

推荐 (首次)

与钻石巨头股权绑定公司全方位升级，娱乐营销模式助力公司品牌突破
风险评级：一般风险
通灵珠宝（603900）深度报告
2017年3月21日
投资要点：
付豪

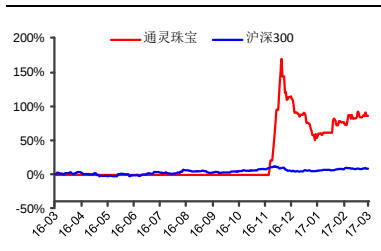
SAC 执业证书编号：

S0340516090001

电话：0769-22119410

邮箱：fuhao@dgzq.com.cn
主要数据 2017年3月20日

收盘价(元)	39.78
总市值(亿元)	96.74
总股本(百万股)	243.20
流通股本(百万股)	60.80
ROE(TTM)	18.34%
12月最高价(元)	55.19
12月最低价(元)	20.52

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 公司为国内第一家完整拥有世界顶级钻石切割专利的珠宝商。公司从事珠宝首饰产品的设计、研发及销售业务，产品定位于中高端珠宝首饰零售市场，主要产品为钻石饰品和翡翠饰品。通灵珠宝“蓝色火焰”系列产品是拥有89面切工的钻石产品，相对于传统的57-59面切工的钻石，其光线折射更加丰富。近年来，“蓝色火焰”获得一系列荣誉，并因此形成了公司独特的产品优势。公司自营店和加盟店数量稳步增长，在全国拥有直营店76家、专厅185家以及加盟店237家，覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等20个省市自治区，江苏省外门店占比已达到60.4%。
- 公司收入规模持续增长，毛利率处于较高水平。随公司近几年来经营网络持续扩大，营收规模稳步增长，钻石饰品销售规模逐年提升。公司毛利率处于较高水平的主要原因由于公司珠宝首饰产品主要采用直营+专厅的模式，一定程度上提高了毛利率。
- 消费升级以及婚庆刚需推动珠宝首饰行业快速增长。收入持续增长提升珠宝消费倾向，尤其是中产阶级不断崛起的长期趋势对珠宝首饰消费提升形成长期利好，我国珠宝首饰零售行业呈现了高速发展的态势，未来仍具有较大的增长潜力。婚庆刚性需求保持稳定增长，婚戒消费是中国目前乃至未来的钻石消费的主要方式，而逐渐扩大的中产阶层是购买钻石的主要人群。80年代中后期是国内人口出生高峰期，未来五年高峰期出生的海量人群将进入结婚高峰期，钻石饰品消费迎来新的发展机遇。
- 投资建议：与钻石巨头股权绑定公司全方位升级，娱乐营销模式助力公司品牌突破。公司与国际钻石巨头欧陆之星股权绑定，使得公司全方位能力得到升级，同时公司与比利时王室有良好合作关系，比利时王室为公司品牌的传播带来丰富的品牌联想，增加了消费者对公司品牌的选择和信任。公司深度植入娱乐营销，随着《克拉恋人》的播出，公司品牌跨跃性地完成了品牌在全国范围的阶段性突破。受益钻石珠宝行业快速发展，公司具有较强的综合竞争优势，首次覆盖给予**推荐**评级。预计公司16、17年EPS分别为**0.91元**、**1.18元**，对应PE为**42倍**、**32倍**。

- 风险提示。行业政策风险；市场竞争加剧的风险；人才流失风险。

财务指标预测摘要

单位(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
主营收入(百万)	1,432	1,491	1,655	1,861
增长率(%)	23.25%	4.08%	11.01%	12.45%
净利润(百万)	172	181	223	289
增长率(%)	47.57%	5.24%	23.00%	29.64%
毛利率(%)	53.53%	53.81%	55.77%	57.39%
ROE(%)	18.00%	16.83%	10.36%	12.22%
每股收益(元)	0.71	0.74	0.91	1.18

资料来源：东莞证券研究所，Wind

目 录

1. 公司为国内第一家完整拥有世界顶级钻石切割专利的珠宝商.....	4
1.1 公司主营业务概述	4
1.2 公司主要产品及经营模式简介	4
1.3 公司主要销售模式分为直营、专厅和加盟店三种	9
1.4 欧陆之星战略入股，公司实际控制人为沈东军和马峻先生	11
2. 公司收入规模持续增长，毛利率高于行业水平	11
2.1 公司收入规模持续增长，净利润呈现稳步上升趋势	11
2.2 毛利率稳定处于较高水平，净利率稳步上升	12
2.3 公司控费能力持续向好	13
3. 行业运行情况概述及发展趋势分析	13
3.1 珠宝零售渠道分为自营模式、加盟模式、联营模式，行业集中度仍较低	13
3.2 消费结构变化及婚庆刚需推动珠宝首饰行业快速增长	17
3.3 钻石产业链中开采商和零售商毛利最高，开采商及看货商决定成本	20
4. 与国际钻石巨头股权绑定公司全方位优化，娱乐营销模式助力公司品牌突破，	22
4.1 独有皇室资源，品牌优势显著	22
4.2 设计团队创新能力出众，与国际钻石巨头股权绑定后技术持续升级	23
4.3 打造全新娱乐营销模式，《克拉恋人》推动公司品牌取得阶段性突破	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 投资建议	27
6. 风险提示	28

插图目录

图 1：公司主要业务流程图	9
图 2：公司各类门店增长情况	10
图 3：公司门店分布情况	10
图 4：公司股权分布情况	11
图 5：营业收入及变化情况	12
图 6：净利润及变化情况	12
图 7：毛利率变化情况	12
图 8：净利率变化情况	12
图 9：销售费用及销售费用率	13
图 10：管理费用及管理费用率	13
图 11：中国内地珠宝零售额	14
图 12：中国钻石进口额及同比增速	15
图 13：2006-2016 年中国人均国内生产总值（GDP）	18
图 14：最近十年中国 GDP 及增速	18
图 15：全国登记结婚对数	19
图 16：钻石产业链六环节	20
图 17：克拉恋人宣传海报	25
图 18：伊娃戴通灵珠宝高端定制耳坠、手链出席柏林电影节闭幕式	25
图 19：电影节明星佩戴图片	26

表格目录

表 1：公司主要产品介绍（钻石饰品）	4
表 2：公司主要产品介绍（翡翠饰品）	7
表 3：公司主要销售模式情况	9
表 4：珠宝饰品分类情况	14
表 5：公司主要珠宝商主营产品情况	17
表 6：与比利时皇室合作事件	22
表 7：公司原创设计产品	24
表 8：公司利润表预测总结	27
表 9：公司利润预测表	29

1. 公司为国内第一家完整拥有世界顶级钻石切割专利的珠宝商

1.1 公司主营业务概述

公司主要从事钻石和翡翠等珠宝首饰产品的零售业务，致力于产品设计、品牌推广及渠道建设。通灵珠宝的品牌定位主张是创造值得“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。围绕“为下一代珍藏”的品牌核心价值，通灵珠宝通过长期持续的努力，确立了“通灵珠宝”轻奢的品牌形象及知名度。公司始终致力于产品创新，为消费者提供设计独特、品质卓越的产品。通灵珠宝“蓝色火焰”系列产品是拥有 89 面切工的钻石产品，相对于传统的 57-59 面切工的钻石，其光线折射更加丰富。近年来，“蓝色火焰”获得一系列荣誉，并因此形成了通灵珠宝独特的产品优势。此外，公司不断吸取国际珠宝饰品设计潮流元素，在创造和巩固经典的基础上，不断推陈出新，设计推出了“穿越时空”、“凝爱”、“皇家博物馆”高端典藏、“红毯”系列钻石饰品以及“传世翡翠”高端翡翠饰品。在渠道开发方面，公司采用“自营为主，加盟为辅”的方式，自营店主要为公司设立的通灵珠宝形象旗舰店和标准店，以及在商场开设的专厅。借助多年来营销网络渠道管理经验，公司已形成包含开店流程、店铺审核、店铺形象管理、店员培训、订货制度、产品价格控制、信息化管理系统、店铺营销活动、货品管理、资金结算、店铺绩效考核和激励机制等方面的一套成熟自营店管理模式及加盟店管理方法，有力地支持了公司营销网络的拓展与维护。近几年，公司自营店和加盟店数量稳步增长，覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等 20 个省市自治区，营销渠道已具一定规模。

1.2 公司主要产品及经营模式简介

公司从事珠宝首饰产品的设计、研发及销售业务，产品定位于中高端珠宝首饰零售市场，主要产品为钻石饰品和翡翠饰品。公司致力于“TESIRO 通灵”、“传世翡翠”等自有品牌产品的设计、推广及渠道建设，力争打造中高端珠宝品牌形象。“TESIRO 通灵”品牌定位于以钻石为主的中高端镶嵌类首饰，“传世翡翠”品牌定位于中高端翡翠镶嵌类首饰及纯翡翠首饰，其宣传语为“为下一代珍藏”，其核心文化内涵为：通灵珠宝 “一个专门提供可以收藏、适合传承的钻石及翡翠饰品的高端珠宝品牌。”

表 1：公司主要产品介绍（钻石饰品）

类别	产品系列	产品图片	产品简介
钻石 饰品	蓝色火焰		蓝色火焰是通灵珠宝旗下高端珠宝品牌，主营蓝色火焰真心钻石饰品，独有的89切面，比57面切工钻石多出56%，火彩更为璀璨，曾获比利时政府颁发奖项。

王后



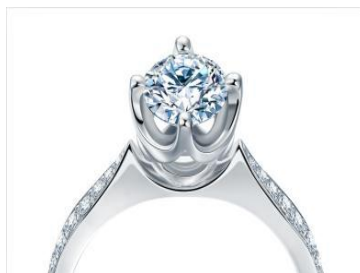
MYQUEEN（王后）是为纪念比利时国王菲利普和王后玛蒂尔德加冕而设计，并于2013年9月27日在钻石之都安特卫普，由比利时国王菲利普、王后玛蒂尔德和通灵珠宝CEO沈东军先生共同发布。MY QUEEN（王后）系列，两个心型爪托，与托起的钻石，形成镂空的心型镶口，360度展示钻石火彩。

骑士



2015年7月，比利时王室授予通灵珠宝总裁沈东军先生“利奥波德军官级勋章”，通灵珠宝基于对“当代骑士精神”的深刻理解，与比利时钻石技艺大师共同研发了象征男士勇气与无往不胜的荣耀的男士钻饰——KNIGHT（骑士）系列。

皇家博物馆



2011年通灵珠宝受邀参加了在“世界钻石之都”安特卫普举行、由比利时国王亲临揭幕的“MAS博物馆”开馆仪式，为了纪念这一重要时刻，通灵珠宝发布了 ROYAL MUSEUM（皇家博物馆）系列。

安特卫普之星



通灵珠宝为继承比利时550年钻石文化，设计出“安特卫普之星”系列，并由安特卫普市副市长Philip Heylen亲自命名，其作品也被比利时红星线博物馆永久珍藏。

红毯MINI



红毯MINI系列是通灵珠宝为国际明星高端定制的STARLET（红毯）系列精简版，它保留了STARLET（红毯）系列的设计精髓，将设计感与时尚感完美结合。

梦想之星



SHOOTING STAR（梦想之星）是通灵珠宝为柏林电影节European Shooting Stars（欧洲梦想之星）专门开发的子品牌。

百变风情



MIRAGE（百变风情）以风格时尚、潮流多变的钻石饰品，为年轻女性打造多样的百变魅力，满足她们百变配搭的需求。

柏林之星



BERLIN STAR（柏林之星）是为纪念通灵珠宝与柏林电影节合作5周年而设计。首款产品由电影节主席Dieter结合欧洲文化元素跨界创意设计。柏林之星设计大胆，运用线条勾勒和双色交织，体现精致简约的风格。

非你莫属



ONLY YOU（非你莫属）系列是由通灵珠宝从《非你莫属》节目成功招聘的首饰设计师，结合自己参加节目以及对“非你莫属”的情感的理解为来源，创作出能够给予“非你莫属”承诺，表达“非你莫属”情感的饰品。2013年10月，首款作品在HRD Awards 2013国际钻石首饰设计大奖赛颁奖典礼上发布。

皇家全火彩



通灵珠宝设计镶嵌“Ultra Flame Class Diamond”（“全火彩”级钻石）的结婚钻戒系列，并获邀参展2015年米兰世博会。全球仅有少量的钻石可被筛选打造“皇家全火彩”级钻石，火彩极致璀璨。

穿越时空



“穿越时空”系列，是“两钻同坯”的结婚对戒。每一对对戒上的两颗钻石，都是由同一钻坯切割而来，象征“天生一对，永不分离”的美好爱情。

岁月留痕



“岁月留痕”系列，采用独特的“三层蜕变”创意设计，让戒指的颜色随着佩戴时间，经历三层蜕变。第一层代表初见，第二层代表磨合，第三层代表厮守。

布拉格之恋



2014年5月23日，通灵珠宝携手《布拉格之恋》主演朱丽叶·比诺什，于67届戛纳电影节共同发布“PRAGUE（布拉格之恋）”系列钻饰。该系列作品灵感皆取自布拉格城市中最负盛名的建筑，造型精致，风格简约，融合了艺术和梦想的平衡，将建筑艺术之美浓缩于珠宝设计之中，充满了对爱情甜蜜的向往，用艺术赞美和祝福爱情。

Love Plus



通灵珠宝Love Plus（爱+）系列，寓意着“爱的延伸”。

守护



钻石可以在相应的轨道里自由地滑动。轨道象征家庭，每一颗钻石都象征着一位家庭成员，寓意在爱的守护下，恒久环绕在TA的身边。

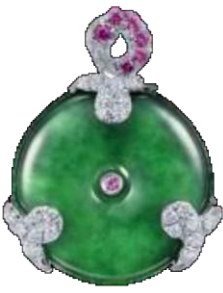
一声一世



通灵珠宝LOVE VOICE（一声一世）系列，以爱的宣言为设计灵感，将消费者对彼此爱情话语的声波纹铭刻在钻戒上，将转瞬即逝的爱刻成印记，用时间见证爱的诺言。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

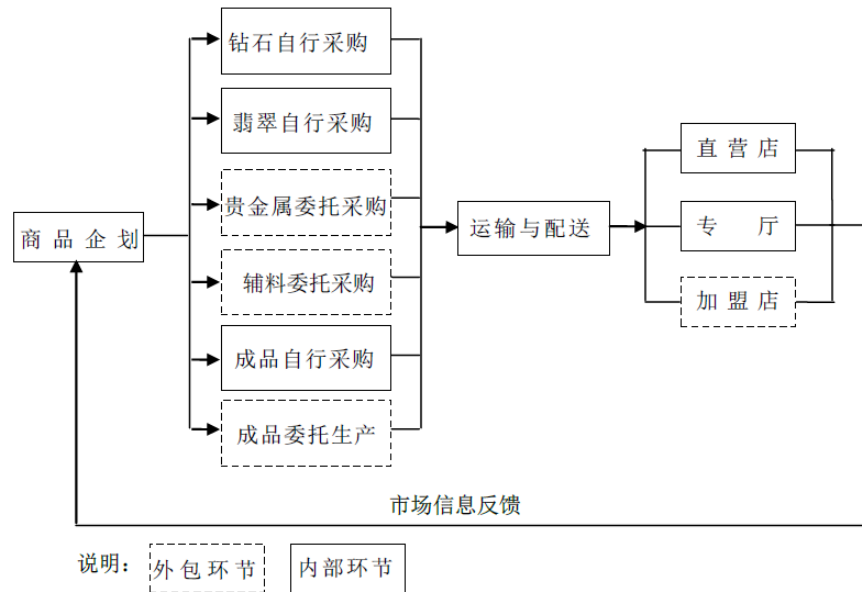
表 2：公司主要产品介绍（翡翠饰品）

类别	产品系列	产品图片	产品简介
翡翠 饰品	传世翡翠		通灵传世翡翠是通灵珠宝旗下翡翠品牌，柏林电影节指定珠宝。
	传世翡翠 — “飞天”系 列		采用传统敦煌飞天元素，时尚与文化的完美结合，极具“现代东方美”。
	传世翡翠 — “传·韵” 系列		精选缅甸著名坑口原石，以圆润蛋面为主石造型。融合东西方文化精髓，将东方翡翠的温婉与西方钻石的璀璨凝于一物。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司是国内镶嵌类珠宝首饰品牌的主要零售商之一，以自主设计为主、生产外包、直营店、专厅与加盟相结合的经营模式进行自有品牌产品的生产和销售。商品企划环节，包含根据市场信息反馈，对首饰款式进行设计并发出采购清单。委外加工环节，公司基于“Q.C.D.S”（即质量、成本、交货及服务能力）原则确定合格供应商，由公司提供具体产品设计样式、样品及加工要求，由加工企业组织生产，公司对产品进行逐个质量验收，产品使用公司产品商标，由公司独家采购后销售。物流环节，公司根据各门店的销售、巡展、营销活动等情况制定货品的配送计划，配送计划经主管人员批准后按照公司的操作规范对货品进行收取和交接，同时保留交接单据以备查验。公司每月月初对上月配送计划执行情况进行总结及费用分析，确保安全情况下合理降低配送成本。终端销售环节，终端门店的销售人员根据公司制定的货品陈列和客户服务等制度进行产品的销售，向消费者传递公司的品牌理念及产品特色。

图 1：公司主要业务流程图



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 公司主要销售模式分为直营、专厅和加盟店三种

公司的销售模式主要分为直营、专厅和加盟等三种模式。在直营和专厅模式下，产品的所有权归属于公司，公司在产品销售后确认收入。在加盟模式下，产品的所有权归属于加盟商，公司在产品销售给加盟商后确认收入。

表 3：公司主要销售模式情况

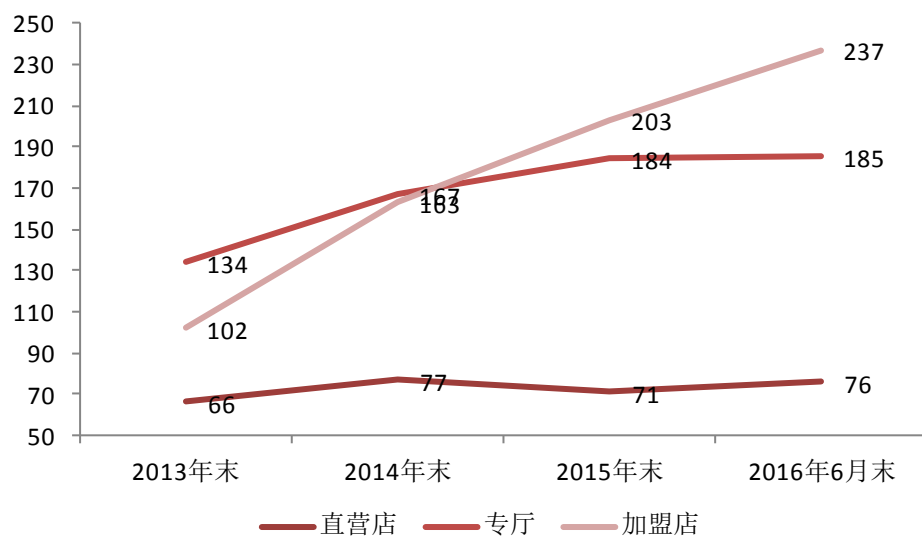
模式		简介
自营	直营	公司设立通灵珠宝的旗舰店和标准店，直接向终端消费者进行销售。
	专厅	公司在各城市的商场设立专厅，自行铺货。终端消费者购买货品后，由商场代为收取货款并定期与公司进行对账结算，在扣除商场返点后，将剩余货款确认为收入。
加盟		加盟商在公司授权下开设通灵珠宝形象的加盟店，自行负责经营所需费用。公司在将货品批发给加盟商时确认收入。公司根据协议的约定，为加盟商提供人员及经营管理培训、装修设计等方面的服务。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司成立早期以自营模式为主，经营区域集中在江苏省内，凭借公司较强的渠道拓展及运营能力，2013 年至今，公司门店数量的年复合增长率为 23.69%，销售网络迅速拓展。公司的渠道拓展策略主要体现在保持直营店的数量相对稳定的基础上，加大加盟店和专厅的建设力度，特别是专厅的数量增加最为显著。主要由于通过在城市热门商圈的百货商场中开设专厅相对于开设直营店可以节约大量的门店租金，特别是随着公司销售渠道的拓展，公司不断向新的城市开拓业务，开设专厅有利于市场培育的同时减小经营风险；再者，随着近年来我国城市化进程的发展，多数城市逐步形成自身规模化的商圈，并建设了大量的购物中心等设施，形成消费集群效应，公司通过在百货商场中开设专厅可以充分利用上述集群效应带来的便利增

加客户资源。另外值得一提的是，相对于加盟店而言，专厅销售可以获得更高的产品毛利。

图 2：公司各类门店增长情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

截止 2016 年 6 月 30 日，公司在全国拥有直营店 76 家、专厅 185 家以及加盟店 237 家，覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等 20 个省市自治区，其中加盟店数量攀升尤为迅猛。通过加大加盟店及专厅的建设力度，江苏省外门店占比已达到 60.4%，公司跨区域扩张稳步进行。

图 3：公司门店分布情况

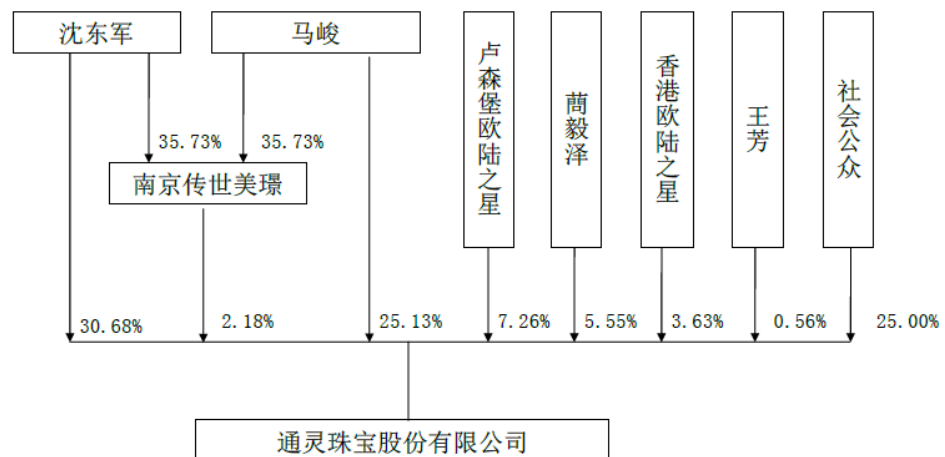


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 欧陆之星战略入股，公司实际控制人为沈东军和马峻先生

公司 2016 年 11 月公开发行人民币普通股（A 股）6080 万股，在首次公开发行后，公司总股本为 2.43 亿股，第一大股东为沈东军，持股比例为 30.68%，第二大股东为马峻，持股比例为 25.13%，马峻之妻蔺毅泽持有公司 5.55% 的股份。沈东军为马峻妹夫。南京传世美璟投资管理有限公司持有公司 2.18% 的股份，该公司由沈东军和马峻先生控制。沈东军和马峻先生为公司控股股东和实际控制人。卢森堡欧陆之星是国际知名的钻石投资公司，其下属公司在 DTC 拥有看货商席位，与通灵珠宝有着良好的合作关系。为了扩大经营规模，增强公司竞争力，公司与卢森堡欧陆之星达成增资意向，卢森堡欧陆之星于 2012 年 3 月以每股 5.4543 元的价格认购公司 1,764.71 万元股份，占公司本次发行前股份数的比例为 9.68%，占发行后股份数比例为 7.26%。

图 4：公司股权分布情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 公司收入规模持续增长，毛利率高于行业水平

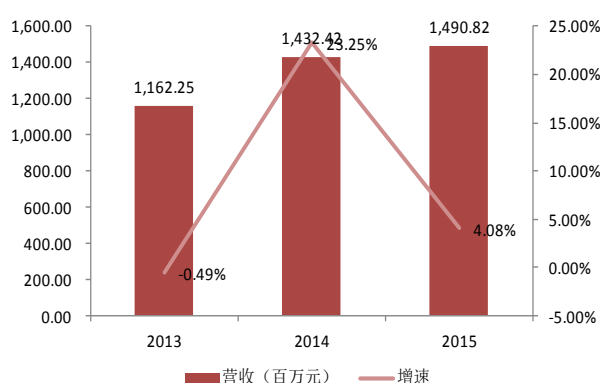
2.1 公司收入规模持续增长，净利润呈现稳步上升趋势

公司收入稳步增长。公司近年来的经营规模不断扩大，营业收入稳步提升。2013-2015 年，公司的营业收入分别为 11.6 亿元、14.3 亿元、14.9 亿元，三年复合增长率为 8.47%。公司营业收入快速增长的主要原因在于 14 年子公司南京通灵首饰有限公司、上海通灵珠宝有限公司新纳入合并范围，且这两家子公司在 2014 年贡献了公司 26.28% 的归母净利润份额；另外 2015 年子公司香港通灵投资有限公司新设成立，于当年纳入合并范围；同时 2014 和 2015 年公司的经营网络持续扩大，经营网点分布的数量和范围呈现稳步增长，新增直营、专厅、加盟商收入为 2.70 亿元和 0.50 亿元，同比增幅为 23.26% 和 3.51%，推动营业收入稳步增长。按产品类别看，钻石饰品是公司销售收入的主要来源，15 年钻石饰品销售收入占公司主营业务收入的 88.75%。其次是翡翠饰品和其他饰品，分别占比 8.43% 和 2.82%。而且钻石饰品销售收入占主营业务的比重逐年提高，由 2013

年度的 82.40%、2014 年度的 83.87% 增长到 2015 年度的 88.75%。主要原因是随着中国经济的发展和消费者消费观念的转变，钻石消费在满足传统婚庆刚性需求外，逐步向情感消费扩展，开始成为订婚日、结婚纪念日、父母生日等表达情感的方式；从单一的戒指消费到戒指、吊坠、耳钉、手链等个性化、套系化的饰品扩展，钻石饰品消费迎来新的发展机遇。

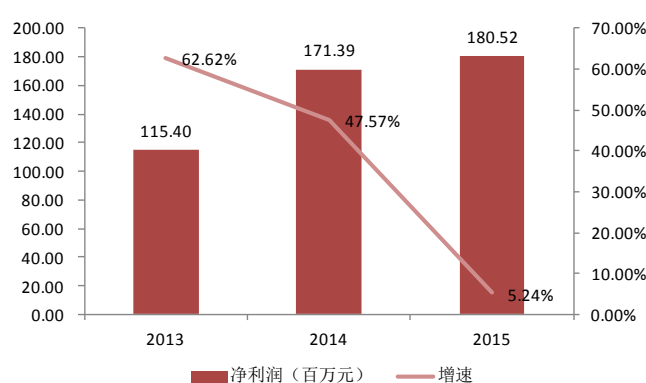
净利润呈现稳步上升趋势。公司净利润呈现稳步上升趋势。2013-2015 年，公司净利润分别为 1.2 亿元、1.7 亿元、1.8 亿元，复合增长率为 36.14%。净利润持续快速增长主要由于近三年来通灵集团的合并范围不断扩大，在公司毛利率基本保持稳定的情况下，分公司对净利润的贡献持续增加。

图 5：营业收入及变化情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 6：净利润及变化情况



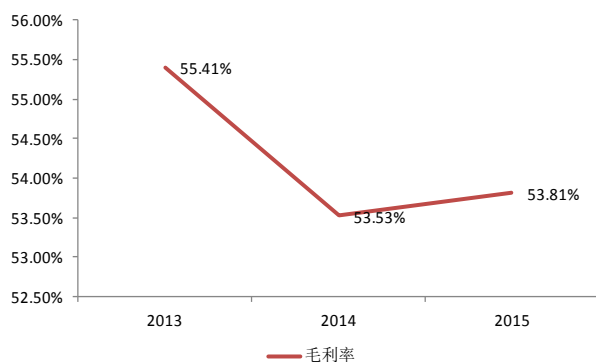
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2.2 毛利率稳定处于较高水平，净利率稳步上升

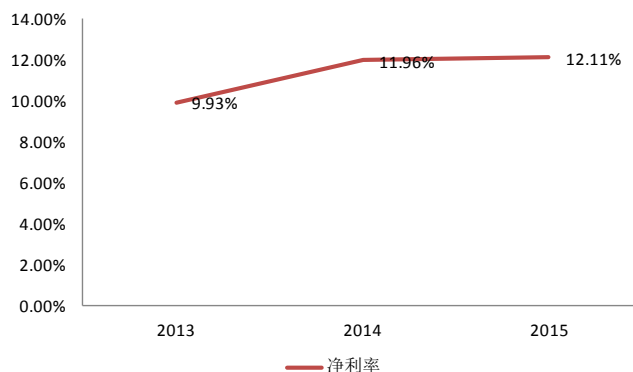
毛利率稳定处于较高水平，净利率稳步上升。公司综合毛利率比较稳定，2013-2015 年，公司综合毛利率水平分别为 55.41%、53.53%、53.81%，高于同行业公司。公司毛利率处于较高水平的主要原因由于公司珠宝首饰产品主要采用直营+专厅的模式，一定程度上提高了毛利率（在公司的三种销售模式中，直营的销售毛利率最高，其次是专厅，加盟最低）；15 年公司主营业务毛利率为 53.66%，其中直营模式的毛利率为 63.75%，专厅模式的毛利率为 53.64%，而加盟模式的毛利率仅为 35.92%。加盟模式毛利率较低是因为加盟商分享了部分销售环节利润。直营模式和专厅模式比较而言，在专厅模式下，终端消费者购买货品后，由商场代为收取货款并定期与公司进行对账结算，在扣除商场饭店（一般为销售收入的 15%-30%）后，将生于货款确认为收入；而在直营模式下，公司设立旗舰店和标准店，直接向终端消费者收取货款进行销售。直营店的运营费用作为公司销售费用核算。因此，直营模式具有“高毛利、高费用”的特点，其毛利率高于专厅模式。另外公司实施高端的品牌定位策略，积累了较高的品牌知名度和忠诚度，享有一定的品牌溢价。

图 7：毛利率变化情况

图 8：净利率变化情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

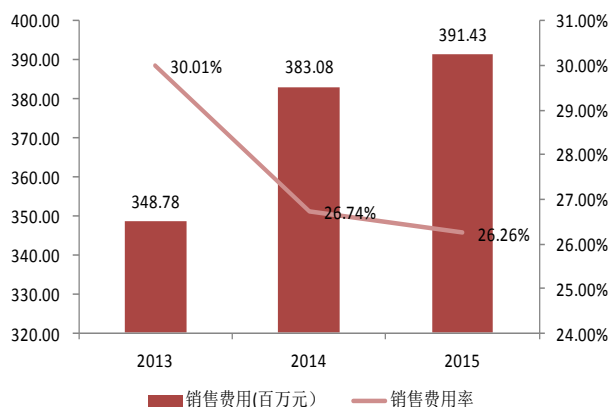


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2.3 公司控费能力持续向好

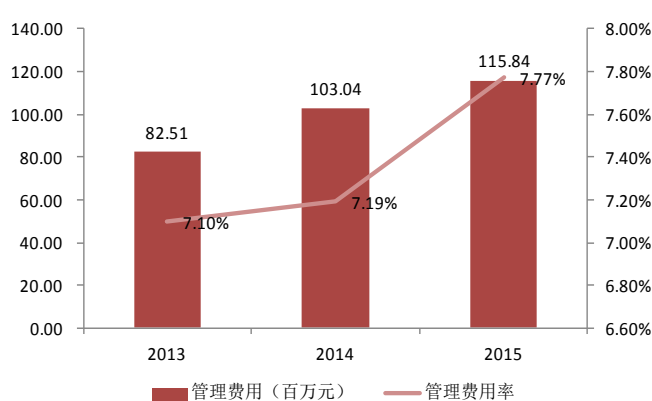
公司控费能力持续向好。2013-2015 年，公司期间费用率分别为 37.69%、34.43%、34.48%，控费能力有明显改善。其中近三年公司销售费用率分别为 30.01%、26.74%、26.26%，逐年缓慢下降；2013-2015 年，公司管理费用率分别为 7.10%、7.19%、7.77%，逐年缓慢增长，主要由于管理人员数量增加和管理人员薪酬增长。公司财务费用率小幅下降，主要与 POS 机手续费、利息支出相关，直营店总体销售收入下滑，POS 机费用率下降；另外自 2013 年 2 月 25 日起全面执行调整后的《银行卡刷卡手续费标准》，珠宝金饰类银行卡刷卡手续费标准从原来的 2% 下调至 1.25%。

图 9：销售费用及销售费用率



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 10：管理费用及管理费用率



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3. 行业运行情况概述及发展趋势分析

3.1 珠宝零售渠道分为自营模式、加盟模式、联营模式，行业集中度仍较低

宝石、贵金属及珍珠饰品定义为贵重珠宝。珠宝首饰是指珠宝玉石和贵金属的原料、半成品，以及用珠宝玉石和贵金属的原料、半成品制成的佩戴饰品、工艺装饰品和艺术收藏品。根据 2010 年国家标准化管理委员会发布的《珠宝玉石及贵金属产品分类与代码》，珠宝玉石被定义为“对天然珠宝玉石和人工宝石的统称”，而贵金属则定义为“金、银和铂族金属的统称”。珠宝首饰从材质上分主要包括：钻石、宝石、黄金、铂金、白银、

珍珠、玉石、水晶、翡翠、玛瑙、珊瑚、琥珀、琉璃等；从功能上分主要包括头饰、耳饰、颈饰、胸饰、腰饰、手饰、脚饰、金银珠宝首饰、藏饰/民族饰品、手机饰品、首饰配件、珠宝原料、珠宝首饰包装及保养品、其他首饰饰品等。根据国内外一般的商业习惯，将珠宝饰品分为五大类：(1) 宝石饰品、(2) 贵金属饰品、(3) 珍珠饰品、(4) 半宝石饰品、(5) 人造珠宝。其中前三类为贵重珠宝。

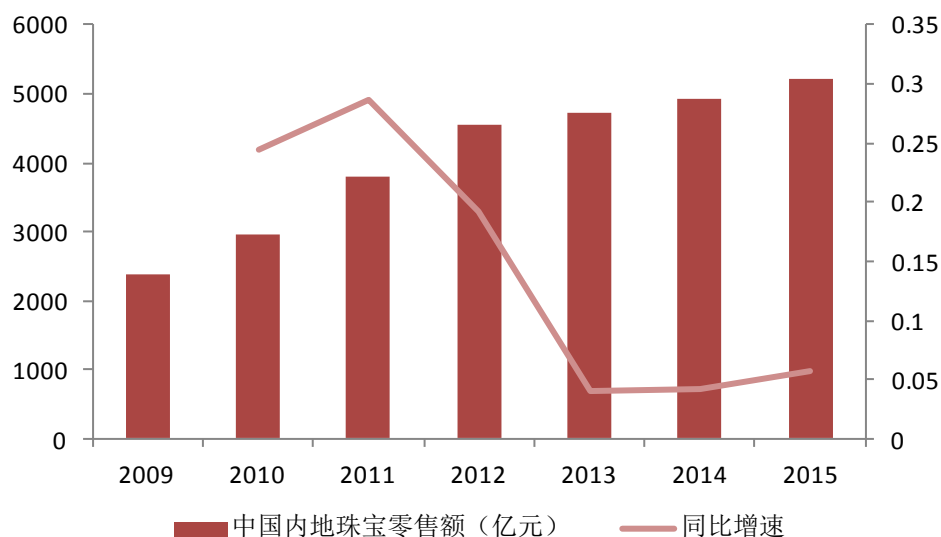
表 4：珠宝饰品分类情况

类别	内容
宝石饰品	钻石、红宝石、蓝宝石、祖母绿
贵金属饰品	黄金、白金、银
珍珠饰品	海水珍珠、淡水珍珠、大溪地珠、南洋珠
半宝石饰品	蛋白石、紫水晶、黄玉、翡翠、玉、电气石（碧玺）、石榴石、黑宝石、猫眼石、珊瑚、虎眼石、其他如亚历山大石
人造珠宝	贝壳、珐琅、景泰蓝、合成宝石（如合成钻石、人造红宝、人造蓝宝、人造祖母绿、人造翡翠等）、平价金属（如铜、镀金、铜合金、其他各种金饰品）、其他

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

我国珠宝首饰零售行业呈现了高速发展的态势。我国珠宝首饰行业起步于 20 世纪 80 年代初。当时，世界珠宝首饰产业逐步向亚洲地区转移，香港的珠宝制造业迅速崛起，在世界珠宝业中占据重要地位。而中国大陆低廉的人工成本和巨大的市场潜力，吸引了世界发达国家和地区的知名珠宝商纷纷进入中国。特别是毗邻香港的深圳特区通过承接香港的珠宝加工业务逐渐成为了我国重要的珠宝首饰加工制造中心。经过多年的发展，我国珠宝首饰的加工能力日趋完善，同时竞争亦日趋激烈。更多的珠宝企业开始由“制造型”向“设计创造型”转型，通过建立自有品牌和渠道向产业链的下游发展，参与珠宝零售市场的竞争。近年来，得益于我国国民经济的较快发展和居民可支配收入的提高，我国珠宝首饰零售行业呈现了高速发展的态势，未来仍具有较大的增长潜力。根据 Euromonitor 数据显示，2013 年中国内地珠宝零售额达 4,720 亿元，2009-2014 年复合年增长率为 15.63%。根据中国珠宝行业网的数据显示，2015 年中国珠宝产品零售消费总额约为 5,200 亿元。预计未来几年，我国的珠宝首饰市场需求仍将稳步增长。

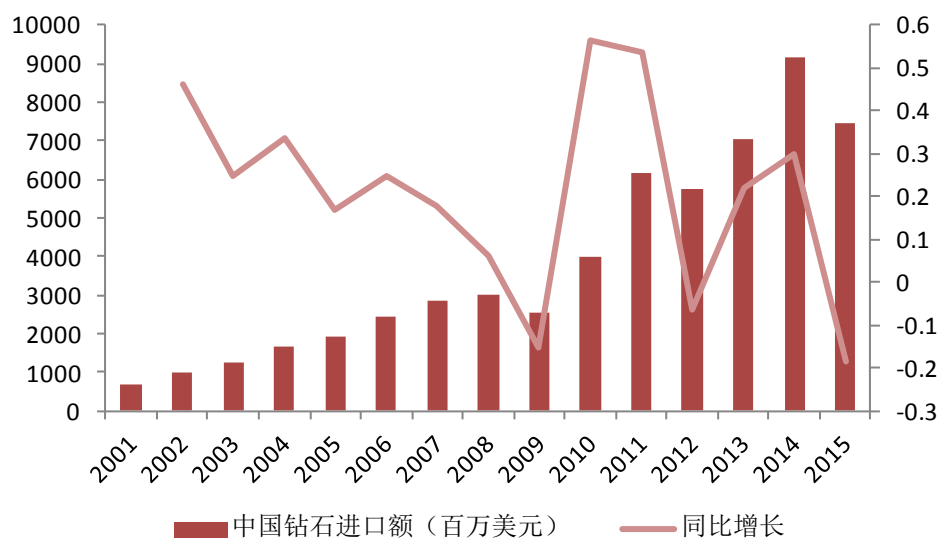
图 11：中国内地珠宝零售额



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国的珠宝首饰零售市场将继续以较高的速度增长。市场需求将日趋多样化，市场将进一步细分。从珠宝产品消费结构来看，不同珠宝产品在我国的市场成熟程度有所不同。黄金饰品在中国文化中的基础较为深厚，是目前我国消费量最大的珠宝产品。钻石得益于 De Beers 数十年来的成功营销策略，其经典广告词“钻石恒久远，一颗永流传”，使得钻石饰品在年轻消费人群中日益流行，在我国珠宝产品中的消费占比稳步提高。翡翠是独具中国文化符号的珠宝产品，在我国也拥有较为稳定的消费人群。2001 年-2014 年，中国大陆进口成品钻石和钻石毛坯的金额复合增长率约为 21%。

图 12：中国钻石进口额及同比增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

中国珠宝零售市场主要百货商场珠宝专厅、专营店和珠宝市场三种形式组成。（1）百货商场珠宝专厅。商场专厅主要指在大中型百货商场中开设的由珠宝首饰厂商经营的首饰专厅。它目前仍是国内珠宝首饰销售的主要形式之一。其优势表现在：有显著的客流量。由于大中型百货商场一般地处某一区域的商业中心，交通便利，知名度高，客流量大，

人气旺，其经营环境一般优于交易市场，诚信度较好。商场对于信誉和公众舆论的关注度高，所以服务的态度、服务的内容也较好，在诚信度方面有着显著的优势，经销商可借助这些优势得以迅速发展，促销力度较大。由于商品类别多样化，所以商场进行促销活动的余地就比较大，不同楼层、不同商品在不同时期都可以进行促销活动，以吸引消费者的注意。而到珠宝柜台的客流量越大，创造的销售机会也就越大，经营风险相对较低。在珠宝业的发展阶段，珠宝首饰走进大商场直接面对众多的消费者，对普及知识、培育市场、引导消费等都起到了非常大的作用。

（2）珠宝专营店。珠宝专营店主要指单独开设的珠宝首饰专卖店。它是独立的门店，其经营模式与组织形式可以是独家老店，也可以是各类连锁等。专营店以消费需求为导向进行经营管理，最能突出该品牌的产品特色和经营特色，也更能满足消费者日益增强的个性化消费趋势。利用独立的门店，能很好地展示企业形象，突出企业经营理念和产品特色，经营者可以按照企业的总体规划和实施方案开展自己的营销活动，并可根据市场情况的变化，随时调整经营策略，如调整店堂布局、风格、经营品种、品牌推广、促销宣传等。国内珠宝专营店的规模普遍偏小，市场占有率在大多数地方也比百货商场要低，而且各地情况也有很大不同，在比较成熟的珠宝零售市场，珠宝专营店已经占据主导地位。以北京为例，目前北京珠宝零售市场形成了珠宝品牌专营店、商场珠宝专厅和专门珠宝市场三分天下的格局。

（3）珠宝市场。珠宝市场是以各地珠宝产业的发展为依托而形成的，集批量采购、集中供应、厂家直销、接单加工、电子商务、拍卖交易为主要形式，多功能、全方位、强辐射、大流通、集约化、网络化、专业化的大型珠宝首饰综合服务平台。随着珠宝产业的快速成长和消费市场的不断扩大，从2000年至今，迅速建立起大小近百家专业珠宝市场。珠宝市场以批发业务为主起步，随着口碑传承珠宝商圈的影响力与日俱增，珠宝市场内的珠宝零售业务发展迅速。

（4）其他渠道。此外，珠宝零售渠道还包括电视购物、电子商务以及量贩式渠道等等。每克拉美、全城热恋等量贩式的渠道、电子商务渠道（钻石小鸟）也逐渐兴起。对于消费者而言，一般在百货公司购物时，较有信心，也较为放心。同时对于珠宝零售商而言，百货公司珠宝专厅的扩张成本较低，并且客流量较大。因此，来自百货市场珠宝专厅途径销售的市场比例将不断攀升。

中国珠宝零售渠道按照营运模式可分为自营模式、加盟模式、联营模式。自营模式是指珠宝品牌公司出资开设直营店或者在商场开设专厅进行零售，自营店的货品所有权归属于公司；店面形象由公司负责按统一形象标准装修，货品由公司自主统一配送及摆置，并运用公司ERP统一管理，由公司聘请的营业员销售导购。

加盟模式是指由加盟商出资开设的独立店铺或专厅，由加盟商自行负责管理并承担相应责任，加盟店的货品所有权归属于加盟商。店面形象由品牌商负责按统一形象标准装修，并提供相应的人员培训、开店指导以及后续经营指导等一系列服务。

联营模式是指由品牌商和加盟商共同合作经营的模式，双方共同负责管理以及承担相应责任。一般成立由双方参股的公司，联营店的货品所有权归属联营店。店面形象由品牌商负责按统一形象标准装修，并提供相应的人员培训、开店指导以及后续经营指导等一系列服务。就珠宝零售商而言，自营零售点仍然是一种重要的营运模式，因为与加盟和联营模式相比，自营模式能给予珠宝零售商较大的经营控制权，也更接近零售客户。同时，自营模式能够节省流通环节，使得珠宝零售商可以享受更大的利润空间。但是，由于地域方面的限制，开设数量众多的

自营店需要耗费大量资金，所以加盟和联营模式作为一种既具成本优势又行之有效的扩张方式在中国珠宝零售商中盛行，尤其是在二、三线城市。

我国的珠宝零售行业集中度较低。15 年中国黄金珠宝零售总额约为 5200 亿元，其中限额以上企业零售额为 3069 亿元，市场占有率为 59.02%。市场占有率排名前五的企业分别是周大福、老凤祥、豫园商场、周生生和六福集团，前五名企业合计市场占有率为 24.04%，排名第一的周大福市场占有率也仅为 8.71%。珠宝产品的消费具有单件价值较高，体现消费者审美、个性等特征，因此品牌知名度高、信誉良好的珠宝产品更容易获得消费者青睐。品牌优势对于扩大客户群体和市场影响力，增加顾客忠诚度有着举足轻重的作用。而且具有品牌优势的公司也将获得更高的产品附加值和毛利，因此近年来，各大主要珠宝公司已逐步加快品牌建设，提高盈利能力和竞争力。

我国珠宝首饰市场已逐步形成了境内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。现阶段国内珠宝首饰零售行业处于完全竞争阶段，国内市场上品牌较多，国外奢侈品牌如 Cartier（卡地亚）、Tiffany（蒂芙尼）、Bvlgari（宝格丽）及香港品牌周大福、周生生、谢瑞麟、六福等均已进入中国市场。目前，我国珠宝首饰市场已逐步形成了境内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。目前，中国珠宝首饰行业属于朝阳行业，仍处于高速发展阶段，没有一家企业处于绝对优势地位，市场集中度较低。但随着市场竞争的深入，优势企业的品牌影响力不断增强以及销售渠道的覆盖范围不断扩大，市场集中度正在提升。高端市场方面仍是由国际一线知名品牌占据，如 Cartier（卡地亚）、Tiffany（蒂芙尼）、Bvlgari（宝格丽）等，它们凭借悠久的历史品牌历史和精湛的设计工艺已经逐渐形成各具特色的珠宝首饰文化，受到消费者的追捧。该类品牌打造的核心竞争优势在于设计、款式和工艺水平，主要满足的是目标消费者的审美消费需求，因此在原材料的基础上，可以获得更多来自于设计的溢价。周大福、周生生、谢瑞麟、六福等香港品牌，老凤祥、爱迪尔等内资品牌，定位多数集中在中高端层次，以中产阶级和工薪阶层为主要目标消费群体，该类消费者有一定的价格敏感度，产品款式和保值增值属性兼顾。目前，中高端市场仍是我国市场容量和增长潜力最大的市场层级。

表 5：公司主要珠宝商主营产品情况

国内主要珠宝商	主要经营产品
明牌珠宝	黄金饰品、铂金饰品、镶嵌饰品，其中黄金饰品占比90%左右
潮宏基	K金饰品、铂金饰品、足金饰品，其中足金饰品占比40%左右
谢瑞麟	钻石、彩宝、珍珠、素金首饰等，以钻石饰品为主
周大福	黄金、铂金、珠宝首饰、钟表等，其中黄金首饰占比70%左右
爱迪尔	以钻石饰品为主
通灵珠宝	钻石饰品、翡翠饰品，以钻石饰品为主

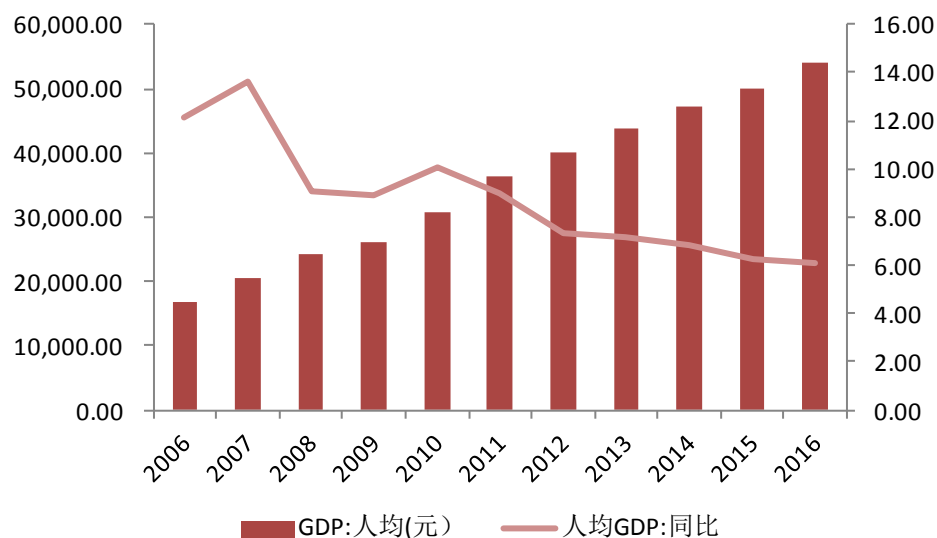
资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

3.2 消费结构变化及婚庆刚需推动珠宝首饰行业快速增长

消费结构变化将驱动我国珠宝首饰行业继续快速增长。世界经济的历史表明，当人均 GDP 超过 1000 美元时，进入第一轮消费升级阶段，对大宗商品如房屋、汽车和品牌产品的消费需求加速。当人均 GDP 超过 3000 美元以后，往往是一个地区的经济变动较

快的阶段，城市化、工业化的进程也会加速发展，而居民消费类型则将发生大转变，形成第二次消费升级浪潮。我国人均 GDP 于 21 世纪初超过 1000 美元，房地产、汽车、家电等行业迎来快速发展的十年。伴随着我国人均 GDP 于 2008 年和 2010 年分别达到 3000 和 4000 美元，高端享受型消费将明显受益于消费升级的大趋势。借鉴美国珠宝消费历史，2011 年中国人均 GDP 水平超过 5000 美元相当于美国 20 世纪 60 年代后期的水平，在随后的 10 年里美国珠宝消费快速提升，消费占比提升一倍，中国的珠宝消费也有望迎来快速增长期。

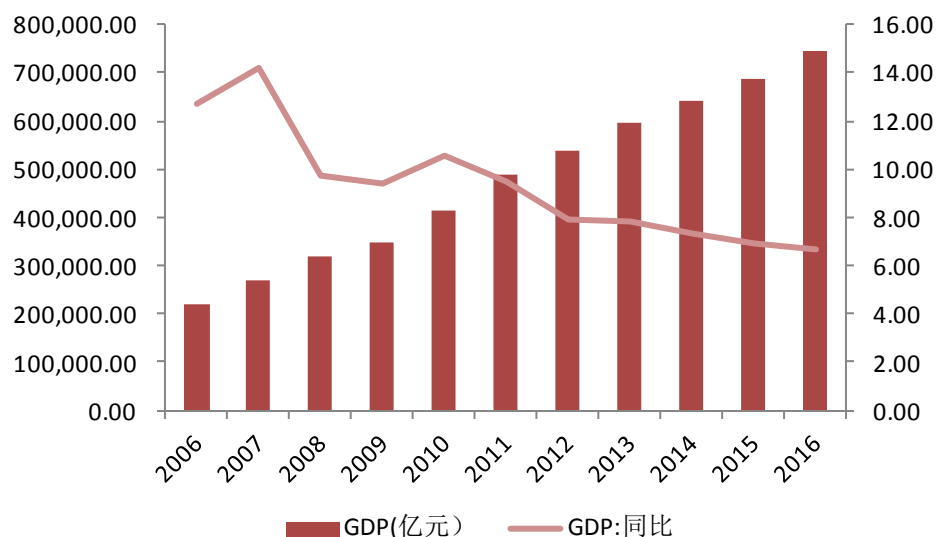
图 13：2006–2016 年中国人均国内生产总值（GDP）



数据来源：wind，东莞证券研究所

收入持续增长提升珠宝消费倾向。中国经济的高速增长带来居民收入持续增长，进而对居民消费偏好和消费倾向产生了重要影响。自 2008 年至 2014 年，中国城镇人均可支配收入年复合增长率达到 10.93%。与收入的稳定增长形成对比，按国家统计局市场分类，2008 年至 2014 年金银珠宝类成交额的年复合增长率为 16.27%，明显高于居民收入增速。未来居民收入持续增长、尤其是中产阶级不断崛起的长期趋势对珠宝首饰消费提升形成长期利好。

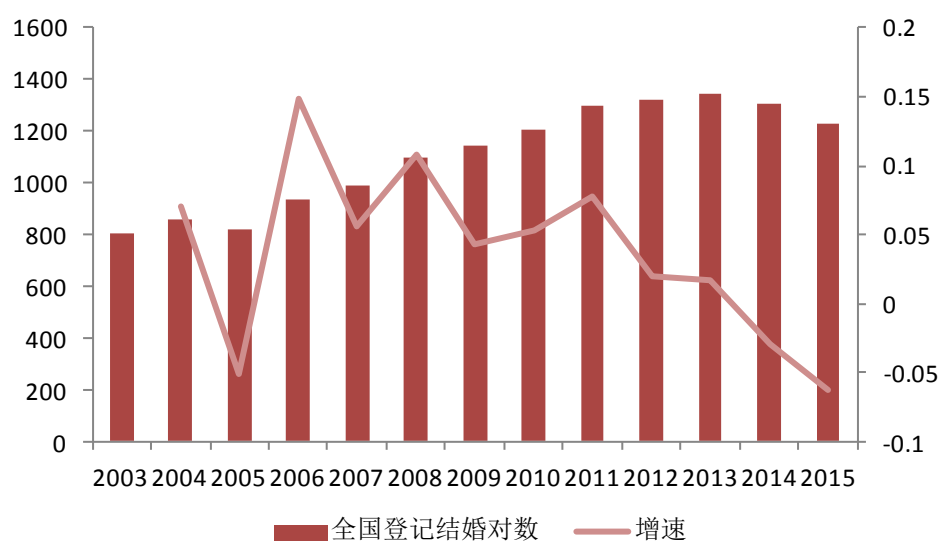
图 14：最近十年中国 GDP 及增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

婚庆刚性需求保持稳定增长，并逐步向情感消费扩展。根据上海钻交所成品钻石的进口统计数据，中国已经成为全球仅次于美国的第二大钻石消费市场。根据戴比尔斯的调查报告，婚戒消费仍是中国目前乃至未来的钻石消费的主要方式，而逐渐扩大的中产阶层是购买钻石的主要人群。80 年代中后期是国内人口出生高峰期，未来五年高峰期出生的海量人群将进入结婚高峰期。2009 年调查报告显示在北京、上海和深圳等一线城市，每 10 对新婚夫妇中的 8 对会有意愿购买结婚钻戒，钻石消费俨然成为了刚性需求，是结婚、周年纪念的重要礼品。另外随着中国经济的发展和消费者消费观念的转变，钻石消费在满足传统婚庆刚性需求外，逐步向情感消费扩展，开始成为订婚日、结婚纪念日、父母生日等表达情感的方式；从单一的戒指消费到戒指、吊坠、耳钉、手链等个性化、套系化的饰品扩展，钻石饰品消费迎来新的发展机遇。

图 15：全国登记结婚对数



数据来源：民政部统计公报，东莞证券研究所

国内钻石饰品零售业发展迅猛。2010 年至今我国结婚登记数一直保持在每年 1200-1300

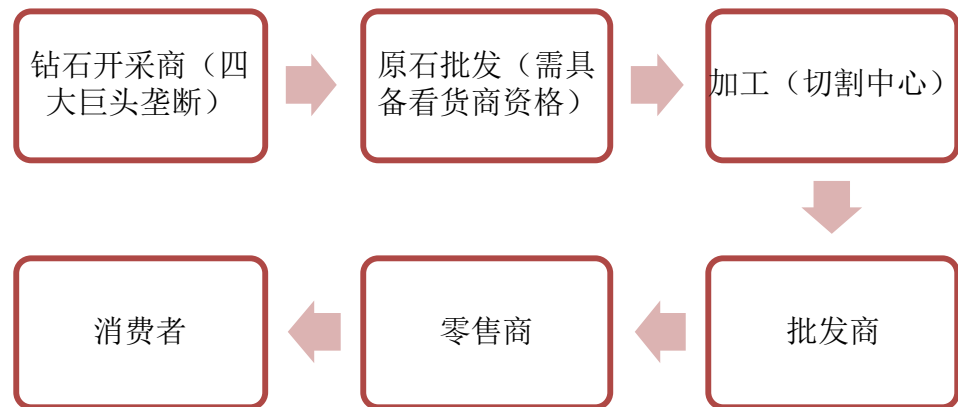
万对的数量，为珠宝零售行业提供了坚实的消费人群基础。同时，受国外文化的影响，珠宝首饰越来越多地成为除婚礼之外的一种表达感情的载体，越来越多的情侣会通过购买珠宝首饰表达感情。世界珠宝市场中，钻石饰品一直占据主导地位。国内尽管钻石饰品零售业起步较晚，但发展迅速，中国大陆的钻石零售市场规模已经首次超越日本，位居世界第二，占全球钻石零售市场份额的 11%。随着我国经济的高速增长，人民生活水平的提高，二三线城市居民也开始变现出一定的高端珠宝消费能力，钻石不再仅仅是一线城市消费者的宠儿，二三线城市的消费者正逐渐成为钻石消费的潜在力量。

审美消费趋势为珠宝行业打开新的发展空间。我国在 60、70 年代的出生的群体目前仍继续维持中国传统的消费习惯，但是在第三次人口出生高峰成长起来的 80 后和 90 后，无论在接受的教育、成长的社会环境、还是在主流价值观等方面或者说从更多的生活角度实现与国际接轨，传统的消费习惯有所转化，也包括根深蒂固的珠宝消费行为，珠宝首饰购买频率会更灵活，不同时间也会拥有不同的珠宝消费需求形成饰品消费“快时尚”文化，满足不同场合不同的佩戴需要，不同的心情和对象也需要装饰不同的风格和偏好。随着改革开放以来出生的年轻人群逐渐走向社会，消费能力不断增强，具备“现代消费意识”的消费者将带来审美消费趋势的形成。毫无疑问，具有典型审美特征的珠宝也将受益于新一代年轻人的审美消费需求。

3.3 钻石产业链中开采商和零售商毛利最高，开采商及看货商决定成本

钻石产业链分为开采-原石批发-加工-批发商-零售商-消费者。在钻石产业链六个环节中，开采商和零售商的毛利率最高。珠宝商在产业链中可控环节越靠前，越能拥有最优质的原钻资源及最低的采购成本。开采环节被由四大巨头垄断，四大巨头包括钻石恒久远一颗永流传的 DeBeers（戴比尔斯），俄罗斯的 Alrosa（埃罗莎），跨国集团 RioTinto（力拓），以及加拿大的 Dominion（多米尼昂）钻石开采公司。四大巨头合起来开采全世界 3/4 的钻石原石，堪称钻石行业的脊梁。其他 1/4 就由各种小公司以及无证无照的个人进行开采。钻石开采市场由于四大巨头垄断地位显著以及极高的行业进入壁垒赋予其极强的议价能力，产业附加值较高，因此是毛利最高的环节，由于开采商具有极强的议价能力，所以也是决定钻石成本的首要因素。

图 16：钻石产业链六环节



资料来源：东莞证券研究所

看货商是决定钻石成本的关键因素。与零售的钻石饰品不一样，原钻交易是一个有门槛的市场，原钻交易必须取得看货商的资格，资格的获得者通常是大的钻石品牌商。钻石开采出来后，会先由专业人士对原石进行分类。这是钻石行业里很重要的技术活，远比精钻分类更复杂。因为原石有上万种不同的类型，既有高品级也有劣等品级。首先原石要分为工业级和珠宝级，珠宝级的最多只有 20%，少的只有 2%-5%，珠宝级的原石价格是工业级的百倍甚至千倍。在珠宝级原石中，由于形状、净度、颜色等不同，打磨后的成品率各有高低，价格也是千差万别。即使是最专业的人员，分类钻石原石时也有出错的时候，而且原石的批发价是垄断商说了算，看货商没有议价权。因此，看货商往往有赌的成分，类似买翡翠的“赌石”，有时大赚，有时小赚，有时赔本。由于开采商的垄断地位，一般情况下，不管原矿好坏，看货商都不能拒绝，因为能得到原矿已经很幸运。整个钻石利润链中，开采商和看货商的数目最少，但他们直接决定了钻石的成本，也助推了钻石的高价。能成为四大的看货商是很多钻石企业的梦想，因为这意味着别人如果需要钻石就必须得找你来买。能够获得一大钻石巨头的青睐已属不易，能同时获得多家巨头青睐那就相当一定的行业地位。同时获得四大青睐的全球共四家，来自印度的 Hari Krishna Exports; VenusJewel 以及 SheetalManufacturing Company；来自比利时的 Laurelton Diamonds。印度三家上榜，比利时一家。另外中国香港的珠宝企业表现不俗，全球最大珠宝零售商周大福同时是 De Beers, Alrosa 和 RioTinto 三家的看货商、著名品牌周生生同时是 De Beers 和 Dominion 的看货商、六福是 De Beers 看货商。值得一提的是，公司参股股东欧陆之星是全球最大的钻石生产贸易商，戴比尔斯全球最大的看货商之一。

批发商价格较为透明，零售商毛利较高。在批发这个环节，价格非常透明。批发商薄利多销，利润只有 5%左右，是全世界的通例。而零售商量小利多，销售价格一般是批发价的 3 倍。在钻石的利润链中，普通珠宝商的零售价是批发价的 3 倍左右，而著名的品牌珠宝商能以批发价的 10 倍卖出。由于品牌商会为消费者提供更好的品质保证和服务承诺等，品牌商通常拥有从采购生产、设计定制、终端销售的除开采以外的所有环节，而其中设计能力以及品牌底蕴为其带来一定的产品定价权，从而获得更多溢价空间。

4. 与国际钻石巨头股权绑定公司全方位优化，娱乐营销模式助力公司品牌突破，

4.1 独有皇室资源，品牌优势显著

品牌定位“为下一代珍藏”，引导顾客购买行为从单纯性消费转变为情感投资。公司围绕“为下一代珍藏”的品牌核心价值，成功塑造了“通灵珠宝”独特的中高端品牌形象。凭借品牌形象的有效传播，通灵珠宝获得了广泛的品牌知名度、美誉度和忠诚度，在市场上形成了良好的口碑，赢得了众多消费者对产品的认可和品质的信任。随着多年来品牌战略的发展，品牌优势已经成为通灵珠宝的核心竞争优势，使通灵珠宝的产品获得了较高的品牌溢价。通灵珠宝的品牌定位主张是创造值得“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。中国文化重视下一代的传承，财富的传承、精神的传承、感情的传承等。通灵珠宝“为下一代珍藏”的品牌定位准确把握住了中国消费者这种重视传承的情感需求和价值观念，将消费者对通灵珠宝饰品的选择也从单纯的购买转化为了长期的情感珍藏。通灵珠宝差异化的品牌定位超越了婚庆消费的红海市场，开辟了珠宝情感消费的蓝海市场。其目标客户也从结婚人群这一相对狭窄的群体有效延伸到了 25-49 岁年龄段注重品质、品味与生活享受、具有较强家庭观念的中高层消费者。同时，“为下一代珍藏”的品牌定位，也表达了通灵珠宝一直努力为中国市场带来高品质的钻石产品，使钻石不仅作为爱的礼物，还寄寓一种情感，值得消费者珍藏与传承，更易于得到消费者的品牌认同。

比利时安特卫普有“钻石之都”之称，公司与比利时皇室合作关系良好。比利时安特卫普是全球四大钻石切割中心之一，成为世界“钻石之都”历史悠久，钻石切割工艺最为精湛。公司多年来坚持在中国市场推广比利时优质钻石和文化理念，与比利时王室的良好合作关系，形成了与大部分珠宝品牌相区隔的王室品牌资产优势。作为通灵珠宝的重要品牌资产，比利时王室为通灵珠宝品牌的传播带来丰富的品牌联想，增加了消费者对通灵珠宝品牌的选择和信任。比利时政府授予了总裁沈东军先生“比利时优质切工钻石中国推广第一人”，比利时王室授予沈东军先生“利奥波德军官级国王勋章”等荣誉，比利时王后见证通灵珠宝“王后”、“皇家全火彩”系列产品发布，在比利时红星航线博物馆永久珍藏“安特卫普之星”系列产品等，对通灵珠宝的发展给予了高度的认可和支持。消费者在了解了通灵珠宝与比利时文化渊源之后，也表达了强烈的认同和好感，增加了对品牌的信赖和消费欲望。

表 6：与比利时皇室合作事件

时间	事件
2009.10	比利时王储将通灵珠宝一枚 2 克拉的新一代钻石蓝色火焰作为国礼赠送给正在比利时访问的中国政府代表团。
2011.05	比利时国家博物馆 MAS 博物馆落成，通灵珠宝的钻石饰品成为其馆藏珍品，通灵珠宝藉此推出“皇家博物馆”系列产品，成为其高端产品系列的代表。
2013.09	通灵珠宝总裁沈东军受到比利时新任国王接见，比利时王后见证通灵珠宝“王后”（MY QUEEN）系列发布。
2013.09	通灵珠宝发布“安特卫普之星”系列，“安特卫普之星”系列首件作品被比利时红星航线博物馆永久珍藏。

2013. 10 为表彰通灵珠宝沈东军多年以来在中国坚持不懈的推广比利时优质切工钻石，比利时政府授予其“比利时优质切工钻石中国推广第一人”。
2015. 07 比利时联邦议会主席 Siegfried Bracke（西格弗里特·布拉克）授予通灵珠宝总裁沈东军“利奥波德军官级国王勋章”，以表彰其为中比两国的经济文化交流以及比利时优质切工钻石文化推广所作出的卓越贡献。这是比利时王室第一次将该级别勋章授予中国工商界人士。

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

子品牌负责人实施“品牌经理制”，个性化的子品牌故事针对性布局。通灵珠宝的品牌管理采用独特的子品牌运作方式，旗下的子品牌分别拥有不同的产品内涵，针对时尚、婚庆、个性、创意等不同的消费需求层级，巧妙地将“为下一代珍藏”的核心价值和持续累积的王室品牌资产进行了落地转化。通过宣导子品牌特色鲜明的设计款式、差异化的情感体验、美好的产品故事，打造出通灵珠宝独有的产品生命力。而多个子品牌产品之间的关系既相互区隔又相互补充，市场人群细分化程度较高。通灵珠宝多元化的子品牌运作凸显了市场差异性，不仅塑造了子品牌个性，更凭借其多个子品牌产品在销售过程中占有更大的细分市场空间，为获得较高的市场占有率奠定了基础。配合子品牌的运作方式，通灵珠宝对子品牌负责人实施“品牌经理制”，由品牌经理对子品牌的知名度和产品的销售量负全责，其主要职责包括从市场调查、产品定位、新品研究与开发、品牌推广、活动方案确定及开展到产品市场反馈评估与分析等品牌产品的全线管理工作。不同的品牌经理各自专注于所辖子品牌不同的理念和形象，确保通灵珠宝的每一个子品牌产品和情感都独具一格，满足不同的消费需求。

收购比利时高端珠宝 Leysen，巩固比利时皇室资源。公司全资子公司拟出资 435 万欧元投资 Joaillerie Leysen Freres SA（Leysen 珠宝）81%的股权，Leysen 珠宝（1855 年）为比利时高端珠宝家族企业，已传承至第六代，迄今为止已有 162 年历史，百合花为其主要标志。因其精湛的工艺及与时俱进的理念，Leysen 深受精英界和演艺界人士的喜爱，成为久负盛名的高端珠宝品牌。Leysen 的品牌力与设计力被皇室认可，从 1982 年开始，其成为比利时皇室珠宝供应商。公司与欧洲皇室（比利时/德国）有深厚的合作关系，此次收购的 Leysen 为比利时皇室珠宝供应商，可巩固皇室资源，将提升公司在海外的知名度。

4.2 设计团队创新能力出众，与国际钻石巨头股权绑定后技术持续升级

设计团队实力雄厚紧跟时尚节奏，积极借鉴外部的设计灵感和资源。珠宝首饰不仅仅只是一种消费品，还具备一定的时尚性。珠宝首饰企业若要形成自身的品牌形象与特色，提升品牌附加值，甚至引领整个市场潮流，就必须在产品设计、开发上形成独特的优势，并形成持续创新的能力。为了进一步加强研发力量，公司注重引进和培养珠宝首饰设计师团队。目前公司拥有专业的珠宝设计团队，拥有 5 位资深珠宝首饰设计师。公司不断吸取国际珠宝饰品设计潮流元素，在创造和巩固经典的基础上，不断推陈出新，设计推出了“穿越时空”、“凝爱”、“皇家博物馆”高端典藏、“红毯”系列钻石饰品以及“传世翡翠”高端翡翠饰品。公司的产品能够在近年获得畅销很大程度上受益于该团队的款式设计与创新能力。公司为保证设计师的设计理念始终与国内外时尚同步，每年组织设计人员参与一次国内外大型的珠宝首饰展览会，例如深圳珠宝展、香港珠宝展等。此外，在

坚持自主设计创新的基础上，公司也积极借鉴外部的设计灵感和资源，特别是委托加工商为了加强其自身的竞争力会提供其设计的产品款式供客户挑选，公司选中能体现公司品牌定位的设计方案和款式后，会与委托加工商进行“封版”，即该款式只能为通灵珠宝加工。公司在产品设计上处于国内同行业的先进水平。设计开发人员通过市场调研和资讯渠道，了解珠宝首饰的最新流行与消费趋势，掌握竞争对手的优劣势和最新动态，分析本品牌产品现状，按照营销中心提出的开发计划，结合市场需求和品牌定位，设计新产品样式，通过不定期的市场试销，为新产品的推出提供决策依据。

表 7：公司原创设计产品

产品系列	产品特点
新一代钻石蓝色火焰	89个切面切工钻石，公司专利产品，获得比利时政府颁发奖项，众多中外明星佩戴出席电影节等重要活动场合。
高端典藏皇家博物馆系列	设计源于欧洲古典艺术，风格复古、奢华。
结婚钻戒“凝爱”系列	采用独特心形镶口设计的结婚钻戒系列，两个心形抓托，与托起的钻石，形成镂空的心形镶口，这种设计能够360度展示钻石火彩。
结婚对戒“穿越时空”系列	两钻同胚的结婚对戒，每一对对戒上的两颗钻石，都是由同一钻胚切割而来，象征天生一对永不分离的美好爱情。
骑士系列	骑士系列是结合通灵珠宝总裁沈东军先生获得比利时王室授予的“利奥波德军官级勋章”的公关事件，产品以60° V独特设计，作为象征男士勇气与荣耀的男士钻饰系列。
彩宝系列	彩宝系列是结合通灵珠宝的各项影视和明星资产新开发的产品类，包括针对大众人群研发的“秘密花园”时尚彩宝线和满足中高端人群消费需求的经典珍藏彩宝线“影后”系列。
翡翠系列	“翡翠恋人”系列是融合东西方文化精髓，在产品设计上将东方翡翠的温婉与西方钻石的璀璨凝于一体的镶嵌类翡翠系列。

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

公司获得欧陆之星增资，成为国内第一家完整拥有世界顶级钻石切割专利的珠宝商。欧陆之星是国际顶级钻石贸易商，下属公司在戴比尔斯拥有看货商资格，是全球重要的成品钻供应商，产业链资源丰富，未来与公司存在巨大的合作空间，亦是公司最大的钻石供货商。公司获世界顶级钻石贸易商欧陆之星增资 1.5 亿元（15%股份），并被独家授权世界顶级钻石切割专利“蓝色火焰”。世界顶级钻石贸易商的增资彰显其对公司实力的认可及未来发展的信心。同时欧陆之星将“新一代钻石蓝色火焰”钻石切割专利完整交接给通灵珠宝，此为国内珠宝商第一次完整拥有世界顶级钻石切割专利。

公司主打产品蓝色火焰系列荣誉众多，该技术由卢森堡欧陆之星研发。通灵珠宝“蓝色火焰”系列产品是拥有 89 面切工的钻石产品，相对于传统的 57-59 面切工的钻石，其光线折射更加丰富。该项技术由卢森堡欧陆之星研发，2009 年 3 月 12 日，卢森堡欧陆之星与江苏通灵签署关于转让“蓝色火焰”钻石切工的《转让协议》，主要内容如下：（1）卢森堡欧陆之星将其研发的 89 面钻石切工技术（蓝色火焰钻石切工技术）无偿转让给江苏通灵，并同意江苏通灵就此技术在欧陆及全球范围内按照各国法律之规定申请专利权；（2）江苏通灵保证取得此项技术的专利权后仅用于其进行珠宝销售；（3）江苏通灵保证此技术的实际操作执行仍由江苏通灵委托卢森堡欧陆之星或卢森堡欧陆之星指

定的合作方按此技术进行钻石切割以及钻石饰品的生产；（4）卢森堡欧陆之星承诺按此技术进行切割的钻石仅限于销售给江苏通灵，并由江苏通灵将此技术命名为“蓝色火焰”。近年来，“蓝色火焰”获得国内外一系列荣誉，并因此形成了通灵珠宝独特的产品优势。2013年2月，比利时政府为通灵珠宝“蓝色火焰”切工钻石颁奖。2013年7月，国土资源部珠宝玉石首饰管理中心、国家珠宝玉石质量监督检验中心在北京共同宣布，授予通灵珠宝专利产品“蓝色火焰”钻石革新设计奖。

4.3 打造全新娱乐营销模式，《克拉恋人》推动公司品牌取得阶段性突破

深度植入娱乐营销，公司品牌、产品与剧情全融合。公司以全新的娱乐营销模式打造了“2015 偶像剧王”《克拉恋人》，通过人物、剧情设定及场景打造，传播通灵珠宝品牌及“为下一代珍藏”的品牌定位，有效扩展了品牌知名度和美誉度。公司对该剧的植入以公司和珠宝行业作为剧情发展背景，所有观众在观剧的同时也记住了通灵珠宝的所有信息，并将对剧中人物和剧情的情感自动转移到了通灵品牌和产品上。随着《克拉恋人》的播出，通灵珠宝跨越性地完成了品牌在全国范围的阶段性突破。此外，围绕《克拉恋人》的传播热度，通灵珠宝还顺势选择唐嫣作为品牌形象代言人，推出“百变风情嫣”系列、“钻石嫣”等新的子品牌，将影视资产持续最大化的发挥效益。此外，与国际知名奢侈品牌采用的跨界娱乐营销模式一样，通灵珠宝通过赞助世界著名电影节，极大提升了其国际化品牌的知名度和美誉度。通灵珠宝距今已连续7年与柏林电影节合作，成为柏林电影节唯一指定珠宝。这使得通灵珠宝不但进入到更为广阔的世界舞台，更得到了众多政商名人、影视明星的欣赏和认可，成功地将消费者对明星名人的关注转移到对通灵珠宝品牌的关注。同时，借助柏林电影节的资产转化，通灵珠宝专门开发了“BERLIN STAR（柏林之星）”、“SHOOTING STAR（梦想之星）”等多个子品牌，品牌产品的国际化程度不断提升。公司董事长沈东军先生于2016年4月成立的钻石影业（自制偶像剧为主，参投为辅）开山之作《归还世界给你》已邀请偶像剧之父蒋家骏执导。

图 17：克拉恋人宣传海报



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

图 18：伊娃戴通灵珠宝高端定制耳坠、手链出席柏林电影节闭幕式



数据来源：百度图片，东莞证券研究所

图 19：电影节明星佩戴图片



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司营销网络采用“自营为主，加盟为辅”方式，销售规模稳步扩张。近几年，公司积极开拓直营店，并通过与王府井、百盛集团、大洋百货、金鹰国际、万达集团、华地集团等国内具有影响力的百货连锁集团进行合作，大力发展专厅。公司门店开拓经验丰富，与国内多家大型百货连锁集团进行长期合作，同时具有良好的品牌影响力，为项目的实施奠定了良好的基础。借助多年来营销网络渠道管理经验，公司已形成包含开店流程、店铺审核、店铺形象管理、店员培训、订货制度、产品价格控制、信息化管理系统、店铺营销活动、货品管理、资金结算、店铺绩效考核和激励机制等方面的一套成熟直营店管理模式及加盟店管理方法，有力地支持了公司营销网络的拓展与维护。珠宝行业的终端零售模式及其规模决定着销售效率和公司的品牌形象。公司营销网络采用“自营为主，加盟为辅”方式，自营店主要为公司设立的通灵珠宝形象旗舰店和标准店，以及在商场开设的专厅。近几年，公司自营店和加盟店数量稳步增长。截至 2016 年 6 月 30 日，公司门店数量达到 498 家，其中自营店 261 家（包括旗舰店、标准店和专厅），加盟店 237 家，覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等 20 个省市自治区，营销渠道已具一定规模。值得一提的是，由于电商的发展，传统零售业都将受到冲击，但由于公司主营产品钻石等珠宝价格较高，消费者更愿意到实体店选购，公司的线下稳步扩张仍有空间，公司利用 IPO 募集的资金在未来三年内投资用于营销网络建设，争取将公司门店数量扩大到 300 多家。

5.盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2016、2017 年的盈利预测如下：

基本假设。1、公司主营业务收入稳步；2、公司产品的毛利率呈现温和上升态势；3、公司销售费用小幅上升。

业务预测。预计公司 2016 年营业收入 16.55 亿元，同比增长 11%，毛利率 55.80%；17 年营业收入 18.61 亿元，同比增长 12.4%。

盈利预测。假设公司 2017 年的销售费用率基本稳定，营收稳步增长，预测公司 2016、17 年净利润分别为 2.22 亿元、2.88 亿元，对应每股收益 0.91 元、1.18 元。

表 8：公司利润表预测总结

科目(百万元)	2015A	2016E	2017E
营业总收入	1,491	1,655	1,861
营业总成本	1,254	1,356	1,482
营业成本	689	732	793
营业税金及附加	47	52	58
销售费用	391	449	499
管理费用	116	132	147
财务费用	7	-9	-15
其他经营收益	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0
投资净收益	0	0	0
营业利润	237	299	379
加 营业外收入	6	0	0
减 营业外支出	2	1	0
利润总额	241	298	379
减 所得税	61	76	91
净利润	181	222	288
减 少数股东损益	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	181	223	288
基本每股收益(元)	0.74	0.91	1.18

数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 投资建议

与钻石巨头股权绑定公司全方位升级，娱乐营销模式助力公司品牌突破。公司与国际钻石巨头欧陆之星股权绑定，欧陆之星将“新一代钻石蓝色火焰”钻石切割专利完整交接给公司，为国内珠宝商第一次完整拥有世界顶级钻石切割专利。欧陆之星下属公司在戴比尔斯拥有看货商资格，是全球重要的成品钻供应商，产业链资源丰富，未来与公司存在巨大的合作空间，亦是公司最大的钻石供货商。值得一提的是，比利时安特卫普是全球四大钻石切割中心之一，成为世界“钻石之都”历史悠久，钻石切割工艺最为精湛，公司与比利时王室的良好合作关系，比利时王室为公司品牌的传播带来丰富的品牌联想，增加了消费者对公司品牌的选择和信任。另外公司深度植入娱乐营销，公司产品、产品与剧情全融合，以全新的娱乐营销模式打造了“2015 偶像剧王”《克拉恋人》，通过人物、剧情设定及场景打造，让所有观众在观剧的同时也记住了公司的所有信息，并将对剧中人物和剧情的情感自动转移到了公司品牌和产品上。随着《克拉恋人》的播出，通灵珠宝跨越性地完成了品牌在全国范围的阶段性突破。此外，围绕《克拉恋人》的传播热度，通灵珠宝还顺势选择唐嫣作为品牌形象代言人，推出“百变风情嫣”系列、“钻石嫣”等新的子品牌，将影视资产持续最大化的发挥效益。与国际知名奢侈品牌采用的跨界娱乐营销模式一样，公司通过赞助世界著名电影节，极大提升了其国际化品牌的知名度和美誉度，公司已连续 7 年与柏林电影节合作，成为柏林电影节唯一指定珠宝。使

得公司品牌不但进入到更为广阔的世界舞台，更得到了众多政商名人、影视明星的欣赏和认可，成功地将消费者对明星名人的关注转移到对公司品牌的关注。预计公司 16、17 年 EPS 分别为 **0.91** 元、**1.18** 元，对应 PE 为 **42** 倍、**32** 倍。首次覆盖给予**推荐**评级。

6.风险提示

行业政策风险；

市场竞争加剧的风险；

人才流失风险。

表 9：公司利润预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	科目(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业总收入	1,432	1,491	1,655	1,861	净利润	171	181	222	289
营业成本	666	689	732	793	折旧与摊销	35	42	12	14
营业税金及附加	40	47	52	58	财务支出	4	4	6	10
销售费用	383	391	449	499	投资损失	0	0	0	0
管理费用	103	116	132	147	净营运资本变动	-139	-88	-64	-83
财务费用	7	7	-9	-15	经营性现金流	71	139	176	229
资产减值损失	3	4	0	0	资本支出	-33	-48	-80	-50
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	231	237	299	379	投资性现金流	-32	-48	-80	-50
利润总额	231	241	298	379	股权融资	0	0	61	0
减 所得税	59	61	76	91	债券融资	70	50	-50	0
净利润	171	181	222	288	股利分配及其它	-33	-54	131	170
减少数股东损益	-1	-0	-1	-1	筹资性现金流	37	-4	142	170
归母公司净利润	172	181	223	289	货币资金变动	75	86	239	349
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	科目(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	73	88	1,007	992	成长能力（YOY）				
应收账款	97	129	159	159	营业收入	23.2%	4.1%	11.0%	12.4%
预付账款	42	41	62	63	营业利润	40.7%	2.9%	26.0%	26.8%
存货	1,251	1,108	1,237	1,381	归母公司净利润	47.6%	5.2%	23.0%	29.6%
其它	36	24	11	17	盈利能力				
流动资产合计	1,499	1,390	2,476	2,612	销售毛利率	53.5%	53.8%	55.8%	57.4%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	12.0%	12.1%	13.4%	15.5%
固定资产合计	87	87	116	145	ROE	18.0%	16.8%	10.4%	12.2%
长期待摊费用	32	36	55	62	ROIC	19.6%	23.6%	22.1%	-526.2%
其它	33	48	62	69	偿债能力				
非流动资产合计	152	171	233	276	资产负债率	41.7%	30.8%	20.9%	18.4%
资产总计	1,652	1,561	2,709	2,888	流动比率	2.18	2.89	4.38	4.91
短期借款	70	50	75	65	速动比率	0.31	0.54	2.17	2.28
应付账款	437	275	413	350	营运能力（次）				
预收款项	12	19	28	42	资产周转率	0.96	0.93	1.11	1.34
其它	169	137	50	75	存货周转率	0.60	0.58	0.70	0.84
流动负债合计	689	480	566	532	应收账款周转率	16.60	13.20	15.84	19.01
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
其它	0	0	0	0	每股收益	0.71	0.74	0.91	1.18
非流动负债合计	0	0	0	0	每股经营现金流	0.29	0.57	0.68	0.82
负债合计	689	480	566	532	每股净资产	3.97	4.45	8.81	9.69
实收资本	182	182	243	243	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	442	442	1,320	1,343	估值指标（倍）				
留存收益及其它	328	448	580	770	PE	53.97	51.28	41.81	32.25
所有者权益合计	952	1,072	2,143	2,356	PB	9.63	8.57	10.29	12.35
负债和权益总计	1,641	1,553	2,709	2,888	EV/EBITDA	33.76	32.11	38.54	46.24

数据来源：公开转让说明书、东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn