

飞亚达 (000026)

公司研究/深度报告

消费回流+内生增长，腕表龙头业绩弹性巨大

—飞亚达深度报告

深度研究报告/商贸零售

2020 年 09 月 04 日

报告摘要：

● 国产腕表龙头，“产品+渠道”双轮驱动

公司是中国航空工业总公司下属公司，依托中航工业的技术优势与资金优势，公司形成了名表零售、自有产品品牌两大业务。其中，名表零售业务子公司亨吉利是国内领先的高端瑞士腕表经销商，与众多知名瑞士腕表品牌维持长久合作关系；自有品牌飞亚达作为国表精品，集设计、研发、销售于一体，是国内首屈一指的腕表品牌，被誉为世界三大航天表品牌。

● 大陆高端腕表需求的增长动能强劲，公司作为龙头企业有望充分受益

我们认为，鉴于当前中国消费品行业呈现出的两级化特征，以及海外高端消费的回流趋势，飞亚达的名表零售业务将进入新一轮增长周期：(1) 国人境外高端腕表消费回流空间巨大，我们测算空间在 700-900 亿元人民币。目前国人高端腕表消费，主要流失于香港及其他海外旅游目的地。其中，我们预计在香港可被回流的高端腕表消费至少在 15-20 亿瑞士法郎（折合人民币 170 亿元）。原因在于，我们发现大陆居民赴港旅游人次的高点与低点年份，对应的瑞士出口香港手表金额的差额在 17.6 亿瑞士法郎。至于海外其他区域，我们则根据中国人在境外奢侈品消费购物金额，以及旅游零售渠道的名表销售占比，估算国人在海外其他地区的名表消费金额可能在 500-700 亿元人民币之间。相较于 2019 年国内不到 200 亿的高端腕表市场来说，海外高端腕表的回流空间十分巨大。(2) 中国奢侈品市场持续增长，高端腕表消费有望受益。受益于城镇居民人均可支配收入的增加以及高净值人群数量的增长，中国境内奢侈品市场需求在 2017-19 年维持近 20% 强劲增长。同时，高端腕表因其投资属性和社交属性，使其购买人群进一步延申至高净值人群外的年轻群体。此外，线下门店所提供的增值服务与购物体验，亦是海外代购和香港钟表店所以难以替代的环节。在以上因素综合作用下，2017-2019 年国内高端腕表市场逐步回暖，增速维持在 10-20% 区间。

● 投资建议

我们预计公司 2020-22 EPS 各为 0.63/0.90/1.08，对应 PE 为 30/21/18 倍。中长期看，海外名表消费回流空间约 700-900 亿元人民币，若按照 30%-50% 的回流比例，则海外名表消费回流有望再造一个亨吉利。同时，公司近年不断加强费用管控，净利润率回升明显，因而我们认为公司同时具备短期较大的业绩弹性，与长期可观的成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

海外消费回流进度不及预期；宏观经济周期波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,704	4,112	5,174	5,913
增长率（%）	8.9%	11.0%	25.8%	14.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	216	280	401	477
增长率（%）	17.4%	29.8%	43.1%	18.9%
每股收益（元）	0.49	0.63	0.90	1.08
PE（现价）	34.9	30.0	21.0	17.6
PB	2.9	2.9	2.5	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 18.98 元

交易数据 2020-9-3

近 12 个月最高/最低(元)	18.98/7.51
总股本（百万股）	428
流通股本（百万股）	357
流通股比例（%）	83.32
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	68

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾慕阁

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

- 1.【民生商贸飞亚达 A 事件点评】瑞士手表进口将零关税，市场唯一受益标的-20130526 田慧蓝
- 2.飞亚达 A (000026) 一季报：受反腐影响，业绩继续低迷-20130425

目录

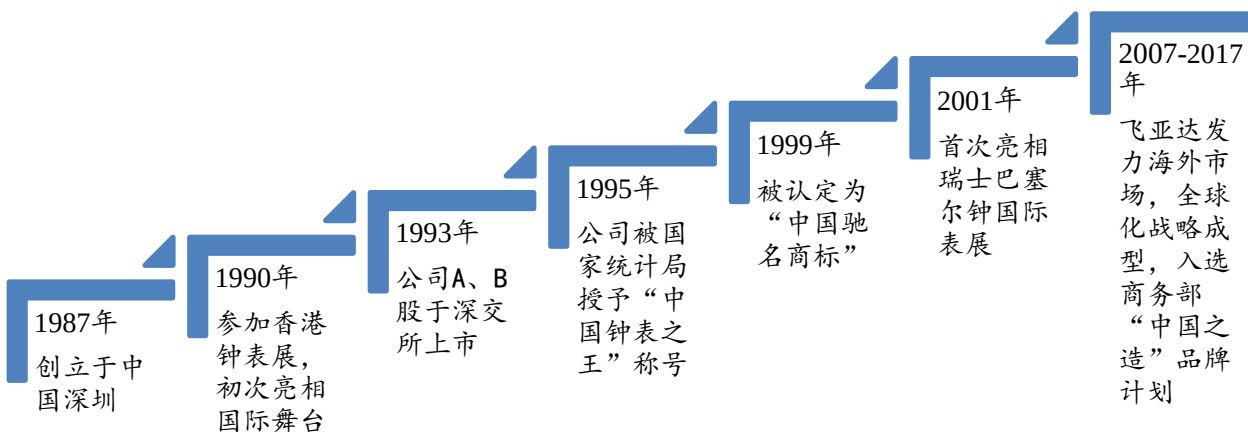
一、飞亚达：被忽视的高端消费受益者	3
（一）公司概况	3
（二）财务表现：收入利润重回健康发展轨道，经营杠杆凸显弹性	4
二、海外消费回流+国内消费升级，将驱动中国高端腕表市场持续增长	6
（一）国人境外高端腕表消费回流空间巨大	6
（二）不止于消费回流：消费分级将推动中国奢侈品市场持续增长，高端腕表消费有望受益	8
（三）瑞表经销商竞争格局稳定，亨吉利与品牌合作密切	11
三、自有品牌+研发、技术，构建钟表行业全价值链	13
（一）自主品牌“产品+渠道”双轮驱动，引领国货风潮	13
（二）精密科技与智能穿戴培育未来增长点	15
四、投资建议	15
五、风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

一、飞亚达：被忽视的高端消费受益者

(一) 公司概况

飞亚达精密科技股份有限公司创立于1987年，于1993年在深交所上市，是中国境内目前唯一一家钟表类上市公司。自成立以来，公司依托控股股东——中国航空工业总公司在航空工业精密制造技术、材料技术和人才优势，自主研发实力创立了“飞亚达”国产手表系列品牌，同时公司旗下子公司亨吉利还是国内领先的瑞士手表连锁零售商。

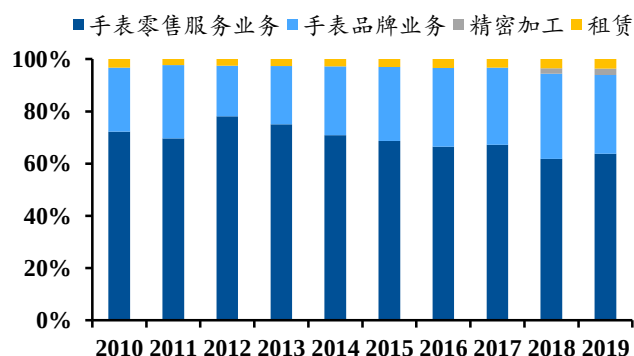
图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

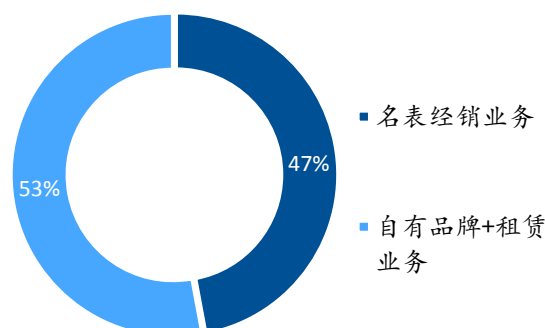
公司主营业务以手表品牌业务、手表零售业务为主。其中，手表零售服务业务占比约60%，手表品牌业务占比30%，其他为精密加工业务和集团资产的租赁收入。但在利润贡献层面，由于名表经销业务毛利率（20%+）低于自有品牌业务（70%+），因而自有品牌等业务在利润端贡献略高于名表经销业务。

图 2：公司分业务收入结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：公司 2019 年分业务利润结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

(1) **手表品牌业务**：目前公司自有品牌包括飞亚达、唯时路、艾米龙，独家代理品牌北京和 JEEP，完整的覆盖了从低端到中高端的手表市场需求。其中，公司创立的“飞亚达”品牌是改革开放后市场经济下成长起来的中国最知名手表品牌之一，销售规模位居市场前列。

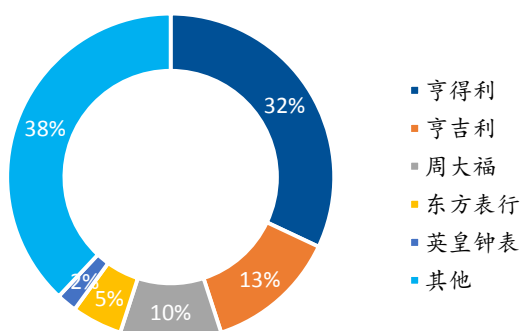
表 1: 飞亚达自有品牌业务矩阵

子品牌	价格区间	产品定位及特点
飞亚达	2000-6000 元	中国知名品牌, 世界三大航天表之一
唯路时	600-1200 元	新轻奢态度, 定位新一代青年
艾米龙	5500-70000 元	瑞士日内瓦高端品牌
JEEP	900-3500 元	探险运动、崇尚自由、激情
北京	1300-40000 元	高复杂机芯制作、高端腕表定制、古典美学

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

(2) 手表零售业务: 公司子公司亨吉利世界名表中心是专业从事世界名表经销和服务的连锁集团。历经十余年在名表零售市场的深耕, 目前亨吉利在名表零售的上下游已有深厚积累。其中, 公司在上游与世界主要瑞表品牌形成了密切合作关系, 主要销售品牌包括欧米茄、劳力士等世界高端品牌和主流手表品牌。在下游, 亨吉利品牌在全国 60 多个城市拥有近 200 家连锁门店, 基本覆盖了全国主要一、二线城市的核心商圈。同时, 公司通过“亨吉利”、“博观表行”、线上商城对销售渠道进行分层, 全面覆盖高端、中高端客群。目前, 以零售口径计算的亨吉利市占率约 13%, 位居国内市场前二。

图 4: 中国手表零售商市场占有率



资料来源: 瑞士钟表协会, 民生证券研究院

图 5: 亨吉利世界名表沈阳 1928 店

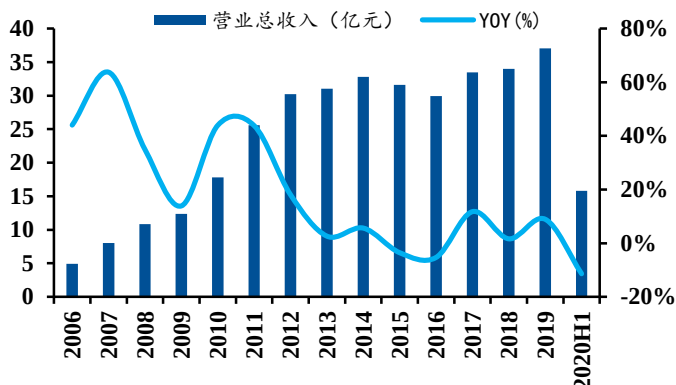


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

(二) 财务表现: 收入利润重回健康发展轨道, 经营杠杆凸显弹性

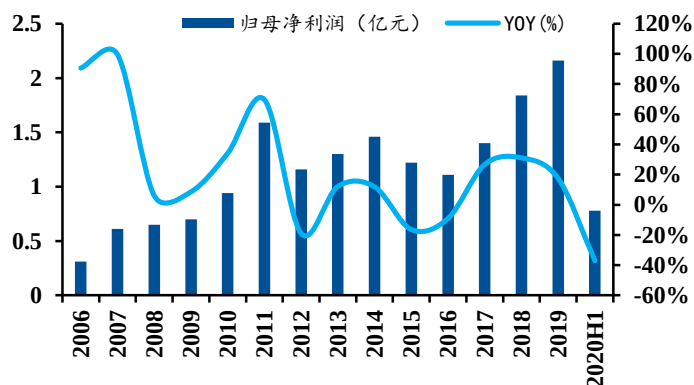
不良需求出清, 公司收入连续三年企稳回升。受八项规定等反腐措施影响, 高端腕表行业整体在 2012 年后步入下行趋势, 公司经营受整体宏观环境影响亦不能避免。但自 2017 年起, 在宏观经济形势回暖, 以及消费升级因素驱动下, 公司 2017-2019 年以销售高端瑞表业务为主的手表零售业务收入增速逐步由下降恢复至增长 13%、3%、13%, 而在经营杠杆的驱动下 (名表经销主要以固定成本为主), 同期名表经销净利同比增长 117%、54%。

图 6: 2008-2020H1 公司营业收入变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

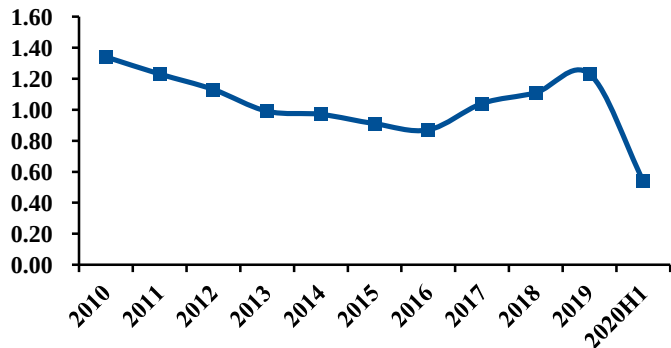
图 7: 2008-2020H1 公司归母净利润变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

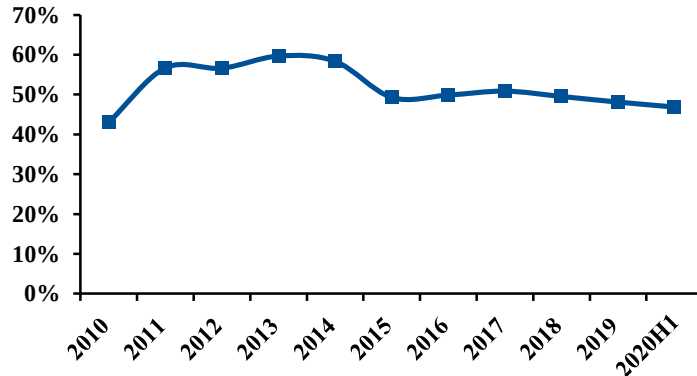
扎实推进提质增效，经营效率稳步回升。公司近七成的收入来自高端名表零售，而高端名表零售通常需要买断存货，现金占用较多，且买断后销售周期远高于普通零售企业，因此公司过往存货占总资产的比例很高，周转率较低。但伴随公司于 2015 年开展“单产提升”、“库存周转改善”和“库存结构优化”等专项工作，公司存货占比及存货周转率效率提升显著，至 2019 年两项指标均恢复及接近恢复至 2012 年以前水平。

图 8: 公司存货周转率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 9: 公司存货占总资产比重



资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、海外消费回流+国内消费升级，将驱动中国高端腕表市场持续增长

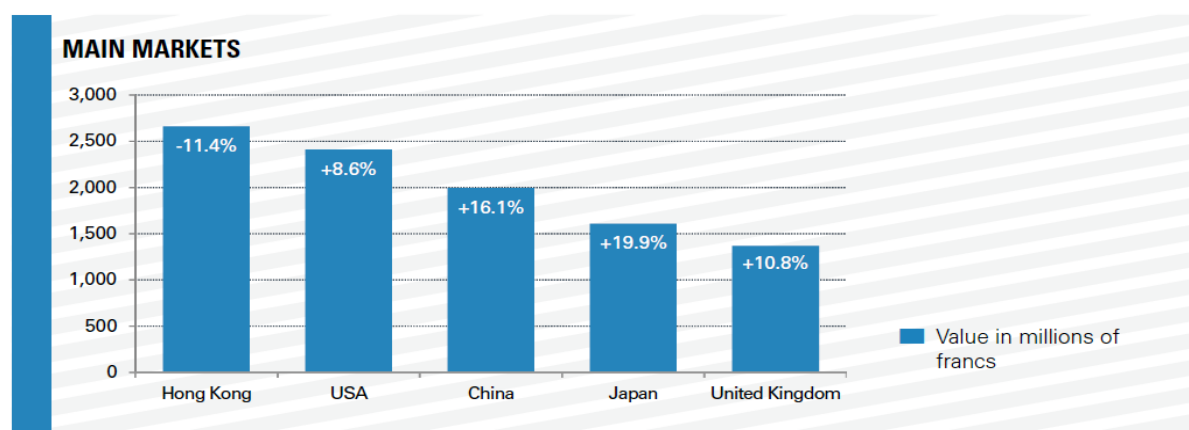
我们认为，鉴于当前中国消费品行业呈现出的两级化特征，以及海外高端消费的回流趋势，飞亚达所经营的高端腕表业务将进入新一轮增长周期。同时，受益于大中华区名表经销体系的稳定竞争格局，以飞亚达为代表的龙头企业有望充分受益。

（一）国人境外高端腕表消费回流空间巨大

为什么过往名表消费外流？国内外贵价进口手表存在价差，是导致过往高端腕表消费流失海外的主要原因。而导致价差产生的原因主要有：（1）原产国：在瑞士购买有一定价格优势，同时品牌在全球的定价策略不同；（2）税收：部分海外国家对境外游客购买高价手表提供退税，如欧洲主要国家的退税比率普遍在 10-20%，但考虑到旅游成本，如果专门为购买名表出国，从普通游客角度来讲并不实际。此外，香港、澳门等旅游目的地则拥有零关税优势。而国内贵价进口手表需征收进口关税，以及较高的消费税。而伴随近年来，品牌商在全球范围内逐步收窄价差、国内进口商品税率调减（高档腕表消费税由 60% 降至 50%），以及香港在 2019 年下半年的旅游氛围转差，正为名表消费回流大陆市场带来契机。

海外名表消费回流空间几何？根据瑞士钟表协会数据，瑞士产腕表全球主要进口地为中国香港（12%），其次为美国（11%）和中国大陆（9%）。从进口金额的增速变化看，中国香港和内地之间此消彼长的曲线，反映过往国人的名表消费需求很大部分是在香港完成。此外，从经验上看欧洲的西班牙、意大利等国家，以及亚洲的日、韩基于税率和品类丰富度方面的优势，也是国人海外手表消费外流的主要地区。我们预计香港+海外其他地区可为内地名表市场带来的回流空间上限可能在 700-900 亿元人民币，相较于 2019 年国内不到 200 亿的高端腕表市场来说，空间巨大。其中：

图 10：2019 年瑞士腕表主要出口地区（单位：百万瑞士法郎）

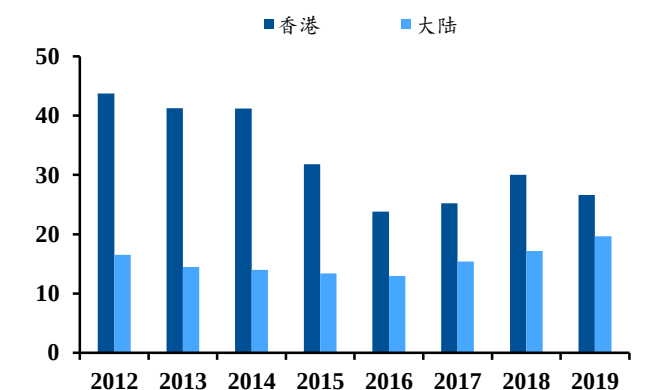


资料来源：瑞士钟表协会，民生证券研究院

（1）香港名表消费回流空间：2019 年，瑞士腕表出口至香港的金额约 26 亿瑞士法郎（合 200 亿元人民币），考虑在零售端有接近 30% 的加价（亨得利毛利率接近 30%），我们估算香港 2019 年的瑞士手表销售额约 260 亿元人民币，相当于 2019 年中国大陆高端腕表销售额的 1.3-1.5 倍。

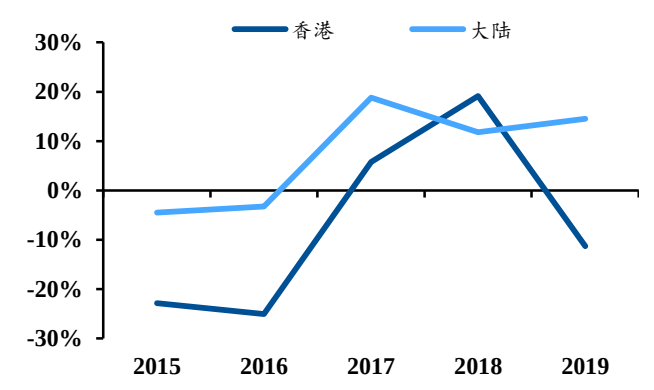
进一步从 2012-2019 年瑞士手表出口至香港的金额变化看，我们预计可被回流的大陆居民在香港购买瑞士手表的消费至少在 15-20 亿瑞士法郎之上，折合人民币 170 亿元。原因在于，我们发现 2016 年，内地居民赴香港旅游人次达到阶段性底部时，出口至香港的瑞士手表金额（23.8 亿瑞士法郎）与 2014 年内地居民赴香港旅游人次达到历史最高值时的金额（41.2 亿瑞士法郎）相差约 17.6 亿瑞士法郎。

图 11：香港 VS 大陆：瑞士出口手表金额（亿瑞士法郎）



资料来源：Wind，民生证券研究院

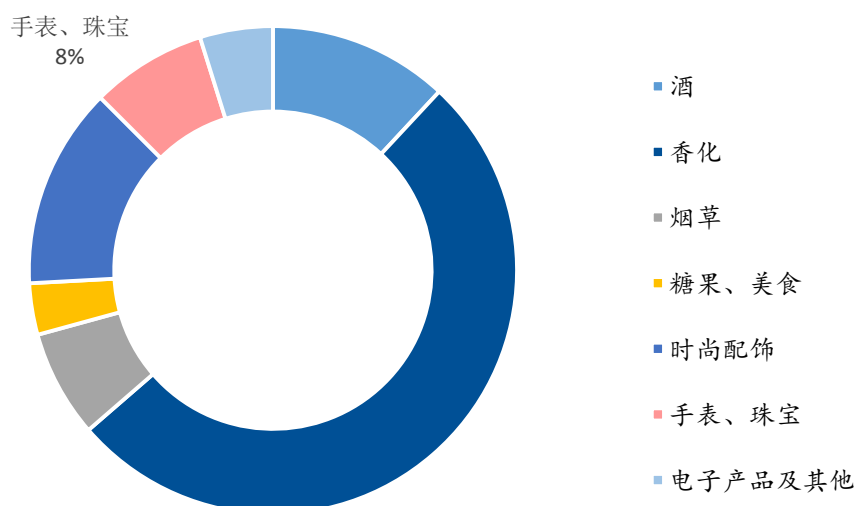
图 12：香港 VS 大陆：瑞士出口手表金额增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

(2) 海外其他地区名表消费回流空间：根据要客研究院数据，2019 年中国人在境外的奢侈品消费总额为 1052 亿美元（超过 7000 亿元人民币）。我们根据海外免税渠道的销售情况看，珠宝、手表的销售占比一般在 8%。我们以这一比例推算，假设中国人在海外其他地区的名表消费占奢侈品消费总额的 10%，则对应的市场空间在 500-700 亿元。

图 13：全球旅游零售品类销售分布

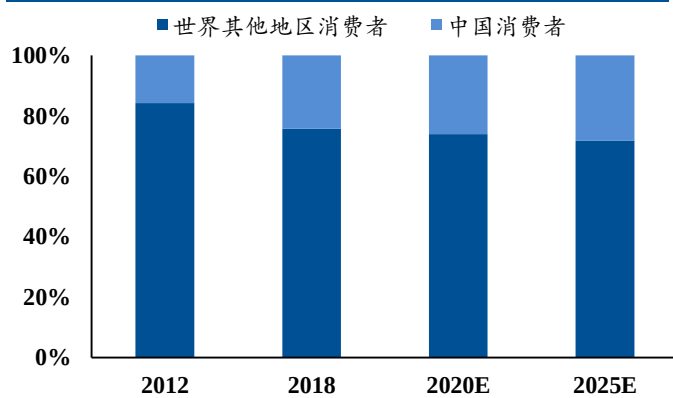


资料来源：Generation Research，民生证券研究院

(二) 不止于消费回流：中国奢侈品市场持续增长，高端腕表消费有望受益

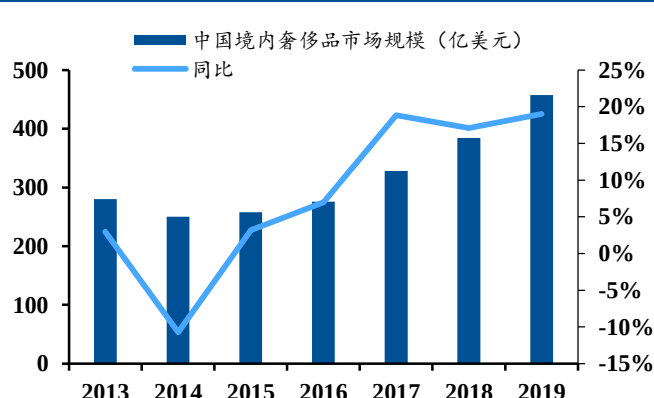
中国奢侈品消费需求强劲，2017-2019 年复合增速近 20%。受益于城镇居民人均可支配收入的增加，以及高净值人群数量的增长，中国境内奢侈品市场需求在 2017-2019 年连续三年维持近 20% 的强劲增速，同一时期与奢侈品同属高端消费品的，中高端化妆品、一线白酒、澳门博彩业也录得高速增长。我们认为，这一现象背后反映的是部分中国内地居民在财富进入中产阶级以上后引发的消费升级行为，这一群体中可能包括了近几年受益于电商直播、短视频行业高速发展的网红主播，以及注册制加速后带来的财富效应。

图 14：全球个人奢侈品消费市场变化



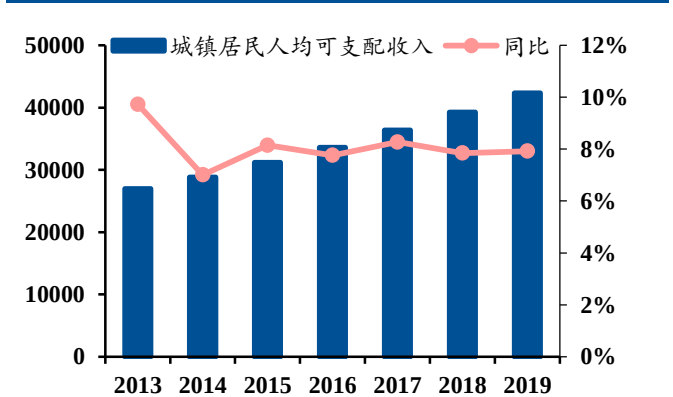
资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

图 15：2013-2019 年中国境内奢侈品市场规模变化



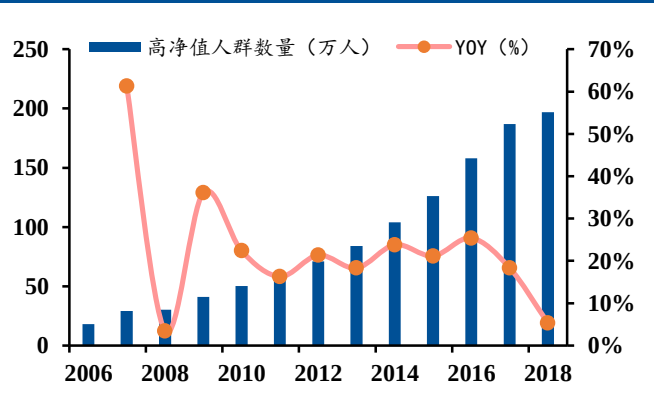
资料来源：要客研究院，民生证券研究院

图 16：城镇居民人均可支配收入变化（单位：元）



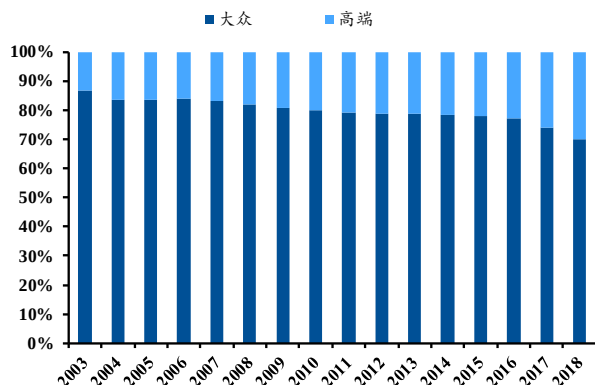
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：中国高净值人群数量变化



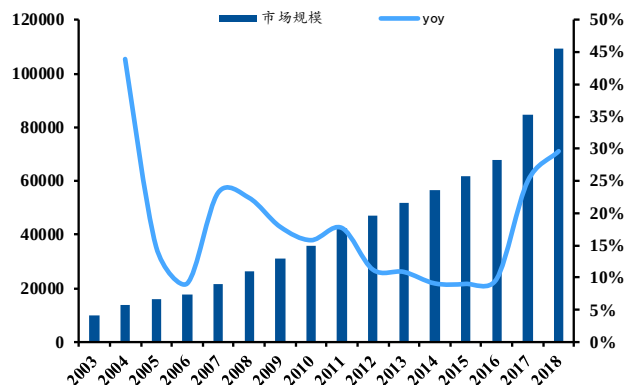
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18: 国内化妆品市场结构



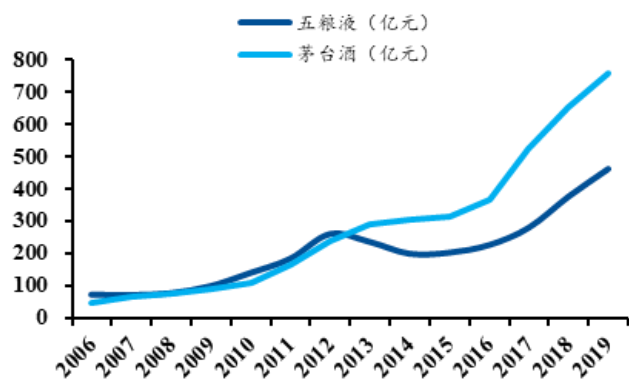
资料来源：欧睿，民生证券研究院整理

图 19: 国内高端化妆品销售增速（亿元）



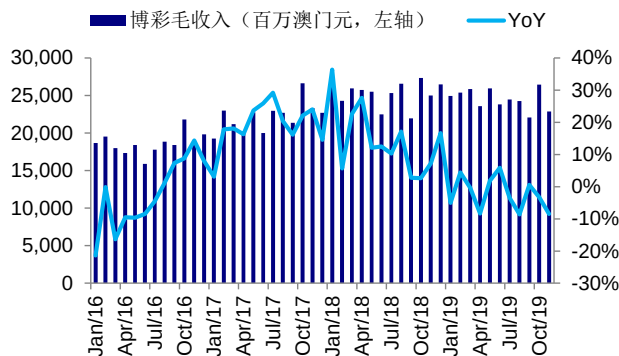
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图 20: 高端白酒行业收入增长趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

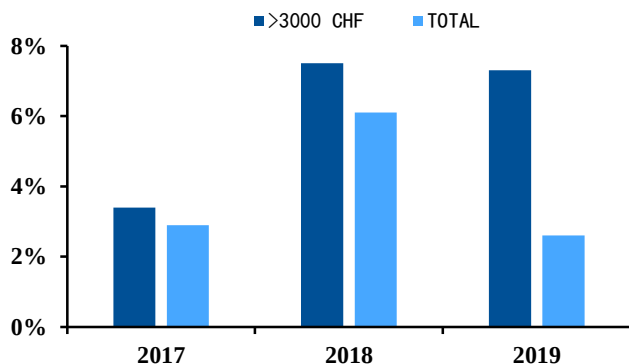
图 21: 澳门博彩业收入增长趋势



资料来源：DICJ，民生证券研究院

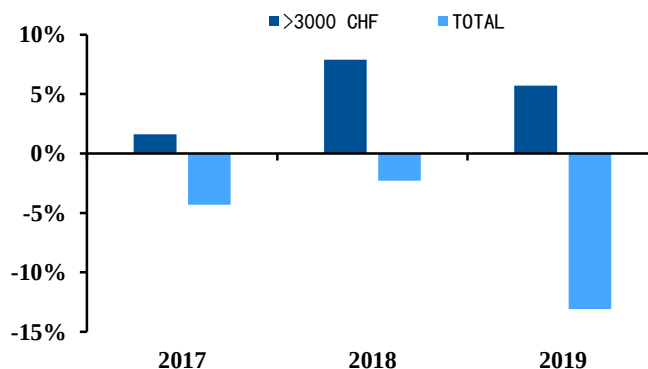
高端腕表因其艺术价值和投资属性，是瑞士腕表产业中唯一连续保持增长的细分品种。从瑞士手表出口结构看，高端瑞士腕表几乎是支撑瑞士腕表出口增长的主要动力。这是因为，作为奢侈品代表之一的瑞士高端腕表，除了瑞士腕表本身所具备的高端工艺外，其艺术性和投资属性也为其带来了很高的收藏价值，因此历来受到高净值人士青睐。

图 22: 按价格分瑞士手表出口金额增速



资料来源：瑞士钟表工业联合会，民生证券研究院

图 23: 按价格分瑞士手表出口数量增速



资料来源：瑞士钟表工业联合会，民生证券研究院

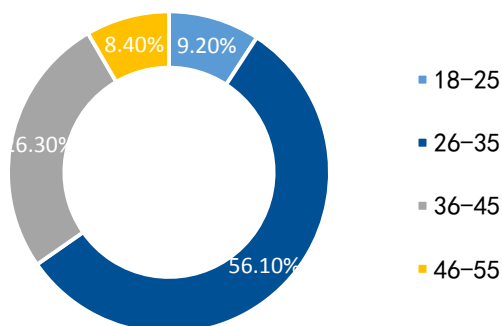
图 24：百达翡丽珍稀工艺系列具备很高的投资属性和艺术价值



资料来源：百达翡丽官网，民生证券研究院

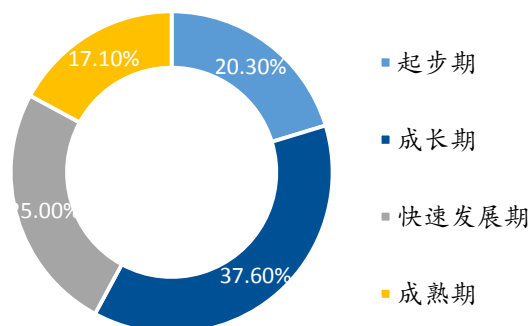
中国境内高端腕表市场规模逐年增长，消费结构呈现大众化趋势。此外，尽管高端腕表价格不菲，但随着经济发展和消费理念的迭代，对于大部分城市中等收入者和白领阶层来说，几万元买一块表并非不可实现，同时高端腕表因其较为小众的属性，也可作为消费者彰显个性的装饰品，这又使其具备了某种社交属性。因而，当前中国的高端腕表消费已经开始形成更为广泛的消费群体。

图 25：计划购买高端腕表的消费者年龄分布



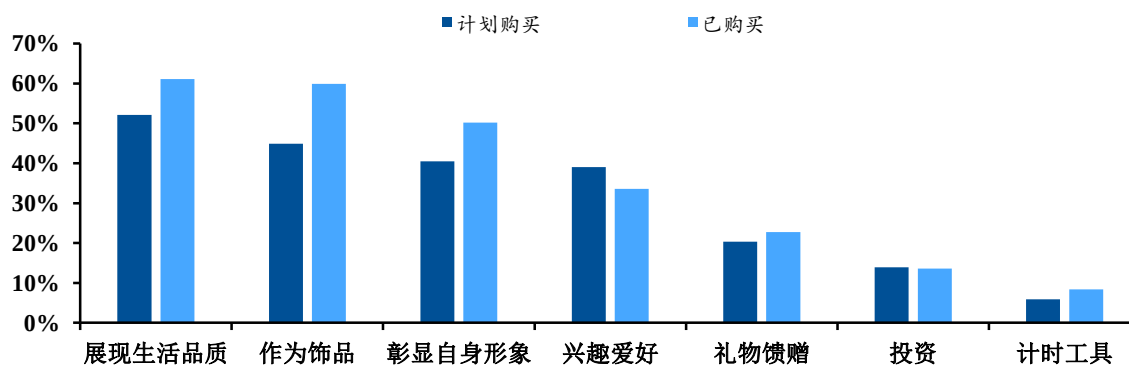
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 26：计划购买高端腕表的消费者职业发展阶段分布



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 27：中国高端腕表消费者购买目的



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

(三) 瑞表经销商竞争格局稳定，亨吉利与品牌合作密切

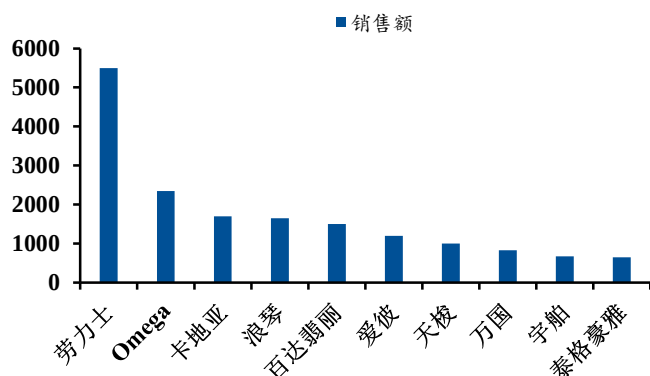
大中华区高端腕表市场以经销商模式为主，竞争格局较为稳定。全球高端腕表市场主要以瑞士品牌为主，份额主要集中在 Swatch、历峰、LVMH、开云等集团手中。受品牌经营策略影响，国内的瑞士腕表销售主要以经销商模式为主，即经销商通过向瑞士品牌集团或其在中国的总代理商进货，买断货品后再在国内销售。而受到瑞表品牌调性影响，目前各主要瑞表品牌在国内主要通过少数几个大型名表经销商进行销售，市场竞争格局也较稳定。其中，亨得利在 2017 年退出大陆地区零售及批发业务前市占率排名第一，飞亚达旗下的亨吉利排名第二。我们以亨吉利销售额除以瑞士手表出口大陆地区金额，估算亨吉利的市占率在 2012-2019 年在 13%-20% 之间，2014 年后市场份额下降预计主要受公司优化门店影响。

图 28：高端腕表市场主要品牌概览

	SWATCH GROUP	RICHEMONT	LVMH	KERING	其他代表品牌
奢华及顶级类别	Breguet Harry Winston Blancpain Jaquet Droz Léon Hatot Omega	Vacheron Constantin Roger Dubuis Van Cleef & Arpels Jaeger-LeCoultre Cartier IWC Schaffhausen Officine Panerai Piaget	Hublot BVLGARI Daniel Roth Zenith Louis Vuitton Dior Chaumet	Ulysse Nardin Girard-Perregaux Boucheron Qeelin	Patek Philippe Audemars Piguet Rolex Franck Muller Richard Mille Chopard Chanel Corum Carl F. Bucherer Parmigiani Fleurier
高级类别	Longines Rado	Montblanc Baume & Mercier Dunhill	Tag Heuer Fred	Gucci JeanRichard	Breitling Tudor Perrelet Graham Maurice Lacroix
中高级类别	Tissot Mido Hamilton Certina Balmain Calvin Klein				Frédérique Constant Oris Victorinox Eterna Armani Epos Movado Bulova Ball Titoni

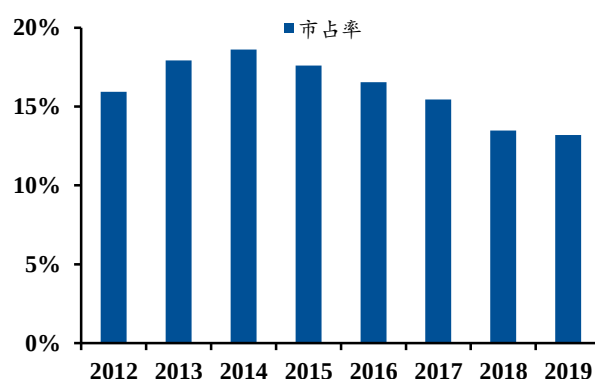
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 29：2019 年瑞士名表前十品牌（单位：瑞士法郎）



资料来源：各品牌官网，民生证券研究院

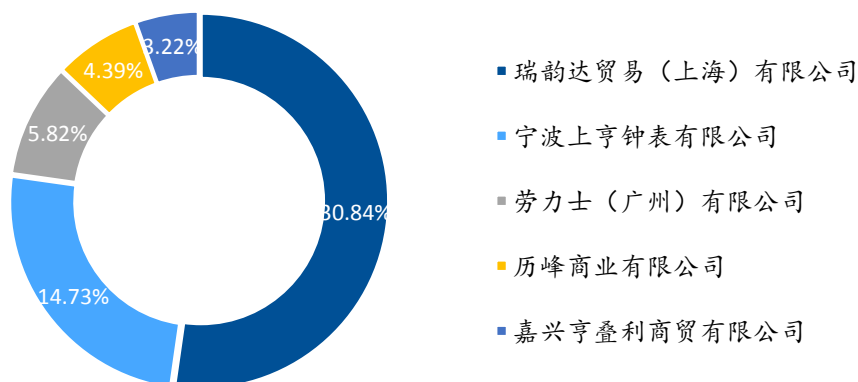
图 30：2012-2019 年亨吉利名表市场份额估算



资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过多年密切合作，亨吉利与主要腕表品牌建立了密切的合作关系，供货渠道稳定。选址与店面规模是国际品牌手表与经销商合作的重要基础，同时名表经销占用资金较高，企业需具备较强的资金实力。亨吉利一方面依托中航系企业背景，拥有天虹商场、中航地产等优质商圈资源及资金支持，另一方面亨吉利自 1997 年成立至今，已建成遍布全国 60 多个城市，拥有近 200 家连锁门店，渠道触达广泛，与品牌形成了长久稳定的合作关系。目前，公司前五大供应商背景均为主流腕表品牌：Swatch 集团（瑞韵达）、亨得利（宁波上亨+嘉兴亨叠利）、劳力士、历峰集团。

图 31：公司前五大供应商概况

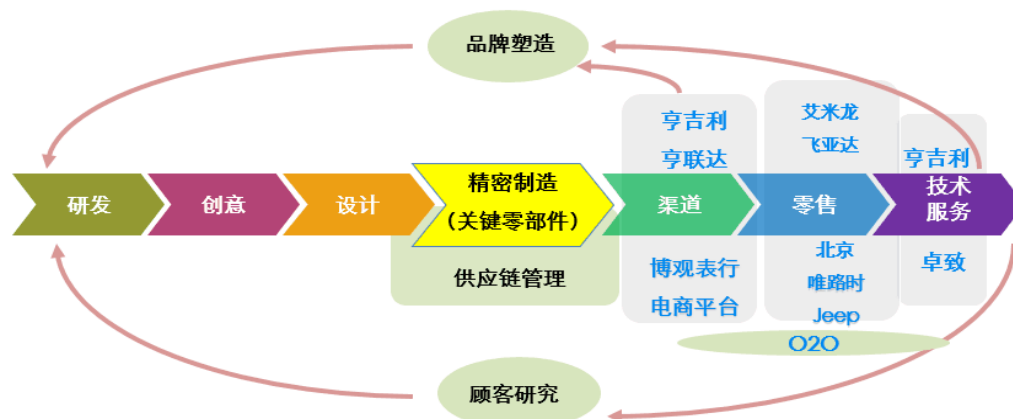


资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、自有品牌+研发、技术，构建钟表行业全价值链

公司在“塑造国际化品牌，成为全球化企业”的企业理念引导下，以品牌战略为统领，紧紧围绕名表零售商业品牌和产品品牌建设两条经营主线，逐步发展起来艾米龙、飞亚达、时尚授权品牌等自有手表品牌“三色堇”组合，结合亨吉利的零售渠道优势以及广泛的手表技术服务网络，构筑了“产品+渠道+服务”相互合作支持的商业模式。

图 32：飞亚达在钟表产业链上已经完成了全价值链发展



资料来源：公司官网，民生证券研究院

（一）自主品牌“产品+渠道”双轮驱动，引领国货风潮

自有+代运营打造多品牌矩阵，充分覆盖多个细分市场需求。公司除名表经销业务，自上市以来始终专注于钟表行业，经过多年持续耕耘建设，目前已经拥有自主品牌“飞亚达”、“唯路时”，同时收购了一个瑞士高端品牌，并以授权经营方式运营“JEEP”时尚品牌，并通过合资参与“北京”手表品牌运营。其中，公司主力品牌飞亚达手表作为国表精品，集设计、研发、销售于一体，是国内首屈一指的腕表品牌，也是继瑞士欧米茄和前苏联 Fortis 之后第三个能够飞上太空的手表品牌，被誉为世界三大航天表品牌之一。

图 33：飞亚达品牌矩阵



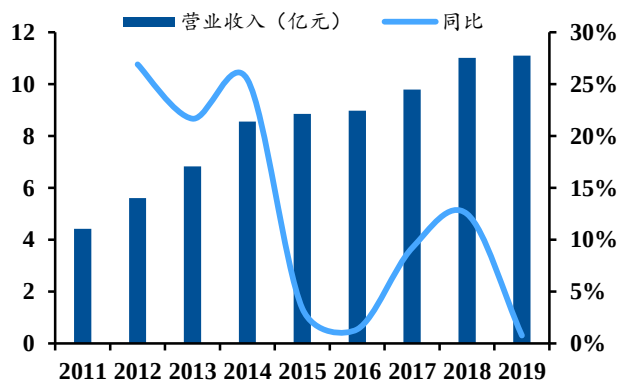
资料来源：公司官网，民生证券研究院

搭建线上+线下立体化销售网络，实现品牌力和渠道力的良性循环。目前，飞亚达手表以中国省会城市为重点核心，在线下形成了覆盖国内各级城市，辐射海外 30 多个国家的销售网点，总数超 3000 余家。此外，作为国潮品牌公司十分重视线上渠道，目前飞亚达手表已入驻以天猫为代表的主流电商渠道。此外，伴随国内免税行业政策放宽，公司飞亚达品牌手表在海南线下免

税店，及离岛免税线上补购商城也已可购买。

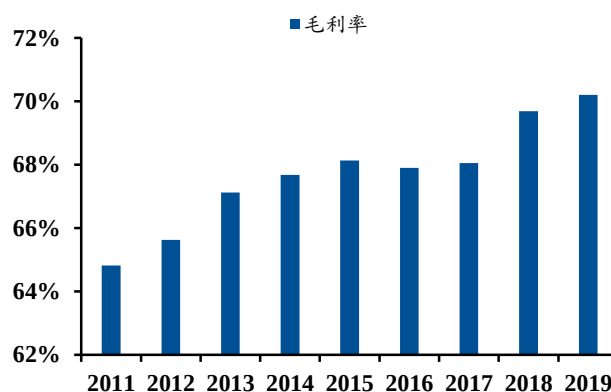
公司手表品牌业务进入成熟阶段，伴随自身品牌力提升及营销强化，未来有望保持稳定增长。2019 年公司手表品牌业务实现收入 11 亿元，同比增 1%，但拉长时间看，公司该业务在 2012-2019 年间的复合增速达到 10%，其较高的毛利率水平也为公司贡献了稳定增长的利润。我们预计，未来公司依托旗下多品牌矩阵，通过加强品牌营销力度以及对消费人群的精准定位，有望在多维度的细分市场中挖掘新的增长动能，从而保持稳定的增长趋势。

图 34：2011-2019 年公司自有品牌收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 35：2011-2019 年公司自有品牌毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，公司还拥有覆盖广泛的亨吉利+卓致手表技术服务网络，相关连锁店覆盖一二线城市的核心商圈。其中，亨吉利名表技术服务中心拥有众多知名国际钟表品牌的维修授权，可为顾客提供各种国内外品牌的专业、贴心技术服务；卓致名表技术服务中心则覆盖至更广泛的城市群及百货商圈，致力于为顾客提供专业、便利、价优的服务。

图 36：亨吉利名表技术服务中心



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 37：卓致名表技术服务中心

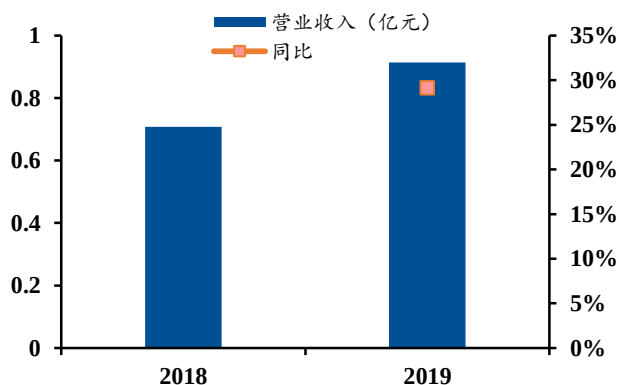


资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 精密科技与智能穿戴培育未来增长点

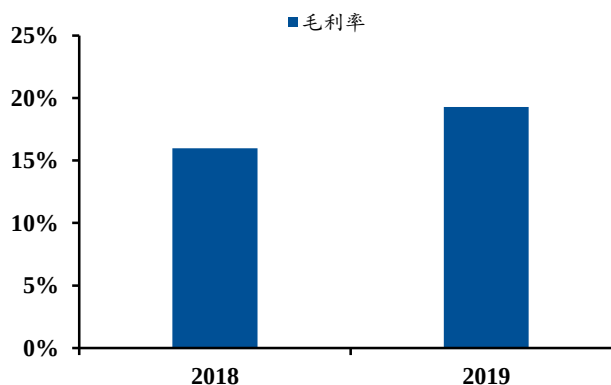
公司依托中航工业在精密科技优势和成熟的产业基础，公司长期致力于精密加工产品技术研制和生产，深耕光通讯器件、激光器件等领域并和国内外多个行业龙头企业形成了长期稳定的合作关系。目前，精密科技业务继续深耕核心市场，与多个行业龙头企业开启业务合作，2019 年营业收入同比增 29%；同时，公司持续加快智能手表业务布局，“Jeep”品牌智能手表联合专业团队共同推进产品迭代开发和技术升级，发布智能全境界 F02、F02 ESIM 版及强续航 A01 三款新品，其中 ESIM 版成为中国联通官方首批认证的智能手表。

图 38：2018-2019 年公司精密科技收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 39：2018-2019 年公司精密科技毛利率



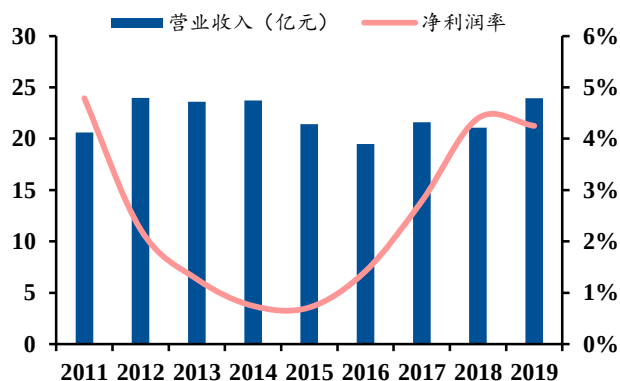
资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、投资建议

我们认为，公司名表业务在海外消费回流提振+国内名表消费需求自然增长的驱动下，中长期的成长空间和短期的业绩弹性均较大。我们的核心假设在于：

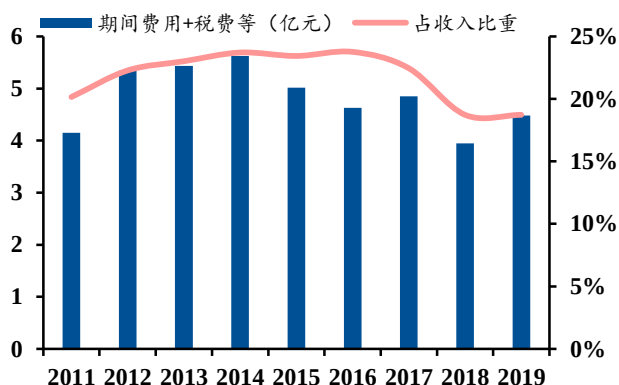
(1) 亨吉利名表业务：我们预计该业务 2020-2022 年有望实现收入 30/39/45 亿元，同比增长 29%/30%/15%，增长动力主要来自海外消费回流与内地高端腕表需求的自然增长。在利润端，由于名表业务经营杠杆较高，因而利润增速将显著高于收入增长：亨吉利自 2015 年开始加强对成本费用管控优化，自 2016 年起亨吉利的净利润率开始步入回升，至 2019 年亨吉利的营业收入已恢复至 2012 年水平，而期间费用+税费则较 2014 年的高峰期下降 1 亿元至 4.5 亿。因而，我们假设未来亨吉利的期间费用+税费占收入比重将下降至 15%左右，不考虑毛利率因规模扩张、品类结构优化所带来的提升，对应净利润率水平有望升至 6-7%。

图 40: 2011-2019 年亨吉利收入与净利润率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 41: 2011-2019 年亨吉利期间费用及税费变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) 自有品牌、租赁收入以及精密科技：受疫情影响，我们预计以上业务在 2020 年出现一定下滑，但或将于 2021 年之后恢复。而考虑到国货腕表与进口高端腕表的替代效应，以及公司在营销、渠道拓展方面的综合作用，我们给予其他业务较为稳定的增长速度，预计 2020-2022 年实现收入 11/12/14 亿元，同比增长-20%/14%/12%，毛利率及其他费用则将保持稳定。

综合以上预测，我们预计公司 2020-22 EPS 各为 0.63/0.90/1.08，对应 PE 为 30、21、18 倍，从更长期的角度看，中国居民在海外的名表消费回流空间约为 700-900 亿元人民币，若按照 30%、40、50%的回流比例进行情景模拟，以亨吉利目前 13%的市场份额，该部分消费回流最多可为其带来 90-120 亿元的收入，则由海外名表消费回流带来的收入即可至少再造一个亨吉利。因此，我们认为，公司同时具备短期较大的业绩弹性，和长期的增长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

(1) 海外消费回流进度不及预期；(2) 宏观经济周期波动风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,704	4,112	5,174	5,913
营业成本	2,217	2,700	3,390	3,881
营业税金及附加	28	38	46	50
销售费用	866	699	880	1,005
管理费用	241	267	285	296
研发费用	45	54	65	76
EBIT	307	355	509	604
财务费用	33	0	0	0
资产减值损失	(4)	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	273	356	510	606
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	276	358	512	608
所得税	60	76	110	130
净利润	216	282	402	478
归属于母公司净利润	216	280	401	477
EBITDA	461	390	538	626
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	317	649	1265	1651
应收账款及票据	408	441	566	644
预付款项	11	22	22	25
存货	1809	1941	1826	2056
其他流动资产	69	69	69	69
流动资产合计	2661	3170	3825	4511
长期股权投资	46	48	49	50
固定资产	364	284	213	138
无形资产	39	34	27	21
非流动资产合计	1100	964	870	775
资产合计	3761	4134	4695	5286
短期借款	568	568	568	568
应付账款及票据	280	350	436	498
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1098	1188	1348	1461
长期借款	4	4	4	4
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	1106	1197	1356	1469
股本	428	428	428	428
少数股东权益	0	2	3	4
股东权益合计	2655	2937	3339	3817
负债和股东权益合计	3761	4134	4695	5286

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	8.9%	11.0%	25.8%	14.3%
EBIT 增长率	23.2%	15.5%	43.2%	18.8%
净利润增长率	17.4%	29.8%	43.1%	18.9%
盈利能力				
毛利率	40.1%	34.3%	34.5%	34.4%
净利润率	5.8%	6.8%	7.7%	8.1%
总资产收益率 ROA	5.7%	6.8%	8.5%	9.0%
净资产收益率 ROE	8.1%	9.5%	12.0%	12.5%
偿债能力				
流动比率	2.4	2.7	2.8	3.1
速动比率	0.8	1.0	1.5	1.7
现金比率	0.3	0.5	0.9	1.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	37.3	36.1	36.8	36.7
存货周转天数	291.5	250.0	200.0	180.0
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.9	1.1
每股净资产	6.0	6.6	7.5	8.6
每股经营现金流	1.0	0.5	1.2	0.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.4	30.0	21.0	17.6
PB	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	16.6	18.1	12.3	10.0
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	216	282	402	478
折旧和摊销	158	35	29	22
营运资金变动	13	(86)	120	(188)
经营活动现金流	428	228	548	309
资本开支	166	(104)	(68)	(77)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(166)	104	68	77
股权募资	19	0	0	0
债务募资	19	0	0	0
筹资活动现金流	(127)	0	0	0
现金净流量	135	333	616	386

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司分业务收入结构	3
图 3: 公司 2019 年分业务利润结构	3
图 4: 中国手表零售商市场占有率	4
图 5: 亨吉利世界名表沈阳 1928 店	4
图 6: 2008-2020H1 公司营业收入变化	5
图 7: 2008-2020H1 公司归母净利润变化	5
图 8: 公司存货周转率变化	5
图 9: 公司存货占总资产比重	5
图 10: 2019 年瑞士腕表主要出口地区 (单位: 百万瑞士法郎)	6
图 11: 香港 VS 大陆: 瑞士出口手表金额 (亿瑞士法郎)	7
图 12: 香港 VS 大陆: 瑞士出口手表金额增速	7
图 13: 全球旅游零售品类销售分布	7
图 14: 全球个人奢侈品消费市场变化	8
图 15: 2013-2019 年中国境内奢侈品市场规模变化	8
图 16: 城镇居民可支配收入变化 (单位: 元)	8
图 17: 中国高净值人群数量变化	8
图 18: 国内化妆品市场结构	9
图 19: 国内高端化妆品销售增速 (亿元)	9
图 20: 高端白酒行业收入增长趋势	9
图 21: 澳门博彩业收入增长趋势	9
图 24: 按价格分瑞士手表出口金额增速	9
图 25: 按价格分瑞士手表出口数量增速	9
图 26: 百达翡丽珍稀工艺系列具备很高的投资属性和艺术价值	10
图 27: 计划购买高端腕表的消费者年龄分布	10
图 28: 计划购买高端腕表的消费者职业发展阶段分布	10
图 29: 中国高端腕表消费者购买目的	10
图 30: 高端腕表市场主要品牌概览	11
图 31: 2019 年瑞士名表前十品牌 (单位: 瑞士法郎)	12
图 32: 2012-2019 年亨吉利名表市场份额估算	12
图 33: 公司前五大供应商概况	12
图 34: 飞亚达在钟表产业链上已经完成了全价值链发展	13
图 35: 飞亚达品牌矩阵	13
图 36: 2011-2019 年公司自有品牌收入	14
图 37: 2011-2019 年公司自有品牌毛利率	14
图 38: 亨吉利名表技术服务中心	14
图 39: 卓致名表技术服务中心	14
图 38: 2018-2019 年公司精密科技收入	15
图 39: 2018-2019 年公司精密科技毛利率	15
图 40: 2011-2019 年亨吉利收入与净利润率	16
图 41: 2011-2019 年亨吉利期间费用及税费变化	16

表格目录

表 1: 飞亚达自有品牌业务矩阵	4
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。