

# 刚泰控股 (600687)

## —珂兰利润率提升, Buccellati 门店高速扩张

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 11.51 元

### 投资要点:

**收购世界第二珠宝品牌 Buccellati, 门店高速扩张。**2017 年公司股东刚泰集团以 14.64 亿现金方式跨境并购 BHI 公司 85% 股权, 目前 BHI 还没有纳入上市公司, 考虑同业竞争, 将来纳入上市公司是大概率事件。根据纽约奢侈品调查研究机构发表的排名, Buccellati 品牌排名世界第二, 仅次于哈利温斯顿。考虑公司目前体量约等于对标品牌宝格丽等品牌 10-20 年前的体量, 这两个品牌目前年营收 60-70 亿元, 假设收入呈线性增长, 品牌宣传顺利, 未来 3 年收入达到 14 亿元, 参考申万珠宝首饰行业平均 PS1.3, 对应公司价值 3 年达到 18 亿元, 如果并入上市公司将增加公司价值想象空间。

**珂兰钻石利润率提升, 完成业绩承诺幅度可能超过市场预期。**珂兰起初以低价策略迅速占领市场, 跑马圈地完成, 线下进行多伦筛选, 进入利润时期, 主打高毛利产品包括“天生一对”、“星耀”系列, 部分产品毛利率可达 70%, 珂兰钻石 2016 年收入达到 17 亿, 近两年珂兰钻石超额完成业绩承诺, 我们认为未来超额完成业绩承诺幅度或超预期。

**公司拟控股黄金钱包, 剥离瑞格传播, 主业更集中。**公司拟收购北京盈衍 50% 以上的股权, 公司与上下游客户有大量的真实交易数据与黄金钱包平台有天然的结合点, 对黄金投资类的产品有直接销售促进作用。瑞格在业务模式, 管控模式上跨行业差异比较大, 激励机制困难, 主要是依赖管控, 剥离瑞格后管理精力更加集中于核心业务, 同时减少购买黄金钱包的现金流压力。

**盈利预测及估值:**不考虑还未并入上市公司的并购项目, 假设 2017、2018、2019 年零售业务收入分别达到 19、21、23 亿元, 占黄金及饰品业务比例进一步上升至 25%、27%、29%, 我们预计公司 2017、2018、2019 年销售收入分别为 80、83、84 亿元, 对应增速-25%、4%、1%, 对应基本 EPS 0.43、0.50、0.55 元/股, 对应 PE 27x、23x、21x。参考 Wind 数据, 2018 年黄金行业 PE 中位值 27 倍, 互联网行业 PE 平均值 36 倍, 我们预计公司 2018 年 PE23 倍, 略低于行业平均水平, 考虑到潜在的因素, 包括 Buccellati 品牌、黄金钱包, 未来并入公司将进一步增厚业绩, 给予“增持”评级。

**风险提示:**黄金价格下跌, 零售收入增速低于预期, 零售占比不符合预期, 珂兰钻石业绩增速不及预期, BHI 推广不达预期等。

发布时间: 2018 年 1 月 16 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.42/11.47
上证指数/深圳成指	3410.49/11307.46
50 日均成交额(百万元)	105.23
市净率(倍)	3.05
股息率	0.30%

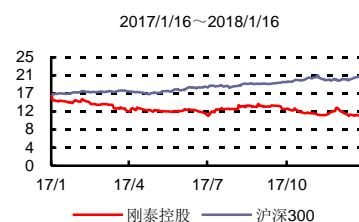
### 基础数据

流通股(百万股)	1078.54
总股本(百万股)	1488.72
流通市值(百万元)	12413.99
总市值(百万元)	17135.11
每股净资产(元)	3.77
净资产负债率	101.74%

### 股东信息

大股东名称	上海刚泰矿业有限公司
持股比例	24.83%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究助理: 胡晓慧  
 执业证书编号: S0020115100003  
 电话: 021-51097188-1906  
 电邮: huxiaohui@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

## 1.收购世界第二珠宝品牌 Buccellati，门店高速扩张

**Buccellati 品牌溢价高，引入国内加速门店扩张。**公司将产业链向下游延伸，大冶矿业 2013 年设立上海刚泰黄金饰品公司，开展黄金饰品销售业务。2015 年大冶矿 3 亿元现金收购国鼎黄金 100% 股权，但由于贵金属收藏品门店销售额未达预期，国鼎黄金 2016 年业绩承诺实现率为 81 %。

2017 年公司股东刚泰集团以 14.64 亿现金方式跨境并购 BHI 公司 85% 股权，目前 BHI 还没有纳入上市公司，考虑同业竞争，将来纳入上市公司是大概率事件。根据纽约奢侈品调查研究机构发表的排名，Buccellati 品牌排名世界第二，仅次于哈利温斯顿。

图表 1 Buccellati 品牌排名世界第二

排名	品牌
No.1	Harry Winston
No.2	BUCCELLATI
No.3	Van CLeef & Arpels
No.4	Graff
No.5	Tiffany & Co
No.6	Piaget
No.7	Cartier
No.8	Chopard
No.9	Bvlgari
No.10	Mikimoto

资料来源：luxuryinstitute.com，国元证券研究中心

Buccellati 以宴会型珠宝为主，如果向常佩戴珠宝下沉，能够适应更多的消费者日常佩戴需求以及能够更加好地适应他们的购买力。

图表 2 BHI 业绩情况

时间	2015	2016	2017
收入（亿元）	2.41	2.97	2.09
净利润（亿元）	-0.51	0.26	-0.64

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

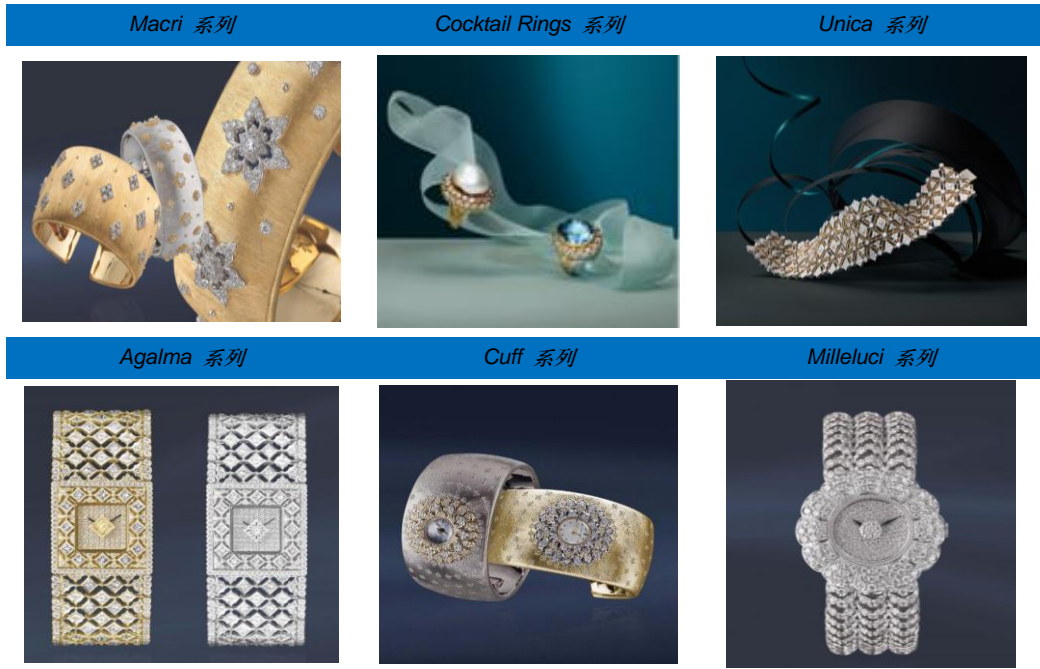
图表 3 高端珠宝品牌入门级产品价格对比

品牌	Buccellati	梵克雅宝	宝格丽	卡地亚
价格（欧元）	4000-5000	3000	3000	2000

资料来源：国元证券研究中心

Buccellati 在设计与制作方面具有独特的“织纹雕金”工艺创造出轻柔的“薄纱”效果。

图表 4 Buccellati 品牌不同系列设计独具匠心



资料来源：国元证券研究中心

按国家统计局市场分类，2008 年至 2014 年金银珠宝类成交额的年复合增长率为 16.27%。我们认为目前境外旅游购买及海外代购成为中国人购买奢侈品的核心方式，在 2014 和 2015 连续两年中，中国消费者境外奢侈品消费额分别占奢侈品消费总额的 76% 和 78%，考虑这个因素，我们认为品牌在国内的宣传投入以及国外的开店数量是预计未来业绩的核心指标。

图表 5 未来 5 年 Buccellati 门店数扩张 3 倍以上，

BUCCELLATI	全球门店数 (家)	全球销售额 (亿元人民币)
2017年	57	5.7
2018年	78	13.9
2019年	98	21.6
2020年	118	32
2021年	130	36

资料来源：国元证券研究中心

图表 6 Buccellati 和对标品牌相比销售额提升空间 10 倍以上

	全球门店数 (家)	全球销售额 (亿元人民币)
HARRY WINSTON	45	45
BUCCELLATI	37	4.3
Van Cleef & Arpels	118	66
BVLGARI	266	76

资料来源：国元证券研究中心

考虑公司目前体量约等于对标品牌宝格丽等品牌 10-20 年前的体量，这两个品牌如今年

营收为 66、76 亿元，假设收入呈线性增长，品牌宣传顺利，未来 3 年达到 14 亿元，参考申万珠宝首饰行业平均 PS1.3，对应公司价值 3 年达到 18 亿元。

## 2.珂兰钻石利润率提升，推动整体利润水平

珂兰钻石完成跑完圈地，进入利润时期。珂兰公司为采用 O2O 模式从事钻石饰品类产品销售服务为主的品牌直销电商。珂兰起初以低价策略迅速占领市场，跑马圈地完成，线下进行多伦筛选，进入了利润时期，主打高毛利产品包括“天生一对”、“星耀”系列，部分产品毛利率可达 70%，珂兰钻石 2016 年收入达到 17 亿。

图表 7 刚泰控股收购子公司业绩承诺及完成情况（单位：万元）

子公司	股权比例	2015	2016	2017	2018
优娜珠宝	业绩承诺	51.00%	3300	4500	6000
	实际完成		2947		
珂兰钻石	业绩承诺	100%	2000	4500	7600
	实际完成		2574	4726	
瑞格传播	业绩承诺	100%	4000	5400	7300
	实际完成		4243	4596	
国鼎黄金	业绩承诺	100%	12000	15000	18000
	实际完成		11598	12223	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 3.公司拟控股黄金钱包，剥离瑞格传播，主业更集中

**拟控股黄金钱包，协同效果值得期待。**公司拟收购北京盈衍 50%以上的股权，成为目标公司的绝对控股股东。北京盈衍旗下主要运营互联网黄金平台—黄金钱包，采用将互联网平台的理财的资金对接到下游黄金企业的 P2B 模式。公司与上下游客户有大量的真实交易数据与黄金钱包平台有天然的结合点，对黄金投资类的产品有直接销售促进作用。

**拟转让瑞格 100%股权，管理精力更集中。**瑞格在业务模式，管控模式上跨行业差异比较大，激励机制困难，主要是依赖管控，和公司主业是有协同的，剥离瑞格后管理精力更加集中于核心业务，同时减少购买黄金钱包的现金流压力。

## 4.黄金批发占比下调至 75%，估计 2017 收入大幅下降

目前公司黄金及黄金饰品珠宝业（不包括矿产金）中批发收入占比大幅下降见图 8，由于零售业务占比小，因此整体收入对批发收入敏感。参考公司历史数据没有明显季节特征，因此根据 2017 半年报估计全年金及黄金饰品珠宝业（不包括矿产金）业务收入达到 76 亿元。

根据 2017 年中报数据，公司黄金及黄金饰品珠宝业务毛利率 13.43%，较 2016 年同比上升 1 个百分点，假设批发和零售毛利率半年维持稳定，我们计算批发毛利率约 8%，零售毛利率约 28%。

图表 8 黄金及饰品业务中批发占比下调大幅影响公司收入（单位：亿元）

时间	2015	2016	2017H
营业收入	88.45	106.64	39.72
黄金及黄金饰品珠宝业营收(不含矿产金)	-	102.29	37.50
其中批发收入	-	82.34	28.17
批发占比	97%	80%	75%
零售收入	-	19.95	9.33
零售占比	3%	20%	25%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

我们对黄金及黄金饰品珠宝业务批发和零售的不同情景进行了分析，在零售毛利率及收入不变的情况下，批发收入的降低促进总体毛利率提升，但是总收入下降会导致总毛利下降。当批发收入下降配合零售收入以及零售毛利率提升可以提高整体毛利。从 2017 年中报来看，零售收入没有大幅提升迹象，因此如果零售毛利提高将缓冲总收入下降的影响，珂兰钻石毛利率提升对其有一定贡献。

图表 9 黄金及饰品业务中零售业务收入、收入占比及毛利率不同情景对比

序号	批发收入 (亿元)	零售收入 (亿元)	批发占比 (%)	零售占 比 (%)	批发毛 利率 (%)	零售毛 利率 (%)	总体毛 利率 (%)	总收入 (%)	毛利 (亿元)
1	80.83	2.50	0.97	0.03	8.00	28.00	0.09	83.33	7.17
2	80.00	20.00	0.80	0.20	8.00	28.00	0.12	100.00	12.00
3	60.00	20.00	0.75	0.25	8.00	28.00	0.13	80.00	10.40
4	60.00	20.00	0.75	0.25	8.00	36.00	0.15	80.00	12.00
6	75.00	25.00	0.75	0.25	8.00	28.00	0.13	100.00	13.67

资料来源：国元证券研究中心

## 5. 盈利预测

不考虑还未并入上市公司的并购项目，假设 2017、2018、2019 年零售业务收入小幅增长分别达到 19、21、23 亿元，占黄金及饰品业务比例进一步上升至 25%、27%、29%，我们预计公司 2017、2018、2019 年销售收入分别为 80、83、84 亿元，增速分别为-25%、4%、1%，对应基本 EPS 为 0.43、0.50、0.55 元/股，对应 PE 为 27、23、21 倍。

## 6. 估值与投资建议

我们将公司业务分为传统黄金及黄金首饰业务和互联网业务两种，2018 年黄金行业平均 PE 中位值 27 倍，目前传统黄金业务净利润占比 80%左右。公司互联网相关的业务包括优娜珠宝、珂兰钻石，参考互联网行业平均 PE36 倍，公司 2018 年预计市盈率 23 倍，略低于行业平均水平，考虑到潜在的因素，Buccellati 门店高速扩张，黄金钱包，未来并入公司将进一步增厚业绩，给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

BHI 推广不达预期，黄金价格下跌，珂兰钻石业绩增速不及预期，等。



## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn