



新股定价

002740.CH

目标价格：人民币 19.20

目标价格基础：20倍 2015 市盈率

板块评级：中立

爱迪尔

立足于国内二三线城市，以钻石镶嵌饰品为主的珠宝企业

公司是立足于国内二三线城市，以加盟销售为主，经销和自营销售为辅的珠宝首饰企业。公司的产品是以钻石镶嵌饰品为主，成品钻及其他饰品为辅。公司目前拥有 360 家加盟店，2 家自营实体店，覆盖全国 28 个省（自治区、直辖市），263 个城市的强大终端网络。公司现有股本 7,500 万股，按照新发行 2,500 万股，预计发行后总股本 10,000 万股。经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.89、0.96、1.03 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 4.1%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 20 倍市盈率，对应目标价 19.20 元/股。

报告要点

- **覆盖全国的加盟营销网络：**在过去的十年里，公司坚持在二、三线城市发展加盟业务，一方面解决了新兴珠宝企业发展过程中遇到的资金掣肘，另一方面，将优势老牌珠宝品牌竞争的影响降到最低，迅速在二、三线城市扩张。公司的终端网络不断扩大，目前公司已在全国拥有 360 家加盟店，2 家自营实体店，覆盖全国 28 个省（自治区、直辖市）、263 个城市。
- **营收增速保持较高水平：**随着公司规模和品牌知名度的不断提高，2011-2014 年前三季度，公司营业收入分别为 6.05 亿元、7.28 亿元、7.99 亿元和 6.68 亿元，2011-13 年三年复合增长率达到 14.95%，公司收入规模增长较快。
- **募投项目将大大提高公司产能以适应不断增长的业务规模：**募投项目爱迪尔珠宝生产扩建建成后，公司的产能、生产工艺水平、设计研发能力将进一步提升，公司将形成覆盖华北、华东、华中、西南、西北、东北的营销渠道网络，为公司快速拓展加盟销售渠道，拓展全国市场奠定基础。

主要风险

- 原材料钻石、黄金和铂金等价格波动风险。

估值

- **经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.89、0.96、1.03 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 4.1%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 20 倍市盈率，对应目标价 19.20 元/股。**

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币百万) | 728 | 799 | 856 | 907 | 953 |
| 变动(%) | n.a. | 10 | 7 | 6 | 5 |
| 净利润(人民币百万) | 73 | 91 | 89 | 96 | 103 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.734 | 0.910 | 0.893 | 0.959 | 1.031 |
| 变动(%) | n.a. | 24.0 | (1.9) | 7.4 | 7.5 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 价格/每股现金流量(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 每股现金流量(人民币) | 0.31 | 0.44 | 0.94 | 0.77 | 0.92 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | (0.9) | (1.0) | (1.1) | (0.8) | (0.7) |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 股息率(%) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品

唐佳睿, CFA / CAIA

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

林琳

(8621)20328527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 投资摘要..... | 3 |
| 一、公司概况..... | 4 |
| 二、主营业务：以钻石镶嵌饰品为主，成品钻及其他饰品为辅..... | 6 |
| 三、公司竞争优势分析..... | 12 |
| 四、财务分析..... | 13 |
| 五、募投项目分析..... | 16 |
| 六、盈利预测及假设..... | 18 |
| 七、风险提示..... | 20 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司..... | 22 |

投资摘要

公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的企业，以“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售为主，公司的产品以钻石镶嵌饰品为主，以成品钻及其他饰品为辅，产品涵盖戒指、项链、耳环、吊坠、手镯、胸针等各个品类。公司主要立足于国内二三线城市，以加盟销售为主，经销销售和自营销销售为辅的销售模式。公司拥有强大的终端网络体系，目前在全国拥有 360 家加盟店，2 家自营实体店，覆盖全国 28 个省（自治区、直辖市），263 个城市。

■ 终端网络强大

在过去的十年里，公司一直坚持在二、三线城市发展加盟业务，一方面解决了新兴珠宝企业发展过程中遇到的资金掣肘，另一方面，将优势老牌珠宝品牌竞争的影响降到最低，迅速在二、三线城市扩张。公司的终端网络不断扩大，目前公司已在全国拥有 360 家加盟店，2 家自营实体店，覆盖全国 28 个省（自治区、直辖市）、263 个城市。

■ 营收增速保持较高水平

随着公司规模和品牌知名度的不断提高，2011-2014 年前三季度，公司营业收入分别为 6.05 亿元、7.28 亿元、7.99 亿元和 6.68 亿元，2011-13 年三年复合增长率达到 14.95%，公司收入规模增长较快。

■ 募投项目将大大提高公司产能以适应不断增长的业务规模

募投项目爱迪尔珠宝生产扩建建成后，公司的产能、生产工艺水平、设计研发能力将进一步提升以适应公司业务规模的扩大：公司将形成覆盖华北、华东、华中、西南、西北、东北的营销渠道网络，为公司快速拓展加盟销售渠道，拓展全国市场奠定基础。

公司现有股本 7,500 万股，按照新发行 2,500 万股，预计发行后总股本 10,000 万股。经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.89、0.96、1.03 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 4.1%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 20 倍市盈率，对应目标价 19.20 元/股。

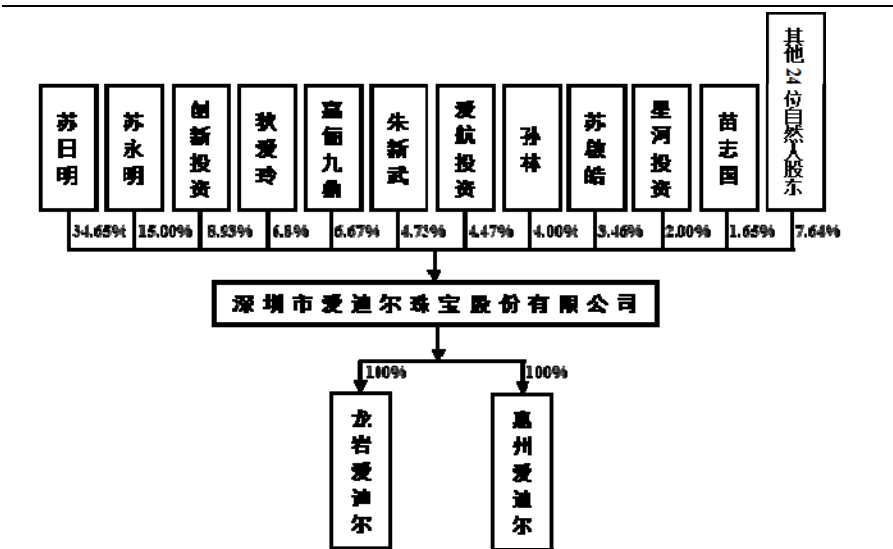
一、公司概况

公司前身是深圳市爱迪尔珠宝首饰有限公司，成立于2001年8月16日。2008年8月4日，爱迪尔珠宝首饰有限公司整体变更成为深圳市爱迪尔珠宝股份有限公司。公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的知名珠宝品牌企业，主要采用加盟商加盟销售和非加盟商经销销售相结合的业务模式，开展“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售，主导产品为钻石镶嵌饰品。公司自设立之初就坚持以品牌建设为中心，以钻石镶嵌饰品的设计、生产为立足点，以二、三线城市为主要销售市场，以加盟推广为主要营销手段来实现产品销售并收取加盟费用。目前，公司拥有360家加盟店，2家自营实体店，覆盖全国263个城市的强大终端网络。

公司于2003年通过ISO9001国际质量体系认证，同年成为上海钻石交易所会员，是中国珠宝玉石首饰行业协会副会长单位、中华全国工商业联合会金银珠宝业商会副会长单位、中国质量检验协会常务理事单位。公司与印度H.K、奥地利SWAROVSKI以及国际铂金协会、国际钯金协会等国际公司和组织结成市场战略合作伙伴；与中国地质大学（武汉）、天津商业大学、长春工程学院、无锡商业职业技术学院、兰州资源环境职业技术学院等九家高校联合举办“爱迪尔珠宝班”，结成人才战略合作伙伴；与中国关心下一代工作委员会公益文化中心、《深圳青年》杂志社等结成“关爱”文化战略合作伙伴。公司已经发展成为以优秀文化著称的、当今中国最具发展潜力的珠宝企业之一。

本次发行前，发行人股东中，苏日明、苏永明和深圳市创新投资集团有限公司（下称“深创投”）为公司前三大股东，分别持股34.65%、15.00%和8.93%，合计持股58.58%。公司控股股东苏日明持有公司34.65%，其妻子狄爱玲持股比例6.80%，苏日明夫妇合计持有公司41.45%的股份，是公司的实际控制人。

图表 1.本次发行前，爱迪尔股权结构图



资料来源：公司招股说明书、中银国际

本次发行前，公司总股本 7,500 万股，全部为自然人股和社会法人股，不存在国有股及外资股。本次公开发行不超过 2,500 万股，包括公开发行的新股和公司股东公开发售的股份。此次发行后，公司实际控制人苏日明、苏永明、狄爱玲承诺锁定期为自公司首次公开发行股票上市日起三十六个月，公司董事、监事、高管朱新武、苗志国、苏启皓、李城峰、苏江洪、郑恒毅、刘丽承诺锁定期为自公司首次公开发行股票上市日起十二个月，深圳市爱航投资有限公司（下称“爱航投资”）和孙林、张建芳等 23 名自然人承诺锁定期为自公司首次公开发行股票上市日起十二个月，深创投、北京嘉佰九鼎投资中心（有限合伙企业）（下称“嘉佰九鼎”）、深圳市星河投资有限公司（下称“星河投资”）承诺锁定期为自公司首次公开发行股票上市日起十二个月。

二、主营业务：以钻石镶嵌饰品为主，成品钻及其他饰品为辅

公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的企业，以“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售为主，主导产品为钻石镶嵌饰品，涵盖戒指、项链、耳环、吊坠、手镯、胸针等各个品类，主要用于满足消费者的装饰、投资和心理需求。公司致力于通过以强化品牌建设推广、产品自主研发设计以及供应链管理为基础，以加盟商加盟销售为主要渠道，同时辅以和非加盟商经销销售和自营销售。

公司的销售模式可分为三种：以加盟销售为主，经销销售、自营为辅。按照销售产品类型可分为钻石镶嵌饰品，成品钻、其他饰品及加盟费。

公司主营业务突出，2011-2014 年公司主营业务收入占比营业总收入均超过 99.46%。其中，公司主营业务收入主要来源于珠宝首饰销售收入和加盟费。2011-2014 年，公司的珠宝首饰销售收入占比营业总收入分别为 98.39%、98.51%、98.48%和 98.41%，均在 98%以上，收入构成较为稳定。公司其他业务收入主要是出售加工过程中的抛光灰（金粉、铂金粉）和对外培训等收入。

图表 2.公司业务分类别收入情况（单位：百万元）

| 项目 | 2014 | | 2013 | | 2012 | | 2011 | |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 比例(%) | 收入 | 比例(%) | 收入 | 比例(%) | 收入 | 比例(%) |
| 主营业务收入 | 425.75 | 99.46 | 795.15 | 99.52 | 724.80 | 99.60 | 602.59 | 99.66 |
| 珠宝首饰销售 | 421.29 | 98.41 | 786.85 | 98.48 | 716.87 | 98.51 | 594.89 | 98.39 |
| 加盟费 | 4.47 | 1.04 | 8.30 | 1.04 | 7.93 | 1.09 | 7.69 | 1.27 |
| 其他业务收入 | 2.32 | 0.54 | 3.81 | 0.48 | 2.92 | 0.40 | 2.03 | 0.34 |
| 营业收入 | 428.08 | 100 | 798.96 | 100.00 | 727.72 | 100.00 | 604.62 | 100.00 |

资料来源：公司招股说明书、中银国际

1.产品类型：钻石镶嵌饰品为主导产品

公司主营业务收入按产品类型可划分为珠宝首饰销售和加盟费，其中，珠宝首饰销售分为钻石镶嵌饰品、成品钻、其他饰品三类。

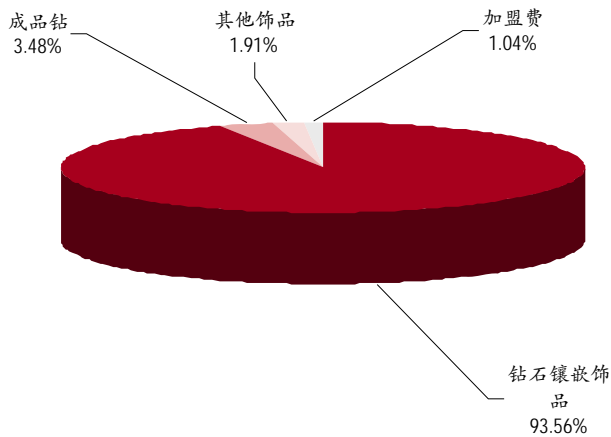
钻石镶嵌饰品方面,2011-2014 年上半年公司钻石镶嵌饰品收入分别为 54,496.41 万元、65,790.22 万元、74,397.45 万元和 40,345.70 万元，占比主营业务收入分别为 90.44%、90.77%、93.56%和 94.76%，呈现逐年上升的态势。2013 年公司珠宝首饰销售收入较 2011 年增长 32.27%，年均复合增长率为 15.01%。公司钻石镶嵌饰品收入规模的快速增长，其主要原因在于，（1）首先，我国珠宝首饰行业市场容量快速增长；（2）其次，公司加盟商数量和采购规模稳步增长；（3）同时，公司爱迪尔知名度的逐渐提升和公司在珠宝首饰行业的竞争实力稳步增强。

成品钻方面，公司管理层利用多年采购经营与全球多个国家的多家钻石供应商建立起了长期的合作关系，公司利用采购资源优势，可以为下游客户提供优质成品钻，以满足消费者需求的多样化。2011-2014 年上半年公司成品钻销售收入分别为 4,031.97 万元、4,736.61 万元、2,769.05 万元和 975.52 万元，2014 年上半年成品钻收入较 2012 年大幅减少。成品钻销售收入占主营业务收入的比重也由 2011 年的 6.69%、2012 年的 6.54%、2013 年的 3.48%下降至 2014 年上半年的 2.29%。其主要原因可能是公司目前集中有限资源集中于钻石镶嵌领域，以进一步打造公司在钻石镶嵌行业的优势地位和突出公司经营特色。

其他饰品方面，公司在大力发展钻石镶嵌饰品的同时，利于其在钻石镶嵌饰品领域的成功经验，进一步拓展其他珠宝首饰领域的发展空间。2011-2014年上半年公司其他饰品销售收入分别为960.69万元、1,160.20万元、1,518.50万元和807.40万元，占比主营业务收入分别为1.59%、1.60%、1.91%、1.90%，均呈现小幅上升的态势。

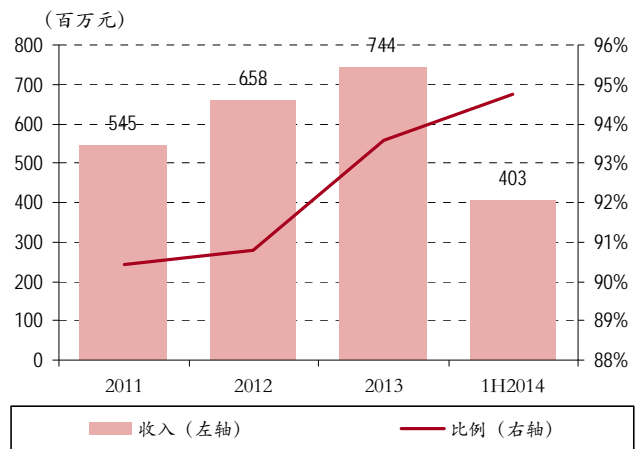
加盟费方面，公司加盟费收入是根据协议，为更好地促进爱迪尔品牌珠宝首饰在加盟店的销售，而为加盟商提供相应统一的服务而收取的费用。2011-2014年年，公司加盟店的数量逐年稳步增长，截至2014年06月30日，公司已经拥有360家加盟店，覆盖全国263个城市。

图表 3.2014 年上半年公司主营业务收入按产品类型划分情况



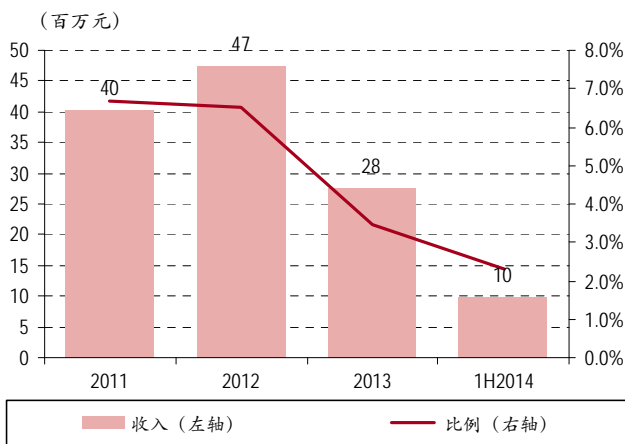
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 4.2011-2014 年上半年公司钻石镶嵌饰品收入及占比情况



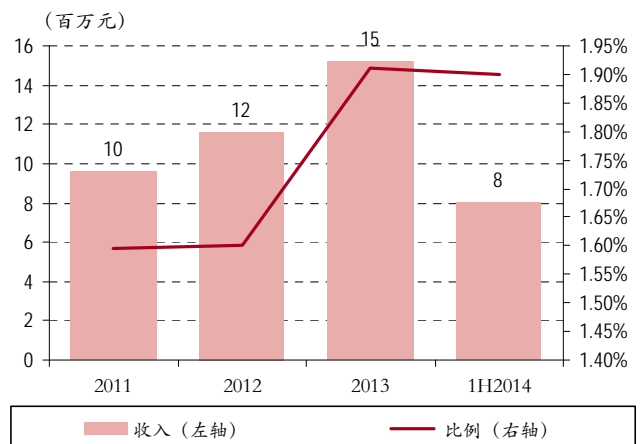
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 5.2011-2014 年上半年公司成品钻收入及占比情况

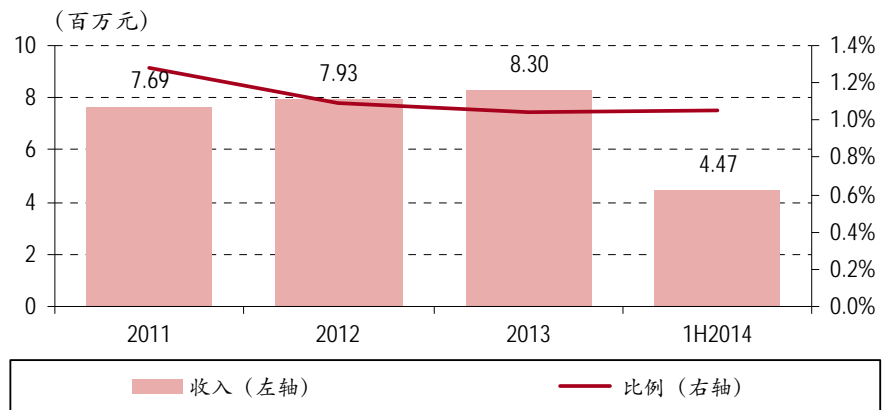


资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 6.2011-2014 年上半年公司其他饰品收入及占比情况

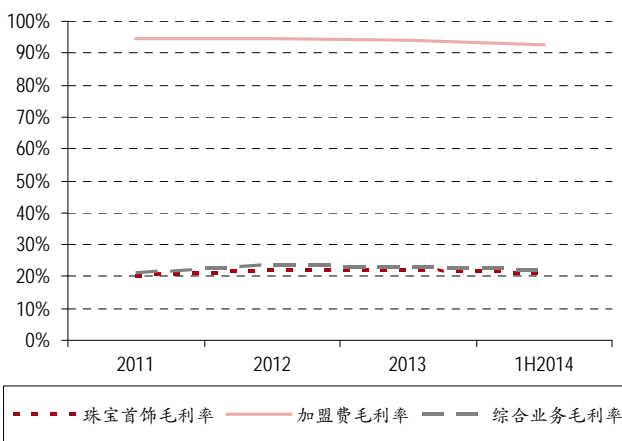


资料来源：公司招股说明书、中银国际

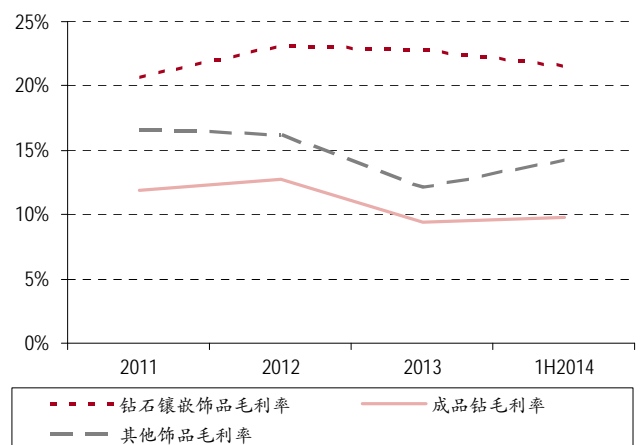
图表 7.2011-2014 年上半年公司加盟费收入及占比情况


资料来源：公司招股说明书、中银国际

从毛利率水平来看，加盟费的毛利率最高，2011-2014 年上半年公司加盟费毛利率水平 94.50%、94.56%、93.88%、92.62%。公司产品结构决定其综合毛利率主要由珠宝首饰的毛利率所决定，而珠宝首饰的毛利率又主要由钻石镶嵌饰品毛利率决定。珠宝首饰销售中，钻石镶嵌饰品的毛利率最高，2011-2014 年上半年钻石镶嵌饰品的毛利率分别为 20.71%、23.18%、22.81%和 21.58%，主要原因是相对于成品钻，钻石镶嵌饰品经过再加工，包含了公司设计和品牌溢价，因而毛利率相对较高；其他饰品主要是黄金和宝石玉石饰品，其毛利率较钻石镶嵌饰品较低；成品钻的毛利率最低，2011-2014 年上半年分别为 11.88%、12.78%、9.46%和 9.83%。

图表 8.2011-2014 年上半年公司综合毛利率、珠宝首饰毛利率和加盟收入毛利率变化


资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 9.2011-2014 年上半年公司钻石镶嵌饰品、成品钻及其他饰品毛利率变化


资料来源：公司招股说明书、中银国际

2.销售模式：加盟销售为主，经销销售、自营为辅

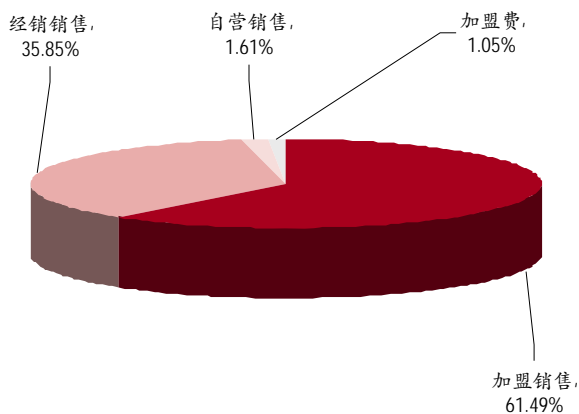
按销售模式分，公司珠宝首饰销售以加盟销售为主，经销销售、自营为辅。经销和自营是公司的非核心销售方式，在公司大力发展加盟销售的同时相应发展经销和自营，有利于增加公司的利润增长点。

加盟销售方面，2011-2014 年上半年，公司加盟模式销售收入分别为 4.12 亿元、4.86 亿元、5.22 亿元和 2.62 亿元，占比营业收入的比重分别为 68.38%、67.03%、65.68%和 61.49%，稳定维持在 60%以上。公司通过加盟销售的方式进行销售，有利于利用加盟商的资源和其区域销售优势，使爱迪尔珠宝首饰快速进入全国各大市场；同时，在公司规模相对较小的情况下，利用加盟商模式进行销售，有利于降低公司的扩张成本，使“爱迪尔”品牌快速在全国推广。随着公司品牌知名度的提升，公司加盟商数量进一步增加，加盟销售收入逐年增长。

经销模式方面，2011-2014 年上半年公司经销模式销售收入分别为 1.68 亿元、2.13 亿元、2.49 亿元和 1.53 亿元，占比主营业务收入的比重分别为 27.91%、29.36%、31.31%和 35.85%，呈现逐年上升的态势。

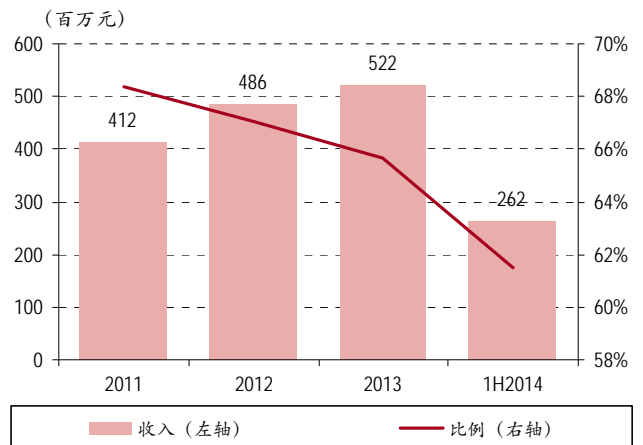
自营销售方面，2011-2014 年上半年公司自营模式的销售收入分别为 0.15 亿元、0.18 亿元、0.16 亿元和 0.07 亿元，占比主营业务收入的比重分别为 2.43%、2.51%、1.97%和 1.61%。

图 10.2014 年上半年公司主营业务收入按销售模式划分情况



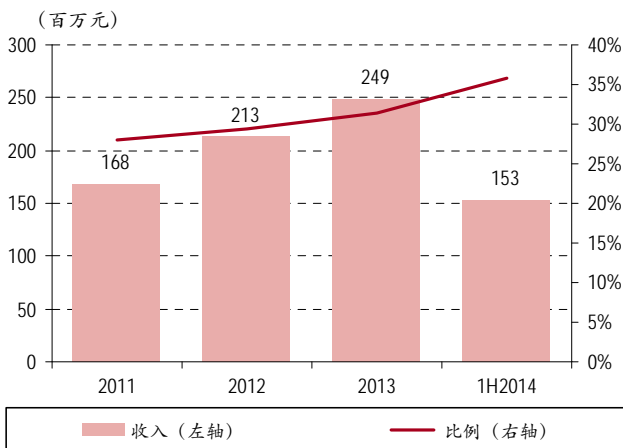
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图 11.2011-2014 年上半年公司加盟销售收入及占比情况



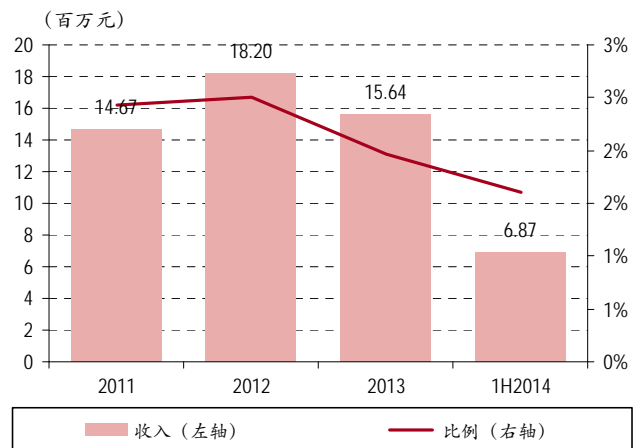
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图 12.2011-2014 年上半年公司经销销售收入及占比情况

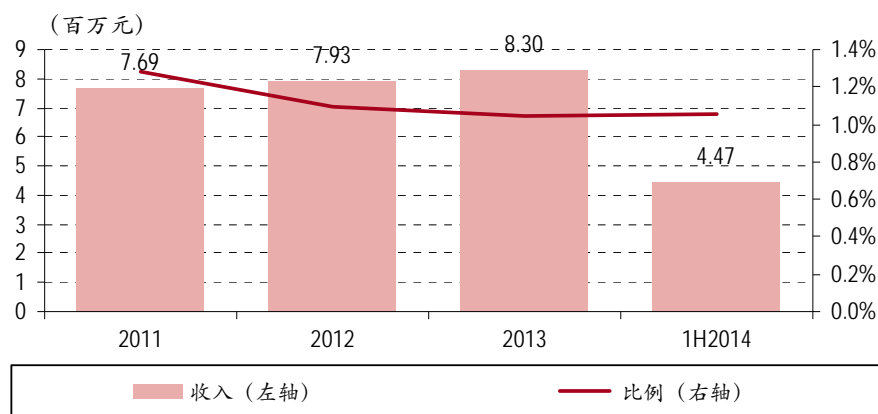


资料来源：公司招股说明书、中银国际

图 13.2011-2014 年上半年公司自营销售收入及占比情况

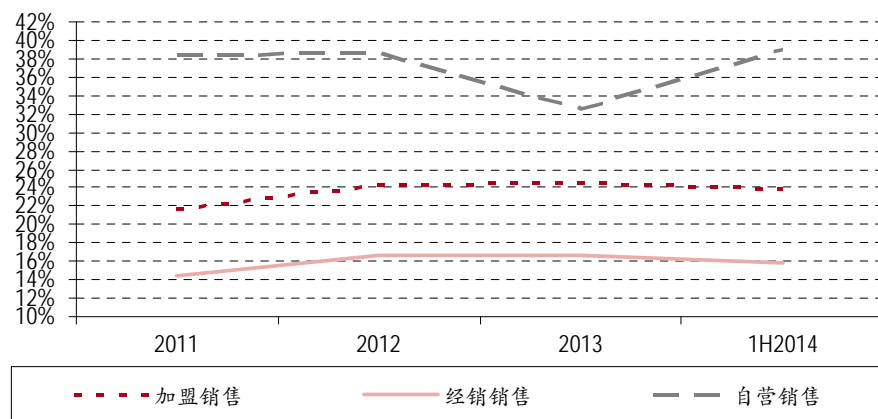


资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 14.2011-2014 年上半年公司加盟费收入及占比情况


资料来源：公司招股说明书、中银国际

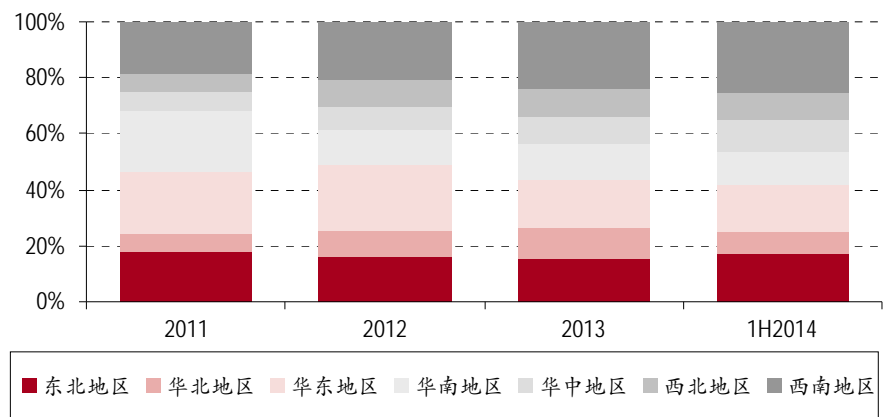
从毛利率水平来看，2011-2014 年上半年，公司自营模式毛利率水平分别为 38.45%、38.49%、32.51%和 39.00%，明显高于加盟、经销的毛利率，其主要原因是自营销售模式直接面向终端消费者，而加盟、经销销售的销售环节增加，需要让利一部分给批发商或加盟商，公司对加盟商和经销商的产品批发价格低于其自营的零售价格。而加盟销售毛利率高于经销毛利率，其主要原因在于：（1）首先，公司对经销商销售产品为非品牌经销，经销产品不享有公司的品牌溢价，因此造成经销商销售平均价格低于加盟商销售价格；（2）其次，通过经销商渠道销售的成品钻较多，由于成品钻销售远低于钻石镶嵌饰品的毛利率，在一定程度上拉低了经销商渠道销售产品的毛利率。

图表 15.2011-14 年上半年公司各销售模式的毛利率水平


资料来源：公司招股说明书、中银国际

3.销售区域：华东、西南、东北地区收入贡献大，合计超过 55%

公司在华东地区、西南地区和东北地区的销售收入占比相对较高，2011-2014 年上半年合计占比主营业务收入分别 58.83%、60.67%、56.86%和 58.66%。2011-2012 年，华东地区收入占主营业务收入的比重最大，分别为 22.37%和 23.66%。2013 年，西南地区的销售收入占主营业务收入的比重达到 23.99%，已经超过华东地区成为对公司销售收入贡献最大的地区，华东地区的销售收入占比主营业务收入为 17.45%，位居第二。公司整体形成了以华东、西南、东北地区为主，其他地区为辅的覆盖全国主要二、三线城市的销售网络。

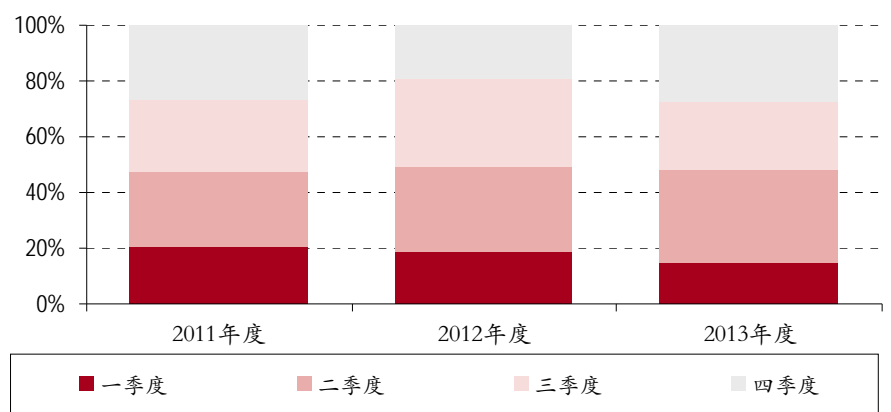
图表 16.2011-2014 年上半年公司七大销售区域销售收入情况


资料来源：公司招股说明书、中银国际

4.季节性分布：二、三、四季度为旺季，一季度为淡季

国内的珠宝首饰行业，存在一定的季节性波动，主要是受到了节假日和婚庆消费影响，尤其是每年的第一季度，受到传统春节及情人节因素的影响，具有明显的销售旺季的特征，而第二季度通常为全年的淡季，第三、四季度受到中秋、国庆、元旦等节日影响，销售情况会较第二季度有所好转。由于公司的销售模式以加盟销售为主，加盟商一般会在零售旺季前1-3个月向公司采购珠宝首饰，导致公司销售收入的季节性分布相比于珠宝零售行业的提前约一个季度。因而，第一季度是公司的淡季，二、三、四季度是公司的旺季。

同时，2012年下半年宏观经济增速下滑，珠宝首饰作为可选择性消费的商品，市场需求有所下降，从而导致2012年公司四季度销售收入及销售占比较2011年有所下降。

图表 17.2011-2013 公司四个季度销售收入情况


资料来源：公司招股说明书、中银国际

三、公司竞争优势分析

1. 品牌文化及设计优势

品牌文化优势是珠宝首饰企业的无形资产和长久竞争的关键。公司每年通过豪华钻石巡展、年度加盟商酒会、总裁特训营、文化大讲堂等活动提升品牌知名度与加盟店面形象，加强加盟伙伴对公司品牌文化的认知度与归属感。公司先后被授予“中国珠宝品牌优秀企业”、“中国珠宝首饰业驰名品牌”、“2012年度中国珠宝业最具竞争力品牌”等荣誉。

公司拥有二十多名专业设计师，具有良好的时尚敏感度。公司产品先后入选 ENLIGHTENED™-Swarovski Elements 2009 潮流趋势、ENLIGHTENED™-Swarovski Elements 2009 中国特别册等荣誉、2010 中国（深圳）国际珠宝首饰设计大赛“靳杜鹃杯”工艺艺术奖——优秀制作奖、2013 青春诗歌中国珠宝设计大赛三等奖等。

2. 营销网络优势

在过去的十年里，公司一直坚持在二、三线城市发展加盟业务，扬长避短，一方面可以解决新兴珠宝企业发展过程中会遇到的资金掣肘，另一方面，可以将优势老牌珠宝品牌竞争的影响降到最低，迅速在二、三线城市成长起来。公司的规模不断壮大，目前，公司已经逐渐发展成为拥有 360 家加盟店，2 家自营实体店，覆盖全国 28 个省（自治区、直辖市）、263 个城市的强大终端网络的珠宝企业。

4. 原材料采购优势

公司产品的主要原材料是钻石，钻石采购价格由净度、大小、切工、色度等因素共同决定。公司主要采购人员毕业于南京大学地球科学系宝玉石工艺与检测专业，熟悉成品钻市场，并与全球多个国家的多家钻石一级供应商建立起了长期的合作关系。随公司采购规模的快速增长，公司通常可以以较低的价格及时、足量的获取生产所需的成品钻，确保了货品的质量、节约了公司的原材料采购成本，同时满足了顾客货品的时间需求，为在维护原有客户关系的基础上拓展更多的新客户奠定了基础。

5. 区位和产业集群优势

改革开放以来，毗邻港澳的深圳具有得天独厚的区位优势。深圳 80% 以上的珠宝企业主要集中在罗湖区，并以水贝为中心，形成了设计、生产、加工、展示、检测、批发销售一条龙的产业链条；辅助材料、设计包装、精品加工、珠宝器材、加工设备等相关配套产业链也形成规模。深圳成为了中国珠宝产业中最大的生产基地、交易中心和国际信息交流中心。专业化产业集群的形成，使各种企业分工协作，能够为公司提供低成本和经济可靠的产业配套，使具有资源整合意识和能力的爱迪尔迅速发展，在竞争中处于优势。

四、财务分析

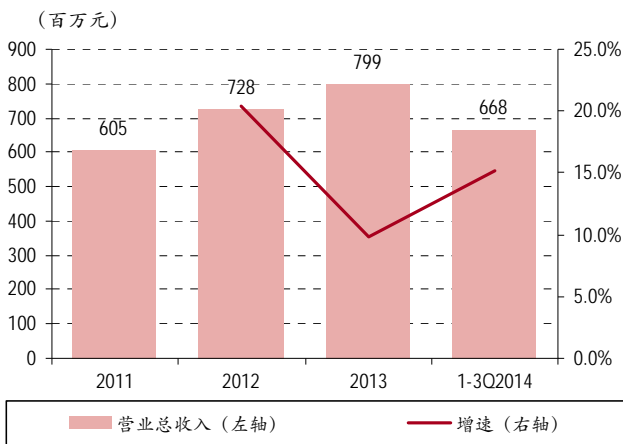
1. 公司业绩增长较快

随着公司规模和品牌知名度的不断提高，2011-2014 年前三季度，公司营业收入分别为 6.05 亿元、7.28 亿元、7.99 亿元和 6.68 亿元，2011-13 年三年复合增长率达到 14.95%，公司收入规模增长较快。公司主要收入来源于珠宝首饰销售，2011-2014 年前三季度，公司的珠宝首饰销售收入占比营业总收入均在 98% 左右。2011-2014 年前三季度，公司净利润分别为 0.60 亿元、0.73 亿元、0.91 亿元和 0.61 亿元，2011-13 年三年复合增长率达到 22.95%。显示出公司现有以加盟方式为主的商业模式在业务规模快速扩张的情况下，盈利能力有所提升。

2014 年前三季度营收增速为 15.21%，但净利润增速却为-11.28%，主要原因是国际钻石报价略有上升，高毛利率产品“灵动”及“吻钻”系列销售占比有所下降，导致钻石镶嵌饰品整体毛利率同比下降，同时公司 2014 年度加大了广告投放的投入，财务费用也有所增长，最终导致 2014 年前三季度公司净利润及扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润同比有所下降。

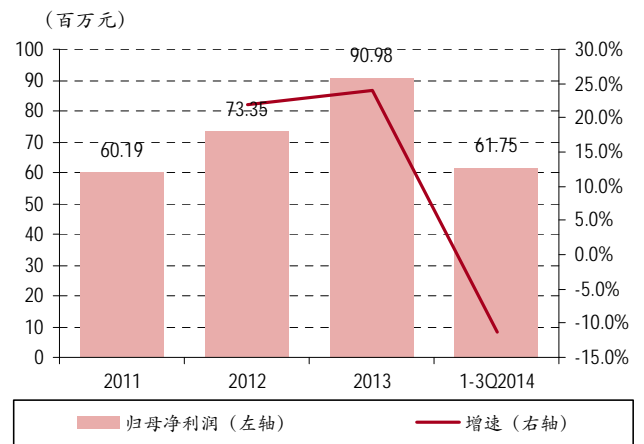
受益于宏观经济的快速发展和居民可支配收入的提高，我国珠宝行业呈现高速发展的态势。据中国珠宝玉石首饰管理中心估计，中国将在 2020 年成为世界上最大的珠宝消费市场，公司业务将继续受益于行业市场容量的高速扩张。

图表 18.2011-2014 年前三季度公司营业收入及增长情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 19.2011-2014 年前三季度公司净利润及增长情况



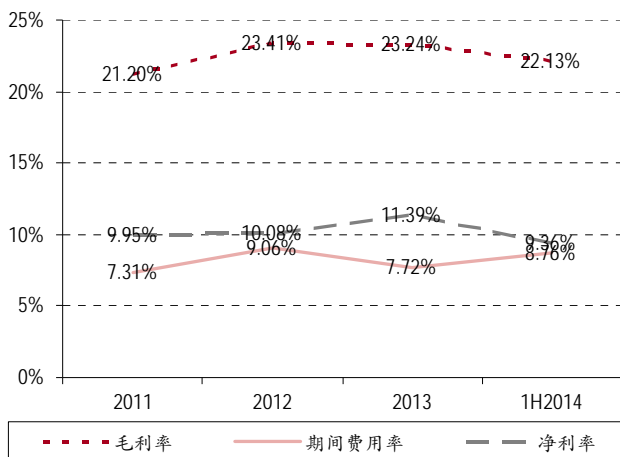
资料来源：公司招股说明书、中银国际

2. 毛利率总体稳定，期间费用率处于合理水平

2011-2014 年上半年公司综合毛利率为 21.20%、23.41%、23.24%和 22.13%，总体稳定在 21%-24%。公司产品结构决定其综合毛利率主要由珠宝首饰的毛利率所决定，而珠宝首饰的毛利率又主要由钻石镶嵌饰品毛利率决定。2011-2014 年上半年，珠宝首饰行业的不同上市公司之间的毛利率相差较大，其主要原因在于各个公司销售模式的差异和产品结构的差异，而公司综合毛利率处于同行业中等水平。

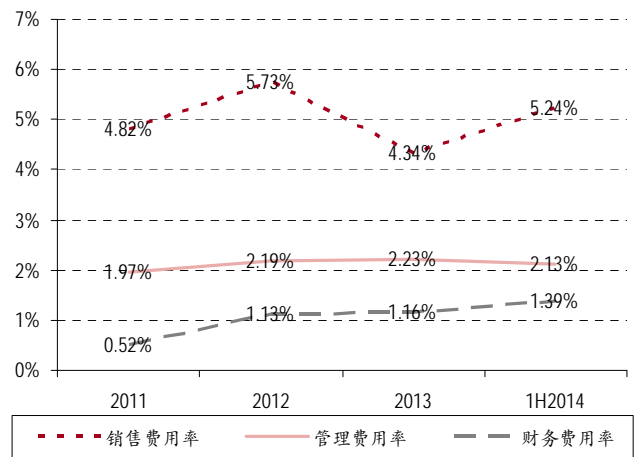
2011-2014 年上半年公司期间费用率分别为 7.31%、9.06%、7.72%和 8.76%。细分期间费用率：公司销售费用主要为广告推广费、职工薪酬及房屋租赁费，约占销售总费用的 80%以上。2011-2014 年上半年，公司销售费用率分别为 4.82%、5.73%、4.34%和 5.24%。其中，2012 年公司费用率较 2011、2012 年都高，其主要原因在于公司加大了电视广告投放。2013 年公司结合其产品销售区域分布的特点，调整了广告投放策略，对重点区域采取广告牌投放的模式，从而使得其广告支出较 2012 年有所下降。2014 年上半年，公司广告牌投放策略逐步实施，先后在武汉、成都、南阳等各地加大广告投放，广告推广费大幅提升，同时由于人员工资的调整，工资及福利费用有所提高。公司销售费用率符合公司经营模式的特点，公司以加盟销售为主，经销、自营为辅，其销售费用率低于行业水平，主要低于自营模式占比较高的同行业可比上市公司。2011-2014 年上半年，公司管理费用率分别为 1.97%、2.19%、2.23%、2.13%。总的来说，公司管理费用与营业收入的增长趋势基本一致。2011-2014 年上半年，公司财务费用率分别为 0.52%、1.13%、1.16%和 1.39%。公司财务费用主要为公司银行借款利息。随着公司经营规模的快速增长，公司资金需求相应增加，导致公司信贷规模和财务费用的增加。

图表 20.2011-2014 年上半年公司毛利率、费用率及净利率情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 21.2011-2014 年上半年公司期间费用率细分情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

3. 偿债能力良好

从资产负债率看，2011 年-2014 年上半年，公司的资产负债率（母公司口径）分别为 38.28%，33.00%、33.17%和 32.94%，公司的资产负债率（合并口径）分别为 38.71%，33.48%、33.35%和 33.26%，资产负债率较低。其主要原因在于公司目前主要经营场所为租赁，自有固定资产和土地使用权较少，根据目前银行贷款政策，公司可供抵押的资产有限，因而导致目前资产负债率较低。

从短期偿债能力指标来看，2011-2014 年上半年公司流动比率和速动比率分别达到 2.37、2.76、2.84、2.86%和 1.42、1.66、1.70、1.64，均呈现逐年上升的态势，显示出公司整体资产的流动性较好，公司具备较强的短期偿债能力。与此同时，2011-2014 年上半年公司的利息保障倍数分别为 23.95、12.2、12.96、10.13，均超过 10，偿债能力较强。其中，2011 年的利息保障倍数较高，主要原因在于当年新增借款主要发生在下半年，利息支出与期末借款余额相比较低，大幅提升了当年利息保障倍数。总体而言，2011-2014 年上半年公司主营产品销售规模、盈利快速增长，公司的息税折旧摊销前利润显著增加，资产负债率稳定，整体财务风险较低。相比于同行业可比上市公司（老凤祥、明牌珠宝、六福珠宝等），公司流动比率低于行业平均水平，但其速动比率优于行业平均水平，资产负债率与同行业上市公司相近，显示出公司整体偿债能力较好。

图表 22.公司偿债能力主要指标

| | 2011 | 2012 | 2013 | 1H2014 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 资产负债率(母公司, %) | 38.28 | 33.00 | 33.15 | 32.94 |
| 资产负债率(合并, %) | 38.71 | 33.48 | 33.35 | 33.26 |
| 流动比率(%) | 2.37 | 2.76 | 2.84 | 2.86 |
| 速动比率(%) | 1.42 | 1.66 | 1.70 | 1.64 |
| 已获利息倍数 | 23.95 | 12.20 | 12.96 | 10.13 |

资料来源：公司招股说明书、中银国际

4.运营能力处于行业合理水平，但总体趋势呈现周转率下降趋势

2011-2014 年上半年公司应收账款周转率分别为 10.51、10.10、9.34 和 4.19 次，逐年小幅下降，但变动幅度相对较小，显示出公司应收账款回款状况良好。公司应收账款周转率低于同行业平均水平，其主要原因在于公司主要采取加盟销售为主，经销销售、自营为辅的经营模式，不同于可比上市公司主要以自营为主、或经销和自营并举的销售模式。自营模式下，公司直接面对终端消费者销售商品，通常与消费者当面结清货款，因此在这个模式下通常不产生应收账款。

2011-2014 年上半年公司存货周转率分别为 3.31、3.01、2.70 和 1.21 次，逐年有所下降，其主要原因在于，一方面随着珠宝首饰行业的发展，行业竞争日益激烈，客户对于商品款式和供货周期的要求越来越高，因此公司加大了库存商品的种类和数量的储备，以满足客户的需求；另一方面，2013 年末公司大额未交货订单较多，从而导致期末存货金额较大。公司的存货周转率高于同行业平均水平，其主要原因也跟公司的销售模式有关。公司主要以加盟销售为主，经销销售、自营为辅，备货较以自营模式为主的销售模式低。可比上市公司中，老凤祥与公司经营模式最为相似，但由于黄金较易于采购，存货备货需求较钻石镶嵌饰品低，因而相比于公司，黄金收入比例较高的老凤祥存货周转率较高。

五、募投项目分析

公司拟发行不超过 2,500 万股，发行所募集的资金，根据公司的发展规划和轻重缓急程度按顺序拟投资于：（1）爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目；（2）爱迪尔珠宝生产扩建项目；（3）补充与主营业务相关的营运资金。

图表 23.公司本次募集资金项目

| 序号 | 项目备案名称 | 投资金额 (万元) |
|-----------|-----------------|------------------|
| 1 | 爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目 | 10,355.40 |
| 2 | 爱迪尔珠宝生产扩建项目 | 17,644.22 |
| 3 | 补充与主营业务相关的营运资金 | 8,000.00 |
| 合计 | | 35,999.62 |

资料来源：公司招股说明书、中银国际

1.爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目

公司以加盟为主的终端运营模式使得公司实际以加盟商、经销商为直接客户，从而要求公司在资源配置上向服务体系而非销售体系倾斜。另外，随着公司加盟业务的迅速扩张，公司以深圳总部为主的统一服务体系已经满足需求。公司将通过“爱迪尔珠宝营销服务中心建设”项目在北京、上海、武汉、成都、西安和沈阳六个城市选取适当区域，租赁店面装修改造构建区域服务中心。区域服务中心主要用于产品展示、进行加盟业务推广、增设加盟店、区域物流配送、区域售后服务以及收集市场信息等。通过实施该项目，公司将总部展示、配送功能前移，提高终端采购频率，加快新产品推广；公司也将实现品牌在单一区域的深度营销，有利于加盟业务的市场推广；同时公司还将缩短信息流通的时间，降低资源、物流、信息流的传递和处理成本，以更好地服务于现有加盟商并拓展加盟业务。

该项目总投资 10,355.40 万元，其中 4,355.40 万元用于建设投资，6,000.00 万元用于铺底流动资金，建设周期为 12 个月。

2.爱迪尔珠宝生产扩建项目

随着公司规模迅速扩张，公司急需扩大生产能力。同时，公司新工艺、新技术的研发与运用需要更新设备。公司也需要进一步提升设计研发能力以提升品牌竞争力。“爱迪尔珠宝生产扩建”项目将建在惠州市惠阳区新圩镇长布村金玉东方珠宝首饰生产基地，项目的主要建设内容包括通过对已有物业进行装修，增加研发设计设备的投入和生产设备的投入，招聘员工晚上珠宝加工中心和设计研发中心。该项目将由公司的控股子公司惠州爱迪尔负责实施。通过实施该项目，公司的产能、生产工艺水平、设计研发能力将得到进一步的提升。

该项目总投资 17,644.22 万元，其中 5,729.05 万元用于建设投资，11,915.17 万元用于流动资金，建设周期为 12 个月。

3. 补充与主营业务相关的营运资金

公司的经营模式使得公司对于日常营运资金要求较大：原材料采购结算上，公司在原材料（以钻石、黄金、铂金和钯金等为主）采购资金占用较高；库存储备上，公司存货储备较高，资金沉淀较长；销售结算上，公司一般给予大部分客户 2-3 个月信用期。同时，公司流动资产比例较高、存货占净资产比重较大、银行贷款等间接融资空间较小，使得公司需要营运资金来改善公司财务状况。另外，公司需要合理规模的流动资金支持来保障公司经营规模的扩张。

通过实施该项目，公司将投入 8,000 万元用于补充公司日常营运资金，以保障公司产能扩大后的生产所需资金，进一步确保公司财务稳定，增强公司的营运能力和市场竞争能力，并提高公司营业收入和利润水平。

六、盈利预测及假设

- 1) 我们假定钻石镶嵌饰品 2014-2016 年收入同比增速分别为 7.0%、6.0%、5.0%，毛利率分别为 21.00%、21.20%、21.50%。
- 2) 我们假定成品钻 2014-2016 年收入同比增速分别为 3.0%、2.0%、1.0%，毛利率分别为 9.80%、10.20%、10.70%。
- 3) 我们假定其他饰品 2014-2016 年收入同比增速分别增长 20.0%、15.0%、10.0%，毛利率分别为 14.20%、14.40%、14.60%。
- 4) 我们假定加盟费 2014-2016 年收入同比增长分别为 1.0%、1.0%、1.0%，毛利率分别为 92.70%、92.20%、91.70%。
- 5) 我们假定公司 2014-2016 年期间费用率分别为 7.52%、7.17%、7.11%，其中销售费用率和管理费用率未来三年分别为 5.40%、5.45%、5.50%和 2.20%、2.10%、2.0%。
- 6) 我们假设 2014-2016 年所得税率均为 25.5%。

公司现有股本 7,500 万股，按照新发行 2,500 万股，预计发行后总股本 10,000 万股。经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.89、0.96、1.03 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 4.1%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2015 年 20 倍市盈率，对应目标价 19.20 元/股。

图表 24. 可比上市公司估值比较

| 股票名称 | 收盘价 (人民币) | 每股收益(元) | | | 净利润增速(%) | | | 市盈率(倍) | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2013A | 2014E | 2015E | 2013A | 2014E | 2015E | 2013A | 2014E | 2015E |
| 老凤祥 | 34.07 | 1.70 | 1.66 | 1.97 | 45.6 | (2.5) | 18.5 | 20.04 | 20.52 | 17.29 |
| 明牌珠宝 | 10.74 | 0.16 | 0.435 | 0.51 | 13.02 | 176 | 17.5 | 15.13 | 14.71 | 12.94 |
| 潮宏基 | 8.48 | 0.21 | 0.44 | 0.53 | 35.2 | 112 | 20.8 | 20.19 | 30.29 | 24.94 |
| 金一文化 | 21.50 | 0.73 | 0.40 | 0.54 | 32.94 | (30) | 37.05 | 29.45 | 53.75 | 39.81 |
| 萃华珠宝 | 29.80 | 0.98 | 0.76 | 0.92 | 27.17 | 2.99 | 21.77 | 30.41 | 39.21 | 32.39 |
| 平均 | | | | | | | | 23.04 | 31.70 | 25.47 |
| 周大福 | 10.14 | 0.55 | 0.73 | 0.60 | (19.6) | 32.1 | (17.1) | 18.44 | 13.89 | 16.90 |
| 六福 | 11.40 | 2.15 | 3.17 | 2.88 | (11.4) | 47.3 | (9.0) | 5.30 | 3.60 | 3.96 |
| 周生生 | 20.10 | 1.79 | 1.77 | 2.07 | 23.72 | (1.53) | 16.7 | 11.23 | 11.36 | 9.71 |
| 平均 | | | | | | | | 11.66 | 9.62 | 10.19 |
| 爱迪尔 | | 0.910 | 0.893 | 0.959 | 24.0 | (1.9) | 7.4 | | | |

资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 25.2014 年-2016 年公司收支预测表

| 单位(万元) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入合计 | 60,461.53 | 72,772.31 | 79,896.43 | 85,559.56 | 90,734.53 |
| 营业成本合计 | 47,644.68 | 55,737.23 | 61,327.49 | 67,104.18 | 70,987.60 |
| 营业收入增速 | | 20.36 | 9.79 | 7.09 | 6.05 |
| 综合毛利率(%) | 21.20 | 23.41 | 23.24 | 21.57 | 21.76 |
| 主营业务收入 | 60,258.50 | 72,480.03 | 79,515.02 | 85,151.11 | 90,301.38 |
| 主收入增速(%) | | 20.28 | 9.71 | 7.09 | 6.05 |
| 主营业务成本 | 47,606.52 | 55,686.71 | 61,319.44 | 67,087.85 | 70,970.27 |
| 主营业务毛利率(%) | 21.00 | 23.17 | 22.88 | 21.21 | 21.41 |
| 其他业务收入 | 203.03 | 292.28 | 381.41 | 408.44 | 433.15 |
| 其他收入占主营比(%) | 0.34 | 0.40 | 0.48 | 0.48 | 0.48 |
| 其他业务成本 | 38.16 | 50.52 | 8.05 | 16.34 | 17.33 |
| 其他业务毛利率(%) | 81.20 | 82.70 | 97.90 | 96.00 | 96.00 |
| 主营业务拆分 | | | | | |
| 钻石镶嵌 | 54,496.41 | 65,790.22 | 74,397.45 | 79,605.30 | 84,381.60 |
| 占主营收入比(%) | 90.40 | 90.80 | 93.60 | 93.50 | 93.40 |
| 收入增速(%) | | 20.72 | 13.08 | 7.00 | 6.00 |
| 成本 | 43,210.00 | 50,540.00 | 57,427.00 | 62,888.00 | 66,493.00 |
| 毛利率(%) | 20.71 | 23.18 | 22.81 | 21.00 | 21.20 |
| 成品钻 | 4,031.97 | 4,736.61 | 2,769.05 | 2,852.10 | 2,909.20 |
| 占主营收入比(%) | 6.70 | 6.50 | 3.50 | 3.30 | 3.20 |
| 收入增速(%) | | 17.48 | (41.54) | 3.00 | 2.00 |
| 成本 | 3,553.00 | 4,131.00 | 2,507.00 | 2,573.00 | 2,612.00 |
| 毛利率(%) | 11.88 | 12.78 | 9.46 | 9.80 | 10.20 |
| 其他饰品 | 960.69 | 1,160.20 | 1,518.50 | 1,822.20 | 2,095.50 |
| 占主营收入比(%) | 1.60 | 1.60 | 1.90 | 2.10 | 2.30 |
| 收入增速(%) | | 20.77 | 30.88 | 20.00 | 15.00 |
| 成本 | 801.00 | 972.00 | 1,334.00 | 1,563.00 | 1,794.00 |
| 毛利率(%) | 16.60 | 16.20 | 12.10 | 14.20 | 14.40 |
| 加盟费 | 769.43 | 793.00 | 830.02 | 871.50 | 915.10 |
| 占主营收入比(%) | 1.30 | 1.10 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 收入增速(%) | | 3.06 | 4.67 | 5.00 | 5.00 |
| 成本 | 42.00 | 43.00 | 51.00 | 64.00 | 71.00 |
| 毛利率(%) | 94.50 | 94.60 | 93.90 | 92.70 | 92.20 |

资料来源: 公司招股说明书、中银国际

七、风险提示

- 1. 主要原材料价格波动风险：**公司主要原材料为铂金、黄金、钻石等。从较长时期看，国际钻石报价整体呈现缓慢上涨态势。报告期内，根据 Idexonline 数据显示，钻石价格在 2011 年 6 月达到高点后缓慢回落，并于 2012 年底企稳，2013 年及 2014 年上半年平缓波动。报告期内，黄金和铂金价格因受各种因素影响波动较大，2013 年下跌幅度较深，2014 年上半年小幅回升。虽然由于珠宝玉石首饰行业特殊的定价模式，价格波动通常可以传导到零售终端，但如果原材料价格波动不能及时有效传导到零售终端，将会影响公司盈利的稳定性。
- 2. 市场竞争风险：**以外资和港资品牌珠宝商为代表的珠宝商在一线城市树立起良好的品牌形象后开始向二三线城市快速展店布局，将影响公司在二三线城市的市场占有率。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 728 | 799 | 856 | 907 | 953 |
| 销售成本 | (557) | (613) | (671) | (710) | (742) |
| 经营费用 | (58) | (52) | (59) | (61) | (59) |
| 息税折旧前利润 | 113 | 134 | 125 | 136 | 151 |
| 折旧及摊销 | (5) | (5) | (6) | (11) | (16) |
| 经营利润 (息税前利润) | 108 | 128 | 119 | 125 | 135 |
| 净利息收入/(费用) | (8) | (9) | 6 | 5 | 5 |
| 其他收益/(损失) | (4) | (3) | (6) | (11) | (16) |
| 税前利润 | 100 | 122 | 120 | 129 | 138 |
| 所得税 | (27) | (31) | (31) | (33) | (35) |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 73 | 91 | 89 | 96 | 103 |
| 核心净利润 | 73 | 88 | 89 | 96 | 103 |
| 每股收益 (人民币) | 0.734 | 0.910 | 0.893 | 0.959 | 1.031 |
| 核心每股收益 (人民币) | 0.729 | 0.882 | 0.893 | 0.959 | 1.031 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 收入增长(%) | n.a. | 10 | 7 | 6 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | n.a. | 19 | (7) | 5 | 8 |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a. | 19 | (6) | 9 | 11 |
| 每股收益增长(%) | n.a. | 24 | (2) | 7 | 8 |
| 核心每股收益增长(%) | n.a. | 21 | 1 | 7 | 8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 100 | 122 | 120 | 129 | 138 |
| 折旧与摊销 | 5 | 5 | 6 | 11 | 16 |
| 净利息费用 | 9 | 10 | (1) | (3) | (4) |
| 运营资本变动 | (318) | (412) | (408) | (415) | (434) |
| 税金 | 27 | 31 | 31 | 33 | 35 |
| 其他经营现金流 | 208 | 287 | 347 | 323 | 340 |
| 经营活动产生的现金流 | 31 | 44 | 94 | 77 | 92 |
| 购买固定资产净值 | 0 | 0 | (100) | (100) | (100) |
| 投资减少/增加 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 其他投资现金流 | (9) | (3) | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动产生的现金流 | (9) | (3) | (99) | (99) | (99) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资现金流 | (10) | 38 | (142) | 3 | 4 |
| 融资活动产生的现金流 | (10) | 38 | (142) | 3 | 4 |
| 现金变动 | 12 | 79 | (147) | (19) | (3) |
| 期初现金 | 216 | 279 | 132 | 113 | 110 |
| 公司自由现金流 | 23 | 42 | 0 | (20) | (5) |
| 权益自由现金流 | 14 | 32 | (4) | (19) | (3) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 216 | 279 | 132 | 113 | 110 |
| 应收帐款 | 82 | 92 | 97 | 104 | 110 |
| 库存 | 199 | 255 | 254 | 273 | 292 |
| 其他流动资产 | 4 | 9 | 4 | 6 | 7 |
| 流动资产总计 | 501 | 636 | 488 | 497 | 520 |
| 固定资产 | 32 | 32 | 106 | 179 | 250 |
| 无形资产 | 6 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 其他长期资产 | (0) | 1 | 21 | 37 | 51 |
| 长期资产总计 | 38 | 39 | 131 | 221 | 305 |
| 总资产 | 539 | 674 | 619 | 717 | 824 |
| 应付帐款 | 47 | 51 | 56 | 59 | 62 |
| 短期债务 | 110 | 143 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 24 | 30 | 24 | 23 | 24 |
| 流动负债总计 | 180 | 224 | 80 | 82 | 86 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股本 | 75 | 75 | 100 | 100 | 100 |
| 储备 | 284 | 374 | 439 | 535 | 638 |
| 股东权益 | 359 | 449 | 539 | 635 | 738 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债及权益 | 539 | 674 | 619 | 717 | 824 |
| 每股帐面价值(人民币) | 3.59 | 4.49 | 5.39 | 6.35 | 7.38 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.52 | 4.45 | 5.34 | 6.30 | 7.34 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.06) | (1.36) | (1.32) | (1.13) | (1.10) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 15.5 | 16.7 | 14.6 | 15.0 | 15.8 |
| 息税前利润率(%) | 14.8 | 16.1 | 13.9 | 13.8 | 14.1 |
| 税前利润率(%) | 13.8 | 15.3 | 14.0 | 14.2 | 14.5 |
| 净利率(%) | 10.1 | 11.4 | 10.4 | 10.6 | 10.8 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 2.8 | 2.8 | 6.1 | 6.1 | 6.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 12.1 | 12.6 | 28.6 | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.7 | 1.7 | 2.9 | 2.7 | 2.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 核心业务市盈率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 价格/现金流(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | (0.9) | (1.0) | (1.1) | (0.8) | (0.7) |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 130.6 | 135.4 | 138.5 | 135.5 | 138.9 |
| 应收帐款周转天数 | 41.0 | 42.0 | 40.4 | 40.6 | 41.1 |
| 应付帐款周转天数 | 23.4 | 23.2 | 22.7 | 23.1 | 23.1 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净资产收益率(%) | 20.5 | 20.2 | 18.1 | 16.3 | 15.0 |
| 资产收益率(%) | 14.7 | 14.2 | 13.7 | 14.0 | 13.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 23.2 | 21.9 | 21.9 | 21.7 | 19.9 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

老凤祥(600612.CH/人民币 33.55, 买入)

明牌珠宝(002574.CH/人民币 10.59, 谨慎买入)

潮宏基(002345.CH/人民币 8.45, 持有)

金一文化(002721.CH/人民币 21.98, 未有评级)

萃华珠宝(002731.CH/人民币 28.16, 未有评级)

以 2014 年 1 月 12 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371