通灵珠宝（603900.SH）

净利润增长 32.23%，加速渠道下沉和品牌升级

公司评级	买入
当前价格	32.35 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-30

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：

通灵珠宝（603900.SH）：股权激励开启新征途，业绩指标彰显发展信心 2017-06-09

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 2017-06-02

核心观点：

- **2Q17 实现收入 9.79 亿元（YoY+16.03%）；归母净利润 1.91 亿元（YoY+32.23%）**

公司 17H1 实现收入 9.79 亿元（YoY+16.03%），归母净利润 1.91 亿元（YoY+32.23%），实现扣非净利润 1.82 亿元（YoY+26.42%）。2Q17 单季实现收入 4.36 亿元（YoY+9.09%），归母净利润 8080 万元（YoY+35.62%）。经营性现金流净额为 7568.4 万元（YoY-3.02%）。

- **毛利率同比提升 0.34PP，销售+管理费率同比下滑 0.89PP**

公司 17H1 毛利率同比提升 0.34 个百分点至 55.15%，销售+管理费率同比下滑 0.89 个百分点至 28.11%。其中，销售费用同比增长 15.26%，主要系工资薪酬及营销费用增加所致，对应销售费率同比下滑 0.13 个百分点至 22.28%。管理费率下滑 0.76 个百分点至 5.83%；财务费率同比减少 0.42 个百分点至-0.01%，主要系利息支出减少和本期新增现金折扣增加。毛利率提升、费用率下降致使净利润率同比提升 2.39 个百分点至 19.48%。

- **加速渠道下沉和提升品牌影响力，股权激励确保核心团队稳定，促进可持续发展**

上半年公司在全国市场新开 11 家直营店和 50 家加盟店（含 2 家蓝色火焰品牌专卖店）。截至目前，公司全国门店数量达到 618 家。公司多途径提升品牌影响力和竞争力：（1）持续推进影视剧植入、明星活动、CEO 宣传等公关活动，包括赞助柏林电影节、签约唐嫣等；（2）收购比利时王室品牌 Lysen，品牌升级为 Leysen1855 莱绅通灵，迈入欧洲奢侈品牌序列；（3）加强推行产品系列化和超级单品策略，蓝色火焰品牌独立化运作，开设了 13 家门店；（4）加快渠道下沉，门店形象统一升级。

上半年公司推出股权激励方案，激励核心管理团队和员工 42 人，，行权价为 32.22 元/股，第一期行权条件为 17-19 年净利润复合增速不低于 26%，第二期和第三期行权条件为 2020 和 2021 年净利润连续 25%以上的增速。预计公司 17-19 年实现净利润分别为 2.89、3.77 和 4.94 亿，对应 PE 分别为 27.2、20.8 和 15.9 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。受益珠宝行业复苏和消费升级，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。

- **风险提示：珠宝消费复苏和门店扩张低于预期，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	27.20	20.84	15.93
市净率（P/B）	-	4.63	3.45	3.00	2.56
EV/EBITDA	-0.13	24.02	18.28	13.69	10.35

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

图1：公司累计营业收入

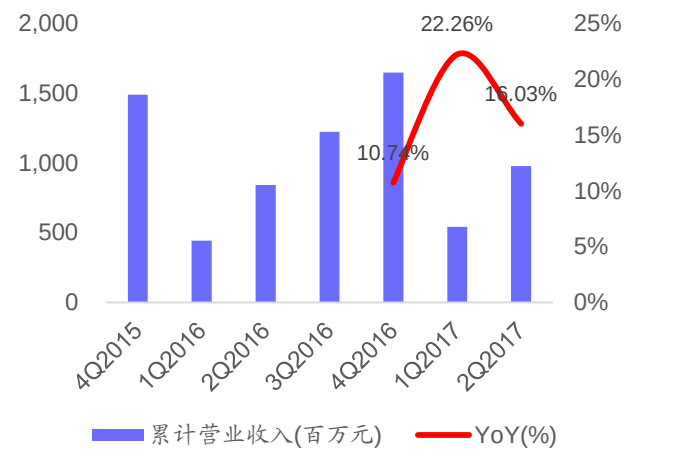
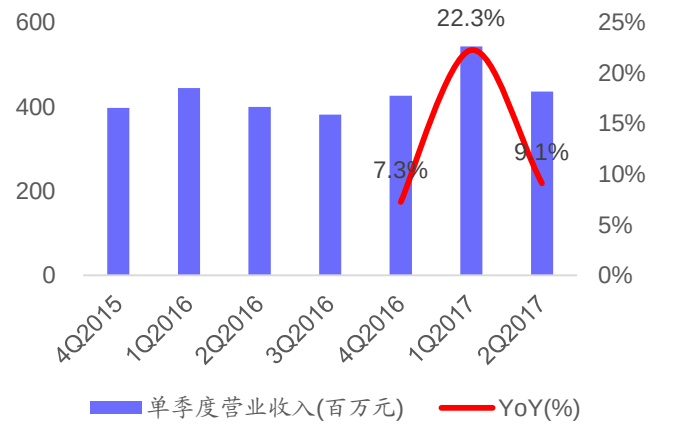


图2：公司单季营业收入



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：累计毛利率

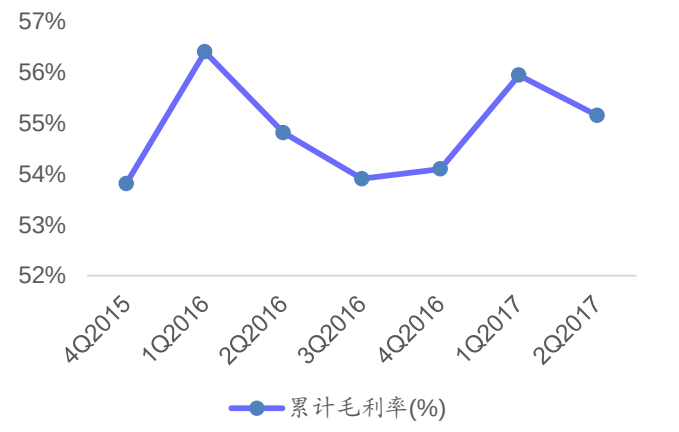
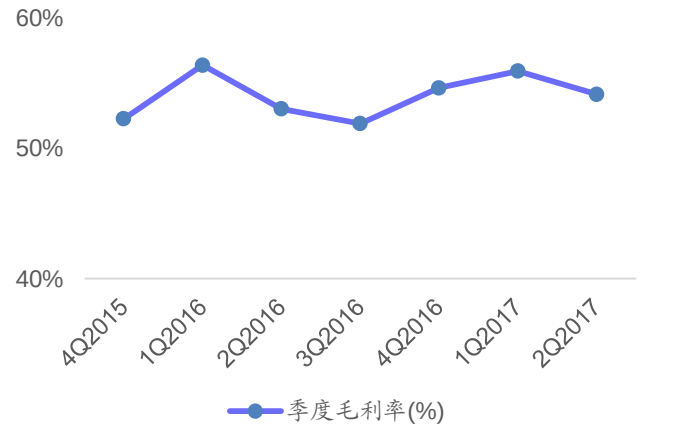


图4：单季毛利率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：累计销售管理费率

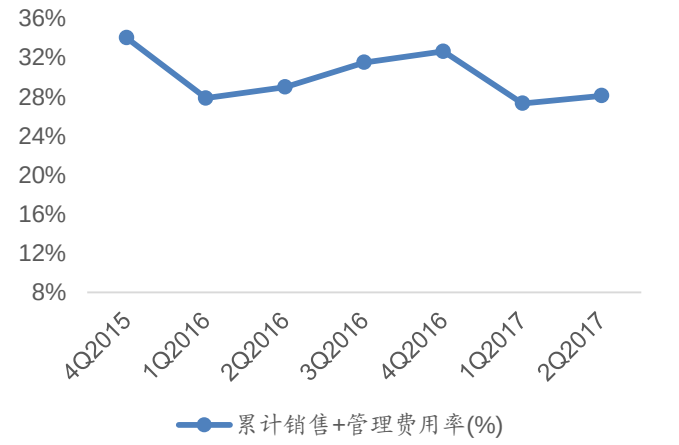
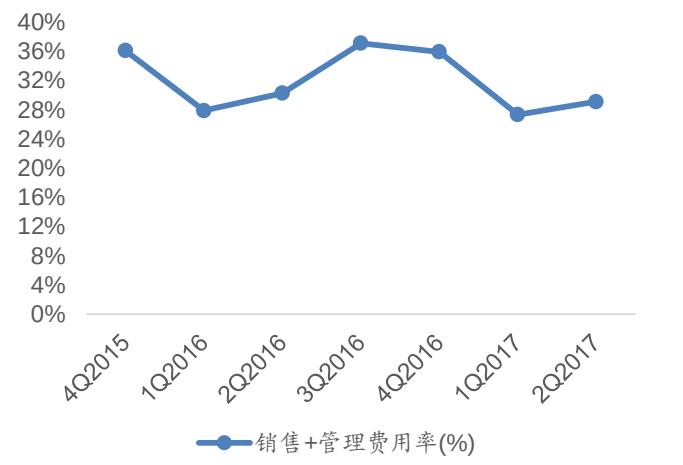


图6：单季销售管理费率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：累计财务费率

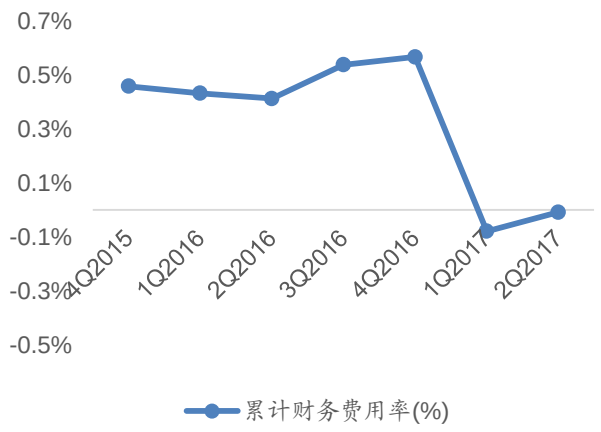
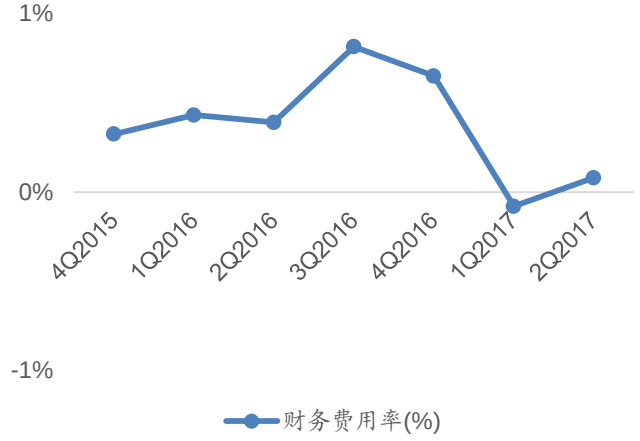


图8：单季财务费率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图9：累计归属母公司净利

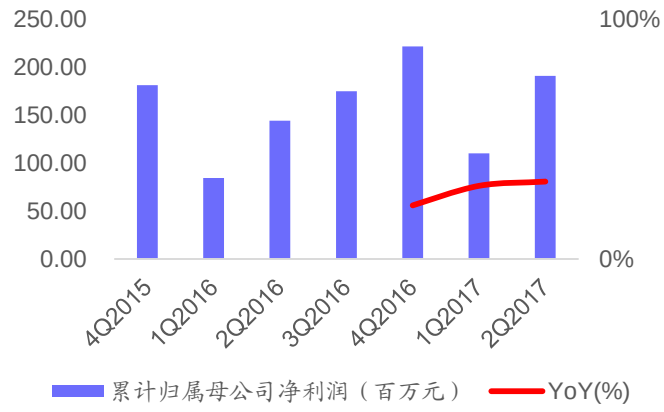
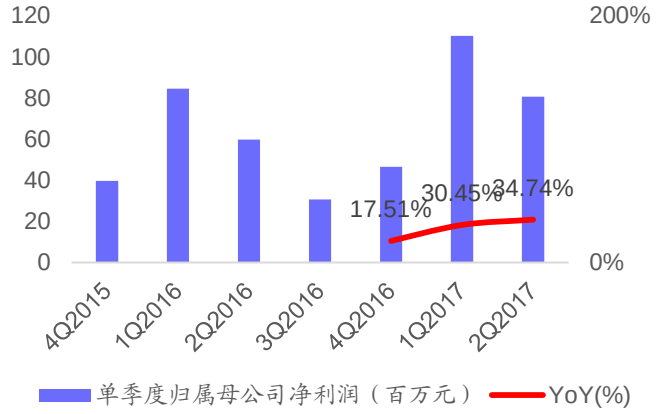


图10：单季归属母公司净利



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表1：销售管理各项费用拆分

单位：百万		2016H1	2017H1	2017H1 费用占比	2017H1 同比增速
工资薪酬		105.13	121.94	44.32%	15.98%
	营收占比	12.46%	12.46%		
租赁费		59.05	56.92	20.69%	-3.61%
	营收占比	7.00%	5.82%		
折旧摊销		19.33	21.58	7.84%	11.65%
	营收占比	2.29%	2.21%		
广告宣传		18.06	27.92	10.15%	54.59%
	营收占比	2.14%	2.85%		
其他费用		43.03	46.77	17.00%	8.69%
	营收占比	5.10%	4.78%		
销售管理费用		244.61	275.13		12.48%
	营收占比	29.00%	28.11%		

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

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
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	27.0	20.7	15.8
P/B	-	4.6	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	-0.1	24.0	18.1	13.6	10.3

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 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。