

# 潮宏基 (002345)

## “黄金时代”的“黄金弹性品牌”，消费复苏下黄金业务渠道扩张弹性可期 买入 (首次)

2023年05月30日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

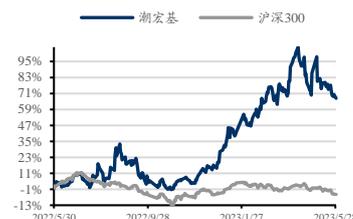
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,417	5,697	6,855	7,949
同比	-5%	29%	20%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	199	400	499	588
同比	-43%	101%	25%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.22	0.45	0.56	0.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.83	15.35	12.30	10.45

关键词: #新需求、新政策

### 投资要点

- **我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，2023年以来业绩复苏强劲：**潮宏基以东方美学和匠人精神为主要宣传点，近年来不断融入年轻化潮流元素，已发展为国内珠宝和女包的领先品牌公司，公司业务主要通过“CHJ 潮宏基”“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌开展，其中“CHJ 潮宏基”作为黄金珠宝的主品牌，有出色的产品设计能力，符合年轻消费者的审美。2023年以来业绩恢复强劲，2023年Q1公司实现营业收入/归母净利润 15.24/1.24 亿元，同比+21.59%/+30.11%。
- **工艺进步使得黄金产品时尚性凸显，叠加保值需求下，黄金饰品维持终端高景气度。**2022 年下半年以来，金价开始启动新一轮的上涨，有效拉动黄金消费在 2023 年春节集中释放，头部黄金珠宝公司 2023 年一季报表现亮眼。近年来随着黄金产品工艺的改善，黄金饰品的在设计层面能够发挥的空间越来越大，每一代黄金饰品的时尚度都在提升，得到更多年轻消费者的喜爱，此外，国潮崛起大背景下，品牌商对于黄金产品和中国传统文化的融合理解越来越深刻，对于设计元素的应用也越来越成熟，使得黄金产品迸发出新的活力。
- **公司十分重视产品设计，花丝工艺产品已经成功破圈，未来有望持续享受饰品化红利。**潮宏基品牌的核心用户群体为年轻时尚女性，公司一直对产品设计较为重视，品牌曾多次获得国内外珠宝设计大奖。其通过花丝工艺作为载体，推出的一系列花丝工艺类产品，如花丝糖果，花丝风雨桥系列等，已经成功破圈，未来有望不断强化公司年轻时尚的品牌认知，享受黄金珠宝高线城市悦己型，饰品化的行业红利。
- **加盟商重回开店扩张周期，线下渠道恢复弹性大：**公司渠道早期以直营为主，近年来加大了加盟门店的拓展力度，截至 2022 年末公司总门店数 1158 家，其中加盟门店 834 家，就现有规模而言仍有较大的开店空间，2023 年以来线下消费场景恢复，加盟商信心回升，有望重回开店扩张周期，拉动业绩高增。
- **盈利预测与投资评级：**潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌，拓店空间大，产品设计年轻时尚，2023 年以来业绩恢复强劲，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元，同比增速分别为 101%/25%/18%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费市场复苏速度不及预期，加盟拓展不及预期等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.91
一年最低/最高价	4.02/8.73
市净率(倍)	1.67
流通 A 股市值(百万元)	5,995.66
总市值(百万元)	6,139.62

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.13
资产负债率(% ,LF)	35.19
总股本(百万股)	888.51
流通 A 股(百万股)	867.68

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 以匠心深耕黄金饰品领域，时尚珠宝成功出圈</b>	<b>6</b>
1.1. 发展历程：彩金珠宝起家，现重回聚焦主业	6
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富	7
1.3. 2023年Q1业绩恢复强劲，传统黄金首饰表现亮眼	8
<b>2. 黄金消费保持高景气，饰品化需求凸显</b>	<b>9</b>
2.1. 2023年金价维持高位，黄金消费需求景气度高	9
2.2. 黄金工艺提升使得饰品化需求占比提升	12
2.3. 黄金珠宝行业品牌集中度仍有提升空间	13
<b>3. CHJ潮宏基：年轻时尚的珠宝品牌，花丝工艺成功破圈</b>	<b>14</b>
3.1. 产品矩阵丰富，国潮+IP触达年轻消费群体	15
3.2. 传承延续花丝工艺，创新性花丝系列产品已成功破圈	16
3.3. 线下渠道重回开店，私域流量运营线下打通，运营效率提升	17
3.3.1. 线下：大力支持加盟商开店，下沉战略进一步深化	17
3.3.2. 线上：公域私域相互配合构建自身流量池，加紧构建数字化平台网络	19
<b>4. 女包 FION：品牌渠道积极调整中，静待业绩恢复</b>	<b>20</b>
<b>5. 培育钻石：率先试水培育钻石品牌销售，未来或有望成为公司增量</b>	<b>22</b>
5.1. VENTI：概念珠宝买手集合品牌，试水培育钻石	22
5.2. 新品牌专注培育钻赛道，公司未来发展前景可期	23
<b>6. 财务分析：费用率不断优化，净利率表现良好</b>	<b>23</b>
<b>7. 盈利预测与投资评级</b>	<b>24</b>
7.1. 盈利预测	24
7.2. 投资评级	25
<b>8. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 潮宏基发展历程 .....	6
图 2: 2006 年瑞士巴塞尔珠宝展潮宏基原创珠宝秀现场 .....	7
图 3: VENTI 培育钻石产品 .....	7
图 4: 公司股权架构 (截至 2023 年 4 月) .....	7
图 5: 2016-2023Q1 公司营业收入及增速 .....	9
图 6: 2016-2023Q1 公司归母净利润及增速 .....	9
图 7: 2014-2022 年公司各产品营业收入占比 .....	9
图 8: 2007-2022 年我国黄金珠宝市场规模及增速 .....	10
图 9: 2015-2022 年限额以上黄金珠宝类零售额 .....	10
图 10: 2022 年中国黄金珠宝中各材质品类消费金额占比情况 .....	10
图 11: 2007-2022 年我国黄金消费量及增速 .....	11
图 12: 2013-2022 年我国黄金首饰消费量及增速 .....	11
图 13: 2011-2022 年我国黄金消费结构 (消费量口径) .....	11
图 14: Au9999 黄金月度加权平均价变化 (截至 2023 年 4 月) .....	12
图 15: 2020 年不同销售场景珠宝零售额占比 .....	12
图 16: 2022 年不同销售场景珠宝零售额占比 .....	12
图 17: 中国珠宝首饰消费群体年龄分布 .....	13
图 18: 潮宏基“国潮”产品图 .....	13
图 19: 2017-2022 年中国内地、香港、日本珠宝市场 CR5 情况 .....	14
图 20: 2017-2022 年中国主要黄金珠宝品牌市占率情况 .....	14
图 21: 潮宏基珠宝时尚代言人——唐艺昕 .....	15
图 22: 潮宏基东方未来体验官 Shine .....	15
图 23: 花丝星享卡 .....	15
图 24: 潮宏基珠宝 IP 系列产品图 .....	15
图 25: 潮宏基臻宝首饰博物馆 .....	16
图 26: 2016 年潮宏基受邀亮相联合国教科文组织“精工再造”中国传统手工艺主题展 .....	16
图 27: 潮宏基关于花丝工艺的主要活动 .....	17
图 28: 潮宏基珠宝花丝系列、馆藏精品图 .....	17
图 29: 潮宏基臻宝博物馆藏品·花丝风雨桥 .....	17
图 30: 2009-2022 年公司门店数量 .....	18
图 31: 2017-2022 年公司自营店与加盟店数量 .....	18
图 32: 2017-2022 年公司加盟模式与自营模式占比 .....	18
图 33: 2018-2022 年公司新开店数量 (按半年度统计) .....	19
图 34: 2018-2022 年公司净开店数量 (按半年度统计) .....	19
图 35: 2022 年各地区营业收入占比 .....	19
图 36: 潮宏基数字化系统 .....	20
图 37: 2014-2022 年皮具产品收入及增速 .....	21
图 38: 2014-2022 年皮具产品毛利率情况 .....	21
图 39: 明星乔欣代言图 .....	22
图 40: FION 新潮艺术展 .....	22
图 41: 2018-2022 年潮宏基与同业公司毛利率对比 .....	23
图 42: 2018-2022 年潮宏基与同业公司净利率对比 .....	23
图 43: 2014-2022 年公司不同渠道毛利率情况 .....	24

图 44: 2014-2022 年公司不同产品毛利率情况 .....	24
图 45: 2018-2022 年潮宏基与同业公司销售费用率对比 .....	24
图 46: 2018-2022 年潮宏基与同业公司管理费用率对比 .....	24

表 1: 公司核心管理层简介 .....	8
表 2: 5G/3D/古法金工艺 .....	13
表 3: FION 产品展示图 .....	21
表 4: 公司 2023-2025 年盈利预测拆分 (亿元) .....	25
表 5: 行业可比公司估值水平 .....	25

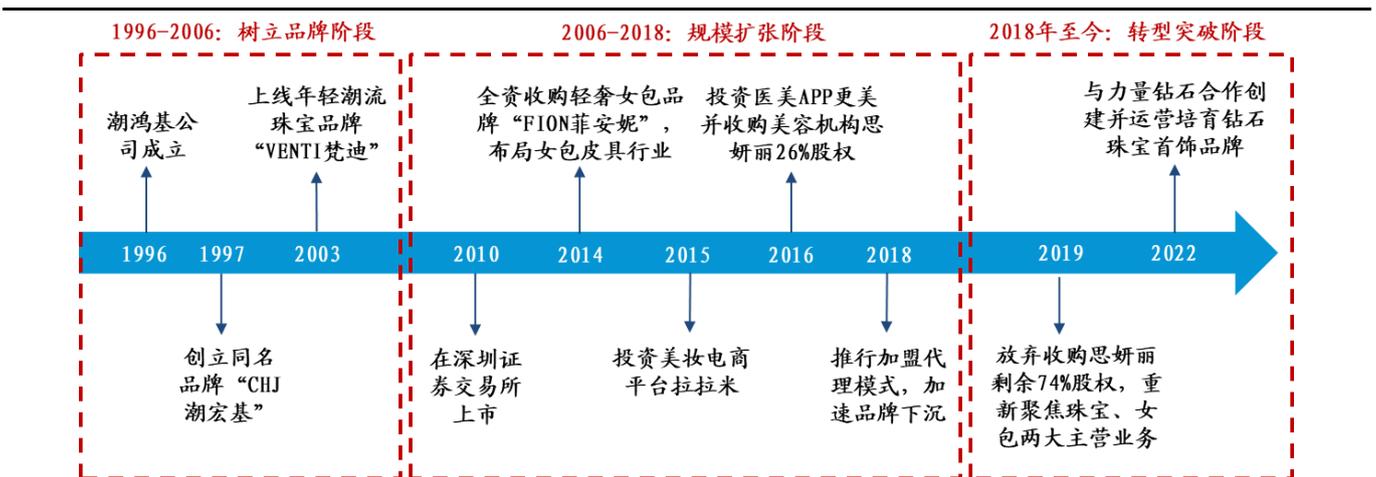
## 1. 以匠心深耕黄金饰品领域，时尚珠宝成功出圈

公司以设计、生产、销售时尚珠宝和黄金首饰为主营业务，产品包括 K 金镶嵌、古法金/足金产品、时尚女包、培育钻产品等，目标客群为追求时尚个性的现代女性。潮宏基以东方美学和匠人精神为主要宣传点，近年来不断融入年轻化潮流元素，目前已发展成为国内彩金珠宝行业的领先品牌。受疫情等因素影响，2022 年，公司实现营业收入/归母净利润 44.17/1.99 亿元，同比-4.73%/-43.22%，截至 2022 年末，公司渠道门店总数 1158 家，2023 年 Q1，公司业绩恢复强劲，实现营业收入/归母净利润 15.24/1.24 亿元，同比+21.59%/+30.11%。

### 1.1. 发展历程：彩金珠宝起家，现重回聚焦主业

纵观潮宏基的发展历史，大致可以分为以下三个阶段：

图1：潮宏基发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**注重设计，修炼内功（1996-2006）：坚持原创理念，打好品牌认知基础。**公司设立于 1996 年 3 月，1997 年推出同名品牌“CHJ 潮宏基”。在品牌创立之初，公司就非常重视产品的创意性和独特性，并于 1999 年举办第一届中国珠宝首饰设计大赛。2003 年年轻潮流珠宝品牌“VENTI 梵迪”上线，与“CHJ 潮宏基”品牌合力开拓国内黄金珠宝市场。2006 年，公司作为中国唯一参展企业出席瑞士巴塞尔珠宝展，通过原创珠宝秀“紫气东来”在国际市场打开了知名度。

**多业务扩张（2006-2018）：跨界投资布局，发展遭遇瓶颈。**随着品牌力不断提升，公司着手扩大规模，率先进驻百货商场渠道，并于 2010 年成为国内第一家 A 股上市的珠宝企业。此后，公司开始探索构建围绕核心客群消费多品牌经营的业务版图，2014 年，公司全资收购轻奢女包品牌“FION 菲安妮”，布局女包皮具行业。于 2015、2016 年投资美妆电商平台拉拉米和医美 APP 更美并收购美容机构思妍丽 26% 股权。虽然收

购 FION 带来了资产和业绩规模的增长，但也形成了商誉。

**回归黄金珠宝主业（2018 年至今）：**深化加盟渠道，探索培育钻首饰领域。从 2018 年开始，公司大力推进加盟代理模式，加快品牌下沉速度，扩大三四线城市市场。2019 年，公司放弃收购思妍丽剩余 74% 股权，重新聚焦珠宝、女包两大主营业务，进一步强化年轻时尚的品牌战略，并快速响应当前的市场需求。2022 年第 3 季度，公司与力量钻石合作成立培育钻石合资公司，布局培育钻石下游品牌。

图2：2006 年瑞士巴塞尔珠宝展潮宏基原创珠宝秀现场



数据来源：新浪网，东吴证券研究所

图3：VENTI 培育钻石产品

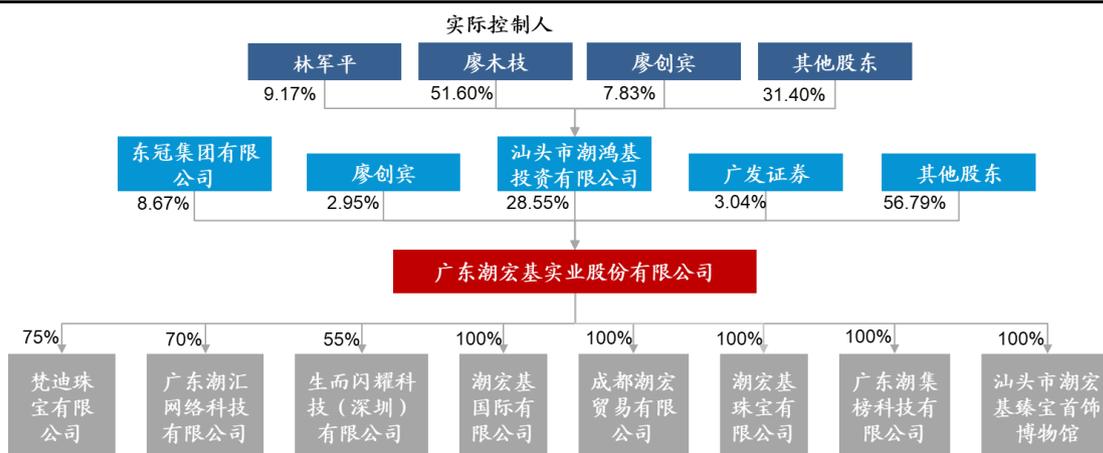


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司第一大股东为汕头是潮鸿基投资有限公司（以下称“潮鸿基投资”），持股 28.55%，公司创始人廖木枝与廖创宾、林军平三者共同持有潮鸿基投资 68.6% 的股权。

图4：公司股权架构（截至 2023 年 4 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司核心管理层经验丰富。**公司核心管理层在珠宝首饰领域深耕多年的优秀人才。目前廖创宾为公司的董事长、总经理，公司管理高层中有 10 人在公司任职超过 10 年，9 人超过 15 年，且均有丰富的工作经验。经过多年发展，公司已具备成熟的治理结构，

实现规范化、制度化管理。

表1: 公司核心管理层简介

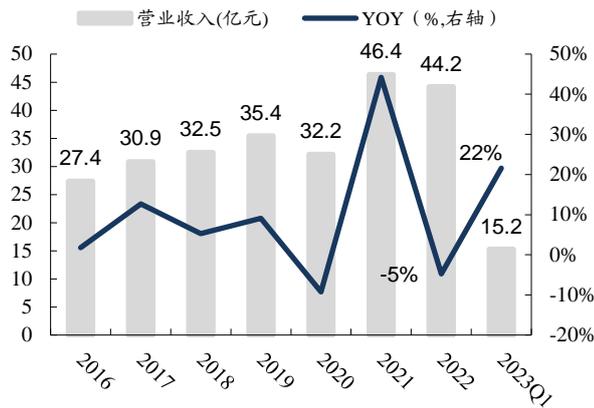
姓名	年龄	任职日期	职位	简介
廖创宾	51	2006年8月	董事长、总经理	工商管理硕士。曾任广东潮鸿基实业有限公司董事及总经理；现任汕头市潮鸿基投资有限公司董事、公司董事长和总经理，兼任潮宏基珠宝有限公司执行董事等。
徐俊雄	50	2006年8月	董事、副总经理、董事会秘书	投资经济管理专业,经济师职称。历任广东潮宏基实业有限公司历任潮宏基董事、财务总监、董事会秘书和副总经理；现还担任拉拉米及其前身董事等。
林军平	51	2006年8月	董事、副总经理	工商管理硕士。现任潮鸿基投资有限公司董事、公司董事和副总经理,兼任潮宏基珠宝副总经理、梵迪珠宝董事长、潮宏基国际珠宝执行董事、菲安妮(及亚太)、广东菲安妮皮具公司董事、全国珠宝玉石标准化技术委员会委员、广东省珠宝行业协会副会长。
蔡中华	56	2007年9月	董事、副总经理	曾任广东潮宏基实业有限公司副总经理,现任公司董事和副总经理、潮宏基珠宝有限公司总经理,兼任菲安妮有限公司董事、广东菲安妮皮具股份有限公司董事、菲安妮(亚太)有限公司董事。
钟木添	68	2006年8月	董事	曾任广东潮鸿基实业有限公司董事,现任汕头市潮鸿基投资有限公司董事及总经理、公司董事。
林斌生	44	2015年9月	副总经理	2010年入职广东菲安妮皮具股份有限公司,历任董事、董事会秘书、财务总监。现任公司副总经理、菲安妮有限公司董事、广东菲安妮皮具股份有限公司董事及总经理。
苏旭东	60	2010年10月	财务总监	注册会计师。2005年起加入广东潮宏基实业股份有限公司,现任公司财务总监、广东万年青制药股份有限公司独立董事。

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

### 1.3. 2023年Q1业绩恢复强劲,传统黄金首饰表现亮眼

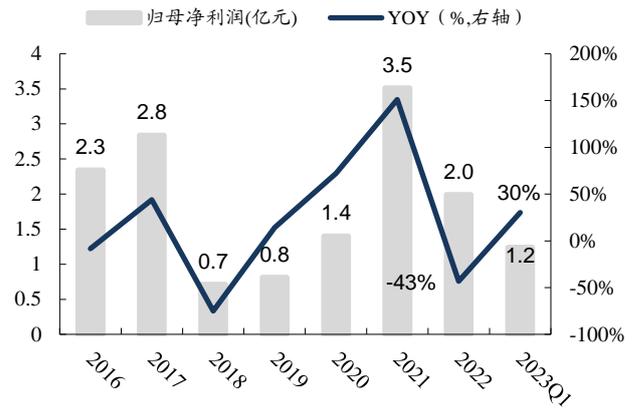
营业收入和净利润整体稳步上升,2023年复苏动力强。2022年,公司收入44.2亿元,同比-5%,归母净利润2亿元,同比下滑43%,主要由于不可抗力影响。2023年Q1,公司实现营业收入/归母净利润15.24/1.24亿元,同比+21.59%/+30.11%,业绩回升效果明显。2018-2019年,女包品牌FION计提商誉减值2.09亿元/1.52亿元,对整体业绩表现有较大影响。随着2018年后公司战略和营销模式调整,FION逐渐走出经营困境,迸发新的活力,公司净利润率逐渐回升。

图5：2016-2023Q1公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

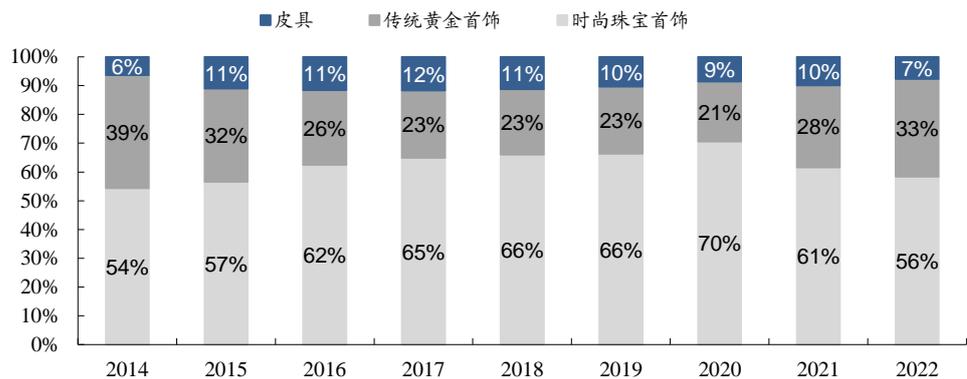
图6：2016-2023Q1公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

时尚珠宝首饰为主要收入来源，传统黄金首饰占比上升。2022年，公司时尚珠宝首饰/传统黄金首饰/皮具收入分别为24.81亿元/14.44亿元/3.24亿元，同比-11%/+13%/-27%，占营收比重分别约56%/33%/7%，得益于近年来黄金类产品的消费热度的提升，传统黄金首饰占比提升明显。

图7：2014-2022年公司各产品营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 黄金消费保持高景气，饰品化需求凸显

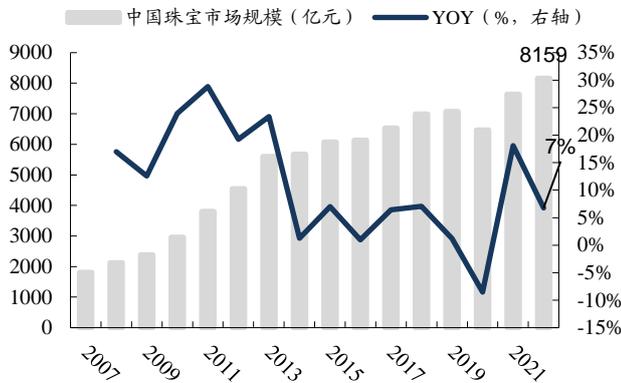
### 2.1. 2023年金价维持高位，黄金消费需求景气度高

黄金消费需求景气度高，2022年国内珠宝行业消费市场仍表现出一定的韧性。根据欧睿数据，2022年珠宝市场规模为8159亿元，同比增长7%，在线下消费场景受限的背景下，得益于黄金品类消费不错的景气，整体市场规模仍表现出了较强的韧性。

2023年春节期间黄金消费同比+18.2%。得益于金价稳步上涨，疫后线下消费场景恢复，消费需求得到回补，且2023年返乡人群增长明显，拉动了春节元宵等节日带动

送礼需求，根据中国黄金协会数据，2023 年春节黄金珠宝消费表现出较高的景气度。春节期间黄金消费同比+18.2%。

图8：2007-2022 年我国黄金珠宝市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

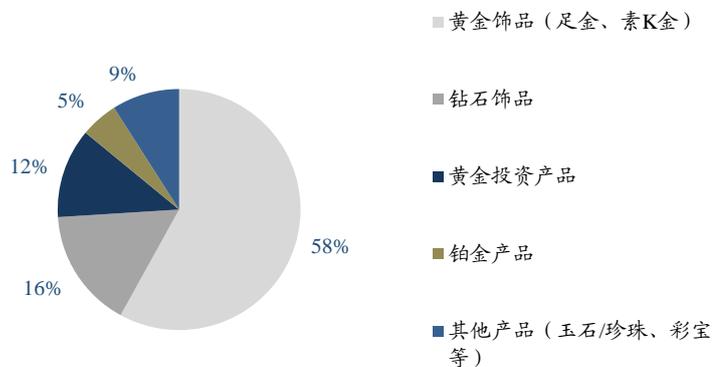
图9：2015-2022 年限额以上黄金珠宝类零售额



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

我国黄金珠宝市场中黄金饰品消费占比超过一半。我国是黄金饰品消费的大国，黄金产品仍然是我国黄金珠宝市场的主要消费品，2022 年黄金饰品在我国黄金珠宝消费市场中占比达到 58%。上一辈人购买黄金更看重其保值和投资属性，近年来随着黄金饰品工艺的改善，黄金也能够做出更加多样化的饰品设计，在年轻一代消费者中的认同度也在逐步提升。

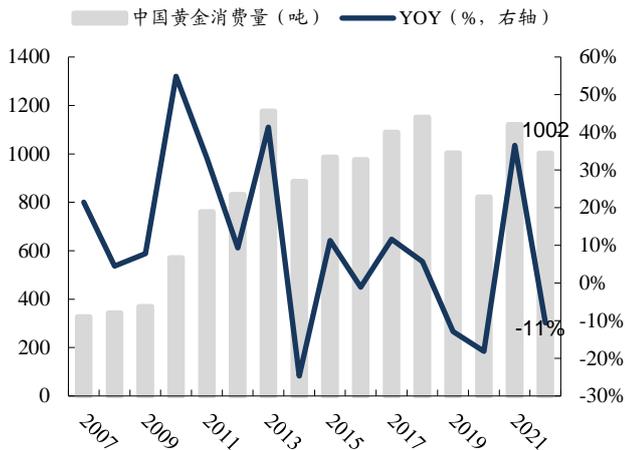
图10：2022 年中国黄金珠宝中各材质品类消费金额占比情况



数据来源：2022 年中国金饰市场趋势洞察，东吴证券研究所

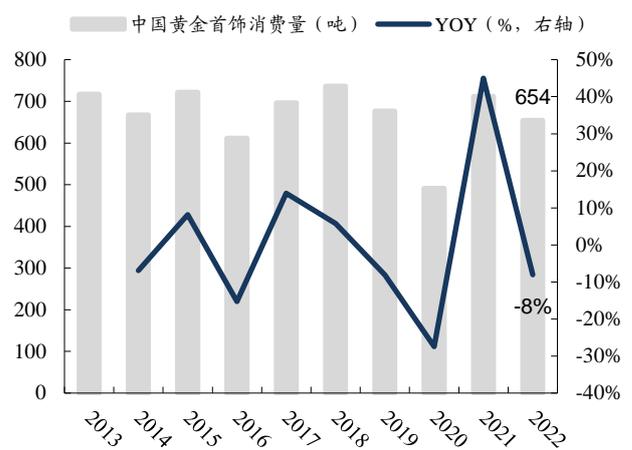
黄金首饰为黄金大品类中的主要消费品类，消费量占比稳定在 60%以上。黄金首饰兼具保值与配饰两种属性，受到消费者的青睐。2013 年之后黄金首饰消费占我国黄金消费量的 63%及以上，2022 年占比为 65%。

图11: 2007-2022年我国黄金消费需求及增速



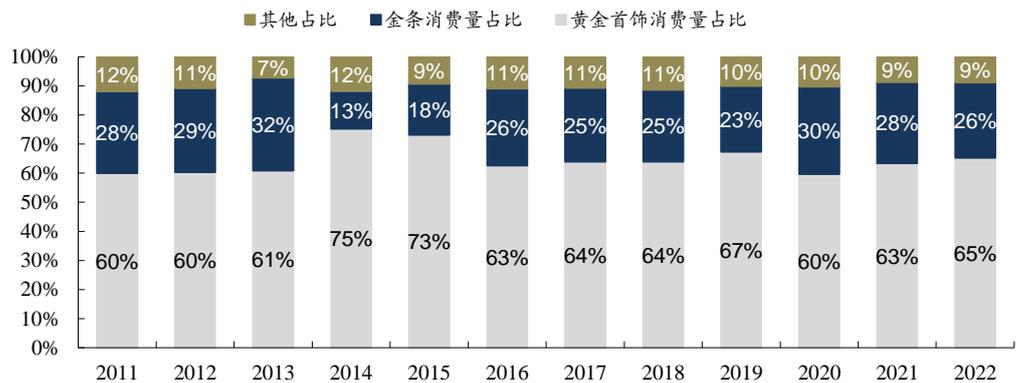
数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图12: 2013-2022年我国黄金首饰消费量及增速



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图13: 2011-2022年我国黄金消费结构 (消费量口径)



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

避险+保值需求使得金价在 2022 年 7 月以来持续上涨。在政治冲突摩擦不断、全球经济形势不明朗等背景下, 消费者更加偏好低风险的黄金产品, 金价维持在相对高位水平, 且自 2022 年 7 月以来黄金价格持续提升, 金价上涨有利于在黄金珠宝加盟商体系中形成销售正循环。

图14: Au9999 黄金月度加权平均价变化 (截至 2023 年 4 月)

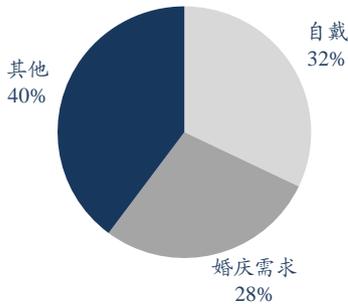


数据来源: 上海黄金交易所, 东吴证券研究所

## 2.2. 黄金工艺提升使得饰品化需求占比提升

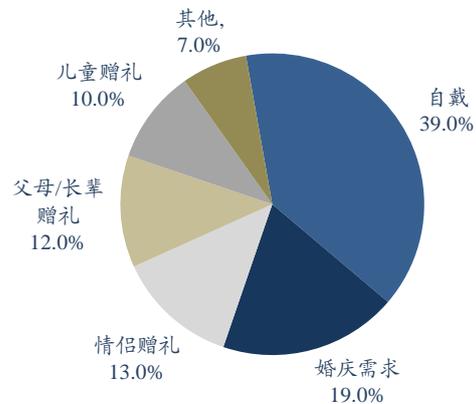
**悦己型消费也在逐步凸显。**随着人们生活水平的提高, 消费者对于悦己性的消费偏好也会有逐步提升。《2022 年中国金饰市场趋势洞察》报告显示, 自戴是当前最主要的消费目的, 金饰占主导地位, 自戴消费场景占零售收入 40%, 婚庆占比 20%, “悦己消费”逐渐成为年轻消费群体的重要考量因素。

图15: 2020 年不同销售场景珠宝零售额占比



数据来源: 世界黄金协会, 东吴证券研究所; 注: 数据收集于 2020 年 6 月

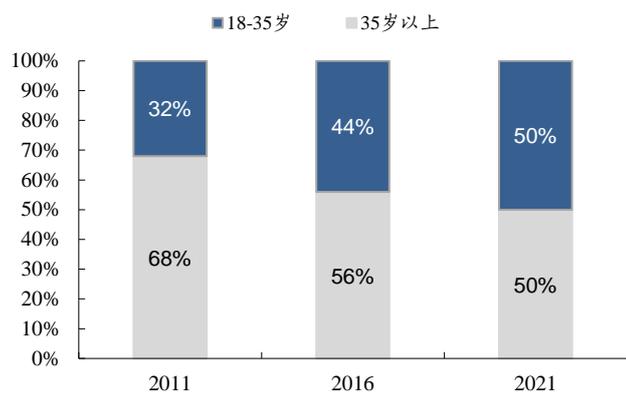
图16: 2022 年不同销售场景珠宝零售额占比



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所; 注: 数据收集于 2022 年 7 月

**国潮趋势更加火爆, 消费群体中年龄结构逐渐下移。**2011-2021 年中国珠宝首饰的主要消费群体从 35 岁以上逐渐下移到 18-35 岁, 黄金珠宝首饰的购买力出现年轻化的现象。随着我国综合国力的崛起和文化复兴战略的实施, “Z 世代”消费者更加关注产品的文化价值。《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据》报告显示, “国潮”在过去 10 年关注度上涨 528%, 其中 00 后为兴趣度最高的群体。古法金饰品等首饰都受到市场的欢迎, 各大黄金珠宝品牌纷纷推出有明显的中国符号的产品, 如周大福推出“传承”系列, 周大生推出“非凡金”系列, 老凤祥推出“藏宝金”系列等。

图17: 中国珠宝首饰消费群体年龄分布



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图18: 潮宏基“国潮”产品图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**黄金工艺升级, 拓展消费增量空间。**由于传统黄金首饰自身容易划伤变形, 无法制作出复杂的造型。随着近几年工艺的革新升级, 5G、3D、古法金等技术有效解决传统首饰重量大、款式陈旧等痛点, 制作出更具吸引力的时尚个性的饰品。黄金工艺的升级为市场注入新的活力, 消费需求未来有望进一步增长。

表2: 5G/3D/古法金工艺

	5G 黄金饰品	3D 硬金饰品	古法黄金饰品
产品展示			
工艺	现代机械加工工艺	现代机械加工工艺	以传统古法手工制金工艺为主, 辅以现代机械加工工艺
产品特点	耐磨性高、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	同体积下重量仅为普通足金的30%; 硬度高, 不易变形, 具有高耐磨性; 极具立体感	古色古香, 整体呈现哑光质感; 细节处理更加精致, 没有接头和焊点; 融合传统元素, 更具文化内涵和收藏价值
主要消费群体	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	消费群体覆盖广泛, 但由于其平均客单价较高, 主力消费人群为消费能力较强的 30-45 岁人群

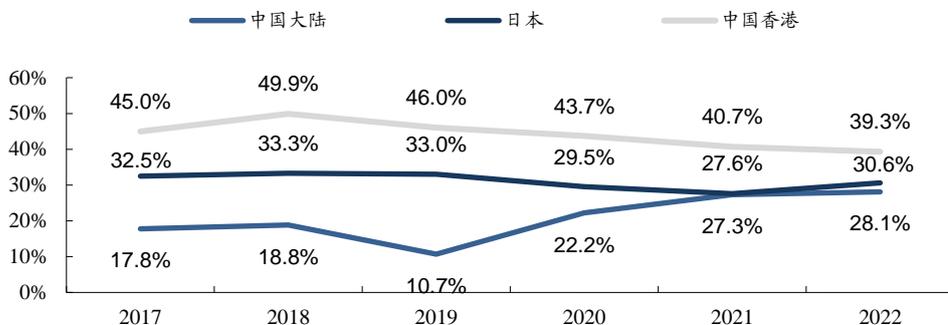
数据来源: 中宝协, 东吴证券研究所

### 2.3. 黄金珠宝行业品牌集中度仍有提升空间

珠宝行业集中度有一定提升空间, 头部品牌优势明显。2022 年中国内地珠宝市场 CR5 由 2017 年的 17.8% 提升至 2022 年的 28.1%, CR10 由 2017 年的 21.1% 提升至 2022 年的 34.3%, 整体出现集中趋势。但是与香港地区、日本等市场相比, 我国仍有一定

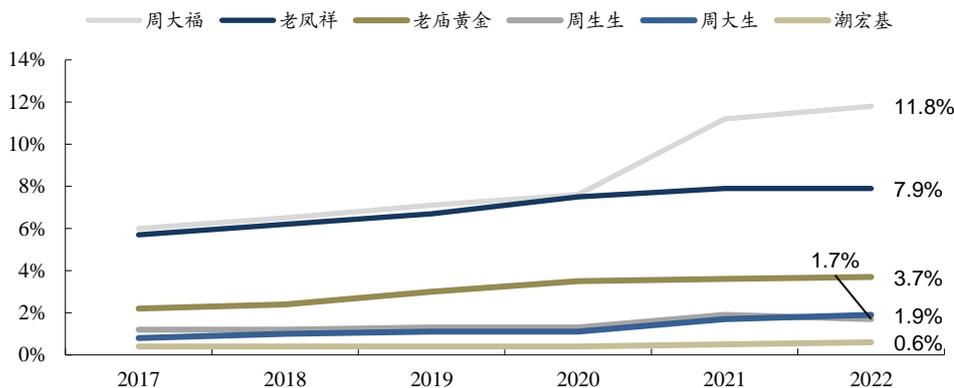
的提升空间。中小品牌由于规模小、资金不足，抗风险能力较弱，一口价制度等因素加速尾部出清。而周大福、周大生、中国黄金等头部品牌由于资金充裕，下沉市场加盟商势力较强，反而逆势扩大规模，未来市场将逐渐向头部品牌集中。

图19: 2017-2022年中国内地、香港、日本珠宝市场 CR5 情况



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图20: 2017-2022年中国主要黄金珠宝品牌市占率情况



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

### 3. CHJ 潮宏基：年轻时尚的珠宝品牌，花丝工艺成功破圈

潮宏基品牌的核心用户群体为年轻时尚女性，时尚东方文化的品牌内核吸引了大量 Z 世代消费者。2022 年，潮宏基与 B 站手工 UP 主合作发布花丝工艺体验活动，相关视频一经发布便在 B 站排名第一，微博热搜获得 3 亿曝光并登上央视报道。同时，品牌与腾讯公私域联动开展线上直播，在 Z 世代大量聚集的网络平台扩大品牌知名度与影响力。结合最新兴起的“元宇宙”概念，潮宏基发布首位数字虚拟人 IP——潮宏基东方未来体验官 Shine。除此之外，潮宏基邀请青年演员唐艺昕作为代言人，打造人物栏目 shining woman，与不同领域的女性 KOL 对话，通过女性力量展现品牌的东方

美，拉近与年轻消费者的距离。

图21: 潮宏基珠宝时尚代言人——唐艺昕



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 潮宏基东方未来体验官 Shine



数据来源: 潮宏基珠宝微博, 潮宏基珠宝公众号, 东吴证券研究所

### 3.1. 产品矩阵丰富，国潮+IP 触达年轻消费群体

产品系列矩阵覆盖不同消费场景和客群需求。目前潮宏基旗下产品线包含四大系列：1) 时尚系列：提供个性、时尚表达；2) 婚庆系列：以美钻的璀璨光芒、黄金的吉祥喜庆表现浪漫与幸福；3) 童趣系列：可爱熟悉的卡通形象唤醒未泯的童心；4) 高订系列：以高端设计演绎传统精粹与国际时尚。

精心耕耘国潮首饰领域，IP 联名吸引年轻消费群体。随着国潮趋势崛起，2018 年公司与时空联名上线花丝星享卡，并于 2021 年与特仑苏共同发布 520 联名礼盒“潮苏小奶包”，与美妆品牌花西子携手推出并蒂同心足金手链。与此同时，公司还与众多耳熟能详的 IP 形象联名，2022 年新签“三丽鸥”人气角色，推出“大耳狗”“酷洛米”和“美乐蒂”三个 IP 系列，可爱时尚的造型精准戳中年轻群体的萌点，借力 IP 已有深厚粉丝群体提升品牌认知度。

图23: 花丝星享卡



数据来源: 搜狐网, 东吴证券研究所

图24: 潮宏基珠宝 IP 系列产品图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 传承延续花丝工艺，创新性花丝系列产品已成功破圈

**传承创新首饰工艺，屡获国内外奖项。**潮宏基一直坚持“保护、传承、修道”的品牌理念，将精雕、空管、炫彩等工艺应用于时尚珠宝的设计制作中，突破性开发器皿手工一体成型工艺。多年来，品牌屡获国内外珠宝类奖项，“花丝孔雀”摆件荣获第十届珠宝首饰设计制作大赛年度工艺大奖；“蝶舞”以及“金螯花双喜圆寿字茶碗”“中国牛”等摆件均斩获“天工精制”国际时尚珠宝设计大赛各项大奖。

**重视原创设计，注重人才培养。**自成立以来，公司便极其重视原创设计，2007年与清华大学美术学院联合成立潮宏基首饰实验室，共同探索产品创新与工艺改革。同年，潮宏基加入非遗项目的保护与传承工作，于2009年建立花丝镶嵌工作室，邀请花丝工艺的传承人出山授徒，培养了近百位年轻工匠。截至2022年末，公司共有技术人员226人，数量占比5%，拥有国内外注册商标及专利超1000项。

**抢救花丝工艺，结合新技术实现工艺的现代化表达。**花丝镶嵌工艺被誉为“燕京八绝”之首，于2008年被纳入国家级非物质文化遗产。为抢救濒临失传的传统工艺，潮宏基成立臻宝首饰博物馆与花丝镶嵌工作室，保护收藏民间花丝臻品。自2014年起，品牌携手公益组织稀捍行动，每年定期在全国各地进行花丝巡展。2016年，潮宏基受邀亮相联合国教科文组织“精工再造”中国传统手工艺主题展，向世界宣传介绍花丝工艺与产品。2022年，潮宏基推出全国首家非遗花丝概念店，举办黄金珠宝行业首场元宇宙新品直播发布会，通过多重交互技术让传统花丝非遗技艺在虚拟空间融合再现。

图25：潮宏基臻宝首饰博物馆



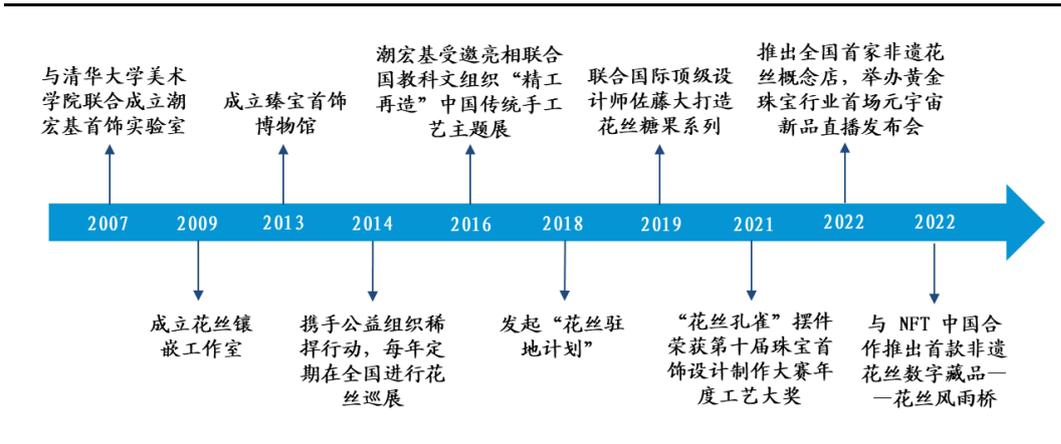
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图26：2016年潮宏基受邀亮相联合国教科文组织“精工再造”中国传统手工艺主题展



数据来源：南方日报，东吴证券研究所

图27: 潮宏基关于花丝工艺的主要活动

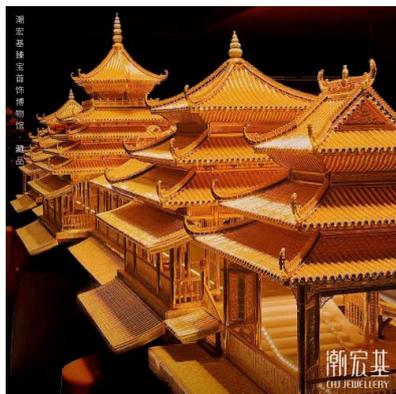


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

与多位大师合作, 花丝工艺受到市场欢迎。自 2018 年起, 潮宏基发起“花丝驻地计划”, 邀请全世界知名设计师将现代的审美与设计与花丝工艺融合。其中国际知名设计师佐藤大设计的“花丝糖果”系列珠宝, 在众筹平台一经上线, 即创下单款短时间销售记录, 参与众筹超过 8400 人, 销售总额超过 1000 万。2022 年, 潮宏基与 NFT 中国合作推出首款非遗花丝数字藏品, 开售即秒罄。

图28: 潮宏基珠宝花丝系列、馆藏精品图

图29: 潮宏基臻宝博物馆藏品·花丝风雨桥



数据来源: 公司官网, 网易新闻, 东吴证券研究所

数据来源: 搜狐网, 东吴证券研究所

### 3.3. 线下渠道重回开店, 私域流量运营线下打通, 运营效率提升

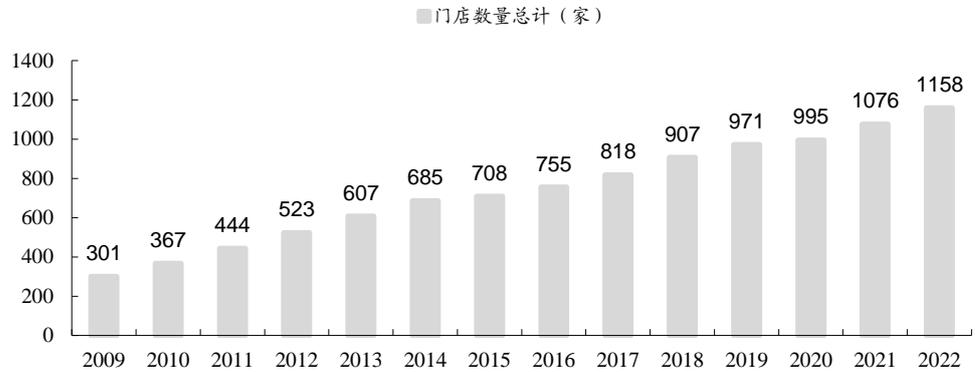
#### 3.3.1. 线下: 大力支持加盟商开店, 下沉战略进一步深化

**初期采取直营模式, 修炼内功。**公司销售模式早年以直营为主, 主要在百货商场中开设品牌旗舰店或专卖店进行终端销售。作为最早一批布局百货渠道的品牌, 潮宏基率先抢占各一二线城市核心商圈, 逐步树立品牌认知。

**调整渠道战略, 加盟拓展下沉市场。**随着城市化推进, 低线城市消费群体扩大且新旧商圈交替变化, 公司适时调整战略加快加盟代理模式渠道布局。2018 年加盟店数

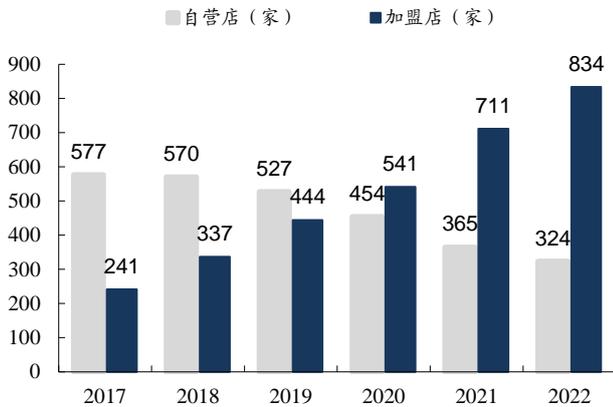
量占比 37%，此后快速扩张，2022 年占比达到 72%，为公司目前主要销售渠道。2022 年公司净增门店 82 家。其中，净增加盟店 123 家，主要以二、三线城市为主，成熟区域可拓展到三、四线城市。未来品牌会进一步深化下沉战略，并加速拓展成长区域的地级市市场。

图30: 2009-2022 年公司门店数量



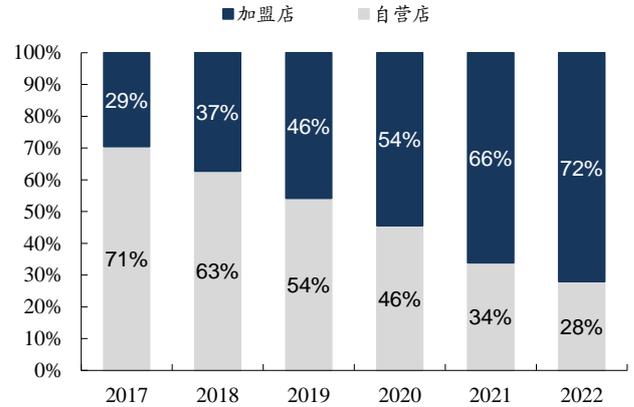
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2017-2022 年公司自营店与加盟店数量



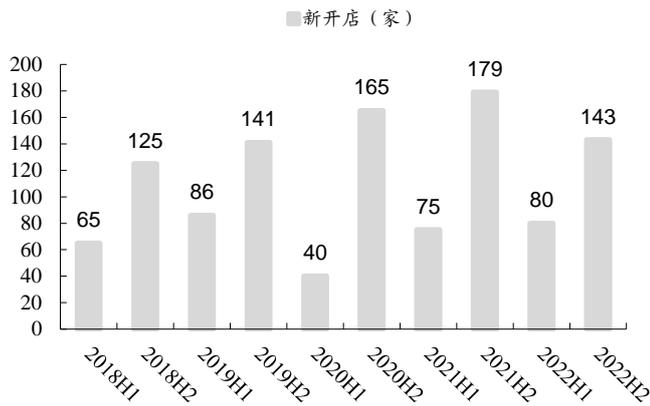
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 2017-2022 年公司加盟模式与自营模式占比



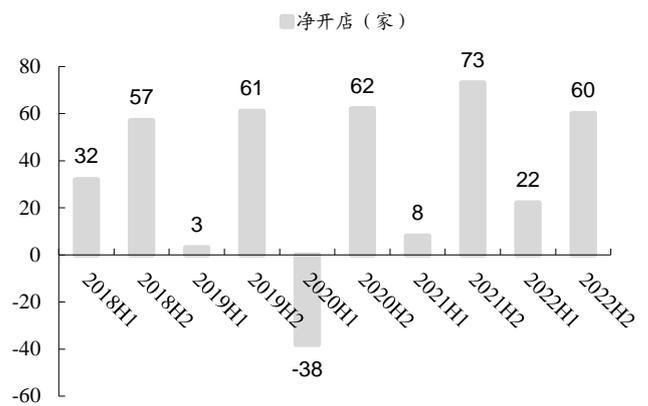
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 2018-2022 年公司新开店数量 (按半年度统计)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

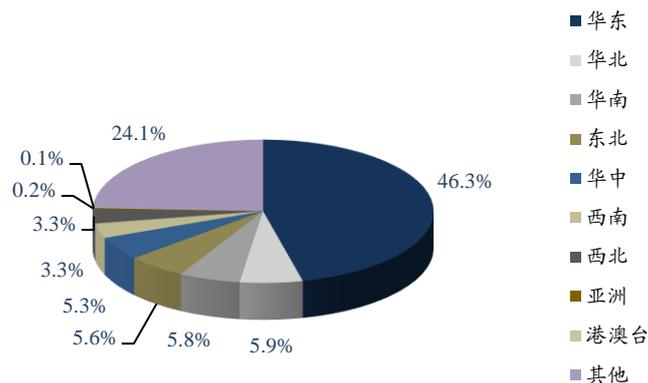
图34: 2018-2022 年公司净开店数量 (按半年度统计)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分区域来看, 华东地区仍为主要销售市场, 线上销售稳定增长。2022 年, 华东地区营业收入为 20.44 亿元, 占比 46%; 东北/华北/华南/华中地区占比均在 5%-6%, 西南/西北地区占比较小。

图35: 2022 年各地区营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3.2. 线上: 公域私域相互配合构建自身流量池, 加紧构建数字化平台网络

会员体系增强客户黏性, 多平台营销转化私域流量。潮宏基采取会员制度, 对会员进行全生命周期管理, 通过积分、优惠券、折扣等方式提高客户留存度。截至 2022 年底, 公司会员人数已累计 1600 万+, 会员重复购买对品牌收入的贡献率为 48%。公司在微信公众号、微博、小红书等平台进行全方位布局, 通过公域曝光吸引增量客户。同时, 公司云店、门店全面对接优化客户体验, 消费者对品牌的信任度不断增加, 复购率也随之提升。公域流量不断转化为私域流量, 潮宏基不断扩大自己的品牌流量池。

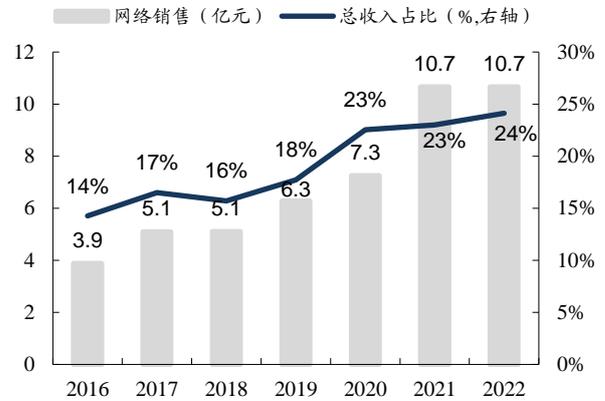
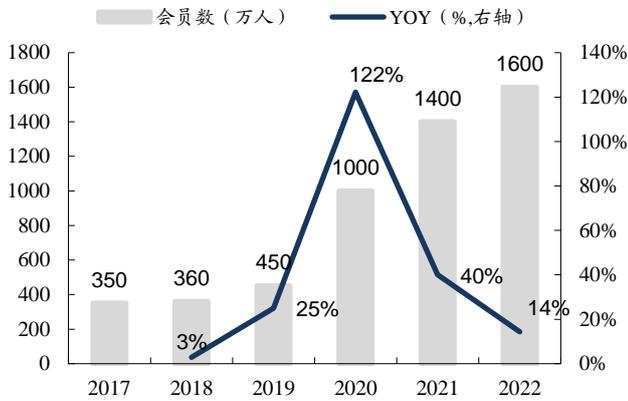
直播销售成为公司线上业绩重点突破口。公司已建立全域直播体系, 在淘宝、抖音、快手等主要平台定时进行日常化直播。除此之外, 品牌还与头部主播、明星合作

开展专场直播。

2022年网络销售收入10.7亿元，占总收入比重达到24%。

图 1: 2017-2022 年公司三大品牌会员人数及增长率

图 2: 2016-2022 年线上销售收入及总收入占比情况

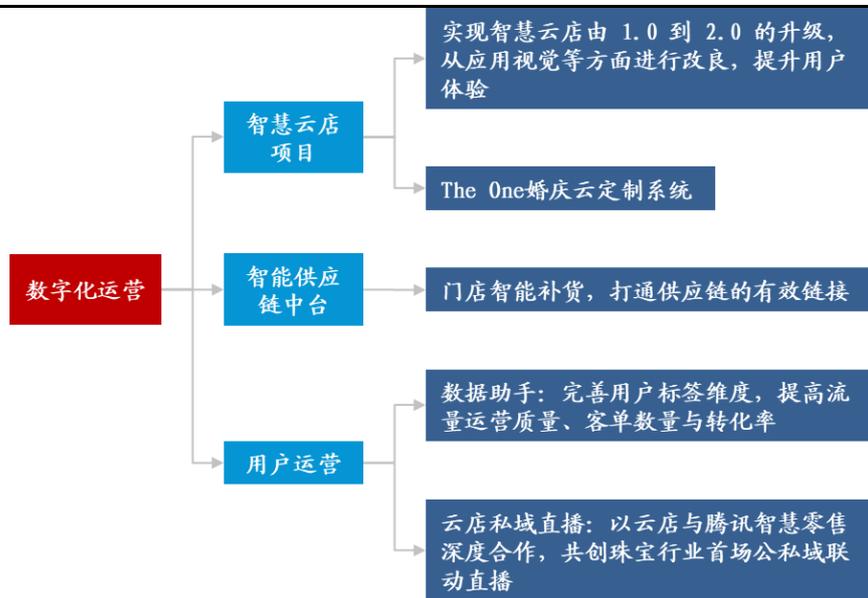


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**加快内部数字化升级，提升运营与销售效率。**作为珠宝企业数字化体系建设的先行者，潮宏基接连开发上线“CHJ 智慧云店 2.0”“智能供应链平台 2.0”“云定制平台 2.0”“潮闻在线 2.0”等数字化应用平台，在私域运营、供应链优化、用户体验、导购培训等方面助力公司运营与销售能力水平的提高，增强品牌市场竞争力，实现业绩的持续增长。

图36: 潮宏基数字化系统



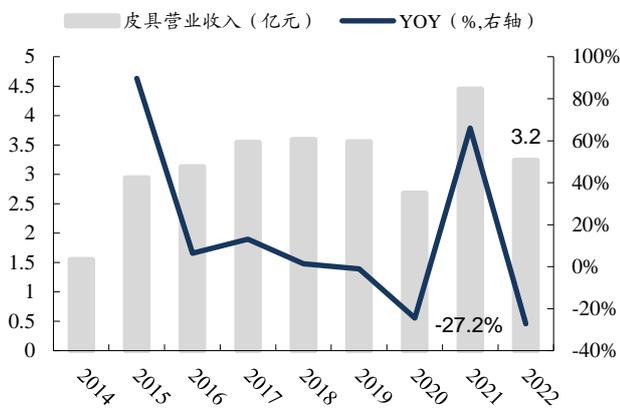
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 女包 FION: 品牌渠道积极调整中，静待业绩恢复

**FION 历史悠久，转型遭遇阵痛期。**1979 年女包品牌 FION 在香港成立，在中国大陆和东南亚地区都有较高的知名度。2014 年潮宏基金全资收购 FION，并着手品牌的年轻化转型。然而当时购物中心迅速崛起，门店均为百货专柜的 FION 急需转变销售渠道。虽然品牌销售收入仍然稳定，但由于投入成本即期回报较低，在 2018-2019 年间潮宏基金计提了商誉减值。

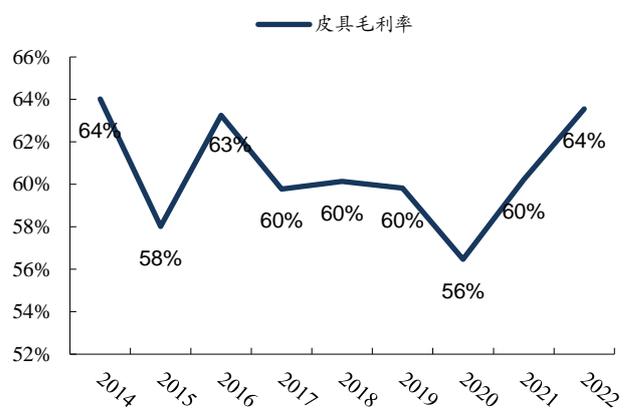
**积极调整品牌和渠道战略，推动 FION 年轻化升级改造。**2018 年后，公司下调目标客群年龄到 25-40 岁，重新定位为时尚年轻轻奢女包品牌，并在产品和渠道方面作了相应调整，品牌盈利水平逐渐回升。2022 年公司皮具产品收入为 3.24 亿元，同比-27.16%，皮具产品毛利率水平 63.55%，同比+3.32pct。

图37：2014-2022 年皮具产品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：2014-2022 年皮具产品毛利率情况



数据来源：VENTI 智慧云店，东吴证券研究所

**现代美学元素打造品牌印记，联名+独创 IP 系列直击年轻客群心理。**在产品设计上，FION 一直坚持元素融合的理念。品牌将“东方意蕴”与“现代美学”相结合，与中外艺术家合作，推出“斗鱼”“油画”“美锦”等系列，同时与艺术家单晓明合作发布原创 IP “小怪兽”系列产品。FION 与全球知名 IP “小黄人”“侏罗纪”等进行联名，让人们看到潮流元素与匠心技艺的奇妙碰撞，独特新奇的设计受到年轻客群的喜爱。未来品牌将持续优化“巧锦”系列款式，让现代东方艺术的品牌印记深入人心。

表3：FION 产品展示图

产品系列	艺术联乘	油画系列	花园系列	小怪兽系列
产品展示				

数据来源：FION 官网，东吴证券研究所

**明星代言矩阵加速品牌推广，主题艺术展实现门店场景化。**2021 年，品牌签约演员乔欣为代言人，在粉丝群体和日常佩戴活动曝光中寻找增量。2022 年，FION 与中外

艺术家合作打造“怪兽生长”新潮艺术展，未来会通过更多的 IP 主题巡展和装置与消费者零距离沟通，树立品牌美誉度，提升产品影响力。

图39：明星乔欣代言图



数据来源：新浪网，东吴证券研究所

图40：FION 新潮艺术展



数据来源：新浪网，东吴证券研究所

**信息化系统优化线下门店运营，线上直播带货拉动业绩增长。**线下方面，公司将门店全部转移到购物中心，并帮助门店改造升级。“FION 智慧云店 2.0”的上线进一步支撑公司多场景、多商品、不同时点的私域营销策略，助力门店复购率的提升。线上方面，品牌抓住直播风口，在天猫、抖音、蘑菇街等搭建多类型直播间，精准匹配目标人群和商品。2021年在抖音两次刷新单场 GMV1000 万+的最高箱包行业直播记录，品类排名第一，女包业务线上销售同比+85%。

## 5. 培育钻石：率先试水培育钻石品牌销售，未来或有望成为公司增量

### 5.1. VENTI：概念珠宝买手集合品牌，试水培育钻石

2003年，“VENTI 梵迪”创立，定位为年轻潮流珠宝品牌，针对细分市场设计售卖创意珠宝产品，目标客群为 20-35 岁时尚个性职业女性。VENTI 初期以买手店的形式运营，通过世界各地的买手团队丰富店内品类。买手团队均在时尚和珠宝领域深耕多年，能够快速察觉市场风向，目前在售产品包括 Versace、Salvini 等国际一线珠宝品牌和顶尖设计师 Noam Carver、Anyallerie、Imogen Belfield 的作品。截至 2022 年末，公司在全国拥有 30 家专营店。

与新锐设计师合作，上线培育钻石新品类。公司目前拥有独立的设计师团队，已推出“简爱”“公主”“高光”等系列产品。随着培育钻石市场的升温，2022 年上半年，品牌在天猫旗舰店上架培育钻石首饰“星芒”“守护”“幸福喷泉”系列共 12 款产品。2023 年 5 月店铺培育钻产品标价在约 2400-9380 元区间，覆盖戒指、耳钉、手链、项

链等品类，主要材质为白金和彩金饰品。

## 5.2. 新品牌专注培育钻赛道，公司未来发展前景可期

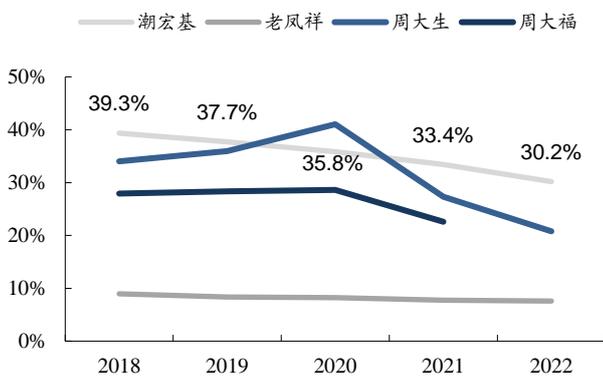
2022 年第 3 季度，公司与力量钻石启动合作项目，共同投资设立生而闪耀科技（深圳）有限公司，主要运营培育钻石珠宝首饰品牌。潮宏基出资 1100 万元，股份占比 55%，力量钻石出资 400 万元，股份占比 20%。新创品牌在品牌定位上将会与 VENTI 有明显差异，未来将有望与 VENTI 形成优势互补。

培育钻石在中国珠宝首饰行业发展空间较大。潮宏基和力量钻石分别为培育钻石上游毛坯生产和下游终端零售的头部企业，此次合作能够贯通力量钻石在供应链上原料方面的支持，同时凭借潮宏基已经积累的管理经验、销售网络和客户资源等优势，在培育钻石首饰领域占领一席之地，给国内培育钻石首饰市场的健康发展注入新的活力。

## 6. 财务分析：费用率不断优化，净利率表现良好

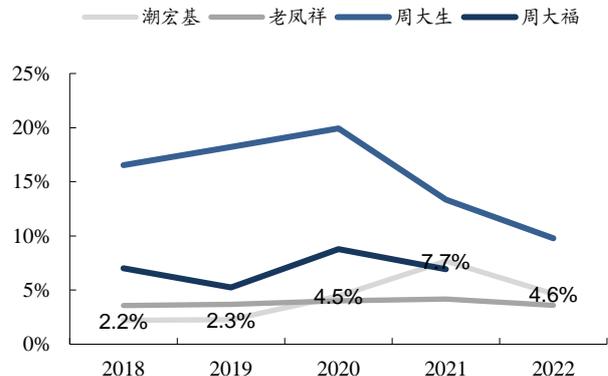
渠道与产品结构调整，毛利率逐年降低。2022 年公司毛利率为 30.18%。2018 年以来公司毛利率下降主要来自于加盟门店占比的提升和克重黄金产品占比的提升。

图41：2018-2022 年潮宏基与同业公司毛利率对比



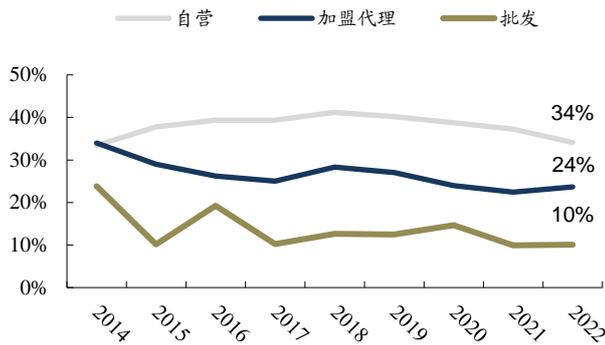
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福 2021 年数据为 FY2022 数据，其他年份类推。

图42：2018-2022 年潮宏基与同业公司净利率对比



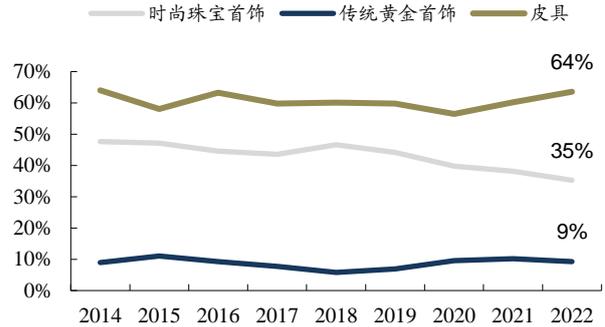
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福 2021 年数据为 FY2022 数据，其他年份类推。

图43: 2014-2022 年公司不同渠道毛利率情况



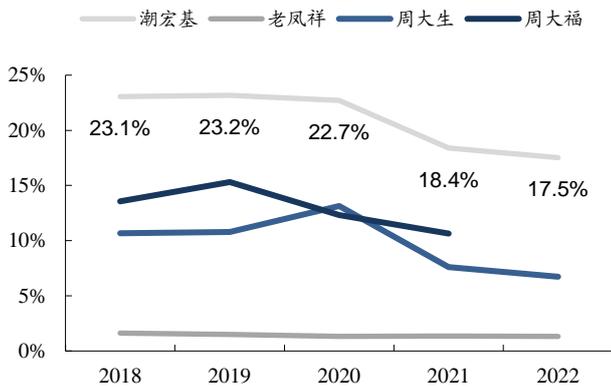
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所;

图44: 2014-2022 年公司不同产品毛利率情况



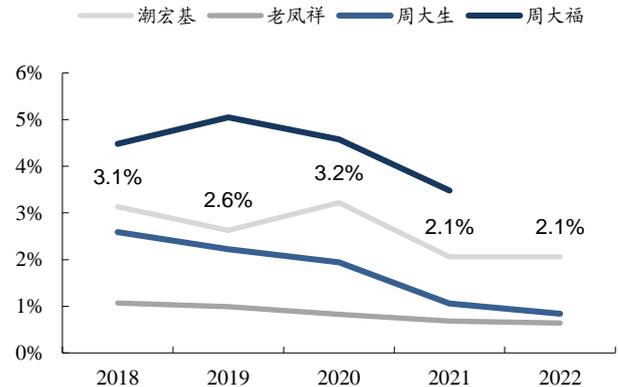
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所;

图45: 2018-2022 年潮宏基与同业公司销售费用率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: 周大福 2021 年数据为 FY2022 数据, 其他年份类推。

图46: 2018-2022 年潮宏基与同业公司管理费用率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: 周大福 2021 年数据为 FY2022 数据, 其他年份类推。

## 7. 盈利预测与投资评级

### 7.1. 盈利预测

我们假设公司 2023-2025 年每年新开加盟门店 250 家, 直营门店维持 2022 年末水平不变。预计 2023-2025 年末, 公司总门店数分别为 1408 家/1658 家/1908 家。

同店方面, 我们假设公司直营门店 2023-2025 年同店增速分别为 22%/8%/5%, 加盟门店收入同比增速为 20%/8%/5%。

我们假设皮具板块收入在 2023-2025 年增速分别为 30%/10%/10%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 57 /68.5/79.5 亿元, 同比增速分别为 29%/20%/16%。

表4: 公司 2023-2025 年盈利预测拆分 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	46.4	44.2	57.0	68.5	79.5
yoy	44.2%	-4.7%	29.0%	20.3%	16.0%
时尚珠宝首饰	27.8	24.8	30.5	35.5	39.7
yoy		-11%	23%	17%	12%
传统黄金首饰	12.8	14.4	20.3	25.7	31.2
yoy		13%	41%	27%	21%
皮具	4.5	3.2	4.2	4.6	5.1
yoy		-27%	30%	10%	10%
其他收入	0.9	1.3	1.9	2.7	3.4

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 7.2. 投资评级

潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌, 拓店空间大, 产品设计年轻时尚, 2023 年以来恢复强劲, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元, 同比增速分别为 101%/25%/18%, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/12/10 倍, 目前可比公司 2023 年平均估值为 15 倍, 公司业绩弹性更高, 增速更快, 可享受更高的估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表5: 行业可比公司估值水平

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600612.SH	老凤祥	333	63.60	17.0	21.4	25.0	20	16	13
002867.SZ	周大生	190	17.30	10.9	14.7	17.6	17	13	11
1929.HK	周大福	1,456	14.56	67.4	83.9	99.3	22	17	15
行业平均							<b>20</b>	<b>15</b>	<b>13</b>
<b>002345.SZ</b>	<b>潮宏基</b>	<b>61</b>	<b>6.91</b>	<b>2.0</b>	<b>4.0</b>	<b>5.0</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>12</b>

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 其中周大福市场数据和归母净利润单位均为港币, 且其 2022 年数据为 FY2023 预测, 其他年份以此类推。数据更新至 2023 年 5 月 29 日。

## 8. 风险提示

**消费市场复苏速度不及预期:** 国内宏观经济下行压力较大, 消费市场回暖速度较慢, 公司收入增速也会随之放慢。

**加盟拓展不及预期:** 公司收入增速与加盟店拓展速度相关, 珠宝首饰行业竞争激烈, 三四线城市下沉市场拓店速度可能不及预期。

**培育钻石品类拓展不及预期：**培育钻石行业仍不成熟，消费市场尚未开发完全。受技术和市场环境的影响，公司新培育钻石业务的品类拓展可能会不及预期。

潮宏基三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,910</b>	<b>4,541</b>	<b>5,185</b>	<b>5,919</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,417</b>	<b>5,697</b>	<b>6,855</b>	<b>7,949</b>
货币资金及交易性金融资产	736	739	646	822	营业成本(含金融类)	3,084	3,943	4,789	5,596
经营性应收款项	282	323	368	391	税金及附加	78	100	120	139
存货	2,665	3,249	3,935	4,459	销售费用	774	957	1,097	1,232
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	120	137	151
其他流动资产	226	231	236	246	研发费用	60	74	86	95
<b>非流动资产</b>	<b>1,644</b>	<b>1,629</b>	<b>1,632</b>	<b>1,636</b>	财务费用	30	35	35	35
长期股权投资	195	195	195	195	加:其他收益	4	4	4	4
固定资产及使用权资产	495	478	478	478	投资净收益	19	23	24	25
在建工程	28	28	28	28	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	29	33	36	39	减值损失	(84)	0	0	0
商誉	725	725	725	725	资产处置收益	12	0	0	0
长期待摊费用	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>496</b>	<b>619</b>	<b>729</b>
其他非流动资产	127	127	127	127	营业外净收支	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5,553</b>	<b>6,170</b>	<b>6,818</b>	<b>7,554</b>	<b>利润总额</b>	<b>252</b>	<b>497</b>	<b>620</b>	<b>731</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,650</b>	<b>1,860</b>	<b>1,999</b>	<b>2,137</b>	减:所得税	47	90	112	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	510	510	510	510	<b>净利润</b>	<b>205</b>	<b>407</b>	<b>508</b>	<b>598</b>
经营性应付款项	144	228	251	278	减:少数股东损益	6	7	9	11
合同负债	101	130	158	185	<b>归属母公司净利润</b>	<b>199</b>	<b>400</b>	<b>499</b>	<b>588</b>
其他流动负债	894	991	1,080	1,164	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.45	0.56	0.66
非流动负债	312	312	312	312	EBIT	330	508	630	739
长期借款	279	279	279	279	EBITDA	445	528	632	741
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.18	30.80	30.13	29.60
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	4.51	7.02	7.28	7.39
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	(4.73)	28.97	20.32	15.96
<b>负债合计</b>	<b>1,962</b>	<b>2,172</b>	<b>2,311</b>	<b>2,449</b>	归母净利润增长率(%)	(43.22)	100.84	24.77	17.76
归属母公司股东权益	3,542	3,942	4,441	5,029					
少数股东权益	49	56	66	76					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,592</b>	<b>3,999</b>	<b>4,507</b>	<b>5,105</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,553</b>	<b>6,170</b>	<b>6,818</b>	<b>7,554</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	414	19	(78)	189	每股净资产(元)	3.99	4.44	5.00	5.66
投资活动现金流	(79)	19	20	22	最新发行在外股份(百万股)	889	889	889	889
筹资活动现金流	(253)	(35)	(35)	(35)	ROIC(%)	6.10	9.01	10.17	10.75
现金净增加额	84	3	(92)	176	ROE-摊薄(%)	5.62	10.14	11.24	11.68
折旧和摊销	115	20	2	2	资产负债率(%)	35.32	35.19	33.89	32.42
资本开支	(62)	(4)	(4)	(4)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.83	15.35	12.30	10.45
营运资本变动	6	(419)	(597)	(419)	P/B(现价)	1.73	1.56	1.38	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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。

## 东吴证券投资评级标准：

### 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 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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.dwzq.com.cn>