通灵珠宝（603900.SH）

定位中高端的珠宝品牌，全国化扩张步伐加快

公司评级	买入
当前价格	33.35 元
报告日期	2017-06-02

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	243/61
流通 A 股市值（百万元）	8,111
每股净资产（元）	8.32
资产负债率（%）	18.91

分析师： 洪 涛 S0260514050005
021-60750633
hongtao@gf.com.cn
分析师： 叶 群 S0260516080001
021-60750627
yequn@gf.com.cn

相关研究：

核心观点：

- **国内首个定位中高端的钻石品牌，立足江苏，加快全国扩张步伐**

公司成立于 1999 年，从事钻石、翡翠饰品的设计、研发和销售，拥有自主品牌“通灵”和“传世翡翠”，定位中高端。公司经营模式为“自营+加盟“（自营收入占比 74.31%），年报显示，截至 2016 年底，合计拥有 578 家门店（直营店 92 家、专厅 200 家、加盟店 286 家），覆盖北京、上海、江苏、浙江等 22 个省市自治区。13-16 年公司实现收入分别为 11.62、14.32、14.91 和 16.51 亿（+10.73%），复合增速为 12.42%；实现归母净利分别为 1.17、1.72、1.81 和 2.21 亿（+22.10%），复合增速为 23.61%，业绩持续增长。

- **黄金珠宝：行业迎来新一轮复苏周期， 钻石需求平稳增长**

随着经济和金价的逐渐企稳，珠宝行业从 16 年 9 月开始明显复苏，2017 年 Q1 全国限额以上单位金银珠宝零售额 805 亿元，同比增长 7.9%，较去年同期和 4Q16 分别提升 11.8 和 7.9PP。分品类看，目前国内钻石首饰终端市场规模约为 1000-1500 亿，09-16 年复合增速约为 8.76%，高于行业整体增速，并且仍具备较大的增长空间，仅婚庆需求将维持钻石行业每年 5%-10%的稳定增长。另外，随着钻石需求从婚庆转向情感、日常佩戴，重复购买率将提高，有望推动行业加速增长。

- **产品设计、品牌营销、供应链优势构筑核心竞争力，逐步迈向高端品牌序列**

通灵珠宝定位差异化竞争的中高端市场，产品设计、技术、品牌营销和供应链领先国内。未来两年公司将全面提升品牌竞争力，加速抢占市场份额，举措包括：（1）加快门店扩张和渠道布局。根据公司近期的调研反馈，预计 17 年新开门店 115 家（直营 20 家，加盟店 95 家），逐步提升加盟占比。未来 2-3 年新开店增速约为 20%；（2）与比利时王室紧密合作，收购比利时百年王室品牌 Leysen，通过引入其设计、技术、理念文化，并将门店翻牌为 Leysen 通灵等方式来拔高品牌档次；（3）利用娱乐圈资源，植入植入娱乐、影视营销，将品牌文化根植消费者内心；（4）发挥重要股东卢森堡、香港欧陆之星的供应链优势，提升产品结构和盈利能力。预计 17-19 年公司实现归母净利分别为 2.89、3.77 和 4.94 亿，对应 PE 分别为 26.1、20 和 15.3 倍，公司产品设计、技术、品牌营销能力和供应链优势领先国内，全国化扩张前景广阔，有望成为国内高端珠宝品牌龙头，给予买入评级。

- **风险提示：珠宝终端消费复苏不及预期，门店扩张低于预期，钻石购买力下降、价格波动；**

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,490.82	1,650.93	2,020.67	2,507.36	3,096.97
增长率(%)	4.08%	10.74%	22.40%	24.09%	23.51%
EBITDA(百万元)	285.71	357.43	384.43	513.44	671.37
净利润(百万元)	181.02	221.39	289.24	377.46	493.79
增长率(%)	5.24%	22.30%	30.65%	30.50%	30.82%
EPS（元/股）	0.992	0.910	1.189	1.552	2.030
市盈率（P/E）	-	42.29	26.09	19.99	15.28
市净率（P/B）	-	4.63	3.31	2.88	2.45
EV/EBITDA	-0.13	24.02	17.45	13.06	9.87

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、通灵珠宝：国内以钻石销售为主的中高端珠宝品牌 5
（一）定位“为下一代珍藏”差异化竞争，立足江苏，加快全国扩张步伐 5
（二）与战投欧陆之星合作，构筑强有力的供应链、技术和经营管理优势 8
（三）成功打造超级单品，收购“LEYSEN”迈入国际高端品牌序列 8
（四）深谙跨界娱乐营销之道，热门 IP 快速提升品牌影响力 10
二、黄金珠宝：行业迎来复苏，从渠道转向品牌竞争 11
（一）黄金珠宝：行业迎来复苏，钻石品类平稳增长 11
（二）竞争格局：龙头集中度提升，从渠道转向品牌竞争 14
三、财务分析 15
（一）成长能力分析 15
（二）盈利能力分析 17
（三）营运能力分析 19
四、投资建议及盈利预测 21
风险提示 22

图表索引

图 1: 通灵珠宝主要产品、系列 6
图 2: 通灵是以经营钻石珠宝为主的品牌零售公司 6
图 3: 2014-2016 年营业收入及增长率（亿元） 7
图 4: 2014-2016 年公司归母净利润及增速（亿元） 7
图 5: 2013-2016 年公司门店数量 7
图 6: 通灵珠宝截止 2016 年 6 月末门店分布 7
图 7: 2013-2016 年通灵珠宝分模式销售占比 7
图 8: 2013-2016 年通灵珠宝各区域销售占比 7
图 9: “蓝色火焰”系列产品展示图 9
图 10: “王后”系列产品展示图 9
图 11: “leysen”品牌产品展示 10
图 12: 国内珠宝消费规模超 6500 亿，位居全球第一 12
图 13: 我国人均珠宝消费规模较发达国家偏低 12
图 14: 黄金珠宝限额以上零售额同比增速（月度） 12
图 15: 我国已成为钻石市场第二大消费国 13
图 16: 上海钻交所钻石交易规模及增速 13
图 17: 黄金饰品是国内主要珠宝消费品类 13
图 18: 国际市场上钻石首饰是占比最大的珠宝消费品类 13
图 19: 2008-2016 年全国结婚登记对数及结婚率 14
图 20: 国内珠宝消费仍以婚庆为主导需求 14
图 21: 国内珠宝市场 CR10 仅为 18.8% 15
图 22: 2016 年 A 股上市珠宝企业营业收入（亿元） 15
图 23: 9 家上市珠宝公司门店数量（2014-2016） 15
图 24: 9 家珠宝公司单店年度产出（百万元） 15
图 25: 2013-2016 年营业收入及增速（亿元） 16
图 26: 公司分品类收入结构 16
图 27: 通灵珠宝分品类毛利结构（2013-2016 年） 16
图 28: 2013-2016 年可比公司收入增速对比 16
图 29: 2013-2016 年净利润及增速（亿元） 16
图 30: 2013-2016 年可比公司净利润增速对比 16
图 31: 公司 2013-2016 年毛利率水平 17
图 32: 公司分产品类型毛利率水平 17
图 33: 同行业可比公司毛利率比较 18
图 34: 同行业可比公司钻石镶嵌饰品毛利率比较 18
图 35: 2014-2016 年可比公司单店产出对比（百万元） 18
图 36: 2013-2016 年公司期间费用率 18
图 37: 公司自营店、加盟店数量 18
图 38: 公司自营单店产出、加盟单店产出（百万元） 18
图 39: 2014-2016 年可比公司销售费率对比 19

图 40: 2014-2016 年可比公司管理费率对比 19
图 41: 2013-2016 年可比公司净利率对比 19
图 42: 2013-2016 年可比公司 ROE 对比 19
图 43: 2013-2016 年公司存货及周转天数 20
图 44: 2013-2016 年公司应收账款及周转天数 20
图 45: 2013-2016 年资产负债率 20
图 46: 2013-2016 年经营性净现金流及增速（亿元） 20
图 47: 2014-2016 年可比公司存货周转天数对比 20
图 48: 2014-2016 年可比公司应收账款周转天数对比 20
图 49: 2014-2016 年可比公司资产负债率对比 21
图 50: 2014-2016 年可比公司经营性净现金流对比 21

表 1: 通灵珠宝发展历程 5
表 2: 通灵珠宝 2016 年门店经营数据 8
表 3: 通灵珠宝前十大股东（截止 2016 年报） 8
表 4: 通灵珠宝与比利时王室的合作之路 10
表 5: 公司盈利预测分拆（单位：百万元） 21
表 6: 可比公司及行业平均估值 22

一、通灵珠宝：国内以钻石销售为主的中高端珠宝品牌

（一）定位“为下一代珍藏”差异化竞争，立足江苏，加快全国扩张步伐

通灵珠宝股份有限公司成立于1999年，属于珠宝零售企业，公司主营业务是钻石和翡翠等珠宝首饰产品的零售，同时致力于产品设计、品牌推广及渠道建设。公司的品牌定位是为顾客创造“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌，旗下主要有“TESIRO通灵”、“传世翡翠”两个核心品牌，以及“蓝色火焰”、“王后”、“红毯MINI”等子品牌，在江浙区域享有较高的知名度。**截止2016年末，公司在全国门店数量578家，线下渠道网点布局由区域型转为全国型，全国渠道网点省级数量覆盖率达 64.7%。**

“为下一代珍藏”的中高端品牌定位避开同质化的市场竞争，有效拓宽了客户群体。相较于传统珠宝聚焦爱情的定位，通灵差异化的“为下一代珍藏”的品牌定位不仅避开了国内同质化严重的低端市场竞争，还准确把握了中国消费者重视传承的价值观念求和价值观念，将消费者对珠宝饰品的选择从单纯购买转化为了长期情感珍藏，目标客户也从结婚人群有效延伸到了25-49岁这一注重品质与生活享受、具有较强家庭观念的中高端消费群体。此外，公司通过对门店进行“精品博物馆”、“王室马车”等主题形象的升级包装，直接把品牌理念及核心资产传递给消费者，品牌轻奢的定位更加清晰。

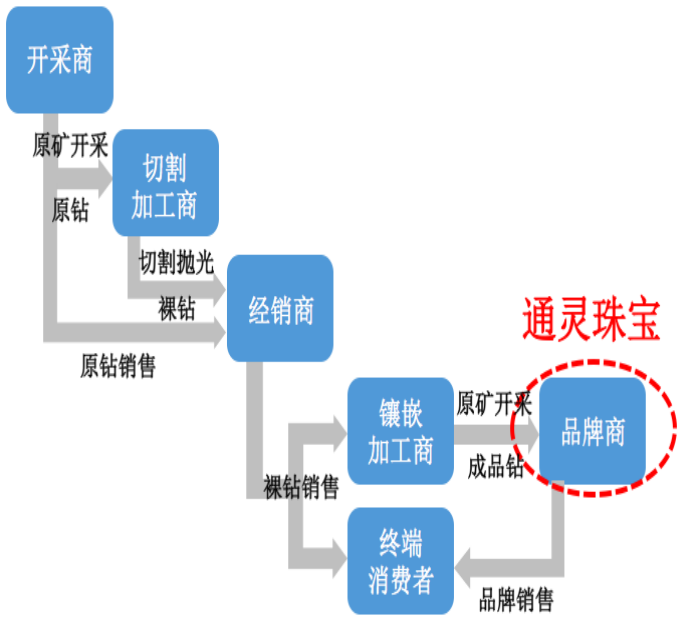
表1：通灵珠宝发展历程

时间	事件
1999 年 11 月	马峻与沈东军共同投资设立江苏通灵翠钻有限公司
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，通灵保证此技术的实际操作执行仍由其委托卢森堡欧陆之星或欧陆之星指定的合作方按此技术进行钻石切割及钻石饰品的生产
2011 年 12 月	引入战略投资者卢森堡欧陆之星及香港欧陆之星，分别持股 10%和 5%
2012 年 2 月	整体变更为通灵珠宝股份有限公司
2013 年	发布“安特卫普之星”系列；公司净利润超过 1 亿元
2016 年 2 月	成立全资子公司克拉恋人珠宝有限公司，专门定位于线上业务的发展与经营
2016 年 11 月	在上海证券交易所挂牌上市
2017 年 4 月	收购比利时王室珠宝品牌“Leysen”，大幅提升市场竞争力

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图1：通灵珠宝主要产品、系列

图2：通灵是以经营钻石珠宝为主的品牌零售公司



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

渠道建设采取“自营为主，加盟为辅”的模式，立足江苏，加快全国扩张步伐，门店数量已初具规模。公司的销售模式主要分为直营、专厅和加盟三种模式，以自营为主，线下门店已由华东区域向全国快速扩张，2013至2016年门店数量年复合增长率达到24.16%。截止2016年底，公司合计拥有578家门店，包括直营店92家、专厅200家以及加盟店286家，覆盖北京、上海、江苏、浙江、安徽等22个省市自治区。其中，自营（包括直营和专厅）收入占比高达74.31%。**公司2017年预计新开门店115家，其中加盟店95家，直营店20家。未来2-3年整体开店增速将维持20%左右，逐步提高加盟店比例。**此外，公司积极拓展线上渠道，已覆盖淘宝（天猫）、京东、苏宁易购等主流电商平台，均通过直营电商模式开展。未来将进一步通过全资子公司克拉恋人珠宝有限公司拓展电商领域，预计电商通过专业化运作，未来2-3年公司的电商业务将领先于珠宝线上销售的平均增速。

2013-2016年公司实现营业收入分别为11.62亿、14.32亿、14.91亿、16.51亿元（+10.73%），收入复合增速为12.42%。2013-2016年公司实现归母净利润分别为1.17亿、1.72亿、1.81亿、2.21亿（22.10%），复合增速为23.61%。收入和利润增长主要由于公司加盟业务快速拓展、产品系列化及超级单品所带来的销售优势显现所致。分区域来看，江苏区域销售占比最高，但随着省外门店扩张加快，江苏区域占比呈现逐年下滑的趋势，从2013年的74.5%下滑至2016年63.14%。其次是鲁皖豫区域，2016年销售占比为20.99%，表现出良好的增长趋势。

图3：2014-2016年营业收入及增长率（亿元）

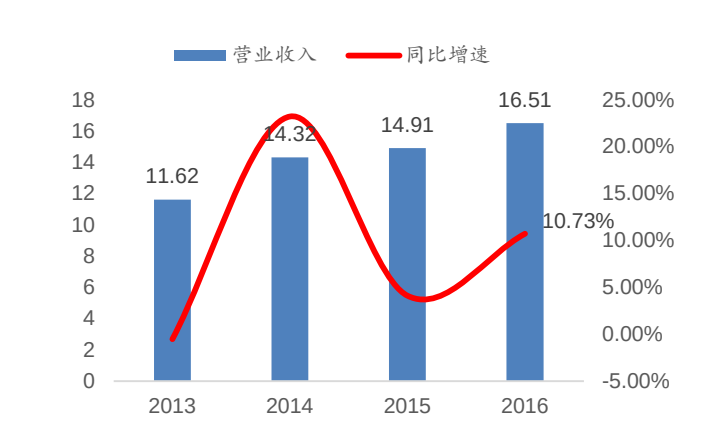
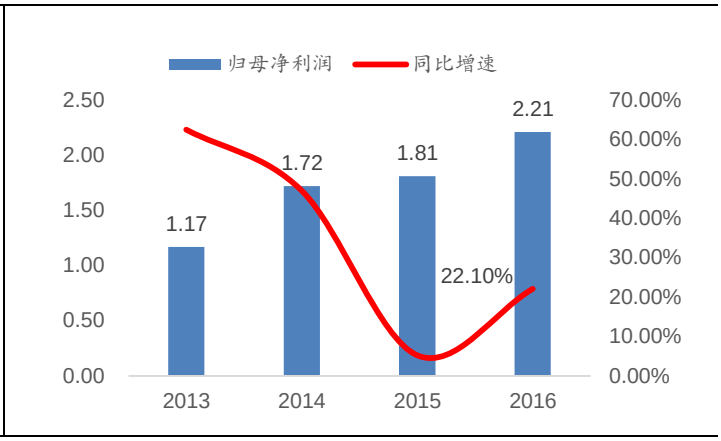


图4：2014-2016年公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

图5：2013-2016年公司门店数量

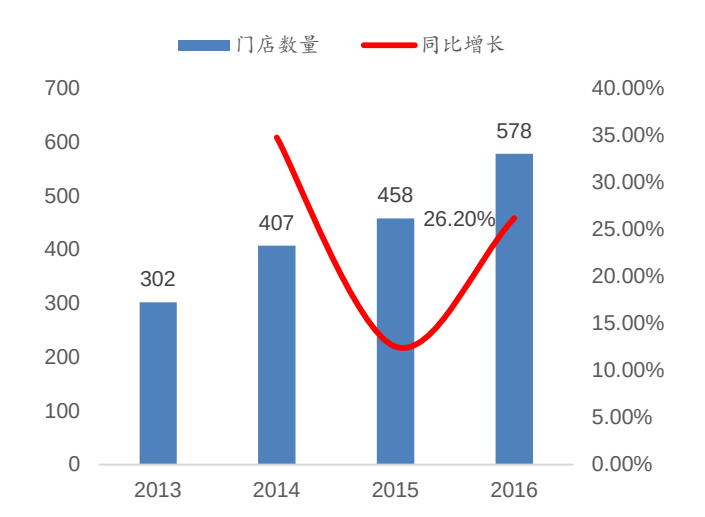


图6：通灵珠宝截止2016年6月末门店分布

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

图7：2013-2016年通灵珠宝分模式销售占比

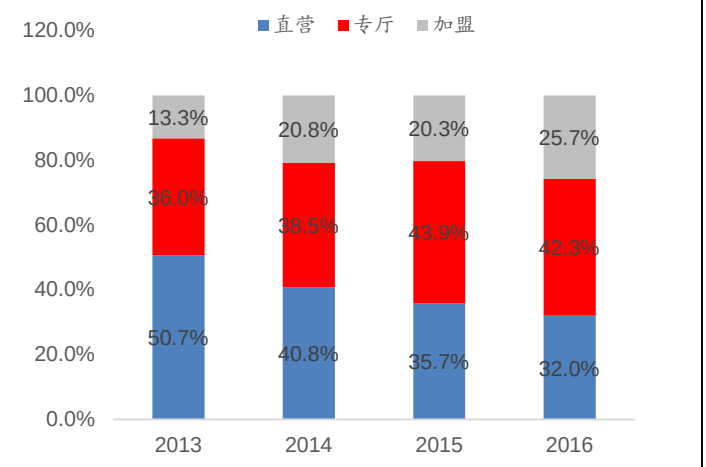
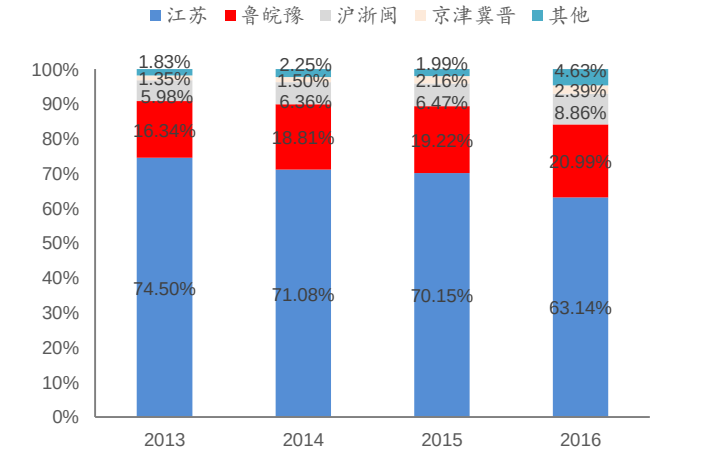


图8：2013-2016年通灵珠宝各区域销售占比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表2：通灵珠宝2016年门店经营数据

门店类型	店面数量	主营业务收入（万元）	毛利润（万元）	毛利率
直营	92	52,276.60	34,037.29	65.11%
专厅	200	69,111.28	39,759.72	57.53%
加盟	286	41,974.30	14,405.58	34.32%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）与战投欧陆之星合作，构筑强有力的供应链、技术和经营管理优势

公司的控股股东为沈东军，持股比例30.69%，实际控制人与一致行动人合计持有63.55%的股权。2011年，公司引入战略投资者卢森堡欧陆之星及香港欧陆之星，分别持股9.68%和4.84%，两者不存在实际控制关系，或股权、经营管理等方面的特殊协议安排。

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（戴比尔斯旗下的分销及推广机构）拥有看货商资格。香港欧陆之星的实际控制人Jiang Jacky是钻石行业的资深专家，同时担任通灵珠宝的董事，可以通过自身丰富、先进的管理经验参与通灵的经营决策，改善公司治理结构。卢森堡欧陆之星及香港欧陆之星在钻石行业拥有丰富的资金、技术、管理、市场和人才等产业资源，与助于增强公司在供应链、技术和经营管理方面的优势，构筑核心竞争力和创新能力。2009年，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，并由通灵申请专利权，“蓝色火焰”切工钻石主要通过卢森堡欧陆之星下属企业加工供货。

表3：通灵珠宝前十大股东（截止2016年报）

股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例（%）	备注
沈东军	74.63	30.69	限售流通 A 股
马峻	61.13	25.13	限售流通 A 股
EUROSTAR DIAMONDS INTERNATIONAL S.A.	17.65	7.26	限售流通 A 股
蔺毅泽	13.50	5.55	限售流通 A 股
EURO DIAMOND(HK) LIMITED	8.82	3.63	限售流通 A 股
南京传世美璟投资管理有限公司	5.31	2.18	限售流通 A 股
王芳	1.37	0.56	限售流通 A 股
刘刚	0.68	0.28	A 股流通股
张秀	0.33	0.14	A 股流通股
何朝阳	0.29	0.12	A 股流通股
合计	183.71	75.54	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）成功打造超级单品，收购“Leysen”迈入国际高端品牌序列

成功打造“蓝色火焰”和“王后”超级单品，塑造品牌高端形象。公司从很早就开始实施超级单品策略，以培育独特切工与设计的产品作为塑造品牌差异化的重

点，通过将产品符号化、故事化，在消费者心中建立独特的品牌形象。2016年公司旗下的“蓝色火焰”和“王后”系列钻石饰品销售额分别达2.50亿元和3.79亿元，占主营业务收入的15%和23%。

（1）蓝色火焰：公司拥有蓝色火焰钻石切工专利，蓝色火焰是比利时550年钻石切工史革命性突破作品，拥有独特的89切面，比传统的57切面钻石能够更完整地释放各角度射入的光线，火彩更加璀璨夺目。2009年现任比利时国王曾将一枚两克拉的蓝色火焰切工钻石作为国礼亲自赠送给时任国家副主席习近平。2016年公司在89面的基础上又研发了“蓝色火焰•真心钻石”专利产品，通过更加合理地运用光学原理，将钻石角度比例和棱边对称性提升到新的高度，底部经精湛切工呈现心形图案。同年公司在杭州武林银泰百货开设了第一家“蓝色火焰”体验店，将核心子品牌单独运营以扩大影响力。

（2）王后：王后系列是为纪念比利时国王菲利普和王后玛蒂尔德加冕而设计，于2013年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。王后系列的造型是由两个心型爪托与托起的钻石，共同形成镂空的心型镶口，从而360度展示钻石火彩，寓意“两颗心对爱情的永恒守护”。

图9：“蓝色火焰”系列产品展示图

图10：“王后”系列产品展示图

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

牵手比利时王室，传递品牌价值。比利时安特卫普素有“世界钻石之都”之称，是全球四大钻石切割中心之一。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，与王室的良好合作关系已经成为通灵珠宝的重要品牌资源，增强了消费者对通灵珠宝品牌的认可和信任：比利时政府授予总裁沈东军先生“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；比利时王后见证了“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认可和支持。

收购比利时皇室珠宝品牌“Leysen”，迈入国际高端品牌序列，大幅提升综合竞争力。2017年4月，公司以435万欧元收购比利时高端珠宝品牌“Leysen”81%的股权，开启高端品牌矩阵布局。“Leysen”是比利时高端珠宝家族企业，成立于1855

年，至今拥有162年历史，1936年获得比利时王室御用珠宝供应商资格，其打造的王冠已见证了三代王后的加冕，包括比利时现任王后马蒂尔德。2016年1-9月，Leysen实现收入787.2万欧元，实现净利润107.7万欧元。Leysen品牌在交接后，其产品、精湛的工艺设计及百年品牌历史积淀将陆续引入通灵珠宝旗下所有店面，通灵珠宝品牌也将全面升级为莱绅通灵，迈入世界高端品牌序列，让消费者在第一时间体验源自比利时王室珠宝的独到设计和品质，公司的综合竞争力大幅提升。

图11: “leysen”品牌产品展示

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表4: 通灵珠宝与比利时王室的合作之路

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，公司借此推出“皇家博物馆”系列，成为其高端产品系列的代表
2013 年 9 月	公司总裁沈东军受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 年 9 月	发布“安特卫普之星”系列，其首件作品被比利时红星航线博物馆永久珍藏
2013 年 10 月	为表彰总裁沈东军多年来在中国坚持不懈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	比利时联邦会议主席授予总裁沈东军“利奥波德军官级国王勋章”，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 4 月	收购比利时百年王室珠宝品牌“Leysen”，在比利时布鲁塞尔市政厅举行品牌交接仪式

（四）深谙跨界娱乐营销之道，热门 IP 快速提升品牌影响力

珠宝行业的IP营销+粉丝经济时代已经来临。在当下互联网与新媒体飞速发展的时代，众多珠宝企业开始在明星代言的基础上开展跨界娱乐营销，通过内容营销及植入IP等方式加速粉丝经济变现，从而快速提升品牌影响力。珠宝是带有很强的IP属性的品类，与粉丝经济天然契合，相比传统的营销方式，娱乐和内容营销的传播效率更高也更为经济。珂兰钻石早在2015年通过赞助热门电视剧《北上广不相信眼泪》进行品牌宣传，随后联合吴亦凡等明星推出定制款产品，在社交媒体上引发庞大话题量和关注度；金一文化在2016年宣布将布局粉丝经济，通过“星设计”平台，以粉丝社群需求为驱动，结合明星生活场景，设计明星专属产品，以产品为媒介，与粉丝对话，通过口碑传播，形成强有力的消费群体；婚戒品牌I Do则通过多种方式包括《将爱情进行到底》、《咱们结婚吧》等影视营销，为明星情感事件如求婚、纪念日等打造专属产品，以及2016年陈奕迅在演唱会倾情演唱同名品牌歌曲《I Do》

等，将品牌背后的情感内涵传递给大众，品牌影响力迅速提升。

公司深谙娱乐营销之道，在2015年全网点击量超过100亿的热门偶像剧《克拉恋人》中，以公司创始人兼CEO沈东军先生及珠宝设计师为原型，通过人物、剧情设定及场景打造，将公司品牌形象巧妙地全景植入，其中部分拍摄取景来自公司在上海淮海路的旗舰店。随着《克拉恋人》的热播，通灵珠宝品牌知名度迅速上升，完成了在全国范围的阶段性突破。公司顺势选择唐嫣作为品牌形象代言推出“百变风情嫣”、“钻石嫣”等新的子品牌，在电商平台及线下实体店销售剧中同款产品，将影视资产效益最大化发挥，带动公司同期销售上升。同时，公司总裁沈东军先生近年来经常活跃在各类综艺节目如《非你莫属》、《百万粉丝》中，收获大量粉丝，进一步扩大品牌效应。

此外，与国际知名奢侈品牌采用的跨界娱乐营销模式类似，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，作为官方唯一指定珠宝已连续7年与柏林电影节合作，每年为出席电影节的明星提供顶级珠宝首饰，包括国际著名影星章子怡、洛丽塔•斯坦恩等，深受明星喜爱，成功将消费者对明星的关注转移到自身品牌方面，同时专门开发了“BERLIN STAR（柏林之星）”、“SHOOTING STAR（梦想之星）”等多个相关子品牌。

二、黄金珠宝：行业迎来复苏，从渠道转向品牌竞争

（一）黄金珠宝：行业迎来复苏，钻石品类平稳增长

根据Euromonitor的数据，国内珠宝行业在经历了持续30年的高速增长后（09-13年复合增长率23.8%），2013年金价大幅下挫，行业步入三年寒冬。14-16年同比增速分别为1.2%、7.0%和9.6%。随着经济和黄金价格的逐渐企稳回升，行业从2016年9月开始迎来复苏，2017年以来则有了明显好转。2017年Q1全国限额以上单位金银珠宝零售额805亿元，同比增长7.9%，较去年同期和4Q16分别提升11.8和7.9个百分点，同比和环比均大幅好转。2016年国内珠宝消费规模达到6654亿元，我国已成为全球第一大珠宝消费市场，但从人均消费水平来看，2014年国内人均珠宝消费为68美元，相较发达国家仍处于较低水平，并且国内仍以结婚、订婚或纪念日等婚庆消费为主导需求，日常佩戴需求远低于美国、新加坡等发达国家，因此，国内珠宝消费习惯和需求仍有待培育和改善，市场规模仍然具备成长空间。

图12：国内珠宝消费规模超6500亿，位居全球第一

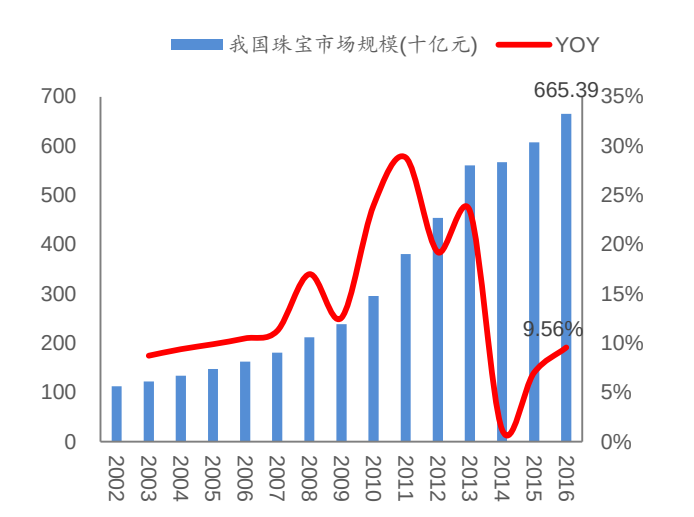
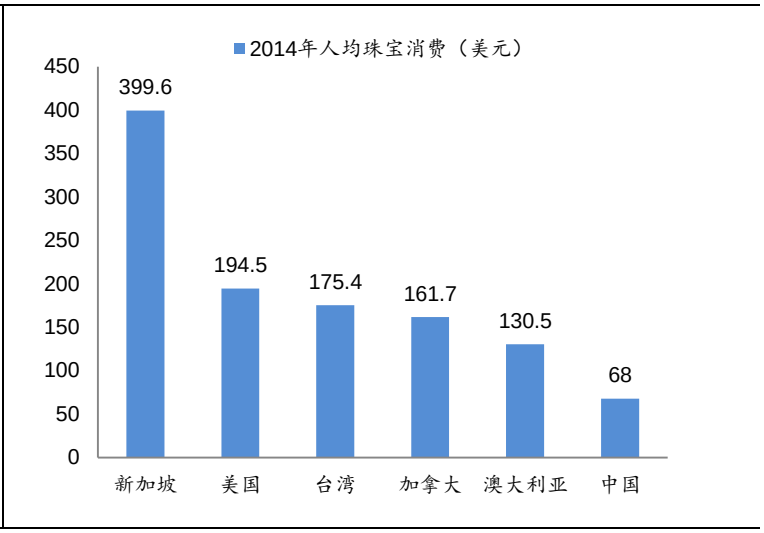
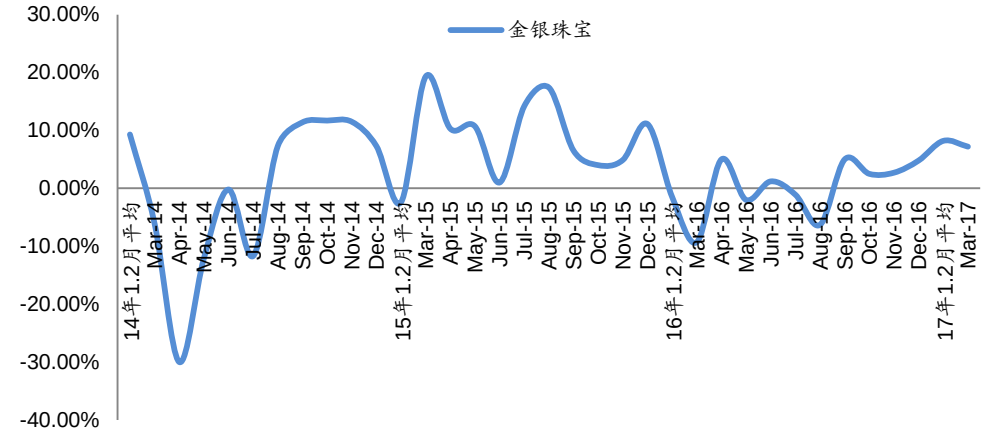


图13：我国人均珠宝消费规模较发达国家偏低



数据来源：Wind、Euromonitor、广发证券发展研究中心

图14：黄金珠宝限额以上零售额同比增速（月度）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

从品类结构来看，相比欧美国家消费者常态化的珠宝佩戴和消费习惯，国内珠宝市场仍以婚庆消费为主导，且出于传统观念和保值升值的投资性考虑，黄金饰品在国内珠宝市场上的消费规模占据半壁江山，2016年终端销售额约3100亿元，占比47%。其余为K金及钻石镶嵌类饰品（占比20%）、玉石（占比19%）、铂金（占比6%）及其他饰品（占比8%）。而从国际市场上看，钻石珠宝所占份额最大（48%）。黄金和铂金珠宝分别占40%和5%的市场份额。美国、日本、欧洲等发达市场均以钻石珠宝为主流。

2014年我国年钻石需求量约620亿元，占全球市场份额12%，仅次于美国（370亿美元，46%占比），我国已成为全球第二大钻石消费国。根据上海钻交所数据，原钻及裸钻批发规模从2009年的15.21亿美元增长到2014年的51.31亿美元，复合增长率为27.53%，2015年由于近年储备过量外加终端消费下滑，规模同比下滑19.24%，2016年有所回暖，同比增长7.4%至44.5亿美元。从终端消费数据来看，目前国内钻石首饰终端市场规模约为1000-1500亿左右，2009-2016年的复合增速约为8.76%，高于珠宝行业整体增速。

我们认为钻石及钻石镶嵌类饰品市场仍具有巨大增长空间，仅从婚庆需求来看，我国目前适龄未婚人群约有1.5亿，平均每年结婚率维持在9%左右，2008-2016年结

婚登记人数始终在1000万对以上，婚庆刚性需求将推动钻石行业每年5%-10%的稳定增长。另外，随着居民收入提升，年轻消费者对钻石赋予爱情文化的认同感增强，钻石消费从追求克重转为设计款式，从以钻戒为主的单品消费转为整体搭配，重复购买率将提高，推动钻石首饰行业加速发展。

图15：我国已成为钻石市场第二大消费国

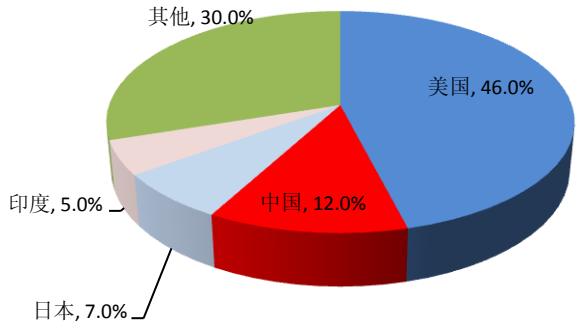
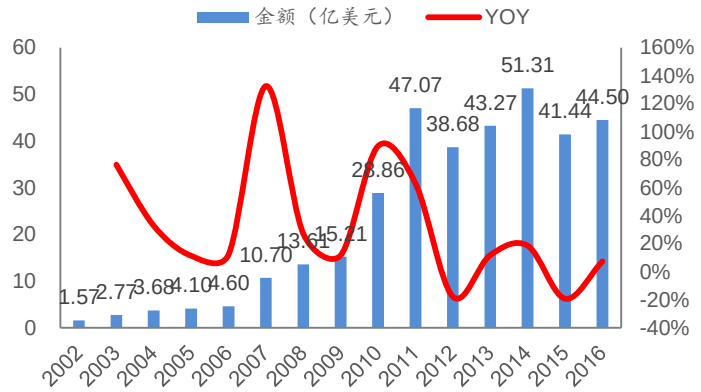


图16：上海钻交所钻石交易规模及增速



数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

图17：黄金饰品是国内主要珠宝消费品类

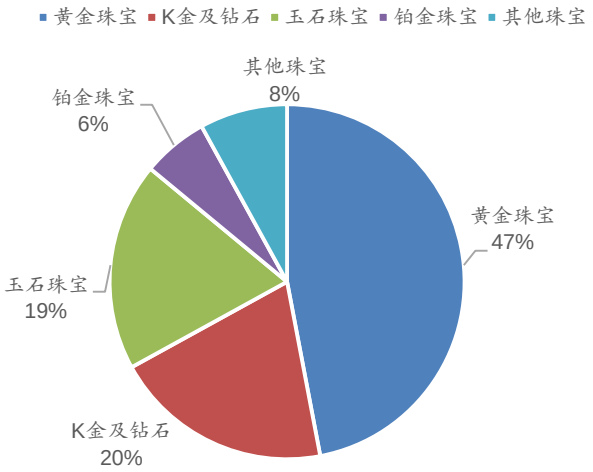
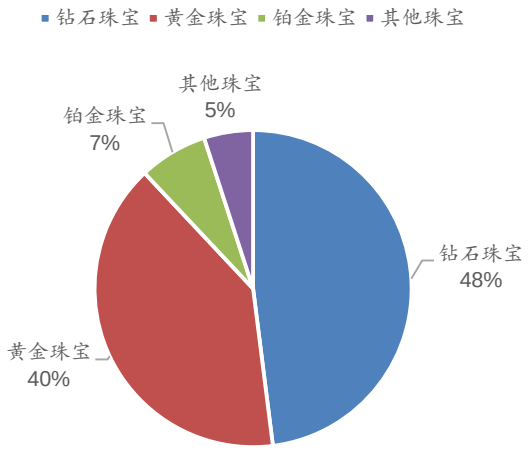


图18：国际市场上钻石首饰是占比最大的珠宝消费品类



数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

图19：2008-2016年全国结婚登记对数及结婚率

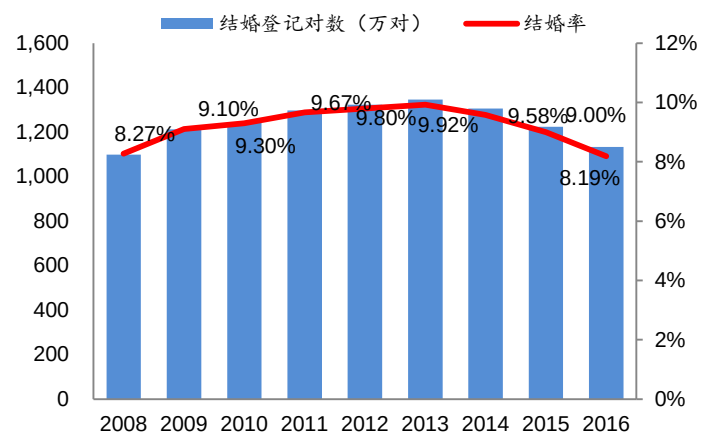
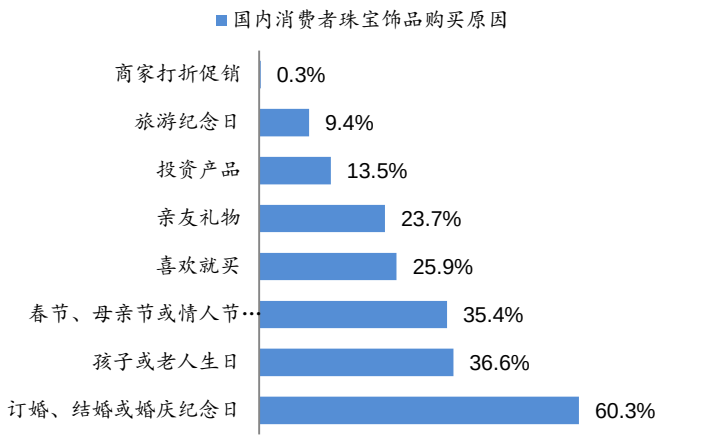


图20：国内珠宝消费仍以婚庆为主导需求



数据来源：中国民政局、国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）竞争格局：龙头集中度提升，从渠道转向品牌竞争

目前我国珠宝企业超过2万家，行业集中度较低，前十大企业所占份额仅为18.8%，龙头周大福和老凤祥分别占据5.7%和5.4%的市场份额。其中，高端市场主要被蒂凡尼、卡地亚、宝格丽等国际珠宝巨头垄断，而占据市场主要份额的中高端市场竞争渐趋激烈，主要参与者包括传统港资品牌周大福、周生生、谢瑞麟、六福珠宝和内地品牌周大生、老凤祥、潮宏基、通灵珠宝、爱迪尔、明牌珠宝、金一文化等。

当前，国内珠宝市场面临产品同质化严重、品牌形象模糊、缺乏工艺特色、大打价格战等问题，随着渠道扩张红利接近尾声，行业竞争已经逐渐从门店“跑马圈地”，转向产品设计、品牌营销、渠道、上游资源、资金等全方面。竞争趋势概括为：（1）周大福、老凤祥等龙头公司竞争优势凸显，行业集中度不断提升。资金实力薄弱、品牌形象模糊、产品缺乏特色的小珠宝企业将面临淘汰。1Q17周大福内地市场销售额增速为16%，老凤祥收入增速为14.16%，显著高于行业平均增速，同时周大福、老凤祥、周大生门店数量远高于行业内其他公司，渠道优势巨大。表明行业集中度持续提升；（2）线下渠道红利期已过，龙头公司展店放缓，着眼于加强品类、品牌、供应链优化与渠道掌控；（3）上市珠宝公司依托资本市场，加快并购整合，扩充品牌和渠道实力，资产证券化和行业并购整合加速。

在钻石细分领域，国内市场缺乏全国性品牌，以区域性品牌居多，仍具备较大的全国化扩张空间。但与此同时，区域性品牌也面临着网点更广泛的龙头品牌拓展非金品类带来的竞争压力，因此，行业内粗放式的渠道扩张、价格战竞争已是过去时，具备优秀的产品设计、渠道管控、品牌运营能力和供应链优势的钻石品牌有望突破重围。

图21：国内珠宝市场CR10仅为18.8%

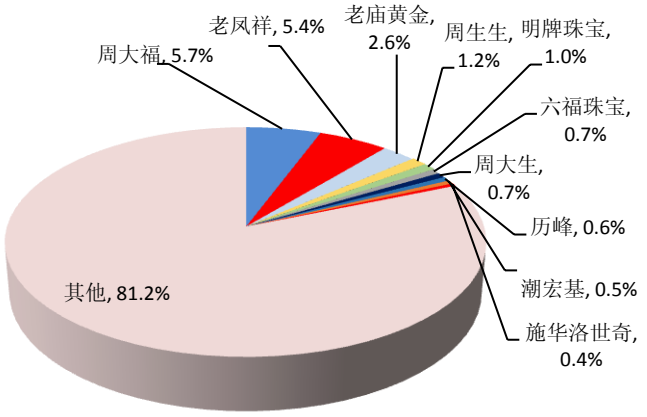
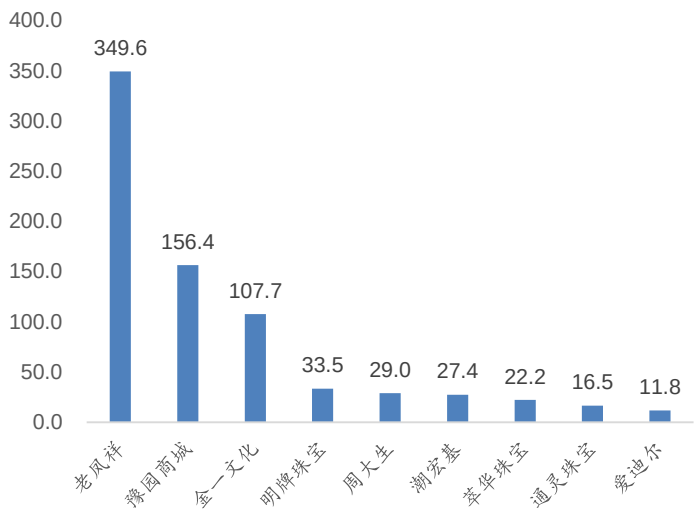


图22：2016年A股上市珠宝企业营业收入（亿元）



数据来源：Euromonitor、公司公告、广发证券发展研究中心

图23：9家上市珠宝公司门店数量（2014-2016）

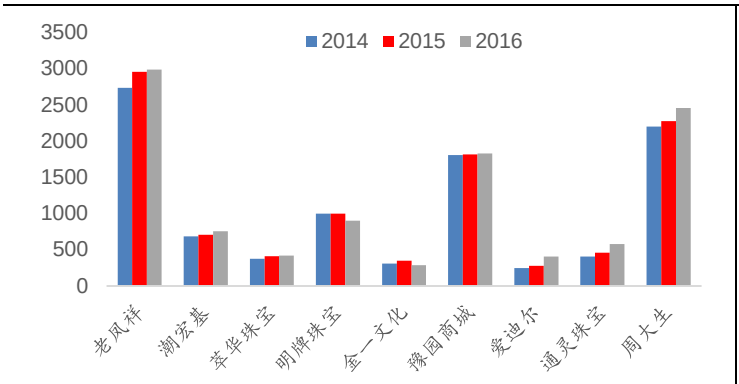
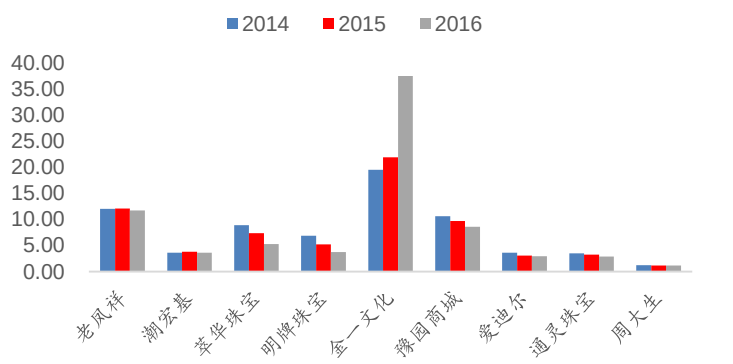


图24：9家珠宝公司单店年度产出（百万元）



数据来源：Euromonitor、公司公告、广发证券发展研究中心

三、财务分析

（一）成长能力分析

2013-2016年珠宝行业销售阶段性疲软，百货零售低迷的背景下，公司收入、净利润均实现逆势增长。2013-2016年公司营业收入分别为11.6亿、14.3亿、14.9亿、16.5亿（+10.73%），复合增速为12.46%；实现净利润1.2亿、1.7亿、1.8亿、2.2亿（+22.30%），复合增速为22.39%，均高于同行业可比公司平均水平。公司营收和利润稳步上升，增速较高的原因主要有：1）公司知名度和品牌影响力持续提升；2）公司加盟业务快速拓展；3）品牌和渠道建设稳步推进；4）公司产品系列化及超级单品销售优势逐渐显现。

分产品来看，公司钻石饰品收入、毛利占最大比重。2013-2016年公司钻石饰

品销售占比稳步上升，从13年的82.4%逐年提升至90.14%，钻石饰品毛利占比也从13年的76.83%逐年提升至16年的90.27%；主要由于相比于近年来国内珠宝行业的低迷，钻石市场规模稳步上升，消费潜力巨大，公司主推钻石饰品类产品。其次是翡翠饰品，2016年公司翡翠饰品销售占比6.68%，贡献8.36%的毛利占比。

图25：2013-2016年营业收入及增速（亿元）

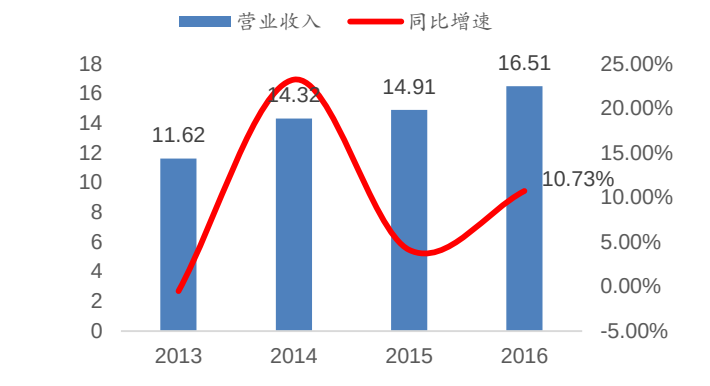
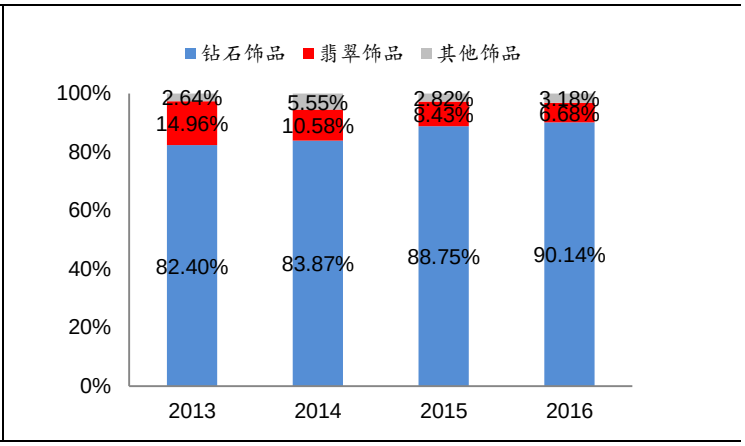


图26：公司分品类收入结构



数据来源：公司年报、招股说明书、广发证券发展研究中心

图27：通灵珠宝分品类毛利结构（2013-2016年）

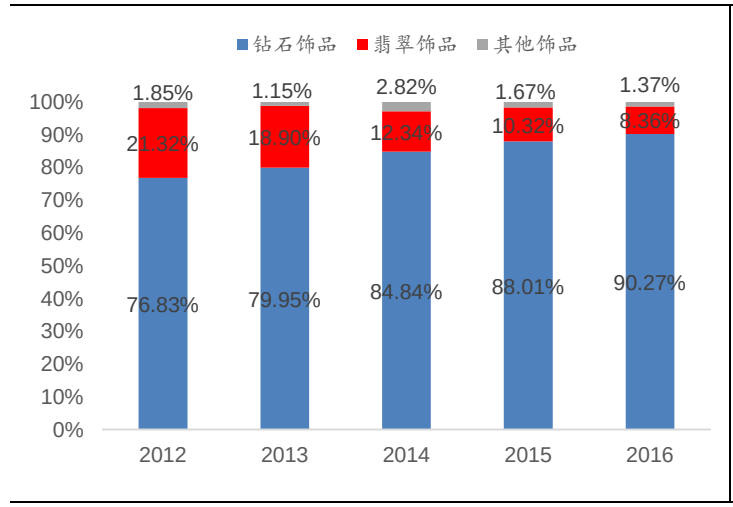
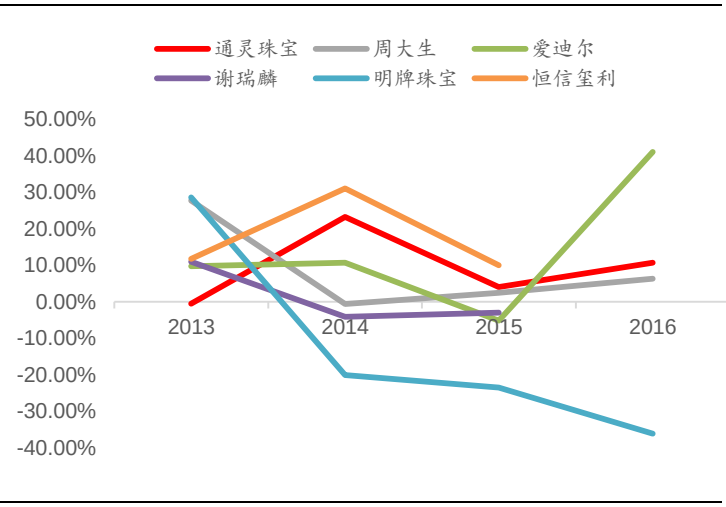


图28：2013-2016年可比公司收入增速对比



数据来源：公司年报、招股说明书、广发证券发展研究中心

图29：2013-2016年净利润及增速（亿元）

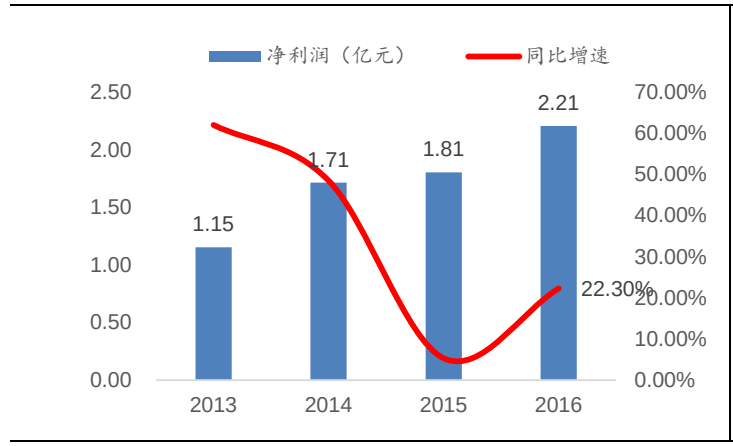
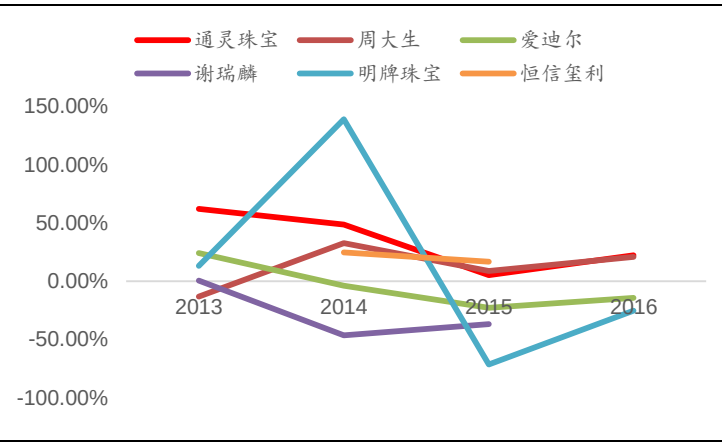


图30：2013-2016年可比公司净利润增速对比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力分析

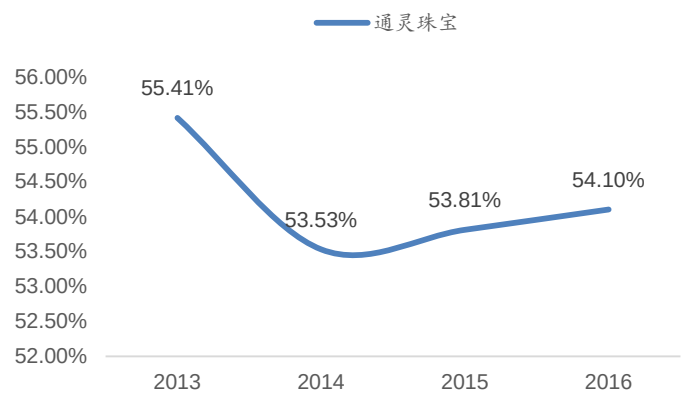
公司市场经营能力强，盈利状况好。13-16年综合毛利率分别为55.41%、53.53%、53.81%和54.10%，平稳增长，并且一直处于较高水平。分品类来看，翡翠饰品的毛利率相对较高，2016年为67.51%；钻石饰品和其他饰品毛利率分别为54.07%和23.32%。公司的综合毛利率水平远高于同行业可比公司，主要系产品结构、销售模式以及产品定位不同所致，公司主要经营毛利率较高的钻石、翡翠饰品，产品定位中高端，并以自营模式为主，进一步提升了毛利率水平。相比起来，其他珠宝公司则大多以经营黄金品类、批发加盟模式为主。

2014-2016年公司的单店产出逐年下降，分别为352万、326万、286万，相比同行业可比公司处于较低的水平，主要系公司2014-2016年门店拓张迅速且加盟店占比提高所致，2016年公司门店数量同比增长26.2%至578家，加盟店比重同比增加5.2pp至49.5%，一方面新开门店仍处培育期，达到成熟需要一定时间；另一方面加盟店单店产出低于自营店，导致公司单店产出逐年下降。

公司13-16年的销售费率分别为30.01%、26.74%、26.26%和24.69%，管理费率分别为7.10%、7.19%、7.77%和7.96%，均高于行业可比公司，原因是公司主要采取直营、专厅模式，销售和管理费用相对较高。公司13-16年财务费率分别为0.59%、0.50%、0.46%和0.57%，维持在较低水平。

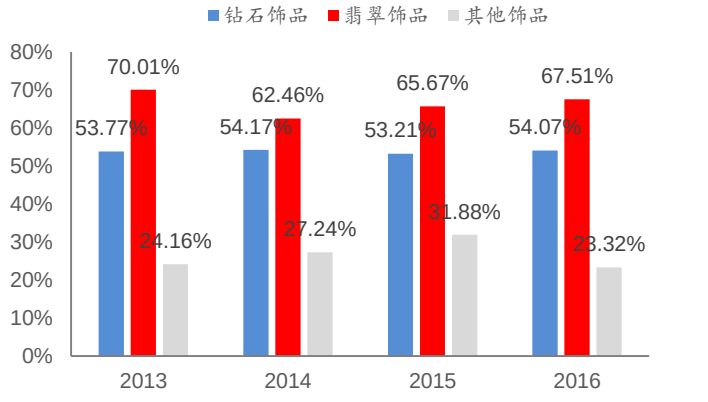
2014-2016年公司净利率逐年递增，分别为11.96%、12.11%、13.37%，同期公司净资产收益较为稳定，分别为19.57%、17.59%、18.57%。公司净利率和ROE在行业内处于较高的水平。主要系公司以自营为主，销售毛利率较高的钻石、翡翠饰品，并且产品系列化及超级单品战略优势逐渐显现。

图31：公司2013-2016年毛利率水平



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图32：公司分产品类型毛利率水平



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

图33：同行业可比公司毛利率比较

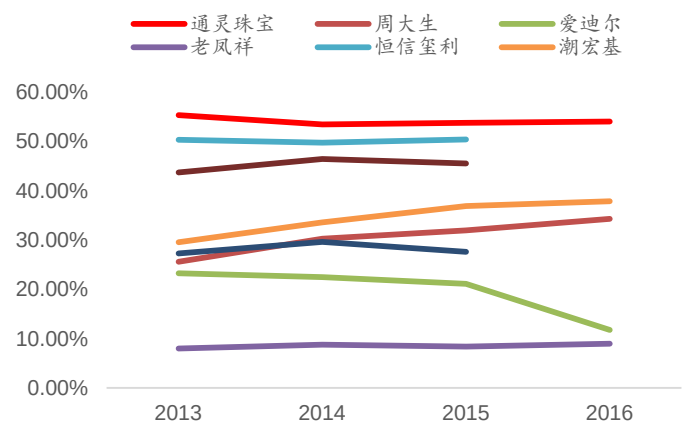
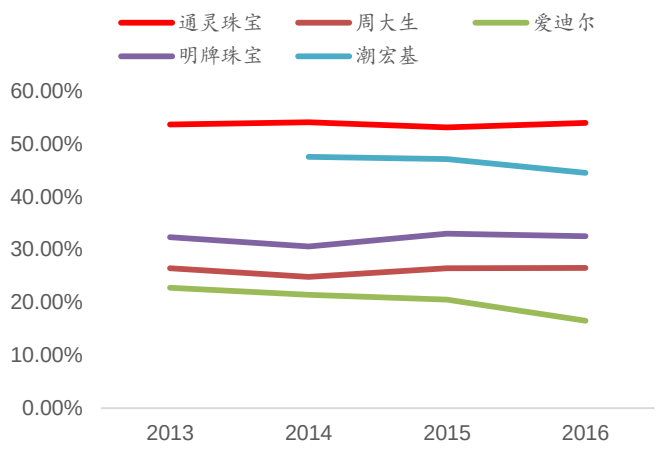


图34：同行业可比公司钻石镶嵌饰品毛利率比较



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图35：2014-2016年可比公司单店产出对比（百万元）

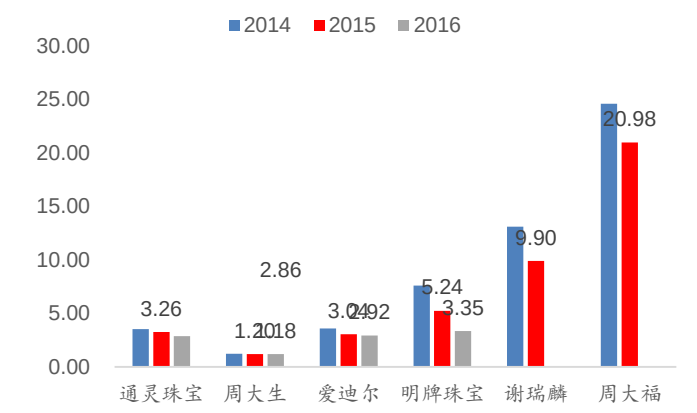
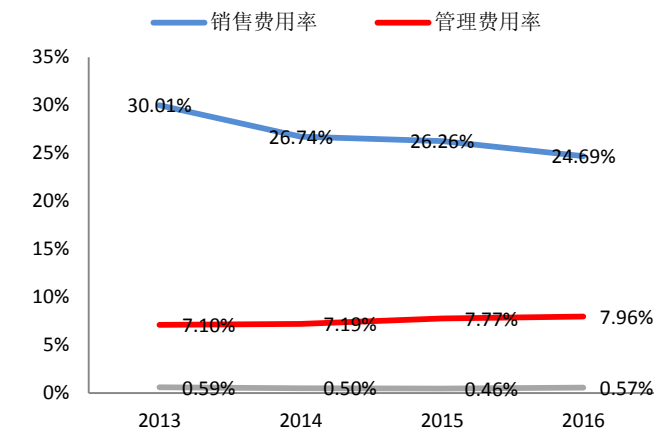


图36：2013-2016年公司期间费用率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图37：公司自营店、加盟店数量

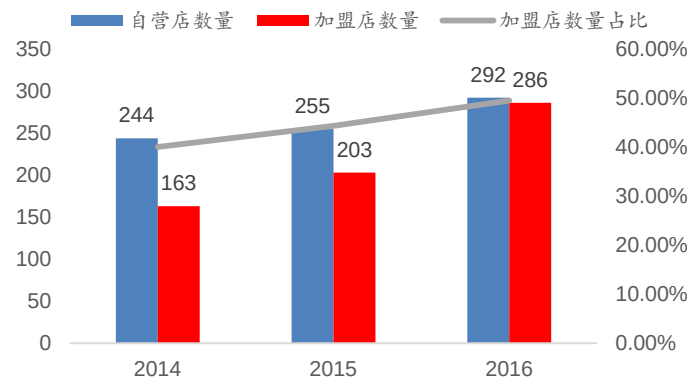
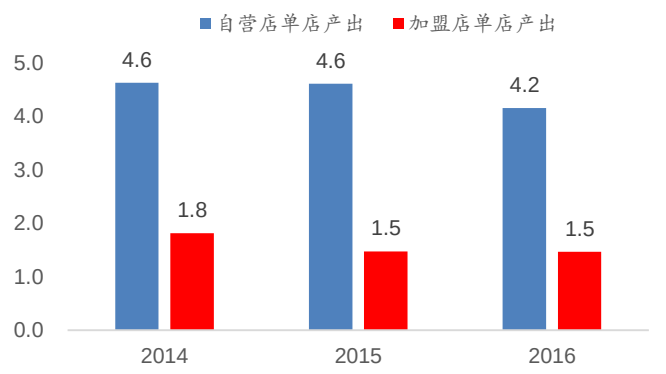


图38：公司自营单店产出、加盟单店产出（百万元）



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

图39：2014-2016年可比公司销售费率对比

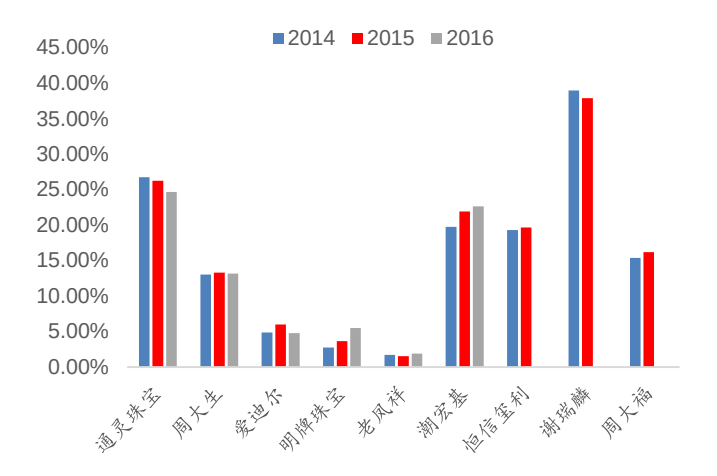
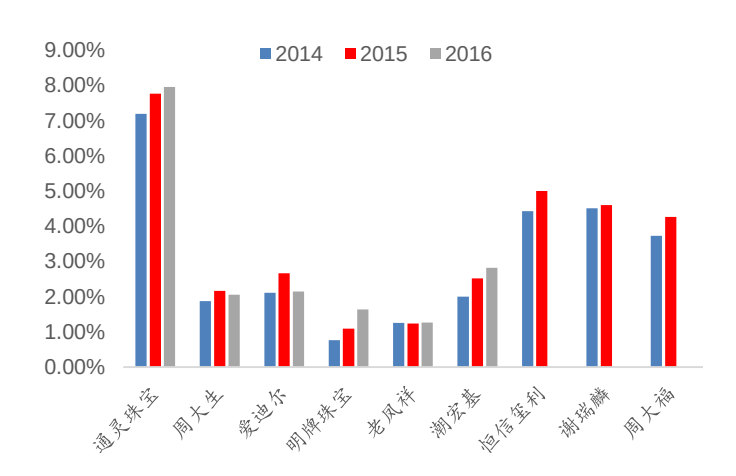


图40：2014-2016年可比公司管理费率对比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图41：2013-2016年可比公司净利率对比

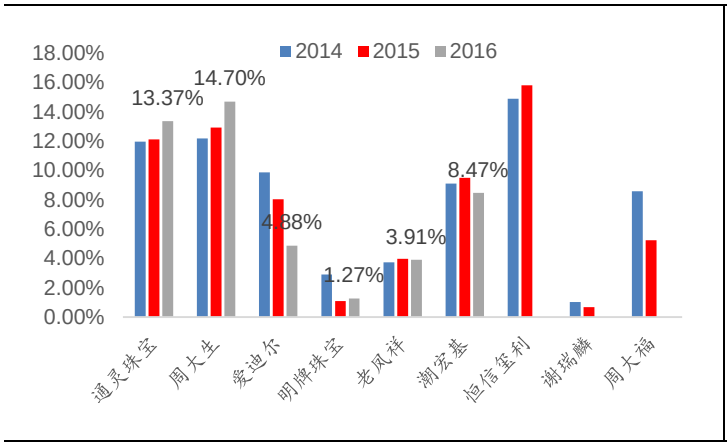
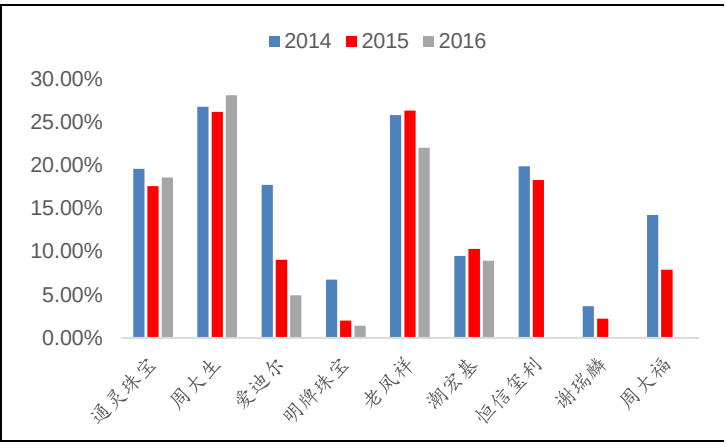


图42：2013-2016年可比公司ROE对比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（三）营运能力分析

周转效率分析：珠宝企业存货占比高，存货在总资产中占比行业平均在50%左右，黄金平均年周转3-4次，非黄金年周转0.8-1.2次。通灵珠宝目前以自营门店为主，2016年末存货占总资产比重53.18%，存货周转天数578天，远高于于其他同行业可比公司。主要原因是公司主营钻石饰品、翡翠饰品，黄金占比非常小，非黄金类产品周转天数长所致。公司2014-2016年期间应收账款天数逐年递增，分别为22、27、29天，主要系公司门店扩张迅速、体量增加所致。公司应收账款周转天数处于行业平均水平。

2014-2016公司年总资产分别为16.52亿、15.61亿、24.93亿，同期资产负债率逐年递减，分别为42.37%、31.30%、18.91%，远低于同行业其他可比公司，公司整体财务状况良好。2014-2016年公司经营性现金流量净额分别为0.71亿、1.39亿、0.35亿（-75%），在同业中处于较低水平。

图43：2013-2016年公司存货及周转天数

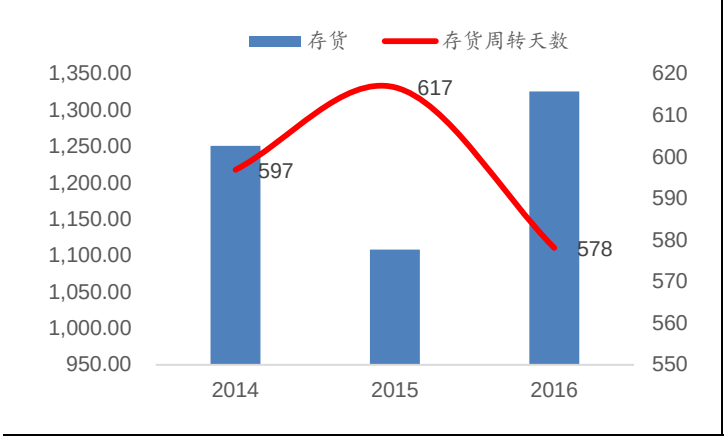
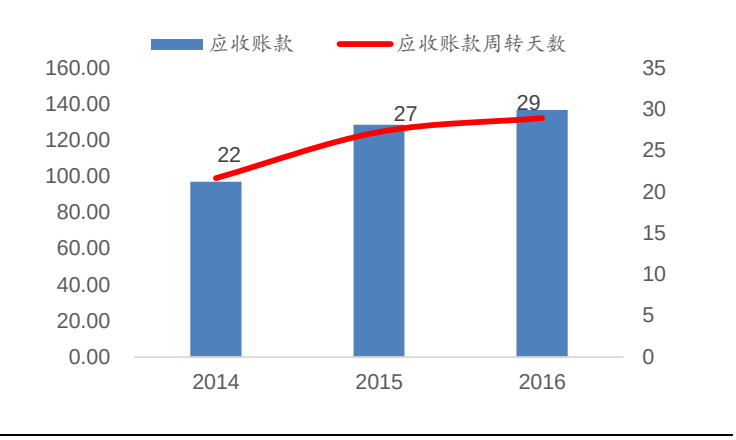


图44：2013-2016年公司应收账款及周转天数



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图45：2013-2016年资产负债率

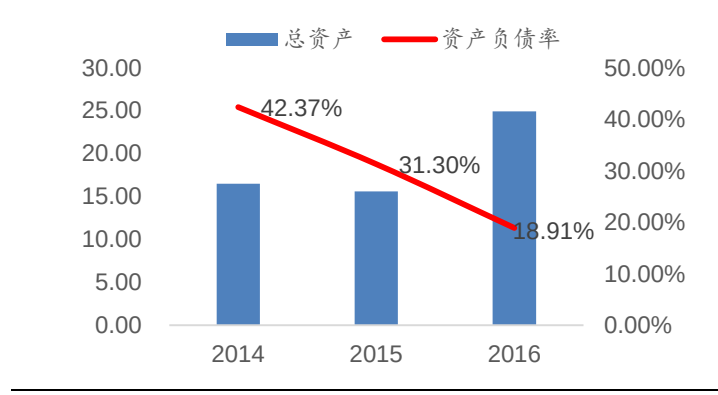
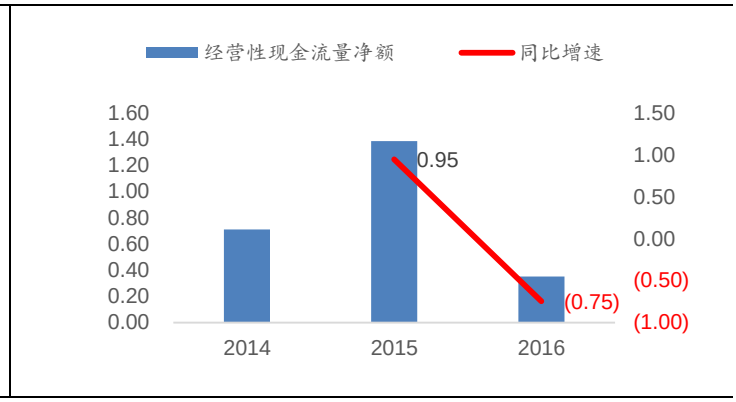


图46：2013-2016年经营性净现金流及增速（亿元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图47：2014-2016年可比公司存货周转天数对比

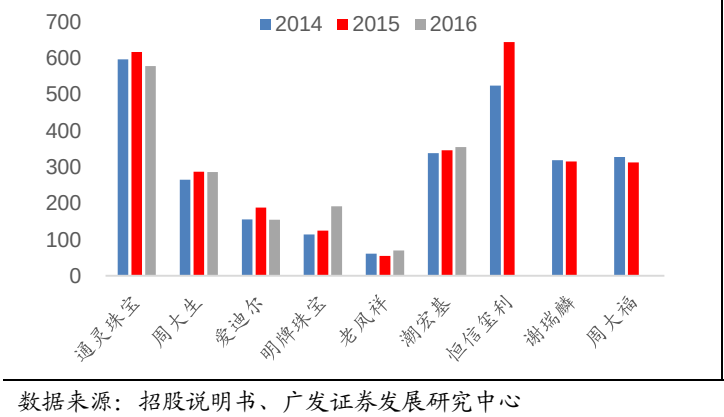
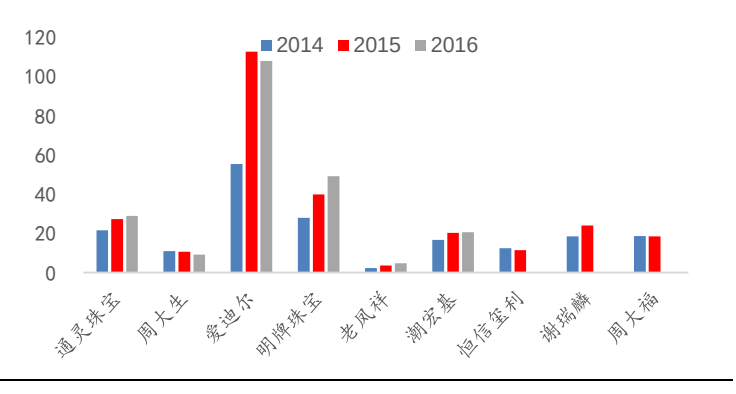


图48：2014-2016年可比公司应收账款周转天数对比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图49：2014-2016年可比公司资产负债率对比

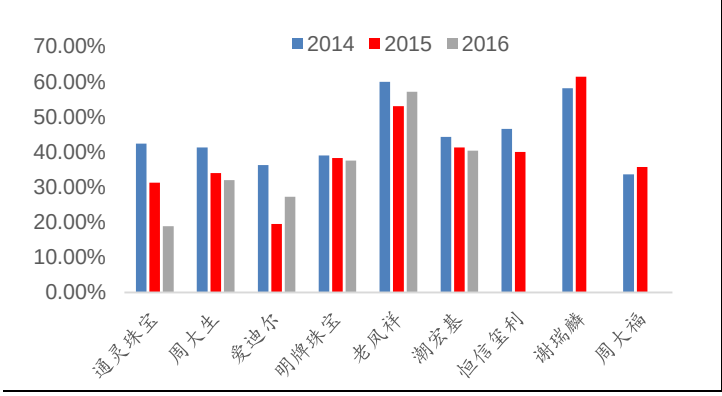
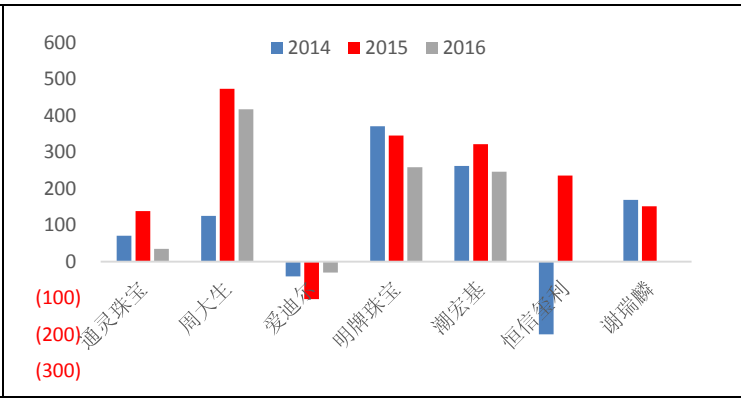


图50：2014-2016年可比公司经营性净现金流对比



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

四、投资建议及盈利预测

通灵珠宝定位差异化竞争的中高端市场，产品设计、技术、品牌营销能力和供应链优势领先国内。未来两年公司将全方位提升品牌影响力和竞争力，加速抢占钻石市场份额，举措包括：（1）加快门店扩张和渠道布局，根据公司的近期调研反馈，预计2017年新开门店115家（直营20家，加盟店95家），逐步提升加盟店占比。未来2-3年新开店增速维持在20%左右；（2）与比利时王室紧密合作，收购比利时百年王室品牌Leysen，通过引入Leysen的产品设计、切割技术、理念文化，以及将现有门店翻牌为Leysen通灵等方式来持续落地王室品牌资源，逐步迈向高端品牌序列；（3）充分利用娱乐圈资源，持续植入娱乐、影视营销，将品牌文化根植消费者内心；（4）继续发挥重要股东卢森堡、香港欧陆之星提供的供应链优势，持续提升产品结构和盈利能力。

假设未来2-3年，公司开店增速维持在20%左右，同店收入平均增速维持在10%左右。预计公司17-19年实现收入分别为20.2、25.1、31亿，同比增长分别为22.4%、24.1%和23.5%。实现归母净利润分别为2.89、3.77和4.94亿，同比增速分别为30.7%、30.5%和30.8%，对应17-19年PE分别为26.1、20和15.3倍。公司定位差异化竞争的中高端市场，产品设计、技术、品牌营销能力和供应链优势领先国内。未来两年公司将全方位提升品牌影响力和竞争力，全国化扩张前景广阔，有望成为国内中高端珠宝品牌龙头，给予买入评级。

表5：公司盈利预测分析（单位：百万元）

业务	项目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
钻石饰品	销售收入	952.35	1194.83	1308.76	1472.58	1840.73	2319.31	2899.14
	销售成本	440.30	547.54	612.43	676.34	838.66	1107.03	1405.93
	毛利率	53.77%	54.17%	53.21%	54.07%	54.44%	52.27%	51.51%
翡翠饰品	销售收入	172.86	150.68	124.31	109.17	96.07	88.38	81.31
	销售成本	51.85	56.57	42.67	35.47	30.15	26.53	23.35
	毛利率	70.00%	62.46%	65.67%	67.51%	68.62%	69.98%	71.29%
其他饰品	销售收入	30.52	79.06	41.53	51.87	64.84	79.10	94.92
	销售成本	23.15	57.52	28.29	39.78	51.71	62.06	74.47

	毛利率	24.15%	27.25%	31.88%	23.31%	20.24%	21.55%	21.55%
	销售收入	6.52	7.85	16.20	17.31	19.04	20.56	21.59
其他业务	销售成本	3.00	4.04	5.18	6.24	7.36	8.25	8.66
	毛利率	53.99%	48.54%	68.02%	63.89%	61.33%	59.90%	59.90%
	销售收入	1162.36	1432.42	1490.80	1650.93	2020.67	2507.36	3096.97
合计	销售成本	518.31	665.67	688.57	757.83	927.89	1203.87	1512.41
	毛利率	55.40%	53.53%	53.81%	54.10%	54.08%	51.99%	51.16%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表6：可比公司及行业平均估值

公司	2016（亿元）				2017E（亿元）			
	收入	利润	PE	PB	收入	利润	PE	PB
明牌珠宝	33.5	0.44	159.07	1.99	31.75	0.53	82	1.42
老凤祥	349.64	10.58	17.43	3.85	396.3	12.62	17.39	4.33
爱迪尔	11.8	0.58	76.87	3.66	15.9	1.7	20	2.42
平均估值	-	-	**84.45**	**3.17**	-	-	**39.79**	**2.72**
通灵珠宝	16.51	2.21	42.3	4.6	20.21	2.89	26.1	3.3

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

风险提示

1、珠宝终端消费复苏不及预期;

2、门店扩张速度低于预期;

3、钻石购买力下降，价格波动。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1390	2313	2756	3276	3932
货币资金	88	779	879	880	960
应收及预付	179	193	237	303	375
存货	1108	1326	1540	1993	2496
其他流动资产	15	14	100	100	100
非流动资产	171	142	156	143	131
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	82	70	57	45
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	57	29	49	48	48
其他长期资产	27	31	38	38	38
资产总计	1561	2454	2911	3419	4063
流动负债	480	463	702	870	1058
短期借款	50	0	0	0	0
应付及预收	430	463	662	830	1018
其他流动负债	0	0	40	40	40
非流动负债	8	9	80	80	80
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	80	80	80
负债合计	489	471	782	950	1138
股本	182	243	243	243	243
资本公积	442	1190	1190	1190	1190
留存收益	450	592	848	1189	1646
归属母公司股东权	1074	2024	2281	2622	3079
少数股东权益	-2	-3	-3	-4	-6
负债和股东权益	1561	2454	2911	3419	4063

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1491	1651	2021	2507	3097
营业成本	689	758	928	1204	1512
营业税金及附加	47	42	56	69	85
销售费用	391	408	500	539	619
管理费用	116	131	166	196	223
财务费用	7	9	-14	-16	-16
资产减值损失	4	3	-2	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	237	299	387	506	663
营业外收入	6	2	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	241	300	389	508	665
所得税	61	79	100	131	172
净利润	181	221	288	376	492
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	181	221	289	377	494
EBITDA	286	357	384	513	671
EPS（元）	0.99	0.91	1.19	1.55	2.03

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	139	35	109	33	117
净利润	181	221	288	376	492
折旧摊销	37	46	14	14	14
营运资金变动	-82	-238	-174	-365	-398
其它	3	7	-19	8	9
投资活动现金流	-48	-36	-10	1	0
资本支出	-48	-28	-10	1	0
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	-8	0	0	0
筹资活动现金流	-74	694	0	-32	-36
银行借款	50	100	0	0	0
债券融资	-70	-150	0	0	0
股权融资	0	818	0	0	0
其他	-54	-74	0	-32	-36
现金净增加额	16	693	98	1	80
期初现金余额	73	88	781	879	880
期末现金余额	89	781	879	880	960

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.1	10.7	22.4	24.1	23.5
营业利润增长	2.9	26.1	29.2	30.9	31.0
归属母公司净利润增长	5.2	22.3	30.7	30.5	30.8
获利能力（%）					
毛利率	53.8	54.1	54.1	52.0	51.2
净利率	12.1	13.4	14.3	15.0	15.9
ROE	16.8	10.9	12.7	14.4	16.0
ROIC	18.0	18.5	19.2	20.9	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.3	18.9	25.6	26.6	27.0
净负债比率	-	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3
流动比率	2.89	5.00	3.92	3.77	3.72
速动比率	0.50	2.04	1.65	1.39	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.82	0.75	0.79	0.83
应收账款周转率	12.24	11.05	12.07	11.74	11.72
存货周转率	0.58	0.62	0.60	0.60	0.61
每股指标（元）					
每股收益	0.99	0.91	1.19	1.55	2.03
每股经营现金流	0.76	0.14	0.45	0.13	0.48
每股净资产	5.89	8.32	9.38	10.78	12.66
估值比率					
P/E	-	42.3	26.1	20.0	15.3
P/B	-	4.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	-0.1	24.0	17.4	13.1	9.9

广发零售行业研究小组

洪　涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010 年开始从事商贸零售行业研究，2014 年进入广发证券发展研究中心。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015 年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014 年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。

叶　群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014 年进入证券行业，2016 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。

林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。2016 年 IMAC 最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。

黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015 年进入证券行业，2017 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。