

产品+渠道双擎驱动，内外部风险消退后业绩重回向上区间

——潮宏基（002345）首次覆盖

买入（首次）

2023年03月23日

投资要点:

概况: 中高端时尚珠宝商，内外部风险消退后，业绩重回向上区间。公司是中高端时尚珠宝商，旗下拥有珠宝品牌“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和女包品牌“FION 菲安妮”，主要产品包括传统黄金首饰、时尚珠宝首饰、女包等。公司股权结构稳定，创始人父子廖木枝、廖创宾与女婿林军平三人构成一致行动人，合计持股 22.54%。公司早年业绩增长稳健，但由于多元化布局的项目不佳，其中 FION 在 2018-2019 年计提商誉减值损失影响当年利润，致使近年业绩出现波动。而后公司重新聚焦珠宝主业，注重产品设计以及加快渠道拓展，女包产品进行时尚化升级，随着疫情阴霾退散，内外部风险弱化，公司 2023 年业绩有望开启向上趋势。

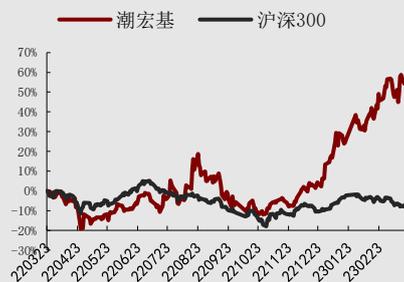
产品: 主打时尚珠宝形成差异化竞争，重视产品研发设计，研发费用率远超同行。（1）**珠宝首饰:** 公司主品牌“CHJ 潮宏基”以 K 金起家，定位时尚珠宝品牌，消费群体的购买动机主要为“悦己”，婚嫁其次，与成熟的港资黄金品牌和外资中高端珠宝品牌形成错位竞争。公司注重产品的研发设计，2022 年前三季度研发费用率为 1.31%，远超同行；产品推新速度快，致力于将东方文化元素与现代时尚相结合，推出了“花丝风雨桥”、“心之锁向”、“臻金臻钻”等多款国风系列。（2）**女包:** 2014 年，公司全资收购 FION，但由于经营不善，2018-2019 年计提商誉减值损失 3.61 亿元，影响了当年的净利润。随后公司对 FION 进行年轻时尚化升级，与艺术和国际 IP 联乘合作，推出“巧锦开物”国风系列以及“皮卡丘”、“侏罗纪”等国际一线 IP 产品系列，并签约影视明星乔欣为品牌代言人，借助提升产品曝光度。

产品: 布局培育钻石赛道，未来利润提升可期。多因素驱动下，中国培育钻石市场未来空间广阔，产业链下游盈利水平高。公司近年来是部署培育钻石下游零售市场的珠宝商之一。2022 年 6 月以来，旗下“VENTI”品牌推出多个培育钻石系列产品；2022 年 8 月，与力量钻石等合作共同成立生而闪耀科技（深圳）有限公司，开发培育钻石品牌，未来有望

基础数据

总股本(百万股)	888.51
流通A股(百万股)	867.83
收盘价(元)	7.12
总市值(亿元)	63.26
流通A股市值(亿元)	61.79

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4636.49	4476.98	5285.00	5917.34
增长比率(%)	44	-3	18	12
净利润(百万元)	350.68	313.95	369.70	436.92
增长比率(%)	151	-10	18	18
每股收益(元)	0.39	0.35	0.42	0.49
市盈率(倍)	18.04	20.15	17.11	14.48
市净率(倍)	1.80	1.72	1.65	1.56

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

进一步打通培育钻石产业链，增厚公司业绩。

渠道：加盟扩张提升门店数量，数字化转型推进智慧零售。（1）**线下**

渠道：门店数量方面：公司早年以自营渠道为主，而后 2019 年进行渠道改革，推行省代模式放开加盟商扩张。此前公司线下主要以华东为优势区域，之后公司在西南、华北、东北等地区可加速渠道下沉。目前公司加盟店数量相较于同行而言仍有较大的提升空间。**单店收入方面：**公司近年来注重品牌形象，门店再度升级，随着产品升级以及营销配合，未来单店收入有望进一步提高。（2）**线上渠道：**公司电商团队反应灵敏，在公域和私域全渠道布局，并通过数字化转型打通线上线下数据的共享与联动，实现全天候全域销售。

营销：及时契合多个热点，投资建造博物馆传承珠宝文化。公司力推整合营销，及时契合多个热点，包括推出珠宝行业首个元宇宙发布会、携手代言人唐艺昕在七夕直播实现明星营销、发布两场非遗数字藏品“花丝风雨桥”，开售即秒罄。另外，公司还投建了首饰主题博物馆，传承珠宝首饰文化的同时，有助于提升品牌形象。

盈利预测与投资建议：公司自 2019 年进行渠道改革，放开加盟政策，未来随着门店数量的提升与单店收入的提高，公司业绩有望从此前的“产品驱动”转变为“产品+渠道双轮驱动”。另外，公司近年来布局高毛利的培育钻石赛道，未来有望增厚公司收入和利润。随着疫情影响消退以及 FION 计提商誉减值损失的风险降低，我们判断公司的业绩有望在 2023 年重回向上区间，预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.35/0.42/0.49 元/股，对应 2023 年 3 月 22 日股价的 PE 分别为 20/17/14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：经济下行风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、原材料价格变动风险、渠道拓展不达预期风险。

正文目录

1 中高端时尚珠宝商，内外部风险消退后业绩重回向上区间	5
1.1 概况：中高端时尚珠宝商，近年来重新聚焦珠宝主业	5
1.2 股权结构：公司股权结构稳定，去家族化引入职业经理人	6
1.3 财务：疫情影响和商誉减值风险减弱，未来业绩有望重回向上区间	7
2 产品：主打时尚珠宝差异化竞争，重视产品设计研发	9
2.1 珠宝首饰：“K 金之王”主打时尚珠宝，产品设计差异化脱颖而出	9
2.2 女包：迎合市场发展趋势，FION 年轻时尚化升级.....	12
3 产品：布局培育钻石赛道，未来利润提升可期	14
3.1 行业：培育钻石市场空间广阔，下游珠宝商纷纷入局培育钻	14
3.2 培育钻石业务：VENTI 入局培育钻石赛道，携力量钻石创生而闪耀	16
4 渠道：加盟扩张提升门店数量，数字化转型推进智慧零售	17
4.1 线下：渠道改革放开加盟，门店数量提升空间大	17
4.2 线上：电商团队反应灵敏，数字化转型打通线上线下	19
5 营销：及时契合多个热点，投资建造博物馆传承珠宝文化	21
6 盈利预测与投资建议	22
6.1 盈利预测	22
6.2 投资建议	23
7 风险因素	23
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司旗下品牌	6
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司历年营收及增速情况	7
图表 5: 公司历年归母净利润及增速情况	7
图表 6: 公司历年净利率及毛利率情况	7
图表 7: 公司历年费用率情况	7
图表 8: 营收分产品占比	8
图表 9: 各产品毛利率情况	8
图表 10: 营收分地区占比	8
图表 11: 各地区毛利率情况	8
图表 12: 潮宏基和 VENTI 品牌的产品矩阵	9
图表 13: 时尚珠宝首饰业务收入及同比增速	10
图表 14: 传统黄金首饰业务收入及同比增速	10
图表 15: 黄金珠宝首饰业务毛利率情况	10
图表 16: 公司研发费用率远高于同行	11
图表 17: 2021 年公司研发人员数量占比居前列	11
图表 18: 近年来新品推出情况	11
图表 19: FION 菲安妮品牌发展历程	12
图表 20: FION 业务收入及同比增速	13
图表 21: 历年来 FION 毛利率情况	13
图表 22: FION 菲安妮部分联乘系列	13
图表 23: 培育钻石行业需求测算(亿美元)	14

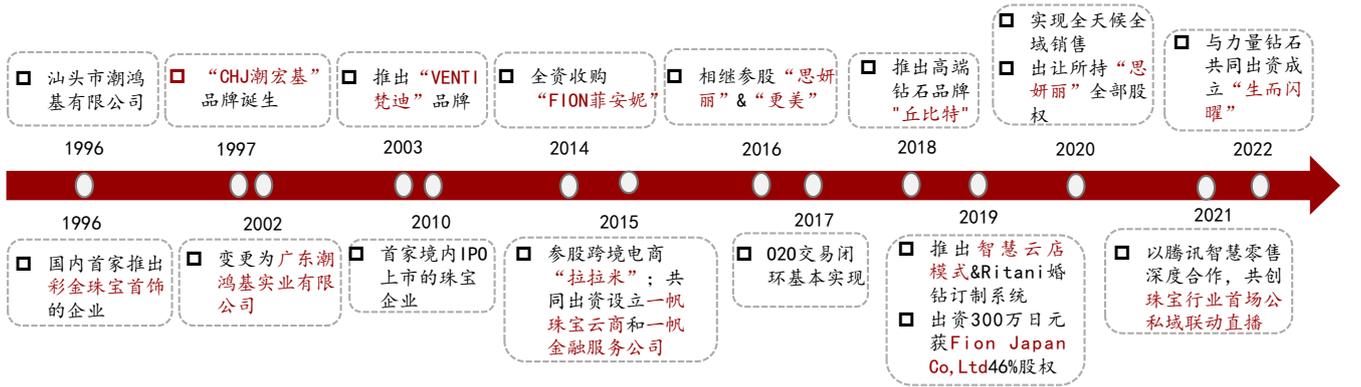
图表 24: 培育钻石产业链呈现微笑曲线.....	15
图表 25: 2020 年中国培育钻石产量分布情况.....	15
图表 26: 2021 年中国培育钻石原石产值市场占比.....	15
图表 27: VENTI 培育钻产品系列.....	16
图表 28: 生而闪耀股权结构.....	17
图表 29: 历年来珠宝门店数量及其增速.....	17
图表 30: 近年来珠宝业务加盟店占比持续上升.....	17
图表 31: 珠宝业务自营店分地区占比.....	18
图表 32: 珠宝业务加盟店分地区占比.....	18
图表 33: 公司与行业龙头近期门店数量对比.....	18
图表 34: 2022H1 公司 & 行业龙头的加盟店占比情况.....	18
图表 35: 潮宏基非遗花丝概念店店面形象.....	19
图表 36: 梵迪店面形象.....	19
图表 37: 历年来网络销售收入及同比增速.....	19
图表 38: 第三方平台的珠宝线上销售收入及同比增速.....	19
图表 39: 公司数字化管理布局.....	20
图表 40: 公司会员数及同比增速.....	20
图表 41: 公私域流量运营.....	20
图表 42: 门店搬进元宇宙.....	21
图表 43: 七夕差异化明星营销.....	21
图表 44: 花丝风雨桥.....	21
图表 45: 博物馆部分藏品.....	21
图表 46: 收入、毛利率拆分及预测.....	22
图表 47: 可比公司估值表.....	23

1 中高端时尚珠宝商，内外部风险消退后业绩重回向上区间

1.1 概况：中高端时尚珠宝商，近年来重新聚焦珠宝主业

中高端时尚珠宝商，历史上多元化布局项目不佳，近年来重新聚焦珠宝主业。公司从事中高端时尚消费品的品牌管理和产品的设计、研发、生产及销售，主要产品为珠宝首饰和时尚女包。公司前身于1996年创立，是国内首家推出彩金珠宝首饰的企业，1997年推出“CHJ潮宏基”品牌，2003年推出年轻潮流珠宝品牌“VENTI梵迪”。2010年，公司在国内IPO上市，而后多元化布局，在时尚消费领域进行过多笔投资收购。2014年，公司全资收购“FION菲安妮”，商业版图开始囊括箱包市场，但后来由于女包业绩萎靡，2018-2019年大幅计提商誉减值损失，影响当年净利润。2015年，公司参股跨境电商拉拉米，同年，出资设立一帆珠宝云商和一帆金融服务公司，打造黄金珠宝供应链服务和互联网金融服务平台。2016年，公司参股高端美容连锁品牌“思妍丽”和医美互联网社区平台“更美”，进入美容健康领域，但2019年，公司终止收购“思妍丽”，并于2020年将“思妍丽”股权全部出售。此后，公司开始重新集中精力，聚焦于珠宝主业，并于2019年进行渠道改革，放开加盟政策，提升珠宝线下门店的数量。2022年，公司入局培育钻石产业链，与力量钻石等合作方共同出资设立“生而闪耀”，创建并运营培育钻石珠宝首饰品牌。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

旗下主打三大品牌，产品追求年轻时尚化。公司目前旗下拥有三大核心品牌，分别是“CHJ潮宏基”、“VENTI梵迪”和“FION菲安妮”。公司推崇传承与创新，重视原创设计，旗下品牌定位覆盖都市独立时尚女性与追求个性潮流、高雅精致的年轻群体。

- **CHJ潮宏基**: 品牌创立于1997年，从创立之初就秉承传承与创新，彰显东方之美，以原创设计与非遗工艺的现代应用引领中国珠宝时尚潮流，目标客群为都市独立时尚女性。
- **VENTI梵迪**: 品牌创立于2003年，是公司旗下针对细分市场进行培育探索的年轻潮流珠宝品牌，汇集全球新锐设计师，经营以买手制为核心的珠宝买手集合店，产品体现更张扬个性和更新颖的设计，目标消费群体更看重产品设计，对不同材质的接受度更高。
- **FION菲安妮**: 1979年创立于香港，是亚太地区知名女包品牌，2014年公司完成全资收购。近年来，FION从品牌形象、产品设计以及渠道进行了年轻化战略调整，致力于融合最前沿的设计及匠师独一无二的手工，为新时代的年轻女性创造出高雅精致的皮具。

图表2:公司旗下品牌

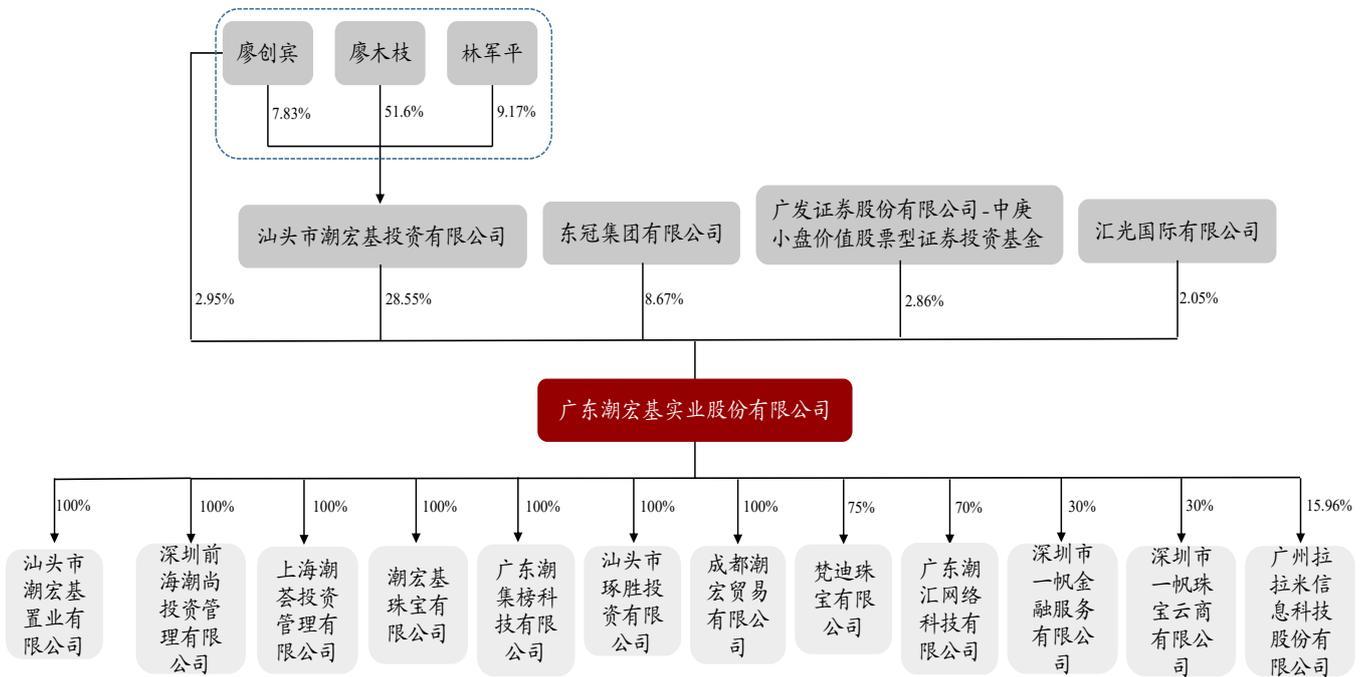
品牌名称	品牌商标	品牌类别	品牌定位
CHJ 潮宏基		时尚珠宝品牌	秉承传承与创新，定位都市独立时尚女性
VENTI 梵迪		年轻潮流珠宝品牌	“忠于自我，与众不同”的品牌理念，定位于年轻化和更张扬个性
FION 菲安妮		高雅精致的皮具品牌	致力于融合前沿设计及手工，定位新时代年轻女性

资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

1.2 股权结构：公司股权结构稳定，去家族化引入职业经理人

家族企业引入职业经理人，股权结构稳定。公司创始人为廖木枝、廖创宾父子，截止2023年3月，公司股权结构稳定，廖木枝通过汕头市潮宏基投资有限公司间接持股14.73%，其子廖创宾通过直接和间接持股5.19%，其女婿林军平间接持股2.62%，三人构成一致行动人，三人合计持股为22.54%。早年作为总经理的廖创宾，因意识到要将股东和经营管理层分开，便引入了职业经理人。目前，高管中除了林军平和廖创宾，其余人士间均不存在亲属关系。

图表3:公司股权结构



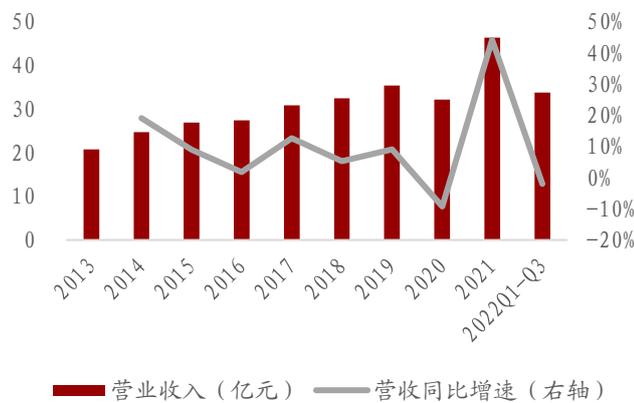
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据取自2023年3月15日

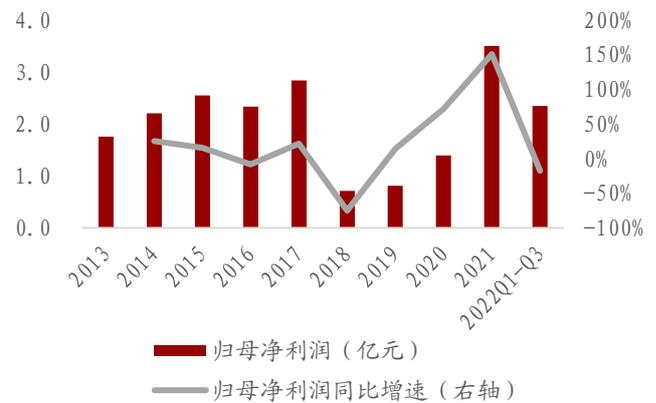
1.3 财务：疫情影响和商誉减值风险减弱，未来业绩有望重回向上区间

疫情影响和商誉减值风险大幅减弱，未来业绩有望恢复增长。收入方面，公司历年来营收保持稳健增长，2013-2019年营收CAGR为9.33%。2020年受疫情影响，营收同比-9.24%，随后公司积极迎合消费者购物习惯，加快线上发展并借力数字化提升单店业绩，2021年收入迎来大幅反弹，同比+44.20%至46.36亿元。归母净利润方面，2013-2017年，公司归母净利润增长较为稳健，CAGR为12.74%，但到2018-2019年，由于受到FION计提商誉减值准备的影响，归母净利润相较于以往年份出现明显下滑。2021年，公司归母净利润同比+151.03%至3.51亿元。截止2022H1，FION的商誉余额为11.63亿元，此前已计提共计3.61亿元的减值准备，目前FION商誉减值计提风险减弱，而随着2022Q4疫情防控的放开，疫情对生活的影响大幅减弱，未来公司业绩有望凭借内生增长动力而实现困境反转。

图表4:公司历年营收及增速情况



图表5:公司历年归母净利润及增速情况

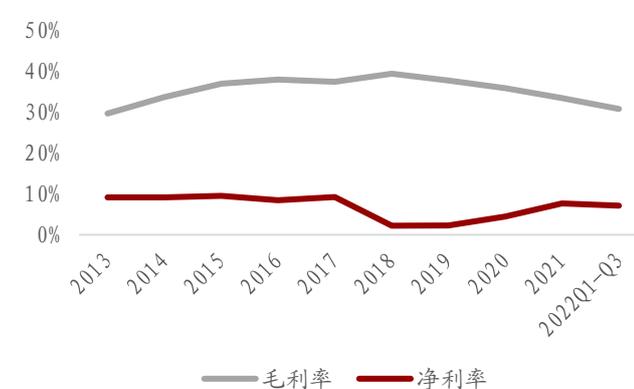


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

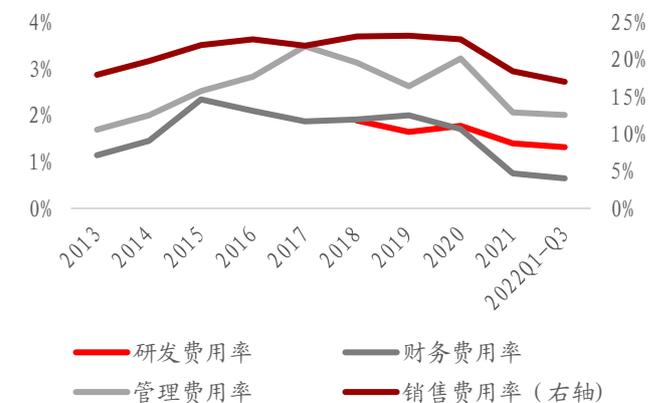
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

毛利率水平可观，FION计提商誉减值准备后，公司净利率触底回升。2013-2017年，得益于产品升级、精细化管理和个性化营销，公司毛利率持续上升，从29.61%提升至37.38%，销售费用率则从17.93%提升至21.81%，而净利率则维持在9%左右。2018-2019年，由于FION计提商誉减值损失，公司净利率大幅下滑，2021年恢复至7.67%。另外，公司注重研发设计，近年来研发费用率维持在1.3%-1.9%区间。

图表6:公司历年净利率及毛利率情况



图表7:公司历年费用率情况

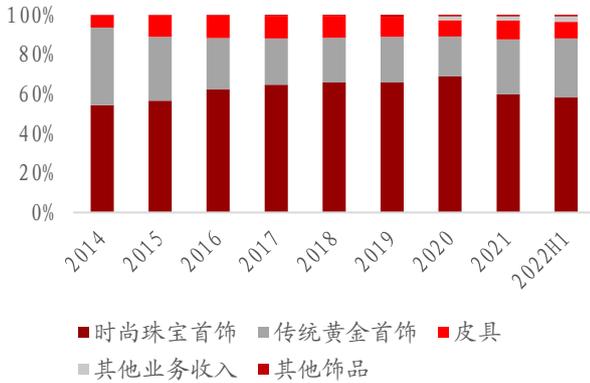


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

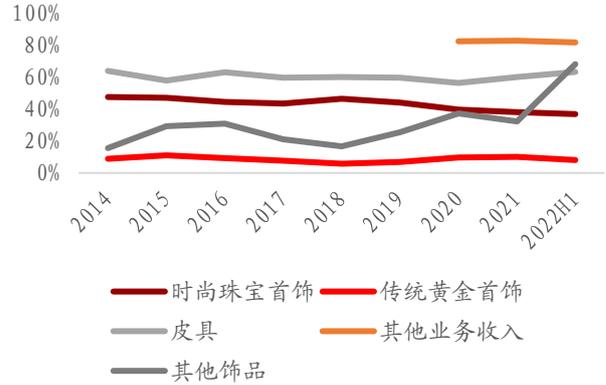
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

分产品：时尚珠宝首饰为第一大收入来源，三大产品中皮具的毛利率最高。公司的主要产品包括时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具。时尚珠宝首饰作为第一大收入来源，2022H1收入占比达到58.15%，其次为传统黄金首饰和皮具，收入占比分别为29.98%和8.30%。毛利率方面，2022H1，时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具的毛利率分别为36.92%/8.02%/63.33%，其中毛利率最高的是皮具产品，且近年来随着公司对FION进行品牌形象、产品设计以及渠道年轻化战略调整，皮具产品的毛利率有所提升。

图表8:营收分产品占比



图表9:各产品毛利率情况

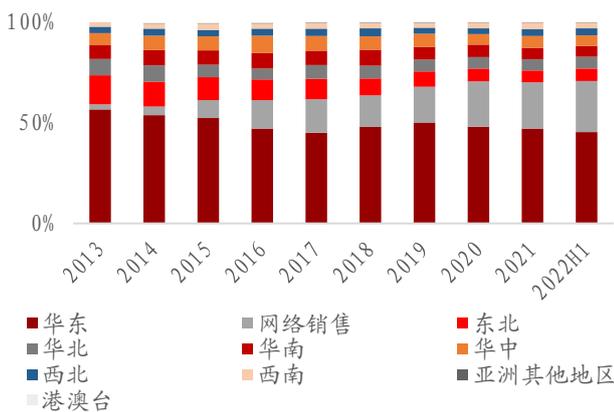


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

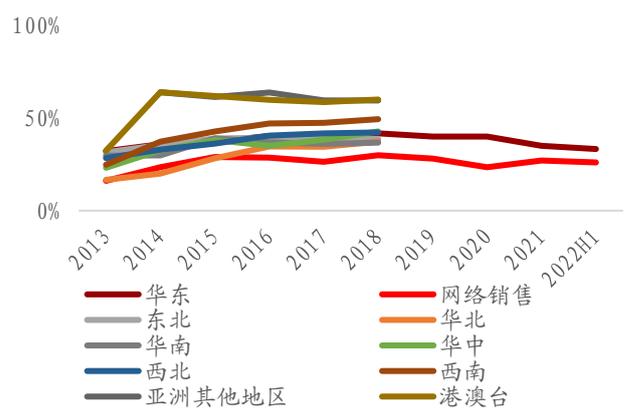
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

分地区：华东地区贡献了近一半的收入，线上收入占比逐渐提升。收入结构方面，公司近年来注重整合电商资源，搭建的O2O全渠道闭环以及智慧云店平台助力线上业务发展，2022H1线上销售收入占比为25.39%，相较于2013年的2.52%大幅提升了22.87个百分点；而线下依然是收入贡献的主战场，其中，华东地区的营收占比从2013年的56.60%下降至2022H1的45.42%，但仍然贡献了接近一半的营收。毛利率方面，近三年疫情使得线下毛利率下滑，华东地区毛利率从2020年的40.02%下降至33.29%，而线上毛利率则从23.49%提升至26.09%。

图表10:营收分地区占比



图表11:各地区毛利率情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

2 产品：主打时尚珠宝差异化竞争，重视产品设计研发

公司主要产品为珠宝和女包，其中，珠宝首饰业务的核心品牌为“CHJ潮宏基”和“VENTI梵迪”，女包品牌为“FION菲安妮”。2022H1，珠宝首饰业务收入占比为88.13%，贡献大部分收入，皮具收入占比为8.30%。

2.1 珠宝首饰：“K金之王”主打时尚珠宝，产品设计差异化脱颖而出

K金起家，主打时尚珠宝形成差异化竞争。在上世纪90年代公司成立之初，正值中国黄金加工代工鼎盛时期，黄金由于其保值和抗通胀的属性受到消费者热捧。而当时中国黄金市场已被周大福、周生生、六福等成熟的港资品牌所占领，轻奢类珠宝饰品市场则又以外资品牌APM、施华洛世奇等为主。公司管理层基于对黄金在中国消费者心中地位的清晰认识，以及对未来中国市场消费升级的独到判断，把潮宏基的核心产品定位在K金时尚珠宝首饰。凭借这一精准的定位和独特的“东方文化”原创设计，潮宏基成功避开了成熟的港资和外资竞争者，在众多竞争者中脱颖而出，使得潮宏基在一众珠宝品牌中赢得了“K金之王”和“彩金领潮者”的称号。另外，公司于2003年还创立了年轻潮流的珠宝子品牌VENTI，并从2017年开始，从单一的个性化品牌逐步发展为不同个性化需求的品牌集合店运营模式，定位年轻潮流的新锐设计师品牌，经营以买手制为核心的珠宝买手集合店，产品体现了更张扬的个性和更新颖的设计。

图表12:潮宏基和 VENTI 品牌的产品矩阵

品牌	类型	产品系列						分类
CHJ潮宏基	时尚	花丝风雨桥系列	心之锁向系列	浮光掠影系列	竹系列	京粹系列	花丝糖果系列	
		祥扣系列	鼓韵系列	臻金臻钻系列				
	婚庆	丘比特·花颂	丘比特·永恒星缘	丘比特·蜜语	丘比特·两情相依	丘比特·一箭倾心	黄金婚庆专区	传统黄金珠宝、时尚珠宝
		三丽鸥系列	小黄人系列	哆啦A梦系列	宝可梦系列	熊猫系列	PONY木马系列	
		蝶舞	丝丝入扣	墨兰	智慧之眼	火凤之心	花丝高定	
		星芒系列	圆梦派系列	心动系列	幸福喷泉系列	小糖冰系列	芭蕾系列	
VENTI梵迪	星际系列	兔子系列	太阳神系列				时尚珠宝	

资料来源：公司官网、天猫旗舰店、万联证券研究所

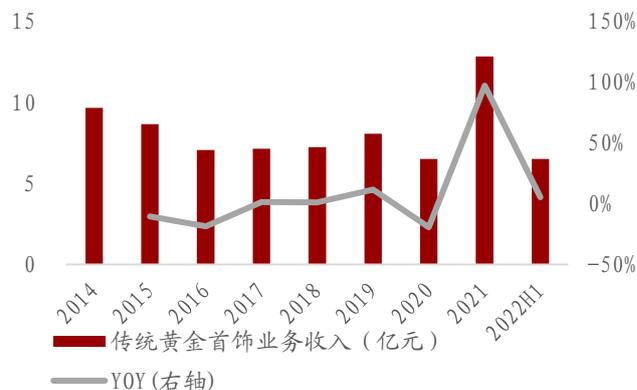
分品类：时尚珠宝首饰收入快速增长，传统黄金首饰毛利率略微上升至10.13%。公司的珠宝类产品分为时尚珠宝首饰和传统黄金首饰。2014-2021年，公司时尚珠宝首饰业务发展迅速，收入从13.37亿元增至27.76亿元，CAGR为11.00%；传统黄金首饰业务收入从9.68亿元增至12.84亿元，CAGR为4.12%。毛利率方面，时尚珠宝首饰产品附加值更高，毛利率高于传统黄金首饰，但近年来传统黄金首饰毛利率有所提升，2021年，时尚珠宝首饰/传统黄金珠宝首饰毛利率分别为38.10%/10.13%。

图表13:时尚珠宝首饰业务收入及同比增速



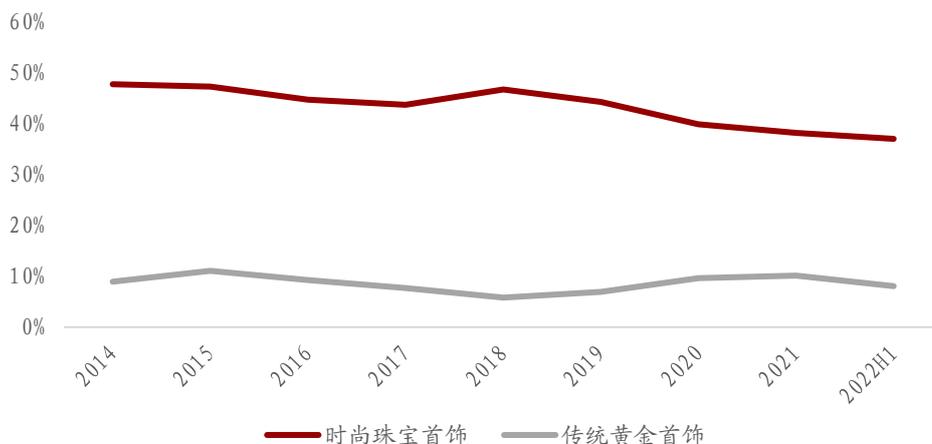
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表14:传统黄金首饰业务收入及同比增速



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

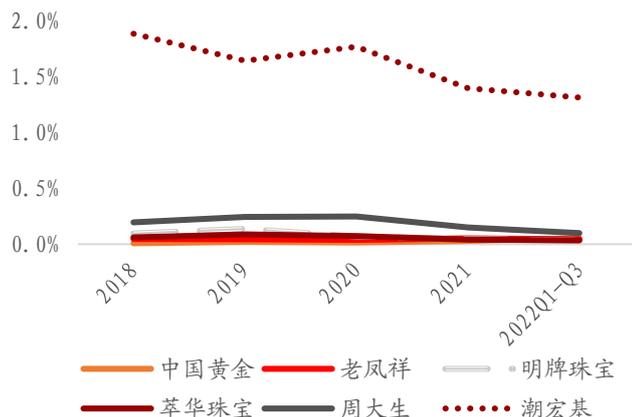
图表15:黄金珠宝首饰业务毛利率情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司注重产品研发设计，研发费用率远超同行。公司注重产品设计和工艺研发，瞄准年轻客群，产品开发围绕东方文化元素，致力于将传统非遗工艺与现代时尚审美结合。近年来，公司研发费用率远高于同行，2022年前三季度，潮宏基研发费用率为1.31%，远超同行周大生（0.10%）、中国黄金（0.05%）、老凤祥（0.04%）、明牌珠宝（0.03%）和萃华珠宝（0.03%）。同时，公司的研发人员数量占比也居前列，2021年为4.97%，超越萃华珠宝、中国黄金、老凤祥、周大生等公司。

图表16:公司研发费用率远高于同行



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表17:2021年公司研发人员数量占比居前列



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

产品设计时尚吸睛, 每年新品推出不断。公司始终坚持自主创新, 致力于将东方文化元素与现代时尚相结合, 打造鲜明的产品印记。近年来随着国潮的崛起, 公司相继推出了“凤影”、“鼓韵”、“花丝糖果”、“竹”等具有中国元素的系列产品。2022年, 公司又推出了“花丝风雨桥”、“心之锁向”、“臻金臻钻”等国风新作。其中, “花丝风雨桥”系列是花丝非遗传统工艺与潮宏基博物馆镇馆之宝的“花丝风雨桥”的灵感碰撞。未来公司仍将持续推出更多具有品牌印记的新品, 针对年轻客群偏好加强IP类、古法金、5G黄金等产品的开发和推广。

图表18:近年来新品推出情况

推出时间	新品系列	产品图示	
		多元系列	鼓韵系列
2018	“悦变”、“多元”、“鼓韵”等		
2019	“鼓韵”、“锦铃”、“流光”、“同心”、“派”、“心鹿”等	流光系列	同心系列
2020	“京粹”、“祥扣”、“善缘”、“花丝糖果”、“国色”、“匠心花彩”	京粹系列	花丝糖果系列

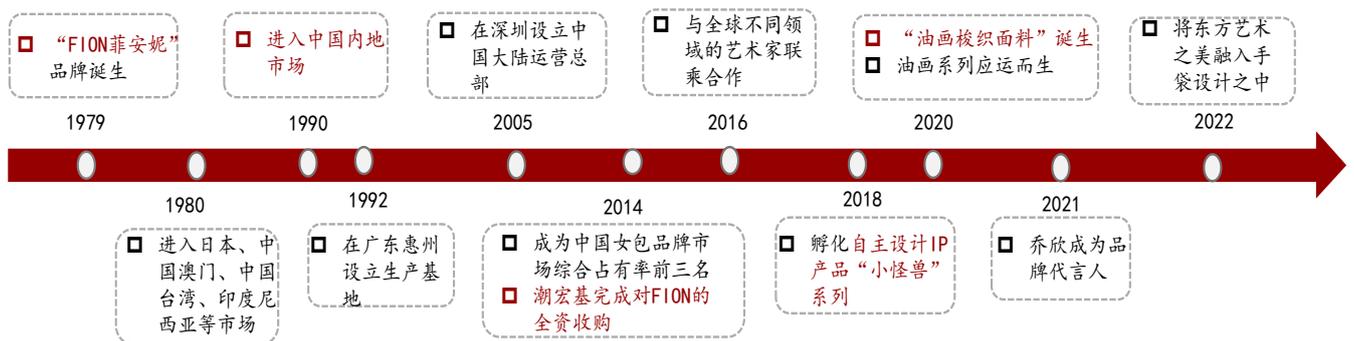


资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

2.2 女包：迎合市场发展趋势，FION 年轻时尚化升级

2014年全资收购FION，近年来进行年轻时尚化升级。中国箱包领先品牌FION菲安妮始于1979年，80年代初，FION菲安妮设立QIAO CRAFT手工坊并进入日本市场，创造东西方结合的独特设计风格。1990年，FION开辟中国内地市场。1992年，FION在广东惠州成立FION手工坊基地。截止2013年底，FION在中国大陆拥有超过270家门店，在港澳地区拥有14家门店，在新加坡拥有4家专营店，在日本、印尼等地区拥有超过140个销售网点。2014年，公司完成全资收购FION，同年FION成为中国女包品牌市场综合占有率前3名。2016年品牌开始与全球艺术家展开跨界联乘合作，打造年轻现代时尚艺术，2018年，自创IP“小怪兽”。2020年，FION与台湾面料供应商合作研发出“油画梭织面料”，同年油画系列应运而生。2022年，巧锦开物系列与国际顶尖艺术家/IP合作，开启织锦工艺新可能。至今，FION仍坚守“中国首代皮匠”精神，每个包的85%以上工序是由有20年以上经验的熟手工匠纯手工完成，精湛工艺处于中国奢侈皮具领域前沿。

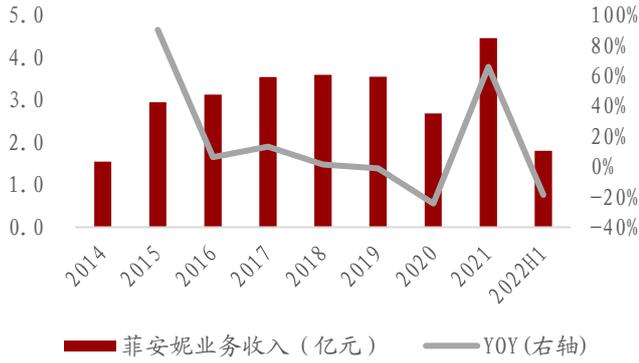
图表19:FION 菲安妮品牌发展历程



资料来源：微信官方公众号、公司官网、万联证券研究所

2021年FION业务收入与毛利率均大涨。2014年-2021年，FION业务收入从1.55亿元上升至4.45亿元，CAGR为16.31%，2021年，FION业务收入同比增长+65.92%。毛利率方面，菲安妮毛利率水平在56%-65%之间，呈现先降后升趋势，2014年菲安妮毛利率为64.02%，得益于产品年轻时尚化升级，2022H1毛利率从2020年的56.47%升至63.33%。

图表20:FION 业务收入及同比增速



图表21:历年来 FION 毛利率情况



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

品牌营销多方面持续发力, 推进产品年轻时尚化升级。 1) 签约品牌代言人。2021年, FION菲安妮正式签约影视明星乔欣为品牌代言人, 借助明星体验佩戴公司新品, 扩大了品牌知名度及影响力。2) 云店提供服务。品牌通过云店系统提供皮具专业护理服务为门店引流, 促进了销售转化和复购率提升。3) 开展线上直播运营。FION开展精准直播运营, 在天猫、抖音渠道通过多位达人带动了不同系列产品的销售。2021年, 女包线上业务(不含云店)同比增长85%, 成为抖音女包品类TOP1, 线上渠道连续5年女包类目排名前TOP10。4) 与全球艺术家/国际IP联乘合作。自2016年起, FION菲安妮开始以艺术联乘为链接, 开展跨界合作。2022年, FION与台湾艺术家张简士扬多元共创的“巧锦开物”国风系列满足了年轻人的国潮消费, 与《阿凡达: 水之道》的IP联乘, 是电影艺术和国粹织锦的碰撞, 赋予品牌更多价值。此外, 2018年, FION菲安妮自创IP“小怪兽”, 2021年后, 品牌合作推出了“皮卡丘”、“侏罗纪”等国际一线IP产品系列, 品牌年轻化战略进一步落地。

图表22:FION 菲安妮部分联乘系列

	产品系列	推出时间	产品价格(元/件)	产品图示
艺术联乘	“巧锦开物”	2022年	998-1548	
	“小怪兽”	2018年	369-1233	
文化联乘	“小黄人”	2019年	369-1098	
	“阿凡达”	2022年	998-3598	

资料来源: 菲安妮天猫旗舰店、公司公告、万联证券研究所

注: 数据取自2023年3月21日

3 产品：布局培育钻石赛道，未来利润提升可期

3.1 行业：培育钻石市场空间广阔，下游珠宝商纷纷入局培育钻

多因素驱动下，全球培育钻石市场未来空间广阔。培育钻诞生于实验室，其成分与结构与天然钻石相同。随着生产技术的提升，培育钻相比于天然钻的价格优势将进一步凸显。而近年来各大珠宝商纷纷布局培育钻，随着媒体和品牌商的多方宣传教育，未来培育钻有望在婚嫁、悦己消费等多个场景实现替代。我们预计到2025年，全球培育钻石终端销售额为149亿美元，全球培育钻石渗透率将提升至16.0%；中国培育钻石首饰消费额为15亿美元，2022-2025年CAGR为26.91%，中国培育钻石渗透率将提升至17.0%，培育钻石未来市场空间可期。基本假设如下：

1) 钻石终端销售额：根据贝恩的数据，2013-2019年全球钻石首饰消费市场总体保持平稳发展，年均同比稳健上涨0-2.8%。2020年因受疫情影响大幅下降，但2021年显著回升，当年同比增长29%，销售额大幅增长并超过2019年，我们预计2022-2025年全球钻石销售年均市场增速为2%-3%，将回归原来的增长水平，美国年均市场增速为3%-4%，中国年均市场增速为2.5%-3%。

2) 培育钻石渗透率：根据正点财经和贝恩咨询数据显示，2020-2021年，全球培育钻石渗透率从5.9%增长至8%，假定未来每年增加2个pct，预计到2025年，全球培育钻石渗透率将达到16%；2020-2021年，中国培育钻石渗透率从4.0%增长至6.7%，假定每年增加2-3个pct，预计到2025年，中国培育钻石渗透率将达到17.0%。

培育钻石销售市场：培育钻石终端销售额=钻石终端销售额*培育钻石渗透率。

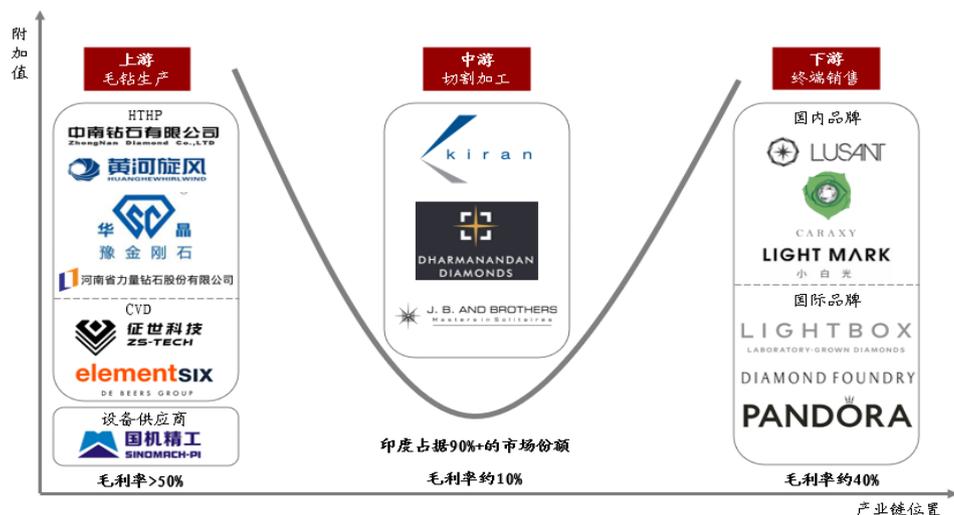
图表23:培育钻石行业需求测算(亿美元)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球						
钻石销售额 (亿美元)	650	840	865	891	913	932
YOY		29.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%
培育钻石销售额渗透率	5.9%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%
培育钻石零售市场销售额 (亿美元)		67	87	107	128	149
YOY			28.8%	23.6%	19.6%	16.6%
美国						
钻石销售额 (亿美元)	338	466	485	500	515	530
YOY	-11.0%	38.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
培育钻石销售额渗透率	9.6%	12.3%	15.0%	17.5%	19.5%	21.5%
培育钻石零售市场销售额 (亿美元)		57	73	87	100	114
YOY			26.8%	20.2%	14.8%	13.6%
中国						
钻石销售额 (亿美元)	65	77	80	82	84	86
YOY	-11.0%	19.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
培育钻石销售额渗透率	4.0%	6.7%	9.0%	11.5%	14.0%	17.0%
培育钻石零售市场销售额 (亿美元)		5	7	9	12	15
YOY			38.4%	31.6%	24.8%	24.5%

资料来源：贝恩咨询、正点财经、万联证券研究所

产业链：利润率呈现微笑曲线，上游毛坯钻生产和下游零售市场利润率较高。 1) **上游毛坯钻生产**：中国是世界最大的培育钻石生产国，培育钻毛坯总产量占比为42%，印度、美国合计占比35%，其余地区产量占比约为23%。上游毛坯培育钻生产商的毛利率多为50%以上。2) **中游切割加工**：印度占据全球培育钻石切磨加工超过90%的市场份额，劳动密集度高，利润率低，毛利率约为10%。3) **下游零售**：美国是培育钻石的主要消费区，占据全球培育钻石零售市场的80%，中国占10%。下游培育钻零售商毛利率约40%。

图表24:培育钻石产业链呈现微笑曲线

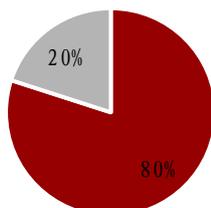


资料来源：培育钻石网、各公司官网、万联证券研究所

竞争格局：上游生产企业商集中度高，下游零售市场仍处于初步发展阶段。 作为钻石消费领域的新兴选择，生产商产能布局、品牌商渠道建立等相关配套工作正在进行中。

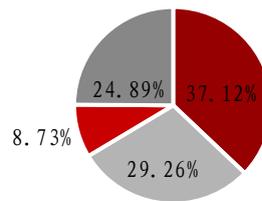
1) **上游**：我国在河南省郑州市、许昌市、南阳市、商丘市等地形成了一个集人造金刚石产品研发、大规模生产和销售于一体的金刚石产业集群，涌现出中南钻石、黄河旋风、力量钻石、惠丰钻石、联合精密等一批知名的金刚石生产企业，河南省人造金刚石产业链完整、配套齐全，具有明显的地域优势，培育钻石产能约达全国的80%。2021年，黄河旋风、中兵红箭、力量钻石三家上市公司的钻石原石产值合计占比已达75.11%。2) **下游**：国际品牌布局培育钻石市场早于国内品牌，目前国内零售市场仍处于初步发展阶段，国内珠宝商如小白光、豫园、中国黄金、潮宏基、曼卡龙等也在积极探索下游零售市场，未来有望通过终端布局和大力宣传对消费者进行教育扩大培育钻石下游市场规模。

图表25:2020年中国培育钻石产量分布情况



■ 河南 ■ 其他

图表26:2021年中国培育钻石原石产值市场占比



■ 黄河旋风 ■ 中兵红箭 ■ 力量钻石 ■ 其他

资料来源：智研咨询、万联证券研究所

资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

3.2 培育钻石业务：VENTI入局培育钻石赛道，携力量钻石创生而闪耀

公司近年来关注培育钻石的发展情况，目前主要通过子品牌VENTI下的新锐设计师开发培育钻石首饰新品，以及与力量钻石等公司合作成立生而闪耀公司，共同打造培育钻石品牌。

(1) VENTI：携手新锐设计师推出多款培育钻石产品

公司旗下年轻潮流珠宝子品牌VENTI以新锐设计师理念为主导，产品中包含培育钻石、天然钻石以及其他宝石等。2022年以来，VENTI与新锐设计师合作推出了多款培育钻石产品系列，包括守护系列、真爱一生系列、公主系列、高光时刻、幸福喷泉等。其中，主打产品星芒系列的灵感来自距地球254万光年的仙女座星云，采用独特的钻石悬浮镶嵌工艺处理外购培育钻石，呈现出宇宙般的梦幻美感。

图表27:VENTI 培育钻产品系列

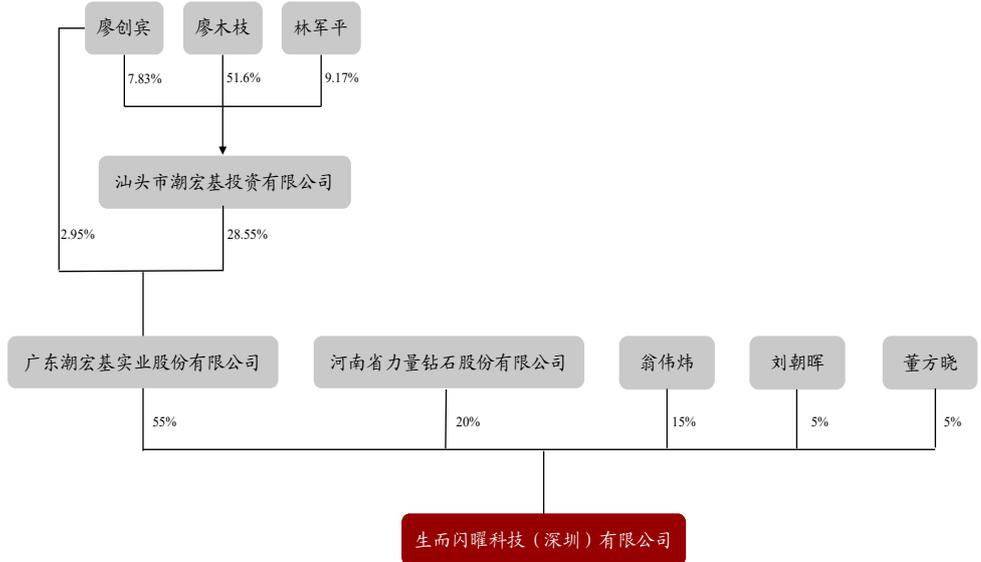
系列名称	产品简介	产品样式
星芒系列	以独特的钻石悬浮镶嵌工艺，使仙女座星云呈现立体悬浮效果，折射出闪耀的光芒。	
幸福喷泉系列	幸福喷泉是罗马独有的爱情圣地，设计师以此喷泉为灵感，将培育美钻糅合于珠宝设计里。	
守护系列	设计师通过骑士盾牌和公主桂冠元素为灵感，将骑士对公主的守护融入珠宝设计之中。	
真爱一生系列	我们这一生，遇到爱不稀罕，稀罕的是遇到理解。26个拉丁字母中，排在第四的字母D有“Digest 理解”之意，这是经典四爪钻戒寓意的由来。	

资料来源：梵迪天猫旗舰店、万联证券研究所

(2) 生而闪耀：与力量钻石合作共同创立培育钻石新品牌

2022年8月16日，公司于力量钻石等合作方签订了《公司设立协议书》，公司出资1100万元，占股55%，力量钻石出资400万，占股20%，与其他合资方共同成立生而闪耀科技（深圳）有限公司，创建钻石珠宝首饰品牌。作为培育钻石的主要生产商，力量钻石具备生产优势，而潮宏基在珠宝首饰的原创设计、数字营销能力优秀，两者强强联手下打通产业链，未来生而闪耀旗下的新品牌创建有望为公司增厚利润。截至2022年10月底，生而闪耀的核心团队成员已经到位，正在积极准备品牌定位策划和产品研发，新品牌将拥有独立的终端渠道，后续会在线下开店。

图表28:生而闪耀股权结构



资料来源：公司公告、同花顺iFind、万联证券研究所

4 渠道：加盟扩张提升门店数量，数字化转型推进智慧零售

公司拥有多元化渠道，线上线下共同发力。截止2022H1，公司旗下各品牌线下在全国及亚太地区已布局超1400个网点，包括独立门店和购物中心、百货、机场等中高端时尚消费品渠道。同时，公司还通过线上自建及天猫、京东、唯品会、抖音、得物、小红书等第三方平台进行全网销售，不断扩大全域渠道的版图。

4.1 线下：渠道改革放开加盟，门店数量提升空间大

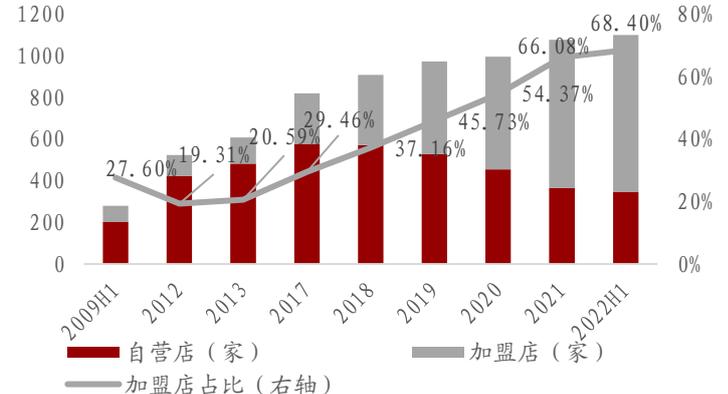
公司珠宝业务线下门店超1000家，加盟店快速扩张。公司线下珠宝门店数量稳步上升，2014-2021年，珠宝门店数量从685家上升至1076家，净增加391家。2019年以来，公司调整渠道策略，由以前的“重自营轻加盟”策略变为“加速加盟代理业务扩张”，推行省代模式，推动加盟商开拓渠道。而后公司的加盟店数量快速上升，2019-2021年，加盟店数量从444家提升至711家，占比从45.73%提升至66.08%。2021年，公司通过加盟加快渠道布局作为核心策略，采用成熟区域加速渠道下沉、成长区域以点带面的方法，加快开店速度，2021年加盟店净增159家。2022H1，公司珠宝业务加盟店数量为751家，占比提升至68.40%。

图表29:历年来珠宝门店数量及其增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表30:近年来珠宝业务加盟店占比持续上升



资料来源：公司公告、万联证券研究所

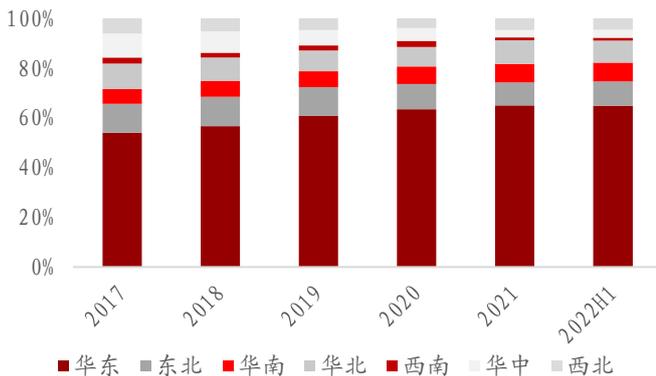
未来，公司的门店数量仍有较大提升空间，原因有以下：

(1)公司的珠宝线下门店多分布在华东地区，华北、华中与西南地区仍有拓展空间。公司的珠宝业务线下门店主要集中在华东地区，2021年，华东地区的自营店占比为64.93%，加盟店占比为56.26%。公司加盟店扩张重点布局三四线城市，在部分区域使用区域代理以及省级代理的方式加速布局，相比于自营店，公司的加盟店向华北、华中与西南地区倾斜（2021年这三个地区的加盟店占比分别为10.55%、12.52%以及6.33%），未来公司在华东等优势区域将继续密铺，在新兴区域会加快加盟店的拓展步伐，线下加盟业务的扩张潜力有待释放。

(2)与同行相比，公司的门店扩张仍有较大空间。截止2022H1，潮宏基珠宝业务加盟店数量为751家，而周大福、老凤祥、周大生、六福的加盟店已达到4328、4867、4290、2596家。目前公司的加盟店基数小，相较于同行而言仍有较大的提升空间，尤其是在疫情阴霾退散后，有望依靠省代模式把门店进一步下沉到低线城市。

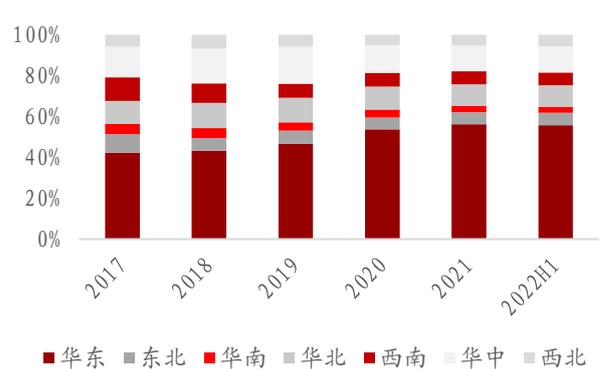
(3)公司对加盟商具备一定的吸引力。首先是潮宏基品牌的形象、产品、调性更为年轻化，受年轻人喜爱；其次，潮宏基品牌是商业渠道珠宝首饰类品牌组合的重要构成，受到购物中心等商业渠道的欢迎；再者，潮宏基打造了数字化门店管理体系，为加盟商经营赋能；另外，公司始终秉承与加盟商携手双赢，采用一区一策差异化发展策略，并有员工培训、IT支持、采购后续跟进等多项支持活动。

图表31:珠宝业务自营店分地区占比



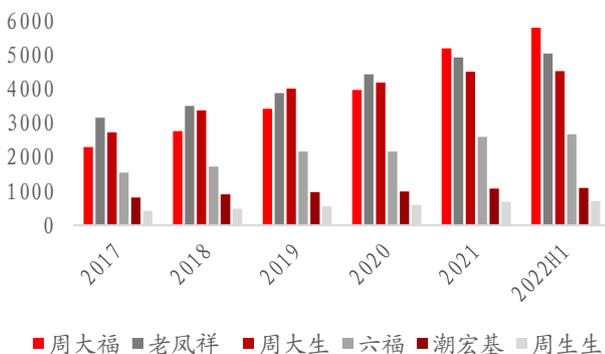
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表32:珠宝业务加盟店分地区占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

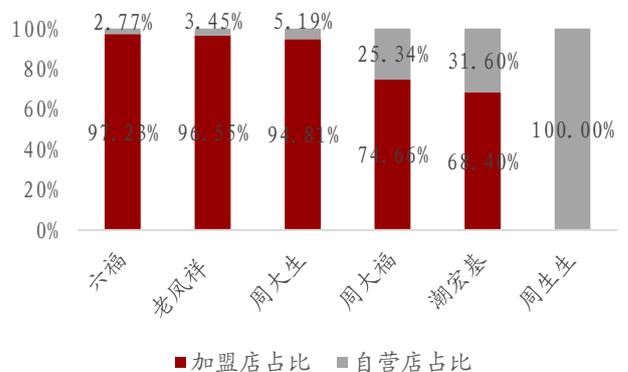
图表33:公司与行业龙头近期门店数量对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取各家公司在大陆地区的主品牌门店数进行对比。

图表34:2022H1 公司&行业龙头的加盟店占比情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取各家公司在大陆地区的主品牌门店数进行对比。

公司注重品牌形象，店面形象再度升级。2023年1月，公司推出了品牌的新一代门店——非遗花丝概念店，灵感来源于中国非遗花丝工艺中经典的“枣花锦”纹样，“枣花锦”构建的空间语言传达出“独立时坚韧，聚时光芒万丈”的寓意。另外，梵迪的新一代店面形象由国际著名设计大师Leendert Tange设计，以“矿藏-开采-钻石”为理念，黑白灰的主色调下，缀以些许香槟金色，材料和宝石引导人们探索珠宝起源。视觉创意来自荷兰艺术家的《世界地图》，寓意VENTI为汇聚珠宝名品的世界。

图表35:潮宏基非遗花丝概念店店面形象



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表36:梵迪店面形象

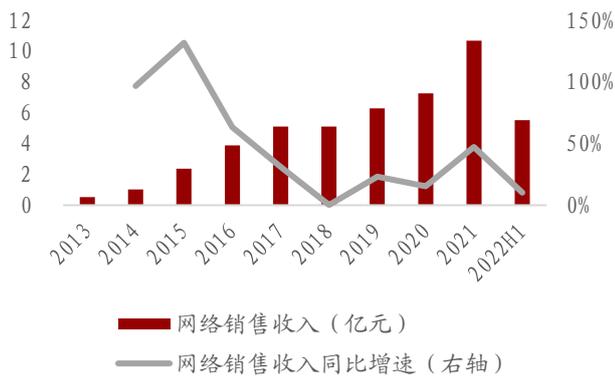


资料来源：公司官网、万联证券研究所

4.2 线上：电商团队反应灵敏，数字化转型打通线上线下

公司网络销售收入高速增长。公司的网络销售主要通过公司自有的智慧云店、第三方大型综合电商平台（天猫、唯品会、京东等）、银行、商场和微信公众号（潮宏基珠宝、FION菲安妮）、小程序、抖音等对消费者进行销售。在数字化管理布局逐步展开、智慧云店全覆盖加码私域社群、传统电商平台业务稳健发展的背景下，公司网络销售收入快速上升，2013-2021年，网络销售收入从0.52亿元提升至10.66亿元，CAGR达45.82%。其中，第三方平台的销售收入从2018年的5.10亿元提升至2021年的8.64亿元。

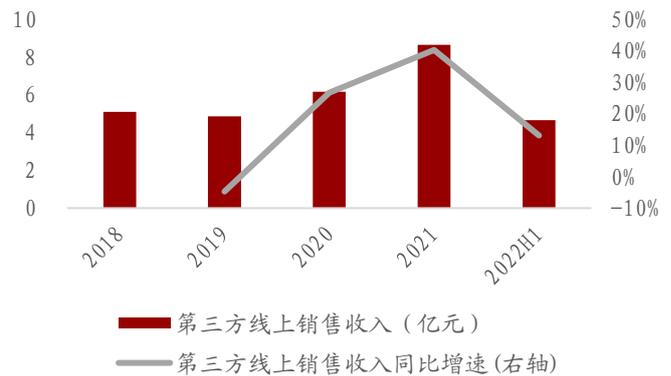
图表37:历年来网络销售收入及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：网络销售主要指第三方综合电商平台、智慧云店、微信公众号、小程序等线上渠道的销售。

图表38:第三方平台的珠宝线上销售收入及同比增速



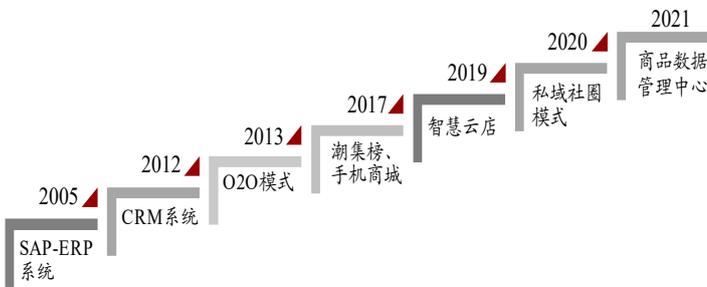
资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：第三方平台主要指天猫、唯品会、京东等大型综合电商平台。

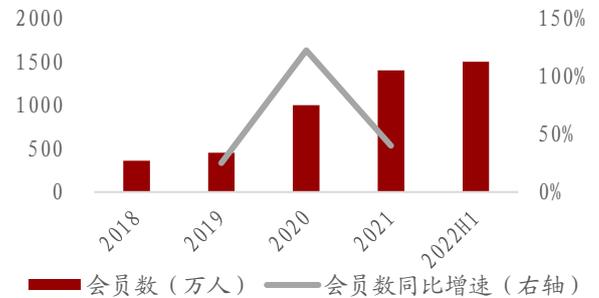
数字化转型布局智慧云店，实现全天候全域销售。2005年，公司成为国内首家使用SAP-ERP系统的珠宝企业，为后面的数字化建设打下了信息化基础。2013年，公司开始探索“线上引流+线下服务”O2O模式。2015年，公司尝试“圈子营销”服务模式，布局完善公司CRM系统，深度挖掘特定客群特点。2017年，集团自有用户平台“潮集榜”、手机商城上线运营，O2O交易闭环基本实现。2019H2，公司启动了智慧云店项目。2020年初，在疫情冲击下，公司7天上线智慧云店，1月内覆盖所有门店，销售人员转战线上平台，通过微信小程序、朋友圈、直播等私域社群模式加大线上销售力度。公私域流量自由切换打通线上线下数据的共享与联动，实现全天候全域销售。2021年，公司形成了统一归集的商品数据管理中心，公司还进驻了抖音、小红书、得物等商城，全渠道版图进一步扩充。

智慧云店是实体门店的延伸，主要通过三方面提升门店业绩。一是将线上流量引导线下门店；二是打破时间和物理空间限制，实现全天候全域销售，店员私域销售激活会员复购率；三是促进精准数字化管理。智慧云店的全面布局拉动了会员基数，2020年底全渠道累积会员数超1000万，同比实现翻倍增长。2021年会员复购率达45%。

图表39:公司数字化管理布局



图表40:公司会员数及同比增速

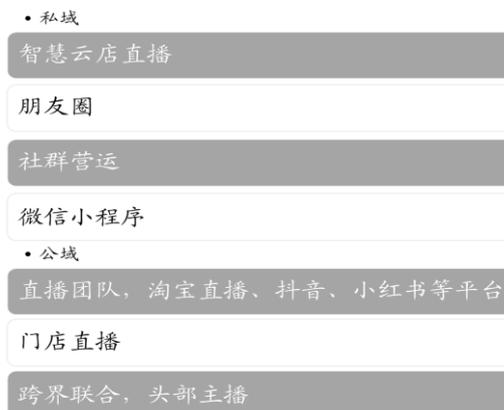


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

自播+头部主播+明星+达人，多渠道打通公域转私域流量闭环。自播方面，公司旗下的每个品牌都有属于自己的自播团队。头部主播合作方面，2021年公司与李佳琦合作直播带货14次，还与包括戚薇在内的多位带货头部明星专场直播合作，探索公、私域的流量转化通路。明星合作方面，2021年，公司联手腾讯，合力打造了3月份以“春上新”为主题和6月份以官宣品牌大使唐艺昕为噱头的两场公私域联动直播，助力公司一举摘得2021年度飞跃标杆奖。

图表41:公私域流量运营



资料来源：公司公告、万联证券研究所

5 营销：及时契合多个热点，投资建造博物馆传承珠宝文化

力推整合营销，及时契合多个热点。（1）元宇宙发布会：2022年4月，公司推出了珠宝行业首个元宇宙发布会，多维度采用了实时虚拟交互技术，带来了品牌发布会全新的沉浸式体验。（2）代言人：潮宏基珠宝携手品牌代言人唐艺昕在七夕节点实现差异化明星营销，打通直播转化路径。（3）数字藏品：2022年7、8月份潮宏基发布两场非遗数字藏品“花丝风雨桥”，开售即秒罄。联合设计师将整个建筑体再创意设计，以“NFT ART”未来科技力量，还原非遗花丝技艺，传递花丝流转光影至美。

图表42:门店搬进元宇宙



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表43:七夕差异化明星营销



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表44:花丝风雨桥



资料来源：公司官网、万联证券研究所

投建首饰主题博物馆，传承珠宝首饰文化。中国首家由企业发起的首饰主题博物馆——臻宝博物馆由公司投资建造，于2013年开馆，馆址坐落于潮宏基的总部园区，占地面积2200平方米，登记在库藏品超过了2000件。馆中藏品品类丰富，以汉族贵金属传统首饰为主体，并收藏有少数民族首饰。此外，馆中的一部分展品通过花丝镶嵌工艺（“燕京八绝”之首）制作而成。博物馆为传承传统珠宝首饰文化做出了极大贡献，为观众及社会各界带来了精彩绝伦的美学盛宴，也体现着公司对东方文化的态度以及对匠心设计的推崇。

图表45:博物馆部分藏品

花丝风雨桥



点翠嵌宝七凤钿子



仿清一品诰命夫人凤冠



资料来源：腾讯网、万联证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们将公司业务按产品拆分为时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具和其他业务。

- 1) 时尚珠宝首饰:** 时尚珠宝首饰占总营收比例近60%。2022年受疫情影响, 经济下行, 线下珠宝消费场景受限。我们预计, 2022年时尚珠宝首饰收入同比-6.00%。随着疫情影响消退, 生活和消费恢复正常化, 线下门店数量提升将推动首饰销售, 预计2023-2024年时尚珠宝首饰收入同比将恢复至两位数增长。
- 2) 传统黄金首饰:** 由于黄金具有避险和抗通胀属性, 叠加近年来黄金工艺的升级、黄金产品更加精美化, 传统黄金首饰受到消费者热捧, 受疫情影响相对于时尚珠宝首饰较弱。预计2022年黄金产品收入同比+3.00%, 2023-2024年黄金产品收入分别同比+18.00%/+15.00%。未来随着公司黄金产品的持续创新升级, 黄金首饰产品的毛利率有望提升。
- 3) 皮具:** 2021年, 云店系统助力皮具业务收入同比+65.92%。2022年由于受疫情超预期的影响, 我们估计皮具业务收入同比增速为-10.00%。随着菲安妮的年轻化战略进一步落地, 2023-2024年皮具业务收入预计同比分别+15.00%/+10.00%, 毛利率分别为63.50%以及64.00%。
- 4) 其他业务:** 该业务收入占比较低, 预计2022-2024年其他业务收入增速分别为+9.94%/+27.81%/+23.97%。

图表46:收入、毛利率拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (百万元)	3542.78	3215.26	4636.49	4476.98	5285.00	5917.34
yoy	9.07%	-9.24%	44.20%	-3.44%	18.05%	11.96%
毛利率	37.68%	35.83%	33.39%	31.55%	31.72%	31.73%
时尚珠宝首饰:						
时尚珠宝首饰收入 (百万元)	2293.02	2211.85	2775.86	2609.31	3078.99	3386.89
yoy	8.65%	-3.54%	25.50%	-6.00%	18.00%	10.00%
占总营收比例	64.72%	68.79%	59.87%	58.28%	58.26%	57.24%
时尚珠宝首饰毛利率	44.18%	39.77%	38.10%	36.50%	36.50%	36.50%
传统黄金首饰:						
传统黄金首饰收入 (百万元)	807.25	650.90	1283.66	1322.17	1560.16	1794.19
yoy	11.51%	-19.37%	97.21%	3.00%	18.00%	15.00%
占总营收比例	22.79%	20.24%	27.69%	29.53%	29.52%	30.32%
传统黄金首饰毛利率	6.91%	9.60%	10.13%	8.00%	8.20%	8.50%
皮具:						
皮具收入 (百万元)	354.91	268.46	445.42	400.88	461.01	507.11
yoy	-1.07%	-24.36%	65.92%	-10.00%	15.00%	10.00%
占总营收比例	10.02%	8.35%	9.61%	8.95%	8.72%	8.57%
皮具毛利率	59.82%	56.47%	60.23%	63.00%	63.50%	64.00%
其他业务:						
其他业务收入 (百万元)	87.61	84.05	131.55	144.62	184.84	229.16
yoy	59.80%	-4.06%	56.52%	9.94%	27.81%	23.97%
占总营收比例	2.47%	2.61%	2.84%	3.23%	3.50%	3.87%

其他业务毛利率		69.23%	70.14%	70.28%	71.33%	71.66%
费用端:						
销售费用率	23.17%	22.71%	18.41%	17.00%	16.80%	16.80%
管理费用率	2.63%	3.22%	2.06%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用率	1.64%	1.77%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	2.00%	1.70%	0.75%	1.24%	1.76%	1.21%
利润端:						
归母净利润 (百万元)	81.19	139.69	350.68	313.95	369.70	436.92
yoy		72.05%	151.03%	-10.47%	17.76%	18.18%
净利率	2.29%	4.34%	7.56%	7.01%	7.00%	7.38%

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

6.2 投资建议

公司自2019年进行渠道改革, 放开加盟政策, 未来随着门店数量的提升与单店收入的提高, 公司业绩有望从此前的“产品驱动”转变为“产品+渠道双轮驱动”。另外, 公司近年来布局高毛利的培育钻石赛道, 未来有望增厚公司收入和利润。随着疫情影响消退以及FION计提商誉减值损失的风险降低, 我们判断公司的业绩有望在2023年重回向上区间, 预计公司2022-2024年的EPS分别为0.35/0.42/0.49元/股, 对应2023年3月22日股价的PE分别为20/17/14倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表47:可比公司估值表

		股价		EPS		PE		
		2023/3/22	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
培育钻石								
301071.SZ	力量钻石	95.04	3.18	5.09	7.02	29.89	18.67	13.54
000519.SZ	中兵红箭	23.21	0.70	1.10	1.46	33.15	21.13	15.91
600172.SH	黄河旋风	5.46	0.21	0.38	0.53	26.00	14.37	10.30
行业平均 (总市值加权)						31.58	19.74	14.71
黄金珠宝								
600916.SH	中国黄金	12.79	0.53	0.67	0.83	24.13	19.13	15.44
002867.SZ	周大生	16.10	1.11	1.32	1.53	14.52	12.16	10.50
301177.SZ	迪阿股份	55.15	3.70	4.31	4.60	14.92	12.78	12.00
600612.SH	老凤祥	53.64	3.39	3.95	4.44	15.84	13.56	12.08
600655.SH	豫园股份	7.76	0.81	1.05	1.22	9.60	7.38	6.38
300945.SZ	曼卡龙	15.35	0.31	0.44	0.56	50.33	34.89	27.41
行业平均 (总市值加权)						14.81	12.01	10.32
002345.SZ	潮宏基	7.12	0.35	0.42	0.49	20.15	17.11	14.48

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所整理及预测

注: 潮宏基EPS取自我们团队预测, 其余公司EPS采用同花顺一致预测, PE为2023年3月22日收盘价除以一致预测的EPS所得出

7 风险因素

经济下行风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、原材料价格变动风险、渠道拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4636	4477	5285	5917
%同比增速	44%	-3%	18%	12%
营业成本	3088	3065	3609	4040
毛利	1548	1412	1676	1877
%营业收入	33%	32%	32%	32%
税金及附加	78	74	85	94
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	854	761	888	994
%营业收入	18%	17%	17%	17%
管理费用	95	90	106	118
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	65	63	74	83
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	35	56	93	72
%营业收入	1%	1%	2%	1%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	-12	-5	-5	-3
其他收益	6	0	0	0
投资收益	18	22	35	38
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	432	387	461	552
%营业收入	9%	9%	9%	9%
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	434	389	463	554
%营业收入	9%	9%	9%	9%
所得税费用	79	71	88	111
净利润	356	319	375	443
%营业收入	8%	7%	7%	7%
归属于母公司的净利润	351	314	370	437
%同比增速	151%	-10%	18%	18%
少数股东损益	5	5	6	6
EPS (元/股)	0.39	0.35	0.42	0.49

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.39	0.35	0.42	0.49
BVPS	3.96	4.14	4.33	4.56
PE	18.04	20.15	17.11	14.48
PEG	0.12	-1.92	0.96	0.80
PB	1.80	1.72	1.65	1.56
EV/EBITDA	9.15	13.20	10.69	9.14
ROE	10%	9%	10%	11%
ROIC	8%	8%	9%	9%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	626	856	1010	1342
交易性金融资产	55	80	105	80
应收票据及应收账款	220	138	277	213
存货	2727	2720	2691	2694
预付款项	16	15	18	20
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	303	276	326	290
流动资产合计	3947	4085	4427	4639
长期股权投资	183	193	203	213
固定资产	245	311	374	434
在建工程	198	118	38	38
无形资产	61	52	43	35
商誉	806	806	806	806
递延所得税资产	29	29	29	29
其他非流动资产	165	197	229	261
资产总计	5633	5790	6148	6454
短期借款	527	527	527	527
应付票据及应付账款	197	203	268	260
预收账款	0	0	0	0
合同负债	96	95	112	124
应付职工薪酬	53	53	62	70
应交税费	61	58	69	78
其他流动负债	1414	1388	1447	1497
流动负债合计	1821	1797	1958	2029
长期借款	207	227	247	267
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	47	49	51	53
负债合计	2075	2073	2256	2349
归属于母公司的所有者权益	3521	3675	3845	4052
少数股东权益	38	42	48	54
股东权益	3559	3717	3892	4105
负债及股东权益	5633	5790	6148	6454

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	167	486	413	648
投资	0	-39	-39	11
资本性支出	-122	-50	-50	-130
其他	-9	20	33	36
投资活动现金流净额	-131	-68	-55	-82
债权融资	-803	-13	12	12
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	742	20	20	20
筹资成本	-232	-195	-236	-267
其他	-78	0	0	0
筹资活动现金流净额	-371	-188	-204	-235
现金净流量	-336	230	154	331

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场