太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2017-08-31

公司点评报告

买入/首次

通灵珠宝(603900)

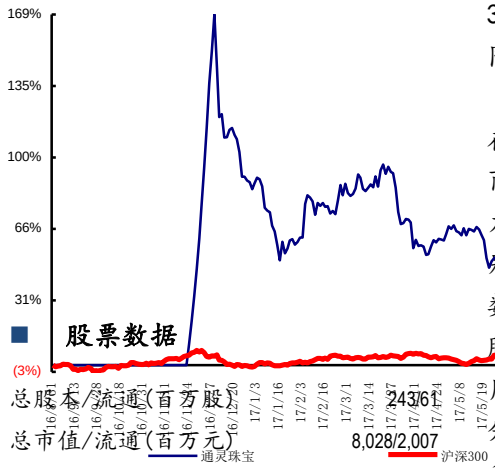
目标价：42.70

昨收盘：33.01

商业贸易 专业零售

净利高增长，关注品牌升级下的渠道拓展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	243/61
总市值/流通(百万元)	8,028/2,007
12 个月最高/最低(元)	55.19/20.52

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

助理研究员：蔡小为

电话：

E-MAIL：caixw@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070013

事件：公司近日发布 2017 年中报，实现收入 9.8 亿元，归母净利润 1.9 亿元，扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比分别增长 16.03%、32.23%、26.42%。经营活动现金流 7568 万元，较同期减少 236 万元，同比减少 3.02%。基本每股收益为 0.78 元，上年同期为 0.79 元。

盈利水平优于同业，强控费拉动净利率。公司于 2016 年 11 月份在上交所上市，是集设计、研发、销售于一体的定位高端的珠宝零售商，主产钻石、翡翠两大饰品。上市以来公司保持较高增长及盈利能力，16Q4\17Q1\17Q2 的收入增速分别为 7.3%/22.3%/9.1%，毛利率分别为 54.6%/55.9%/54.2%，净利率分别为 10.9%/20.3%/18.5%。从披露数据看，2011-2016 年毛利率始终维持在 53%以上，均值 54.6%，与 A 股上市的其他几家主流珠宝类公司相比，处于绝对优势。销售+管理费用率为 28.1%，同比下降 5.5pcts；拆分看，销售费用率/管理费用率分别为 22.3%/5.8%，同比-2.9pcts/-2.6pcts；费用的控制得当，提升净利润率水平。2012-2016 年归母净利率逐年提升至同行业较高水平，5 年均值 11.4%。

公司主营业务可分为直营、专厅、加盟三种形式，当期收入占比分别为 33%/41%/27%，收入较上年同期增长 15.96%/10.32%/31.13%，当期毛利率分别为 67.70%/58.67%/34.61%。分别占比上半年毛利润 29.3%/23.6%/47.1%。加盟模式贡献度最高。

定位时尚高端，打造品牌核心竞争力。公司作为最早将比利时优质钻石切工引入中国的珠宝企业之一，一直以优质的钻石切工而立足于行业。公司拥有的蓝色火焰钻石切工专利，在行业内具有独特的切工优势，是全球唯一同时获得比利时政府、中国政府、HRD（比利时高级钻石会议）和 NGTC（国家珠宝玉石质量监督检验中心）颁奖认证的产品。公司与比利时王室保持多年友好合作关系，在中国市场推广比利时钻石文化理念，树立“王室品牌”形象。报告期内，公司收购了比利时王室珠宝供应商 Joaillerie Leysen Freres SA，通过整合其百年积累的产品工艺和设计能力，打造差异化、个性化的不同系列的品牌：蓝色火焰、王后、王室马车、红毯 MINI；公司同时为顾客提供高端定制。

线上线下渠道完整，未来推进加盟。公司成立于 1999 年，经营近 18 年来截至目前门店总数为 618 家，直营/专厅/加盟店数量分别为 96/200/322，经营总面积 2 万 7 千平米以上。直营和专厅同属“直营”模式。公司大力推动加盟渠道的扩张，报告期内新增直营店/加盟店分

别为 11/50 家。门店遍布以北京和华东区域（上海、江苏、浙江、安徽）为主的全国 20 多个省市；线上渠道包含京东、天猫、苏宁、工行融 e 购，并开通微信平台、官方微博，渠道间可相互切换，目前微博粉丝数已达 9 万 4 千多名。

营销方面，公司借助王室发布、柏林电影节合作、明星代言、影视植入等方式，树立了优良的品牌形象公司连续八年作为柏林电影节官方合作伙伴用蓝色火焰切工钻石为多位国内国际明星们高端定制。公司同时注重品牌历史和内涵的宣传，于官方网站、微信公众号分别展示了各系列品牌的背后故事和历史渊源，使消费者更加了解行业、品牌、系列产品，赋予了普通的珠宝购买一种“文化认同”感，一定程度上刺激消费。

盈利预测与评级：近年来，得益于经济发展和居民收入水平的提高珠宝首饰行业发展迅速，09-14 年中国内地珠宝零售复合增长率 15.63%，2015 年中国珠宝产品零售消费总额超过 5500 亿元。随着消费升级、消费品个性化和精细化趋势加强，以 80 后、90 后为主的婚庆市场的复苏，公司于当前推出的系列产品顺应大势，产品专利、与比利时王室友好关系以及与影视媒体的紧密合作构筑较高品牌壁垒；以悠久的的品牌历史和精湛的工艺文化为背景，在 A 股珠宝类公司中具有独特且高端的定位。报告期内，公司首次向 42 名激励对象授予 243 万份股票期权，行权价格为 32.22 元/股，激励骨干员工，提高员工凝聚力和公司竞争力。

我们预计 2017-2019EPS 分别为 1.22/1.44/1.69 元，**首次覆盖给予“买入”评级，目标价 42.70 元。**

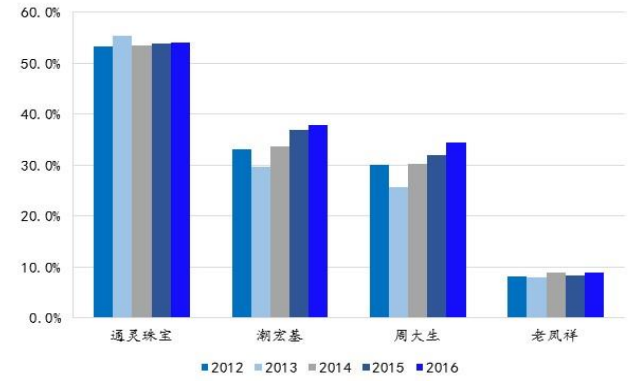
风险提示：多品牌竞争激烈以及渠道下沉缓慢

■ **盈利预测：**

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1650.9	1916.6	2172.8	2453.8
(+/-%)	10.7%	16.1%	13.4%	12.9%
净利润(百万元)	221.4	297.6	349.5	410.6
(+/-%)	22.3%	34.4%	17.4%	17.5%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.22	1.44	1.69
市盈率(PE)	36	27	23	20

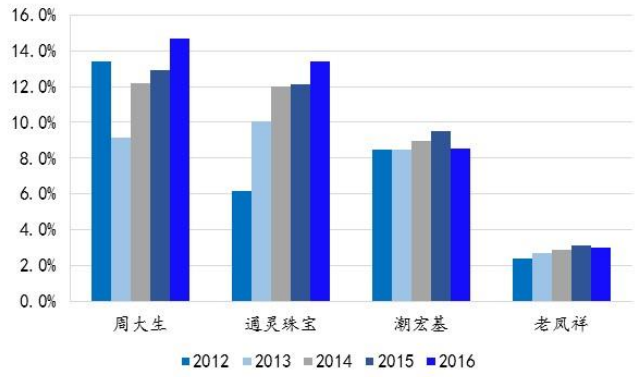
资料来源：Wind，太平洋证券

图表 1：可比公司毛利率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2：可比公司归母净利率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。