

品牌升级叠加渠道拓展，全年业绩符合预期

核心观点：

1. 事件摘要

公司于 2018 年 3 月 15 日晚发布 2017 年年度报告，2017 年公司实现营业收入 19.64 亿元，较上年同期增长 18.94%；实现归属净利润 3.09 亿元，较上年同期增长 39.67%；实现归属扣非净利润 2.87 亿元，较上年同期增长 29.71%。经营现金流量净额为 1.61 亿元，较上年同期增长 358.47%。

2. 我们的分析与判断

(一) 渠道拓展加快，营收、利润双增长

2017 年公司实现营业收入 19.64 亿元，同比增长 18.94%；实现归属净利润 3.09 亿元，同比增长 39.67%。分渠道来看，截至 2017 年底公司门店数达 712 家，比 2016 年净增加 134 家，直营店/直营厅/加盟店分别为 110/206/396 家，分别净增加 18/6/110 家。其中直营业务/加盟业务销售收入分别为 13.59/5.82 亿元，同比增长 11.95%/38.57%。公司营收增量的主要来源于加盟店的贡献。

(二) 综合毛利率提升 0.5 个百分点，期间费用率保持稳定

公司 2017 年综合毛利率为 54.50%，相比于 2016 年提高 0.51 个百分点，主要系品牌升级和产品结构改善。期间综合费用率为 32.42%，相比 2016 年降低 0.79 个百分点，销售/管理/财务费用同比分别上升 0.16%/-0.38%/-0.57%，管理费用下降主要系职工薪酬费用减少，财务费用下降主要系利息支出减少、取得汇兑收益和获得商品采购现金折扣。

(三) 深度融合王室 IP，持续推进品牌升级

2017 年公司成功收购比利时王室珠宝供应商 Leysen，进一步提高公司品牌和产品的核心竞争力，形成差异化竞争。过去一年，公司通过影视植入、系列活动、媒体宣传等方式有效推动王室 IP 落地。同时，公司从硬软件两方面匹配品牌升级，如打造“王室场景”终端门店，以及对营销人员开展符合消费者心理服务体验模式等培训，以期从终端呈现与品牌调性同步，提升消费者的消费体验。

莱绅通灵 (603900.SH)

推荐 首次评级

分析师

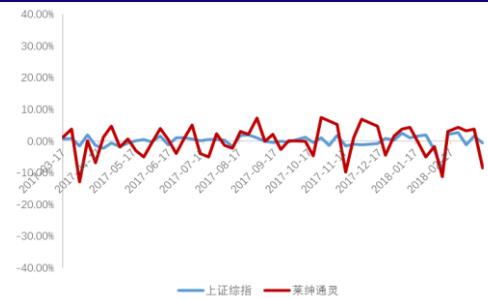
李昂

电话：010-83574538

邮箱：liang_zb@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

行业数据时间 2018.03.16



最新相关研究

《天虹股份 2017 年报跟踪——场景业态升级下的经营质量优势显现，一八年看规模总量效应 2018 年 3 月 15 日》

《新零售专题报告(1)——借力新零售，百货企业能否推动自营比例提升？2018 年 3 月 14 日》

《2018 年行业策略专题报告_新零售引领行业发展新阶段 2018 年 1 月 22 日》

(四) 产品系列化与超级单品并驾齐驱，定位王室珠宝

公司持续推行产品系列化及超级单品策略，根据特定消费人群、融合具体故事进行独特的产品设计。公司在新产品开发中不断引入王室因素，彰显高品质与贵族的生活格调，强化王室珠宝的品牌形象。同时，原热销系列蓝色火焰作为公司品牌裂变的首发已独立设立门店运作，截止报告期末已在全国开设了 25 家门店，2018 年公司将继续落实蓝色火焰品牌裂变，进一步推动单独开店计划。

3. 投资建议

我们认为，公司持续推进品牌形象升级，利用王室 IP 形成差异化竞争，并不断加快全国门店布局，以推动营收高速增长。同时，不断深化营销策略调整提升和全力推进新零售以助力公司主业发展。我们预测公司 2018/2019 年分别实现净利润 3.76 亿 /4.72 亿，对应 PE 为 25 倍/20 倍，对应 PS 为 3.91/3.32 倍。对标国内外行业可比公司 PE 中位数，仍有上升空间。

4. 风险提示

可选消费复苏不及预期；加盟门店数量低于预期等。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1 盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（单位：百万元）	1490.82	1650.93	1963.56	2394.97	2816.09
增长率(%)	4.08%	10.74%	18.94%	21.97%	17.58%
归属母公司股东净利润（单位：百万元）	181.02	221.39	309.50	376.47	471.51
增长率(%)	5.24%	22.30%	39.80%	21.64%	25.25%
EPS（元/股）	0.53	0.65	0.91	1.11	1.38
销售毛利率	53.81%	54.10%	54.50%	54.69%	54.89%
净资产收益率(ROE)	16.85%	10.94%	13.54%	14.87%	16.60%
市盈率(P/E)	51.71	42.28	30.24	24.86	19.85
市净率(P/B)	8.71	4.62	4.10	3.70	3.23
市销率(P/S)	6.28	5.67	4.77	3.91	3.32

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部整理及预测（股价为 2018 年 3 月 15 日收盘价）

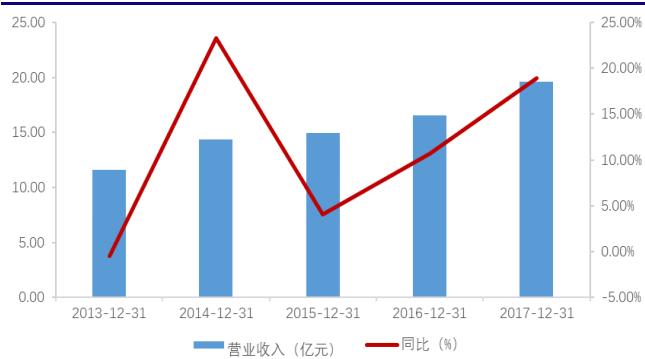
表 2 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	老凤祥	周大生	潮宏基	明牌珠宝	萃华珠宝	均值
PE	19.63	27.70	33.55	40.62	35.29	31.36
PB	3.98	4.97	2.83	1.17	1.89	2.97
PS	0.56	4.32	3.17	1.00	0.81	1.97
境外可比公司						
	周大福	六福集团	周生生	蒂芙尼	西格内特珠宝	均值
PE	24.64	14.46	15.72	27.39	4.67	17.38
PB	2.84	1.74	1.28	4.05	0.91	2.16
PS	2.09	1.44	0.55	0.36	1.42	1.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

2. 公司整体经营运行状况跟踪

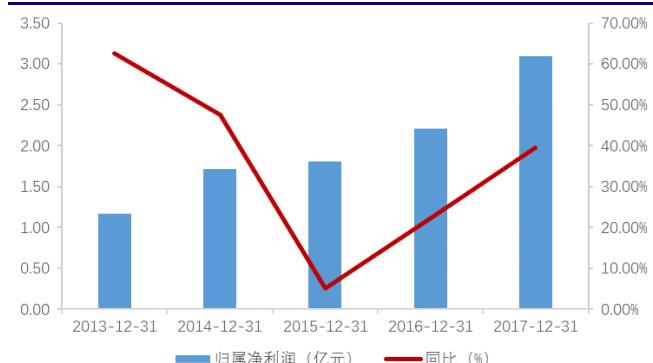
图 1 2013-2017 年度营业收入(亿元)及同比(%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

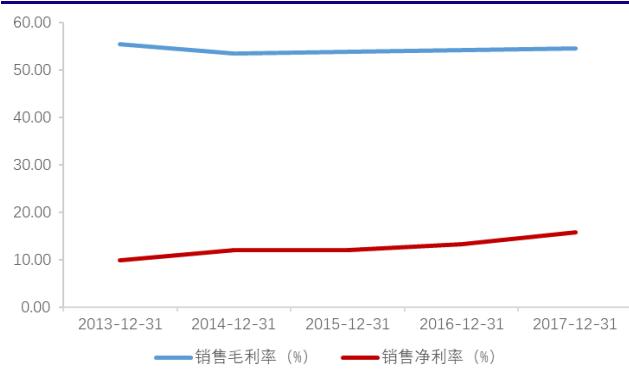
图 2 2013-2017 年度归属净利润(亿元)及同比(%)

图 2 2013-2017 年度归属净利润(亿元)及同比(%)



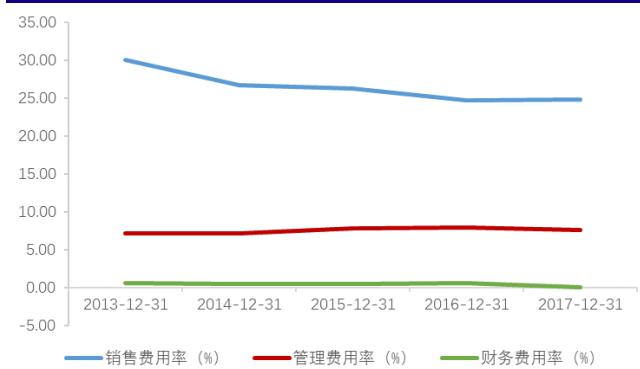
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 3 2013-2017 年度毛利率和净利率变动情况



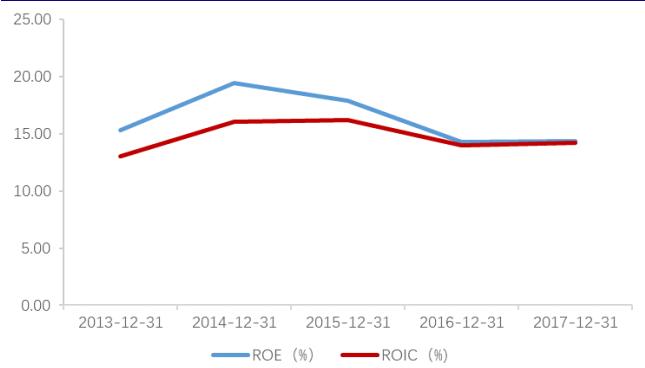
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 4 2013-2017 年度期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 5 2013-2017 年度 ROE&ROIC 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 3 莱绅通灵 2017 年门店整体情况

地区	经营业态	自有物业门店		便利店	
		门店数量(家)	建筑面积(万平米)	门店数量(家)	建筑面积(万平米)
江苏	直营店	1	0.03	64	1.19
鲁皖豫	直营店			14	0.16
沪浙闽	直营店			19	0.20
京津冀晋	直营店			4	0.04
湘鄂赣	直营店			1	0.03
其他	直营店			7	0.06

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

江苏	直营厅		96	0.61
鲁皖豫	直营厅		43	0.25
沪浙闽	直营厅		38	0.15
京津冀晋	直营厅		15	0.08
湘鄂赣	直营厅		5	0.03
其他	直营厅		9	0.04
江苏	加盟		68	0.64
鲁皖豫	加盟		194	1.28
沪浙闽	加盟		55	0.33
京津冀晋	加盟		31	0.16
湘鄂赣	加盟		24	0.15
其他	加盟		24	0.14
合计		1	0.03	711
				5.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 4 莱绅通灵主营业务收入和成本构成

分产品	2017/12/31				2016/12/31			
	营业收入 (单位： 百万元)	占营业收入 比重	营业成本(单 位：百万元)	占营业成 本比重	营业收入(单 位：百万元)	占营业收入 比重	营业成本 (单位： 百万元)	占营业成 本比重
钻石饰品	1782.86	91.87%	814.80	92.28%	1472.58	90.14%	676.34	89.99%
翡翠饰品	101.18	5.21%	32.97	3.73%	109.17	6.68%	35.47	4.72%
素金及其他	56.53	2.91%	35.21	3.99%	51.87	3.18%	39.78	5.29%
合计	1940.56	100.00%	882.98	100.00%	1633.62	100.00%	751.58	100.00%
分地区								
江苏	1128.42	58.15%	459.32	52.02%	1031.41	63.14%	424.99	56.55%
鲁皖豫	461.42	23.78%	245.38	27.79%	342.89	20.99%	191.55	25.49%
沪浙闽	185.11	9.54%	87.99	9.96%	144.70	8.86%	69.67	9.27%
京津冀晋	66.22	3.41%	34.98	3.96%	38.99	2.39%	20.56	2.74%
湘鄂赣	37.07	1.91%	21.69	2.46%	24.81	1.52%	15.11	2.01%
其他地区	62.31	3.21%	33.62	3.81%	50.84	3.11%	29.69	3.95%
合计	1940.56	100.00%	882.98	100.00%	1633.62	100.00%	751.58	100.00%
分渠道								
直营店	624.45	32.18%	204.18	23.12%	522.77	32.00%	182.38	24.27%
直营厅	734.49	37.85%	302.68	34.28%	691.11	42.31%	293.50	39.05%
加盟	581.62	29.97%	376.12	42.60%	419.74	25.69%	275.70	36.68%
合计	1940.56	100.00%	882.98	100.00%	1633.62	100.00%	751.58	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 5 莱绅通灵主营业务毛利率

(单位：%)	2017/12/31	2016/12/31	(单位：%)	2017/12/31	2016/12/31
钻石饰品	54.30%	54.07%	直营店	67.30%	65.11%
翡翠饰品	67.41%	67.51%	直营厅	58.79%	57.53%

素金及其他	37.71%	23.32%	加盟	35.33%	34.32%
主营业务平均	54.50%	53.99%	主营业务平均	54.50%	53.99%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 6 莱绅通灵 2018 年和 2017 年经营计划对比

	2018	2017
推进品牌升级	<ul style="list-style-type: none"> 1.保持与比利时王室和官方良好合作关系，将原产品系列进行升级的基础上新增王室产品系列； 2.继续落实蓝色火焰品牌裂变，进一步推动单独开店计划； 3.终端门店以“王室场景”呈现，打造全新会员俱乐部。 	<ul style="list-style-type: none"> 充分利用资本市场，投资和引进与公司品牌发展相符、行业领域相关的投资项目，并进一步推进 Leysen 公司的并购工作，筹划 Leysen 公司与“Leysen”品牌未来的经营管理和品牌推广。
深化运营策划调整	<ul style="list-style-type: none"> 1.在核心城市开设直营店，并加快促进加盟业务指数型发展； 2.全面推行混合经营模式，按地区划分事业部，通过区块化管理提升直营店精细化管理并加大对加盟业务的支持和管控； 3.全面推动“以门店为最小经营单位”的模式，加强终端门店经营理念，提升经营质量。 	<ul style="list-style-type: none"> 1.继续提炼“蓝色火焰”元素，对超级单品打造； 2.重点完善系列化产品布局，进一步强化品牌资产的落地。
全力推进新零售	<ul style="list-style-type: none"> 1.通过信息化改造及建设、电商和营销联动，开展新零售业务布局； 2.建设基于新零售的 CRM 客户资产管理中心，逐步实现商品共享库存； 3.将营销端流量转化为品牌受众，通过对客户行为轨迹等大数据的采集分析精准营销。 	<ul style="list-style-type: none"> 1.规范内部管理，优化运营架构、深化内部控制评价与审计，加强风险管理合理控制； 2.强化与商场集团总部的资源开拓，推进集团战略合作项目； 3.加强 SAP、CRM 等信息化建设，支撑业务发展，提升经营效率。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

3.重大事项回顾

表 7 莱绅通灵 2017 年重大事项回顾

重大股权投资	<p>公司董事会通过《通灵珠宝股份有限公司对外投资进展公告》宣布公司全资子公司香港通灵投资有限公司向股权出卖人 Henri LEYSEN、Maxime LEYSEN 分别支付 1,957,500 欧元，合计支付首笔款项 3,915,000 欧元；同时，Leysen 珠宝公司在其股权登记文件中载明香港通灵受让其 81% 股权，交易各方分别进行署名。本次股权收购的余款 435,000 欧元，公司将按协议约定向股权出卖人支付。</p>
股权激励计划	<p>公司第二届董事会第十九次、第二十次会议及 2016 年度股东大会决议通过以下议案：1. 关于向激励对象首次授予股票期权的议案，公司拟定 2017 年 7 月 24 日为授予日，向符合条件的 42 名激励对象授予股票期权 243 万份；2. 关于调整 2017 年股票期权激励计划行权价格的议案，公司以总股本 243,195,600 股为基数，向全体股东每股派发现金红利 0.20 元（含税），上述权益分派于 2017 年 7 月 20 日实施完毕。该次权益分派实施后，股票期权行权价格作相应调整，每一份股票期权的行权价格由原 32.42 元调整为 32.22 元。</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4.公司前十大股东情况跟踪

表 8 莱绅通灵前十大股东情况（更新自公司最新报告）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股东性质
1	沈东军	增持	10447.50	2985.00	30.69	0.00	境内自然人
2	马峻	增持	8557.50	2445.00	25.13	0.00	境内自然人
3	EUROSTAR DIAMONDS INTERNATIONAL S.A.	增持	2470.59	705.88	7.26	0.00	境外法人
4	商毅泽	增持	1890.00	540.00	5.55	0.00	境内自然人
5	EURO DIAMOND (HK) LIMITED	增持	1235.29	352.94	3.63	0.00	境外法人
6	南京传世美璟投资管理有限公司	增持	742.84	212.24	2.18	0.00	境内非国有法人
7	中国银行—嘉实成长收益型证券投资基金		354.34		1.04	0.00	其他
8	中国建设银行股份有限公司—嘉实新消费股票型证券投资基金		311.84		0.92	0.00	其他
9	中国农业银行股份有限公司—嘉实领先成长混合型证券投资基金		278.65		0.82	0.00	其他
10	全国社保基金六零二组合		238.55		0.70	0.00	其他
合计			26527.10		77.92		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn