

国产手表领军者，三大成长路径可期

——飞亚达（000026）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020年08月31日

报告关键要素：

公司作为国产腕表龙头，“名表零售+自有品牌”双轮驱动，增长路径可期。短期看海外名表消费回流为亨吉利打开利润弹性空间，中长期看“回流”消费者消费习惯养成后有望为境内名表消费市场打开增量空间以及公司自有品牌及精密加工板块的增长潜力。

投资要点：

- **成长路径一：海外消费回流大势所趋，亨吉利 2022 年收入空间预计近 50 亿元，利润弹性大。**我国内地腕表行业于 2014 年起复苏，2019 年市场规模达 609.75 亿元(YoY+15.07%)。国人更偏向于在境外消费名表等奢侈品，近年该比例保持在 70%以上，2019 年国人境外名表消费额预计近 350 亿元，回流基数可观。高净值人群及高收入家庭的占比提高、主力消费人群正处于职业上升期、放水利于资产膨胀等因素支撑目标人群消费力坚挺。疫情下出境不便及境外购物环境较差刺激高端名表消费“被动”回流，多因素驱动“主动回流”：①境内外价差缩小至 6%左右；②品牌方更加重视中国市场，有望加强新款及限量款投放；③国内经销商线上线下双管齐下；④免税新政有望带动名表市场量价齐升，名表经销商未来或有机会同新晋免税经营主体共享扩容空间。公司下属名表销售公司“亨吉利”在渠道管理、品牌资源、门店布局、配套及售后服务等方面均有优势，有望优先受益于消费回流。据我们中性假设下测算，亨吉利 2022 年收入空间有望达到近 50 亿元，距 19 年有翻倍空间。
- **成长路径二：自有品牌矩阵优秀，渠道+技术优势有望助其弯道超车。**公司深耕钟表行业，已建立起包括“飞亚达”、“北京”、“JEEP”等在内的多元品牌矩阵，定位各异，覆盖目标人群较广。公司渠道铺设广阔，线上线下海内外全覆盖，布局技术服务中心支持品牌业务的维修等售后服务。同时，公司专注研发以构建技术壁垒，以精密制造技术专注钟表行业，打造“研发+设计+制造”的后端支撑平台。飞亚达品牌在定位及市场份额上均领先于其他国产品牌，份额已超过多数相近档次的国外品牌，但与天梭等仍有差距。我们认为，飞亚达有望依托自身渠道管理能力及技术研发能力的不断加强实现弯道超车，有望乘上国货崛起之风潮，国产替代空间可期。

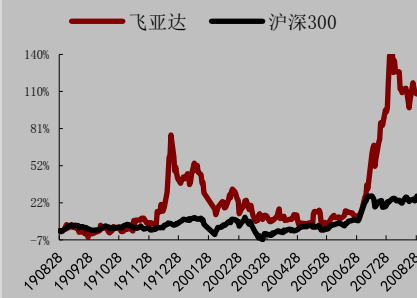
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	37.04	43.40	57.93	68.13
增长比率(%)	8.9%	17.2%	33.5%	17.6%
净利润(亿元)	2.16	2.90	3.92	4.88
增长比率(%)	17.4%	34.4%	35.2%	24.5%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.92	1.14
市盈率(倍)	32.0	23.8	17.6	14.2

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利，采用 8.28 收盘价

基础数据

行业	轻工制造
公司网址	
大股东/持股	中航国际控股股份有限公司/36.79%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	428.14
流通A股(百万股)	356.72
收盘价(元)	16.14
总市值(亿元)	69.10
流通A股市值(亿元)	57.57

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年08月28日

相关研究

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
号：
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

- **成长路径三：智能穿戴协同精密，增长潜力可期。**疫情后人们健康意识提升，智能手表对健康状态以及锻炼健身数据的监控能够满足消费者健康管理的需求，电池与充电技术进步改善智能手表续航差的硬伤，eSIM 加速推广助力智能手表普及，2018 年中国智能手表市场规模达到 183 亿元，同比+39.69%，出货量为 2821 万只，同比+41.05%。2016 年起公司通过“FIYTA”与“JEEP”品牌布局智能手表领域，此外，公司拥有新材料应用、航天工业、精密制造等领域关键技术与人才，在混合型智能手表制造领域具有技术优势。**我们认为，未来公司智能手表及精密加工板块有望成为新的增长点。**
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.90/3.92/4.88 亿元，同比增长 34.4%/35.2%/24.5%。对应 EPS 为 0.68/0.92/1.14 元，8 月 28 日股价对应 PE 为 24/18/14 倍，根据公司历史估值中枢水平，考虑到标的稀缺性，给予公司 2021 年 25 倍 PE，对应目标价为 23 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**1. 海外消费回流不及预期的风险 2. 疫情风险 3. 免税政策落地不及预期的风险

目录

1、我国腕表行业增速回暖，国表龙头经营改善进行时	6
1.1 2017 年高端手表内地市场增速回暖，内地香港消费人群重合度高	6
1.2 “自有品牌+名表零售”双轮驱动，中航系股东背景雄厚	9
1.3 控费显成效，经营效率明显提高	11
2、名表消费回流大势所趋，亨吉利发展遇良机	14
2.1 回流基数可观，多因素为回流逻辑提供支撑	14
2.1.1 回流基数：2019 年国人境外名表消费额预计近 350 亿元	14
2.1.2 驱动因素：潜在消费力待释放，主力目标人群消费力坚挺	15
2.1.3 被动回流：COVID-19 疫情叠加香港局势，刺激境外名表消费“被动回流”	16
2.1.4 主动回流：“国外的月亮没有比较圆”，免税新政有望带动行业量价齐升	17
2.2 全面的腕表零售商融合优质、现代化服务	22
2.3 亨吉利 2022 年收入空间预计近 50 亿元，利润弹性更大	26
3、自有品牌矩阵优秀，渠道服务+技术优势有望助其弯道超车	28
3.1 多元化腕表品牌矩阵，切入各类消费者，构建竞争优势	28
3.2 立足消费者，构建丰富渠道和便捷售后维修服务	31
3.3 深耕研发，构建技术壁垒	32
3.4 飞亚达国表龙头地位稳固，有望乘国货崛起之风	33
4、智能手表协同精密，增长潜力可期	34
5、盈利预测与投资建议	36
5.1 盈利预测及关键假设	36
5.2 投资建议	36
6、风险因素	37
图表 1：内地&香港手表市场规模及同比增速	6
图表 2：手表品牌价格定位	7
图表 3：中国内地手表市场品牌结构及规模增速	7
图表 4：中国香港手表市场品牌结构及规模增速	7
图表 5：中国手表市场竞争格局及国产表品牌市占率	8
图表 6：中国手表市场瑞表、其他表与国产表品牌格局	8
图表 7：中国手表市场销售渠道结构	8
图表 8：香港手表市场销售渠道结构	8
图表 9：公司发展历程	9
图表 10：飞亚达手表相关业务板块	10
图表 11：飞亚达营收结构(%)	10
图表 12：飞亚达各业务板块毛利率(%)	10
图表 13：飞亚达股权结构图	11
图表 14：可比公司毛利率与期间费用率情况	11
图表 15：可比公司杜邦分析	12
图表 16：可比公司存货周转率(次)	13
图表 17：可比公司应收账款周转率(次)	13
图表 18：2006 年-2018 年中国高净值人群数量情况	14
图表 19：中国人在境外奢侈品消费额占中国人全部奢侈品消费额的比例	14
图表 20：中国人境外奢侈品消费额及同比增速	14
图表 21：中国人境外高端手表消费额和同比增速	14

图表 22: 2019 年中国高端腕表 (价格>5000 元) 消费者年龄分布	15
图表 23: 2019 年中国各收入区间已购消费者拥有高端腕表 (价格>5000 元) 数量分布	15
图表 24: 2005-2025 年中国城市家庭可支配收入分布	15
图表 25: 2019 年中国高端腕表消费者职业发展阶段分布	15
图表 26: 2014 年 11 月-2020 年 7 月中国每月 M2 及 M2 同比增幅	16
图表 27: 每月瑞士腕表对中国出口额和同比增幅	16
图表 28: 国外新冠肺炎现有确诊人数	17
图表 29: 中国香港新冠肺炎现有确诊人数	17
图表 30: 内地访港旅客人次断崖式下跌	17
图表 31: 香港曾是瑞表出口的全球第一市场	17
图表 32: 2011 年和 2017 年要客八大奢侈品境内外平均价差	18
图表 33: 腕表奢侈品境内外内外平均价差 (%)	18
图表 34: 2019 年真力时创想家腕表大中华区限量款登陆沪上	18
图表 35: 2019 年浪琴表名匠系列月相腕表登陆厦门	18
图表 36: 高端腕表纷纷入驻大型线上平台	19
图表 37: 免税店免除进口关税、消费税、增值税	20
图表 38: 海南免税政策变更前后对比	20
图表 39: 在免税店购买免税品人次占离岛旅客总人次比例	21
图表 40: 7 月 1 日至 8 月 18 日海南免税消费指标较去年同比增长情况	21
图表 41: 部分腕表价格对比	21
图表 42: 海南省 4 家离岛免税店人均消费情况 (元)	22
图表 43: 单价超过 8000 元的免税销售额占比	22
图表 44: 代表公司经销品牌一览 (节选)	23
图表 45: 亨得利、亨吉利及周大福内地门店布局	24
图表 46: 亨吉利旗舰店	24
图表 47: 亨吉利连锁店	24
图表 48: 零售业务技术服务中心	25
图表 49: 亨吉利一站式 O2O 平台	25
图表 50: 飞亚达零售服务业务及可比公司毛利率对比 (%)	26
图表 51: 2022 年境外高端腕表消费回流规模及亨吉利潜在受益空间测算敏感性分析	26
图表 52: 中国内地瑞表市场竞争格局	27
图表 53: 亨吉利营业收入及同比增速	27
图表 54: 亨吉利净利润及同比增速	27
图表 55: 亨吉利净利润率及净利润占比	27
图表 56: 飞亚达品牌矩阵	28
图表 57: 飞亚达腕表	28
图表 58: 飞亚达品牌荣誉一览	29
图表 59: 简约时装表品牌唯路时	30
图表 60: 唯路时表可切换表带满足搭配	30
图表 61: 艾米龙腕表	30
图表 62: 北京表部分系列手表	31
图表 63: JEEP 旗下产品	31
图表 64: 飞亚达集团手表品牌渠道和维修网点	32
图表 65: 飞亚达自研机芯及新材料	33

图表 66: 国内外竞品品牌主力价格带	33
图表 67: 中国大陆市场国表零售规模及同比增速	34
图表 68: 2019 年小镇青年及都市青年国品消费同比增速	34
图表 69: 2014-2018 年中国智能手表市场规模及增速	34
图表 70: 2014-2018 年中国智能手表出货连及增速	34
图表 71: 智能手表主要功能与应用场景	35
图表 72: 飞亚达旗下品牌智能手表布局	35
图表 73: 分业务收入预测表 (单位: 百万元)	36

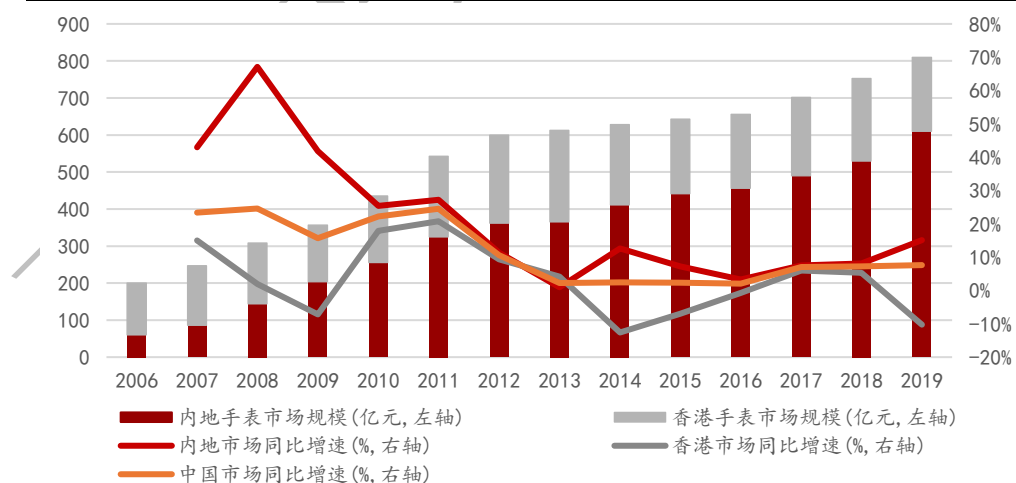
万联证券

1、我国腕表行业增速回暖，国表龙头经营改善进行时

1.1 2017年高端手表内地市场增速回暖，内地香港消费人群重合度高

中国手表市场规模增长快速，内地手表市场规模增速远高于香港市场，且有明显反向变动趋势，一定程度上说明两地消费人群重合度较高。香港长期作为瑞表第一大出口目的地，腕表消费中内地消费者消费占比较大，内地与香港手表市场规模增速反向变动趋势明显。2006-2010年股市繁荣叠加宽松货币与财政政策助力居民收入增速提升，内地手表市场迅速扩容，香港手表市场同期增速下滑。2011-2013年中央出台“八项规定”，中国手表需求不振，内地&香港手表市场规模增速有所下滑。2014-2019年，内地手表消费复苏，2019年内地手表市场规模达到609.75亿元，同比+15.07%，2006-2019年市场规模CAGR达到19.51%。香港“占中”事件后，内地赴港购表热度下降，2019年香港手表市场规模为200.19亿元，同比-10.21%，2006-2019年市场规模CAGR为2.78%，增速落后于内地市场。

图表1：内地&香港手表市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

高端品牌中瑞表优势显著，瑞士表、国产表、日本表逐鹿中端品牌价格带。根据手表品牌及价格定位，我们把手表简单划分成高端、中端与低端品牌三个档次。高端品牌以制作复杂功能表见长，打磨技术高超、技术实力一流、品牌价值高，包括以百达翡丽 (Patek Philippe)、江诗丹顿 (Vacheron Constantin) 为代表的特级表，以劳力士 (Rolex)、欧米茄 (Omega) 为代表的一类表，与以帝舵 (Tudor)、豪雅 (TAG Heuer)、浪琴 (Longines) 为代表的二类表，价格一般在10,000元以上。中端品牌多采用ETA基础款机芯，具有一定的打磨、设计水平，主要包括天梭 (Tissot)、美度 (Mido) 等瑞表、精工 (Seiko)、西铁城 (Citizen) 等日本表以及飞亚达 (Fiyta)、海鸥 (Seagull) 等国产品牌，价格一般在1000-10000元之间。低端品牌性价比较高，适合学生与初入职场的人士佩戴，主要品牌包括卡西欧 (Casio)、罗西尼 (Rossini)、天王表 (Tian Wang) 等，价格大多分布在1000元以下。我们认为，尽管部分腕表品牌覆盖价格带较宽，但从打磨工艺、设计水平、品牌价值等角度看，腕表品牌定位基本稳定，实现档次跨越的难度较大。

图表 2：手表品牌价格定位

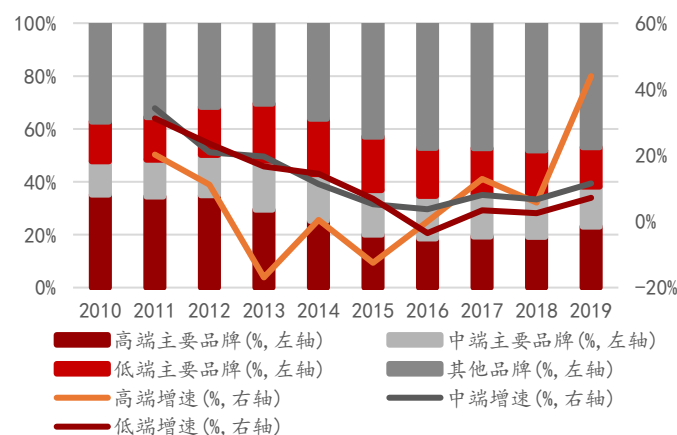
价格定位	手表等级	特点	主要品牌
高端品牌 (10000 以上)	特级表	机芯极其复杂、打磨工艺顶尖、产量低、品牌含金量极高	百达翡丽(Patek Philippe)、爱彼(Audemars Piguet)、江诗丹顿(Vacheron Constantin)、朗格(A. LANGE&SOHNE)、宝玑(Breguet)等
	一类表	自产机芯复杂度低于特级表，制表工艺、手表设计顶级	劳力士(Rolux)、万国(IWC)、积家(Jaeger-LeCoultre)、卡地亚(Cartier)、伯爵(PIAGET)、欧米茄(OMEGA)、真利时(Zenith)等
	二类表	一般采用中高端 ETA 机芯，打磨相对精细，充满设计感	帝舵(TUDOR)、豪雅(TAG HEUER)、浪琴(LONGINES)、名仕(BAUME&MERCIER)、雷达(RADO)、艾美(Maurice Lacroix)等
中端品牌 (1000-10000)	三类表	一般采用基础款 ETA 机芯，具有一定打磨、设计水平	梅花(Titoni)、天梭(Tissot)、美度(MIDO)、汉米尔顿(HAMILTON)、芝诺(ZENO)、依波路(BOREL)等
	四类表	一般采用廉价 ETA 机芯或日本机芯，兼具实用性与性价比	西马(Cyba)、精工(Seiko)、西铁城(Citizen)、飞亚达(Fiyta)、海鸥(Seagull)等
低端品牌 (1000 以下)	其他	机芯结构一般较为简单，性价比比较高	斯沃琪(Swatch)、卡西欧(Casio)、罗西尼(Rossini)、天王表(Tian Wang)、依波表(Ebohr)等

资料来源：腕表之家，Euromonitor，万联证券研究所

注：手表品牌价格定位依据为旗舰店销量 Top20 主要产品的价格分布区间

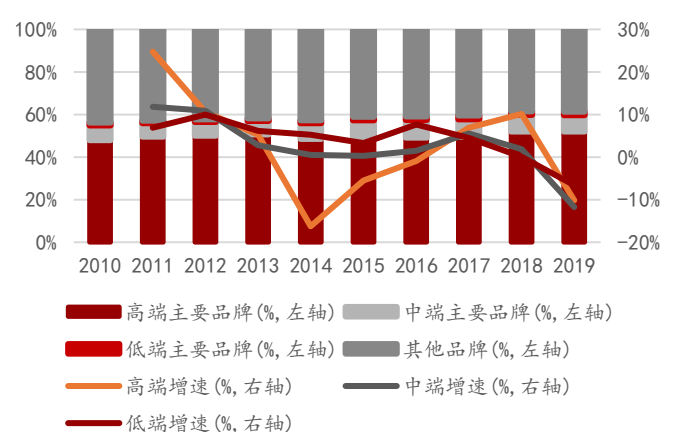
接棒中低端，高端品牌驱动中国手表市场增长，香港高端品牌回暖中断，市场规模下滑。内地手表市场高端份额相对较高，中、低端份额平分秋色，香港手表市场高端占比更高，基本维持在50%左右。2010-2015年，内地手表市场整体低迷，高、中、低端品牌规模增速下行，其中高端增速下降幅度最大，从2011年20%降到2013年-17%的低点，随后波动上升，2016年后接棒中低端，成为手表市场规模增长主要驱动力。香港品牌结构较为稳定，2019年市场规模增速下滑明显，中、低端市场规模增速从2011年的17%/12%分别下滑至2018年的5%/3%，高端品牌经历增速严重下滑后已有回暖态势，但2019年香港购物环境较差对手表市场造成巨大影响，不同档次品牌市场规模增速严重下滑。

图表3：中国内地手表市场品牌结构及规模增速



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表4：中国香港手表市场品牌结构及规模增速

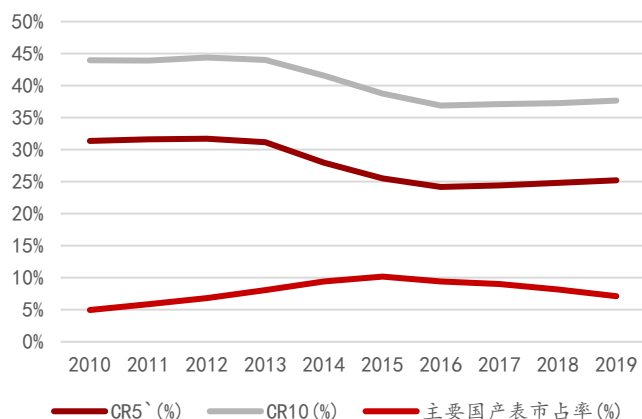


资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

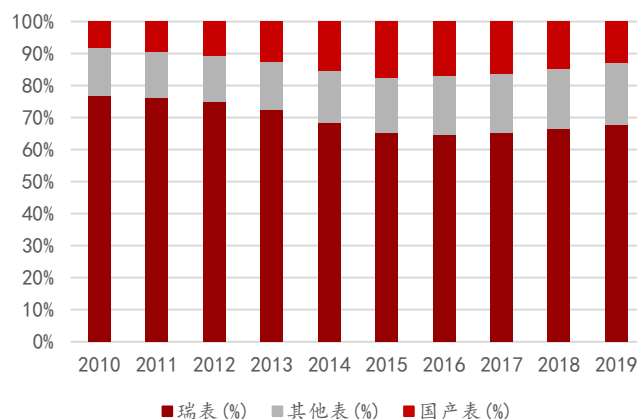
国内手表市场份额分散，瑞表竞争优势明显，国产表市占率先升后降，占比仍然较小。中国手表市场竞争格局较为分散，欧米茄、天梭、百达翡丽等瑞表品牌销售额居前，国产品牌主要为飞亚达、天王、罗西尼、依波等，2019年行业CR5为25.20%，CR10为

37.64%。2013-2016年头部瑞表品牌销售额受损，集中度有所下滑，2017年之后小幅回升，主要国产品牌市占率从2010年5.87%提升至2015年10.18%高点，近期受瑞表挤出效应影响，市场份额有所下滑。高端瑞表品牌在中国手表市场占据绝对优势，国产品牌有所突破，但依然弱势。

图表5：中国手表市场竞争格局及国产表品牌市占率



图表6：中国手表市场瑞表、其他表与国产表品牌格局



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

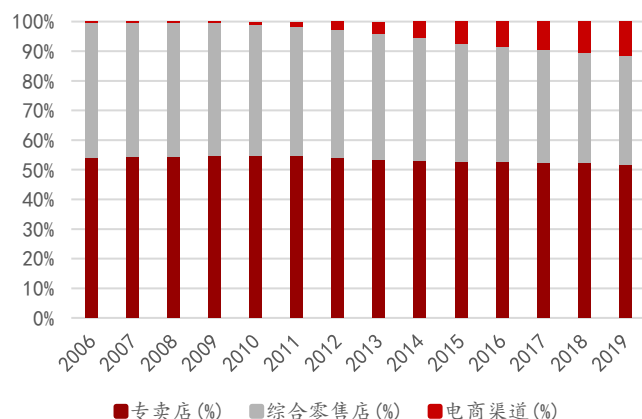
注：主要国产表品牌为飞亚达、天王、罗西尼、依波

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

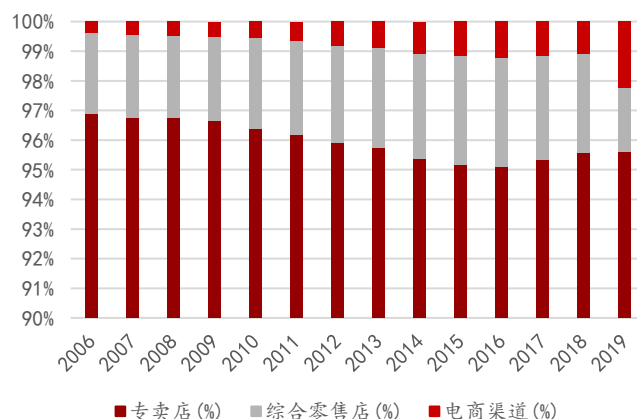
注：其他表包括产地在瑞士与中国以外的所有手表品牌

中国手表市场专卖店、综合零售店份额平分秋色，线上电商渠道占比提升明显，专卖店渠道在香港手表市场具有压倒性优势。手表销售主要分为线下门店渠道与线上电商渠道，线下门店渠道主要为专卖店与综合零售店，长期以来，中国手表通过线下专卖店与综合零售店销售，专卖店渠道销售额占比略高于50%，2010年后，随着国内电商行业快速爆发，线上电商渠道销售额占比提升幅度明显，从2006年0.5%提升至2019年11.6%。相比之下，专卖店渠道在香港手表市场占比基本维持在95%以上，2006-2016年占比有所下降，随后企稳回升，电商渠道占比有所提升，2019年达到2.2%，明显低于中国市场整体水平。

图表7：中国手表市场销售渠道结构



图表8：香港手表市场销售渠道结构



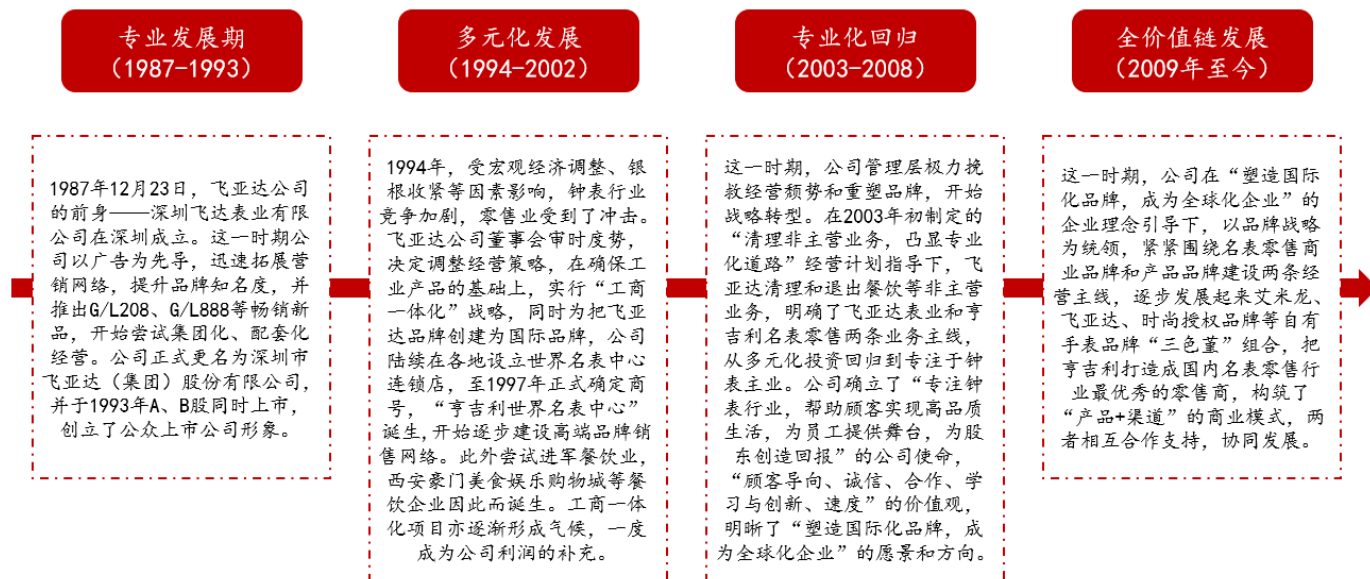
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

1.2 “自有品牌+名表零售”双轮驱动，中航系股东背景雄厚

深耕钟表三十余载，全价值链发展打造全球化企业。飞亚达精密科技股份有限公司成立于1987年，1993年飞亚达在深交所上市，是境内唯一一家表业上市公司。1997年，“亨吉利世界名表中心”诞生，开始逐步建设高端品牌销售网络。2009年至今，公司步入全价值链发展阶段，公司立足于“自有品牌+名表零售”两条主线，构筑了“产品+渠道”的商业模式和核心竞争优势。

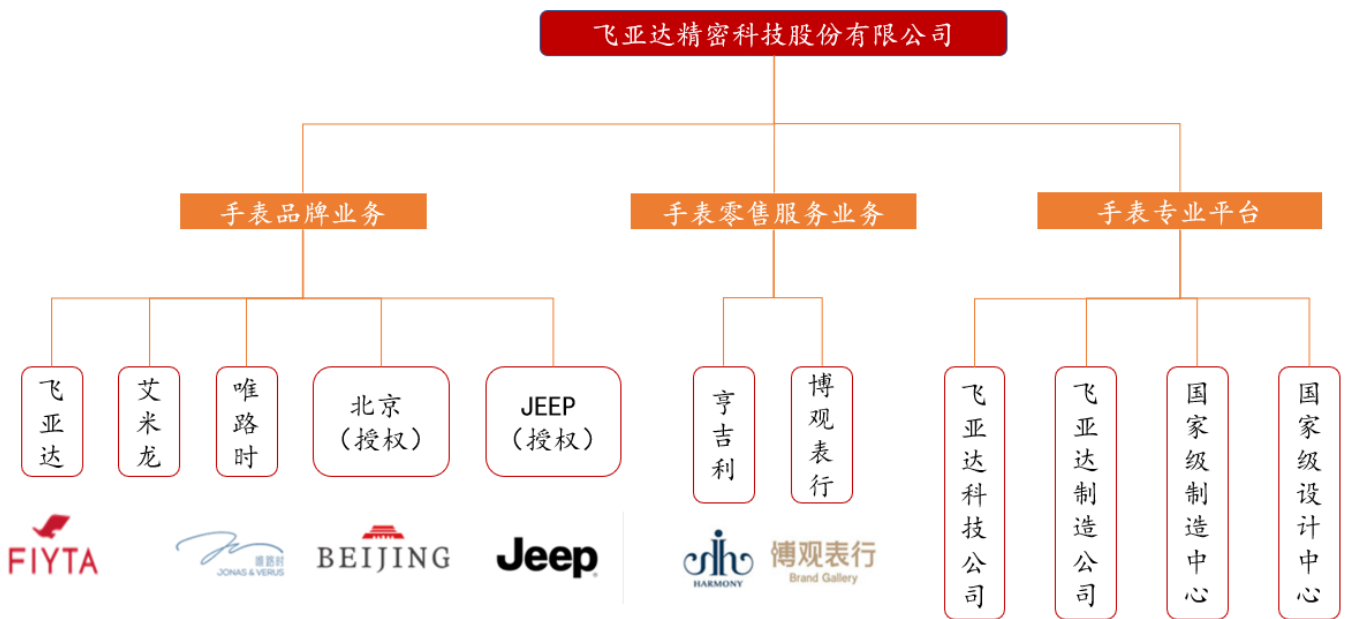
图表9：公司发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

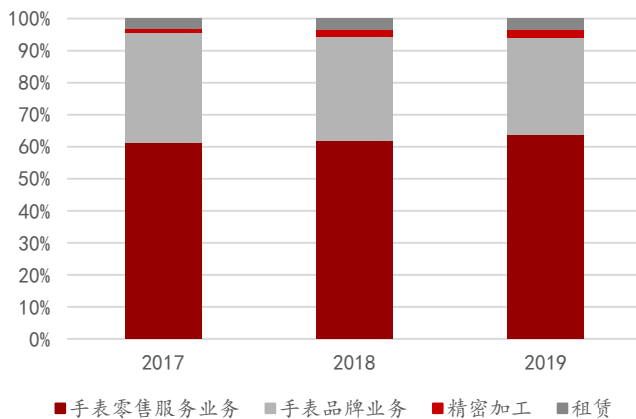
手表零售服务业务贡献六成以上收入，近年占比呈上升趋势，手表品牌业务毛利率较高。飞亚达以自有品牌腕表研发、设计、制造、销售、服务和世界名表零售为两大心业务，囊括高端定制、专业美感、东方文化、时尚设计、智能腕表等多维度品牌族群。手表品牌业务2019年贡献营收11.1亿元，占比30%，2018/2019年同比增速分别为-3.53%/0.76%，毛利率在70%左右波动；手表零售业务2019年贡献营收23.5亿元，占比63.5%，近年占比呈上升趋势，2018/2019年同比增速分别为2.51%/12.53%，增速大幅改善，毛利率约为24%，远低于手表品牌业务。租赁及精密加工业务占比较低，2019年分别贡献收入1.32/0.91亿元，占比分别为3.56%/2.47%。

图表10：飞亚达手表相关业务板块



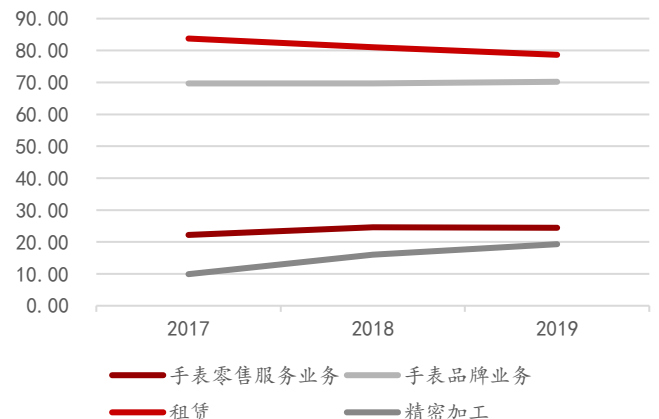
资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表11：飞亚达营收结构(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：飞亚达各业务板块毛利率(%)



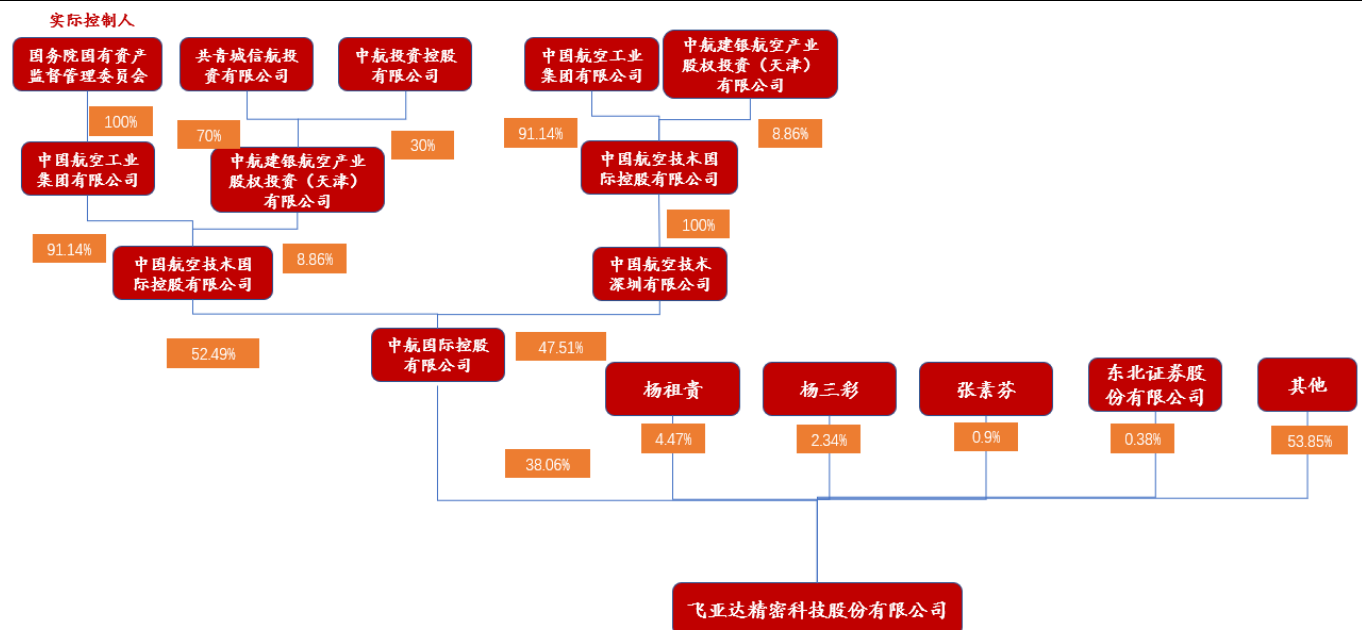
资料来源：Wind，万联证券研究所

股权结构稳定集中，中航系背景雄厚，国务院国有资产监督管理委员会为实际控制人。飞亚达第一大股东为中航国际控股有限公司，持股比例为38.06%。2020年4月24日，公司回购部分境内上市外资股（B股）股份期限届满，截至2020年4月22日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价方式回购境内上市外资股（B股）股份1,473万股，占公司总股本的3.33%。为提振市场信心，实现股东价值最大化，公司于2020年7月公告再次回购B股股份，回购股份的价格不超过港币6.74元/股，回购资金总额不低于人民币8,000万元（折合港币8,778万元）且不超过人民币16,000万元（折合港币17,555万元），回购的股份数量约为1,302万股至2,604万股，占公司目前已发行总股本比例约为3.04%至6.08%，回购实施期限为自2020年7月23日起12个月内。公司于2020年8月14日首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式回购公司股份300,000股，

占公司总股本的0.07%；本次回购股份最高成交价为6.19港元/股，最低成交价为5.93港元/股，已支付的总金额为1,821,364.20港元（不含印花税、佣金等交易费用）。

股权激励计划绑定管理层及业务骨干，为公司经营注入活力。飞亚达2018年A股限制性股票长期激励计划有效期为10年，拟每2年（24个月）实施1期，每期激励计划的有效期为5年。2019年1月11日，公司向128名激励对象授予422.4万股A股限制性股票，占公司股本总额的0.97%。

图表13：飞亚达股权结构图



资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 控费显成效，经营效率明显提高

受益于高毛利率品牌业务，公司综合毛利率处可比公司中游。由于手表品牌业务毛利率远高于零售服务业务，二者兼具的飞亚达毛利率较亨得利（2017年剥离大陆业务后毛利率出现下滑）、东方表行及英皇钟表珠宝高，较時計宝及冠城低。期间费用率下降：由于手表品牌业务销售费用率高于零售服务业务，飞亚达销售费用率（2019年23.37%，YoY-1.83pct），高于亨得利、东方表行以及英皇，低于時計宝与冠城。此外，飞亚达管理费用率及财务费用率2019年分别同比下降0.13pct/0.17pct。

图表14：可比公司毛利率与期间费用率情况

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
飞亚达	毛利率(%)	35.22	34.45	35.87	37.32	38.98	40.79	40.62	41.37	40.14
	销售费用率(%)	16.94	19.04	20.92	22.05	24.65	25.40	24.25	25.20	23.37
	管理费用率(%)	7.67	6.40	6.00	6.36	6.26	6.72	7.17	7.84	7.71
	财务费用率(%)	2.55	3.92	3.23	3.23	2.98	2.30	1.47	1.06	0.89
	主营代理零售									
亨得利	毛利率(%)	25.12	26.03	27.24	28.62	29.32	21.36	15.84	17.18	16.16
	销售费用率(%)	11.63	12.78	17.73	19.78	22.23	14.60	10.29	9.35	10.78

	管理费用率(%)	3.24	2.93	2.44	2.67	2.47	3.01	5.64	5.21	6.78
	财务费用率(%)	1.50	2.13	2.11	1.44	1.42	1.66	2.22	0.08	0.43
东方表行	毛利率(%)	21.02	18.76	17.62	16.69	16.02	16.18	20.99	24.74	27.43
	销售费用率(%)	6.80	6.54	6.67	6.83	6.52	6.00	7.07	8.03	8.12
	管理费用率(%)	9.25	9.38	10.28	10.77	10.86	9.82	9.44	11.26	6.59
	财务费用率(%)	0.46	0.83	0.64	0.48	0.23	0.12	0.06	0.08	0.60
英皇	毛利率(%)	28.75	25.98	24.15	25.13	24.96	24.96	26.73	27.63	30.75
	销售费用率(%)	12.01	15.18	16.18	19.17	23.76	22.30	19.04	17.31	22.63
	管理费用率(%)	3.82	3.22	2.73	3.24	3.97	3.46	3.62	3.72	3.32
	财务费用率(%)	0.03	0.07	0.00	--	--	--	--	0.09	1.38
主营自有品牌										
时计宝 (天王)	毛利率(%)	58.47	60.24	60.63	64.99	68.14	68.46	66.92	70.19	70.60
	销售费用率(%)	37.21	37.63	39.49	43.11	45.28	48.49	49.69	50.06	51.21
	管理费用率(%)	5.96	5.48	4.75	4.71	4.70	6.84	7.10	6.68	7.04
	财务费用率(%)	0.36	0.39	0.42	0.06	0.02	0.16	0.30	0.30	0.31
冠城 (依波& 罗西尼)	毛利率(%)	56.52	54.36	46.56	48.46	51.26	53.88	52.53	58.17	55.37
	销售费用率(%)	23.31	22.79	22.53	26.24	24.91	28.52	27.40	30.37	31.82
	管理费用率(%)	15.87	15.60	16.88	19.78	17.38	21.98	26.48	26.38	30.24
	财务费用率(%)	0.29	0.66	1.14	1.84	2.17	3.00	3.22	3.81	5.16

资料来源: Wind, 万联证券研究所

飞亚达盈利能力突出, ROE逐年上升。飞亚达近年盈利能力提高势头明显, 2019年平均ROE达到8.27%, 大幅领先于除时计宝外的同业竞争对手, 主因净利率近年来稳步上升并占据竞争优势。时计宝2019年归母净利率达到11.3%, 远高于飞亚达的5.83%, 主因经营自有品牌毛利率较代理零售高。飞亚达总资产周转率也处于上升通道, 2019年达到1.01次, 位于可比公司第一位, 权益乘数逐年下降, 对标可比公司处于合理水平。

图表 15: 可比公司杜邦分析

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
飞亚达	ROE(%)	12.00	8.18	8.72	9.19	6.19	4.74	5.79	7.30	8.27
	净利率(%)	6.22	3.82	4.19	4.46	3.86	3.69	4.26	5.41	5.83
	总资产周转率(次)	0.96	0.97	0.90	0.91	0.80	0.73	0.88	0.95	1.01
	权益乘数	2.01	2.19	2.31	2.28	2.01	1.77	1.57	1.43	1.41
主营代理零售										
亨得利	ROE(%)	17.70	16.53	7.24	8.71	2.43	-5.50	-4.67	1.57	-8.05
	净利率(%)	8.06	7.79	3.50	3.94	1.43	-2.31	-9.36	2.94	-13.37
	总资产周转率(次)	1.10	1.01	1.06	1.15	1.06	0.92	0.28	0.55	0.51
	权益乘数	2.24	2.33	2.29	2.22	2.10	2.12	1.72	1.11	1.16
东方表行	ROE(%)	8.29	7.53	0.93	0.20	-0.71	0.76	6.22	6.10	4.67
	净利率(%)	4.14	4.32	0.58	0.14	-0.51	0.52	4.75	5.60	4.26
	总资产周转率(次)	1.53	1.28	1.18	1.13	1.17	1.30	1.19	1.00	0.96
	权益乘数	1.31	1.36	1.34	1.26	1.20	1.14	1.10	1.09	1.15

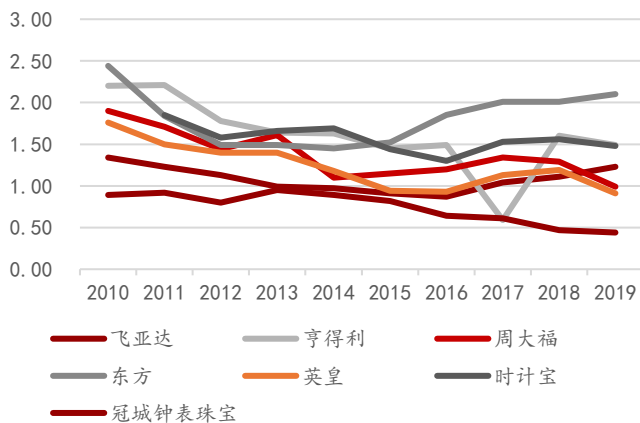
英皇	ROE (%)	20.47	10.16	6.82	3.12	-2.75	-1.53	3.74	5.98	2.01
	净利率 (%)	10.68	6.19	4.38	2.33	-2.71	-1.78	3.92	5.60	2.19
	总资产周转率 (次)	1.51	1.43	1.43	1.24	0.96	0.82	0.90	0.89	0.68
	权益乘数	1.27	1.15	1.09	1.08	1.06	1.05	1.06	1.21	1.35
主营自有品牌										
时计宝 (天王)	ROE (%)	36.92	44.41	25.67	22.78	21.97	17.52	12.99	14.65	14.12
	净利率 (%)	11.26	12.03	11.11	12.84	12.63	11.30	8.47	9.76	11.33
	总资产周转率 (次)	1.44	1.60	1.48	1.39	1.37	1.23	1.21	1.18	1.00
冠城 (依波 & 罗西尼)	权益乘数	2.28	2.31	1.56	1.28	1.27	1.26	1.27	1.27	1.25
	ROE (%)	8.07	7.90	13.95	3.23	7.80	0.96	27.74	4.36	1.02
	净利率 (%)	17.34	12.01	17.58	3.74	8.68	1.24	40.04	7.20	1.72
	总资产周转率 (次)	0.39	0.50	0.56	0.54	0.52	0.24	0.15	0.13	0.13
	权益乘数	1.19	1.31	1.42	1.59	1.72	3.14	4.64	4.56	4.58

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 净利率为归母净利率

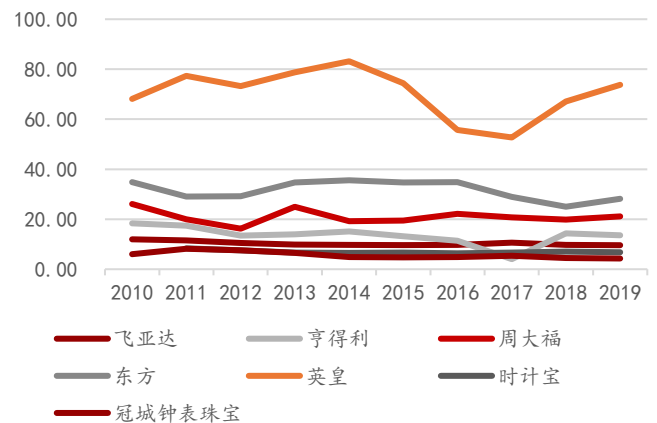
飞亚达存货周转率逐年提升, 应收账款周转率稳中有降。公司近年存货周转率逐年上升的趋势, 2019年上升至1.23次, 东方表行存货周转率优势显著, 亨得利、时计宝略高于飞亚达, 随着飞亚达销售效率提高, 与竞争对手的差距正在缩小。主营代理零售的公司应收账款周转率显著高于主营自有品牌的公司, 二者兼具的飞亚达处于行业中游水平。

图表16: 可比公司存货周转率 (次)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 可比公司应收账款周转率 (次)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

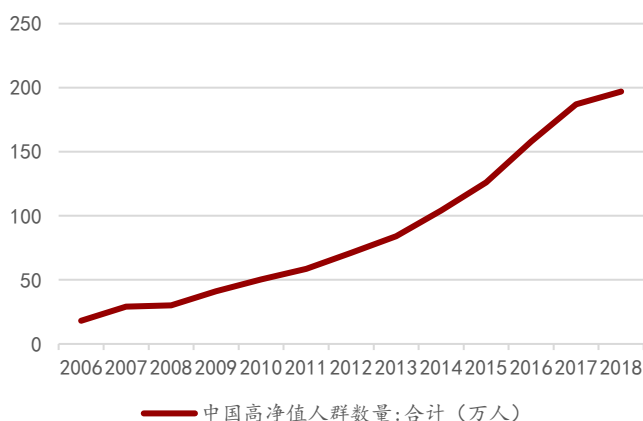
2、名表消费回流大势所趋，亨吉利发展遇良机

2.1 回流基数可观，多因素为回流逻辑提供支撑

2.1.1 回流基数：2019年国人境外名表消费额预计近350亿元

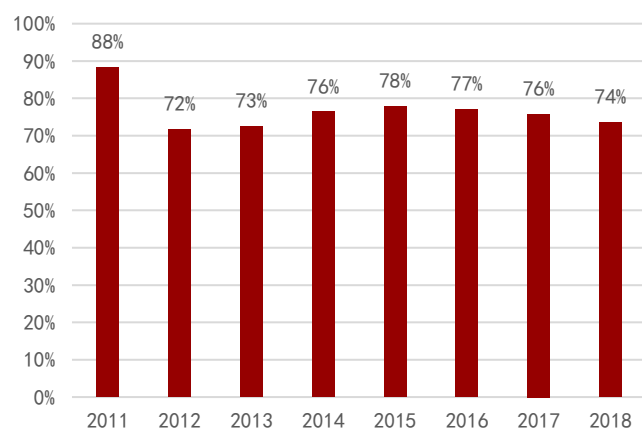
中国消费者是全球奢侈品消费品市场增长的主力军，并倾向于在境外消费。随着中上收入家庭、高净值人群的数量增长，人均可支配收入的提升，伴随各类国际化奢侈品进入中国消费者视野并成为社交、收藏、保值领域不可或缺的一角，中国消费者为助力全球奢侈品消费市场增长贡献良多。据《2019年中国奢侈品报告》数据，近年中国消费者有70%以上选择在境外购买奢侈品。

图表18：2006年-2018年中国高净值人群数量情况



资料来源：Wind, 万联证券研究所

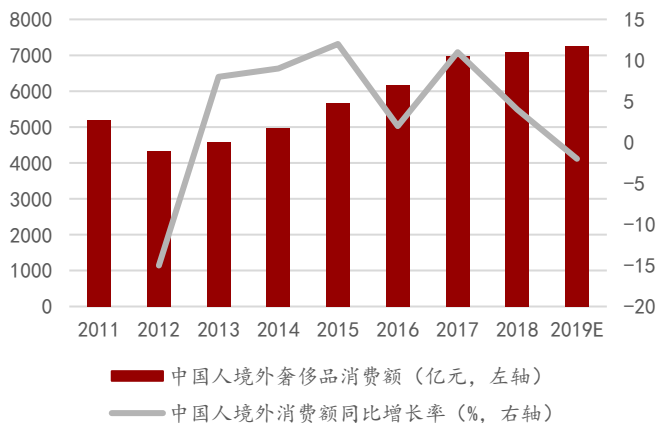
图表19：中国人在境外奢侈品消费额占中国人全部奢侈品消费额的比例



资料来源：要客研究院, 万联证券研究所

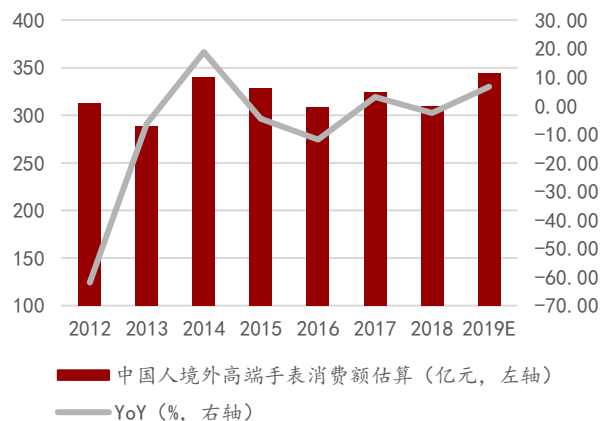
中国人的境外名表消费规模可观，增速趋稳。知名高端腕表的品牌多为瑞士、德国品牌，并由于部分品牌和产品的稀缺性，部分产品仅在海外渠道有售，加之境内外高端腕表的价格存在差异，中国人喜好在境外购买名表。据要客研究院统计，2019年中国人在境外的奢侈品消费额将达1052亿美元，据我们测算，2019年中国人在境外的高端名表消费规模约为50亿美元，按当年平均汇率折算约344亿元。

图表20：中国人境外奢侈品消费额及同比增速



资料来源：要客研究院，万联证券研究所
注：源数据为美元，采用当年平均汇率转换为人民币，

图表21：中国人境外高端手表消费额和同比增速



资料来源：Euromonitor，要客研究院，万联证券研究所

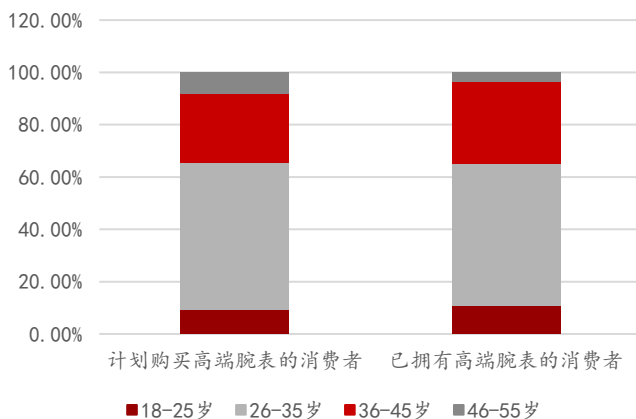
为剔除汇率影响，同比增速采用美元口径计算，下同

注：我们采用以下假设对中国人境外高端手表消费额进行估算：中国人境外高端手表消费额估算额=中国人境外奢侈品消费规模*内地高端手表市场规模占内地奢侈品消费规模的比例

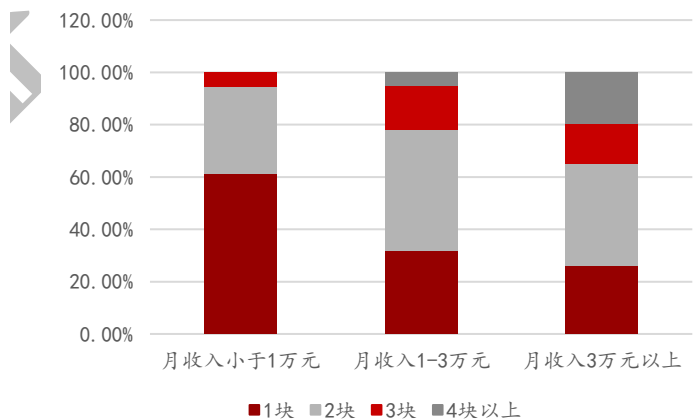
2.1.2 驱动因素：潜在消费力待释放，主力目标人群消费力坚挺

高端腕表的主力消费者为26-45岁的高收入人群。据艾瑞数据统计，计划购买高端腕表和已拥有高端腕表的消费者中，年龄段26-35岁和35-45岁的人群占比比较大，合计占比均超过80%，且从各收入区间已购消费者拥有高端腕表数量分布来看，月收入越高的人群拥有腕表数量越多，月收入超过3万的人群中拥有2块以上的高端腕表的的比例达到了76%，说明高端腕表的主力消费者是高收入的80后和90后。

图表22：2019年中国高端腕表（价格>5000元）消费者年龄分布



图表23：2019年中国各收入区间已购消费者拥有高端腕表（价格>5000元）数量分布

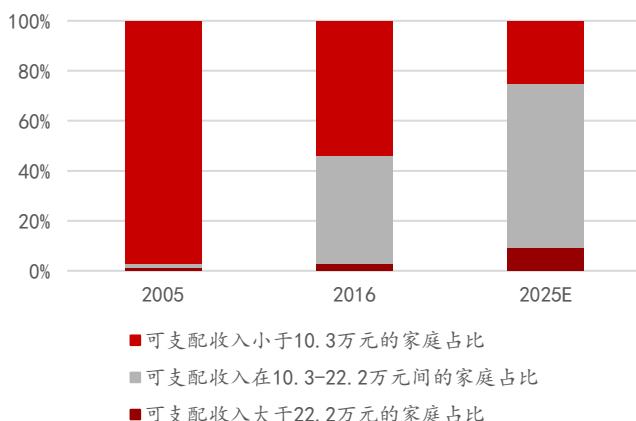


资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

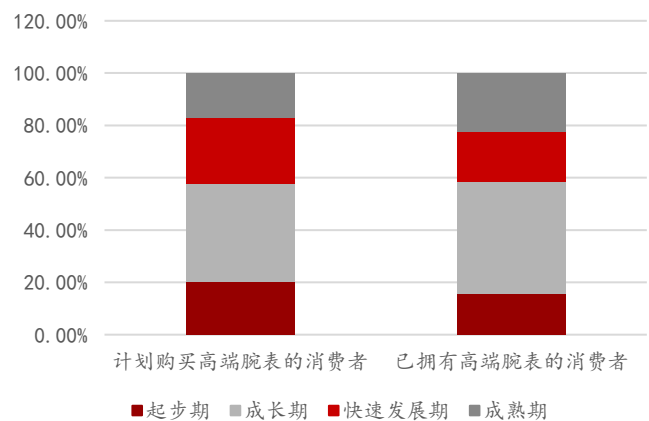
资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

持续扩大的中高收入家庭规模及目标消费者事业发展或将助力未来名表消费扩容。2016年，我国可支配收入超过10.3万元的家庭占比约为46%，预计2025年可达到75%。作为名表消费主力军的80后、90后正处于事业上升期，计划购买高端腕表和已拥有高端腕表的消费者大多处于事业发展的成长期和快速发展期，因此个人收入存在较大增量空间，在消费力的支撑下，名表消费有望进一步扩容。

图表24：2005-2025年中国城市家庭可支配收入分布



图表25：2019年中国高端腕表消费者职业发展阶段分布



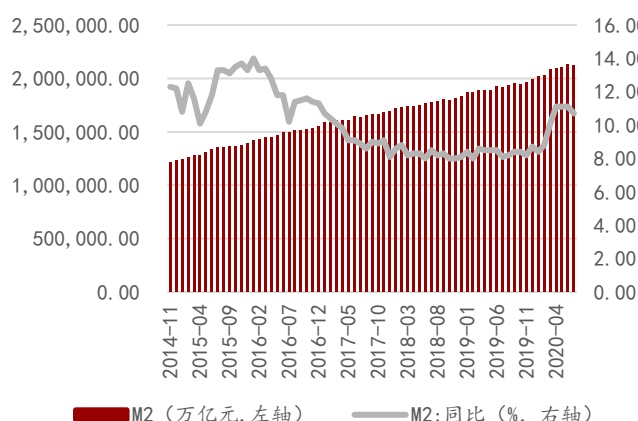
资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

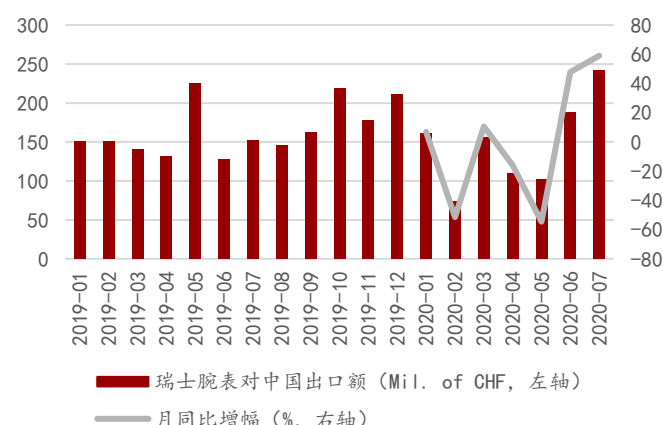
考虑近期流动性较充裕，预计疫情下名表主力消费人群购买力仍然坚挺。在疫情防控常态化，经济增速承压的大背景下，央行在今年Q1和Q2都采取了较为宽松的货币政策，2020年3月至今，M2月同比增幅均超过10%。央行放水或将维稳富人财富，预计名表主力消费人群购买力仍然坚挺：①资金在再分配的过程中，雇主收入的涨幅远超受雇用的群体。②富人倾向于通过投资固定资产、房地产、股票等项目使整体赚钱效应增加。

“水往高处流”叠加部分高端腕表的美金融投资属性，利好名表消费。放水后，短期内资金流向股市、房市、高端消费品（奢侈品）等。同时，劳力士绿水鬼等名表的保值、投资属性显现，产品力、品牌力和美金融投资属性俱佳的部分高端腕表已经成为非标投资和另类投资热门标的。在消费回流的背景下，以高端腕表为主的瑞表对中国的出口额在6月和7月大幅反弹，分别同比增长48%和59%。

图表26：2014年11月-2020年7月中国每月M2及M2同比增幅



图表27：每月瑞士腕表对中国出口额和同比增幅



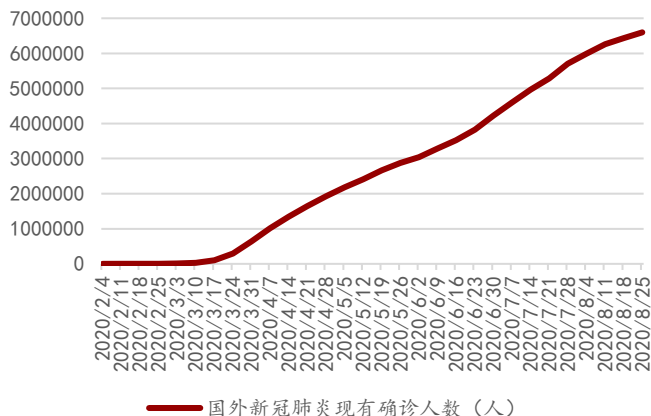
资料来源：Wind, 万联证券研究所

资料来源：瑞士钟表工业联合会, 万联证券研究所

2.1.3 被动回流：COVID-19疫情叠加香港局势，刺激境外名表消费“被动回流”

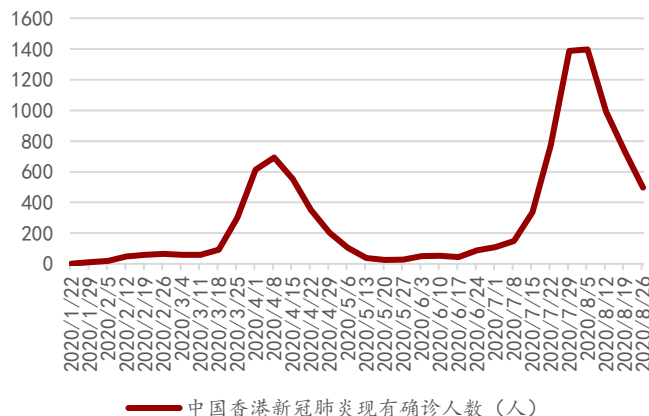
境外疫情促使名表消费回流境内。国外新冠肺炎确诊人数仍在不断上升，中国国民出国意愿大幅降低，出国渠道也大大受阻，且大量海外门店受经济下行影响，关店关厂举措不断。香港疫情7月、8月二次爆发，据香港旅业网统计，内地访港人次受香港暴乱和香港疫情影响持续下滑，年初疫情爆发后更是出现断崖式下跌，2020年6月，内地访港人数仅6682人，通关持续延后，目前或延长至10月，考虑到人们对疫情仍心有余悸，访港人数预计仍需一段时间恢复。由于内地疫情的良好控制，加之国人由于境外疫情或航班、通关等限制无法出境购买高端腕表，名表消费回流的趋势已现。从瑞表出口的市场分布看，去年1月，香港仍是全球瑞表出口第一市场，由于香港局势不稳，2019年10月中国（不含香港）市场规模反超香港，12月十分接近香港，境外疫情爆发后，中国（不含香港）市场规模反超香港、美国。我们认为，国人有望通过此次特殊时期的“被动回流”培养消费习惯，品牌方也有望因此次中国市场的优良表现，对中国市场倾注更多的注意力，促使更多的名表销售、服务方面的创新在中国出现，如门店概念更新、O2O客户互动增加等，“被动回流”拉动“主动回流”，带来良性循环。

图表28：国外新冠肺炎现有确诊人数



—— 国外新冠肺炎现有确诊人数（人）

图表29：中国香港新冠肺炎现有确诊人数

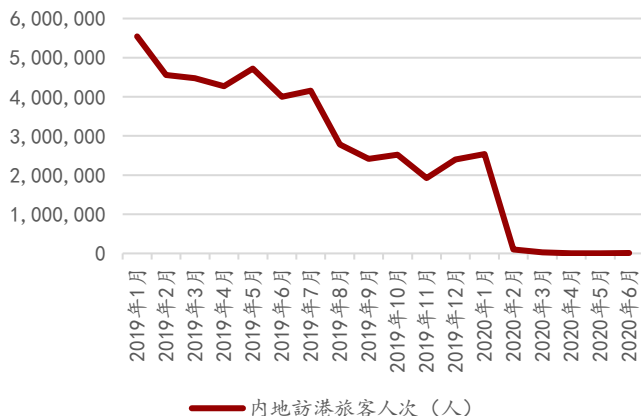


—— 中国香港新冠肺炎现有确诊人数（人）

资料来源：Wind, 万联证券研究所

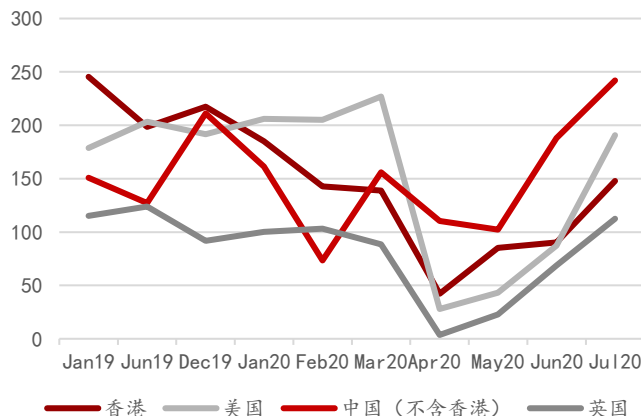
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表30：内地访港旅客人次断崖式下跌



—— 内地访港旅客人次（人）

图表31：香港曾是瑞表出口的全球第一市场



—— 香港 —— 美国 —— 中国（不含香港） —— 英国

资料来源：Wind, 万联证券研究所

资料来源：瑞士钟表工业联合会, 万联证券研究所

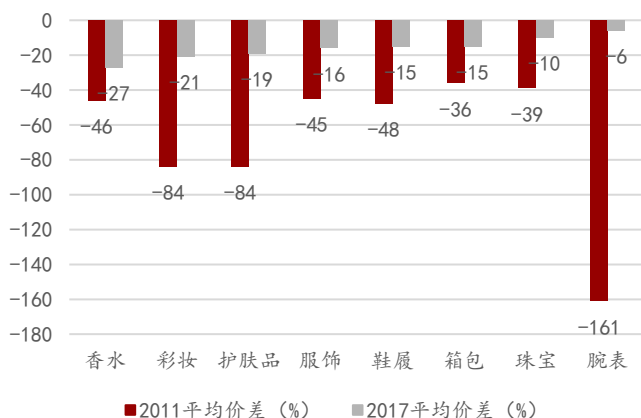
2.1.4 主动回流：“国外的月亮没有比较圆”，免税新政有望带动行业量价齐升

我们判断，国人倾向于在境外购买名表的原因在于价格优势、款式齐全等，而境内购买的主要优势则是更佳的购物体验与更便捷的配套及售后服务。

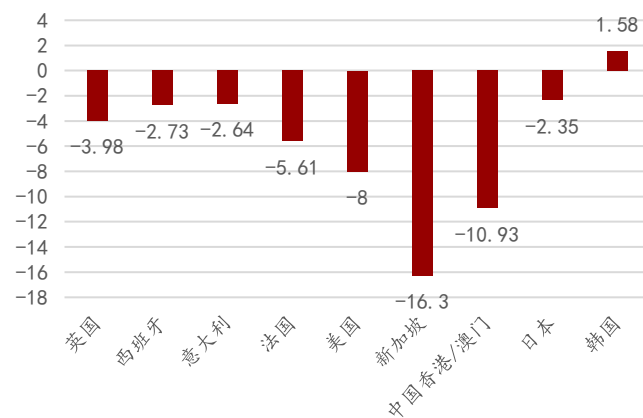
• 高端腕表境内外价差缩小，为消费回流奠基。

据财富品质研究院统计，由于进口关税消费税变化、品牌在境内降价等原因，2017年高端腕表境内外的零售价的平均价差已从2011年的161%降至6%，其价差缩小幅度在八大奢侈品类中最大。境内外腕表的价差缩小，使境外的高端腕表价位的吸引力不如从前，吸引了腕表消费回流境内。

图表32：2011年和2017年要客八大奢侈品类境内外平均价差



图表33：腕表奢侈品类境内外平均价差 (%)



资料来源：财富品质研究院, 万联证券研究所

资料来源：财富品质研究院, 万联证券研究所

- 中国奢侈品消费市场成绩亮眼，国际名表品牌纷纷入驻中国市场，新款和限量款也纷纷在中国区开售。

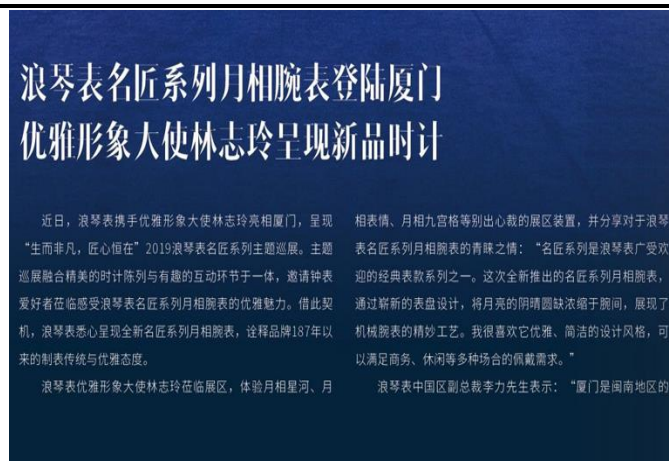
中国消费者对奢侈品的旺盛需求、电商渠道的持续崛起和年轻一代消费群体不断增强的影响力是促成中国奢侈品消费市场火热的主要因素。国际名表品牌纷纷入驻中国市场，新款和限量款也纷纷在中国区开售，如2019年真力时创想家腕表大中华区限量款登陆沪上、浪琴表名匠系列月相腕表登陆厦门，2020年天梭表携手全球新形象代言人陈飞宇，以“这一刻 放肆新生”为主题，首次于直播平台发布旗舰新品速驰系列腕表。

图表34：2019年真力时创想家腕表大中华区限量款登陆沪上



资料来源：亨吉利时间杂志, 万联证券研究所

图表35：2019年浪琴表名匠系列月相腕表登陆厦门



资料来源：亨吉利时间杂志, 万联证券研究所

Watches & Wonders钟表与奇迹展来到中国，释放中国市场备受重视信号。由于疫情，全球钟表界最重要的两大行业盛会巴展和日展被迫取消了4、5月份在瑞士的活动。但Watches & Wonders钟表与奇迹展（日展更名后）却来到了中国，携手瑞士奢侈品巨头历峰集团和中国电商巨头阿里巴巴，合作天猫奢品，面向普通公众开放，举办一场超高规格的“云上表展”，这释放了腕表硬奢行业对数字化进程和对中国市场持续关

注的强烈信号。

• 境内高端腕表市场线上线下同时发力，吸引消费者

1) 线下：

优质零售门店服务体现高溢价奢侈品牌属性，会员制和便捷售后维修服务吸引消费者在境内购买产品。境内的高端腕表零售门店的店面设计精致高雅，提供各种贵宾式的服务与体验，并且常常通过各种艺术秀、博物馆、品牌展传达品牌故事和文化，会员制也加深了和核心消费者的联系，语言无隔阂的状态增强了客户黏性，如柜姐的微信维护和朋友圈荐货易提升销量。腕表是需要定期保养的产品，所以在境内，方便快捷的售后维修服务，如寄修等，也是国内消费者选择在境内零售门店购买高端腕表的重要理由。

2) 线上：

奢侈品线上业务正当时。奢侈品的线上销售在近几年发展良好，未来发展前景可观。线上销售突破了时间和空间的限制，新兴的网络直播很大程度上也解决了无法去门店试戴带来的错买问题，购物网站上智能算法和购物社群有助于向有意向的消费者精准推荐商品并科普知识。品牌自有线上渠道、大型电商、奢侈品电商和聚合式购物平台构成了较为全面的线上奢侈品销售渠道组合。

高端腕表纷纷入驻大型线上平台。越来越多的高端腕表品牌进驻京东、天猫等具备优质营销数字平台、物流建设和售后服务的线上平台，成立自营品牌授权旗舰店，且多数品牌携新品或独家限量款入驻，吸引力十足。

图表36：高端腕表纷纷入驻大型线上平台

品牌	活动/入驻方式
江诗丹顿	2019年10月通过入驻NET-A-PORTER旗舰店正式登陆天猫奢品专享平台LUXURY PAVILION。通过NET-A-PORTER旗舰店，顾客可享受精心设计的创新数字化奢侈品购物体验、“端到端”的线上沟通、贵宾专属礼遇、快捷递送服务，甚至基于区块链技术的创新数字化认证证书。微信端的布局同样值得关注，通过微信小程序发布限量款，通过线上支付定金为线下积极引流。
百达翡丽	在疫情冲击下，在2020年4月开设微信官方店。虽然其数字化营销和电商步骤尚未明了，但已经预示了一个开端。
卡地亚	积极入驻NET-A-PORTER天猫旗舰店，为触达中国消费者增加新的方式、完善渠道矩阵。
SWATCH集团	2020年4月7日天梭在薇娅淘宝直播间发售。雷达、浪琴无一例外采用直播方式售卖手表。腕表行业专业知识度较高，受众群体多为男性，借助于专家型KOC的荐货和讲解，行业渗透率在疫情期间反而能够提高。

资料来源：要客大学，万联证券研究所

线上零售服务渐入佳境。国内线上购买奢侈品能够享受豪华待遇，符合目标消费者需求，如京东“京尊达服务”提供正装白手套使者驾驶新能源汽车送货的奢华购物体验。

• 免税新政助力消费回流的同时，有望促进名表消费市场量价齐升

免税购物是指免去商品部分或全部的关税、进口环节消费税和增值税三税。免税商品包括免征关税、进口环节税的进口商品和实行退免税增值税、消费税进入免税店销售的国产商品。免税商品免税额的具体计算公式如下： $\text{免税商品免除的税额} = \text{完税价格} \times \text{关税税率} + (\text{完税价格} + \text{关税税额}) / (1 - \text{消费税率}) \times \text{消费税} + (\text{完税价格} + \text{关税税额}) / (1 - \text{消费税率}) \times \text{增值税率}$ 。根据我国的关税、消费税和增值税税率，护肤品、香水、彩妆、烟酒的免税价格比起国内市场价基本都低20%以上，部分商品甚至便宜40%至50%，免税商品价格优势明显。

图表37：免税店免除进口关税、消费税、增值税

品类	进口关税（按最低标准算）	进口消费税	进口增值税	累计税负
香水·高档	3%	15%	13%	37%
化妆品·高档	5%	15%	13%	40%
护肤品·高档	1%	15%	13%	34%
首饰	8%	5%	13%	28%
白酒	10%	20%	13%	55%
其他酒	0%	10%	13%	26%
烟草	10%	43%	13%	118%
箱包	6%		13%	20%
高档手表	8%	20%	13%	52%
普通手表	8%		13%	22%

资料来源：海关总署等，万联证券研究所

海南免税政策再次调整，放宽限制刺激消费增长。《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》自7月1日起实施，公告明确：免税购物额度从每年每人3万元提高至10万元；离岛免税商品品种由38种增至45种；取消单件商品8000元免税限额规定。以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类；鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。

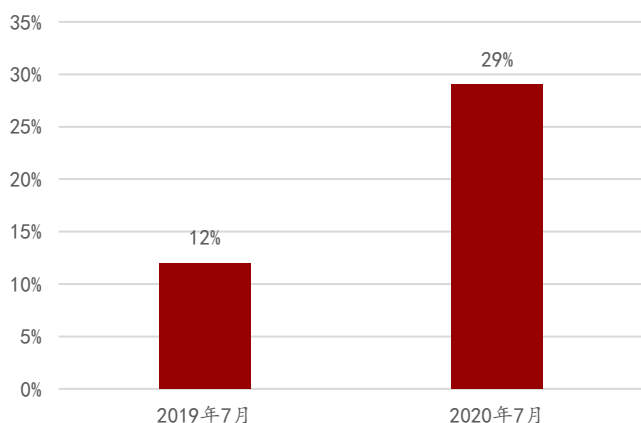
图表38：海南免税政策变更前对比

	政策变更前	政策变更后
岛内外旅客免税额度	3万元/年	10万元/年
单件商品限制	单件 8000 元以上征税，且每人每次只能买一件 8000 元以上的商品	取消单件商品免税限额规定
部分品类限购次数调整	化妆品每次离岛购买 12 件/人；免税品范围没有手机；免税品范围没有酒类	化妆品每次离岛购买 30 件/人；手机每次离岛购买 4 件/人；酒类每次离岛购买合计不超过 1500ml；
其他品类限购次数取消	香水、保健食品等限购 8 件；首饰、手表等限购 6 件；箱包、皮带等限购 4 件；家用空气净化器等限购 2 件	不再限购
免税品类别	38 种	45 种

资料来源：公开资料，万联证券研究所

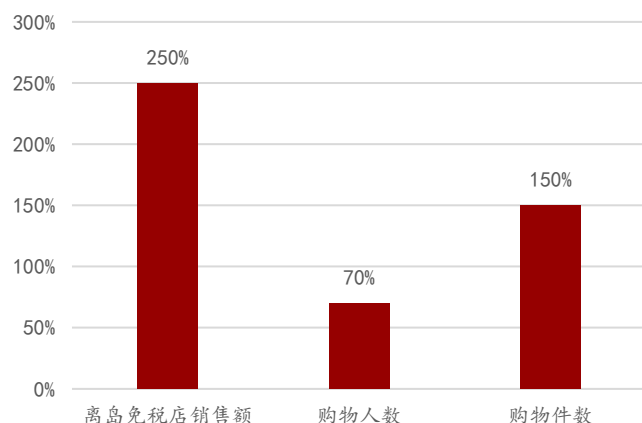
政策调整吸引消费者赴海南购物热情高涨，流量猛增。据南海网报道，7月从海南省空港和海港口岸离岛旅客人次约为160万人次，其中在免税店购买免税品有46.7万人次，占离岛旅客总人次的29%，与去年同期的12%相比，增长了一倍还多。7月1日至8月18日，海南4家离岛免税店销售额突破50亿元，同比增长2.5倍，日均销售额超亿元（49天50亿元）；购物人数达74万人，同比增长70%；购物件数458万件，同比增长1.5倍。

图表39：在免税店购买免税品人次占离岛旅客总人次比例



资料来源：南海网，万联证券研究所

图表40：7月1日至8月18日海南免税消费指标较去年同期增长情况



资料来源：南海网，万联证券研究所

海南免税新政积极引导海外高档商品消费回流，利好名表消费。

在量上，海南免税店售卖的名表价格带丰富化叠加客流量增多、价格优惠、团购增多等逻辑，名表消费客单量增量空间可观。1) 取消单件商品8000元免税限额规定有利于丰富海南免税店腕表价格带。在政策未调整前，腕表价格超过8000元的部分需缴纳50%的行邮税，因此多数腕表品牌柜台售卖8000元以下的产品，此次取消限制后，价格带高于8000元的高端腕表更有动力在海南免税店亮相。2) 政策变更带来的客流量为名表消费引流。新政施行后，7月从海南省空港和海港口岸离岛旅客人次和在免税店购买免税品人次增幅较大，为名表客单量创造空间。3) 取消单件商品8000元免税限额构建价格优势，刺激名表消费。目前海南没有单件商品8000元的免税限额规定，而在海外或港澳台购买的免税物品超过8000元（含口岸进境免税店购物）的，仍然需要补税。对于购表预算超过8000元并仍对价格较为敏感的中产等群体而言，此次调整刺激了消费。4) 免税额度提至10万元，名表不再限购6件的调整刺激团购，带来量增。离岛旅客每年每人免税购物额度由3万提至10万元的政策调整，加之名表限购6件的政策取消，代购、团购、一人多件表的热潮有望被催生，特别是考虑境外疫情限制境外免税购买，海南名表消费客单量或件数有望大幅提升。

图表41：部分腕表价格对比

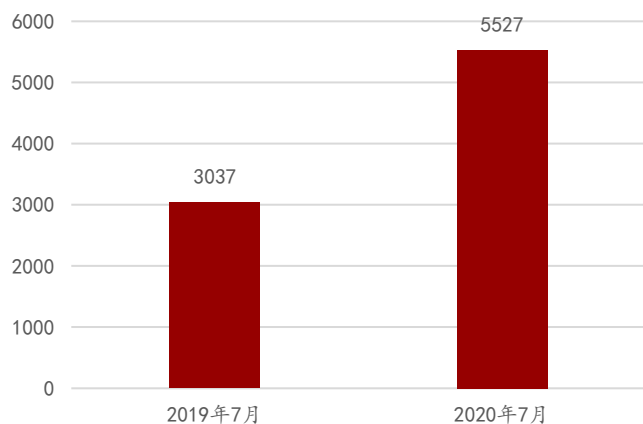
	国内专柜定价	海南免税定价
欧米茄碟飞系列机械男款42410402003002	29500 元	26000 元
欧米茄碟飞系列机械42420332005001	57100 元	50275 元
万国葡萄牙系列机械男款IW371491	58700 元	53500 元
万国Pilot系列精钢自动表IW377709	46500 元	38800 元
浪琴Master系列机械钻表L22574976	17300 元	14500 元

资料来源：亨吉利世界名表中心官网，三亚国际免税城官方商城，万联证券研究所

在价上，政策变更更有利于客单价提升，助力名表消费规模增长。取消单件商品8000元免税限额和总额度提升至10万元的政策变更，刺激了8000元以上产品的消费，客单价预计提升，财政部门的统计数据显示，2020年7月1日至31日，海南省4家离岛免税店人均消费5527元，同比增长82%。同时，统计信息显示，7月1日至31日，单价超过8000元的免税销售额占比由去年同期的15.6%提高到今年的27.7%。而名表是价格超8000元

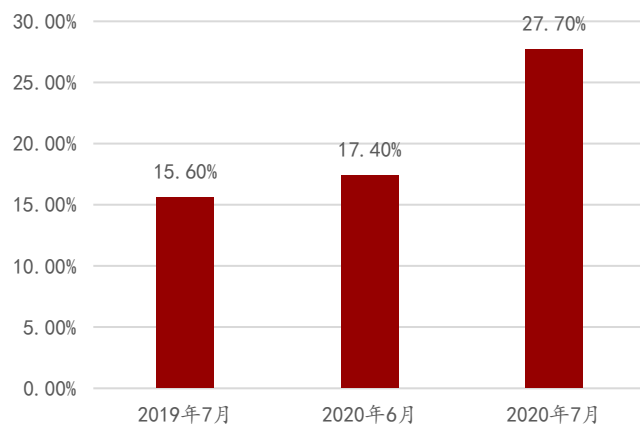
的主力品类之一，2020年8月12日，澎湃新闻报道，免税城的瑞士高端腕表品牌积家店铺在下午2点左右基本被全部买空，名表消费客单价预期提升幅度可观。

图表42：海南省4家离岛免税店人均消费情况（元）



资料来源：南海网，万联证券研究所

图表43：单价超过8000元的免税销售额占比



资料来源：澎湃新闻，万联证券研究所

海南免税市场有望继续升级，带动境外消费回流。援引丝路研究员（海口）首席专家、院长张湧观点，在此次离岛免税政策升级后，免税产品链、种类品牌丰富度、离岛免税经营主体、离岛免税商店数量有望继续升级和发展，免税商品的价格也有望与欧洲国家或香港等城市并轨，海南租金和人工成本较低，这些成本可转嫁至商品价格上，构建优势，带动境外消费回流。我们认为，随着政策对经营主体限制的放开以及对海南离岛免税经营适度竞争的鼓励，未来名表经销商或有机会同具备免税资格的百货等经营主体共享免税新政为名表市场带来的扩容空间。

2.2 全面的腕表零售商融合优质、现代化服务

“亨吉利世界名表中心”和“博观表行”覆盖多类型腕表手表品牌零售。1) 亨吉利世界名表中心：“亨吉利”主要从事世界名表的经销和服务，和Swatch集团、Rolex集团、Richemont集团、Kering集团以及独立品牌百年灵、依波路等密切合作，提供世界高端腕表品牌和主流腕表品牌的专业销售服务。2) 博观表行：博观表行立足中端、时尚，与众多海内外知名品牌合作，并独家代理飞亚达、艾米龙、力抗、JEEP、天美时、唯路时等品牌，是飞亚达销售有限公司旗下的重要渠道形态。

对于名表经销零售商来讲，品牌，尤其是优质品牌的经销权，是零售商的重要资源及壁垒，主因品牌方更加青睐有资质、具有强大客户资源的经销商，新经销商进入的壁垒较高。从经销品牌数量来看，业内代表公司中，亨得利（60+）与东方表行（70+）的经销品牌数量优势明显，亨吉利与周大福相近，均为40+。从经销品牌的档次来看，亨得利及东方表行经营的奢华及以上档次品牌的数量均为30左右，东方表行在时尚品牌上的布局优势明显，亨吉利与周大福经营的奢华及以上档次品牌的数量约为20个，虽然亨吉利在经销品牌，尤其是殿堂品牌数量上处于劣势，但已基本覆盖了热门品牌，利于公司在此基础上进行精细化管理。

图表44：代表公司经销品牌一览（节选）

	亨得利	亨吉利	周大福	东方表行	英皇表行	百度热度
殿堂品牌						
百达翡丽	√			√	√	4605
宝珀	√	√	√	√	√	1345
法穆兰	√		√	√	√	-
江诗丹顿	√		√	√	√	2562
积家	√	√	√	√	√	2972
朗格	√	√	√			674
奢华品牌						
宝齐莱	√	√		√	√	382
百年灵	√	√	√	√		1970
卡地亚	√	√	√		√	6395
欧米茄	√	√	√	√	√	5053
沛纳海	√	√	√	√	√	1460
万国	√	√	√	√	√	1471
劳力士	√	√	√	√	√	6829
豪华品牌						
康斯登	√		√	√		-
浪琴	√	√	√	√		5607
雷达	√	√	√	√	√	1212
万宝龙	√	√	√	√	√	1555
蕾蒙威		√		√		141
帝舵		√	√	√	√	1416
时尚品牌						
波尔	√		√	√		822
汉米尔顿	√	√	√		√	421
精工	√		√	√		884
美度	√	√	√	√	√	1289
梅花	√	√	√	√		6005
天梭	√	√	√	√	√	3644
雪铁纳	√	√	√	√	√	339
萧邦	√	√	√	√	√	941
西铁城	√		√	√		1548

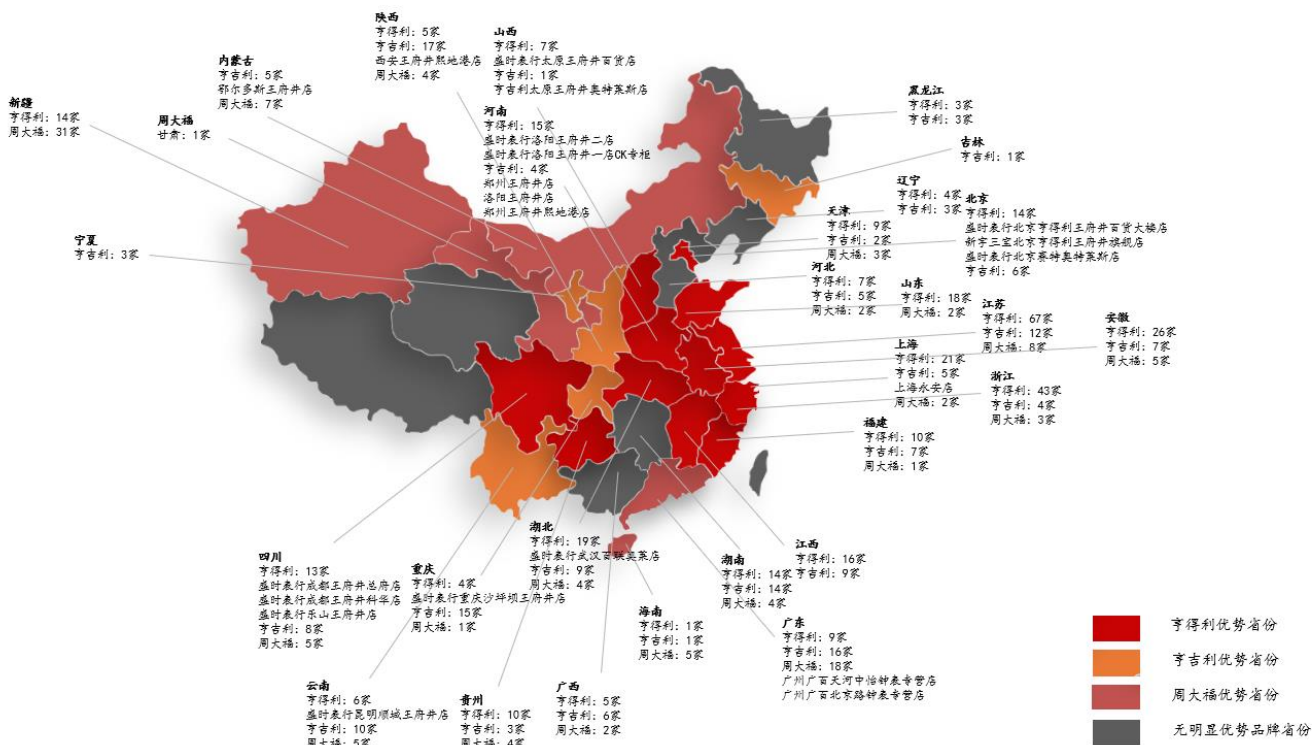
资料来源：公司官网，万联证券研究所

注：数据截至2020年8月28日

零售服务门店遍布全国各地，辐射范围广。1) 亨吉利：亨吉利门店分为旗舰店和连锁店两大体系，旗舰店为自主经营，连锁店采取和大型百货零售业战略合作的模式，亨吉利至今已建成遍布全国60多个城市，拥有约200家连锁店的名表销售连锁集团，进驻王府井、永安等全国知名百货。在名表代理方面，门店数量仅次于亨得利(360+)。从布局城市省份来看，亨得利在华中及华东地区门店数量优势明显，周大福门店数量优势地区集中在西北及华南地区，其中广东省内亨吉利与周大福门店数量相近，分别为16/18家，显著领先于亨得利。从布局城市的经济发展水平来看，亨得利位于一线

及新一线城市的门店绝对数量稳居业内第一，但占门店总数的比例与亨吉利相比较低，亨吉利处于一线及新一线城市的门店数约占总数的53%，亨得利与周大福分别为48%/38%，聚焦名表主要消费群体，提高单店效益。2) 博观表行：博观表行在商业街、大型购物中心、百货商场钟表区铺开，在全国有超过129家渠道，分布于北京、上海、广州、深圳等国内各大主要城市。

图表 45：亨得利、亨吉利及周大福内地门店布局



资料来源：各公司官网，万联证券研究所

图表46：亨吉利旗舰店



资料来源：亨吉利官网，万联证券研究所

图表47：亨吉利连锁店



资料来源：亨吉利官网，万联证券研究所

顶级、便利的服务和售后是优势。对于亨吉利世界名表中心而言，名表的消费者价格敏感度低，更看重服务。为满足顾客选购和品鉴名表的不同需求，亨吉利独创性的在旗舰店内规划出“销售区、博物馆、VIP室、展示区、技术服务中心”五大功能版块，

为客户提供贴心服务。就博观表行而言，博观表行与卓致名表技术服务中心达成战略联盟，让顾客享受专业、便利、价优的一站式钟表售后服务。

图表48：零售业务技术服务中心

技术服务中心	具体业务
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；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；拥有一流的售后服务专家；设立了售后服务关怀团队。
卓致名表技术服务中心	覆盖广泛的城市群及百货商圈；拥有丰富品牌配件资源；具有价格优势；资深名匠采用专业设备，所以维修周期短；提供名表维修服务，包括名表问题检测、外观清洗、防水修复、外壳抛光、机芯清洗养护、手表消磁、专属刻字等；提供不同类型高品质腕表配件，更有个性化、功能化表盒等产品。

资料来源：公开资料，万联证券研究所

亨吉利一站式O2O平台、“寄修”服务等最大化方便消费者。亨吉利腕表垂直一站式服务O2O电商平台结合线上线下，融合PC端和移动端，具备腕表在线选购、在线下单维修保养、实体门店查询、手表配件、个性定制、积分商城、腕表资讯等功能。为了方便忙碌的商务人士，亨吉利O2O电商平台建立了可以随时在微信端，APP端（iOS和安卓）以及PC端直接下单进行维护保养的流程，消费者可将手表“寄修”并随时在线时时查阅腕表维修进度。对于长期维护保养客户，亨吉利会提供腕表定期维护保养提醒业务，最大地方便了消费者。

图表49：亨吉利一站式O2O平台



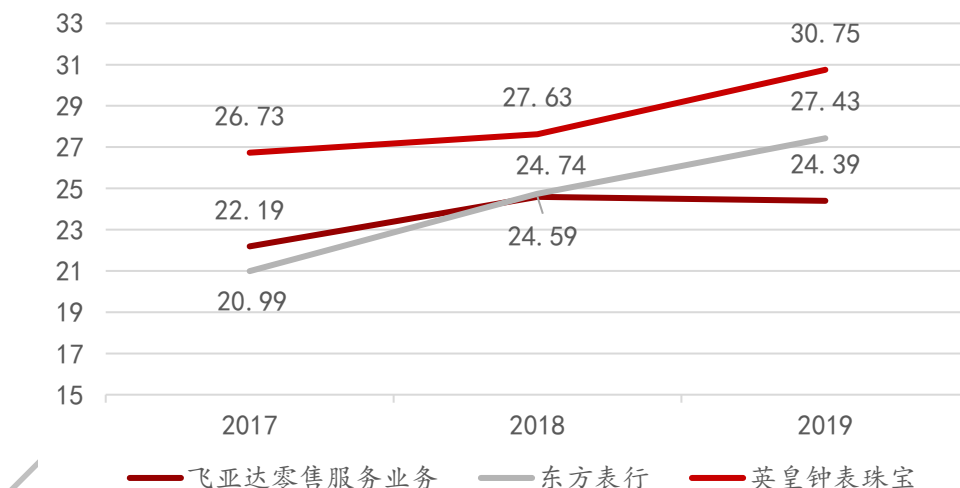
资料来源：公司官网，万联证券研究所

深化优异运营，重视单店产出，布局核心商圈。在零售业务上，公司发力店面运营，强化精细化管理，平均客单价、单店产出、销售毛利率有望提升。紧抓国内万元以上中高端手表品牌增长机会，继续强化核心商圈布局，推进购物中心等优质渠道进驻。

飞亚达零售服务业务毛利率近年来保持相对稳定，2019年为24.39%，低于相同财年的同业竞争对手，对标近年毛利率逐年上升的东方表行以及名表经销龙头亨得利（2016年除香港外大陆市场毛利率为28.64%，同期飞亚达名表业务毛利率为25.66%），公司毛利率仍有提升空间。

加速推进数字化转型，持续打造以顾客为中心的数字化运营体系。公司借助信息化手段，不断创新零售模式、服务模式，加速探索“网络直播”、“社群营销”等新零售业态。2020年中报显示，亨吉利手表零售服务业务数字零售二期系统建设顺利推进，持续打造以顾客为中心的数字化运营体系，加速门店、会员、商品以及管理的数字化。

图表50：飞亚达零售服务业务及可比公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：英皇钟表珠宝为综合毛利率，含非钟表销售业务。

2.3 亨吉利2022年收入空间预计近50亿元，利润弹性更大

亨吉利中性假设下2022年收入规模空间约48亿元，距现在有超翻倍空间，利润弹性可期。根据下表逻辑测算，在不考虑消费回流的前提下，预计2022年我国高端腕表行业销售规模约为198亿元，国人境外高端腕表消费规模可达到369亿元，在回流比例为50%的中性假设下，内生增长叠加回流的规模总计预计约为383亿元。我们参考亨吉利在瑞表出口市场的市占率，给出13%的中性假设，预计亨吉利2022年收入空间有望达到49.73亿元，距2019年有翻倍空间。从亨吉利营收利润的历史数据可以看出，亨吉利净利润率较低，近年有所提高，维持在4%左右，自行业复苏以来，利润便以远超收入增长的速度增长，净利润占比也快速提高。我们认为，亨吉利利润弹性较大，随着收入规模的增长，利润有望迎来加速释放。

图表51：2022年境外高端腕表消费回流规模及亨吉利潜在受益空间测算敏感性分析

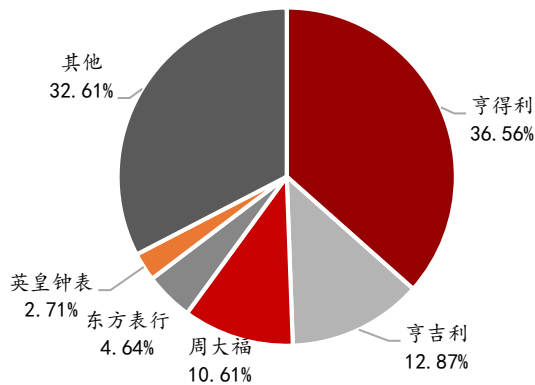
2019年境外高端腕表销售额（亿元）	344.21	测算步骤见2.1.1
2016-2019CAGR	2.36%	-
2022年境外高端腕表销售规模预测（亿元）	369.12	假设未来3年CAGR与2016-2019年相同
2019年境内高端腕表销售规模（亿元）	148.73	根据Euromonitor数据测算
2016-2019CAGR	16.13%	-
2022年境内高端腕表销售规模预测（亿元）	197.97	此处为不含回流效应带来的增长，增速放缓

亨吉利收入空间敏感性分析 (亿元)

亨吉利市占率	回流比例			
		悲观	中性	乐观
悲观	10%	34.56	38.25	41.94
中性	13%	44.93	49.73	54.53
乐观	15%	51.84	57.38	62.92

资料来源：万联证券研究所测算

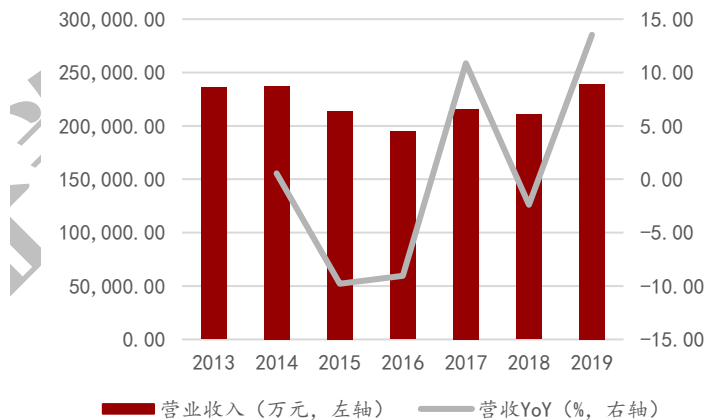
图表52：中国内地瑞表市场竞争格局



资料来源：公司公告，万联证券研究所

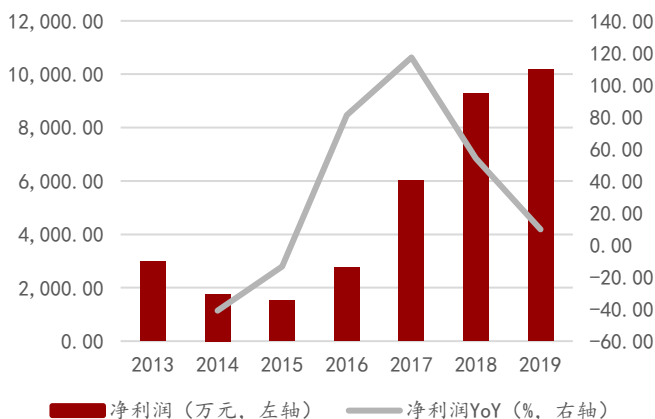
注：我们粗略假设公司名表零售业务收入主要由瑞表销售贡献，瑞表中国内地销售规模=瑞表中国市场出口额*1.34（1.34约为亨得利、亨吉利及东方表行采购价到售价的加价幅度）

图表53：亨吉利营业收入及同比增速



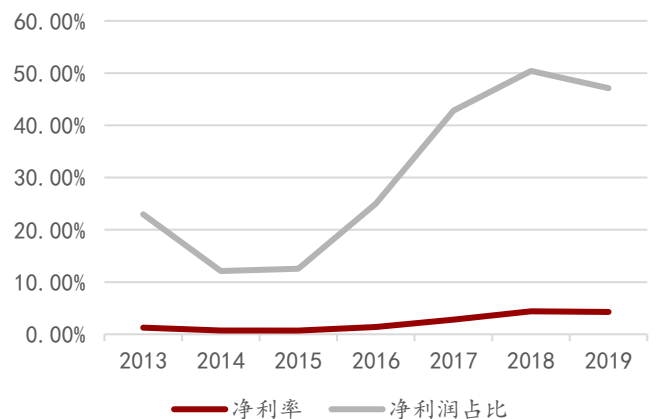
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表54：亨吉利净利润及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表55：亨吉利净利润率及净利润占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、自有品牌矩阵优秀，渠道服务+技术优势有望助其弯道超车

3.1 多元化腕表品牌矩阵，切入各类消费者，构建竞争优势

多年耕耘，建立多元化腕表品牌矩阵。目前，飞亚达通过多年深耕，已拥有自主品牌“飞亚达”和“唯路时”，并在2017年收购瑞士高端名表“艾米龙”，与此同时，飞亚达通过合资参与“北京”手表品牌运营，以授权经营的方式运营了“JEEP”品牌。

图表56：飞亚达品牌矩阵

品牌	运作方式	品牌定位	价格带
FIYTA 飞亚达	飞亚达自创自有	中高端腕表	1000-8000元（风致系列、摄影师系列、经典系列、卓雅系列等）；8000-50000元（航天系列、大师系列、马赫系列等）
 JONAS & VERUS	飞亚达自创自有	轻奢亲民潮流时装表	400-1600 元
 EMILE CHOURIET GENEVE	飞亚达收购后运营	高端腕表	4000-85000 元
 北京	飞亚达通过合资负责产品的市场 营销和设计	中高端腕表	1300-40000 元
 Jeep WATCHES	美国克莱斯勒公司旗下JEEP品牌 授权飞亚达生产和代理	亲民运动时尚腕表	800-3500 元

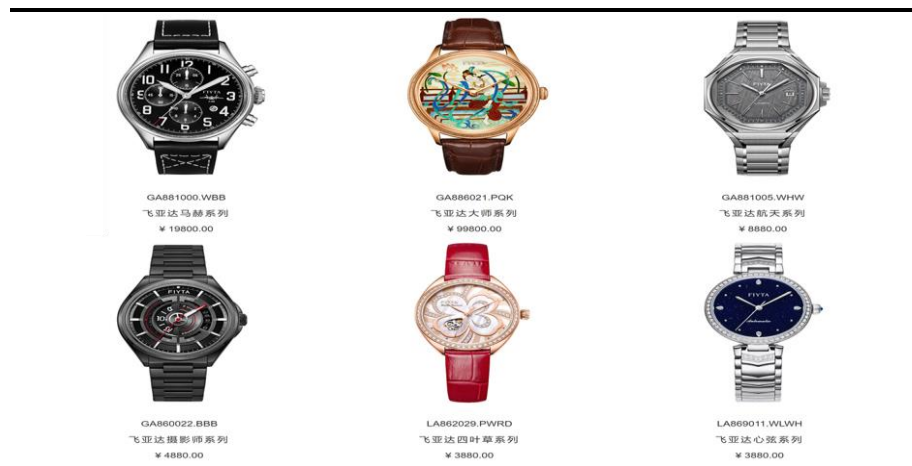
资料来源：公司官网，公开资料，万联证券研究所

“为中国的每个不同类型的消费者提供好表”。飞亚达旗下五个品牌分别针对不同的细分市场，为不同年龄层、不同区域、不同审美需求、不同生活习惯的消费者提供不同场合、不同情境之下所需要的腕表，构建自身产品、品牌优势。

● 飞亚达

高精尖的专业水平融合现代时尚美学，飞亚达打造专业中高端腕表。1) 三大航空表之一，令人信服的专业水平：航天用表的时间的精确性毋庸置疑，作为三大航空表之一，飞亚达具备顶尖的时间准确性和稳定性。2) 融入轻质美学、现代美学：飞亚达也通过心弦、四叶草、摄影师等等系列，展现轻质美学、现代美学和时尚的一面。

图表57：飞亚达腕表



资料来源：公司官网，万联证券研究所

国内手表领军品牌，屡获殊荣。“飞亚达”是国内手表领军品牌、世界三大航天表品牌之一，广受品位人士的喜爱。2011年作为首个源于中国的国际腕表品牌进驻瑞士巴塞尔钟表展1号馆，并连续9年参展；2017年入选国家商务部“中国之造”品牌计划；2019年，作为腕表行业唯一一家代表品牌，飞亚达荣登“新中国成立70周年70品牌”榜单。

图表58：飞亚达品牌荣誉一览



资料来源：公司官网，万联证券研究所

● 唯路时

以手表配饰化为理念，唯路时（JONAS&VERUS）聚焦简约时装表，切入喜爱时尚潮流的年轻群体。唯路时是飞亚达集团自创自有的亲民时装表品牌，在多方面构建了竞争优势。1) 优秀的产品配置和设计：唯路时手表配有进口机芯、316精钢、意大利牛皮表带和国际主流设计。2) 切换表带满足搭配：唯路时表带内部有按钮可实现快速替换表带，消费者通过不同颜色、材质表带的切换，来满足不同搭配场景。3) 潮流的品牌理念：唯路时多次打出“向我而生”的品牌形象，吸引独立时尚的年轻群体。4) 潮人明星引流：品牌通过明星、潮人自发佩戴进行营销和宣传，吸引追逐潮流和设计感的消费者。5) 高性价比：唯路时的价格带一般在1000元以下，对比同为时装表的DW，唯路时的性价比更高。

图表59：简约时装表品牌唯路时



资料来源：百度图片, 万联证券研究所

图表60：唯路时表可切换表带满足搭配

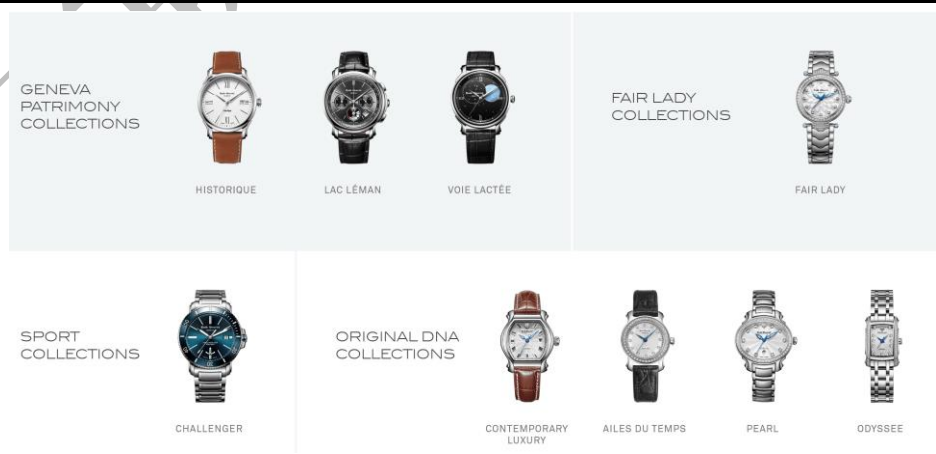


资料来源：腕表时代, 万联证券研究所

● 艾米龙

艾米龙是飞亚达收购的瑞士高端品牌，面向更加追求品质感及欧洲历史沉淀的高端消费群体。相对于其他耳熟能详的瑞士高端品牌而言，艾米龙在国内更为小众，但小众也赋予了该品牌了神秘的独特性。

图表61：艾米龙腕表



资料来源：公司官网, 万联证券研究所

● 北京

“东方美学的现代表达”，北京表定位中高端腕表市场，面向喜爱传统文化的表友。作为国表三大老字号之一，北京表注重工匠精神与艺术审美，潜心于机芯制作和东方美学的现代表达，是年轻、有东方美学的国表品牌，为飞亚达集团品牌线增加了非常重要的东方美学代表。1) **强势的视觉效果和定制优势**：北京手表在设计上独具一格，灵感系列、丝语系列、东方文化系列等系列极具设计美学，珐琅工艺、苏绣盘面的融入都诠释了东方美。2) **值得信赖的工艺**：北京表专注于机芯研发和产品制造，已独立制作七大系列高复杂机芯，有高复杂陀飞轮等作品。同时，从1958年到现在，北京手表的稳定性已经历了市场的考验。

图表62：北京表部分系列手表



资料来源：北京表官网，万联证券研究所

● JEEP

JEEP表有“冒险、自由、激情”的标签，面向追求个性、热衷户外运动、喜欢冒险、崇尚自由的年轻人。在智能表领域，JEEP取得了不错的成绩，包括了通话、健康等智能功能。

图表63：JEEP旗下产品

分类	系列	系列产品描述
JEEP	大切诺基系列	大气、刚毅、时尚、专业、科技
	牧马人系列	经典、血性和纯粹
	指南者系列	专注基础计时、简洁、清晰
	威利斯系列	复古时尚、军事
JEEP SPIRIT	纯系列	简洁的表盘设计，搭配纯色表带
	复古系列	时光磨砺、时间独白
	丹宁系列	水洗牛仔工艺、酷劲、潮范、文艺、清新
	森系列	现代、活力、意趣、坦然。
智能表	智能小红表	搭配、健康管理、体温、血氧等检测、智能支付、健身教练
	智能全境界	以 Jeep 智能全境界 F02 eSIM 版为例，手表具备全网独立通话、在线听音乐、社交聊天、智能语音助手、移动支付等 20 余项功能，使其能脱离手机独立运行，手表作为终端接入更为便携。

资料来源：JEEP腕表中国站官网，万联证券研究所

3.2 立足消费者，构建丰富渠道和便捷售后维修服务

飞亚达集团旗下品牌的销售渠道丰富，布局线上线下海内外。1) 强有力的线下渠道：“飞亚达”品牌的营业网点超3000个。飞亚达集团旗下有亨吉利和博观表行两大零售店，分别覆盖高端名表和中端时尚表的零售，支持飞亚达集团的手表品牌进驻；飞亚达集团和天虹商场共同为中航系，多数产品进驻天虹特许专柜；飞亚达集团和万象城等购物中心达成战略合作，有助于旗下品牌渠道铺开。2) 积极布局线上渠道：飞亚

达集团的手表品牌已进驻天猫、京东、小红书、苏宁易购、万表网、微信等线上渠道，并积极运营品牌的微信公众号、小红书号、微博官博等社群内容，在线上做好营销宣传和渠道布局。目前，公司也在积极探索“网络直播”等新销售业态，有望创造增量。

3) 渠道覆盖海内外：“飞亚达”腕表品牌在海外线下渠道也有布局，渠道已遍布全球30多个国家和地区。

布局广阔的技术服务中心支持品牌业务的维修等售后服务。隶属于飞亚达集团的卓致名表技术服务中心，是飞亚达品牌、北京品牌、唯路时品牌、JEEP品牌的指定官方售后服务商，覆盖广泛的城市群及百货商圈。同样隶属于飞亚达集团的亨吉利名表技术服务中心提供对艾米龙、飞亚达品牌的售后和维护。

图表64：飞亚达集团手表品牌渠道和维修网点

品牌	线下渠道	线上渠道	维修、售后网点
飞亚达	飞亚达表专柜、亨吉利、博观表行等	天猫、京东、微信等	卓致名表技术服务中心 亨吉利名表技术服务中心
唯路时	博观表行	天猫、京东、微信等	卓致名表技术服务中心
艾米龙	亨吉利、艾米龙专柜	天猫、京东等	卓致名表技术服务中心 亨吉利名表技术服务中心
北京	博观表行、亨吉利、商场北京表专柜、飞亚达专柜	天猫、京东等	卓致名表技术服务中心
JEEP	博观表行、天虹等购物中心	天猫、京东等	卓致名表技术服务中心

资料来源：公开资料，万联证券研究所

3.3 深耕研发，构建技术壁垒

飞亚达以精密制造技术专注钟表行业，打造“研发+设计+制造”的后端支撑平台。公司已于深圳和瑞士分别建立了研发生产基地，目前公司拥有2家国家高新技术企业，拥有国家企业技术中心、国家级工业设计中心，是国家技术创新示范企业，获得专利授权446项，其中包括4项中国专利优秀奖、1项中国外观设计金奖和6项中国外观设计优秀奖；积极参与国际行业标准的编制工作，主导及参与了多项国际标准的编制。公司在自主机芯设计研制、关键零部件制造、新材料研发应用、高端制表工艺能力建设等方面不断发力，加速追赶与全球先进水平的差距，2019年公司技术上再突破，不仅发布3款自主研发的机芯，还实现了五级钛、大马士革钢等新材料在产品上的批量使用。

图表65：飞亚达自研机芯及新材料



资料来源：公司官网，万联证券研究所

3.4 飞亚达国表龙头地位稳固，有望乘国货崛起之风

飞亚达市场份额稳居国表首位且定位更加高端，同档次份额仅次于天梭，有望通过自身优势乘国货崛起之风抢占其份额。国产品牌近年来市场份额下行，2019年飞亚达仍以2.2%的市场份额稳居国产品牌首位，自2017年零售规模反超天王表后，与其差距逐年拉大，2019年零售市场规模达到18.2亿元，同期天王表为16.2亿元。此外，从主力产品的价格带来看，飞亚达覆盖的价格区间相对更高，定位更加高端。与同档次的国外品牌相比，飞亚达与天梭市场份额差距较大，但已领先于西铁城、精工等国外品牌。近年来，国货崛起风起，根据《2019“新国货”消费趋势报告》，无论是小镇青年还是都市青年，2019年国品消费量及消费金额同比增长均十分显著。我们认为，虽然近年飞亚达品牌市场份额呈下降趋势，与天梭差距逐渐扩大，但随着国产品牌与国外品牌在诸如品牌知名度、自研机芯等方面的差距逐渐缩小，飞亚达有望依托自身渠道管理能力及技术研发能力的不断加强实现弯道超车，有望乘国货崛起之风潮对天梭等相近档次的国外品牌进行一定程度的替代。

图表66：国内外竞品品牌主力价格带

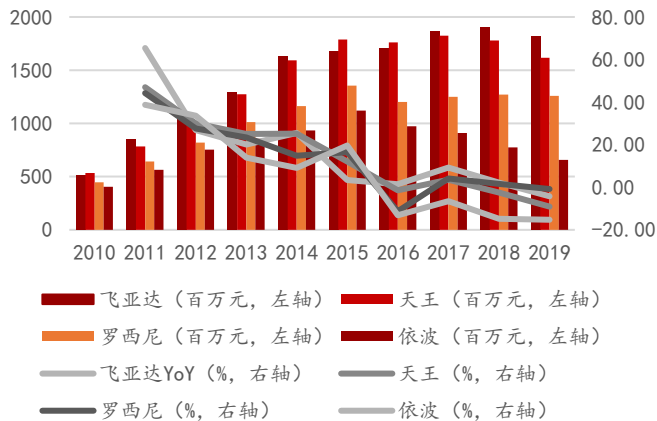
国产品牌				国外品牌			
品牌	主力价格带 (元)	市场份额 (2019)	近3年变化	品牌	主力价格带 (元)	市场份额 (2019)	近3年变化
飞亚达	1000-4000	2.2%	-0.4pct	天梭	2000-5000	5.5%	0.4pct
天王	400-1000	2.0%	-0.7pct	西铁城	2000-3000	1.9%	-0.1pct
罗西尼	500-1000	1.6%	-0.3pct	精工	1500-3000	1.5%	-0.1pct

依波	500-1000	0.8%	-0.7pct	梅花	3000-10000	1.3%	0.1pct
海鸥	1000-2000	0.5%	-0.3pct	-	-	-	-

资料来源：天猫旗舰店，Euromonitor，万联证券研究所

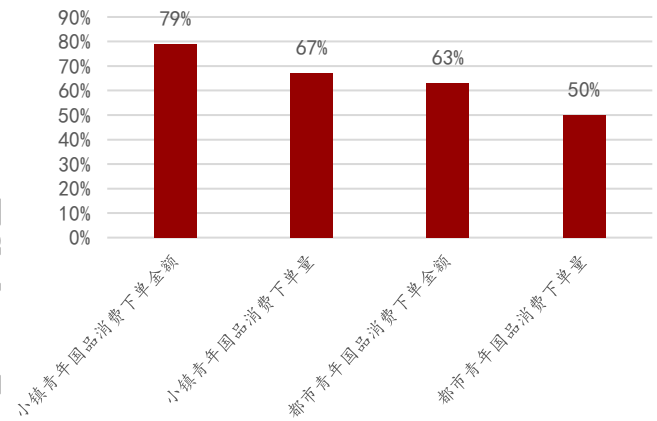
注：主力价格带采用品牌天猫旗舰店销量TOP20种主要款式价格区间；市场份额为中国大陆市场统计口径。

图表67：中国大陆市场国表零售规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表68：2019年小镇青年及都市青年国品消费同比增速

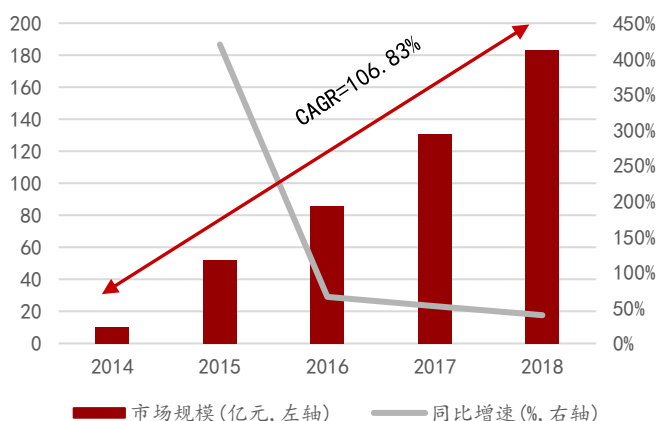


资料来源：中经社经济智库，万联证券研究所

4、智能手表协同精密，增长潜力可期

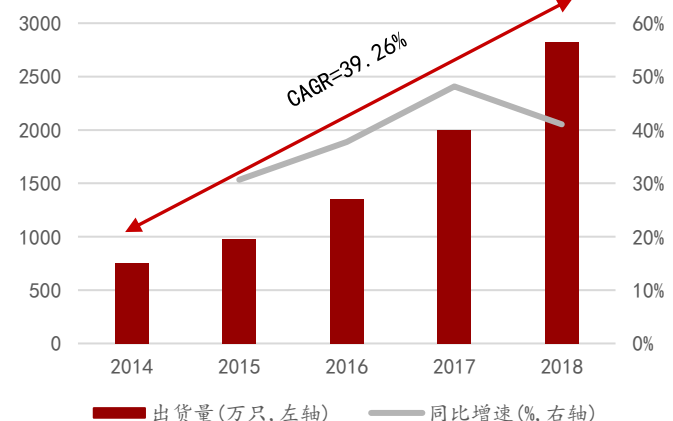
逐步克服续航差等主要缺陷，后疫情时代健康管理需求推动智能手表市场打开。与传统腕表不同，智能手表主要定位为健康管理与智能互联，并且随着功能拓展，正加速绑定移动支付、运动健身、智能家居等应用场景。疫情后人们健康意识提升，智能手表对心率、血压、血氧以及睡眠等健康状态以及锻炼健身数据的监控能够满足消费者健康管理的需求，电池与充电技术进步改善智能手表续航差的硬伤，eSIM加速推广助力智能手表普及，2018年中国智能手表市场规模达到183亿元，同比+39.69%，出货量为2821万只，同比+41.05%。目前，苹果、三星、HMO等手机厂商与Fitbit、佳明等智能穿戴厂商积极布局智能手表市场，智能手表市场有望成为继TWS之后下一个可穿戴设备风口。

图表69：2014-2018年中国智能手表市场规模及增速



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表70：2014-2018年中国智能手表出货连及增速



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 71：智能手表主要功能与应用场景

应用场景	主要功能	举例
个人助理	协助管理日程安排与所需信息等	根据实时交通情况，智能手表将告诉你何时出发参加下一场会议
医疗辅助	管理医疗记录	心率监测，甄别房颤
健康管理	通过传感器监控用户身体状况	久坐提示，睡眠监测
人身安全	在发生意外时自动检测并作出应对	老人跌倒时自动报警并通知救治
解决方案	管理、优化作业流程	使用智能手表确保工人作业环境安全
便捷通话	通过 eSIM 或与手机连接进行通讯	通过智能手表快速拨打电话
运动监测	检测运动轨迹、心率等数据	教练通过智能手表采集的数据进行战术部署
智能家居	便利居家生活，控制能源消耗	通过智能手表控制家电与设备
访问控制	获取建筑物、网站与服务通行许可	使用智能手表打开门禁
移动支付	通过 NFC 进行便捷支付	将银行卡、支付账户导入智能手表进行支付

资料来源：SWG，万联证券研究所

协同精密制造技术，飞亚达布局智能手表领域。公司拥有新材料应用、航天工业、精密制造等领域关键技术与人才，在混合型智能手表制造具有技术优势。2016年起通过“FIYTA”与“JEEP”品牌布局智能手表领域，是国内传统手表厂商领先者。先后联合阿里巴巴与乐心医疗推出印·系列轻智能腕表、有氧能力“JOYUP”系列、主打独立通话、智能互联功能“全境界”系列以及女性健康管理“P01S”智能手表，2019年ESIM版“智能全境界”智能手表新品为中国联通官方首批认证的智能手表，在智能手表通讯领域技术领先。公司目前有推出长续航产品，通讯线产品（具备电话通讯功能）续航时间在48小时左右；蓝牙芯片产品（不具备电话通讯功能）平均续航时间在7天以上，甚至达到15-30天。发布的Jeep女款智能表在女性生理周期管理、运动管理、体温监测方面具有非常鲜明的特点。

图表 72：飞亚达旗下品牌智能手表布局

推出时间	品牌	系列	主打卖点
2016	FIYTA	印·系列轻智能腕表	与阿里巴巴合作推出，采用YunOS系统，具有自动校时、充电提醒、蓝牙连接、健康监测、防丢失等功能
2018	FIYTA	JOYUP系列智能手表	与乐心医疗联合推出，外观接近传统腕表，但拥有运动模式、来电信息提示、闹钟天气、心率监测、遥控拍照等功能
2018	JEEP	“全境界”系列智能手表	采用高通无线电技术，具备4G全网独立通话及运动、导航、支付等功能，功能与技术行业领先
2019	JEEP	“智能全境界”系列智能手表	“全境界”系列智能手表迭代版本，包括智能全境界F02、F02 ESIM版及强续航A01三款产品
2019	JEEP	P01S女性智能运动手表	颜值能打，能够记录生理周期前后的数据并适时自动提醒，覆盖瑜伽、跳绳、跑步等多种女性用户经常使用的运动模式

资料来源：公司官网，公司年报，腕表之家，万联证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测及关键假设

- **手表零售服务业务：**该项业务主要依托“亨吉利”展开，我们认为在疫情及海外局势不稳的影响下，海外名表消费回流有望延续，亨吉利作为行业二把手预计受益，假设 2020-2022 年手表零售服务业务同比增速为 26%/40%/20%。由于海外名表消费回流以高端表为主，2020-2022 年预测提升该业务毛利率波动上升至 26.5%/28.5%/27.0%。
- **手表品牌业务：**受疫情影响，今年手表品牌业务收入预计下滑，明年有望迎来反弹，公司自有品牌销售有望依托自身渠道及技术优势抢占市场，智能手表有望贡献增长弹性，预计 2020-2022 年收入增速为-5%/15%/10%，
- 综上，我们预计公司 2020-2022 年实现营业总收入 43.4/57.9/68.1 亿元，同比增长 17.2%/33.5%/17.6%。

图表73：分业务收入预测表（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3704.21	4340.36	5793.25	6813.00
YoY	8.9%	17.2%	33.5%	17.6%
手表零售服务业务	2352.93	2964.69	4150.57	4980.68
YoY	12.5%	26.0%	40.0%	20.0%
毛利率	24.4%	26.5%	28.5%	27.0%
手表品牌业务	1110.68	1055.14	1213.42	1334.76
YoY	0.8%	-5.0%	15.0%	10.0%
毛利率	70.2%	72.0%	73.0%	75.0%
精密加工	91.34	182.68	274.03	328.83
YoY	29.1%	100.0%	50.0%	20.0%
毛利率	19.3%	19.0%	20.0%	22.0%
租赁	132.01	121.44	139.66	153.63
YoY	11.6%	-8.0%	15.0%	10.0%
毛利率	78.7%	72.0%	76.0%	75.0%
其他业务	17.25	16.39	15.57	15.11
YoY	-4.7%	-5.0%	-5.0%	-3.0%
毛利率	69.1%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：公司官网，万联证券研究所

5.2 投资建议

公司作为国产腕表龙头，“名表零售+自有品牌”双轮驱动，增长路径可期。短期看海外名表消费回流为亨吉利打开利润弹性空间，中长期看“回流”消费者消费习惯养成有望为市场打开增量空间以及公司自有品牌及精密加工增长潜力，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.90/3.92/4.88 亿元，同比增长 34.4%/35.2%/24.5%。对应 EPS 为 0.68/0.92/1.14 元，8 月 28 日股价对应 PE 为 24/18/14 倍，根据公司历史估值中枢水平，给予公司 2021 年 25 倍 PE，对应目标价为 23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险因素

- 1. 海外消费回流不及预期的风险：**海外消费回流是公司重要子业务“亨吉利”手表零售服务增长的重要支撑，海外消费回流的不及预期或持续性过低，均会为公司业绩增长带来风险。
- 2. 疫情风险：**若疫情于国内再次爆发，对我国经济发展及国人的购买力均会造成打击，进而影响公司业绩增长。
- 3. 免税政策落地不及预期风险：**免税政策对消费回流的引导作用以及对名表消费市场的扩容影响颇大，提示免税政策落地不及预期的风险。

万联证券

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,661	2,669	2,967	3,546	营业收入	3,704	4,340	5,793	6,813
货币资金	317	230	316	510	营业成本	2,217	2,661	3,553	4,269
应收票据及应收账款	408	479	639	752	营业税金及附加	28	17	23	27
其他应收款	47	53	74	86	销售费用	866	990	1,303	1,431
预付账款	11	15	19	23	管理费用	241	260	357	409
存货	1,809	1,823	1,849	2,105	研发费用	45	55	73	86
其他流动资产	69	69	69	69	财务费用	33	13	18	9
非流动资产	1,100	1,082	1,063	1,043	资产减值损失	-4	0	0	0
长期股权投资	46	48	49	51	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	364	351	339	326	投资净收益	2	2	3	3
在建工程	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
无形资产	39	35	31	27	营业利润	273	367	497	619
其他长期资产	651	647	643	639	营业外收入	5	4	4	4
资产总计	3,761	3,750	4,029	4,589	营业外支出	1	1	1	1
流动负债	1,098	898	870	1,027	利润总额	276	369	500	622
短期借款	568	245	0	0	所得税	60	79	108	134
应付票据及应付账款	280	345	457	547	净利润	216	290	392	488
预收账款	23	25	35	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	227	283	378	440	归属母公司净利润	216	290	392	488
非流动负债	9	8	8	8	EBITDA	461	402	530	637
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.50	0.68	0.92	1.14
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	4	4	4	4	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,106	906	879	1,035	成长能力				
股本	443	428	428	428	营业收入	8.9%	17.2%	33.5%	17.6%
资本公积	1,081	1,096	1,096	1,096	营业利润	18.4%	34.3%	35.6%	24.6%
留存收益	1,203	1,407	1,714	2,116	归属于母公司净利润	17.4%	34.4%	35.2%	24.5%
归属母公司股东权益	2,655	2,844	3,151	3,553	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	40.1%	38.7%	38.7%	37.3%
负债和股东权益	3,761	3,750	4,029	4,589	净利率	5.8%	6.7%	6.8%	7.2%
现金流量表					ROE	8.1%	10.2%	12.4%	13.7%
单位: 百万元					ROIC	7.4%	9.1%	12.0%	13.0%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	445	378	445	303	资产负债率	29.4%	24.2%	21.8%	22.6%
净利润	216	290	392	488	净负债比率	9.6%	0.7%	-9.9%	-14.2%
折旧摊销	154	46	46	46	流动比率	2.42	2.97	3.41	3.45
营运资金变动	13	28	6	-227	速动比率	0.77	0.93	1.26	1.38
其它	62	14	1	-4	营运能力				
投资活动现金流	-166	-23	-23	-23	总资产周转率	0.98	1.16	1.44	1.48
资本支出	-166	-1	-1	-1	应收账款周转率	9.32	9.27	9.29	9.28
投资变动	0	-1	-1	-1	存货周转率	1.23	1.46	1.92	2.03
其他	0	-21	-20	-20	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-127	-442	-336	-86	每股收益	0.50	0.68	0.92	1.14
银行借款	700	-324	-245	0	每股经营现金流	1.04	0.88	1.04	0.71
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	6.20	6.64	7.36	8.30
股权融资	19	-15	0	0	估值比率				
其他	-846	-103	-91	-86	P/E	32.01	23.82	17.62	14.15
现金净增加额	152	-87	86	194	P/B	2.60	2.43	2.19	1.94
期初现金余额	163	317	230	316	EV/EBITDA	11.20	17.25	12.45	10.05
期末现金余额	315	230	316	510					

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场