

# 金一文化 (002721)

## 行业谋变，金一前行

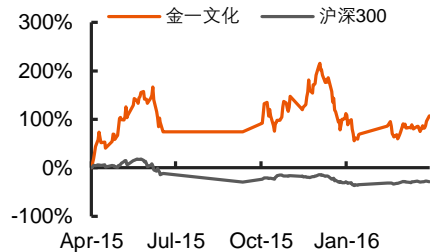
### 推荐 (首次)

现价: 24.10 元

#### 主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.e-kingee.com
大股东/持股	上海碧空龙翔投资管理有限公司/23.72%
实际控制人/持股	钟葱/60.91%
总股本(百万股)	648
流通 A 股(百万股)	238
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	156
流通 A 股市值(亿元)	56.58
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	67.70

#### 行情走势图



#### 证券分析师

徐问 投资咨询资格编号  
S1060513050003  
0755-22622625  
XUWEN007@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- **行业分化、整合加速，互联网&供应链金融重塑产业链生态。**2015年我国珠宝市场零售额超5000亿，国际金价下跌及持续低迷改变了过去存货升值、高资金杠杆的经营逻辑，渠道企业粗放扩张、跑马圈地时代结束，行业分化&整合加剧。珠宝产业链层层代理、加盟经营为主的流通模式效率低下、规范性差。部分企业开始从产品结构、上下游资源布局、互联网经营模式上进行调整和创新，提升对垂直产业链掌控程度和终端经营效率。资金始终是重资产珠宝行业的核心竞争力之一，核心珠宝企业介入供应链金融及黄金银行业务有利于降低行业资金成本，重塑行业生态。智能制造、可穿戴及大数据技术的应用使得珠宝业跨界融合潜力大。
- **行业谋变，传统龙头与新进入者的博弈。**无论互联网、O2O，还是供应链金融，都是手段而不是目的，线上不可能改造甚至替代线下，而是传统行业借助创新手段，提速转型进程，助力行业竞争力和集中度的提升。传统行业龙头的优势是上下游资源丰富、经营稳健，资金实力和品牌影响力领先，但由于体制束缚并购和创新步伐缓慢。具有灵活的体制机制优势、较强行业规模地位(上下游资源)、精细化运营能力和行业整合能力的企业更有希望在竞争中胜出，管理层愿景、资本实力和团队执行力是赢取弯道超车机会的关键因素。
- **跨界创新&产业并购，有望成为珠宝产业链的整合者与变革者。**公司原主营黄金为主的贵金属工艺品研发和银行渠道销售，于2014年1月上市后，先后收购越王珠宝、宝庆尚品、一恒贞等珠宝企业股权，打通浙江、江苏、安徽、河南等省零售渠道；与沈阳机床等企业共同设立基金、珠宝梦工厂，探索珠宝行业高端装备制造；设立并购基金，储备行业优质资源；收购卡尼小贷/布局黄金业务，深度介入供应链金融；与心麦科技、瀚博科技签订战略合作、参股深圳可穿戴设备、收购广东乐源，进军可穿戴设备行业。初步形成以实体渠道为依托，多品牌/多品类拓展，整合上下游产业链资源，布局智能、可穿戴产品、供应链金融和黄金银行、并购孵化基金等创新业务的黄金珠宝企业集团。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6016	7637	9143	11033	12737
YoY(%)	83.7	26.9	19.7	20.7	15.4
净利润(百万元)	69	153	325.4	407.8	501.8
YoY(%)	-27.9	143.4	127.0	25.3	23.1
毛利率(%)	7.2	10.9	13.8	13.8	14.1
净利率(%)	1.3	2.5	4.7	4.9	5.3
ROE(%)	7.7	7.4	13.9	15.2	16.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.24	0.50	0.63	0.77
P/E(倍)	226.7	102.3	48.0	38.3	31.1
P/B(倍)	17.5	7.6	6.7	5.8	5.0

- **团队股权深度绑定，致力于长期远景实现。**公司长远发展远景是搭建金一珠宝产业生态圈，以客户为中心，精准响应，高效满足 5 亿中产人群对黄金珠宝产品投资与消费的多元需求。管理团队具备丰富的珠宝行业、互联网、资本运作经验，有实力引领行业变革，提升行业地位。公司股权高度集中，董事长钟葱及一致行为人（包括历次收购对手方）合计持股比例达 61%，历次定增均大比例参与；近 1 年以来，公司高管频频在高位增持上市公司股份，强烈看好公司未来发展。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测 16-18 年 EPS 分别为 0.50、0.63、0.77 元，对应 PE 分别为 48X、38.3X、31.1X。公司作为行业新进入者，战略布局受益于行业整合和变革趋势，而且管理团队具备丰富的珠宝行业、互联网、资本运作经验，有望快速打通、整合黄金珠宝横向、纵向产业链，凝聚高端制造、大数据分析、可穿戴技术等跨行业优质资源，成为珠宝产业链的整合者和变革者。未来公司市值将在参控企业业绩稳定增长、金融业务利润逐步释放、创新投资驱动并购成长、行业生态圈搭建等几个维度得到提升。**首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 31.5 元（对应 2017 年 PE=50X）！**
- **风险提示：**珠宝行业终端需求大幅下滑；并购品牌业绩不达承诺；跨界产品及金融创新业务推广不及预期。

# 正文目录

<b>一、珠宝行业：告别黄金 10 年，行业分化、整合加速</b>	<b>6</b>
1.1 多重利好推动，黄金珠宝行业经历“黄金十年”	6
1.2 行业拐点已至，分化与整合加速	7
<b>二、产业谋变，互联网&amp;供应链金融重塑行业生态</b>	<b>8</b>
2.1 从产品结构、垂直供应链和 O2O 平台搭建重塑落后的供应链模式	8
2.2 从工业 4.0、可穿戴探索未来珠宝产品智能升级方向	10
2.3 资金为王，产业金融业务重塑行业生态	12
2.4 未来行业竞争格局和各企业战略选择	14
<b>三、金一文化：跨界创新，珠宝产业链的整合者与变革者</b>	<b>16</b>
2.1 贵金属工艺品起家，上市后快速布局珠宝产业圈收购	16
2.2 借助愿景&资本渠道，珠宝产业链的整合者与变革者	18
2.4 涉足供应链金融、黄金银行，打造新利润增长极	20
2.5 探索创新业务，智能珠宝开辟新航路	21
<b>四、盈利预测及投资建议</b>	<b>24</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图表 1	2006-2015 年行业复合增速高达 13.5%.....	6
图表 2	黄金价格经历十年上涨期 .....	7
图表 3	黄金投资消费需求持续高涨 .....	7
图表 4	品牌商纷纷跑马圈地，门店扩张速度惊人.....	7
图表 5	珠宝行业产业链结构 .....	8
图表 6	限额以上企业珠宝零售额占比呈上升趋势.....	8
图表 7	国内珠宝市场黄金零售占比接近 60%.....	9
图表 8	各品类毛利率水平差异大 .....	9
图表 9	品牌企业布局产业链竞争 .....	9
图表 10	刚泰控股收购柯兰钻石，开启 O2O 模式 .....	10
图表 11	3D 打印产品更为个性化.....	11
图表 12	3D 打印产品更为精细 .....	11
图表 13	智能可穿戴设备市场规模预测.....	11
图表 14	智能可穿戴设备监测健康 .....	12
图表 15	人机交互提高用户体验.....	12
图表 16	珠宝门店开店铺货成本.....	12
图表 17	珠宝产业链各环节融资场景 .....	12
图表 18	分环节测算供应链金融潜在规模（亿元）.....	13
图表 19	珠宝行业供应链金融潜在规模测算（账期测算）.....	13
图表 20	历年黄金投资消费量 .....	14
图表 21	首饰、金条、金币消费量 .....	14
图表 22	已开展的黄金银行业务模式 .....	14
图表 23	上市珠宝零售企业战略选择 .....	15
图表 24	公司股权结构图.....	16
图表 25	上市以来，公司进行一系列产业并购.....	17
图表 26	营业收入快速增长.....	17
图表 27	净利润水平大幅改善 .....	17
图表 28	珠宝首饰营收占比提高.....	18
图表 29	销售渠道实现多样化 .....	18
图表 30	公司零售渠道扩张情况.....	18
图表 31	公司黄金珠宝产业链扩张战略.....	19
图表 32	公司黄金珠宝产业生态圈规划.....	19
图表 33	珠宝贷，国内唯一专注珠宝行业投融资 P2P 平台 .....	20
图表 34	金生宝产品信息.....	21
图表 35	深圳金一红土投资基金出资比例 .....	21
图表 36	中国西部金一文化创意产业基金出资比例.....	21

图表 37 艺术品交易中心模式 .....	22
图表 38 acare 智能健康管理戒指 .....	23
图表 39 广东乐源部分代表性产品 .....	23
图表 40 外延式业绩对赌详情 .....	24
图表 41 股权高度绑定，高位增持彰显信心.....	25

## 一、 珠宝行业：告别黄金 10 年，行业分化、整合加速

### 1.1 多重利好推动，黄金珠宝行业经历“黄金十年”

受益于政策开放、金价上涨、渠道扩张和消费升级，黄金珠宝是我国过去 10 多年来增长最快的消费品类之一。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，中国金银珠宝类零售总额已从 2006 年的 1600 亿元发展到 2015 年的 5000 亿元，复合增长率达到 13.5%，我国也成为仅次于美国的第二大珠宝消费市场。

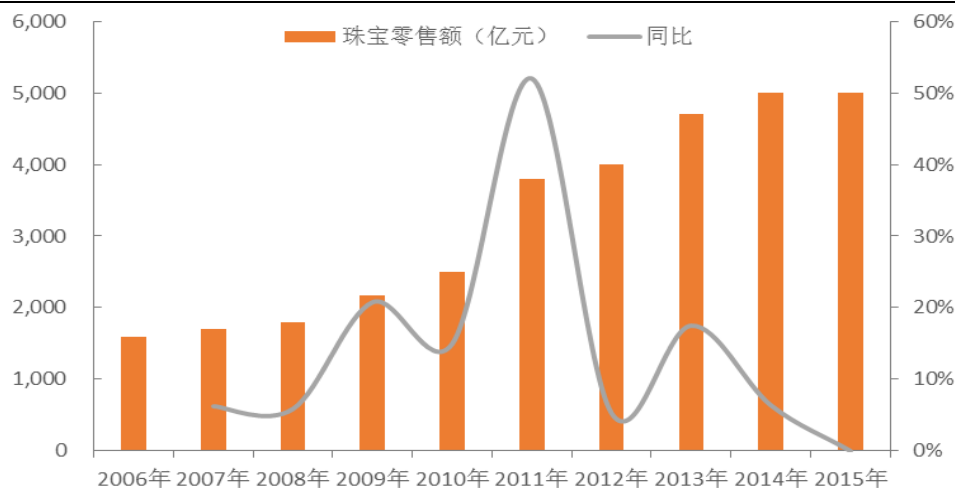
1) 政策开放：自古以来，黄金就是中国的法定货币之一，民众对黄金的认可度极高，但黄金在中国一直属于管制类商品，在行业发展初期基本依赖走私，民间拥有量极少。自 2003 年上海黄金交易所、钻石交易所成立后，珠宝商才有了正规的进货渠道，黄金首饰零售市场开始发展起来，消费者受到压抑的黄金消费需求由此爆发。

2) 金价上涨：2000 至 2011 年间，国际金价一直处于单边上升区间，最高曾在 2011 年 9 月达到 1895 美元/盎司，相比最低点 2001 年 4 月 255.95 美元/盎司上涨 6.4 倍。黄金价格的长期稳步上升，推动了行业销售规模的增长，并凸显出黄金的保值增值特点，进一步激发消费者购买黄金珠宝首饰及投资金的热情。

3) 渠道扩张：2003 年放开行业管制以来，海外、香港及国内的珠宝批发、零售商纷纷跑马圈地，加快渠道扩张步伐，形成了以百货专柜为主，专卖店和黄金珠宝市场为辅的渠道结构，快速下沉至三四线城市。渠道供给的增加进一步挖掘潜在消费需求，助力行业增长。

4) 消费升级：2003 年至今，我国居民人均 GDP 和人均可支配收入复合增速分别为 14.42%、11.97%，作为可选消费品，黄金珠宝受益于居民收入水平的提升。2014 年人均珠宝消费支出 365.55 元，是 2006 年的 3 倍，人均珠宝支出占人均可支配收入的比重也由 2006 年的 1.04% 升至 2014 年的 1.24%。

图表1 2006-2015 年行业复合增速高达 13.5%



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，平安证券研究所

图表2 黄金价格经历十年上涨期



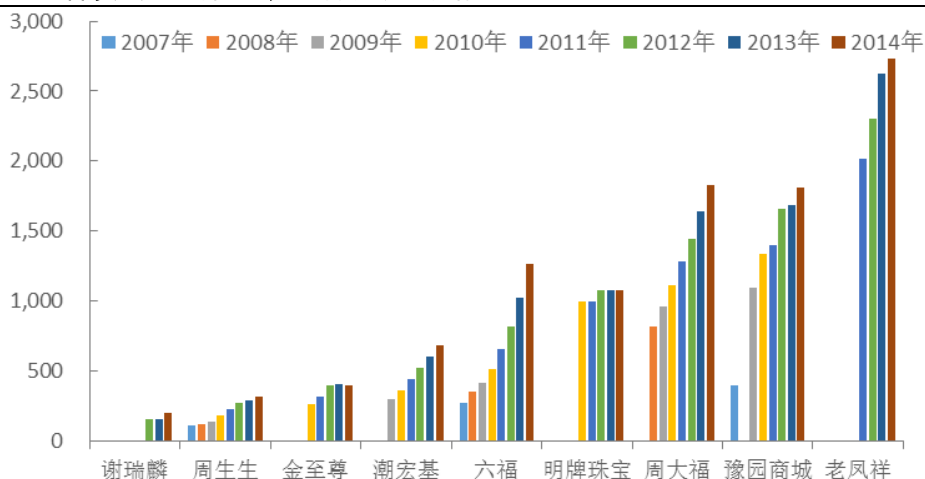
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 黄金投资消费需求持续高涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 品牌商纷纷跑马圈地，门店扩张速度惊人

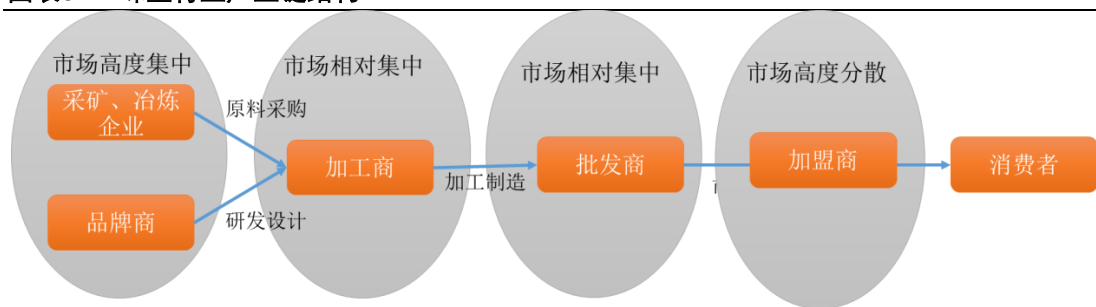


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 1.2 行业拐点已至，分化与整合加速

黄金珠宝首饰产品需经过原材料购买、品牌商设计、加工商生产制作、批发、加盟商分销及零售等环节后进入消费者手中，产业链参与者众多。品牌商作为核心企业，对产业链有着较强的控制力，业务广泛涉及研发、加工、生产、销售等多个方面。品牌商通常要求加盟商到指定加工商采购产品，加工、批发环节市场集中度较高，深圳水贝采购额约占全国市场总额的70%到80%。加盟商和零售商处于产业链的下游，由小微企业或个体户构成，主要行使市场开拓的角色。

图表5 珠宝行业产业链结构

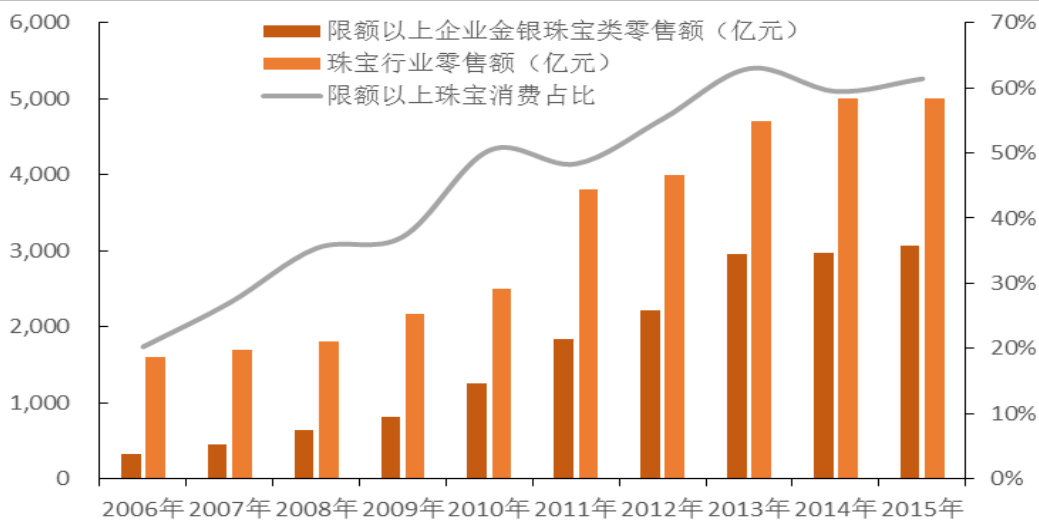


资料来源：平安证券研究所

过去十年黄金大牛市，持续上涨的黄金价格使得珠宝产业链各环节都在一定程度上受益。2013年可以说是行业的转折点，国际金价的断崖式急跌及后来几年的持续低迷改变了过去存货升值、高资金杠杆的经营逻辑，渠道的日趋饱和、消费者需求的升级也意味着品牌企业粗放扩张、跑马圈地时代的结束。

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（年营收500万元以上）黄金珠宝消费额CARG=28%，高于整体市场规模的增长。在金价和需求下行，市场规模短期无法扩大的背景下，产能过剩将加速行业整合。资金实力偏弱、缺乏套期保值能力、存货周转较慢的中小企业将面临更大压力，甚至退出市场。实力雄厚的品牌企业、具有较好融资渠道（如上市企业）企业更占据优势，能通过逆市扩张和并购抢占市场份额。目前全国珠宝品牌及零售企业仍有数千家，周大福、老凤祥等TOP3企业的合计市场份额不到20%，行业集中度仍有极大提升空间。

图表6 限额以上企业珠宝零售额占比呈上升趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二、 产业谋变，互联网&供应链金融重塑行业生态

### 2.1 从产品结构、垂直供应链和 O2O 平台搭建重塑落后的供应链模式

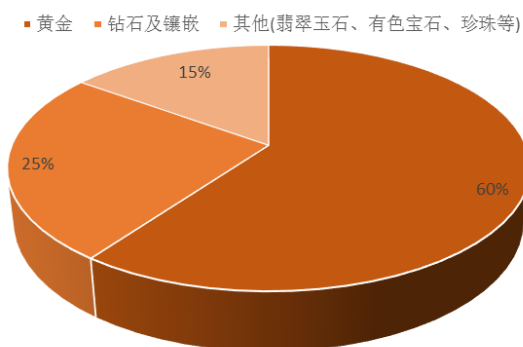


珠宝产业链层层代理、加盟经营为主的流通模式虽然满足了渠道快速扩张的需要，但弊端也十分明显，一方面使得品牌商缺乏有效、直达终端的信息沟通渠道，无法及时准确捕捉客户需求，导致产品周转偏慢、换货率高；另一方面品牌商对产品设计的忽视及供需信息脱节导致批发渠道集中度高、产品同质化严重，不利于品牌差异化发展和产品升级。此外，零售环节加盟商小而散，管理粗放，目前珠宝零售终端 ERP 系统的推广率不足 10%，经营规范性低，进一步降低了终端渠道经营、财务数据的透明度。

随着行业从黄金时代步入整合转型期，部分珠宝龙头企业开始从产品结构、上下游资源布局、互联网经营模式上进行调整和创新，提升对垂直产业链掌控程度和终端经营效率。

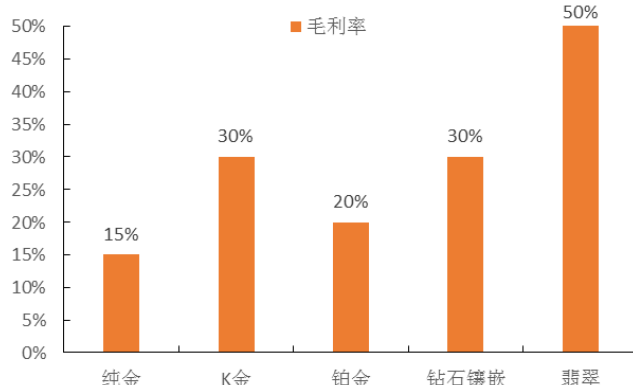
**1、产品结构向高毛利、高设计附加值品类调整。**目前，纯金饰品仍是市场消费的主力，国内龙头纯金销量占比高达 80%，但纯金饰品的毛利率水平偏低仅有 15%左右，远不如 K 金、铂金、钻石、翡翠等其他品类。黄金为主的珠宝企业受困金价下跌，纷纷提升新四类（K 金、钻石、彩宝、珍珠）占比，而高毛利品类需要品牌影响力及产品设计能力的支撑，要求公司针对细分人群，开发差异化产品。目前，众多珠宝公司纷纷将目光投向 80-90 后，设计个性化的时尚产品，如潮宏基、老凤祥获得迪士尼授权，开发相关卡通形象产品。

图表7 国内珠宝市场黄金零售占比接近 60%



资料来源：市场调研、平安证券研究所

图表8 各品类毛利率水平差异大



资料来源：市场调研、平安证券研究所

**2、纵向整合上下游资源，提高产业链掌控力。**过往，品牌商业务集中在批发环节上，不仅将上游设计、制造环节大比例外包，下游扩张也以加盟、经销为主，产业链控制力薄弱，信息流通不畅。目前，部分珠宝龙头企业开启了产业链布局，积极向加工制造、零售环节渗透，提升供应链掌控能力，如老凤祥收购东莞加工厂、下游与加盟商建立合资公司；爱迪尔、金一文化布局下游代理、加盟商的收购、股权层面战略合作等。

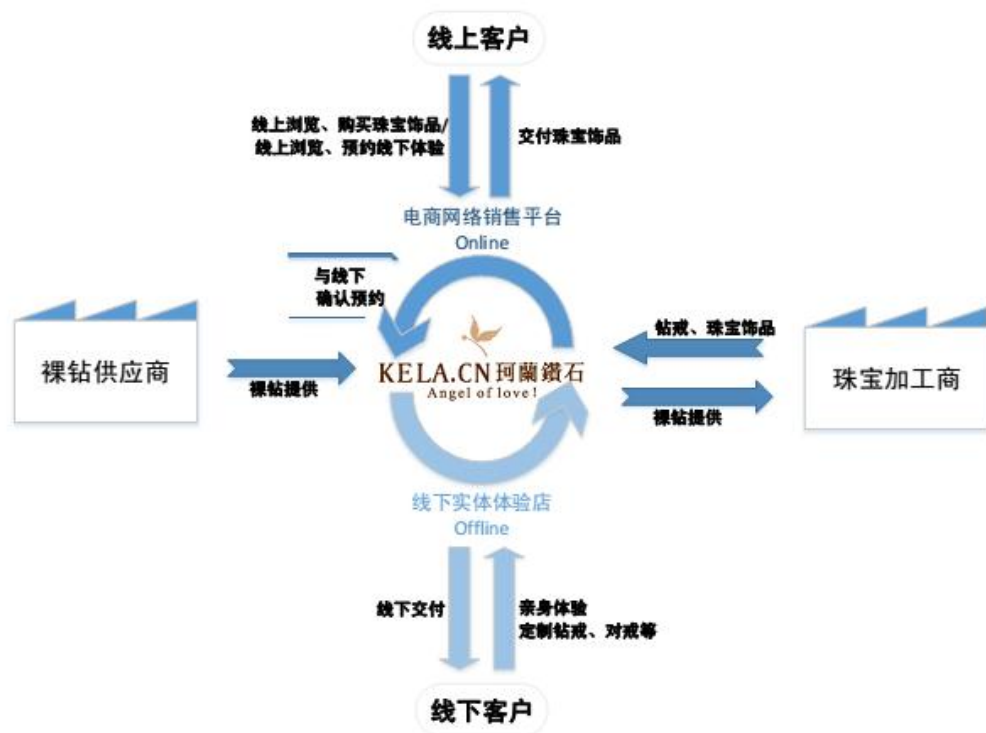
图表9 品牌企业布局产业链竞争



资料来源：平安证券研究所

3、互联网为改造传统产业链提供了新的方向，打造 O2O 模式是打通信息流、门店轻资产化的有效途径。珠宝零售商大部分资金沉淀在存货上，行业低周转率大幅拉低了投资回报水平。O2O 模式下，门店可以减少对低周转、长尾商品的铺货，通过线上或 3D 展示或 VR 等新技术应用提供更海量的货品选择，推进实现门店轻资产化。此外，通过 O2O 平台的搭建，消费者线上线下的流量、消费数据能够被搜集、跟踪和反馈，设计师与终端客户线上直接沟通，满足个性化、定制化需求，有利于品牌商设计、新品推广能力和加盟商选品能力的提升。

图表10 刚泰控股收购柯兰钻石，开启 O2O 模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 从工业 4.0、可穿戴探索未来珠宝产品智能升级方向

在产品制造端，传统工厂珠宝首饰加工都是采用全手工或半手工制造，但在技术上已具备 3D 打印的基础，将为互联网珠宝生态的发展提供助力。目前，3D 打印已经在国防、医疗、建筑等多行业有了较为成熟的应用，但珠宝 3D 打印在技术上还有待提高，效率和损耗制约技术的大规模运用。不过，我们认为未来的珠宝一定具备定制化、个性化的属性，3D 打印存在巨大的发展空间。结合 3D 打印技术，未来珠宝商业模式或将发生根本性改变，设计、加工、制造和销售都有望在互联网完成，并让用户亲自参与其中，及时、准确满足它们的个性化需求，客户只需在门店提供关键信息(肤色、脸型等)，上游工厂直接为客户定制生产个性化产品。

图表11 3D 打印产品更为个性化



资料来源：百度图库，平安证券研究所

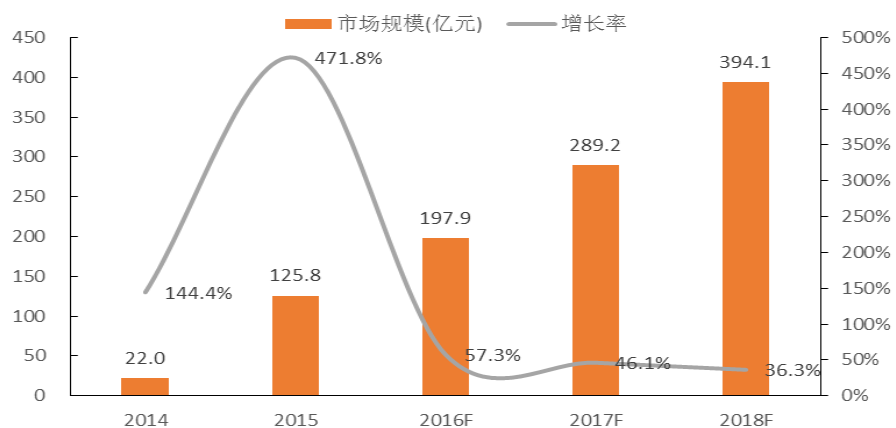
图表12 3D 打印产品更为精细



资料来源：百度图库，平安证券研究所

智能可穿戴设备前景广阔，珠宝跨界融合潜力巨大。2015 年，Apple Watch 进入中国市场，极大地提高了消费者对智能可穿戴设备的认知度，激发出巨大的购买需求。根据易观智库的数据，2015 年中国智能可穿戴设备市场规模达到 125.8 亿元，远高于 2014 年仅有的 22 亿元，增长迅猛。从目前来看，虽然智能可穿戴市场仍处于早期阶段，但可添加内容丰富，未来增长潜力巨大，中国智能可穿戴设备市场有望保持数年的红利期。珠宝作为传统穿戴饰品，具备智能改造的先天潜力，跨界融合空间巨大。

图表13 智能可穿戴设备市场规模预测



资料来源：易观智库，平安证券研究所

健康大数据及人机交互是智能可穿戴未来发展的重要方向，珠宝具备先天优势。珠宝是最贴近人身体的佩饰，在传统时代下仅有观赏的功能，但在互联网时代将赋予新的意义，承载大数据、云服务的职能。在健康检测领域，戒指、耳环等佩饰紧贴身体，能更为精准的检测身体的各类指标，准确度较手环、手表等更高。在人机交互方面，主流产品还是通过设备进行触摸交互，未能给用户带来良好的用户体验，在未来佩戴在身体上的珠宝将可以嵌入信号捕捉设备，实现人机无缝对接，在体感交互、语音交互、触感交互、视觉交互等方面取得突破。

图表14 智能可穿戴设备监测健康



资料来源：百度图库，平安证券研究所

图表15 人机交互提高用户体验



资料来源：百度图库，平安证券研究所

### 2.3 资金为王，供应链金融业务重塑行业生态

过去、现在以未来，资金实力始终是黄金珠宝行业的核心竞争力之一。贵金属饰品具有长尾、价值高、存货投入大、周转慢的特性，门店铺货成本一般在 200-1000 万之间。从珠宝行业上市公司数据来看，珠宝企业 50%左右的资产都是黄金珠宝等存货，黄金平均年周转 3-4 次，非黄金年周转 0.8-1.2 次。在零售渠道从无到有时代，谁能够更快开设门店、占据核心商圈，谁就获得更大先发优势和市场占有率。因此，无论品牌、加工还是加盟/经销商，具备较强资金实力/融资渠道的企业能够获得更快发展。

图表16 珠宝门店开店铺货成本

门店类型	面积	黄金	钻石镶嵌	翡翠
专卖店	40-80m <sup>2</sup>	300-500 万	300-500 万	500-1000 万
商场专柜	30-50m <sup>2</sup>	200-300 万	200-300 万	300-500 万

资料来源：草根调研，平安证券研究所

供应链金融前景广阔，潜在规模达 900 亿。黄金珠宝产业链各环节企业均有较强融资需求。上游的采矿、冶炼企业在新建投资项目以及项目升级时需要购买大型设备，中游的加工类企业需要及时融资以补充原材料，下游的经销商、加盟商需要融资扩大业务规模。此外，黄金珠宝销售具有季节性，加工商、零售商在中秋/国庆和春节等时点采购规模较大，对资金需求尤其迫切。

图表17 珠宝产业链各环节融资场景



资料来源：平安证券研究所

我们分别用各环节参与者融资比例、各品类平均账期法推算行业中下游环节供应链金融规模。在 30% 的潜在融资比例假设下，珠宝加工、零售的存货资金和生产性资金需求分别为 280、525、188 亿元。用账期法测算，预计黄金/珠宝镶嵌/翡翠品类的资金需求为 518、240、145 亿元。综上，保守估算，黄金珠宝产业链的潜在供应链金融规模达 900 亿元，按照 5 个点的利差，对应利润空间在 45 亿元以上。

**图表18 分环节测算供应链金融潜在规模（亿元）**

存货资金需求	2014 年数据		假设条件		规模	潜在融资比例	潜在融资规模
加工	珠宝制造业总资产	1856	存货占总资产比	50%	928	30%	280
零售	销售总额	5000	周转率	2	1750	30%	525
			毛利率	30%			
生产性资金需求							
加工	珠宝制造业营收	3900	流动资金缺口	8%	312	30%	94
总计							899

资料来源：Wind，平安证券研究所

**图表19 珠宝行业供应链金融潜在规模测算（账期测算）**

品类	销售额(亿元)	假设条件			加盟商潜在融资规模(亿元)	批发额(亿元)	假设条件			加工商潜在融资规模(亿元)	品类潜在融资规模(亿元)
		账期(天)	毛利率	周转率(次)			账期(天)	毛利率	周转率(次)		
黄金	2500	15	20%	3	250	2000	7	2%	7	268.5	518
钻石	1500	45	40%	1	112.5	900	15	15%	4	127.5	240
翡翠	1000	60	50%	1	83	500	15	20%	3	62	145
总计	5000				445					458	903

资料来源：平安证券研究所

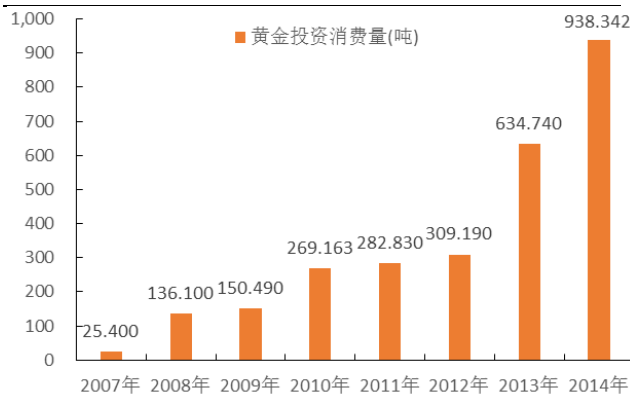
从融资渠道来看，股权融资仅适用于极少数上市公司，银行贷款及黄金租赁有效支持了有一定行业地位的大型企业，但大量的中小企业，尤其是加盟/零售商仅能从品牌商账期和民间融资获得部分支持，资金利息在年化 15%-25% 之间。随着行业短期出现下行态势，中小企业渴望获得成本更低、更易获取的资金支持。

**作为珠宝产业链的核心企业，品牌商介入供应链金融业务有助于满足这部分需求，重塑行业生态。**对上下游中小企业而言，加工商、加盟商与品牌商存在长期的业务合作关系，相互之间信息流动相对畅通，品牌商风控成本较银行等外部机构更低，有望为中小企业提供价格低廉的贷款支持；对品牌商而言，介入供应链金融不仅为公司创造新的利润来源，而且加强了对供应链的掌控力，有利于提高公司行业地位和助力业务扩张。

**万亿存量黄金市场待盘活，或成为行业重要、低成本资金来源。**黄金银行业务是指通过吸储民间黄金转借用金企业获得利差收入，对存金人来说，存入的是黄金，利息也以黄金支付。据 2014 年中国黄金协会发布《中国黄金行业社会责任报告》称，中国民间黄金储备约为 6000 吨，主要以首饰和金条、金币等形式存在，将这些黄金折合成人民币，将是超过万亿的巨大市场。而开展黄金银行业务的企业可以通过此项业务获得年化成本 5% 以下的巨量资金，能够为行业供应链提供更低成本的资金来源。

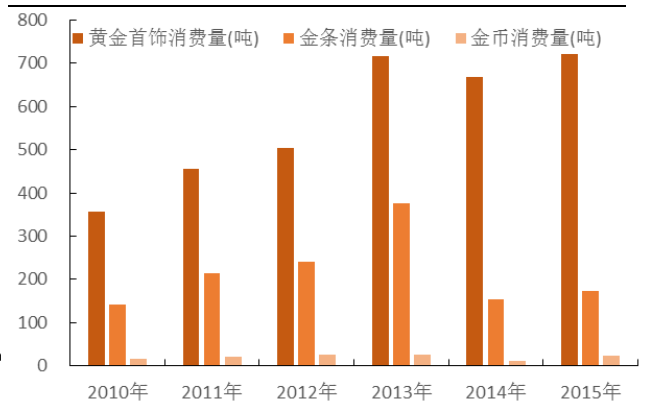
目前，珠宝企业、商业银行、矿产企业均看到了黄金银行这一广阔蓝海，纷纷探索相应模式抢占市场。商业银行是黄金银行的传统参与者，平安银行、招商银行等全国性大银行均已开展黄金银行业务，矿产企业和珠宝企业分据黄金产业链的上游及下游，分别依据自身行业优势设计相应的黄金银行方案。

图表20 历年黄金投资消费量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 首饰、金条、金币消费量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 已开展的黄金银行业务模式

黄金银行	公司	时间	模式
黄金银行	平安银行	2014.09	客户与平安银行签订黄金账户协议后, 可将所持有的黄金资产以黄金份额的形式存入黄金账户, 并通过网上平台统一管理。包括交易、存储、购买、兑换、提取等业务均可实现。
金生利	招商银行	2014.08	客户在招商银行柜台通过预付款方式购买“招行金”投资金条, 确认产品规格及到期提货日, 即可按标准整数规格“招行金”投资金条的价格付款, 在到期提货日获得高于标准整数克重的投资金条, 即给与延期提货补偿。
黄金钱包	北京盈衍网络科技有限公司	2015.05	黄金钱包运用 O2O 模式, 实现线上买金、提现, 线下存金、兑换金饰品, 再把平台上的黄金借给珠宝企业获得利息收入。目前黄金钱包在北京、天津、河北、江苏等地有超过 40 家线下合作金店。
金生宝	金一文、新浪、金策黄金	2016.01	平台结合线下门店推出旧金“存”金、到期提取金条、金饰的业务, 业务模式为新浪、上海黄金交易所授权经营、兴业银行全程监管、阳光保险公司全额承保、三大知名品牌老店越王珠宝、宝庆尚品、张万福门店代理。据官网信息, 金生宝一年期年化收益率 5%。
紫金金行	紫金矿业	2016.02	紫金金行发布了“生易金”和“变通金”两款产品。“生易金”是指消费者将金条或闲置的黄金首饰托管在紫金金行可享受一定比例的黄金收益。“变通金”指投资金条托管服务, 用户在紫金金行购买“变通金”投资金条, 并托管紫金金行一年, 期满即可兑换等重黄金首饰, 并获得每克 30 元~50 元工费减免优惠。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 2.4 未来行业竞争格局和各企业战略选择

2015 年我国珠宝市场零售额超 5000 亿, 传统依靠金价升值、渠道跑马圈地的粗放经营模式难以为继, 行业面临整合和分化, 这必然伴随流通环节简化、轻资产化及多层次融资手段的探索。因此, 无论是互联网 O2O, 还是供应链金融, 我们都认为是手段而不是目的, 线上不可能改造甚至替代线下, 而是传统行业借助创新手段, 提速转型进程, 助力行业竞争力和集中度的提升。综合销售规模、品牌实力、股东背景、渠道和产品结构等多元维度, 我们认为可以行业重要参与者划分为以下三个梯队。

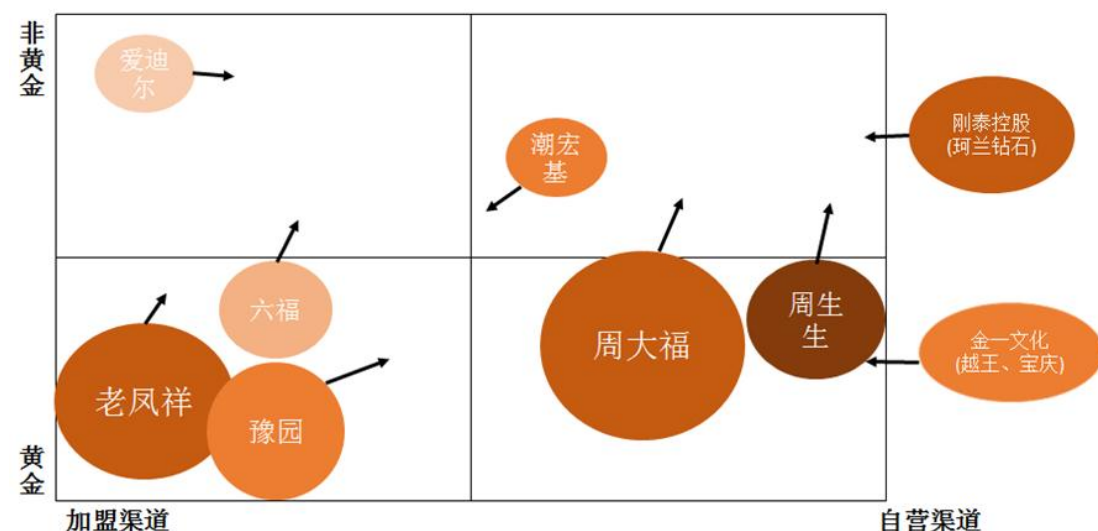
**1、周大福、六福、周生生等港资企业，直营/品牌驱动发展，经营优势随渠道下沉弱化。**港资品牌进入中国早，走中高端路线，门店以直营店为主，注重产品设计及品牌培育。品牌壁垒的形成是一个漫长的过程，因此港资品牌商在行业洗牌期具备产品设计及品牌运营力的先天优势。但这些企业已经形成一套成熟、完整的标准化管理体系，随着渠道逐步下沉到三四线城市，直营模式在开店效率、产品结构、定价和管理模式的灵活性和推动力不如加盟模式，尤其在近几年行业下行洗牌期应对能力迟缓，增速落后于国内龙头企业。由于海外上市和传统行业背景，在整合、革新方面的动作相对谨慎。

**2、老凤祥、豫园（老庙）等国内龙头企业，渠道驱动发展，产品结构逐步调整，体制束缚行业整合与创新步伐。**国内龙头品牌商聚焦黄金品类和大众价位段产品，依托加盟模式在全国范围内铺设门店，实现规模的迅速扩张，其优势在于资本实力雄厚、营销网络全面，在继续拓展营销网络、提升消费者认可度的同时，这些企业利用强势渠道，叠加非黄金产品线，并通过扩充自营门店来培养市场感觉和提升品牌形象，在这波金价下行、行业调整过程中，市场份额得到提升。但由于国有体制、机制的束缚和既有传统渠道利益格局的固化，国内龙头珠宝企业未能成为产业并购和整合的主力军，在资本运作和互联网创新上步伐缓慢。

**3、金一文化、刚泰控股、爱迪尔等新进入者，民企&强资本运作能力，或赢取弯道超车机会。**随着行业拐点出现，资本实力薄弱、品牌溢价低的中小民营企业必然会首先受到冲击，成为巨头并购的对象，传统行业龙头由于体制和机制的束缚，未积极行使行业整合者的角色。而以金一文化、刚泰控股、爱迪尔为代表的新进入者优势是机制灵活，创新和资本运作能力强，积极通过并购提升企业规模、布局上下游产业链和互联网&供应链金融等创新业务，或赢取弯道超车机会。

综上，在目前行业竞争日益激烈和分化加剧的阶段，传统龙头的优势是上下游资源丰富、经营稳健，资金实力和品牌影响力领先，新进入者的优势是机制灵活，创新能力强，具备行业整合&创新的长远愿景。我国认为具有灵活的体制机制优势、较强行业规模地位（上下游资源）、精细化运营能力和行业整合能力的企业更有希望行业整合和转型的竞争中胜出，管理层愿景、资本实力和团队执行力是赢取弯道超车机会的关键因素。

图表23 上市珠宝零售企业战略选择



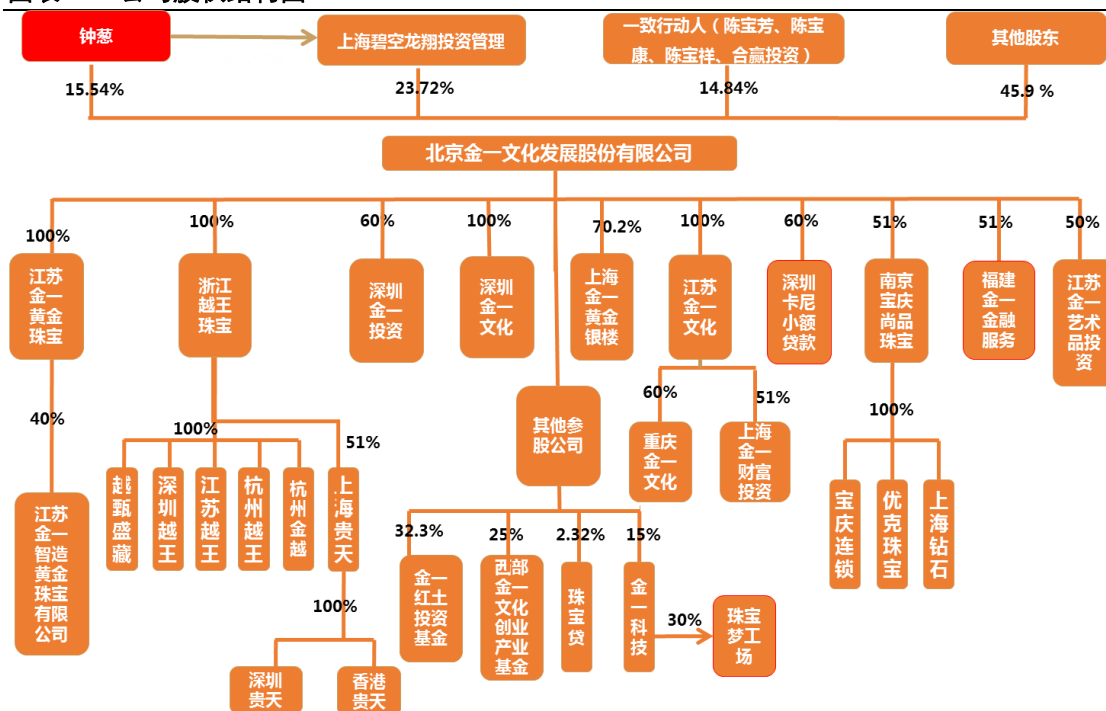
资料来源：平安证券研究所

### 三、金一文化：跨界创新，珠宝产业链的整合者与变革者

#### 2.1 贵金属工艺品起家，上市后快速布局珠宝产业圈收购

金一文化成立于 2007 年 11 月，于 2014 年 1 月在深交所上市。公司股权相对集中，董事长钟葱为公司实际控制人。截至 2015 年底，钟葱直接持有公司 15.54% 的股权，并通过控股上海碧空龙翔投资管理有限公司(69.12%)间接持有公司 23.72% 的股权，合计控制上市公司 39.12% 的股权。陈宝芳、陈宝康、陈宝祥、绍兴合赢投资合伙企业(有限合伙)为一致行动人，合计占总股本比例 14.84%。

图表24 公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

借助资本市场支持，快速布局产业并购。公司原主营黄金为主的贵金属工艺品的研发设计和银行渠道销售，自 2014 年上市以来，先后联合设立珠宝贷，试水互联网金融；收购越王珠宝、宝庆尚品、一恒贞等珠宝企业股权，打通浙江、江苏、安徽、河南等省零售渠道；与沈阳机床等企业共同设立相应基金、珠宝梦工厂，探索珠宝行业高端装备制造；设立并购基金，储备行业优质资源；收购卡尼小贷，布局供应链金融；与心麦科技、瀚博科技签订战略合作、参股深圳可戴设备、收购广东乐源，进军可穿戴设备行业。通过一系列并购，初步形成以实体渠道为依托，多品牌/多品类拓展，整合上下游产业链资源，布局智能、可穿戴产品、供应链金融和黄金银行、并购孵化基金等创新业务的黄金珠宝企业集团。



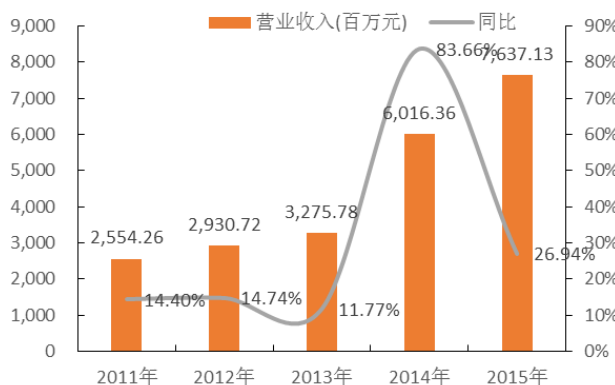
图表25 上市以来，公司进行一系列产业并购



资料来源：公司公告，平安证券研究所

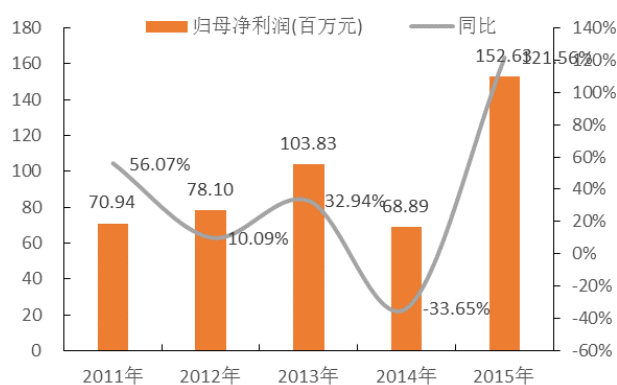
拓展零售市场拉动营收增长，并购增厚业绩。公司自2014年上市以来，分别于14年9月收购越王珠宝100%的股权，15年4月收购宝庆尚品51%的股权，加大了终端零售渠道的建设，从而拉动资产规模和业绩快速增长。2015年，公司营业收入76.37亿元，连续两年高速增长，实现净利润1.53亿元，较往年有了明显改善。

图表26 营业收入快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

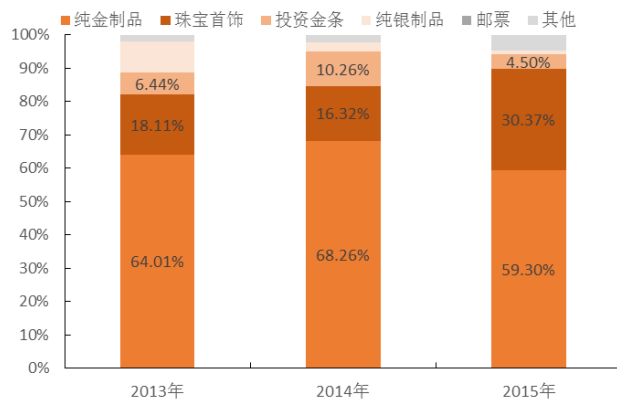
图表27 净利润水平大幅改善



资料来源：公司公告，平安证券研究所

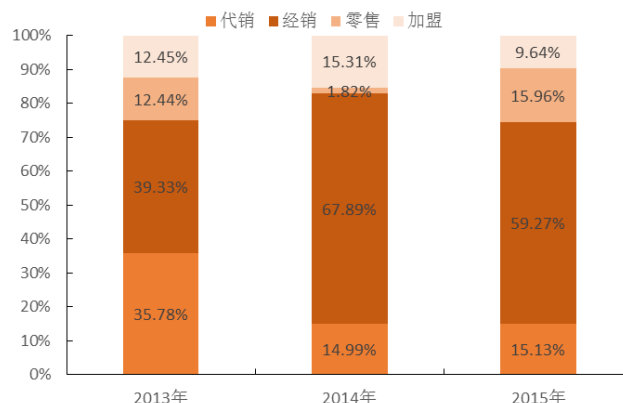
珠宝首饰占比上升，销售渠道多元化。在公司业务构成中，纯金制品仍占据主导地位，但随着公司几番并购及加强对珠宝玉石、黄金镶嵌类产品，首饰类小克重产品的研发投入，珠宝首饰类占比出现明显提高，占比升值30.37%。在越王珠宝及宝庆尚品的自营门店注入下，公司零售渠道实现大扩张，营收占比从2014年的1.82%提升至2015年的15.96%，形成以经销为主，代销、零售、加盟均衡发展的渠道格局。

图表28 珠宝首饰营收占比提高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 销售渠道实现多样化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 借助愿景&资本渠道，珠宝产业链的整合者与变革者

纵观近年来公司的渠道扩张战略，公司一方面深耕传统银行代销业务，并以金一品牌拓展自有渠道；另一方面通过并购越王珠宝、宝庆尚品、一恒贞等区域强势品牌进行扩张并实现协同发展，打造广覆盖的多品牌珠宝零售集团。目前，公司线下通过收购或战略合作具备控制力的门店约700~800家，主要集中于上海、江浙、安徽华南、华中地区，基本形成了覆盖全国、涵盖直营/加盟及多元产品架构的实体门店网络。对被并购公司来讲，上市公司不仅给被并购公司带来资金支持，还提供了上市公司的品牌、上下游产业链资源，助力子公司品牌在全国推广；对上市公司而言，公司能利用当地品牌的地域优势积累的渠道资源，将公司的其他品牌、供应链优势导入当地市场，扩大上市公司在该地区的市场份额及品牌影响力。

图表30 公司零售渠道扩张情况

品牌	并购方式	现状
<b>越王珠宝</b> JOVAN	收购 100% 股权	越王珠宝立足于江浙优质市场，是国内为数不多的全品类高端珠宝定制服务的提供者。截止 2014 年 6 月，越王珠宝直营门店近百家，其中包括 43 家专卖店、75 家商场专柜、2 家会所，总营业面积达 10,778 平方米。
<b>宝庆尚品</b> Jewelry	收购 51% 股权	宝庆尚品以直营模式为主，已开设 90 余家直营连锁专卖店并发展了 20 余家加盟店，基本覆盖了江苏省全部地级市和安徽省的部分重点城市，发展成为江苏、安徽地区领先的金银珠宝首饰零售商。
<b>一恒贞珠宝</b> Youthen	收购 51% 股权 (未完成)	一恒贞珠宝以直营店的方式向终端消费者进行销售，直营店遍布河南及周边地区，有着丰富的珠宝首饰门店运营经验及品牌声誉。
<b>ZWF   张万福</b> 闪耀幸福光芒	通过产业基金投资/战略合作	张万福珠宝作为华中地区珠宝行业龙头企业和强势品牌，已在全国各大城市开设近 300 家珠宝专营店，形成了完整的销售体系。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

依托线下实体渠道拓展、供应链金融及创新业务延伸，我们认为公司在黄金珠宝产业链的布局逻辑是**黄金珠宝+创意+互联网+资源整合**。首先，公司深入整合珠宝产业链，一方面积极扩张终端渠道，发挥多品牌、多渠道协同效应；另一方面，努力向全产业链延伸，借助互联网技术及供应链资源，为珠宝企业提供金融、信息等服务。其次，公司深入探索互联网、智能制造、珠宝行业之间融合的有效途径，致力于推出一批创意跨界产品，打造新利润增长点。最后，借助产业基金，储备珠宝产业上下游及与珠宝产业具有协同效应的优质企业资源。

公司长远发展远景是**搭建金一珠宝产业生态圈**，以客户为中心，精准响应，高效满足 5 亿中产人群对黄金珠宝产品投资与消费的多元需求。通过积极发挥资本市场、人才团队优势，公司有望快速打通、整合黄金珠宝横向、纵向产业链，凝聚高端制造、大数据分析、可穿戴技术等跨行业优质资源，成为珠宝产业链的整合者和变革者。

图表31 公司黄金珠宝产业链扩张战略



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表32 公司黄金珠宝产业生态圈规划



资料来源：公司网站，平安证券研究所

## 2.4 涉足供应链金融、黄金银行，打造新利润增长极

共同设立珠宝贷，试水 P2P 供应链金融模式。2014 年 6 月，公司联合业内 15 家知名企业共同设立深圳市珠宝贷互联网金融股份有限公司。占股 2.32%。珠宝贷为珠宝行业著名的互联网 P2P 平台，是潜在投资者和珠宝行业资金需求方的桥梁，通过网络将两者有效的连接在一起。目前，珠宝贷累计成交额突破 41 亿元，未发生任何风险事件，借款利率在 10%~15%，注册用户超过 11 万人。公司借助该平台试水产业供应链金融，整合行业优势资源，为后续金融板块扩张奠定基础。

图表33 珠宝贷，国内唯一专注珠宝行业投融资 P2P 平台



资料来源：公司官网，平安证券研究所

**收购卡尼小贷，深度介入供应链金融。**2015 年 10 月，公司以 4.8 亿元的对价现金收购卡尼小贷 60% 股权，同时公司与卡尼小贷其余股东共同对卡尼小贷同比例增资。公司通过收购卡尼小贷为公司体系内和体系外企业提供借贷服务。在体系内，公司过往有为加盟商提供账期，未来将剥离账期转化为小贷贷款，并通过长期的采购数据及动态经营情况评估加盟商实力。在体系外，公司将通过商帮、行业协会数据及业内口碑评估企业实力，提供相应服务。在风控管控方面，公司放贷企业主要为自身信用较好的潮汕企业，且需要钻石、房产等抵押担保，放贷上限 500 万，能有效防范风险。

卡尼小贷收购完成后，公司业务将拓展至小额贷款类金融业务，不仅可以直接为加盟商提供资金支持，形成新的盈利驱动点，同时可以有效地利用卡尼小贷形成的客户资源数据库，了解行业发展动态，为后续整合行业产业链的优质资源提供支撑。

**推出存量黄金理财产品“金生宝”，剑指黄金银行。**2016 年 1 月，公司联合新浪、金策黄金共同打造了互联网黄金理财服务平台“金生宝”，平台结合线下门店推出旧金“存”金、到期提取金条、金饰的业务。金生宝就像一家黄金银行，吸存实物黄金（一年期年化收益率 5%，即存入 100 克到期可获得 5 克黄金的收益），并通过供应链金融业务打通上下游用金企业，实现资产端收益。业务模式为新浪品牌、上海黄金交易所授权经营、兴业银行全程监管、阳光保险公司全额承保、三大知名品牌老店越王珠宝、宝庆尚品、张万福门店代理。

2015 年 10 月，公司发布公告称，拟与其他第三方联合设立瑞金银行股份有限公司，注册资本为人民币 10 亿元，公司拟以自有资金人民币 3 亿元认购其 30% 的股份，欲借此探索黄金银行业务。

图表34 金生宝产品信息

产品名称	产品期限	投资门槛	年化收益率	近 10 年金价年均涨幅	近 10 年化双重收益率
金生宝定期	12 个月	1 克起存	5%	11.8%	17.39%
	6 个月		4%		16.27%

资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司率先开展黄金银行业务，具备先发优势。目前，开展黄金银行业务的仅有平安银行、招商银行几家全国性大银行及紫金矿业等上游矿产商，虽然多家珠宝上市公司均提出探索“黄金银行”模式，但尚无实质性动作。我们认为公司借助互联网平台，拥有上市公司信誉背书，率先开辟 O2O 黄金银行商业模式，具有明显的先发优势，不仅通过品牌门店打通了客户对黄金产品的多层次需求，还增强了客户粘性及品牌门店的市场竞争力，为公司打造黄金珠宝生态圈填补了重要一环。

## 2.5 探索创新业务，智能珠宝开辟新航路

### 产业基金储备并购标的，助力公司战略布局

2015 年 6 月，公司与深创投、卡尼珠宝、正福投资、雅绿国际珠宝共同设立深圳金一红土投资基金；与西部优势资本、瑞金城投等共同投资设立中国西部金一文化创意产业基金。深圳金一红土投资基金规模高达 10 亿元，主要投资黄金珠宝产业并购项目，黄金珠宝行业上市公司定增类项目。中国西部金一文化创意产业基金一期规模为 2 亿元，主要投资文化产业投资，与黄金珠宝行业具有协同效益的上下游企业。公司通过参与设立产业基金，储备了行业上下游优质企业资源，有利于降低并购风险，推动公司做大做强。

图表35 深圳金一红土投资基金出资比例

有限合伙人	认缴出资(亿元)	比例
北京金一文化发展股份有限公司	3.23	32.3%
深圳市卡尼珠宝首饰有限公司	2	20%
深圳市正福投资有限公司	2	20%
深圳市雅绿国际珠宝有限公司	2	20%
深圳市创新投资集团有限公司	0.75	7.5%
合计	9.98	99.8%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 中国西部金一文化创意产业基金出资比例

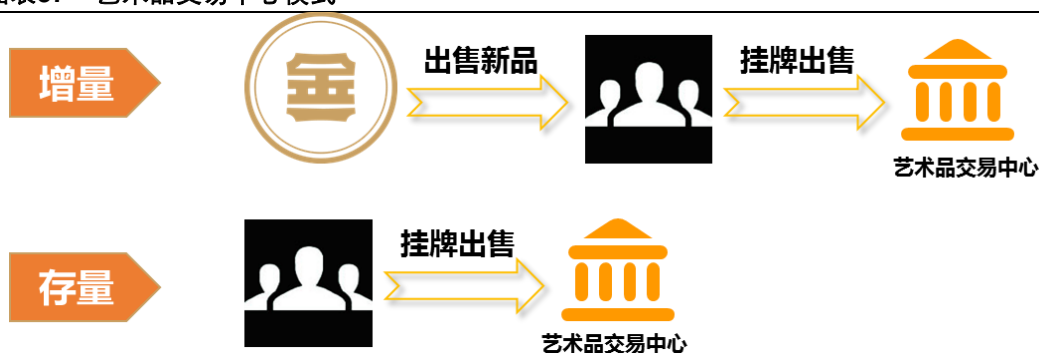
有限合伙人	认缴出资(亿元)	比例
西部优势资本投资有限公司	0.5	24.999%
北京金一文化发展股份有限公司	0.5	24.999%
瑞金市城市发展投资集团有限公司	0.2	10%
其他投资者（基金管理人募集）	0.8	39.998%
合计	2	99.995%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 搭建黄金艺术品交易平台，打造新利润增长点

2015 年 5 月，公司与全资子公司江苏金一拟与上海文化产权交易所、后朴文化合作成立江苏金一文化艺术品产权交易中心有限公司。公司及子公司合计出资 0.51 亿元，占比 51%。金一文化艺术品产权交易中心将落户江苏，立足长三角，面向全国，是定位于第三方的行业交易服务平台，未来将形成集商贸、交易、资讯、研发、仓储、物流等服务为一体的艺术品（以贵金属为主）经营交易场所。公司搭建艺术品交易平台，盘活了存量艺术品，实现黄金艺术品二次交易，为公司形成新的利润增长点。

图表37 艺术品交易中心模式



资料来源：公司网站，平安证券研究所

### 探索珠宝高端装备制造应用，布局 3D 打印

**战略合作沈阳机床，携手探索珠宝高端装备制造应用。**2015 年 4 月，公司与中国黄金协会、沈阳机床签订战略合作协议，进行全方位的合作。双方将成立联合研发小组，积极探索“工业 4.0”在黄金珠宝制造中的作用和应用模式；共同发起设立“中国黄金珠宝产业高端装备制造基金”，支持黄金珠宝业转型升级的高端装备需求，基金规模为 10 亿元人民币；并在条件成熟地区成立黄金珠宝高端制造产业园，通过融资租赁、保理等多种形式支持装备配置，提升制造技术水平。目前，公司在江苏江阴打造黄金珠宝产业园“智造”基地已投入使用，未来将减少生产外包，引进先进制造工艺。

2015 年 9 月，战略合作进一步深化，公司和沈阳机床联合信泰集团、智能云科、创慧投资等共同成立珠宝梦工场公司。珠宝梦工场将做为智能云科在珠宝行业的样板基地，以智能数控设备为基础，充分利用互联网、大数据以及智能云等先进技术，形成全新的黄金珠宝设计生产消费生态系统。

**布局 3D 打印，开启珠宝定制时代。**10 月 25 日，公司与芜湖瀚博电子科技有限公司签署战略合作协议。双方拟共同成立研发小组，将先进的 3D 打印技术应用于传统的黄金珠宝首饰生产中，为消费者提供更适合、更个性化的黄金珠宝首饰及互动体验。瀚博科技是 2013 年在安徽省芜湖市设立的高新技术企业，在金属 3D 打印方面拥有世界领先水平的全产业链 3D 打印技术，拥有数名资深教授、博士组成的专家团队。珠宝定制化、个性化是未来行业发展方向，因此 3D 打印技术在珠宝行业运用十分广阔，公司抢先布局 3D 打印有利于完善产品序列，提高公司整体竞争力。

### 跨界融合智能可穿戴，站上物联网的风口

2015 年 10 月，公司与上海心麦智能科技有限公司签署战略合作协议，双方成立联合研发小组，积极探索智能穿戴设备、个人健康大数据、黄金珠宝首饰的跨界融合，共同开发更具智能化、个性化的黄金珠宝首饰。心麦科技成立于 2014 年，在智能配饰和大数据健康分析领域拥有领先技术，于 2015 年成功推出了全球首款健康智能戒指，率先解决了在小巧时尚的产品形态下，24 小时连续准确采集专业健康数据的问题，并利用云计算技术为客户进行有效的健康数据分析和改善建议。

2015 年 11 月，公司与心麦科技联合推出全球首款健康智能戒指——acare。acare 健康智能戒指除了小巧、时尚外，还可通过 24 小时连续监测心率、睡眠、人体水份、步数等，结合大数据健康服务，分析使用者的血压变化趋势、心血管年龄、情绪变化、体质分析、性格分析等，并给予有价值的建议，有效改善使用者健康状况。据悉，人体的食指有主动脉流经，测量部位稳定，生理结构简单利于分析，与目前流行的智能手环相比，更能解决长期坚持佩戴的数据收集难点。健康大数据是智能可穿戴设备的发展趋势之一，公司率先发布全球首款健康智能戒指，有利于抢占战略制高点，将持续受益智能可穿戴行业发展的红利。

图表38 acare 智能健康管理戒指



acare智能健康管理戒指通过24小时连续监测心率、皮电、体温、人体水份、血压变化等，结合大数据健康服务，分析使用者的疾病风险、疲劳度、情绪、睡眠、微循环等，还具备互联互通以及上传分享的功能

资料来源：百度，平安证券研究所

进军智能可穿戴行业，参股深圳可戴/收购广东乐源。2015年10月，公司拟对深圳可戴设备文化发展有限公司增资700万元，将持有深圳可戴40%的股份。2016年3月，公司拟通过“增资+受让股权”形式取得广东乐源数字技术有限公司控股权。通过增资1.87亿元取得广东乐源11%的股权，并以6.8亿元取得其控股股东乐六平先生持有的广东乐源40%股权，交易完成后公司共计持有广东乐源51%的股权并取得控制权。公司通过提前布局智能可穿戴行业，助力珠宝智能化，有利于丰富公司产品品类，扩大公司的业务规模，拓展新的利润增长点。

广东乐源是一家致力于穿戴式智能核心技术与云开发应用的创新型科技企业。开先河将移动通讯与专业运动完美结合于腕表，其进入可穿戴设备行业较早，在研发技术及成果、人才储备、国内外客户资源等方面具有一定的前瞻性和先发优势。乐源数字目前拥有遍及全球的合作伙伴和庞大的终端用户，旗下的智能手表业务涉及智能养老、健康管理、时尚运动等三大领域，为智能养老、个人健康、户外运动实现终端服务；同时整合包括GPS卫星跟踪定位和运动健康监测系统，拥有自己独立开发的运动管理云平台、智能养老云平台等。

图表39 广东乐源部分代表性产品



A1 带蓝牙耳机手表手机



H9 儿童安全定位手表



L6-D 语音通话运动手镯



L7-TW 运动锻炼管理专家



L10 运动追踪器



L28-S 健康运动手环

资料来源：公司官网，平安证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

### 核心假设

- 1、2016年4月前已公告及2015年公告未完成的并购项目在2016年成功完成；
- 2、公司外延式收购业绩对赌均不低于承诺净利润；
- 3、考虑到金价企稳及黄金投资需求旺盛，传统银行渠道代销业务今明两年均实现20%收入增速；
- 4、暂不考虑其黄金银行、艺术品平台、产业基金等创新业务的业绩贡献。

图表40 外延式业绩对赌详情

收购项目	单位(万元)	2015年	2016年	2017年	2018年
越王珠宝	承诺净利润不 低于	5,874.99	8,000.85	10,131.3	—
	完成情况	8,262.96	—	—	—
宝庆尚品	承诺净利润不 低于	5,000	6,500	8,000	—
	完成情况	7,097.30	—	—	—
卡尼小贷	承诺净利润不 低于	5,500	7,000	8,500	9,700
	完成情况	5,882.61	—	—	—
一恒贞	承诺净利润不 低于	—	3,000	3,900	5,000
	完成情况	—	—	—	—
广东乐源	承诺净利润不 低于	—	15,000	22,500	33,750
	达标情况	—	—	—	—

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 盈利预测及估值

根据以上假设，我们预计公司2016-18年仍处于高速增长期，收入增速分别为19.7%、20.7%、15.4%，净利润增速127%、25.3%、23.1%。我们预测16-18年EPS分别为0.50、0.63、0.77元，对应PE分别为48X、38.3X、31.1X。

以上盈利预测暂未考虑2015年12月的定增计划影响，我们预计一恒贞、广东乐源的股权收购项目将于2016年6月落地，多品牌协同效应有望在16年初步显现，卡尼小贷依托公司供应链资源有望产生稳定的利息收入和利润贡献，增厚公司业绩。

### 投资建议

随着“黄金十年”的终结，珠宝行业受到需求萎靡、同质化竞争的双重挤压。面对过剩的产能，珠宝行业必然迎来一轮洗牌，未来行业成长逻辑将从渠道扩张走向存量整合和效率提升。公司作为行业新进入者，长远发展远景是搭建金一珠宝产业生态圈，以客户为中心，精准响应，高效满足5亿中产人群对黄金珠宝产品投资与消费的多元需求。我们认为公司战略布局受益于行业整合和变革趋势，而且管理团队具备丰富的珠宝行业、互联网、资本运作经验，有实力引领行业变革，提升行业地位，未来公司市值将在参控企业业绩稳定增长、金融服务利润逐步释放、创新投资驱动并购成长、行业生态圈搭建等几个维度得到提升。近1年以来，公司高管频频在高位增持上市公司股份，强烈看好公司未来发展。首次覆盖给予“推荐”评级，目标价31.5元（对应2017年PE=50X）！



图表41 股权高度绑定，高位增持彰显信心

时间	增持人或承诺人	增持金额	增持方式	价格区间	说明
2015.12.08	公司董事长钟葱	以 1,999.72 万元增持公司股票 71.21 万股	二级市场购入	28.10 元	钟葱计划自 2015 年 7 月 6 日起十二个月内，增持股份数量不超过 200 万股，至今 71.21 万股。
2015.12.08	公司副总经理苏麒安	以 3,671.12 万元增持公司股票 130 万股	二级市场购入	28.24 元	苏麒安自《购买资产协议》签署之日起至十二个月届满之日，购买公司股票使用的资金合计达到人民币 1.5 亿元；或占公司已发行股本总额的 3%。至今，130 万股
2015.12.14-2015.12.15	公司副董事长兼总经理陈宝康	以 899.55 万元增持公司股票 30.63 万股	二级市场购入	29.36 元	陈宝康计划自 2015 年 7 月 6 日起十二个月内，增持股份数量不超过 100 万股，至今 30.63 万股。
2015.12.08	公司董事长钟葱	以 1,999.52 万元增持公司股票 63.19 万股	二级市场购入	31.64 元	钟葱计划自 2015 年 7 月 6 日起十二个月内，增持股份数量不超过 200 万股，至今 134.4 万股。
2016.1.11	公司董事长钟葱	以 1,571.26 万元增持公司股票 68.70 万股	二级市场购入	22.87 元	钟葱计划自 2015 年 7 月 6 日起十二个月内，增持股份数量不超过 200 万股，至今 203.1 万股。
2015.12.2	公司董事长钟葱	拟认购 448.40 万股，认购金额为 1 亿元	定向增发	22.31 元	-
2016.3.4	广东乐源原控股股东乐六平	拟以 2 亿元购买上市公司股票	二级市场购入	-	乐六平取得剩余转让款后 6 个月内，将通过二级市场购买价值 2 亿元的上市公司股票。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 五、风险提示

- 1、受金价低迷和消费下行影响，珠宝行业终端需求大幅下滑；
- 2、并购品牌业绩不达承诺；
- 3、跨界产品及金融创新业务推广不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	5994	6572	7802	8806
现金	819	823	993	1146
应收账款	2022	2550	2354	3307
其他应收款	247	207	340	291
预付账款	397	238	528	354
存货	2501	2754	3587	3708
其他流动资产	9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1345	1184	1070	978
长期投资	43	25	25	25
固定资产	396	314	233	151
无形资产	631	620	610	599
其他非流动资产	276	225	203	203
<b>资产总计</b>	7339	7757	8871	9784
<b>流动负债</b>	4629	1359	2094	4523
短期借款	3565	1208	1796	3565
应付账款	234	22	109	234
其他流动负债	830	130	188	723
<b>非流动负债</b>	338	2686	2886	3186
长期借款	0	289	289	289
其他非流动负债	338	2397	2597	2897
<b>负债合计</b>	4967	4997	5626	5941
少数股东权益	310	419	555	722
股本	648	648	648	648
资本公积	912	912	912	912
留存收益	490	780	1130	1561
<b>归属母公司股东权益</b>	2061	2340	2691	3121
<b>负债和股东权益</b>	7339	7757	8871	9784

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	-271	72	-140	6
净利润	191	434	544	669
折旧摊销	28	81	81	59
财务费用	177	100	102	107
投资损失	-24	33	33	33
营运资金变动	-1211	-575	-901	-862
其他经营现金流	569	-1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-790	223	200	300
资本支出	-82	0	0	0
长期投资	-209	223	200	300
其他投资现金流	-499	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1179	-191	110	-153
短期借款	824	-46	270	25
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	481	0	0	0
资本公积增加	559	0	0	0
其他筹资现金流	-685	-146	-160	-178
<b>现金净增加额</b>	118	104	170	153

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	7637	9143	11033	12737
营业成本	6803	7884	9512	10942
营业税金及附加	39	47	57	66
营业费用	299	353	426	492
管理费用	121	144	174	201
财务费用	156	103	106	110
资产减值损失	33	33	33	33
公允价值变动收益	13	0	0	0
投资净收益	24	0	0	0
<b>营业利润</b>	222	578	725	892
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	257	578	725	892
所得税	66	145	181	223
<b>净利润</b>	191	434	544	669
少数股东损益	38	108	136	167
<b>归属母公司净利润</b>	153	325	408	502
EBITDA	457	759	908	1057
EPS (元)	0.24	0.50	0.63	0.77

主要财务比率

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	26.9	19.7	20.7	15.4
营业利润(%)	49.8	13.9	-16.8	30.8
归属于母公司净利润(%)	143.4	127.0	25.3	23.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	10.9	13.8	13.8	14.1
净利率(%)	2.5	4.7	4.9	5.3
ROE(%)	7.4	13.9	15.2	16.1
ROIC(%)	9.9	8.2	9.2	9.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	67.0	64.4	63.4	60.7
净负债比率(%)	87.6	73.6	70.9	60.5
流动比率	1.30	1.40	1.46	1.56
速动比率	0.75	0.81	0.79	0.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.06	1.18	1.24	1.30
应收账款周转率	3.8	3.6	4.7	3.9
应付账款周转率	15.9	14.0	14.7	15.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.50	0.63	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.41	0.11	-0.22	0.01
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.61	4.15	4.82
<b>估值比率</b>				
P/E	102.3	48.0	38.3	31.1
P/B	7.6	6.7	5.8	5.0
EV/EBITDA	43.2	26.4	22.7	20.0

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

**深圳**

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

**上海**

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

**北京**

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033