

明牌珠宝 (002574)

——16H1 营收净利承压，务实主业积极拓展外延发展空间

| | |
|-------|--------|
| 行业名称 | 轻工制造 |
| 投资建议 | 买入 |
| 当前价格: | 13.04元 |
| 目标价格: | 15.65元 |

投资要点:

➢ 营收下降39.99%，归母净利下降37.22%

公司发布半年报，16H1实现营收19.64亿元，同比下降39.99%，归母净利4172.63万元，同比下降37.22%；扣非后归母净利2313.5万元，同比下降44.53%，EPS为0.08元。公司业绩下降主要系原材料价格波动、电商挤压传统渠道利润所致。

➢ 毛利率微增，期间费用上升

16H1公司综合毛利率为9.39%，同比增加2.14个百分点，主要系公司加大成本管控。报告期内，期间费用率7.79%，同比增加2.84个百分点。其中，销售费用率4.34%，同比增加1.47个百分点，主要系加大营销推广专柜费用增加；管理费用率1.52%，同比增加0.58个百分点；财务费用率1.93%，同比增加0.79个百分点，主要系利息收入减少。

➢ 战略入股好屋中国切入房地产电商平台

公司主业中高档贵金属和宝石首饰的研发、生产及销售，对“明”牌珠宝品牌进行连锁运营。**业主方面**，公司持续优化完善自营门店管理并积极推进多品牌运营，在产品层面开发推广了以“时趣”为代表年轻时尚消费类产品；在营销推广层面增加了互联网、自媒体和社交圈推广力度；并与知名影视明星刘涛正式签署了形象代言协议，致力于将明牌珠宝打造成为国内领先的时尚优质珠宝品牌；**入股好屋中国，拓展外延发展空间**，6月27日，公司股票停牌筹划重大事项，现已明确为收购好屋中国75%股权。好屋中国是一家具有很强创新意识O2O房地产众销平台，具有良好的成长空间。其首创“全民经纪人”模式，通过互联网创新技术的产品和C端入口，做到去中间化、信精准匹配，重构房产生态体系，2014年线上交易额突破千亿。近日我国房地产市场迅速升温，**公司入股好屋中国，一方面**将直接受益房地产市场回暖，有效增厚公司业绩，且未来不排除进一步进行“互联网+”房地产中介业务转型；**另一方面**，好屋中国优秀的互联网思维将对公司推进珠宝互联网具有较强协同效应。

➢ 首次覆盖，给予“买入”评级

明牌珠宝作为传统珠宝企业龙头，在传统线下实体经济低迷的大背景下，力图创新商业模式。战略入股好屋中国，一方面切入互联网地产中介领域，实现多元化业务布局，另一方面将为公司整合宝贵的互联网团队资源，加快推进公司“互联网+”珠宝平台的建设工作，改善公司长期业绩。未来公司或将围绕“互联网+”战略，打造多元化的投资生态和业务生态。我们预计公司16-18年EPS为0.11元、0.13元、0.16元，当前股价对应PE分别为119倍，100倍，82倍，给予“买入”评级。

➢ 风险提示：宏观经济增速下降

| 财务数据和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,842.11 | 5,239.66 | 4,715.69 | 4,951.48 | 5,347.59 |
| 增长率(%) | -20.05% | -23.42% | -10.00% | 5.00% | 8.00% |
| EBITDA(百万元) | 310.64 | 168.02 | 146.04 | 163.16 | 187.97 |
| 净利润(百万元) | 199.64 | 61.30 | 57.79 | 68.29 | 85.38 |
| 增长率(%) | 139.26% | -69.30% | -5.73% | 18.18% | 25.03% |
| EPS(元/股) | 0.38 | 0.12 | 0.11 | 0.13 | 0.16 |
| 市盈率(P/E) | 34.49 | 112.32 | 119.15 | 100.82 | 80.64 |
| 市净率(P/B) | 2.26 | 2.25 | 2.23 | | |
| EV/EBITDA | 16.29 | 67.96 | 43.03 | | |

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 528/528 |
| 流通A股市值(百万元) | 6,885 |
| 每股净资产(元) | 5.81 |
| 资产负债率(%) | 36.08 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.90/9.73 |

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

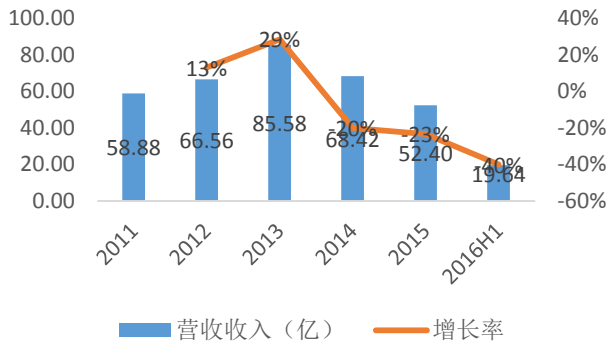
相关报告



报告信息

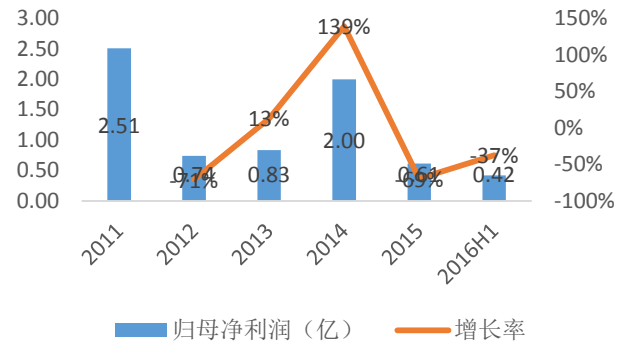
营收下降 39.99%，归母净利下降 37.22%。公司发布半年报，16H1 实现营收 19.64 亿元，同比下降 39.99%，（16Q1、Q2 增速分别为-36.68%、-45.32%）；归母净利 4172.63 万元，同比下降 37.22%，（16Q1、Q2 增速分别为-42.4%、-22.88%）；扣非后归母净利 2313.5 万元，同比下降 44.53%，EPS 为 0.08 元。公司业绩下降主要系原材料价格波动、电商挤压传统渠道利润所致。

图表 1: 近几年公司营收情况



来源: wind, 天风证券研究所

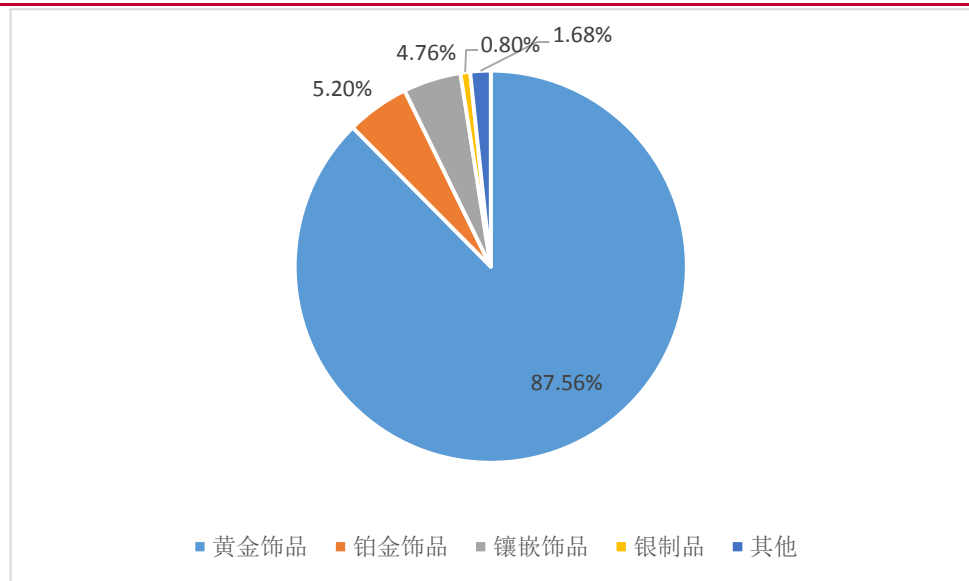
图表 2: 近几年公司归母净利情况



来源: wind, 天风证券研究所

各板块收入略有下滑。报告期内公司实现营收 19.64 亿元，同比下降 39.99%，主要系黄、铂金饰品的销售量下降所致。分产品来看，黄金饰品实现收入 17.19 亿（占比 87.56%），同比下降 42.18%；铂金饰品收入 1.02 亿（占比 5.2%），同比下降 31.91%；镶嵌饰品收入 9345.36 万（占比 4.76%），同比下降 1.97%；银制品收入 1570.18 万（占比 0.8%），同比增加 10.46%；其他收入 3300.21 万（占比 1.68%），同比下降 15.84%；

图表 3: 公司主页营收分布情况

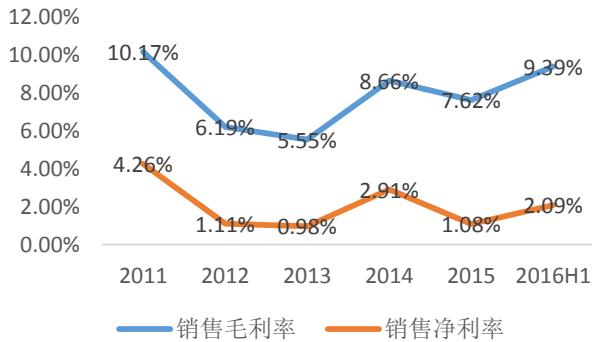


来源: wind, 天风证券研究所

毛利率微增，期间费用上升。16H1 公司综合毛利率为 9.39%，同比增加 2.14 个百分点，主要系公司加大成本管控所致。其中，黄金饰品毛利率 7.04%，同比增加 1.36 个百分点；铂金饰品毛利率 9.23%，同比增加 3.36 个百分点；镶嵌饰品毛利率 32.04%，

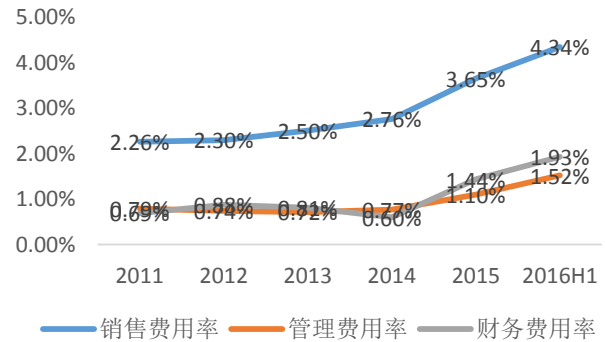
同比减少 2.42 个百分点；**银制品**毛利率 28.68%，同比增加 7.76 个百分点；**其他**毛利率 58.08%，同比减少 1.53 个百分点；报告期内，期间费用率 7.79%，同比增加 2.84 个百分点。其中，销售费用率 4.34%，同比增加 1.47 个百分点，主要系加大营销推广专柜费用增加所致；管理费用率 1.52%，同比增加 0.58 个百分点，主要系营销推广加大工资费用及办公费用增加所致；财务费用率 1.93%，同比增加 0.79 个百分点，主要系利息收入减少所致。

图表 4: 近几年公司毛利率、净利率情况



来源: wind, 天风证券研究所

图表 5: 近几年公司费用率情况



来源: wind, 天风证券研究所

战略入股好屋中国切入房地产电商平台，公司主业中高档贵金属和宝石首饰的研发、生产及销售，对“明”牌珠宝品牌进行连锁运营。**业主方面**，公司持续优化完善自营门店管理并积极推进多品牌运营，在产品线层面开发推广了以“时趣”为代表年轻时尚消费类产品；在营销推广层面增加了互联网、自媒体和社交圈推广力度；并与知名影视明星刘涛正式签署了形象代言协议，致力于将明牌珠宝打造成为国内领先的时尚优质珠宝品牌；**入股好屋中国，拓展外延发展空间**，此前，公司公告以 7 亿元受让股份+增资好屋中国后合计持有其 25%股份，6 月 27 日，公司股票停牌筹划重大事项，现已明确为收购好屋中国 75%股权。好屋中国是国内首家基于移动互联网的房产 O2O 众销平台，业务涉及一、二手房以及与房产相关金融服务产品，广泛布局国内大中城市（截至 15 年 9 月，已完成全国 62 个大中城市布局），是一家具有很强创新意识 O2O 房地产众销平台，具有良好的成长空间。其首创“全民经纪人”模式，通过互联网创新技术的产品和 C 端入口，做到去中间化、信精准匹配，重构房产生态体系，2014 年线上交易额突破千亿。近日我国房地产市场迅速升温，**公司入股好屋中国**，一方面将直接受益房地产市场回暖，有效增厚公司业绩，且未来不排除进一步进行“互联网+”房地产中介业务转型；**另一方面**，好屋中国优秀的互联网思维将对公司推进珠宝互联网具有较强协同效应。

首次覆盖，给予“买入”评级。明牌珠宝作为传统珠宝企业龙头，在传统线下实体经济低迷的大背景下，力图创新商业模式。战略入股好屋中国，一方面切入互联网地产中介领域，实现多元化业务布局，另一方面将为公司整合宝贵的互联网团队资源，加快推进公司“互联网+”珠宝平台的建设工作，改善公司长期业绩。未来公司或将围绕“互联网+”战略，打造多元化的投资生态和业务生态。我们预计公司 16-18 年 EPS 为 0.11 元、0.13 元、0.16 元，当前股价对应 PE 分别为 119 倍，100 倍，82

倍，给予“买入”评级。

图表 6: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 单位:百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 1,437.76 | 577.57 | 1,311.74 | | | 营业收入 | 6,842.11 | 5,239.66 | 4,715.69 | 4,951.48 | 5,347.59 |
| 应收账款 | 572.83 | 596.24 | 212.78 | 424.63 | 263.77 | 营业成本 | 6,249.83 | 4,840.32 | 4,385.59 | 4,580.11 | 4,919.79 |
| 预付账款 | 121.84 | 20.74 | 91.60 | 41.33 | 96.58 | 营业税金及附加 | 38.63 | 18.50 | 21.22 | 22.28 | 22.33 |
| 存货 | 1,815.82 | 1,531.54 | 1,199.99 | 1,772.49 | 1,317.49 | 营业费用 | 189.03 | 191.34 | 155.62 | 173.30 | 192.51 |
| 其他 | 838.03 | 965.67 | 722.38 | | | 管理费用 | 52.60 | 57.47 | 51.87 | 59.42 | 74.87 |
| 流动资产合计 | 4,786.27 | 3,691.76 | 3,538.48 | | | 财务费用 | 41.19 | 75.22 | 65.00 | 65.00 | 65.00 |
| 长期股权投资 | 1.47 | 701.42 | 701.42 | 701.42 | 701.42 | 资产减值损失 | 7.17 | 22.14 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 固定资产 | 92.77 | 84.86 | 139.42 | 197.58 | 244.91 | 公允价值变动收益 | -19.72 | -0.75 | 1.33 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 57.30 | 95.78 | 93.47 | 104.08 | 92.45 | 投资净收益 | 13.38 | 48.04 | 59.08 | 59.08 | 59.08 |
| 无形资产 | 55.34 | 53.91 | 52.42 | 50.93 | 49.43 | 其他 | 12.67 | -94.59 | -120.82 | -118.16 | -118.16 |
| 其他 | 9.21 | 323.15 | 319.52 | 320.41 | 321.03 | 营业利润 | 257.31 | 81.96 | 71.80 | 85.44 | 107.17 |
| 非流动资产合计 | 216.09 | 1,259.12 | 1,306.25 | 1,374.42 | 1,409.24 | 营业外收入 | 13.89 | 11.08 | 13.73 | 12.90 | 12.57 |
| 资产总计 | 5,002.36 | 4,950.89 | 4,844.74 | | | 营业外支出 | 7.52 | 5.43 | 7.37 | 6.77 | 6.52 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | 利润总额 | 263.68 | 87.61 | 78.16 | 91.57 | 113.22 |
| 应付账款 | 65.03 | 60.39 | 24.73 | 73.08 | 36.26 | 所得税 | 64.27 | 30.82 | 21.88 | 25.64 | 31.70 |
| 其他 | 798.34 | 840.27 | 734.23 | | | 净利润 | 199.41 | 56.79 | 56.28 | 65.93 | 81.52 |
| 流动负债合计 | 863.37 | 900.65 | 758.96 | | | 少数股东损益 | -0.23 | -4.51 | -1.51 | -2.36 | -3.86 |
| 长期借款 | 96.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 归属于母公司净利润 | 199.64 | 61.30 | 57.79 | 68.29 | 85.38 |
| 应付债券 | 992.98 | 996.16 | 993.12 | 994.09 | 994.46 | 每股收益(元) | 0.38 | 0.12 | 0.11 | 0.13 | 0.16 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 1.68 | 0.56 | | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1,089.78 | 996.16 | 994.80 | 994.65 | | | | | | | |
| 负债合计 | 1,953.15 | 1,896.81 | 1,753.76 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 4.43 | -0.08 | -1.52 | | | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 528.00 | 528.00 | 528.00 | 528.00 | 528.00 | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 资本公积 | 1,650.74 | 1,650.74 | 1,650.74 | 1,650.74 | | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 2,517.14 | 2,525.64 | 2,564.49 | | | 营业收入 | -20.05% | -23.42% | -10.00% | 5.00% | 8.00% |
| 其他 | -1,651.10 | -1,650.23 | -1,650.74 | | | 营业利润 | 129.84% | -68.15% | -12.40% | 19.00% | 25.44% |
| 股东权益合计 | 3,049.21 | 3,054.07 | 3,090.98 | | | 归属于母公司净利润 | 139.26% | -69.30% | -5.73% | 18.18% | 25.03% |
| 负债和股东权益总计 | 5,002.36 | 4,950.89 | 4,844.74 | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 | 8.66% | 7.62% | 7.00% | 7.50% | 8.00% |
| | | | | | | 净利率 | 2.92% | 1.17% | 1.23% | 1.38% | 1.60% |
| | | | | | | ROE | 6.56% | 2.01% | 1.87% | | |
| | | | | | | ROIC | 9.95% | 3.78% | 3.02% | 4.35% | |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 39.04% | 38.31% | 36.20% | | |
| | | | | | | 净负债率 | -19.18% | -18.81% | 7.13% | | |
| | | | | | | 流动比率 | 5.54 | 4.10 | 4.66 | | |
| | | | | | | 速动比率 | 3.44 | 2.40 | 3.08 | | |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 12.64 | 8.96 | 11.66 | 15.54 | 15.54 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.46 | 3.13 | 3.45 | 3.33 | 3.46 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.39 | 1.05 | 0.96 | | |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.38 | 0.12 | 0.11 | 0.13 | 0.16 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.70 | 0.65 | 1.69 | -1.22 | 1.05 |
| | | | | | | 每股净资产 | 5.77 | 5.78 | 5.86 | | |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 34.49 | 112.32 | 119.15 | 100.82 | 80.64 |
| | | | | | | 市净率 | 2.26 | 2.25 | 2.23 | | |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.29 | 67.96 | 43.03 | | |
| | | | | | | EV/EBIT | 16.95 | 72.64 | 45.94 | | |

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

| | 电话 | 传真 | 邮箱 | 地址 |
|----|-----------------|-----------------|----------------------|------------------------------------|
| 武汉 | (8627)-87618889 | (8627)-87618863 | research@sh.tfzq.com | 湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071) |
| 上海 | (8621)-68815388 | (8621)-50165671 | research@sh.tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204) |