

通灵珠宝 (603900.SH) 贸易行业

评级：增持 首次评级

公司研究

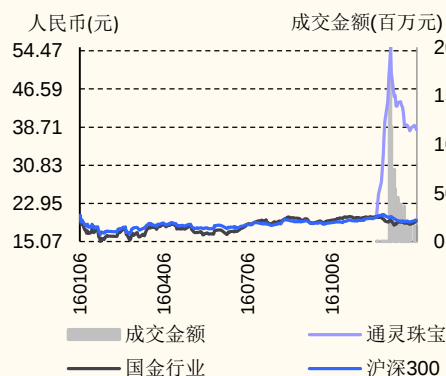
市场价格 (人民币): 38.19 元

克拉世界的营销大师

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.80
总市值(百万元)	9,287.64
年内股价最高最低(元)	55.19/20.52
沪深 300 指数	3367.79
上证指数	3165.41



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.943	0.992	0.941	1.145	1.451
每股净资产(元)	5.23	5.89	8.69	9.83	11.28
每股经营性现金流(元)	0.27	0.62	-0.12	0.37	0.77
市盈率(倍)	0.00	0.00	40.60	33.34	26.33
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	49.44	49.44	49.44
净利润增长率(%)	47.57%	5.24%	26.37%	21.77%	26.65%
净资产收益率(%)	18.04%	16.85%	10.83%	11.65%	12.86%
总股本(百万股)	182.40	182.40	243.20	243.20	243.20

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钻石市场长期景气度无忧，未来 5 年 CAGR=5%：**美国人均 GDP 5000-20000 美元阶段是珠宝消费的快速提升期，中国人均 GDP 接近 8000 美元，正处于珠宝消费扩张阶段。钻石消费 36%源自婚庆，我们测算未来 5 年结婚人数将稳中有降，婚庆相关购买需求占比可能下降，但钻石的内涵也逐步从爱情衍生至时尚、自我购买，客单价、购买频次有望提高。我国人均钻石消费大幅低于美国、日本等发达国家，根据 Debeers 的研究预测，中国 2016-2022 年钻石消费市场 CAGR=5%。
- **珠宝行业进入调整期，品牌/渠道运营和并购整合是核心竞争力：**受宏观经济下滑影响，珠宝行业结束了持续多年的高速增长，进入低迷期。去年下半年以来，中高端消费底部企稳，限额以上珠宝零售增速自 9 月回归正增长，行业或已渡过最艰难的“寒冬期”。从发展模式来看，跑马圈地式发展模式弊端显现，市场竞争激烈、集中度低、产品同质化严重、品牌附加值低，品牌/渠道运营和产业链整合能力将是未来竞争关键。我们认为具有较强品牌运营能力、融资渠道（上市企业）和机制优势（民营）的企业将在下一阶段的行业竞争中占据更大优势。
- **深谙跨界娱乐营销，国内领先的中高端钻石品牌：**公司是自主设计、生产外包、自营零售的钻石珠宝品牌商，产品销售主要来源于旗下定位中高端的钻石自有品牌“TESIRO 通灵”。公司从成立之初就实施超级单品战略，旗下的产品颇具文化内涵、设计精美、切工精湛。公司深谙跨界娱乐营销，通过与热门 IP、影视明星、比利时王室的良好营销合作，形成较强的品牌影响力，成为国内难得的具有高品牌溢价的钻石珠宝企业。
- **直营起家，立足江苏布局全国扩张：**公司在全国拥有门店 498 家，其中直营占比超过 50%，江苏省内门店占比超过 60%，销售收入超过 15 亿元，规模位于行业第二梯队。先后引入卢森堡欧陆之星、香港欧陆之星作为战略投资者，具备较强的供应链优势。近年来，公司在行业低迷期保持稳健成长步伐，盈利能力优于同业。13 年开始加大跨区域拓展力度，上市后，凭借募集资金支持，有望进一步加快渠道开拓步伐，形成覆盖全国的营销网络。
- **盈利预测：**我们预计公司 2016-18 年收入增速分别为 11.9%、19.9%、25.7%，净利润增速分别为 26.37%、21.77%、26.65%，16-18 年 EPS 分别为 0.94、1.15、1.45 元，对应 PE 分别为 41.4X、34.0X、26.8X。

徐问

分析师 SAC 执业编号：S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人
liubiao@gjzq.com.cn

- **投资评级：**钻石珠宝行业受益消费升级，仍有广阔发展空间。行业正从粗放扩张向成熟期过渡，整合和品牌/渠道运营能力是关键。公司以直营模式起家，通过持续品牌投入和出色的跨界娱乐营销提升品牌知名度和溢价能力，产品设计、供应链能力、盈利能力领先，具有较强的综合竞争优势。公司立足江苏，将在募集资金支持下布局全国市场，进一步提升市场份额和品牌影响力。首次覆盖给予“增持”评级！

风险提示

- 行业景气度下行，直营店存货积压；全国扩张效率低、募投项目收入贡献不及预期。

内容目录

一、珠宝行业步入成熟期，钻石市场长期景气度无忧	5
1.1 “黄金时代”终结，行业进入稳步增长期	5
1.2 婚庆需求平稳&消费升级推动，钻石行业仍有广阔空间	6
1.3 行业竞争加剧，品牌运营和整合能力是胜出关键.....	9
二、通灵珠宝：克拉世界的营销大师，布局全国市场扩张	11
2.1 直营模式起家，自江苏向全国扩张的中高端珠宝品牌	11
2.2 业绩逆势成长，盈利能力优于同业.....	14
2.3 欧陆之星战略入股，产业链资源丰富	16
2.4 深谙跨界娱乐营销，品牌价值凸显.....	17
三、盈利预测与投资建议	20
四、风险提示	20

图表目录

图表 1：自 2014 年以来黄金珠宝行业增速处于低位.....	5
图表 2：我国限额以上分品类零售额增速.....	5
图表 3：美国人均 GDP5000-20000 美元时间段，珠宝腕表消费增长最快.....	5
图表 4：2015-2016 年限额以上黄金珠宝零售额同比增速	6
图表 5：主要上市珠宝企业 2014-2016 年营收&净利润同比增速（%）	6
图表 6：中国珠宝市场构成.....	6
图表 7：国际珠宝市场构成.....	6
图表 8：中国钻石进口额保持较快增长	7
图表 9：中国是第二大钻石消费市场	7
图表 10：千禧一代婚庆消费占钻石市场比重	7
图表 11：我国历年出生人口	8
图表 12：全国登记结婚人数.....	8
图表 13：未来 10 年结婚人口预测（万对）	8
图表 14：适婚人口高峰渡过，婚庆钻石消费将有所回落.....	8
图表 15：各国不同年龄段女性钻石拥有情况	8
图表 16：各珠宝品牌商品品牌定位与渠道建设情况.....	9
图表 17：国内主要品牌商渠道建设模式及产品品类分布情况	10
图表 18：国内珠宝市场份额高度分散	10
图表 19：品牌商纷纷跑马圈地，门店快速扩张	10
图表 20：限额以上企业珠宝零售额占比呈上升趋势	11
图表 21：以品牌驱动和以零售驱动的珠宝企业模式	11
图表 22：公司大事记	11
图表 23：公司业务模式.....	12

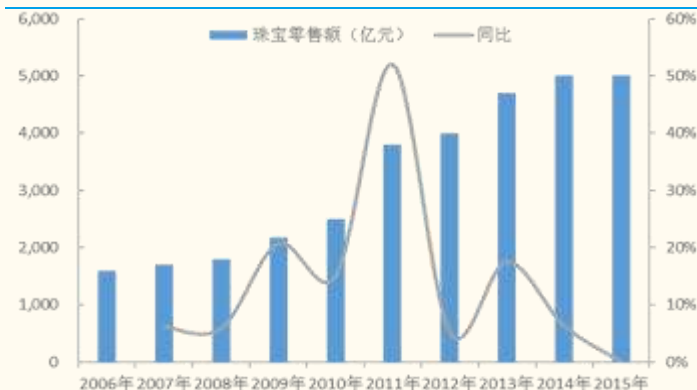
图表 24: 公司专厅、加盟门店数量快速增长	12
图表 25: 公司直营店、专厅、加盟店营收占比	12
图表 26: 公司门店分布 (截止 2016 年 06 月末)	13
图表 27: 公司 IPO 募集资金用途.....	13
图表 28: 公司募投项目营销网络建设布局.....	13
图表 29: 通灵珠宝历年营业收入及增速	14
图表 30: 通灵珠宝历年净利润及增速	14
图表 31: 2013-2015 年公司产品营收占比.....	14
图表 32: 2013-2015 年产品毛利率.....	14
图表 33: 2015 年地区营收占比	15
图表 34: 2013-2015 年公司地区营收 (百万)	15
图表 35: 2013-2015 年各公司毛利率对比.....	15
图表 36: 2013-2015 年各公司净利率对比.....	15
图表 37: 2013-2015 年各公司 ROE 对比	15
图表 38: 2013-2015 通灵珠宝、潮宏基不同渠道模式收入占比&毛利率	16
图表 39: 公司股权结构 (2016 年 11 月 23 日)	17
图表 40: 公司产品均具有丰富文化内涵	18
图表 41: 通灵珠宝在《克拉恋人》广告植入	19
图表 42: 通灵珠宝在《克拉恋人》广告植入	19
图表 43: 公司与比利时王室合作主要事件.....	19
图表 44: 公司业务分部预测.....	20

一、珠宝行业步入成熟期，钻石市场长期景气度无忧

1.1 “黄金时代”终结，行业进入稳步增长期

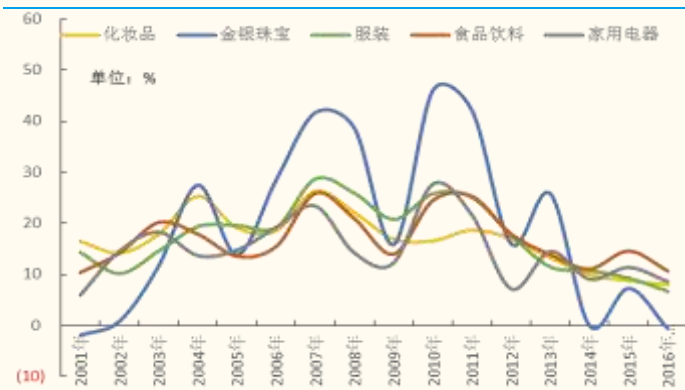
品牌百花齐放、渠道跑马圈地，我国黄金珠宝行业经历了长达十余年的“黄金时代”。自 2014 年开始，受宏观经济下滑和渠道趋于饱和影响，珠宝行业结束了持续多年的高速增长，进入调整期。根据中国珠宝行业协会数据，2015 年珠宝零售额维持在 5000 亿元，仅与 14 年持平，限额以上黄金珠宝零售额增速也大幅下滑，2016 年也延续了低迷态势。

图表 1：自 2014 年以来黄金珠宝行业增速处于低位



来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国金证券研究所

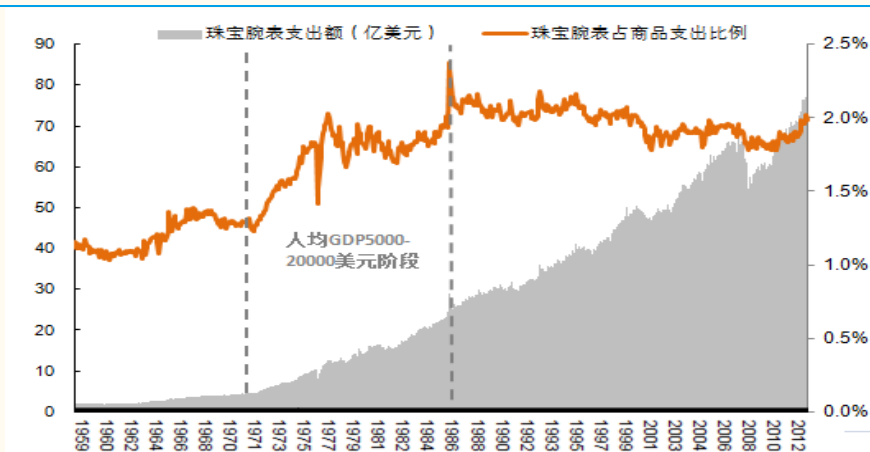
图表 2：我国限额以上分品类零售额增速



来源：Wind，国金证券研究所

行业长期景气度无忧，预计市场规模将保持稳步增长。珠宝作为高端消费品，受益于居民收入提升、消费升级具有较强的消费弹性，也容易受到宏观经济和消费环境变化影响。借鉴美国珠宝消费的历史数据，人均 GDP 5000-20000 美元阶段是珠宝消费的快速提升期。2015 年底，中国人均 GDP 接近 8000 美元，正处于珠宝消费扩张阶段，随着国民经济的发展和居民收入的提高，预计未来 5 年我国珠宝首饰市场需求仍将稳步增长。

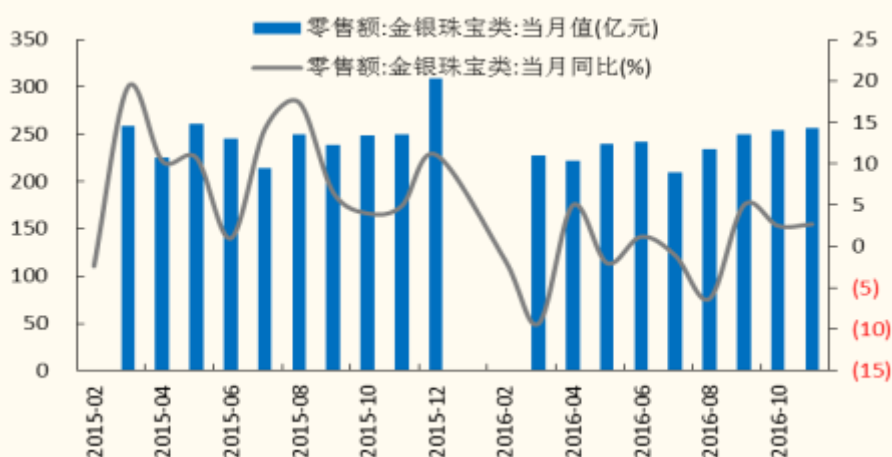
图表 3：美国人均 GDP5000-20000 美元时间段，珠宝腕表消费增长最快



来源：Bloomberg，国金证券研究所

渡过寒冬期，珠宝行业有望底部企稳。16 年上半年以来，在金价大幅上涨的背景下，黄金珠宝仍延续低迷态势，限额以上黄金珠宝零售额月度同比数据多处于负增长。但三季度以来，市场已经出现了积极的变化，一方面，限额以上零售额数据月度增速自 9 月回归正增长，环比改善明显；另一方面，主要上市珠宝企业前三季度营收、净利润增速多较半年报有所改善。我们认为黄金珠宝市场或已渡过最艰难的“寒冬期”，在中高端消费企稳以及春节婚庆潮的推动下，市场有望延续弱复苏态势。

图表 4：2015-2016 年限额以上黄金珠宝零售额同比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：主要上市珠宝企业 2014-2016 年营收&净利润同比增速 (%)

	营业收入同比增速					净利润同比增速				
	2014	2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	2014	2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016
老凤祥	-0.45	8.76	-5.71	-0.99	-1.02	5.62	18.88	-16.95	14.90	5.79
豫园商城	-14.96	-8.36	-3.77	-12.88	-20.06	2.25	-19.52	-86.52	-35.97	134.68
潮宏基	19.11	8.92	0.54	-2.54	4.31	25.46	15.68	0.43	0.10	0.97
爱迪尔	10.76	-5.13	22.59	-11.63	132.99	-3.96	-22.88	-21.51	-61.63	83.33

来源：wind，国金证券研究所

注：港股上市公司财年口径不同

1.2 婚庆需求平稳&消费升级推动，钻石行业仍有广阔空间

目前，我国是世界第二大钻石消费市场，2015 年进口钻石金额 74.6 亿美元。从市场构成来看，中国传统文化崇尚黄金，黄金市场份额约占 50%，钻石首饰为第二大品类，我们推算终端零售规模约 1000 亿。对比国际市场，钻石珠宝所占份额最大 (47%)，黄金/铂金仅占 42%/6%的份额，美国、日本、欧洲等发达市场均以钻石珠宝为主流。

图表 6：中国珠宝市场构成



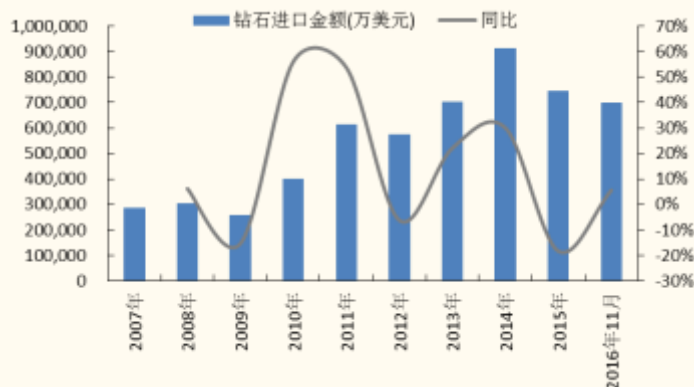
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 7：国际珠宝市场构成



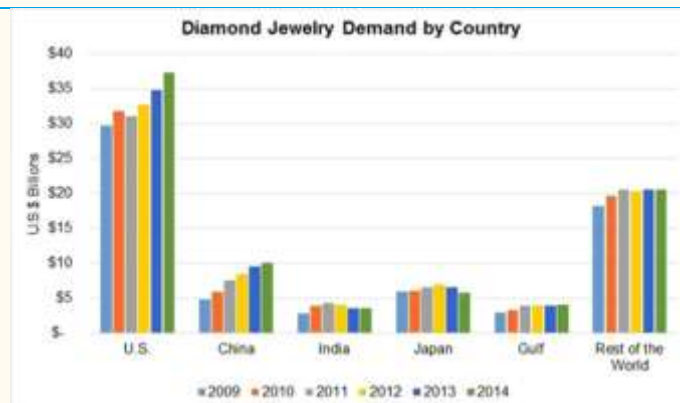
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 8：中国钻石进口额保持较快增长



来源：海关总署，国金证券研究所

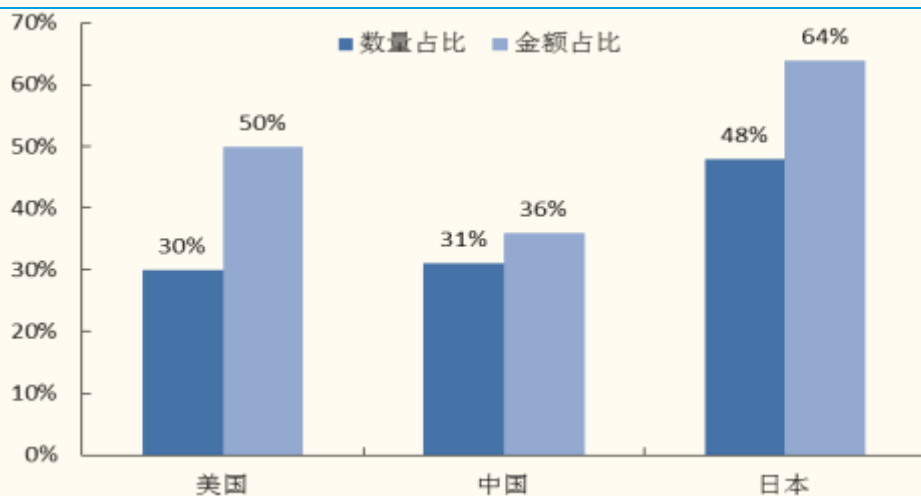
图表 9：中国是第二大钻石消费市场



来源：戴比尔斯，国金证券研究所

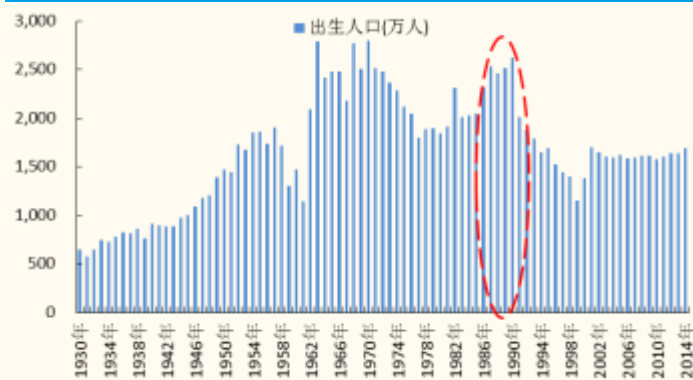
婚庆购买需求占比 36%，未来 5 年结婚人数将稳中有降。受国外文化影响，钻石消费已成为刚性需求，是情侣、结婚、周年纪念的重要消费部分，根据戴比尔斯的调研数据，国内的千禧一代(出生于 1980-2000 年)婚庆相关消费占钻石市场规模的 36%。上世纪 80 年代中后期是中国人口出生率较高的时间段，海量人口于 2007 年至 2016 年左右进入婚龄，他们为珠宝消费提供稳定消费需求。我们分析了过去 7 年登记结婚人数与适婚年龄人口的比例关系，以 22 岁到 30 岁为适婚年龄段，登记结婚人数占比稳定在 6.2% 左右，以此推算未来 5 年新增结婚人口数量将继续保持 900 万对/年以上的较高水平，但稳中有降。在**结婚人均钻石消费金额恒定假设下**，婚庆相关钻石消费将随着适婚人口数量的减少而有所下滑，2016-2020 年婚庆钻石消费复合增速为 -3.9%，2021-2025 年复合增速在 -3.3%。

图表 10：千禧一代婚庆消费占钻石市场比重



来源：戴比尔斯，国金证券研究所

图表 11：我国历年出生人口



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：全国登记结婚人数



来源：民政部，国金证券研究所

图表 13：未来 10 年结婚人口预测 (万对)



来源：国金证券研究所

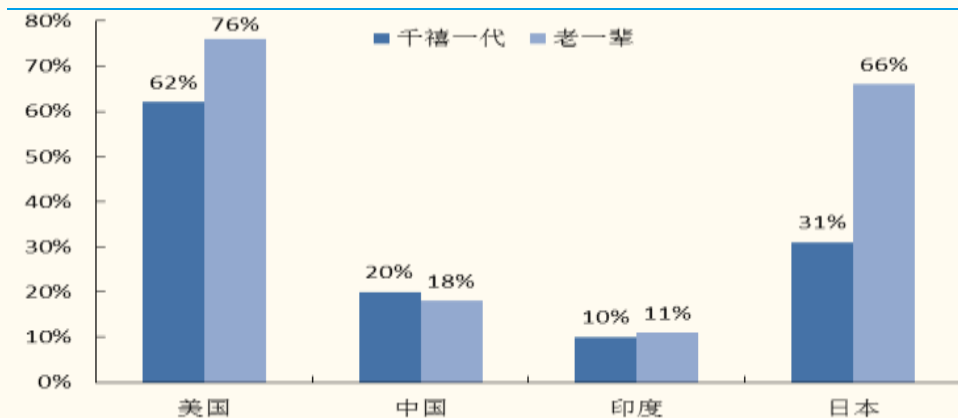
图表 14：适婚人口高峰渡过，婚庆钻石消费将有所回落



来源：国金证券研究所

客单价&消费频次上升将继续支撑钻石消费增长。虽然在人均婚庆钻石消费金额恒定假设下，钻石婚庆消费规模将有所下滑，但随着购买力提升，钻石消费客单价处于提升趋势。随着国内消费升级进程的推进，对钻石的定位也逐步从爱情的见证转移至时尚配饰，成为拥有者表达自我兴趣审美的象征。新生代的钻石消费者认可更加时尚化、个性化的钻石饰品，希望其成为日常搭配的珠宝，渴望拥有不止一件钻石配饰。此外，钻石文化在消费升级下将向三四线城市延伸，有望给市场带来新的增量。根据戴比尔斯的数据，中国千禧一代和老一辈女性拥有钻石珠宝的比例仅有 20%、18%，远低于日美等国家，具有较大的提升空间；**2016-2022 年中国钻石市场稳健成长，将保持 CAGR=5%的增速。**

图表 15：各国不同年龄段女性钻石拥有情况



来源：戴比尔斯，国金证券研究所

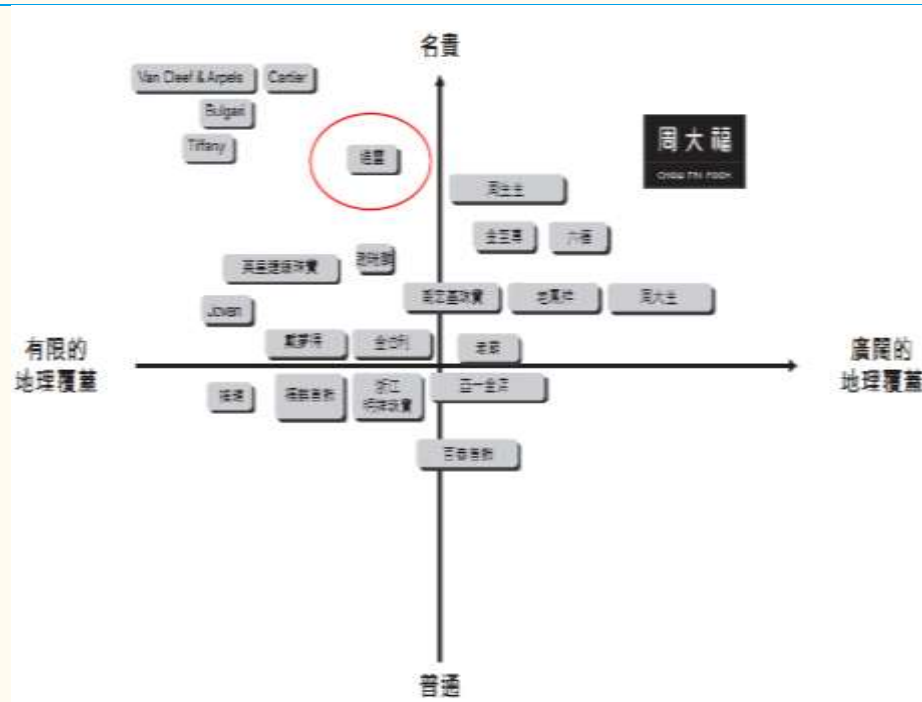
1.3 行业竞争加剧，品牌运营和整合能力是胜出关键

目前，国内市场上珠宝品牌众多，国外奢侈品牌如卡地亚、蒂芙尼、宝格丽及香港品牌周大福、周生生、谢瑞麟、六福等均已进入中国市场，我国珠宝首饰市场呈现境内品牌、香港品牌、国外品牌鼎足三分的态势。高端市场主要由国际一线品牌如卡地亚、蒂芙尼、宝格丽垄断，国内品牌和香港品牌主要定位中高端市场，以中产阶级为主要目标消费群体。

从运营模式来看，珠宝企业可大致分为直营模式，加盟模式和联营模式。国际一线品牌均采取自营模式，国内品牌多采用加盟模式，香港品牌介于两者之间。与加盟联营模式相比，自营模式能给予珠宝零售商较大的经营控制权，更接近消费人群。此外，由于中间环节的减少，珠宝商可以享受更大的利润空间。但由于地域方面的限制，开设数量众多的自营店需要耗费大量的资金。所以，虽然加盟和联营模式渠道管控力差、品牌形象难以维护、信息流通不畅，但具备成本优势可实现快速扩张，在国内品牌中较为盛行。

虽然珠宝行业已经渡过高速增长“黄金时期”，但行业仍停留在粗放式发展阶段，市场高度分散、品牌附加值低、产品同质化，各个环节均存在巨大的整合提效空间，领先品牌企业行业竞争力和集中度有望继续提升。我们认为品牌/渠道运营和整合能力将是下一阶段珠宝零售业的竞争关键。

图表 16：各珠宝品牌商品牌定位与渠道建设情况



来源：公司公告，国金证券研究所

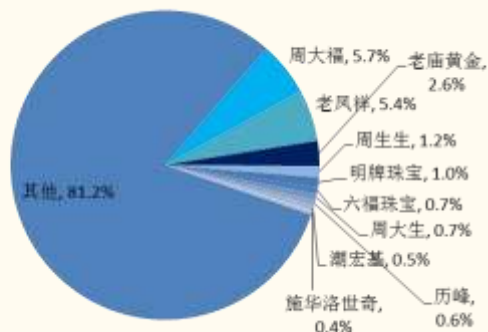
图表 17：国内主要品牌商渠道建设模式及产品品类分布情况

项目	潮宏基	明牌珠宝	老凤祥	谢瑞麟	周大福	爱迪尔	六福集团	通灵珠宝
直营店模式	少	少	少	少	少	少	少	高
专厅模式	高	中	少	高	高	少	高	高
加盟商模式	少	少	中	少	少	高	中	少
经销模式	极少	高	高	无	少	中	少	无
钻石饰品占比	中	低	低	高	中	高	中	高
翡翠饰品占比	极少	极少	极少	无	极少	少	极少	中
黄金、铂金饰品占比	中	高	高	低	高	少	中	少

来源：公司公告，国金证券研究所

行业整合浪潮将至，市场集中度进入快速提升期。目前，国内市场上品牌较多，市场份额较为分散，市场竞争激烈。据欧睿数据，珠宝行业 CR10 市场份额仅占 18.8%。按照欧美等国家珠宝行业的发展路径，珠宝零售市场的规模化、集中度将逐步提升，形成几家多品牌、多渠道的珠宝零售集团主导市场的格局。我国珠宝业本身也正处于从粗放、分散化经营向品牌化、连锁化经营过渡期间，过去 10 年我国限额以上企业黄金珠宝消费额 CARG=28%，高于整体市场规模的增长。在需求下行的大背景下，实力雄厚的品牌企业、机制灵活的民营企业、具有较好融资渠道（如上市企业）企业更占优势，能通过逆市扩张和并购抢占市场份额。

图表 18：国内珠宝市场份额高度分散



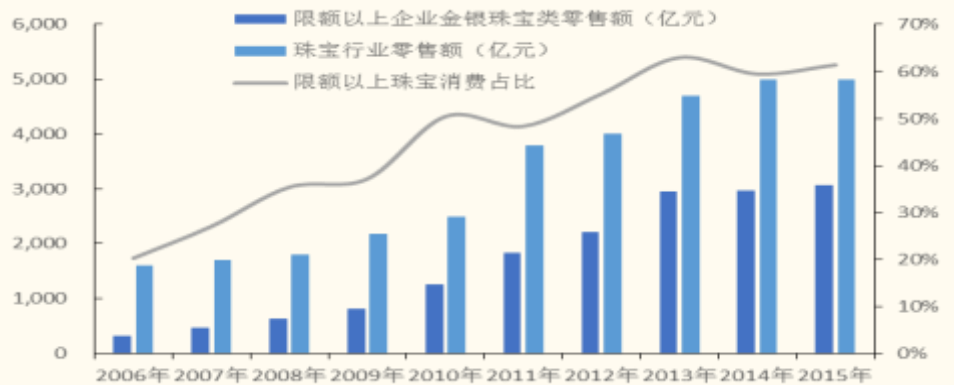
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 19：品牌商纷纷跑马圈地，门店快速扩张



来源：Wind，国金证券研究所

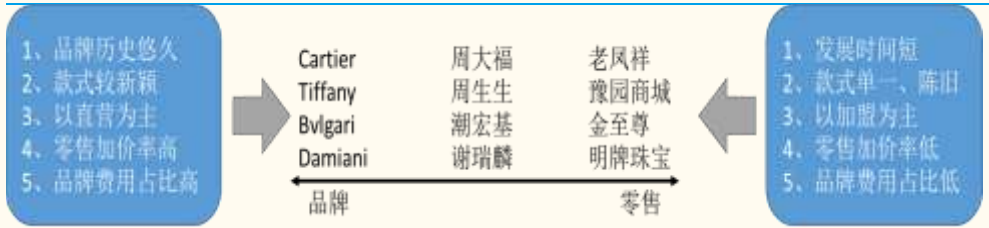
图表 20：限额以上企业珠宝零售额占比呈上升趋势



来源：Wind，国金证券研究所

品牌附加值低，从粗放扩张向品牌运营转型。过去，珠宝企业不仅将上游设计、制造环节大比例外包，而且下游渠道扩张模式以加盟、经销为主，产业链条冗长、终端门店管控力低，不利于设计师团队的培养和品牌升级。产品同质化是国内珠宝行业面临的重要问题，大量的珠宝产品仍以走量为主，品牌附加值低。未来，消费佩戴将逐步成为珠宝首饰的主导需求，核心卖点将从产品材质转移至产品设计/品牌价值上，具有较强产品溢价和品牌/渠道运营能力的企业竞争壁垒将更为明显。

图表 21：以品牌驱动和以零售驱动的珠宝企业模式



来源：国金证券研究所

二、通灵珠宝：克拉世界的营销大师，布局全国市场扩张

2.1 直营模式起家，自江苏向全国扩张的中高端珠宝品牌

公司成立于 1999 年，主要从事珠宝首饰产品的设计、研发及销售业务，产品定位是创造值得“为下一代珍藏”的中高端珠宝品牌。公司产品销售来源于旗下“TESIRO 通灵”和“传世翡翠”两个自有品牌，“TESIRO 通灵”定位于以钻石为主的中高端镶嵌类首饰，“传世翡翠”定位于中高端翡翠镶嵌类首饰及纯翡翠首饰。

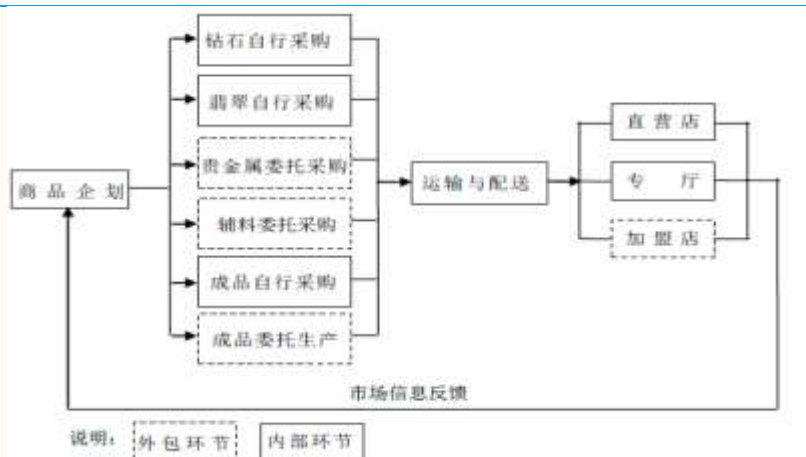
图表 22：公司大事记

年份	重大事件
1999 年 11 月	马峻、沈东军共同投资设立江苏通灵翠钻有限公司
2011 年 9 月	整体变更为江苏通灵珠宝股份有限公司，注册资本 15,000 万元
2011 年 12 月	引入战略投资者 Eurostar Diamonds International S.A.(卢森堡欧陆之星，其下属公司在 DTC 拥有看货商席位)、香港欧陆之星，分别持股 10%、5%；并被独家授权世界顶级钻石切割专利“蓝色火焰”
2013 年	发布“安特卫普之星”系列，公司净利润超过 1 亿元
2016 年 11 月	在上海证券交易所挂牌上市

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司打造自主设计、生产外包、自营零售的业务体系。在前端，公司根据直营店反馈信息及设计师采风情况，对产品进行设计并集中采购；在中端，公司将制造环节外包，基于“Q.C.D.S”（即质量、成本、交货及服务能力）确定合格供应商进行委托加工；在终端，公司建立以直营店、专厅等自营为主的营销网络销售自有品牌产品。

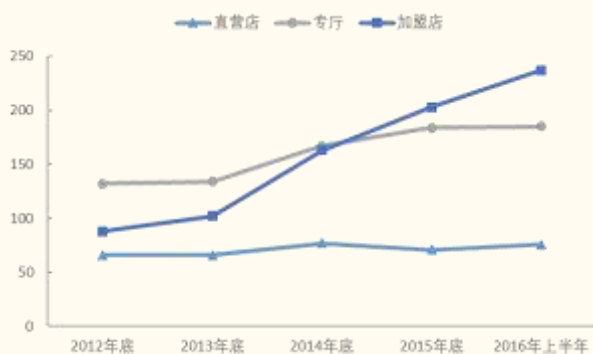
图表 23：公司业务模式



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

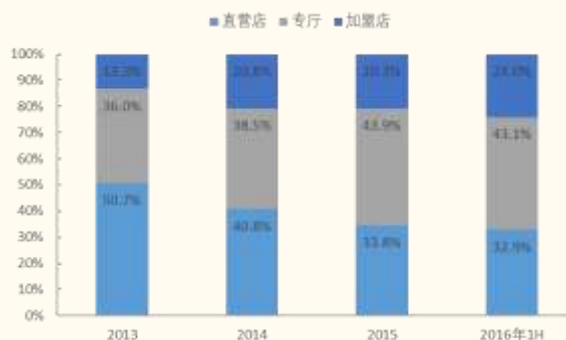
立足江苏，实现跨区域扩张。公司成立之初，一直以自营模式进行业务拓展，经营区域集中在江苏省内。2013 年以来，为进一步拓展业务，巩固领先优势，公司加大加盟店和专厅（百货商场店）的建设力度，以此向江苏省外市场迅速拓展。凭借公司较强的渠道扩展及运营能力，网点网络迅速拓展，13-15 年公司门店数量的复合增长率为 23.69%，加盟店数量攀升迅猛。截止 2016 年上半年，公司在全国拥有门店 498 家，省外门店占比 60.4%，其中直营店 76 家、专厅 185 家、加盟店 237 家。

图表 24：公司专厅、加盟门店数量快速增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 25：公司直营店、专厅、加盟店营收占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 26：公司门店分布（截止 2016 年 06 月末）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

IPO 突破资金瓶颈，有望加速全国布局步伐。此次 IPO，公司募集资金 8.66 亿元，扣除发行费用后 7.95 亿元。募集的资金将用于强化公司营销网络建设、建立统一协同管理的平台、投资设计中心建设项目并补充流动资金。其中，5.7 亿募集资金用于营销网络建设，计划在全国 18 个省市新设自营门店 121 家，其中包括 8 家旗舰店、55 家标准店和 58 家专厅。公司目前自营店主要位于华东地区，网点密集度和品牌认知度较高，但在其他区域的营销网络建设相对滞后，辐射力和渗透力不足，此次门店扩张有望补齐区域短板，加速公司在其他地区的业务拓展步伐。

图表 27：公司 IPO 募集资金用途

序号	项目名称	拟投入募集资金（万元）	建设期
1	营销网络建设项目	56,533	36 个月
2	企业信息化管理系统建设项目	6,947	24 个月
3	设计中心建设项目	1,713	12 个月
4	补充流动资金	14,300	-
共计		79,493	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 28：公司募投项目营销网络建设布局

区域	包含省市	募投项目新建		
		旗舰店	标准店	专厅
华东	上海、浙江、安徽、山东、江苏	6	24	26
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	0	6	11
华南	广西	0	0	2
华中	河南、湖北	0	9	6
西北	陕西	1	4	4
西南	四川、重庆	1	6	5
东北	黑龙江、辽宁	0	6	4
	合计	8	55	58

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 业绩逆势成长，盈利能力优于同业

自 14 年以来，受困需求低迷、金价下跌，珠宝企业整体经营压力剧增。在行业低迷期，公司仍能保持稳健的发展步伐，彰显强大的运营能力。13-15 年，公司营业收入为 11.62/14.32/14.91 亿元，分别同比增长-0.49%/23.25%/4.08%；净利润为 1.15/1.71/1.81 亿元，分别同比增长 47.57%、5.24%、23.64%。16 年，公司更是逆势实现高增长，前三季度实现营收 12.25 亿元，同比增长 12%，实现净利润 1.75 亿元，同比增长 23.64%。

图表 29：通灵珠宝历年营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：通灵珠宝历年净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

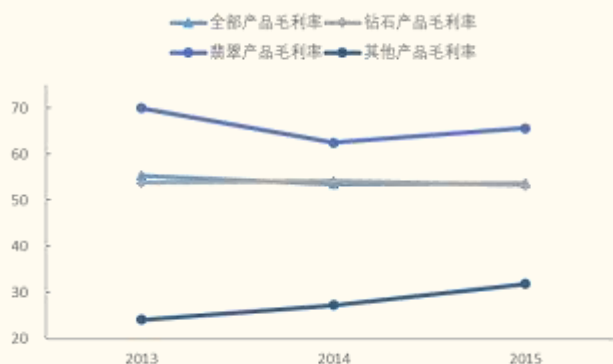
从产品类别来看，公司以销售钻石饰品为主，钻石产品营业收入占总营收的比重逐年上升，2015 接近 90%，达到 13.09 亿元。受翡翠市场低迷影响，翡翠饰品的营业收入逐年下降，2015 年公司总营收的 8.4%。2015 年翡翠、钻石的毛利率分别为 65.7% 和 53.2%。2013-2015 年公司毛利率分别为 55.4%/53.6%/53.7%。

图表 31：2013-2015 年公司产品营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：2013-2015 年产品毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

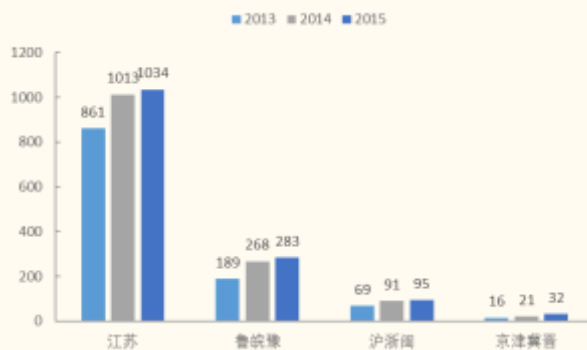
分地区来看，江苏地区贡献了公司大部分的营业收入。公司在江苏地区有较强的品牌影响力，15 年公司在江苏地区营收达到 10.34 亿元，占公司总营业收入的 70.15%，其次是鲁皖豫、沪浙闽地区，2015 年实现营收 2.83/0.95 亿元，占比 19%、6.5%。近些年来，公司在扎根江苏的同时，积极向全国扩展业务。截止 2016 年上半年，公司门店已覆盖 20 个省市自治区，在其他地区的营业收入稳步上升。

图表 33：2015 年地区营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2013-2015 年公司地区营收（百万）

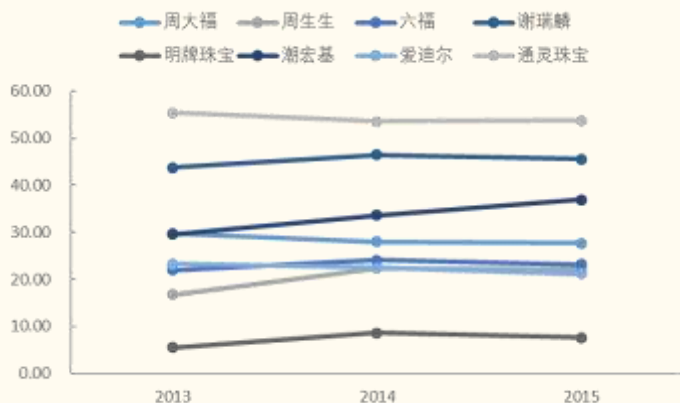


来源：Wind，国金证券研究所

盈利能力行业领先，具备较强市场竞争力。由于无论是与香港品牌（周大福、周生生、六福集团、谢瑞麟）、国内品牌（明牌珠宝、潮宏基、爱迪尔）相比，公司的盈利能力都处于较高水平。虽然钻石具有单件价值高、周转率低、毛利率高的特点，但与产品结构和零售模式都较为相似的谢瑞麟和潮宏基相比，公司毛利率仍有优势，自营模式（包括直营店和专厅）的毛利率在 50% 以上。

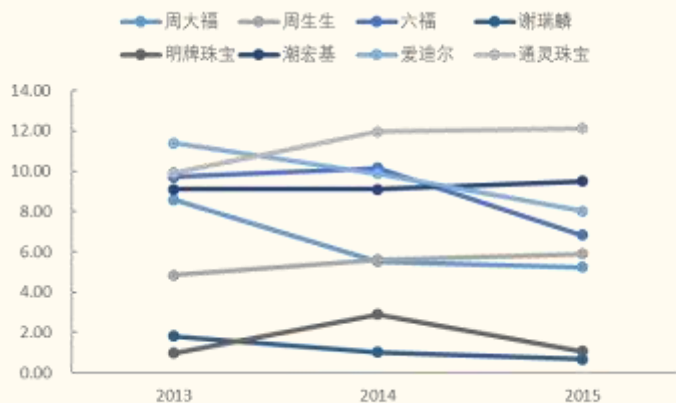
公司近三年净利率分别为 9.93%、11.96%、12.11%，远高于同行水平；资产负债率 31%，略低于行业水平；ROE 长年处于 15% 高位，领跑国内同业。我们认为公司品牌影响力较强，拥有一定溢价能力，直营模式紧跟客户需求变化，产品个性化、体验性强，具备较强市场竞争力。

图表 35：2013-2015 年各公司毛利率对比



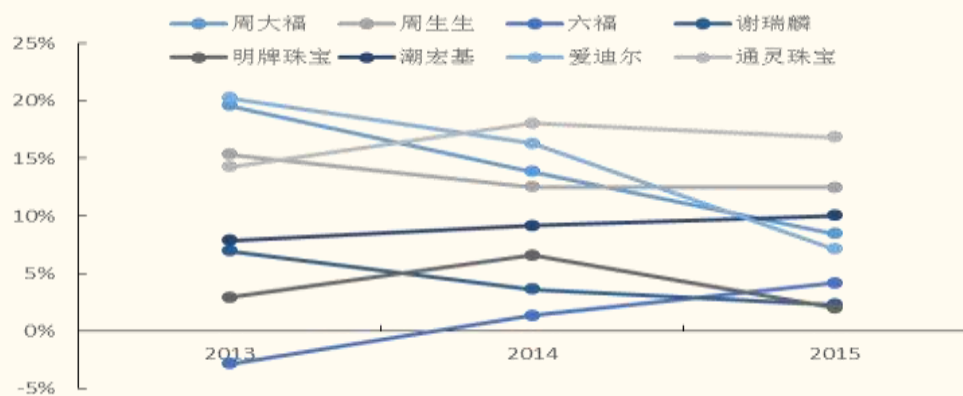
来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：2013-2015 年各公司净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：2013-2015 年各公司 ROE 对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：2013-2015 通灵珠宝、潮宏基不同渠道模式收入占比&毛利率

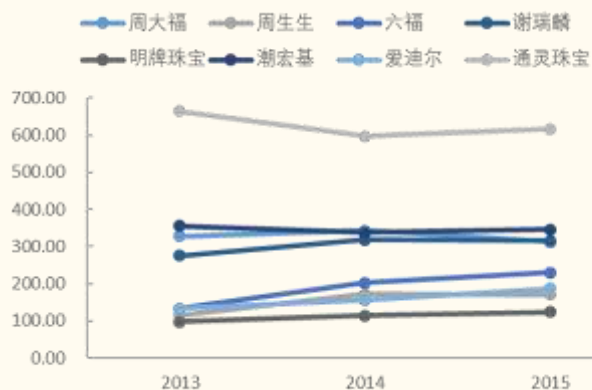
		2013 年		2014 年		2015 年	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
通灵珠宝	直营	50.70%	63.57%	40.77%	62.77%	35.75%	63.75%
	专厅	36.00%	52.23%	38.46%	54.47%	43.93%	53.64%
	加盟	13.30%	32.92%	20.77%	33.77%	20.32%	35.92%
潮宏基	自营	94.35%	29.74%	89.31%	33.42%	87.90%	37.76%
	加盟	5.40%	24.47%	10.12%	33.98%	11.89%	28.99%
	批发	0.25%	7.23%	0.56%	23.83%	0.22%	10.14%

来源：各公司年报，国金证券研究所

注：公司直营渠道以钻石为主，潮宏基直营渠道销售钻石和黄金

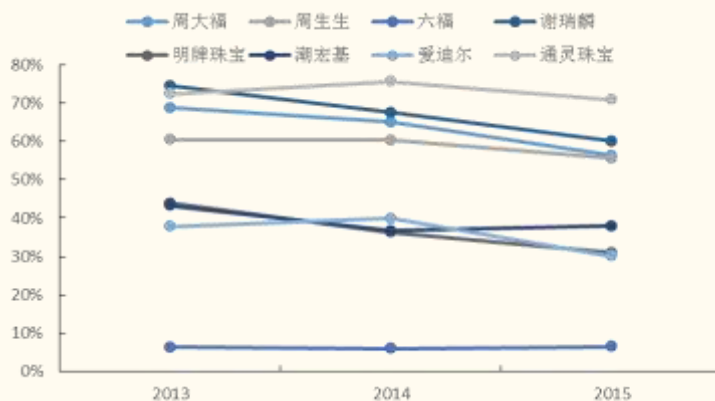
营运能力有待改善，存货周转慢于同业。公司 13-15 年营业周期分别为 687/619/644 天，具体来看，公司应收账款周转天数处于行业平均水平，存货周转天数相比同行业显著较高，长年在 600 天以上。此外，公司存货占总资产比重在 70%以上，较直营模式的同业也有所偏高。虽然公司周转偏慢与产品结构、品牌定位和直营占比有关，但与钻石行业平均 1-1.5 年周转率相比，营运能力有待改善。

图表 45：2013-2015 年各公司存货周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：2013-2015 年各公司存货/总资产对比

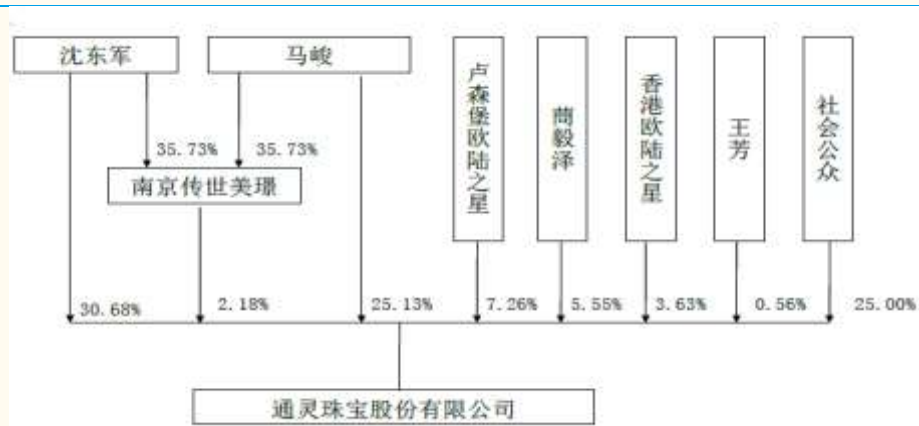


来源：Wind，国金证券研究所

2.3 欧陆之星战略入股，产业链资源丰富

公司的控股股东、实际控制人为沈东军先生和马峻先生，直接间接持有公司 57.99%的股权。在公司发展历程中，先后引入钻石行业卢森堡欧陆之星、香港欧陆之星作为战略投资者，其中卢森堡欧陆之星总经理、董事 Jiang Jacky 是香港欧陆之星的实际控制人，但两家公司不存在实际控制关系，目前分别持有公司 7.26%、3.63%的股权。

图表 39：公司股权结构（2016 年 11 月 23 日）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

战略投资者产业资源丰富，提升公司供应链竞争力。香港欧陆之星实际控制人 Jiang Jacky 在钻石行业从业多年，是行业资深专家；卢森堡欧陆之星是国际知名的钻石投资公司，下属公司在 DTC(戴比尔斯)拥有看货商席位，是全球重要的成品钻石供应商。公司两大战略投资者在资金、管理、技术上拥有较强实力，产业链资源丰富，与公司存在巨大的业务协同空间，提升公司市场竞争力。

卢森堡欧陆之星是公司钻石最大供货商，股权绑定下助力公司采购优化。公司主打产品为“蓝色火焰”89 面异型切割钻石，其相对普通切工的钻石有更加绚丽的火彩，2009 年卢森堡欧陆之星将 89 面钻石切工技术无偿转让给公司，公司委托卢森堡欧陆之星下属企业加工供货。目前，卢森堡欧陆之星在中国的控股子公司欧陆之星(上海)有限公司及上海欧宝丽实业有限公司是公司钻石第一大供应商，13-15 年采购金额占总金额的 44.75%、44.93%、57.14%。凭借双方股权联系，公司获得稳定的货源供应，并在采购价格、账期方面或具有一定优势。

2.4 深谙跨界娱乐营销，品牌价值凸显

与一般消费品不同，拥有、佩戴珠宝更多地被视为一种文化、时尚、一种生活态度，满足着人们精神生活的需要。珠宝玉石首饰生产、加工、销售直至配饰与收藏，无不渗透着丰富的文化内涵。对于珠宝企业来说，具有品牌知名度优势的公司往往能够获得更高的产品附加值和毛利，品牌文化建设对于扩大客户群体和市场影响力，增加客户忠诚度有着举足轻重的作用。

公司以“蓝色火焰”为代表，致力于实施超级单品战略，以培育独特切工，独特设计的产品作为塑造品牌差异化的重点，通过坚持主推单一产品，在消费者心中建立清晰、巩固的品牌印象。公司“王后”、“安特卫普之星”、“皇家博物馆”等品牌产品均蕴含比利时钻石文化，设计鲜明。

图表 40：公司产品均具有丰富文化内涵

蓝色火焰		蓝色火焰是通灵珠宝旗下高端珠宝品牌，主营蓝色火焰真心钻石饰品，独有的89切面，比57面切工钻石多出56%，火彩更为璀璨，曾获比利时政府颁发奖项。
王后		MYQUEEN(王后)是为纪念比利时国王菲利普和王后玛蒂尔德加冕二设计，并于2013年9月27日在钻石之都安特卫普，由比利时国王菲利普、王后玛蒂尔德和通灵珠宝CEO沈东军先生共同发布。MYQUEEN（王后）系列，两个心型爪托，与托起的钻石，形成镂空的心型镶口，360度展示钻石火彩。
皇家博物馆		2011年通灵珠宝受邀参加了在“世界钻石之都”安特卫普举行、由比利时国王亲临揭幕的“MAS 博物馆”开馆仪式，为了纪念这重要时刻，通灵珠宝发布了ROYAL MUSEUM（皇家博物馆）系列。
安特卫普之星		通灵珠宝为继承比利时550年钻石文化，设计出“安特卫普之星”系列，并由安特卫普副市长Philip Heylen亲自命名，其作品也被比利时红星博物馆永久珍藏。
皇家全火彩		通灵珠宝设计镶嵌“Ultra Flame Class Diamond”（“全火彩”级钻石）的结婚钻戒系列，并获邀参展2015年米兰世博会，全球仅有少量的钻石可被筛选打造“皇家全火彩”级钻石，火彩极致璀璨。
传世翡翠		通灵传世翡翠是通灵珠宝旗下翡翠品牌，柏林电影节指定珠宝。
传世翡翠——“飞天”系列		采用传统敦煌飞天元素，时尚与文化的完美结合，极具“现代东方美”。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 跨界娱乐营销，提升品牌高度

与国际一线奢侈品牌采用的跨界娱乐营销模式一样，公司通过赞助柏林电影节，与影视明星合作，极大地提升了品牌的国际化知名度。通灵珠宝已连续 7 年与柏林电影节合作，成为柏林电影节唯一指定珠宝。同时，借助柏林电影节的资产转化，通灵珠宝专门开发了“柏林之星”“梦想之星”等多个子品牌，产品国际化程度不断提升。

此外，公司在 2015 年通过植入现象级偶像剧《克拉恋人》，打造了公司品牌、产品与剧情全融合的营销新模式。通过人物、剧情设定及场景打造，传播了通灵珠宝品牌及“为下一代珍藏”的品牌定位，跨越性地完成了品牌在全国范围的阶段性突破。借助《克拉恋人》的传播热度，通灵珠宝还顺势选择唐嫣作为品牌形象代言人，推出“百变风情嫣”系列、“钻石嫣”等新的子品牌，吸引年轻消费者，将影视资产持续最大化发挥效益。2015 年另一热播都市剧《最佳前男友》中，长腿女神江疏影所饰演的女主角收到的定情信物也正是通灵珠宝的“蓝色火焰”系列。2016 年，公司实际控制人沈东军又联合投资出品了《翡翠恋人》、《八月未央》等多部都市情感偶像大剧。通过与热门 IP、影视明星的良好合作使通灵珠宝可以以形象生动的方式润物细无声地走进消费者的心中，提高品牌的认可度。

图表 41：通灵珠宝在《克拉恋人》广告植入



来源：互联网，国金证券研究所

图表 42：通灵珠宝在《克拉恋人》广告植入



来源：互联网，国金证券研究所

■ 与比利时王室合作，形成王室品牌资产优势

比利时安特卫普是全球四大钻石切割中心之一，从 15 世纪中叶开始就成为世界“钻石之都”，且钻石切割工艺最为精湛。公司长期以来致力于推广比利时优质切工，与比利时王室/政府有着良好的合作关系。2013 年 9 月，新加冕的菲利普国王与王后玛蒂尔德共同见证通灵珠宝“MYQUEEN”系列全球首发。比利时王室/官方与公司间的频繁的亲密互动，说明比利时王室与政府对通灵珠宝品牌价值给予认可与肯定，使公司在行业内权威性大幅提高，增加了消费者对通灵珠宝品牌的选择和信任。

图表 43：公司与比利时王室合作主要事件

时间	事件
2011 年 5 月	通灵珠宝的钻石饰品成为比利时国家博物馆馆藏珍品，借此推出“皇家博物馆”系列产品
2013 年 9 月	总裁沈东军受到比利时新任国王接见，比利时王后见证通灵珠宝“王后”系列发布
2013 年 9 月	发布“安特卫普之星”系列，被比利时红星航线博物馆永久珍藏
2013 年 10 月	比利时政府授予沈东军先生“比利时优质切工钻石中国推广第一人”
2015 年 7 月	沈东军获授“利奥波德军官级国王勋章”，这是比利时王室第一次将该级别勋章授予中国工商界人士
2016 年 11 月	比利时驻上海总领事 Paul Lambert 参加通灵珠宝上市敲锣仪式

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

公司上市后，将利用募集资金加速拓展营销网络，通过全国布局打开新的增长空间，而丰厚的上游产业资源、颇具影响力的珠宝品牌以及较强的商业运营能力也将缩短新区域品牌培育期，加速利润释放。我们预计公司 2016-18 年收入增速分别为 11.9%、19.9%、25.7%，净利润增速分别为 26.37%、21.77%、26.65%，16-18 年 EPS 分别为 0.94、1.15、1.45 元，对应 PE 分别为 41.4X、34.0X、26.8X。

图表 44：公司业务分部预测

业态	项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
直营店	门店数	66	77	71	83	107	130
	销售收入	589.3	584.0	533.0	570.9	712.5	925.6
	销售成本	214.7	217.4	193.2	208.4	260.1	337.8
	毛利率	63.57%	62.77%	63.75%	63.50%	63.50%	63.50%
专厅	门店数	134	167	184	192	220	257
	销售收入	418.4	550.9	654.9	714.8	792.5	955.8
	销售成本	199.9	250.8	303.6	332.4	368.5	444.5
	毛利率	52.23%	54.47%	53.64%	53.50%	53.50%	53.50%
加盟店	门店数	102	163	203	265	330	410
	销售收入	154.6	297.5	302.9	382.1	494.5	632.1
	销售成本	103.7	197.0	194.1	244.6	316.5	404.5
	毛利率	32.92%	33.77%	35.92%	36.00%	36.00%	36.00%

来源：国金证券研究所

钻石珠宝行业受益消费升级，仍有广阔发展空间。行业正从粗放扩张向成熟期过渡，整合和品牌运营能力是关键。公司以直营模式起家，通过持续品牌投入和出色的跨界娱乐营销提升品牌知名度和溢价能力，产品设计、供应链能力、盈利能力领先。公司立足江苏，将在募集资金支持下布局全国市场，进一步提升市场份额和品牌影响力。首次覆盖给予“**增持**”评级！

四、风险提示

- 1、行业景气度下行，直营店存货积压；
- 2、全国扩张效率低、募投项目收入贡献不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,162	1,432	1,491	1,668	1,999	2,513
增长率		23.2%	4.1%	11.9%	19.9%	25.7%
主营业务成本	-518	-666	-689	-785	-945	-1,187
%销售收入	44.6%	46.5%	46.2%	47.1%	47.3%	47.2%
毛利	644	767	802	882	1,054	1,327
%销售收入	55.4%	53.5%	53.8%	52.9%	52.7%	52.8%
营业税金及附加	-40	-40	-47	-42	-50	-63
%销售收入	3.4%	2.8%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-349	-383	-391	-434	-520	-654
%销售收入	30.0%	26.7%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
管理费用	-83	-103	-116	-110	-130	-158
%销售收入	7.1%	7.2%	7.8%	6.6%	6.5%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	173	241	248	297	355	452
%销售收入	14.8%	16.8%	16.7%	17.8%	17.7%	18.0%
财务费用	-7	-7	-7	8	17	18
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-2	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	164	231	237	305	371	470
营业利润率	14.1%	16.1%	15.9%	18.3%	18.6%	18.7%
营业外收支	0	0	4	0	0	0
税前利润	164	231	241	305	371	470
利润率	14.1%	16.1%	16.2%	18.3%	18.6%	18.7%
所得税	-48	-59	-61	-76	-93	-118
所得税率	29.5%	25.6%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	115	171	181	229	279	353
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	117	172	181	229	279	353
净利率	10.0%	12.0%	12.1%	13.7%	13.9%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	115	171	181	229	279	353
非现金支出	13	14	16	11	15	19
非经营收益	1	0	-1	1	0	0
营运资金变动	-183	-135	-82	-269	-203	-185
经营活动现金净流	-54	50	113	-28	90	186
资本开支	-24	-32	-48	-22	-64	-55
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-32	-48	-22	-64	-55
股权募资	0	0	0	809	0	0
债权募资	35	5	-20	-48	0	0
其他	-2	-33	-54	-1	0	0
筹资活动现金净流	33	-28	-74	760	0	0
现金净流量	-44	-11	-9	710	26	131

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	67	73	88	798	824	955
应收款项	85	109	138	137	164	207
存货	956	1,251	1,108	1,398	1,657	2,016
其他流动资产	65	67	56	101	119	134
流动资产	1,174	1,499	1,390	2,434	2,764	3,311
%总资产	89.0%	90.8%	89.0%	93.0%	92.3%	92.5%
长期投资	8	8	3	3	3	3
固定资产	90	87	87	87	104	109
%总资产	6.8%	5.2%	5.6%	3.3%	3.5%	3.1%
无形资产	41	48	57	69	101	132
非流动资产	145	152	171	182	232	268
%总资产	11.0%	9.2%	11.0%	7.0%	7.7%	7.5%
资产总计	1,319	1,652	1,561	2,617	2,996	3,579
短期借款	65	70	50	0	0	0
应付款项	385	572	370	427	514	645
其他流动负债	43	47	60	69	83	182
流动负债	493	689	480	497	597	828
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	11	8	10	10	10
负债	503	700	489	507	607	838
普通股股东权益	816	953	1,074	2,112	2,391	2,744
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	1,319	1,652	1,561	2,617	2,996	3,579

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.639	0.943	0.992	0.941	1.145	1.451
每股净资产	4.476	5.227	5.890	8.686	9.831	11.282
每股经营现金净流	-0.295	0.275	0.619	-0.116	0.371	0.767
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.28%	18.04%	16.85%	10.83%	11.65%	12.86%
总资产收益率	8.84%	10.41%	11.60%	8.74%	9.30%	9.86%
投入资本收益率	13.82%	17.53%	16.57%	10.56%	11.13%	12.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.49%	23.25%	4.08%	11.87%	19.89%	25.71%
EBIT 增长率	41.08%	39.62%	3.08%	19.61%	19.37%	27.45%
净利润增长率	62.62%	47.57%	5.24%	26.37%	21.77%	26.65%
总资产增长率	-0.85%	25.25%	-5.49%	67.64%	14.49%	19.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.7	22.0	27.6	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	673.5	605.2	625.3	650.0	640.0	620.0
应付账款周转天数	240.1	167.5	188.9	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	28.3	22.1	21.2	18.9	19.0	15.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.30%	-0.33%	-3.54%	-37.79%	-34.48%	-34.83%
EBIT 利息保障倍数	25.3	34.0	36.4	-37.5	-21.1	-24.6
资产负债率	38.16%	42.37%	31.30%	19.36%	20.26%	23.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD