

把脉渠道与品牌价值制高点的时光机

——飞亚达（000026）

2010年7月30日

推荐/首次

飞亚达

深度报告

报告摘要:

- **高端消费浪潮打开名表销售渠道价值的二维空间。**在高端消费风起云涌的大趋势下，如何获得充分的国际名表资源尤其是独家代理权以延伸渠道深度，以及如何通过渠道广度规模经济吸引高端品牌进驻成为手表渠道价值建设的关键切入点。飞亚达纵向渠道的高端化、时尚化运作和横向渠道的多业态多区域延伸，使其可以充分分享高端奢侈品消费的盛宴。
- **二三线城市消费潜力奠定自有品牌全产业链差异化市场基础。**随着收入分配体制改革推进和消费导向的产业升级模式转变，二三线城市的消费潜力释放将成为飞亚达自有品牌手表市场拓展的重要驱动力。同时，国际分工体系下的产业链重塑和国内助推产业升级的相关政策搭建了内外兼修的自有品牌产业链各节点升级路径：配件与材料的高附加值制造、与国际一线品牌同台演绎的渠道提升以及系列化销售战略带来的盈利空间。
- **回归品牌运作本质的 SWOT 四维竞争力仍有发展空间。**公司的核心竞争力在于自有品牌、收购品牌、经销品牌的分层次定位，品牌提升的空间和运作的难度贯穿飞亚达品牌提升优势、中产消费空间广阔、杠杆经营及存货经营弱势的 SWOT 四维竞争模型的始终。这一核心竞争力在形成与同类公司差异化壁垒的同时，拓宽了相关产品的目标人群，从而进一步对渠道铺设和终端网点的可复制性纵深外延奠定了坚实的基础。
- **自上而下与自下而上并行的投资逻辑。**无论是从自上而下的行业逻辑还是自下而上的公司四维竞争力逻辑都充分体现了公司作为手表全产业链龙头的成长空间。暂不考虑非公开增发对业绩的影响，我们预测公司 10-11 的 EPS 为 0.44 和 0.58，给予“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	1086.4	1237.4	1617.3	2183.3	2903.8
增长率（%）	34.91	13.90	30.70	35.00	33.00
净利润（百万元）	64.52	70.07	110.01	145.34	197.62
增长率（%）	5.99	8.59	57.01	32.11	35.97
每股收益(元)	0.26	0.28	0.44	0.58	0.80
净资产收益率（%）	9.62	9.80	15.04	19.30	25.32
PE	50	46	29	23	16
PB	4.86	4.57	4.46	4.33	4.17

银国宏

策略分析师

010-66507301

执业证书编号：S1480207120048

高坤

零售行业分析师

010-66507320

gaokun@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(3.30)

总资产（百万元）1618.1

股东权益（百万元）20.24

每股净资产（元）2.95

市净率（X）4.33

负债率（%）53.31

交易数据

52周股价区间（元）7.48—16.78

总市值（万元）318400

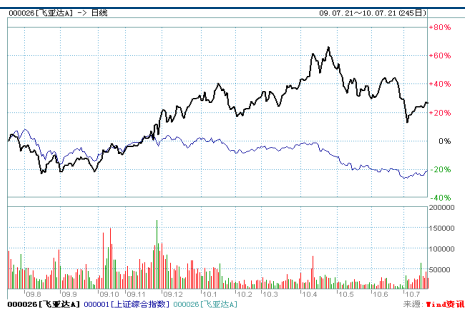
流通市值（万元）101600

总股本/流通 A 股 2.49 亿股/0.79 亿股

流通 B 股 0.58 亿股

52 周日均换手率 2.95

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 高端消费浪潮打开名表渠道价值提升空间	4
1.1 高端化、品牌化引领消费新趋势	4
1.2 渠道深度踏寻高端市场浪潮	6
1.3 渠道广度形成盈利空间良性循环	9
2. 中端消费潜力铸就全产业链自有品牌市场	12
2.1 二三线城市消费潜力奠定自有品牌外部市场基础	12
2.2 珠三角产业升级助推自有品牌内部转型	13
2.3 自有品牌全产业链差异战略	15
3. SWOT 框架下的隐形翅膀	18
3.1 品牌提升空间较大的盈利优势	18
3.2 融资突破短期高杠杆经营弊端	19
3.3 品牌竞争带来的存货管理弊端	20
3.4 中产阶级主流消费趋势下的高端时尚化成长空间	21
4. 盈利预测与投资评级	23

表格目录

表 1: 2009 年瑞士手表出口市场 Top 10	5
表 2: 手表等级划分体系	7
表 3: 零售细分业态连锁经营要素对比	9
表 4: 香港买表渠道深度差异化定位对比分析	10
表 5: 上市名表连锁公司渠道广度细分指标对比	12
表 6: 手表制造价值构成	16
表 7: 可比公司上下游控制力对比分析	18
表 8: 各国中产阶级概况对比	22
表 9: 飞亚达主要行业 2010-2012 预测	23
表 10: 可比公司相对估值对比	24
表 11: 飞亚达绝对估值结果汇总	24

插图目录

图 1: 中国奢侈品市场品类分布.....	4
图 2: 我国手表进口数量及金额变化趋势.....	4
图 3: World distribution of Swiss watch exports	4
图 4: 品牌偏好人群分类分解.....	5
图 5: 国外名表销售份额及毛利率变化趋势.....	6
图 6: 新宇亨得利批发、经销模式图.....	7
图 7: 68 站时尚品牌独立渠道运作模式.....	9
图 8: 手表连锁经营现金、存货经营内循环图.....	10
图 9: 连锁经营公司经营及现金流对比.....	11
图 10: 与新宇亨得利的规模及盈利对比.....	11
图 11: 零售网点区域分布变化.....	11
图 12: 亨得利连锁终端区域分布图.....	12
图 13: 亨吉利连锁终端区域分布图.....	12
图 14: 二三线代表城市经济指标趋势分析.....	13
图 15: 手表及男装品牌渗透不同类型城市比例.....	13
图 16: 手表制造微笑曲线.....	14
图 17: 中国各经济圈三产占比对比.....	14
图 18: 我国手表出口单价变化趋势.....	15
图 19: 飞亚达自有品牌相对份额和毛利变化趋势.....	17
图 20: 公司三项费用率变化趋势.....	17
图 21: 飞亚达 SWOT 竞争力分析.....	18
图 22: 飞亚达与宜进利盈利能力变化趋势对比.....	19
图 23: 飞亚达资产负债率与同类公司对比分析.....	20
图 24: 飞亚达酒店及物业资产规模及盈利变化趋势.....	20
图 25: 中国奢侈品消费渠道.....	21
图 26: 境内外奢侈品消费份额分布.....	21
图 27: 飞亚达、潮宏基收入增长与城镇居民收入增速相关性分析	22

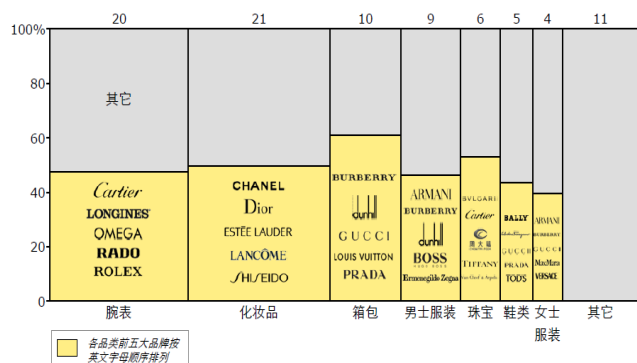
1. 高端消费浪潮打开名表渠道价值提升空间

1.1 高端化、品牌化引领消费新趋势

1.1.1 高端化引领消费新风向

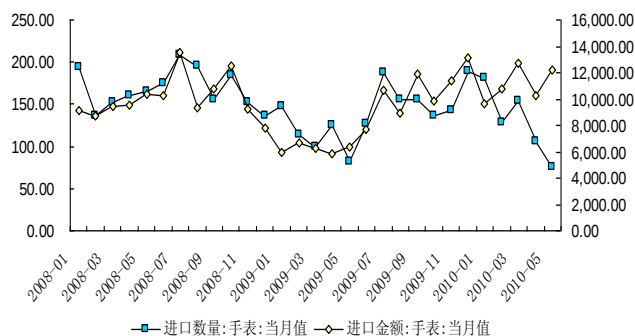
手表在满足实用功能的同时，更兼具了装饰功能，在钟表业的竞争中，附加功能里的设计是钟表业发展的大趋势。从 08 年奢侈品消费构成来看，名表消费是奢侈品消费的主要品类，达到了 20 亿美元，占比近 1/4。目前国内手表消费市场容量为 300 亿—400 亿元人民币，其中高档手表市场份额超过 100 亿元人民币，但对比于国际水平，国内名表消费仍有相当大的增长空间。近年来手表进口呈现出量价齐升的态势，进口金额增速今年年初以来明显超越进口数量金额，名表消费者结构进一步改善，市场基础更为稳固。

图 1：中国奢侈品市场品类分布



资料来源：贝恩，东兴证券研究所

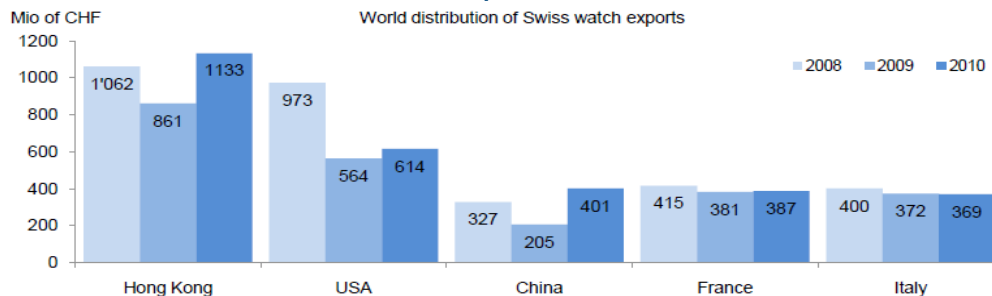
图 2：我国手表进口数量及金额变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

而从名表进口的最大来源国瑞士的对应出口口径来看，腕表是瑞士手表产品出口的主要组成部分，在 2009 年度，价格在 200 瑞郎以下的腕表出口额和出口数量均下降了 17%；价格在 200- 500 瑞郎之间的腕表出口情况最好，出口额和出口数量分别下降了 4.7%和 3.9%。腕表出口中国的金额为 700.4 百万瑞郎，同比下降 15.2%，远低于美、日等发达国家，体现出较为强劲的抗危机特质。而从瑞士表的出口分支来看，香港独占鳌头，中国今年以来的追赶势头也首次超越了法国和意大利。

图 3：World distribution of Swiss watch exports



数据来源：SES, 东兴证券研究所

研究发现奢侈品开支与收入并不直接成正比，而是随着收入的增加，奢侈品开支的增长通常比收入的增长快 40%。中国现在是世界上仅次于日本的第二大市场，并预计将在未来 5 至 7 年成为全球最大的奢侈品市场。

表 1：2009 年瑞士手表出口市场 Top 10

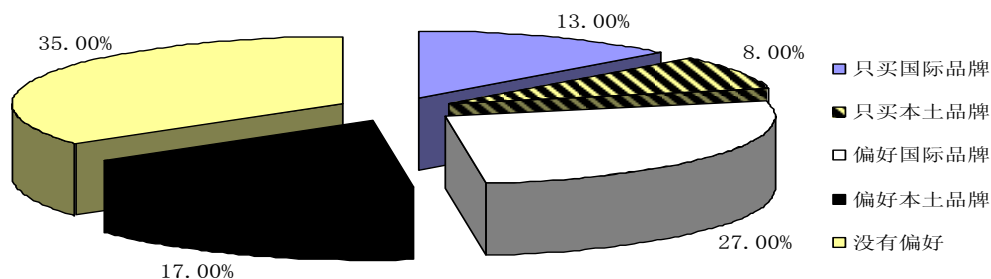
	国家或地区	出口额（百万瑞郎）	增长率
1	香港	2,167.90	-19.70%
2	美国	1,470.40	-37.90%
3	法国	968.70	-14.40%
4	意大利	900.00	-13.90%
5	德国	794.00	-13.00%
6	日本	768.40	-33.50%
7	中国	700.40	-15.20%
8	新加坡	673.90	-13.90%
9	英国	544.50	-15.10%
10	阿联酋	438.00	-34.90%

数据来源：SES, 东兴证券研究所

1.1.2 品牌渠道成为名品销售的核心要素

与其他高端消费品一样，技术工艺已经不能完全体现出一个产品的核心价值，品牌成为镶嵌在产品内部的无形、无限的价值内涵。与其它国家相比，中国消费者的品牌意识更强，18-30 岁年龄层的消费者对于国际品牌的青睐程度最高。71%的中国消费者将品牌视为升级的关键原因。与之相比，西方世界中只有 21%的美国居民和 17%的欧盟居民愿意支付更多的钱来购买品牌。

图 4：品牌偏好人群分类分解

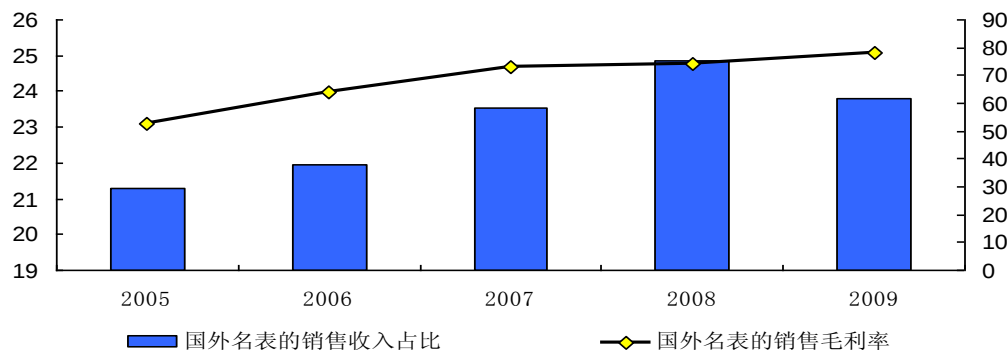


数据来源：东兴证券研究所

我国目前没有品牌偏好的人群和偏好国际品牌的两大类人群占比达到了 60%，前者略占上风。一二线品牌的世界名表每年至少涨价一次，这已成为惯例，多数都会选择在三四月份，涨幅一般控制在 10%以内。而涨价的原因，除了税率上调、原材料上涨、款式变化等因素，其实也是名表保值、乃至实现增值的一种手段。只涨不跌的策略，实际上是品牌忠诚度的另一种体现。品牌消费趋势将随着居民收入的整体上扬而呈现杠杆式的倍增，并将最终加码偏好国际品牌的天秤。

结合这一方向，如何获得充分多的国际名表品牌尤其是独家代理权，以及如何通过连锁终端的规模经济吸引高端品牌进驻成为手表渠道价值建设的关键切入点。渠道的价值主要取决于其所达到的广度和深度，所谓深度主要是拥有代理，尤其是独家代理权的品牌种类和层次，而广度主要是指渠道所能覆盖的终端地区和终端业态类型。飞亚达的中档自有品牌渠道、时尚 68 站渠道和亨吉利经销渠道无疑构成了错落有致的三色堇渠道深度，而亨吉利遍布全国的 100 多家门店和包含百货、专卖店、旗舰店在内多种业态分布也充分体现了其渠道铺设的广度。

图 5：国外名表销售份额及毛利率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

无论是渠道的深度拓展还是广度延伸，飞亚达都找准了自身核心的细分市场和代理品牌的广泛市场，在形成名表连锁企业不可复制的完全自有品牌核心竞争力（而非亨得利的收购品牌）的同时凭借代理的多层次性形成了可复制的连锁及渠道规模网点。此外，与香港名表连锁的区域错位和与国际高端品牌自建渠道的定位差异使得飞亚达终端渠道的市场份额可以充分分享高端奢侈品消费的盛宴。公司国外名表相对于飞亚达自有品牌的销售份额除 09 年受到金融危机原产地购买分流的影响外，整体呈现稳步上升的格局；而在盈利方面，面对上游供应商的强势垄断地位，依然实现了渠道利润基础的逐年攀升，充分体现了公司渠道广、深价值的不断提升，以及由此带来的对上游议价力的良性循环。

1.2 渠道深度踏寻高端市场浪潮

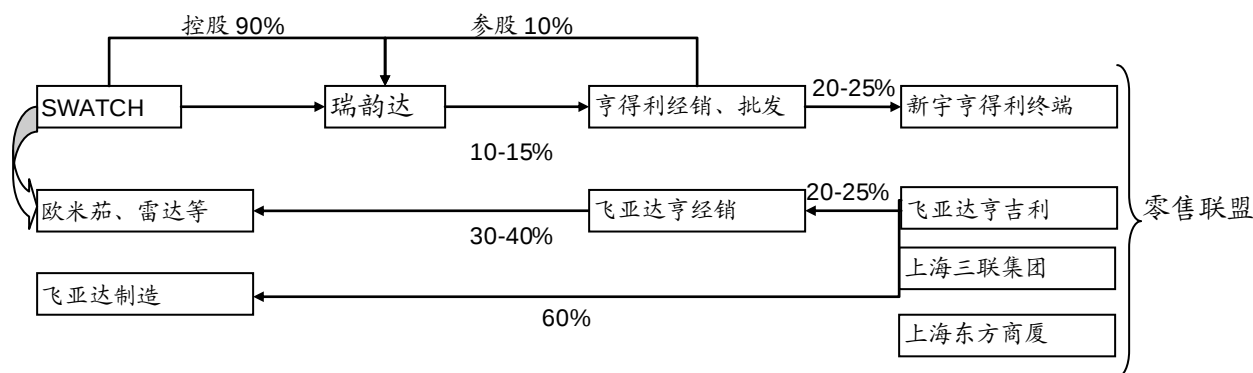
1.2.1 经销品牌的高端化覆盖

分销渠道模式有两个分别是：供应商→总代理→（各省代理）→零售商→消费者和制造商→代理商→消费者。即生产的产品直接通过自己的销售点向消费者卖出和代理其他名牌产品的销售。

一线名表供应商基本能直接主导零售终端的价格，渠道商几乎没有定价权且议价空间有限。强大的渠道网络也即渠道广度成为吸引供应商并获得渠道利润甚至是独家代理权的关键因素，从而进一步提高议价能力。同时铺建批发网络，可以直接从供货商处以较低价格采购，而无需从其他批发商处以较高价格采购，赚取更高利润，促进网点和渠道的密集拓展，形成良性循环。

公司除了买断的三个时尚品牌进行独家代理外，飞亚达代理的 30 多个国际品牌全部高端品牌均为经销，并采用一级经销模式，即不设立区域分级代理来保证渠道利润不随着层级增加而不断下降，因此也不涉及毛利较低的批发业务。亨得利代理的国际品牌约 50 个，其中 19 个为国际著名品牌，17 个为独家代理。运作模式不同于飞亚达，主要是通过联合供应商参股、控股批发、经销公司，成为大牌供应商的战略合作者。以 2004 年欧米茄及雷达表的代理模式为例，亨得利联合多家企业形成售联盟经由新宇亨得利采购欧米茄及雷达表，新宇亨得利按照零售采购价格从瑞韵达采购手表后，再加上差价向其他联盟内成员出售手表，新宇亨得利继续将此部分销售额记入批发业务销售额。由于亨得利拥有部分品牌为全国独家代理权，其批发业务毛利率将近 10%-15%，再加上零售 20%-25% 的毛利率，在某些品牌上，总体毛利率可达 30% 以上，高出亨吉利近 10 个百分点。

图 6：新宇亨得利批发、经销模式图



资料来源：东兴证券研究所

名表渠道商的盈利因素依然体现在广度和深度两个方面，通过拓展代理品牌层次实现渠道深度对下游的控制力，通过多种形式拓宽渠道广度改善相对于上游供应商的弱势议价能力，从而形成纵贯上下的渠道价值提升。前者可以增加单店销售收入，在终端零售成本相对固定的条件下，带来净利润的增长；后者则可以通过提高对供应商的议价能力，建立与供应商的稳定合作关系，获取代理权甚至独家代理权，进一步形成渠道深度拓展的良性循环。

表 2：手表等级划分体系

等级	特点	适合人群	代表品牌	飞亚达经销、代理品牌
特级表	制作复杂、技术及品牌含量高、产量有限	高端消费人群	百达翡丽；爱彼；江诗丹顿；A.LANGE&SOEHNE；宝玑；ROGER DUBIUS 豪爵；PARMIGIANI 帕玛强尼等	江诗丹顿、宝玑、宝珀、爱彼（AP）、
一等一类	复杂功能表在其产品中	中国高薪层身份的	劳力士；IWC 万国；积家；卡地亚；萧	劳力士

等	占相当比例,或者机芯打磨够水准, 品牌定位高	经典表	邦; 伯爵	(ROLE X)、卡地亚、万国、积家、萧邦
一等二类	机芯与打磨一般但有复杂功能款、有创意和功力	中国高薪玩表人	增你智(真利时); KELEK; 昆仑; DANIEL ROTH ; GERALD GENTA 尊达 ; UNION(德国); CHRONSS 瑞宝 ; PANERAI 沛那海; 欧米茄	欧米茄 (OMEGA)、
二等一类	用 ETA 的中坚力量, 多偏于 ETA 高级芯, 有一定改造与打磨工艺或设计着重突出	中国中产阶层有性格人士	百年灵; 帝舵(借劳力士的光); TAG HEUER 豪华(豪雅); PAUL PICOT ; MARTIN BRAUN; 名仕; 艾美; PORSCHE DESIGN 保时捷等	帝舵、名仕
二等二类	用 ETA 中低级芯的中坚力量, 改动不大, 打磨一般, 工具性强, 价位五千至一万五左右	适合中国百姓阶层消费	雷达; 摩凡陀; ETERNA 绮年华(品质与保时捷有差别); XEMEX ; REVUE THOMMEN 梭曼; PERRLET; SCHWARZ ETIENNE; 浪琴等	雷达、浪琴 (LONGI NES)
三类	用 ETA 基础芯的平价货, 但质量有保证, 正宗厂家品牌, 价位多数万元以下	为玩表人的基本款式	ORIS 豪利时; 天梭; HAMILTON 汉米尔顿; MIDO 米陀; ZENO; MARCELLO C; DAVOSA	ORIS 豪利时、天梭
四类	用 ETA 廉价芯或日本芯, 质量还说得过去, 一二千元左右	中国平民阶层最常接触的“瑞士表”大都属此列	梅花; 英纳格; 罗马; 西马; 依波路; 百浪多; 艾其华等	梅花
五类及六类	廉价机芯或是进口机芯、品牌质量相对较差	大众消费品牌	精工; 西铁城; 东方(双狮); 卡西欧及中国大陆表	飞亚达

资料来源: 东兴证券研究所

1.2.2 收购品牌的时尚化运作

· 首先在时尚自有品牌的运作上。公司突破了之前稳步“自建式”的发展, 首次尝试“借力式”的收购模式。收购之前做代理的“Emile Chouriet”品牌, 以突破高端腕表的存货周转速度弊端和对腕表相对弱势的渠道控制力, 从而最终形成了毛利率和现金流水平的改善。艾米龙去年达到 150% 的高速增长, 今年仍有望维持 100% 以上的增速, 未来更长一段时间内将与劳力士等高端品牌 40% 左右的平均速度保持一致。

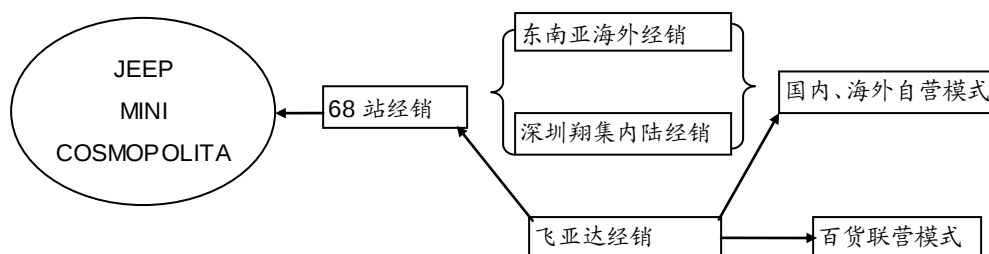
瑞士艾米龙源自 1685 年, 是欧洲历史最悠久的钟表品牌之一。凭借着公司 300 多年锤炼而成的深厚的历史文化底蕴, 结合现代先进的加工工艺, 不断推陈出新。其面市的作品风格独特, 自成一体, 如: EC2000、时光之翼、建筑师、奥德赛等, 均为经典之作。设计背后, 或是蕴含着一个动人的故事, 或是阐述着一个典故, 或是展现了一个题材。这正与飞亚达的系列表款战略不谋而合。其中流线翼形是艾米龙表区别于其他世界名表的核心价值所在, (如劳力士的蚝式、欧米茄的星座、卡地亚的坦克、

爱彼的皇家橡树等）这一外观设计打破了历年来千篇一律、呆板的格调，极富创意与时尚动感，是华贵而不流古，时尚而不浮躁的表坛杰作。

·其次在时尚渠道的铺设方面。公司于去年在香港成立了“68 站有限公司”，68 站主要运营国际知名品牌授权的时尚品牌手表，产品销售区域为中国大陆和东南亚市场。为了更好地衔接 68 站业务，公司决定成立深圳市翔集商贸有限公司作为时尚品牌手表中国地区营销公司，为 68 站的全资子公司，注册资金 500 万元，两者均不涉及终端，以经销为主并完全与飞亚达的经销渠道并行而不重合，现阶段仍是处于“飞亚达渠道的培育期”，随着时尚品牌市场的逐步打开，必然改善渠道和终端整体的资金压力和网点铺设成本。

深圳翔集商贸有限公司实际上是作为香港 68 站有限公司的子渠道而存在。目前在全国开通了 20 个多个渠道，一方面是依托百货商场的渠道，另一方面是做时尚品牌的经销。现阶段仍以自营为主，经销今后将是主要方式，海外经营已经全部实现经销模式，毛利率在 40-50%区间范围内。

图 7：68 站时尚品牌独立渠道运作模式



资料来源：东兴证券研究所

1.3 渠道广度形成盈利空间良性循环

1.3.1 现金与存货的内循环成为连锁渠道盈利的关键要素

不同于进入壁垒较低、可复制的超市连锁和区域分割严重的百货连锁，对于手表等奢侈品连锁企业而言，自身对于国际一线品牌供应商的议价能力较弱且存货周转速度慢于超市经营的必选消费品和百货经营的可选消费品，在新开门店的一次性投入中，铺货资金占比就高达 70-80%。充足的现金流和产品周转速度的相互内循环成为手表专业连锁经营内涵业绩增长和外延进一步扩张的关键经营要素。

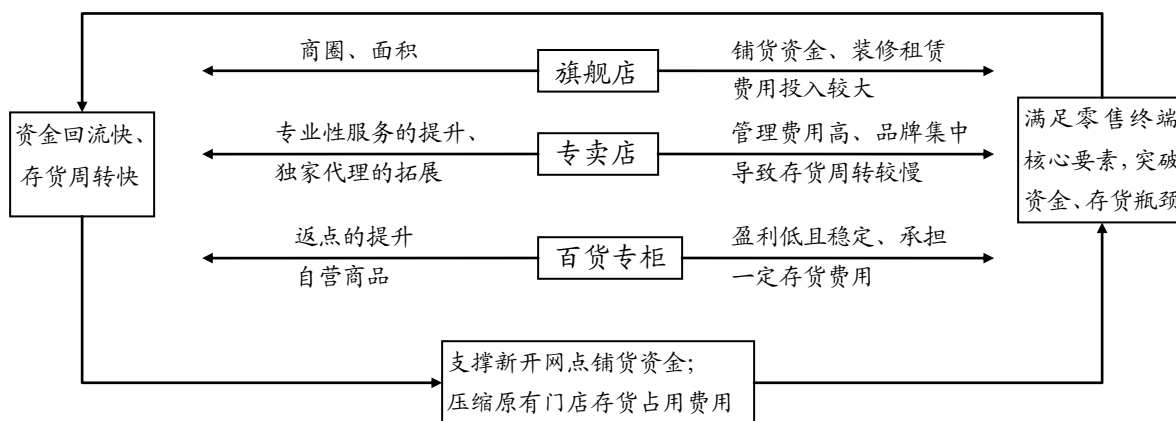
表 3：零售细分业态连锁经营要素对比

细分业态	关键因素	制约因素	企业代表	细分业态
超市连锁	标准化复制、供应链管理、信息化建设	配送、物流中心辐射范围有限	华联综超、人人乐	便利店、大卖场、综超、标超、生鲜超市
百货连锁	商圈资源、与地区文化、消费习惯相适应的品	区域代理地方割据、已有商圈饱和、资金	天虹商场、王府井	传统百货、购物中心、奥特莱斯

	牌、差异化和定位	及相关政府资源要求较高	
奢侈品连锁	上游供应商资源、充裕现金流、零售终端纵深拓展的掌控能力	存货周转较慢、对上游控制力较弱	名表连锁、珠宝连锁、服饰专卖连锁、家具连锁

资料来源：东兴证券研究所

图 8：手表连锁经营现金、存货经营内循环图



资料来源：东兴证券研究所

目前国内 A 股上市的公司中没有钟表连锁可比公司，主要集中在港股的新宇亨得利、东方表行、英皇和宜进利四家。而在这四家中，新宇亨得利无论从规模网点还是从代理品牌的覆盖上来说都好于亨吉利，其扩张主要是依靠并购这一快速有效提升业绩的方式，但两者优势区域的错位，品牌的错位和产业链范围的错位都使之并不存在激烈的竞争关系，其余三家港股钟表连锁公司的大部分业务主要还是集中在香港、台湾及亚洲地区，在内陆暂不对亨吉利构成威胁。

表 4：香港买表渠道深度差异化定位对比分析

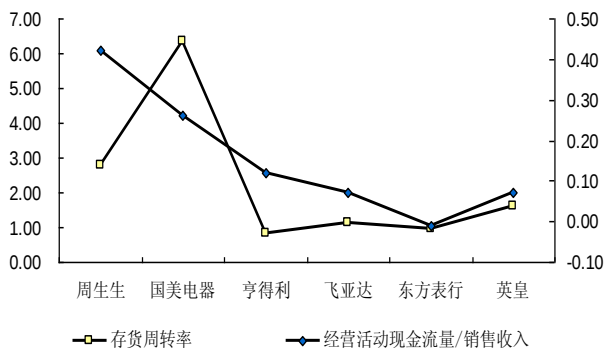
终端类型	优势	劣势	适合人群	品牌定位
品牌 DFS	品牌较多、商品正、有时尚类手表出售	品牌款式有限、折扣固定	游客、没有特定购买目标	中档、大牌表
品牌专卖店、专柜	产品正、款式全、可以遇上商场活动	折扣较少	品牌忠诚消费者	亲民表
代理表行	价格可以商谈、折扣率低	手表可能有水货等等	购买价格较贵、专业买家	高档表

资料来源：东兴证券研究所

从钟表连锁经营的核心要素来看，充裕的现金流和较快的存货周转率能够较快的形成利润并进一步支持连锁规模的扩张甚至是大规模的并购。我们对比四家钟表连锁公司的这两项指标可以发现：就绝对值而言，钟表连锁企业反映周转速度和现金流水平的两类指标明显低于家电和黄金饰品连锁企业；飞亚达的现金流占比水平仅次于亨得

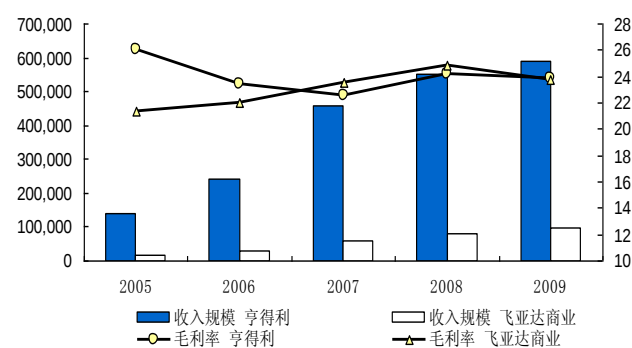
利，与自身相对较低的销售规模有一定关系；从存货周转率来看，由于包含一部分制造业存货和定位相对低的温瑞表，周转率高出亨得利 37%，略低于英皇同期水平。

图 9：连锁经营公司经营及现金流对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 10：与新亨得利的规模及盈利对比



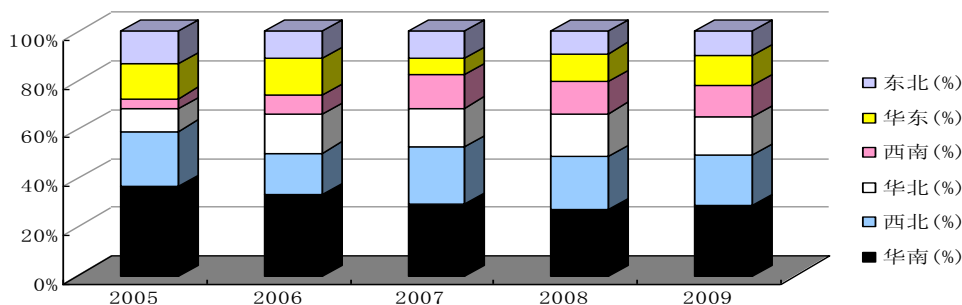
资料来源：WIND，东兴证券研究所

与最强的竞争对手新亨得利相比，两项核心经营要素中存货周转略占优势而现金流水平则会随着销售规模的扩大而缩小飞亚达自身的相对优势，公司商业部分高达 39.88% 的年均复合增长率也高出亨得利 6 个百分点。但从盈利趋势来看，随着公司高端品牌和时尚化品牌定位的同步推进，必然带来盈利能力的稳步提升，从而增加单位收入所创造的净现金流，而品牌多层次化带来的对百货联营扣点的议价能力和对终端消费者的影响力，或也能提高通过应付、预收形式占用的现金流量。

1.3.2 多业态多区域渠道广度纵横同步拓展

截至 2009 年末，亨吉利名表销售网络达到 130 家（其中亨联达 29 家），目前优势区域集中在西北和华南，今后仍将保持每年 20-30 扩张步伐。中等二线城市将成为重点覆盖的城市类型，区域均衡化布局的趋势会越来越明显。公司现有的终端类型包括独立经营和联合经营两种方式。独立经营即在新开店所在城市设立分公司，直属亨吉利总部；联合经营方式即进驻当地高档商场或 shoppingmall 开设店中店，平均扣点在 20% 左右；此外，与新亨得利联合经营的亨联达一般会有一定比例的水货，以抵御“温瑞表”，大约有一个亿的收入，利润与亨得利各获一半；至于加盟这一连锁方式，由于对上游供应商相对弱势的背景和维修配件等方面的管理，短期内难以推进。

图 11：零售网点区域分布变化



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

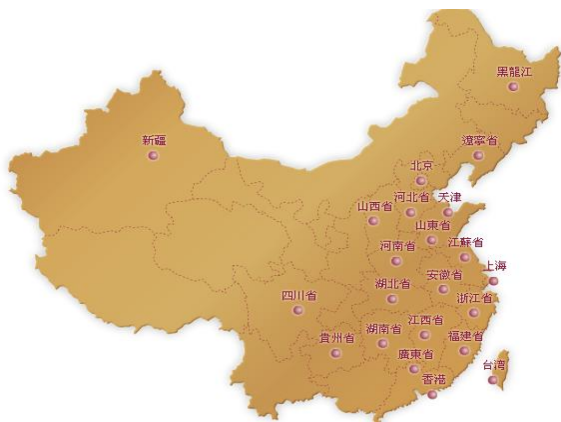
我们以零售终端的规模和所覆盖的区域来衡量公司的渠道广度价值。对比可以得出以下三个结论：首先，飞亚达旗下的亨吉利是覆盖内陆区域最广的手表专业连锁公司；其次，飞亚达门店数量仅为亨得利的一半左右，而销售规模则为对方的不到 1/4，充分体现出其盈利能力的差距和提升空间；最后，相比亨得利和宜进利的零售店细分类型，亨吉利还略显单薄，但随着 MINI、JEEP 等多种时尚风格品牌专卖店的陆续投入，公司将有望分享消费市场长尾效应的红利。

表 5：上市名表连锁公司渠道广度细分指标对比

（亿元）	销售规模	门店数量	零售店类型	覆盖区域
亨得利	37.42	270	「三宝名表」13（香港 2 内地 10）、「亨得利」 ／「盛时表行」186、「TEMPTATION」19 以 及单一品牌专卖店 52。	大陆 20 省、台湾、香港
飞亚达	8.08	130	亨吉利（高端）、亨联达（中低端）	大陆 31 市、香港
东方表行	7.04	54	东方表行、瑞士表行	大陆 20 市、香港、澳门
英皇	0.13	41	英皇珠宝店、英皇钟表珠宝、专卖店	北京、天津、太原、无锡、上海、 福州、重庆、广州、香港、澳门
宜进利	26.41	108	时间区(Timezone)、名表新天地(Trendy Trendie) 和所罗门(Solomon)	大陆 20 省、香港、澳门

资料来源：东兴证券研究所

图 12：亨得利连锁终端区域分布图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 13：亨吉利连锁终端区域分布图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

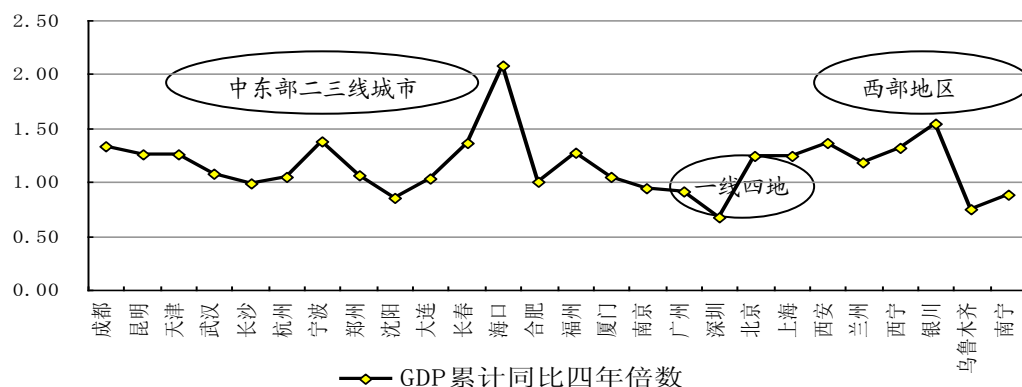
2. 中端消费潜力铸就全产业链自有品牌市场

2.1 二三线城市消费潜力奠定自有品牌外部市场基础

在过去二十年间，家庭占国民收入的份额从 72% 滑落至 56%，而企业占国民收入的份额却从 14% 提高到 22%。制度与发展模式成为压制我国居民真实消费需求的长期瓶颈。但随着收入分配体制改革推进和消费导向的产业升级模式转变，二三线城市的

消费潜力释放将成为飞亚达自有品牌手表市场拓展的重要驱动力：收入分配体制改革对中低端消费能力的拉动将直接提升平均价位 2000 元左右飞亚达手表消费人群的迅速扩大，从而取代天王等国内低端品牌手表；另一方面，城镇化带来的区域经济升级发展一定程度上提升了二三线城市的边际消费倾向，但同时受制于消费能力的相对有限，时尚化、主题化鲜明的飞亚达有望成为衔接“中间地带”的强势自有品牌。从各地 GDP 累计同比倍数长水平可以看出，东部地区的二三线城市以及中西部地区的省会经济圈辐射城市呈现明显的增长态势。

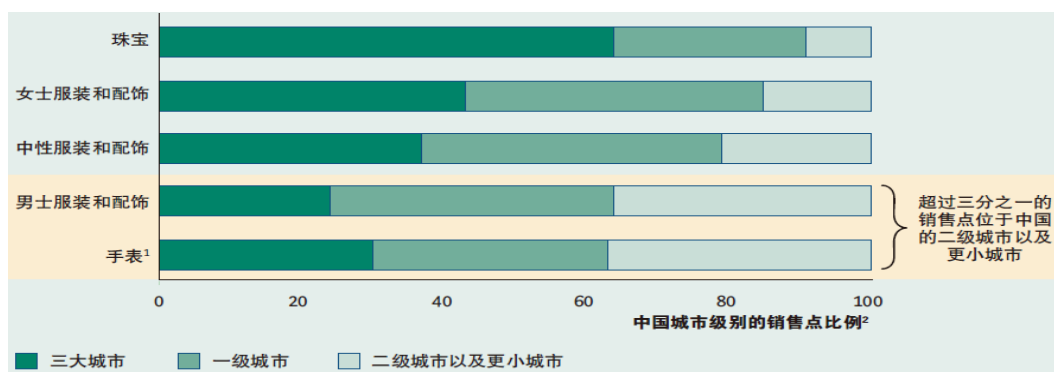
图 14：二三线代表城市经济指标趋势分析



资料来源：WIND，东兴证券研究所

中等二线城市将成为今后飞亚达重点覆盖的城市类型，这一战略与我国现阶段买表消费的区域分布趋势不谋而合。许多超高端品牌（如百达翡丽）主要侧重于三大城市：北京、广州和上海；而高价品牌（如登喜路和巴宝莉）已经在二线城市以及更小城市建立了大量销售点。

图 15：手表及男装品牌渗透不同类型城市比例



资料来源：BCG, 东兴证券研究所

2.2 珠三角产业升级助推自有品牌内部转型

2.2.1 国际化分工体系之下的产业链重塑

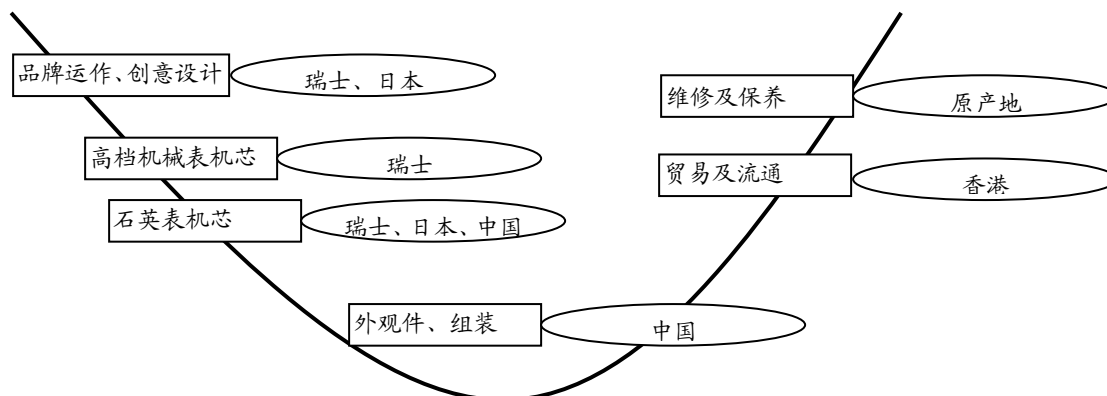
手表制造涉及众多行业，以人力资源为例包括：工程师、绘图师、设计师、零件制造者、数控机床操作者、冶金学者、化学专家、工艺师、装配师、调校师和测试师等众

多角色。而全球化是世界钟表业发展的一个重要特点，如此多的角色需要众多成本最优化的节点进行排列组合成完整的钟表价值链。

我国钟表制造业已经逐渐形成以中小企业为主体的集群式发展的结构，民营企业 and 三资企业迅速扩张（占企业总数 70%以上），包括广东珠三角地区、福建、浙江、江苏、山东、天津等六个主要产区。各产区都具备较完整的钟表加工制造产业链，从材料到成品自然形成了上、中、下游之间产业群体完整而灵活的产业链，逐渐发展成为具有较强竞争力的产业集群区，从原材料、配件、外观件、机心到成品的完整产业链，无论从新产品开发周期，还是从产品的性价比来说，都是全球竞争力最强的制造中心。

虽然目前中国是世界钟表业的主要生产基地，但仍处于价值链的最末端。诸如品牌运作、创意设计和贸易流通等高附加值节点主要在瑞士、日本及香港等经济发达地区，而包含组装、外观件、配件生产等低附加值节点则主要集中在我国。

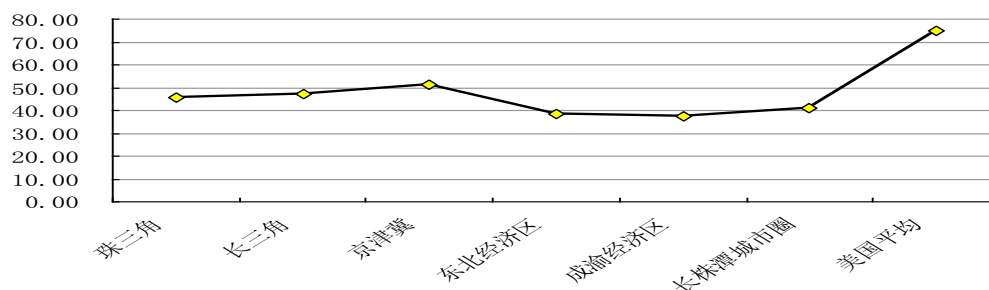
图 16：手表制造微笑曲线



数据来源：东兴证券研究所

虽然我国手表出口量已达到 12 亿只，占世界的 80%，但出口金额只有 13.6 亿美元，占世界的 14%。随着民工荒及人口红利的逐渐削弱，向产业链两端发展的产业升级成为突破我国手表产业劳动密集型瓶颈的必然路径。东部的珠三角、长三角以及京津冀三大经济圈中，珠三角的三产占比明显落后，与美国平均水平相差了近三十个百分点，无论是从升级的空间还是从升级的紧迫性而言，珠三角的传统制造业都首当其冲。

图 17：中国各经济圈三产占比对比

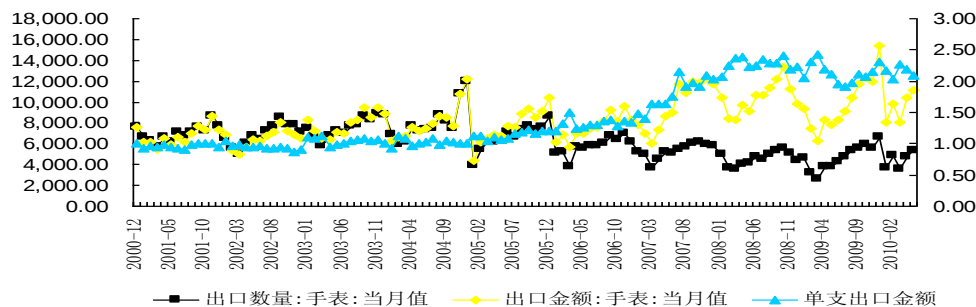


数据来源：WIND，东兴证券研究所

2.2.2 政策主导的产业链升级萌芽

随着金融危机带来奢侈品转移浪潮对我国手表制造尤其是腕表制造的冲击，国内以飞亚达为代表的高端化、时尚化品牌再塑造成为助推微笑曲线上扬的重要力量，并已经出现积极效果，单支手表出口金额呈现明显攀升趋势。同时，相关的配套政策环境也为产业升级带来重要推力，形成了内部主动和外部助动，内外兼修的产业升级路径。

图 18：我国手表出口单价变化趋势



数据来源：WIND, 东兴证券研究所

传统产业基地调整方面：位于深圳光明新区的内衣、模具、钟表三个传统产业基地，土地用途近日正式确定调整，部分用地改为高新技术类项目用地。对钟表产业基地，在引进了包括依波精品、精瑞机芯等企业后，包括飞亚达、天王表以及部分瑞士名牌钟表等一批重大项目也已递交落户申请。为创造钟表创新企业孵化基地的沃土，光明新区有意适当扩大引进精密仪器仪表等精密制造业项目。

税收优惠方面，飞亚达旗下的精密计时制造有限公司自2009年1月1日起执行国家需要重点扶持的高新技术企业低税率税收优惠，企业所得税率为15%，期限为2009年1月至2011年12月。此外，公司开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用，未形成无形资产计入当期损益的，也可以在规定据实扣除的基础上，按照研究开发费用的50%加计扣除。

最低工资标准方面：6月8日，深圳公布了《最低工资标准调整方案》，该方案宣布自7月始，深圳市关内外最低工资标准将统一提高至1100元/月，关内外涨幅分别达到11.4%和22%。这也创下了深圳历年最低工资标准调整的最高幅度。

2.3 自有品牌全产业链差异战略

与新宇亨得利的自有品牌不同，飞亚达手表制造是从最初的中低端手表，成长到如今的生产外包，集中于价值链高端节点模式的完全自有品牌的生产，而亨得利是从名表连锁起家，发展到一定规模后通过收购瑞士名表品牌“尼维达”、“奥尔玛”和“龙马珍”等而拥有自有品牌，但目前这些品牌的生产制造依然分包给第三方。前者是通过产业链向后端延伸，后者是通过向产业链前端间接延伸而实现的自有品牌战略。

2.3.1 独特技术提升核心与配套双轨并行的价值链空间

一般意义上的手表制造价值最大程度上决定于机芯，瑞士腕表的机芯占到整体价值链的50%以上。但随着消费个性化浪潮的掀起，制造过程中从原料到配件也有不同的

增值功能。总体来说，对于手表制造的价值链节点，机芯和差异化、多功能化的配件、材料以及由此衍生的相关服务是提升节点整体价值的两个关键要素。

表 6：手表制造价值构成

增值要素	增值原理
原料	由黄金、白金和其它昂贵的材料 制成的手表 将花费更多
原整性	除手表以外，盒子、发票、胶牌及其它购表时包含的东西都会影响表的总价值
宝石数量	宝石可减少零件之间的摩擦，手表可运行得更顺滑和加长使用寿命
质素	除了黄金或白金的本身价值以外，这两种材料能够持续数十年不受自然界影响；因此，最有价值的古老手表通常都使用了 黄金或白金作为表壳和一些机芯零件
衍生功能	功能越复杂，价值越高 问表 Repeater, 追针计时 Split second, 陀飞轮 Tourbillon, 万年历 Perpetual calendar, 月相 Moon phase, 深潜 Scuba diving, 两地时间显示 G.M.T., 动力储存显示 Power reserve indicator, 逆跳 Retrograde, 多日炼 Multi-days, etc

资料来源：东兴证券研究所

就机芯这一核心价值点而言，飞亚达自主研发的机芯目前主要用于航空机芯，而民用手表则是进口机芯，根据手表的定位不同，集中于瑞士和日本两国。从长期战略来看，加大民用表自主机芯的研发将是一个重要的发展方向，在提升工业制造部分毛利的同时也形成了核心的进入壁垒，与此同时一定比例的研发费用可能部分削弱毛利的成长空间。目前全球机芯市场整体呈现供不应求的格局。同样按照制造+渠道终端模式经营的宜进利通过其天津海鸥制造部在中国成为提供优质机械机芯的重要供应商。占据了约 40% 的市场份额，宜进利现阶段的生产能力为 600 万支，且其生产利用率高达 80%，而飞亚达现在的年均产量近 20 万支，没有自主的民用机芯，无论从产量的扩张还是毛利的提升均有较大的空间。

相对于机芯就配件而言，通过服务和概念的注入较容易形成低成本，高毛利率的差异化。飞亚达除了应用航天表、太空强化钛等新技术、新材料，为顾客提供差异化的技术和工艺体验，也在专业化维修服务和金、玉等概念性材料应用上积极探索。飞亚达表返修率基本与行业 3% 左右的水平一致，但这一部分的毛利率高达 70-80% 左右。

钟表作为精密机械制造产品具有一定独特性，对工艺、原材料、机械加工都有高标准的要求，因而钟表制造中形成了一套科技含量很高的加工技术。这套加工技术不仅提升了钟表品牌产品的价值，同时也为产品的差异化提供了技术支撑。依托于大股东中国航空工业技术、人才基础的飞亚达公司，自成立伊始就十分关注手表技术和新材料的研究及应用，并由此形成了差异化的航天表系列。飞亚达的制作一环主要分为航空用表和民用表两大块业务，已累计申请专利 119 项，其中发明 3 项，实用新型 9 项，外观专利 107 项，成功研制舱外航天表，成为世界三大航天表品牌之一，自主研发和设计实力在国内手表市场独占鳌头。

2.3.2 渠道优势拉开与国际一线品牌同台演绎大幕

与目前港股上市的可比公司相比，公司是唯一一个拥有双轨渠道的代理商，双轨制一方面实现了自有品牌的跨越式平台发展，另一方面通过范围经济突破了国际品牌低周转率的资金制约瓶颈。

自有品牌的毛利率较高，产品定价和存货管理方面也更具有弹性，同时还可以充分利用自有渠道优势进行推广，强化自有品牌价值，相比因供应商或分销商的业务政策变动风险而言更具控制力。飞亚达本身就是从自有品牌起家，逐步扩展至名表连锁领域，并将自有品牌有效嫁接至中高端品牌，并在同一平台经营的典范。公司自有品牌的渠道嫁接主要通过系列滚动开发的模式进行，即时通过客户的体验反馈进行弹性管理，发挥了自有品牌渠道捷径化特点，使市场终端信息和设计前端信息在最短时间内得到有效接洽以做出有效调整。

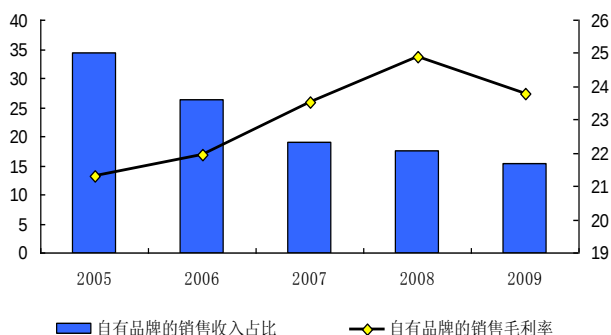
2.3.3 系列化销售提升时间载体内涵空间

在消费升级的浪潮下，手表不仅仅是承载时间的工具，更是一种身份和喜好的符号，飞亚达现开发的十个系列，逐步从单纯意义上的外形、材料特质意义过渡到赋予内涵故事和职业意义的系列，以印象城市系列最为典型、成功。公司每年平均有大系列、小系列各一个，每个平均销售上千万，最新主打的是摄影师和凯旋大小两个系列。在未来 2-3 年内，公司将逐步形成 1-2 个核心系列，5 个主打系列和 10 个支持系列的产品组合，每个系列包含 10 个左右的款型。其中重点增加主销价位段 2000-6000 元的产品数量和款式，定位 28-40 的广泛消费人群。

系列的成功与否公司往往通过各类 VIP 回馈调查和销售规模来衡量，主打系列的营销以及带来的相关人员培训费和门店装修费往往是销售费用的主要开支，但随着公司自有品牌渠道辐射人群、网点资源的不断扩大和品牌影响力的不断提高，销售费用的规模经济化效应应该越发明显，系列开发导致的研发、设计费用（管理费用率）也整体呈现相同的趋势，两者与财务费率相比呈现明显的下降态势。

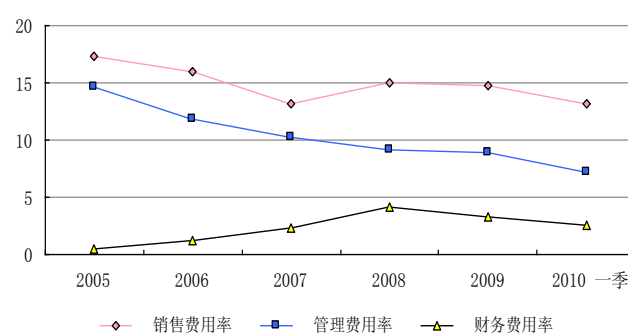
系列款型从设计制作到投放市场需要半年至一年的时间间隔，一定程度上导致了自有品牌下行的相对份额，然而与之相伴的则是单价助推的毛利提升。

图 19：飞亚达自有品牌相对份额和毛利变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 20：公司三项费用率变化趋势



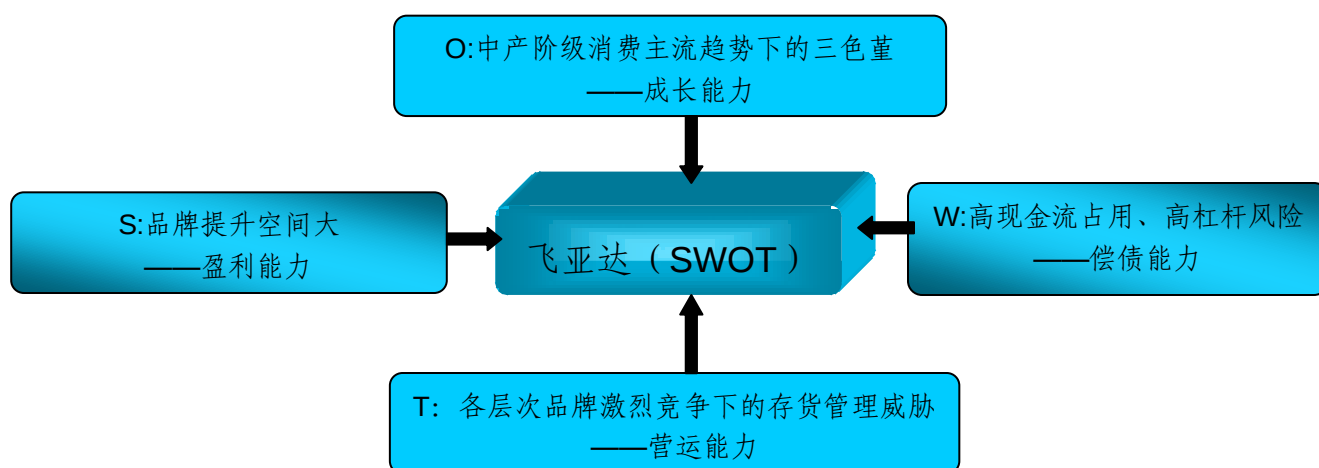
资料来源：WIND，东兴证券研究所

从单表价格来看，飞亚达平均 1800-2000 元的产品单价远高于包括依波、天王、罗西尼在内的四大国内制造品牌，其中只有依波的单价在 1000 元以上，其余两类品牌均

只维持在百元范围内。从市场份额来看，依波品牌自 21 世纪以来，市场占有率持续攀升，仅次于飞亚达；罗西尼具有年开发新表上百款，年生产成表上百万只的能力，以特有的简约风格和睿智内涵吸引了亿万消费者的目光，占有 3.39% 的市场份额。随着飞亚达中高端时尚定位细分市场地位的确立和中产阶级的迅速崛起，低端定位的手表消费将逐渐被市场剥离。此外，独特的航空技术和太空强化钛等新技术、新材料的应用是其他国产品牌难以企及的技术壁垒。

3. SWOT 框架下的隐形翅膀

图 21：飞亚达 SWOT 竞争力分析



资料来源：东兴证券研究所

飞亚达所面临的上游供应商是由斯沃琪、历峰、劳力士等寡头垄断的局面，其中，斯沃琪集团实力最为雄厚，旗下包括宝玑、宝珀、欧米茄、浪琴、雷达、天梭等众多知名品牌。此外，斯沃琪集团在中国占据绝对优势，发展远远领先于其他寡头，旗下品牌的市场占有率更为领先，仅欧米茄单一品牌的中国市场占有率就达到 20%。而下游及中间渠道市场包括百货店、香港新宇亨得利、东方表行专卖店、旗舰店等多层次连锁门店，呈现完全竞争的分散格局，从而形成了上、下游控制力悬殊的产业链地位，并由此带来了飞亚达品牌提升优势、中产消费空间广阔、杠杆经营及存货经营弱势的 SWOT 四维竞争模型。

表 7：可比公司上下游控制力对比分析

五大供应商		五大客户	
亨得利	91%		11%
飞亚达	55%		15%
潮宏基	87%		12%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

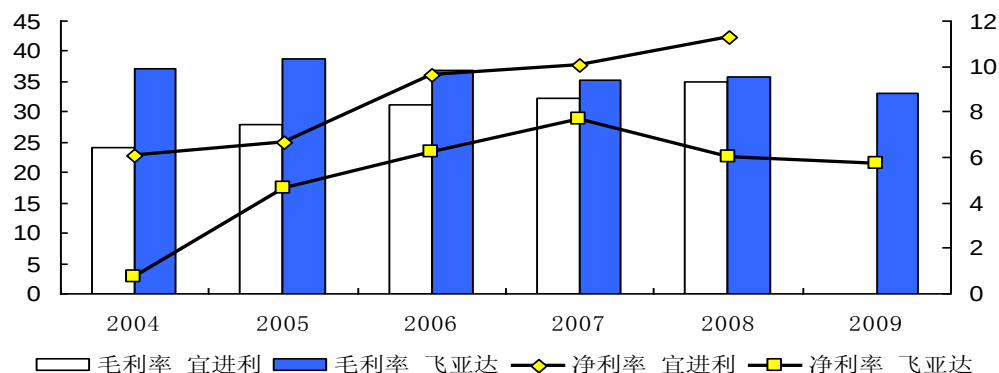
3.1 品牌提升空间较大的盈利优势

无论是飞亚达制表的系列化运作、渠道深度、广度价值的提升还是终端多层次的运营，都终将归结为公司整体品牌运作的核心竞争力，并由此带来产业链各节点的盈利能力同步提升。

从盈利指标来看，由于上游供应商的强势地位难以撼动，作为下游经销商和零售商的毛利率相差并不大，飞亚达商业部分 09 年 23.79% 的毛利水平仅与亨得利相差 0.1 个百分点。而在制造业部分，宜进利是拥有 20 多年历史的香港钟表业龙头企业，其成熟的模式依然是兼为渠道商和手表制造商，通过扩大生产业务和开拓全球下游分销业务缔造增长，并已经将市场渗透至欧洲。不同于亨得利、东方表行等完全的中后端企业，与飞亚达全产业链覆盖由制造前端向后端的模式具备较强的可比性。

包括制造在内的毛利率水平飞亚达已经基本实现了追赶，但从净利率水平高达 5 个百分点左右的差距可以看出，由于品牌影响力的制约，机芯研发带来的管理用、渠道网点铺设带来的销售费用，产品低周转导致的财务费用高企成为两者净利率差距的主渠道，随着产品的提升，将形成产业链各节点的费用规模经济和毛利率的巨大提升空间。

图 22：飞亚达与宜进利盈利能力变化趋势对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

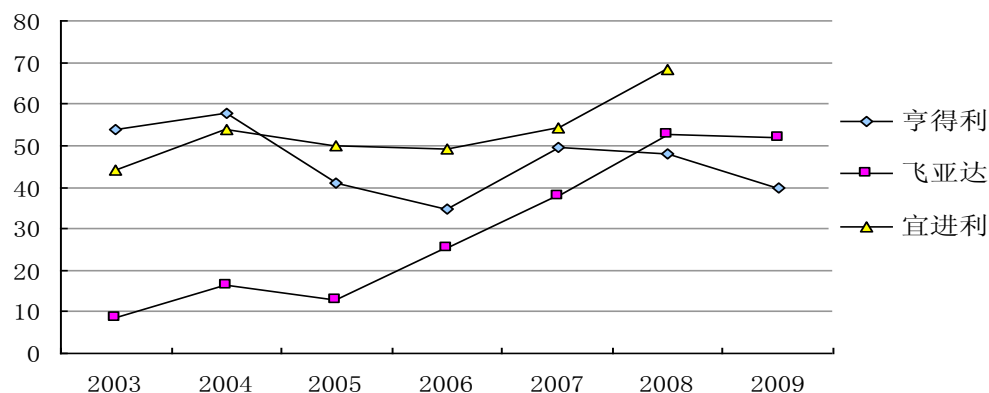
3.2 融资突破短期高杠杆经营弊端

受制于低周转率且大部分名表零售企业需要买断存货，现金占用较多，且买断后的销售周期远远慢于普通零售企业。飞亚达的资产负债率呈现节节攀升的态势，09 年的资产负债水平已经达到亨得利的 1.3 倍。而无论是自有品牌影响力的塑造还是渠道网点深度、广度的铺设都需要大量资金的支撑，非公开定向增发成为破解这一瓶颈的应有之义，一定程度上避免了类宜进利高杠杆经营模式所带来的债务风险。

· 宜进利实力雄厚，但是收购东南亚最大的钟表销售公司先施钟表(Sincere Watch)、扩张终端连锁对公司现金流形成巨大压力，资产负债率从 2007 财年的 45.6% 增长到 2008 财年的 68.2%，此外，在以 80% 的现金比例收购市场价值 28.5 亿港元的先施钟表过程中，宜进利向银行融资约 2 亿美元，截至 2008 年 3 月 31 日，一年内到期的负债规模达到 53.6 亿港元。但是宜进利账面现金仅为 15 亿港元，在已经暴露债务风险的情况下，市场传言宜进利债务重组不顺利。

公司此次向特定对象非公开发行的股票数量合计不超过 5000 万股，使经营活动现金流量及可持续性均将得到有效提升。假设以融资额 5 亿元计算，不考虑其他因素，本次发行后公司合并口径和母公司口径的资产负债率将分别降至 38.97%、36.22%，资产负债结构基本达到亨得利的水平。

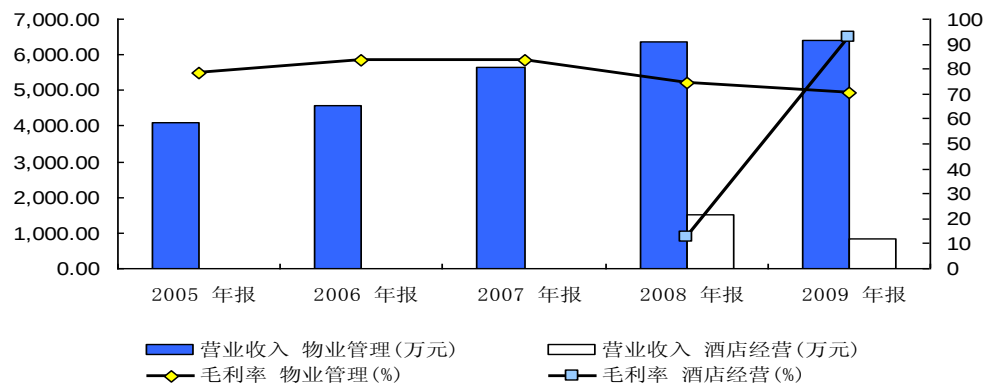
图 23：飞亚达资产负债率与同类公司对比分析



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

此外，公司拥有的酒店、物业出租两项具有稳定现金流特质的行业也一定程度上弥补了行业的现金流短缺弊端。两处物业分别为建筑面积 19615 平米的飞亚达大厦和建筑面积为 67937.86 平米的飞亚达科技大厦，毛利率稳定在 70%以上，09 年的收入贡献为 6400 万元，基本保持稳定；酒店方面，公司 2007 年以 2 亿元购买西安王子国际酒店大厦后将该饭店更名为诚亨国际酒店并委托中航酒店管理公司管理。为避免酒店培育期对业绩及现金流的影响，2009 年 8 月公司将酒店业务由委托经营改为租赁的方式盈利，每年向飞亚达支付租金 350 万元，租期 3 年，从而使得这部分毛利率去年大幅提升至 92.49%，09 年的收入贡献为 800 万元。

图 24：飞亚达酒店及物业资产规模及盈利变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

3.3 品牌竞争带来的存货管理弊端

公司的三色堇品牌战略的逐步高端化过渡一定程度上使原本存货周转率不高的弊端雪上加霜。

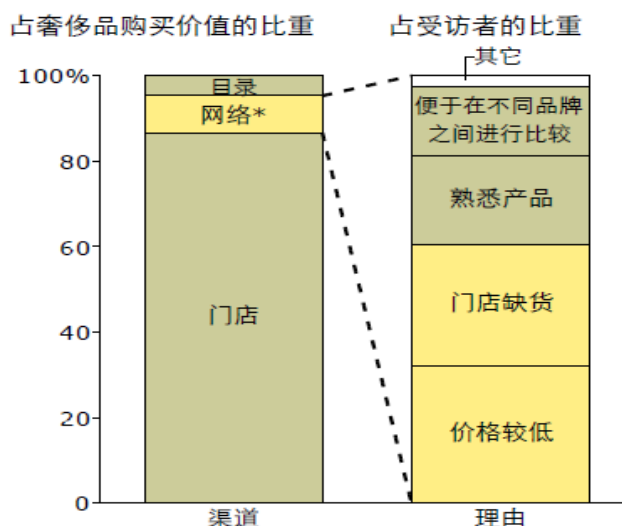
· 自有品牌受到国内一线品牌及温瑞表的威胁：依波品牌营运中心下属 32 个遍布全国的分支机构、由 600 多个专卖店和销售专柜构成的覆盖全国的营销网络和 40 多个售后服务中心；罗西尼具有年开发新表上百款，以特有的简约风格和睿智内涵吸引了亿万消费者的目光，占有 3.39% 的市场份额。

· 时尚品牌的尚处于前期投入阶段，68 站和翔集公司的自有渠道建立也需要依托飞亚达原有的渠道网络进行培育，所以其加快周转率的效果短期内难以显现。

· 而经销营运的高端品牌难以与网络渠道实力雄厚、独家代理权众多的亨得利、东方表行等相媲美，存货周转难以大幅改善。飞亚达前五大供应商 55% 的集中度明显小于新宇亨得利和定位类似的潮宏基，一定程度上体现了其对上游拥众多品牌的 swatch、历峰、劳力士等寡头垄断的局面的相对弱势。

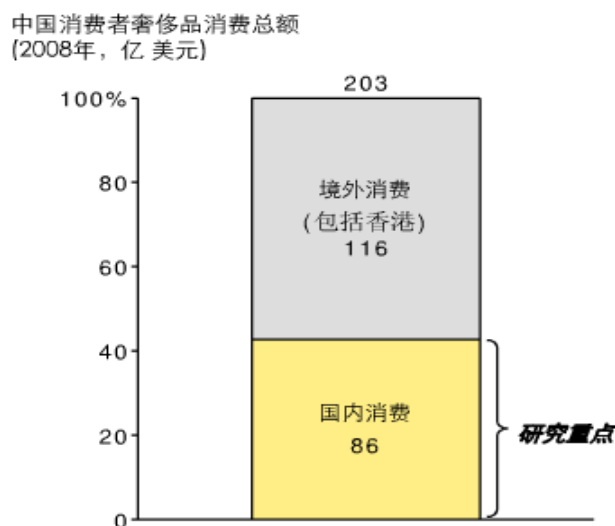
此外，由于国内对进口奢侈品多年来实行高额关税，个别商品则加征特别消费税，导致进口奢侈品价格大大高出许多国家和地区，致使相当一部分奢侈品购买力流向了境外。从而使得网上代销或是直接出国购买成为金融危机以来兴起的一股新趋势，也会对主要集中在内陆市场和东南亚市场的飞亚达产生一定挑战。

图 25：中国奢侈品消费渠道



资料来源：贝恩，东兴证券研究所

图 26：境内外奢侈品消费份额分布



资料来源：贝恩，东兴证券研究所

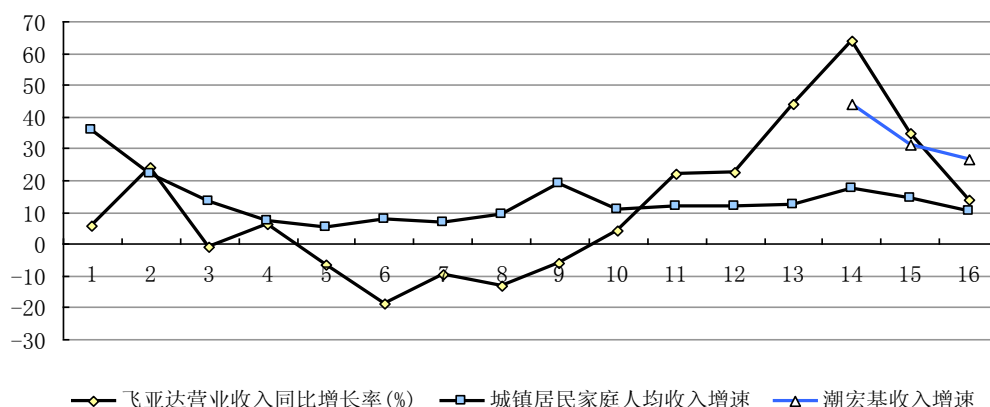
以来自石家庄海关的信息为例，经由海关的货运途径，从瑞士进口整表的关税为 11—23%，增值税为 17%，消费税为 20%。经由行邮途径入境的瑞士表，行邮税为 30%。一块到岸价为 1 万元人民币（约为 1000 欧元）的瑞士表经由经海关入境时，其关税（按最低的 11% 计算）、增值税和消费税的总税额相加是 6233.75 元。也就是说，即使不考虑在国内的运费、人工、场地等等成本，这块表最低也要卖到 1.62 万才能保本。其中，税额占到销售价格的 3 成左右。我国可支配收入较高的家庭（人民币 5 万元以上）在境外购买的奢侈品占其消费总额的 60%；收入较低的家庭（人民币 5000-14999 万元）在境外购买的奢侈品消费只占其消费总额的 40%。

3.4 中产阶级主流消费趋势下的高端时尚化成长空间

手表从可选消费品过渡到装饰品或是奢侈品，与城镇化推动下的收入增速具有较为明显的相关性。随着公司三色堇品牌结构的调整，覆盖人群中的中产阶级将成为公司最为主要的目标客户群。这一介于奢侈品高端消费和中低端消费之间以时尚、文化为主的消费定位，与中产阶级的消费倾向要素不谋而合。此外，飞亚达的这一战略定位，也与 K 金消费为主的潮宏基较为相似，就成长空间而言，两者均是分享时尚化、内涵化中产阶级人群红利的主要受益者。

此外从下游客户的集中度来看，飞亚达 15% 的占比略高于亨得利和潮宏基，一定程度上体现了其在终端控制，尤其是以联营扣点模式经营的百货终端的话语权。

图 27：飞亚达、潮宏基收入增长与城镇居民收入增速相关性分析



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

《麦肯锡-2009 年度中国消费者调查报告》，报告显示：从现在到 2015 年，中国新增的富裕家庭将有 3/4 来自于二线城市与其他城市(从 110 万户增加到 320 万户)，而在一线城市只从 50 万户增加到 70 万户。也就是说，二线城市的中产们，将成为未来中国消费的主力军。中国中产阶层的划分标准向来不同，乐观估计，如果按照目前中国社会中产阶层每年 1% 的增长速度，20 年内，中国的中产阶层可达总就业人员的 40%。

全球领先的市场信息咨询公司称，随着中国经济大踏步的向前，中国的中产阶级队伍也不断壮大，到 2020 年，在经济强大驱动下，这一数字将达到 7 亿。目前，中国中产阶层规模少于总人口的 1/4，与美国等国家有较大差距，但随着中国经济的增长，这一比较将会持续增加。

表 8：各国中产阶级概况对比

	收入标准 (美元/年)	比例	中产阶级特点
中国	11800-17700	23%	短短几年间，中国中产阶层规模比例提高了 8 个百分点，远远快于 2000 年之前中国中产阶层的成长速度。
美国	30000-200000	80%	美国早已是一个中产阶层的市民社会，同时也是美国的社会中坚，也向来是美国经济发展的受益者。

印度	4280-21400	30%	印度却还是个“年轻”国家，拥有大量年轻人，中产阶层还不是印度整体人口的“中流砥柱”，大概为 3000 万人到 3 亿人之间。
巴西	7032-30360	49.22%	中产比重引领金砖四国，巴西的中产将近 9100 万人，占比 49.22%，吸收了国家了 46% 的 GDP.

资料来源：欧睿信息咨询公司，东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

从自上而下的行业发展趋势来看，飞亚达做为覆盖手表全产业链的公司，能够充分分享制造业升级和消费升级的双向通道。从自下而上的发展模式看，公司的核心竞争力在于自有品牌、收购品牌、经销品牌的分层次定位，在形成与同类公司差异化壁垒的同时，拓宽了相关产品的目标人群，从而进一步对渠道铺设和终端网点的可复制性纵深外延奠定了坚实的基础。我们对于公司各行业的预测假设如下：

- 公司的手表制造受人工、原材料等因素影响较小，随着品牌定位提供带来的影响力和渠道控制力的提升，手表制造和商业行业的毛利率每年均有 0.5 个百分点的提高；
- 商业部分由于去年收购的艾米龙腕表今年全年并表，全年保持 100% 以上的增速，于 2011 年回归行业 40-50% 的平均增速，毛利率略高于飞亚达制造 0.5 个百分点。
- 亨吉利连锁门店每年 20-30 家左右；物业及酒店收入及毛利率基本保持平稳。
- 募投的营销项目预计总投资 4000 万元，其中 2011 年至 2012 年合计投入媒体营销 2400 万，公关传播 1600 万，多带来的项目收益基本与包括代言费用等在内的销售费用持平。

表 9：飞亚达主要行业 2010-2012 预测

百万元、%		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
飞亚达制造	收入	191.44	191.08	219.74	263.69	337.52
	增长率	25.74	-0.19	15	20	28
	毛利率	65.34	64.69	65	65.5	65.8
亨吉利商业	收入	808.24	965.67	1313.31	1838.64	2482.16
	增长率	37.32	19.48	36	40	35
	毛利率	24.87	23.79	24.8	25.2	26
物业管理	收入	63.81	64.06	70.47	73.99	77.69
	增长率	12.68	0.39	10	5	5
	毛利率	74.25	70.65	74	75	75
酒店经营	收入	15.19	8.38	3.5	3.5	3.5
	增长率	100	-44.86	0	0	0
	毛利率	12.64	92.49	92.49	92.49	92.49
合计	增发前收入	1078.68	1229.19	1607.02	2179.82	2900.87

增发前利润	65.02	70.75	110.69	146.02	198.91
财务费用节约	---	---	4.5	2.5	3
财务费用增厚比例	---	---	4.07	1.71	1.51
利润增厚比例	---	---	14.81	18.55	22.01
股权摊薄	---	---	20.00	20.00	20.00
增发前 EPS	0.26	0.28	0.44	0.58	0.80
增发后 EPS	0.26	0.28	0.41	0.57	0.81

资料来源：东兴证券研究所

公司目前在 A 股没有业务类似的可比公司，就时尚定位而言，与潮宏基颇为类似，在港股上市的有 3-5 家可比公司。随着中产阶级消费能力的迅速崛起和专业连锁市场的逐步发展，时尚及奢侈品专业连锁行业 10 年全年有望获得 35 倍左右的估值水平。飞亚达目前 33 倍的 PE 与规模最大的亨得利基本持平，略低于行业平均水平。结合公司自身的成长性，与业务最为相近的潮宏基和亨得利 PB 和 PS 相比，也具有一定的估值优势。参考港股同类公司的相对估值水平，公司的相对股价区间可以放大为 15-17 元之间。

表 10：可比公司相对估值对比

证券简称	市值(亿元)	市盈率 PE(倍)	市净率 PB(倍)	市销率 PS(倍)
周生生	82.56	16.34	2.39	0.99
东方表行集团	7.23	7.30	0.59	0.25
英皇钟表珠宝	22.95	13.33	1.68	0.97
亨得利	117.81	32.31	4.11	2.00
盖普	846.04	11.22	2.53	0.87
潮宏基	60.62	53.44	4.63	10.66
飞亚达 A	31.44	33.52	4.28	2.54

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

我们暂不考虑公司非公开增发带来的影响。若以市场预期收益率为 11%、WACC 为 9.39%，长期增长率 2%等为假设，公司绝对估值 FCFF 为 14.6 元，估值区间为 14.2—17.4 元左右，涨幅空间较大。我们首次给予公司“推荐”评级。

表 11：飞亚达绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	14.60	10.99-20.78	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	24.99	20.92-31.31	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	15.71	13.44-19.02	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	13.37	9.88-19.28	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	17.04	14.94-20.14	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	17.07	14.44-21.39	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,086.41	1,237.40	1,617.28	2,183.33	2,903.82
营业成本	698.51	828.81	1,067.40	1,434.45	1,916.52
营业费用	163.18	182.28	242.59	338.42	435.57
管理费用	98.96	109.56	129.38	174.67	232.31
财务费用	45.53	41.44	43.09	56.59	75.11
投资收益	0.10	10.53	2.00	2.00	2.00
营业利润	69.51	79.93	125.23	166.79	228.30
利润总额	74.22	85.34	130.23	171.79	233.30
所得税	9.21	14.59	19.53	25.77	34.99
净利润	65.02	70.75	110.69	146.02	198.30
归属母公司所有者的净利润	64.52	70.07	110.01	145.34	197.62
NOPLAT	100.78	100.62	143.07	189.88	257.89
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	108.23	95.70	161.73	218.33	290.38
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	100.54	121.98	132.93	179.45	182.98
预付款项	20.77	9.64	(6.38)	(27.89)	(56.64)
存货	677.13	761.18	891.94	1,198.65	1,575.23
流动资产合计	928.85	1,009.50	1,208.58	1,607.87	2,045.24
非流动资产	512.34	514.43	480.48	446.44	407.17
资产总计	1,441.19	1,523.94	1,689.07	2,054.31	2,452.41
短期借款	575.00	555.00	708.32	1,013.92	1,341.07
应付帐款	58.81	82.62	87.73	117.90	157.52
预收款项	2.09	2.01	2.01	2.01	2.01
流动负债合计	677.22	688.71	831.76	1,169.53	1,537.30
非流动负债	84.47	100.01	104.90	109.90	109.90
少数股东权益	8.57	20.41	21.09	21.77	22.45
母公司股东权益	670.92	714.81	731.31	753.11	782.75
净营运资本	251.62	320.79	376.82	438.34	507.94
投入资本 IC	1,032.04	1,111.04	1,221.09	1,497.57	1,784.89
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	65.02	70.75	110.69	146.02	198.30
折旧摊销	23.13	23.30	0.00	44.04	44.28
净营运资金增加	(99.53)	69.17	56.03	61.52	69.60
经营活动产生现金流	(77.73)	83.02	56.15	(62.36)	(5.51)
投资活动产生现金流	(172.58)	(43.90)	(10.90)	(11.50)	(6.50)
融资活动产生现金流	274.60	(51.64)	20.78	130.47	84.06
现金净增（减）	24.30	(12.51)	66.03	56.60	72.05

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。