娱乐营销大师,克拉界“蓝色”贵族

通灵珠宝(603900)

投资评级：买入（首次评级）

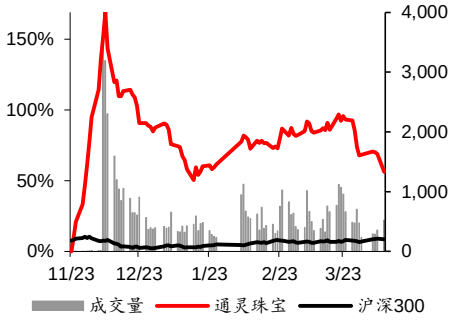
当前价格(元):	32.08
合理价格区间(元):	45.7~48

许世刚 研究员 执业证书编号：S0570512080004
025-83387508
xushigang@htsc.com

张坚 联系人 0755 82364269
zhang_jian@htsc.com

丁浙川 联系人 021-28972086
dingzhechuan@htsc.com

股价走势图



资料来源：Wind

国内高端珠宝品牌，由华东向全国快速扩张

公司成立于1999年，主营钻石翡翠饰品零售，产品定位中高端。2016年营业收入16.51亿元，钻石饰品收入占比89.2%，是公司主要收入来源。公司以“自营+加盟”为销售模式，从华东迅速向全国扩张，目前门店数达578家，覆盖全国22个省市，营销渠道初具规模。2012-2016年公司收入复合增速9.04%，利润复合增速32.36%，业绩快速增长。公司控股股东为沈东军家族，合计控股63.55%。战略投资者卢森堡欧陆之星是全球重要钻石供应商，香港欧陆之星实际控制人是行业资深专家，战略投资者产业资源丰富，为通灵在货源稳定供应、技术、经营管理等提供了保障。

行业迎来复苏，钻石消费长期增长无忧

宏观经济的不景气导致珠宝首饰需求受到压制，但2016Q4以来可选消费回暖，行业迎来复苏。钻石消费日益流行但我国珠宝首饰消费钻石占比（21%）仍远低于发达国家（40%）。目前千禧一代（1981-2000年出生）婚庆目的钻石消费数量占比31%，而未来几年适婚年龄人数相对平稳，同时我国新娘钻石拥有率仅48%（美国80%、日本77%），钻石消费价格一直呈不断提升趋势，购买率及客单价的提升将支撑婚庆刚需市场维持稳定。而中产阶级崛起，钻石需求从婚庆市场进一步向情感消费扩张，钻石消费长期增长无忧。

三大优势构建核心壁垒，从区域迈向全国发展前景广阔

首先，公司定位“为下一代珍藏”差异化竞争，开辟了情感消费新空间。同时与比利时王室渊源深厚，王室渊源赋予了公司品牌强大吸引力。其次，公司一直致力于超级单品的打造，将品牌、内容（故事）、设计等融为一体，同时注重产品创新。超级单品带来了产品的符号化，故事化，容易形成差异化品牌认知，也易于传播，产品优势明显。再次，公司深谙娱乐营销之道，董事长自带IP，品牌形象及知名度不断提升。公司手握三大优势从区域迈向全国发展前景广阔。

首次覆盖给予公司“买入”评级

预计2017-2019年公司营业收入分别为19.75/24.45/30.05亿元，分别同比增长19.62%、23.8%、22.91%；归母净利润分别为2.78/3.49/4.5亿元，分别同比增长25.6%、25.5%、28.83%。公司手握三大优势构建核心壁垒，重点进攻二三线城市发展前景广阔。参考同行业可比公司估值，给予公司2017年40-42倍PE，对应目标价为45.7-48元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：公司门店扩张速度低于预期；消费者对钻石消费热情大幅下滑；钻石价格大幅下滑；公司为加强品牌推广加大广告宣传力度，长期利好但短期业绩可能承压。

公司基本资料

总股本（百万股）	243.20
流通A股（百万股）	60.80
52周内股价区间（元）	20.52-55.19
总市值（百万元）	7,802
总资产（百万元）	2,493
每股净资产（元）	8.32

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,491	1,651	1,975	2,445	3,005
+/-%	4.08	10.74	19.62	23.80	22.91
净利润（百万元）	181.02	221.39	278.06	348.97	449.58
+/-%	5.24	22.30	25.60	25.50	28.83
EPS（元，最新摊薄）	0.74	0.91	1.14	1.43	1.85
PE（倍）	43.10	35.24	28.06	22.36	17.35

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

公司概况：国内高端珠宝品牌，由华东向全国快速扩张 5
钻石饰品为主导，定位中高端 5
“自营+加盟”，营销渠道已经初具规模 5
战略投资者欧陆之星货源、技术、经营管理等产业资源丰富 7
收入稳健增长，盈利能力持续提升 8
珠宝首饰市场分析：行业迎来复苏，长期增长无忧 10
钻石饰品市场分析：婚庆刚需稳定，并逐步向情感消费扩展 14
竞争格局分析：竞争激烈，“境内+香港+海外品牌”三足鼎立 17
行业竞争激烈，市场将向具备品牌、渠道及设计优势的企业集中 17
珠宝企业通过不同的市场定位和产品定位实施差异化竞争 18
公司看点：三大优势构建核心壁垒，发展前景广阔 20
优势一：定位“为下一代珍藏”差异化竞争，王室渊源提升品牌吸引力 20
优势二：超级单品融“内容（故事）、品牌、设计”于一体，构建产品优势 21
优势三：深谙娱乐营销之道，企业家明星化自带 IP 25
募投资金到位，发展前景广阔 28
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级 29
PE/PB – Bands 30

图表目录

图表 1：通灵珠宝发展历程 5
图表 2：通灵珠宝收入结构图（2016 年） 5
图表 3：通灵珠宝毛利结构图（2016 年） 5
图表 4：公司销售模式简介 6
图表 5：通灵珠宝门店数目快速增加 6
图表 6：通灵珠宝门店分布图（截止 2016 年 6 月底） 6
图表 7：通灵珠宝收入按区域分布图 7
图表 8：通灵珠宝股权结构图（2016 年底） 7
图表 9：通灵珠宝收入整体稳健增长 8
图表 10：通灵珠宝净利润快速增长 8
图表 11：通灵珠宝毛利率变化趋势（2012-2016） 8
图表 12：通灵珠宝期间费用率变化趋势（2012-2016） 8
图表 13：通灵珠宝净利率持续上升（2012-2016） 9
图表 14：珠宝首饰的产品分类 10
图表 15：我国珠宝首饰零售规模及增速 10
图表 16：限额以上金银珠宝（零售商）零售额及增速 10
图表 17：重点 50 家大型零售企业零售额同比增速出现转暖迹象 11

图表 18： 周大福同店销售 2016Q4 出现回暖 11
图表 19： 六福同店销售 2016Q4 出现回暖 11
图表 20： 周大福两大主要品类中国内地同店销售增速 12
图表 21： 六福同店两大主要品类中国内地同店销售增速 12
图表 22： 六福集团黄金销量同比下滑幅度大幅缩窄 12
图表 23： 我国人均珠宝消费远低于台湾、美国 12
图表 24： 2001-2016 年我国钻石进口金额年均复合增速为 17.5% 14
图表 25： 全球钻石消费分布图（2015） 14
图表 26： 我国珠宝消费中钻石饰品占比远低于发达国家及地区（2015） 14
图表 27： 千禧一代婚庆目的销售占总钻石消费比（2016 年） 15
图表 28： 我国每年出生人口数 15
图表 29： 我国新婚登记对数相对平稳 15
图表 30： 未来 5 年上层中产及富裕阶层是拉动消费主要力量 16
图表 31： 中产及以上阶层家庭数量（2015/2020） 16
图表 32： 中产及以上阶层家庭月消费（2015 年） 16
图表 33： 中产及以上阶层年消费额（2015/2020） 16
图表 34： 千禧一代女性购买钻石目的细分图 16
图表 35： 中国珠宝首饰市场三足鼎立 17
图表 36： 钻石产业各环节毛利率 18
图表 37： 中国主要珠宝首饰企业的品牌定位 18
图表 38： 我国珠宝首饰企业比较 19
图表 39： 通灵珠宝与恒信玺利对比 19
图表 40： 公司与比利时王室渊源深厚 20
图表 41： 董事长沈东军被授予比利时国王勋章 21
图表 42： 比利时王后见证通灵珠宝“王后”（MYQUEEN）系列发布 21
图表 43： 电影《蒂芙尼的早餐》剧照 21
图表 44： 比利时王室将“蓝色火焰”赠与时任国家副主席习近平 22
图表 45： 蓝色火焰及其竞争产品对比 22
图表 46： 蓝色火焰及其竞争产品参数对比 23
图表 47： 王后及其竞争产品对比 23
图表 48： 王后及其竞争产品参数对比 23
图表 49： 皇家博物馆及其竞争产品对比 24
图表 50： 皇家博物馆及其竞争产品参数对比 24
图表 51： 公司产品融“品牌、内容（故事）、设计”于一体 25
图表 52： 通灵珠宝的娱乐营销布局 26
图表 53： 通灵珠宝百度搜索指数在《克拉恋人》播出期间大幅提升 26
图表 54： 公司董事长沈传东百度搜索指数在《克拉恋人》播出期间大幅提升 27
图表 55： 通灵珠宝在《克拉恋人》电视剧中广告植入图 27
图表 56： 董事长应邀出场《非你莫属》嘉宾 28
图表 57： 董事长应邀出场《实战商学院》嘉宾 28
图表 58： 通灵珠宝主营业务分部盈利预测（单位：万元） 29

图表 59： 可比公司估值状况 29
图表 60： 通灵珠宝历史 PE-Bands 30
图表 61： 通灵珠宝历史 PB-Bands 30

公司概况：国内高端珠宝品牌，由华东向全国快速扩张

钻石饰品为主导，定位中高端

通灵珠宝成立于 1999 年，公司主要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。公司目前核心业务是对“TESIRO 通灵”和“传世翡翠”两个珠宝品牌的连锁经营管理，其中 “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，公司致力于为顾客创造值得“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。

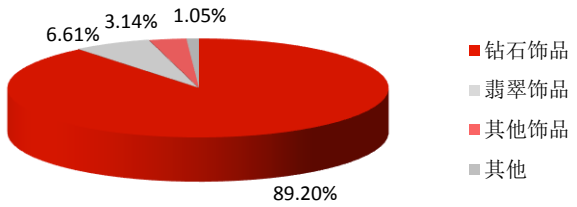
图表1： 通灵珠宝发展历程

时间	重大事件
1999 年 11 月	马俊与沈东军共同出资成立江苏通灵翠钻有限公司（公司前身）
2009 年 3 月	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，同时通灵保证此技术实际操作执行仍由江苏通灵委托卢森堡欧陆之星或其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
2011 年 12 月	公司引入战略投资者卢森堡欧陆之星和香港欧陆之星，增资完成后，卢森堡欧陆之星与香港欧陆之星分别持有公司股本的 10%、5%
2012 年 2 月 27 日	整体变更为通灵珠宝股份有限公司
2016 年 11 月	公司在上交所上市

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

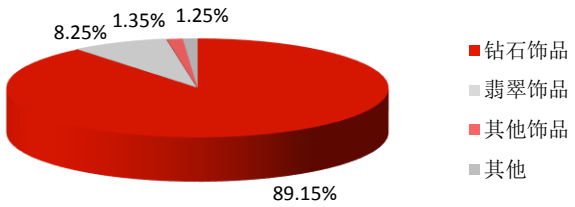
2016 年公司共实现营业收入 16.51 亿元，同比增长 10.7%。其中钻石饰品实现营业收入 14.73 亿元，收入占比 89.2%；翡翠饰品共实现收入 1.09 亿元，收入占比 6.6%。从毛利角度看，钻石饰品毛利占比 89.15%，翡翠饰品毛利占比 8.25%，钻石饰品是公司最主要收入和利润来源。

图表2： 通灵珠宝收入结构图（2016 年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 通灵珠宝毛利结构图（2016 年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“自营+加盟”，营销渠道已经初具规模

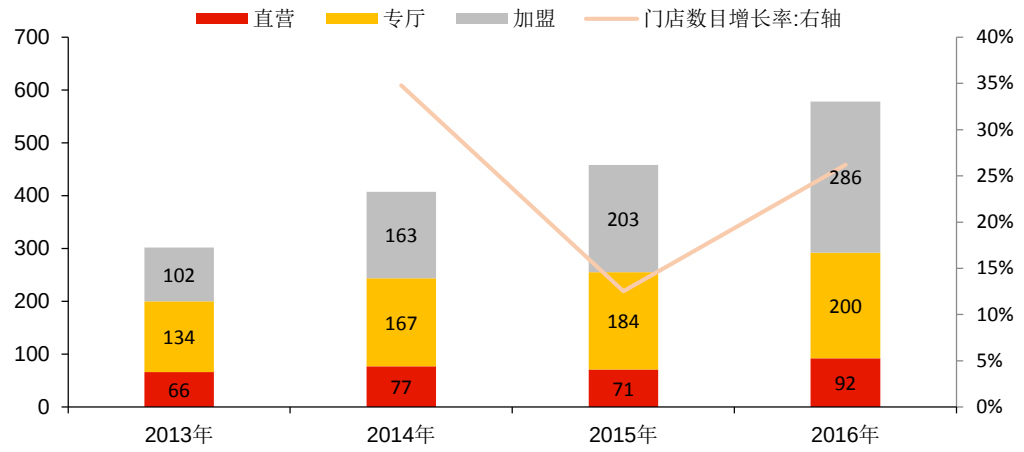
从江苏向全国扩张，营销渠道已经初具规模。公司从江苏起家，以“自营+加盟”销售模式，门店数量快速扩张，2013-2016 年门店数量复合增长率为 24.16%。截止 2016 年 12 月 31 日，公司门店数达到 578 家，其中直营店 92 家，专厅 200 家，加盟店 286 家，自营（包括直营和专厅）收入占比 74.31%。目前公司已经覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等 22 个省市自治区。

图表4： 公司销售模式简介

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，华泰证券研究所

图表5： 通灵珠宝门店数目快速增加

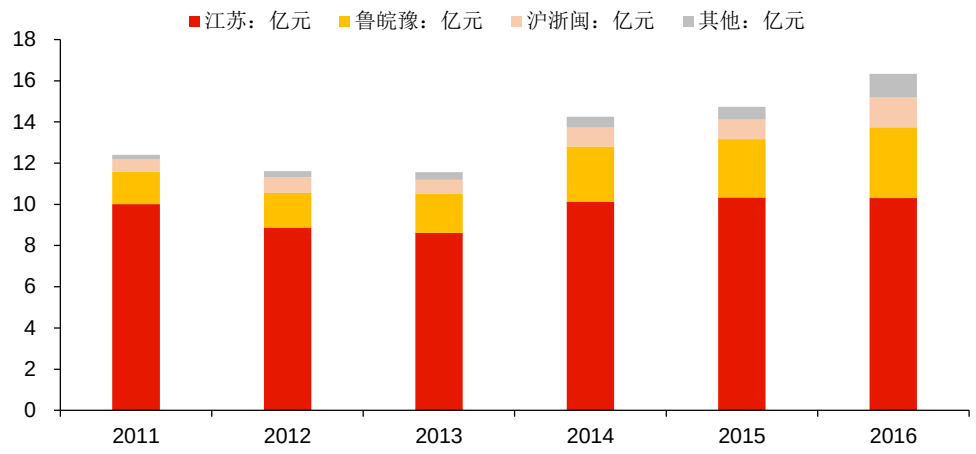


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 通灵珠宝门店分布图（截止 2016 年 6 月底）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 通灵珠宝收入按区域分布图

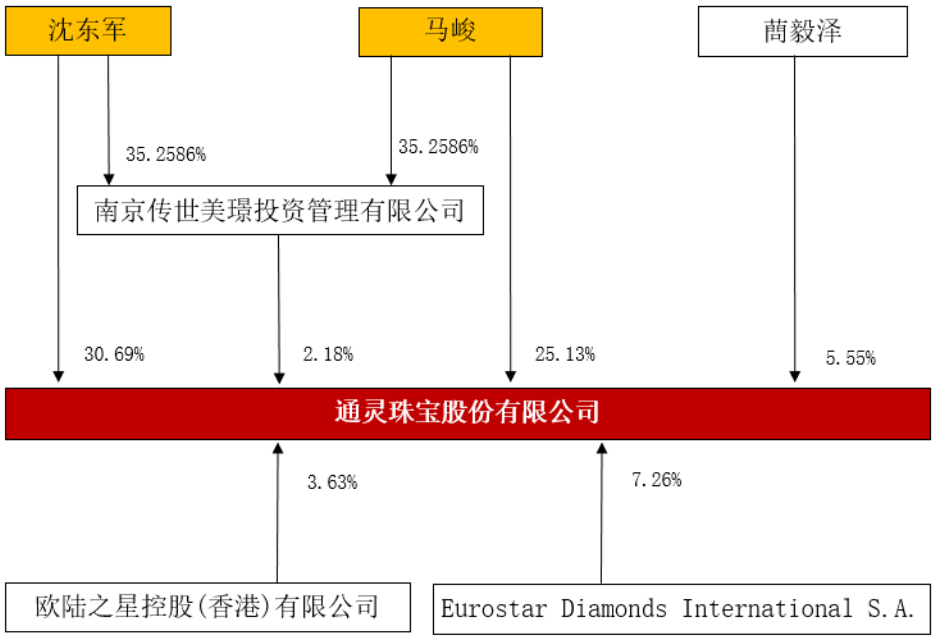


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

战略投资者欧陆之星货源、技术、经营管理等产业资源丰富

本公司控股股东、实际控制人为沈东军家族，沈东军（马峻妹夫）、马峻、蔺毅泽（马峻妻子）以直接和间接的方式控制公司 63.55%的股权。公司在发展的过程中（2011 年 12 月）引入了战略投资者 Eurostar Diamonds International S.A.（卢森堡欧陆之星）和欧陆之星控股(香港)有限公司（香港欧陆之星），目前两者分别持有公司 7.26%、3.63%的股权（两者不存在实际控制关系）。

图表8： 通灵珠宝股权结构图（2016 年底）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

战略投资者入股为通灵在货源稳定供应、技术、经营管理等多方面提供了支持。卢森堡欧陆之星是全球重要的钻石供应商，其下属公司在 DTC 拥有看货商席位，产业资源丰富。2009 年 3 月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。香港欧陆之星的实际控制人 Jiang Jacky 在钻石行业从业多年，是钻石行业的资深专家。卢森堡欧陆之星及香港欧陆之星在钻石行业具有资金、技术、管理、市场、人才优势，与通灵珠宝从事的钻石零售业务联系紧密，能够增强通灵珠宝核心竞争力和创新能力。同时 Jiang Jacky 担任公司董事，对通灵珠宝的经营管理具有一定的影响

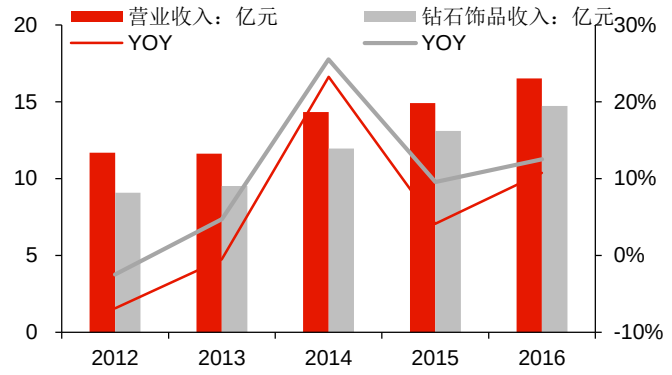
力，可以通过自身丰富、先进的管理经验参与通灵的经营决策，改善通灵的治理结构。

由于看好中国大陆的钻石消费市场，卢森堡欧陆之星在上海钻石交易所投资成立了欧陆之星钻石（上海）有限公司、上海欧宝丽实业有限公司，负责中国大陆成品钻石的销售，客户包括周生生、通灵、潮宏基等中国知名珠宝零售商。其中通灵珠宝向上海欧宝丽、上海欧陆之星采购的钻石主要用于加工其 89 个切面的专利产品“蓝色火焰”。作为全球重要的钻石供应商，卢森堡欧陆之星为通灵珠宝货源的稳定供应提供了支持。

收入稳健增长，盈利能力持续提升

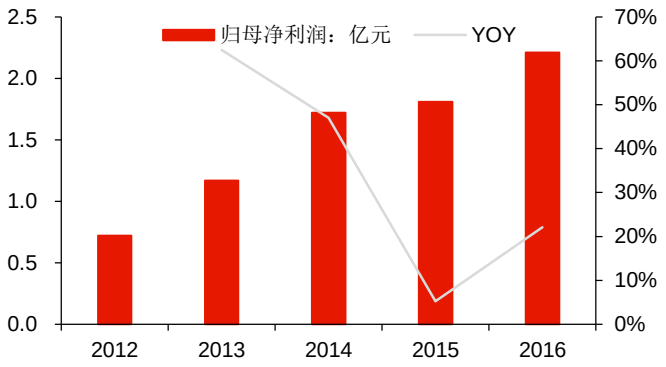
2016 年公司共实现营业收入 16.51 亿元，2012-2016 年年均复合增长率为 9.04%，收入稳步增长。2016 年公司归母净利润为 2.21 亿元，2012-2016 年年均复合增长率为 32.36%，利润持续提升。从毛利率角度看，2016 年公司综合毛利率 54.10%，主营业务毛利率 53.99%，钻石饰品毛利率 54.07%。净利率方面，2016 年公司销售净利率为 13.39%，受益销售费用的持续下降，2012-2016 年公司净利率持续上升，2016 年相比 2012 年净利率提升 7.31 个百分点。

图表9： 通灵珠宝收入整体稳健增长



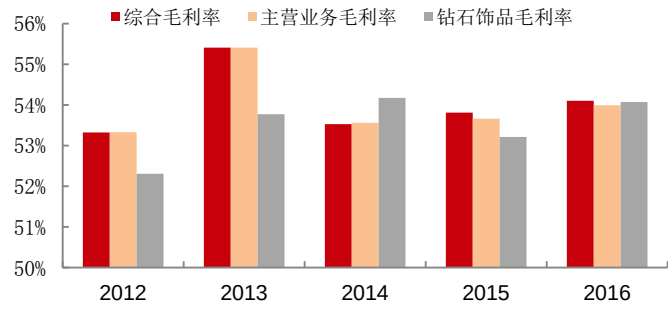
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10： 通灵珠宝净利润快速增长



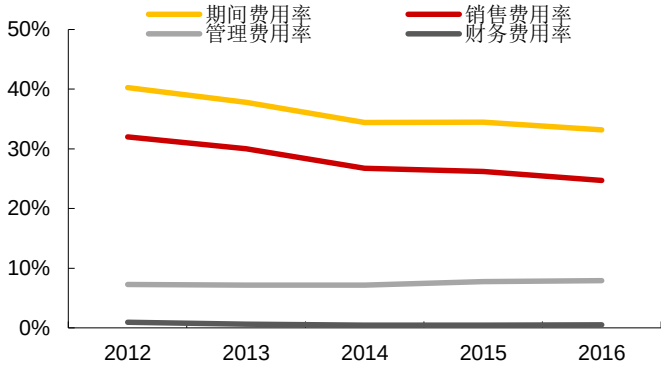
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 通灵珠宝毛利率变化趋势（2012-2016）



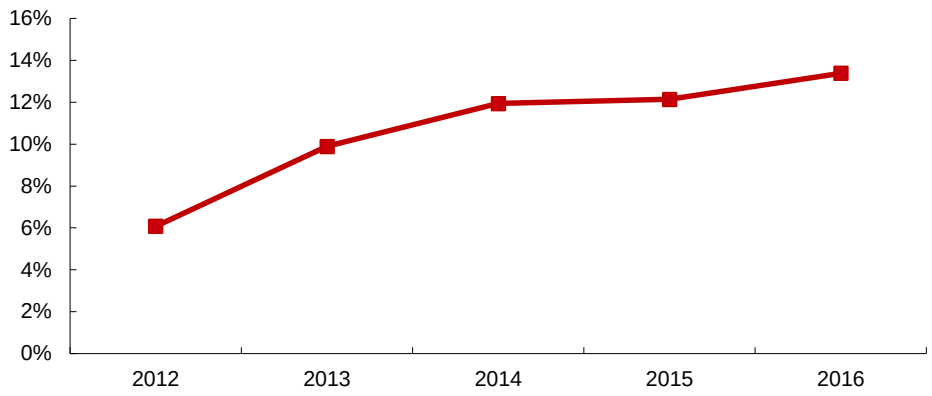
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 通灵珠宝期间费用率变化趋势（2012-2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13： 通灵珠宝净利率持续上升（2012-2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

珠宝首饰市场分析：行业迎来复苏，长期增长无忧

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。

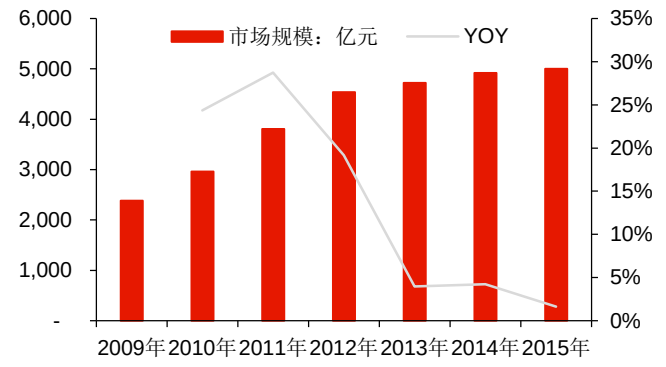
图表14： 珠宝首饰的产品分类

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）、拓榴石、黑宝石、猫眼石、珊瑚、虎眼石、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、铜组合金、其他各种金饰品）、其他

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

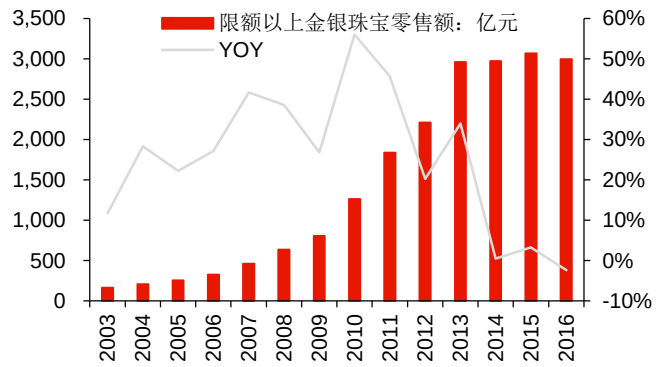
受益于国民经济的快速增长及人均可支配收入的提高，2013 年之前我国珠宝首饰零售行业一直呈高速增长发展态势。根据中国珠宝行业网数据，2015 年中国内地珠宝零售额达 5200 亿元，2009-2015 年复合年增长率达 14%，中国已经成为全球珠宝首饰消费最大市场。

图表15： 我国珠宝首饰零售规模及增速



资料来源：中国珠宝行业网，华泰证券研究所

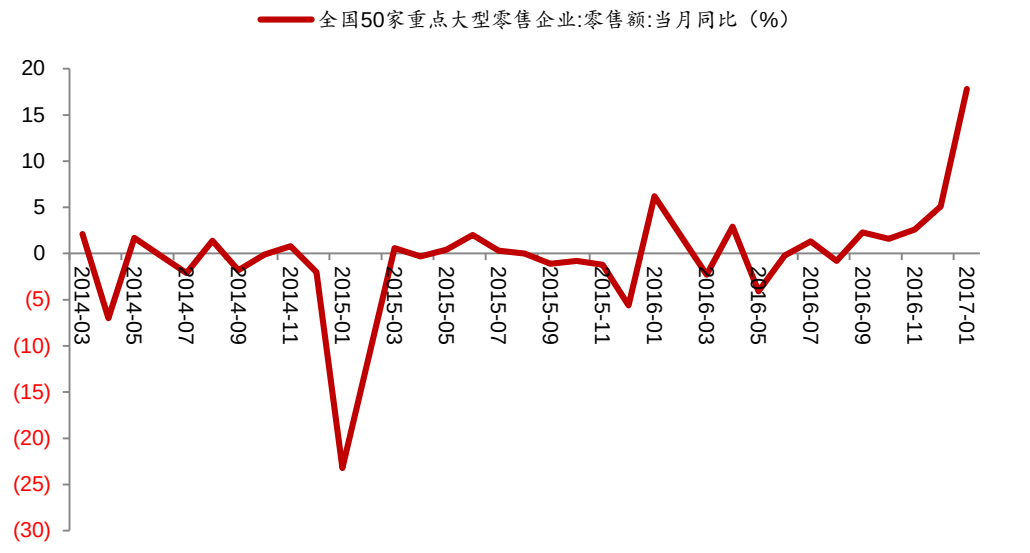
图表16： 限额以上金银珠宝（零售商）零售额及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所（限额以上指统计企业年主营收入 500 万元及以上）

短期看，2016 年四季度以来可选消费回暖，包括黄金珠宝在内的高端品类尤其突出。由于宏观经济的不景气，2013 年来我国珠宝首饰消费受到压制。但根据全国重点 50 家大型零售企业数据，2016 年四季度开始全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速由负转正，2016 年 12 月同比增速 5.1%。2017 年 1-2 月份累计同比增速 1.6%，去年同期同比下滑 -6.2%，增速同比提升 7.8 个百分点，行业出现转暖迹象。

图表17： 重点 50 家大型零售企业零售额同比增速出现转暖迹象



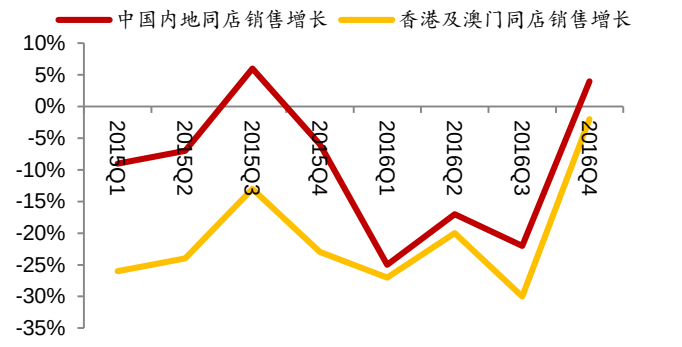
资料来源：Wind，华泰证券研究所

包含黄金珠宝在内高档品类回暖表现尤其突出。根据周大福经营数据，2016 年第四季度公司大陆地区门店同店销售同比增长 4%，5 个季度以来同比数据首次由负转正；港澳地区同店销售同比下滑 2%，尽管仍处于下滑状态，但下滑幅度大幅缩窄（2016 第三季度下滑 30%）。

分产品看，周大福大陆地区第四季度黄金产品（同店）同比增长 7%，六福集团大陆地区第四季度黄金产品销售（同店）同比增长 2%，增长主要是因为价格同比上涨因素，但黄金销量数据下滑幅度缩窄。根据六福集团数据，2016 年第四季度黄金销量同比下滑 19%，相比前三季度大幅缩窄（2016 第三季度下滑 55%）。

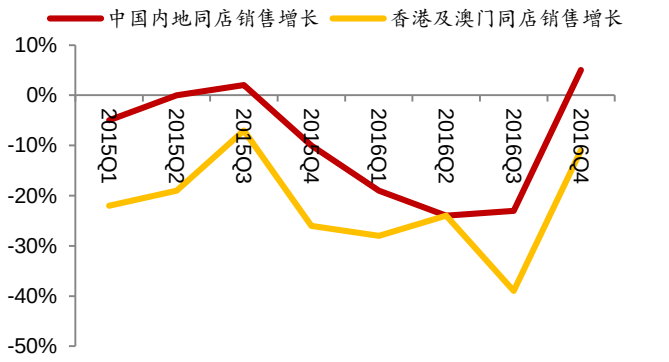
对于珠宝镶嵌首饰，六福集团在大陆地区第四季度珠宝首饰销售（同店）同比增长 20.2%，去年 2、3 季度分别下滑 8%、3%，珠宝镶嵌首饰增速出现好转。根据周大福数据，2016 年第四季度珠宝镶嵌首饰销售（同店）同比下滑 4%，相比之前也大幅收窄（2016 年第三季度下滑 17%）。从 2017 年春节数据看，尽管周大福春节大陆地区珠宝镶嵌首饰销售（同店）同比下滑 20%，但下滑是因为情人节未包括在内，撇开去年情人节的营业额，以 20 天作比较，同店销售增长将为正数。

图表18： 周大福同店销售 2016Q4 出现回暖



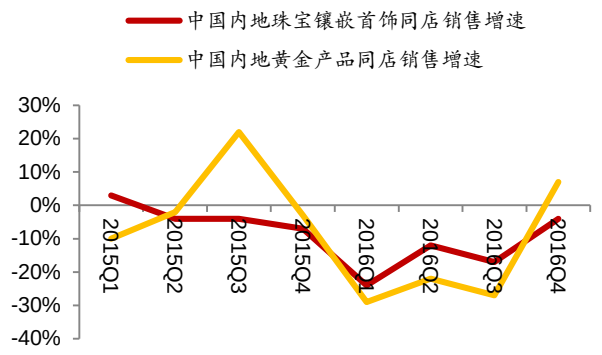
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19： 六福同店销售 2016Q4 出现回暖



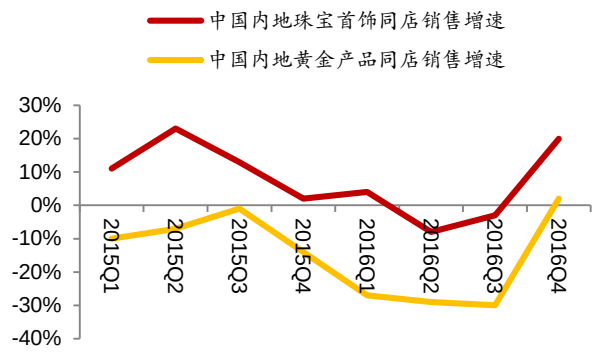
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20： 周大福两大主要品类中国内地同店销售增速



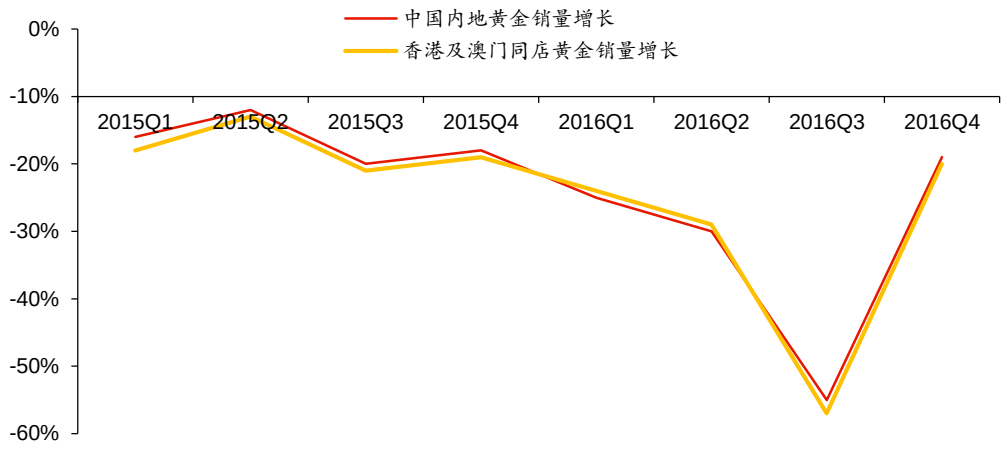
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 六福同店两大主要品类中国内地同店销售增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

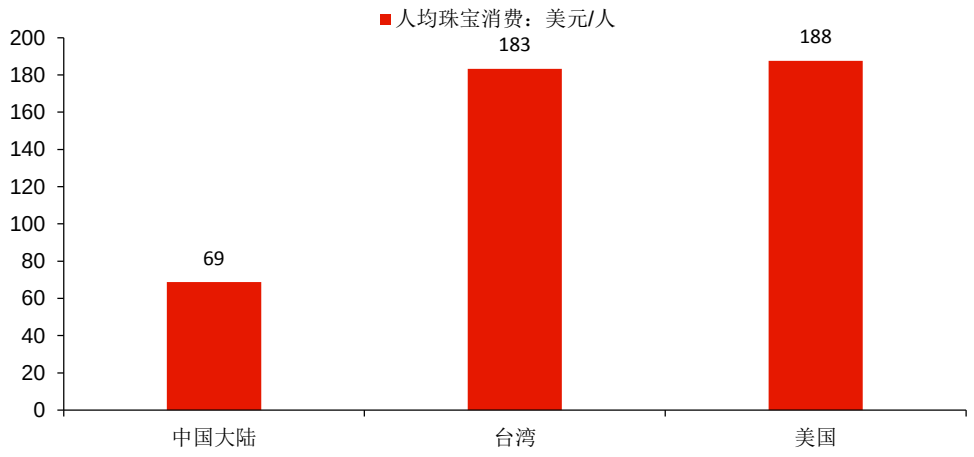
图表22： 六福集团黄金销量同比下滑幅度大幅缩窄



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长期看，对比海外，2015 年中国大陆人均珠宝消费金额仅相当于台湾的 37%，随着居民收入的进一步提高，我国珠宝首饰行业需求长期将维持稳步增长。

图表23： 我国人均珠宝消费远低于台湾、美国



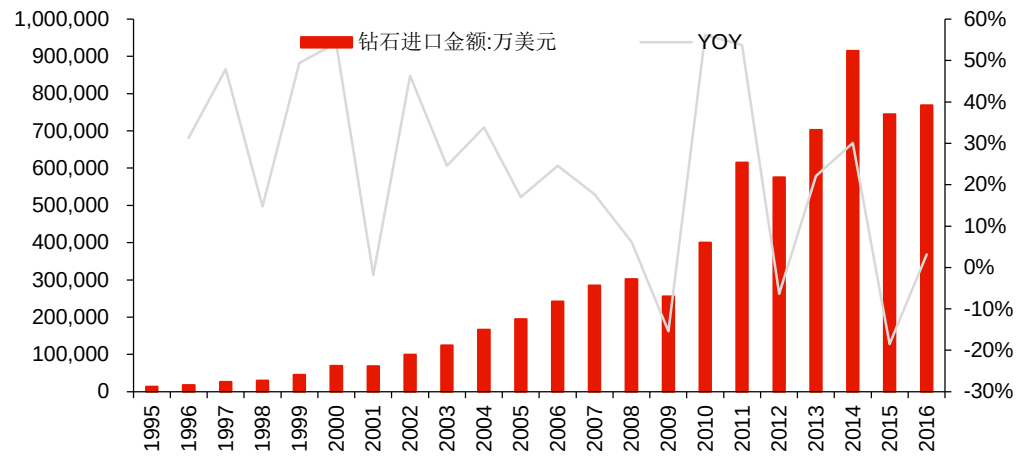
资料来源：欧瑞咨询（2015 年）,华泰证券研究所

珠宝消费需求向“快时尚”消费转变为珠宝行业打开新的发展空间。随着 80 后、90 后逐步成为消费主力人群，其无论在接受的教育、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加灵活，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，这为珠宝行业打开了新的成长空间。同时 80 后、90 后消费能力不断增强，具备“现代消费意识”的消费者将带来审美消费趋势的形成，消费者不再一味追求低价，而是更加注重品牌、产品品质和服务体验，具有品牌优势和审美特征的珠宝品牌将获得更大的市场份额。

钻石饰品市场分析：婚庆刚需稳定，并逐步向情感消费扩展

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，钻石消费需求迅速增长，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（De Beers）发布的钻石年度全球销售报告，2015 年我国钻石需求约 640 亿元，占全球市场份额 17%，仅次于美国（390 亿美元）。2008-2013 年我国钻石首饰消费增速一直保持两位数增长，2014 年由于宏观经济发展速度减缓及香港市场（占全球市场份额 1%-2%）下滑钻石消费受到压制，但仍达 6%，2015 年增速为 3%。

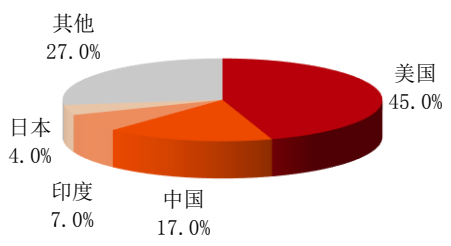
图表24： 2001-2016 年我国钻石进口金额年均复合增速为 17.5%



资料来源：海关总署,华泰证券研究所

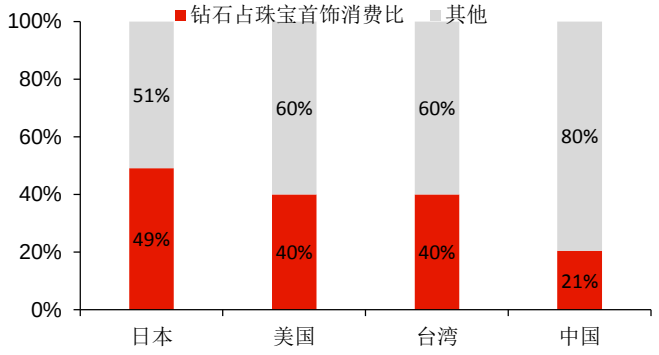
近年来钻石消费日益流行，但从珠宝消费结构看，我国珠宝首饰消费中钻石饰品占比仅 21%，远低于发达国家及地区 40%以上的占比。

图表25： 全球钻石消费分布图（2015）



资料来源：戴比尔斯，华泰证券研究所（按照消费金额划分）

图表26： 我国珠宝消费中钻石饰品占比远低于发达国家及地区（2015）

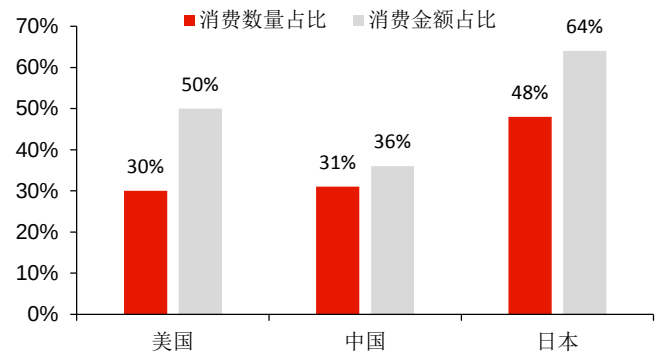


资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

首先，从婚庆市场角度看，客单价提升叠加购买率提升，婚庆刚需预期将维持稳定。我们将钻石饰品消费人群进行了拆分，根据戴比尔斯统计，千禧一代（1981-2000 年出生）婚庆目的钻石消费数量占整个钻石珠宝销售比为 31%，销售额占比为 36%。

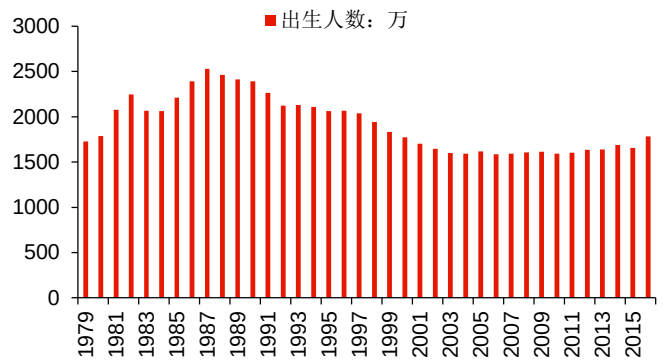
我们假设 22-30 岁属于适婚年龄，通过比较适婚年龄人数与婚姻登记对数的关系发现，婚姻登记对数与适婚年龄比在 6.3%左右，据此推断出 2016-2022 年婚姻登记对数均在 1100 万以上，呈相对平稳趋势。另外，根据戴比尔斯 2014 年钻石行业洞察报告，我国新婚女性钻石购买率仅 48%，远低于美国（80%）和日本（77%）新娘钻石拥有率。同时，根据戴比尔斯统计发现，2003-2013 年之间消费者所购钻石产品的大小从 0.18 克拉上升到 0.25 克拉，钻石消费平均价格上涨 32%，钻石消费客单价呈不断上升趋势。新娘钻石购买率及客单价的提升将支撑婚庆刚需市场维持稳定。

图表27： 千禧一代婚庆目的销售占总钻石消费比（2016 年）



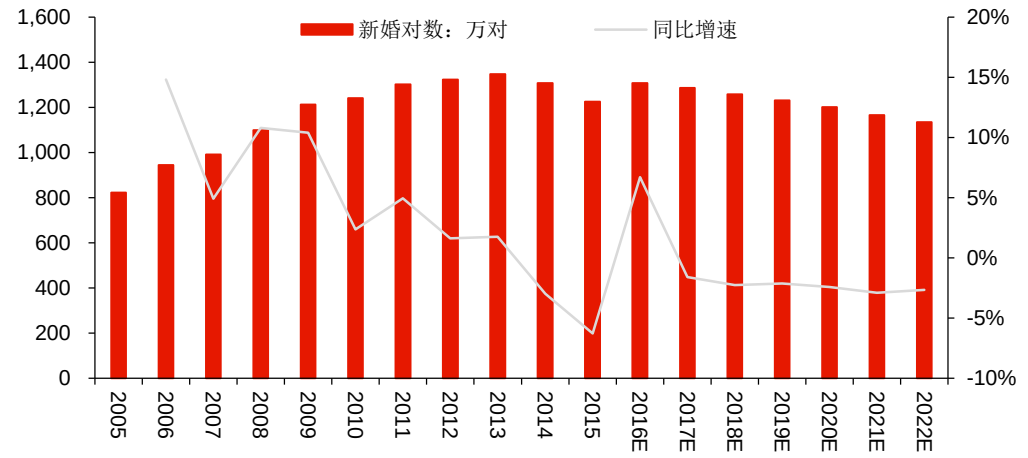
资料来源：戴比尔斯，华泰证券研究所

图表28： 我国每年出生人口数



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

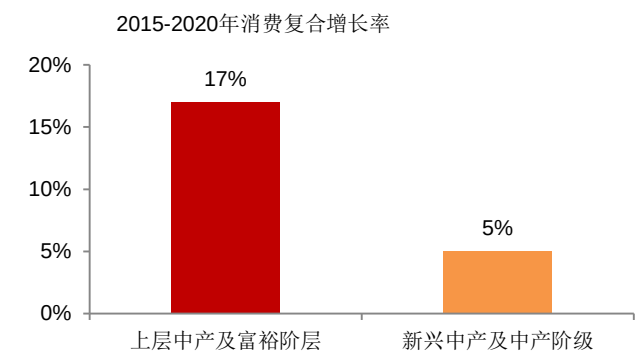
图表29： 我国新婚登记对数相对平稳



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

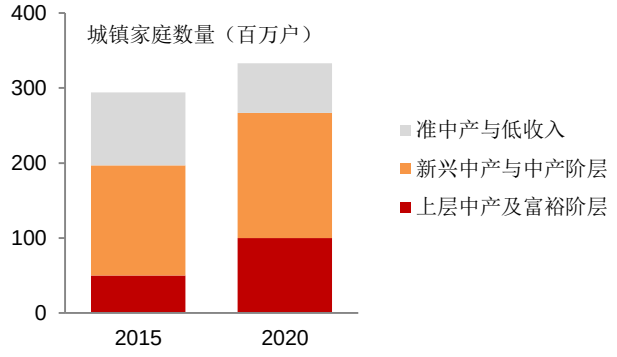
其次，中产阶级崛起，钻石需求从婚庆市场进一步向情感消费扩张，钻石消费迎来新的发展机遇。据西南财经大学 2015 年调查数据显示，目前我国中产阶层成年人口数量已达 2.04 亿（人均财富 13.9 万美元），位列世界第一。据波士顿咨询公司预测，2015-2020 年上层中产及富裕阶层（家庭年可支配收入在 2.4 万美元以上）消费复合增速将达 17%。这将成为钻石需求的主力。

图表30： 未来 5 年上层中产及富裕阶层是拉动消费主要力量



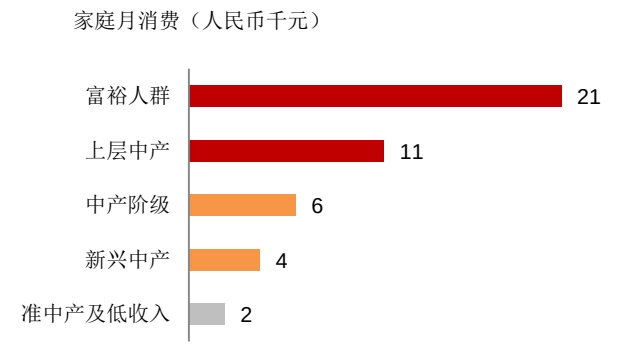
资料来源：EIU，BCG，华泰证券研究所

图表31： 中产及以上阶层家庭数量（2015/2020）



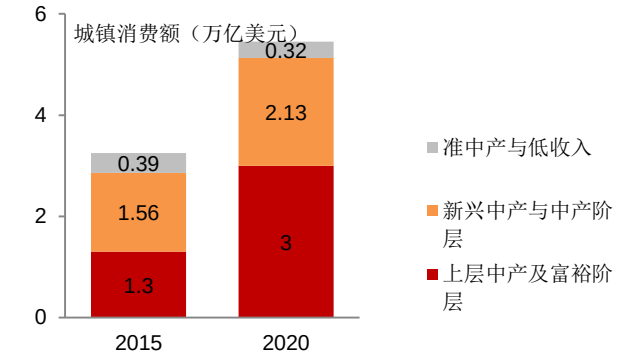
资料来源：BCG，华泰证券研究所

图表32： 中产及以上阶层家庭月消费（2015 年）



资料来源：BCG，华泰证券研究所

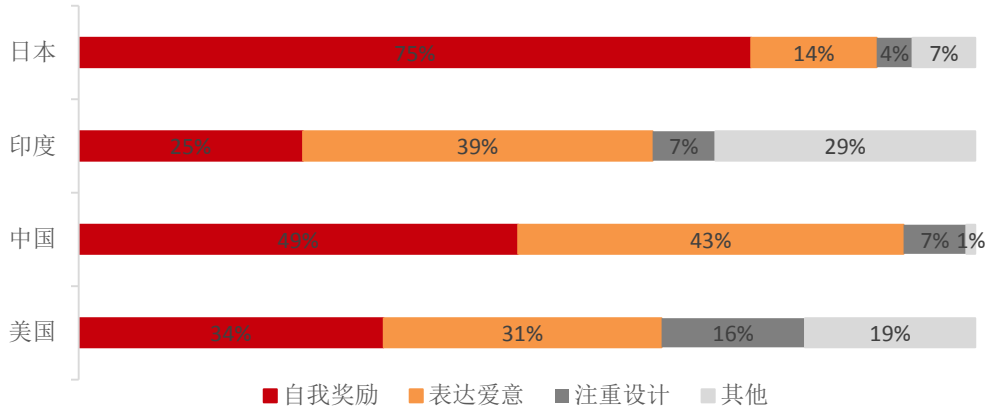
图表33： 中产及以上阶层年消费额（2015/2020）



资料来源：BCG，华泰证券研究所

从钻石拥有率看，2015 年我国已婚女性钻石首饰拥有率为 7%，单身女性仅 4%。随着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，钻石消费迎来新的发展机遇。

图表34： 千禧一代女性购买钻石目的细分图



资料来源：戴比尔斯，华泰证券研究所（数据年份美国数据取自 2015 年，中国 2014 年，日本和印度 2013 年）

竞争格局分析：竞争激烈，“境内+香港+海外品牌”三足鼎立

行业竞争激烈，市场将向具备品牌、渠道及设计优势的企业集中

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。我国珠宝首饰市场处于境内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。其中国内珠宝首饰高端消费主要集中于 Cartier、Tiffany、Van Cleef&Arpels、Chaumet 等国际高端品牌；中高端消费则集中于香港的周大福、周生生等及国内的老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基等品牌。

图表35： 中国珠宝首饰市场三足鼎立

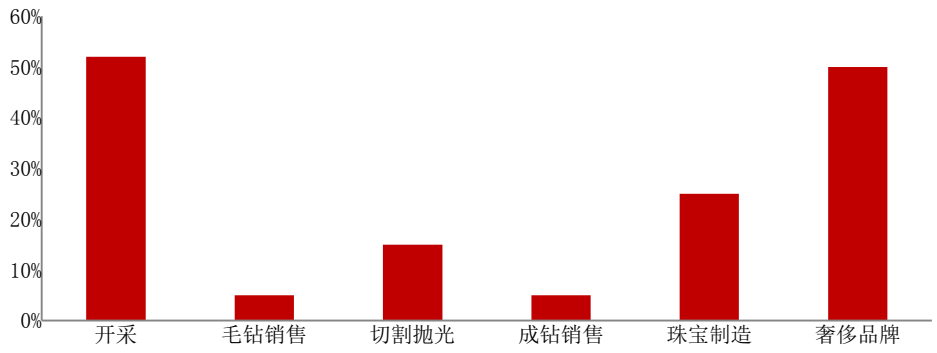
品牌		发展情况
国际知名品牌	Cartier、BVLGARI、TIFFANY & CO.、Van Cleef & Arpels	定位高端奢华、品牌文化悠久，设计和产品质量是核心优势；渠道覆盖有限，仅局限一二线城市
港资品牌	周大福 CHOW TAI FOOK、六福珠寶 LUKFOOK JEWELLERY、周生生 Chow Sang Sang、TSL|谢瑞麟	中高端市场领先品牌，产品设计时尚，渠道覆盖主要集中在一二线城市，近年来也开始积极布局三四线城市
内地品牌	老凤祥、MINGR 明牌珠宝、TESIRO 通灵珠宝、潮宏基 CHU JEWELLERY	渠道覆盖一线至四线，在渠道拓展方面，多采用加盟/经销方式

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

品牌及渠道、设计是珠宝零售企业的竞争核心，市场将向具备品牌、渠道及设计优势的企业集中。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。

另一方面，从珠宝首饰产业链环节来看，主要涉及到原材料开采、加工冶炼、毛坯加工、珠宝首饰制作和销售等五个环节。随着产业分工深化和市场竞争渐趋激烈，珠宝首饰产业链的价值结构变动较大，纯粹的制造业务在产业链中的地位不断下降，设计开发、营销网络和售后服务价值不断增强。从珠宝行业产业链上各个环节的毛利率情况来看，零售商的毛利率要远超批发商的毛利率和制造商的毛利率，零售终端已经成为目前整个珠宝首饰产业链中增值最大的环节。因此，快速的扩张、通过建立全国性范围的营销网络控制零售终端从而获得销售的主动权为品牌带来溢价，将是众多强势品牌的必然选择。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，市场集中度将不断提升。

图表36： 钻石产业各环节毛利率



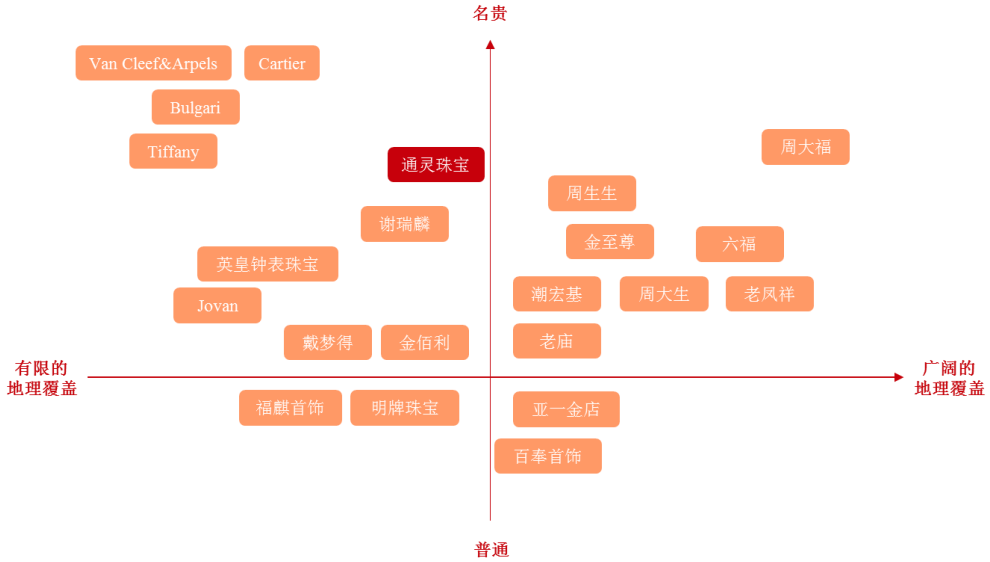
资料来源：天拓咨询，华泰证券研究所

珠宝企业通过不同的市场定位和产品定位实施差异化竞争

目前，在中国珠宝市场上，高端市场（奢侈品市场）主要由国际一线知名品牌占据，如卡地亚、蒂芙尼等凭借悠久的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。区别于国际品牌的高端定位，国内品牌（包括香港品牌）的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。

此外，从销售产品品类上看，高端市场的主要产品为毛利率较高的镶嵌饰品，而中端市场的主要产品则是毛利率相对较低的黄金和铂金饰品。由于高端品牌单件商品价格较高，因此存货周转率相对较低，而中端品牌由于单件商品价格相对较低且部分珠宝公司批发业务占比较高，因此存货周转率较高。此外，高端品牌的销售费用率要高于中端品牌。

图表37： 中国主要珠宝首饰企业的品牌定位



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38： 我国珠宝首饰企业比较

主要企业	产品类别	2016 年营收（亿元）	门店数量	2016 年钻石营收（亿元）
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	33.5	门店数目 900 家	
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	27.45	708 家专营店	
谢瑞麟	钻石、彩宝、珍珠、素金首饰等，以钻石饰品为主	29.79	187 家自营店，83 间加盟店	
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	473.45	2057 个零售点	
爱迪尔	以钻石饰品为主	11.84	覆盖 200 余个城市、拥有 400 余家加盟	7.08
通灵珠宝	钻石饰品、翡翠饰品，以钻石饰品为主	16.33	292 家自营店，286 家加盟店	14.73

资料来源：公司公告，华泰证券研究所（潮宏基门店数目截至 2015 年底，其余公司门店数据截止 2016 年底）

图表39： 通灵珠宝与恒信玺利对比

	通灵珠宝	恒信玺利
主要产品	钻石饰品零售，主要产品包括蓝色火焰、王后、皇家博物馆三大超级单品，2016 年蓝色火焰、王后收入占比 38%	钻石饰品，旗下拥有恒信、I do、ooh Dear、恒信钻金殿四大品牌，其中 I Do 收入占比 85%以上（2014 年数据）
产品定位	为下一代珍藏	主力产品 I Do 定位面向情感表达类钻石珠宝首饰消费市场(国内主流婚戒品牌)
门店状况	直营（门店数目 92 家，收入 5.2 亿元）、联营（门店数目 200 家，收入 6.9 亿元）、加盟（门店数目 286 家，收入 4.2 亿元）（2016 年数据）	直营（门店数目 71 家，收入 5.7 亿元）、联营（门店数目 45 家，收入 1.4 亿元）、加盟（门店数目 309 家，收入 5.7 亿元）（2014 年数据）
主要分布区域	华东地区（二三线城市）	华北区、华东区（一线城市为主）
坪效	直营店（3.08 万元/平米），联营店（6.4 万元/平米）（2016 年数据）	直营店（7.3 万元/平米），联营店（6.4 万元/平米）（2014 年数据）
单店平均面积	直营店：185 平米；联营店：54 平米（2016 年数据）	直营店：109 平米；联营店：47 平米（2014 年数据）
人效（万元/人/年）	66（2016 年）	94（2014 年）
人均工资（万元/年）	9.44（2016 年）	7.98（2014 年）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所 （恒信玺利由于未披露 2015、2016 年门店相关数据，因此采用 2014 年数据作为参考。从表中可以看出，恒信玺利直营店坪效优于通灵珠宝，但联营店坪效相当。直营店坪效存在差异可能是通灵珠宝前期为提高客户购物体验，树立良好的品牌形象，直营店面积普遍较大，直营店单店面积 185 平米，远超恒信玺利 109 平方米的单店面积（近两年珠宝消费不景气，两者统计时间也是造成差异的原因，根据通灵珠宝招股说明书，2014 年通灵主要直营店坪效 4.8 万元/平米，主要专厅坪效 16 万元/平米）。根据通灵珠宝招股说明书，未来规划新建的直营店面积在 120 平米左右（单店面积缩小了 65 平米），预期通灵珠宝盈利能力将进一步改善。）

公司看点：三大优势构建核心壁垒，发展前景广阔

优势一：定位“为下一代珍藏”差异化竞争，王室渊源提升品牌吸引力

公司以钻石饰品为主导，品牌定位清晰。公司精准把握中国文化重视财富传承、精神传承和感情传承的情感需求和价值观念，致力于打造“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。这一差异化的品牌定位将市场从传统的婚庆需求延伸至注重品质、品味、具有较强家庭传承观念的 25-49 岁的中高端消费群体，开辟了情感消费市场新空间。

另外，公司与比利时王室渊源深厚，王室渊源赋予了公司品牌强大吸引力。比利时钻石切割举世闻名，公司与比利时王室拥有良好的关系。因为长期在中国市场推广比利时优质钻石和文化理念，公司董事长曾多次受到比利时国王接见，被比利时王室授予利奥波德军官级国王勋章，比利时钻石推广第一人等多种荣誉。通灵珠宝“王后”、“皇家全火彩”系列产品在比利时国王、王后见证下隆重发布，大幅增加了消费者对通灵品牌的信赖和认同感。借助比利时王室的尊贵效应，通灵珠宝构筑了与大部分珠宝品牌相区隔的王室品牌资产。公司成功收购拥有比利时王室供应商资格的比利时顶级奢侈品牌“Leysen1855”也得益于此。

公司收购“Leysen1855”将进一步提升公司王室品牌形象。近期公司公布的拟收购的 Leysen1855 从 1925 年开始为比利时王室提供珠宝服务。1966 年正式成为比利时王室珠宝指定供应商，为比利时王室提供众多珠宝服务，现任王后玛蒂尔德陪同菲利普国王登基时配戴的王冠就是“Leysen1855”品牌提供设计制作。“Leysen1855”的收购将进一步提高公司品牌吸引力。

图表40： 公司与比利时王室渊源深厚

时间	事件
2011 年 5 月	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 年 9 月	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”（MYQUEEN）系列发布。
2013 年 9 月	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 年 10 月	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 年 7 月 1 日	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。
2017 年 2 月	公司拟出资 435 万欧元收购比利时顶级奢侈品品牌、比利时王室珠宝供应商 Leysen 珠宝 81% 的股权

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 董事长沈东军被授予比利时国王勋章

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表42： 比利时王后见证通灵珠宝“王后”（MYQUEEN）系列发布

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

优势二：超级单品融“内容（故事）、品牌、设计”于一体，构建产品优势

公司一直致力于超级单品的打造，将品牌、内容（故事）、设计等融为一体，同时注重产品创新。超级单品带来了产品的符号化，故事化，容易形成差异化品牌认知，也易于传播。对于珠宝消费而言，珠宝消费与其说是消费珠宝本身，更多是消费珠宝品牌所代表的意义，比如美好的爱情、崇高的社会地位等等。一旦珠宝品牌传递的品牌意义被消费者熟知且认同便会激发消费者消费意愿。如何传播品牌形象，如何使品牌在消费者心中形成差异化认知是珠宝品牌成功的关键因素之一。

以 Tiffany 为例，其在国内珠宝市场地位的确立就是随着奥黛丽赫本主演的电影《蒂凡尼的早餐》在中国的热映而深入人心的，电影《蒂凡尼的早餐》主要描绘了女主角想要通过更多的物质消费来提高自身地位的内心诉求，电影将 Tiffany 品牌的珠宝设定为高质量生活和高社会地位的象征，消费者通过电影对 Tiffany 的品牌象征产生了强烈认同，因此激发对该品牌珠宝的消费意愿。

图表43： 电影《蒂芙尼的早餐》剧照

资料来源：蒂芙尼官网，华泰证券研究所

目前通灵珠宝超级单品策略已经远远走在行业前头，2016 年“蓝色火焰”钻石饰品销售额达 2.5 亿元，“王后”钻石饰品销售额达 3.8 亿元，公司两大超级单品已经占到公司收入的 38.2%。

蓝色火焰：顶尖切割技术成就产品优势

蓝色火焰的目标消费群体为具有一定的经济基础且注重产品设计的中高层消费者，2009 年“蓝色火焰”曾作为比利时国礼赠送时任国家副主席习近平。受益于王室品牌资源优势，通灵珠宝拥有世界顶级钻石切割专利及设计资源，经典之作蓝色火焰·真心钻石拥有独特的 89 切面，将钻石角度比例和棱边对称性提升到新的高度，比普通的 57 面切工钻石光线折射更加丰富，两侧配钻群镶成心型，且主钻底部经精湛切工同样呈现心形图案，寓意美好，在聚光灯的照耀下通体焕发出璀璨的火彩，仿佛一团蓝色的火焰在燃烧。

图表44： 比利时王室将“蓝色火焰”赠与时任国家副主席习近平

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

以主钻 30 分，副钻 10 分左右，净度微瑕，颜色优白的蓝色火焰为例，目前该款产品售价在 17500 元左右。相比较同价位的周大福故宫文化玉兰定情 18K 金钻石戒指以及周生生 18K 金白色黄金炫动钻石戒指 65031R，蓝色火焰综合参数更优，体现在钻石闪烁色彩更强，钻石净度更高且独特的切割技术让其能够满足消费者个性化的需求。

图表45： 蓝色火焰及其竞争产品对比

蓝色火焰　　周大福玉兰定情　　周生生 65031R

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表46： 蓝色火焰及其竞争产品参数对比

	售价	重量	颜色	净度	切工
蓝色火焰	17500 元左右	主钻 30 分，副钻 10 分以下	F-G 级（优白）	VS（微瑕）	Good（好）
周大福故宫文化玉兰定情 18K 金钻石戒指	18100 元	50 分	F-G 级（优白）	SI（小瑕）	未分级
周生生 18K 金白色黄金炫动钻石戒指	17400 元左右	主钻 15 分，副钻 10-29 分	I-J 级（淡白）	VS（微瑕）	Very Good（非常好）

资料来源：通灵珠宝、周大福和周生生官网、天猫旗舰店，华泰证券研究所（注：目前国际通用的宝石评价体系为 4C 标准，4C 包括重量（Caratage）、净度（Clarity）、颜色（Color）和切工（Cut）。其中重量一般以克拉或分为单位，1 克拉=0.2 克=100 分，钻石重量越大价值越高。净度级别由高到低可分为 FL（完美无瑕），IF（内部无瑕疵），VVS1/VVS2（极度微量瑕疵），VS1/VS2（微瑕），SI1/SI2/SI3（小瑕），I1/I2/I3（肉眼可见瑕疵）。另外，一般常见的钻石颜色为开普系列，即颜色分布在无色至黄色，质量由高到低分别为 D-E（极白）、F-G（优白）、H（白）、I-J（淡白）、K-L （微白）、M-N（一级黄）、O-R（二级黄）、S-Z（黄）。最后，钻石切工是钻石 4C 中唯一可以由人工掌控的因素。切工牵涉到一颗钻石的切割角度与切割比率，分为切割比例、抛光、修饰度三项。每一项都有五个级别，由高到低依次是 Excellent（理想切工），Very Good（非常好切工），Good（好切工），Fair（一般切工），Poor（差切工）。）

王后：来自比利时王室的钻石珍宝

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，其于 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。王后系列的造型为两个心型爪托托起璀璨的主钻石，形成镂空的心型镶口，寓意“两颗心对爱情的永恒守护”，这种设计能够 360 度展示钻石火彩（即钻石的光彩，钻石反射出来的五颜六色的彩光）。

目前，王后主攻婚恋市场，目前主石重量 20 分左右，净度为极度微量瑕疵，颜色淡白，顶尖切工的“王后”售价在 10000 元左右。相比较同价位的周大福珠宝婚嫁扭身 18K 金 30 分钻石戒指及周生生钻石戒指 35300R，王后的优势体现在优秀的钻石净度以及独特的造型设计。2016 年王后钻石销售额达 3.79 亿元，较上年同比提高 38.70%，单品成长迅速的背后是公司的“超级单品”策略以及通灵珠宝与比利时王室不可不说的亲密故事。

图表47： 王后及其竞争产品对比

王后　　周大福婚嫁扭身 18K 金　　周生生 35300R

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰证券研究所

图表48： 王后及其竞争产品参数对比

	售价	重量	颜色	净度	切工
王后	10000 元左右	20 分左右	I-J 级（淡白）	VVS1/VVS2（极度微量瑕疵）	Very Good（非常好）
周大福珠宝婚嫁扭身 18K 金 30 分钻石戒指	10620 元	30 分	F-G（优白）	SI（小瑕）	Fair（一般切工）
周生生钻石戒指 35300R	9970 元	主钻最低 6 分，副钻 10 分以下	I-J 级（淡白）	VS（微瑕）	Good（好切工）

资料来源：通灵珠宝、周大福和周生生官网、天猫旗舰店，华泰证券研究所

皇家博物馆：低调中绽放卓韵尊荣

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，为了纪念这重要时刻，通灵珠宝发布了皇家博物馆系列。经典的四爪爪镶，戒托为比利时王冠造型，密镶小钻托起璀璨主钻似花之桂冠，戒臂单侧钉镶副钻，新意独具。皇家博物馆源自十八世纪欧洲洛可可风格的奢华精致，又融合了现代时尚个性，尽现当代新潮女性独尚品格。它首秀于柏林国际电影节，艺术、收藏价值皆堪称上品。

目前，该款产品市场售价在 3-4 万之间，重量 50 分左右，主钻颜色淡白、切割工艺非常好，净度为极度微量瑕疵。相比较同价位的周生生 Pt900 铂金系列结婚钻戒，其优势体现在通体钻石排布紧密，重量大且精度高，另外，独特的设计让其在逐渐同质化的市场中脱颖而出，独树一帜。

图表49： 皇家博物馆及其竞争产品对比

皇家博物馆

周生生 Pt900 铂金系类

资料来源：公司官网、天猫旗舰店，华泰证券研究所

图表50： 皇家博物馆及其竞争产品参数对比

	售价	重量	颜色	净度	切工
皇家博物馆	3-4 万	50 分左右	I-J 级（淡白）	VVS1/VVS2（极度微量瑕疵）	Very Good（非常好）
周生生 Pt900 铂金系列结婚钻戒	32000 元	主钻最低 20 分	F-G 级（优白）	VS（微瑕）	Very Good（非常好）

资料来源：通灵珠宝、周大福和周生生官网、天猫旗舰店，草根调研，华泰证券研究所

总结：通灵珠宝产品优势突出

通过将相同价位的周大福、周生生及通灵珠宝“蓝色火焰”、“王后”、“皇家博物馆”比较，我们发现在重量、颜色及净度方面各有千秋，通灵珠宝产品优势在于一是切割水平最为领先（以“蓝色火焰”为例，经典之作蓝色火焰•真心钻石拥有独特的 89 切面，将钻石角度比例和棱边对称性提升到新的高度，比传统的 57 面切工钻石光线折射更加丰富）；二是与其他珠宝企业不同，公司每个品牌都赋予了不同的故事元素，并在营销宣传及销售平台上面做了详细的介绍，强调了品牌的内涵，融“内容（故事）、品牌、设计”于一体。我们认为超级单品策略带来了产品的符号化，内容（故事）化，容易形成差异化品牌认知，也易于传播，有望从众多钻石首饰品牌中脱颖而出。

图表51： 公司产品融“品牌、内容（故事）、设计”于一体

品牌	定位		内容（故事）	设计特点	价格区间
蓝色火焰	依托于通灵珠宝公司轻奢的品牌形象以及“下一代珍藏”的品牌价值理念	目标消费群体为具有一定的经济基础且注重产品设计和钻石火彩的中高层消费者	蓝色火焰是比利时 550 年钻石切工史革命性突破的作品，世界钻石中心安特卫普切割大师受笛卡尔写给瑞典公主浪漫情书的启发，结合心形函数进行精确地计算与设计，使得钻石底部呈现浪漫的心形图案，蓝色火焰，真心真爱；2009 年 10 月 9 日，中国政府代表访问比利时，比利时王储将一颗“蓝色火焰”作为国礼赠与中国代表	拥有独特的 89 切面，将钻石角度比例和棱边对称性提升到新的高度，比传统的 57 面切工钻石光线折射更加丰富，两侧配钻群镶成心型，且主钻底部经精湛切工同样呈现心形图案，寓意美好，在聚光灯的照耀下通体焕发出璀璨的火彩，仿佛一团蓝色的火焰在燃烧	17500 元左右
王后		定位于中端婚恋市场	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	两个心型爪托托起璀璨的主钻石，形成镂空的心型镶口，寓意“两颗心对爱情的永恒守护”，这种设计能够 360 度展示钻石火彩，通灵珠宝拥有设计专利	10000 元左右
皇家博物馆		属于高端婚戒产品，设计感强，奢华精致，同时拥有较高的艺术收藏价值	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，为了纪念这重要时刻，通灵珠宝发布了皇家博物馆系列	经典的四爪爪镶，戒托为比利时王冠造型，密镶小钻托起璀璨主钻似花之桂冠，戒臂单侧钉镶副钻，新意独具。皇家博物馆源自十八世纪欧洲洛可可风格的奢华精致，又融合了现代时尚个性，尽现当代新潮女性独尚品格	30000-40000 元

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，草根调研，华泰证券研究所

优势三：深谙娱乐营销之道，企业家明星化自带 IP

珠宝品牌的成功塑造离不开成功的营销支持。通灵珠宝深谙娱乐营销之道，董事长自带 IP，品牌形象及知名度不断提升，为公司品牌的成功塑造奠定了基础。

深度植入娱乐营销，打造公司品牌、产品与剧情全融合的营销新模式

通灵珠宝以创新的娱乐营销模式， 2015 年公司借助偶像剧《克拉恋人》将品牌和产品植入剧中人物和剧情中，随着《克拉恋人》的热播，通灵珠宝品牌跨越性地完成一轮全国覆盖。同时，顺势聘请当红明星唐嫣作为品牌形象代言人，推出“百变风情嫣”“钻石嫣”等新品牌，最大化发挥影视资产效应。

2015 年，现象级大剧《克拉恋人》全网点击量超过 100 亿，公司 CEO 沈东军作为联合出品人，在剧中对公司进行了品牌调性、故事题材、相关场景等全方位植入。除了通过人物佩戴、口头赞美、道具植入等方式推广 MIRAGE(百变风情)蝴蝶吊坠、MY QUEEN(王后)钻石项链、梦想之星、蓝色火焰等产品之外，公司还进行了场景定制，将公司业务运作、产品、甚至老板完全融入剧情模式中，如以公司和珠宝行业作为剧情发展背景、男女主角人设分别以公司 CEO、珠宝设计师为原型、对公司外观及内部环境还原、出现公司物料及产品设计图展示、拍摄取景取自通灵珠宝淮海路旗舰店等，巧妙地向所有观众推广了通灵珠宝品牌信息。另外，通灵珠宝从始至终都伴随着男女主角的感情线进行合理植入，通过深化品牌符号、传递企业文化，促进了观众对品牌的情感趋同、情感转移和购买欲望，品牌知名度迅速上升，跨跃性地完成了品牌在全国范围的阶段性突破。

借势《克拉恋人》，公司将品牌、电商、粉丝及产品全线打通，实现了娱乐营销效果的最大化。剧集播出期间，公司在线上电商平台进行配套销售，播放《克拉恋人》有关于通灵珠宝重要情节的电视剧片花，整个电商主页面也以唐嫣饰演的米朵形象为设计主体，并进一步绑定女主角唐嫣为其品牌代言人。2016 年 2 月，公司成立全资子公司克拉恋人珠宝有限公司，推出“百变风情嫣”系列、“钻石嫣”等新的子品牌，在线下实体店开展多次“克拉恋人同款新品”专场活动，形成二次传播，带动线下配套销售。2015 年暑期《克拉恋人》播出时，公司销售额同期上升 18.89%。

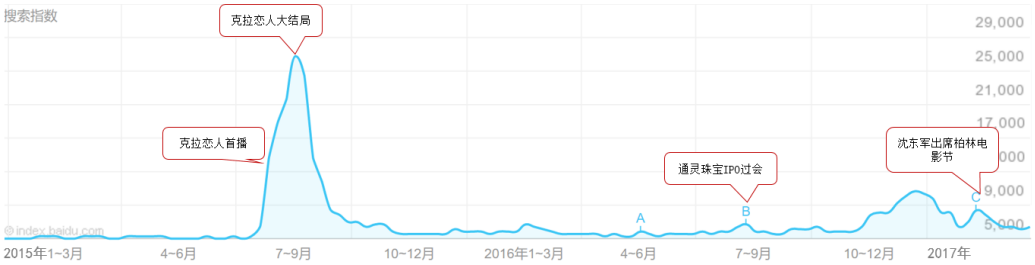
此外，与国际知名奢侈品牌采用的跨界娱乐营销模式一样，通灵珠宝通过赞助世界著名电影节，大幅提升了其国际化品牌的知名度和美誉度。通灵珠宝距今已连续 7 年与柏林电影节合作，成为柏林电影节唯一指定珠宝。这使得通灵珠宝不但进入到更为广阔的世界舞台，更得到了众多政商名人、影视明星的欣赏和认可，成功地将消费者对明星名人的关注转移到对通灵珠宝品牌的关注。同时，借助柏林电影节的资产转化，通灵珠宝专门开发了“BERLIN STAR（柏林之星）”、“SHOOTING STAR（梦想之星）”等多个子品牌，品牌产品的国际化程度不断提升。

图表52： 通灵珠宝的娱乐营销布局

时间	事件
2009 年	通灵珠宝成为柏林电影节官方合作伙伴，从此登上国际舞台，频繁亮相国内外时尚影视圈。至今已连续八年为明星提供 STARLET（红毯）系列高定珠宝
2014 年	沈东军担任电视剧《克拉恋人》联合出品人，实现全方位深度品牌植入，并友情出演剧中“孙总”一角
2015 年 7 月	唐嫣正式成为通灵珠宝品牌国际形象代言人
2015 年 9 月	公司投拍《翡翠恋人》都市偶像电视剧
2015 年 9 月	沈东军参演《最佳前男友》，客串 CEO 沈东石
2016 年 2 月	成立全资子公司克拉恋人珠宝有限公司，唐嫣担任品牌代言人，推出“百变风情嫣”系列、“钻石嫣”等新的子品牌
2016 年 4 月	沈东军成立钻石影业有限公司并担任董事长，正式进军影视行业
2016 年 6 月	沈东军与王家卫联合举办“东邪西毒蓝色火焰音乐会”
2016 年 6 月	沈东军助阵张靓颖影视音乐专项厂牌“燃音乐”成立发布会，钻石影业与“燃音乐”结成战略联盟
2016 年 6 月	钻石影业启动首部谍战风格偶像剧《归还世界给你》
2016 年 7 月	公司投拍《八月未央》都市偶像电视剧，钻石影业与康曦影业结成战略联盟
2016 年 11 月	女星江疏影为杭州第一家“蓝色火焰”体验店开业助阵
2017 年 2 月	沈东军携唐嫣出席第 67 届柏林电影节开幕式，唐嫣正式成为通灵珠宝的“首席时尚官”

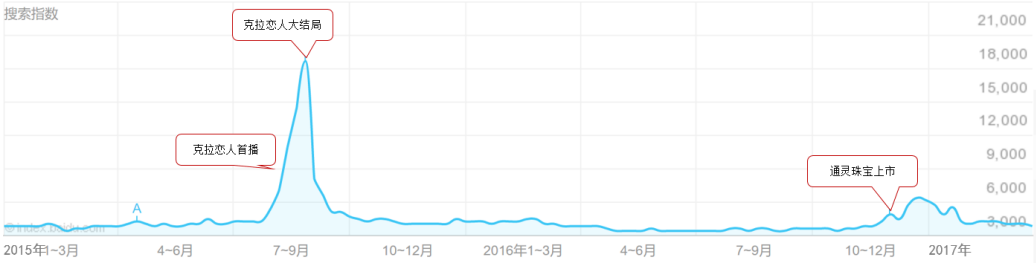
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表53： 通灵珠宝百度搜索指数在《克拉恋人》播出期间大幅提升



资料来源：百度搜索指数，华泰证券研究所

图表54： 公司董事长沈传东百度搜索指数在《克拉恋人》播出期间大幅提升



资料来源：百度搜索指数，华泰证券研究所

图表55： 通灵珠宝在《克拉恋人》电视剧中广告植入图

资料来源：视觉中国，华泰证券研究所

泛娱乐生态产业链建设，企业家明星化自带 IP 属性

继《克拉恋人》后，公司参与出品《翡翠恋人》、《八月未央》等都市偶像电视剧，并于 2016 年 4 月成立钻石影业有限公司，由沈东军担任董事长，正式进军影视行业。同年 6 月，沈东军与著名导演王家卫联合举办“东邪西毒蓝色火焰音乐会”，并与“燃音乐”、康曦影业结成战略联盟，为钻石影业打下坚实基础。钻石影业的开山之作《归还世界给你》正在紧密筹备中，确定由偶像剧之父蒋家骏执导，该剧横跨中法取景，首创谍战风格，将成为通灵珠宝 2017 年的开年大戏。公司借力娱乐营销，着力于打造观众愿意接受的优质拓展内容，相比于普通的电视广告、网络营销更加特色鲜明，有更强的消费者认可度，泛娱乐生态的打造将为公司积累丰富资源，跨界营销为公司产生有力的协同效应。

董事长自带 IP 属性，企业家明星化提升品牌知名度。《克拉恋人》中 “沈东军”的角色形象引发了大众对公司 CEO 沈东军的强烈关注。沈东军不仅跨界参演《克拉恋人》、《最佳前男友》等电视剧，还频繁出现在各卫视的多档创业真人秀节目如《非你莫属》、《名人堂》中，成为众多综艺节目的座上宾，收获大量粉丝，拥有一定的观众缘和粉丝基础，成为通灵珠宝的“代言人”。其良好的形象不仅维护了公司形象，更扩大了品牌推广效应。

图表56： 董事长应邀出场《非你莫属》嘉宾

资料来源：非你莫属官方微博，华泰证券研究所

图表57： 董事长应邀出场《实战商学院》嘉宾

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

募投资金到位，发展前景广阔

公司此次 IPO 募集资金中 56,533 万元将用于公司营销网络的建设，预计第一年投入资金 15,565 万元，第二年投入 17,945 万元，第三年投入 23,023 万元，扩展和完善公司在全国范围内的营销网络，进一步巩固公司在行业中的地位。具体来看，公司拟在安徽、北京、福建、河北、河南、湖北、江苏、辽宁、山东、山西、陕西、四川、天津、浙江、重庆等 18 个省市区新设自营门店 121 家，其中包括 8 家旗舰店、55 家标准店和 58 家专厅，新店全部投入运营后，自营店铺数量将超过 300 家。公司将在继续巩固公司华东地区市场的基础上，加大华北、华中地区的网络布局，渗透东北、西北、西南、华南地区的二三线城市，形成覆盖全国七大区域、辐射能力更强的营销网络，增强销售网络稳定性，实现对目标客户的有效覆盖。公司营销网络建设的重点在于二三线城市，抢占优质的门店资源，把握市场先机，确保在行业竞争中保持领先优势。

公司手握三大竞争优势，坚持品牌驱动，不断致力于提升品牌形象与知名度，但在扩张上面将二三线城市作为扩张重点，绕开了竞争激烈的一线城市。目前，广大二三线城市正处在人口回流红利带动消费升级的黄金时期，公司手握三大优势重点进军二三线城市发展前景广阔。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

公司成功上市，资金压力减少，预期未来将加速门店扩张，不考虑外延并购，预计2017-2019年公司营业收入分别为19.75/24.45/30.05亿元，分别同比增长19.62%、23.8%、22.91%；归母净利润分别为2.78/3.49/4.5亿元，分别同比增长25.6%、25.5%、28.83%。其中公司直营店收入分别为6.01/7.67/9.94亿元，专厅收入分别为7.7/8.89/10.32亿元，加盟店收入分别为6.03/7.9/9.79亿元。

公司手握三大优势构建核心壁垒，重点进攻二三线城市发展前景广阔。参考同行业可比公司爱迪尔、明牌珠宝及潮宏基估值，给予公司2017年40-42倍PE，对应目标价为45.7-48元，首次覆盖给予公司“买入”评级。目前公司估值已经与港股周大福相当，建议投资者积极关注。

图表58：通灵珠宝主营业务分部盈利预测（单位：万元）

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
直营店	门店数	77	71	92	112	128	150
	营业收入	58,086	52,716	52,277	60,119	76,665	99,403
	毛利率	62.8%	63.8%	65.1%	65.0%	65.0%	65.0%
	毛利	36,461	33,606	34,037	39,077	49,833	64,612
专厅	门店数	167	184	200	216	239	258
	营业收入	54,784	64,780	69,111	77,040	88,861	103,210
	毛利率	54.5%	53.6%	57.5%	57.0%	57.0%	57.0%
	毛利	29,841	34,748	39,760	43,913	50,651	58,830
加盟店	门店数	163	203	286	386	486	586
	营业收入	29,587	29,965	41,974	60,332	78,959	97,876
	毛利率	33.8%	35.9%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%
	毛利	9,992	10,763	14,406	20,706	27,099	33,591
收入毛利合计	收入	143,242	149,081	165,092	197,491	244,486	300,489
	毛利	76293	79118	88203	103696	127582	157033
	收入：yoy		4.08%	10.74%	19.62%	23.80%	22.91%
	毛利：yoy		3.70%	11.48%	17.57%	23.03%	23.08%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表59：可比公司估值状况

		EPS（元/股）			P/E		
公司简称	股价	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
爱迪尔	16.1	0.2	0.2	0.3	84.5	74.8	60.0
明牌珠宝	9.8	0.1	0.3	0.4	122.6	32.5	26.1
潮宏基	10.8	0.3	0.3	0.4	38.5	31.4	27.0
平均值					82	46	38

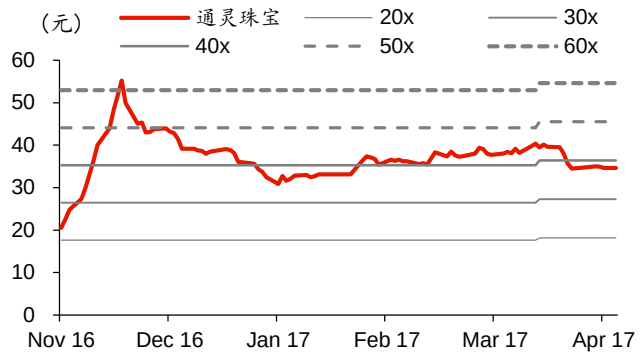
资料来源：Wind，华泰证券研究所（股价日期为20170331，EPS采用万德一致性预期）

风险提示：

1）公司门店扩张速度低于预期；
2）消费者对钻石消费热情大幅下滑；
3）钻石价格大幅下滑；
4）公司为加强品牌推广加大广告宣传力度，长期利好但短期业绩可能承压；

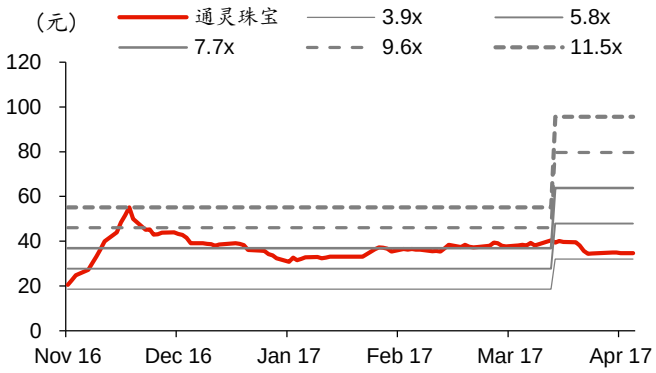
PE/PB – Bands

图表60： 通灵珠宝历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表61： 通灵珠宝历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,390	2,313	2,713	3,156	3,736
现金	87.92	779.37	846.50	846.37	892.87
应收账款	128.66	136.88	161.33	202.68	247.95
其他应收账款	8.86	11.43	14.84	18.17	22.42
预付账款	41.18	44.82	56.25	69.75	85.62
存货	1,108	1,326	1,617	2,003	2,472
其他流动资产	14.99	14.21	16.25	15.36	15.47
非流动资产	171.19	180.61	156.78	139.23	121.53
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	86.67	81.78	91.93	102.68	114.79
无形资产	20.93	29.33	26.37	23.02	19.59
其他非流动资产	63.60	69.51	38.48	13.53	(12.86)
资产总计	1,561	2,493	2,869	3,295	3,858
流动负债	480.49	462.68	561.10	639.17	753.72
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	275.38	263.77	391.00	457.22	563.09
其他流动负债	155.11	198.91	170.10	181.95	190.63
非流动负债	8.15	8.71	9.30	8.72	8.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.15	8.71	9.30	8.72	8.91
负债合计	488.64	471.39	570.40	647.89	762.63
少数股东权益	(1.99)	(2.59)	(3.39)	(4.37)	(5.64)
股本	182.40	243.20	243.20	243.20	243.20
资本公积	441.84	1,190	1,190	1,190	1,190
留存公积	450.17	591.55	869.61	1,219	1,668
归属母公司股	1,074	2,024	2,302	2,651	3,101
负债和股东权益	1,561	2,493	2,869	3,295	3,858

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	138.57	35.22	94.86	33.88	82.33
净利润	180.52	220.78	277.26	347.99	448.31
折旧摊销	37.34	45.53	31.34	35.06	35.85
财务费用	6.83	9.36	(8.13)	(8.46)	(8.70)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(82.28)	(237.63)	(200.62)	(343.69)	(398.56)
其他经营现金	(3.84)	(2.82)	(4.99)	2.99	5.42
投资活动现金	(47.77)	(36.14)	(35.86)	(42.46)	(44.53)
资本支出	47.79	28.03	14.61	15.97	18.18
长期投资	0.00	0.00	(2.68)	0.00	0.00
其他投资现金	0.01	(8.11)	(23.93)	(26.49)	(26.35)
筹资活动现金	(74.39)	697.43	8.13	8.46	8.70
短期借款	(20.00)	(50.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	60.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	747.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(54.39)	(61.13)	8.13	8.46	8.70
现金净增加额	16.33	692.94	67.13	(0.12)	46.49

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,491	1,651	1,975	2,445	3,005
营业成本	688.58	757.82	937.95	1,169	1,435
营业税金及附加	46.60	42.21	54.94	67.58	82.20
营业费用	391.43	407.59	464.49	557.32	657.59
管理费用	115.84	131.42	153.43	191.50	235.36
财务费用	6.83	9.36	(8.13)	(8.46)	(8.70)
资产减值损失	4.23	3.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	237.32	299.19	372.23	467.89	603.88
营业外收入	5.54	2.30	3.31	3.35	3.16
营业外支出	1.78	1.81	1.83	1.81	1.82
利润总额	241.08	299.68	373.72	469.42	605.22
所得税	60.56	78.90	96.46	121.43	156.91
净利润	180.52	220.78	277.26	347.99	448.31
少数股东损益	(0.50)	(0.61)	(0.80)	(0.98)	(1.27)
归属母公司净利润	181.02	221.39	278.06	348.97	449.58
EBITDA	281.49	354.08	395.45	494.48	631.04
EPS (元)	0.99	0.91	1.14	1.43	1.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.08	10.74	19.62	23.80	22.91
营业利润	2.92	26.07	24.41	25.70	29.06
归属母公司净利润	5.24	22.30	25.60	25.50	28.83
获利能力 (%)					
毛利率	53.81	54.10	52.51	52.18	52.26
净利率	12.14	13.41	14.08	14.27	14.96
ROE	16.85	10.94	12.08	13.16	14.50
ROIC	17.38	18.05	18.59	19.22	20.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.30	18.91	19.88	19.66	19.77
净负债比率 (%)	10.23	0	0	0	0
流动比率	2.89	5.00	4.83	4.94	4.96
速动比率	0.59	2.13	1.95	1.80	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.81	0.74	0.79	0.84
应收账款周转率	13.20	11.96	12.55	12.91	12.76
应付账款周转率	1.93	2.81	2.87	2.76	2.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.91	1.14	1.43	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.14	0.39	0.14	0.34
每股净资产(最新摊薄)	4.42	8.32	9.47	10.90	12.75
估值比率					
PE (倍)	43.10	35.24	28.06	22.36	17.35
PB (倍)	7.26	3.85	3.39	2.94	2.52
EV_EBITDA (倍)	24.90	19.79	17.72	14.17	11.11

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com