,四大品牌都定位中档。其中,依波和罗西尼是冠城钟表珠宝集团旗下手表品牌,天王表是时计宝集团公司旗下手表品牌。按照2016年市场规模667亿元测算,四大国产品牌按照营业收入计算占市场空间的5.9%左右。总体四大国产品牌销售额和门店数量呈现增加趋势。

图表 25: 四大国产品牌销售对比



来源: 公司年报、国联证券研究所

图表 26: 四大国产品牌门店数量对比



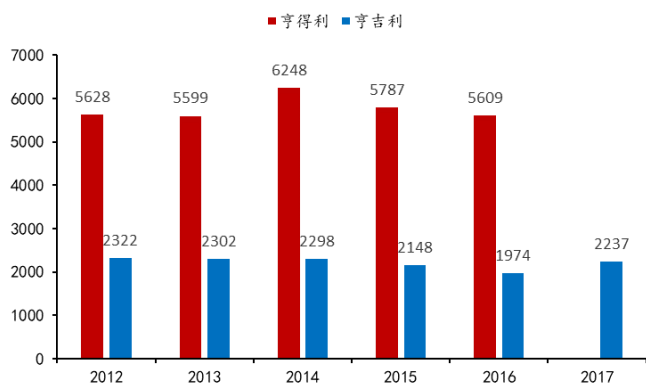
来源: 公司年报、国联证券研究所

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。

## 2.2. 亨吉利转型升级效果显著, 名表维修市场大

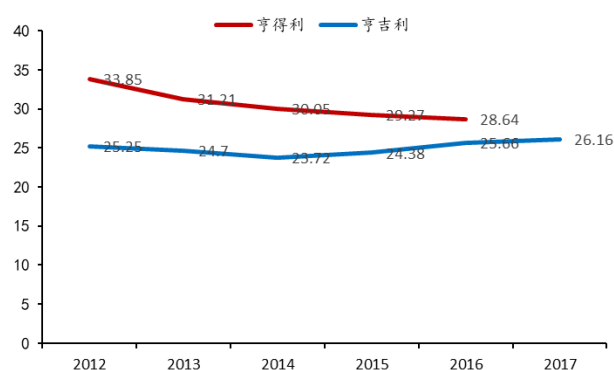
亨吉利世界名表中心是飞亚达旗下从事名表经销和服务的连锁集团, 与 Swatch、Rolex、Richemont 等均有良好合作, 按照 2017 年计算, 单点产生达到 1203 万元, 在亨得利集团退出中国内地市场的大契机下单店提升有望进一步扩大。亨吉利名表销售中心目前还是恢复式增长, 回到历史高位需要的时间。亨吉利 2012 年下半年受大环境的影响, 销售开始走下坡路, 到 15 年利润接近基本持平的状态, 17 年在市场有所好转的情况下, 扩大营业规模, 加强折扣管理, 促进销售额的增长, 利润取得了大幅增长。2017 年亨吉利的店铺数量 186 家, 相比高峰时期减少 70 家左右, 2017 年名表利润 5666 万元, 同比翻倍。

图表 27: 亨得利和亨吉利营业收入对比



来源: Wind、国联证券研究所

图表 28: 亨得利和亨吉利毛利率对比



来源: Wind、国联证券研究所

### 2.3.推新品参展巴塞尔紧跟市场大势

3月22日，一年一度的“巴塞尔国际钟表展”在瑞士第三大城市巴塞尔盛大开启。飞亚达凭借多年积累的品牌实力，再度亮相巴展1号馆，与各国品牌同台竞技。飞亚达从2011年首次进驻瑞士巴塞尔钟表展，今年已是第八个年头，不仅是企业的进步和坚持，更是国人的手表情怀在发扬。

图表 29：飞亚达“Solo”系列亮相 2018 巴塞尔



来源：公司官网

图表 30：中国第一块手表——“五一”牌手表



来源：互联网

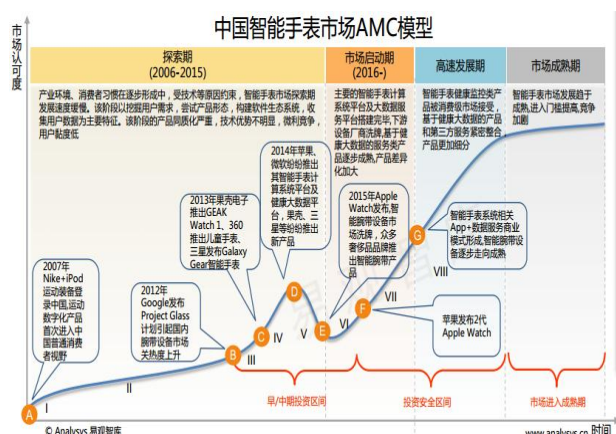
1955年，中国制作了属于自己的第一块手表。1958年国庆节前夕，由国家投资在天津成立了天津手表厂。1975年，又研制生产出符合国际标准的“海鸥牌”女表，并获得国家银质奖，在计划经济体制时期，手表是奢侈品，进入80年代后，随着改革开放的实施，国产手表遭遇大洗牌，日本的廉价石英表大量涌入市场，并且70年代一度对瑞士机械表造成了巨大冲击，同时刺激了我国自主品牌的逐步成长。

公司研发能力方面：公司具备自主研发及生产机芯的能力，例如部分高端系列手表机芯为公司自主研发生产。出于成本效益的考虑，目前飞亚达手表机芯主要采取向优质的机芯供货商采购（包含瑞士机芯、日本机芯、优质国产机芯）。

图表 31：飞亚达“印”系列智能手表



图表 32：中国智能手表收藏 AMC 模型



来源：公司官网

来源：易观智库

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。关于智能穿戴领域，公司一直深入研究并已经有所尝试，公司推出的印系列轻智能手表销售情况基本符合预期。智能手表与传统手表的属性及目标客户群体存在差异，不是替代的关系，是对手表发展的很好补充。根据易观智库的研究，64.8%的受访者表示愿意购买智能手表，约70%的受访者愿意花200-2000元购买智能手表。

研发能力上，具有机芯研发能力，曾独立研发陀飞轮机芯、航天机芯，以及自动机械计时机芯。创新研发腕表新材质，飞亚达自主开发的碳化钛金属陶瓷荣获中国专利奖优秀奖，其行业标准同样由飞亚达制定。此外，飞亚达研发 DLC 表面处理工艺、研发太空强化钛材质，并始终保有这一材质的专利。从1991年起，公司四次引进瑞士先进数控设备用于手表制造，1996年，引入美国UG2航天设计软件，在国内实现了手表设计制造领域的 CIM S（计算机集成制造），2001年，引进瑞士 S-9ZXL 五坐标数控加工中心，其强大的功能即使用于复杂曲面的加工也轻松自如，工艺水准完全达到世界名表的先进水平。公司目前还拥有世界先进水准的蓝宝石表镜加工生产线和真空离子镀膜生产线，辅以严格的质量检验和保证体系，确保了产品质量。

### 3. 改革存预期

#### 3.1. 自有物业租金收入稳定

飞亚达公司共拥有五处物业，分别为：飞亚达科技大厦（深圳市南山区）、飞亚达大厦（深圳市福田区）、沈阳1928大楼（沈阳市和平区）、西安飞亚达大厦（西安市碑林区）、飞亚达钟表大厦（深圳市光明新区）。

公司主要的自有物业五栋，分别为：飞亚达科技大厦，建筑面积约6万平方米；飞亚达大厦，建筑面积约2万平方米；西安飞亚达大厦，建筑面积约2万平方米；沈阳1928大厦，建筑面积约1万平方米；光明新区大楼，建筑面积约6万平方米。合计面积约17万平方米。物业出租收入一直保持着稳步增长，自有物业价值较高，为公司市值提供了较高的安全边际。

图表 33：飞亚达公司自有物业情况



来源：公司官网

图表 34：物业价值

物业名称	面积 (万平 米)	周围单价 (万 /平米)	预估总价 (亿 元)
飞亚达科技大厦	6.8	5	34
飞亚达大厦	1.96	9	17.64
沈阳1928大楼	0.85	1.6	1.36
西安飞亚达大厦	1.81	1	1.81
飞亚达钟表大厦	5.66	3.3	18.68

来源：搜房网、国联证券研究所

### 3.2. 名表维修市场

2011-2017 年间我国进口机械表 98.37 亿美元，假设高端机械表 30% 的本土购买率，加总得到国内明年存量价值 2095 亿元人民币，假设 2.5 年维护一次，维护比例 40%，维护一次费用占总价值的 5%，估算得到每年名表市场维修保养规模约为 16.76 亿元。随着近年来高档手表的销售额提升，名表的维修保养存量市场逐年变大，

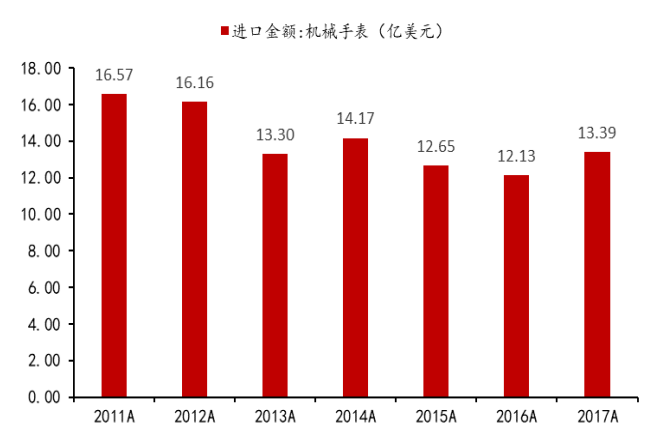
公司渠道优势在于服务和正规，在于顾客在全国多个城市可以享受到亨吉利名表的销售和维保服务，有些大品牌比如劳力士只在几个一线城市有售后点，会给顾客维修保养造成不便。

图表 35：名表维修保养项目和支持品牌



来源：公司官网、国联证券研究所

图表 36：我国近年来进口机械表金额



来源：海关总署、国联证券研究所

飞亚达公司维修业务分成两部分，即亨吉利名表维修中心和飞亚达表卓致维修中心。卓致名表技术服务中心，在全国拥有百余家分店连锁经营。公司表示亨吉利维修业务收入规模比飞亚达表比较高些。且对手表维修市场的发展空间比较乐观，其业务更多是依托于实体零售店面，因此网点与零售店有较高的重合率。

公司在维修店铺资源、维修授权资源和维修技师资源拥有较大的竞争优势。目前，亨吉利维修收入增长情况和手表销售增长相近，发展趋势较为乐观。未来公司将加大对线上线下维修业务的整合，大力发展维修业务 O2O 等模式，实现维修业务的快速发展。亨吉利名表技术服务中心拥有经营大规模、高档国际名表技术服务中心的丰富经验，连锁店覆盖一二线城市的核心商圈。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。在全国 60 多个城市建立了 120 余家售后服务网点。

2017 年期间，公司提高了资产减值损失至 6242.7 万元，同比增长 112.5%，绝大部分来自于对于“存货跌价损失”的计提；为 2018 年业绩提供良好的弹性基础。



#### 4. 公司估值迎来契机

手表的计时性功能不断弱化，其饰品属性越来越强。它是融合了文化、艺术、情感、审美的诸多人文方面的元素，是展示自我个性、彰显自我价值的重要载体，是满足人们情感需求的商品。手表除了自用，也是馈赠佳品，因此，手表销售受节假日的影响还是比较明显的，重要节假日销售增量非常可观。公司一直秉承品牌发展战略，在市场上建立较好的知名度和美誉度。从品牌管理的角度看，大范围降价会对品牌建设造成伤害，我们不会采取大范围降价的方式去开展营销。

#### 5. 盈利预测及估值比较。

图表 37：飞亚达 A 近年来 PE 变化情况



来源：Wind、国联证券研究所

图表 38：飞亚达 A 近年来 PB 变化情况



来源：Wind、国联证券研究所

公司积极拥抱新零售时代，有序推进名表业务向“名表全面服务商”转型；积极探索智能表等新业务领域机会。在业务发展的同时，公司以单店产出提升为核心，深入推进产品和渠道结构的优化调整，加速存货周转，效率效益进一步提升。且不论大股东央企改革是否存在预期。

图表 39：可比公司估值比较（截至 2018 年 7 月 6 日）

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益预测 (元)			动态市盈率		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
603900	莱绅通灵	18.81	63.95	0.91	1.14	1.45	31.92	16.48	12.97
002356	赫美集团	19.47	60.36	0.46	0.86	1.14	56.9	22.77	17.10
002721	金一文化	8.99	75.04	0.22	0.57	0.81	27.33	15.80	11.13
<b>002078</b>	<b>飞亚达 A</b>	<b>8.54</b>	<b>37.49</b>	<b>0.32</b>	<b>0.44</b>	<b>0.54</b>	<b>35.73</b>	<b>19.41</b>	<b>15.81</b>
平均市盈率							<b>37.97</b>	<b>18.62</b>	<b>14.25</b>

来源：Wind、国联证券研究所

飞亚达 A 作为 A 股腕表唯一稀缺标的，A 股无直接可比标的，冠城钟表珠宝 (0256.HK) 对应目前 PE (TTM) 为 6.3 倍，時計宝 (2033.HK) 对应目前 PE (TTM) 为 8.3 倍。和 A 股估值差异较大，故选择 A 股和奢侈品行业相关的标的进行估值对比，公司目前估值和行业平均估值相仿，对照自身历史估值而言有处于较底部位置，对应目前行业景气度向好有估值提升空间。

盈利预测：受益名表销售回暖和自主品牌预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.41 元、0.46 元与 0.50 元。对应 PE 分别为 20.83、18.57 和 17.08 倍。首次覆盖给予推荐评级。

## 6. 风险提示：

奢侈品消费放缓宏观经济下滑人民币贬值

**图表 40：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	419.33	158.27	363.02	387.34	409.81	营业收入	2993.86	3345.81	3630.20	3873.43	4098.09
应收账款+票据	347.73	370.94	457.09	426.42	508.34	营业成本	1772.81	1986.65	2092.81	2215.60	2333.86
预付账款	33.71	24.66	57.42	29.48	62.05	营业税金及附加	34.05	32.87	37.39	39.89	42.21
存货	1997.10	1820.53	2631.03	2081.71	2882.57	营业费用	760.53	811.44	880.41	939.40	993.88
其他	20.34	24.62	24.62	24.62	24.62	管理费用	201.27	240.04	260.45	277.90	294.02
<b>流动资产合计</b>	<b>2818.20</b>	<b>2399.01</b>	<b>3533.18</b>	<b>2949.56</b>	<b>3887.39</b>	财务费用	68.89	49.19	55.91	65.64	77.69
长期股权投资	43.42	43.88	43.88	43.88	43.88	资产减值损失	29.38	62.43	62.43	62.43	62.43
固定资产	611.20	523.70	430.50	326.35	222.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	10.95	540.00	350.00	410.00	投资净收益	0.59	0.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.75	44.22	42.53	40.84	39.15	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	388.66	423.24	341.85	260.46	179.08	<b>营业利润</b>	<b>127.52</b>	<b>163.65</b>	<b>240.81</b>	<b>272.57</b>	<b>294.01</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1082.04</b>	<b>1045.99</b>	<b>1398.76</b>	<b>1021.53</b>	<b>894.30</b>	营业外净收益	17.51	1.24	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3900.24</b>	<b>3445.00</b>	<b>4931.93</b>	<b>3971.09</b>	<b>4781.69</b>	<b>利润总额</b>	<b>145.03</b>	<b>164.89</b>	<b>240.81</b>	<b>272.57</b>	<b>294.01</b>
短期借款	1098.44	525.99	1510.92	1039.90	2038.90	所得税	34.66	34.77	60.20	68.14	73.50
应付账款+票据	215.42	263.26	241.00	292.84	269.50	<b>净利润</b>	<b>110.37</b>	<b>130.11</b>	<b>180.61</b>	<b>204.43</b>	<b>220.51</b>
其他	96.13	107.91	109.14	110.02	111.09	少数股东损益	-0.29	2.40	1.12	1.27	1.37
<b>流动负债合计</b>	<b>1409.99</b>	<b>897.16</b>	<b>1861.06</b>	<b>1442.76</b>	<b>2419.49</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>110.66</b>	<b>127.71</b>	<b>179.49</b>	<b>203.16</b>	<b>219.14</b>
长期带息负债	115.30	79.87	79.87	79.87	79.87	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>115.30</b>	<b>79.87</b>	<b>79.87</b>	<b>79.87</b>	<b>79.87</b>	营业收入	-5.32%	11.76%	8.50%	6.70%	5.80%
<b>负债合计</b>	<b>1525.29</b>	<b>977.03</b>	<b>1940.93</b>	<b>1522.63</b>	<b>2499.36</b>	EBIT	-7.21%	-1.34%	40.13%	14.27%	10.05%
少数股东权益	3.58	0.01	1.13	2.40	3.77	EBITDA	-2.99%	-2.46%	19.71%	9.93%	7.27%
股本	438.74	438.74	438.74	438.74	438.74	归属于母公司净利润	-16.41%	15.41%	40.54%	13.19%	7.87%
资本公积	1062.46	1062.46	1062.46	1062.46	1062.46	<b>获利能力</b>					
留存收益	870.17	966.77	1082.67	1213.86	1355.37	毛利率	40.79%	40.62%	42.35%	42.80%	43.05%
<b>股东权益合计</b>	<b>2374.95</b>	<b>2467.97</b>	<b>2585.00</b>	<b>2717.46</b>	<b>2860.34</b>	净利率	3.69%	3.89%	4.98%	5.28%	5.38%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3900.24</b>	<b>3445.00</b>	<b>4931.93</b>	<b>3971.09</b>	<b>4781.69</b>	ROE	4.67%	5.17%	6.95%	7.48%	7.67%
<b>现金流量表</b>						ROIC	4.11%	4.57%	6.97%	5.86%	7.02%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	110.45	134.84	180.61	204.43	220.51	资产负债率	39.11%	28.36%	39.35%	38.34%	52.27%
折旧摊销	144.88	139.00	124.80	124.80	124.80	流动比率	2.00	2.67	1.90	2.04	1.61
财务费用	61.34	41.83	44.76	53.74	65.10	速动比率	0.57	0.62	0.47	0.58	0.41
存货减少	76.40	126.77	-810.50	549.32	-800.87	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	22.58	70.82	-139.93	111.34	-136.77	应收账款周转率	9.52	9.96	8.91	10.04	9.04
其它	47.45	61.98	62.43	62.43	62.43	存货周转率	0.89	1.09	0.80	1.06	0.81
<b>经营活动现金流</b>	<b>463.11</b>	<b>575.23</b>	<b>-537.84</b>	<b>1106.06</b>	<b>-464.81</b>	总资产周转率	0.77	0.97	0.74	0.98	0.86
资本支出	189.74	136.91	23.00	12.00	24.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	111.00	473.00	345.00	每股收益	0.25	0.29	0.41	0.46	0.50
其他	4.53	10.45	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.06	1.31	-1.23	2.52	-1.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>-185.21</b>	<b>-126.47</b>	<b>-134.00</b>	<b>-485.00</b>	<b>-369.00</b>	每股净资产	5.40	5.63	5.89	6.19	6.51
债权融资	-360.10	-591.78	984.93	-471.03	999.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	39.49	34.22	24.35	21.51	19.94
其他	-122.52	-88.73	-108.34	-125.71	-142.73	市净率	1.84	1.77	1.69	1.61	1.53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-482.61</b>	<b>-680.51</b>	<b>876.59</b>	<b>-596.74</b>	<b>856.28</b>	EV/EBITDA	15.56	14.52	14.53	12.17	13.42
<b>现金净增加额</b>	<b>-202.81</b>	<b>-232.00</b>	<b>204.75</b>	<b>24.32</b>	<b>22.47</b>	EV/EBIT	26.47	24.42	20.88	16.83	18.08

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810