

刚泰控股（600687）深度研究报告

2014 年 4 月 13 日

打造综合型互联网珠宝生态圈

买入（上调）

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,845	15,611	24,372	29,247
同比(+/-%)	87	76	56	20
净利润(百万元)	348	804	1204	1462
同比(+/-%)	38	131	50	21
毛利率(%)	7.8	7.8	7.9	8.0
ROE(%)	6.7	13.8	17.7	18.4
每股收益(元)	0.23	0.54	0.81	0.98
P/E	65	28	19	15
P/B	4	4	3	3

投资要点

- **公司核心战略：打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈：**2015 年开始，公司顺应“互联网+的”发展趋势，打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈。这个生态圈以互联网珠宝为基础平台，以娱乐营销提升珠宝的品牌内涵和附加值，以金融结合产业链产生协同效应，增强公司盈利能力。
- **并购珂兰、米莱，战略投资曼恒数字——打造互联网珠宝生态圈：**通过并购珂兰钻石、控股优娜珠宝、战略投资曼恒数字，公司的“O2O 平台+设计研发+C2B 个性化定制+3D 打印”互联网珠宝生态圈已经初步成型。O2O 平台为 C2B 平台引流，C2B+3D 打印使入门级珠宝的个性化定制成为现实。同时，黄金饰品到钻石，钻石到彩宝的消费升级将促进客户的重复购买，沉淀大量有粘性的活跃用户，相互补充促进。未来公司将进一步补充设计研发平台，并对 O2O 体系扩容，加强协同。
- **黄金珠宝产业链“银行”，利差+杠杆带来巨大空间：1、金多宝平台黄金租赁业务息差潜力巨大：**珠宝行业是资金密集型业务，中小珠宝企业为了维持经营的正常运转，对于黄金租赁有很大需求。公司金多宝平台通过不同风险偏好等级和收益水平满足居民的黄金投资需求，以较低成本（5%）吸纳民间闲置黄金，进一步降低负债端成本，增厚利差。假设金多宝平台资产规模达到 100 亿元，则对应利差收入 11 亿元左右。2、珂兰随着公司在全产业链上的覆盖不断扩宽加深，O2O 电商渠道的门店的融资需求也不断放大。例如珂兰钻石在全国 34 个重点城市中已设立 100 家线下体验店，预计未来有望扩张到 1000 家，加盟的门店无论是对现金还是原材料（黄金等贵金属）都将有巨大的融资需求。按照每家门店铺货需要融资 500 万计算，融资需求将达到每年 50 亿元，对应 5 亿元利差收入。
- **“买入”评级：**预计公司 2016-2018 年 EPS 至 0.54/0.81/0.98 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 36/25/20 倍，看好公司打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈的发展战略，上调至“买入”投资评级。
- **风险提示：**业务整合低于预期

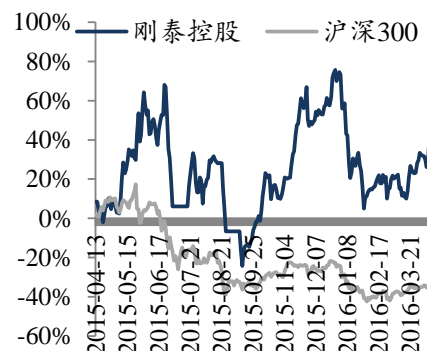
首席分析师 郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001
haob@gsjq.com.cn

分析师 朱悦如

执业资格证书号码：S0600512080003
zhuyr@gsjq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.74
一年最低价/最高价	11.86 / 51.86
市净率	0.0
流通A股市值(百万元)	21290.4

基础数据

每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	44.23
总股本(百万股)	1488.72
流通A股(百万股)	1078.54

相关研究

刚泰控股事件点评：与创梦天地设立产业基金，背靠腾讯布局泛娱乐行业
2016-3-1

目录

1. 公司核心战略：打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈	3
2. 并购珂兰、米莱，战略投资曼恒数字——打造互联网珠宝生态圈	4
2.1. 黄金珠宝电商潜力巨大，国外经验表明天花板尚远	4
2.2. 打造互联网珠宝生态圈，推动营收规模量级增长	5
2.2.1. 并购珂兰钻石，O2O 模式打开珠宝电商市场	6
2.2.2. 丰富珂兰平台产品线，打造互联网珠宝独角兽	8
2.2.3. 战略投资曼恒数字，颠覆珠宝电商消费体验	9
3. 黄金珠宝产业链“银行”：利差+杠杆带来巨大空间	13
3.1. 黄金珠宝行业供应链金融需求旺盛	13
3.2. 金多宝平台黄金租赁业务息差潜力巨大	13
3.3. O2O 电商渠道融资需求有望爆发	14
3.4. 与比利时安特卫普钻石中心 AWDC 战略合作，引进供应链金融成熟运营体系	15
4. 娱乐营销强化品牌建设，泛娱乐布局潜力巨大....	17
4.1. 收购瑞格传播强化品牌建设	17
4.2. 设立产业投资基金布局泛娱乐产业	17
5. 盈利预测与估值	18

1. 公司核心战略：打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈

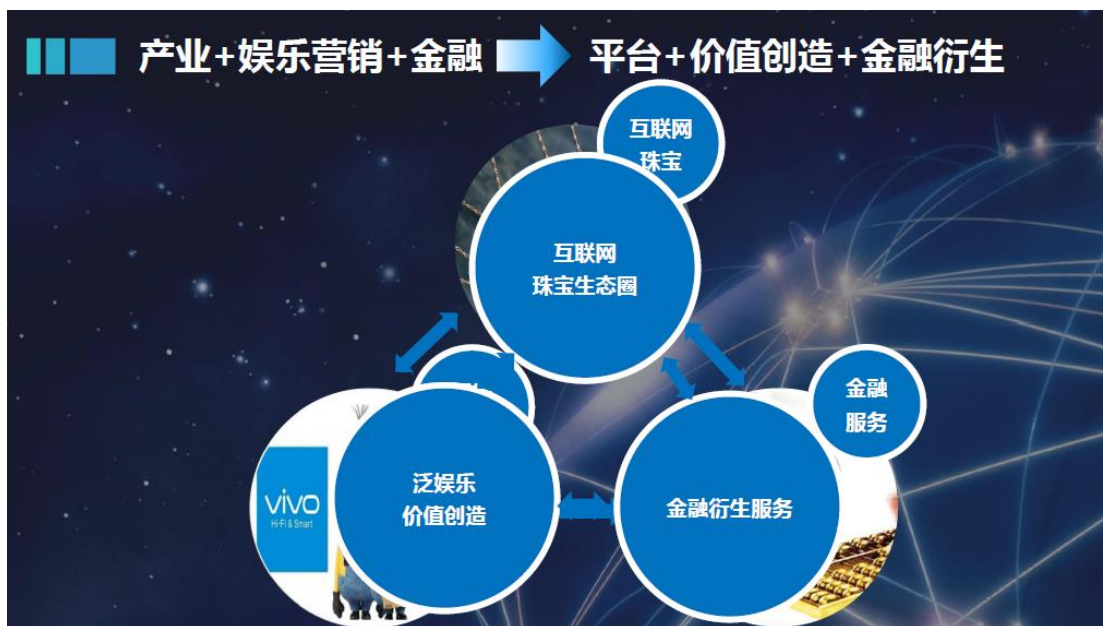
2015 年开始，公司顺应“互联网+的”发展趋势，打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈。这个生态圈以互联网珠宝为基础平台，以娱乐营销提升珠宝的品牌内涵和附加值，以金融结合产业链产生协同效应，增强公司盈利能力。

在互联网珠宝产业方面，刚泰通过并购国内最大的钻石电商珂兰的 O2O 平台，彩宝第一品牌米莱珠宝、曼恒数字的 C2B 个性化定制+3D 打印体系先后加盟，逐步形成“O2O 平台为 C2B 平台引流，通过 C2B+3D 打印来个性化定制”的完整运营模式。

在泛娱乐产业布局上，公司通过收购娱乐营销领导者瑞格传播，结合刚泰影视以及与腾讯合资成立的新兴产业投资资金，不仅与珠宝品牌建设产生协同效应，给刚泰带来品牌、文化影响力和深层的价值，同时泛娱乐产业的发展空间巨大，其自身也有望产生超预期收益。

珠宝作为资金密集型行业和拥有万亿的市场，供应链金融需求，以及依托互联网珠宝生态圈的消费金融均有巨大市场空间，互联网珠宝 O2O 平台与供应链金融、消费金融三者整体联动，通过新业态的建立构建特殊的消费金融形态，通过电子商务平台贯通供应链金融和消费金融。

图表 1 刚泰控股三大核心战略



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

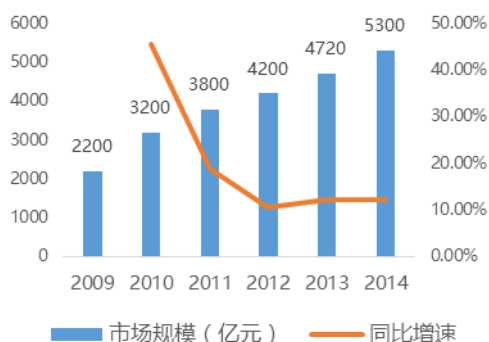
2. 并购珂兰、米莱，战略投资曼恒数字——打造互联网珠宝生态圈

2.1. 黄金珠宝电商潜力巨大，国外经验表明天花板尚远

我国黄金珠宝行业其中市场空间万亿级。根据中国珠宝协会数据，2014 年黄金珠宝市场规模突破 5000 亿元。国家统计局的预测，到 2017 年，我国黄金珠宝市场将达到 8600 亿元，考虑统计口径的问题，实际市场空间规模达万亿。

目前国内黄金珠宝电商销售比例水平非常低。目前国内珠宝企业触网主要通过 3 种方式：B2C 平台品牌旗舰店、线上线下融合的 O2O 模式与独立工作室（设计师）模式。对传统黄金珠宝企业而言，电商作为新兴渠道，虽然占行业整体零售比例较低（2013 年电商渠道零售占行业比重不足 1%），但传统珠宝龙头如周大福、潮宏基、周生生等已经开始通过自建线上旗舰店、B2C 平台以及线上线下融合（O2O）模式逐步在电商渠道发力。珠宝电商占比从 2009 年的 0.5% 逐步上升至 2013 年的 3.3%，但远低于服装、化妆品等 15% 以上的渗透率，甚至低于电商渗透率 10% 的平均水平。

图表 2 国内珠宝市场规模及增速



资料来源：中国珠宝行业协会，东吴证券研究所

图表 3 国内珠宝市场规模及电商占比



资料来源：中国珠宝行业协会，东吴证券研究所

未来国内珠宝电商规模将达到千亿级。

过去制约黄金珠宝线上销售主要是由于两个原因：

- (1) 客户偏向线下的消费习惯；
- (2) 珠宝购买属于体验式消费，网上展示存在短板。

目前制约行业发展的两大瓶颈正在逐步被打破：

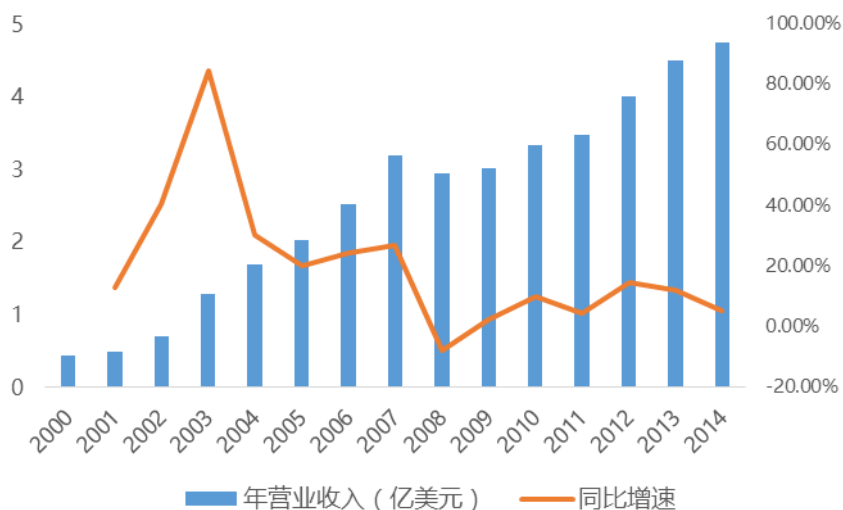
- (1) 90 后人群逐步成为消费主力，电商消费将成为主流；
- (2) VR 技术的引入将显著提升珠宝线上展示的效果。

此外，3D 打印珠宝定制也使得珠宝线上销售的优势大幅提升。

综上，我们认为随着珠宝商务持续普及以及二三线城市 O2O 业务逐步展开，未来珠宝电商有望拓展至 30%，市场空间千亿可期。

最后，国外珠宝电商经验预示，国内该行业天花板尚远。行业标杆公司美国 Blue Nile 2000-2014 年的营业收入从 4423 万美元增长至 4.74 亿美元，年复合增长率达到 18.4%。作为国内珠宝电商龙头企业，珂兰钻石近年来销售额一直稳步提升，2014 年销售额约 6.5 亿元左右，份额占国内整个黄金珠宝行业销售额的 0.15%，对标 Blue Nile 4.7 亿美元的年销售额，国内珠宝电商仍有巨大的成长空间。

图表 4 Blue Nile 销售额情况



资料来源：Blue Nile，东吴证券研究所

2.2. 打造互联网珠宝生态圈，推动营收规模量级增长

通过并购珂兰钻石、控股优娜珠宝、战略投资曼恒数字，公司的“O2O 平台+设计研发+C2B 个性化定制+3D 打印”互联网珠宝生态圈已经初步成型。

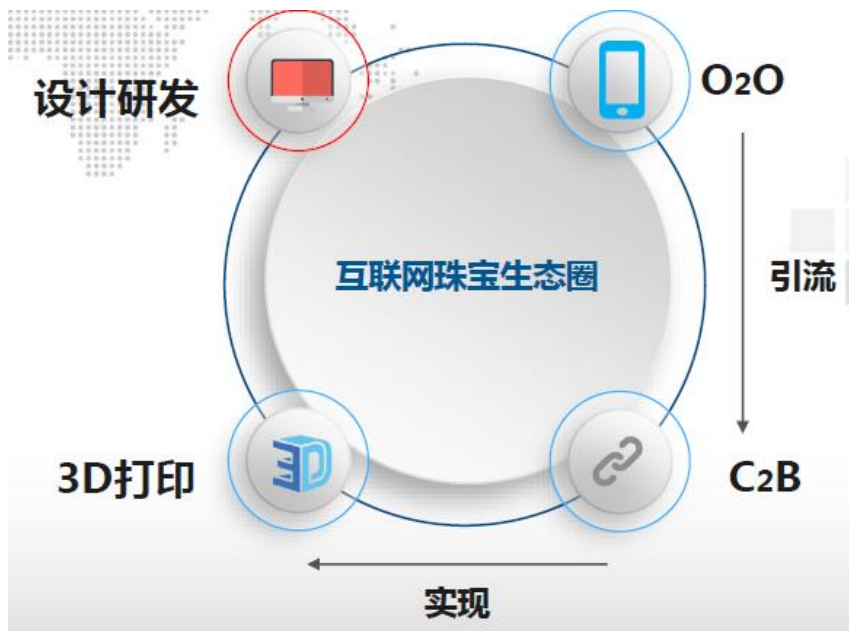
珂兰是腾讯投资的唯一一家珠宝电商，O2O 商业模式成熟，运营体系完善，线下有近 100 家体验店，覆盖全国各大城市。珂兰钻石曾在 2014 年双十一赢得天猫、京东、苏宁易购等各大 B2C 平台钻石销量第一，在国内拥有良好的品牌声誉和影响力；珂兰承诺 2015、2016、2017 逐年实现的净利润分别为 2,000 万元、4,500 万元和 7,600 万元。

优娜珠宝主要从事高档珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售，拥有珠宝首饰 3D 打印业务，主要产品为彩宝类的 K 金珠宝首饰，核心业务是对“米莱”珠宝品牌的经营管理，是电商中细分领域彩宝类的龙头企业。刚泰控股于 2016 年 3 月持有优娜共 51% 股权，并且在 2015 年 12 月刚泰第二次资本收购时，优娜承诺 2016、2017、2018 三年实际净利润分别不低于 3300 万元、4500 万元、6000 万元。

曼恒数字是国内最早涉足虚拟现实和 3D 打印行业的公司之一，现已登陆新三板，收入规模位居行业领先水平，目前在虚拟现实引擎、交互

追踪等关键技术环节均拥有自主知识产权产品，客户超过 400 家。曼恒数字先进的 3D 技术和虚拟现实技术嫁接到珠宝产业，不仅能为消费者带来优质的购物体验，更有助于节省库存、降低成本和个性化定制。

图表 5 刚泰互联网珠宝生态圈



资料来源：东吴证券研究所

完整的运营模式正在形成——O2O 平台为 C2B 平台引流，C2B+3D 打印使入门级珠宝的个性化定制成为现实。同时，黄金饰品到钻石，钻石到彩宝的消费升级将促进客户的重复购买，沉淀大量有粘性的活跃用户，相互补充促进。未来公司将进一步补充设计研发平台，并对 O2O 体系扩容，加强协同。

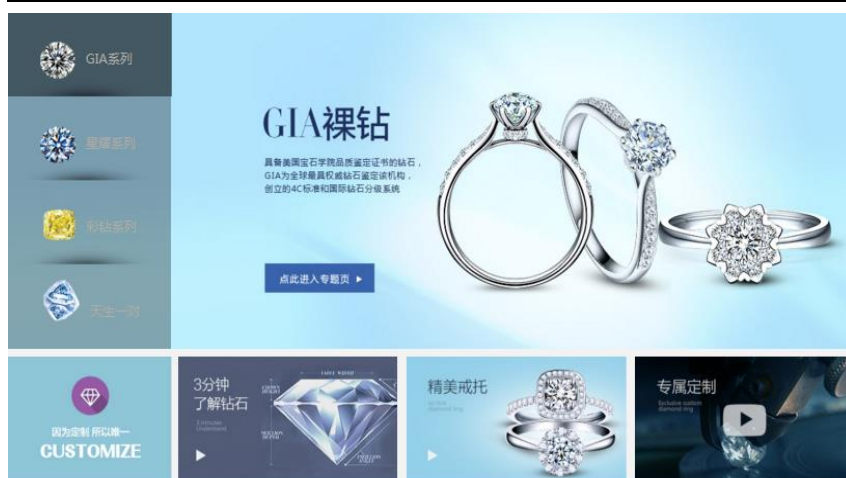
2.2.1. 并购珂兰钻石，O2O 模式打开珠宝电商市场

珂兰诞生于 2007 年，是腾讯投资的唯一一家珠宝企业，采用 O2O 模式从事珠宝钻石饰品类产品销售服务为主的品牌直销电商，为客户提供钻石珠宝销售、落地客服、私人定制等各项服务，是国内钻石电商龙头；主要客户为婚嫁人群，主营婚嫁钻戒类珠宝饰品，特点以简约都市风格著称。珂兰公司拥有广泛的线上销售网络，覆盖天猫、京东等多家主流零售电商、银行、商场渠道，同时线下在北上广深等 30 多个城市建立了直营及加盟实体体验店，覆盖了国内主要消费城市。

珂兰线上交易额多年保持钻石类销售第一。目前珂兰在线上覆盖淘宝，天猫，京东等主流大电商平台，2014、2015 年天猫成交金额分别为 4219 万，5000 万+（线上+线下，单日分别是 1.25，1.5+亿），连续四年蝉联天猫、京东、唯品会以及苏宁双十一钻石类销售总和第一，当各地

线下体验店不断加盟，以及黄金、彩宝多类资源注入平台后，珂兰平台的强者恒强效应将会不断扩大。

图表 6 珂兰钻石产品展示



资料来源：珂兰官网，东吴证券研究所

线上导流线下消费的 O2O 模式是珠宝电商发展的关键。珠宝产品的特殊属性导致其必须采用不同于一般产品的线上销售模式。一方面，珠宝产品价格不透明导致客户对线上购买不信任，另一方面，购买珠宝属于重度体验式消费，单纯的线上展示用户体验不佳。而通过线上导流至线下体验并购买的 O2O 模式弥补了珠宝线上销售的固有缺陷，成为珠宝电商发展的关键。

公司大力推进珂兰线下门店扩张。截止 2015 年底，珂兰钻石在北上广深等 50 多个一二线城市拥有直营和加盟体验店 70 多家，未来公司将进一步推进珂兰线下门店扩张，加速推动珠宝电商销售。我们预计，未来线下门店数量将实现量级增长。

图表 7 珂兰业务流程

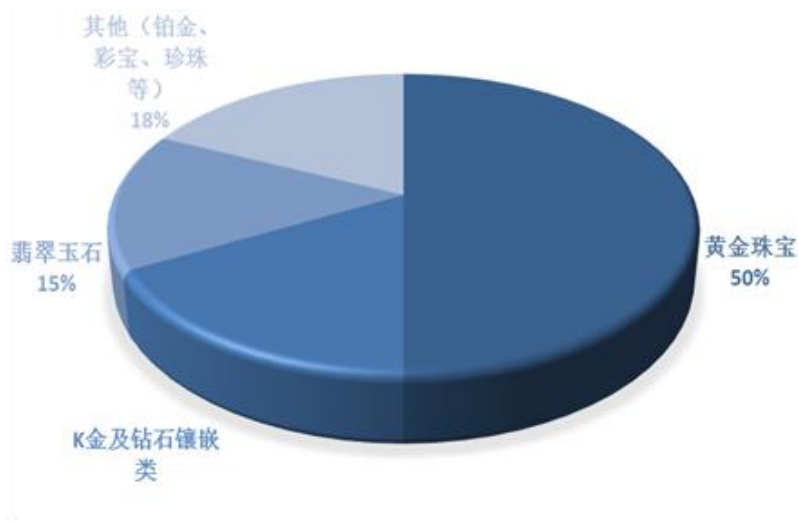


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 丰富珂兰平台产品线，打造互联网珠宝独角兽

将刚泰黄金资源导入珂兰平台，推动营收量级增长。钻石产品消费频次较低，市场空间有限。公司通过将自身黄金饰品资源导入珂兰平台，使其业务范围从单一的钻石销售扩展至整个黄金珠宝领域。根据经验，黄金饰品销售额是钻石产品的 10 倍，公司此举将极大提升珂兰平台的营收规模。

图表 8 中国珠宝产品分类



资料来源：中国产业数据报告网，东吴证券研究所

控股优娜珠宝，进一步丰富珂兰平台产品线。

优娜珠宝是国内彩宝龙头企业，旗下“米莱”珠宝是彩色宝石领导品牌。优娜珠宝引进了国际名品的整个工艺系统、宝石供应商、顶级工艺师、质检标准，具备世界级的彩色宝石设计、加工实力，拥有品质高成本低的优质彩宝资源。

图表 9 米莱珠宝产品



资料来源：米莱官网，东吴证券研究所

通过控股优娜珠宝，珂兰平台形成“钻石+黄金+彩宝”的多品类销售，互联网珠宝独角兽格局初现。同时，公司多品类销售有助于引导消费者形成“黄金->钻石->彩宝”的购买模式，实现产品间相互导流，提升平台用户活跃度和粘性。

2.2.3. 战略投资曼恒数字，颠覆珠宝电商消费体验

曼恒主营业务是虚拟现实和 3D 打印，覆盖高端制造、教育、国防军队、医疗以及个人消费等领域。

1、虚拟现实，公司主要分两部分产品，1)企业级产品，G-Magic 虚拟现实交互系统等；2)面向商业、家庭及个人娱乐的消费级产品；

2、3D 打印，公司有着自主知识产权的锐打 3D 打印机，以及面对行业应用的云打印和个性化饰品定制平台。

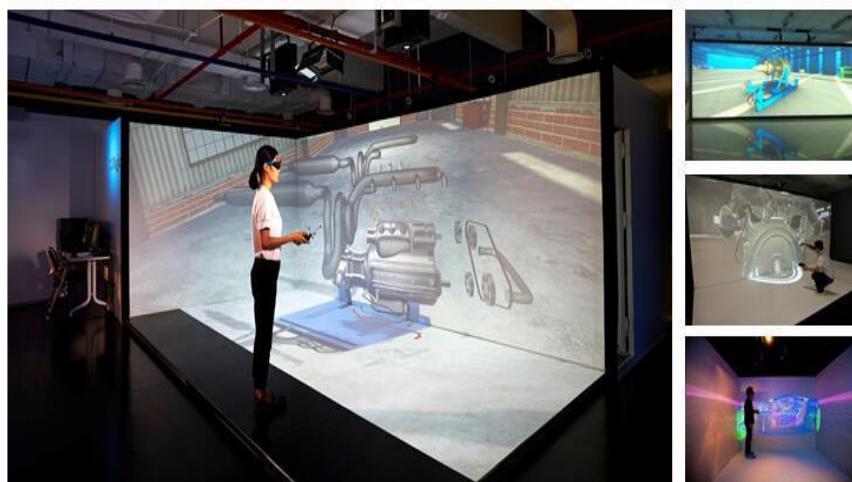
图表 10 曼恒数字主营业务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，G-Magic 虚拟交互系统是公司重量级产品之一，包含了 G-Motion 动作捕捉系统、3DSTORE 模型素材库、DVS3D 虚拟现实软件等部件组成，可为用户实现各种场景的 3D 可视化效果和身临其境的虚拟现实体验，应用于虚拟训练教学、虚拟装配及产品交互可视化等工作环节。该虚拟交互系统主要分为体感输入，3D 虚拟场景，显示与反馈三部分。G-Motion 动作捕捉保证正确的体感输入；DVS3D 软件以及其包含的 3DSTORE 模型素材库等，设计各种 3D 模拟场景，提高用户沉浸感；Led 投影或多投影幕结合快门式 3D 眼镜等方式完成最后的显示和反馈。

图表 11 G-Magic 虚拟交互场景图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前为 400 多家知名公司和 300 余所高校提供虚拟现实应用和解决方案：中航工业的“商业发动机三维视力景系统”；大众汽车“虚拟装配系统”；中科院“先进反应堆设计与安全方针系统”；同济大学“建筑

规划景观虚拟仿真实验教学中心”等等，可见曼恒有广泛的客户资源和高度认可的技术。

图表 12 曼恒数字客户资源庞大



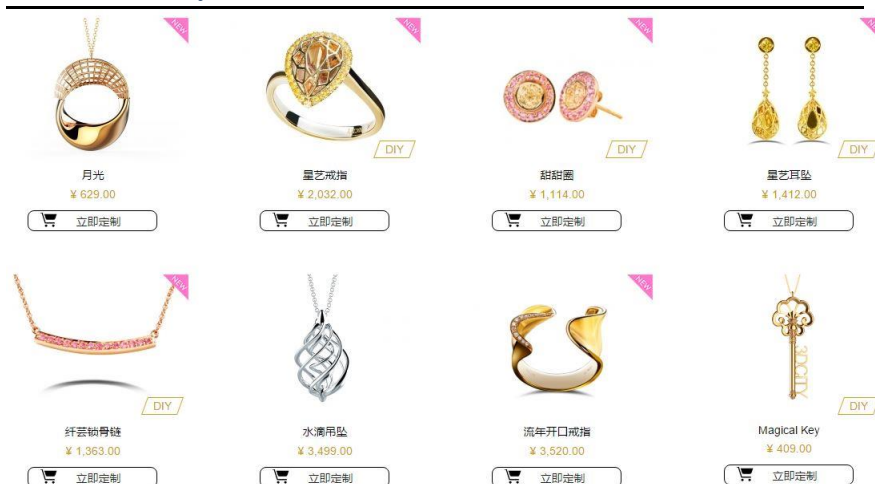
资料来源：曼恒官网，东吴证券研究所

曼恒数字的 VR 和 3D 打印技术颠覆珠宝电商消费体验：

1、VR 技术弥补珠宝电商展示短板。珠宝购买属于深度体验式消费，过去珠宝电商受制于展示环节的短板，难以成为珠宝销售的主流模式。VR 技术带来沉浸式消费体验，有利弥补了这一短板。

2、3D 打印极大降低珠宝定制门槛，迎合客户个性化需求。目前珠宝的定制仍然是属于高净值人群，成本昂贵是推向大众最重要的拦路虎，3D 打印是珠宝定制化爆发的拐点。曼恒的 3DCity 是个性化饰品定制平台，用户可以针对自身需求通过 3DCity 平台 DIY 饰品，完成个性定制后，平台可以根据用户需要使用 3D 打印技术安排生产，极大满足用户的强烈需求。公司将形成“O2O 平台->C2B->3D 打印”一体化运营模式。试想，个性张扬，追求体验的 90 后逐步进入社会组建家庭，在定制成本可接受的刺激下（而这现在已经可以实现），饰品定制化的市场空间将无限。

图表 13 3DCity 定制化打造饰品



资料来源：3DCity 官网，东吴证券研究所

目前公司正在开发基于 VR 技术的珠宝体验设备，一方面将该设备放置在珂兰线下门店，可有效降低门店备货，提升资金周转率；另一方面，将该设备放置在机场，宾馆，大型商场等人流量大的场所，进一步扩大线下网点数量。

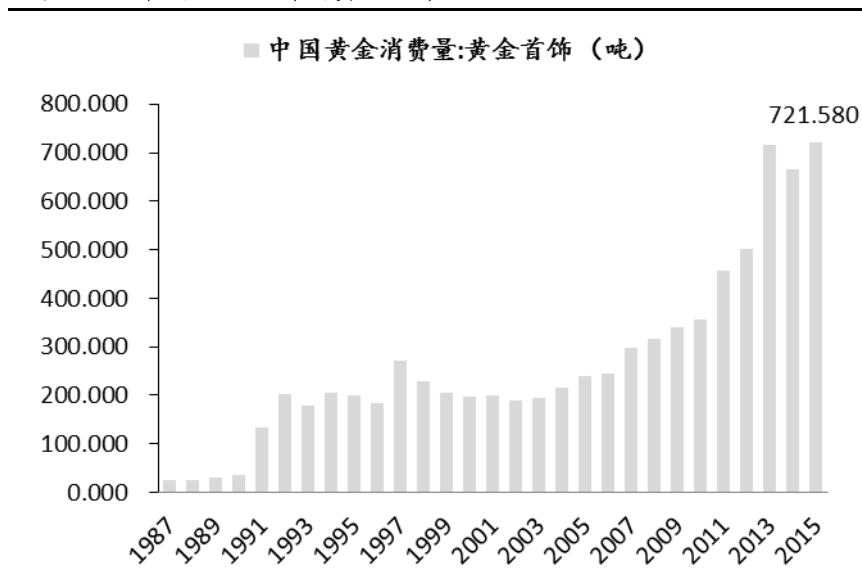
3. 黄金珠宝产业链“银行”：利差+杠杆带来巨大空间

3.1. 黄金珠宝行业供应链金融需求旺盛

珠宝公司融资难推高黄金租赁需求。珠宝行业是资金密集型业务，缺乏资金难以周转，而处于下游的珠宝行业公司却大多因规模较小，无法获得银行贷款。中小珠宝商融资成本高，资金周转难度大。在这样的情况下，中小珠宝企业为了维持经营的正常运转，对于黄金租赁有很大需求。

黄金租赁业务持续增长，突破 2000 亿指日可待。根据中国黄金消费量统计数据可知，2015 年用于黄金首饰领域的黄金消费量已高达 721.58 吨，折合人民币约 1950 亿。预计未来随着黄金消费需求自然增长和中小珠宝商为转移价格波动风险的需求，中国黄金租赁业务量将继续上升，突破 2000 亿指日可待。

图表 14 中国黄金首饰消费量（单位：吨）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.2. 金多宝平台黄金租赁业务息差潜力巨大

金多宝是公司在已有的品牌基础上，结合新收购的珠宝电商龙头企业珂兰钻石的成熟渠道和运营经验打造的 P2B (person to business) 黄金珠宝综合服务平台。

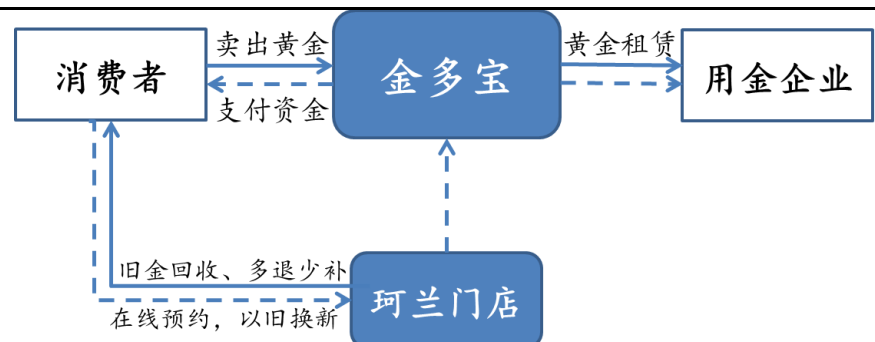
金多宝平台通过匹配普通消费者闲置黄金供给和用金加工企业的用金需求，在线上和线下为双方搭建黄金租赁服务平台。在供给侧，通过提供黄金及其首饰的买卖、租赁、甚至旧金回收、以旧换新等一站式服务，吸纳普通消费者和投资者手中的闲散黄金；在需求侧，则主要通过黄金租赁服务，为难以向商业银行融资融金的中小用金加工企业解决用金需求。线下业务方面，金多宝得益于公司对珂兰钻石的收购，可依托于珂兰钻石已有的成熟商业模式和运营渠道直接开展。例如金多宝“旧金回收”业务，即可在珂兰众多体验店进行。用户只需通过“金多宝”线上官方网站，便可买金存金，也可预约到珂兰钻石全国近 100 家体验店，办理黄金回收、以旧换新等业务。

图表 15 刚泰金多宝



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 16 刚泰金多宝金多宝业务运行模式



资料来源：东吴证券研究所

金多宝平台黄金租赁业务息差潜力巨大。金多宝平台的黄金投资产品的本质是介于固定收益理财产品和直接黄金投资之间的理财品种，通过不同风险偏好等级和收益水平满足居民的黄金投资需求。作为公司布局的做大负债端规模的互联网渠道，金多宝平台以较低成本（5%）吸纳民间闲置黄金，进一步降低负债端成本，增厚利差。假设金多宝平台资产规模达到 100 亿元，则对应利差收入 11 亿元左右。

图表 17 金多宝产品一览

产品名称	收益	特点	适合人群
流动金	2.88%租金收益+黄金增值收益	毫克交易，随买随卖	零存整取，短期闲散资金
箱底金	同期租金收益率+黄金增值收益	一次购买，延期交收黄金租赁，双重收益	现货黄金或闲散资金拥有者
包赚箱底金	10%租金收益	到期返还，收益稳定	稳健性不愿承担风险者

资料来源：金多宝官方网站，东吴证券研究所

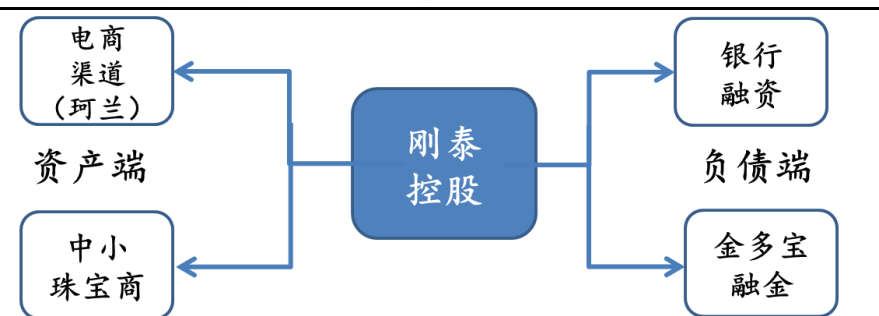
3.3.O2O 电商渠道融资需求有望爆发

伴随 O2O 电商门店发展，融资需求有望爆发。公司 2015 年通过定向增发募集资金，以 6.6 亿元收购上海珂兰商贸有限公司 100% 股权，吸纳珂兰钻石作为国内最大新兴珠宝电商所积累的大量客户基础及成熟的渠

道销售经验。随后，在 2016 年 3 月，公司增资电商细分行业中“彩宝类”领先企业优娜珠宝，持有其 51% 股权，成为优娜珠宝控股大股东。通过对珂兰钻石平台的收购，公司线上线下结合的 O2O 销售平台构筑基本完成；借助优娜珠宝的在彩宝类珠宝产品领域的专业优势，则可进一步加大向下游产业链的延伸和产业整合力度，完善公司的互联网珠宝全产业链，提升在互联网珠宝 O2O 渠道战略布局的绝对领先优势。

随着公司在全产业链上的覆盖不断扩宽加深，O2O 电商渠道的门店的融资需求也不断放大。例如珂兰钻石在全国 34 个重点城市中已设立 100 家线下体验店，预计未来将增长至 1000 家，加盟的门店无论是对现金还是原材料（黄金等贵金属）都将有巨大的融资需求。按照每家门店铺货需要融资 500 万计算，融资需求将达到每年 50 亿元，对应 5 亿元利差收入。

图表 19：刚泰控股资产负债两端布局



资料来源：东吴证券研究所

3.4. 与比利时安特卫普钻石中心 AWDC 战略合作，引进供应链金融成熟运营体系

刚泰控股布局国际钻石金融。在互联网电商成功落地的基础上，公司向钻石供应链金融领域全面迸发。2015 年 7 月，公司与比利时安特卫普钻石中心 AWDC 达成战略合作，计划在钻石贸易及融资领域形成战略合作伙伴关系。安特卫普是世界最大的钻石加工和贸易中心，已有 500 多年钻石加工交易历史，全球 84% 的毛坯钻石和 50% 成品钻石在此交易。本次合作涉及重大钻石产业投资，双方将设立一家比利时公司，作为“非银行流动资金供给方”，刚泰持有新公司 30% 的股份，是大中华区唯一的股东。此次对外投资将带动刚泰控股进一步延展业务领域，通过引进 AWCD 在供应链金融成熟的运营体系来拓展钻石供应链金融及钻石贸易业务。

图表 20：国际钻石金融布局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

“互联网珠宝”与“供应链金融”双引擎发力。通过钻石互联网电商及供应链金融的双重布局，公司获得了对包括上、下游在内的全产业价值链的覆盖，版图基本形成。公司还可以借此机会将国外成熟的业务体系引入中国，在国内进一步延展业务领域，增强公司综合实力。业务整合后，“互联网珠宝”和“供应链金融”双引擎将全面启动发力，形成极强的协同效应，使公司成为国内首屈一指的基于互联网平台、提供供应链金融服务的黄金珠宝企业。

4. 娱乐营销强化品牌建设，泛娱乐布局潜力巨大

4.1. 收购瑞格传播强化品牌建设

在泛娱乐产业布局上，公司已收购娱乐营销领导者瑞格传播，其在好莱坞有众多优势资源以及影视植入、联合推广、产品授权等多种营销手段。而刚泰公司下设的刚泰影视，以影视投资为主轴，投资、参股、合拍等多种方式与国外大型电影公司互动合作，全面切入国内影视剧制作、核心发行、植入式互动广告开发、新型影视旅游基地建设等影视行业核心资产。

瑞格传播是国内首屈一指的娱乐营销整合服务专家。瑞格娱乐营销的主要方式包括影视剧广告植入、联合推广、产品授权三种模式，成功操作过 TCL 与《钢铁侠 3》，周黑鸭及汇源与《变形金刚 4》等国内外影视剧的品牌广告植入、联合推广及产品授权案例。

瑞格传播另一项主营业务是影视内容投资与制作，标的为各种形式的知识产权，即 IP，具体有电视、电影、歌曲、动漫、小说等多种形式。对于部分影视剧，瑞格传播会独家投资或参与投资。目前瑞格传播已成功策划制作了《坏姐姐之拆婚联盟》、《梦想合伙人》、《白话好莱坞》等多部影视及动漫作品。

图表 21 3DCity 定制化打造饰品



资料来源：3DCity 官网，东吴证券研究所

瑞格传播的娱乐营销媒介可有力推动公司品牌推广，协同效应明显。相比传统营销，娱乐营销更加强调消费者的主动参与，增进消费者与企业的情感沟通与互动。具体而言，娱乐营销以品牌为核心，以数据为依据，以营销为目的，通过植入广告、电影映前广告、衍生品授权等多种形式，可以更好地吸引消费者的注意力，引发消费者的情感共鸣，从而提升品牌的内涵价值。在本次收购完成后，可助力公司的珠宝产品与娱乐内容相结合，从而有力推动刚泰带来品牌、文化影响力和深层的价值。

4.2. 设立产业投资基金布局泛娱乐产业

近期，公司又与腾讯旗下深圳创梦天地共设 50~100 亿规模的新兴产业投资基金，投资于代表中国未来新兴成长方向的战略行业与领域，该基金能够帮助公司聚集在泛娱乐行业的资源，有望介入行业内较为领先的项目，提高公司在行业中的影响力。影视植入、娱乐宣传未来加上 VR/AR 营销、IP 衍生等方式，不仅与珠宝品牌建设产生协同效应，给刚泰带来品牌、文化影响力和深层的价值，同时泛娱乐产业的发展空间巨大，其自

身也有望产生超预期收益。

5. 盈利预测与估值

预计公司 2016-2018 年 EPS 至 0.54/0.81/0.98 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 36/25/20 倍，看好公司打造互联网珠宝+娱乐品牌营销+供应链金融生态圈的发展战略，“买入”投资评级。

刚泰控股财务及盈利预测

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7738.3	8722.1	11674.3	14060.9	营业收入	8845.2	15611.2	24372.1	29246.5
现金	3874.0	1903.6	1033.0	1300.5	营业成本	8151.3	14375.3	22420.9	26851.0
应收款项	2228.4	3933.1	6140.3	7368.3	营业税金及附加	4.6	23.4	36.6	43.9
存货	1361.3	2400.7	3744.3	4484.1	营业费用	15.8	12.5	18.3	20.5
其他	274.6	484.7	756.7	908.0	管理费用	70.4	122.4	157.2	164.1
非流动资产	1552.3	1508.7	1468.7	1426.7	财务费用	162.7	62.1	46.9	51.4
长期股权投资	1.6	1.6	1.6	1.6	投资净收益	23.1	20.0	20.0	20.0
固定资产	408.3	401.2	394.0	381.6	其他	16.0	26.5	22.9	19.6
无形资产	365.1	328.6	295.7	266.2	营业利润	479.5	1062.1	1735.2	2155.3
其他	777.2	777.2	777.2	777.2	营业外净收支	10.3	10.0	10.0	10.0
资产总计	9290.6	10230.8	13142.9	15487.6	利润总额	489.7	1072.1	1745.2	2165.3
流动负债	3601.8	3898.7	5742.8	6755.8	所得税费用	142.2	268.0	436.3	541.3
短期借款	1726.2	600.0	600.0	600.0	少数股东损益	0.0	0.0	104.7	162.4
应付账款	234.2	413.1	644.3	771.6	归属母公司净利润	347.6	804.0	1204.2	1461.6
其他	1641.3	2885.6	4498.5	5384.2	EBIT	608.3	1114.2	1772.0	2196.7
非流动负债	507.7	507.7	507.7	507.7	EBITDA	633.9	1193.0	1851.6	2277.8
长期借款	497.9	497.9	497.9	497.9					
其他	9.8	9.8	9.8	9.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	4109.5	4406.4	6250.5	7263.5	每股收益(元)	0.23	0.54	0.81	0.98
少数股东权益	0.0	0.0	104.7	267.1	每股净资产(元)	3.48	3.91	4.56	5.34
归属母公司股东权益	5181.1	5824.3	6787.7	7956.9	发行在外股份(百万股)	1488.7	1488.7	1488.7	1488.7
负债和股东权益总计	9290.6	10230.8	13142.9	15487.6	ROIC(%)	8.7%	12.9%	20.5%	20.6%
					ROE(%)	6.7%	13.8%	17.7%	18.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%
经营活动现金流	-510.0	-633.2	-580.2	608.9	EBIT Margin(%)	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%
投资活动现金流	-808.1	-50.1	-49.6	-49.1	销售净利率(%)	3.9%	5.2%	4.9%	5.0%
筹资活动现金流	4728.7	-1287.0	-240.8	-292.3	资产负债率(%)	44.2%	43.1%	47.6%	46.9%
现金净增加额	3410.5	-1970.3	-870.6	267.5	收入增长率(%)	86.5%	76.5%	56.1%	20.0%
企业自由现金流	-680.1	-661.7	-619.7	573.3	净利润增长率(%)	38.4%	131.3%	49.8%	21.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.gs jq.com.cn>