

昶昱黄金(833039)
打造新三板黄金企业第一家
基本数据

2016年8月30日	
收盘价(元)	26.70
总股本(万股)	3000
流通股本(万股)	1200
总市值(亿元)	8.01
每股净资产(元)	3.20
PB(倍)	17.97

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	39.81	224.68	559.62	1066.76	1551.60
净利润(百万元)	1.77	13.62	31.25	59.04	85.61
毛利率	17.8%	11.9%	10.9%	10.9%	10.9%
净利率	4.4%	6.1%	5.6%	5.5%	5.5%
ROE	13.2%	30.6%	70.1%	132.4%	192.0%
EPS(元)	0.14	0.45	1.04	1.97	2.85

投资评级：买入 (首次)

“金艺求精，百年如一”。公司成立于 2008 年，前身为上海昶昱投资有限公司。公司以贵金属收藏、投资、礼品、珠宝市场的开发为导向，专业从事以金、银等为原材料的贵金属工艺品的设计和銷售。公司的主要产品为：各类黄金制品、纪念币、纪念章、饰品、纪念册、银制品、纪念品等贵金属产品。公司的战略目标是“以人为本，秉持匠人精神，打造黄金第一品牌”。

消费市场精准定位与优质的合作商。公司 2013 年推出的“Popoking”品牌在业内属于新兴品牌，是国内首个儿童饰品高端品牌。其优势在于产品消费市场的精准定位——婴童市场，专注于 1 岁-12 岁的宝宝提供奢华饰品。该区间的產品层次丰富、富有特色，客户体验强烈，市场需求和认可度都很高。

公司先后成为了华特迪士尼公司指定迪士尼产品特许运营商、2010 上海世博会贵金属特许产品经营企业、2008 北京奥运会特许贵金属产品运营商。还与中国人民战争军事博物馆、中国邮政总公司等合作研发特许产品。

打造黄金购物一站式平台。2016 年，公司将注重互联网+销售模式，通过 APP 网上工具达到互联网传播引爆，大力提升品牌知名度，从而带动线上线下的销量和盈利。公司计划在全国再设立 50 家实体店铺，新增电视购物公司、商业银行、邮政、金店以及异业跨界合作单位的签订委托代销协议。在原材料采购方面，计划每类原材料供应商新增至少三至四家。

盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3125 万元、5904 万元、8561 万元，每股收益分别为 1.04 元、1.97 元、2.85 元。2016 年 8 月 30 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 20.51 倍、10.85 倍、7.49 倍。

风险提示

原材料价格波动风险、产品管理风险、渠道商风险。

研究员 史朋

shipeng@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
“金艺求精，百年如一”	2
黄金贵金属消费快速增长	3
销售规模迅速扩张	4
打造黄金购物一站式购物平台	7
盈利预测	9

图表目录

图表 1 昶昱黄金业务介绍.....	2
图表 2 前十大股东持股情况.....	2
图表 3 我国 2013-2015 年黄金需求量	3
图表 4 2013-2015 年我国金银珠宝类销售额	4
图表 5 Popoking 代表产品	4
图表 6 部分门店外景.....	5
图表 7 收入、净利润与三板同类企业对比.....	6
图表 8 盈利能力与三板同类企业对比.....	6
图表 9 2013-2015 年昶昱黄金收入、利润及增长情况	7
图表 10 2013-2015 年销售收入构成	7
图表 11 昶昱黄金费用率和利润率指标.....	8
图表 12 昶昱黄金盈利预测.....	9

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司自在新三板挂牌以来，共发生 4 次董监高辞职情况。2015 年 11 月 9 日，监事潘先聪因个人原因辞职。2015 年 12 月 14 日，财务负责人王爽洁因个人原因辞职。2016 年 1 月 4 日，职工代表监事赵萍因离职辞去公司职工代表监事职务。2016 年 3 月 29 日，董事刘春华因个人原因辞职。以上四人均未持有公司股份。

● 行业与公司经营

黄金价格取决于国际地缘政治局势、国际经济和金融形势、美元指数及黄金现货的供需多重的综合影响。出于避险需求，目前金价也已渐入升势，2016 国际金价波幅加大，会增大行业经营的风险。

公司 2015 年 12 月 14 日发布公告，拟设立全资子公司上海金诞信息技术有限公司，注册资本 100 万元，经营范围为：从事计算机领域内的技术开发、技术咨询、技术服务，市场营销策划，金属材料及制品、金银制品销售，投资咨询（除经纪），从事货物进出口及技术进出口业务。

2016 年 5 月 31 日，公司发布公告拟设立全资子公司上海童奢文化发展有限公司，注册资本 3000 万元，经营范围为：宠物用品、犬只的销售，犬只寄养，犬只美容（不得从事犬只养殖与诊疗），从事货物及技术的进出口业务，文化交流与策划，电子产品，服装、服饰箱包、金银饰品、玩具、家具、地毯、家居、工艺品、礼品、珠宝的销售、投资管理与咨询，实业投资，电子商务（不得从事增值电信金融业务）。

公司新设立的两家子公司，特别是金诞信息技术有限公司涉及了计算机技术开发的新领域，存在一定的市场风险、经营风险、管理风险和网络安全风险。

● 财务

公司控股股东、实际控制人俞新年在 2016 年 7 月 1 日和 2016 年 8 月 29 日，进行了两次股权质押。第一次质押 500 万股，占公司总股本 16.67%，用于向上海刚泰黄金饰品有限公司采购 5294.64 万元产品形成的贷款做担保，质押期限到 2017 年 6 月 30 日止。第二次质押 1000 万股，占公司总股本 33.33%，用于与上海众申投资管理有限公司于 2016 年 8 月 26 日签订的借款合同做担保，借款金额不超过一亿元。

■ “金艺求精，百年如一”

公司成立于 2008 年，前身为上海昶昱投资有限公司。公司以贵金属收藏、投资、礼品、珠宝市场的开发为导向，专业从事以金、银等为原材料的贵金属工艺品的设计和销售。公司的主要产品为：各类黄金制品、纪念币、纪念章、饰品、纪念册、银制品、纪念品等贵金属产品。公司的战略目标是“以人为本，秉持匠人精神，打造黄金第一品牌”。

图表 1 昶昱黄金业务介绍

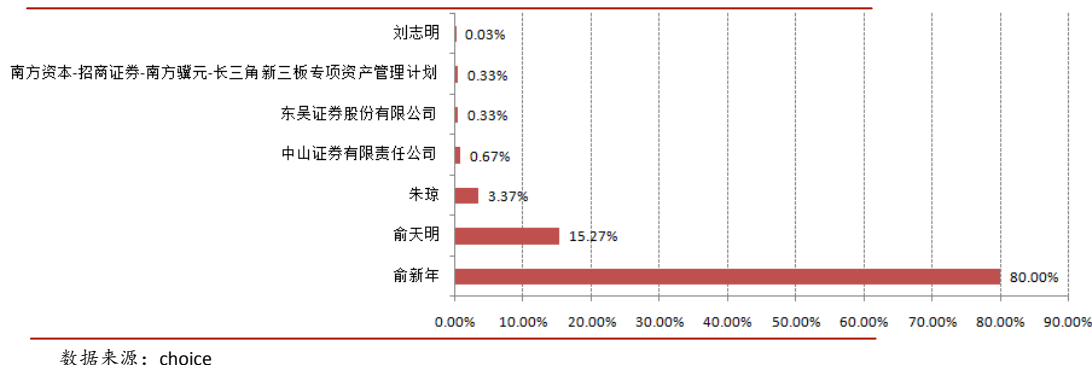
业务部	业务介绍
Popoking 零售事业部	Popoking 是知名的一站式儿童奢侈饰品品牌，集设计、开发、生产、销售及品牌连锁经营为一体，专注于为 1 岁~12 岁的宝宝提供奢华的饰品，致力于苛刻的选料，独特的设计，复杂的工序、及倾注的艺术灵感，旨在赋予每一款饰品淋漓尽致的贵族气息和艺术个性，让消费者领略 Popoking 纯正血统的奢华本质，让每一件饰品都能成为宝宝最亲密的伴侣，带给宝宝非同寻常的情感意义。
纪念品事业部	是一个集礼品策划、设计、生产、加工、销售为一体的专业团队，以高品位、时尚、清新的设计理念为广大客户设计全套礼品解决方案，满足客户的多样化需求。产品涵盖贵金属制品、钱币类、工艺品类、电子类等众多主流礼品载体，已将销售领域拓展至中国邮政、中金特许、电视购物、礼品公司以及电话销售等主流渠道。
Au+ 黄金事业部	上海金链信息技术有限公司是昶昱黄金的全资子公司，联合银联支付、财富公司、担保公司、保险公司等行业顶尖公司，为消费者和投资者倾力打造「Au+」互联网/移动互联网黄金购买平台。旨在打通商品流通过程中产生的层层价格壁垒，直接连通消费者与厂商，真实呈现黄金商品的最高价值。
银行渠道事业部	在与银行渠道合作过程中，昶昱黄金负责黄金产品的研发、生产、物流、营销、培训等环节。昶昱黄金建立了：以网点为单位开展“客户要约”+“网点巡展”和以总行为单位组织“鉴赏活动”的模式。也会为银行的部分 VIP 客户在黄金艺术品上加注有针对性的个人身份信息。此外公司还与各渠道客户展开合作，为节庆日、企业年会等定制相关黄金艺术礼品。
电商网购事业部	合作平台包括天猫、京东、当当、亚马逊、苏宁易购、一号店、国美在线、新蛋、银泰网、魅力惠、唯品会、融易购、东方 CJ 快乐购、优购物、好易购等 20 余家。合作品牌及产权方有中国邮政、中国金币、明牌珠宝、新世纪纪念币、中钞国鼎、迪士尼、安徒生童话、奥运、世博、格林童话等。

资料来源：公司网站

公司根据市场需求以及客户的要求设计研发各类贵金属工艺品，委外生产加工，并通过零售、银行、经销商电视购物或网上等渠道实现各类贵金属产品销售。

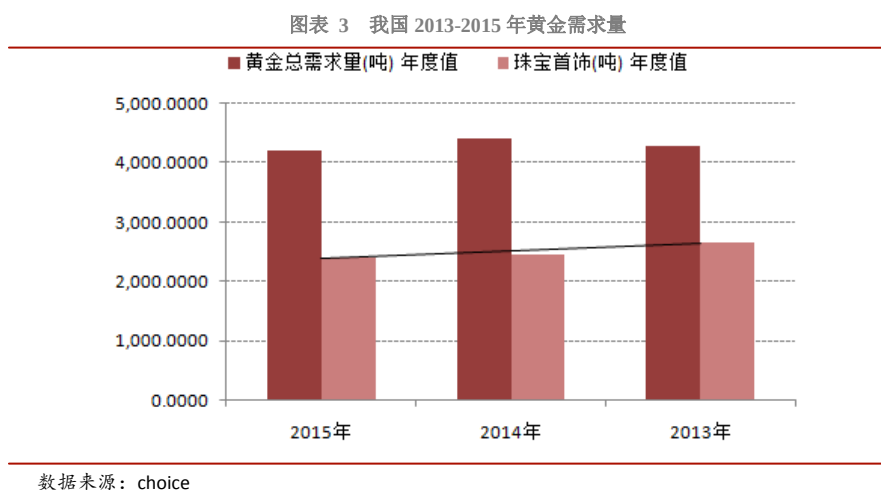
公司控股股东、实际控制人为俞新年。俞新年先生，1982 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。2000 年 9 月至 2008 年 7 月，自由职业者；2008 年 7 月至 2014 年 12 月，就职于上海昶昱投资有限公司，担任执行董事兼经理；2014 年 12 月至今，任上海昶昱黄金制品股份有限公司董事长兼总经理。

图表 2 前十大股东持股情况



■ 黄金贵金属消费快速增长

● 珠宝首饰的黄金需求量连年上升



根据中国黄金协会发布的《中国黄金年鉴 2016》，2015 年我国黄金产量 450.05 吨，占全球黄金产量的 14.02%，连续 9 年世界第一。黄金消费量达到 985.90 吨，连续 3 年位居全球第一。上海黄金交易所实物黄金交易量达到 3.41 万吨，连续 9 年位居全球第一。工信部原材料工业司司长表示：预计到 2020 年我国黄金消费量将达到 1200 吨。

黄金的需求量近三年连年上升，其中 50% 以上的需求为珠宝首饰，20% 左右为投资需求，剩余小部分需求为工业科技和央行买入。随着我国居民黄金消费兴趣的不断增强和投资理念的升级，首饰、币、纪念金条等消费仍将保持增长。

● 商业银行促进贵金属消费增长

2010 年 8 月，中国人民银行等六部委联合发布《关于促进黄金市场发展的若干意见》，为商业银行的贵金属业务发展提供了广阔的市场空间。商业银行推动了贵金属工艺品消费的增长。自 2002 年中国工商银行开办实物黄金销售业务以来，中国银行业凭借其遍布全国的销售网络和中高端客户，贵金属业务规模持续扩大，特别是近年来黄金价格上涨，居民对黄金制品投资积极，促进了银行业代理黄金等贵金属实物销售业务的快速发展。

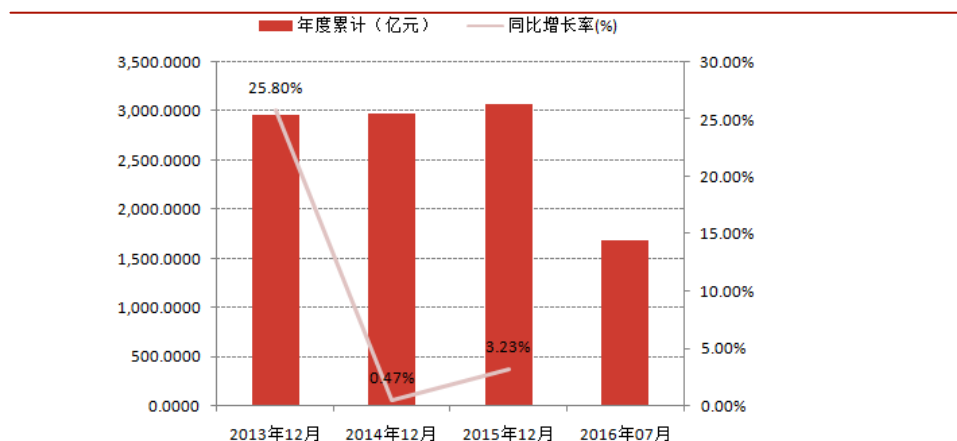
根据四大行 2015 年年报，工商银行 2015 年贵金属业务交易额为 1.25 万亿元；中国银行 2015 年贵金属销售收入 61.30 亿元；农业银行自营及代理黄金交易量 2,141.91 吨，白银交易量 26,471.89 吨；建设银行贵金属交易总量 54,263.84

吨，增幅 67.87%；个人交易类贵金属客户达到 2,115 万户，新增 205 万户。商业银行在开展贵金属业务，创新银行业务模式的同时，也成为居民投资黄金及其制品的重要渠道，推动了贵金属工艺品市场消费的增长。

● 饰品行业集中度较低

现阶段国内珠宝首饰零售行业处于完全竞争阶段，国内市场上品牌较多，国外奢侈品牌如 Cartier（卡地亚）、Tiffany（蒂芙尼）、Bvlgari（宝格丽）及香港品牌周大福、周生生、谢瑞麟、六福等均已进入中国市场。目前，我国珠宝首饰市场已逐步形成了境内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。目前，中国珠宝首饰行业属于朝阳行业，仍处于高速发展阶段，没有一家企业处于绝对优势地位，市场集中度较低。但随着市场竞争的深入，优势企业的品牌影响力不断增强以及销售渠道的覆盖范围不断扩大，市场集中度正在提升。国内近三年的金银珠宝类销售额基本稳定，增幅较小，前瞻产业研究院预计未来几年内饰品行业的需求增速将维持在 10% 上下，到 2019 年，饰品行业需求规模将突破 4000 亿元，未来发展前景广阔。

图表 4 2013-2015 年我国金银珠宝类销售额



数据来源：choice

■ 销售规模迅速扩张

● 消费市场精准定位

图表 5 Popoking 代表产品



资料来源：公司网店

公司 2013 年推出的“Popoking”品牌在业内属于新兴品牌，是国内首个儿童饰品高端品牌。其优势在于产品消费市场的精准定位——婴童市场，专注为 1 岁-12 岁的宝宝提供奢华饰品。该区间的产品层次丰富、富有特色，客户体验强烈，市场需求和认可度都很高。

Popoking 作为儿童奢侈珠宝品牌，通过儿童用画笔创造的歪歪扭扭的画，作为灵感来源，提炼其中珍贵的想象力和童真童趣，匠造充满生命力的饰品。目前已有 14 家门店，13 家位于上海，1 家位于苏州。其中上海外滩绿地店是 Popoking 品牌升级后的全新形象，它是集珠宝饰品，品牌形象衍生品及体验于一体的奢侈品体验店，它的盛大开业将拉开市场上高端珠宝体验店的新篇章。

图表 6 部分门店外景



上海星星堂店



苏州泰华店

资料来源：公司网站

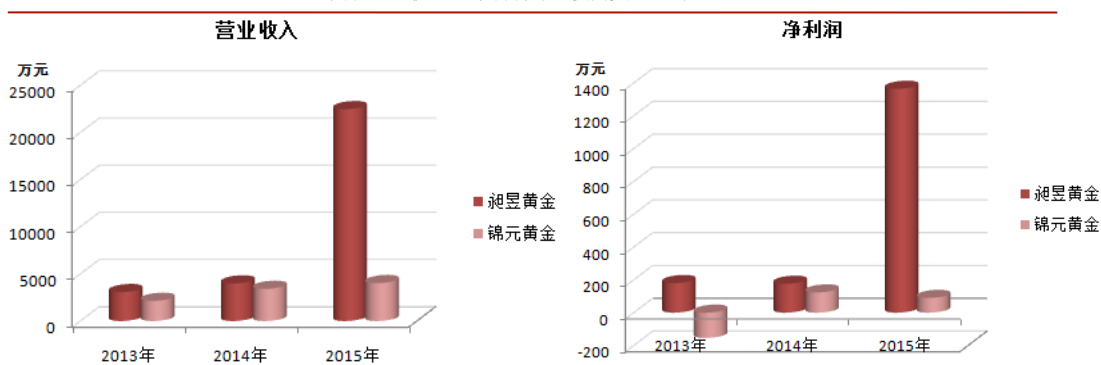
● 优质的品牌合作渠道

2008 年，公司成为华特迪士尼公司指定迪士尼产品特许运营商，《迪士尼 2008 米奇纪念章》上市。同年，成为上海世博会事物协调局战略合作伙伴和 2008 年奥运会特许贵金属商品运营商。世博会贵金属特许商品《“时来运转”海宝纪念章》、《“海宝招福”纪念银章》，奥运会特许商品《“华夏金缶”纯金摆件》上市。2009 年，公司成为 2010 年世博会贵金属特许产品经营企业，《“一轴四馆”金银条，金银章》成功上市。2011 年，与上海东方希杰商务有限公司成为战略合作伙伴，开拓了电视购物的新渠道，经销的产品连续多次取得东方购物当月总销售额冠军的排名。2012 年，与中国人民革命军事博物馆合作研发的“中国第一艘航空母舰微缩模型”在北京发布。2013 年，《2010 年上海世博会纪念大铜章》获上海世博局授权，成为世界博览会贵金属特许纪念产品。2014 年，与苏州银行成为战略合作伙伴，以“文化创意高端贵金属品牌”进入苏州银行个人金融理财中心。在与苏州银行的合作中，创造了约占苏州银行总行贵金属零售业务量一半的优秀成绩。2015 年，由中国邮政总公司授权，公司独家研发的《“红楼梦-金陵十二钗”金银邮票》成功上市。

公司开展的定制服务还为中国银联、中国建设银行、世纪华丰控股有限公司、华夏银行等企业定制生产纪念章、纪念币、金银条等。目前已合作的银行渠道包括农业银行、浦发银行、交通银行等。2016 年计划进入中国银行、招商银行等，完善全国的银行渠道铺设工作，为公司业绩带来新一轮的增长。

● 营业收入快速增长

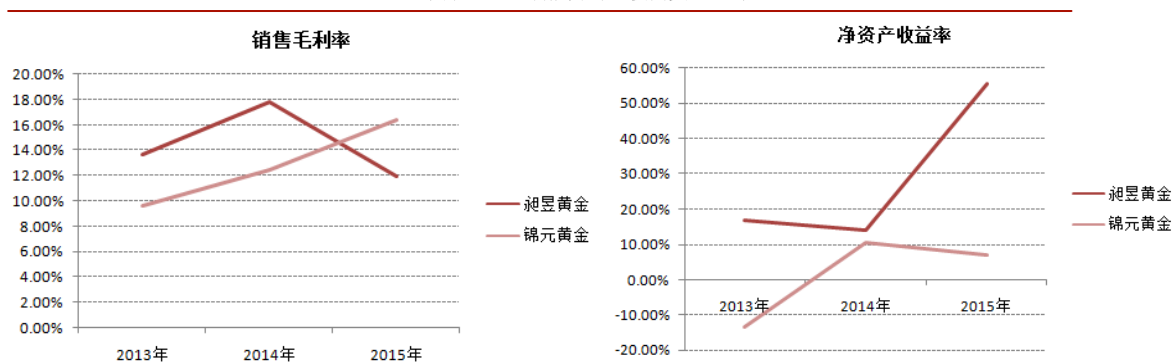
图表 7 收入、净利润与三板同类企业对比



数据来源: choice

新三板上市的首饰、工艺品和收藏品批发企业还有锦元黄金。两家企业主营业务均为经营金银纪念品、纪念币、首饰等。昶昱黄金实收资本为 3,000 万元, 锦元黄金为 1,160 万元。2015 年, 昶昱黄金新增多条销售业务渠道, 导致营业收入大幅提升, 净利润也随之增加。

图表 8 盈利能力与三板同类企业对比



数据来源: choice

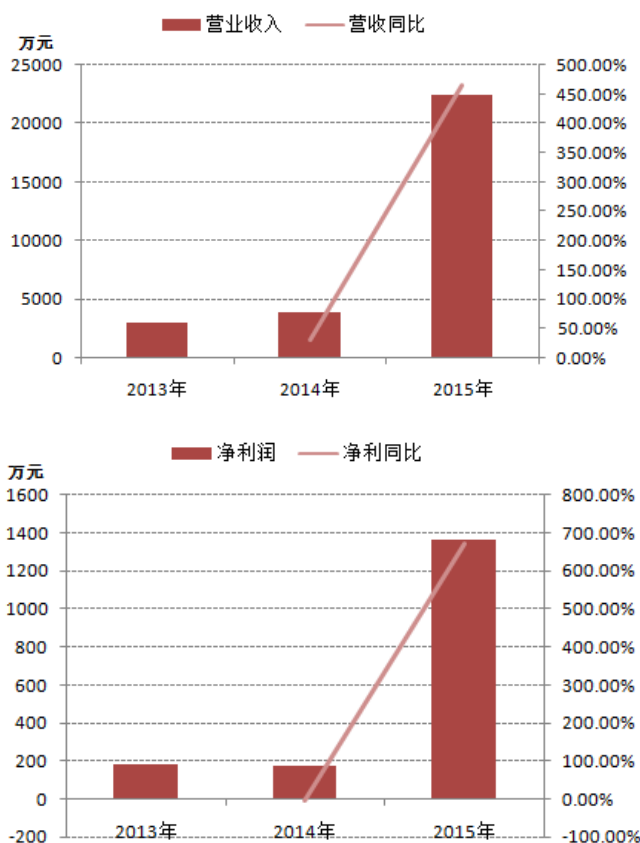
锦元黄金除了金银制品还销售小叶紫檀手串和海南黄花梨手串等收藏品, 此类产品毛利率较高, 近几年随着收藏品销售逐渐增多, 毛利率也逐渐提高。而昶昱黄金 2014 年加大了自主研发项目投入力度, 使得 2014 年纪念章和金制品的收入及毛利率均有所增长。2015 年则是因为金制品的销量大幅上升, 但金制品本身毛利率降低, 导致了整体毛利率下降。

昶昱黄金 2015 年净利润同比增长了 627.45%, 使得净资产收益率大幅提高。锦元黄金 2014 年净利润同比增长 19.79%, 2015 年净利润略有下降, 净资产增加 160 万元, 导致净资产收益率变化。

■ 打造黄金购物一站式购物平台

● 营业收入较快增长

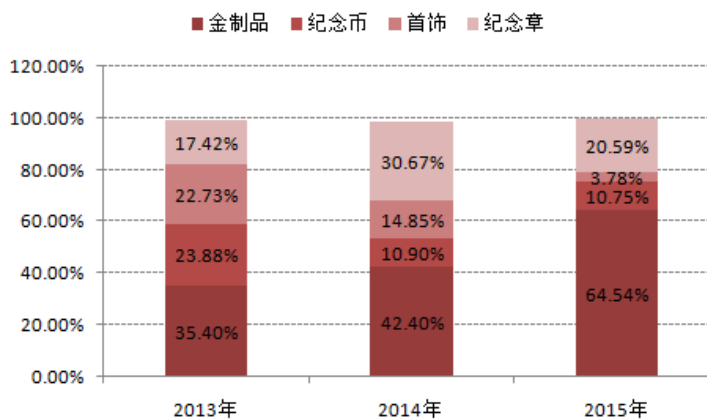
图表 9 2013-2015 年昶昱黄金收入、利润及增长情况



数据来源: choice

2015 年公司实现营业收入 2.25 亿元, 同比增长 464.48%, 净利润 1364.40 万元, 同比增长 673.80%。营业收入与净利润较大幅度增长的原因主要是公司在 2015 年下大力气构建和拓展了全国销售网络, 加大广告投入, 新增多条销售业务渠道。公司的纪念币、纪念章、金制品等产品的收入均有所增长。

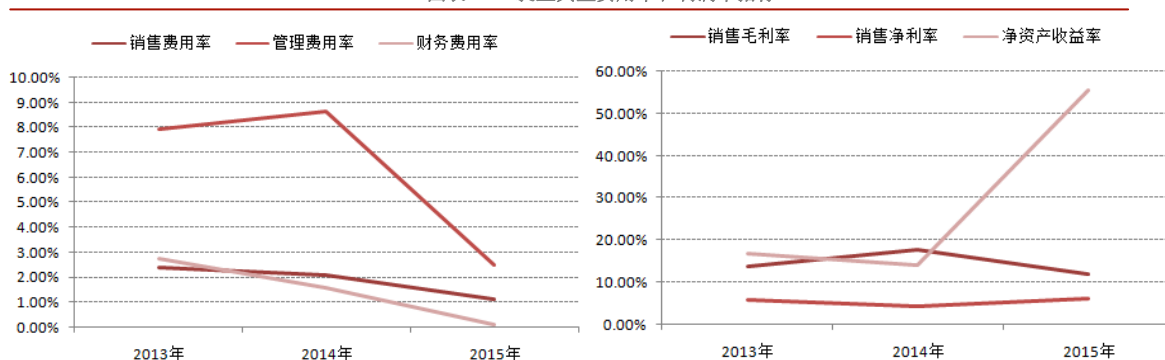
图表 10 2013-2015 年销售收入构成



数据来源: 公司年报

公司主要销售的产品为金制品、纪念币、首饰、纪念章。还有纪念册、纪念品、银制品等其他产品占销售收入约 1.00% 左右。Popoking 品牌在 2015 年实现收入 3.80 万元，占销售收入 0.02%；2016 年上半年，已实现收入 180.73 万元，占销售收入比例提高到 0.87%。

图表 11 昶昱黄金费用率和利润率指标



数据来源: choice

2015 年公司各项费用率变化较大,主要原因是 2015 年营业收入增长较大。同年,销售费用增长 196.27%,管理费用增长 62.12%,财务费用减少 65.21%。由于 2015 年公司着力销售渠道建设,销售人员相应增加,与之相对应的职工工资、社保等费用增幅较大,占比较高,导致销售费用增幅较大。2015 年新三板上市挂牌,中介机构费大幅增加;更换办公场地,租赁费物业费增加;为促进销售,广告宣传费和差旅费增加,综合导致了管理费用增加。而 2014 年 10 月,有中国银行 800 万贷款到期,2015 年新增贷款金额较低,导致了财务费用降低。

公司各项产品毛利率不同,收入构成比例每年也有较大变化,导致了毛利率变化。而净利润的大幅增加导致了净资产收益率的变化。

● 继续拓展营销网络, 打造黄金购物一站式平台

公司目前销售主要以上海市为中心,并向整个华东地区扩散。2013 年、2014 年上海地区销售收入占总收入比重分别为 86.48%、51.71%。2015 年,公司未披露具体地区销售数据,但前五名客户中四名为广东省客户,总收入占公司全部收入比重为 34.52%。说明公司 2015 年着力开拓了华南市场,未来公司也将立足华东市场,积极布局华北、华南、东北三地市场,以点带面,辐射全国市场。2016 年,公司计划在全国再设立 50 家实体店铺,新增电视购物公司、商业银行、邮政、金店以及异业跨界合作单位的签订委托代销协议。在原材料采购方面,计划每类原材料供应商新增至少三至四家。

2016 年,公司将同时加强 Popoking 的销售管理,提高销售量目标,注重销售儿童黄金长命锁、黄金手镯、黄金生肖挂件等,并注意黄金饰件总重量的控制,以便于儿童携带。计划以每年数十家门店的速度进行市场拓展。

公司目前的互联网销售渠道主要有京东等电商网站和自营的 Au+ 手机 APP。2016 年,公司将注重互联网+销售模式,通过 APP 网上工具达到互联网传播引爆,大力提升品牌知名度,从而带动线上线下的销量和盈利。以“黄金搬运工”的定位,为消费者提供一个保真、价低、质优、快捷的黄金购物一站式平台,旨在打通商品流通过程中产生的层层价格壁垒,直接连通消费者与厂商,真实呈现黄金商品的巨大价值。

同时公司会重点推进再融资工作,拓宽融资渠道,降低融资成本。为了实现公司持续健康发展,公司或于 2016 年启动非公开定向发行项目,并在全国中小企业股份转让系统公开转让,使公司资本实力显著提高,资产结构得到优化,公司盈利能力将进一步增强。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3125 万元、5904 万元、8561 万元, 每股收益分别为 1.04 元、1.97 元、2.85 元。2016 年 8 月 30 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 20.51 倍、10.85 倍、7.49 倍。

图表 12 昶昱黄金盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	39.81	224.68	559.62	1066.76	1551.60
净利润(百万元)	1.77	13.62	31.25	59.04	85.61
毛利率	17.8%	11.9%	10.9%	10.9%	10.9%
净利率	4.4%	6.1%	5.6%	5.5%	5.5%
ROE	13.2%	30.6%	70.1%	132.4%	192.0%
EPS(元)	0.14	0.45	1.04	1.97	2.85

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

