# 区域调研实录：天时地利人和

## 通灵珠宝(603900)

**投资评级：买入（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 31.38 |
| 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

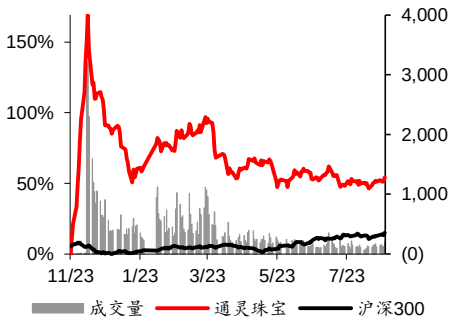
**张坚** 联系人 0755 82364269
zhang_jian@htsc.com

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

**相关研究**

**1《通灵珠宝(603900,买入): 出台股权激励方案，彰显公司信心》2017.06**
**2《通灵珠宝(603900,买入): Q1 净利增 30%，品牌力逐步验证》2017.04**
**3《通灵珠宝(603900,买入): 娱乐营销大师，克拉界“蓝色”贵族》2017.04**

**股价走势图**




资料来源：Wind

**天时：消费升级明显，珠宝首饰底部复苏，钻石消费前景广阔**

宏观经济的不景气及反腐等因素影响压制珠宝消费需求，但 2016Q4 以来行业回暖，珠宝消费迎来复苏。消费升级助力，钻石消费长期前景良好。一方面，据戴比尔斯数据，我国新娘钻石拥有率仅 48%，远低于美国的 80%、日本的 70%，收入水平上升及消费观念的改变，钻石已成为婚庆必需品。另一方面，随着 85 后、90 后逐渐成为黄金珠宝消费主力，黄金珠宝消费正逐步回归饰品本质，个性化、时尚化、品质化消费成为趋势，以钻石、K 金等为代表的个性化、时尚化的产品深受年轻消费者喜爱。钻石消费也从婚庆刚需市场向情感消费、自我奖励等方面扩张，增长前景良好。

**地利：竞争格局优化，通灵成为加盟商升级产品的重要选择**

2014 年之前被誉为珠宝行业“黄金十年”，需求的快速增长及银行信贷规模的持续扩张，导致珠宝行业中小品牌众多，但其品牌、营销、设计、运营管理能力缺乏。景气度的下滑、消费习惯的变迁及信贷的紧缩导致众多中小品牌生产经营难以为继，行业迎来洗牌。珠宝加盟商也开始主动缩减中小品牌的投入，集中精力推广具备成长潜力的品牌。通灵产品时尚化、个性化突出，叠加其卓越的营销、管理能力，部分实力雄厚的加盟商已开始/考虑将通灵作为其产品升级的方向，顺应消费升级的需求。

**人和：加盟体系崛起，区域渠道壁垒打破创造发展良机**

2017 年开始公司加大了加盟力度，并开始直营、加盟管理合并试点。据我们草根调研，无论是通灵品牌还是侧面了解的竞品，当地市场经营者都非常认可通灵的产品、营销及加盟管理能力。通灵在门店一线管理方面精耕细作，加盟商及门店员工均充分认同。渠道一直被认为是会妨碍通灵异地扩张的重要因素。但城市化进程加速、新建商业体增加正逐步打破原有零售商的渠道壁垒，为通灵进入新市场创造了良好的契机。公司升级后的 Leysen1855 莱绅通灵品牌不仅跻身欧洲珠宝奢侈品牌的序列，也成为了中国首个放开加盟的欧洲珠宝奢侈品牌。

**重申“买入”评级**

维持公司盈利预测不变，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 25.5%、25.4%、28.8%。公司以产品力为基，品牌、营销、管理能力突出，在行业回暖的大环境下，开始加大加盟力度，从区域向全国扩张，得到了加盟商及门店员工的广泛认同。城市化进程加速、新建商业体增加则正逐步打破原有零售商的渠道壁垒，为通灵进入新市场创造了良好的契机，发展前景广阔。目前公司股价 31.38 元，低于公司股权激励行权价格（32.22 元），重申“买入”评级。

风险提示：公司门店扩张速度低于预期；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) | 7,631 |
| 总资产 (百万元) | 2,520 |
| 每股净资产 (元) | 8.78 |

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 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 181.02 | 221.39 | 277.87 | 348.53 | 448.95 |
| +/-% | 5.24 | 22.30 | 25.52 | 25.43 | 28.81 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.74 | 0.91 | 1.14 | 1.43 | 1.85 |
| PE (倍) | 42.16 | 34.47 | 27.46 | 21.90 | 17.00 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

# 正文目录

天时：珠宝首饰底部复苏，钻石消费前景广阔 ....3
地利：竞争格局优化，通灵成为加盟商升级产品的重要选择 ....5
人和：加盟体系崛起，区域渠道壁垒打破创造发展良机 ....5
重申“买入”评级 ....5
附：纪要全文 ....6
拜访区域一：山东潍坊 ....6
拜访区域二：安徽阜阳 ....8
拜访区域三：湖北宜昌 ....8
拜访区域四：河南新乡 ....9
PE/PB - Bands ....11

# 图表目录

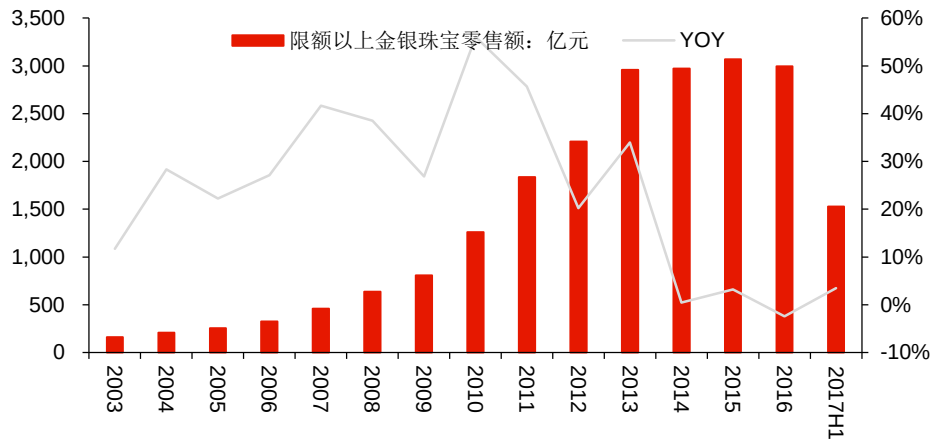
图表 1：我国限额以上金银珠宝零售额及同比增速 ....3
图表 2：钻石价格变化情况图（2007-2017） ....3
图表 3：周大福大陆分品类同店收入增速 ....4
图表 4：周大福大陆整体同店收入及销量增速 ....4
图表 5：六福集团大陆珠宝首饰同店收入增速 ....4
图表 6：六福集团大陆黄金同店增速 ....4
图表 7：我国人均珠宝消费仅美国的 1/3（2015 年） ....4
图表 8：我国珠宝消费中钻石占比低下（2015 年） ....4
图表 9：千禧一代婚庆目的销售占总钻石消费比（2016 年） ....5
图表 10：千禧一代女性购买钻石目的细分图 ....5
图表 11：山东潍坊泰华通灵门店 ....6
图表 12：山东潍坊通灵客户答谢会 ....6
图表 13：山东潍坊泰华新天地通灵门店 ....7
图表 14：河南新乡通灵专厅 ....10
图表 15：河南通灵大商新玛特店 ....10
图表 16：河南新乡通灵专厅 ....10
图表 17：通灵珠宝历史 PE-Bands ....11
图表 18：通灵珠宝历史 PB-Bands ....11

## 天时：珠宝首饰底部复苏，钻石消费前景广阔

宏观经济的不景气及反腐等因素影响压制金银珠宝消费需求，但 2016Q4 以来行业回暖，珠宝消费迎来复苏，行业增速由负转正，2017 年上半年限额以上金银珠宝零售额同比增长 3.46%。

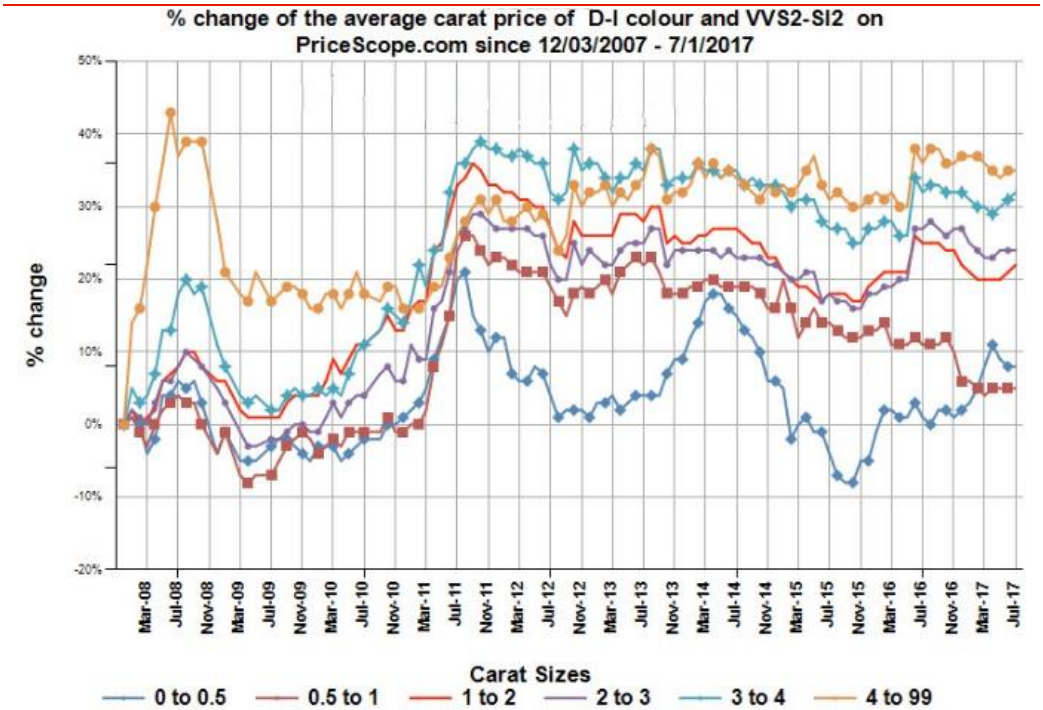
对于钻石品类而言，从价格端看，根据英国钻石制造商协会数据显示，2017 年至今整体价格呈平稳趋势。从零售端看，根据周大福、六福披露的数据，包含钻石在内的珠宝镶嵌首饰消费从 2016Q4 开始触底回升，2017Q1、2017Q2 周大福珠宝镶嵌首饰同店增速分别为 5%、3%；六福集团珠宝镶嵌首饰 2017Q1、2017Q2 同店增速分别为 8%、10%。

**图表1： 我国限额以上金银珠宝零售额及同比增速**



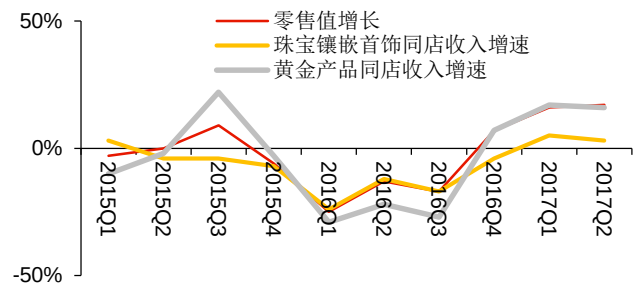

资料来源：WInd，华泰证券研究所

**图表2： 钻石价格变化情况图（2007-2017）**



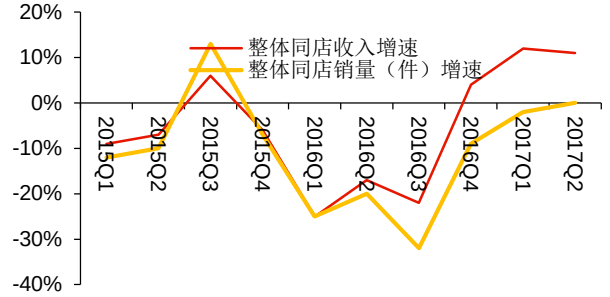

资料来源：pricescope，华泰证券研究所（价格变化指相对于 2017 年 12 月 3 日的价格变化）

**图表3： 周大福大陆分品类同店收入增速**



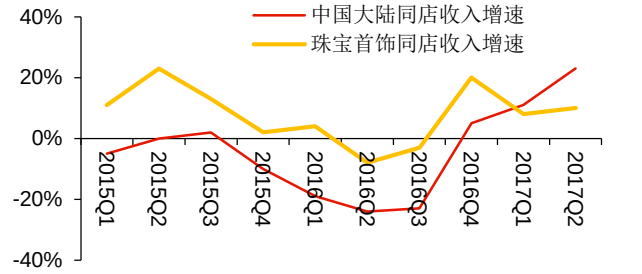

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表4： 周大福大陆整体同店收入及销量增速**



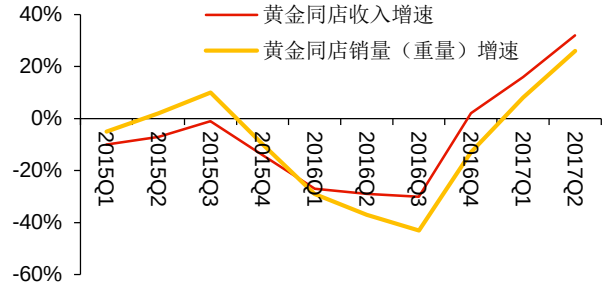

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表5： 六福集团大陆珠宝首饰同店收入增速**




资料来源：公司公告，华泰证券研究所

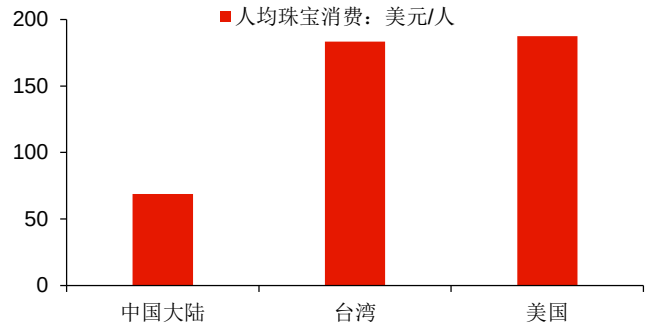
**图表6： 六福集团大陆黄金同店增速**




资料来源：公司公告，华泰证券研究所

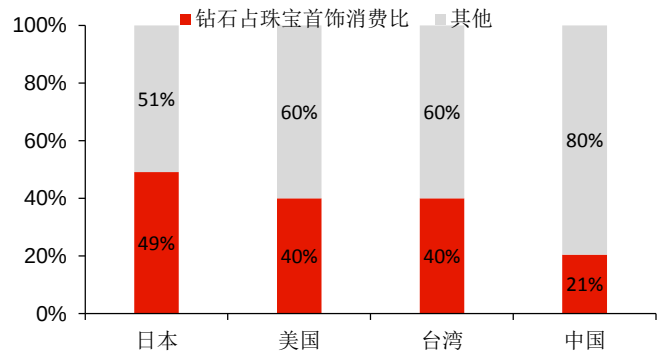
消费升级助力，钻石消费中长期前景良好。对比海外，我国人均珠宝消费仅美国的 1/3，其中钻石占珠宝首饰消费比仅 21%，远低于发达国家。但婚庆刚需叠加珠宝消费向个性化、时尚化转变，从婚庆刚需向情感消费、自我奖励等方面扩张，钻石消费长期增长前景良好。一方面，据戴比尔斯数据，2015 年我国新娘钻石拥有率仅 48%，远低于美国的 80%、日本的 70%，收入水平的上升及消费观念的改变，钻石已成为婚庆必需品。另一方面，随着 85 后、90 后逐渐成为黄金珠宝消费主力，黄金珠宝消费正逐步回归饰品本质，个性化、时尚化、品质化消费成为趋势，以钻石、K 金等为代表的个性化、时尚化的产品深受年轻消费者喜爱。钻石消费也从婚庆刚需市场向情感消费、自我奖励等方面扩张，长期增长前景良好。

**图表7： 我国人均珠宝消费仅美国的 1/3（2015 年）**



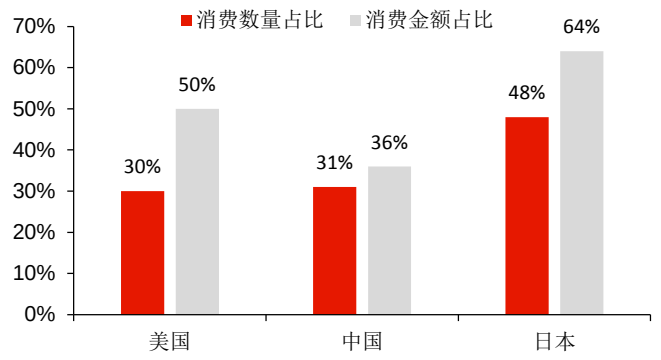

资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

**图表8： 我国珠宝消费中钻石占比低下（2015 年）**



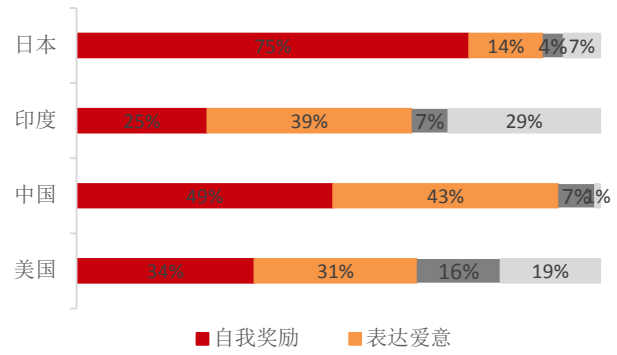

资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

**图表9：千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10：千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）

## 地利：竞争格局优化，通灵成为加盟商升级产品的重要选择

2014 年之前被誉为珠宝行业“黄金十年”，需求的快速增长及银行信贷规模的持续扩张，导致珠宝行业中小品牌众多，但其品牌、营销、设计、运营管理能力缺乏。景气度的下滑、消费习惯的变迁及信贷的紧缩导致众多中小品牌生产经营难以为继，行业迎来洗牌。珠宝加盟商也开始主动缩减中小品牌的投入，集中精力推广具备成长潜力的品牌。通灵产品时尚化、个性化突出，叠加其卓越的营销、管理能力，部分实力雄厚的加盟商已开始/考虑将通灵作为其产品升级的方向，顺应消费升级的需求。

## 人和：加盟体系崛起，区域渠道壁垒打破创造发展良机

2017 年开始公司加大了加盟力度，并开始直营、加盟管理合并试点。据我们草根调研，无论是通灵品牌还是侧面了解的竞品，当地市场经营者都非常认可通灵的产品、营销及加盟管理能力。通灵在门店一线管理方面精耕细作，加盟商及门店员工均充分认同。渠道一直被认为是会妨碍通灵异地扩张的重要因素。但城市化进程加速、新建商业体增加正逐步打破原有零售商的渠道壁垒，为通灵进入新市场创造了良好的契机。

公司成功收购 Leysen，升级后的 Leysen1855 莱绅通灵品牌不仅跻身欧洲珠宝奢侈品牌的序列，也成为了中国首个放开加盟的欧洲珠宝奢侈品牌。未来，莱绅通灵还将引进 Leysen1855 在欧洲的多款畅销款产品，结合中国消费者的喜好，融入比利时王室元素重新设计，形成具象化符号，从而吸引更多注重品质的年轻消费者，迎合更高的消费需求。

## 重申“买入”评级

维持公司盈利预测不变，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 25.5%、25.4%、28.8%。公司以产品力为基，品牌、营销、管理能力突出，在行业回暖的大环境下，开始加大加盟力度，从区域向全国扩张，得到了加盟商及门店员工的广泛认同。城市化进程加速、新建商业体增加则正逐步打破原有零售商的渠道壁垒，为通灵进入新市场创造了良好的契机，发展前景广阔。目前公司股价 31.38 元，低于公司股权激励行权价格（32.22 元），重申“买入”评级。

**风险提示：**公司门店扩张速度低于预期；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。

## 附：纪要全文

## 拜访区域一：山东潍坊

拜访对象：通灵潍坊城区加盟商旗下运营管理负责人

拜访时间：2017.7.31

**一、区域介绍**

通灵目前在潍坊市共有 8 家门店，其中潍坊城区门店 4 家，分别位于泰华城、中百商厦、古德及泰华新天地，这 4 家门店都属于同一加盟商。

**二、四家门店情况**

**（1）泰华门店**

**开业时间：**2010 年 7 月；

**门店面积：**60 平米；

**图表11： 山东潍坊泰华通灵门店**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**图表12： 山东潍坊通灵客户答谢会**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**（2）中百店（百货）**

**开业时间：**2011 年 12 月；

**面积：**30 多平米；

**（3）谷德广场店（购物中心）**

**开业时间：**2016 年 5 月

**面积：**40 平米左右。

**（3）泰华新天地（购物中心）**

开业时间：2017 年 7 月；

面积：100 平米；

**图表13： 山东潍坊泰华新天地通灵门店**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**三、通灵潍坊城区整体情况**

**客单价：**5000-6000 元。整体客单价变化不明显，增速更好的新款比如非你莫属等及新店因为年轻人为主，拉低了客单价。但是婚戒客单价是往上走的，虽然婚戒大部分还是 30 分左右，但是 30 分的钻戒以前是 1.3-1.5 万，现在单价 1.5-1.7 万。

**销售收入构成：**单品销量很好，王后收入占比 25%-30%；蓝色火焰：15%-25%；博物馆 10%左右，因为价格高，数据波动较大；梦想之星 10%左右。

**消费者人群特征：**年龄在 25-40 岁左右，通灵产品偏年轻化，30%左右是会员消费，婚庆市场占消费的 60%左右。现在情人节、七夕消费也很火。

**上半年增速高原因：**1）公司产品确实很好，包括切割、款式，客户会拿周大福等产品和公司产品对比；2）公司品牌进入当地市场比周大福晚，品牌有个逐步接受的过程，但是公司的营销活动做得很好，在整个商场中，通灵是最活跃的； 3）谷德门店开业、公司成功上市，品牌知名度得到提升。

**通灵的优势：**首先是产品，通灵的产品切割、设计确实很好；另外是营销做得很不错，电视剧营销、当地的营销活动很多，商场活动也多，很有活力；还有是售后服务、会员管理，以小换大的活动，会员答谢活动等；另外是员工培训、管理方面通灵是做得最好的，很多珠宝零售品牌都没有这种培训。

**通灵业绩能与周大福平分秋色的关键：**产品是第一位，其次是销售人员，另外商圈位置是基础。

**怎么看消费升级？**1）非婚庆现在是 40%左右，这个比例在不断提升，情人节、七夕销量一直在增长。2）自己奖赏自己比例少，但有上升趋势。3）结婚也会买黄金，但平时不戴。3）有些人以前结婚不买钻戒，现在结婚都会买了。

## 拜访区域二：安徽阜阳

拜访对象：通灵安徽阜阳加盟商
拜访时间：2017.8.2

**一、加盟商信息**

主要是做通灵珠宝的加盟,还有很少的一些其他品牌。加盟商公司旗下一共 8 家通灵门店，阜阳 5 家都是在大商场里，河南有 1 家，去年年底上海刚加盟了 2 家，在嘉定。

**二、香港财富广场店以及阜阳 5 家门店整体经营情况**

**1）香港财富广场店：**

**商场介绍：**购物中心，位于阜阳市中心，人流量较多。
**开业时间：**2012 年
**门店面积：**约 70 米

**三、新店开业情况及规划**

**未来开店计划：**打算开 2 家，目前考虑阜阳地区的南边，主要还是在新城区。
**新开店铺货成本：**商场店一般在 200 万左右，通灵的直营店在 300 万左右。

**四、行业竞争与发展情况**

**通灵的主要竞争对手有哪些：**潮宏基相对年轻化，周大福以黄金为主。IDO 在阜阳也有门店，相对年轻化的。通灵在安徽发展很久了，我们是阜阳加盟的第一家。通灵的钻石和镶嵌类在阜阳基本上算是做得最好的。

**消费者来这边会怎么做对比：**前两年会跟周大福比，现在基本上很少比较了，我们的市场做得比较大，通过口碑相传，而且我们各自的品类和品牌定位都不同。

**通灵在整个安徽是否有扩展空间：**有。现在县城基本上能开的全开了，镇估计开不了，但是县级城市的店面数量有继续扩张的空间。阜阳这边 60%的人身上都没带首饰，所以市场需求量还是很大的。

**做珠宝最关键的是什么：**最关键是品牌，其次是地理位置。

**通灵的商品在品质和质量上的优势：**钻石的做工和切工都比较好，每个商品都有一个故事，能吸引消费者。

**最近几年是否受电商的冲击，客流量是否有下降：**没有。电商对服装的冲击较大，对整个商圈有影响，但是对我们珠宝来说影响不大。顾客倾向于去商场消费，尤其对于是金额较大的商品。

## 拜访区域三：湖北宜昌

拜访对象：通灵宜昌加盟商
拜访时间：2017.8.14

**一、区域介绍**

通灵在宜昌共有 2 家门店,分别位于大洋百货和水悦城,2 家门店属同一加盟商,通灵 2012 年开始进入宜昌市场。宜昌当地第一大商圈以夷陵广场为核心，覆盖 CBD、国贸、均瑶广场等，其中大洋百货属于该商圈。

**二、加盟商介绍**

加盟商目前共拥有 9 家通灵门店，其中宜昌 2 家、岳阳 1 家、江西 2 家、徐州（徐宁）1 家、河南（南阳）3 家。年底预计达到 12 家。

**三、大洋百货店经营状况**

位置：大洋百货位于宜昌第一大商圈
进驻时间：2012 年
门店面积：50 平米
客单价：7000-8000 元
开店计划：宜昌计划再开 2-3 家

**三、大洋百货店调研问答环节**

**这边的主要竞争对手？**国外国内钻石类的都有。宜昌和湖南以港资为主，周大福、六福等。

**商场分流问题您怎么看？**分流是一方面，但另一方面商场增加与城市人口增加是对应的，现在县城倒是越来越难做了，因为城市化进程在加快，现在交通非常便利，县级、农村市场的消费都到了地级市。

**消费升级的趋势明不明显？**明显。从农村到城市，婚庆方面需求上升。黄金在婚庆方面的需求下降，投资性需求下滑，一部分黄金需求回到了 K 金。

**消费者从其他品牌转向来买通灵，是什么理由？**王室珠宝的理念、个性时尚、货品结构宽（我们的货品年龄层次宽，从十几岁到五六十岁都有），相比 I do 宽很多。

**婚庆市场占比？**30%-50%，按金额算。婚戒价位，宜昌主要在 7000-8000，差一点的 5000 以上，好一点的上万。

**当初选择加盟通灵是什么原因？**看重了潜力和势头。做这一行重视品牌，很多牌子是越走越差，相对来说通灵在国内镶嵌排名数一数二，甚至可以直接说是排名第一。

**怎么看珠宝行业竞争格局的变化？**个性化是趋势，产品宣传力度大、铺得开的会更好。国内目前产品还是很缺乏个性化，通灵的产品就很有个性、调性。

**您怎么看待进入新市场的难度？**新市场培育需要一个过程，特别是开第一个店的时候。现在通灵正好赶上了城市化加速的好时机，现在铺地级市是一个好的趋势，因为每个地级市每年都会开 1-2 个商场，正好给了通灵入驻的机会。

## 拜访区域四：河南新乡

拜访对象：通灵新乡加盟商
拜访时间：2017.8.16

**一、加盟商情况介绍**

加盟商情况：2016 年 2 月开始做通灵，只做通灵珠宝。

拜访人的门店数：2 家店，包括一家专营店在筹备开业，专营店在市中心，处于城市的核心位置。

**二、两家门店情况**

**（1）大商新玛特店：**

开业时间：2016 年 2 月
门店面积： 100 平米
主力消费人群：年轻人为主，80-90 后居多
结婚消费占比：45-48%

**（2）专营店**

商圈/客流：市中心,城市核心位置

面积：170-180 平米

开业时间：正在筹备

**图表14： 河南新乡通灵专厅**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**图表15： 河南通灵大商新玛特店**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**图表16： 河南新乡通灵专厅**

资料来源：华泰证券研究所拍摄

**三、新店开业情况及规划**

**未来开店计划：**打算再新乡上开 3 家店，今年刚开了一家旗舰店，然后再进一个商场。

**新店培育期：**1-2 年。培育期（1）跟时机有关，通灵上市之前&克拉恋人播出之前，新门店的培育期会稍长一些；现在已经过了市场孕育期，新店的培育期会稍短一些。（2）跟通灵在整个河南的门店数量也有关系，通灵在江苏是第一品牌，在安徽也很好。开店的时候时间比较靠前，那时克拉恋人刚播出，消费者开始渐渐了解通灵。

## 四、商品与客户

**产品好体现在哪：**珠宝行业属于产品行业，产品很重要，如果产品不好，营销做得再好也没用。通灵的产品确实很不错，款式和设计都很受年轻人喜欢。通灵的产品分几个系列，如王后，皇家博物馆，梦想之星，蓝色火焰等，通灵的这些款都很受欢迎。通灵的系列款大家容易记得住而且认可度也很高，基本上很多年轻人都冲着感觉和噱头来，来了之后发现款式很好，而且消费体验感不错。

**卖得好的款式：**王后(客单价 10000 元以上，结婚消费的买王后系列较多)和梦想之星，百变风情，皇家博物馆，蓝色火焰。

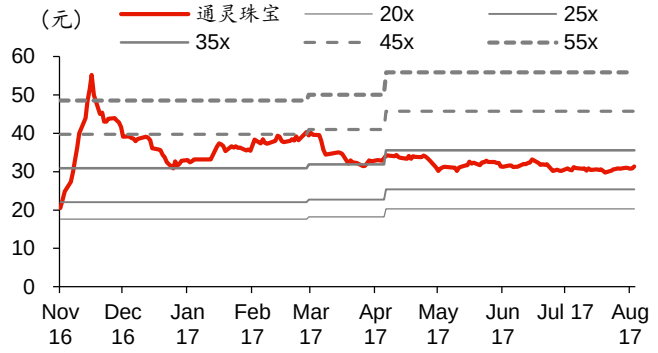
**客流量变化：**商场的客流明显下降。我们的营收的上涨跟商场关系不大，主要的原因在于品牌的建立、价值、影响、认可度，和团队的成熟度。

**主力消费群体：**年轻人为主，80~90 后居多

**消费者收入水平情况：**基本是中产阶级以上，消费能力较强，而且通灵在新乡的品牌定位是中高端。

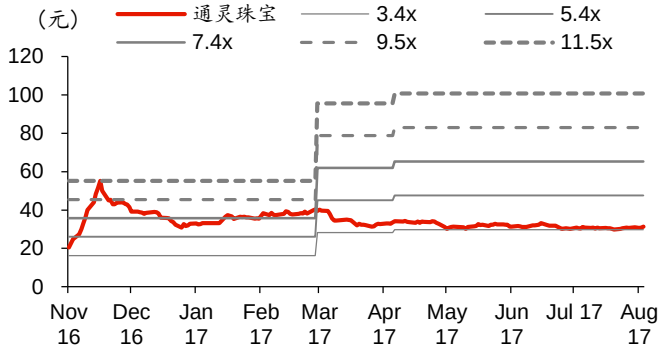
**PE/PB - Bands**

**图表17： 通灵珠宝历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表18： 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 | 2,664 | 3,086 | 3,637 |
| 现金 | 87.92 | 779.37 | 797.68 | 776.77 | 793.70 |
| 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 | 2,821 | 3,225 | 3,759 |
| 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) | (5.63) |
| 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 | 820.79 | 1,149 | 1,569 |
| 归属母公司股 | 1,074 | 2,024 | 2,254 | 2,582 | 3,002 |
| 负债和股东权益 | 1,561 | 2,493 | 2,821 | 3,225 | 3,759 |

### 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 | 94.92 | 34.03 | 82.55 |
| 净利润 | 180.52 | 220.78 | 277.08 | 347.55 | 447.69 |
| 折旧摊销 | 37.34 | 45.53 | 31.34 | 35.06 | 35.85 |
| 财务费用 | 6.83 | 9.36 | (7.89) | (7.87) | (7.85) |
| 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 | (40.75) | (12.48) | (21.08) |
| 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) | (40.75) | (12.48) | (21.08) |
| 现金净增加额 | 16.33 | 692.94 | 18.31 | (20.91) | 16.94 |

### 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 | (7.89) | (7.87) | (7.85) |
| 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 | 371.99 | 467.30 | 603.03 |
| 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 | 373.47 | 468.83 | 604.38 |
| 所得税 | 60.56 | 78.90 | 96.40 | 121.28 | 156.69 |
| 净利润 | 180.52 | 220.78 | 277.08 | 347.55 | 447.69 |
| 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 | 277.87 | 348.53 | 448.95 |
| 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 | 24.33 | 25.62 | 29.05 |
| 归属母公司净利润 | 5.24 | 22.30 | 25.52 | 25.43 | 28.81 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 53.81 | 54.10 | 52.51 | 52.18 | 52.26 |
| 净利率 | 12.14 | 13.41 | 14.07 | 14.26 | 14.94 |
| ROE | 16.85 | 10.94 | 12.33 | 13.50 | 14.96 |
| ROIC | 17.38 | 18.05 | 18.59 | 19.22 | 20.52 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 31.30 | 18.91 | 20.22 | 20.09 | 20.29 |
| 净负债比率 (%) | 10.23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 2.89 | 5.00 | 4.75 | 4.83 | 4.83 |
| 速动比率 | 0.59 | 2.13 | 1.86 | 1.69 | 1.55 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.93 | 0.81 | 0.74 | 0.81 | 0.86 |
| 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 | 9.27 | 10.62 | 12.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 42.16 | 34.47 | 27.46 | 21.90 | 17.00 |
| PB (倍) | 7.10 | 3.77 | 3.39 | 2.96 | 2.54 |
| EV_EBITDA (倍) | 24.29 | 19.31 | 17.29 | 13.83 | 10.84 |

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