



仅供机构投资者使用

证券研究报告 | 公司深度研究报告

产品为体，渠道为翼，驱动业绩增长

——潮宏基（002345.SZ）深度报告

华西商社团队

证券分析师：许光辉

SAC NO:S1120523020002

王璐

SAC NO:S1120523040001


2023年6月14日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心逻辑:

- ◆ **我国珠宝行业进入新一轮景气周期，集中度有望持续提升。**据中宝协数据，2022年我国珠宝行业市场规模约7190亿元，其中黄金和钻石饰品消费贡献近7成：1）黄金饰品市场规模约4100亿元，金价波动主导短期需求，产品创新驱动中期需求高景气；2）钻石饰品市场规模约820亿元，短期婚庆需求回补支撑增长，中长期渗透率与客单价提升空间大。从竞争上来看，我国珠宝行业短中期仍处于渠道驱动阶段，随着龙头品牌加速扩张，行业集中度有望持续提升。
- ◆ **公司定位时尚年轻，珠宝女包双轮驱动。**公司成立于1996年，主要产品为珠宝首饰（包括K金、镶嵌、足金、培育钻等产品）和时尚女包，旗下有“CHJ 潮宏基”“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌，截至2022年末共有1158家珠宝门店。分产品结构来看，时尚珠宝首饰为公司主要收入来源，近两年传统黄金首饰占比提升；分销售模式来看，自营收入占比过半，加盟收入贡献不断提升。
- ◆ **产品为体，渠道为翼，驱动业绩增长。**产品端，以时尚设计作为核心能力，不断深化产品差异化和品牌年轻时尚定位；渠道端，加快加盟店拓展，据公司发布的2023年3月3日投资者关系活动记录表，预计未来三年门店仍有接近翻倍空间，同时数字化建设不断提升门店运营质量。女包业务方面，菲安妮近年来持续进行品牌年轻化及渠道转型，业绩有望重回增长。从财务表现来看，在净利率和周转率双重驱动下，未来公司ROE有望进一步提升。
- ◆ **投资建议：**我们预计2023-2025年公司营收分别为57.34/70.60/85.08亿元，归母净利润分别为4.30/5.26/6.63亿元，对应EPS分别为0.48/0.59/0.75元，当前股价（2023年6月14日/7.69元）对应PE分别为16/13/10倍，低于行业平均水平，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**消费市场恢复不及预期、加盟拓展不及预期、商誉减值风险。

目录

- 
- 01 珠宝行业：进入新一轮景气周期，集中度有望持续提升
 - 02 潮宏基：定位时尚年轻，珠宝女包双轮驱动
 - 03 未来看点：产品为体，渠道为翼，驱动业绩增长
 - 04 财务分析：净利率+周转率双重驱动，ROE有望提升
 - 05 盈利预测与投资建议
 - 06 风险提示



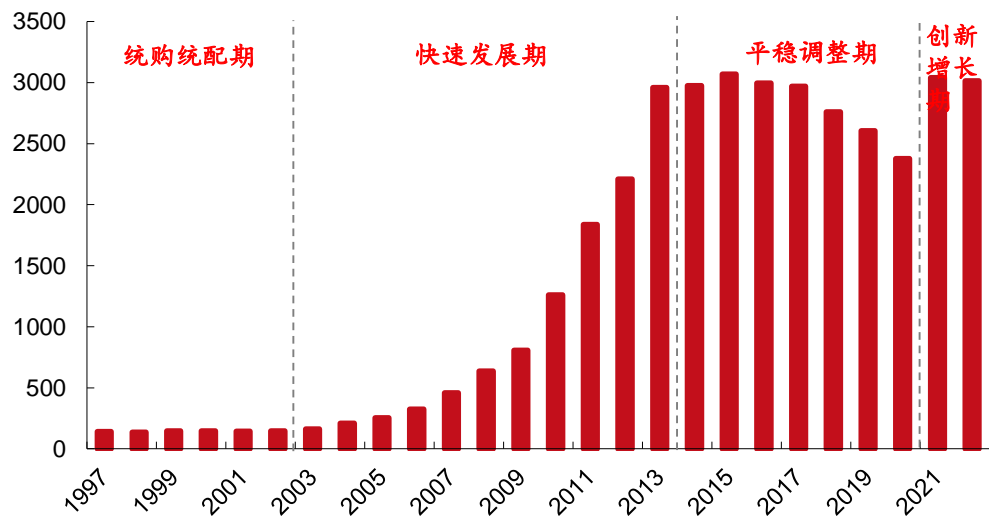
01

珠宝行业：
进入新一轮景气周期，集中度有望持续提升

1.1 我国珠宝行业进入新一轮景气周期

- ◆ 自1982年放开黄金饰品市场以来，国内珠宝行业的发展可大致划分为四个阶段：
 - ✓ **统购统配期（1982-2002年）**：国家对金银实行统一管理、统购统配的政策；20世纪90年代，卡地亚、蒂芙尼、周生生、周大福等国际与港资品牌进入内地市场，潮宏基、周大生等内地品牌也陆续诞生。
 - ✓ **快速发展期（2003-2013年）**：2002年10月，上海黄金交易所正式运行；我国正式取消了黄金生产、加工、流通等环节的审批制，金银等贵金属及其制品市场全面开放，叠加金价不断上涨，行业进入快速发展通道，市场规模不断扩大，据国家统计局数据，限上企业金银珠宝零售额CAGR+34%。
 - ✓ **平稳调整期（2014-2020年）**：金价进入下行周期，叠加我国结婚登记对数逐年下降，行业景气水平有所回落，据国家统计局数据，限上企业金银珠宝零售额CAGR-4%。
 - ✓ **创新增长期（2021年至今）**：黄金珠宝工艺创新带动产品升级，送礼、悦己等非婚庆需求崛起，行业迈入新一轮景气周期。

1997-2022年我国限上企业金银珠宝零售额（亿元）

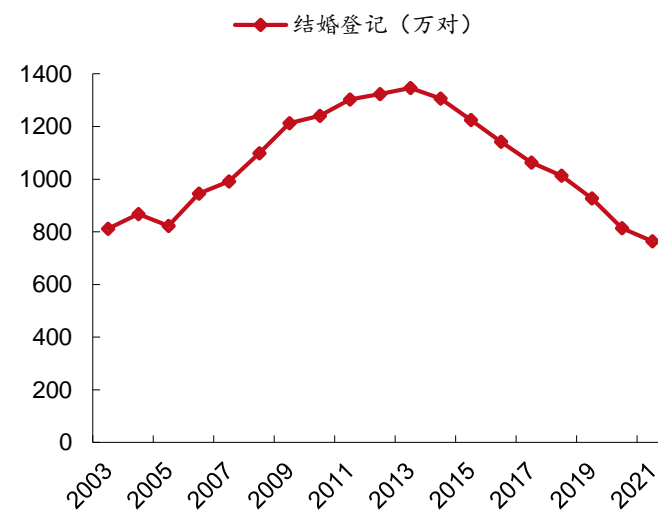


资料来源：国家统计局，百度百科，周大生招股书，wind，华西证券研究所

2002年以来上金所黄金现货价格（元/克）



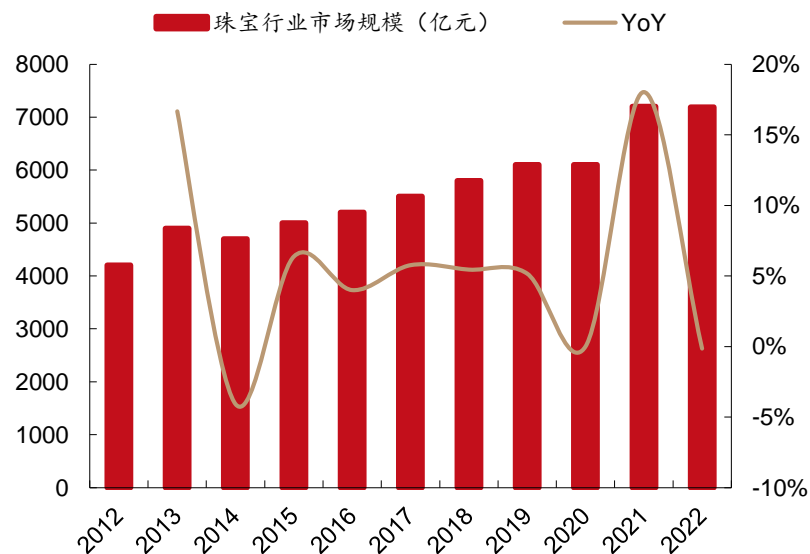
我国每年结婚登记对数



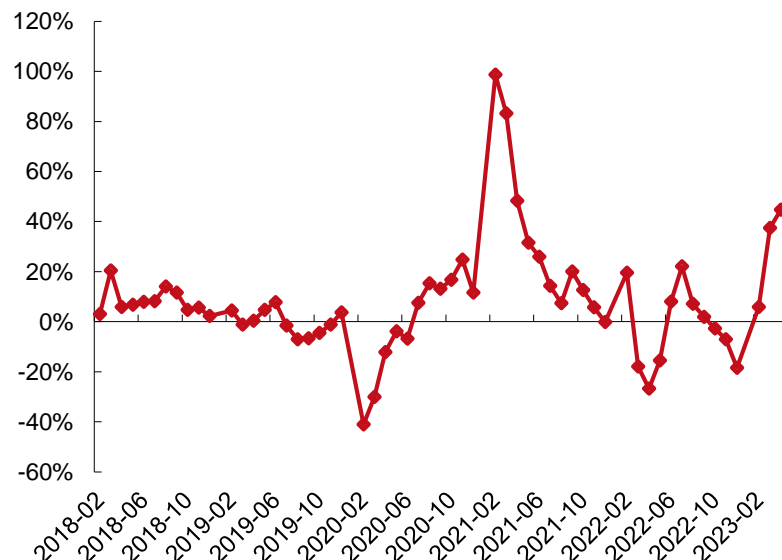
1.1 我国珠宝行业进入新一轮景气周期

- ◆ **我国珠宝行业市场规模超7000亿，疫后增长领跑可选消费：**据中宝协数据，2022年我国珠宝零售额约7190亿元/-0.1%；据国家统计局数据，2022年我国限上企业珠宝零售额3014亿元/-1.1%；总体而言，2022年受疫情影响我国珠宝行业总体承压，零售总额略有下降。2023年以来，在金价持续上涨+疫后婚庆需求恢复+工艺创新下非婚需求崛起三重因素驱动下，珠宝消费表现强劲；据国家统计局数据，1-4月份限上企业珠宝零售额同比+18.5%，领跑可选消费。
- ◆ **长期来看，我国珠宝行业天花板仍较高：**据前瞻研究院数据，2020年我国人均珠宝消费额仅为美国的1/3左右，随着我国经济不断发展、居民消费水平不断提高，我国珠宝市场有望进一步扩容。
- ◆ **分品类来看，黄金产品消费贡献过半：**据中宝协数据，2022年我国黄金/钻石/玉石/彩色宝石/珍珠/铂金及白银/流行饰品及其他品类产品市场规模分别约为4100/820/1470/280/240/90/190亿元，占比分别为57%/11%/20%/4%/3%/1%/3%。

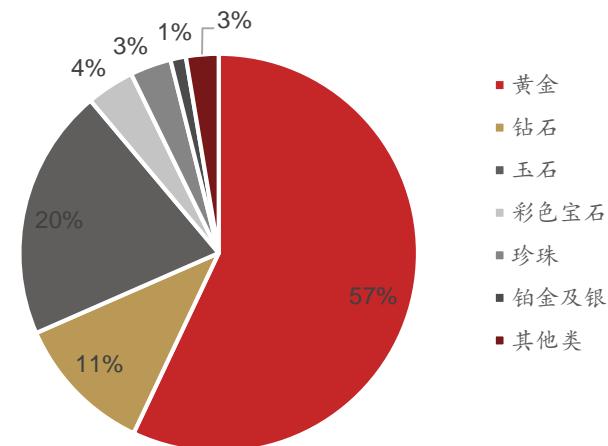
2012-2022年我国珠宝行业市场规模



我国限上企业金银珠宝零售额当月同比



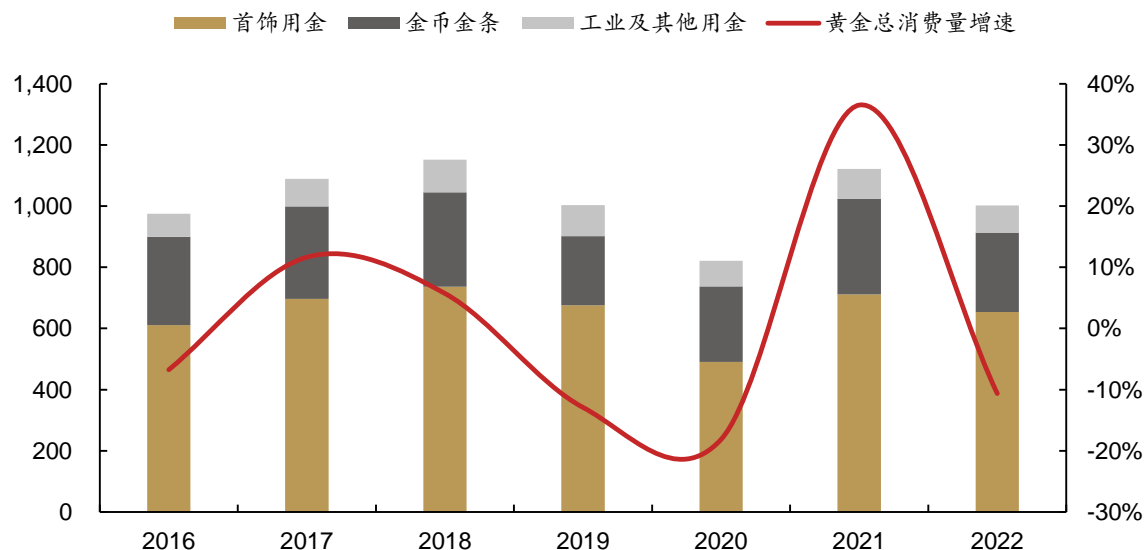
2022年我国珠宝行业细分品类零售额占比



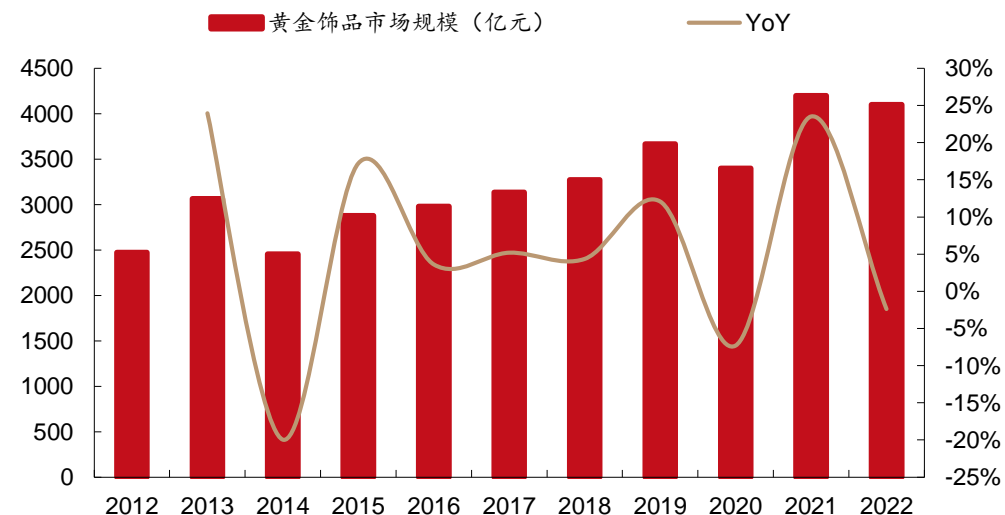
1.1.1 黄金饰品：金价波动主导短期需求，产品创新驱动中期高景气

- ◆ **我国黄金饰品市场规模稳中有升，过去十年CAGR+5%。**黄金的需求主要包括首饰需求、投资需求、工业及其他需求，据中国黄金协会数据，2022年我国黄金首饰用金654吨、金币金条259吨，合计占黄金总消费量的91%；据中宝协数据，我国黄金饰品市场规模从2012年的2473亿元增长至2022年的4100亿元，CAGR+5%。
- ◆ **金价波动主导短期黄金饰品需求。**黄金由于具有一定的货币职能（仍是除美元外各国家重要的外汇储备资产）和内在价值，被广泛当做避险保值与投资工具，兼具投资和消费双重属性，因此黄金饰品需求也会受到金价波动的影响，当金价短期波动与长期变动预期相偏离时，投资需求将与金价短期趋势反向变动。
- ✓ 今年以来金价整体呈持续上涨趋势，上金所黄金现货收盘价于5月中上旬突破450元/克，叠加当前不确定性较强的市场环境，驱动黄金饰品消费量价齐升。

2016-2022年我国黄金消费结构（吨）



2012-2022年我国黄金饰品市场规模及增速



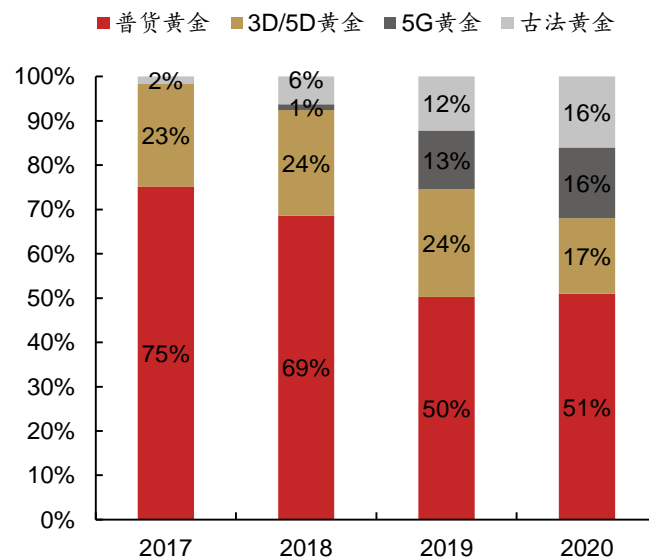
1.1.1 黄金饰品：金价波动主导短期需求，产品创新驱动中期高景气

- ◆ **中期来看，产品创新驱动黄金饰品需求持续高景气。**2015年之前，消费者更看重黄金饰品的材质，对款式、工艺以及文化内涵相对忽视，黄金饰品市场中普通金饰占比超90%。近年来，随着市场需求的转型升级以及千禧一代消费群体的崛起，终端市场的黄金饰品结构发生了明显变化，3D/5D硬金、5G黄金、古法黄金等品类因硬度高、韧性好、成色足、时尚感强等特点持续受到消费者的关注；据中宝协数据，普货黄金饰品占比从2017年的75%下降至2020年的51%，古法金饰品占比从2017年的2%快速提升至2020年的16%。**我们认为，在产品升级、传统文化复兴的带动下，具有中国传统元素、文化附加值高、个性化特征明显的产品系列将迎来进一步发展，市占率有望进一步提高。**
- ✓ **价：提升客单价和毛利率。**普货黄金饰品因质地较软、同质化严重，附加值较低（加工费较低）；而新工艺黄金饰品因设计感、时尚感强多以一口价或更高的加工费定价。
- ✓ **量：拓宽消费场景。**产品创新也为非婚需求的崛起提供了有力支撑，自戴、赠礼成为越来越重要的珠宝首饰消费场景。

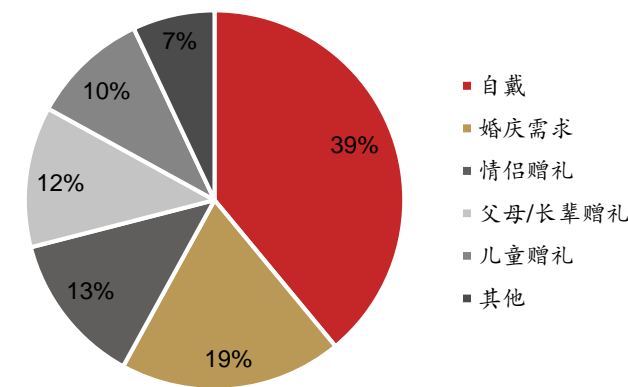
不同工艺黄金饰品的产品特点、主要消费群体差别

品类	工艺	特点	主要消费群体
普通足金	基础工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛，整体年龄偏高
3D硬金	电铸工艺	硬度高，不易变形，具有高耐磨性，极具立体感，但较脆易断裂	以年轻时尚消费人群为主
5D硬金	无氰电铸工艺	相较于3D硬金，更轻、更硬更韧、更亮、更环保	以年轻时尚消费人群为主
5G黄金	精密车磨打工艺	韧性好、不易断裂，质量轻、硬度高，质感足、色泽亮，集纯度硬度质感于一体	以年轻时尚消费人群为主
古法黄金	古法铸金工艺	古色古香，整体呈现哑光质感，没有接头和焊点；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单较高，主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群

2017-2020年不同工艺黄金饰品销售额占比



不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献

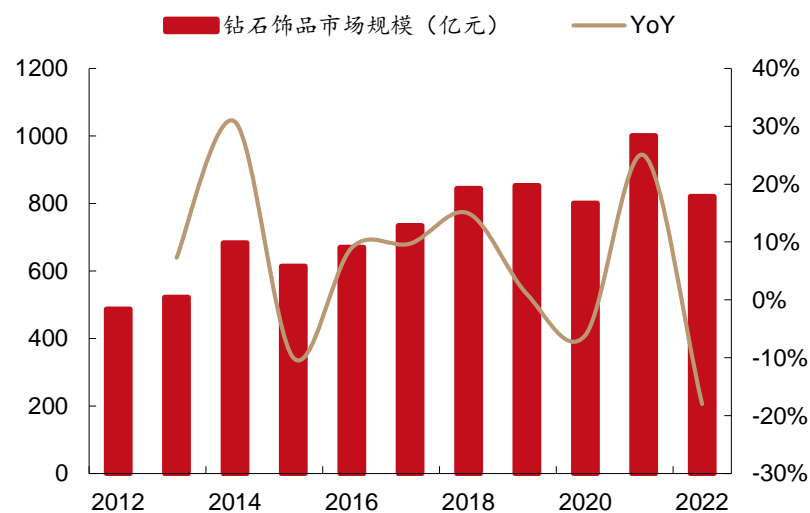


*数据收集于2022年7月末。零售收入包括黄金、钻石、铂金和其他珠宝产品的销售额。

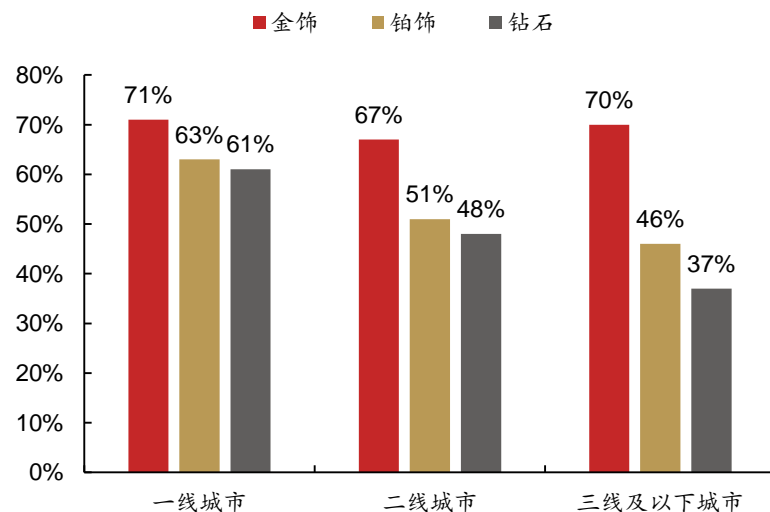
1.1.2 钻石饰品：短期婚庆需求回补，中长期渗透率与客单价提升空间大

- ◆ **短期婚庆需求回补支撑增长，中长期渗透率与客单价提升空间大。**据中宝协数据，2022年我国钻石饰品市场规模约820亿元/-18.0%，主要系疫情导致婚礼普遍推迟，预计今年在婚庆需求回补的支撑下钻石饰品有望重回增长。中长期来看，我国钻石饰品渗透率（尤其是下沉市场）、客单价仍有较大提升空间；据前瞻产业研究院援引的世界珠宝协会数据，我国钻石饰品一线/二线/三线及以下城市渗透率分别约61%/48%/37%，低于黄金和铂金饰品渗透率；据界面新闻援引的De Beers数据，2018年我国新娘钻戒主钻平均大小仅0.19克拉、钻戒均价约900美元，远低于美国和日本。
- ◆ **培育钻尚处于消费者教育的早期阶段，长期有望与天然钻形成错位发展格局。**培育钻与天然钻具有相同的化学和物理性质，在钻石饰品持续渗透与天然钻减产造成的供需差距日渐增大的情况下，培育钻石市场增长潜力巨大；但目前消费者对于培育钻领域的认知仍处于模糊阶段，使得行业爆发缺乏一定的基础。从与天然钻的竞争来看，我们认为，培育钻不具备保值属性、感情属性也较弱，因此对婚恋钻石市场影响有限；但培育钻价格较低，有望助力非婚恋钻石市场渗透率快速提升，从而形成与天然钻错位发展的格局。

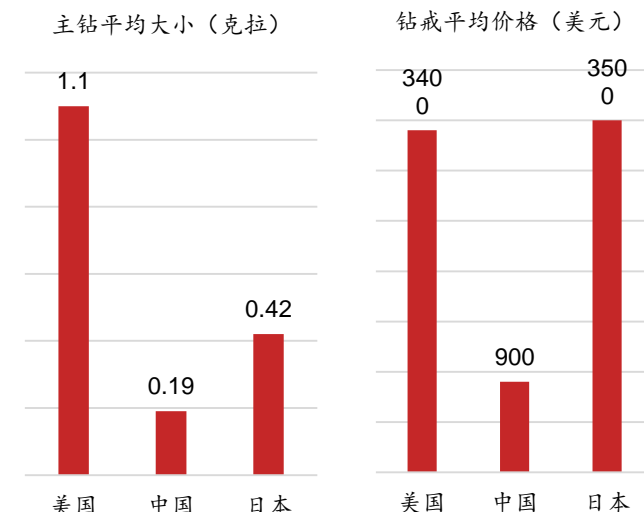
2012-2022年我国钻石饰品市场规模及增速



各线城市不同珠宝品类的渗透率



中日美三国新娘钻戒大小及价格对比



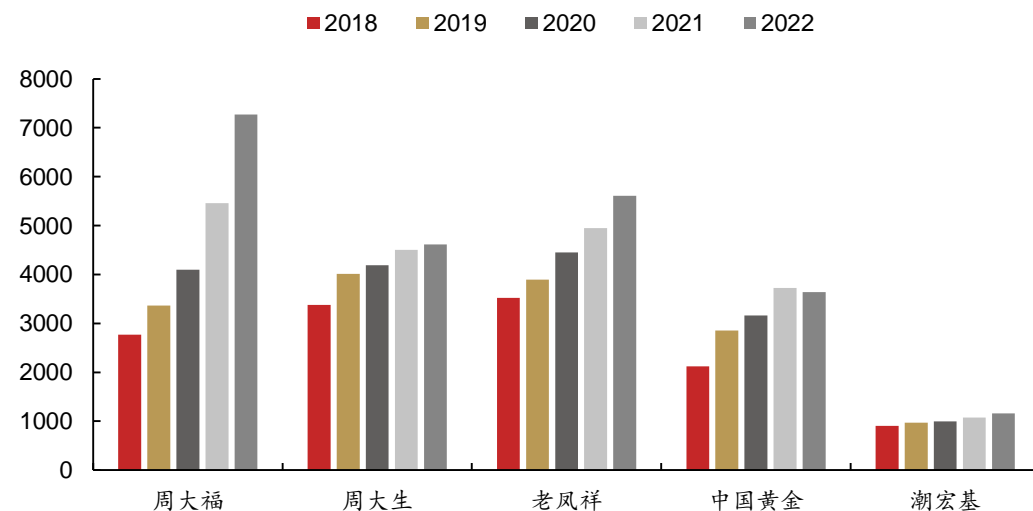
1.2 我国珠宝行业短中期仍处于渠道驱动阶段，行业集中度有望持续提升

- ◆ **我国珠宝行业集中度仍有较大提升空间。**目前我国珠宝市场竞争层次较为分明，高端市场主要被卡地亚、蒂芙尼、宝格丽等国际大牌占领，品牌护城河较深；而以周大福、周大生、老凤祥等为代表的港资与内地品牌基本定位大众消费群体，品牌区隔尚不明显。近年来，我国珠宝行业集中度不断提升，但仍处于较低水平，据前瞻产业研究院援引的欧睿数据，我国珠宝行业CR10从2016年的不足20%提升至2021年的将近30%。
- ◆ **大众珠宝市场短中期仍处于渠道驱动阶段。**一方面，目前绝大部分珠宝品牌设计、产品同质化严重，产品力、品牌力感知程度不强；另一方面，珠宝产品由于货值高、重体验等因素较为依赖线下渠道，因此现阶段大众珠宝品牌进行市场渗透的方式更多是加大渠道布局、尽可能地触及消费者，以门店数量换取市场空间。
- ◆ **龙头品牌逆势扩张，市占率有望不断提升。**疫情加速了中小珠宝品牌（尤其是单体品牌）的翻牌出清，而龙头品牌逆势扩张，FY2021-FY2023，周大福珠宝中国内地门店净增3905家，2020-2022年，老凤祥门店净增1716家。

我国珠宝行业竞争层次



近5年部分珠宝品牌门店数量



*周大福FY2023年末门店对应图中2022年末，以此类推



02

潮宏基：
定位时尚年轻，珠宝女包双轮驱动

2.1 三大品牌协同发展，聚焦珠宝+女包两大主业

- ◆ 公司成立于1996年，主要产品为珠宝首饰（包括K金、镶嵌、足金、培育钻等产品）和时尚女包，旗下有“CHJ 潮宏基”“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌，截至2022年末共有1158家珠宝门店：
- ✓ **CHJ 潮宏基**：源于东方的时尚珠宝品牌，成立于1997年，是公司的主力品牌，目标客群为都市独立时尚女性；
- ✓ **VENTI 梵迪**：成立于2003年，以买手制为核心的珠宝买手集合店，并于2022H2上线培育钻石新品类；
- ✓ **FION 菲安妮**：1979年创立于中国香港，2014年被公司全资收购，定位时尚年轻轻奢女包品牌，产品单价在400-1200元不等。

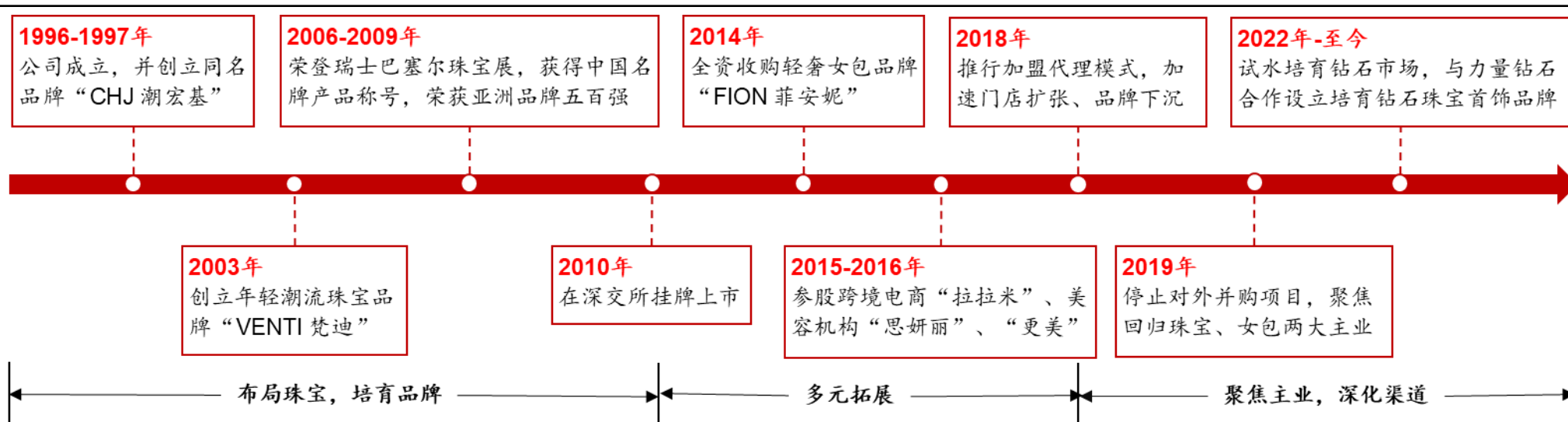
公司三大品牌概览

	CHJ 潮宏基	VENTI 梵迪	FION 菲安妮
成立/收购时间	1997年	2003年	2014年（全资收购）
品牌定位	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，品牌目标客群为注重寻求展现独特自我和生活态度表现的都市独立时尚女性	以买手制为核心的珠宝买手集合店，主张“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	1979年诞生于中国香港，年轻化的时尚轻奢女包品牌
核心产品	包括时尚系列、婚庆系列、童趣系列、高订系列四大系列	太阳神、小糖冰、星际等品牌系列，还包括圆梦舞曲、幻梦等培育钻系列	包括艺术联乘、油画系列、花园系列、小怪兽系列等
产品示例			

2.1 三大品牌协同发展，聚焦珠宝+女包两大主业

- ◆ 回顾公司二十余年的发展历程，大致可分为以下三个阶段：
- ✓ **1996-2010年：布局珠宝市场，注重品牌培育。**公司于1997年和2003年相继推出珠宝品牌“CHJ 潮宏基”和“VENTI 梵迪”，并于2007年获得中国名牌产品称号、2009年荣获亚洲品牌五百强，品牌影响力不断提高。2010年，公司成功登陆深交所，成为中国第一家A股上市珠宝企业。
- ✓ **2011-2017年：多元拓展，打造时尚产业集团。**2014年公司斥资近14亿元收购了“FION 菲安妮”100%的股权，并于2015年和2016年相继参股跨境电商“拉拉米”、美容机构“思妍丽”、“更美”，明确了以“中产阶级女性”为核心人群打造轻奢时尚产业集团的战略发展方向。
- ✓ **2018年-至今：聚焦主业，开启加盟扩张。**2018年以来公司不断推进加盟代理，加快门店扩张、品牌下沉；同时停止对外并购项目，聚焦回归珠宝、女包两大主业，并于2022年开始试水培育钻石市场。

公司发展历程



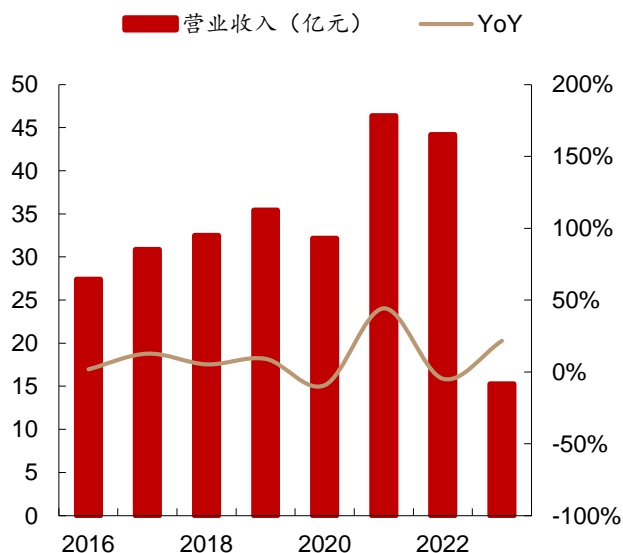
2.2 以时尚珠宝首饰为主，加盟收入贡献不断提升

◆ **疫后需求修复，2023Q1公司业绩强势反弹。**2022年公司实现收入44.17亿元/-4.73%，归母净利润1.99亿元/-43.21%，主要系受到全国各地疫情的影响，以及计提的商誉减值影响；若剔除商誉减值影响，归母净利润2.8亿元/-20.21%。今年以来，终端客流逐渐恢复，黄金珠宝领跑可选消费；2023Q1公司实现收入15.24亿元/+21.59%，归母净利润1.24亿元/+30.11%，创单季度利润新高。

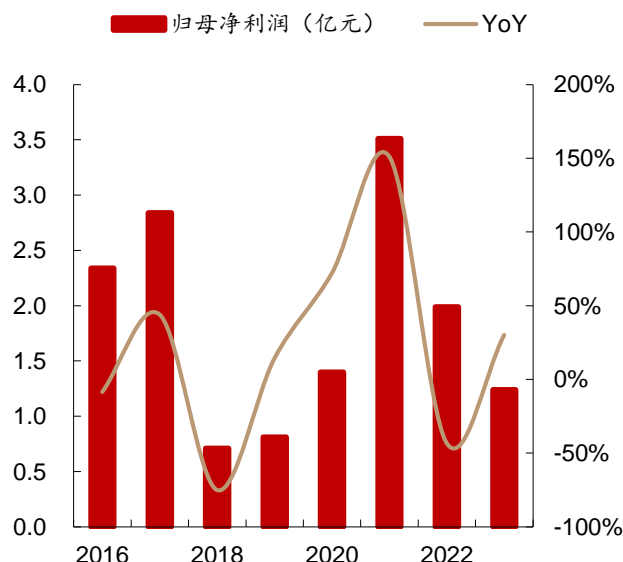
◆ **分产品结构来看，时尚珠宝首饰为公司主要收入来源，近两年传统黄金首饰占比提升。**2022年，公司时尚珠宝首饰/传统黄金首饰/皮具收入占比分别为56%/33%/7%；近两年，时尚珠宝首饰占比有所下降，传统黄金首饰占比有所提升。

◆ **分销售模式来看，自营收入占比过半，加盟收入贡献不断提升。**随着公司大力推进加盟代理模式，加盟收入占比不断提升，从2018年的18%逐年提升至2022年的34%，而自营收入占比则从2018年的81%下降至2022年的64%。

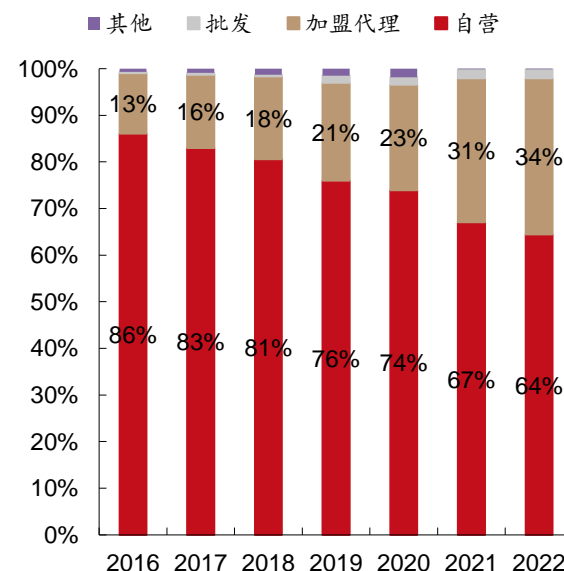
2016-2023Q1公司营收及增速



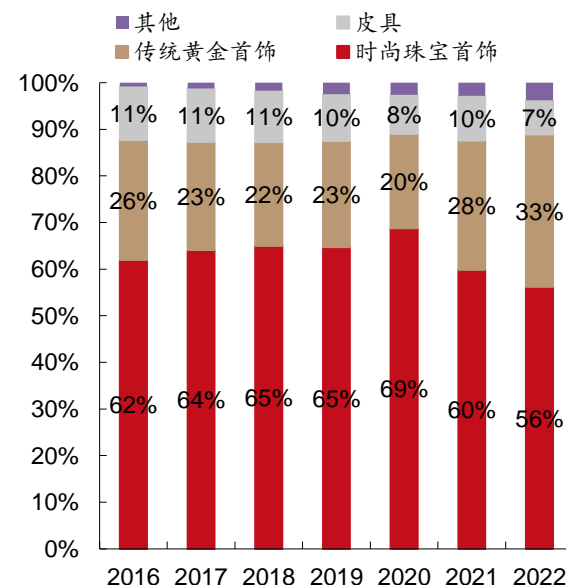
2016-2023Q1公司归母净利润及增速



2016-2022年公司营收结构（分销售模式）



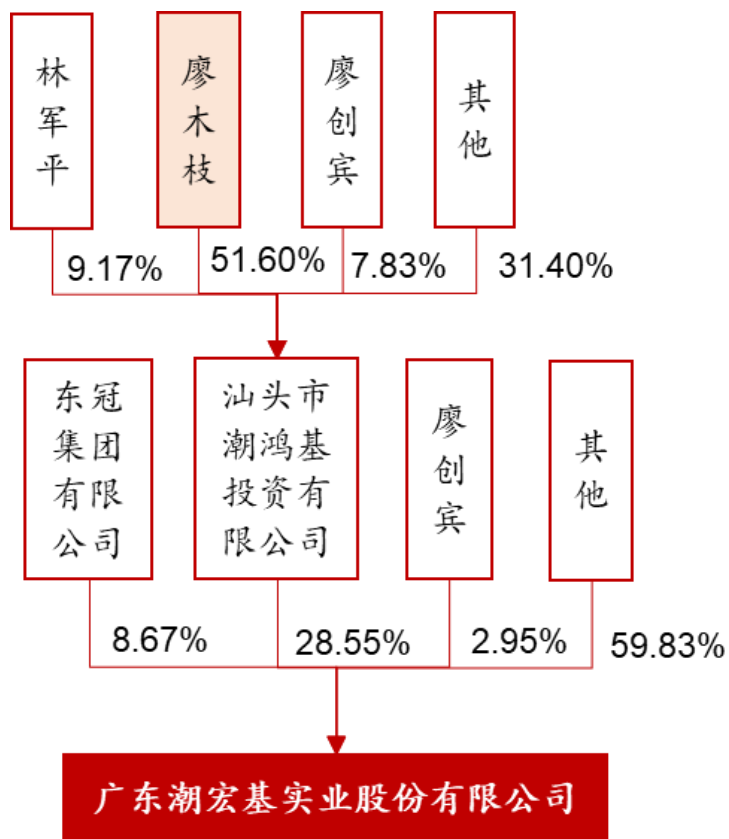
2016-2022年公司营收结构（分产品）



2.3 股权结构及管理层团队稳定

- ◆ **公司股权结构、管理层团队稳定。** 1) 截至2023Q1末，公司第一大股东为潮鸿基投资，持股28.55%，实控人廖木枝与其一致行动人廖创宾、林军平三者共持有潮鸿基投资68.60%的股权。 2) 公司管理层团队稳定，核心高管基本都在公司任职超15年。

公司股权结构（截至2023Q1）



公司核心高管及工作经历

姓名	主要工作经历
廖木枝	1995年至1996年任潮阳市潮鸿基实业有限公司董事长，1996年至2002年任汕头潮鸿基有限公司董事长，2002年至2006年任广东潮鸿基实业有限公司董事长，2006年至2020年5月任公司董事长， 现任汕头市潮鸿基投资有限公司董事长、公司董事。
廖创宾	1995年至1996年任潮阳市潮鸿基实业有限公司总经理，1996年至2002年任汕头潮鸿基有限公司总经理，2002年至2006年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，兼任中国珠宝首饰行业协会副会长。
钟木添	1996年至2002年任汕头潮鸿基有限公司董事，2002年至2006年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。
林军平	1999年至2002年任汕头潮鸿基有限公司行政部经理，2002年至2006年任广东潮鸿基实业有限公司董事及生产总监、生产事业部总经理，2005年任汕头市潮鸿基投资有限公司董事、总经理， 现任汕头市潮鸿基投资有限公司董事、公司董事和副总经理，兼任广东省珠宝行业协会副会长。
徐俊雄	2001年入职广东潮宏基实业股份有限公司， 现任公司董事、副总经理、董事会秘书，兼任生而闪耀科技（深圳）有限公司董事长。
蔡中华	2004年至2006年任广东潮鸿基实业有限公司副总经理， 现任公司董事和副总经理。
林斌生	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	2005年起加入广东潮宏基实业股份有限公司，历任生产事业部财务部经理、公司审计部经理、会计部经理、财务总监助理， 现任公司财务总监。



03

未来看点：
产品为体，渠道为翼，驱动业绩增长

3.1.1 以时尚设计作为核心能力，坚持产品差异化战略

- ◆ **潮宏基定位为来自东方的年轻时尚珠宝品牌**，据公司发布的2022年6月16日投资者关系活动记录表，目前所有会员中，25-40岁客群占到60%。
- ◆ **产品结构：以K金为主导的时尚珠宝首饰为主，足金产品侧重通过工艺和设计提高时尚感和附加值。**公司成立品牌伊始就坚持以质量、工艺取胜的产品差异化战略，核心产品为以k金为主导的时尚珠宝首饰（2006年k金珠宝首饰收入占比超95%），足金首饰定位为辅助类产品。近年来，为迎合消费者对黄金产品的需求，公司在保持18k镶素品类优势的基础上，持续加大黄金产品线研发；在足金产品的开发上，公司更加侧重5G、古法黄金及IP产品这类时尚感较强的产品研发，从而在不影响品牌时尚定位的基础上，实现引流及做大业绩。
- ◆ **重视产品设计和工艺研发，已形成研发能力较强的工艺研发团队和设计师队伍。**产品设计上，公司一是依靠自有设计师团队，二是委托国外设计工作室进行开发，三是与国内高校以及其他跨界设计等合作开发。工艺研发上，公司2009年成立了花丝镶嵌工作室，保护和传承这门古老的珠宝技艺，同时将其创新运用到公司产品设计和生产当中，近几年推出的“善缘”、“匠心花彩”、“花丝糖果”等国潮产品都受到市场的热捧，特别是吸引到一大批的年轻客群。

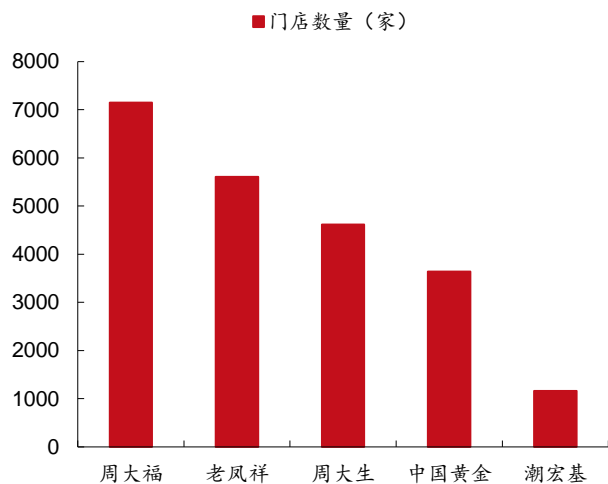
潮宏基四大核心产品系列

产品系列		产品示例		
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			
童趣	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			
高订	蝶舞、丝丝入扣、墨兰、智慧之眼、火凤之心、花丝高定			

3.1.2 加快加盟店拓展，预计未来三年珠宝门店规模CAGR+20%

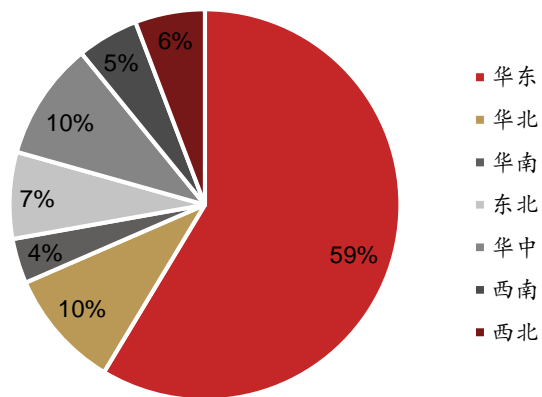
- ◆ **门店基数仍较低，且仍主要集中于华东地区。**截至2022年底，公司共计珠宝门店1158家，门店数量较其他珠宝品牌仍然较低（目前周大福/老凤祥/周大生/中国黄金珠宝门店分别超7000/5000/4000/3000家）；分区域来看，公司门店集中于华东地区，截至2022年底，华东地区门店679家，占比达59%。
- ◆ **加快加盟店拓展，未来三年预计门店仍有接近翻倍空间。**公司早期以直营模式为主，门店扩张速度相对较慢；2018年以来，公司调整渠道拓展策略，以加盟拓展为主，加快市场开拓和渠道下沉，同时优化直营门店，提升单店经营质量。公司加盟门店从2018年的337家增长至2022年的834家，占比从37%提升至72%；直营门店从2018年的570家调整至2022年的324家，占比从63%下降至28%。据公司发布的2023年3月3日投资者关系活动记录表，潮宏基品牌计划在2025年门店规模拓展至2000家，对应未来三年CAGR+20%；且这两年拓展仍以二、三线城市为主，但成熟区域会下沉到三、四线，甚至进一步下沉。

截至2022年底各珠宝品牌门店数量

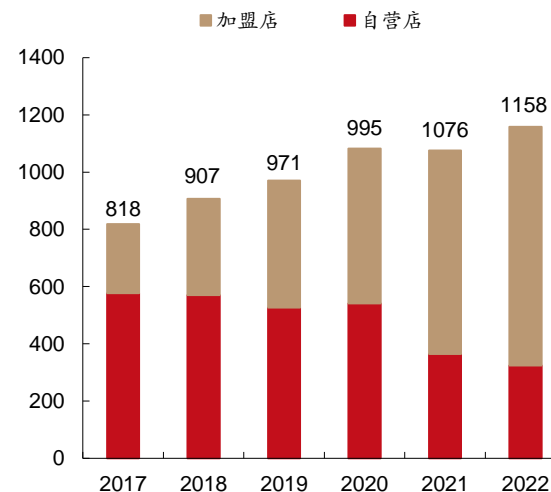


*周大福为截至2023年3月31日门店

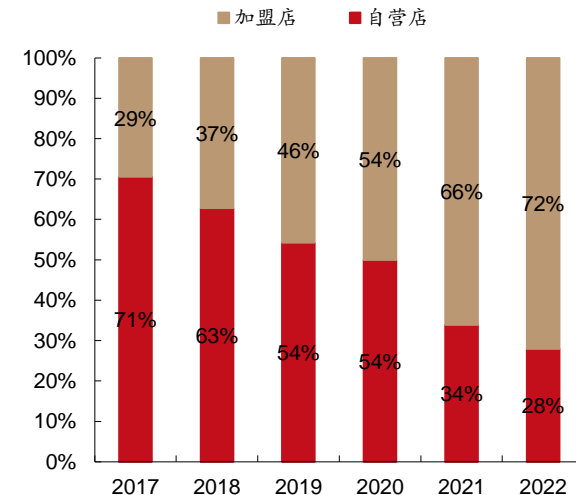
2022年公司珠宝门店的区域分布



2017-2022年公司珠宝门店数量



2017-2022年公司直营和加盟门店结构



3.1.3 持续用户生态系统建设，数字化建设提升门店运营质量

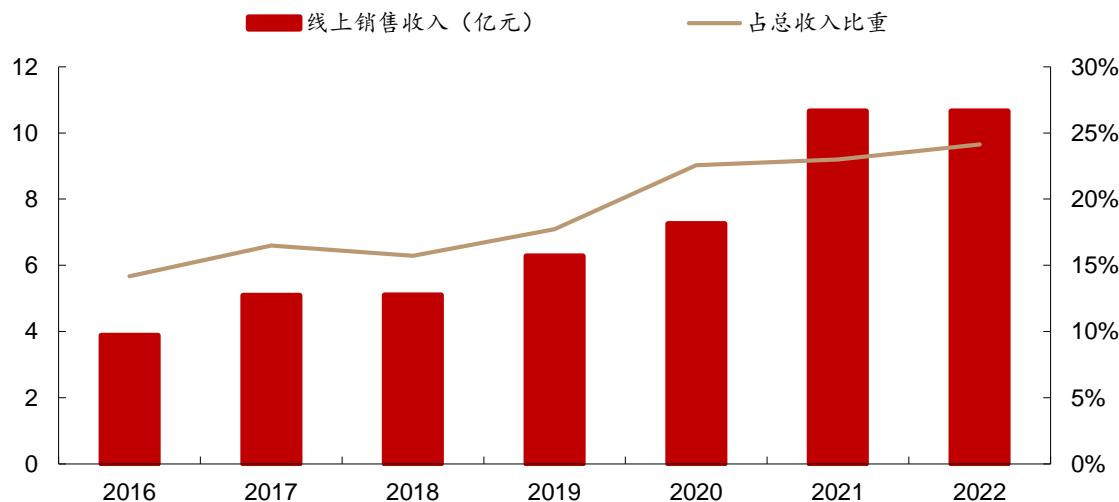
◆ **强化品牌化电商运营能力，线上业务稳定增长。**公司2009年开始建设珠宝电商平台，目前线上渠道通过自建及天猫、京东、唯品会等第三方平台，同时还进驻了抖音、得物、小红书商城等进行全网营销，并不断扩大全域渠道版图。公司线上销售额从2016年的3.9亿元提升至2022年的10.7亿元，占总收入比重从14.2%提升至24.1%。

◆ **智慧云店系统实现线上和线下的互联，助力运营效率和单店业绩提升。**智慧云店在2020年疫情下顺势上线，覆盖所有门店，包括自营和加盟门店，打通线上线下渠道在用户、业务、供应链库存及数据间的共享与联动，实现了全天候全域销售的新零售模式，充分提高用户的全渠道沉浸式体验。

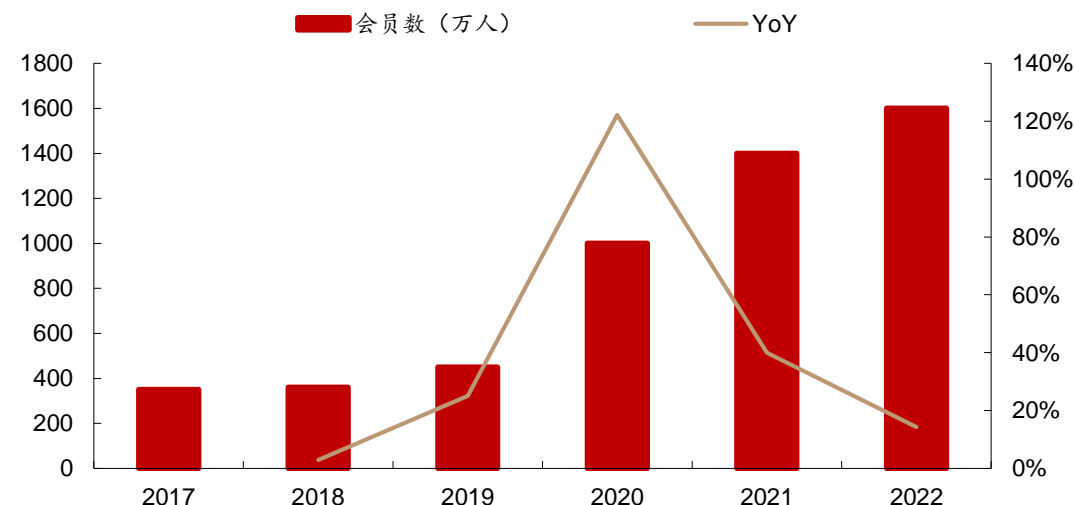
✓ 据公司发布的2021年9月10日投资者关系活动记录表，云店对门店业绩提升的主要表现在：1) 引流。将线上流量引到线下门店，同时通过店员私域营销，激活沉睡会员提高重购率，实现二次转化和销售。2) 打破时间和物理空间。通过云店，员工不仅在上班时实现销售，下班也可以通过云店实现销售；同时从供应链方面来看，云店系统打通所有门店的库存，所有门店和总部的库存实现共享，打开库存的物理空间。3) 云店还在一定程度上促进了管理方式上进行转变，数据化使得在经营过程中能够更加精细且更有目标性地进行管理。

◆ **会员体系增强客户黏性。**公司利用会员体系对品牌会员进行全生命周期管理，提升品牌会员满意度，通过不同客群的分析，实现精准营销以促成复购率的提升。据2022年年报，公司已吸引并聚集了超1600万会员，会员复购贡献收入占总收入比重约48%。

2016-2022年公司线上销售收入及占比



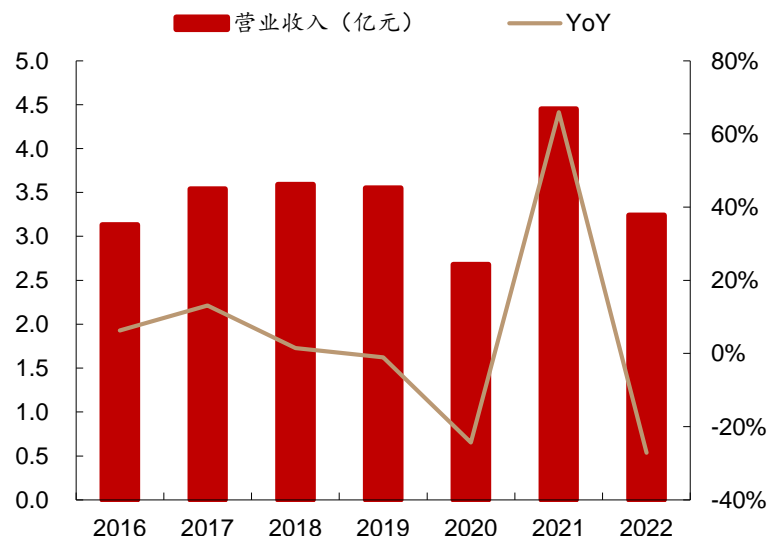
2016-2022年公司会员数量及增速



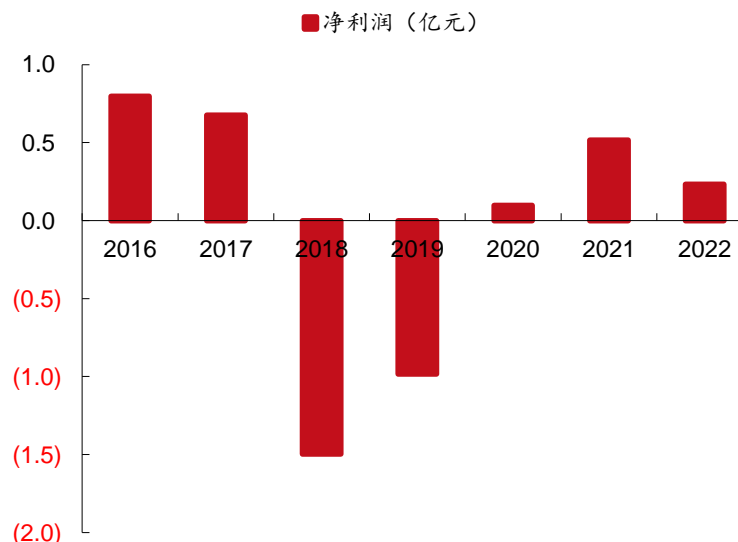
3.2 菲安妮品牌年轻化+渠道转型，业绩有望重回增长

- ◆ **品牌老化+百货零售业态下滑，2018-2019年菲安妮出现亏损。**2014年公司斥资近14亿元全资收购菲安妮，并形成账面商誉11.6亿元。2018-2019年，在品牌老化、百货零售业态下滑影响下，菲安妮分别出现净亏损1.5/1.0亿元，并分别计提商誉减值2.1/1.5亿元。
- ◆ **品牌年轻化+渠道转型，业绩有望重回增长。**近年来，公司一方面通过工艺迭代、材质创新、IP/设计师合作，打造年轻化的产品；另一方面，线下渠道从百货向购物中心转移，同时积极布局唯品会、天猫等线上渠道。调整效果逐步显现，2021年菲安妮销售创历史新高，销售收入达4.5亿元，并实现净利润0.5亿元；但2022年受疫情影响，菲安妮整体业绩不达预期，当年计提了商誉减值0.8亿元。

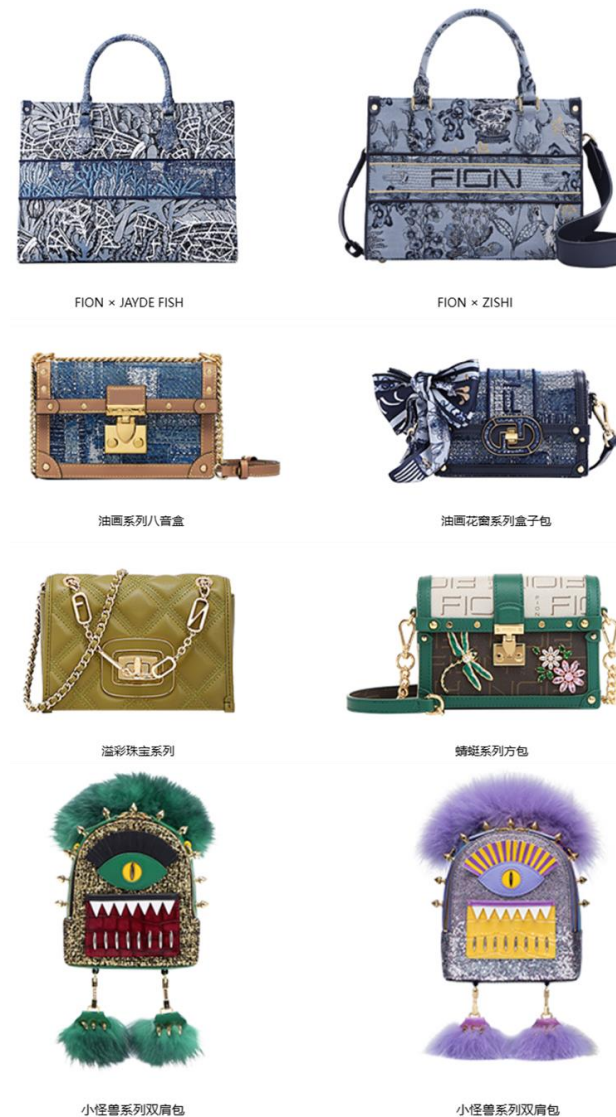
2016-2022年公司皮具分部收入及增速



2016-2022年公司皮具分部净利润



菲安妮产品示例



3.3 双品牌探索培育钻石市场

- ◆ **VENTI**：定位年轻潮流的新锐设计师品牌，产品体现了更张扬个性和更前沿的设计，目标消费群体更看重产品设计、对不同材质的接受度更高；与新锐设计师合作推出了多个培育钻产品系列，包括守护系列、真爱一生系列、简爱系列、公主系列、高光时刻、幸福喷泉等。未来VENTI仍将继续坚持以新锐设计师理念为主导，产品中不仅有培育钻石，天然钻石及其他宝石等仍然保持。目前，天猫旗舰店共销售4款培育钻石产品，产品标价在4880-10530元。
- ◆ **生而闪耀合资公司**：2022H2，公司出资1100万元（股份占比55%）与力量钻石等合作方共同投资设立生而闪耀科技（深圳）有限公司，创建并运营培育钻石珠宝首饰品牌，积极布局培育钻石首饰市场。据2022年年报，公司力争在2023年开出线下品牌形象门店，通过线上线下协同策略，向消费者展示一个全新的培育钻石珠宝品牌。

VENTI天猫旗舰店在售培育钻石产品

天猫618	天猫618	天猫618	天猫618
			
活动预估到手价： ¥6279 当前售价-店铺券 ¥6379-100	活动预估到手价： ¥10430 当前售价-店铺券 ¥10530-100	活动预估到手价： ¥4780 当前售价-店铺券 ¥4880-100	活动预估到手价： ¥5380 当前售价-店铺券 ¥5480-100
¥6379.00	¥10530.00	¥4880.00	¥5480.00
VENTI/梵迪【培育】圆梦舞曲 彩金钻戒 18K白金奢华钻石戒指 订	VENTI/梵迪【培育】幻梦 18K金泡泡钻石项链 彩金镶嵌锁骨链 简	VENTI/梵迪【培育】圆梦派18K金钻石手链 玫瑰金培育钻石手饰女时	VENTI/梵迪【培育】幻梦 18K金钻石耳环 白金镶嵌耳饰 高级设计



04

财务分析：
净利率+周转率双重驱动，ROE有望提升

4.1 净利率+周转率双重驱动，ROE有望提升

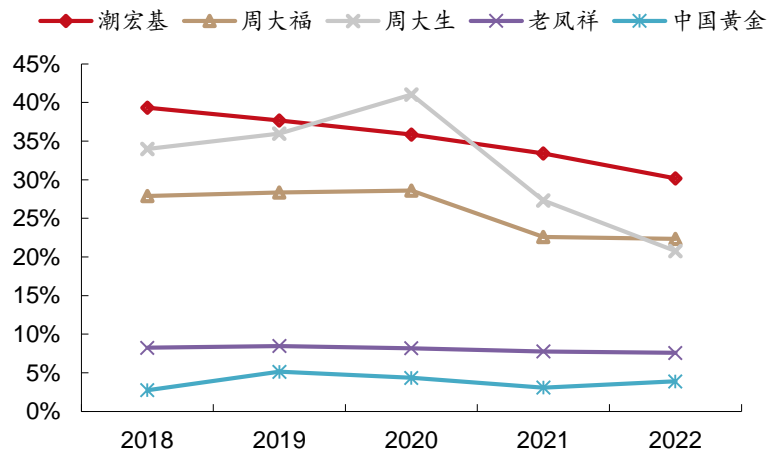
- ◆ **各珠宝品牌因产品结构不同，盈利路径亦有差异。**
K金、镶嵌等产品具有“高毛利、低周转”的特点，足金产品则具有“低毛利、高周转”的特点。横向对比来看，潮宏基以K金为主导的时尚珠宝首饰为主，具有相对更高的毛利率、较低的总资产周转率，ROE受净利率驱动更大。
- ◆ **2018-2021年，潮宏基ROE持续提升：**1) 2018-2020年，ROE的提升主要受净利率驱动，其中，毛利率受传统黄金首饰占比提升以及加盟门店占比提升呈下滑趋势，但费用在加盟门店快速扩张下被摊薄；2) 2021年，ROE大幅提升6.0pcts，受净利率和总资产周转率双重驱动，2021-2022年传统黄金首饰收入占比显著提升，带动存货周转率和总资产周转率提升。
- ◆ **2022年，受疫情影响，潮宏基ROE、净利率和总资产周转率均有所下降。**

杜邦分析：各珠宝企业ROE拆解

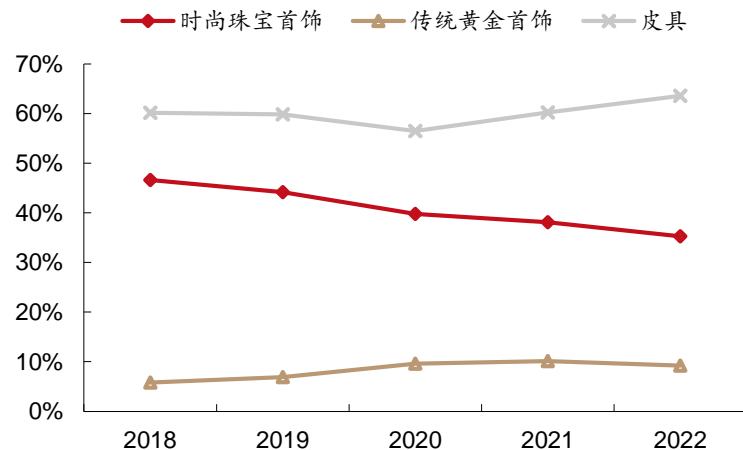
		2018	2019	2020	2021	2022
潮宏基	ROE	2.11%	2.43%	4.09%	10.08%	5.64%
	销售净利率	2.21%	2.27%	4.46%	7.67%	4.64%
	总资产周转率	0.60	0.66	0.61	0.86	0.79
	权益乘数	1.61	1.61	1.54	1.56	1.58
周大福	ROE	12.56%	14.26%	10.16%	21.10%	20.85%
	销售净利率	7.08%	7.01%	5.24%	8.78%	6.93%
	总资产周转率	1.11	1.12	0.89	1.09	1.31
	权益乘数	1.64	1.87	2.23	2.27	2.36
周大生	ROE	22.02%	22.92%	20.07%	21.92%	18.44%
	销售净利率	16.55%	18.23%	19.93%	13.35%	9.78%
	总资产周转率	0.95	0.92	0.81	1.34	1.52
	权益乘数	1.40	1.37	1.25	1.22	1.24
老凤祥	ROE	20.42%	21.32%	21.17%	21.87%	17.60%
	销售净利率	3.57%	3.69%	4.01%	4.17%	3.60%
	总资产周转率	3.03	3.04	2.82	2.81	2.61
	权益乘数	2.45	2.47	2.45	2.44	2.50
中国黄金	ROE	8.90%	10.09%	10.11%	13.52%	11.36%
	销售净利率	0.90%	1.18%	1.49%	1.57%	1.63%
	总资产周转率	5.91	4.84	3.87	5.06	4.16
	权益乘数	1.70	1.77	1.76	1.71	1.68

4.1 净利率+周转率双重驱动，ROE有望提升

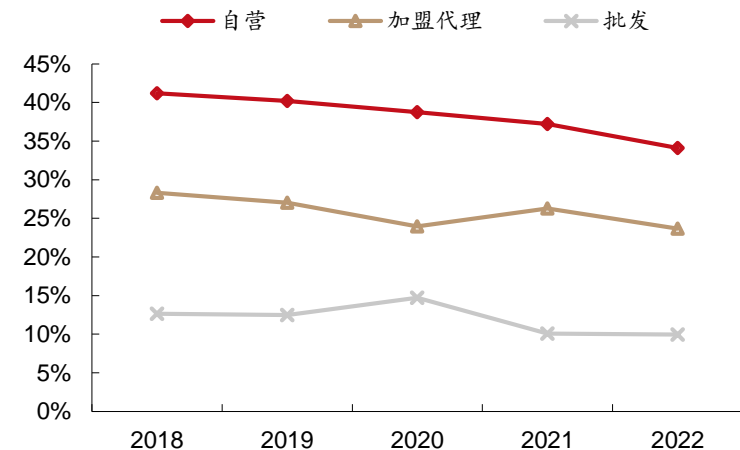
各珠宝企业毛利率对比



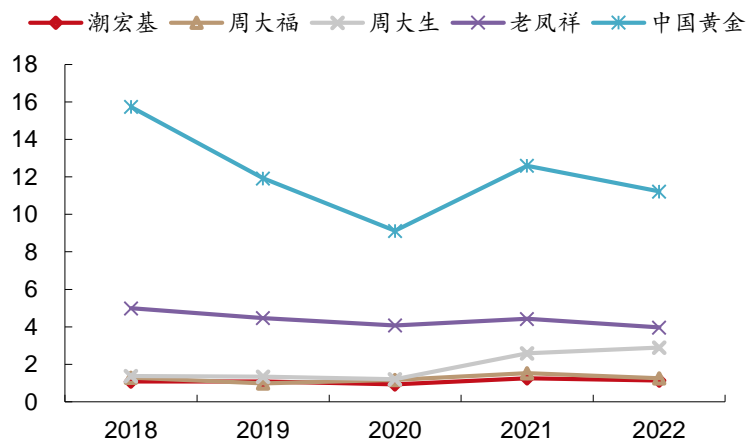
公司不同产品毛利率



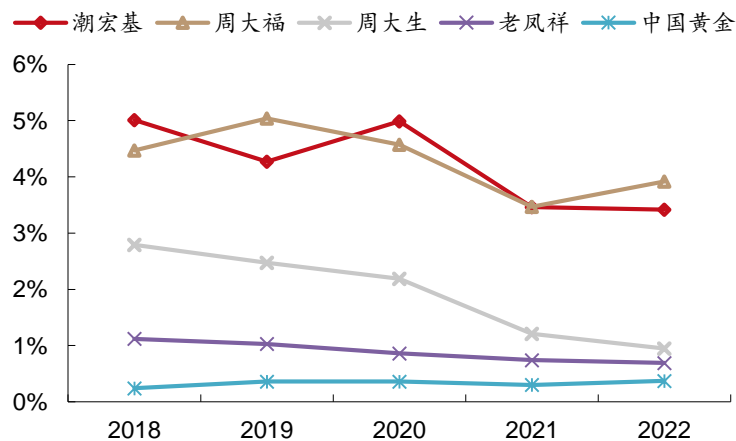
公司不同销售模式毛利率



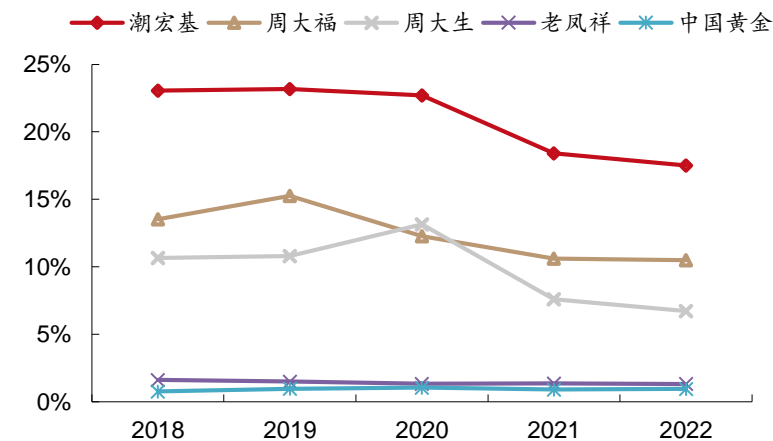
各珠宝企业存货周转率对比



各珠宝企业管理费用率对比



各珠宝企业销售费用率对比





05 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.30/5.26/6.63亿元

◆ 核心假设：

- ✓ **1) 门店：**假设2023-2025年加盟门店净增250/300/300家，自营门店净增-20/0/0家；对应2023-2025年末门店数量分别为1388/1688/1988家；
 - ✓ **2) 店均：**假设2023-2025年自营门店店均同比分别+15%/+10%/+8%，加盟门店店均同比分别+25%/+10%/+8%；
 - ✓ **3) 费用端：**考虑到黄金产品占比和加盟店占比提升，假设2023-2025年毛利率分别为29.16%/28.48%/28.01%；销售费用率分别为16.00%/15.00%/14.20%，管理费用率和研发费用率分别保持2.00%和1.40%的水平。
- ◆ **盈利预测：**综上，预计2023-2025年公司营收分别为57.34/70.60/85.08亿元，归母净利润分别为4.30/5.26/6.63亿元，对应EPS分别为0.48/0.59/0.75元。

公司收入拆分及盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,636	4,417	5,734	7,060	8,508
YoY	44.2%	-4.7%	29.8%	23.1%	20.5%
自营	3,107	2,845	3,349	3,748	4,120
YoY	30.71%	-8.43%	17.71%	11.90%	9.95%
加盟	1,306	1,391	2,284	3,206	4,275
YoY	79.7%	6.5%	64.2%	40.4%	33.3%
批发	88	86	94	99	104
YoY	68.14%	-2.36%	10.00%	5.00%	5.00%
其他	8	6	7	7	8
YoY	-86.24%	-28.26%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.39%	30.18%	29.35%	28.62%	28.15%
销售费用率	18.41%	17.52%	15.80%	15.00%	14.20%
管理费用率	2.06%	2.06%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用率	1.40%	1.35%	1.40%	1.40%	1.40%
归母净利润	351	199	430	526	663
YoY	151.0%	-43.2%	115.8%	22.4%	26.1%

5.2 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- ◆ 选取周大福、周大生、老凤祥、中国黄金、曼卡龙、菜百股份作为可比公司，2023-2025年可比公司平均PE分别为20/16/14倍，根据我们的盈利预测，2023-2025年潮宏基的PE分别为16/13/10倍，低于行业平均水平。公司一方面以时尚设计作为核心能力，不断深化产品差异化和品牌年轻时尚定位；另一方面，加快加盟拓店，数字化建设提升门店运营质量；同时财务端，在净利率和周转率双重驱动下，ROE有望进一步提升。**综上，首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

可比公司相对估值对比

证券代码	公司名称	股价	EPS (元/股)				PE			
		(元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
1929.HK	周大福	13.51	0.54	0.79	0.93	1.05	25	17	15	13
002867.SZ	周大生	17.36	1.00	1.25	1.47	1.69	17	14	12	10
600612.SH	老凤祥	64.29	3.25	4.10	4.78	5.50	20	16	13	12
600916.SH	中国黄金	12.12	0.46	0.61	0.73	0.85	26	20	17	14
300945.SZ	曼卡龙	15.34	0.27	0.42	0.54	0.63	57	37	28	24
605599.SH	菜百股份	11.65	0.59	0.79	0.92	1.05	20	15	13	11
行业平均值								20	16	14
002345.SZ	潮宏基	7.69	0.22	0.48	0.59	0.75	35	16	13	10

*股价和汇率均为2023年6月14日收盘价（1港币=0.91375元人民币），可比公司EPS取自wind一致预期



06 风险提示

- ◆ **消费市场恢复不及预期**：黄金珠宝作为可选消费，受居民购买力和消费意愿的影响，因此面临经济及消费市场恢复不及预期所带来的经营风险。
- ◆ **加盟拓展不及预期**：公司加盟店拓展速度可能受同业竞争加剧、加盟商意愿波动等因素影响导致不及预期。
- ◆ **商誉减值风险**：截至2023Q1，公司账面商誉仍有7.25亿元，若菲安妮转型效果不及预期，仍有计提商誉减值、拖累业绩的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,417	5,734	7,060	8,508	净利润	205	438	537	677
YoY (%)	-4.7%	29.8%	23.1%	20.5%	折旧和摊销	115	39	44	36
营业成本	3,084	4,051	5,039	6,112	营运资金变动	6	-227	-465	-416
营业税金及附加	78	97	120	145	经营活动现金流	414	221	87	253
销售费用	774	906	1,059	1,208	资本开支	-62	34	9	14
管理费用	91	115	141	170	投资	1	0	0	0
财务费用	30	0	-3	-5	投资活动现金流	-79	73	44	60
研发费用	60	80	99	119	股权募资	7	0	0	0
资产减值损失	-83	0	0	0	债务募资	-5	0	0	0
投资收益	19	39	35	46	筹资活动现金流	-253	-193	-15	-15
营业利润	252	536	656	827	现金净流量	84	101	116	297
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	252	536	656	827	成长能力 (%)				
所得税	47	98	119	151	营业收入增长率	-4.7%	29.8%	23.1%	20.5%
净利润	205	438	537	677	净利润增长率	-43.2%	115.8%	22.4%	26.1%
归属于母公司净利润	199	430	526	663	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-43.2%	115.8%	22.4%	26.1%	毛利率	30.2%	29.4%	28.6%	28.2%
每股收益	0.22	0.48	0.59	0.75	净利率	4.5%	7.5%	7.5%	7.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率ROA	3.6%	7.1%	7.9%	8.7%
货币资金	650	751	867	1,164	净资产收益率ROE	5.6%	11.3%	12.2%	13.3%
预付款项	16	20	25	31	偿债能力 (%)				
存货	2,665	3,186	3,533	4,278	流动比率	2.37	2.37	2.61	2.72
其他流动资产	578	514	718	667	速动比率	0.65	0.59	0.72	0.74
流动资产合计	3,910	4,472	5,143	6,140	现金比率	0.39	0.40	0.44	0.52
长期股权投资	195	195	195	195	资产负债率	35.3%	36.3%	34.2%	33.7%
固定资产	427	409	391	373	经营效率 (%)				
无形资产	29	29	29	29	总资产周转率	0.79	0.99	1.11	1.19
非流动资产合计	1,644	1,577	1,532	1,496	每股指标 (元)				
资产合计	5,553	6,049	6,675	7,636	每股收益	0.22	0.48	0.59	0.75
短期借款	439	439	439	439	每股净资产	3.99	4.27	4.86	5.61
应付账款及票据	144	283	249	397	每股经营现金流	0.47	0.25	0.10	0.28
其他流动负债	1,066	1,162	1,287	1,423	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,650	1,884	1,974	2,258	估值分析				
长期借款	279	279	279	279	PE	34.32	15.90	12.99	10.30
其他长期负债	33	33	33	33	PB	1.32	1.80	1.58	1.37
非流动负债合计	312	312	312	312					
负债合计	1,962	2,196	2,286	2,570					
股本	889	889	889	889					
少数股东权益	49	58	69	82					
股东权益合计	3,592	3,852	4,389	5,066					
负债和股东权益合计	5,553	6,049	6,675	7,636					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。