华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/中报点评

2017年08月30日

商业贸易/零售 ||

投资评级: 买入(维持评级)

当前价格(元): 32.35 合理价格区间(元): 45.7~48

许世刚 执业证书编号: S0570512080004

研究员 025-83387508

xushigang@htsc.com

张坚 0755 82364269 联系人 zhang_jian@htsc.com

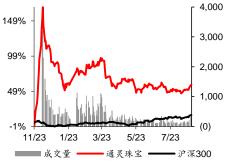
丁淅川 021-28972086

联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

1《通灵珠宝(603900,买入): 区域调研实录: 天时地利人和》2017.08 2《通灵珠宝(603900,买入): 出台股权激励方案, 彰显公司信心》2017.06 3《通灵珠宝(603900,买入): Q1 净利增 30%, 品牌力逐步验证》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

厚积薄发迎秋实,净利同比+32%

通灵珠宝(603900)

通灵珠宝 2017H1 归母净利同比增长 32.23%。业绩表现良好

通灵珠宝发布 2017 年半年报,2017 年上半年公司共实现营业收入9.8 亿元,同比增长16.03%;归属上市公司股东净利润为1.9 亿元,同比增长32.23%。扣非后净利润为1.8元,同比增长26.42%,每股收益为0.78元。公司2017年中期的利润分配方案为每10股转4股。公司上半年业绩表现良好,符合此前预期。

收入同比增长 16.03%, 门店外延拓展顺利, 产品力逐步验证

2017H1公司直营门店新增15家,建筑面积1302平方米,减少11家,建筑面积为901平方米;加盟门店数增加36家店,建筑面积为2265平方米,无减少门店。从业绩表现看,2017H1公司零售店(直营店)收入3.2亿元,同比增长16%;专厅收入3.97亿元,同比增长10.32%;加盟业务收入2.63亿元,同比增长31%。公司2017H1收入同比增长16.03%,门店外延拓展顺利,产品力逐步验证。

毛利率提升、费用率下降,带动净利率同比提升 2.4 个百分点

2017H1 公司综合毛利率为 55%,同比提升 0.3 个百分点。其中直营店毛利率 67.7%,同比提升 4.91 个百分点;专厅毛利率 58.67%,同比提升 1.66 个百分点;加盟毛利率 34.61%,同比减少 3.34 个百分点。从费用率角度看,2017H1 公司销售费用率为 22.3%,同比减少 0.1 个百分点;管理费用率为 5.8%,同比减少 0.8 个百分点;财务费用率为 0,同比减少 0.4 个百分点。毛利率的提升、管理费用率及财务费用率的大幅减少使得公司2017H1 归母净利率从去年同期的 17.1%上升至 19.5%,同比提升 2.4 个百分点。

天时地利人和, 加盟体系崛起

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。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。为充分调动员工积极性,公司推出股权激励计划,目前已经首次向 42 名激励对象授予 243 万份股票期权,行权价 32.22 元,期权的实施将进一步提高员工凝聚力。

维持"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%。目前公司股价 32.35 元,与公司股权激励行权价格(32.22 元)相当,维持"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)	7,867
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)	43.46	35.54	28.31	22.57	17.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测



通灵珠宝 2017H1 归母净利同比增长 32.23%, 业绩表现良好

通灵珠宝发布 2017 年半年报, 2017 年上半年公司共实现营业收入 9.8 亿元, 同比增长 16.03%; 归属上市公司股东净利润为 1.9 亿元, 同比增长 32.23%。 扣非后净利润为 1.8 元, 同比增长 26.42%。 每股收益为 0.78 元。公司 2017 年中期的利润分配方案为每 10 股转 4 股。公司上半年业绩表现良好, 符合此前预期。

收入同比增长 16.03%, 门店外延拓展顺利, 产品力逐步验证

2017H1公司直营门店新增15家,建筑面积1302平方米,减少11家,建筑面积为901平方米;加盟门店数增加36家店,建筑面积为2265平方米,无减少门店。从业绩表现看,2017H1公司零售店(直营店)收入3.2亿元,同比增长16%;专厅收入3.97亿元,同比增长10.32%;加盟业务收入2.63亿元,同比增长31%。公司H1收入同比增长16.03%,门店外延拓展顺利,产品力逐步得到验证。

图表1: 通灵珠宝收入及同比增速



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表2: 通灵珠宝归母净利润及同比增速



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

毛利提升、费用率下降,带动净利率同比提升 2.4 个百分点

2017H1公司综合毛利率为55%,同比提升0.3个百分点。其中直营店毛利率67.7%,同比提升4.91个百分点;专厅毛利率58.67%,同比提升1.66个百分点;加盟毛利率34.61%,同比减少3.34个百分点。从费用率角度看,2017H1公司销售费用率为22.3%,同比减少0.1个百分点;管理费用率为5.8%,同比减少0.8个百分点;财务费用率为0,同比减少0.4个百分点。毛利率的提升、管理费用率及财务费用率的大幅减少使得公司2017H1归母净利率从去年同期的17.1上升至19.5%,同比提升2.4个百分点。

天时地利人和, 加盟体系崛起

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。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。为充分调动员工积极性,公司适时推出股权激励,目前已经首次向42名激励对象授予243万份股票期权,期权的实施将进一步提高员工凝聚力。

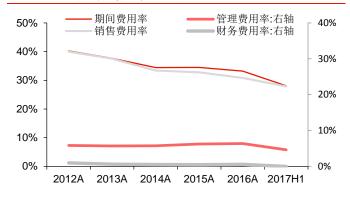
维持"买入"评级

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%。目前公司股价 32.35 元,与公司股权激励行权价格(32.22元)相当,维持"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。



图表3: 通灵珠宝期间费用率变化图



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表4: 通灵珠宝毛利率变化图



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表5: 通灵珠宝历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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

ED	仝	泫	哥	表
7/1	32	mu	垩	∕ ×

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

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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(最新牌)	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)	43.46	35.54	28.31	22.57	17.52
PB (倍)	7.32	3.89	3.49	3.05	2.62
EV_EBITDA (倍)	25.13	19.98	17.89	14.31	11.21



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: A0K809 ⑥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:

-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

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

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

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